

**投资评级 优于大市 维持**

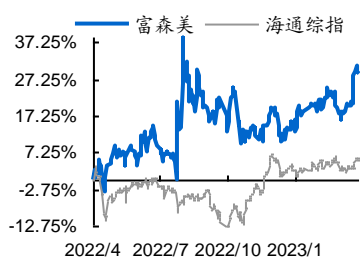
# 扣非净利略降 5%经营稳健，区域龙头复苏弹性足

**股票数据**

04月07日收盘价(元)	13.78
52周股价波动(元)	10.90-16.08
总股本/流通A股(百万股)	748/298
总市值/流通市值(百万元)	10314/4111

**相关研究**

《收入增 16%扣非净利增 21%，低估值高分红价值凸显》2022.04.04

**市场表现**


沪深 300 对比	1M	2M	3M
绝对涨幅 (%)	7.2	6.8	12.5
相对涨幅 (%)	5.4	6.1	8.9

资料来源: 海通证券研究所

分析师:汪立亭

Tel:(021)23219399

Email:wanglt@haitong.com

证书:S0850511040005

分析师:李宏科

Tel:(021)23154125

Email:lhk11523@haitong.com

证书:S0850517040002

联系人:毛弘毅

Tel:(021)23219583

Email:mhy13205@haitong.com

**投资要点:**

公司发布 2022 年报。2022 年实现收入 14.83 亿元，同比下降 3.52%；利润总额 9.43 亿元，同比下降 13.97%；归母净利润 7.83 亿元，同比下降 14.72%，扣非净利润 7.62 亿元，同比下降 4.64%。摊薄 EPS 1.05 元，加权平均净资产收益率 13.24%。报告期每股经营性现金流 1.47 元。公司公布 2022 年分红预案，拟 10 股派 6.80 元（含税）。

**简评及投资建议。**

**1. 2022 年收入下降 3.52%，主因宏观经济形势和房地产下行、高温限电、疫情影响“三重冲击”。**2022 年收入 14.83 亿元，同比下降 3.52%，其中 4Q2022 下降 3.83%。截至 2022 年末，公司依托成都核心商圈自有物业 110 万平米运营自营卖场，入驻商户超过 3500 户。

**分区域：**2022 年成都地区、四川省内其他地区及重庆、四川省外收入各占比 95.78%、4.12%、0.10%，收入同比增速各为-3.44%、-3.72%、-42.01%。**分产品：**市场租赁及服务/营销广告和策划/委托经营管理/装饰装修工程收入各占比 82.32%、0.56%、0.79%、8.95%，同比增速为-4.00%、-15.33%、-8.35%、4.84%。

**2. 2022 年综合毛利率减少 1.09 pct，主营毛利率减少 0.99pct。**全年综合毛利率 68.97%，同比减少 1.09 pct。其中主营业务毛利率 69.31%，减少 0.99pct，其他业务毛利率 64.72%，减少 2.38 pct。

**分区域，**成都地区毛利率 71.24%，减少 1.08 pct；除成都以外其他地区计算得毛利率 17.28%，减少 2.28pct。**分产品，**市场租赁及服务毛利率增加 0.50pct 至 76.27%；营销广告和策划毛利率减少 64.98 pct 至 6.77%；委托经营管理毛利率增加 0.40 pct 至 81.53%；装饰装修工程毛利率减少 6.04pct 至 8.17%。最终主营业务毛利率减少 0.99 个百分点至 69.31%。

**3.2022 年期间费用率下降 0.14pct，其中销管费用率增加 0.12pct。**2022 年期间费用率 5.34%，较 2021 年下降 0.14pct，其中销售、管理、财务费用率各 0.58%、4.81%、-0.05%，同比变动各为 0.12pct、-0.23pct、-0.03pct。销售费率增加主因职工薪酬增加；财务费用下降主因利息支出、银行手续费及其他减少。

**4. 2022 年扣非归母净利润下降 4.64%。**利润总额 9.43 亿元，同比下降 13.97%；公司 2022 年确认投资收益 7900 万元，同比减少 2330 万元；资产减值损失-113 万元；有效税率增加 0.08pct 至 14.73%。最终归母净利润 7.83 亿元，同比下降 14.72%。其中 1-4Q 各增长+33.53%/-18.57%/-39.33%/-20.41%，全年扣非净利润 7.62 亿元，同比下降 4.64%。公司 2022 年减免自营商场/市场商户租金及服务费约 8641 万元（不含增值税）。

