

福寿园(01448)

报告日期: 2024 年 08 月 28 日

高基数承压但客单价坚挺，后续改善值得期待

——福寿园 2024 年中报点评报告

投资要点

□ 业绩概览: H1 收入/利润同比-28%/-36%，派息率延续提升趋势

24H1: 收入 11.0 亿元，同比-28%，归母净利 2.99 亿元，同比-36%。业绩有所承压主要系: 1) 上年同期回补趋势明显、整体基数较高; 2) 宏观经济压力下客户消费趋于谨慎。若以环比视角来看，24H1 收入/利润较 23H2 持平/-8%。

此外公司中期宣派股息 6.38 港仙/每股，对应中期派息率约 45%，较上年同期 40%派息比例有所提升。

□ 收入拆分: 服务量下滑客单价坚挺，多区域普遍承压

按业务: 高基数下服务量承压，但客单价维持稳定。

1) **墓园:** 收入 9.1 亿元 (同比-30%)，占比 82%。H1 经营性墓地销售 6704 个，整体均价 12.1 万元 (2023 全年均价为 12.0 万元); 可比口径下销量/均价同比-32%/持平，服务量承压同时受益于园区产品结构优化，整体客单价依旧坚挺。

2) **殡仪:** 收入 1.8 亿元 (-18%)，占比 17%。H1 服务丧家 34891 户，均价 5276 元; 可比口径下服务量/均价同比-20%/+1%。其中服务量下降主要系同期高基数+公司退出部分低盈利项目。

3) 其他收入 1506 万元，主要包括殡葬设计服务收入 1330 万元。

按区域(仅列示部分): 上海收入较 23H2 环比持平，北方业绩压力相对更大。上海 5.3 亿元 (同比-28%)，占比 48%; 安徽 0.9 亿元 (-14%)，占比 8%; 辽宁 0.7 亿元 (-38%)，占比 6%; 河南 0.7 亿元 (-27%)，占比 6%。

□ 盈利能力: H1 公司墓园服务经营利润率 54.4% (-7.9pp)，殡仪服务经营利润率 14.0% (-6.9pp)，公司持续推进降本增效，但受服务量下降及固定成本等影响利润率有所回落。

□ 展望: 关注核心优势，风物长宜放眼量

我们认为上半年业绩承压背景下，客单价高位稳定是公司强议价权体现，后续随产品结构优化，客单价仍有提升空间; 需求方面，建国初期婴儿潮群体逐步进入晚年，殡葬需求增长确定性强，公司亦积极推进产业链纵向延伸，24H1 签订 1.2 万份生前契约，同比+29%，有利于打造用户蓄水池、优化获客成本。

政策端来看，民政部已将《殡葬管理条例》纳入立法计划，修订工作推进中，近期以来部分地方管理条例先行出台，普遍规定经营性墓地实行市场调节价，并再次强调从严审批，区域政策温和背景下，公司经营政策风险亦有望迎来缓解。

□ 盈利预测与估值:

公司在手资源丰富叠加精细化运营，有望持续受益老龄化大背景。考虑高基数背景及需求压力，适度下调盈利预测，预计 24-26 年归母净利为 7.1/8.1/9.3 亿元，同比-11%/+14%/+15%，当前市值对应 PE 为 12/11/9X，维持“买入”评级。

□ 风险提示:

行业政策变化风险; 管理层迭代风险; 并购项目整合不及预期; 行业竞争加剧

投资评级: 买入(维持)

分析师: 王长龙

执业证书号: S1230521020001

wangchanglong@stocke.com.cn

分析师: 周明蕊

执业证书号: S1230523060002

zhoumingrui@stocke.com.cn

分析师: 黄振星

执业证书号: S1230524080008

huangzhenxing@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	HK\$4.01
总市值(百万港元)	9,302.65
总股本(百万股)	2,319.86

股票走势图



相关报告

- 1 《派息力度超预期，关注后续全国拓展节奏》 2024.03.28
- 2 《收入/利润同比+68%/78%，结构优化+民政深化夯实长期壁垒》 2023.08.20
- 3 《H2 环比修复明显，看好 23 年业绩超预期》 2023.03.18

财务摘要

(百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	2,628	2,282	2,610	2,966
(+/-) (%)	21.0%	-13.2%	14.4%	13.6%
归母净利润	791	705	807	931
(+/-) (%)	20.1%	-10.9%	14.4%	15.4%
每股收益(元)	0.34	0.30	0.35	0.40
P/E	10.7	12.1	10.5	9.1

