

纺织服饰

2025年08月31日

富安娜 (002327)

——库存清理导致利润率短期承压，账上资金储备充足

报告原因：有业绩公布需要点评

增持 (维持)

投资要点：

- **公司发布25年中报，营收，利润均低于预期。**25H1营收10.9亿元(同比-16.6%)，归母净利润1.06亿元(同比-51.3%)。其中，25Q2单季营收5.6亿元(同比-15.3%)，归母净利润0.5亿元(同比-47.7%)。线下直营与加盟终端日常及节庆营销活动产出同比下降，加盟商库存周转周期延长，导致营收下滑较大。
- **为加大商品结构调整，公司加快库存清理，短期利润率承压。**1) 25H1毛利率53.6%(同比-1.4pct)，期间费用率42.4%(同比+6.6pct)，其中销售费用率36.1%(同比+7.3pct)，主要系商场代垫费用同比+148%，由本期平台扣点费用增加，促销活动模式调整及营销活动影响所致，最终归母净利率9.7%(同比-6.9pct)。2) 25Q2毛利率52.8%(同比-3.1pct)，期间费用率41.4%(同比+3.2pct)，其中销售费用率35.7%(同比+4.9pct)，最终归母净利率9.0%(同比-5.6pct)。25Q2费用变化趋势与上半年整体一致，后续公司将通过线上精准投放与线下渠道协同，严格控制低效费用支出，优化费用结构。
- **经营现金流表现优异，账上资金储备充足。**25H1经营现金流净额2.9亿元(同比+211%)，得益于本期购买商品、接受劳务支付的现金减少，资金回笼效率显著提升。25H1存货7.6亿元(同比-6.6%)，存货周转天数271天(同比+39天)。截至25H1末，账上货币资金、交易性金融资产及其他流动资产合计超13亿元，相当充裕，具备全年高分红条件。
- **分渠道看，线上线下营收均下滑，加盟受外部环境承压。**1) 25H1线上/直营/加盟营收分别5/2.8/1.9亿元，同比-5%/-9.1%/-43.3%，毛利率49.4%/66.3%/49.3%，同比+2.9/-1.8/-3.9pct。截至25H1，公司直营会员人数达205万(较年初新增+10.8万)，已拥有客户私域场景，将持续私域会员运营，提升门店综合服务能力。然而，受宏观环境影响，部分加盟商经营不善，门店优化调整，短期营收贡献较大下滑。2) 从门店数量看，25H1末总门店数1414家(较年初新开25-新关83=净关58家)，其中直营486家(净开1家)、加盟928家(净关59家)，后续公司将加强对加盟商的管理输出与支持，推动加盟渠道健康发展。
- **富安娜作为中国家纺民族品牌，短期处于经营调整期，但资产质量优秀，维持“增持”评级。**考虑到外部零售环境及公司经营调整节奏，我们主要下调各渠道营收增速，并上调销售费用率，因此下调盈利预测，预计25-27年归母净利润3.9/4.6/5.1亿元(原5.0/5.4/5.8亿元)，对应PE为16/13/12倍，参照可比服装家纺公司平均PE估值，给予25年18倍PE，目标市值68亿元，较8/29市值有10%上涨空间，维持“增持”评级。
- **风险提示：**国内零售恢复低于预期；行业竞争加剧；商品房住宅销售不达预期。

市场数据： 2025年08月29日

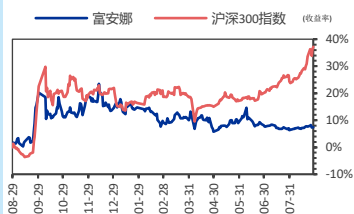
收盘价(元)	7.34
一年内最高/最低(元)	10.27/7.03
市净率	1.6
股息率(分红/股价)	8.45
流通A股市值(百万元)	3,580
上证指数/深证成指	3,857.93/12,696.15

注：“股息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据： 2025年06月30日

每股净资产(元)	4.17
资产负债率%	20.51
总股本/流通A股(百万)	838/488
流通B股/H股(百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

《富安娜(002327)点评：短期快速调整为长期健康发展，仍是优质高分红标杆》
2025/04/28

证券分析师

王立平 A0230511040052
wanglp@swsresearch.com
求佳峰 A0230523060001
qiuji@swsresearch.com

联系人

求佳峰
(8621)23297818x
qiuji@swsresearch.com

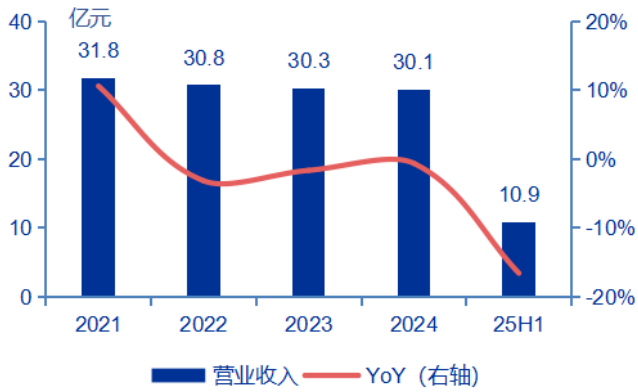


申万宏源研究微信服务号

财务数据及盈利预测

	2024	2025H1	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	3,011	1,091	2,612	2,822	3,018
同比增长率(%)	-0.6	-16.6	-13.3	8.0	6.9
归母净利润(百万元)	542	106	385	456	508
同比增长率(%)	-5.2	-51.3	-29.0	18.4	11.4
每股收益(元/股)	0.65	0.13	0.46	0.54	0.61
毛利率(%)	56.1	53.6	55.6	56.0	56.4
ROE(%)	13.9	3.0	10.3	11.9	13.1
市盈率	11		16	13	12

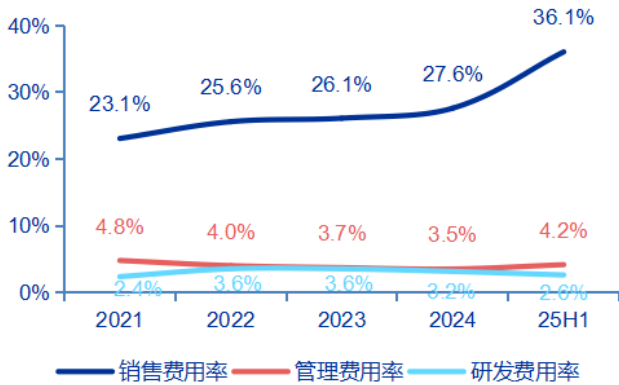
注：“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的ROE

图 1: 25H1 营收同比下降 16.6%


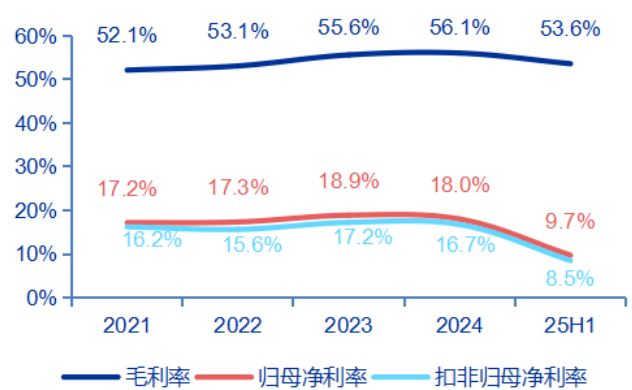
资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

图 2: 25H1 归母净利润同比下降 51.3%


资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

图 3: 25H1 销售费用率 36.1%, 管理费用率 4.2%, 研发费用率 2.6%


资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

图 4: 25H1 毛利率 53.6%, 归母净利率 9.7%, 扣非归母净利率 8.5%


资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

财务摘要

百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	3,030	3,011	2,612	2,822	3,018
其中：营业收入	3,030	3,011	2,612	2,822	3,018
减：营业成本	1,344	1,323	1,159	1,243	1,317
减：税金及附加	36	32	28	30	32
主营业务利润	1,650	1,656	1,425	1,549	1,669
减：销售费用	792	832	849	861	905
减：管理费用	113	106	91	99	106
减：研发费用	108	95	78	93	100
减：财务费用	-10	-17	-19	-21	-23
经营性利润	647	640	426	517	581
加：信用减值损失（损失以“-”填列）	-3	-16	-10	-10	-10
加：资产减值损失（损失以“-”填列）	-12	-13	0	0	0
加：投资收益及其他	65	44	44	44	44
营业利润	688	652	459	552	615
加：营业外净收入	5	3	3	3	3
利润总额	693	655	463	555	619
减：所得税	121	113	77	99	111
净利润	572	542	385	456	508
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属于母公司所有者的净利润	572	542	385	456	508

资料来源：公司公告，申万宏源研究

【投资收益及其他】包括投资收益、其他收益、净敞口套期收益、公允价值变动收益、资产处置收益等

【营业外净收入】营业外收入减营业外支出

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东组	茅炯	021-33388488	maojiong@swhy.com
银行团队	李庆	021-33388245	liqing3@swhy.com
华北组	肖霞	010-66500628	xiaoxia@swhy.com
华南组	张晓卓	13724383669	zhangxiaozhuo@swhy.com
华东创新团队	朱晓艺	021-33388860	zhuxiaoyi@swhy.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swhy.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20%以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数

法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国境内（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的真实性、准确性或完整性。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。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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报告。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司强烈建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。