

2024年08月26日

买入（维持）

报告原因：业绩点评

证券分析师

谢建斌 S0630522020001

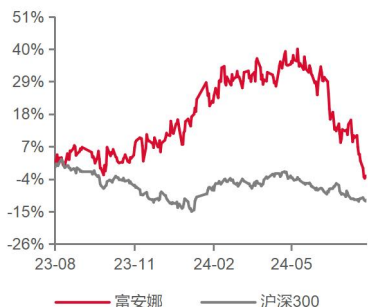
xjb@longone.com.cn

联系人

龚理

gongli@longone.com.cn

数据日期	2024/08/26
收盘价	7.28
总股本(万股)	83,677
流通A股/B股(万股)	48,433/0
资产负债率(%)	21.28%
市净率(倍)	1.71
净资产收益率(加权)	5.88
12个月内最高/最低价	11.68/7.20



相关研究

1、富安娜（002327）：富安娜（002327）：匠心铸就艺术美学，品牌恒久远—20240703

富安娜（002327）：门店形象升级，销售费用拉低净利率

——公司简评报告

投资要点

- **事件：**公司发布2024年半年度报告，实现营收/归母净利润13.08/2.18亿元（同比+2.79%/-0.59%），其中2024Q2实现营收/归母净利润6.56/0.96亿元（同比+0.51%/-11.70%）。
- **门店形象升级，京东表现突出。**1) **分产品：**2024H1套件/被芯/枕芯营收占比为45%/37%/8%，营收增速同比+1.28%/+3.80%/+0.86%，枕芯品类延续领先增长。2) **分渠道：**2024H1直营/加盟/线上营收占比为24%/25%/40%，营收增速同比-0.93%/+1.95%/-0.62%。直营单店面积/店数/店效/坪效分别为150m²/498家/62.15万元/0.41万元/m²，较2023年末净增3m²/+14家/同比-5.89%/-9.11%；加盟门店单店面积/店数/店效/坪效分别为211m²/1033家/31.84万元/0.15万元/m²，较2023年末净增1m²/+23家/同比-2.20%/-12.88%。2024H1新增店柜60家，其中新形象店38家，贯彻原创设计理念、形象升级。门店稳健扩张、加盟大店化，店效受到坪效拖累导致直营店收入同比略降、加盟店微升。线上合计占比40%，其中天猫/京东/唯品会占比分别为24%/48%/18%，营收增速同比+1.31%/+32.94%/-0.53%，京东表现突出。3) **分地区：**华南/华东/华中/西南/华北/西北/东北地区同比+3.82%/0.41%/-1.45%/+2.77%/+8.42%/-2.19%/4.88%，基地市场华南扭转下降态势，华北增长较快。
- **毛利率稳中有升，销售费用拉低净利率。**2024H1毛利率55.02%（+0.83pct），其中套件/被芯毛利率分别为57.46%/54.65%（同比+1.38/+1.16pct），线上/直营/加盟毛利率分别为46.52%/68.04%/53.23%（同比+2.04/-0.47/+1.95pct），华南/华东/华北/西南毛利率分别为55.57%/54.92%/52.90%/54.22%（同比+2.09/-3.35/+1.94/+2.70pct），毛利率稳中有升，线上和加盟、华南和西南毛利率提升贡献较大。销售/管理/研发/财务费率为28.82%/4.12%/3.62%/-0.77%（同比+1.84/-0.40/+0.43/-0.30pct），销售费率提升主要系广告宣传费用快速增长（同比+32%）以及门店扩张所带来的货柜陈列及装修费用的大幅增加（同比+72.41%），最终归母净利率16.67%，仍维持较高水平。单Q2来看，毛利率/销售/管理/研发/财务费率为55.80%/30.80%/4.51%/3.67%/-0.69%（同比+1.75/+2.56/-0.30/+0.48/-0.29pct），归母净利率受到销售费用拖累同比下降2.20pct至14.59%。
- **战略储备羽绒，存货有所增加。**2024H1存货为8.18亿元（同比+16.60%），存货周转天数为232天（同比+1天），经营性现金流净额0.93亿元（同比-67.23%），存货增加、现金流入减少主因对羽绒等生产原材料提前进行战略性储备。
- **投资建议：**公司匠心沉淀艺术家纺，铸造消费品牌资产。往后看，仍有望依托店效和门店数双升实现业绩稳增长。我们预计2024-2026年公司归母净利润分别为6.22/6.77/7.27亿元，同比增速为8.76%/8.76%/7.40%，对应P/E为10/9/8倍，维持“买入”评级。
- **风险提示：**人口出生率下滑的风险；消费疲软的风险；门店拓展不及预期的风险；海外业务受阻的风险等。

盈利预测与估值简表

	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入（百万元）	3,029.57	3,244.23	3,449.70	3,651.93
增长率（%）	-1.62%	7.09%	6.33%	5.86%
归母净利润（百万元）	572.10	622.21	676.73	726.78
增长率（%）	7.02%	8.76%	8.76%	7.40%
EPS（元/股）	0.69	0.74	0.81	0.87
市盈率（P/E）	10.55	9.79	9.00	8.38
市净率（P/B）	1.92	1.54	1.51	1.49

