国泰君安证券 GUOTAI JUNAN SECURITIES

批零贸易业/可选消费品

富森美（002818）

Q3 增速回升，丰富业态延伸产业链

——富森美 2019 三季报点评

	訾猛（分析师）	张睿（研究助理）
	021-38676442	021-38031656
	zimeng@gtjas.com	zhangrui020842@gtjas.com
证书编号	S0880513120002	S0880118080091

本报告导读：

公司是四川省家居连锁区域性龙头，具有区位先发优势和较强的品牌影响力，经营稳健，自营委管双轮驱动，不断丰富服务业态延伸产业链。持续分红，股息率高且稳定。

投资要点：

- **投资建议：**公司是四川省家居连锁区域性龙头，具有区位先发优势和较强的品牌影响力，经营稳健，不断丰富服务业态延伸产业链。持续分红，股息率高且稳定。考虑到家居零售受到经济增速放缓影响，下调 2019-2021 年公司 EPS 分别为 1.06（-0.03）/1.13（-0.12）/1.24（-0.22）元。维持目标价 15.26 元和“增持”评级。
- **业绩符合预期，Q3 增速回升。**2019 年前三季度公司实现总营收为 11.63 亿元，同比增长 8.12%；归母净利润为 6 亿元，同比增长 6.51%；扣非净利润为 5.68 亿元，同比增长 3.5%。单季度看，2019Q3 公司实现营收 3.81 亿元，同比增长 14.56%；归母净利润 1.96 亿元，同比增长 13.45%，扣非净利润为 1.81 亿元，同比增长 8.32%；经营活动产生的现金流净额 3.19 亿元，同比增长 9.86%。
- **经营稳健，盈利能力较为稳定。**收入端：增长主要因租金水平上涨、写字楼销售增长及公司加强现金管理取得的收益所致。利润端：2019Q3 公司毛利率为 66.65%，同比下降 3.46pct，主要原因是写字楼销售业务拉低整体水平，归母净利率 51.35%，同比降低 0.5pct。
- **新业务新模式不断探索，延伸产业链前景可期。**公司实行自营委管双轮驱动，同时拓展多种新模式，包括以富森美拎包入住生活馆为代表的泛家居生活业态集群模式和以富森美建装新物种为代表的精装修模式。增资四川建南建筑装饰持有 51%的股权并成为其控股股东。
- **风险提示：**房地产行业政策变动，居民消费增长不及预期等

财务摘要（百万元）	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	1,258	1,421	1,546	1,650	1,803
(+/-)%	3%	13%	9%	7%	9%
经营利润（EBIT）	745	842	902	962	1,064
(+/-)%	9%	13%	7%	7%	11%
净利润（归母）	651	735	800	852	941
(+/-)%	17%	13%	9%	7%	10%
每股净收益（元）	0.86	0.97	1.06	1.13	1.24
每股股利（元）	0.35	0.59	0.60	0.60	0.60

利润率和估值指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
经营利润率(%)	59.2%	59.3%	58.3%	58.3%	59.0%
净资产收益率(%)	15.4%	16.3%	16.5%	16.2%	16.3%
投入资本回报率(%)	19.2%	24.7%	29.7%	32.6%	37.6%
EV/EBITDA	12.40	7.89	9.17	8.09	6.76
市盈率	14.57	12.90	11.86	11.13	10.08
股息率 (%)	2.8%	4.7%	4.8%	4.8%	4.8%

评级：	增持
上次评级：	增持
目标价格：	15.26
上次预测：	15.26
当前价格：	12.54

2019.10.27

交易数据

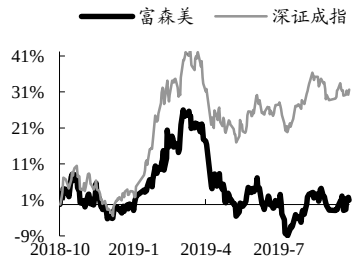
52 周内股价区间（元）	11.22-27.49
总市值（百万元）	9,486
总股本/流通 A 股（百万股）	756/151
流通 B 股/H 股（百万股）	0/0
流通股比例	20%
日均成交量（百万股）	1.68
日均成交值（百万元）	20.77

资产负债表摘要

股东权益（百万元）	4,762
每股净资产	6.29
市净率	2.0
净负债率	-42.07%

EPS（元）	2018A	2019E
Q1	0.24	0.25
Q2	0.28	0.29
Q3	0.23	0.26
Q4	0.23	0.26
全年	0.97	1.06

