

业绩短期承压，期待终端零售改善

核心观点

- 公司发布 24Q3 季报，前三季度实现营业收入 18.9 亿，同比下降 1.96%，实现归母净利润 2.93 亿，同比下降 15.3%，单 Q3 来看，公司收入和归母净利润分别同比下降 11.2%和 40.8%，低于市场预期。
- 分渠道来看，中报披露 24H1 线上、直营、加盟渠道收入分别同比增长-0.6%、-0.9%和 1.9%，其中 24Q2 分别下滑-2.8%、-5.6%和-2%。我们推测 24Q3 延续二季度的趋势，其中直营渠道表现受消费疲弱大环境影响更为明显。
- 截至 24Q3，公司存货周转天数为 253 天，同比增加 14 天，我们推测一方面由于二季度和三季度收入增速放缓，另一方面公司基于对未来市场环境和原材料价格的研判，对羽绒等生产原材料提前进行战略性储备。截至 24Q3，公司应收帐款周转天数为 47 天，同比增加 14 天，我们推测是由于京东渠道结算方式的变化所致。
- 盈利能力方面，24Q3 公司销售费用率同比大幅提升 6.5pct 至 32.1%，我们推测原因包括：1) 线上竞争加剧，电商渠道费用投入效率有所降低，2) 加盟渠道装修返利等费用提前确认，我们预计 24Q4 加盟渠道的费用压力将有所减缓。
- 根据央视新闻报道，上海家电家具消费补贴政策新增家纺品类，我们认为富安娜作为家纺龙头将有望受益。伴随国内对消费政策的持续加码，后续终端零售有望逐步提振，公司盈利能力也有望实现边际改善。另一方面，我们推测公司有望延续高分红政策，体现了对股东回报的长期重视。

盈利预测与投资建议

- 根据三季报，我们调整盈利预测，预计公司 2024-2026 年 EPS 为 0.61、0.66 和 0.71 元（原 0.77、0.85 和 0.94 元），DCF 目标估值 11.25 元，维持“买入”评级

风险提示：行业竞争加剧、终端消费需求减弱、电商投入产出比持续下降等

公司主要财务信息

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	3,080	3,030	3,048	3,244	3,459
同比增长(%)	-3.1%	-1.6%	0.6%	6.5%	6.6%
营业利润(百万元)	623	688	616	662	710
同比增长(%)	-2.8%	10.4%	-10.5%	7.4%	7.3%
归属母公司净利润(百万元)	535	572	512	550	590
同比增长(%)	-2.1%	7.0%	-10.4%	7.4%	7.3%
每股收益(元)	0.64	0.68	0.61	0.66	0.71
毛利率(%)	53.1%	55.6%	55.9%	56.0%	56.2%
净利率(%)	17.4%	18.9%	16.8%	17.0%	17.1%
净资产收益率(%)	14.3%	15.0%	13.3%	14.0%	14.7%
市盈率	13.2	12.3	13.7	12.8	11.9
市净率	1.9	1.8	1.8	1.8	1.7

资料来源：公司数据、东方证券研究所预测。每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

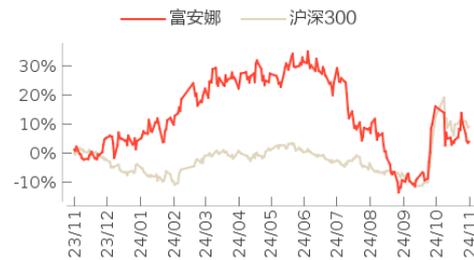
有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

投资评级 买入（维持）

股价（2024年10月31日）	8.41 元
目标价格	11.25 元
52 周最高价/最低价	11/6.94 元
总股本/流通 A 股（万股）	83,642/48,486
A 股市值（百万元）	7,034
国家/地区	中国
行业	纺织服装
报告发布日期	2024 年 11 月 01 日

股价表现

	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现%	-8.69	-10.53	-4.32	3.84
相对表现%	-7.73	-7.37	-17.36	-5.08
沪深 300%	-0.96	-3.16	13.04	8.92



证券分析师

施红梅	021-63325888*6076 shihongmei@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860511010001
朱炎	021-63325888*6107 zhuyan3@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860521070006 香港证监会牌照：BSW044

相关报告

高分红政策延续，毛利率创新高	2024-04-29
盈利能力持续提升，经营质量优异	2023-10-28
盈利能力稳中有升，经营质量优良	2023-08-27

根据三季报，我们调整盈利预测（下调了收入，上调了毛利率和销售费用率），预计公司 2024-2026 年 EPS 为 0.61、0.66 和 0.71 元（原 0.77、0.85 和 0.94 元），DCF 目标估值 11.25 元，维持“买入”评级。

表 1：目标价敏感性分析

		永续增长率 Gn(%)				
		1.00%	2.00%	3.00%	4.00%	5.00%
WACC(%)	5.06%	12.68	14.57	17.53	22.80	34.82
	5.56%	11.61	13.12	15.38	19.10	26.45
	6.06%	10.71	11.94	13.70	16.45	21.35
	6.56%	9.94	10.95	12.35	14.45	17.91
	7.06%	9.27	10.11	11.25	12.89	15.45
	7.56%	8.69	9.39	10.33	11.64	13.59
	8.06%	8.18	8.77	9.55	10.62	12.14
	8.56%	7.72	8.23	8.89	9.76	10.98
	9.06%	7.31	7.75	8.31	9.04	10.03

数据来源：wind，东方证券研究所

表 2：估值参数假设

假设科目	结果	假设科目	结果
所得税税率T	25%	债务比率 D/(D+E)	20%
永续增长率Gn(%)	1.5%	权益比率 E/(D+E)	80%
无风险利率R _f	2.14%	债务利率 r _d	3.6%
无杠杆影响的β系数	0.72	WACC	7.06%
市场收益率R _m	9.17%		
股权投资成本 (Ke)	8.15%		

数据来源：wind，东方证券研究所

风险提示：行业竞争加剧、终端消费需求减弱、电商投入产出比持续下降等。

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	单位:百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	495	390	392	417	445	营业收入	3,080	3,030	3,048	3,244	3,459
应收票据、账款及款项融资	256	388	396	422	450	营业成本	1,444	1,344	1,344	1,426	1,517
预付账款	13	22	22	23	25	销售费用	789	792	884	925	972
存货	760	701	833	1,070	1,213	管理费用	124	113	110	117	125
其他	1,347	1,480	1,480	1,483	1,486	研发费用	110	108	107	114	121
流动资产合计	2,871	2,980	3,124	3,415	3,618	财务费用	(8)	(10)	(1)	10	21
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产、信用减值损失	11	15	13	13	13
固定资产	1,216	1,163	1,315	1,454	1,584	公允价值变动收益	(80)	(10)	(10)	(10)	(10)
在建工程	3	42	42	42	42	投资净收益	84	35	35	35	35
无形资产	99	96	141	183	224	其他	10	(5)	(1)	(3)	(6)
其他	485	663	629	606	606	营业利润	623	688	616	662	710
非流动资产合计	1,802	1,964	2,126	2,285	2,456	营业外收入	25	7	7	7	7
资产总计	4,674	4,945	5,250	5,700	6,074	营业外支出	3	2	2	2	2
短期借款	0	0	293	627	876	利润总额	645	693	621	667	715
应付票据及应付账款	323	393	393	417	444	所得税	111	121	109	117	125
其他	464	544	544	547	551	净利润	535	572	512	550	590
流动负债合计	787	937	1,230	1,592	1,871	少数股东损益	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0	归属于母公司净利润	535	572	512	550	590
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	0.64	0.68	0.61	0.66	0.71
其他	118	149	148	148	148						
非流动负债合计	118	149	148	148	148	主要财务比率					
负债合计	905	1,086	1,378	1,739	2,018		2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
少数股东权益	0	0	0	0	0	成长能力					
实收资本(或股本)	828	837	836	836	836	营业收入	-3.1%	-1.6%	0.6%	6.5%	6.6%
资本公积	31	39	84	84	84	营业利润	-2.8%	10.4%	-10.5%	7.4%	7.3%
留存收益	2,910	2,983	2,952	3,041	3,136	归属于母公司净利润	-2.1%	7.0%	-10.4%	7.4%	7.3%
其他	0	0	0	0	0	获利能力					
股东权益合计	3,769	3,859	3,872	3,961	4,056	毛利率	53.1%	55.6%	55.9%	56.0%	56.2%
负债和股东权益总计	4,674	4,945	5,250	5,700	6,074	净利率	17.4%	18.9%	16.8%	17.0%	17.1%
						ROE	14.3%	15.0%	13.3%	14.0%	14.7%
						ROIC	13.3%	14.3%	12.3%	12.4%	12.4%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	资产负债率	19.4%	22.0%	26.2%	30.5%	33.2%
净利润	535	572	512	550	590	净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	7.8%	13.1%
折旧摊销	73	87	93	91	79	流动比率	3.65	3.18	2.54	2.15	1.93
财务费用	(8)	(10)	(1)	10	21	速动比率	2.67	2.43	1.86	1.47	1.29
投资损失	(84)	(35)	(35)	(35)	(35)	营运能力					
营运资金变动	(337)	(160)	(141)	(239)	(146)	应收账款周转率	13.6	9.4	7.8	7.9	7.9
其它	532	312	5	10	10	存货周转率	1.8	1.8	1.8	1.5	1.3
经营活动现金流	710	766	433	388	519	总资产周转率	0.7	0.6	0.6	0.6	0.6
资本支出	70	(36)	(250)	(250)	(250)	每股指标(元)					
长期投资	0	0	0	0	0	每股收益	0.64	0.68	0.61	0.66	0.71
其他	(64)	(269)	25	25	25	每股经营现金流	0.86	0.92	0.52	0.46	0.62
投资活动现金流	6	(304)	(225)	(225)	(225)	每股净资产	4.51	4.61	4.63	4.74	4.85
债权融资	(10)	8	0	0	0	估值比率					
股权融资	31	17	44	0	0	市盈率	13.2	12.3	13.7	12.8	11.9
其他	(634)	(595)	(250)	(137)	(267)	市净率	1.9	1.8	1.8	1.8	1.7
筹资活动现金流	(613)	(571)	(205)	(137)	(267)	EV/EBITDA	9.3	8.4	9.0	8.4	7.9
汇率变动影响	0	0	-0	-0	-0	EV/EBIT	10.4	9.4	10.4	9.5	8.7
现金净增加额	104	(109)	2	25	28						

资料来源：东方证券研究所

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究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。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内行业或公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。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。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。