

2021年04月27日

富安娜 (002327.SZ)

公司快报

纺织服装 | 家纺 III

投资评级

增持-A(维持)

股价(2021-04-26)

8.98元

交易数据

总市值(百万元)	7,426.99
流通市值(百万元)	4,351.16
总股本(百万股)	827.06
流通股本(百万股)	484.54
12个月价格区间	6.81/9.50元

一年股价表现



资料来源: 贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	6.19	34.53	4.13
绝对收益	7.93	22.51	38.13

分析师

王冯
 SAC 执业证书编号: S0910516120001
 wangfeng@huajinsec.cn
 021-20377089

分析师

吴雨舟
 SAC 执业证书编号: S0910520080001
 wuyuzhou@huajinsec.cn
 021-20377061

相关报告

富安娜: 公司业绩稳步恢复, 毛利率持续提升 2020-10-28

富安娜: Q2 营收净利润获正增长, 电商渠道表现优异 2020-08-27

富安娜: 业绩符合预期, 线下渠道拓展有望推动业绩增长 2019-04-10

富安娜: 三季度营收增速有所放缓, 费用控制及店铺改造推动利润增长 2018-10-22

富安娜: 渠道优化及门店扩张带动营收上行, 美家业务带来收入增量 2018-08-20

20 年经营稳健, 全渠道毛利水平提升

事件

公司披露年报一季报。2020 年实现营收 28.74 亿元/+3.06%, 归母净利 5.16 亿元/+1.89%, 扣非净利 4.82 亿元/+10.33%, 基本每股收益 0.62 元, 每 10 股派现 5 元(含税)。

今年第一季度, 公司实现营收 6.28 亿元/+22.80%, 归母净利 0.93 亿元/+21.52%, 扣非净利 0.92 亿元/+37.31%。

投资要点

◆ **全年营收正增长, 毛利率提升, 扣非净利增速快于营收:** 营收端, 各季度营收增速分别为-2.02%、1.02%、4.57%、5.72%, 全年营收同比增长 3.06%, 受益于疫情下电商渠道表现亮眼和线下经销商渠道升级调整后抗风险能力提升。净利端, 各季度归母净利增速分别为-5.95%、23.55%、18.02%、-7.42%, 归母净利增速低于营收增速主要为 2020 年非经常性收入同比下降 51%。公司全年毛利率提升 1.9pct, 扣非归母净利增速高于营收, 同比增长 10.33%。

◆ **电商渠道表现亮眼, 全渠道盈利水平均有所提升:** 分渠道看, 电商、加盟业务、直营业务、团购等其它业务营收分别为 11.34、7.75、6.95 和 2.70 亿元, 同比变化+13.0%、+2.9%、-7.7%、-3.2%, 占比分别为 39%、27%、24%、9%。

电商渠道方面, 营收占比较同期提高约 3.5pct。公司电商渠道坚持高质量发展, 以净利润为考核目标, 去年加大羊毛被、蚕丝被等高端产品在电商平台的投放力度, 使得销售规模增长同时, 毛利率和费用率不断优化, 电商渠道毛/净利率较去年分别提升 3.6、0.74pct 至 49.12%、16.53%, 公司预计未来三年电商和新零售规模占比会持续提高, 今年一季度, 电商占比提升至 43%。

线下渠道方面, 公司持续优化终端布局, 调整经营不善的店铺。截至 2020 年末, 加盟店净关闭 64 家至 1029 家, 加盟渠道毛利率提升 0.8pct 至 51.06%, 相对稳定。受疫情影响, 公司直营渠道拓店和同店表现均有所下滑, 直营业务全年营收下滑 7.7%, 其中直营店净关 17 家至 437 家, 同店下滑约 4%。直营渠道毛利率提升 2.73pct 至 66.41%。

◆ **产品结构优化提升毛利率, 存货水平改善:** 盈利能力方面, 20 年公司毛利率同比增长 1.9pct 至 53.9%, 套件(营收占比 40%)、被芯(营收占比 39%)类产品毛利率分别提升了 1.5、1.7pct。销售/管理/研发/财务费用率同比变化+0.54/+0.67/-0.31/-0.14pct, 期间费用率合计上升 0.77pct 至 33.25%, 综合影响下, 净利率微降 0.2pct 至 17.97%。存货方面, 存货规模较上年末下降 8.8%至 7.57 亿元, 存货周转天数同比下降 7 天至 216 天, 存货占营业收入比例下降到 26%, 为近五年最低水平。现金流方面, 经营活动现金流入、流出分别下降 0.6%、上升 6.3%。最终经营现金流量净额同减 22.9%至 6.6 亿元, 系公司本期支付采购货款增加。

◆ **一季度盈利水平继续上行:** 2021 年一季度, 营收增长 22.8%至 6.3 亿元, 归母净利增长 21.5%至 0.9 亿元, 对比 2019 年同期, 营收净利分别增长 20.3%、14.3%。今

年一季度公司毛利率继续提升，同比提升 3.16pct 至 57.12%。今年来看，在线下，公司将聚焦一线城市经济发达区域，提升品牌形象及门店的新零售管理能力，并开始在三四线下沉市场强化加盟渠道布局。在线上，将继续坚持精细化运营，优化产品结构，注重电商收入提升的同时，保证盈利能力。

