

富安娜 (002327.SZ)

2023 年利润率稳步提升，分红率达 95%

买入

核心观点

全年毛利率净利率稳步提升。2023 年收入同比-1.6%至 30.3 亿元；归母净利润同比+7.0%至 5.7 亿元。在高基数基础上毛利率、净利率持续提升，分别同比增长 2.5 和 1.5 个百分点至 55.6%和 18.9%，达到 2018 年以来最高水平。预计毛利率的提升一方面来自于生产效率提升、成本下降，另一方面来自于高端产品占比提升。费用率基本维持稳定，销售费用率同比小幅增长 0.5 个百分点，主要系线下费用投入加大。

现金流充足，分红率高，ROE 同比提升。经营性现金流充足，同比+7.9%至 7.7 亿元，净现比达 1.34；公司继续保持稳定较高的分红水平，派发现金分红 5.4 亿元，分红率达 95%。2023 年公司 ROE 为 15.0%，同比提升 0.7 个百分点；营运效率稳定，存货/应收账款/应付账款周转天数分别同比-0.3/+11.8/+4.1 天，均维持在健康水平。

2024 年第一季度收入增长提速，利润率保持稳定。第一季度收入同比+5.2%至 6.5 亿元；归母净利润同比+10.2%至 1.2 亿元；扣非归母净利润同比+2.4%至 1.1 亿元。毛利率同比基本持平，净利率同比提升 0.9 个百分点至 18.8%。各项费用率基本维持稳定，仅销售费用率同比增长 1.2 个百分点至 26.8%。

主要渠道和核心品类毛利率提升明显，团购渠道与被芯品类引领增长。1) **分渠道看：**2023 年三大主要渠道收入下滑但毛利率提升，其中线下渠道拆分店数店效来看，店数呈净增长，直营店效小幅下滑，主要受单店面积下滑影响，坪效仍在提升；加盟店效、坪效、单店面积均在提升。电商渠道分平台来看，京东平台表现较好。此外，团购渠道收入增速较快。2024 年一季度，各渠道收入均正向增长。2) **分品类看：**2023 年套件、被芯、枕芯收入分别同比-0.8%/+1.4%/-4.4%，被芯品类获得正向增长，预计主要受羽绒被、蚕丝被、羊毛被等品类增长带动。从毛利率来看，核心品类套件和被芯毛利率分别提升 1.7 和 2.1 个百分点，预计主要受益于高端品类占比提升。

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。2023 年公司业绩稳健增长、盈利能力持续提升、现金流表现出色，同时保持较高的分红水平和股息收益率；2024 年一季度业绩增速继续保持行业领先。由于 2024 年宏观消费疲软、行业趋势较弱，我们小幅下调对公司 2024~2025 年的盈利预测，预计 2024~2026 年净利润分别为 6.3/6.9/7.5 亿元（2024~2025 年前值为 6.5/7.2 亿元），同比增长 10.6%/9.0%/8.6%。维持“买入”评级，基于公司始终保持优于行业的业绩增长水平及较高的股息收益率，上调合理估值区间至 10.6~11.3 元（前值为 8.6~10.3 元），合理估值对应 2024 年 14~15x 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

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	10.60 - 11.30 元
收盘价	10.62 元
总市值/流通市值	8887/5170 百万元
52 周最高价/最低价	11.43/7.62 元
近 3 个月日均成交额	78.20 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) - 第三季度净利润增长 9%，利润率持续提升》——2023-10-28

《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》——2023-08-25

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

2023 全年利润率稳步提升，2024 一季度收入增长提速

全年毛利率净利率稳步提升。2023 年收入同比-1.6%至 30.3 亿元，其中上半年收入下滑，第三、四季度收入增速转正；归母净利润同比+7.0%至 5.7 亿元；扣非归母净利润同比+8.4%至 5.2 亿元。在高基数基础上毛利率、净利率持续提升，预计毛利率的提升一方面来自于生产效率提升、成本下降，另一方面来自于高端产品占比提升。毛利率、净利率全年分别同比增长 2.5 和 1.5 个百分点至 55.6%和 18.9%，达到 2018 年以来最高水平。各项费用率基本维持稳定，销售费用率同比小幅增长 0.5 个百分点，主要系线下费用投入加大。

