

2023年4月22日

延续高分红，存货下降

富安娜(002327)

| | | | |
|--------|------|-------------|-----------|
| 评级: | 买入 | 股票代码: | 002327 |
| 上次评级: | 买入 | 52周最高价/最低价: | 8.69/6.41 |
| 目标价格: | | 总市值(亿) | 68.62 |
| 最新收盘价: | 8.23 | 自由流通市值(亿) | 30.57 |
| | | 自由流通股数(百万) | 829 |

事件概述

2022年公司收入/归母净利/扣非归母净利/经营性现金流分别为30.80/5.34/4.81/7.10亿元，同比下降3.14%/2.21%/6.72%/8.38%，加回公允价值变动后净利/扣非净利为6.14/5.61亿元，同比增长4.60%/0.77%；扣非净利低于净利主要由于政府补助0.21亿元及资产处置收益0.36亿（常熟厂房政府收储补偿）；经营现金流高于净利主要由于折旧、公允价值变动损失增加、存货下降。22年每10股派发现金红利6元，股息率为7.29%。

2023Q1公司收入/归母净利/扣非归母净利分别为6.20/1.11/1.03亿元，同比增长-7.57%/5.28%/4.41%，净利增长好于收入主要由于毛利率提升、费用率下降、公允价值损失减少。

分析判断:

加盟收入保持增长，主要来自单店出货增长贡献。2022年收入下滑主要来自1)分渠道来看，22年直营和电商收入下降，22年直营/加盟/电商/团购/其他收入分别为7.31/8.27/12.80/1.37/1.03亿元、同比增长-5%/2%/-3%/-22%/5%。22年直营/加盟店数分别为471/999家，其中新开门店数分别为33/94家、关闭门店数分别为32/150家，同比净开1/-56家，同比下降0%/5%，推算直营店效/加盟单店出货(155/83万元)，同比增长-4%/10%。线上渠道中，天猫/京东/唯品会分别占比30%/35%/14%。22年直营/加盟店面分别为7.2/20.9万平，推算直营/加盟店坪效分别为10083/3962元，同比增长-5%/5%。23Q1年直营/加盟/电商/团购/其他收入分别为1.49/1.34/2.78/0.39/0.19亿元、同比增长-15%/-5%/-5%/0%/-10%。2)分地域来看，大本营华南地区收入下降2.48%、增速较去年下滑10PCT；华东/华中/西南/华北/西北地区同比下滑0%/6%/-2%/16%/14%，增速较2021年下降16/33/32/27/30PCT、华北地区降幅最大，华东、西南地区收入保持小幅增长。3)22年销量/价格分别同比下降4.9%/-1.8%

管理费用率下降主要由于一次性费用影响，公允价值损失8000万。(1)2022年毛利率同比上升0.96pct至53.1%，主要由于直营和加盟毛利率提升，直营/电商/加盟毛利率分别为66.53%/46.3%/52.7%，同比提高1.25/0.12/2.62PCT，我们分析主要来自线上提价。净利率增幅低于毛利率主要由于销售及研发费用率提升、公允价值变动净收益下降，22年归母净利率同比增加0.16pct至17.33%，销售/管理/研发/财务费用率为25.62%/4.03%/3.57%/-0.26%，分别同比提升2.5/-0.8/1.2/-0.6pct，管理费用率下降主要由于去年支付第三方费用；22年公允价值变动净收益-0.8亿元，同比下降95%。(2)22年其子公司深圳市富安娜家居用品公司/深圳富安娜电子商务公司净利分别为1.18/0.62亿元，净利率分别为8.9%/5.3%，同比下降6.6/17.4PCT。(3)2023Q1毛利率同比上升1.15pct至54.35%；销售/管理/研发/财务费用率同比下降0/0.3/0.2/0.3至25.65%/4.19%/3.23%/-0.48%。公允价值损失为0.6亿元、同比下降91%。

