

纺织服饰

2022年08月23日

富安娜 (002327)

——22H1 营收利润逆势双增长，家纺龙头等待厚积薄发

报告原因：有业绩公布需要点评

买入 (维持)

投资要点：

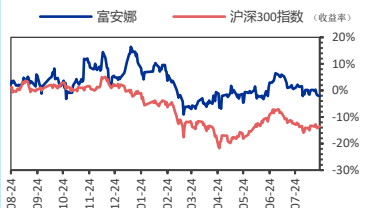
- **公司公告 2022 年中报，营收与利润均正增长，符合预期。1) 22H1 营收与利润逆势增长。** 22H1 营收 13.4 亿元，同比增长 2.1%，归母净利润 2.1 亿元，同比增长 0.7%，在疫情冲击影响下，营收利润双增长符合预期。**2) 22Q2 下滑幅度好于服装。** 22Q2 营收 6.6 亿元，同比下滑 2.3%，归母净利润 1.1 亿元，同比下滑 9.7%，多地疫情影响终端零售，而家纺龙头仅个股数下滑，显著好于纺服行业大盘，展现出较强的经营韧性。
- **盈利能力韧性强，费用管控良好。** 22H1 可比口径毛利率同比小幅下滑 0.8pct 至 52.8%，其中，电商/直营渠道毛利率分别下滑 0.6pct/0.7pct，加盟渠道毛利率提升 0.1pct，在低迷的零售环境下仍保持稳定盈利能力。22H1 管理费用率降低 2.7pct 至 4.3%，主要系上年同期计提额外的股权激励费用和第三方服务费用，研发费用率提升了 1.5pct 至 3.5%，最终净利率同比小幅下滑 0.2pct 至 15.8%，盈利能力较为稳定且强劲。
- **研发助力产品升级，中西部地区快速抢占市场份额。1) 分产品：** 22H1 核心家纺品类套件/被芯类收入 6.3/4.7 亿元，同比增长 2.4%/1.3%，两大品类合计贡献占比达 82%，枕芯类收入同比增长 3.2% 至 1.1 亿元。在材料创新方面，22 年重点围绕手感、体感、温感打造健康睡眠概念，慢回弹记忆棉系列拓展至枕芯系列，成功打造爆品带动枕芯类增长。**2) 分地区：** 疫情影响相对较小的华中/西南地区收入增速最高，分别达到 7.8%/9.2%，更代表真实增长水平，而疫情影响相对较大的华南/华东/华北地区收入分别增长 1.3%/增长 1.0%/下滑 3.7%。
- **TOC 优势持续强化，线下聚焦精细化运营。1) 线上渠道发展兼顾份额与盈利。** 22H1 电商渠道收入 5.6 亿元，同比增长 0.6%，营收占比 42.3%。线上全平台布局，天猫/京东/唯品会平台贡献收入占比分别为 31%/32%/16%，并从 2020 年起进驻抖音平台。公司线上运营稳扎稳打，电商团队考核锚定净利率指标，关注盈利质量高于流量，盈利模式的安全垫高。**2) 线下直营与加盟收入贡献持平。** 22H1 直营/加盟渠道收入同比增长 0.4%/10.9% 至 3.3/3.3 亿元，贡献占比 25.0%/24.8%。22H1 门店总数净减 9 家至 1516 家，其中直营店净增 4 家至 474 家、加盟店净减 13 家至 1042 家。22H1 公司直营渠道会员人数超 145 万人，会员复购率达 34%，会员客单价约 1400 元。
- **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。** 22H1 公司 TOC 渠道（电商+直营）合计贡献营收占比高达 67%，居国内家纺龙头公司中最高。同时，公司加盟渠道出清较好，奠定未来增长弹性。但考虑到上半年疫情影响及后续零售恢复前景，我们略下调 22-24 年盈利预测，预计 22-24 年实现归母净利润 6.0/7.1/8.4 亿元（原 22-24 年为 6.4/7.6/9.0 亿元），对应 PE 分别为 10/9/7 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。

市场数据： 2022年08月22日	
收盘价(元)	7.4
一年内最高/最低(元)	9.63/7.2
市净率	1.8
息率(分红/股价)	8.11
流通 A 股市值(百万元)	3643
上证指数/深证成指	3277.79/12505.68

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

z 基础数据： 2022年06月30日	
每股净资产(元)	4.13
资产负债率%	21.41
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：22Q1 业绩增长符合预期，TOC 渠道优势领先全行》
2022/04/24

