

2025 年 04 月 29 日

高分红延续，25Q1 销售费用率提升

富安娜(002327)

评级:	买入	股票代码:	002327
上次评级:	买入	52 周最高价/最低价:	11.68/6.94
目标价格:		总市值(亿)	66.18
最新收盘价:	7.89	自由流通市值(亿)	38.48
		自由流通股数(百万)	487.75

事件概述

2024 年公司收入/归母净利/扣非归母净利/经营性现金流分别为 30.11/5.42/5.04/3.66 亿元，同比增长-0.60%/-5.22%/-3.47%/-52.18%，业绩低于股权激励要求。24 年收入略有下滑主要由于电商收入下降 7.4%，净利降幅高于收入主要由于销售费用率提升、其他收益及投资收益（增值税加计抵扣减少 600 万元、投资收益减少 1500 万元）减少以及减值计提（应收账款坏账损失 1450 万元、固定资产减值损失 500 万元）增加。剔除公允价值变动损失（23/24 年为 0.1/0.02 亿元）、投资净收益（23/24 年为 0.35/0.20 亿元）、其他收益（23/24 年为 0.3/0.24 亿元）、资产减值损失（23/24 年为-0.12/-0.13 亿元）、信用减值损失（23/24 年为-0.03/-0.16 亿元）后归母净利为 5.3 亿元、同比下降 0.2%；非经主要为政府补助 0.17 亿元及公允价值变动损益 0.17 亿元。经营现金流低于净利主要由于应收项目增加、应付项目减少。

24 年每 10 股拟派发现金红利 6.2 元，分红率为 95.8%（23 年为 95.1%），股息率为 7.4%。

2025Q1 公司收入/归母净利/扣非归母净利分别为 5.36/0.56/0.49 亿元、同比增长-17.8%/-54.12%/-53.43%。归母净利大幅下降主要由于销售费用增加 2000 万元、其他收益及投资收益减少 670 万元。

分析判断：

24 年直营平效下降、加盟平效持平。1) 分渠道来看，收入下降主要由于电商下降（主要受京东影响），24 年直营/加盟/电商/团购/其他收入分别为 7.36/8.36/11.21/1.73/1.47 亿元、同比增长 1.78%/1.4%/-7.4%/5.13%/35.5%。24 年末直营/加盟店数分别为 485/987 家，其中新开门店数分别为 41/136 家、关闭门店数分别为 40/159 家，净开 1/-23 家，同比增长 0.2%/-2.3%，推算直营店效/加盟单店出货（152/85 万元），同比增长 1.57%/3.77%。直营/加盟单店面积分别为 156/217 平，同比增长 6.1%/3.6%，推算直营/加盟店坪效分别为 9715/3903 元，同比增长-4.27%/0.17%。线上渠道中，天猫/京东/唯品会分别占比 25%/44%/14%，天猫/京东/唯品会交易金额分别为 2.84/4.88/1.55 亿元，同比提升-4%/3%/-11%，退货率分别为 7.3%/8.6%/16%，截至 2024 年末，公司电商团队共 268 人，同比提升 16%，团队以净利为考核，遵循高质量发展。2) 分地域来看，大本营华南地区收入增长 4.58%，华东/华中/西南/华北/西北/东北地区同比增长-6.23%/-4.99%/2.06%/6.25%/-0.39%/-8.14%，东北地区降幅最大，华南、西南、华北地区收入保持增长。

24 年毛利率提升但净利率下降主要由于销售费用率提升、其他收益+投资净收益占比下降、减值计提增加。（1）2024 年公司毛利率同比提升 0.4PCT 至 56.1%，主要由于电商毛利率提升，直营/加盟/电商毛利率分别为 67.86%/55.57%/50.26%、同比提升-2.28/-0.64/2.27PCT。24 年归母净利率同比下降 0.9PCT 至 18.0%。24 年销售/管理/研发/财务费用率为 27.6%/3.5%/3.2%/-0.6%、同比增加 1.5/-0.2/-0.4/-0.2pct；销售费用率增长主要由于广告宣传费、销售相关股权激励费用增长。24 年税金及附加占比下降 0.1PCT，其他收益+投资收益占比下降 0.7PCT，其他收益主要由于增值税加计抵扣减少、投资收益下降主要由于处置交易性金融资产的投资收益下降；公允价值变动收益占比提升 0.2PCT，减值计提增加 0.5PCT，所得税占比下降 0.2PCT。（2）2025Q1 毛利率同比提升 0.3PCT 至 54.5%；净利率同比下降 8.3PCT 至 10.5%。毛利率提升但净利率下降主要由于费用率（销售、管理、财务）提升、其他+投资收益占比下降、营业外净收入占比下降。25Q1 销售/管理/研发/财务费用率为 36.4%/4.5%/2.9%/-0.4%、同比增加 9.6/0.7/-0.7/0.4PCT。25Q1 税金及附加占比提升 0.2PCT，其他收益+投资收益占比下降 0.8PCT；公允价值变动收益占比下降 0.1PCT，减值转回增加 2.2PCT，营业外净收入占比下降 0.7PCT，所得税占比下降 1.0PCT 至 3.8%。

库存及存货周转天数略有提升。24 年末存货为 7.63 亿元、同比增加 8.86%，存货周转天数 199 天、同比增加 3 天。应收账款为 5.48 亿元、同比增长 41.2%，应收账款周转天数为 56 天、同比增加 18 天。24Q1 存货周转天数为 281 天、同比增加 58 天，应收账款周转天数为 72 天、同比增加 30 天。

投资建议

我们分析，（1）短期来看，1）公司今年有望加大线上投入，在投流面临瓶颈的背景下，公司电商有望依托产品力提升和人效管控更加稳健，发力直播电商，确立“品牌自播+短视频内容+达人分销”的立体化运营模式，带动线上收入和利润提升；2）在贸易战背景下，国内刺激内需消费的政策如以旧换新、消费券等有望持续推出，带动家纺消费；3）公司也在持续深化商超渠道合作，24 年山姆贡献较大增量，未来永辉、胖东来也有望持续提供增量。（2）中期来看，公司加盟店仍有较大拓展空间，三四线加盟商存在高端品牌需求，公司将通过直营门店赋能，专门针对三四线城市的消费改善型客户拓展低线城市门店。公司也将聚焦经济发达区域铺开超品形象店，进一步提升私域流量管理能力和销售能力，持续提升品牌形象。考虑费用投入加大，维持盈利预测，维持 25-26 年收入预测 31.76/33.39 亿元，新增 27 年收入预测 35.11 亿元；维持 25-26 年归母净利润预测为 5.59/5.92 亿元，新增 27 年归母净利润预测 6.22 亿元；对应维持 25-26 年 EPS 0.67/0.71 元，新增 27 年 EPS 预测 0.74 元，2025 年 4 月 29 日收盘价 7.89 元对应 25/26/27 年 PE 分别为 12/11/11X，股息率 7.4%，看好公司高股息、利润稳健、有望持续提升市场份额，维持“买入”评级。

风险提示

原材料价格波动风险；经营业绩受波动；系统性风险。

盈利预测与估值

财务摘要	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	3,030	3,011	3,176	3,339	3,511
YoY (%)	-1.6%	-0.6%	5.5%	5.1%	5.2%
归母净利润(百万元)	572	542	559	592	622
YoY (%)	7.0%	-5.2%	3.1%	5.9%	5.1%
毛利率 (%)	55.6%	56.1%	56.2%	56.3%	56.4%
每股收益 (元)	0.68	0.65	0.67	0.71	0.74
ROE	14.8%	13.9%	14.0%	14.7%	15.6%
市盈率	12.24	12.92	11.84	11.18	10.63

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师：唐爽爽

邮箱：tangss@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519090002

联系电话：

分析师：李佳妮

邮箱：lijn@hx168.com.cn

SAC NO: S1120524120003

联系电话：

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	现金流量表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	3,011	3,176	3,339	3,511	净利润	542	559	592	622
YoY (%)	-0.6%	5.5%	5.1%	5.2%	折旧和摊销	233	53	57	59
营业成本	1,323	1,393	1,461	1,533	营运资金变动	-401	443	-13	-13
营业税金及附加	32	32	33	35	经营活动现金流	366	1,027	603	632
销售费用	832	842	868	913	资本开支	-67	-121	-135	-149
管理费用	106	141	174	183	投资	314	0	0	0
财务费用	-17	-6	-16	-18	投资活动现金流	279	-89	-101	-114
研发费用	95	95	98	109	股权募资	11	0	0	0
资产减值损失	-13	0	0	0	债务募资	80	-54	-26	0
投资收益	20	32	33	35	筹资活动现金流	-564	-472	-503	-548
营业利润	652	716	758	797	现金净流量	80	466	-2	-30
营业外收支	3	0	1	1	主要财务指标				
利润总额	655	717	759	798	成长能力 (%)				
所得税	113	158	167	176	营业收入增长率	-0.6%	5.5%	5.1%	5.2%
净利润	542	559	592	622	净利润增长率	-5.2%	3.1%	5.9%	5.1%
归属于母公司净利润	542	559	592	622	盈利能力 (%)				
YoY (%)	-5.2%	3.1%	5.9%	5.1%	毛利率	56.1%	56.2%	56.3%	56.4%
每股收益	0.65	0.67	0.71	0.74	净利率	18.0%	17.6%	17.7%	17.7%
资产负债表 (百万元)					总资产收益率 ROA	10.9%	10.9%	11.5%	12.0%
货币资金	470	936	934	905	净资产收益率 ROE	13.9%	14.0%	14.7%	15.6%
预付款项	60	33	35	37	偿债能力 (%)				
存货	763	763	800	840	流动比率	3.21	3.18	3.18	3.07
其他流动资产	1,655	1,342	1,357	1,373	速动比率	2.31	2.35	2.33	2.22
流动资产合计	2,949	3,075	3,127	3,154	现金比率	0.51	0.97	0.95	0.88
长期股权投资	0	0	0	0	资产负债率	21.5%	21.8%	21.8%	22.7%
固定资产	1,160	1,266	1,347	1,403	经营效率 (%)				
无形资产	93	97	100	101	总资产周转率	0.61	0.62	0.65	0.68
非流动资产合计	2,007	2,039	2,040	2,012	每股指标 (元)				
资产合计	4,956	5,113	5,167	5,165	每股收益	0.65	0.67	0.71	0.74
短期借款	80	26	0	0	每股净资产	4.64	4.77	4.82	4.76
应付账款及票据	325	443	464	487	每股经营现金流	0.44	1.22	0.72	0.75
其他流动负债	514	499	519	539	每股股利	0.00	0.49	0.57	0.65
流动负债合计	919	968	983	1,026	估值分析				
长期借款	0	0	0	0	PE	12.92	11.84	11.18	10.63
其他长期负债	145	145	145	145	PB	1.91	1.75	1.73	1.75
非流动负债合计	145	145	145	145					
负债合计	1,064	1,113	1,128	1,171					
股本	839	839	839	839					
少数股东权益	0	0	0	0					
股东权益合计	3,892	4,000	4,039	3,994					
负债和股东权益合计	4,956	5,113	5,167	5,165					

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，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，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资 评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，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，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。