

富安娜 (002327.SZ)

优于大市

第三季度收入同比下滑 11%，销售费用率增长致净利率承压

核心观点

第三季度收入同比下滑 11%，毛利率稳定，销售费用率增长致净利率承压。2024 年第三季度在消费需求较上半年愈加疲软的宏观环境下，公司收入出现下滑，第三季度收入同比-11.2%至 5.8 亿元；在高基数基础上毛利率仍保持稳定，毛利率同比+0.1 个百分点至 55.5%；除销售费用率外，其他费用率基本保持稳定，销售费用率同比+6.5 个百分点至 32.1%，预计主要系加盟门店装修返利补贴提前，以及电商投入增加所致；归母净利率主要受销售费用率提升影响有所承压，同比-6.5 个百分点至 13.0%。

期末存货金额同环比上升、现金流短期承压。三季度末，存货金额同比+12.4%、环比+8.5%至 8.9 亿元，预计主要因今年鹅绒原材料持续上涨，公司为秋冬鹅绒被产品提前备货备料所致；进而存货周转天数同比+14 天至 253 天；应收账款预计主要受电商平台结算模式改变影响，同比提升 29.7%至 2.7 亿元，应收账款周转天数同比+14 天至 47 天。主要受收入下滑、以及存货与应收账款增长影响，经营活动现金流承压，单三季度经营活动现金流净额为 -1.3 亿元。

前三季度收入表现相较行业依然稳健，提前备货及销售费用错期有望缓解四季度利润压力。前三季度，公司收入同比-2.0%至 18.9 亿元；归母净利润同比-15.3%至 2.9 亿元，相较消费及服装行业整体仍保持较为稳健的增速。分渠道来看，预计直营渠道受客流下滑及消费降级趋势影响，收入及利润端相对压力最大。展望四季度，10 月以来行业趋势回暖，公司流水增长也相较三季度好转，但后续预计销售端仍存在压力；利润端一方面由于公司在鹅绒价格低位备货，鹅绒被为冬季核心品类，预计四季度毛利端压力较小；另一方面加盟商装修补贴去年全部体现在四季度，今年部分体现在三季度，故四季度销售费用率有望改善，进而净利率趋势有望扭转。

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：看好公司经营韧性及出色盈利能力。2024 年消费环境持续疲软，公司第一、第二季度收入仍保持同比正向增长，第三季度销售承压，但毛利率持续提升，净利率在第三季度主要受销售费用率增长影响有所下降，但部分费用存在确认时间错配问题，有望缓解四季度费用压力。我们看好较差市场环境下公司的经营韧性和抗周期性，同时公司保持较高分红水平，拥有确定性较强的股息收益率。基于下半年消费复苏趋势仍然较弱，我们小幅下调盈利预测，预计 2024~2026 年净利润分别为 5.3/5.7/6.0 亿元（前值为 5.7/6.1/6.6 亿元），同比-7.1%/+6.8%/+6.2%。维持 8.9~9.6 元目标价，对应 2024 年 14~15x PE，维持“优于大市”评级。

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	2,960	3,101	3,240
(+/-%)	-3.1%	-1.6%	-2.3%	4.8%	4.5%
净利润(百万元)	534	572	532	568	603
(+/-%)	-2.2%	7.2%	-7.1%	6.8%	6.2%
每股收益(元)	0.65	0.68	0.64	0.68	0.72
EBIT Margin	18.9%	21.0%	19.3%	20.3%	20.7%
净资产收益率(ROE)	14.2%	14.8%	13.6%	14.3%	15.0%
市盈率(PE)	13.9	13.1	14.1	13.2	12.4
EV/EBITDA	12.7	12.1	12.5	11.5	10.9
市净率(PB)	1.97	1.94	1.91	1.89	1.86

