

Q2 经营略承压，持续高分红回馈股东

富森美(002818)

评级:	买入	股票代码:	002818
上次评级:	买入	52周最高价/最低价:	16.24/11.51
目标价格:		总市值(亿)	104.04
最新收盘价:	13.9	自由流通市值(亿)	41.47
		自由流通股数(百万)	298.36

事件概述

富森美发布 2023 半年报。2023H1 公司实现营收 7.74 亿元，同比-1.97%；归母净利润 4.29 亿元，同比-7.37%；扣非归母净利润 4.35 亿元，同比-1.16%。分季度看，Q2 单季度实现营业收入 3.84 亿元，同比-3.68%；归母净利润 2.04 亿元，同比-13.59%。现金流方面，2023H1 公司经营活动产生的现金流量净额为 3.53 亿元，同比-46.75%，主要系本期保理款净收回额较上年同期减少 2.98 亿元所致；投资活动产生的现金流量净额为 2.34 亿元，同比+628.62%，主要系本期赎回理财产品及出售兴储世纪股权所致。

此外，公司拟每 10 股派发现金红利 4 元（含税），持续回馈广大投资者。

分析判断：

► 收入端：核心业务保持稳定，新营销活动高效赋能商户

2023 上半年，公司实现营收 7.74 亿元，同比-1.97%，收入短期有所承压，我们预计主要系宏观环境疲软叠加地产销售端走弱（2023 年上半年住宅商品房销售面积同比-2.80%），市场消费预期不足引发商户担忧，租客签约面积较谨慎外加部分租客租约到期退出导致公司收入有所下滑。分产品来看，2023H1 公司市场租赁及服务/装饰装修工程/委托经营管理/广告位及营销广告策划分别为 6.54 亿元、0.74 亿元、634.90 万元、365.59 万元，同比分别+0.59%、+12.78%、+13.52%、-24.14%，核心租赁业务保持稳定且委管业务增势较好。报告期内，公司深入推进“富森美 1+3”新营销，加强流量创造与流量变现，高效赋能商户，提升商户续租意愿；此外，报告期内公司持续推进富森美天府项目建设和招商工作，增量业务未来可期。

► 利润端：毛利率有所下滑，期间费用率略有增加

盈利能力方面，2023H1 公司毛利率、净利率分别为 70.67%、57.28%，同比分别-1.05pct、-3.45pct。其中，Q2 单季度毛利率、净利率分别为 71.23%、54.43%，同比分别-0.15pct、-7.43pct，我们预计公司在招商拓客投入以及现有客户维护投入有所增多，短期内一定程度上拖累了公司盈利能力。期间费用率方面，2023H1 公司期间费用率为 5.34%，同比+0.40pct，其中销售费用率、管理费用率、财务费用率分别为 0.47%、4.95%、-0.07%，同比分别+0.01pct、+0.42pct、-0.03pct。

投资建议

中长期来看，受城镇化率、收入提升、存量需求增加等刺激，家居需求将持续释放。公司作为西南地区规模较大、综合竞争力较强的家居卖场龙头，深耕成都二十年，渗透率高，自持物业成本优势突出，经营稳定持久盈利，当前拥有自营卖场建筑面积超过 110 万平方米，合作商户超过 3,500 户，交易额和市场占有率继续稳居区域前列。我们认为随着国家地产政策以及家居消费政策持续加码下，后续市场需求有望迎来恢复，公司作为四川家居卖场区域龙头收入修复可期。考虑到当前行业消费需求仍偏弱，我们调整此前的盈利预测，公司 2023-2025 年营业收入分别由 16.35/17.83/19.48 亿元调整至 15.03/16.85/18.87 亿元，EPS 分别由 1.19/1.30/1.41 元调整至 1.05/1.21/1.37 元，对应 2023 年 8 月 28 日 13.90 元/股收盘价，PE 分别为 13/12/10 倍，维持公司“买入”评级。

