

富安娜 (002327.SZ)

上半年利润率稳定提升，二季度收入降幅环比收窄

买入

核心观点

上半年利润率稳定提升，存货周转加速。2023 上半年收入同比-4.7%至 12.72 亿元；归母净利润同比+3.8%至 2.19 亿元；扣非归母净利润同比+1.0%至 1.94 亿元。公司持续关注高质量发展，在高基数基础上毛利率、净利润率持续提升，上半年均同比提升 1.4 个百分点至 54.2%和 17.2%。费用率基本维持稳定；ROE 为 12.1%，同比小幅提升；营运效率方面，存货周转天数同比减少 9 天。经营性现金流充足，同比+42.9%至 2.85 亿元。

二季度收入降幅环比收窄，毛利率持续提升。单二季度收入同比-1.9%至 6.5 亿元，降幅环比一季度收窄；归母净利润同比+2.3%至 1.08 亿元；扣非归母净利润同比-2.6%至 0.9 亿元。毛利率同比提升 1.6 个百分点至 54.0%，净利率同比提升 0.7 个百分点至 16.6%；扣非净利率基本持平。二季度销售和管理费用维持稳定，主要受收入下滑影响费用率有所提升。

线下毛利率提升明显，线上毛利率小幅下滑。截至 2023 年 6 月 30 日，门店数量较年末减少，直营和加盟分别新开 13 和 29 家店，净变化+3/-8 家店。公司直营会员人数约 160 万以上，1-6 月新增会员数 12 万以上。

分渠道看：直营和加盟渠道毛利率提升。直营渠道收入同比-6.26%至 3.12 亿元；加盟渠道收入同比-2.43%至 3.23 亿元；线上渠道收入同比-5.95%至 5.30 亿元。渠道毛利率表现仍较好，直营、加盟渠道毛利率分别提升 2.7 和 1.4 个百分点；线上渠道毛利率小幅下滑 0.3 个百分点。

分品类看：被芯毛利率有所提升。套件、被芯、枕芯收入分别下滑 8.36%/1.67%/0.05%；套件毛利率下滑 0.12 个百分点至 56.08%，被芯毛利率提升 0.80 个百分点至 53.49%。

风险提示：市场竞争加剧；存货大幅减值；渠道拓展不及预期。

投资建议：看好公司保持出色的盈利能力和中长期成长性。上半年公司业绩稳健增长，利润率、现金流表现出色，我们看好公司短期在宏观消费和经济环境不景气的情况下，保持良好稳健的盈利能力，预计净利润增长好于收入增长。中长期在行业格局持续优化背景下，公司凭借品牌优势，多元化渠道增长，尤其是线下加盟店数和直营店效增长，以及价格带、目标客群的扩展，有望实现长期稳健增长。维持盈利预测，预计 2023~2025 年净利润分别为 5.8/6.5/7.2 亿元，同比增长 8.2%/11.9%/10.9%。维持“买入”评级和 8.6~10.3 元的合理估值区间，合理估值对应 2024 年 11~13x PE。

盈利预测和财务指标

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	3,179	3,080	3,171	3,451	3,719
(+/-%)	10.6%	-3.1%	3.0%	8.8%	7.8%
净利润(百万元)	546	534	578	647	717
(+/-%)	5.7%	-2.2%	8.2%	11.9%	10.9%
每股收益(元)	0.66	0.65	0.70	0.78	0.86
EBIT Margin	20.8%	18.9%	20.8%	21.5%	22.2%
净资产收益率 (ROE)	14.8%	14.2%	14.9%	16.1%	17.2%
市盈率 (PE)	13.2	13.4	12.5	11.1	10.0
EV/EBITDA	11.2	12.4	10.7	9.7	8.9
市净率 (PB)	1.94	1.90	1.85	1.79	1.73

