

纺织服饰

2022年04月24日

富安娜 (002327)

——22Q1 业绩增长符合预期，TOC 渠道优势领先全行

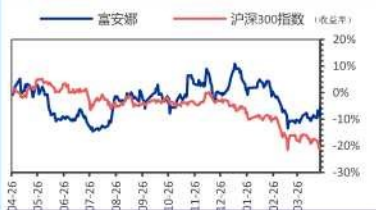
报告原因：有业绩公布需要点评

买入 (维持)

市场数据：		2022年04月22日
收盘价(元)		8.1
一年内最高/最低(元)		9.63/7.16
市净率		1.8
息率(分红/股价)		-
流通A股市值(百万元)		3988
上证指数/深证成指		3086.92/11051.70
注：“息率”以最近一年已公布分红计算		

z 基础数据：		2022年03月31日
每股净资产(元)		4.59
资产负债率%		18.46
总股本/流通A股(百万)		829/492
流通B股/H股(百万)		-/-

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

《富安娜(002327)点评：毛利率创历史同期新高，库存一体化推动经营提效》2021/10/31

《富安娜(002327)点评：国绣之美顺应国潮之势，21H1 归母净利润同比增长25%》2021/08/24

证券分析师

王立平 A0230511040052
wanglp@swsresearch.com

研究支持

求佳峰 A0230119030001
qiuji@swsresearch.com

联系人

求佳峰
(8621)23297818×021-23297210
qiuji@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

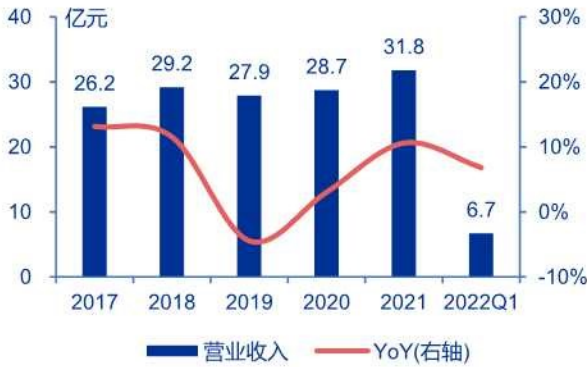
投资要点：

- **公司公告 2021 年报及 2022 年一季报，符合预期。1) 21 年利润端表现增速低，而实际情况符合预期。**21 年营收 31.8 亿元，同比增长 10.6%，归母净利润 5.5 亿元，同比增长 5.7%。利润增速略低，一方面受 21Q4 零售环境低迷影响，另一方面 21Q3 公司实施库存一体化，导致递延所得税科目一次性调整，暂时增加了所得税费用。如果剔除该因素，21 年归母净利润增速预计在 10% 以上。**2) 22 年一季度恢复较好增长。**22Q1 营收 6.7 亿元，同比增长 6.8%，归母净利润 1.05 亿元，同比增长 13.8%，呈现逐月回升态势，主要受电商、加盟渠道较高增长拉动。**3) 低估值、高股息，多年来连续实施高分红。**本期拟派发现金红利总额近 5 亿元，即 0.6 元/股（含税），对应当前股价的股息率高达 7.4%。
- **毛利率稳步提升，多因素暂时导致净利率有所下滑。**21 年起运输成本由销售费用重分类至营业成本，如果追溯可比口径下，21 年毛利率 52.1%，同比提升 1.1pct，主要由电商渠道毛利率增长 2.3pct 带动。期间费用率同比提升 0.2pct 至 30.6%，其中，由于实施股权激励导致管理费用率提升 0.5pct 至 4.8%，执行新租赁准则未确认融资费用摊销导致财务费用大幅增加 1127 万元。此外，前期投资导致公允价值变动收益项亏损超 4000 万元，一次性调整递延所得税科目导致实际税率显著增加。因此，最终净利率 17.2%，同比下滑 0.8pct，预计后续将有所回升。21Q4 为保障整体库存处于合理规模，在电商旺季加大促销力度，单季度毛利率回落至 47.1%，至 22Q1 毛利率环比回升至 53.1%。
- **全品类稳步增长，高端产品增速领跑带动品类结构优化。**21 年家纺类营收 30.8 亿元，同比增长 10.5%，占比 97%，家具类收入近 1 亿元，同比增长 14.6%，占比 3%。在家纺业务中，以套件和被芯为主，收入分别为 12.5/12.3 亿元，增速分别为 10%/10.5%，与家纺类整体增速持平。其中，羽绒被、蚕丝被、羊毛被和中高端材质套件等高端产品增速最高。
- **TOC 优势持续强化，线下门店扩张重启。1) 线上渠道发展兼份额与盈利。**21 年电商渠道收入 13.2 亿元，同比增长 16.6%，占比提升 2pct 至 41.6%。线上全平台布局，天猫/京东/唯品会电商收入占比分别为 34%/33%/15%，并从 20 年起进驻抖音平台。公司线上直播以店播为主，第三方带货规模小，受超头直播行业整顿影响不大。21 年电商渠道净利率提升 1.35pct 至 17.9%，盈利能力高于自身整体、领先同行。**2) 线下渠道重启扩张节奏。**21 年线下收入合计 18.6 亿元，同比增长 6.7%。全年门店总数净增 59 家至 1525 家，其中直营店 470 家、加盟店 1055 家。展望未来，加盟渠道在全国范围内展店有望加速。
- **公司为国内艺术家纺龙头企业，直面消费者转型领先全行，维持“买入”评级。**公司 TOC 渠道（电商+直营）合计贡献营收占比高达 66%，居国内家纺龙头公司中最高。同时，公司加盟渠道出清较好，扩张提速奠定未来增长弹性。但考虑到当前国内疫情导致零售低迷，我们下调 22-23 年、新增 24 年盈利预测，预计 22-24 年实现归母净利润 6.4/7.6/9.0 亿元（原 22-23 年为 7.2/8.4 亿元），对应 PE 分别为 11/9/7 倍，维持“买入”评级。
- **风险提示：**疫情反复导致线下恢复低于预期；行业竞争加剧；商品房住宅销售不达预期。