风险提示

房地产销售不及预期,导致家居需求走弱。2)四川家居零售市场竞争加剧。3)公司投资收益不及预期。

盈利预测与估值

财务摘要	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	1,537	1,483	1,503	1,685	1,887
YoY (%)	15.8%	-3.5%	1.4%	12.1%	12.0%
归母净利润(百万元)	918	783	788	904	1,028
YoY (%)	18.7%	-14.7%	0.6%	14.7%	13.7%
毛利率 (%)	70.1%	69.0%	69.2%	70.2%	70.9%
每股收益 (元)	1.22	1.05	1.05	1.21	1.37
ROE	15.2%	13.2%	12.9%	14.2%	15.5%
市盈率	11.39	13.24	13.20	11.51	10.12

资料来源: Wind, 华西证券研究所

分析师: 徐林锋

邮箱: xulf@hx168.com.cn

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	1,483	1,503	1,685	1,887	净利润	804	812	927	1,060
YoY (%)	-3.5%	1.4%	12.1%	12.0%	折旧和摊销	197	83	84	85
营业成本	460	463	502	548	营运资金变动	176	25	-2	77
营业税金及附加	76	75	84	94	经营活动现金流	1,102	859	932	1,127
销售费用	9	9	11	13	资本开支	-279	-124	-175	-226
管理费用	71	75	84	87	投资	211	-60	-55	-55
财务费用	-1	-2	-3	-3	投资活动现金流	-14	-125	-155	-188
研发费用	0	0	0	0	股权募资	1	0	0	0
资产减值损失	-1	0	0	0	债务募资	0	0	0	0
投资收益	79	60	76	94	筹资活动现金流	-898	-600	-660	-750
营业利润	942	944	1,083	1,246	现金净流量	191	134	116	189
营业外收支	1	1	1	1					
利润总额	943	944	1,084	1,247	主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
所得税	139	132	157	187	成长能力				
净利润	804	812	927	1,060	营业收入增长率	-3.5%	1.4%	12.1%	12.0%
归属于母公司净利润	783	788	904	1,028	净利润增长率	-14.7%	0.6%	14.7%	13.7%
YoY (%)	-14.7%	0.6%	14.7%	13.7%	盈利能力				
每股收益	1.05	1.05	1.21	1.37	毛利率	69.0%	69.2%	70.2%	70.9%
					净利率	52.8%	52.4%	53.6%	54.5%
资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	总资产收益率 ROA	11.1%	10.8%	11.7%	12.5%
货币资金	465	598	715	903	净资产收益率 ROE	13.2%	12.9%	14.2%	15.5%
预付款项	28	28	25	22	偿债能力				
存货	345	247	311	298	流动比率	2.86	3.01	2.91	2.73
其他流动资产	1,816	1,948	2,077	2,270	速动比率	1.78	1.94	1.82	1.75
流动资产合计	2,653	2,821	3,128	3,494	现金比率	0.50	0.64	0.67	0.71
长期股权投资	427	437	442	447	资产负债率	13.2%	12.9%	14.1%	15.7%
固定资产	155	127	100	72	经营效率				
无形资产	1,354	1,324	1,294	1,264	总资产周转率	0.21	0.21	0.22	0.24
非流动资产合计	4,415	4,468	4,566	4,714	每股指标 (元)				
资产合计	7,068	7,289	7,694	8,208	每股收益	1.05	1.05	1.21	1.37
短期借款	10	10	10	10	每股净资产	7.93	8.18	8.50	8.87
应付账款及票据	49	41	70	67	每股经营现金流	1.47	1.15	1.25	1.51
其他流动负债	868	885	994	1,202	每股股利	1.08	0.40	0.00	0.00
流动负债合计	927	936	1,074	1,279	估值分析				
长期借款	0	0	0	0	PE	13.24	13.20	11.51	10.12
其他长期负债	7	7	7	7	PB	1.54	1.70	1.63	1.57
非流动负债合计	7	7	7	7					
负债合计	934	943	1,081	1,286					
股本	748	748	748	748					
少数股东权益	201	226	249	281					
股东权益合计	6,134	6,346	6,613	6,923					
负债和股东权益合计	7,068	7,289	7,694	8,208					

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师与研究助理简介

徐林锋：轻工行业首席分析师。2019年7月加盟华西证券，10年从业经验。浙江大学金融学硕士，南开大学管理学学士。曾就职于中金公司等券商研究所，所在团队获2015年新财富第5名。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。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，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。