资料来源：携宁，东海证券研究所（截至 2024 年 8 月 26 日收盘）

附录：三大报表预测值

利润表

单位：百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	3,030	3,244	3,450	3,652
%同比增速	-2%	7%	6%	6%
营业成本	1,344	1,431	1,510	1,595
毛利	1,685	1,813	1,939	2,057
%营业收入	56%	56%	56%	56%
税金及附加	36	35	38	40
%营业收入	1%	1%	1%	1%
销售费用	792	856	912	966
%营业收入	26%	26%	26%	26%
管理费用	113	134	139	140
%营业收入	4%	4%	4%	4%
研发费用	108	109	116	123
%营业收入	4%	3%	3%	3%
财务费用	-10	-9	-10	-12
%营业收入	0%	0%	0%	0%
资产减值损失	-12	-12	-10	-10
信用减值损失	-3	-4	-3	-3
其他收益	30	39	41	44
投资收益	35	39	41	44
净敞口套期收益	0	0	0	0
公允价值变动收益	-10	0	0	0
资产处置收益	0	1	1	1
营业利润	688	749	815	876
%营业收入	23%	23%	24%	24%
营业外收支	5	5	5	5
利润总额	693	754	820	881
%营业收入	23%	23%	24%	24%
所得税费用	121	132	143	154
净利润	572	622	677	727
%营业收入	19%	19%	20%	20%
归属于母公司的净利润	572	622	677	727
%同比增速	7%	9%	9%	7%
少数股东损益	0	0	0	0
EPS（元/股）	0.69	0.74	0.81	0.87

基本指标

	2023A	2024E	2025E	2026E
EPS	0.69	0.74	0.81	0.87
BVPS	4.67	4.72	4.81	4.90
PE	10.55	9.79	9.00	8.38
PEG	1.50	1.12	1.03	1.13
PB	1.92	1.54	1.51	1.49
EV/EBITDA	8.36	6.22	5.75	5.37
ROE	15%	16%	17%	18%
ROIC	13%	15%	16%	16%

资产负债表

单位：百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	390	452	541	617
交易性金融资产	916	1,036	1,186	1,336
应收账款及应收票据	388	402	424	446
存货	701	726	746	767
预付账款	22	18	22	27
其他流动资产	564	567	570	572
流动资产合计	2,980	3,201	3,489	3,766
长期股权投资	0	0	0	0
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产合计	1,163	1,162	1,167	1,177
无形资产	96	91	87	82
商誉	0	0	0	0
递延所得税资产	56	58	58	58
其他非流动资产	649	597	492	399
资产总计	4,945	5,109	5,292	5,481
短期借款	0	0	0	0
应付票据及应付账款	393	419	476	538
预收账款	7	7	8	8
应付职工薪酬	73	78	85	93
应交税费	124	132	141	149
其他流动负债	340	352	366	380
流动负债合计	937	989	1,075	1,167
长期借款	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0
递延所得税负债	1	1	1	1
其他非流动负债	148	172	192	212
负债合计	1,086	1,161	1,268	1,380
归属于母公司的所有者权益	3,859	3,947	4,024	4,101
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益	3,859	3,947	4,024	4,101
负债及股东权益	4,945	5,109	5,292	5,481

现金流量表

单位：百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流净额	766	799	873	928
投资	-300	-120	-150	-150
资本性支出	-68	-86	-96	-116
其他	64	-18	41	44
投资活动现金流净额	-304	-224	-204	-222
债权融资	0	23	20	20
股权融资	42	10	0	0
支付股利及利息	-499	-544	-600	-650
其他	-114	-1	0	0
筹资活动现金流净额	-571	-512	-580	-630
现金净流量	-109	63	89	76

资料来源：携宁，东海证券研究所（截至 2024 年 8 月 26 日收盘）

一、评级说明

	评级	说明
市场指数评级	看多	未来 6 个月内沪深 300 指数上升幅度达到或超过 20%
	看平	未来 6 个月内沪深 300 指数波动幅度在-20%—20%之间
	看空	未来 6 个月内沪深 300 指数下跌幅度达到或超过 20%
行业指数评级	超配	未来 6 个月内行业指数相对强于沪深 300 指数达到或超过 10%
	标配	未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 指数在-10%—10%之间
	低配	未来 6 个月内行业指数相对弱于沪深 300 指数达到或超过 10%
公司股票评级	买入	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数达到或超过 15%
	增持	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数在 5%—15%之间
	中性	未来 6 个月内股价相对沪深 300 指数在-5%—5%之间
	减持	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数 5%—15%之间
	卖出	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数达到或超过 15%

二、分析师声明：

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，具备专业胜任能力，保证以专业严谨的研究方法和分析逻辑，采用合法合规的数据信息，审慎提出研究结论，独立、客观地出具本报告。

本报告中准确反映了署名分析师的个人研究观点和结论，不受任何第三方的授意或影响，其薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

署名分析师本人及直系亲属与本报告所涉及的内容不存在任何利益关系。

三、免责声明：

本报告基于本公司研究所及研究人员认为合法合规的公开资料或实地调研的资料，但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究人员个人出具本报告当时的分析和判断，并不代表东海证券股份有限公司，或任何其附属或联营公司的立场，本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致，敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下，本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告仅供“东海证券股份有限公司”客户、员工及经本公司许可的机构与个人阅读和参考。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何机构和个人的投资建议，任何形式的保证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，本公司亦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。本公司客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

本报告版权归“东海证券股份有限公司”所有，未经本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

四、资质声明：

东海证券股份有限公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构，已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者，参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构，注意防范非法证券活动。

上海 东海证券研究所

地址：上海市浦东新区东方路1928号 东海证券大厦
 网址：Http://www.longone.com.cn
 座机：（8621）20333275
 手机：18221959689
 传真：（8621）50585608
 邮编：200215

北京 东海证券研究所

地址：北京市西三环北路87号国际财经中心D座15F
 网址：Http://www.longone.com.cn
 座机：（8610）59707105
 手机：18221959689
 传真：（8610）59707100
 邮编：100089