

富森美(002818.SZ) / 零售

证券研究报告/公司点评

2022 年 10 月 25 日

评级：买入（维持）

市场价格：12.27 元

分析师：皇甫晓晗

执业证书编号：S0740521040001

电话：021-20315125

Email: huangfuxh@r.qlzq.com.cn

研究助理：王旭晖

Email: wangxh@r.qlzq.com.cn

公司盈利预测及估值

指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	1,328	1,537	1,516	1,844	2,023
营业收入增速	-18%	16%	-1%	22%	10%
归属于母公司的净利润	773	918	790	1,065	1,132
净利润增长率	-3%	19%	-14%	35%	6%
摊薄每股收益(元)	1.03	1.23	1.06	1.42	1.51
每股现金流量(元)	0.42	1.12	1.57	1.78	1.20
净资产收益率	14%	15%	12%	16%	16%
市盈率(倍)	11.9	10.0	11.6	8.6	8.1
股息率	4.91%	6.52%	5.59%	7.54%	8.01%
市净率	1.6	1.5	1.5	1.4	1.3

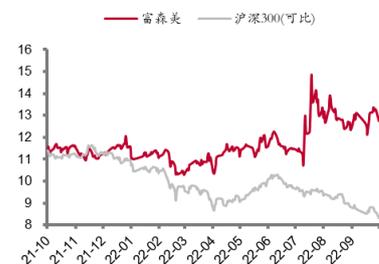
备注：股价选取日期为 2022 年 10 月 25 日收盘价。

投资要点

- 核心观点：三季度，受高温限电和新冠疫情影响，富森美减免商户租金导致短期业绩下滑，业绩略低于预期，但这些因素并不持续，不影响公司的配置价值。**
- 调整盈利预测，维持“买入”评级。**2022 年三季度，受高温限电和疫情影响，富森美对成都各商户的租金和服务费进行了减免安排，营业收入和净利润同比出现下滑。我们调整富森美 2022-2024 年归母净利润预测为 7.9/10.7/11.3（此前预测为 10.0/10.7/11.3 亿元），对应 EPS 为 1.06/1.42/1.51（此前预测为 1.33/1.42/1.51 元），维持“买入”评级。
- 业绩略低于预期。**2022 年三季度，富森美实现营业收入 3 亿元，同比下降 22%，实现归母净利润 1.4 亿元，同比下降 39%。公司实现扣非后归母净利润 1.4 亿元，同比下降 26%，业绩略低于预期。
- 租金减免影响短期业绩，长期依然稳健。**7-9 月份，成都地区的高温限电和新冠疫情影响对区域内实体卖场的正常经营产生一定程度的影响。为扶持商户经营和发展，公司对富森美成都各卖场商户的租金和服务费进行了减免安排。三季度，本次减免安排减少营业收入 0.87 亿元，减少归母净利润 0.7 亿元。在不考虑租金减免下，公司三季度营业收入为 3.87 亿元，同比增长 0.26%，归母净利润为 2.1 亿元，同比增长 11%。本次租金减免是在成都地区疫情背景下进行的，不会影响公司的持续经营能力和长期发展。
- 公允价值变动收益存在不确定性。**富森美产生公允价值变动收益的来源为交易性金融资产。截至三季度末，富森美存在交易性金融资产 10.6 亿元。2022 年 1-9 月，公允价值变动收益为 0.06 亿元，同比下降 92%，主要系公司投资业务随市场价值波动所确认的公允价值变动损益减少所致。
- 低估值、高分红投资标的，具配置价值。**富森美的商业模式类似商业地产，当下其资产的公允价值超 220 亿元，根据 DCF 测算的合理市值为 167 亿元。2022 年 9 月，富森美公布中期权益分派公告，每 10 股派发 4 元现金股利，总体金额占上半年归母净利润的 65%。在全年分红比例 65% 的假设下，富森美当下仍有 5.6% 的高股息率。此类投资往往因缺乏催化剂而无法预估价值被市场发现的时间，而富森美当下的高股息率是对持有期限的良好风险补偿。
- 风险提示事件：资本配置风险；疫情反复风险；宏观经济下行风险；信息滞后风险；计算假设风险。**