◆ **投资建议：**富安娜作为中高端品牌家纺领先企业，注重经营质量和收入规模的共同提升，19 年推动经销商去库存，使得疫情下展现稳健业绩，目前公司老款系列库存消化已经接近尾声，预计今年渠道补库存力度将加大。我们预测公司 2021 年至 2023 年每股收益分别为 0.76、0.88 和 1.02 元。净资产收益率分别为 14.9%、15.6%和 16.0%。目前公司 PE (2021E) 约 12 倍，维持“增持-A”建议。

◆ **风险提示：**棉花价格大幅波动，加盟门店拓展不及预期，市场竞争加剧，产品竞争力不足。

财务数据与估值

会计年度	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	2,789	2,874	3,294	3,910	4,599
YoY (%)	-4.4	3.1	14.6	18.7	17.6
净利润(百万元)	507	516	625	731	847
YoY (%)	-6.7	1.9	21.0	17.0	15.9
毛利率 (%)	52.0	53.9	54.2	54.3	54.4
EPS(摊薄/元)	0.61	0.62	0.76	0.88	1.02
ROE (%)	14.2	14.4	14.9	15.6	16.0
P/E(倍)	14.7	14.4	11.9	10.2	8.8
P/B(倍)	2.1	2.1	1.8	1.6	1.4
净利率 (%)	18.2	18.0	19.0	18.7	18.4

数据来源: Wind, 贝格数据, 华金证券研究所

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
会计年度	2019	2020	2021E	2022E	2023E	会计年度	2019	2020	2021E	2022E	2023E
流动资产	2636	2470	3505	4007	5087	营业收入	2789	2874	3294	3910	4599
现金	742	458	1060	1317	2229	营业成本	1339	1325	1510	1785	2099
应收票据及应收账款	255	260	289	363	352	营业税金及附加	30	29	33	39	46
预付账款	37	31	36	39	49	营业费用	725	763	875	1040	1223
存货	830	757	837	998	1,160	管理费用	102	124	119	141	166
其他流动资产	7	7	327	333	340	研发费用	77	70	82	102	124
非流动资产	2,067	2,010	1,954	1,875	1,821	财务费用	2	-2	3	3	3
长期投资	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	资产减值损失	-5	-2	-5	-5	-5
固定资产	977	1004	1091	1114	1098	公允价值变动收益	27	-16	0	0	0
无形资产	107	107	107	106	105	投资净收益	54	47	52	51	50
其他非流动资产	491	474	489	503	518	营业利润	595	599	729	857	993
资产总计	4702	4480	5459	5882	6908	营业外收入	9	18	13	13	15
流动负债	1108	876	1249	1159	1591	营业外支出	1.9	2.3	2.4	2.5	2.5
短期借款	50	50	0	0	0	利润总额	602	614	740	868	1005
应付票据及应付账款	556	420	687	671	926	所得税	95	97	115	137	158
其他流动负债	303	254	262	270	278	税后利润	507	516	625	731	847
非流动负债	30	25	26	27	28	少数股东损益	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0	归属母公司净利润	507	516	625	731	847
其他非流动负债	30	25	26	27	28	EBITDA	662	664	809	944	1085
负债合计	1138	901	1275	1186	1619						
少数股东权益	0	0	0	0	0	主要财务比率					
股本	843	851	827	827	827	会计年度	2019	2020	2021E	2022E	2023E
资本公积	80	111	111	111	111	成长能力					
留存收益	2719	2808	3246	3757	4351	营业收入(%)	-4.4	3.1	14.6	18.7	17.6
归属母公司股东权益	3564	3579	4184	4696	5289	营业利润(%)	-5.0	0.5	21.8	17.6	15.9
负债和股东权益	4702	4480	5459	5882	6908	归属于母公司净利润(%)	-6.7	1.9	21.0	17.0	15.9
						获利能力					
现金流量表(百万元)						毛利率(%)	52.0	53.9	54.2	54.3	54.4
会计年度	2019	2020	2021E	2022E	2023E	净利率(%)	18.2	18.0	19.0	18.7	18.4
经营活动现金流	864	666	644	447	1138	ROE(%)	14.2	14.4	14.9	15.6	16.0
净利润	507	516	625	731	847	ROIC(%)	17.7	32.4	36.9	44.5	44.3
折旧摊销	93	106	77	84	88	偿债能力					
财务费用	2	0	3	3	3	资产负债率(%)	24.2	20.1	23.4	20.2	23.4
投资损失	-54	-47	-52	-51	-50	流动比率	2.4	2.8	2.8	3.5	3.2
营运资金变动	999	28	-8	-320	249	速动比率	1.6	2.0	2.1	2.6	2.5
其他经营现金流	-683	64	0	0	0	营运能力					
投资活动现金流	-179	-128	31	32	31	总资产周转率	0.6	0.6	0.6	0.7	0.7
筹资活动现金流	-623	-685	-73	-222	-258	应收账款周转率	8.4	11.2	12.0	12.0	12.9
						应付账款周转率	7.6	7.4	7.5	7.2	7.2
每股指标(元)						估值比率					
每股收益(最新摊薄)	0.61	0.62	0.76	0.88	1.02	P/E	14.7	14.4	11.9	10.2	8.8
每股经营现金流(最新摊薄)	1.04	0.81	0.78	0.54	1.38	P/B	2.1	2.1	1.8	1.6	1.4
每股净资产(最新摊薄)	4.31	4.33	5.06	5.68	6.39	EV/EBITDA	5.8	7.0	6.0	4.9	3.4

资料来源: Wind, 贝格数据, 华金证券研究所

公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

王冯、吴雨舟声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。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，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区杨高南路 759 号（陆家嘴世纪金融广场）31 层

电话：021-20655588

网址：www.huajinsec.cn