

## 业绩短期承压，区域龙头韧性凸显

### 投资要点

- **事件:** 公司发布2022年年报, 2022年实现营业收入14.8亿元, 同比减少3.5%, 实现归母净利润7.8亿元, 同比减少14.7%, 实现扣非归母净利润7.6亿元, 同比减少4.6%。分季度来看, Q4单季度实现营业收入3.9亿元, 同比减少3.7%, 实现归母净利润1.8亿元, 同比减少20.2%。营收利润均出现一定程度下滑, 主要受疫情及高温限电等影响。
- **租金减免0.9亿元, 经营表现稳健。** 2022年公司市场租赁及服务/营销广告策划/委托经营管理/装饰装修工程收入/其他业务分别实现营业收入12.2/0.1/0.1/1.3/1.1亿元, 分别同比-4%/-15.3%/-8.4%/4.8%/-5.9%, 市场租赁及服务营收占比82.3%, 仍然为公司核心业务。2022年公司为扶持商户经营和发展, 减免自营商场/市场商户租金及服务费用约8641万元, 若排除租金减免影响, 公司2022年实际将实现营业收入15.7亿元, 同比增长2.1%, 我们认为公司2022年在面临外部疫情反复及成都地区高温限电等不利影响情况下, 营业收入降幅较低, 经营具有较强韧性, 预计未来将体现出稳定复苏动力。
- **盈利能力短期承压, 费用率表现平稳。** 毛利率方面, 2022年公司毛利率为69%, 同比下降1.1pp, 主要受两方面影响, 一方面因为电费单价同比上涨, 导致能源费同比增长31.2%; 另一方面, 占公司营业成本26.5%的装饰装修成本同比上涨12.2%, 对毛利率形成一定压力。费用率方面, 公司销售/管理费用率分别为0.6%/4.8%, 分别同比+0.1pp/-0.2pp, 整体表现平稳。2022年净利率54.3% (-6.7pp), 主要因为公司交易性金融资产公允价值变动损益自2021年的8401万元下降至-2346万元, 导致盈利能力承压。
- **线上线下齐发力, 聚焦营销赋能商户。** 线上营销方面, 公司聚焦流量创造与流量变现, 高效赋能商户, 策动实施“富森美1+3”新营销行动, 通过流量王比赛、小红书训练营、直播/短视频大赛等形式, 一对多、多对多赋能商户, 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。线下活动方面, 2022年公司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。
- **盈利预测与投资建议。** 公司作为四川地区规模较大、综合竞争力较强的装饰建材家居流通企业, 积淀深厚, 具有较强区位优势。预计2023-2025年EPS分别为1.26、1.41、1.55元, 对应PE分别为11、10、9倍, 维持“持有”评级。
- **风险提示:** 房地产销售不及预期、区域内市场竞争加剧、门店经营恢复不及预期等风险。

指标/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	1482.73	1705.27	1891.63	2063.87
增长率	-3.52%	15.01%	10.93%	9.11%
归属母公司净利润(百万元)	783.05	944.81	1052.91	1159.92
增长率	-14.72%	20.66%	11.44%	10.16%
每股收益EPS(元)	1.05	1.26	1.41	1.55
净资产收益率ROE	13.11%	13.98%	3.81%	13.52%
PE	13	11	10	9
PB	1.74	1.53	1.36	1.21

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

分析师: 谭陈渝  
执业证号: S1250523030003  
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)	102.99
总资产(亿元)	72.16
每股净资产(元)	8.08

### 相关研究

1. 富森美(002818): 疫情导致短期承压, 线下门店有望快速恢复 (2022-10-27)