基本状况

总股本(百万股)	748
流通股本(百万股)	298
市价(元)	12.27
市值(亿元)	92
流通市值(亿元)	37

股价与行业-市场走势对比

相关报告

- 稳健成长，符合预期——富森美 22 年二季报点评（2022.08.30）
- 富森美深度报告：低估值、高分红，具备稀缺资源的家具卖场（2022.07.15）

图表 1: 公司财务数据及盈利预测

损益表 (人民币百万元)					
	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入	1,328	1,537	1,516	1,844	2,023
增长率	-18.0%	15.8%	-1.4%	21.7%	9.7%
营业成本	-431	-460	-478	-613	-685
% 销售收入	32.5%	29.9%	31.6%	33.3%	33.8%
毛利	897	1,077	1,037	1,231	1,338
% 销售收入	67.5%	70.1%	68.4%	66.7%	66.2%
营业税金及附加	-74	-82	-79	-95	-102
% 销售收入	5.6%	5.3%	5.2%	5.1%	5.0%
营业费用	-5	-7	-7	-9	-9
% 销售收入	0.4%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%
管理费用	-27	-46	-45	-37	-59
% 销售收入	2.0%	3.0%	3.0%	2.0%	2.9%
息税前利润 (EBIT)	761	910	850	1,035	1,113
% 销售收入	57.3%	59.2%	56.1%	56.1%	55.0%
财务费用	5	0	10	16	17
% 销售收入	-0.4%	0.0%	-0.7%	-0.9%	-0.8%
资产减值损失	-1	-2	0	133	133
公允价值变动收益	#REF!	84	10	17	17
投资收益	82	102	100	100	100
% 税前利润	8.9%	9.3%	10.3%	7.7%	7.2%
营业利润	—	1,095	970	1,301	1,380
营业利润率	—	71.3%	64.0%	70.6%	68.2%
营业外收支	2	0	0	0	0
税前利润	922	1,097	970	1,302	1,380
利润率	69.5%	71.4%	64.0%	70.6%	68.2%
所得税	-139	-161	-155	-208	-221
所得税率	15.1%	14.7%	16.0%	16.0%	16.0%
净利润	783	936	815	1,093	1,159
少数股东损益	10	18	25	28	27
归属于母公司的净利润	773	918	790	1,065	1,132
净利率	58.2%	59.7%	52.1%	57.8%	56.0%

现金流量表 (人民币百万元)					
	2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	783	936	815	1,093	1,159
加: 折旧和摊销	231	203	109	144	144
资产减值准备	-3	-3	-7	-8	-9
公允价值变动损失	-71	-86	-10	-150	-150
财务费用	5	0	10	16	17
投资收益	82	102	100	100	100
少数股东损益	10	18	25	28	27
营运资金的变动	-624	-205	273	264	-238
经营活动现金净流	313	837	1,171	1,333	897
固定资本投资	0	-374	-300	-550	0
投资活动现金净流	-550	-742	186	-650	-100
股利分配	-451	-599	-513	-692	-736
其他	345	227	0	0	0
筹资活动现金净流	-106	-372	-513	-692	-736
现金净流量	-343	-277	844	-9	61

资产负债表 (人民币百万元)					
	2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	551	274	1,118	1,108	1,170
应收款项	105	93	91	111	122
存货	182	241	328	403	454
其他流动资产	2,059	2,521	2,021	2,082	2,543
流动资产	2,897	3,128	3,558	3,704	4,289
% 总资产	43.4%	43.3%	45.4%	43.4%	47.0%
长期投资	2,198	2,320	2,320	2,320	2,320
固定资产	264	381	633	1,244	1,304
% 总资产	4.0%	5.3%	8.1%	14.6%	14.3%
无形资产	1,315	1,387	1,331	1,276	1,220
非流动资产	3,777	4,088	4,284	4,840	4,845
% 总资产	56.6%	56.7%	54.6%	56.6%	53.0%
资产总计	6,674	7,216	7,842	8,544	9,133
短期借款	10	10	10	10	10
应付款项	38	47	64	78	88
其他流动负债	865	923	1,247	1,551	1,725
流动负债	914	980	1,321	1,639	1,824
长期贷款	3	0	0	0	0
其他长期负债	18	9	9	9	9
负债	934	989	1,329	1,648	1,832
普通股股东权益	5,578	6,047	6,324	6,697	7,093
少数股东权益	162	180	189	199	208
负债股东权益合计	6,674	7,216	7,842	8,544	9,133

比率分析					
	2020	2021	2022E	2023E	2024E
每股指标					
每股收益 (元)	1.03	1.23	1.06	1.42	1.51
每股净资产 (元)	7.42	8.08	8.45	8.95	9.48
每股经营现金净流 (元)	0.42	1.12	1.57	1.78	1.20
每股股利 (元)	0.60	0.80	0.69	0.93	0.98
回报率					
净资产收益率	13.86%	15.18%	12.49%	15.91%	15.96%
总资产收益率	11.59%	12.73%	10.07%	12.47%	12.39%
投入资本收益率	16.20%	18.86%	18.44%	20.77%	21.10%
增长率					
营业总收入增长率	-18.02%	15.76%	-1.38%	21.66%	9.72%
EBIT增长率	-14.71%	19.02%	-3.84%	20.45%	7.13%
净利润增长率	-3.47%	18.74%	-13.97%	34.87%	6.26%
总资产增长率	11.37%	8.11%	8.68%	8.94%	6.90%
资产管理能力					
应收账款周转天数	28.7	22.0	22.0	22.0	22.0
存货周转天数	155.9	167.7	216.7	217.4	228.2
应付账款周转天数	46.1	46.2	46.2	46.2	46.2
固定资产周转天数	6.2	8.2	3.1	3.3	3.3
偿债能力					
净负债/股东权益	0.16	0.16	0.20	0.24	0.25
EBIT利息保障倍数	154.6	2,553.3	85.3	63.8	67.0
资产负债率	14.00%	13.70%	16.95%	19.29%	20.06%

来源: 公司公告、中泰证券研究所

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。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; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。

重要声明:

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用, 不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户, 不构成客户私人咨询建议。

市场有风险, 投资需谨慎。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。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“中泰证券研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。