

# 富森美 (002818.SZ)

## 业绩环比改善，深化泛家居战略

### 核心观点:

- **3Q19 利润同比上升 13.45%，业绩增速环比改善**

公司披露 2019 年三季报，3Q19 单季度实现营业收入 3.81 亿元 (YoY+14.56%)，归母净利润 1.96 亿元 (YoY+13.45%)，环比明显改善。3Q19 单季度出售写字楼贡献收入 3045 万，净利润 853 万元，剔除后 3Q19 单季度收入同比增长 5.4%，利润同比增长 8.5%。

- **毛利率同比下降 3.46pp，销售+管理费用率同比下降 0.79pp**

3Q19 公司整体毛利率下降 3.46pp 至 66.65%，主要系收入结构变化所致 (出售写字楼毛利率较低)。销售费用率同比下降 0.03PP 至 0.07%，管理费用率同比下降 0.76PP 至 4.12%。财务费率同比基本持平。公司整体净利率同比下降 0.48pp 至 51.37%。

- **深化泛家居战略，实现品牌和服务迭代升级**

报告期内公司现金增资控股四川建南建筑装饰有限公司，利用在家居建材产业链上的资源、资金优势和四川建南成熟装饰装修设计、管理和施工能力，深入拓展商品房的精装修业务，提高产业链整合和服务能力。拟以自有资金投资设立全资子公司成都成华富森美小额贷款有限公司，更好地为中小微企业提供安全、便捷的金融服务。

公司是四川地区家居卖场龙头，2019 年将深化推进泛家居战略，向产业上游渗透，加强对供应链、价值链管理。我们预计 19-21 年归母净利润分别为 8.30、8.31 和 8.85 亿元，同比增长 12.8%、0.2%、6.5%。公司已进入成熟发展阶段，参考公司最近 12 个月 PE (TTM) 估值中枢为 15-20X，给予公司 19 年 PE 估值 16X，合理价值 17.6 元/股，维持“买入”评级。

- **风险提示**

门店轻资产扩张不及预期；房地产调控影响建材家居后市场，市场景气度下滑，租金下降；全国性家居品牌渠道下沉，竞争加剧。

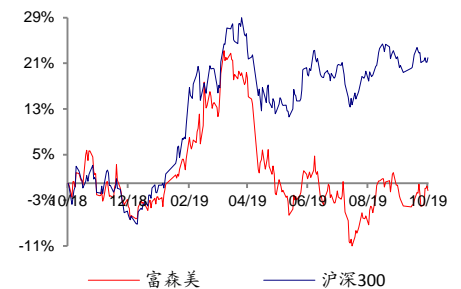
### 盈利预测:

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	1,258	1,421	1,625	1,539	1,654
增长率 (%)	3.0	13.0	14.3	-5.3	7.5
EBITDA (百万元)	998	1,097	1,234	1,343	1,565
净利润 (百万元)	651	735	830	831	885
增长率 (%)	17.1	12.9	12.8	0.2	6.5
EPS (元/股)	1.48	1.65	1.10	1.10	1.17
市盈率 (P/E)	20.48	12.58	11.44	11.42	10.72
市净率 (P/B)	3.14	2.05	1.78	1.61	1.47
EV/EBITDA	12.40	7.89	6.71	6.29	5.33

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

公司评级	买入
当前价格	12.54 元
合理价值	17.6 元
前次评级	买入
报告日期	2019-10-26

### 相对市场表现



分析师: 洪涛



SAC 执证号: S0260514050005

SFC CE No. BNV287



021-60750633



hongtao@gf.com.cn

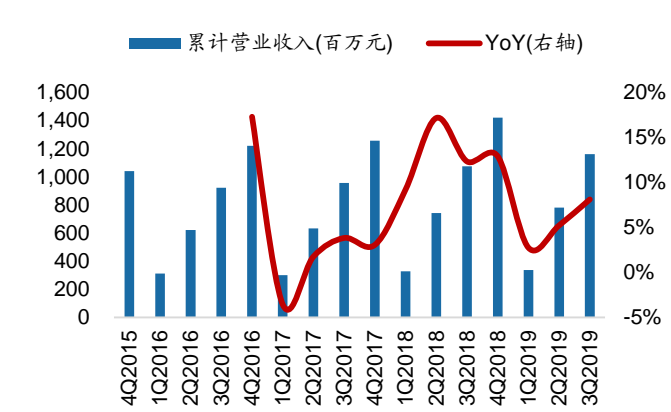
### 相关研究:

富森美 (002818.SZ):收入	2019-08-24
利润平稳增长, 打造全新服务业态	
富森美 (002818.SZ):收入	2019-04-26
利润平稳增长, 持续推进泛家居战略	
富森美 (002818.SZ):出售	2019-03-29
写字楼带动业绩增长提速, 持续推进泛家居战略	

联系人: 贾雨朦 021-60750604

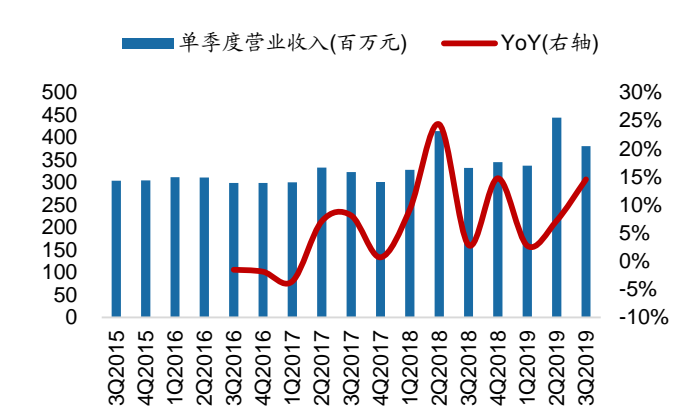
jiayumeng@gf.com.cn

图1: 公司累计营收及增速情况



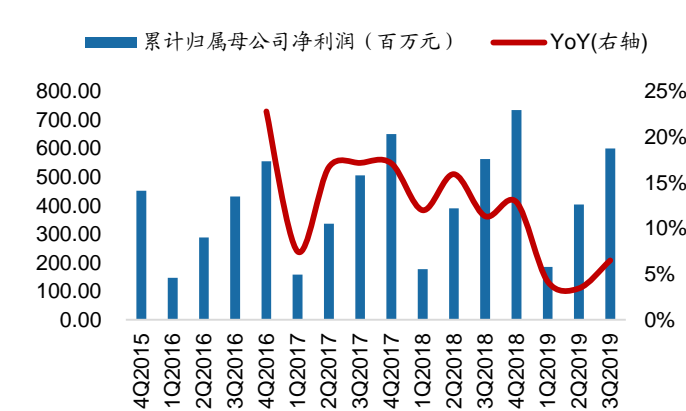
数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图2: 公司单季度营收及增速情况



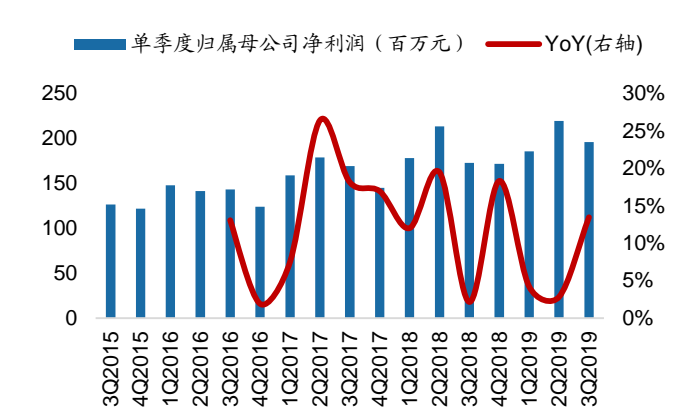
数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图3: 公司累计归母净利润及增速情况



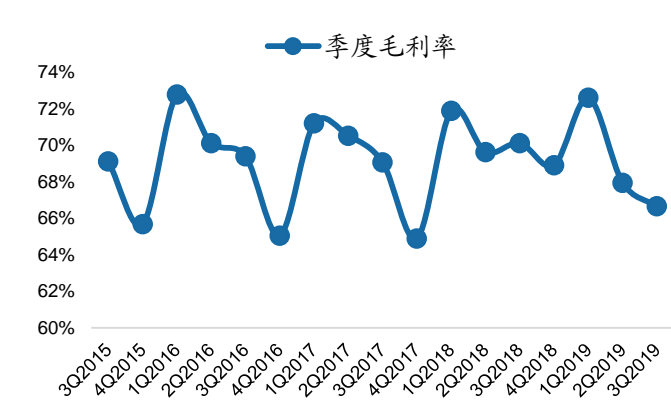
数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图4: 公司单季度归母净利润及增速情况



