

延续高分红，期待公司经营拐点

核心观点

- 公司 2024 年实现收入 30.1 亿，同比下降 0.6%，实现归母净利润 5.4 亿，同比下降 5.22%。25Q1 收入和归母净利润分别同比下降 17.8%和 54.1%，低于市场预期。公司全年预计分红率为 95.8%，维持高分红。
- 分渠道来看：1）线上渠道：2024 年收入同比下降 7.4%，但是毛利率同比提升 2.3pct 至 50.3%，公司保持战略定力，维持线上高质量发展，构建了“精细化运营+柔性供应链+全域营销”三位一体的核心竞争力。2）直营渠道：2024 年收入同比增长 1.8%，毛利率同比下降 2.3pct 至 67.9%，全年直营门店净开店 1 家，年均单店销售收入 151.70 万，同比增长 1.57%。3）加盟渠道：2024 年收入同比增长 1.4%，毛利率同比下降 0.6pct 至 55.6%，全年加盟门店净关店 23 家。公司深化加盟管理体系改革，通过优化组织架构与账期风控机制，强化对全国市场的统筹管理。4）团购：2024 年收入同比增长 5.1%，毛利率同比下降 2.2pct 至 41.6%。
- 2024 年公司毛利率同比增长 0.4pct 至 56.1%，费用率方面，2024 年销售、管理和研发费用率分别同比增长 1.5pct、-0.2pct 和 -0.4pct，其中 24Q4 销售费用率同比下降 1.5pct，而 24Q3 同比增长 6.5pct，我们推测主要由于 24Q3 装修返利费用提前确认所致。2024 年归母净利率同比降低 0.9pct 至 18%。
- 截至 2024 年底，公司存货周转天数为 199 天，同比增加 4 天，经营活动现金流净额为 3.66 亿，去年同期为 7.66 亿。
- 根据公司公告，一季度经营承压的重要原因之一是电商平台费用增长，而流量转化低于预期，同时一季度两个重要节日直营和加盟的销售同比也下降较大。
- 尽管短期业绩有所波动，但是公司仍然维持高分红政策回馈投资者，高股息具备吸引力。中长期来看，凭借鲜明的品牌辨识度、线上线下各渠道的调整升级，同时伴随国内对消费政策的持续加码，公司经营也有望逐步改善。

盈利预测与投资建议

- 根据年报和一季报，我们调整盈利预测并引入 2027 年的盈利预测，预计公司 2025-2027 年 EPS 为 0.64、0.69 和 0.76 元（原 25-26 年为 0.66 和 0.71 元），DCF 目标估值 11.48 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

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	3,030	3,011	2,991	3,165	3,412
同比增长(%)	-1.6%	-0.6%	-0.7%	5.8%	7.8%
营业利润(百万元)	688	652	649	691	762
同比增长(%)	10.4%	-5.3%	-0.5%	6.5%	10.3%
归属母公司净利润(百万元)	572	542	540	575	633
同比增长(%)	7.0%	-5.2%	-0.5%	6.5%	10.2%
每股收益(元)	0.68	0.65	0.64	0.69	0.76
毛利率(%)	55.6%	56.1%	56.2%	56.3%	56.4%
净利率(%)	18.9%	18.0%	18.0%	18.2%	18.6%
净资产收益率(%)	15.0%	14.0%	12.9%	12.7%	13.7%
市盈率	11.4	12.0	12.1	11.4	10.3
市净率	1.7	1.7	1.5	1.4	1.4

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（2025年04月30日）	7.78 元
目标价格	11.48 元
52 周最高价/最低价	11/6.94 元
总股本/流通 A 股（万股）	83,875/48,775
A 股市值（百万元）	6,525
国家/地区	中国
行业	纺织服装
报告发布日期	2025 年 05 月 06 日

股价表现

	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现%	-5.58	-7.16	-11.49	-24.62
相对表现%	-5.15	-3.47	-10.27	-29.23
沪深 300%	-0.43	-3.69	-1.22	4.61



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

业绩短期承压，期待终端零售改善	2024-11-01
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

根据年报和一季报，我们调整盈利预测并引入 2027 年的盈利预测（下调了收入、上调了毛利率），预计公司 2025-2027 年 EPS 为 0.64、0.69 和 0.76 元（原 25-26 年为 0.66 和 0.71 元），DCF 目标估值 11.48 元，维持“买入”评级。

表 1：目标价敏感性分析

		永续增长率 $G_n(\%)$				
		1.00%	2.00%	3.00%	4.00%	5.00%
WACC(%)	4.01%	12.96	15.38	19.71	29.78	79.00
	4.51%	11.75	13.58	16.63	22.70	40.74
	5.01%	10.76	12.19	14.42	18.43	27.74
	5.51%	9.94	11.07	12.76	15.58	21.20
	6.01%	9.24	10.16	11.48	13.54	17.26
	6.51%	8.65	9.40	10.44	12.01	14.62
	7.01%	8.13	8.75	9.60	10.82	12.73
	7.51%	7.68	8.20	8.89	9.86	11.32
	8.01%	7.28	7.72	8.30	9.08	10.21

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 $G_n(\%)$	1.5%	权益比率 $E/(D+E)$	80%
无风险利率 R_f	1.64%	债务利率 r_d	3.6%
无杠杆影响的 β 系数	0.63	WACC	6.01%
市场收益率 R_m	8.58%		
股权投资成本 (K_e)	6.84%		

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。

信息披露

依据《发布证券研究报告暂行规定》以下条款：

发布对具体股票作出明确估值和投资评级的证券研究报告时，公司持有该股票达到相关上市公司已发行股份1%以上的，应当在证券研究报告中向客户披露本公司持有该股票的情况，

就本证券研究报告中涉及符合上述条件的股票，向客户披露本公司持有该股票的情况如下：

截止本报告发布之日，资产管理、私募业务合计持有富安娜(002327，买入)股票达到相关上市公司已发行股份 1%以上。

提请客户在阅读和使用本研究报告时充分考虑以上披露信息。

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	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	390	470	966	612	532	营业收入	3,030	3,011	2,991	3,165	3,412
应收票据、账款及款项融资	388	548	389	412	444	营业成本	1,344	1,323	1,309	1,383	1,489
预付账款	22	60	60	63	68	销售费用	792	832	831	877	921
存货	701	763	811	1,037	1,191	管理费用	113	106	106	112	121
其他	1,480	1,107	1,107	1,110	1,114	研发费用	108	95	95	100	108
流动资产合计	2,980	2,949	3,334	3,234	3,351	财务费用	(10)	(17)	1	(0)	6
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产、信用减值损失	15	29	29	29	29
固定资产	1,163	1,160	1,319	1,460	1,593	公允价值变动收益	(10)	(2)	(10)	(10)	(10)
在建工程	42	6	6	6	6	投资净收益	35	20	35	35	35
无形资产	96	93	186	275	360	其他	(5)	(7)	3	1	(1)
其他	663	748	697	677	677	营业利润	688	652	649	691	762
非流动资产合计	1,964	2,007	2,209	2,418	2,636	营业外收入	7	7	7	7	7
资产总计	4,945	4,956	5,542	5,652	5,986	营业外支出	2	4	4	4	4
短期借款	0	80	80	80	268	利润总额	693	655	652	695	766
应付票据及应付账款	393	325	321	339	365	所得税	121	113	113	120	132
其他	544	514	514	517	521	净利润	572	542	540	575	633
流动负债合计	937	919	915	936	1,154	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	572	542	540	575	633
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益（元）	0.68	0.65	0.64	0.69	0.76
其他	149	145	144	144	144	主要财务比率					
非流动负债合计	149	145	144	144	144		2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
负债合计	1,086	1,064	1,060	1,081	1,299	成长能力					
少数股东权益	0	0	0	0	0	营业收入	-1.6%	-0.6%	-0.7%	5.8%	7.8%
实收资本（或股本）	837	839	839	839	839	营业利润	10.4%	-5.3%	-0.5%	6.5%	10.3%
资本公积	39	64	115	115	115	归属于母公司净利润	7.0%	-5.2%	-0.5%	6.5%	10.2%
留存收益	2,983	2,990	3,529	3,618	3,734	获利能力					
其他	0	0	0	0	0	毛利率	55.6%	56.1%	56.2%	56.3%	56.4%
股东权益合计	3,859	3,892	4,483	4,572	4,688	净利率	18.9%	18.0%	18.0%	18.2%	18.6%
负债和股东权益总计	4,945	4,956	5,542	5,652	5,986	ROE	15.0%	14.0%	12.9%	12.7%	13.7%
现金流量表						ROIC	14.3%	13.1%	12.3%	12.1%	13.0%
单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	偿债能力					
净利润	572	542	540	575	633	资产负债率	22.0%	21.5%	19.1%	19.1%	21.7%
折旧摊销	87	112	107	90	82	净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
财务费用	(10)	(17)	1	(0)	6	流动比率	3.18	3.21	3.64	3.45	2.90
投资损失	(35)	(20)	(35)	(35)	(35)	速动比率	2.42	2.38	2.76	2.35	1.87
营运资金变动	(170)	(244)	108	(234)	(166)	营运能力					
其它	322	(7)	0	10	10	应收账款周转率	9.4	6.4	6.4	7.9	8.0
经营活动现金流	766	366	721	406	531	存货周转率	1.8	1.8	1.7	1.5	1.3
资本支出	(36)	(34)	(300)	(300)	(300)	总资产周转率	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6
长期投资	0	0	0	0	0	每股指标（元）					
其他	(269)	312	25	25	25	每股收益	0.68	0.65	0.64	0.69	0.76
投资活动现金流	(304)	279	(275)	(275)	(275)	每股经营现金流	0.92	0.44	0.86	0.48	0.63
债权融资	8	1	0	0	0	每股净资产	4.60	4.64	5.34	5.45	5.59
股权融资	17	26	51	0	0	估值比率					
其他	(595)	(592)	(1)	(486)	(335)	市盈率	11.4	12.0	12.1	11.4	10.3
筹资活动现金流	(571)	(564)	51	(486)	(335)	市净率	1.7	1.7	1.5	1.4	1.4
汇率变动影响	0	0	-0	-0	-0	EV/EBITDA	7.2	7.4	7.3	7.1	6.5
现金净增加额	(109)	80	496	(355)	(79)	EV/EBIT	8.2	8.7	8.5	8.0	7.2

资料来源：东方证券研究所

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。