

富安娜(002327)

报告日期: 2023年04月23日

## 23Q1 业绩超预期，利润率持续上行

### ——富安娜点评报告

#### 投资要点

- 公司发布 22 年报及 23 一季报，23Q1 超预期**  
 2022 年实现营业收入 30.8 亿元 (-3.1%)，归母净利润 5.34 亿元 (-2.2%)；单 22Q4 收入 11.0 亿元 (-7.8%)，归母净利润 2.06 亿元 (-9.8%)，如期承压。2022 年公司每 10 股派发现金红利 6 元，分红率 93%，股息率 7.3%。  
 23Q1 实现营业收入 6.2 亿元 (-7.6%)，归母净利润 1.11 亿元 (+5.3%)，净利率 17.9% (+2.2pct)，单季度利润超预期。
- 22 年零售整体承压，加盟单店出货亮眼**  
 22 年收入分渠道看：整体零售、物流均受到疫情冲击，加盟出货逆势下仍维持正增长。电商收入 12.8 亿 (-3.2%，占比 42%)，直营收入 7.3 亿 (-4.7%，占比 24%)，加盟收入 8.3 亿 (+1.6%，占比 27%)，其他（团购、家居）收入 2.4 亿 (-12.5%，占比 8%)。  
 渠道数量方面，22 年末公司线下门店数量共 1470 家，年内净关店 55 家；其中直营门店 471 家（年内新开/关闭 33/32 家，净开 1 家），加盟门店 999 家（年内新开/关闭 94/150 家，净关 56 家）。直营店效/加盟单店出货分别为 155/83 万元，同比-4.9%/+7.3%；公司自 19 年持续优化加盟终端库存，加盟端经营质量提升明显，单店出货成为加盟逆势增长的主要驱动力。
- 以利润率为导向的高质量增长持续兑现**  
 2022 年公司毛利率 53.1% (+0.96pct)，净利率 17.3% (+0.16pct)，提升主要来自产品材料、工艺、设计的持续升级带来的提价和折扣收窄，以及持续提升新零售管理能力带来的降本提效。分渠道看，2022 年电商/直营/加盟毛利率分别为 46.3%/66.5%/52.7%，同比提升 0.12/1.25/2.62pct。
- 23Q1 收入仍有压力，利润率上行带动业绩超预期**  
 23Q1 实现收入 6.2 亿元 (-7.6%)，其中电商/直营/加盟/其他分别-5.4%/-15.0%/-5.2%/-2.4%。23Q1 毛利率同比提升 1.2pct 至 54.3%，净利率同比提升 2.2pct 至 17.9%，在收入下滑之下，凭借产品渠道升级及精细化运营，净利润依然同比增长 5.3%，业绩超预期。
- 盈利预测及估值：**我们预计随着疫情结束，2023 年公司将加速开店节奏，同时关店数量较 22 年减少，直营店将重点拓大店以提升品牌力，预计各渠道在收入保持稳健增长之下，毛利率持续稳步上行。预计 23-25 年收入 33.4/37.2/41.0 亿元，同比增长 8%/11%/10%，归母净利润 5.8/6.5/7.2 亿元，同比增长 9%/12%/11%，对应 PE 为 12/10/9 倍，作为业绩表现稳健、低估值、高分红的高端家纺龙头，维持“买入”评级。
- 风险提示：**原材料价格大幅波动，开店或终端复苏不及预期

#### 投资评级：买入(维持)

**分析师：马莉**  
 执业证书号：S1230520070002  
 mali@stocke.com.cn

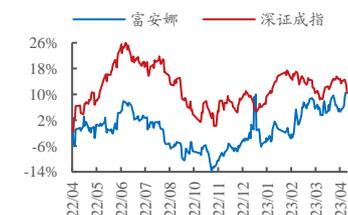
**分析师：詹陆雨**  
 执业证书号：S1230520070005  
 zhanluyu@stocke.com.cn

**研究助理：邹国强**  
 zouguoqiang@stocke.com.cn

#### 基本数据

收盘价	¥ 8.23
总市值(百万元)	6,826.45
总股本(百万股)	829.46

#### 股票走势图



#### 相关报告

- 《家纺龙头展现业绩韧性，利润率同比改善——富安娜点评报告》2022.10.31
- 《疫情下展现经营韧性，全年稳健增长可期——富安娜点评报告》2022.08.23
- 《【浙商纺服】富安娜：全渠道精细化管理，持续高分红下的韧性增长》2022.04.24

#### 财务摘要

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	3,079.59	3,338.84	3,717.19	4,097.33
(+/-) (%)	-3.1%	8.4%	11.3%	10.2%
归母净利润	533.82	583.27	651.11	719.51
(+/-) (%)	-2.2%	9.3%	11.6%	10.5%
每股收益(元)	0.64	0.70	0.78	0.87
P/E	12.8	11.7	10.5	9.5