52周内股价走势图



升幅(%)	1M	3M	12M
绝对升幅	0%	0%	-1%
相对指数	0%	-3%	-30%

相关报告

《区域龙头经营稳健，持续分红股息率高》2019.08.23

《业绩符合预期，盈利能力提升——》2019.04.26

《区域龙头优势明显，双轮驱动前景可期》2019.04.21

模型更新时间：2019.10.27

股票研究

可选消费品

批零贸易业

富森美（002818）

评级:		**增持**
	上次评级:	增持
目标价格:		**15.26**
	上次预测:	15.26
当前价格:		12.54

公司网址

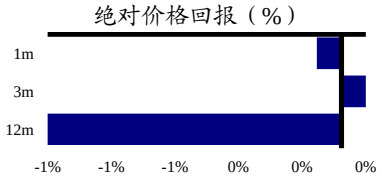
www.fsmjj.cn

公司简介

公司系国内专业致力于大型建材家居商业卖场投资开发、运营管理、营销策划的现代商贸服务型企业。

公司秉承“创行业一流、做百年老店”的愿景，坚持以创造共赢为目标，以品牌运营为核心，以营销服务为支撑，以价值链管理为根本，以产业聚合和业态创新为方式。

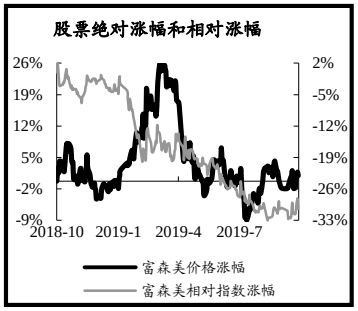
绝对价格回报（%）

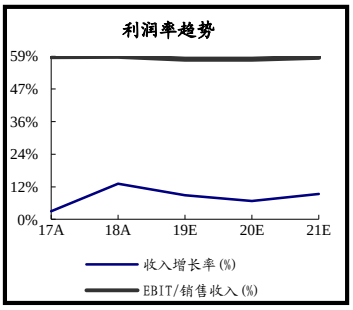


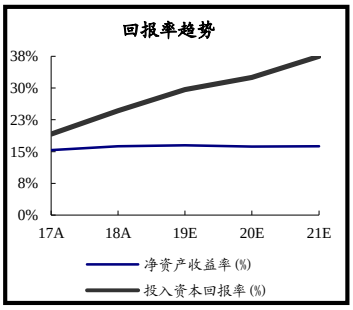
52 周价格范围	11.22-27.49
市值（百万）	9,486

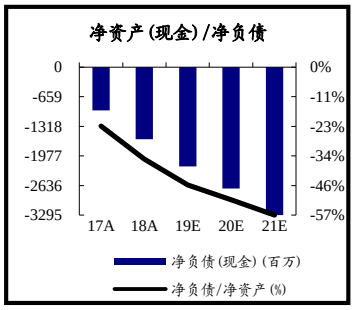
财务预测（单位：百万元）

损益表	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	**1,258**	**1,421**	**1,546**	**1,650**	**1,803**
营业成本	391	425	481	510	546
税金及附加	77	98	102	111	120
销售费用	2	2	2	2	3
管理费用	43	54	60	65	70
EBIT	**745**	**842**	**902**	**962**	**1,064**
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	11	17	15	15	15
财务费用	-1	-5	0	0	0
营业利润	**769**	**865**	**919**	**979**	**1,081**
所得税	119	131	119	127	141
少数股东损益	0	0	0	0	0
归母净利润	**651**	**735**	**800**	**852**	**941**
资产负债表					
货币资金、交易性金融资产	987	1,622	2,236	2,719	3,318
其他流动资产	618	276	155	174	177
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产合计	332	302	302	302	302
无形及其他资产	3,378	3,581	3,569	3,569	3,569
资产合计	**5,315**	**5,780**	**6,263**	**6,764**	**7,366**
流动负债	1,046	1,250	1,385	1,479	1,585
非流动负债	27	28	20	20	20
股东权益	4,242	4,503	4,858	5,265	5,761
投入资本(IC)	**3,276**	**2,901**	**2,641**	**2,566**	**2,463**
现金流量表					
NOPLAT	630	715	784	837	926
折旧与摊销	252	255	0	0	0
流动资金增量	-30	-9	-256	-76	-103
资本支出	-248	-460	1	1	1
自由现金流	**605**	**500**	**529**	**762**	**823**
经营现金流	980	902	1,050	912	1,028
投资现金流	-840	-873	16	16	16
融资现金流	-221	-395	-452	-445	-445
现金流净增加额	**-81**	**-366**	**615**	**483**	**598**
财务指标					
成长性					
收入增长率	3.0%	13.0%	8.8%	6.7%	9.3%
EBIT 增长率	9.2%	13.0%	7.0%	6.7%	10.6%
净利润增长率	17.1%	12.9%	8.8%	6.6%	10.4%
利润率					
毛利率	68.9%	70.1%	68.9%	69.1%	69.7%
EBIT 率	59.2%	59.3%	58.3%	58.3%	59.0%
归母净利润率	51.8%	51.7%	51.7%	51.7%	52.2%
收益率					
净资产收益率(ROE)	15.4%	16.3%	16.5%	16.2%	16.3%
总资产收益率(ROA)	12.3%	12.7%	12.8%	12.6%	12.8%
投入资本回报率(ROIC)	19.2%	24.7%	29.7%	32.6%	37.6%
运营能力					
存货周转天数	0	69	46	54	51
应收账款周转天数	0	1	1	1	1
总资产周转天数	1,475	1,425	1,421	1,441	1,430
净利润现金含量	150.5%	122.6%	131.3%	107.0%	109.3%
资本支出/收入	19.7%	32.4%	0.0%	0.0%	0.0%
偿债能力					
资产负债率	20.2%	22.1%	22.4%	22.2%	21.8%
净负债率	-22.8%	-35.6%	-45.6%	-51.3%	-57.2%
估值比率					
PE(现价)	14.57	12.90	11.86	11.13	10.08
PB	5.40	3.49	1.95	1.80	1.65
EV/EBITDA	12.40	7.89	9.17	8.09	6.76
P/S	4.39	3.93	3.61	3.38	3.10
股息率	2.8%	4.7%	4.8%	4.8%	4.8%









本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师声明

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，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，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。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构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中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。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“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。

以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%～15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%～5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究所

	上海	深圳	北京
地址	上海市静安区新闸路 669 号博华广场 20 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街甲 9 号 金融街中心南楼 18 层
邮编	200041	518026	100032
电话	（021）38676666	（0755）23976888	（010）83939888

E-mail：gtjaresearch@gtjas.com