

富安娜 (002327.SZ)

强烈推荐 (维持)

2025 年渠道去库存拖累业绩表现, 2026 年有望企稳

受渠道去库存影响, 2025 年公司收入同比下滑 14%至 25.85 亿元, 净利润同比下滑 38%至 3.36 亿元。2026 年一季度经营企稳, 收入同比增长 14%至 6.13 亿元, 净利润同比增长 15%至 0.65 亿元。当前市值对应 26PE17X, 维持强烈推荐评级。

□ 2025 年收入同比下降 14.16%至 25.85 亿元, 主要受经销渠道去库存影响。

2026Q1 收入同比增长 14%至 6.13 亿元。2025 年线下直营收入同比-9.83%至 6.63 亿元, 收入占比 25.67%, 门店数 494 家, 年均单店销售收入 134.3 万元。线下加盟渠道去库存减少发货, 收入同比-44.51%至 4.64 亿元, 收入占比 17.94%, 门店数 899 家。线上收入同比+2.37%至 11.47 亿元, 占比 44.38%。团购收入同比+13.95%至 1.97 亿元, 占比 7.6%。2026Q1 收入恢复增长, 推断渠道库存去化近尾声, 展望全年收入有望企稳。

□ 2025 年净利润率下行, 毛利率下行, 销售费用率提升。2025 年净利润率同比下降 4.99pct 至 13.02%, 归母净利润同比下降 37.95%至 3.36 亿元, 扣非归母净利润同比下降 41.01%至 2.98 亿元。1) 毛利率: 同比下降 2.85pct 至 53.2%, 分渠道来看: 线上同比下降 0.05pct 至 50.21%; 线下直营同比下降 4.85pct 至 63.01%; 线下加盟同比下降 6.77pct 至 48.8%。2) 收入规模减少, 以及线上投流增加导致销售费用率同比提升 4.77pct 至 32.4%, 管理费用率下降 0.17pct 至 3.36%, 研发费用率同比下降 0.55pct 至 2.62%。3) 其他收益及投资净收益同比减少, 信用减值损失同比增加 (2025 年计提 1433 万元 vs2024 年冲回 1625 万元)。

□ 2026Q1 净利润同比增长 15%至 0.65 亿元, 净利润率同比微幅提升。2026Q1 毛利率同比下降 2.16pct 至 52.31%, 但是销售费用率同比下降 2.46pct, 管理费用率 (含研发) 同比下降 2.47%, 信用减值损失当期 311 万元较 2025Q1 减少约 1000 万元。

□ 2025 年末存货以及应收账款规模有所下降, 经营活动净现金流恢复增长, 经营质量好转, 2026Q1 延续此趋势。2025 年存货规模 7.04 亿元, 同比-7.81%。应收账款 3.27 亿元, 同比-40.29%。经营活动净现金流为 5.58 亿元, 同比增长 52%。2026Q1 末存货规模 7.19 亿元, 同比下降 5.6%。应收账款规模 1.98 亿元, 同比下降 37%。

□ 盈利预测及投资建议: 考虑到 2025 年由于渠道去库存导致收入利润下滑, 2026 年有望在低基数的情况下企稳, 下调 2026 年-2028 年的收入利润预测。预计公司 2026 年-2028 年收入规模分别为 26.94 亿元, 28.42 亿元, 29.55 亿元。同比增速分别为 4%、5%、4%。净利润规模分别为 3.63 亿元、3.98 亿元、4.29 亿元, 同比增速分别为 8%、10%、8%。当前市值对应 26PE 为 17X, 维持强烈推荐评级。

