

富安娜 (002327.SZ)

2025年维持95%以上高分红，2026一季度业绩企稳回升

优于大市

核心观点

2025年收入及利润承压，分红率维持95%以上。受客观市场环境消费疲软，行业竞争加剧，重要营销节庆活动产出不达预期等因素影响，公司2025全年实现营业收入25.85亿元，同比下降14.2%；归母净利润3.36亿元，同比下降38.0%。毛利率同比下降2.85pct至53.20%，主因去库存促销及渠道结构变化，叠加去年同期高基数所致；销售费用率同比上升4.77个百分点至32.40%，主因收入下滑的规模效应及线上渠道投入增加所致。管理费用率小幅下降0.17个百分点，信用减值损失较去年同期大幅转回3059万元，资产处置收益同比增加1199万元，三方面共同形成了阶段性缓冲，使归母净利润率同比下降4.99个百分点至13.02%。经营性现金流净额同比增长52.41%至5.58亿元，净现比1.66，同比提升主要得益于有效的库存管理和回款控制。分红率保持高位，拟每10股派3.85元，合计派现3.21亿元，分红率95.4%。第四季度实现营收9.58亿元（同比-14.8%）；归母净利润1.77亿元（同比-28.9%），毛利率52.65%（同比-4.89pct），净利率18.44%（同比-3.71pct）。

2026一季度业绩企稳，收入利润均双位数增长。公司在2025年进行渠道库存清理后，经营进入健康成长阶段。2026年第一季度营收6.13亿元（同比+14.3%），归母净利润0.65亿元（同比+15.1%），扣非归母净利润0.61亿元（同比+24.2%），非经项目（主要系政府补助减少及去年同期有信用减值冲回）占收入比例同比下降3.1个百分点。毛利率52.31%（同比-2.16pct），销售费用率同比-2.46pct至33.98%，预计主要受渠道结构变化影响，一季度加盟渠道补库拉动增长。经营现金流同比-35.4%至1.18亿元，主因一季度为支持销售增长，购买商品、接受劳务支付的现金增加所致。

线上渠道小幅增长，加盟渠道主动去库存致收入大幅下滑。1) **分渠道：**2025年直营/加盟/线上/团购渠道收入分别同比-9.83%/-44.51%/+2.37%/+13.95%，线上渠道通过与头部主播合作及深化内容运营，实现逆势增长，收入达11.47亿元，占比提升至44.38%；加盟渠道收入大幅下滑主要系公司主动控制发货节奏，帮助渠道消化库存。线下门店数小幅下降，直营和加盟门店分别+9/-88家，直营单店收入双位数下滑。毛利率方面，直营、加盟、团购、线上渠道毛利率分别下滑4.9/6.8/2.7/0.1pct。2) **分品类：**核心品类承压，套件类收入10.32亿元（同比-13.6%），超越被芯类成为第一大品类，毛利率-2.35pct至55.52%；被芯类收入10.13亿元（同比-15.6%），毛利率-3.51pct至52.35%。

风险提示：市场竞争加剧；存货大幅减值；渠道拓展不及预期。

投资建议：看好加盟补库及大单品战略驱动业绩修复。2025年业绩下滑主要系加盟渠道去库存及公司帮助加盟商回收和清理库存所致，截至年底全渠道库存已降至历史合理水平。2026年第一季度业绩的显著改善，标志着公司经营周期修复的拐点已现。我们看好公司在新财年受益于库存优化、渠道策略调整、大单品推广以等多重利好因素，业绩有望持续修复。同时公司重视股东回报，2025年分红率维持在95%以上。主要基于电商平台政策变化及营销投放费用增加，短期费用端仍有压力，我们下调2026年盈利预测，预计2026~2028年净利润分别为3.8/4.3/4.9亿元（2026年前值为4.1亿元），同比+13.1%/13.5%/12.8%。维持“优于大市”评级。

