

三季度降幅环比收窄 预计 26 年开始经营逐步改善

核心观点

- **公司单三季度收入和盈利降幅环比收窄，预计各渠道销售环比均有所改善。** 25Q3 公司收入和盈利同比分别下降 7.58% 和 28.34%，环比降幅有所收窄。我们预计三季度公司直营收入下降为个位数左右（2025H1 下降 9% 左右），加盟为双位数下滑（2025H1 下降 43% 左右），电商同比个位数增长（2025H1 下降 5% 左右），各渠道销售环比均略有改善。另外预计三季度团购业务也有一定的增长贡献。三季度公综合毛利率同比仍有下滑，但环比二季度有所上升，我们判断主要和库存处理节奏有关（二季度预计集中处理了一批大额库存）。
- **10 月至今预计基本延续三季度以来的经营小幅改善的态势。** 根据草根跟踪的信息，我们预计 10 月以来公司基本延续三季度开始的环比改善态势，线下同比仍有一定挑战，线上整体恢复情况预计好于线下。双十一方面，我们预计公司直播渠道会带来相对多的增量贡献。
- **我们预计 26 年开始公司经营将逐步改善。** 我们预计 25 年公司整体处于一个终端清理库存的阶段，加盟商心态普遍更为谨慎，反映到报表层面就是加盟业务承压最大。在行业压力之下，公司也将积极探索渠道端和产品的创新，包括渠道端尝试大店升级、电商新模式、即时零售等，产品端包括积极推广爆款单品和针对年轻消费者的产品等。根据目前的消费大环境以及公司本身的策略（优化渠道、支持加盟商去库存，提升电商业务质量等），预计 26 年开始公司经营将逐步恢复增长，终端也将逐步回归历史健康水平。
- **我们预计公司未来仍将保持较高的分红水平。** 2021 年至今，公司每年的分红比率基本保持在 90% 以上，基于公司良好的资产负债结构和相对较好的经营质量，我们预计公司未来仍有望保持较好的分红水平。

盈利预测与投资建议

- 根据之前的中报和最新的三季报，我们调整公司盈利预测（主要下调了未来 3 年加盟和直营业务的收入和毛利率，上调了销售费用率），预计公司 2025-2027 年 EPS 为 0.44、0.50 和 0.57 元（原预测为 0.64、0.69 和 0.76 元），DCF 目标估值 9.53 元，维持“买入”评级。

风险提示

终端消费需求恢复低于预期、电商投入产出比下降等

公司主要财务信息

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	3,030	3,011	2,665	2,848	3,115
同比增长(%)	-1.6%	-0.6%	-11.5%	6.9%	9.4%
营业利润(百万元)	688	652	445	501	575
同比增长(%)	10.4%	-5.3%	-31.8%	12.6%	14.9%
归属母公司净利润(百万元)	572	542	371	417	479
同比增长(%)	7.0%	-5.2%	-31.6%	12.5%	14.8%
每股收益(元)	0.68	0.65	0.44	0.50	0.57
毛利率(%)	55.6%	56.1%	55.5%	55.7%	55.8%
净利率(%)	18.9%	18.0%	13.9%	14.6%	15.4%
净资产收益率(%)	15.0%	14.0%	9.0%	9.6%	10.8%
市盈率	10.5	11.1	16.2	14.4	12.5
市净率	1.6	1.5	1.4	1.4	1.3

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测。每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

投资评级

买入

股价（2025年10月28日）	7.16 元
目标价格	9.53 元
52 周最高价/最低价	9.29/6.99 元
总股本/流通 A 股（万股）	83,825/48,775
A 股市值（百万元）	6,002
国家/地区	中国
行业	纺织服装
报告发布日期	2025 年 10 月 29 日

股价表现

	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现%	0	1.7	-1.65	-10.72
相对表现%	-1.83	-1.42	-15.1	-29.08
沪深 300%	1.83	3.12	13.45	18.36



证券分析师

施红梅 执业证书编号：S0860511010001
shihongmei@orientsec.com.cn
021-63326320

相关报告

延续高分红，期待公司经营拐点	2025-05-06
业绩短期承压，期待终端零售改善	2024-11-01
高分红政策延续，毛利率创新高	2024-04-29

根据之前的中报和最新的三季报，我们调整公司盈利预测（主要下调了未来3年加盟和直营业务的收入和毛利率，上调了销售费用率），预计公司2025-2027年EPS为0.44、0.50和0.57元（原预测为0.64、0.69和0.76元），DCF目标估值9.53元，维持“买入”评级。

表 1：目标价敏感性分析

		永续增长率 Gn(%)				
		-0.50%	0.50%	1.50%	2.50%	3.50%
WACC(%)	4.88%	10.70	12.34	14.96	19.76	31.53
	5.38%	9.80	11.10	13.07	16.41	23.30
	5.88%	9.04	10.09	11.62	14.05	18.52
	6.38%	8.40	9.26	10.47	12.30	15.41
	6.88%	7.84	8.56	9.53	10.95	13.21
	7.38%	7.36	7.96	8.76	9.88	11.59
	7.88%	6.94	7.44	8.10	9.01	10.33
	8.38%	6.56	6.99	7.55	8.29	9.34
	8.88%	6.23	6.60	7.07	7.68	8.53

