

富安娜 (002327.SZ)

2024 年业绩表现稳健，分红率维持 95%以上

优于大市

核心观点

全年收入基本持平，毛利率小幅提升，分红率维持 95%以上。在 2024 年宏观消费需求疲软的环境下，公司仍保持收入和盈利水平稳健，实现营业收入 30.11 亿元，同比微降 0.6%；归母净利润 5.42 亿元，同比下降 5.2%。毛利率在高基数上同比提升 0.43pct 至 56.05%，主要受益于核心品类毛利率提升以及渠道结构变化；净利率同比下降 0.88pct 至 18.01%，是 2018 年以来次高水平；净利率同比下滑主要受刚性费用支出影响，销售费用率同比上升 1.50 个百分点至 27.63%，销售费用金额仅同比增加 5.1%。经营性现金流净额 3.66 亿元，净现比 0.68，同比下降主要受公司为支持加盟商开店放宽收款时间、应收账款周转天数延长 18 天影响。分红率保持高位，拟每 10 股派 6.2 元，合计派现 5.2 亿元，分红率 95.8%。第四季度实现营收 11.24 亿元（同比+1.7%），增速转正；归母净利润 2.49 亿元（同比+10.3%），毛利率 57.54%（同比+0.12pct），净利率 22.15%（同比+1.71pct）创单季新高。

2025 一季度收入下滑双位数，负经营杠杆下盈利承压。2025 年第一季度营收 5.36 亿元（同比-17.8%），归母净利润 0.56 亿元（同比-54.1%）。毛利率 54.47%（同比+0.26pct），净利率大幅下滑至 10.47%（同比-8.29pct）主因销售费用率同比+9.61pct 至 36.44%，销售费用率增长主要系收入下滑以及广告宣传费用支出增加所致。经营现金流同比+147.95%至 1.82 亿元。

除线上渠道外其他渠道增速稳健，核心品类毛利率持续提升。1) **分渠道：**2024 年直营/加盟/线上/团购渠道收入分别同比+1.8%/+1.4%/-7.4%/+5.1%，其中线下渠道增速稳健、团购保持较快增长，线上渠道有所下滑；线下门店数基本稳定，直营和加盟门店分别+1/-23 家，单店收入持续提升。毛利率方面，直营、加盟、团购渠道毛利率分别小幅下滑 2.28/0.64/2.21pct，但线上渠道毛利率同比提升 2.27pct。2) **分品类：**被芯类收入 12.00 亿元（同比-1.6%）仍为第一大品类，毛利率提升 0.98pct 至 55.86%；套件类收入 11.94 亿元（同比-0.17%），毛利率+0.05pct 至 57.87%，基本保持稳定。

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，2025 年有望受益于婚庆需求反弹。我们看好今年后续几个季度公司业绩回暖，全年有望受益于婚庆需求反弹、家纺补贴政策、消费刺激政策，全年业绩仍有望实现稳健增长，同时维持可观的分红水平和股息率。主要基于一季度销售费用支出略超预期，以及后续宏观环境仍存在不确定性，我们小幅下调 2025-2026 年盈利预测，预计 2025~2027 年净利润分别为 5.5/5.9/6.2 亿元（2025-2026 年前值为 5.7/6.0 亿元），同比+1.4%/6.6%/6.1%。维持 8.9~9.6 元目标价，对应 2025 年 14~15x PE，维持“优于大市”评级。

盈利预测和财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	3,030	3,011	3,173	3,328	3,473
(+/-%)	-1.6%	-0.6%	5.4%	4.9%	4.3%
净利润(百万元)	572	542	550	587	622
(+/-%)	7.2%	-5.2%	1.4%	6.6%	6.1%
每股收益(元)	0.68	0.65	0.66	0.70	0.74
EBIT Margin	21.0%	20.7%	19.8%	20.1%	20.6%
净资产收益率 (ROE)	14.8%	13.9%	13.9%	14.6%	15.3%
市盈率 (PE)	12.2	12.9	12.7	11.9	11.3
EV/EBITDA	11.4	11.6	11.1	10.4	9.8
市净率 (PB)	1.81	1.80	1.77	1.75	1.72

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	8.35 元
总市值/流通市值	7004/4073 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	41.59 百万元

市场走势

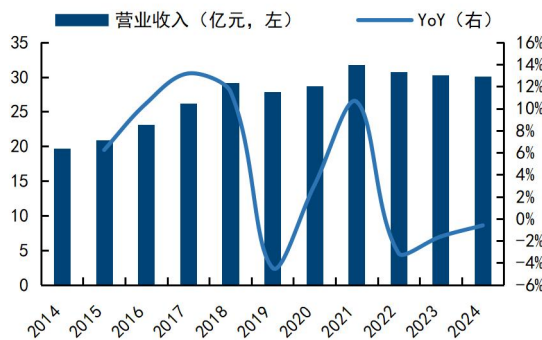


资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《富安娜 (002327.SZ) - 第三季度收入同比下滑 11%，销售费用率增长致净利率承压》——2024-10-28
- 《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

图1: 公司营业收入及增速 (单位: 亿元、%)



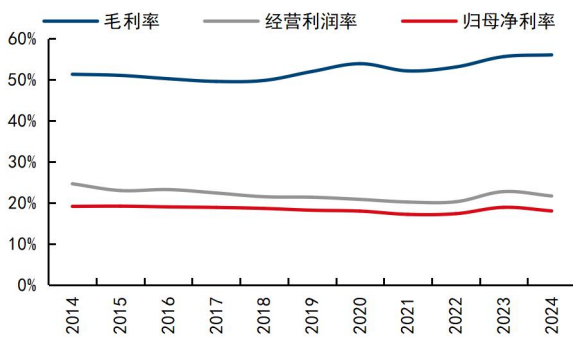
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图2: 公司归母净利润及增速 (单位: 亿元、%)



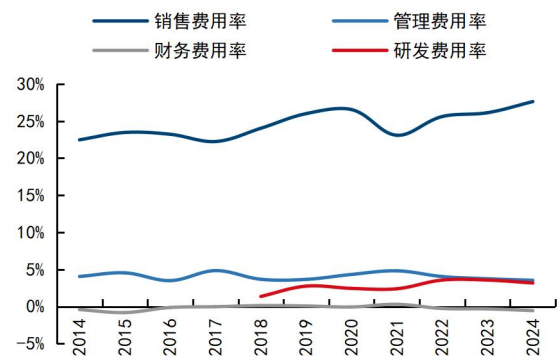
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

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



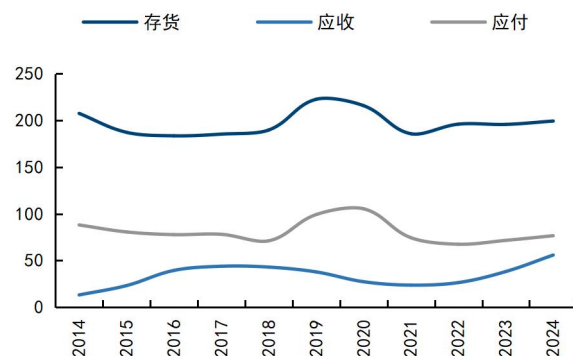
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

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, %)



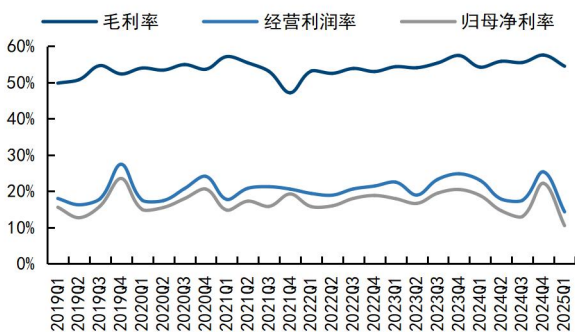
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图8: 公司季度归母净利润和增长 (亿元, %)