公司研究·财报点评

纺织服饰·服装家纺

证券分析师：丁诗洁

0755-81981391

dingshijie@guosen.com.cn

S0980520040004

证券分析师：刘佳琪

010-88005446

liujiqqi@guosen.com.cn

S0980523070003

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	7.31元
总市值/流通市值	6128/3589百万元
52周最高价/最低价	8.80/6.50元
近3个月日均成交额	41.04百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

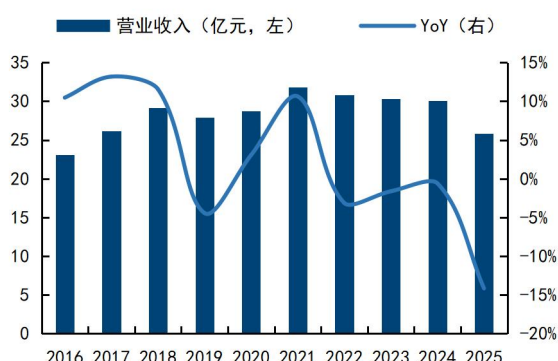
- 《富安娜 (002327.SZ) - 第三季度收入降幅收窄，费用率企稳》——2025-10-28
- 《富安娜 (002327.SZ) - 第二季度收入降幅收窄，利润压力延续》——2025-09-01
- 《富安娜 (002327.SZ) - 2024年业绩表现稳健，分红率维持95%以上》——2025-04-28
- 《富安娜 (002327.SZ) - 第三季度收入同比下滑11%，销售费用率增长致净利率承压》——2024-10-28
- 《富安娜 (002327.SZ) - 上半年收入增长3%，盈利保持稳定》——2024-08-25

盈利预测和财务指标	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	3,011	2,585	2,945	3,267	3,601
(+/-%)	-0.6%	-14.2%	13.9%	10.9%	10.2%
净利润(百万元)	542	336	380	432	487
(+/-%)	-5.2%	-38.0%	13.1%	13.5%	12.8%
每股收益(元)	0.65	0.40	0.45	0.52	0.58
EBIT Margin	20.7%	13.5%	14.0%	14.4%	14.8%
净资产收益率(ROE)	13.9%	9.1%	10.2%	11.4%	12.7%
市盈率(PE)	11.3	18.2	16.1	14.2	12.6
EV/EBITDA	10.4	17.2	14.6	13.2	11.9
市净率(PB)	1.58	1.66	1.64	1.62	1.60

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

图1: 公司营业收入及增速 (单位: 亿元、%)



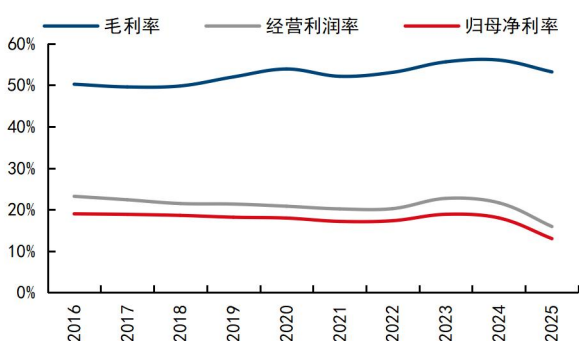
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图2: 公司归母净利润及增速 (单位: 亿元、%)



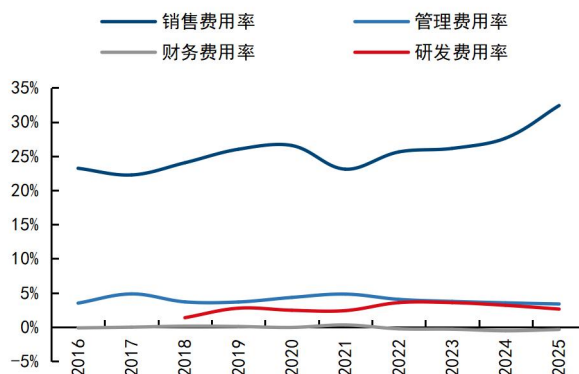
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图3: 公司毛利率/营业利润率/净利率



