

2021年01月19日

福寿园 (01448.HK)

公司快报

客流复苏有望助力下半年回补，福寿园核心竞争优势延续

投资要点

◆ **经营性公墓龙头地位稳固，福寿园长期经营稳健：**福寿园为经营性公墓行业龙头，公司2019年实现营收18.5亿元，约为民政部统计的殡葬服务业企业、事业单位、社会非营利机构合计营收的近6%。公司经营持续稳健，并凭借品牌影响力不断进行对外并购，2013年至2019年净利润实现年复合增速近23%，并于2017年至2020年末取得约14%的市值年复合增速（以人民币计）。

◆ **疫情影响上半年业绩，客流复苏有望助力下半年回补缺口：**2020年疫情影响公司业绩表现，上半年收入利润同比下降15%~20%。Q2以来国内疫情受控，消费信心逐步向好，5、6月公司墓园板块实现营收正增长。另据ShopperTrak数据，下半年各月，全国总体客流较去年同期的降幅分别约24%、15%、20%、4%、6%、14%，下半年客流明显恢复。由于消费者较少在疫情期间选择匆匆下葬，墓葬时间可稍有延后，线下客流复苏叠加消费信心恢复，预计公司墓园消费回补上半年缺口可能性较大。

◆ **核心竞争优势延续，老龄化推升殡葬需求，内生外延贡献业绩增长：**行业层面，据联合国预计，2020年起，我国老龄化进入快车道，老龄化人口占比提升推动国内粗死亡率提升，预计国内2020~2025年死亡人数增速有所提升，5年累计环比增速由过去的5%左右提升至12%左右。公司层面，公司核心竞争优势延续，景观及文化构筑品牌价值，内生外延贡献业绩增长。①品牌价值方面，公司着力打造墓园景观，投入文化建设，使殡葬成为生理生命的告别，精神生命的延续，构筑公司品牌价值。②核心业务方面，凭借较好的文化底蕴及景观设计，福寿园墓园定位中高端，近年来公司持续受益国内整体消费升级趋势，产品升级迭代推升营收净利。③跨区域并购扩张一直是公司增长的动力之一，2019年公司覆盖了16个省级范围和30余座城市。2015年至2019年，上海及其他区域营收年复合增速均约13.2%，区域的内生外延持续推动公司规模增长。

◆ **投资建议：**福寿园为国内经营性公墓领先者，持续受益国内老龄化、城镇化以及跨区域扩张。20年下半年公司销售逐步恢复，墓园消费有望部分回补。我们预计公司2020年至2022年每股收益分别约0.27元、0.34元、0.41元。目前公司PE(21E)约为19倍，PEG*(21E)约1.0倍，我们看好殡葬行业发展趋势及公司经营性公墓领先地位，维持“买入-A”建议。

◆ **风险提示：**殡葬服务具有较强地域属性，公司跨区域扩张存在不确定性；并购项目品牌影响力培育需要时间，公司ROIC有所下行；殡葬服务修订稿提及政府指导价，目前政策如何落地存不确定性；行业产品质量及管理能力提升或加剧行业竞争程度。

投资评级 **买入-A(维持)**
 股价(2021-01-19) 7.69 港元

交易数据

总市值(百万元)	17,782.71
流通市值(百万元)	17,782.71
总股本(百万股)	2,312.45
流通股本(百万股)	2,312.45
12个月价格区间	5.75/8.77 港元

一年股价表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-8.64	-26.61	6.14
绝对收益	3.22	-5.06	8.16

分析师

王冯
 SAC 执业证书编号：S0910516120001
 wangfeng@hua.jinsec.cn
 021-20377089

分析师

吴雨舟
 SAC 执业证书编号：S0910520080001
 wuyuzhou@hua.jinsec.cn
 021-20377061

相关报告

福寿园：逝有所安，行稳致远 2020-10-14

财务数据与估值

主要指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	1,651	1,851	1,976	2,418	2,893
YoY(%)	11.8	12.1	6.8	22.4	19.6
净利润(百万元)	488	579	630	782	959
YoY(%)	17.0	18.5	8.9	24.2	22.6
经营利润率(%)	43.8	47.0	47.2	49.1	50.7
净利率(%)	29.6	31.3	31.9	32.3	33.2
ROE(%)	15.2	16.0	14.9	15.6	16.0
EPS(摊薄/元)	0.21	0.25	0.27	0.34	0.41
P/E(倍)	30.5	25.7	23.6	19.0	15.5
P/B(倍)	4.2	3.7	3.2	2.7	2.3

