

疫情导致短期承压，线下门店有望快速恢复

投资要点

- **事件:** 公司发布 2022 年第三季度报告。2022 年前三季度公司实现营业收入 10.9 亿元，同比下降 3.4%；实现归母净利润 6.1 亿元，同比下降 12.9%。2022Q3 单季度公司实现营业收入 3 亿元，同比下降 22.1%；实现归母净利润 1.4 亿元，同比下降 39.3%。
- **疫情+限电，2022Q3 经营承压。** 2022 年 7-9 月，成都地区接连遭遇高温限电、新冠疫情散点爆发等重大事件，而公司营收的 90%以上主要来自成都地区，因此诸多不利因素对公司区域内实体家居卖场和建材市场正常经营产生了一定影响，营收利润均出现下滑。公司 2022 年前三季度毛利率为 69.9%，同比下降 0.8pp；净利率为 57.5%，同比下降 5.6pp，盈利能力有所承压。销售费用率/管理费用率/财务费用率分别为 0.6%/4.7%/-0.1%，分别同比变动 +0.2pp/-0.2pp/-0.1pp，整体来看费用管控较为合理，保持稳定态势。
- **短期事件影响有限，线下门店有望快速修复。** 2022Q3 受不利因素影响，公司切实履行社会责任，对成都各自营商场/卖场内商户的商铺租金及服务费进行了减免，本次减免减少营业收入 0.9 亿元，占 2021 年营业收入 5.7%；减少归母净利润 0.7 亿元，占 2021 年归母净利润 7.6%。若将租金及服务费减免导致减少的营收和利润加回，公司 2022 年前三季度营收为 11.8 亿元 (+4.5%)，归母净利润为 6.8 亿元 (-2.7%)，可以看出受 2022Q3 不利因素的影响较为有限。预计随着限电恢复及疫情逐步稳定，公司线下门店有望实现快速修复。
- **深耕成都市场，多业态全面发展。** 公司深耕成都市场多年，在中心城区的核心商圈经营自有卖场面积超 110 万平方米，在南门、北门、新都、天府新区等核心地段都设有门店，具备较强区位优势。同时公司具备软装、拎包入住、新零售等 9 大业态，能够覆盖消费者全方位的家居建材消费需求，另外还为商户和合作方提供运营、流量、金融、策划等全链条服务，具备较强市场影响力。近年来，公司大力发展新零售，同时切入智能家居赛道，新开出“焦糖盒子”等新零售自营店和智能家居体验店，积极布局拓展性业务，有望带来新的营收增量。
- **盈利预测与投资建议。** 预计 2022-2024 年 EPS 分别为 1.24 元、1.40 元、1.54 元，对应 PE 分别为 10 倍、9 倍、8 倍。考虑到公司深耕成都多年，多业态协同发展，新零售及智能家居卖场稳步拓展中，首次覆盖给予“持有”评级。
- **风险提示:** 区域内行业竞争加剧、疫情出现反复、新业态门店经营不及预期。

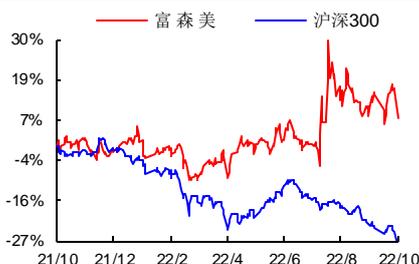
指标/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	1536.81	1603.24	1804.37	2019.58
增长率	15.76%	4.32%	12.55%	11.93%
归属母公司净利润(百万元)	918.19	928.64	1045.77	1153.24
增长率	18.74%	1.14%	12.61%	10.28%
每股收益EPS(元)	1.23	1.24	1.40	1.54
净资产收益率ROE	15.03%	13.56%	13.56%	13.32%
PE	10	10	9	8
PB	1.58	1.41	1.25	1.11

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 龚梦泓
执业证号: S1250518090001
电话: 023-63786049
邮箱: gmh@swsc.com.cn
联系人: 谭陈渝
电话: 17782333081
邮箱: tchy@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

