

富安娜(002327)

报告日期: 2021 年 10 月 28 日

收入稳健双位数增长, 库存一体化赋能效率提升

——富安娜跟踪点评

✎ : 分析师: 马莉 执业证书编号: S1230520070002
☎ : 联系人: 林骥川、詹陆雨
✉ : mali@stocke.com.cn

报告导读

波段促销、库存一体化长期全面赋能经营效率提升, 未来全渠道业绩增长具备多重支撑。

投资要点

□ Q3 收入增长稳健, 控费能力今年以来持续改善

公司公布三季报: 前三季度收入 19.9 亿元 (+17%), 归母净利 3.2 亿元 (+15%); 单 Q3 收入 6.8 亿元 (+14%), 归母净利 1.1 亿元 (+0%)。其中, Q3 电商与直营渠道为中双位数增长, 加盟渠道为高单位数增长, 团购家居渠道为低双位数增长。

Q3 毛利率下滑是由于波段促销及库存一体化建设, 长期将赋能全渠道经营效率。 Q3 毛利率 53.03% (-1.88pct), 下滑主要系两方面原因:

- **波段促销:** 公司将传统于 Q4 开展的波段促销提前至 Q3 进行, 导致 Q3 直营在收入高增情况下, 利润出现下滑。公司重视直营渠道私域流量发展, 波段大促长期将对公司抢占线下市场、维持库存健康化产生重要助力。公司其他渠道毛利率总体保持稳定, 其中电商渠道精细化运营成效显著, 毛利率持续改善。
- **库存一体化:** 公司于 Q3 完成库存一体化建设, 递延所得税科目变动导致单 Q3 税率增长近 2pct (该影响仅涉及 Q3, Q4 将不存在), 该举措将予公司库存整合为总仓库存, 未来直营与加盟店铺间可在 1-2 天内完成调货, 税收将根据终端实际销售征收, 全面赋能线下渠道经营效率提升。

公司控费能力改善明显, 剔除投资收益影响后, 主营净利率波动较小。 Q3 期间费用率同比下滑 3.96pct 至 32.79%, 较 Q1 下滑 6.26pct, 其中, 销售/管理/研发/财务费用率分别为 26.53%/4.36%/1.67%/0.25%, 同比-1.71/-0.10/-2.48/+0.33pct。综合影响下, 公司 Q3 净利率 15.78%, 同比下滑 2.16pct。由于今年以来公司基于风险规避考虑, 投资策略较往年相对稳健, Q3 投资收益占净利润比例由去年同期的 14%降至 9%, 对净利率产生近 1pct 影响。

□ 个性化产品+精细化运营, 全渠道增长具备良好支撑

1) 直营: 公司重视直营渠道会员发展, 坚持用个性化、高附加值的产品构建品牌差异性, 增强目标客户群体粘性, 目前直营会员共约 100 万, 贡献销售额约占 60%, 为业绩持续稳健增长铺设安全垫。**2) 加盟:** 采用扁平化管理架构, 通过严格账期管理把控终端趋势, 其中 2022 春夏订货会表现亮眼 (整体增长 15%, 其中中国绣系列等新品增长翻倍), 随着 Q4 新品上市, 将迎来高增长。**3) 电商:** 凭借产品结构调整、快反能力提升及精细化运营管理, 近年来保持较高增速且毛利率稳定提升, 未来仍将带来业绩弹性。

□ 盈利预测及投资建议

公司 2019 年以来持续保持良好的增长态势, 在精细化管理和产品附加值提升驱动下, 线下及线下渠道业绩有望持续增长, 利润率提升具备支撑, 预计 21-23 年归母净利 6.1/7.0/8.1 亿, 同增 18%/16%/15%, 对应 PE11/10/9X, 作为业绩表现稳健、低估值高分红细分龙头, 维持“买入”评级。

□ 风险提示: 疫情反复影响消费信心, 原材料价格波动

评级

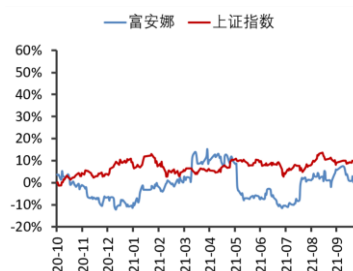
买入

上次评级	买入
当前价格	¥ 8.38

单季度业绩

元/股

3Q/2021	0.13
2Q/2021	0.14
1Q/2021	0.11
4Q/2020	0.28



公司简介

代表性家纺品牌, 总部位于深圳, 下有富安娜、馨而乐、酷智奇等品牌。

相关报告

- 1、《富安娜: Q1 增长靓丽, 精细化管理见效》2021-04-26
- 2、《富安娜: 电商增长靓丽, 全渠道盈利能力提升》2021-08-22

报告撰写人: 马莉

联系人: 林骥川、詹陆雨

财务摘要

(百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
主营收入	2874	3317	3774	4263
(+/-)	3%	15%	14%	13%
归母净利润	516	608	703	806
(+/-)	2%	18%	16%	15%
每股收益(元)	0.61	0.72	0.83	0.96
P/E	13.5	11.4	9.9	8.6