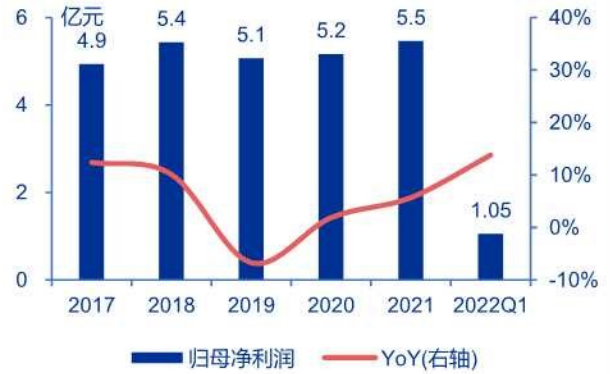
财务数据及盈利预测

	2021	2022Q1	2022E	2023E	2024E
营业总收入(百万元)	3,179	671	3,590	4,136	4,780
同比增长率(%)	10.6	6.8	12.9	15.2	15.6
归母净利润(百万元)	546	105	641	761	900
同比增长率(%)	5.7	13.8	17.3	18.8	18.3
每股收益(元/股)	0.66	0.13	0.77	0.92	1.09
毛利率(%)	52.1	53.1	50.8	51.0	51.5
ROE(%)	14.8	2.8	16.9	19.4	22.2
	12		11	9	7

注：“市盈率”是指目前股价除以各年每股收益；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE

图 1: 2022Q1 营业总收入同比增长 6.8%


资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

图 2: 2022Q1 归母净利润同比增长 13.8%


资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

图 3: 2022Q1 销售费用率 25.6%, 管理费用率 4.4%, 研发费用率 3.4%


资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

图 4: 2022Q1 毛利率 53.1%, 净利率为 15.7%


资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

财务摘要

百万元, 百万股	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	2,874	3,179	3,590	4,136	4,780
其中: 营业收入	2,874	3,179	3,590	4,136	4,780
减: 营业成本	1,407	1,522	1,768	2,028	2,318
减: 税金及附加	29	33	37	43	50
主营业务利润	1,438	1,625	1,785	2,065	2,412
减: 销售费用	681	734	829	972	1,123
减: 管理费用	124	153	136	157	182
减: 研发费用	70	76	86	99	110
减: 财务费用	-2	9	-4	-4	-4
经营性利润	565	652	738	841	1,001
加: 信用减值损失 (损失以“-”填列)	-1	1	-1	0	-1
加: 资产减值损失 (损失以“-”填列)	-2	-11	-8	-10	-9
加: 投资收益及其他	37	-1	2	45	46
营业利润	599	642	729	875	1,037
加: 营业外净收入	15	37	35	38	45
利润总额	614	678	764	913	1,082
减: 所得税	97	132	124	152	181
净利润	516	546	641	761	900
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属于母公司所有者的净利润	516	546	641	761	900
全面摊薄总股本	851	828	829	829	829
每股收益 (元)	0.62	0.67	0.77	0.92	1.09

资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

【投资收益及其他】包括投资收益、其他收益、净敞口套期收益、公允价值变动收益、资产处置收益等

【营业外净收入】营业外收入减营业外支出

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。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。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东 A 组	陈陶	021-33388362	chentao1@swhysc.com
华东 B 组	谢文霓	18930809211	xiewenni@swhysc.com
华北组	李丹	010-66500631	lidan4@swhysc.com
华南组	李昇	0755-82990609	Lisheng5@swhysc.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	： 相对强于市场表现 20%以上；
增持 (Outperform)	： 相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	： 相对市场表现在 - 5% ~ + 5% 之间波动；
减持 (Underperform)	： 相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	： 行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	： 行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	： 行业弱于整体市场表现。

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。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数： 沪深300指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。