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 liujiaqi@guosen.com.cn

S0980520040004

证券分析师：刘佳琪

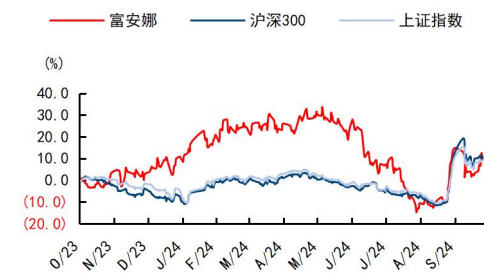
010-88005446

S0980523070003

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	8.90 - 9.60 元
收盘价	8.95 元
总市值/流通市值	7486/4340 百万元
52 周最高价/最低价	11.68/6.94 元
近 3 个月日均成交额	77.70 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)-上半年收入增长 3%，盈利保持稳定》——2024-08-25

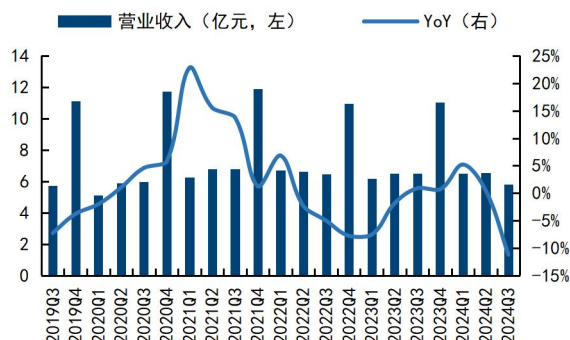
《富安娜(002327.SZ)-2023 年利润率稳步提升，分红率达 95%》——2024-04-27

《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

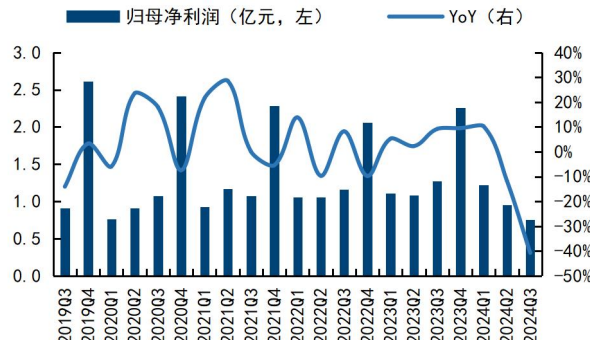
《富安娜(002327.SZ)-高端艺术家纺龙头，零售运营构建壁垒》——2023-07-11

图1: 公司季度营业收入及增速 (亿元, %)



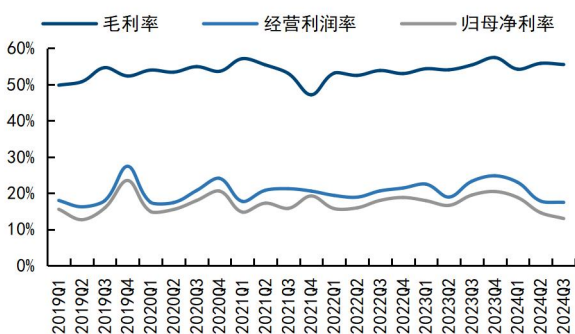
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图2: 公司季度归母净利润和增长 (亿元, %)



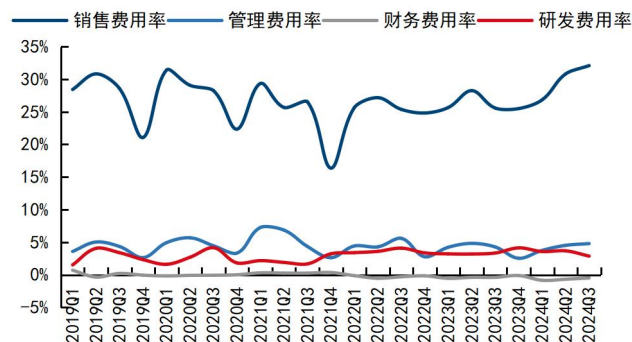
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图3: 公司季度利润率