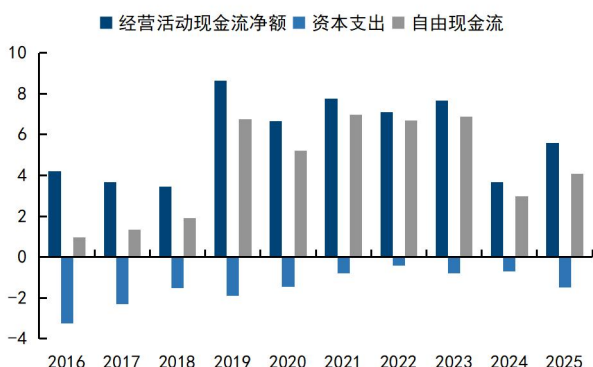
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图4: 公司期间费用率



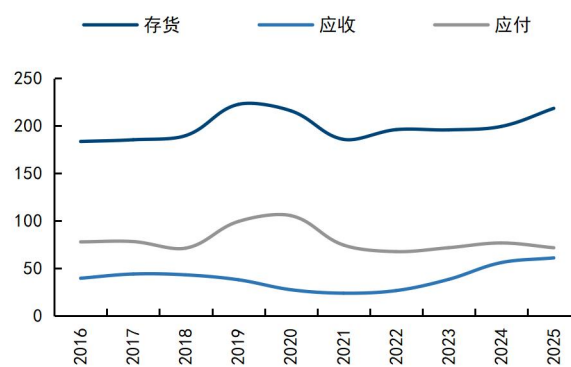
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图5: 公司经营性现金流净额 (单位: 亿元)



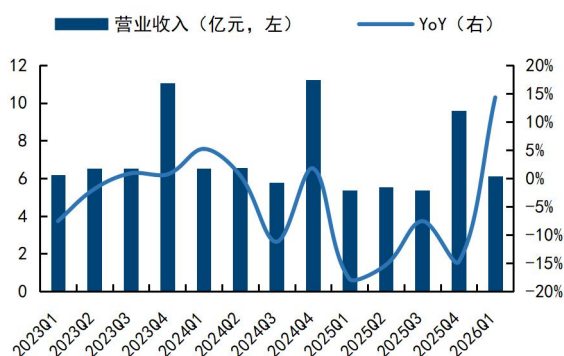
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图6: 公司主要流动资产周转情况



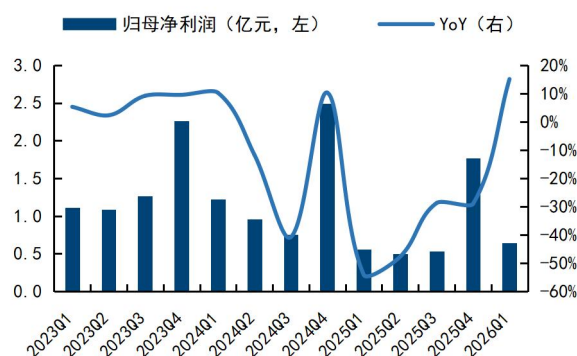
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图7: 公司季度营业收入及增速 (亿元, %)



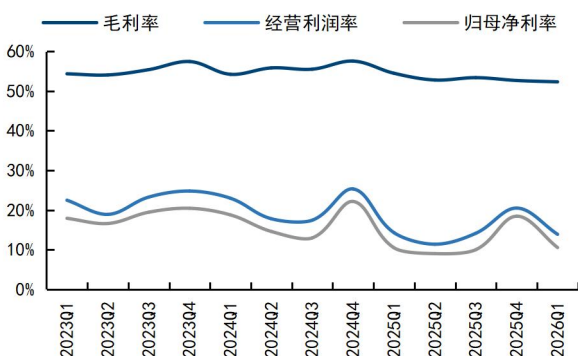
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图8: 公司季度归母净利润和增长 (亿元, %)



