

2023年8月25日

加盟相对稳健，现金流健康

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:	9.15/5.99
目标价格:		总市值(亿)	71.91
最新收盘价:	8.67	自由流通市值(亿)	32.22
		自由流通股数(百万)	371.61

事件概述

23H1 公司收入/归母净利/扣非归母净利/经营性现金流净额分别为 12.72/2.19/1.94/2.85 亿元，同比增长 -4.7%/3.8%/1.0%/42.9%，相较于 21H1 增长-2.8%/4.5%/1.1%/171.1%，由于 22H1 其他非流动性资产净亏损达 0.41 亿元（中信理财产品）、理财产品收益（高新投退出）达 0.54 元对净利影响较大，剔除公允价值变动及投资收益影响后，23H1 经调整归母净利为 2.08 亿元、同比增长 3.1%。23H1 经营性现金流净额高于归母净利主要由于折旧摊销、经营性应收项目及存货减少。

23Q2 公司收入/归母净利/扣非归母净利/经营性现金流净额分别为 6.52/1.08/0.91/1.71 亿元、同比下降 1.9%/-2.3%/2.6%/0.5%，剔除政府补贴归母净利同比下滑 3.7%，主要由于费用率提升。

分析判断:

加盟保持相对较高韧性，收入下滑主要来自华南地区。23H1 年收入下滑：（1）分渠道来看，主要来自直营和线上收入下降，223H1 线上/直营/加盟收入分别为 5.31/3.12/3.23 亿元、同比下降 6.0%/6.3%/2.4%。23H1 直营/加盟店数分别为 473/991 家，H1 净关 6 家门店（直营/加盟店净关-2/8 家），同比净关 52 家（直营/加盟净关 1/51 家）、同比下降 0.2%/4.9%，推算半年直营店效/加盟单店出货分别为 66/33 万元、同比增长-6%/3%，相较于 21H1 增长-2%/15%。23H1 直营/加盟店总面积分别为 6.86/18.60 万平，直营/加盟单店平均面积为 145/188 m²、同比增长-3%/5%，推算半年平效分别为 0.46/0.17 元，同比下降 3%/2%，相较于 21H1 增长 4%/19%。线上渠道中，天猫/京东/唯品会分别占比 24%/36%/18%，退货率分别为 6.8%/11.7%/15.0%。（2）分地域来看，大本营华南地区收入占 33%、收入同比下降 6.1%、增速较去年同期下滑 7.4PCT；华南/华东/华北/华中/西北/西南/东北地区同比下滑 6%/1%/6%/7%/8%/-1%/19%。

线下渠道毛利提升，公允价值变动净收益及投资收益占比变动较大、主要由于去年一次性影响消除。

（1）23H1 毛利率同比上升 1.38pct 至 54.19%，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 68.5%/44.5%/51.3%，同比提高 2.68/-0.28/1.40PCT。23H1 归母净利率为 17.24%、同比提升 1.41PCT，公允价值变动净收益占比同比提升 2.97PCT 以及投资收益占比同比下降 2.8PCT 主要由于去年一次性影响，剔除公允价值变动及投资收益影响净利率为 16.3%、同比提升 1.2PCT；营业外净收入占比提升 0.40PCT；其他收益、信用减值转回及资产处置收益占比同比提升 0.34PCT；所得税、税金附加占比同比提升 0.57PCT；四大费用率同比提升 0.32PCT（销售/管理/研发/财务费用率提升 0.59/0.17/-0.30/-0.13PCT）。（2）2023Q2 毛利率/净利率同比上升 1.56/0.68pct 至 54.05%/16.61%，净利率增幅低于毛利率主要由于期间费用率增长；从费用率来看，销售/管理/研发/财务费用率同比增长 1.08/0.53/-0.41/0.15PCT 至 28.24%/4.81%/3.18%/-0.39%，其他收益/收入同比增长 0.26pct 至 0.34%；投资净收益占比同比下降 0.41PCT 至 1.04%；营业外收入占比同比增加 1.13PCT 至 1.88%；所得税率同比增长 0.47PCT 至 4.16%。（3）23H1 其子公司电子商务/营销/家饰/南充/惠州/上海/艺术公司净利分别为 2502/-126/-92/795/-92/1731/5773 万元、净利率为 5.0%/-2.5%/-14.2%/5.7%/-0.8%/9.0%/14.0%、同比提升 0.1/-0.3/-21.2/1.1/2.7/0.1/7.3PCT。