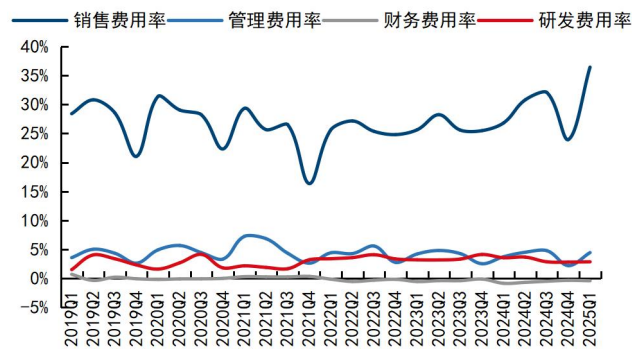
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图9: 公司季度利润率



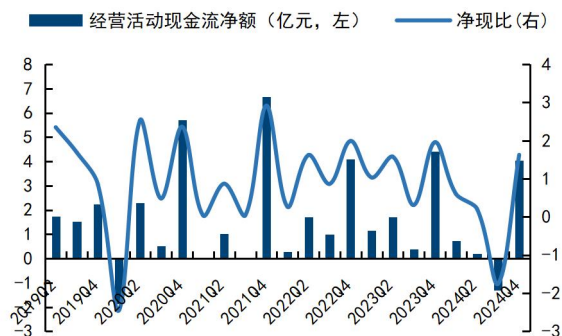
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图10: 公司季度费用率



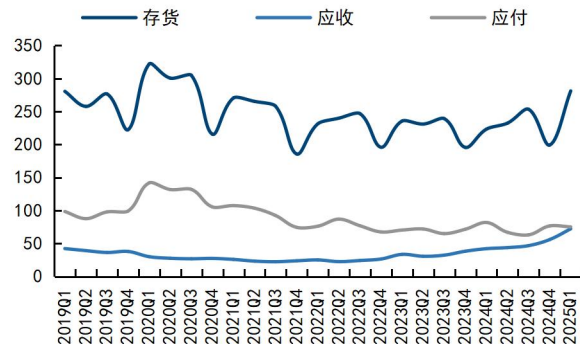
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图11: 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12: 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

表1: 富安娜业务拆分（按渠道分）

	2021	2022	2023	2024	2023 H1	2023 H2	2024 H1	2024 H2
收入（百万元）	3179	3080	3030	3011	1272	1757	1308	1704
直营	767.09	731.21	722.89	735.75	312.38	410.51	309.48	426.27
店数	470	470	484	485	473	484	498	485
单店收入	169.15	155.58	151.55	151.86	66.25	85.79	63.03	86.73
加盟	814.33	827.73	824.19	835.75	322.61	501.58	328.90	506.86
店数	1,055	999	1,010	987	991	1,010	1,033	987
单店收入	78.15	80.60	82.05	83.70	32.55	49.66	31.84	51.35
电商	1,323.41	1,280.49	1,210.19	1,120.61	530.88	679.31	527.60	593.01
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	172.49				
其他	98.08	102.84	108.22	146.64				
收入 YOY	10.6%	-3.1%	-1.6%	-0.6%	-4.7%	0.8%	2.8%	-3.1%
直营	10.4%	-4.7%	-1.1%	1.8%	-6.3%	3.2%	-0.9%	3.8%
店数	7.6%	0.0%	3.0%	0.2%	-0.2%	3.0%	5.3%	0.2%
单店收入	8.4%	-8.0%	-2.6%	0.2%	-5.8%	1.3%	-4.9%	1.1%
加盟	5.0%	1.6%	-0.4%	1.4%	-2.4%	0.9%	1.9%	1.1%
店数	2.5%	-5.3%	1.1%	-2.3%	-4.9%	1.1%	4.2%	-2.3%
单店收入	7.0%	3.1%	1.8%	2.0%	2.6%	-0.2%	-2.2%	3.4%
电商	16.6%	-3.2%	-5.5%	-7.4%	-6.0%	-5.1%	-0.6%	-12.7%
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%	5.1%				
其他	31.2%	4.9%	5.2%	35.5%				
毛利率	52.1%	53.1%	55.6%	56.1%	54.2%	56.7%	55.0%	56.8%
直营	65.3%	66.5%	70.1%	67.9%	68.5%	71.4%	68.0%	67.7%
加盟	50.0%	52.7%	56.2%	55.6%	51.3%	59.4%	53.2%	57.1%
电商	46.2%	46.3%	48.0%	50.3%	44.5%	50.7%	46.5%	53.6%
团购	42.4%	44.5%	43.8%	41.6%				
其他	64.7%	57.2%	57.5%	60.8%				

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

表2: 富安娜业务拆分 (按品类分)

	2020	2021	2022	2023	2024
收入 (百万元)	2,874.05	3,179.28	3,079.59	3,029.57	3,011.25
套件	1139.86	1254.75	1206.04	1196.36	1194.345
被芯	1115.28	1232.57	1202.18	1219.07	1199.618
枕芯	221.59	238.78	233.23	223.08	216.849
其他主营业务	310.41	353.61	438.14	391.06	400.4416
收入 YOY	3.1%	10.6%	-3.1%	-1.6%	-0.6%
套件	1.3%	10.1%	-3.9%	-0.8%	-0.2%
被芯	8.5%	10.5%	-2.5%	1.4%	-1.6%
枕芯	-5.4%	7.8%	-2.3%	-4.4%	-2.8%
其他主营业务	-3.8%	13.9%	23.9%	-10.7%	2.4%
毛利率	53.9%	52.1%	53.1%	55.6%	56.1%
套件	55.1%	56.5%	56.2%	57.8%	57.9%
被芯	52.4%	52.4%	52.8%	54.9%	55.9%

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

投资建议: 看好公司经营韧性及出色盈利能力, 2025 年有望受益于婚庆需求反弹

2024 年消费环境疲软, 公司业绩表现稳健, 收入基本持平, 毛利率持续提升, 净利润小幅下滑, 表现好于行业; 同时保持 95.8% 的高分红水平。2025 年一季度虽然业绩短期承压, 但一季度去年基数本身较高, 且一季度在全年收入利润占比较低, 我们依然看好今年后续几个季度公司业绩回暖, 全年有望受益于婚庆需求反弹、家纺补贴政策、消费刺激政策, 全年业绩仍有望实现稳健增长, 同时维持可观的分红水平和股息率。

主要基于一季度销售费用支出略超预期, 以及后续宏观环境仍存在不确定性, 我们小幅下调 2025-2026 年盈利预测, 预计 2025~2027 年净利润分别为 5.5/5.9/6.2 亿元 (2025-2026 年前值为 5.7/6.0 亿元), 同比+1.4%/6.6%/6.1%。维持 8.9~9.6 元目标价, 对应 2025 年 14~15x PE, 维持“优于大市”评级。

表3: 盈利预测和财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	3,030	3,011	3,173	3,328	3,473
(+/-%)	-1.6%	-0.6%	5.4%	4.9%	4.3%
净利润 (百万元)	572	542	550	587	622
(+/-%)	7.2%	-5.2%	1.4%	6.6%	6.1%
每股收益 (元)	0.68	0.65	0.66	0.70	0.74
EBIT Margin	21.0%	20.7%	19.8%	20.1%	20.6%
净资产收益率 (ROE)	14.8%	13.9%	13.9%	14.6%	15.3%
市盈率 (PE)	12.2	12.9	12.7	11.9	11.3
EV/EBITDA	11.4	11.6	11.1	10.4	9.8
市净率 (PB)	1.81	1.80	1.77	1.75	1.72

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	公司	投资	收盘价	EPS			PE			g	PEG	总市值
代码	名称	评级	人民币	2024A	2025E	2026E	2024A	2025E	2026E	2023~2026	2025	(人民币 亿元)
002327.SZ	富安娜	优于大市	8.4	0.65	0.66	0.70	12.9	12.7	11.9	4.0%	3.18	70.0
可比公司												
002293.SZ	罗莱生活	无评级	9.0	0.52	0.59	0.66	17.2	15.1	13.6	12.5%	1.20	74.8
603365.SH	水星家纺	无评级	16.3	1.26	1.43	1.61	12.9	11.4	10.1	12.8%	0.89	42.8

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, 水星家纺 2024 年为预测值

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）					
	2023	2024	2025E	2026E	2027E		2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	390	470	1110	1172	1211	营业收入	3030	3011	3173	3328	3473
应收款项	429	600	261	274	285	营业成本	1344	1323	1413	1482	1543
存货净额	701	763	761	759	788	营业税金及附加	36	32	34	35	37
其他流动资产	545	467	492	516	538	销售费用	792	832	888	923	953
流动资产合计	2980	2949	3273	3369	3472	管理费用	113	106	115	119	123
固定资产	1205	1166	1199	1205	1201	研发费用	108	95	100	103	107
无形资产及其他	96	93	90	87	85	财务费用	(10)	(17)	(18)	(19)	(19)
投资性房地产	663	748	748	748	748	投资收益	35	20	21	22	22
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产减值及公允价值变动	2	11	(11)	(12)	(12)
资产总计	4945	4956	5310	5409	5505	其他收入	(103)	(112)	(90)	(93)	(100)
短期借款及交易性金融负债	100	181	191	191	191	营业利润	688	652	660	704	747
应付款项	393	325	399	417	433	营业外净收支	5	3	5	5	5
其他流动负债	444	413	635	662	686	利润总额	693	655	665	709	752
流动负债合计	937	919	1224	1270	1310	所得税费用	121	113	115	122	130
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	149	145	139	133	127	归属于母公司净利润	572	542	550	587	622
长期负债合计	149	145	139	133	127	现金流量表（百万元）					
负债合计	1086	1064	1363	1404	1437	净利润	572	542	550	587	622
少数股东权益	0	0	0	0	0	资产减值准备	4	14	(18)	(0)	(0)
股东权益	3859	3892	3947	4005	4068	折旧摊销	72	72	127	137	146
负债和股东权益总计	4945	4956	5310	5409	5505	公允价值变动损失	(2)	(11)	11	12	12
关键财务与估值指标						财务费用	(10)	(17)	(18)	(19)	(19)
每股收益	0.68	0.65	0.66	0.70	0.74	营运资本变动	(310)	(328)	588	6	(30)
每股红利	0.60	0.64	0.59	0.63	0.67	其它	(4)	(14)	18	0	0
每股净资产	4.61	4.64	4.71	4.78	4.85	经营活动现金流	332	275	1277	740	751
ROIC	21%	18%	19%	22%	24%	资本开支	(60)	(53)	(151)	(151)	(151)
ROE	15%	14%	14%	15%	15%	其它投资现金流	95	267	0	0	0
毛利率	56%	56%	55%	55%	56%	投资活动现金流	35	214	(151)	(151)	(151)
EBIT Margin	21%	21%	20%	20%	21%	权益性融资	0	11	0	0	0
EBITDA Margin	23%	23%	24%	24%	25%	负债净变化	0	0	0	0	0
收入增长	-2%	-1%	5%	5%	4%	支付股利、利息	(499)	(537)	(495)	(528)	(560)
净利润增长率	7%	-5%	1%	7%	6%	其它融资现金流	525	654	10	0	0
资产负债率	22%	21%	26%	26%	26%	融资活动现金流	(473)	(409)	(485)	(528)	(560)
息率	7.1%	7.7%	7.1%	7.5%	8.0%	现金净变动	(105)	80	641	61	40
P/E	12.2	12.9	12.7	11.9	11.3	货币资金的期初余额	495	390	470	1110	1172
P/B	1.8	1.8	1.8	1.7	1.7	货币资金的期末余额	390	470	1110	1172	1211
EV/EBITDA	11.4	11.6	11.1	10.4	9.8	企业自由现金流	228	205	1083	545	556
						权益自由现金流	753	859	1090	543	553

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