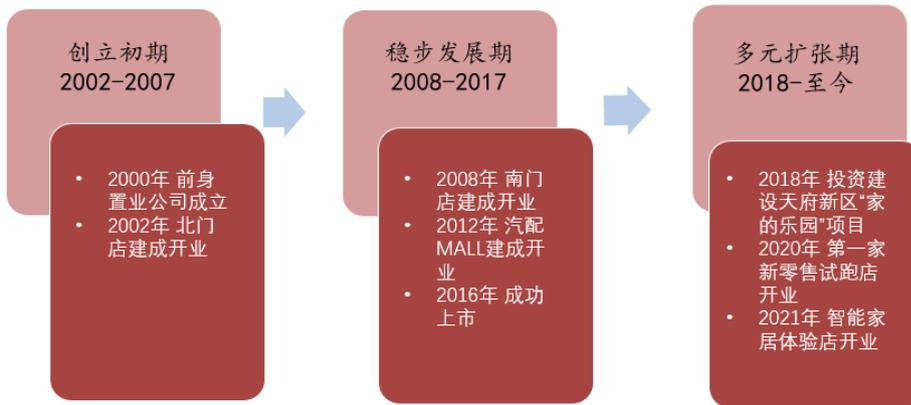
总股本(亿股)	7.48
流通A股(亿股)	2.98
52周内股价区间(元)	11.05-15.31
总市值(亿元)	91.84
总资产(亿元)	72.16
每股净资产(元)	8.08

相关研究

1 成都领先的家居流通商，短期承压有望快速修复

成都地区领先的建材家居大卖场。公司前身为成立于2000年的置业公司，2009年整体变更为成都富森美家居股份有限公司，2016年登陆深圳证券交易所成功上市。公司主营装饰建材家居市场的开发、租赁和服务，深耕四川成都市场，经过二十余年的发展，已成为四川地区规模较大、综合竞争力较强的大型装饰建材家居流通区域龙头，在消费者认同度、行业影响力和市场集中度等方面具备一定领先地位。

图 1：公司发展历程



数据来源：公司公告，西南证券整理

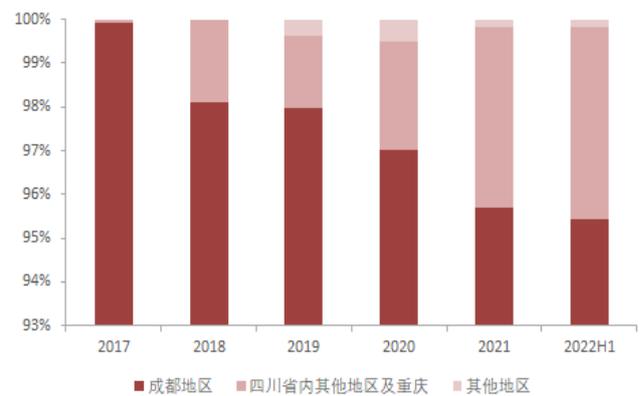
市场租赁及服务业务贡献最大收入，成都地区为主战场。公司营业收入主要来自市场租赁及服务，2022H1 占比达到 82.4%，另外装饰装修工程收入占比 8.3%，委托经营管理 0.7%，营销广告策划 0.6%，其他收入包含金融与投资收入等。分地区来看，成都市贡献了绝大部分收入，占比始终维持在 95% 以上；四川省内其他地区及重庆占比有逐渐提升趋势，2022H1 达到 4.4%；另外四川以外云南地区也贡献了少量收入。