《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

证券分析师

王立平 A0230511040052
wanglp@swsresearch.com

研究支持

求佳峰 A0230119030001
qiujiuf@swsresearch.com

联系人

求佳峰
(8621)23297818x
qiujiuf@swsresearch.com

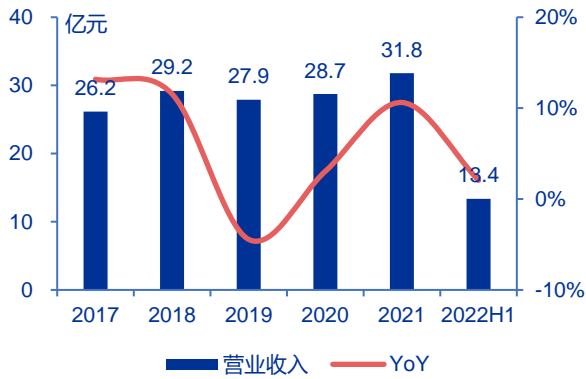


申万宏源研究微信服务号

财务数据及盈利预测

	2021	2022H1	2022E	2023E	2024E
营业总收入(百万元)	3,179	1,335	3,350	3,724	4,177
同比增长率(%)	10.6	2.1	5.4	11.2	12.2
归母净利润(百万元)	546	211	603	710	842
同比增长率(%)	5.7	0.7	10.4	17.9	18.6
每股收益(元/股)	0.66	0.25	0.73	0.86	1.02
毛利率(%)	52.1	52.8	51.8	52.1	52.6
ROE(%)	14.8	6.2	16.0	18.4	21.1
市盈率	11		10	9	7

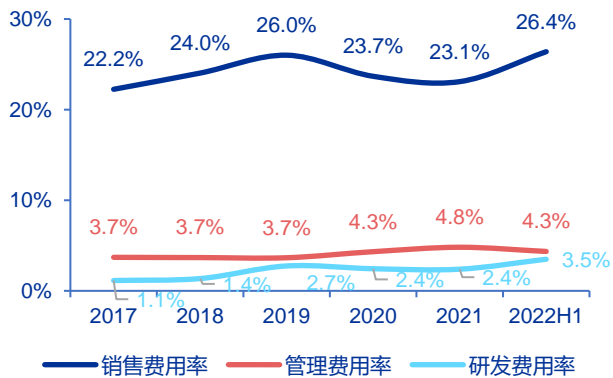
注：“市盈率”是指目前股价除以各年每股收益；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE

图 1: 2022H1 营业收入同比增长 2.1%


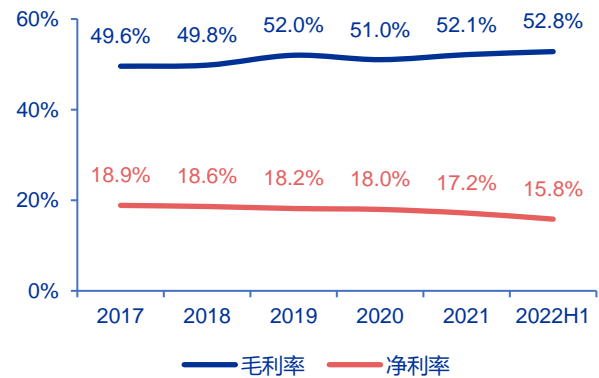
资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

图 2: 2022H1 归母净利润同比增长 0.7%


资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

图 3: 2022H1 销售费用率 26.4%, 管理费用率 4.3%, 研发费用率 3.5%


资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

图 4: 2022H1 毛利率 52.8%, 净利率为 15.8%


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	3,350	3,724	4,177
其中: 营业收入	2,874	3,179	3,350	3,724	4,177
减: 营业成本	1,407	1,522	1,614	1,782	1,979
减: 税金及附加	29	33	35	39	44
主营业务利润	1,438	1,625	1,701	1,903	2,154
减: 销售费用	681	734	797	886	973
减: 管理费用	124	153	137	153	163
减: 研发费用	70	76	80	89	92
减: 财务费用	-2	9	-4	-4	-4
经营性利润	565	652	691	779	930
加: 信用减值损失 (损失以“-”填列)	-1	1	0	0	0
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	1	45	44
营业利润	599	642	683	813	966
加: 营业外净收入	15	37	35	38	45
利润总额	614	678	718	851	1,011
减: 所得税	97	132	116	141	169
净利润	516	546	603	710	842
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	603	710	842
全面摊薄总股本	851	828	829	829	829
每股收益 (元)	0.62	0.67	0.73	0.86	1.02

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@swwhysc.com
华东 B 组	谢文霓	18930809211	xiewenni@swwhysc.com
华北组	李丹	010-66500631	lidan4@swwhysc.com
华南组	李昇	0755-82990609	Lisheng5@swwhysc.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。