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

纺织服饰·服装家纺

证券分析师：丁诗洁

0755-81981391

dingshijie@guosen.com.cn

S0980520040004

证券分析师：刘佳琪

010-88005446

liujiaqi@guosen.com.cn

S0980523070003

联系人：关竣尹

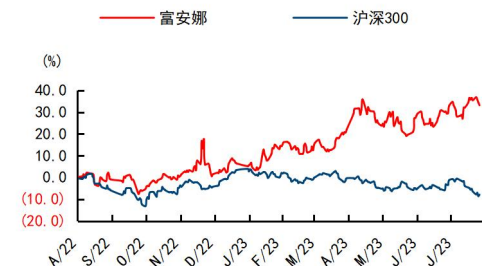
0755-81982834

guanjunyin@guosen.com.cn

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	8.60 - 10.30 元
收盘价	8.67 元
总市值/流通市值	7191/4197 百万元
52 周最高价/最低价	9.58/6.41 元
近 3 个月日均成交额	39.65 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

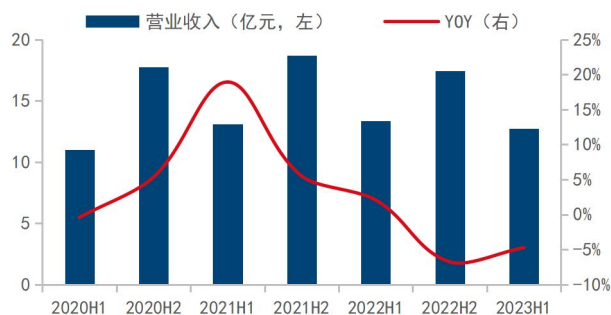
相关研究报告

《富安娜 (002327.SZ) - 高端艺术家纺龙头，零售运营构建壁垒》
 ——2023-07-11

上半年利润率稳定提升，二季度收入降幅环比收窄

2023 上半年收入同比-4.7%至 12.72 亿元；归母净利润同比+3.8%至 2.19 亿元；扣非归母净利润同比+1.0%至 1.94 亿元。公司持续关注高质量发展，在高基数基础上毛利率、净利率率持续提升，上半年均同比提升 1.4 个百分点至 54.2%和 17.2%。费用率基本维持稳定，销售/管理/研发/财务费用率分别同比+0.6/+0.2/-0.3/-0.1 个百分点。

图1：公司半年度营业收入及增速（单位：亿元、%）



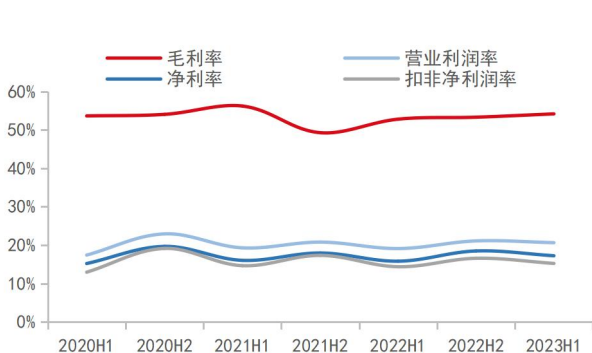
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图2：公司半年度归母净利润及增速（单位：亿元、%）



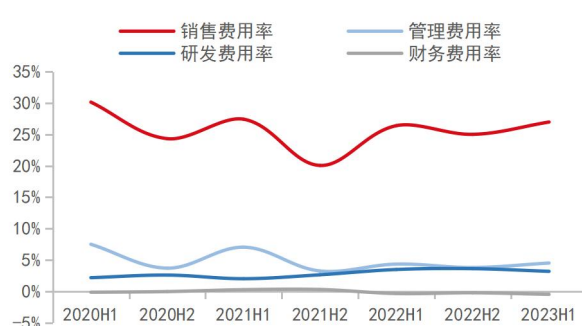
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图3：公司毛利率/营业利润率/净利率



