

2026年04月24日

Q1 迎来业绩拐点，加盟和电商双轮驱动

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:	8.67/6.51
目标价格:		总市值(亿)	61.28
最新收盘价:	7.31	自由流通市值(亿)	27.57
		自由流通股数(百万)	377.00

事件概述

2025年公司收入/归母净利/扣非归母净利/经营性现金流分别为25.85/3.36/2.98/5.58亿元，同比增长-14.15%/-37.94%/-40.87%/52.41%，业绩低于股权激励要求。25年收入下滑主要由于加盟渠道去库存、收入下降，净利降幅高于收入主要由于销售费用率提升、其他收益及投资收益（投资收益减少849万元）减少以及减值计提（应收账款坏账损失2405万元、固定资产减值损失469万元）增加。非经主要为政府补助0.23亿元及公允价值变动损益0.10亿元。经营现金流高于净利主要由于应收项目减少和折旧增加。25Q4单季收入/归母净利/扣非归母净利分别为9.58/1.77/1.52亿元，同比分别增长-15%/-29%/-37%。

25年每10股拟派发现金红利3.85元，分红率为95.4%，股息率为5.3%。

2026Q1公司收入/归母净利/扣非归母净利分别为6.13/0.65/0.61亿元、同比增长14.3%/15.1%/25.2%，

分析判断:

25年加盟平效下降，线上天猫交易额仍双位数增长、京东和唯品会下降。1)分渠道来看，收入下降主要由于加盟下降，25年直营/加盟/电商/团购/其他收入分别为6.63/4.64/11.47/1.97/1.14亿元、同比增长-9.9%/-44.5%/2.3%/14.5%/-22.5%。25年末直营/加盟店数分别为494/899家，其中新开门店数分别为69/65家、关闭门店数分别为60/153家，净开9/-88家，同比增长2%/-9%，推算直营店效/加盟单店出货（134/52万元），同比下降12%/39%。直营/加盟单店面积分别为167/221平，同比增长-2.4%/9.4%，推算直营/加盟店坪效分别为8030/2336元，同比增长-17%/-40%。线上渠道中，天猫/京东/唯品会分别占比28.30%/41.87%/13.38%，天猫/京东/唯品会平台交易额分别为3.3/4.8/1.5亿元，同比增长16%/-2%/-3%，退货率分别为9.8%/10.2%/18.5%。截至2025年末，公司电商团队共271人，同比提升1.12%，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14.28%，华东/华中/西南/华北/西北/东北地区同比增长-13.5%/-12.5%/-18.1%/-4.3%/-13.4%/-20.0%，东北地区降幅最大，华北地区降幅最小。

25年净利率降幅高于毛利率降幅主要由于销售费用率增加、减值计提增加。(1)2024年公司毛利率同比提升-2.9PCT至53.2%，主要由于直营、加盟毛利率下降，直营/加盟/电商毛利率分别为63.01%/48.80%/50.21%、同比提升-4.85/-6.77/-0.05PCT。25年归母净利率同比下降4.99PCT至13.02%。25年销售/管理/研发/财务费用率为32.41%/3.36%/2.62%/-0.37%、同比增加4.78/-0.17/-0.55/0.19pct。减值计提增加1.2PCT。(2)2026Q1毛利率同比下降2.2PCT至52.3%；净利率同比提升0.1PCT至10.5%。毛利率下降但净利率提升主要由于费用率（销售、管理、研发）下降。26Q1销售/管理/研发/财务费用率为33.98%/3.0%/1.84%/-0.36%、同比增加-2.46/-1.45/-1.02/0.05PCT。

25年存货下降。25年末存货为7.04亿元、同比减少7.8%，存货周转天数218天、同比增加19天。应收账款为3.27亿元、同比下降40.29%，应收账款周转天数为61天、同比增加5天。26Q1存货周转天数为219天、同比降低62天，应收账款周转天数为39天、同比减少33天。

投资建议

我们分析，(1)公司25年加盟渠道处于去库存中，26Q1收入恢复双位数增长、去库存初见成效。(2)此前公司电商为保盈利策略，未来有望加大投入、加速增长。(3)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，山姆贡献较甚、胖东来也有望持续提供增量。此外，公司