**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	1482.73	1705.27	1891.63	2063.87	净利润	804.41	970.59	1081.63	1191.56
营业成本	460.10	553.25	589.99	624.36	折旧与摊销	197.49	198.21	198.21	198.21
营业税金及附加	75.67	87.03	96.54	105.33	财务费用	-0.77	1.24	1.35	1.47
销售费用	8.66	6.66	8.54	9.75	资产减值损失	-1.13	0.00	0.00	0.00
管理费用	71.30	76.55	88.02	97.98	经营营运资本变动	219.00	-18.79	-23.08	-23.44
财务费用	-0.77	1.24	1.35	1.47	其他	-116.52	-153.59	-158.49	-172.53
资产减值损失	-1.13	0.00	0.00	0.00	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>1102.48</b>	<b>997.66</b>	<b>1099.63</b>	<b>1195.27</b>
投资收益	79.00	120.00	130.00	145.00	资本支出	-334.50	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	-5.90	36.73	30.40	26.46	其他	320.38	29.34	169.23	194.06
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-14.12</b>	<b>29.34</b>	<b>169.23</b>	<b>194.06</b>
<b>营业利润</b>	<b>942.30</b>	<b>1137.26</b>	<b>1267.59</b>	<b>1396.45</b>	短期借款	0.00	-10.00	0.00	0.00
其他非经营损益	1.06	0.97	0.87	0.93	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>943.36</b>	<b>1138.23</b>	<b>1268.46</b>	<b>1397.38</b>	股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
所得税	138.94	167.65	186.83	205.82	支付股利	-898.15	-156.61	-188.96	-210.58
净利润	804.41	970.59	1081.63	1191.56	其他	0.42	-7.92	-1.35	-1.47
少数股东损益	21.36	25.78	28.73	31.64	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>-897.73</b>	<b>-174.53</b>	<b>-190.31</b>	<b>-212.05</b>
归属母公司股东净利润	783.05	944.81	1052.91	1159.92	<b>现金流量净额</b>	<b>190.64</b>	<b>852.47</b>	<b>1078.55</b>	<b>1177.28</b>
资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	财务分析指标	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	464.50	1316.97	2395.52	3572.81	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	99.97	107.14	119.03	129.69	销售收入增长率	-3.52%	15.01%	10.93%	9.11%
存货	344.73	414.52	440.04	466.80	营业利润增长率	-14.05%	20.69%	11.46%	10.17%
其他流动资产	1743.30	1903.78	1963.69	2004.62	净利润增长率	-14.05%	20.66%	11.44%	10.16%
长期股权投资	427.15	427.15	427.15	427.15	EBITDA 增长率	-12.42%	17.36%	9.76%	8.79%
投资性房地产	1520.97	1520.97	1520.97	1520.97	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	603.19	572.12	541.06	509.99	毛利率	68.97%	67.56%	68.81%	69.75%
无形资产和开发支出	1353.53	1187.33	1021.12	854.91	三费率	5.34%	4.95%	5.18%	5.29%
其他非流动资产	510.20	509.26	508.32	507.38	净利率	54.25%	56.92%	57.18%	57.73%
<b>资产总计</b>	<b>7067.54</b>	<b>7959.24</b>	<b>8936.90</b>	<b>9994.31</b>	ROE	13.11%	13.98%	13.81%	13.52%
短期借款	10.00	0.00	0.00	0.00	ROA	11.38%	12.19%	12.10%	11.92%
应付和预收款项	418.83	489.64	540.00	584.02	ROIC	35.76%	45.12%	54.29%	64.91%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	76.82%	78.39%	77.56%	77.34%
其他负债	505.06	528.65	563.28	595.68	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>933.89</b>	<b>1018.29</b>	<b>1103.28</b>	<b>1179.70</b>	总资产周转率	0.21	0.23	0.22	0.22
股本	748.46	748.46	748.46	748.46	固定资产周转率	8.71	12.20	17.40	26.58
资本公积	726.18	726.18	726.18	726.18	应收账款周转率	44.83	45.34	48.10	46.35
留存收益	4450.98	5239.18	6103.12	7052.46	存货周转率	1.57	1.46	1.38	1.37
归属母公司股东权益	5932.29	6713.82	7577.76	8527.10	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	101.76%	—	—	—
少数股东权益	201.36	227.14	255.86	287.51	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>6133.65</b>	<b>6940.96</b>	<b>7833.63</b>	<b>8814.61</b>	资产负债率	13.21%	12.79%	12.35%	11.80%
负债和股东权益合计	7067.54	7959.24	8936.90	9994.31	带息债务/总负债	1.07%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	2.86	3.70	4.49	5.27
					速动比率	2.49	3.29	4.09	4.87
					股利支付率	114.70%	16.58%	17.95%	18.15%
					<b>每股指标</b>				
					每股收益	1.05	1.26	1.41	1.55
					每股净资产	7.93	8.97	10.12	11.39
					每股经营现金	1.47	1.33	1.47	1.60
					每股股利	1.20	0.21	0.25	0.28
业绩和估值指标	2022A	2023E	2024E	2025E					
EBITDA	1139.01	1336.72	1467.15	1596.13					
PE	13.15	10.90	9.78	8.88					
PB	1.74	1.53	1.36	1.21					
PS	6.95	6.04	5.44	4.99					
EV/EBITDA	3.22	1.98	1.07	0.26					
股息率	8.72%	1.52%	1.83%	2.04%					

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	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	王昕宇	销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
	汪艺	销售经理	13127920536	13127920536	wyfy@swsc.com.cn
	岑宇婷	销售经理	18616243268	18616243268	cyryf@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymyf@swsc.com.cn
	陈阳阳	销售经理	17863111858	17863111858	cyyfy@swsc.com.cn
	李煜	销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	谭世泽	销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn
卞黎旻	销售经理	13262983309	13262983309	bly@swsc.com.cn	
北京	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
	杨薇	高级销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	胡青璇	销售经理	18800123955	18800123955	hqx@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
	巢语欢	销售经理	13667084989	13667084989	cyh@swsc.com.cn
广深	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	xyy@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
	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn