



全年利润率有所提升，21年业绩有望改善回升

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:	16.85/11.02
目标价格:		总市值(亿)	113.51
最新收盘价:	15.1	自由流通市值(亿)	45.06
		自由流通股数(百万)	298.41

事件概述

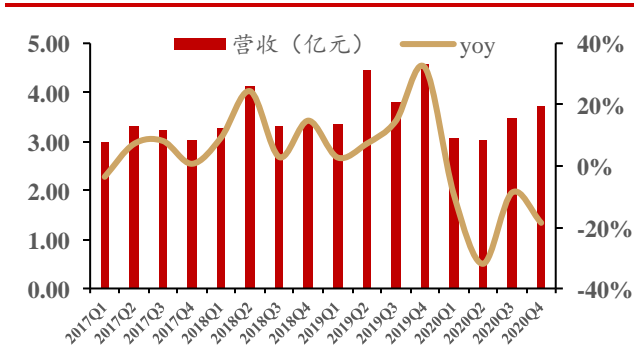
富森美发布2020年年报，报告期内公司实现营收13.28亿元，同比下降18.02%；实现归母净利润7.73亿元，同比下降3.47%；实现扣非净利润6.62亿元，同比下降12.36%，实现EPS1.03元/股。单季度看，2020年Q4实现营收3.72亿元，同比下降18.59%；实现归母净利润2.77亿元，同比增长37.79%；实现扣非净利润2.01亿元，同比增长7.49%。

分析判断:

► 收入端：租金减免&写字楼销售下降导致收入下滑

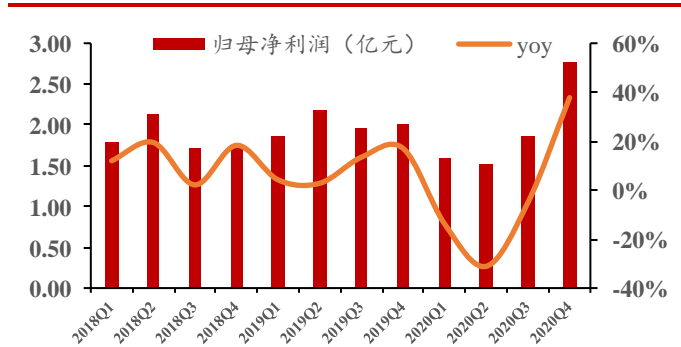
从年度看，2020年公司收入同比减少18.02%。主要系本期因新冠疫情影响，公司减免商户2月份租金及服务费用（1.03亿元）及本期写字楼销售收入减少（同比减少2.16亿元）所致，若剔除上述因素，公司收入发展稳健，保持逆势增长。分季度看，2020年Q4公司收入增速由2019年Q4的32.15%下滑到-18.59%，同比下降50.74pct，2020年Q4收入增速环比下降9.88pct。

图1 公司单季度营业收入



资料来源：公司公告，华西证券研究所

图2 公司单季度归母净利润



资料来源：公司公告，华西证券研究所

► 利润端：Q4利润率大幅改善，全年利润率逆势创新高

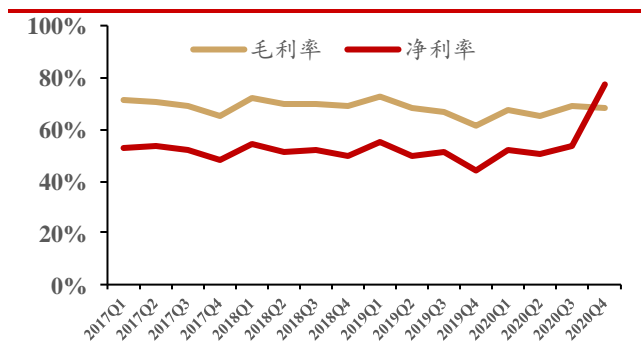
2020年Q4公司毛利率为67.91%，同比提升6.55pct，环比回落1.34pct。Q4公司净利率为77.30%，同比提升33.26pct，环比提升了24.10pct。2020年全年公司毛利率为67.55%，同比提升0.79pct。2020年全年公司净利率为58.96%，同比提升9.47pct。费用方面，全年公司费用率同比增加0.8pct至4.27%，其中，销售/管理/财务费用率分别同比增加0.22/0.45/0.14pct至0.37%/4.28%/-0.37%。Q4单季度公司期间费用率同比减少0.04pct至3.58%，其中，销售/管理/财务费用率分别同比增加0.66/-1.28/0.58pct至0.77%/2.84%/-0.04%。利润率的改善得益于1)成都地区收入规模(2020年度)占公司总体规模的97%，2020年度成都地区营业成本比上年同期减少21.56%，毛利率比上一年同期增加1.09pct至68.66%，公司在节本控费取得成效。2)公司授予138名股权激励对象的限制性股票未达到行权条件和1名股权激励对象离职，所涉及139名股权激励对象已获授但尚未解除限售的限制性股票合计3,280,320股应由公司回购注销，冲回上年度确认的股份支付费用485.7万元。

► **成立对外投资子公司拓宽公司业务领域，新零售自营店启动运营**

2020年12月16日，公司认缴出资2亿元成立全资子公司“成都富森美投资有限公司”。成都富森美投资有限公司设立后将作为公司的对外投资平台，在相关领域为公司寻求、培育合适的有竞争优势的并购或投资项目、标的，通过股权投资、参股、并购等方式拓宽公司业务领域。成都富森美投资有限公司将通过股权投资、参股、并购等方式拓宽公司业务领域，促进公司产业经营与资本经营的良性发展和产业整合，提升公司的核心竞争力和盈利能力。我们认为，公司成立全资投资公司有助于结合公司的资金、平台、和资源优势，为公司可持续发展注入新的活力。

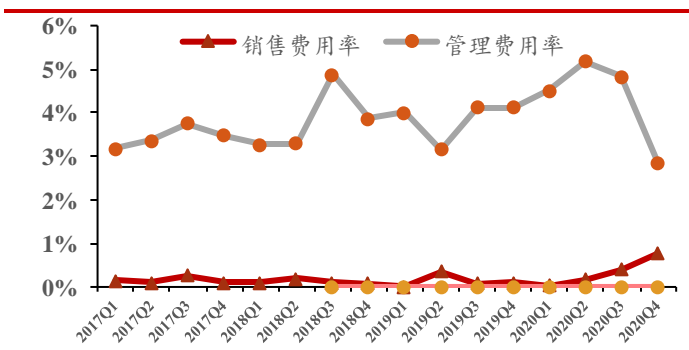
新零售业务方面，公司基于“巩固基本盘，发力新赛道”战略，成立全资子公司富森新零售，面向90后新消费人群，用独立团队、独立机制，打造家居市场新模型，实现线下业态的重构升级，打造“线下可复制，线上卖全国”的新生活·新零售项目。2020年12月，公司第一家新零售自营试跑店“动物交响团”启动运营。

图3 公司毛利率/净利率



资料来源: Wind, 华西证券研究所

图4 公司销售/管理/财务费用率



资料来源: Wind, 华西证券研究所

投资建议

受城镇化率、收入提升等刺激，家居需求将持续释放。公司作为成都地区龙头，先发优势明显将持续受益。公司定位为泛家居综合服务商，围绕产业链布局，尝试进行业务拓展。我们预计未来公司每年将开拓1-2家委管项目，同时自营门店“富森美家的乐园”预计将于2021年投入运营。考虑到疫情的影响整体略超预期，我们将公司2021至2022年的盈利预测略微下调，营收由18.0/19.7亿元下调至17.85/19.19亿元，归母净利润由8.83/9.95亿元下调至8.80/9.55亿元，对应EPS分别为1.17/1.27元。我们预计公司2023年的营收为20.33亿元，归母净利润为10.27亿元，对应EPS为1.37元，继续给予“买入”评级。

风险提示

1) 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。

盈利预测与估值

财务摘要	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	1,619	1,328	1,785	1,919	2,033
YoY (%)	14.0%	-18.0%	34.4%	7.5%	5.9%
归母净利润(百万元)	801	773	880	955	1,027
YoY (%)	9.0%	-3.5%	13.8%	8.5%	7.5%
毛利率 (%)	66.8%	67.5%	66.9%	66.7%	67.9%
每股收益 (元)	1.07	1.03	1.17	1.27	1.37
ROE	16.1%	13.9%	13.8%	13.2%	12.6%
市盈率	14.17	14.68	12.89	11.89	11.06

