

21Q1 业绩超预期，电商价位带有望持续提升

富安娜(002327)

事件概述

公司2020年实现收入/归母净利/扣非净利28.74/5.16/4.82亿元，同比增长3%/2%/10%，业绩略低于预期。扣非净利增速高于归母净利增速主要由于投资收益同比减少72%至2071万元。经营现金流/净利为129%。2020Q4收入/归母净利/扣非净利分别为11.75/2.42/2.43亿元、同比增长6%/-7%/7%，收入增速逐季提升，归母净利增速下降主要由于销售/管理费用率有所提升、及公允价值变动收益同比下降。2020年公司每股派发现金红利0.5元，分红率为80%。

2021Q1收入/归母净利/扣非净利6.28/0.93/0.92亿元、同比增长23%/22%/38%，较19Q1增长20%/15%/24%，业绩超预期。

分析判断：

1) 2019年开始的加盟渠道调整完毕，2021年加盟重启开店，2021年全年有望新开200家店、贡献外延增长2%，叠加疫情后零售复苏提振加盟商信心、加盟渠道有望带来外延内生增长共振；

2) 公司定位个性化中高端家纺市场，重在打造产品力和品牌力，目前线下套件客单价在1800-2800元左右，线上套件客单价在480元左右，2021年公司继续扩充线上高端产品，客单价有望上升至520-550元左右，带来电商毛利率持续提升。此外，2020年直播贡献近5000万增量，2021年公司加大直播布局、新零售渠道有望放量增长；

3) 2021年以来，全国房屋竣工面积同比实现快速增长，家纺作为地产产业链后周期行业受益；

4) 受益棉价上涨，我们判断公司产品存涨价预期。

投资建议

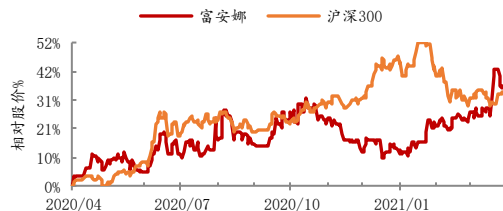
展望2021年，我们判断，(1) 2021年加盟有望新开200家店；(2) 直营占比较高、对终端变化反应更为及时，且19年下半年已开始新零售尝试，未来公司有望逐步收回省会城市加盟店改做直营；(3) 电商持续表现较好，且达到较好的盈利，我们估计电商22年收入占比有望达50%。我们判断，公司21年收入有望实现15-20%增速，在产品附加值持续提升带动毛利率提升下，扣非净利增速有望超过收入增速。考虑到21Q1业绩超预期，将21/22收入调增2%/3%至34/39亿元，将EPS从0.74/0.83元上调至0.78/0.91元，新增23EPS为1.04元，目前股价对应21/22/23PE为11/10/9X，上调至“买入”评级。

风险提示

疫情发展的不确定性、美家战略投入拖累业绩风险、库存积压

评级及分析师信息

评级：	买入
上次评级：	增持
目标价格：	
最新收盘价：	8.98
股票代码：	002327
52周最高价/最低价：	9.5/6.81
总市值(亿)	74.27
自由流通市值(亿)	43.51
自由流通股数(百万)	484.54



分析师：唐爽爽

邮箱：tangss@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519090002

联系电话：

研究助理：朱宇昊

邮箱：zhuyh@hx168.com.cn

SAC NO:

联系电话：

相关研究

- 【华西纺服】富安娜(002327)：2020年三季度报点评——扣非符合预期，线上毛利率提升
2020.10.23
- 【华西纺服】富安娜：业绩超预期，线上高单价产品占比提升
2020.08.26
- 富安娜(002327)：降幅好于行业，线上维持较高增速
2020.05.06

风险、开店不及预期、系统性风险。

盈利预测与估值

财务摘要	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	2,789	2,874	3,412	3,877	4,310
YoY (%)	-4.4%	3.1%	18.7%	13.7%	11.2%
归母净利润(百万元)	507	516	648	754	862
YoY (%)	-6.7%	1.9%	25.4%	16.5%	14.2%
毛利率 (%)	52.0%	53.9%	57.1%	57.3%	57.7%
每股收益 (元)	0.61	0.62	0.78	0.91	1.04
ROE	14.2%	14.4%	16.4%	17.4%	18.3%
市盈率	14.52	14.25	11.37	9.76	8.54