图 2：公司分业务营业收入占比



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 3：公司分地区营业收入占比

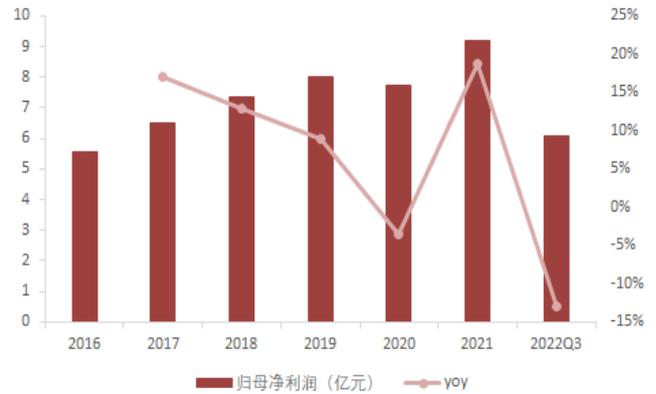


数据来源：公司公告，西南证券整理

公司营业收入和净利润表现较稳定，2022Q3短期承压。2016-2019年公司营收和归母净利润始终保持着稳健的增长态势，营收CAGR为11.7%，归母净利润CAGR为15.3%。2020年出现下滑的原因主要是因为新冠疫情爆发导致线下门店经营和客流收到较大影响，同时公司减免了商户租金，另外写字楼销售收入较上年大幅减少，多项因素致使公司2020年出现营收下滑，盈利能力承压。随着疫情逐步得到控制，2021年公司营收利润均大幅回升，重新进入正增长通道。2022Q3因为高温限电和成都疫情等不利因素，公司营收利润再次出现不同程度的下滑，2022Q3单季度公司实现营业收入3亿元，同比下降22.1%；实现归母净利润1.4亿元，同比下降39.3%。预计随着大环境的不利影响逐步消退和稳定，营收利润有望自2022Q4开始有所恢复。

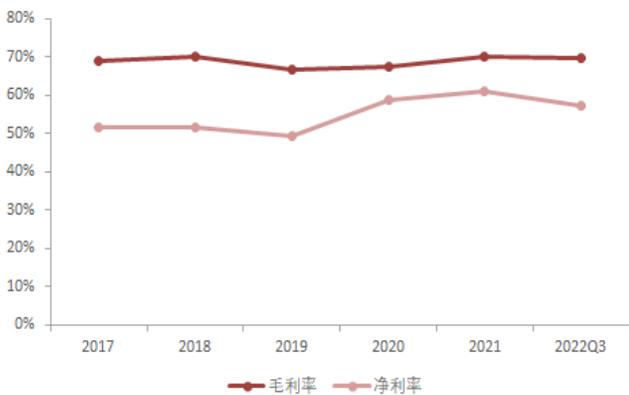
图4：公司营业收入及增速


数据来源：公司公告，西南证券整理

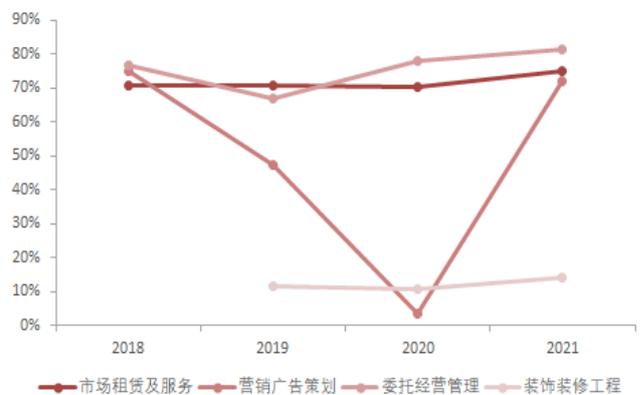
图5：公司归母净利润及增速


数据来源：公司公告，西南证券整理

盈利能力稳中有升，主营业务毛利率维持高位。公司盈利能力保持较为稳定，毛利率自2017年69%增长至2021年70.1%，净利率自2017年51.8%增长至2021年60.9%，处于行业领先水平。2022Q3因为疫情及限电影响，公司对商户租金有减免措施，因此盈利能力稍有下滑。分业务来看，公司主营业务市场租赁及服务毛利率始终保持较高水平，自2018年70.9%增长至2021年74.9%；2021年委托经营管理毛利率最高，达到81.1%，营销广告策划为71.7%，装饰装修工程毛利率较低，为14.2%。