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

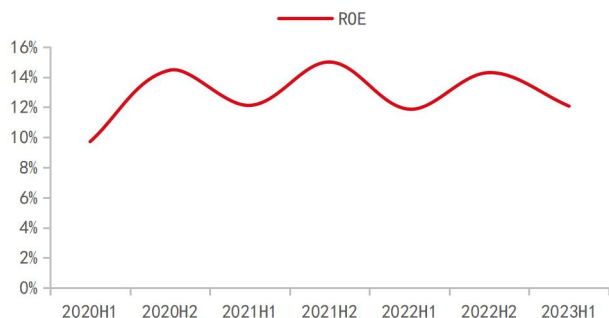
图4：公司期间费用率



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

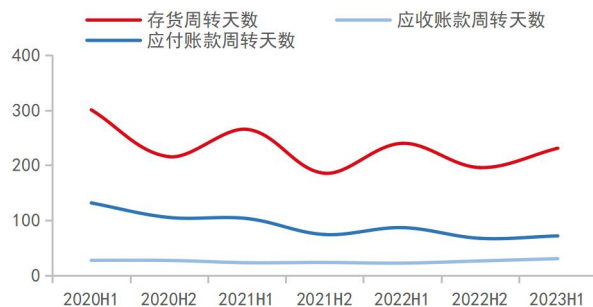
存货周转效率提升。2023 上半年公司 ROE 为 12.1%，同比提升 0.2 个百分点；营运效率方面存货周转效率提升，存货周转天数同比减少 9 天至 231 天。经营性现金流充足，同比+42.9%至 2.85 亿元

图5: 公司半年度净资产收益率 (ROE) 情况



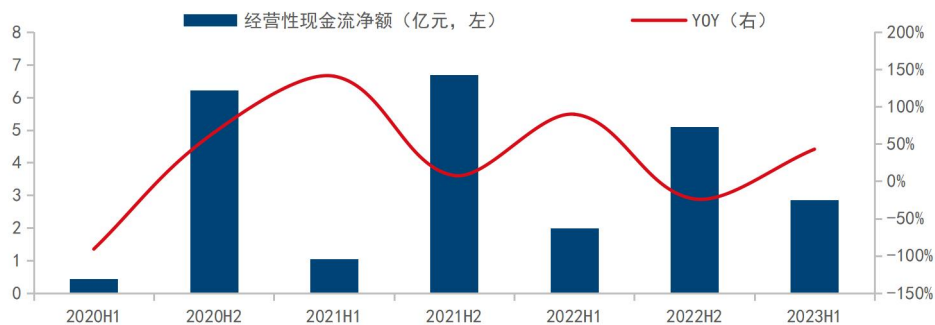
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图6: 公司半年度主要流动资产周转情况



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图7: 公司半年度经营性现金流净额 (单位: 亿元、%)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

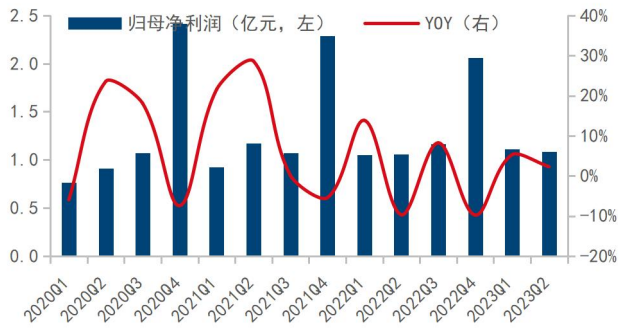
二季度收入降幅环比收窄, 毛利率持续提升。二季度收入同比-1.9%至6.5亿元, 降幅环比一季度收窄; 归母净利润同比+2.3%至1.08亿元; 扣非归母净利润同比-2.6%至0.9亿元。毛利率同比提升1.6个百分点至54.0%, 净利率同比提升0.7个百分点至16.6%; 扣非净利率基本持平。二季度销售和管理费用基本维持稳定, 主要受收入下滑影响费用率有所提升, 分别增长1.1和0.5个百分点。

图8: 公司季度收入及增速 (单位: 亿元、%)



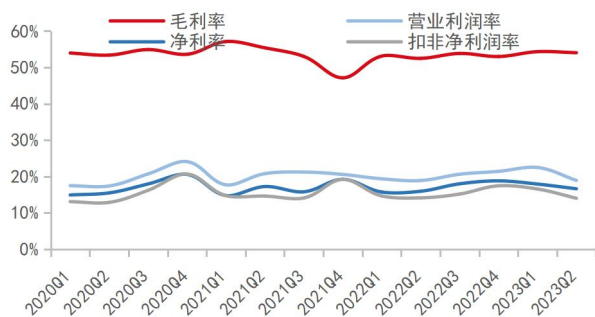
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图9: 公司季度归母净利润及增速 (单位: 亿元、%)



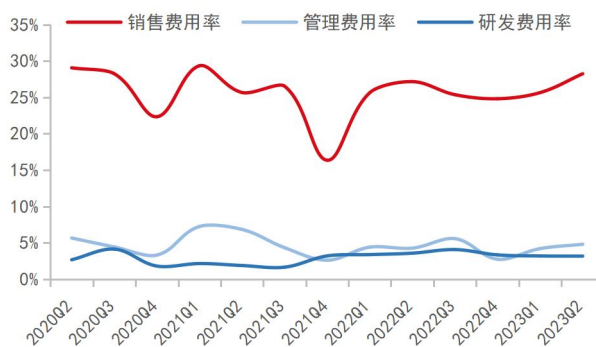
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图10: 公司季度毛利率/营业利润率/净利率



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图11: 公司季度费用率



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

线下毛利率提升明显，线上毛利率小幅下滑

截至2023年6月30日，公司门店数量较年末有所减少，直营和加盟分别新开13和29家店，净变化+3/-8家店。公司直营会员人数约160万以上，1-6月新增会员数12万以上。

分渠道看：直营渠道收入同比-6.26%至3.12亿元；加盟渠道收入同比-2.43%至3.23亿元；线上渠道收入同比-5.95%至5.30亿元。渠道毛利率表现仍较好，直营、加盟渠道毛利率分别提升2.7和1.4个百分点；线上渠道毛利率小幅下滑0.3个百分点。

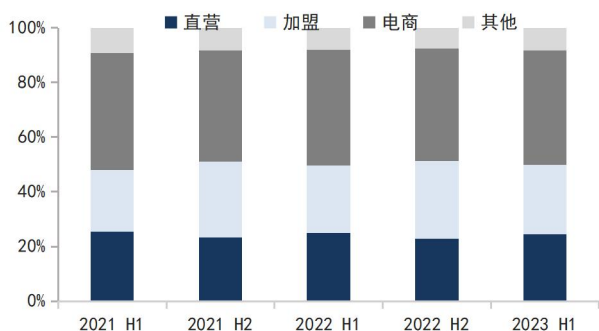
分品类看：套件、被芯、枕芯收入分别下滑8.36%/1.67%/0.05%；套件毛利率下滑0.12个百分点至56.08%，被芯毛利率提升0.80个百分点至53.49%。

表1: 富安娜直营/加盟店数及店效

	2020H1	2020H2	2021 H1	2021 H2	2022 H1	2022 H2	2023 H1
直营收入（百万元）	297.08	398.06	331.99	435.11	333.26	397.95	312.38
店数	440	437	494	470	474	470	473
单店收入（万元）	67.52	91.09	67.20	92.58	70.31	84.67	66.04
加盟收入（百万元）	253.07	522.14	294.46	519.87	330.65	497.08	322.61
店数	861	1029	1039	1055	1042	999	991
单店收入（万元）	29.39	50.74	28.34	49.28	31.73	49.76	32.55

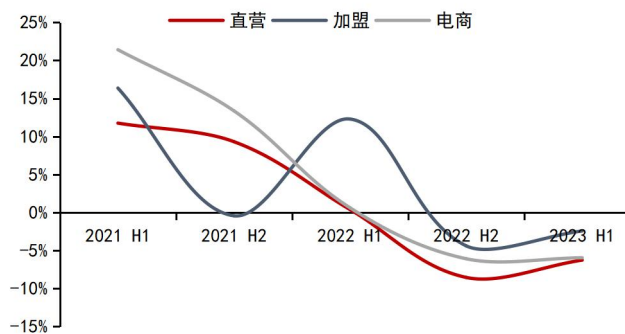
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图12: 公司分渠道收入结构



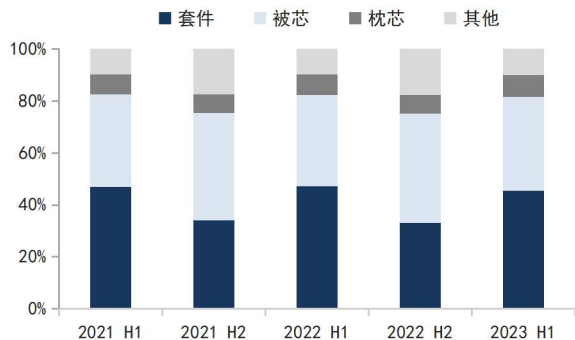
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图13: 公司分渠道收入增速