图1：公司营业收入及增速（单位：亿元、%）



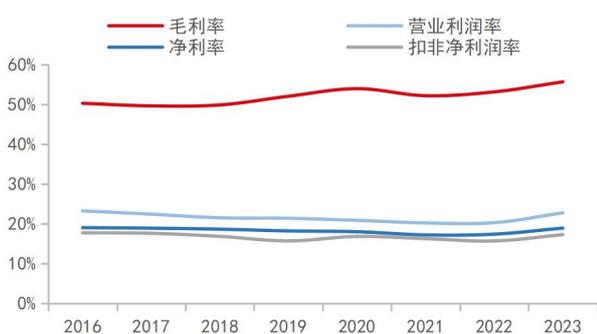
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图2：公司归母净利润及增速（单位：亿元、%）



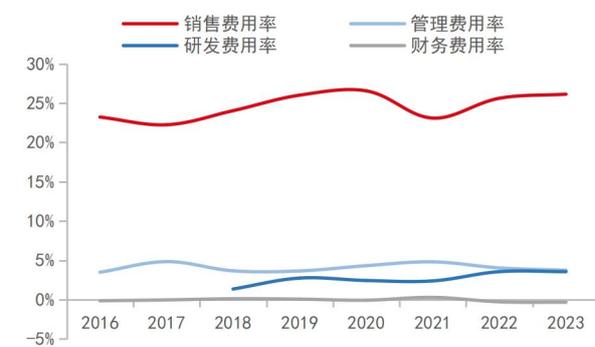
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

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

现金流充足，分红率高。经营性现金流充足，同比+7.9%至 7.7 亿元，净现比达 1.34；公司继续保持稳定较高的分红水平，派发现金分红 5.4 亿元，分红率达 95%。

图5: 公司经营性现金流净额 (单位: 亿元、%)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

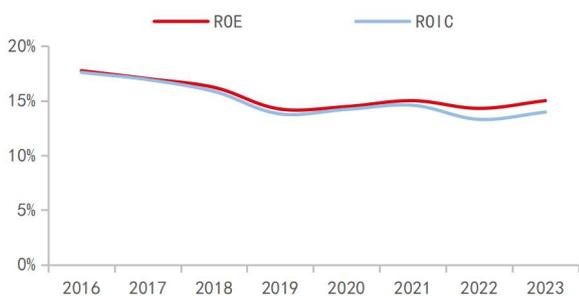
图6: 公司分红率



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

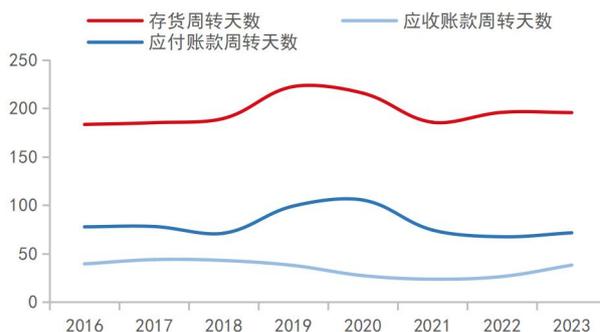
营运效率稳定, ROE 同比提升。2023 年公司 ROE 为 15.0%, 同比提升 0.7 个百分点; 营运效率稳定, 存货/应收账款/应付账款周转天数分别同比-0.3/+11.8/+4.1 天, 均维持在健康水平。

图7: 公司净资产收益率 (ROE) 情况



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图8: 公司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

2023 年第四季度收入小幅增长, 利润率持续提升。2023 年第四季度收入同比+0.7%至 11.0 亿元; 归母净利润同比+9.5%至 2.3 亿元; 扣非归母净利润同比+12.5%至 2.2 亿元。利润率持续提升且幅度加大, 毛利率同比提升 4.4 个百分点至 57.4%; 净利率同比提升 1.6 个百分点至 20.4%。管理与财务费用率基本维持稳定, 销售和研发费用率分别小幅增长 0.7 和 0.8 百分点。

2024 年第一季度收入增长提速, 利润率保持稳定。2024 年第一季度收入同比+5.2%至 6.5 亿元; 归母净利润同比+10.2%至 1.2 亿元; 扣非归母净利润同比+2.4%至 1.1 亿元。毛利率同比基本持平, 净利率同比提升 0.9 个百分点至 18.8%。各项费用率基本维持稳定, 仅销售费用率同比增长 1.2 个百分点至 26.8%。

图9: 公司季度收入及增速 (单位: 亿元、%)



