

富安娜(002327)

报告日期: 2025年09月21日

## 25H1 业绩承压调整, 期待明年盈利修复弹性

### ——富安娜点评报告

#### 投资要点

##### □ H1 业绩承压, Q2 延续 Q1 趋势

25H1 公司实现收入 10.91 亿元 (同比-16.6%), 归母净利润 1.06 亿元 (同比-51.3%), 扣非后归母净利润 0.93 亿元 (同比-52.0%), 加盟去库存及销售费用增长导致业绩产生波动。

25Q2 实现收入 5.55 亿元 (同比-15.3%), 归母净利润 0.50 亿元 (同比-47.7%), 扣非后归母净利润 0.44 亿元 (同比-50.2%), 延续 Q1 的调整趋势。

##### □ 加盟关店及去库存系收入下滑的最大因素

分渠道看, 25H1 线上/直营/加盟收入分别为 5.0/2.8/1.9 亿元, 同比-5.0%/-9.1%/-43.3%。主要由于终端销售及节庆营销产出下降, 以及加盟渠道关闭低效门店且去库存。上半年直营店净开 1 家至 486 家, 加盟店净关 59 家至 928 家。

分产品看, 25H1 套件/被芯/枕芯/其他收入分别为 4.6/4.1/0.9/1.3 亿元, 同比-21.6%/-13.3%/-14.7%/-7.7%, 套件下滑幅度最大。

##### □ 线上毛利逆势提升, 销售费用增加较多

25H1 整体毛利率 53.6% (同比-1.4pp), 其中线上/直营/加盟分别为 49.4%/66.3%/49.3%, 同比+2.9/-1.8/-3.9pp。线上毛利率逆势提升得益于高单价、高毛利产品占比提升; 直营毛利率下滑是由于加快库存清理; 加盟毛利率下滑是由于公司加盟支持力度较去年同期更大。

25H1 归母净利率 9.7% (同比-6.9pp), 主要是由于销售费用率同比+7.3pp, 来自线上平台扣点政策及促销活动政策调整带来的费用增加。

##### □ 盈利预测及投资建议:

下半年公司将平衡库存清理及毛利率的调整, 并加强线上精准投放、严控低效费用支出, 并通过聚焦大单品战略改善产品结构及毛利率。但考虑到上半年业绩承压及加盟商去库存可能持续影响下半年收入表现, 我们下调 25 全年盈利预测, 同时期待 26 年业绩修复弹性。

预计公司 25-27 年实现收入 26.5/27.8/29.1 亿元, 同比-12%/+5%/+5%, 归母净利润 3.6/4.0/4.4 亿元, 同比-33%/+11%/+9%, 对应 PE 17/15/14 倍, 公司长期发展稳健、高分红属性突出, 维持“买入”评级。

##### □ 风险提示: 原材料价格大幅波动, 加盟去库存周期延长, 电商平台竞争加剧或政策变化

#### 投资评级: 买入(维持)

分析师: 马莉  
执业证书号: S1230520070002  
mali@stocke.com.cn

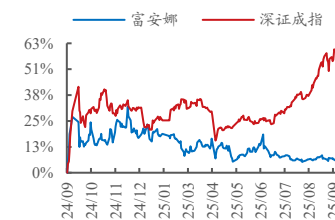
分析师: 詹陆雨  
执业证书号: S1230520070005  
zhanluyu@stocke.com.cn

分析师: 邹国强  
执业证书号: S1230523080010  
zouguoqiang@stocke.com.cn

#### 基本数据

收盘价	¥ 7.23
总市值(百万元)	6,060.52
总股本(百万股)	838.25

#### 股票走势图



#### 相关报告

- 《24 年业绩与分红均稳健, 25Q1 单季短暂波动》2025.05.05
- 《Q3 净利短暂承压波动, Q4 销售有望环比回暖》2024.10.31
- 《Q2 运营基本稳健, 羽绒战略储备有望巩固盈利能力》2024.08.26

#### 财务摘要

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	3011.3	2649.2	2781.8	2913.9
(+/-) (%)	-0.6%	-12.0%	5.0%	4.8%
归母净利润	542.3	360.9	400.5	435.7
(+/-) (%)	-5.2%	-33.4%	11.0%	8.8%
每股收益(元)	0.65	0.43	0.48	0.52
P/E	11.2	16.8	15.1	13.9