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)	2022	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	<b>2,871</b>	<b>3,663</b>	<b>3,650</b>	<b>4,160</b>
现金	495	1,282	1,488	1,515
交易性金融资产	1,011	900	901	901
应收账款	256	189	276	236
其它应收款	45	89	57	104
预付账款	13	75	20	85
存货	760	1,068	846	1,258
其他	292	60	62	62
<b>非流动资产</b>	<b>1,802</b>	<b>1,499</b>	<b>1,456</b>	<b>1,407</b>
金额资产类	0	0	1	1
长期投资	0	0	0	0
固定资产	978	1,066	1,014	957
无形资产	99	94	89	85
在建工程	421	200	200	200
其他	304	139	152	164
<b>资产总计</b>	<b>4,673</b>	<b>5,162</b>	<b>5,107</b>	<b>5,567</b>
<b>流动负债</b>	<b>787</b>	<b>1,147</b>	<b>948</b>	<b>1,256</b>
短期借款	0	17	9	13
应付款项	236	417	313	508
预收账款	7	114	19	128
其他	543	599	608	607
<b>非流动负债</b>	<b>117</b>	<b>27</b>	<b>27</b>	<b>26</b>
长期借款	0	0	0	0
其他	117	27	27	26
<b>负债合计</b>	<b>904</b>	<b>1,174</b>	<b>975</b>	<b>1,283</b>
少数股东权益	0	0	0	0
归属母公司股东权	3,769	3,988	4,131	4,284
<b>负债和股东权益</b>	<b>4,673</b>	<b>5,162</b>	<b>5,107</b>	<b>5,567</b>

### 现金流量表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
<b>经营活动现金流</b>	<b>710</b>	<b>797</b>	<b>770</b>	<b>631</b>
净利润	534	583	651	720
折旧摊销	110	135	141	145
财务费用	(8)	(7)	(12)	(13)
投资损失	(84)	(40)	(40)	(40)
营运资金变动	19	110	32	(181)
其它	140	16	(2)	(0)
<b>投资活动现金流</b>	<b>6</b>	<b>(99)</b>	<b>(221)</b>	<b>(213)</b>
资本支出	(41)	278	(48)	(47)
长期投资	0	0	0	0
其他	47	(378)	(173)	(166)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(613)</b>	<b>89</b>	<b>(342)</b>	<b>(392)</b>
短期借款	(50)	17	(9)	4
长期借款	(498)	7	(425)	(475)
其他	(65)	65	92	79
<b>现金净增加额</b>	<b>104</b>	<b>787</b>	<b>207</b>	<b>26</b>

### 利润表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	<b>3,080</b>	<b>3,339</b>	<b>3,717</b>	<b>4,097</b>
营业成本	1,444	1,554	1,723	1,894
营业税金及附加	31	37	41	45
营业费用	789	855	955	1,053
管理费用	124	147	164	175
研发费用	76	87	97	107
财务费用	(8)	(7)	(12)	(13)
资产减值损失	(5)	5	4	7
公允价值变动损益	0	0	1	1
投资净收益	84	40	40	40
其他经营收益	0	0	0	0
<b>营业利润</b>	<b>623</b>	<b>702</b>	<b>786</b>	<b>870</b>
营业外收支	22	18	18	18
<b>利润总额</b>	<b>645</b>	<b>720</b>	<b>804</b>	<b>888</b>
所得税	112	137	153	169
<b>净利润</b>	<b>534</b>	<b>583</b>	<b>651</b>	<b>720</b>
少数股东损益	0	0	0	0
<b>归属母公司净利润</b>	<b>534</b>	<b>583</b>	<b>651</b>	<b>720</b>
EBITDA	636	714	806	903
EPS (最新摊薄)	0.64	0.70	0.78	0.87

### 主要财务比率

	2022	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力</b>				
营业收入	-3.14%	8.42%	11.33%	10.23%
营业利润	-2.83%	12.61%	11.93%	10.74%
归属母公司净利润	-2.21%	9.26%	11.63%	10.50%
<b>获利能力</b>				
毛利率	53.10%	53.47%	53.65%	53.78%
净利率	17.33%	17.47%	17.52%	17.56%
ROE	14.30%	15.04%	16.04%	17.10%
ROIC	15.84%	15.85%	17.12%	18.38%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	19.35%	22.74%	19.10%	23.04%
净负债比率	23.99%	29.44%	23.61%	29.94%
流动比率	3.65	3.19	3.85	3.31
速动比率	2.67	2.20	2.94	2.24
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	1.18	1.02	1.02	1.05
应收账款周转率	16.42	15.00	16.00	16.00
应付账款周转率	3.95	3.70	3.70	3.70
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益	0.64	0.70	0.78	0.87
每股经营现金	0.86	0.96	0.93	0.76
每股净资产	4.55	4.81	4.98	5.17
<b>估值比率</b>				
P/E	12.79	11.70	10.48	9.49
P/B	1.81	1.71	1.65	1.59
EV/EBITDA	9.96	7.79	6.63	5.89

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>