



公司评级 增持（维持）

报告日期 2025 年 09 月 05 日

基础数据

09 月 04 日收盘价（元）	7.36
总市值（亿元）	61.69
总股本（亿股）	8.38

来源：聚源，兴业证券经济与金融研究院整理

相关研究

【兴证纺服】富安娜 2024Q3 点评：Q3 环境波动业绩承压，销售费用率增幅明显-2024.10.28

分析师：赵宇

S0190524040004
zhaoyu22@xyzq.com.cn

分析师：林寰宇

S0190524080006
linhuanyu@xyzq.com.cn

富安娜(002327.SZ)

2025H1 渠道去库存影响销售，代垫费用升高影响利润率

投资要点：

- **事件：**公司发布 2025 中报。①2025H1 公司实现营业收入/归母净利润/扣非归母净利润分别为 10.91/1.06/0.93 亿元，同比变动-16.56%/-51.31%/-51.95%。②2025Q2 公司实现营业收入/归母净利润/扣非归母净利润分别为 5.55/0.50/0.44 亿元，同比变动-15.32%/-47.71%/-50.19%。
- **加盟渠道仍在库存调整期。**分渠道看，2025H1 线上收入 5.01 亿元，同比减少 5.01%，毛利率 49.41%，同比上升 2.89pct，面对流量成本上升、平台算法频繁调整，公司加大对流量的精准投放，强化了跨平台流量池的协同效应，2025H1 天猫/京东/唯品会分别实现交易金额 1.32/2.33/0.77 亿元，分别同比变动+7%/-8%/-17%，京东平台交易金额下滑；直营渠道收入 2.81 亿元（占比 25.78%），同比减少 9.10%，毛利率 66.29%，同比下降 1.75pct，公司直营会员人数 205 万，1-6 月新增会员数 10.8 万。加盟渠道收入 1.86 亿元（占比 17.08%），同比减少 43.34%，毛利率 49.34%，同比下降 3.89pct，上半年加盟渠道处于渠道调整期，加大对加盟商的扶持政策。
- **加盟门店净关店，直营门店单店年均收入下降。**截至 2025H1 期末，公司线下门店（专卖店、专柜）共 1414 家，其中加盟门店有 928 家，直营门店有 486 家，2025H1 新开店 25 家。国内直营门店 2025H1 新增 19 家门店，关闭 18 家门店，存量门店总面积 81,477 m²，年均单店销售收入 57.89 万元，较去年同期下降 6.86%。加盟店 2025H1 新开 6 家门店，关闭 65 家门店，加盟门店净关店。
- **毛利率呈现一定压力，代垫费用增多拉高销售费用率。**①2025H1 公司毛利率/归母净利率分别为 53.61%/9.73%，同比变动-1.41pct/-6.94pct，销售/管理/研发/财务费用率分别为 36.07%/4.19%/2.64%/-0.52%，同比变动+7.25%/+0.06/-0.98/+0.25pct。2025H1 销售费用中的广告宣传费 0.64 亿，同比下降 36%，而商场代垫费用 0.79 亿元，同比大增 148%。②2025Q2 公司毛利率/归母净利率分别为 52.77%/9.01%，同比变动-3.05pct/-5.58pct，销售/管理/研发/财务费用率分别为 35.71%/3.93%/2.43%/-0.62%，同比变动+4.91/-0.58/-1.24/+0.07pct。
- **存货规模略有下降，经营性现金流量净额大增。**2025H1 公司期末总库存 7.64 亿元，同比减少 6.61%，其中原材料占比 6.07%，产成品（库存商品）占比 80.29%；库存商品中，直营渠道库存占比 23.60%，电商渠道占比 44.50%，团购渠道占比 7.75%，家居事业部渠道占比 0.79%。2025H1 经营活动产生的现金流量净额为 2.90 亿元，2024H1 该指标为 0.93 亿元，主要是支付货款及其他经营活动有关的现金流出减少所致。
- **盈利预测与投资建议：**公司仍处于线下渠道库存调整期，线上部分加大对渠道的精准流量投放，预计下半年随着公司库存的清理，盈利能力将逐步恢复。预计 2025-2027 年 EPS 分别为 0.45/0.54/0.59 元，对应 9 月 4 日收盘价市盈率分别为 16.5/13.7/12.4 倍，维持“增持”评级。
- **风险提示：**渠道库存商品堆积的风险、需求不及预期风险、行业竞争加剧风险。