存货下降，应收账款增长。22年末存货为7.6亿元，同比减少6.5%，存货周转天数195.9天、同比减少10.3天。应收账款为2.56亿元、同比增长30.3%，应收账款周转天数为67.5天、同比减少7天。Q1存货周转天数为235.6天，同比增加4天，应收账款周转天数为33.5天，同比增加8天。

投资建议

我们分析，(1)公司在2021、2022年均存在一次性费用、公允价值损失等影响，23年利润弹性更大；(2)公司店效表现好于同业，未来在电商方面增长空间更大。考虑22年业绩疫情扰动，下调23/24年收入预测36.68/40.99亿元至34.72/38.47亿元，新增25年收入预测41.64亿元，下调23/24年归母净利预测

6.58/7.69 亿元至 6.46/7.46 亿元，新增 25 年归母净利预测 8.56 亿元，对应调整 EPS0.79/0.93 元至 0.78/0.90 元，新增 25 年 EPS 为 1.03 元，2023 年 4 月 21 日收盘价 8.23 元对应 23/24/25 年 PE 分别为 11/9/8X，维持“买入”评级。

风险提示

疫情不确定性风险；原材料价格波动风险；经营业绩受波动；系统性风险。

盈利预测与估值

| 财务摘要 | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入(百万元) | 3,179 | 3,080 | 3,472 | 3,847 | 4,164 |
| YoY (%) | 10.6% | -3.1% | 12.7% | 10.8% | 8.2% |
| 归母净利润(百万元) | 546 | 534 | 646 | 746 | 856 |
| YoY (%) | 5.7% | -2.2% | 20.9% | 15.5% | 14.8% |
| 毛利率 (%) | 52.1% | 53.1% | 53.1% | 52.7% | 52.7% |
| 每股收益 (元) | 0.66 | 0.64 | 0.78 | 0.90 | 1.03 |
| ROE | 14.8% | 14.2% | 16.3% | 17.9% | 19.7% |
| 市盈率 | 12.51 | 12.79 | 10.57 | 9.16 | 7.97 |