来源: Wind, 贝格数据, 华金证券研究所

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表						利润表					
百万元						百万元					
会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	2619	3021	3598	4442	5465	营业收入	1651	1851	1976	2418	2893
现金	1494	2007	2449	3125	4029	工程物资服务成本	242	269	288	352	422
应收票据及应收账款	15	56	20	74	38	销售费及折旧摊销	137	162	173	206	243
预付账款	0	0	0	0	0	员工及其他营运费	539	555	577	672	758
存货	448	481	537	693	788	存货变动	11	-5	4	-1	3
其他流动资产	662	476	592	550	609	经营利润	723	869	933	1189	1467
非流动资产	2619	2965	3100	3364	3612	其他收益	60	89	91	94	97
长期投资	1	36	55	82	104	投资净收益	0	-0	0	0	0
固定资产	545	549	545	625	705	财务费用	8	11	5	10	8
无形资产	1483	1768	1893	2048	2194	税前利润	775	947	1019	1273	1556
其他非流动资产	590	611	607	609	608	所得税	159	211	218	278	337
资产总计	5238	5986	6697	7806	9076	净利润	616	735	801	994	1219
流动负债	716	866	834	926	994	少数股东损益	127	157	171	212	260
短期借款	75	23	23	23	23	归属母公司净利润	488	579	630	782	959
应付票据及应付账款	165	200	193	271	323	EBITDA	859	1052	1116	1384	1679
其他流动负债	475	644	618	633	648						
非流动负债	471	534	478	500	483						
长期借款	61	20	16	12	8						
其他非流动负债	410	514	462	488	475						
负债合计	1187	1400	1311	1426	1477						
少数股东权益	538	542	713	925	1185						
股本	135	138	138	138	138						
资本公积	1233	1283	1283	1283	1283						
留存收益	2145	2622	3423	4417	5636						
归属母公司股东权益	3512	4043	4673	5455	6415						
负债和股东权益	5238	5986	6697	7806	9076						
现金流量表	百万元										
会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E						
经营活动现金流	671	707	879	1023	1353						
净利润	616	735	801	994	1219						
折旧摊销	93	123	117	136	155						
财务费用	8	11	5	10	8						
投资损失	0	0	0	0	0						
营运资金变动	-43	-86	-48	-115	-30						
其他经营现金流	-3	-76	5	-2	1						
投资活动现金流	-1021	-12	-336	-358	-424						
筹资活动现金流	-92	-181	-102	12	-25						
每股指标 (元)											
每股收益(最新摊薄)	0.21	0.25	0.27	0.34	0.41						
每股经营现金流(最新摊薄)	0.29	0.31	0.38	0.44	0.58						
每股净资产(最新摊薄)	1.52	1.75	2.02	2.36	2.77						
						主要财务比率					
						会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
						成长能力					
						营业收入(%)	11.8	12.1	6.8	22.4	19.6
						经营利润(%)	12.7	20.3	7.3	27.4	23.4
						归母净利(%)	17.0	18.5	8.9	24.2	22.6
						获利能力					
						经营利率(%)	43.8	47.0	47.2	49.1	50.7
						净利率(%)	29.6	31.3	31.9	32.3	33.2
						ROE(%)	15.2	16.0	14.9	15.6	16.0
						ROIC(%)	15.3	15.9	15.4	16.6	17.5
						偿债能力					
						资产负债率(%)	22.7	23.4	19.6	18.3	16.3
						流动比率	3.7	3.5	4.3	4.8	5.5
						速动比率	3.0	2.9	3.7	4.0	4.7
						营运能力					
						总资产周转率	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
						应收账款周转率	156.6	51.9	51.9	51.9	51.9
						应付账款周转率	1.7	1.5	1.5	1.5	1.4
						估值比率					
						P/E	30.5	25.7	23.6	19.0	15.5
						P/B	4.2	3.7	3.2	2.7	2.3
						EV/EBITDA	16.1	12.8	11.7	9.1	7.1

资料来源: Wind, 贝格数据, 华金证券研究所

公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

王冯、吴雨舟声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。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，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区杨高南路 759 号（陆家嘴世纪金融广场）31 层

电话：021-20655588

网址：www.huajinsec.cn