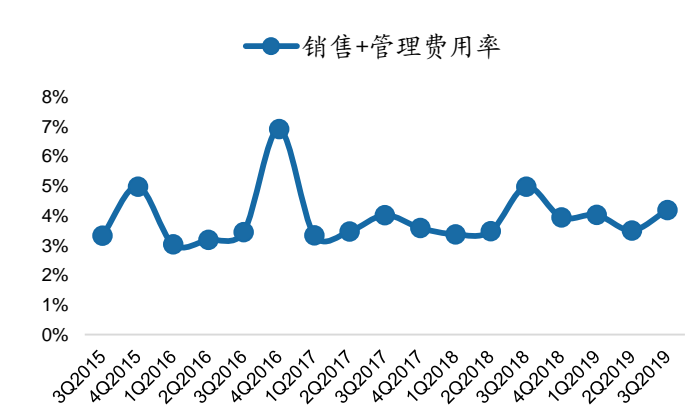
数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图5: 公司季度毛利率情况



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图6: 公司季度期间费用率情况



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

资产负债表						现金流量表					
单位: 百万元						单位: 百万元					
至 12 月 31 日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	至 12 月 31 日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>流动资产</b>	<b>1,605</b>	<b>1,898</b>	<b>2,496</b>	<b>2,425</b>	<b>2,644</b>	<b>经营活动现金流</b>	<b>980</b>	<b>902</b>	<b>1,380</b>	<b>1,015</b>	<b>1,393</b>
货币资金	987	620	1,226	1,160	1,363	净利润	651	735	830	831	885
应收及预付	12	13	14	13	13	折旧摊销	252	255	286	406	556
存货	0	161	178	172	185	营运资金变动	82	-70	278	-202	-38
其他流动资产	606	1,103	1,078	1,079	1,083	其它	-6	-18	-14	-20	-10
<b>非流动资产</b>	<b>3,710</b>	<b>3,883</b>	<b>4,397</b>	<b>4,890</b>	<b>5,334</b>	<b>投资活动现金流</b>	<b>-840</b>	<b>-873</b>	<b>-785</b>	<b>-876</b>	<b>-980</b>
长期股权投资	0	0	0	0	0	资本支出	-248	-460	-300	-400	-500
固定资产	332	302	316	310	253	投资变动	-600	-400	-500	-500	-500
在建工程	79	10	10	10	10	其他	8	-12	15	24	20
无形资产	1,078	1,409	1,409	1,409	1,409	<b>筹资活动现金流</b>	<b>-221</b>	<b>-395</b>	<b>10</b>	<b>-204</b>	<b>-210</b>
其他长期资产	2,222	2,161	2,661	3,161	3,661	银行借款	0	0	0	100	100
<b>资产总计</b>	<b>5,315</b>	<b>5,780</b>	<b>6,892</b>	<b>7,315</b>	<b>7,978</b>	股权融资	0	74	312	0	0
<b>流动负债</b>	<b>1,046</b>	<b>1,250</b>	<b>1,521</b>	<b>1,313</b>	<b>1,291</b>	其他	-221	-469	-301	-304	-310
短期借款	0	0	0	0	0	<b>现金净增加额</b>	<b>-81</b>	<b>-366</b>	<b>605</b>	<b>-65</b>	<b>203</b>
应付及预收	429	89	379	323	278	<b>期初现金余额</b>	<b>1,068</b>	<b>987</b>	<b>620</b>	<b>1,226</b>	<b>1,160</b>
其他流动负债	617	1,160	1,141	989	1,013	<b>期末现金余额</b>	<b>987</b>	<b>620</b>	<b>1,226</b>	<b>1,160</b>	<b>1,363</b>
<b>非流动负债</b>	<b>27</b>	<b>28</b>	<b>28</b>	<b>128</b>	<b>228</b>						
长期借款	20	20	20	120	220						
应付债券	0	0	0	0	0						
其他非流动负债	7	8	8	8	8						
<b>负债合计</b>	<b>1,073</b>	<b>1,277</b>	<b>1,548</b>	<b>1,440</b>	<b>1,518</b>						
股本	440	445	756	756	756						
资本公积	1,038	1,117	1,117	1,117	1,117						
留存收益	2,764	3,013	3,542	4,073	4,658						
归属母公司股东权益	4,242	4,503	5,344	5,875	6,460						
少数股东权益	0	0	0	0	0						
<b>负债和股东权益</b>	<b>5,315</b>	<b>5,780</b>	<b>6,892</b>	<b>7,315</b>	<b>7,978</b>						