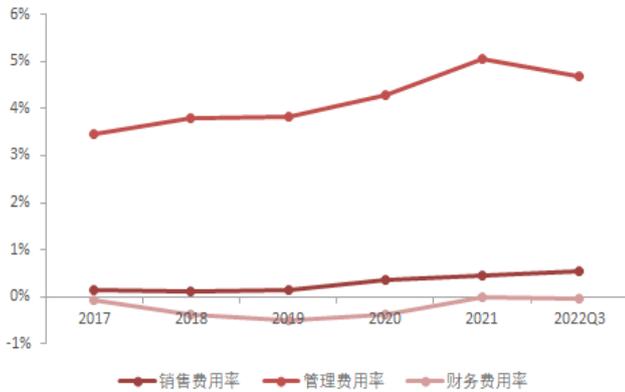
图6：公司毛利率&净利率


数据来源：公司公告，西南证券整理

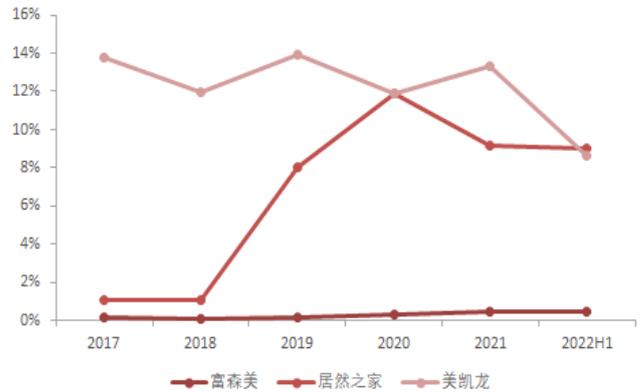
图7：公司分业务毛利率


数据来源：公司公告，西南证券整理

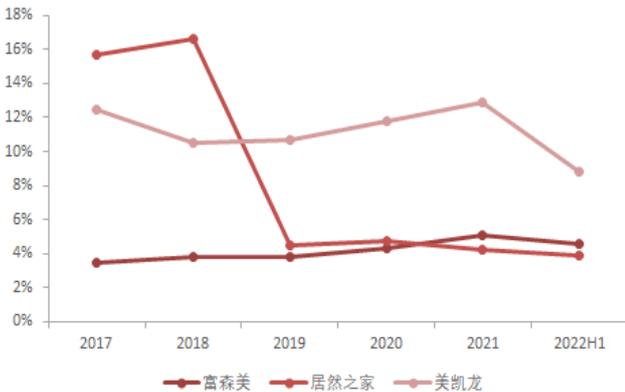
费用管控合理，主要来自管理费用。公司综合费用率较为稳定，其中管理费用率呈现上升态势，自2017年3.5%上升至2021年5%；销售费用率处于较低水平，自2017年0.2%增长至2021年0.5%。2022Q3公司销售费用率/管理费用率分别为0.6%/4.7%。选取国内家居建材卖场龙头美凯龙和居然之家作为可比公司，富森美在销售费用率、管理费用率及综合费用率方面均有显著优势，2022H1美凯龙综合费用率48.3%，居然之家29%，而富森美仅为11%，费用端管控体现出较强竞争优势。细分来看，2022H1销售费用率方面富森美/美凯龙/居然之家分别为0.5%/8.6%/9%，因为富森美主要耕耘成都市场，因此销售费用支出要显著低于全国性布局的美凯龙和居然之家；管理费用率方面富森美/美凯龙/居然之家分别为4.5%/8.8%/3.9%，富森美仍然处于行业低位。