数据来源：wind，东方证券研究所

表 2：估值参数假设

假设科目	结果	假设科目	结果
所得税税率T	25%	债务比率 D/(D+E)	20%
永续增长率Gn(%)	1.5%	权益比率 E/(D+E)	80%
无风险利率R _f	1.84%	债务利率 r _d	3.5%
无杠杆影响的β系数	0.74	WACC	6.88%
市场收益率R _m	8.78%		
股权投资成本 (Ke)	7.95%		

数据来源：wind，东方证券研究所

风险提示： 终端消费需求恢复低于预期、电商投入产出比下降等

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	390	470	798	546	486	营业收入	3,030	3,011	2,665	2,848	3,115
应收票据、账款及款项融资	388	548	347	371	405	营业成本	1,344	1,323	1,186	1,261	1,375
预付账款	22	60	53	57	62	销售费用	792	832	845	883	934
存货	701	763	830	946	1,100	管理费用	113	106	94	101	110
其他	1,480	1,107	1,101	1,104	1,109	研发费用	108	95	84	90	99
流动资产合计	2,980	2,949	3,129	3,025	3,163	财务费用	(10)	(17)	1	1	7
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产、信用减值损失	15	29	29	29	29
固定资产	1,163	1,160	1,319	1,460	1,593	公允价值变动收益	(10)	(2)	(10)	(10)	(10)
在建工程	42	6	6	6	6	投资净收益	35	20	35	35	35
无形资产	96	93	186	275	360	其他	(5)	(7)	(5)	(7)	(10)
其他	663	748	697	677	677	营业利润	688	652	445	501	575
非流动资产合计	1,964	2,007	2,209	2,418	2,636	营业外收入	7	7	7	7	7
资产总计	4,945	4,956	5,338	5,443	5,799	营业外支出	2	4	4	4	4
短期借款	0	80	80	80	301	利润总额	693	655	448	504	579
应付票据及应付账款	393	325	291	310	338	所得税	121	113	77	87	100
其他	544	514	509	512	516	净利润	572	542	371	417	479
流动负债合计	937	919	880	901	1,154	少数股东损益	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0	归属于母公司净利润	572	542	371	417	479
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益 (元)	0.68	0.65	0.44	0.50	0.57
其他	149	145	144	144	144						
非流动负债合计	149	145	144	144	144						
负债合计	1,086	1,064	1,024	1,046	1,299						
少数股东权益	0	0	0	0	0						
实收资本 (或股本)	837	839	838	838	838	成长能力					
资本公积	39	64	115	115	115	营业收入	-1.6%	-0.6%	-11.5%	6.9%	9.4%
留存收益	2,983	2,990	3,360	3,444	3,547	营业利润	10.4%	-5.3%	-31.8%	12.6%	14.9%
其他	0	0	0	0	0	归属于母公司净利润	7.0%	-5.2%	-31.6%	12.5%	14.8%
股东权益合计	3,859	3,892	4,314	4,397	4,500	获利能力					
负债和股东权益总计	4,945	4,956	5,338	5,443	5,799	毛利率	55.6%	56.1%	55.5%	55.7%	55.8%
						净利率	18.9%	18.0%	13.9%	14.6%	15.4%
						ROE	15.0%	14.0%	9.0%	9.6%	10.8%
						ROIC	14.3%	13.1%	8.6%	9.2%	10.2%
						偿债能力					
						资产负债率	22.0%	21.5%	19.2%	19.2%	22.4%
						净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
						流动比率	3.18	3.21	3.56	3.36	2.74
						速动比率	2.42	2.38	2.61	2.31	1.79
						营运能力					
						应收账款周转率	9.4	6.4	6.0	7.9	8.0
						存货周转率	1.8	1.8	1.5	1.4	1.3
						总资产周转率	0.6	0.6	0.5	0.5	0.6
						每股指标 (元)					
						每股收益	0.68	0.65	0.44	0.50	0.57
						每股经营现金流	0.92	0.44	0.66	0.43	0.45
						每股净资产	4.60	4.64	5.15	5.25	5.37
						估值比率					
						市盈率	10.5	11.1	16.2	14.4	12.5
						市净率	1.6	1.5	1.4	1.4	1.3
						EV/EBITDA	6.5	6.7	9.0	8.5	7.5
						EV/EBIT	7.4	7.9	11.2	10.0	8.6

资料来源：东方证券研究所

信息披露

依据《发布证券研究报告暂行规定》以下条款：

发布对具体股票作出明确估值和投资评级的证券研究报告时，公司持有该股票达到相关上市公司已发行股份1%以上的，应当在证券研究报告中向客户披露本公司持有该股票的情况。

就本证券研究报告中涉及符合上述条件的股票，向客户披露本公司持有该股票的情况如下：

截止本报告发布之日，东证资管、私募业务合计持有富安娜(002327，买入)股票达到相关上市公司已发行股份1%以上。

提请客户在阅读和使用本研究报告时充分考虑以上披露信息。

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内行业或公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）；

公司投资评级的量化标准

- 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
- 增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

- 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

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本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。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或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，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。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。