加盟店仍有较大拓展空间，三四线加盟商存在高端品牌需求，公司将通过直营门店赋能，专门针对三四线城市的消费改善型客户拓展低线城市门店。

调整盈利预测，调整 26-27 年收入预测 27.31/28.51 至 27.10/28.20 亿元，新增 28 年收入预测 29.40 亿元；调整 26-27 年归母净利预测为 4.37/4.85 至 4.20/4.79 亿元，新增 28 年归母净利预测 5.29 亿元；调整 26-27 年 EPS 0.52/0.58 至 0.50/0.57 亿元，新增 28 年 EPS 预测 0.63 元，2026 年 4 月 25 日收盘价 7.31 元对应 26/27/28 年 PE 分别为 14.58/12.80/11.59X，股息率 5.3%，看好公司高股息、业绩拐点，维持“买入”评级。

风险提示

销售费用率高企风险；原材料价格波动风险；系统性风险。

盈利预测与估值

财务摘要	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	3,011	2,585	2,710	2,820	2,940
YoY (%)	-0.6%	-14.2%	4.9%	4.1%	4.2%
归母净利润(百万元)	542	336	420	479	529
YoY (%)	-5.2%	-38.0%	24.9%	13.9%	10.5%
毛利率 (%)	56.1%		55.0%	55.1%	55.4%
每股收益 (元)	0.65	0.40	0.50	0.57	0.63
ROE	13.9%	9.1%	11.5%	13.3%	15.3%
市盈率	11.30	18.21	14.58	12.80	11.59

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：

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)				
	2025A	2026E	2027E	2028E		2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入	2,585	2,710	2,820	2,940	净利润	336	420	479	529
YoY (%)	-14.2%	4.9%	4.1%	4.2%	折旧和摊销	208	53	57	59
营业成本	1,210	1,220	1,266	1,311	营运资金变动	45	281	-9	-9
营业税金及附加	34	27	28	29	经营活动现金流	558	739	506	554
销售费用	838	752	720	728	资本开支	-123	-113	-126	-140
管理费用	87	121	147	147	投资	-12	0	0	0
财务费用	-10	-4	-11	-13	投资活动现金流	-105	-99	-112	-125
研发费用	68	81	83	88	股权募资	0	0	0	0
资产减值损失	-8	0	0	0	债务募资	120	-54	-66	0
投资收益	11	14	14	15	筹资活动现金流	-465	-475	-545	-548
营业利润	412	530	605	668	现金净流量	-12	165	-151	-119
营业外收支	4	8	9	10					
利润总额	415	539	614	678	主要财务指标	2025A	2026E	2027E	2028E
所得税	79	119	135	149	成长能力 (%)				
净利润	336	420	479	529	营业收入增长率	-14.2%	4.9%	4.1%	4.2%
归属于母公司净利润	336	420	479	529	净利润增长率	-38.0%	24.9%	13.9%	10.5%
YoY (%)	-38.0%	24.9%	13.9%	10.5%	盈利能力 (%)				
每股收益	0.40	0.50	0.57	0.63	毛利率	53.2%		55.1%	55.4%
					净利率	13.0%	15.5%	17.0%	18.0%
资产负债表 (百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E	总资产收益率 ROA	7.2%	8.9%	10.4%	11.8%
货币资金	460	625	474	356	净资产收益率 ROE	9.1%	11.5%	13.3%	15.3%
预付款项	37	29	30	31	偿债能力 (%)				
存货	704	668	694	718	流动比率	2.77	2.60	2.58	2.41
其他流动资产	1,132	997	1,007	1,018	速动比率	1.88	1.81	1.73	1.55
流动资产合计	2,333	2,319	2,205	2,123	现金比率	0.55	0.70	0.56	0.40
长期股权投资	0	0	0	0	资产负债率	21.2%	22.1%	21.8%	22.9%
固定资产	978	1,086	1,170	1,229	经营效率 (%)				
无形资产	90	94	97	98	总资产周转率	0.55	0.58	0.61	0.66
非流动资产合计	2,350	2,384	2,389	2,363	每股指标 (元)				
资产合计	4,683	4,704	4,594	4,486	每股收益	0.40	0.50	0.57	0.63
短期借款	120	66	0	0	每股净资产	4.40	4.37	4.29	4.12
应付账款及票据	308	388	402	417	每股经营现金流	0.67	0.88	0.60	0.66
其他流动负债	415	438	451	464	每股股利	0.00	0.49	0.57	0.65
流动负债合计	843	891	853	881	估值分析				
长期借款	0	0	0	0	PE	18.21	14.58	12.80	11.59
其他长期负债	148	148	148	148	PB	1.52	1.67	1.71	1.77
非流动负债合计	148	148	148	148					
负债合计	991	1,040	1,002	1,029					
股本	838	838	838	838					
少数股东权益	0	0	0	0					
股东权益合计	3,691	3,664	3,593	3,457					
负债和股东权益合计	4,683	4,704	4,594	4,486					

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。