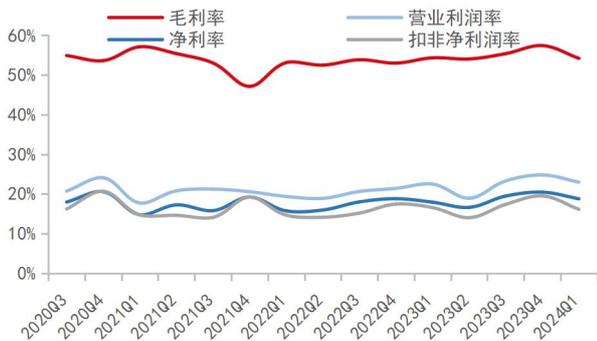
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图10: 公司季度归母净利润及增速 (单位: 亿元、%)



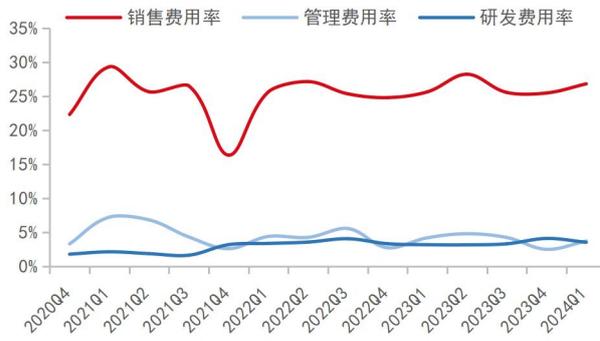
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图11: 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12: 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

主要渠道和核心品类毛利率提升明显, 团购渠道与被芯品类引领增长

分渠道看: 2023 年三大主要渠道收入下滑但毛利率提升, 团购渠道收入增速较快。

2023 年三大主要渠道中, 直营渠道收入同比-1.1%至 7.2 亿元; 加盟渠道收入同比-0.4%至 8.2 亿元; 电商渠道收入同比-5.5%至 12.1 亿元。

线下渠道拆分店数店效来看, 店数呈净增长, 截至 2023 年末, 直营和加盟分别新开 42 和 130 家店, 净增加 14/11 家店。从店效来看, 直营店效小幅下滑, 主要受单店面积下滑影响, 坪效仍在提升; 加盟店效、坪效、单店面积均在提升。

电商渠道分平台来看, 天猫平台收入下滑幅度较大, 同比-22.7%; 京东平台表现较好, 收入同比增长 6.8%; 唯品会平台较为稳定, 收入同比-1.2%。

此外, 占比较小的团购渠道在 2023 年收入增速较好, 同比+19.5%。

从毛利率来看, 各渠道毛利率基本均有提升。直营、加盟、电商渠道毛利率分别提升 3.6/3.6/1.7 个百分点; 团购渠道毛利率小幅下滑 0.7 个百分点。

2024 年一季度，各渠道收入均正向增长，直营/加盟/电商/团购收入分别同比+5.2%/4.1%/7.5%/1.3%。

表1: 富安娜业务拆分（按渠道分）

	2021	2022	2023	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1
收入（百万元）	3179	3080	3030	619.87	652.21	652.55	1,104.93	652.08
直营	767.09	731.21	722.89	149.46	162.92	144.82	265.69	155.62
店数	470	470	484					
单店收入	169.15	155.58	151.55					
加盟	814.33	827.73	824.19	133.95	188.66	195.22	306.36	144.00
店数	1,055	999	1,010					
单店收入	78.15	80.60	82.05					
电商	1,323.41	1,280.49	1,210.19	277.78	253.10	228.79	450.52	281.50
天猫	440.08	384.00	296.97					
京东	453.50	444.65	474.68					
唯品会	191.61	175.97	173.83					
团购	176.36	137.32	164.07					
其他	98.08	102.84	108.22					
收入 YOY	10.6%	-3.1%	-1.6%	-7.6%	-1.9%	0.9%	0.7%	5.2%
直营	10.4%	-4.7%	-1.1%	-15.0%	3.5%	2.1%	3.7%	4.1%
店数	7.6%	0.0%	3.0%					
单店收入	8.4%	-8.0%	-2.6%					
加盟	5.0%	1.6%	-0.4%	-5.2%	-0.4%	0.8%	1.0%	7.5%
店数	2.5%	-5.3%	1.1%					
单店收入	7.0%	3.1%	1.8%					
电商	16.6%	-3.2%	-5.5%	-5.4%	-6.6%	-2.9%	-6.2%	1.3%
天猫	3.2%	-12.7%	-22.7%					
京东	9.2%	-2.0%	6.8%					
唯品会	13.4%	-8.2%	-1.2%					
团购	-9.2%	-22.1%	19.5%					
其他	31.2%	4.9%	5.2%					
毛利率	52.1%	53.1%	55.6%					
直营	65.3%	66.5%	70.1%					
加盟	50.0%	52.7%	56.2%					
电商	46.2%	46.3%	48.0%					
团购	42.4%	44.5%	43.8%					
其他	64.7%	57.2%	57.5%					