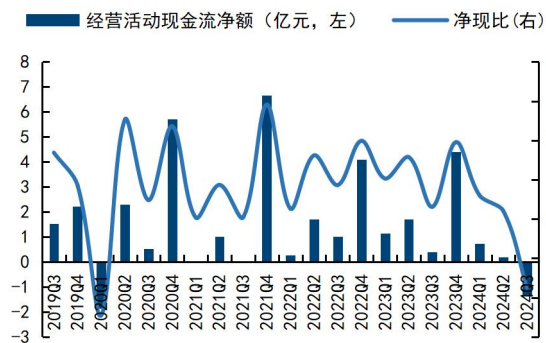
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图4: 公司季度费用率



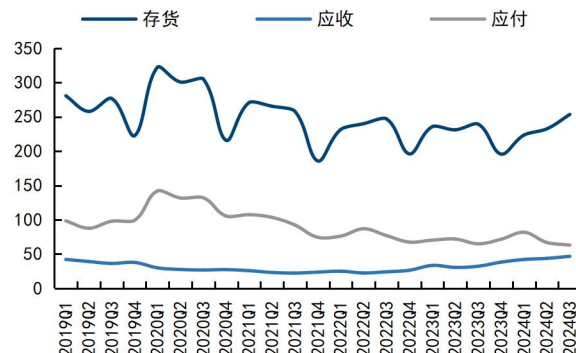
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图5: 公司经营活动现金流净额及增速 (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

投资建议：看好公司经营韧性及出色盈利能力

2024 年消费环境持续疲软，公司第一、第二季度收入仍保持同比正向增长，第三季度销售承压，但毛利率持续提升，净利率在第三季度主要受销售费用率增长影响有所下降，但部分费用存在确认时间错配问题，有望缓解四季度费用压力。在过去公司持续验证了无论市场环境好坏，公司基于谨慎踏实的经营管理风格，持续保持较高的盈利水平和较长周期内稳定的复合增速，我们看好较差市场环境下公司的经营韧性和抗周期性，同时公司保持较高分红水平，拥有确定性较强的股息收益率。

基于下半年消费复苏趋势仍然较弱，我们小幅下调盈利预测，预计 2024~2026 年净利润分别为 5.3/5.7/6.0 亿元（前值为 5.7/6.1/6.6 亿元），同比 -7.1%/+6.8%/+6.2%。维持 8.9~9.6 元目标价，对应 2024 年 14~15x PE，维持“优于大市”评级。

表1：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	2,960	3,101	3,240
(+/-%)	-3.1%	-1.6%	-2.3%	4.8%	4.5%
净利润(百万元)	534	572	532	568	603
(+/-%)	-2.2%	7.2%	-7.1%	6.8%	6.2%
每股收益(元)	0.65	0.68	0.64	0.68	0.72
EBIT Margin	18.9%	21.0%	19.3%	20.3%	20.7%
净资产收益率(ROE)	14.2%	14.8%	13.6%	14.3%	15.0%
市盈率(PE)	13.9	13.1	14.1	13.2	12.4
EV/EBITDA	12.7	12.1	12.5	11.5	10.9
市净率(PB)	1.97	1.94	1.91	1.89	1.86

资料来源：wind，国信证券经济研究所预测

表2：可比公司估值表

公司	公司	投资	收盘价	EPS			PE			g	PEG	总市值 (人民币 亿元)
代码	名称	评级	人民币	2023A	2024E	2025E	2023A	2024E	2025E	2023~2025	2024	
002327.SZ	富安娜	优于大市	9.0	0.68	0.64	0.68	13.2	14.0	13.2	-	-	74.9
可比公司												
002293.SZ	罗莱生活	无评级	7.2	0.73	0.57	0.70	9.9	12.7	10.4	-2.5%	-5.10	60.2
603365.SH	水星家纺	无评级	13.9	1.42	1.48	1.66	9.7	9.4	8.3	8.1%	1.15	36.4