□ 风险提示: 终端需求变差导致收入继续下行的风险; 行业竞争加剧导致毛利率

消费品/轻工纺服

目标估值: NA

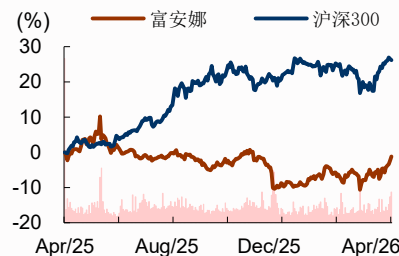
当前股价: 7.31 元

基础数据

总股本 (百万股)	838
已上市流通股 (百万股)	491
总市值 (十亿元)	6.1
流通市值 (十亿元)	3.6
每股净资产 (MRQ)	4.5
ROE (TTM)	9.2
资产负债率	18.1%
主要股东	林国芳
主要股东持股比例	39.74%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	11	1	-5
相对表现	4	-2	-31



资料来源: 公司数据、招商证券

相关报告

- 《富安娜 (002327) —2024 年平稳收官, 2025 年 Q1 经营承压》2025-04-26
- 《富安娜 (002327) —24Q3 收入利润承压, 期待需求改善带来正向经营杠杆》2024-10-27
- 《富安娜 (002327) —24Q2 收入稳健, 销售费用率提升拖累利润表现》2024-08-25

刘丽 S1090517080006

liuli14@cmschina.com.cn

唐圣炆 S1090523120001

tangshengyang@cmschina.com.cn

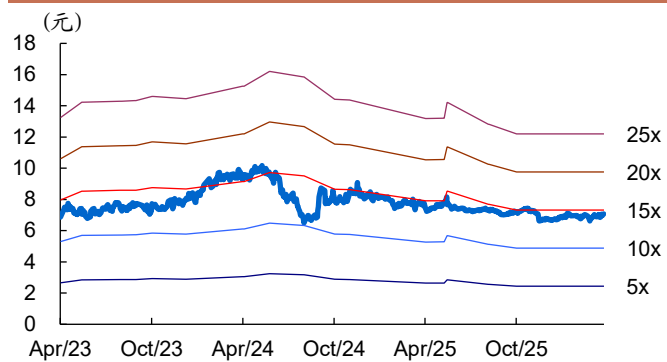
下行的风险。

财务数据与估值

会计年度	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业总收入(百万元)	3011	2585	2694	2842	2955
同比增长	-1%	-14%	4%	5%	4%
营业利润(百万元)	652	412	445	488	527
同比增长	-5%	-37%	8%	10%	8%
归母净利润(百万元)	542	336	363	398	429
同比增长	-5%	-38%	8%	10%	8%
每股收益(元)	0.65	0.40	0.43	0.47	0.51
PE	11.3	18.2	16.9	15.4	14.3
PB	1.6	1.7	1.6	1.6	1.6

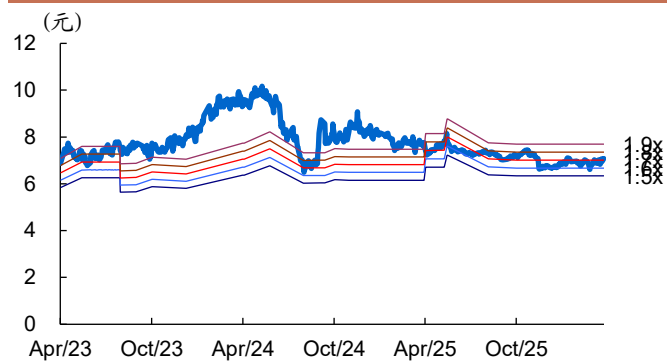
资料来源：公司数据、招商证券

图 1: 富安娜历史 PE Band



资料来源: 公司数据、招商证券

图 2: 富安娜历史 PB Band



资料来源: 公司数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2024	2025	2026E	2027E	2028E
流动资产	2949	2333	2380	2461	2522
现金	470	460	450	450	450
交易性投资	649	420	420	420	420
应收票据	0	0	0	0	0
应收款项	548	327	341	359	374
其它应收款	52	53	56	59	61
存货	763	704	729	767	795
其他	467	368	384	405	421
非流动资产	2007	2350	2323	2301	2282
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	1160	978	976	975	974
无形资产商誉	93	90	81	73	66
其他	754	1282	1266	1253	1243
资产总计	4956	4683	4703	4761	4804
流动负债	919	843	823	810	781
短期借款	80	120	179	147	104
应付账款	325	308	319	335	348
预收账款	48	49	51	53	55
其他	466	367	274	275	275
长期负债	145	148	148	148	148
长期借款	0	0	0	0	0
其他	145	148	148	148	148
负债合计	1064	991	971	958	930
股本	839	838	838	838	838
资本公积金	64	48	48	48	48
留存收益	2990	2805	2846	2917	2988
少数股东权益	0	0	0	0	0
归属于母公司所有者权益	3892	3691	3732	3803	3874
负债及权益合计	4956	4683	4703	4761	4804