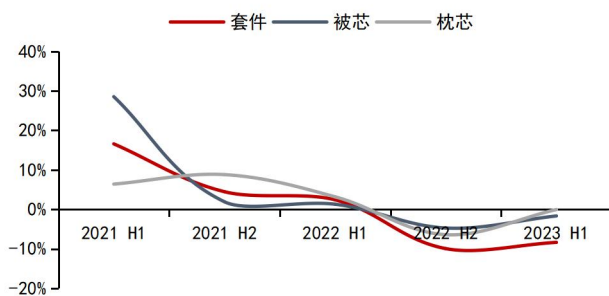
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图14: 公司分品类收入结构



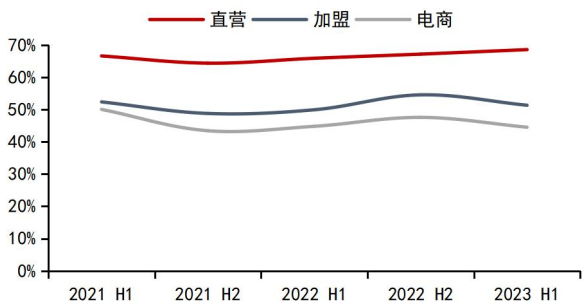
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图15: 公司分品类收入增速



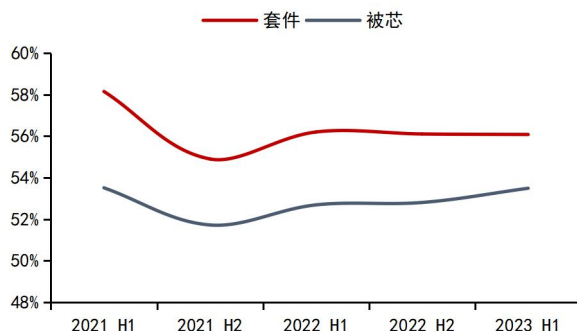
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图16: 公司分渠道毛利率



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图17: 公司分品类毛利率



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

投资建议：看好公司保持出色的盈利能力和中长期成长性

上半年公司业绩稳健增长，利润率、现金流表现出色，我们看好公司短期在宏观消费和经济环境不景气的情况下，保持良好稳健的盈利能力，预计净利润增长好于收入增长。中长期在行业格局持续优化背景下，公司凭借品牌优势，多元化渠道增长，尤其是线下加盟店数和直营店效增长，以及价格带、目标客群的扩展，有望实现长期稳健增长。维持盈利预测，预计 2023~2025 年净利润分别为 5.8/6.5/7.2 亿元，同比增长 8.2%/11.9%/10.9%。维持“买入”评级和 8.6~10.3 元的合理估值区间，合理估值对应 2024 年 11~13x PE。

表2: 盈利预测和财务指标

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	3,179	3,080	3,171	3,451	3,719
(+/-%)	10.6%	-3.1%	3.0%	8.8%	7.8%
净利润(百万元)	546	534	578	647	717
(+/-%)	5.7%	-2.2%	8.2%	11.9%	10.9%
每股收益(元)	0.66	0.65	0.70	0.78	0.86
EBIT Margin	20.8%	18.9%	20.8%	21.5%	22.2%
净资产收益率(ROE)	14.8%	14.2%	14.9%	16.1%	17.2%
市盈率(PE)	13.2	13.4	12.5	11.1	10.0
EV/EBITDA	11.2	12.4	10.7	9.7	8.9
市净率(PB)	1.94	1.90	1.85	1.79	1.73

资料来源: wind, 国信证券经济研究所预测

表3: 可比公司估值表

公司	投资	收盘价	EPS				PE				g	PEG
名称	评级	人民币	2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E	2022-2024	2023
富安娜	买入	8.8	0.65	0.70	0.78	0.87	13.5	12.5	11.2	10.1	11.5%	0.98
可比公司												
罗莱生活	无评级	10.5	0.68	0.86	0.99	1.14	15.3	12.2	10.6	9.2	15.2%	0.69
水星家纺	无评级	14.6	1.05	1.37	1.64	1.87	13.9	10.7	8.9	7.8	17.0%	0.52
平均值							14.2	11.8	10.2	9.0		0.73