图 8：公司费用率


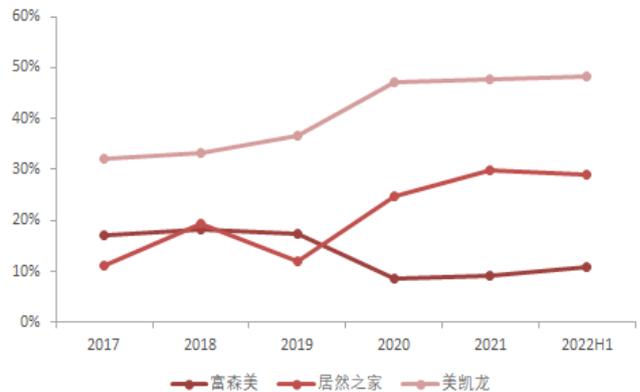
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 9：可比公司销售费用率对比


数据来源：公司公告，西南证券整理

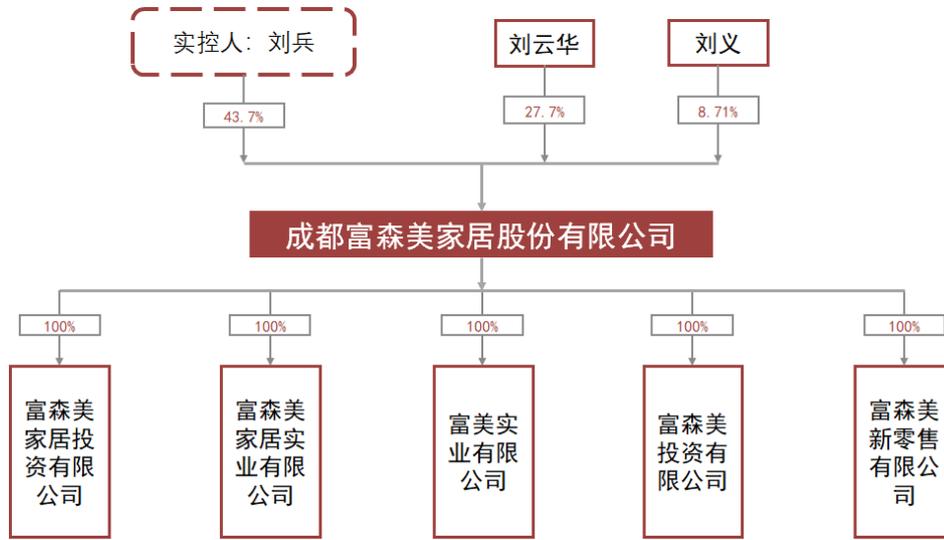
图 10：可比公司管理费用率对比


数据来源：公司公告，西南证券整理

图 11：可比公司综合费用率对比


数据来源：公司公告，西南证券整理

股权结构合理，三大股东为公司创始人。公司由三大股东刘兵先生、刘云华女士、刘义先生于2000年共同创办，其中刘兵为刘云华、刘义之弟，刘云华为刘兵、刘义之姐，刘兵为公司实际控制人，持股43.7%。公司下属多家子公司，分别经营位于成都各地的卖场项目。公司股东为公司创始人，伴随公司发展多年，对长远稳定发展具备充足动力。

图 12：公司股权结构


数据来源：Wind，西南证券整理

2 盈利预测与估值

2.1 盈利预测

关键假设：

假设 1：2022Q3 公司因疫情原因做了商户租金减免安排，随着疫情稳定，自 2022Q4 开始公司将恢复原有租金收取标准；

假设 2：公司各实体门店经营有序恢复，通过丰富业态、发展拓展性业务等方式提高盈利能力，2022-2024 年市场租赁及服务业务的毛利率分别为 74%、76%、77%；

假设 3：公司新零售和智能家居业务稳步推进，“动物交响团”、“焦糖盒子”等新开门店保持稳定经营态势。

基于以上假设，我们预测公司 2022-2024 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2021A	2022E	2023E	2024E
市场租赁及服务	收入	1271.46	1309.60	1440.56	1570.21
	增速	9.15%	3.00%	10.00%	9.00%
	毛利率	74.86%	74.00%	76.00%	77.00%
营销广告策划	收入	9.84	10.23	11.26	12.16
	增速	35.91%	4.00%	10.00%	8.00%
	毛利率	71.75%	70.00%	70.00%	71.00%
委托经营管理	收入	12.83	12.44	12.07	11.71