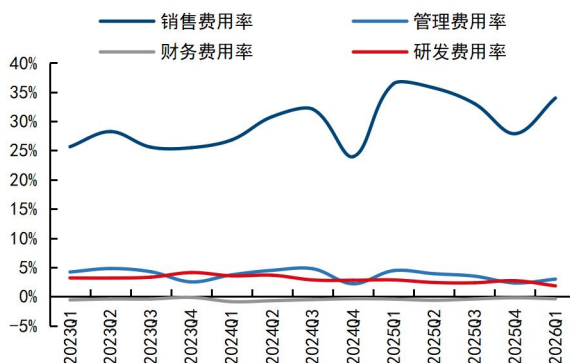
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图9: 公司季度利润率



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图10: 公司季度费用率



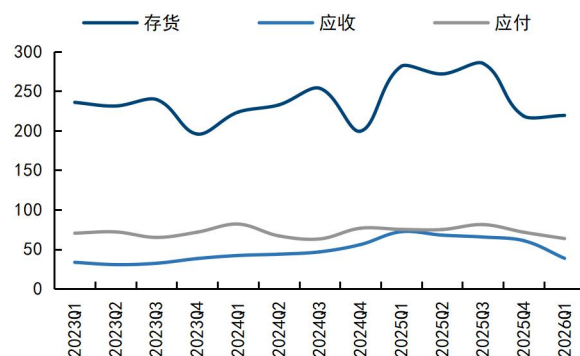
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图11: 公司经营活动现金流净额及增速 (亿元, %)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图12: 公司主要流动资产周转情况



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

表1: 富安娜业务拆分 (按渠道分)

	2022	2023	2024	2025	2024 H1	2024 H2	2025 H1	2025 H2
收入 (百万元)	3080	3030	3011	2585	1308	1704	1091	1494
直营	731.21	722.89	735.75	663.44	309.48	426.27	281.32	382.12
店数	470	484	485	494	498	485	486	494
单店收入	155.58	151.55	151.86	135.53	63.03	86.73	57.94	77.98
加盟	827.73	824.19	835.75	463.76	328.90	506.86	186.35	277.41
店数	999	1,010	987	899	1,033	987	928	899
单店收入	80.60	82.05	83.70	49.18	31.84	51.35	20.08	30.86
电商	1,280.49	1,210.19	1,120.61	1,147.22	527.60	593.01	501.16	646.07
天猫	384.00	296.97						
京东	444.65	474.68						
唯品会	175.97	173.83						
团购	137.32	164.07	172.49	196.56				
其他	102.84	108.22	146.64	113.99				
收入 YOY	-3.1%	-1.6%	-0.6%	-14.2%	2.8%	-3.1%	-16.6%	-12.3%
直营	-4.7%	-1.1%	1.8%	-9.8%	-0.9%	3.8%	-9.1%	-10.4%
店数	0.0%	3.0%	0.2%	1.9%	5.3%	0.2%	-2.4%	1.9%
单店收入	-8.0%	-2.6%	0.2%	-10.7%	-4.9%	1.1%	-8.1%	-10.1%
加盟	1.6%	-0.4%	1.4%	-44.5%	1.9%	1.1%	-43.3%	-45.3%
店数	-5.3%	1.1%	-2.3%	-8.9%	4.2%	-2.3%	-10.2%	-8.9%
单店收入	3.1%	1.8%	2.0%	-41.2%	-2.2%	3.4%	-36.9%	-39.9%
电商	-3.2%	-5.5%	-7.4%	2.4%	-0.6%	-12.7%	-5.0%	8.9%
天猫	-12.7%	-22.7%						
京东	-2.0%	6.8%						
唯品会	-8.2%	-1.2%						
团购	-22.1%	19.5%	5.1%	13.9%				
其他	4.9%	5.2%	35.5%	-22.3%				
毛利率	53.1%	55.6%	56.1%	53.2%	55.0%	56.8%	53.6%	52.9%
直营	66.5%	70.1%	67.9%	63.0%	68.0%	67.7%	66.3%	60.6%
加盟	52.7%	56.2%	55.6%	48.8%	53.2%	57.1%	49.3%	48.4%
电商	46.3%	48.0%	50.3%	50.2%	46.5%	53.6%	49.4%	50.8%
团购	44.5%	43.8%	41.6%	38.9%				
其他	57.2%	57.5%	60.8%	68.7%				