资料来源: wind, 华西证券研究所

分析师: 徐林锋

邮箱: xulf@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519080002

联系电话:

分析师: 戚志圣

邮箱: qizs@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519100001

联系电话:

联系人: 杨维维

邮箱: yangww@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520080001

联系电话:

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)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	1,328	1,785	1,919	2,033	净利润	783	881	956	1,027
YoY (%)	-18.0%	34.4%	7.5%	5.9%	折旧和摊销	231	50	50	50
营业成本	431	591	640	653	营运资金变动	-677	465	37	41
营业税金及附加	74	110	115	123	经营活动现金流	202	1,361	1,009	1,098
销售费用	5	5	6	6	资本开支	-46	-5	-5	-5
管理费用	57	72	78	84	投资	-2,431	0	0	0
财务费用	-5	-6	-23	-34	投资活动现金流	-374	31	29	15
资产减值损失	-1	0	0	0	股权募资	0	0	0	0
投资收益	82	36	35	20	债务募资	10	0	0	0
营业利润	920	1,055	1,144	1,230	筹资活动现金流	-171	-87	-101	-121
营业外收支	2	0	0	0	现金净流量	-343	1,305	937	992
利润总额	922	1,055	1,144	1,230	主要财务指标				
所得税	139	174	189	203	成长能力 (%)				
净利润	783	881	956	1,027	营业收入增长率	-18.0%	34.4%	7.5%	5.9%
归属于母公司净利润	773	880	955	1,027	净利润增长率	-3.5%	13.8%	8.5%	7.5%
YoY (%)	-3.5%	13.8%	8.5%	7.5%	盈利能力 (%)				
每股收益	1.03	1.17	1.27	1.37	毛利率	67.5%	66.9%	66.7%	67.9%
资产负债表 (百万元)					净利率率	59.0%	49.4%	49.8%	50.5%
货币资金	551	1,856	2,793	3,785	总资产收益率 ROA	11.6%	11.2%	10.9%	10.6%
预付款项	53	9	9	10	净资产收益率 ROE	13.9%	13.8%	13.2%	12.6%
存货	182	164	187	188	偿债能力 (%)				
其他流动资产	2,111	2,086	2,095	2,097	流动比率	3.17	3.18	3.73	4.32
流动资产合计	2,897	4,115	5,085	6,080	速动比率	2.88	3.04	3.58	4.18
长期股权投资	389	389	389	389	现金比率	0.60	1.44	2.05	2.69
固定资产	211	166	121	76	资产负债率	14.0%	16.7%	15.8%	14.7%
无形资产	1,315	1,315	1,315	1,315	经营效率 (%)				
非流动资产合计	3,777	3,732	3,687	3,642	总资产周转率	0.20	0.23	0.22	0.21
资产合计	6,674	7,847	8,772	9,722	每股指标 (元)				
短期借款	10	10	10	10	每股收益	1.03	1.17	1.27	1.37
应付账款及票据	38	96	99	103	每股净资产	7.42	8.48	9.61	10.82
其他流动负债	865	1,186	1,253	1,293	每股经营现金流	0.27	1.81	1.34	1.46
流动负债合计	914	1,292	1,362	1,406	每股股利	0.00	0.12	0.13	0.16
长期借款	3	3	3	3	估值分析				
其他长期负债	18	18	18	18	PE	14.68	12.89	11.89	11.06
非流动负债合计	21	21	21	21	PB	1.90	1.78	1.57	1.40
负债合计	934	1,312	1,383	1,426					
股本	752	752	752	752					
少数股东权益	162	162	163	163					
股东权益合计	5,740	6,534	7,389	8,295					
负债和股东权益合计	6,674	7,847	8,772	9,722					

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，8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。

戚志圣：轻工行业分析师。2019年9月加盟华西证券，5年从业经验。英国克兰菲尔德大学金融学硕士。曾就职于东海证券、太平洋证券。

杨维维：轻工行业分析师。2020年7月加盟华西证券，3年从业经验。厦门大学资产评估硕士，重庆大学管理学学士。

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。