**主要财务数据及预测**

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	1537	1483	1651	1810	1988
(+/-)YoY(%)	15.8%	-3.5%	11.3%	9.6%	9.9%
净利润(百万元)	918	783	927	1028	1129
(+/-)YoY(%)	18.7%	-14.7%	18.4%	10.9%	9.8%
全面摊薄 EPS(元)	1.23	1.05	1.24	1.37	1.51
毛利率(%)	70.1%	69.0%	72.2%	73.1%	72.9%
净资产收益率(%)	15.2%	13.2%	14.8%	15.5%	16.1%

资料来源: 公司年报(2021-2022), 海通证券研究所  
 备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润 请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

### 5. 全渠道数字化升级, 创新业务模式。

**(1) 全渠道数字化营销升级。**公司聚焦流量创造与流量变现, 高效赋能商户, 通过线上线下联动营销, 实现卖场内全域流量的精准转化, 策动实施“富森美 1+3”新营销行动。①线下, 公司以线下交流会和富森美大课堂等形式, 共举办线下超大型营销活动 8 场, 为卖场商户精准获客提供了有力支撑, 国庆节策动的富森美 20 周年庆营销活动, 开创近 3 年客流历史新高。②线上, 公司通过流量王比赛、小红书训练营、直播/短视频大赛、共创会、分享会, 一对多、多对多使能商户同步发力品类活动、商户活动、联盟活动、设计师活动、社群运营、设计师运营、内容运营、直播运营, 与多个头部品牌工厂和地板社联合营销, 试跑线索直播、卖货直播、种草直播、日播, 公司全年共举办中大型线上直播活动 27 场, 发布短视频近 200 支, 直播 131 场, 观看人数超 180 万人次。

**(2) 持续发力新零售, 拓展国际业务。**①持续发力新零售战略, 公司稳步推进新零售业务。“焦糖盒子”旗舰店持续丰富各类人群的真实生活场域, 增加场景引入与真实互动体验, 通过深度运营逐步提升客单价和订单数。②富森美术馆引流功能进一步强化, 全年实现到店流量 14290 人次。通过各类媒体投放有力提升了品牌影响力, 年内共计实现自媒体及相关艺术媒体线上浏览 390 万人次、线上点赞数 4.8 万人次, 相关图文收藏数 2 万人次。③进一步拓展进出口业务, 继续夯实全球供应链管控, 在复杂多变的国际形势下, 依旧实现全年合同代理额超 5000 万元、进口额超 5000 万元。

**(3) 加快项目建设和运营, 推进天府新区“富森美家的乐园”建设。**①全面加快项目工程建设, 确保天府项目 2023 年下半年完成建设。②实现新项目开业运营。全力开展各业态招商, 促进招商落位、合同签订和进场装修, 建立健全组织架构和运营系统, 着力推动“富森美·天府”项目各商业形态分阶段开业运营。

**维持对公司的判断。**①公司作为西南家居零售龙头, 充分享受成都区域的人口流入、地产政策和消费复苏红利。②在保持家居卖场主业稳健发展的同时, 公司不断探索家居零售新业态和新模式, 依托完整的供应链体系, 通过共建共享平台资源, 赋能商户共建生态。③公司拥有 110 万平米自有物业, 资产丰厚, 重估价值显著; 近年持续高分红, 积极回报股东。

**更新盈利预测。**预计 2023-2025 年归母净利润各 9.27 亿元、10.28 亿元、11.28 亿元, 同比增长 18.4%、10.9%、9.8%; 当前市值对应 2023-2025 年 PE 各 11 倍、10 倍、9 倍。参考可比公司估值, 给以 2023 年 12-15 倍 PE, 对应合理市值区间 111 亿元-139 亿元, 合理价值区间 14.86-18.57 元; 此区间对应公司 2023 年 PS 为 6.7-8.4 倍, 给予“优于大市”的投资评级。