表附录：三大报表预测值

资产负债表					利润表				
单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E	单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E
流动资产	2,470	3,475	3,627	4,103	营业收入	2,874	3,317	3,774	4,263
现金	458	1,025	1,329	1,422	营业成本	1,325	1,502	1,706	1,914
交易性金融资产	957	900	900	901	营业税金及附加	29	36	42	47
应收账款	223	330	299	357	营业费用	763	899	1,018	1,146
其它应收款	38	95	56	111	管理费用	124	153	169	187
预付账款	31	54	43	63	研发费用	78	66	102	115
存货	757	1,010	940	1,186	财务费用	(2)	(7)	(14)	(17)
其他	7	60	60	62	资产减值损失	(2)	7	7	8
非流动资产	2,010	1,647	1,609	1,569	公允价值变动损益	0	0	0	1
金额资产类	0	0	0	1	投资净收益	47	36	65	67
长期投资	0	0	0	0	其他经营收益	1	0	0	0
固定资产	978	1,166	1,110	1,049	营业利润	599	697	809	931
无形资产	107	103	99	94	营业外收支	15	18	18	18
在建工程	421	200	200	200	利润总额	614	715	827	949
其他	504	178	201	225	所得税	97	107	124	142
资产总计	4,480	5,122	5,235	5,672	净利润	516	608	703	806
流动负债	876	1,322	1,262	1,503	少数股东损益	0	0	0	0
短期借款	50	50	50	50	归属母公司净利润	516	608	703	806
应付款项	324	516	548	668	EBITDA	608	717	810	945
预收账款	2	116	21	131	EPS (最新摊薄)	0.61	0.72	0.83	0.96
其他	499	640	643	653	主要财务比率				
非流动负债	25	30	29	30		2020	2021E	2022E	2023E
长期借款	0	0	0	0	成长能力				
其他	25	30	29	30	营业收入	3.1%	15.4%	13.8%	13.0%
负债合计	901	1,352	1,291	1,533	营业利润	0.5%	16.5%	16.1%	15.1%
少数股东权益	0	0	0	0	归属母公司净利润	1.9%	17.7%	15.6%	14.7%
归属母公司股东权益	3,579	3,770	3,944	4,139	获利能力				
负债和股东权益	4,480	5,122	5,235	5,672	毛利率	53.9%	54.7%	54.8%	55.1%
					净利率	18.0%	18.3%	18.6%	18.9%
现金流量表					ROE	14.5%	16.5%	18.2%	20.0%
单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E	ROIC	15.3%	17.0%	18.7%	20.6%
经营活动现金流	666	767	873	752	偿债能力				
净利润	516	608	703	806	资产负债率	20.1%	26.4%	24.7%	27.0%
折旧摊销	106	134	141	146	净负债比率	25.2%	35.9%	32.7%	37.0%
财务费用	(2)	(7)	(14)	(17)	流动比率	2.8	2.6	2.9	2.7
投资损失	(47)	(36)	(65)	(67)	速动比率	1.9	1.8	2.1	1.9
营运资金变动	65	52	91	(138)	营运能力				
其它	28	17	17	22	总资产周转率	1.1	1.1	1.1	1.1
投资活动现金流	(128)	659	(210)	(232)	应收帐款周转率	15.2	12.0	12.0	13.0
资本支出	(145)	(39)	(47)	(48)	应付帐款周转率	2.7	2.9	2.7	2.7
长期投资	0	0	0	0	每股指标(元)				
其他	18	698	(163)	(184)	每股收益	0.61	0.72	0.83	0.96
筹资活动现金流	(685)	(858)	(360)	(427)	每股经营现金	0.79	0.91	1.04	0.89
短期借款	(0)	0	(0)	0	每股净资产	4.25	4.47	4.68	4.91
长期借款	(428)	(939)	(442)	(510)	估值比率				
其他	(257)	81	82	83	P/E	13.5	11.4	9.9	8.6
现金净增加额	(147)	568	303	93	P/B	1.9	1.8	1.8	1.7
					EV/EBITDA	10.8	8.3	7.0	5.9

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