资料来源: 浙商证券研究所

## 表附录：三大报表预测值

### 资产负债表

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
<b>流动资产</b>	<b>2,949</b>	<b>2,923</b>	<b>2,985</b>	<b>3,049</b>
现金	470	548	573	707
交易性金融资产	649	549	599	574
应收账款	548	580	533	527
其它应收款	52	36	43	46
预付账款	60	33	48	37
存货	763	717	719	694
其他	407	460	470	465
<b>非流动资产</b>	<b>2,007</b>	<b>2,007</b>	<b>2,008</b>	<b>1,986</b>
金融资产类	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0
固定资产	1,160	1,155	1,139	1,121
无形资产	93	90	87	84
在建工程	6	17	22	15
其他	748	745	760	766
<b>资产总计</b>	<b>4,956</b>	<b>4,930</b>	<b>4,994</b>	<b>5,035</b>
<b>流动负债</b>	<b>919</b>	<b>884</b>	<b>920</b>	<b>942</b>
短期借款	80	100	100	100
应付款项	265	245	284	312
预收账款	2	5	5	4
其他	572	534	531	525
<b>非流动负债</b>	<b>145</b>	<b>137</b>	<b>143</b>	<b>142</b>
长期借款	0	0	0	0
其他	145	137	143	142
<b>负债合计</b>	<b>1,064</b>	<b>1,020</b>	<b>1,064</b>	<b>1,083</b>
少数股东权益	0	0	0	0
归属母公司股东权益	3,892	3,910	3,930	3,952
<b>负债和股东权益</b>	<b>4,956</b>	<b>4,930</b>	<b>4,994</b>	<b>5,035</b>

### 现金流量表

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
<b>经营活动现金流</b>	<b>366</b>	<b>523</b>	<b>543</b>	<b>582</b>
净利润	542	361	400	436
折旧摊销	122	115	118	121
财务费用	(17)	(4)	(5)	(8)
投资损失	(20)	(20)	(20)	(20)
营运资金变动	(401)	68	57	62
其它	139	3	(8)	(8)
<b>投资活动现金流</b>	<b>279</b>	<b>136</b>	<b>(114)</b>	<b>(8)</b>
资本支出	(69)	(69)	(63)	(51)
长期投资	0	0	0	0
其他	347	205	(51)	43
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(564)</b>	<b>(582)</b>	<b>(404)</b>	<b>(440)</b>
短期借款	80	20	0	0
长期借款	(537)	(516)	(338)	(373)
其他	(107)	(86)	(66)	(67)
<b>现金净增加额</b>	<b>80</b>	<b>78</b>	<b>25</b>	<b>134</b>

### 利润表

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
<b>营业收入</b>	<b>3,011</b>	<b>2,649</b>	<b>2,782</b>	<b>2,914</b>
营业成本	1,323	1,170	1,221	1,272
营业税金及附加	32	26	28	29
营业费用	832	874	896	927
管理费用	106	93	100	105
研发费用	95	79	83	87
财务费用	(17)	(4)	(5)	(8)
资产减值损失	(13)	(5)	(5)	(5)
公允价值变动损益	1	1	1	1
投资净收益	20	20	20	20
其他经营收益	24	0	0	0
<b>营业利润</b>	<b>652</b>	<b>435</b>	<b>483</b>	<b>526</b>
营业外收支	3	2	2	2
<b>利润总额</b>	<b>655</b>	<b>437</b>	<b>485</b>	<b>528</b>
所得税	113	77	85	92
<b>净利润</b>	<b>542</b>	<b>361</b>	<b>400</b>	<b>436</b>
少数股东损益	0	0	0	0
<b>归属母公司净利润</b>	<b>542</b>	<b>361</b>	<b>400</b>	<b>436</b>
EBITDA	735	470	522	569
EPS (最新摊薄)	0.65	0.43	0.48	0.52

### 主要财务比率

	2024	2025E	2026E	2027E
<b>成长能力</b>				
营业收入	-0.60%	-12.02%	5.00%	4.75%
营业利润	-5.27%	-33.21%	11.02%	8.90%
归属母公司净利润	-5.22%	-33.44%	10.96%	8.80%
<b>获利能力</b>				
毛利率	56.05%	55.84%	56.10%	56.35%
净利率	18.01%	13.62%	14.40%	14.95%
ROE	13.99%	9.25%	10.22%	11.06%
ROIC	15.61%	10.54%	11.56%	12.43%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	21.47%	20.70%	21.30%	21.52%
净负债比率	27.34%	26.10%	27.07%	27.42%
流动比率	3.21	3.31	3.24	3.24
速动比率	2.31	2.46	2.41	2.46
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	1.02	0.90	0.94	0.97
应收账款周转率	5.95	4.70	5.00	5.50
应付账款周转率	3.69	3.60	3.55	3.40
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益	0.65	0.43	0.48	0.52
每股经营现金	0.44	0.62	0.65	0.69
每股净资产	4.64	4.66	4.69	4.71
<b>估值比率</b>				
P/E	11.18	16.79	15.13	13.91
P/B	1.56	1.55	1.54	1.53
EV/EBITDA	7.71	11.94	10.71	9.59

资料来源：浙商证券研究所

## 股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

## 行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

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。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。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。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者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。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。

本公司的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。本公司的资产管理公司、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、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>