单位：百万元		2021A	2022E	2023E	2024E
	增速	-15.95%	-3.00%	-3.00%	-3.00%
	毛利率	81.13%	81.00%	82.00%	83.00%
装饰装修工程	收入	126.62	145.61	203.86	275.21
	增速	88.42%	15.00%	40.00%	35.00%
	毛利率	14.20%	14.00%	15.00%	16.00%
其他	收入	116.06	125.35	136.63	150.29
	增速	58.92%	8.00%	9.00%	10.00%
	毛利率	77.02%	75.00%	76.00%	77.00%
合计	收入	1536.81	1603.24	1804.37	2019.58
	增速	15.76%	4.32%	12.55%	11.93%
	毛利率	70.06%	68.66%	69.11%	68.69%

数据来源：Wind，西南证券

2.2 相对估值

我们选取国内两家主要的家居建材大卖场美凯龙、居然之家作为可比公司，2022-2024年两家公司平均PE为9倍、7倍、6倍。考虑到公司深耕成都地区二十余年，在中心城区重点商圈均有家居卖场或建材市场布局，另外新零售、智能家居等新型门店也在稳步推进中，短期不利因素影响有限，经营有望快速修复。首次覆盖给予“持有”评级。

表 2：可比公司估值（股价截至 2022 年 10 月 25 日）

证券代码	可比公司	股价（元）	EPS（元）				PE（倍）			
			21A	22E	23E	24E	21A	22E	23E	24E
601828.SH	美凯龙	4.19	0.47	0.52	0.63	0.73	18.74	8.14	6.74	5.79
000785.SZ	居然之家	3.53	0.36	0.41	0.46	0.52	14.49	8.89	7.86	6.98
平均值							16.62	8.52	7.30	6.39