资料来源：公司公告，华西证券研究所

正文目录

1. 公司介绍：个性化中高端家纺品牌	4
2. 推荐逻辑	6
3. 投资建议	7
4. 风险提示	8

图表目录

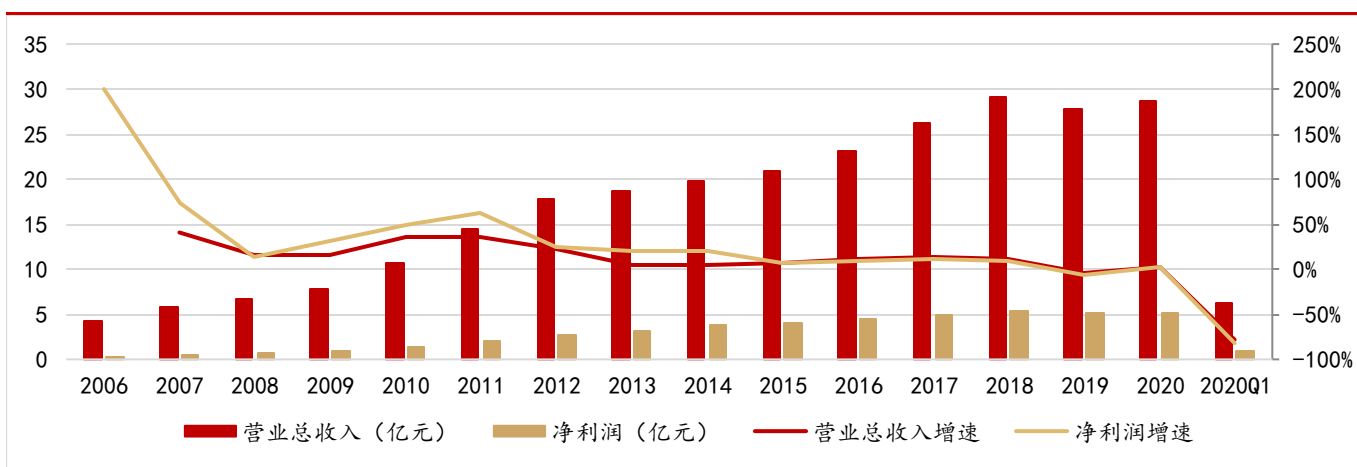
图 1 营业总收入、净利润及增速	4
图 2 直营与加盟店数	5
图 3 直营店效、加盟店出货	5
图 4 公司毛利率、净利率	5
图 5 销售、管理、研发、财务费用率	5
图 6 2020 年分渠道收入占比	6
图 7 历年分渠道毛利率	6
图 8 公司存货与存货周转天数	6
图 9 应收账款及应收账款周转天数	6
图 10 累计房屋竣工面积及同比增速（万平方米）	7
表 1 可比公司估值	7
表 2 收入拆分	8

1. 公司介绍：个性化中高端家纺品牌

公司 2020 年实现收入/归母净利/扣非净利 28.74/5.16/4.82 亿元，同比增长 3%/2%/10%，业绩略低于预期。扣非净利增速高于归母净利增速主要由于投资收益同比减少 72%至 2071 万元。经营现金流/净利为 129%。2020Q4 收入/归母净利/扣非净利分别为 11.75/2.42/2.43 亿元、同比增长 6%/-7%/7%，收入增速逐季提升，归母净利增速下降主要由于销售/管理费用率有所提升、及公允价值变动收益同比下降。2020 年公司每股派发现金红利 0.5 元，分红率为 80%。

2021Q1 收入/归母净利/扣非净利 6.28/0.93/0.92 亿元、同比增长 23%/22%/38%，较 19Q1 增长 20%/15%/24%，业绩超预期。

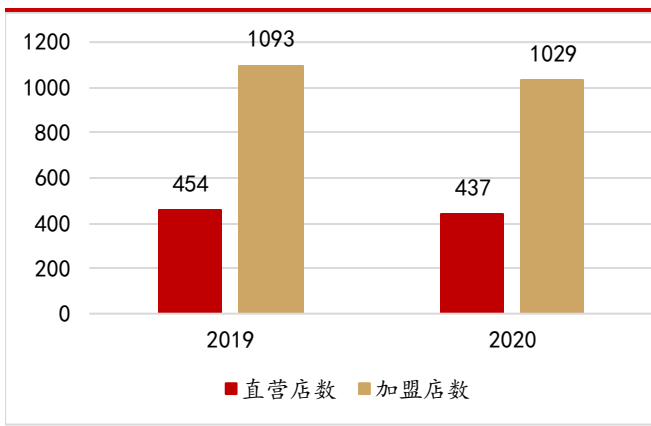
图 1 营业总收入、净利润及增速



资料来源：公司公告，华西证券研究所

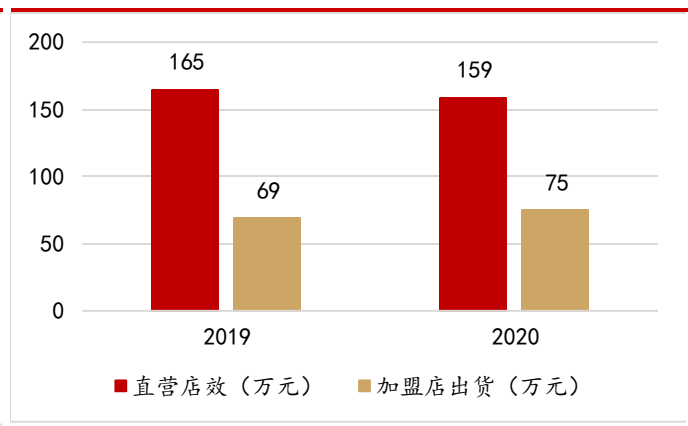
线上增速低于同行主要由于提价、加盟好于直营。收入分拆：1) 分渠道来看，线上扩充高端产品、增速较同行略缓，2019 年提前进行加盟渠道调整、加盟增速好于直营。直营/加盟/电商/其他业务（包括团购和家居）收入占比分别为 24%/27%/39%/9%，收入同比增速约为-7%/3%/13%/-3%。从线上看，电商业务收入增速较同行略有放缓主要由于公司提高线上价格带、布局高端产品，我们估计目前线上套件客单价在 480 元左右，2021 年有望提升至 520-550 元；2020 年天猫/京东/唯品会 GMV 分别为 4.26/4.15/1.69 亿元，天猫/京东平台费用/GMV 分别为 5%/2.87%，唯品会无平台费用，我们判断公司平台费用低于同行主要由于公司日销占比较高；此外，2020 年 5 月抖音正式运营、全年贡献收入 4982 万元，我们判断，抖音客户群对高客单价产品接受度有望逐步增强、公司 2021 年抖音直播贡献有望增大。从线下看，2020 年国内直营/加盟门店分别为 437/1029 家、同比减少 3.74%/5.86%，推出直营店效/加盟单店出货同比增长-4%/10%。2) 分地域来看，华南、西北、东北下滑，华中、西南地区保持双位数增速，华南/华东/华北/华中/西北/西南/东北地区收入占比分别为 33%/22%/8%/11%/4%/17%/5%，收入增速分别为-6%/6%/3%/20%/-7%/26%/-24%，增速较 2019 年变动 0/1/15/35/10/34/-56PCT。

图 2 直营与加盟店数



资料来源：公司公告，华西证券研究所

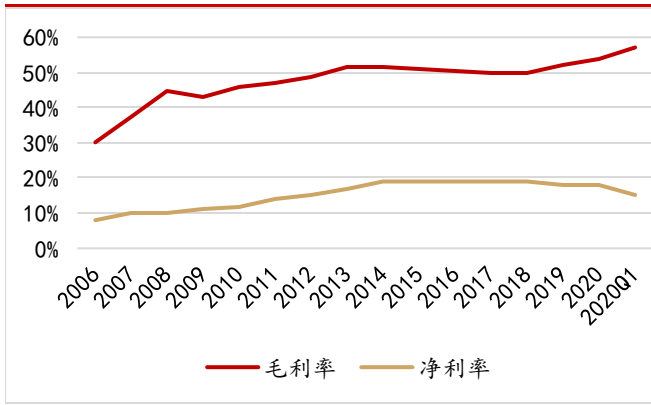
图 3 直营店效、加盟店出货



资料来源：公司公告，华西证券研究所

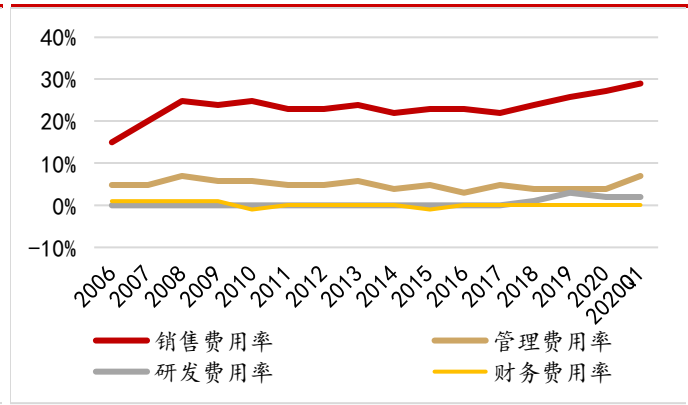
毛利率提高主要来自线上毛利率提升。2020 毛利率同比上升 1.90pct 至 53.90%，21Q1 毛利率为 57.12%，同比提高 3.16PCT、较 19Q1 提高 7.32PCT，我们分析，公司毛利率提升主要由于线上高单价产品（如床垫、乳胶等）占比提升，2020 年线上/直营/加盟毛利率分别为 49.12%/66.41%/51.06%，同比提高 3.64/2.73/ 0.8PCT。分地区看，华中地区毛利率提升显著，其中华南/华东/华中/西南毛利率分别同比提高 1.76/1.99/ 5.25/2.06PCT 至 56.61%/53.36%/54.90%/48.07%。

图 4 公司毛利率、净利率



资料来源：公司公告，华西证券研究所

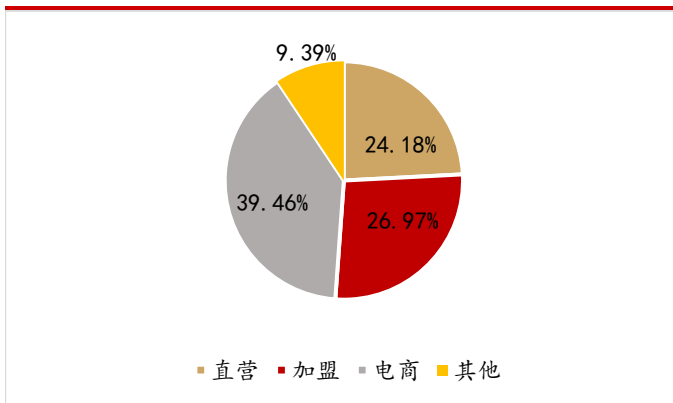
图 5 销售、管理、研发、财务费用率



资料来源：公司公告，华西证券研究所

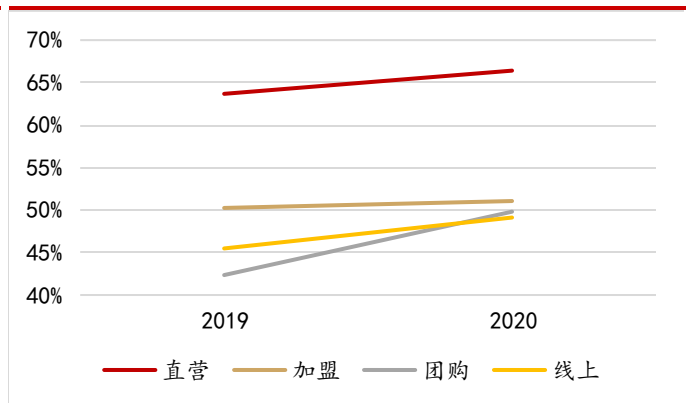
净利率受公允价值变动损失影响，扣非净利率持续提升。2020 年归母净利率为 17.97%、同比降低 0.2PCT，扣非净利率为 16.78%、同比提高 1.11PCT。从费用率看，2020 年销售/管理/研发/财务费用率分别为 26.55%/6.76%/2.44%/-0.07%，分别同比提升 0.55/0.36/-0.31/-0.14PCT，此外，公允价值变动同比减少 0.43 亿元至-0.16 亿元。2021Q1 净利率为 14.76%、同比降低 0.15PCT、较 19Q1 下降 0.78PCT，主要由于 21Q1 将全年期权费用 2000 多万一次性计提、导致管理费用同比增长 81%。从费用率看，2021Q1 年销售/管理/研发/财务费用率分别为 29.33%/9.42%/2.16%/0.30%，分别同比提升-2.07/2.89/0.55/0.47PCT。

图 6 2020 年分渠道收入占比



资料来源：公司公告，华西证券研究所

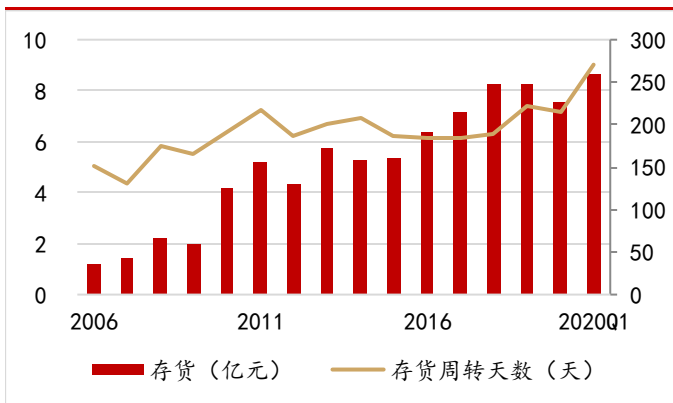
图 7 历年分渠道毛利率



资料来源：公司公告，华西证券研究所

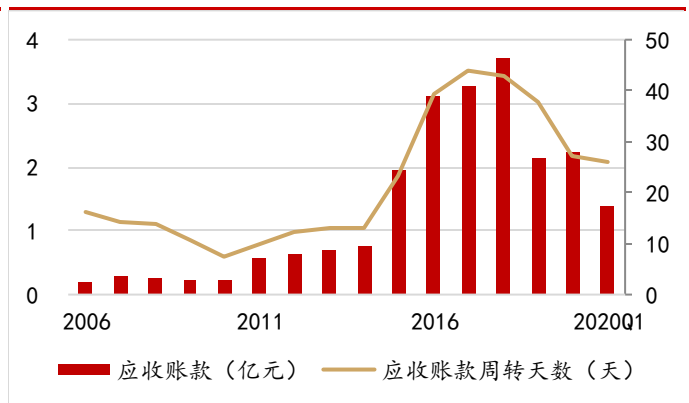
应收、应付、存货周转天数均有改善。2020 净营业周期为 138 天，同比改善 23 天。2020 年末存货为 7.57 亿元、同比降低 8.80%，2021Q1 存货为 8.62 亿元、较 20 年末提升 14%；存货周转天数为 216 天、同比降低 6 天；存货跌价准备/存货为 0.77%。2020 年末应收账款为 2.23 亿元、同比增加 0.41%，应收账款周转天数为 27 天、同比下降 11 天；应付账款周转天数为 105 天、同比提高 6 天。

图 8 公司存货与存货周转天数



资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 9 应收账款及应收账款周转天数



资料来源：公司公告，华西证券研究所

2. 推荐逻辑

我们认为：

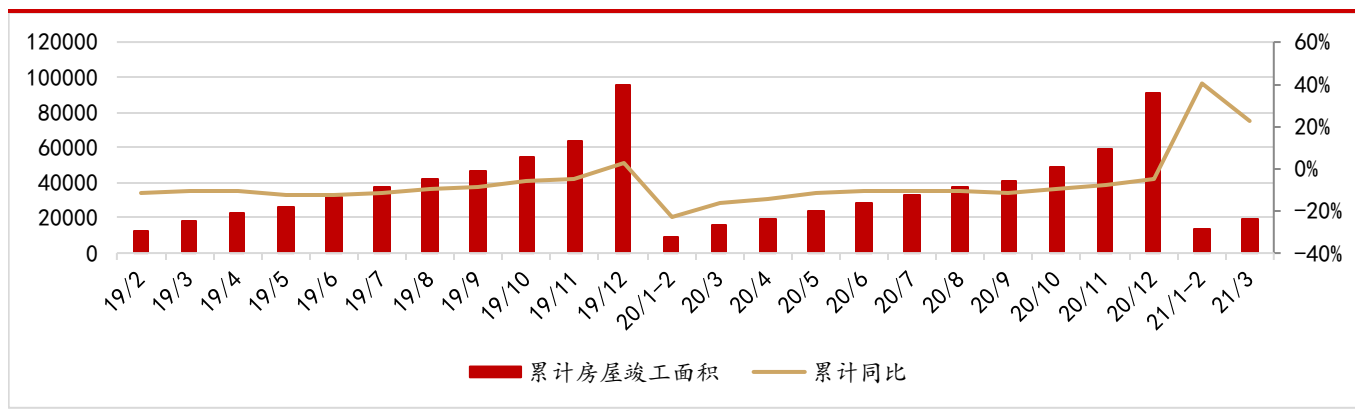
1) 2019 年开始的加盟渠道调整完毕，2021 年加盟重启开店，2021 年全年有望新开 200 家店、贡献外延增长 2%，叠加疫情后零售复苏提振加盟商信心、加盟渠道有望带来外延内生增长共振；

2) 公司定位个性化中高端家纺市场，重在打造产品力和品牌力，目前线下套件客单价在 1800-2800 元左右，线上套件客单价在 480 元左右，2021 年公司继续扩充线上高端产品，客单价有望上升至 520-550 元左右，带来电商毛利率继续提升。此外，2020 年直播贡献近 5000 万增量，2021 年公司加大直播布局、新零售渠道有望放量增长；

3) 2021 年以来，全国房屋竣工面积同比实现快速增长，家纺作为地产产业链后周期行业受益；

4) 受益棉价上涨，我们判断公司产品存涨价预期。

图 10 累计房屋竣工面积及同比增速（万平方米）



资料来源：wind，华西证券研究所

3. 投资建议

展望 2021 年，我们判断，（1）2021 年加盟有望新开 200 家店；（2）直营占比高、对终端变化反应更为及时，且 19 年下半年已开始新零售尝试，未来公司有望逐步收回省会城市加盟店改做直营；（3）电商持续表现较好，且达到较好的盈利，我们估计电商 2022 年收入占比有望达 50%。我们判断，公司 2021 年收入有望实现 15-20% 增速，在产品附加值持续提升带动毛利率提升下，扣非净利增速有望超过收入增速。考虑到 21Q1 业绩超预期，将 21/22 收入调增 2%/3% 至 34/39 亿元，将 EPS 从 0.74/0.83 元上调至 0.78/0.91 元，新增 23EPS 为 1.04 元，目前股价对应 21/22/23PE 为 11/10/9X，上调至“买入”评级。

表 1 可比公司估值

公司名称	收盘价 (元)	2021E EPS	2022E EPS	2023E EPS	2021E PE	2022E PE	2023E PE	2021E 净利增速	2021E PEG
水星家纺	15.83	1.32	1.50	-	11.95	10.54	-	22.52%	0.53
罗莱生活	14.91	0.86	1.00	1.14	17.28	14.97	13.09	22.3%	0.77
梦洁股份	4.05	0.10	0.14	-	39.88	28.59	-	600%	0.07
平均值 (剔除负值)	-	-	-	-	23.04	18.03	-	-	-

资料来源：公司年报，华西证券研究所。注：收盘价和 PE 数据截至 2021 年 4 月 27 日。

表 2 收入拆分

	2020A	2021E	2022E	2023E
总收入 (亿元)	28.74	34.12	38.77	43.10
YOY (%)	3%	19%	14%	11%
1、线上 (亿元)	11.35	14.75	18.00	21.23
YOY (%)	13%	30%	22%	18%
2、直营 (亿元)	6.95	7.62	7.95	8.19
YOY (%)	-7%	10%	4%	3%
3、加盟 (亿元)	7.75	8.51	9.11	9.58
YOY (%)	3%	10%	7%	5%
4、团购 (亿元)	2.70	3.24	3.72	4.10
YOY (%)	31%	20%	15%	10%
净利率	18%	18%	18%	18%
归母净利	5.16	6.48	7.54	8.62
YOY (%)	2%	25%	16%	14%