现金流量表

单位：百万元	2024	2025	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	366	558	364	377	418
净利润	542	336	363	398	429
折旧摊销	122	98	77	72	69
财务费用	(7)	(12)	2	1	0
投资收益	(20)	(11)	(34)	(34)	(34)
营运资金变动	(259)	137	(45)	(63)	(48)
其它	(13)	10	1	2	1
投资活动现金流	279	(105)	(16)	(16)	(16)
资本支出	(69)	(149)	(50)	(50)	(50)
其他投资	347	44	34	34	34
筹资活动现金流	(564)	(465)	(358)	(361)	(402)
借款变动	(61)	58	(33)	(32)	(43)
普通股增加	2	(1)	0	0	0
资本公积增加	24	(16)	0	0	0
股利分配	(544)	(520)	(323)	(327)	(358)
其他	14	13	(2)	(1)	(0)
现金净增加额	80	(12)	(10)	0	0

利润表

单位：百万元	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业总收入	3011	2585	2694	2842	2955
营业成本	1323	1210	1254	1319	1367
营业税金及附加	32	34	35	37	38
营业费用	832	838	808	838	857
管理费用	106	87	91	96	99
研发费用	95	68	73	77	80
财务费用	(17)	(10)	2	1	0
资产减值损失	(28)	19	(20)	(20)	(20)
公允价值变动收益	(2)	(1)	(1)	(1)	(1)
其他收益	24	24	24	24	24
投资收益	20	11	11	11	11
营业利润	652	412	445	488	527
营业外收入	7	7	7	7	7
营业外支出	4	3	3	3	3
利润总额	655	415	449	492	530
所得税	113	79	85	94	101
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属于母公司净利润	542	336	363	398	429

主要财务比率

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
年成长率					
营业总收入	-1%	-14%	4%	5%	4%
营业利润	-5%	-37%	8%	10%	8%
归母净利润	-5%	-38%	8%	10%	8%
获利能力					
毛利率	56.1%	53.2%	53.5%	53.6%	53.7%
净利率	18.0%	13.0%	13.5%	14.0%	14.5%
ROE	14.0%	8.9%	9.8%	10.6%	11.2%
ROIC	13.0%	8.1%	9.2%	10.0%	10.7%
偿债能力					
资产负债率	21.5%	21.2%	20.7%	20.1%	19.4%
净负债比率	3.7%	4.5%	3.8%	3.1%	2.2%
流动比率	3.2	2.8	2.9	3.0	3.2
速动比率	2.4	1.9	2.0	2.1	2.2
营运能力					
总资产周转率	0.6	0.5	0.6	0.6	0.6
存货周转率	1.8	1.6	1.7	1.8	1.8
应收账款周转率	6.4	5.9	8.1	8.1	8.1
应付账款周转率	3.7	3.8	4.0	4.0	4.0
每股资料(元)					
EPS	0.65	0.40	0.43	0.47	0.51
每股经营净现金	0.44	0.67	0.43	0.45	0.50
每股净资产	4.64	4.40	4.45	4.54	4.62
每股股利	0.62	0.38	0.39	0.43	0.46
估值比率					
PE	11.3	18.2	16.9	15.4	14.3
PB	1.6	1.7	1.6	1.6	1.6
EV/EBITDA	9.6	14.5	12.8	12.0	11.3

资料来源：公司数据、招商证券

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。

本公司关联机构可能会持有报告所提到的公司所发行的证券头寸，且本公司或关联机构可能会就这些证券进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务，客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。