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

分品类看：被芯产品收入稳健增长，主要品类毛利率均有提升。

2023 年套件、被芯、枕芯收入分别同比-0.8%/+1.4%/-4.4%，被芯品类获得正向增长，预计主要受羽绒被、蚕丝被、羊毛被等品类增长带动。从毛利率来看，核心品类套件和被芯毛利率分别提升 1.7 和 2.1 个百分点，预计主要受益于高端品类占比提升。

表2: 富安娜业务拆分 (按品类分)

	2019	2020	2021	2022	2023
收入 (百万元)	2,788.84	2,874.05	3,179.28	3,079.59	3,029.57
套件	1125.23	1139.86	1254.75	1206.04	1196.36
被芯	1027.67	1115.28	1232.57	1202.18	1219.07
枕芯	234.14	221.59	238.78	233.23	223.08
其他主营业务	322.55	310.41	353.61	438.14	391.06
收入 YOY	-4.4%	3.1%	10.6%	-3.1%	-1.6%
套件	-11.4%	1.3%	10.1%	-3.9%	-0.8%
被芯	-5.3%	8.5%	10.5%	-2.5%	1.4%
枕芯	13.5%	-5.4%	7.8%	-2.3%	-4.4%
其他主营业务	25.0%	-3.8%	13.9%	23.9%	-10.7%
毛利率	52.0%	53.9%	52.1%	53.1%	55.6%
套件	53.6%	55.1%	56.5%	56.2%	57.8%
被芯	50.7%	52.4%	52.4%	52.8%	54.9%

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

2023年公司业绩稳健增长、盈利能力持续提升、现金流表现出色,同时保持较高的分红水平;2024年一季度业绩增速继续保持行业领先。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,保持稳健的增长和良好的盈利能力,同时充裕的现金流和稳定的分红政策有望带来持续的现金回报。中长期在行业格局持续优化背景下,公司凭借品牌和产品优势,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。

由于2024年宏观消费疲软、行业趋势较弱,我们小幅下调对公司2024~2025年的盈利预测,预计2024~2026年净利润分别为6.3/6.9/7.5亿元(2024~2025年前值为6.5/7.2亿元),同比增长10.6%/9.0%/8.6%。维持“买入”评级,基于公司始终保持优于行业的业绩增长水平及较高的股息收益率,上调合理估值区间至10.6~11.3元(前值为8.6~10.3元),合理估值对应2024年14~15x PE。

表3: 盈利预测和财务指标

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	3,080	3,030	3,289	3,542	3,797
(+/-%)	-3.1%	-1.6%	8.6%	7.7%	7.2%
净利润(百万元)	534	572	633	690	749
(+/-%)	-2.2%	7.2%	10.6%	9.0%	8.6%
每股收益(元)	0.65	0.68	0.76	0.82	0.90
EBIT Margin	18.9%	21.0%	21.8%	22.0%	22.3%
净资产收益率(ROE)	14.2%	14.8%	16.1%	17.3%	18.4%
市盈率(PE)	16.5	15.5	14.0	12.9	11.9
EV/EBITDA	14.9	14.1	12.2	11.3	10.5
市净率(PB)	2.33	2.30	2.27	2.23	2.19

资料来源: wind, 国信证券经济研究所预测

表4: 可比公司估值表

公司 名称	投资 评级	收盘价 人民币	EPS				PE				g	PEG
			2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E		
富安娜	买入	10.6	0.65	0.68	0.76	0.82	16.3	15.5	14.0	12.9	9.8%	1.43
可比公司												
罗莱生活	无评级	9.8	0.68	0.73	0.87	0.98	14.3	13.3	11.3	10.0	15.8%	0.72
水星家纺	无评级	17.6	1.05	1.41	1.62	1.86	16.8	12.5	10.9	9.5	15.0%	0.72

资料来源: wind, 国信证券经济研究所

注: 罗莱生活和水星家纺为 wind 一致预期

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提及的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