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）	2022	2023	2024E	2025E	2026E	利润表（百万元）	2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	495	390	776	867	943	营业收入	3080	3030	2960	3101	3240
应收款项	301	429	243	255	266	营业成本	1444	1344	1315	1378	1439
存货净额	760	701	702	698	728	营业税金及附加	31	36	30	31	32
其他流动资产	305	545	532	558	583	销售费用	789	792	829	837	866
流动资产合计	2871	2980	3170	3294	3436	管理费用	124	113	113	117	121
固定资产	1218	1205	1231	1243	1244	研发费用	110	108	107	111	114
无形资产及其他	99	96	93	90	87	财务费用	(8)	(10)	(12)	(12)	(13)
投资性房地产	485	663	663	663	663	投资收益	84	35	36	37	39
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产减值及公允价值变动	(75)	2	(4)	(5)	(5)
资产总计	4673	4945	5158	5290	5431	其他收入	(85)	(103)	(78)	(100)	(104)
短期借款及交易性金融负债	92	100	98	98	98	营业利润	623	688	638	682	724
应付款项	323	393	368	384	400	营业外净收支	22	5	6	6	6
其他流动负债	372	444	590	608	632	利润总额	645	693	644	688	731
流动负债合计	787	937	1056	1090	1129	所得税费用	112	121	113	120	128
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	117	149	190	231	272	归属于母公司净利润	534	572	532	568	603
长期负债合计	117	149	190	231	272	现金流量表（百万元）	2022	2023	2024E	2025E	2026E
负债合计	904	1086	1245	1321	1401	净利润	534	572	532	568	603
少数股东权益	0	0	0	0	0	资产减值准备	1	4	(4)	(0)	(0)
股东权益	3769	3859	3912	3969	4029	折旧摊销	71	72	127	138	147
负债和股东权益总计	4673	4945	5158	5290	5431	公允价值变动损失	75	(2)	4	5	5
						财务费用	(8)	(10)	(12)	(12)	(13)
关键财务与估值指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E	营运资本变动	70	(310)	355	42	15
每股收益	0.65	0.68	0.64	0.68	0.72	其它	(1)	(4)	4	0	0
每股红利	0.60	0.60	0.57	0.61	0.65	经营活动现金流	749	332	1019	753	770
每股净资产	4.55	4.61	4.68	4.75	4.82	资本开支	95	(60)	(151)	(151)	(151)
ROIC	20%	21%	19%	22%	23%	其它投资现金流	(147)	95	0	0	0
ROE	14%	15%	14%	14%	15%	投资活动现金流	(52)	35	(151)	(151)	(151)
毛利率	53%	56%	56%	56%	56%	权益性融资	0	42	0	0	0
EBIT Margin	19%	21%	19%	20%	21%	负债净变化	0	0	0	0	0
EBITDA Margin	21%	23%	24%	25%	25%	支付股利、利息	(498)	(499)	(479)	(511)	(543)
收入增长	-3%	-2%	-2%	5%	4%	其它融资现金流	370	483	(2)	0	0
净利润增长率	-2%	7%	-7%	7%	6%	融资活动现金流	(625)	(473)	(481)	(511)	(543)
资产负债率	19%	22%	24%	25%	26%	现金净变动	72	(105)	387	91	76
息率	6.6%	6.7%	6.4%	6.8%	7.2%	货币资金的期初余额	422	495	390	776	867
P/E	13.9	13.1	14.1	13.2	12.4	货币资金的期末余额	495	390	776	867	943
P/B	2.0	1.9	1.9	1.9	1.9	企业自由现金流	717	228	802	550	565
EV/EBITDA	12.7	12.1	12.5	11.5	10.9	权益自由现金流	1087	711	800	551	566

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	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	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 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	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