存货减少，对应周转天数下降。23H1 存货为 7.36 亿元，同比减少 15.16%，其中库存商品/委托加工物资/原材料/在产品分别为 5.71/0.79/0.65/0.15 亿元、同比下降 7%/30%/38%/38%，占比为 77.6%/10.8%/8.9%/2.1%。存货周转天数 231 天、同比减少 9 天。应收账款为 1.76 亿元、同比增长 28.49%，应收账款周转天数为 31 天、同比增加 8 天。应付账款周转天数 72 天，同比减少 15 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，但上半年在收入下滑、费用率提升情况下体现不强，期待下半年体现；（2）公司线下直营店效仍有回暖空间，公司持续优化电商渠道布局，未来在电商方面增长空间更大。考虑上半年受宏观环境影响，下调 23-25 年收入预测由 34.72/38.47/41.64 亿元至 31.85/35.27/38.83 亿元，下调 23-25 年归母净利预测由 6.46/7.46/8.56 亿元至 5.89/6.61/7.33 亿元，对应调整 EPS 由 0.78/0.90/1.03 元至 0.71/0.80/0.88 元，2023 年 8 月 24 日收盘价 8.67 元对应 23/24/25 年 PE 分别为 12/11/10X，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	3,185	3,527	3,883
YoY (%)	10.6%	-3.1%	3.4%	10.7%	10.1%
归母净利润(百万元)	546	534	589	661	733
YoY (%)	5.7%	-2.2%	10.3%	12.1%	11.0%
毛利率 (%)	52.1%	53.1%	53.1%	52.9%	52.9%
每股收益 (元)	0.66	0.64	0.71	0.80	0.88
ROE	14.8%	14.2%	15.1%	16.5%	18.0%
市盈率	13.17	13.47	12.21	10.89	9.81

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	3,185	3,527	3,883	净利润	534	589	661	733
YoY (%)	-3.1%	3.4%	10.7%	10.1%	折旧和摊销	215	53	57	59
营业成本	1,444	1,494	1,661	1,830	营运资金变动	19	125	-28	-29
营业税金及附加	31	32	35	39	经营活动现金流	710	724	641	710
销售费用	789	721	786	884	资本开支	23	-109	-122	-136
管理费用	124	172	183	188	投资	-26	0	0	0
财务费用	-8	-11	-15	-17	投资活动现金流	6	-78	-87	-97
研发费用	110	70	81	78	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	32	35	39	筹资活动现金流	-613	-414	-476	-548
营业利润	623	743	834	926	现金净流量	104	232	78	65
营业外收支	22	12	13	14					
利润总额	645	755	847	940	主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
所得税	112	166	186	207	成长能力 (%)				
净利润	534	589	661	733	营业收入增长率	-3.1%	3.4%	10.7%	10.1%
归属于母公司净利润	534	589	661	733	净利润增长率	-2.2%	10.3%	12.1%	11.0%
YoY (%)	-2.2%	10.3%	12.1%	11.0%	盈利能力 (%)				
每股收益	0.64	0.71	0.80	0.88	毛利率	53.1%	53.1%	52.9%	52.9%
					净利率	17.3%	18.5%	18.7%	18.9%
					总资产收益率 ROA	11.4%	11.8%	12.7%	13.6%
					净资产收益率 ROE	14.2%	15.1%	16.5%	18.0%
资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	偿债能力 (%)				
货币资金	495	727	804	870	流动比率	3.65	3.24	3.13	3.03
预付款项	13	36	40	44	速动比率	2.67	2.36	2.25	2.14
存货	760	818	910	1,003	现金比率	0.63	0.74	0.75	0.74
其他流动资产	1,603	1,590	1,621	1,653	资产负债率	19.3%	21.9%	23.0%	24.1%
流动资产合计	2,871	3,171	3,376	3,570	经营效率 (%)				
长期股权投资	0	0	0	0	总资产周转率	0.66	0.64	0.68	0.72
固定资产	1,216	1,319	1,399	1,454	每股指标 (元)				
无形资产	99	103	105	106	每股收益	0.64	0.71	0.80	0.88
非流动资产合计	1,802	1,832	1,832	1,802	每股净资产	4.54	4.71	4.84	4.91
资产合计	4,673	5,003	5,208	5,372	每股经营现金流	0.86	0.87	0.77	0.86
短期借款	0	0	0	0	每股股利	0.00	0.50	0.58	0.66
应付账款及票据	323	475	528	582	估值分析				
其他流动负债	464	505	551	597	PE	13.47	12.21	10.89	9.81
流动负债合计	787	980	1,079	1,179	PB	1.56	1.75	1.70	1.67
长期借款	0	0	0	0					
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	1,097	1,196	1,296					
股本	828	828	828	828					
少数股东权益	0	0	0	0					
股东权益合计	3,769	3,906	4,012	4,076					
负债和股东权益合计	4,673	5,003	5,208	5,372					

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。