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师：唐爽爽

邮箱：tangss@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519090002

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) | | | | |
|--------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|-----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E | | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
| 营业总收入 | 3,080 | 3,472 | 3,847 | 4,164 | 净利润 | 534 | 646 | 746 | 856 |
| YoY (%) | -3.1% | 12.7% | 10.8% | 8.2% | 折旧和摊销 | 215 | 53 | 57 | 59 |
| 营业成本 | 1,444 | 1,628 | 1,818 | 1,968 | 营运资金变动 | 19 | 102 | -31 | -26 |
| 营业税金及附加 | 31 | 35 | 38 | 42 | 经营活动现金流 | 710 | 754 | 720 | 834 |
| 销售费用 | 789 | 780 | 818 | 851 | 资本开支 | 23 | -109 | -122 | -136 |
| 管理费用 | 124 | 187 | 200 | 202 | 投资 | -26 | 0 | 0 | 0 |
| 财务费用 | -8 | -11 | -15 | -18 | 投资活动现金流 | 6 | -75 | -84 | -94 |
| 研发费用 | 110 | 76 | 88 | 83 | 股权募资 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 资产减值损失 | -5 | 0 | 0 | 0 | 债务募资 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 投资收益 | 84 | 35 | 38 | 42 | 筹资活动现金流 | -613 | -414 | -476 | -548 |
| 营业利润 | 623 | 816 | 943 | 1,083 | 现金净流量 | 104 | 265 | 159 | 192 |
| 营业外收支 | 22 | 12 | 13 | 14 | | | | | |
| 利润总额 | 645 | 828 | 956 | 1,097 | 主要财务指标 | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
| 所得税 | 112 | 182 | 210 | 241 | 成长能力 (%) | | | | |
| 净利润 | 534 | 646 | 746 | 856 | 营业收入增长率 | -3.1% | 12.7% | 10.8% | 8.2% |
| 归属于母公司净利润 | 534 | 646 | 746 | 856 | 净利润增长率 | -2.2% | 20.9% | 15.5% | 14.8% |
| YoY (%) | -2.2% | 20.9% | 15.5% | 14.8% | 盈利能力 (%) | | | | |
| 每股收益 | 0.64 | 0.78 | 0.90 | 1.03 | 毛利率 | 53.1% | 53.1% | 52.7% | 52.7% |
| | | | | | 净利率 | 17.3% | 18.6% | 19.4% | 20.6% |
| | | | | | 总资产收益率 ROA | 11.4% | 12.6% | 13.7% | 15.0% |
| 资产负债表 (百万元) | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E | 净资产收益率 ROE | 14.2% | 16.3% | 17.9% | 19.7% |
| 货币资金 | 495 | 760 | 920 | 1,112 | 偿债能力 (%) | | | | |
| 预付款项 | 13 | 39 | 44 | 47 | 流动比率 | 3.65 | 3.12 | 3.08 | 3.11 |
| 存货 | 760 | 892 | 996 | 1,079 | 速动比率 | 2.67 | 2.24 | 2.19 | 2.21 |
| 其他流动资产 | 1,603 | 1,616 | 1,650 | 1,679 | 现金比率 | 0.63 | 0.72 | 0.79 | 0.88 |
| 流动资产合计 | 2,871 | 3,308 | 3,610 | 3,916 | 资产负债率 | 19.3% | 22.9% | 23.7% | 24.1% |
| 长期股权投资 | 0 | 0 | 0 | 0 | 经营效率 (%) | | | | |
| 固定资产 | 1,216 | 1,319 | 1,399 | 1,454 | 总资产周转率 | 0.66 | 0.68 | 0.71 | 0.73 |
| 无形资产 | 99 | 103 | 105 | 106 | 每股指标 (元) | | | | |
| 非流动资产合计 | 1,802 | 1,832 | 1,832 | 1,802 | 每股收益 | 0.64 | 0.78 | 0.90 | 1.03 |
| 资产合计 | 4,673 | 5,140 | 5,442 | 5,718 | 每股净资产 | 4.54 | 4.78 | 5.01 | 5.23 |
| 短期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 每股经营现金流 | 0.86 | 0.91 | 0.87 | 1.01 |
| 应付账款及票据 | 323 | 517 | 578 | 626 | 每股股利 | 0.00 | 0.50 | 0.58 | 0.66 |
| 其他流动负债 | 464 | 542 | 594 | 635 | 估值分析 | | | | |
| 流动负债合计 | 787 | 1,060 | 1,171 | 1,260 | PE | 12.79 | 10.57 | 9.16 | 7.97 |
| 长期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 | PB | 1.56 | 1.72 | 1.64 | 1.57 |
| 其他长期负债 | 117 | 117 | 117 | 117 | | | | | |
| 非流动负债合计 | 117 | 117 | 117 | 117 | | | | | |
| 负债合计 | 904 | 1,177 | 1,288 | 1,377 | | | | | |
| 股本 | 828 | 828 | 828 | 828 | | | | | |
| 少数股东权益 | 0 | 0 | 0 | 0 | | | | | |
| 股东权益合计 | 3,769 | 3,963 | 4,154 | 4,341 | | | | | |
| 负债和股东权益合计 | 4,673 | 5,140 | 5,442 | 5,718 | | | | | |

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

唐爽爽：中国人民大学经济学硕士、学士，11年研究经验，曾任职于中金公司、光大证券、海通证券等，曾获得 2011-2015 年新财富纺织服装行业最佳分析师团队第4/5/3/1/1名、2012-2015 年水晶球纺织服装行业最佳分析师团队5/4/4/4名，2013-2014年金牛奖纺织服装行业最佳分析师团队第5/5名，2013年Wind金牌分析师第4名，2014年第一财经最佳分析师第4名，2015年华尔街见闻金牌分析师第1名，2020年Wind“金牌分析师”纺织服装研究领域第2名，2020年21世纪金牌分析师评选之消费深度报告第3名。

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。