主要财务指标

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入（百万元）	3011	2676	2856	3096
同比增长	-0.6%	-11.1%	6.7%	8.4%
归母净利润（百万元）	542	374	451	498
同比增长	-5.2%	-31.0%	20.6%	10.4%
毛利率	56.1%	55.5%	55.6%	55.8%
ROE	13.9%	9.6%	11.5%	12.7%
每股收益（元）	0.65	0.45	0.54	0.59
市盈率	11.4	16.5	13.7	12.4

数据来源：携宁，兴业证券经济与金融研究院整理

注：每股收益均按照最新股本摊薄计算

附表
资产负债表

单位：百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	2949	2754	2896	2979
货币资金	470	783	993	958
交易性金融资产	649	449	349	369
应收票据及应收账款	548	437	459	491
预付款项	60	48	51	55
存货	763	614	638	677
其他	459	423	406	429
非流动资产	2007	2154	2088	2093
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	1160	1110	1061	1013
在建工程	6	25	32	36
无形资产	93	92	92	91
商誉	0	0	0	0
其他	748	926	903	953
资产总计	4956	4908	4984	5072
流动负债	919	877	925	988
短期借款	80	80	80	80
应付票据及应付账款	325	318	338	365
其他	514	479	508	544
非流动负债	145	141	146	146
长期借款	0	0	0	0
其他	145	141	146	146
负债合计	1064	1018	1072	1135
股本	839	838	838	838
未分配利润	2655	2599	2554	2504
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	3892	3890	3912	3937
负债及权益合计	4956	4908	4984	5072

现金流量表

单位：百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
归母净利润	542	374	451	498
折旧和摊销	233	285	251	179
营运资金的变动	-401	235	-7	-58
经营活动产生现金流量	366	907	703	626
资本支出	-67	-139	-129	-129
长期投资	314	200	100	-20
投资活动产生现金流量	279	-211	-59	-178
债权融资	80	4	5	0
股权融资	11	0	0	0
融资活动产生现金流量	-564	-383	-434	-483
现金净变动	80	314	210	-35

数据来源：携宁、兴业证券经济与金融研究院

注：每股收益均按照最新股本摊薄计算

利润表

单位：百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	3011	2676	2856	3096
营业成本	1323	1191	1266	1367
税金及附加	32	28	30	33
销售费用	832	843	857	929
管理费用	106	107	109	118
研发费用	95	86	91	99
财务费用	-17	-4	-14	-20
投资收益	20	19	20	22
公允价值变动收益	-2	0	0	0
信用减值损失	-16	-9	-8	-8
资产减值损失	-13	-15	-15	-15
营业利润	652	446	539	595
营业外收支	3	5	5	5
利润总额	655	451	544	600
所得税	113	77	92	102
净利润	542	374	451	498
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	542	374	451	498
EPS(元)	0.65	0.45	0.54	0.59

主要财务比率

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
成长性				
营业总收入增长率	-0.6%	-11.1%	6.7%	8.4%
营业利润增长率	-5.3%	-31.6%	20.8%	10.5%
归母净利润增长率	-5.2%	-31.0%	20.6%	10.4%
盈利能力				
毛利率	56.1%	55.5%	55.6%	55.8%
归母净利率	18.0%	14.0%	15.8%	16.1%
ROE	13.9%	9.6%	11.5%	12.7%
偿债能力				
资产负债率	21.5%	20.7%	21.5%	22.4%
流动比率	3.21	3.14	3.13	3.01
速动比率	1.87	1.95	1.99	1.88
营运能力				
资产周转率	60.8%	54.3%	57.7%	61.6%
每股资料(元)				
每股收益	0.65	0.45	0.54	0.59
每股经营现金	0.44	1.08	0.84	0.75
估值比率(倍)				
PE	11.4	16.5	13.7	12.4
PB	1.6	1.6	1.6	1.6

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：沪深两市以沪深 300 指数为基准；北交所市场以北证 50 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 15%
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5% ~ 15% 之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -5% ~ 5% 之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于 -5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

使用本研究报告的风险提示以及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约，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，任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；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，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934 年美国《证券交易所》第 15a-6 条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址：上海浦东新区长柳路 36 号兴业证券大厦 15 层	地址：北京市朝阳区建国门大街甲 6 号世界财富大厦 32 层 01-08 单元	地址：深圳市福田区皇岗路 5001 号深业上城 T2 座 52 楼
邮编：200135	邮编：100020	邮编：518035
邮箱： research@xyzq.com.cn	邮箱： research@xyzq.com.cn	邮箱： research@xyzq.com.cn