利润表					
单位: 百万元					
至 12 月 31 日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>营业收入</b>	<b>1,258</b>	<b>1,421</b>	<b>1,625</b>	<b>1,539</b>	<b>1,654</b>
营业成本	391	425	499	450	482
营业税金及附加	77	98	117	100	108
销售费用	2	2	3	2	2
管理费用	43	54	58	51	55
研发费用	0	0	0	0	0
财务费用	-1	-5	-17	-20	-15
资产减值损失	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	11	17	15	24	20
<b>营业利润</b>	<b>769</b>	<b>865</b>	<b>980</b>	<b>981</b>	<b>1,044</b>
营业外收支	1	1	0	0	0
<b>利润总额</b>	<b>770</b>	<b>866</b>	<b>980</b>	<b>981</b>	<b>1,044</b>
所得税	119	131	150	150	159
<b>净利润</b>	<b>651</b>	<b>735</b>	<b>830</b>	<b>831</b>	<b>885</b>
少数股东损益	0	0	0	0	0
<b>归属母公司净利润</b>	<b>651</b>	<b>735</b>	<b>830</b>	<b>831</b>	<b>885</b>
EBITDA	998	1,097	1,234	1,343	1,565
EPS (元)	1.48	1.65	1.10	1.10	1.17

主要财务比率					
至 12 月 31 日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>成长能力 (%)</b>					
营业收入增长	3.0	13.0	14.3	-5.3	7.5
营业利润增长	17.8	12.5	13.3	0.1	6.4
归母净利润增长	17.1	12.9	12.8	0.2	6.5
<b>获利能力 (%)</b>					
毛利率	68.9	70.1	69.3	70.8	70.9
净利率	51.8	51.7	51.1	54.0	53.5
ROE	15.4	16.3	15.5	14.1	13.7
ROIC	19.2	24.7	30.4	28.0	30.4
<b>偿债能力</b>					
资产负债率 (%)	20.2	22.1	22.5	19.7	19.0
净负债比率 (%)	0.4	0.3	0.3	1.6	2.8
流动比率	1.53	1.52	1.64	1.85	2.05
速动比率	1.52	1.38	1.52	1.71	1.90
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.25	0.26	0.26	0.22	0.22
应收账款周转率	1,503.87	474.19	608.33	608.33	608.33
存货周转率	—	5.27	2.81	2.61	2.61
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益	1.48	1.65	1.10	1.10	1.17
每股经营现金流	2.23	2.03	1.82	1.34	1.84
每股净资产	9.64	10.12	7.06	7.77	8.54
<b>估值比率</b>					
P/E	20.48	12.58	11.44	11.42	10.72
P/B	3.14	2.05	1.78	1.61	1.47
EV/EBITDA	12.40	7.89	6.71	6.29	5.33

## 广发商贸零售行业研究小组

洪涛：首席分析师，浙江大学金融学硕士，2010年开始从事商贸零售行业研究，2014年加入广发证券发展研究中心，曾就职于华泰联合证券、平安证券。2015-2017年新财富批零行业第四名，2017年水晶球分析师第一名，2017年金牛分析师第三名。

高峰：资深分析师，上海交通大学管理科学与工程硕士，2018年加入广发证券发展研究中心，曾就职于招商证券。

贾雨朦：联系人，伦敦政治经济学院风险与金融硕士，2018年加入广发证券发展研究中心。

## 广发证券—行业投资评级说明

买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。

持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。

卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

## 广发证券—公司投资评级说明

买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。

增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。

持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。

卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

## 联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦35 楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北 街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区世纪 大道8号国金中心一 期16楼	香港中环干诺道中111 号永安中心14楼 1401-1410室
邮政编码	510627	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn				

## 法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

## 重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

## 权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

## 版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。