资料来源：公司年报，华西证券研究所

4.风险提示

疫情发展的不确定性：疫情反复将对公司业绩造成不利影响；库存积压风险：库存积压将对公司业绩、现金流以及经营稳定性造成不利影响；开店不及预期：开店不及预期将对公司业绩造成负面影响；美家战略投入拖累业绩风险、系统性风险。

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)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	2,874	3,412	3,877	4,310	净利润	516	648	754	862
YoY (%)	3.1%	18.7%	13.7%	11.2%	折旧和摊销	106	53	57	59
营业成本	1,325	1,465	1,655	1,825	营运资金变动	75	-40	-36	-33
营业税金及附加	29	27	31	34	经营活动现金流	666	591	694	797
销售费用	763	972	1,101	1,219	资本开支	-142	-117	-131	-145
管理费用	124	192	213	233	投资	3	0	0	0
财务费用	-2	-8	-12	-16	投资活动现金流	-128	-49	-53	-59
资产减值损失	-2	0	0	0	股权募资	35	0	0	0
投资收益	47	68	78	86	债务募资	50	-32	-18	0
营业利润	599	767	894	1,021	筹资活动现金流	-685	-448	-495	-548
营业外收支	15	4	4	5	现金净流量	-147	94	145	190
利润总额	614	771	898	1,026					
所得税	97	123	144	164	主要财务指标	2020A	2021E	2022E	2023E
净利润	516	648	754	862	成长能力				
归属于母公司净利润	516	648	754	862	营业收入增长率	3.1%	18.7%	13.7%	11.2%
YoY (%)	1.9%	25.4%	16.5%	14.2%	净利润增长率	1.9%	25.4%	16.5%	14.2%
每股收益	0.62	0.78	0.91	1.04	盈利能力				
					毛利率	53.9%	57.1%	57.3%	57.7%
资产负债表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	净利率率	18.0%	19.0%	19.5%	20.0%
货币资金	458	551	697	887	总资产收益率 ROA	11.5%	13.3%	14.1%	14.8%
预付款项	31	35	40	44	净资产收益率 ROE	14.4%	16.4%	17.4%	18.3%
存货	757	803	907	1,000	偿债能力				
其他流动资产	1,224	1,272	1,314	1,353	流动比率	2.82	2.95	2.96	2.98
流动资产合计	2,470	2,662	2,958	3,284	速动比率	1.92	2.02	2.01	2.03
长期股权投资	0	0	0	0	现金比率	0.52	0.61	0.70	0.81
固定资产	1,004	1,286	1,544	1,777	资产负债率	20.1%	19.0%	19.1%	19.3%
无形资产	107	112	114	115	经营效率				
非流动资产合计	2,010	2,219	2,397	2,545	总资产周转率	0.64	0.70	0.72	0.74
资产合计	4,480	4,880	5,355	5,830	每股指标 (元)				
短期借款	50	18	0	0	每股收益	0.62	0.78	0.91	1.04
应付账款及票据	420	466	526	580	每股净资产	4.33	4.78	5.24	5.69
其他流动负债	406	417	472	522	每股经营现金流	0.81	0.71	0.84	0.96
流动负债合计	876	901	998	1,102	每股股利	0.00	0.49	0.56	0.64
长期借款	0	0	0	0	估值分析				
其他长期负债	25	25	25	25	PE	14.25	11.37	9.76	8.54
非流动负债合计	25	25	25	25	PB	1.77	1.86	1.70	1.57
负债合计	901	927	1,023	1,127					
股本	851	851	851	851					
少数股东权益	0	0	0	0					
股东权益合计	3,579	3,954	4,332	4,703					
负债和股东权益合计	4,480	4,880	5,355	5,830					

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，10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。

朱宇昊：中南财经政法大学经济学硕士、学士，2020年7月加入华西证券纺服&教育团队。

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。本公司及其所属关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

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。