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

表2: 富安娜业务拆分 (按品类分)

	2021	2022	2023	2024	2025
收入 (百万元)	3,179.28	3,079.59	3,029.57	3,011.25	2,584.97
套件	1254.75	1206.04	1196.36	1194.34	1031.83
被芯	1232.57	1202.18	1219.07	1199.62	1012.53
枕芯	238.78	233.23	223.08	216.85	204.06
其他主营业务	353.61	438.14	391.06	400.44	336.55
收入 YOY	10.6%	-3.1%	-1.6%	-0.6%	-14.2%
套件	10.1%	-3.9%	-0.8%	-0.2%	-13.6%
被芯	10.5%	-2.5%	1.4%	-1.6%	-15.6%
枕芯	7.8%	-2.3%	-4.4%	-2.8%	-5.9%
其他主营业务	13.9%	23.9%	-10.7%	2.4%	-16.0%
毛利率	52.1%	53.1%	55.6%	56.1%	53.2%
套件	56.5%	56.2%	57.8%	57.9%	55.5%
被芯	52.4%	52.8%	54.9%	55.9%	52.4%

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

投资建议: 看好加盟补库及大单品战略驱动业绩修复

2025 年业绩下滑主要系加盟渠道去库存及公司帮助加盟商回收和清理库存所致, 截至年底全渠道库存已降至历史合理水平。2026 年第一季度业绩的显著改善, 标志着公司经营周期修复的拐点已现。我们看好公司在新财年受益于库存优化、渠道策略调整、大单品推广以等多重利好因素, 业绩有望持续修复。同时公司重视股东回报, 2025 年分红率维持在 95%以上。

主要基于电商平台政策变化及营销投放费用增加, 短期费用端仍有压力, 我们下调 2026 年盈利预测, 预计 2026~2028 年净利润分别为 3.8/4.3/4.9 亿元 (2026 年前值为 4.1 亿元), 同比+13.1%/13.5%/12.8%。维持“优于大市”评级。

表3: 盈利预测和财务指标

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入 (百万元)	3,011	2,585	2,945	3,267	3,601
(+/-%)	-0.6%	-14.2%	13.9%	10.9%	10.2%
净利润 (百万元)	542	336	380	432	487
(+/-%)	-5.2%	-38.0%	13.1%	13.5%	12.8%
每股收益 (元)	0.65	0.40	0.45	0.52	0.58
EBIT Margin	20.7%	13.5%	14.0%	14.4%	14.8%
净资产收益率 (ROE)	13.9%	9.1%	10.2%	11.4%	12.7%
市盈率 (PE)	11.3	18.2	16.1	14.2	12.6
EV/EBITDA	10.4	17.2	14.6	13.2	11.9
市净率 (PB)	1.58	1.66	1.64	1.62	1.60

资料来源: wind, 国信证券经济研究所预测

表4: 可比公司估值表

公司 代码	公司 名称	投资 评级	收盘价 人民币	EPS			PE			g 2025~2027	PEG 2026	总市值 (人民币 亿元)
				2025A	2026E	2027E	2025A	2026E	2027E			
002327.SZ	富安娜 家纺公司	优于大市	7.3	0.40	0.45	0.52	18.2	16.1	14.2	13.3%	1.21	61.3
002293.SZ	罗莱生活	优于大市	11.2	0.62	0.72	0.78	18.0	15.5	14.3	12.2%	1.27	93.6
603365.SH	水星家纺	无评级	22.9	1.58	1.75	1.97	14.5	13.0	11.6	11.6%	1.12	60.0