**风险提示。**房地产景气度下行; 线上渠道冲击; 品牌方和地产方分流; 区域竞争加剧。

表 1 富森美 2022 年分产品收入及毛利率情况

分产品	收入 (万元)			毛利率 (%)		
	2021	2022	同比增长 (%)	2021	2022	变动 (pct)
市场租赁及服务	127146	122062	-4.00	75.77	76.27	0.50
营销广告和策划	984	833	-15.33	71.75	6.77	-64.98
委托经营管理	1283	1175	-8.35	81.13	81.53	0.40
装饰装修工程收入	12662	13275	4.84	14.20	8.17	-6.04
主营业务	142075	137346	-3.33	70.30	69.31	-0.99
其他业务	11606	10927	-5.85	67.10	64.72	-2.38
营业总收入/综合毛利率	153681	148273	-3.52	70.06	68.97	-1.09

资料来源: 公司 2021-2022 年报, 海通证券研究所

表 2 富森美 2022 年分地区收入及毛利率情况

分地区	收入 (万元)			毛利率 (%)		
	2021	2022	同比增长 (%)	2021	2022	变动 (pct)

成都地区	147087	142022	-3.44	72.32	71.24	-1.08
四川省内其他地区及重庆	6338	6102	-3.72	19.55	17.28	-2.28
四川省外	256	148	-42.01			
<b>营业总收入/综合毛利率</b>	<b>153681</b>	<b>148273</b>	<b>-3.52</b>	<b>70.06</b>	<b>68.87</b>	<b>1.09</b>

资料来源：公司 2021-2022 年报，海通证券研究所

**表 3 可比公司估值表 (倍, 20230407)**

简称	美凯龙	居然之家	小商品城	平均
PE (倍, 2023)	11.68	11.26	15.85	12.93
PS (倍, 2023)	1.49	2.00	3.02	2.17