资料来源: 浙商证券研究所

表附录：三大报表预测值

资产负债表

(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
流动资产	4,034	3,482	3,711	3,497
现金	2,295	1,706	1,881	1,589
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	222	300	300	300
定期存款	168	0	0	0
存货	558	676	729	808
其他	790	800	800	800
非流动资产	4,634	4,596	4,669	4,725
固定资产	556	575	577	575
有使用权资产	104	110	110	110
商誉	1,129	1,091	1,091	1,091
墓园资产	2,075	2,178	2,249	2,315
递延税项资产	93	100	100	100
其他	678	542	541	534
资产总计	8,668	8,078	8,379	8,222
流动负债	1,258	774	1,075	919
短期借款	200	0	0	0
应付账款	658	452	766	618
递延收入-流动负债	106	92	80	69
租赁-流动负债	23	30	30	31
非流动负债	836	730	730	730
长期借款	1	0	0	0
租赁-非流动负债	29	40	40	40
递延税项负债	216	150	150	150
负债合计	2,094	1,504	1,805	1,649
股本	142	142	142	142
储备	5,778	5,778	5,778	5,778
少数股东权益	654	654	654	654
负债和股东权益	8,668	8,078	8,379	8,222

现金流量表

(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	1223	555	894	1029
净利润	791	705	807	931
折旧摊销	167	216	222	252
财务费用	(7)	(7)	(8)	(9)
营运资金变动	72	(366)	(135)	(154)
其它	344	(725)	(262)	(299)
投资活动现金流	(482)	(392)	134	(347)
资本支出	151	234	224	250
长期投资	(331)	(158)	359	(97)
其他	(302)	(468)	(449)	(500)
筹资活动现金流	(388)	(752)	(853)	(975)
债务的增加	0	0	1	2
股息及利息支付	332	705	807	931
其他	(720)	(1457)	(1661)	(1908)
现金净增加额	353	(589)	175	(293)

利润表

(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	2628	2282	2610	2966
其他经营费用:其他	(172)	(164)	(183)	(211)
货品及材料成本	(189)	(167)	(183)	(208)
工程支出	(123)	(119)	(130)	(148)
员工成本-其他	(506)	(456)	(504)	(563)
折旧及摊销-经营	(167)	(216)	(222)	(252)
销售和市场营销费用	(49)	(46)	(39)	(44)
外包服务费用	(62)	(52)	(57)	(65)
营业利润	1372	1180	1345	1553
财务费用	(7)	(7)	(8)	(9)
除税前溢利	1432	1244	1423	1642
所得税	(456)	(373)	(427)	(493)
净利润	976	871	996	1149
少数股东损益	185	165	189	218
归属母公司净利润	791	705	807	931
EBITDA	1539	1396	1567	1805
EPS (最新摊薄)	0.34	0.30	0.35	0.40

主要财务比率

	2023	2024E	2025E	2026E
成长能力				
营业收入	21.0%	-13.2%	14.4%	13.6%
除税前溢利	31.1%	-13.1%	14.4%	15.4%
归属母公司净利润	20.1%	-10.9%	14.4%	15.4%
获利能力				
毛利率	86.3%	85.5%	86.0%	85.9%
净利率	37.1%	38.2%	38.2%	38.8%
ROE	12.5%	10.7%	12.3%	14.2%
ROIC	15.5%	12.2%	14.1%	16.4%
偿债能力				
资产负债率	24.2%	18.6%	21.5%	20.0%
净负债比率	31.9%	22.9%	27.5%	25.1%
流动比率	3.21	4.50	3.45	3.81
速动比率	2.63	3.62	2.77	2.93
营运能力				
总资产周转率	0.32	0.27	0.32	0.36
应收账款周转率	8.14	8.00	8.00	8.00
应付账款周转率	0.28	0.30	0.30	0.30
每股指标(元)				
每股收益	0.34	0.30	0.35	0.40
每股经营现金	0.53	0.24	0.38	0.44
每股净资产	2.83	2.83	2.83	2.83
估值比率				
P/E	10.74	12.05	10.53	9.13
P/B	1.29	1.29	1.29	1.29
EV/EBITDA	4.85	5.42	4.91	4.34

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深 300 指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深 300 指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深 300 指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深 300 指数表现 - 10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本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、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 25 层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街 8 号富华大厦 E 座 4 层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心 33 层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>