数据来源：Wind，西南证券整理

3 风险提示

区域内行业竞争加剧、疫情出现反复、新业态门店经营不及预期。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	1536.81	1603.24	1804.37	2019.58	净利润	935.94	946.59	1065.98	1175.53
营业成本	460.14	502.49	557.35	632.41	折旧与摊销	204.50	196.78	196.78	196.78
营业税金及附加	81.91	92.26	100.77	113.07	财务费用	-0.36	1.25	1.41	1.57
销售费用	7.13	7.70	9.02	10.10	资产减值损失	-1.59	0.00	0.00	0.00
管理费用	77.42	76.96	90.22	103.00	经营营运资本变动	-122.66	-34.84	-43.59	-45.22
财务费用	-0.36	1.25	1.41	1.57	其他	-188.54	-185.72	-200.20	-217.84
资产减值损失	-1.59	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	827.30	924.06	1020.38	1110.81
投资收益	102.30	120.00	130.00	145.00	资本支出	-115.78	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	84.01	65.35	72.35	71.96	其他	-509.08	185.35	202.35	216.96
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-624.86	185.35	202.35	216.96
营业利润	1096.40	1107.93	1247.95	1376.39	短期借款	0.00	-10.00	0.00	0.00
其他非经营损益	0.20	1.15	1.01	0.92	长期借款	-3.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	1096.60	1109.08	1248.96	1377.31	股权融资	-28.62	0.00	0.00	0.00
所得税	160.66	162.49	182.98	201.78	支付股利	-449.08	-183.64	-185.73	-209.15
净利润	935.94	946.59	1065.98	1175.53	其他	1.30	-11.72	-1.41	-1.57
少数股东损益	17.75	17.95	20.21	22.29	筹资活动现金流净额	-479.39	-205.36	-187.14	-210.72
归属母公司股东净利润	918.19	928.64	1045.77	1153.24	现金流量净额	-276.94	904.04	1035.58	1117.05
资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	财务分析指标	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	273.87	1177.91	2213.49	3330.54	成长能力				
应收和预付款项	92.78	110.09	118.69	135.01	销售收入增长率	15.76%	4.32%	12.55%	11.93%
存货	240.57	262.71	289.39	329.63	营业利润增长率	19.18%	1.05%	12.64%	10.29%
其他流动资产	2520.73	2513.50	2634.88	2764.75	净利润增长率	19.56%	1.14%	12.61%	10.28%
长期股权投资	429.71	429.71	429.71	429.71	EBITDA 增长率	13.47%	0.42%	10.73%	8.89%
投资性房地产	1651.36	1651.36	1651.36	1651.36	获利能力				
固定资产和在建工程	380.79	350.20	319.61	289.02	毛利率	70.06%	68.66%	69.11%	68.69%
无形资产和开发支出	1386.89	1221.56	1056.23	890.89	三费率	5.48%	5.36%	5.58%	5.68%
其他非流动资产	238.94	238.09	237.23	236.38	净利率	60.90%	59.04%	59.08%	58.21%
资产总计	7215.64	7955.13	8950.60	10057.29	ROE	15.03%	13.56%	13.56%	13.32%
短期借款	10.00	0.00	0.00	0.00	ROA	12.97%	11.90%	11.91%	11.69%
应付和预收款项	480.62	489.95	553.08	622.12	ROIC	44.77%	43.38%	52.32%	61.68%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	84.63%	81.46%	80.15%	77.97%
其他负债	498.07	485.75	537.84	609.12	营运能力				
负债合计	988.68	975.70	1090.92	1231.23	总资产周转率	0.22	0.21	0.21	0.21
股本	748.46	748.46	748.46	748.46	固定资产周转率	7.75	9.43	12.94	18.56
资本公积	726.18	726.18	726.18	726.18	应收账款周转率	75.11	64.78	70.24	69.67
留存收益	4562.27	5307.28	6167.32	7111.40	存货周转率	2.18	2.00	2.01	2.03
归属母公司股东权益	6047.39	6781.92	7641.96	8586.04	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	107.47%	—	—	—
少数股东权益	179.56	197.51	217.73	240.02	资本结构				
股东权益合计	6226.96	6979.43	7859.68	8826.06	资产负债率	13.70%	12.27%	12.19%	12.24%
负债和股东权益合计	7215.64	7955.13	8950.60	10057.29	带息债务/总负债	1.01%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	3.19	4.20	4.86	5.37
					速动比率	2.95	3.93	4.59	5.10
					股利支付率	48.91%	19.77%	17.76%	18.14%
					每股指标				
					每股收益	1.23	1.24	1.40	1.54
					每股净资产	8.08	9.06	10.21	11.47
					每股经营现金	1.11	1.23	1.36	1.48
					每股股利	0.60	0.25	0.25	0.28
业绩和估值指标	2021A	2022E	2023E	2024E					
EBITDA	1300.54	1305.95	1446.14	1574.73					
PE	10.38	10.27	9.12	8.27					
PB	1.58	1.41	1.25	1.11					
PS	6.20	5.95	5.28	4.72					
EV/EBITDA	1.95	1.25	0.41	-0.33					
股息率	4.71%	1.93%	1.95%	2.19%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

请务必阅读正文后的重要声明部分

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	高级销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	王昕宇	高级销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
	高宇乐	销售经理	13263312271	13263312271	gylyf@swsc.com.cn
	汪艺	销售经理	13127920536	13127920536	wyyf@swsc.com.cn
	岑宇婷	销售经理	18616243268	18616243268	cyryf@swsc.com.cn
	陈阳阳	销售经理	17863111858	17863111858	cyyf@swsc.com.cn
北京	张玉树	销售经理	18957157330	18957157330	zymyf@swsc.com.cn
	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杜小双	高级销售经理	18810922935	18810922935	dxsyf@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
广深	巢语欢	销售经理	13667084989	13667084989	cyh@swsc.com.cn
	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn