

2025年09月03日

去库存业绩承压，关注公司回购进展

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:	10.27/7.03
目标价格:		总市值(亿)	61.53
最新收盘价:	7.25	自由流通市值(亿)	35.80
		自由流通股数(百万)	487.75

事件概述

2025H1 公司收入/归母净利/扣非归母净利/经营性现金流分别为 10.91/1.06/0.93/2.90 亿元，同比增长-16.56%/-51.31%/-51.95%/210.80%。收入下降主要由于加盟渠道去库存中，净利降幅高于收入主要由于去库存导致毛利率下降、销售费用增加 1700 万元、投资收益减少 500 万元。经营现金流高于净利主要由于应收较年初减少。

2025Q2 公司收入/归母净利/扣非归母净利分别为 5.55/0.50/0.44/1.08 亿元、同比增长-15.3%/-47.7%/-50.2%，自 Q1 以来持续承压。

分析判断:

收入全渠道下滑，加盟降幅最大。1) 分渠道来看，收入下降主要由于加盟下降，25H1 线上/直营/加盟收入分别为 5.01/2.81/1.86 亿元、同比下降 5.01%/9.10%/43.34%。直营/加盟店数分别为 486/928 家，净开 1/-59 家，同比减少 2%/12%，推算半年直营店效/加盟单店出货 (58/20 万元)，同比下降 7%/37%。直营/加盟单店面积分别为 168/218 平，同比增长 11.7%/3.7%，推算半年直营/加盟店坪效分别为 3453/919 元，同比下降 17%/39%。线上渠道中，天猫/京东/唯品会分别占比 26%/46%/15%，天猫/京东/唯品会交易金额分别为 1.32/2.33/0.77 亿元，同比提升 4.3%/-7.7%/-17.2%，退货率分别为 7.13%/11.52%/17.29%，截至报告期内，公司电商团队共 281 人，同比提升 18%，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下降 17.82%，华东/华中/西南/华北/西北/东北地区同比下降 11.06%/2.49%/20.20%/28.32%/15.92%/13.91%，华北地区降幅最大。

25H1 归母净利率降幅高于毛利率主要由于销售及财务费用率提升、投资收益下降、营业外收入下降。

(1) 2025H1 公司毛利率同比下降 1.4PCT 至 53.6%，主要由于电商毛利率提升，直营/加盟/电商毛利率分别为 66.29%/49.34%/49.34%、同比提升-1.75/-3.89/2.89PCT，电商提升主要来自货品结构调整带来的提价，加盟下降则主要由于去库存。25H1 归母净利率同比下降 6.9PCT 至 9.7%。归母净利率降幅高于毛利率主要由于销售费用率提升 7.3PCT、财务费用率提升 0.3PCT、投资收益下降 0.3PCT、营业外收入下降 0.2PCT。(2) 2025Q2 毛利率同比下降 3.1PCT 至 52.8%；净利率同比下降 5.6PCT 至 9.0%。净利率降幅高于毛利率主要由于销售费用率提升 4.9PCT、其他收益占比下降 0.3PCT、投资收益占比下降 0.5PCT。

存货减少，应收账款周转天数提升。25H1 存货为 7.64 亿元、同比减少 6.61%，存货周转天数 271 天、同比增加 39 天。应收账款为 2.75 亿元、同比增长 10.94%，应收账款周转天数为 68 天、同比增加 24 天。应付账款为 1.57 亿元、同比增长 12.48%，应付账款周转天数为 75 天、同比增加 8 天。

投资建议

我们分析，(1) 今年全年公司致力于去库存特别是渠道库存，预计全年业绩承压，Q3 有望在低基数基础上改善，但 Q4 仍有压力。(2) 中长期来看，团购和商超渠道有望成为新看点，公司持续深化商超渠道合作，山姆贡献较大增量，未来永辉、胖东来也有望持续提供增量。考虑费用投入加大，下调盈利预测，下调 25-27 年收入预测 31.76/33.39/35.11 亿元至 25.98/27.31/28.51 亿元；下调 25-27 年归母净利预测 5.59/5.92/6.22 亿元至 3.80/4.37/4.84 亿元；对应下调 25-27 年 EPS 0.67/0.71/0.74 元至 0.45/0.52/0.58 元，2025 年 9 月 3 日收盘价 7.25 元对应 25/26/27 年 PE 分别为 16/14/13X，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	2,598	2,731	2,851
YoY (%)	-1.6%	-0.6%	-13.7%	5.2%	4.4%
归母净利润(百万元)	572	542	380	437	485
YoY (%)	7.0%	-5.2%	-29.9%	15.1%	10.8%
毛利率 (%)	55.6%	56.1%	55.0%	55.1%	55.4%
每股收益 (元)	0.68	0.65	0.45	0.52	0.58
ROE	14.8%	13.9%	9.9%	11.8%	13.8%
市盈率	12.24	12.92	16.00	13.90	12.55

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)					现金流量表 (百万元)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	3,011	2,598	2,731	2,851	净利润	542	380	437	485
YoY (%)	-0.6%	-13.7%	5.2%	4.4%	折旧和摊销	233	53	57	59
营业成本	1,323	1,169	1,226	1,271	营运资金变动	-401	487	-10	-9
营业税金及附加	32	26	27	29	经营活动现金流	366	910	470	520
销售费用	832	746	727	736	资本开支	-67	-121	-135	-149
管理费用	106	116	142	143	投资	314	0	0	0
财务费用	-17	-6	-14	-15	投资活动现金流	279	-108	-121	-135
研发费用	95	78	80	86	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	13	14	14	筹资活动现金流	-564	-472	-503	-548
营业利润	652	487	560	621	现金净流量	80	331	-154	-163
营业外收支	3	0	1	1	主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
利润总额	655	487	561	621	成长能力 (%)				
所得税	113	107	123	137	营业收入增长率	-0.6%	-13.7%	5.2%	4.4%
净利润	542	380	437	485	净利润增长率	-5.2%	-29.9%	15.1%	10.8%
归属于母公司净利润	542	380	437	485	盈利能力 (%)				
YoY (%)	-5.2%	-29.9%	15.1%	10.8%	毛利率	56.1%	55.0%	55.1%	55.4%
每股收益	0.65	0.45	0.52	0.58	净利率	18.0%	14.6%	16.0%	17.0%
资产负债表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	总资产收益率 ROA	10.9%	7.9%	9.3%	10.7%
货币资金	470	801	647	484	净资产收益率 ROE	13.9%	9.9%	11.8%	13.8%
预付款项	60	28	29	31	偿债能力 (%)				
存货	763	640	672	697	流动比率	3.21	3.32	3.16	2.91
其他流动资产	1,655	1,290	1,302	1,313	速动比率	2.31	2.51	2.32	2.07
流动资产合计	2,949	2,759	2,650	2,524	现金比率	0.51	0.96	0.77	0.56
长期股权投资	0	0	0	0	资产负债率	21.5%	20.3%	21.0%	22.3%
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	0.54	0.58	0.63
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	4,798	4,691	4,535	每股收益	0.65	0.45	0.52	0.58
短期借款	80	26	0	0	每股净资产	4.64	4.56	4.42	4.20
应付账款及票据	325	371	390	404	每股经营现金流	0.44	1.09	0.56	0.62
其他流动负债	514	434	450	463	每股股利	0.00	0.49	0.57	0.65
流动负债合计	919	831	840	867	估值分析				
长期借款	0	0	0	0	PE	11.21	16.00	13.90	12.55
其他长期负债	145	145	145	145	PB	1.91	1.83	1.89	1.99
非流动负债合计	145	145	145	145					
负债合计	1,064	976	985	1,012					
股本	839	839	839	839					
少数股东权益	0	0	0	0					
股东权益合计	3,892	3,822	3,706	3,523					
负债和股东权益合计	4,956	4,798	4,691	4,535					

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。