

富安娜 (002327.SZ)

2025H1 渠道去库致使销售波动，关注后续基本面改善进度

2025H1 公司营收下降 16.6%，归母净利润下降 51.3%。公司发布 2025H1 半年报，营收同比下降 16.6%至 10.9 亿元，毛利率同比-1.4pcts 至 53.6%，销售费用率同比+7.3%至 36.1%，管理费用率同比+0.1pcts 至 4.2%，由于收入的下降同时营销投入增加，上半年费用率承压，综合归母净利率同比-6.9pcts 至 9.7%，归母净利润同比下降 51.3%至 1.1 亿元。单 Q2 来看，公司营收同比下降 15.32%至 5.55 亿元，归母净利润同比下降 47.71%至 0.5 亿元。

直营渠道：2025H1 终端客流波动导致直营渠道营收下降，公司持续加大直营渠道零售能力建设。2025H1 公司直营渠道营收同比下降 9.10%至 2.8 亿元，毛利率同比下降 1.75pcts 至 66.29%，截止 2025H1 末公司直营门店数量为 486 家，较年初净开 1 家门店。面对消费环境的波动，公司持续提升直营渠道的门店零售管理能力，截至 2025H1 末公司直营会员人数 205 万，1-6 月新增会员数 10.8 万，随着互联网普及，线下门店的流量影响较大，公司将持续加强私域会员运营，提升门店综合服务能力。

加盟渠道：2025H1 加盟渠道库存去化导致营收大幅下滑，低效门店持续缩减。2025H1 公司加盟业务营收同比下降 43.34%至 1.9 亿元，毛利率同比降低 3.89pcts 至 49.34%，2025H1 公司加盟门店数量为 928 家，对比上年初净关 59 家，我们判断面对波动的消费环境，部分低效门店出清，2025 年全年来看，我们预计加盟渠道仍将以库存去化为主线。

电商渠道：2025H1 电商业务营收降幅较小，产品结构优化带动毛利率提升。2025H1 公司电商业务营收同比下降 5.01%至 5 亿元，毛利率同比提升 2.89pcts 至 49.41%，电商毛利率持续提升，展望 2025H2 公司将重点聚焦大单品战略，集中资源加大大单品推广力度，同时通过精细化运营提升大单品市场占有率和毛利率。

公司推动库存去化以及应收账款回流，2025H1 经营活动现金流大幅增长。截止 2025H1 公司存货金额同比下降 6.6%至 7.6 亿元（较年初持平），公司应收账款金额同比增长 10.9%至 2.8 亿元（较年初下降 50%），面对波动的消费环境，公司加大库存管控力度，同时持续推进应收账款回流，2025H1 公司经营性现金流净额同比大幅增长 210.8%至 2.9 亿元。

展望 2025 全年，我们预计公司业绩下滑 30%左右。家纺品类作为可选性较强的品类，需求恢复速度相对较慢，同时 2025 年富安娜持续推进库存去化，结合上半年的经营表现，我们预计公司 2025 年全年收入下降 11%至 26.87 亿元，归母净利润同比下降 30.4%至 3.78 亿元。

盈利预测和投资建议：公司为国内家纺行业龙头，当前我们预计公司 2025-2027 年业绩为 3.78/4.07/4.37 亿元，现价对应 2025 年 PE 为 16 倍，维持“买入”评级。

风险提示：消费环境波动，盈利质量不及预期，门店扩张不及预期。

财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	3,030	3,011	2,687	2,819	2,940
增长率 yoy (%)	-1.6	-0.6	-10.8	4.9	4.3
归母净利润 (百万元)	572	542	378	407	437
增长率 yoy (%)	7.0	-5.2	-30.4	7.7	7.3
EPS 最新摊薄 (元/股)	0.68	0.65	0.45	0.49	0.52
净资产收益率 (%)	14.8	13.9	10.1	11.2	12.3
P/E (倍)	10.8	11.3	16.3	15.1	14.1
P/B (倍)	1.6	1.6	1.6	1.7	1.7

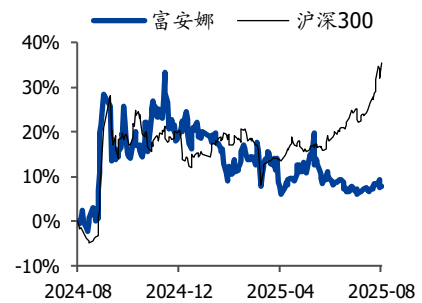
资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2025 年 08 月 29 日收盘价

买入 (维持)

股票信息

行业	服装家纺
前次评级	买入
08 月 29 日收盘价 (元)	7.34
总市值 (百万元)	6,152.72
总股本 (百万股)	838.25
其中自由流通股 (%)	58.19
30 日日均成交量 (百万股)	7.22

股价走势



作者

分析师	杨莹
执业证书编号:	S0680520070003
邮箱:	yangying1@gszq.com
分析师	侯子夜
执业证书编号:	S0680523080004
邮箱:	houziye@gszq.com
分析师	王佳伟
执业证书编号:	S0680524060004
邮箱:	wangjiawei@gszq.com

相关研究

- 《富安娜 (002327.SZ): 2024 年业绩保持平稳, 2025 年稳健经营仍是重点》 2025-04-30
- 《富安娜 (002327.SZ): 艺术家纺领导者, 持续高分红回馈市场》 2025-02-03

财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	2980	2949	2692	2583	2446
现金	390	470	741	460	386
应收票据及应收账款	388	548	287	121	331
其他应收款	41	52	31	56	35
预付账款	22	60	13	64	16
存货	701	763	564	826	622
其他流动资产	1439	1055	1055	1055	1055
非流动资产	1964	2007	2015	2065	2108
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	1163	1160	1180	1202	1226
无形资产	96	93	88	83	78
其他非流动资产	705	754	748	779	804
资产总计	4945	4956	4707	4647	4554
流动负债	937	919	813	864	856
短期借款	0	80	80	80	80
应付票据及应付账款	393	325	326	355	355
其他流动负债	544	514	407	429	421
非流动负债	149	145	145	145	145
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	149	145	145	145	145
负债合计	1086	1064	958	1009	1001
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	837	839	839	839	839
资本公积	83	115	115	115	115
留存收益	2983	2990	3013	3036	3059
归属母公司股东权益	3859	3892	3749	3638	3553
负债和股东权益	4945	4956	4707	4647	4554

现金流量表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	766	366	994	336	547
净利润	572	542	378	407	437
折旧摊销	107	122	112	72	78
财务费用	-10	-17	-8	-8	-5
投资损失	-35	-20	-44	-46	-36
营运资金变动	0	-401	524	-121	55
其他经营现金流	132	139	33	31	19
投资活动现金流	-304	279	-109	-107	-105
资本支出	80	69	9	49	44
长期投资	-300	314	0	0	0
其他投资现金流	-525	662	-101	-58	-61
筹资活动现金流	-571	-564	-613	-510	-516
短期借款	0	80	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	9	2	0	0	0
资本公积增加	36	31	0	0	0
其他筹资现金流	-616	-678	-613	-510	-516
现金净增加额	-109	80	271	-281	-74

利润表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	3030	3011	2687	2819	2940
营业成本	1344	1323	1200	1256	1309
营业税金及附加	36	32	29	30	32
营业费用	792	832	860	896	926
管理费用	113	106	95	100	104
研发费用	108	95	89	92	91
财务费用	-10	-17	-8	-8	-5
资产减值损失	-12	-13	-7	-8	-9
其他收益	30	24	14	14	15
公允价值变动收益	-10	-2	-33	-31	-19
投资净收益	35	20	44	46	36
资产处置收益	0	1	0	0	0
营业利润	688	652	455	488	525
营业外收入	7	7	7	7	7
营业外支出	2	4	3	3	3
利润总额	693	655	460	493	529
所得税	121	113	82	86	93
净利润	572	542	378	407	437
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	572	542	378	407	437
EBITDA	788	768	558	552	599
EPS (元)	0.68	0.65	0.45	0.49	0.52

主要财务比率

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入(%)	-1.6	-0.6	-10.8	4.9	4.3
营业利润(%)	10.4	-5.3	-30.2	7.3	7.4
归属于母公司净利润(%)	7.0	-5.2	-30.4	7.7	7.3
获利能力					
毛利率(%)	55.6	56.1	55.4	55.4	55.5
净利率(%)	18.9	18.0	14.1	14.4	14.8
ROE(%)	14.8	13.9	10.1	11.2	12.3
ROIC(%)	13.7	12.7	9.2	10.3	11.4
偿债能力					
资产负债率(%)	22.0	21.5	20.3	21.7	22.0
净负债比率(%)	-3.7	-3.7	-13.8	-6.5	-4.6
流动比率	3.2	3.2	3.3	3.0	2.9
速动比率	1.9	1.9	2.1	1.5	1.6
营运能力					
总资产周转率	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6
应收账款周转率	9.4	6.4	6.4	13.8	13.0
应付账款周转率	3.8	3.7	3.7	3.7	3.7
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.68	0.65	0.45	0.49	0.52
每股经营现金流(最新摊薄)	0.91	0.44	1.19	0.40	0.65
每股净资产(最新摊薄)	4.60	4.64	4.47	4.34	4.24
估值比率					
P/E	10.8	11.3	16.3	15.1	14.1
P/B	1.6	1.6	1.6	1.7	1.7
EV/EBITDA	6.5	7.0	8.9	9.5	8.9

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2025年08月29日收盘价

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。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客户。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在 -5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市东城区永定门西滨河路 8 号院 7 楼中海地产广场东塔 7 层
 邮编：100077
 邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道 1115 号北京银行大厦
 邮编：330038
 传真：0791-86281485
 邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦东新区南洋泾路 555 号陆家嘴金融街区 22 栋
 邮编：200120
 电话：021-38124100
 邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路 100 号鼎和大厦 24 楼
 邮编：518033
 邮箱：gsresearch@gszq.com