资料来源: wind, 国信证券经济研究所

风险提示

市场竞争加剧、存货大幅减值、渠道拓展不及预期。

财务预测与估值

资产负债表（百万元）						利润表（百万元）					
	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	422	495	968	1128	1274	营业收入	3179	3080	3171	3451	3719
应收款项	232	301	261	284	306	营业成本	1522	1444	1483	1607	1729
存货净额	812	760	799	825	888	营业税金及附加	33	31	32	35	38
其他流动资产	38	305	314	342	369	销售费用	734	789	780	832	878
流动资产合计	2368	2871	3352	3589	3847	管理费用	153	124	127	136	145
固定资产	1305	1218	1238	1246	1245	研发费用	76	110	95	102	109
无形资产及其他	104	99	96	93	90	财务费用	9	(8)	(6)	(4)	(4)
投资性房地产	936	485	485	485	485	投资收益	39	84	32	35	37
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产减值及公允价值变动	(30)	(75)	(3)	(5)	(6)
资产总计	4713	4673	5169	5412	5666	其他收入	(95)	(85)	(88)	(95)	(102)
短期借款及交易性金融负债	102	92	95	95	95	营业利润	642	623	696	779	864
应付款项	409	323	418	454	488	营业外净收支	37	22	0	0	0
其他流动负债	339	372	626	675	721	利润总额	678	645	696	779	864
流动负债合计	850	787	1139	1224	1305	所得税费用	132	112	118	132	147
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	少数股东损益	0	0	0	0	0
其他长期负债	163	117	146	175	204	归属于母公司净利润	546	534	578	647	717
长期负债合计	163	117	146	175	204	现金流量表（百万元）					
负债合计	1013	904	1285	1399	1509	净利润	546	534	578	647	717
少数股东权益	0	0	0	0	0	资产减值准备	7	1	0	(0)	(0)
股东权益	3700	3769	3884	4014	4157	折旧摊销	67	71	131	140	150
负债和股东权益总计	4713	4673	5169	5412	5666	公允价值变动损失	30	75	3	5	6
关键财务与估值指标						财务费用	9	(8)	(6)	(4)	(4)
每股收益	0.66	0.65	0.70	0.78	0.86	营运资本变动	(357)	70	371	36	(1)
每股红利	0.50	0.60	0.56	0.62	0.69	其它	(7)	(1)	(0)	0	0
每股净资产	4.47	4.55	4.68	4.84	5.01	经营活动现金流	287	749	1083	828	871
ROIC	21%	20%	23%	28%	31%	资本开支	20	95	(151)	(151)	(151)
ROE	15%	14%	15%	16%	17%	其它投资现金流	93	(147)	0	0	0
毛利率	52%	53%	53%	53%	54%	投资活动现金流	113	(52)	(151)	(151)	(151)
EBIT Margin	21%	19%	21%	22%	22%	权益性融资	0	0	0	0	0
EBITDA Margin	23%	21%	25%	26%	26%	负债净变化	0	0	0	0	0
收入增长	11%	-3%	3%	9%	8%	支付股利、利息	(413)	(498)	(462)	(517)	(574)
净利润增长率	6%	-2%	8%	12%	11%	其它融资现金流	390	370	3	0	0
资产负债率	21%	19%	25%	26%	27%	融资活动现金流	(435)	(625)	(459)	(517)	(574)
息率	5.8%	6.9%	6.4%	7.2%	8.0%	现金净变动	(35)	72	473	160	146
P/E	13.2	13.4	12.5	11.1	10.0	货币资金的期初余额	458	422	495	968	1128
P/B	1.9	1.9	1.9	1.8	1.7	货币资金的期末余额	422	495	968	1128	1274
EV/EBITDA	11.2	12.4	10.7	9.7	8.9	企业自由现金流	263	717	898	642	681
						权益自由现金流	653	1087	902	645	685

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者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，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数 20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数 10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
	行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。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，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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所意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构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，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032