注：王府井布局免税业务，与公司不可比，故从可比公司中剔除

资料来源：股价选取日期为 2023.04.07，Wind 一致预期，海通证券研究所

## 财务报表分析和预测

主要财务指标	2022	2023E	2024E	2025E	利润表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
<b>每股指标 (元)</b>					<b>营业总收入</b>	<b>1483</b>	<b>1651</b>	<b>1810</b>	<b>1988</b>
每股收益	1.05	1.24	1.37	1.51	营业成本	460	459	487	538
每股净资产	7.93	8.36	8.84	9.35	毛利率%	69.0%	72.2%	73.1%	72.9%
每股经营现金流	1.47	1.47	1.39	1.73	营业税金及附加	76	85	93	103
每股股利	1.08	0.80	0.90	1.00	营业税金率%	5.1%	5.2%	5.2%	5.2%
<b>价值评估 (倍)</b>					营业费用	9	9	10	11
P/E	13.39	11.31	10.20	9.29	营业费用率%	0.6%	0.5%	0.6%	0.6%
P/B	1.77	1.67	1.59	1.50	管理费用	71	81	88	97
P/S	7.07	6.35	5.79	5.27	管理费用率%	4.8%	4.9%	4.9%	4.9%
EV/EBITDA	8.12	8.72	7.82	6.97	EBIT	870	1017	1131	1240
股息率%	<b>7.7%</b>	<b>5.7%</b>	<b>6.4%</b>	<b>7.1%</b>	财务费用	-1	-4	-7	-8
<b>盈利能力指标 (%)</b>					财务费用率%	-0.1%	-0.3%	-0.4%	-0.4%
毛利率	69.0%	72.2%	73.1%	72.9%	资产减值损失	-1	0	0	0
净利润率	52.8%	56.1%	56.8%	56.8%	投资收益	79	95	102	113
净资产收益率	13.2%	14.8%	15.5%	16.1%	<b>营业利润</b>	<b>942</b>	<b>1116</b>	<b>1239</b>	<b>1360</b>
资产回报率	11.1%	12.4%	13.0%	13.4%	营业外收支	1	1	1	1
投资回报率	12.1%	13.3%	14.0%	14.5%	<b>利润总额</b>	<b>943</b>	<b>1117</b>	<b>1240</b>	<b>1361</b>
<b>盈利增长 (%)</b>					EBITDA	1067	1125	1240	1350
营业收入增长率	-3.5%	11.3%	9.6%	9.9%	所得税	139	168	186	204
EBIT 增长率	-4.6%	16.9%	11.3%	9.6%	有效所得税率%	14.7%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润增长率	-14.7%	18.4%	10.9%	9.8%	少数股东损益	21	23	26	28
<b>偿债能力指标</b>					<b>归属母公司所有者净利润</b>	<b>783</b>	<b>927</b>	<b>1028</b>	<b>1129</b>
资产负债率	13.2%	13.1%	13.1%	13.4%					
流动比率	2.86	3.22	3.57	3.79	<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2022</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
速动比率	1.78	2.30	2.63	2.98	货币资金	465	694	795	1088
现金比率	0.50	0.71	0.78	0.97	应收账款及应收票据	39	41	45	47
<b>经营效率指标</b>					存货	345	242	300	238
应收账款周转天数	7.78	8.00	7.80	7.50	其它流动资产	1804	2161	2518	2883
存货周转天数	228.98	230.00	200.00	180.00	流动资产合计	2653	3138	3658	4256
总资产周转率	0.21	0.23	0.24	0.24	长期股权投资	427	427	427	427
固定资产周转率	8.71	6.33	4.64	4.90	固定资产	155	366	414	397
					在建工程	448	179	72	29
					无形资产	1354	1324	1294	1264
					非流动资产合计	4415	4327	4238	4148
<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2022</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>资产总计</b>	<b>7068</b>	<b>7465</b>	<b>7896</b>	<b>8403</b>
净利润	783	927	1028	1129	短期借款	10	10	10	10
少数股东损益	21	23	26	28	应付票据及应付账款	49	46	49	56
非现金支出	199	108	109	110	预收账款	246	281	290	318
非经营收益	-77	-96	-102	-113	其它流动负债	622	637	675	739
营运资金变动	176	141	-19	144	流动负债合计	927	973	1023	1122
<b>经营活动现金流</b>	<b>1102</b>	<b>1102</b>	<b>1042</b>	<b>1298</b>	长期借款	0	0	0	0
资产	-279	-19	-19	-19	其它长期负债	7	7	7	7
投资	211	-350	-350	-350	非流动负债合计	7	7	7	7
其他	55	95	102	113	<b>负债总计</b>	<b>934</b>	<b>980</b>	<b>1031</b>	<b>1130</b>
<b>投资活动现金流</b>	<b>-14</b>	<b>-274</b>	<b>-267</b>	<b>-256</b>	实收资本	748	748	748	748
债权募资	0	0	0	0	归属于母公司所有者权益	5932	6260	6615	6995
股权募资	1	0	0	0	少数股东权益	201	224	250	279
其他	-899	-599	-674	-749	<b>负债和所有者权益合计</b>	<b>7068</b>	<b>7465</b>	<b>7896</b>	<b>8403</b>
<b>融资活动现金流</b>	<b>-898</b>	<b>-599</b>	<b>-674</b>	<b>-749</b>					
<b>现金净流量</b>	<b>191</b>	<b>229</b>	<b>101</b>	<b>293</b>					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 04 月 07 日; (2) 以上各表均为简表  
资料来源: 公司年报 (2022), 海通证券研究所

## 信息披露

### 分析师声明

汪立亭 批发和零售贸易行业, 社会服务行业  
李宏科 批发和零售贸易行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 以勤勉的职业态度, 独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息, 本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解, 清晰准确地反映了作者的研究观点, 结论不受任何第三方的授意或影响, 特此声明。

### 分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司: 小商品城, 爱美客, 千味央厨, 特海国际, 京东集团-SW, 天目湖, 广州酒家, 东软教育, 首旅酒店, 中国东方教育, 华熙生物, 九毛九, 海伦司, 永辉超市, 海底捞, 安克创新, 贝泰妮, 步步高, 重庆百货, 复星旅游文化, 周大生, 百胜中国, 美团-W, 雍禾医疗, 老凤祥, 锦江酒店, 王府井, 丸美股份, 力量钻石, 红旗连锁

### 投资评级说明

	类别	评级	说明
<b>1. 投资评级的比较和评级标准:</b> 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准, 报告发布日后 6 个月内的公司股价 (或行业指数) 的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅;	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在 10% 以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于 -10% 及以下;
		无评级	对于个股未来 6 个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
<b>2. 市场基准指数的比较标准:</b> A 股市场以海通综指为基准; 香港市场以恒生指数为基准; 美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10% 以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平 -10% 与 10% 之间;
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 -10% 以下。

### 法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下, 本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

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、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险, 投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考, 不构成投资建议, 也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下, 海通证券及其所属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投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送, 未经海通证券研究所书面授权, 本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品, 或再次分发给任何其他人, 或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容, 务必联络海通证券研究所并获得许可, 并需注明出处为海通证券研究所, 且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可, 海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。