资料来源: wind, 国信证券经济研究所

注: 无评级公司为 wind 一致预期

风险提示

市场竞争加剧、存货大幅减值、渠道拓展不及预期。

财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2024	2025	2026E	2027E	2028E		2024	2025	2026E	2027E	2028E
现金及现金等价物	470	460	957	976	973	营业收入	3011	2585	2945	3267	3601
应收款项	600	381	242	269	296	营业成本	1323	1210	1371	1518	1668
存货净额	763	704	752	794	874	营业税金及附加	32	34	38	43	47
其他流动资产	467	368	420	466	513	销售费用	832	838	948	1046	1145
流动资产合计	2949	2333	2792	2925	3076	管理费用	106	87	102	111	121
固定资产	1166	989	1018	1051	1075	研发费用	95	68	76	84	91
无形资产及其他	93	90	87	85	82	财务费用	(17)	(10)	(11)	(12)	(13)
投资性房地产	748	1271	1271	1271	1271	投资收益	20	11	13	14	15
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产减值及公允价值变动	11	8	(4)	(5)	(5)
资产总计	4956	4683	5167	5332	5504	其他收入	(112)	(33)	(46)	(50)	(55)
短期借款及交易性金融负债	181	213	242	242	242	营业利润	652	412	459	521	588
应付款项	325	308	394	437	481	营业外净收支	3	4	2	3	3
其他流动负债	413	323	643	711	781	利润总额	655	415	461	523	590
流动负债合计	919	843	1279	1390	1503	所得税费用	113	79	81	92	103
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	少数股东损益	0	0	0	0	0
其他长期负债	145	148	159	169	179	归属于母公司净利润	542	336	380	432	487
长期负债合计	145	148	159	169	179	现金流量表 (百万元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
负债合计	1064	991	1438	1559	1683	净利润	542	336	380	432	487
少数股东权益	0	0	0	0	0	资产减值准备	14	(35)	15	0	0
股东权益	3892	3691	3729	3773	3821	折旧摊销	72	65	106	115	124
负债和股东权益总计	4956	4683	5167	5332	5504	公允价值变动损失	(11)	(8)	4	5	5
						财务费用	(17)	(10)	(11)	(12)	(13)
关键财务与估值指标	2024	2025	2026E	2027E	2028E	营运资本变动	(328)	(284)	471	7	(31)
每股收益	0.65	0.40	0.45	0.52	0.58	其它	(14)	35	(15)	(0)	(0)
每股红利	0.64	0.64	0.41	0.46	0.52	经营活动现金流	275	110	961	558	586
每股净资产	4.64	4.40	4.45	4.50	4.56	资本开支	(53)	144	(151)	(151)	(151)
ROIC	18%	10%	12%	15%	16%	其它投资现金流	267	228	0	0	0
ROE	14%	9%	10%	11%	13%	投资活动现金流	214	372	(151)	(151)	(151)
毛利率	56%	53%	53%	54%	54%	权益性融资	0	0	0	0	0
EBIT Margin	21%	14%	14%	14%	15%	负债净变化	0	0	0	0	0
EBITDA Margin	23%	16%	18%	18%	18%	支付股利、利息	(537)	(538)	(342)	(389)	(438)
收入增长	-1%	-14%	14%	11%	10%	其它融资现金流	665	584	30	0	0
净利润增长率	-5%	-38%	13%	14%	13%	融资活动现金流	(409)	(492)	(313)	(389)	(438)
资产负债率	21%	21%	28%	29%	31%	现金净变动	80	(10)	497	19	(3)
息率	8.8%	8.8%	5.6%	6.3%	7.2%	货币资金的期初余额	390	470	460	957	976
P/E	11.3	18.2	16.1	14.2	12.6	货币资金的期末余额	470	460	957	976	973
P/B	1.6	1.7	1.6	1.6	1.6	企业自由现金流	205	208	766	358	381
EV/EBITDA	10.4	17.2	14.6	13.2	11.9	权益自由现金流	871	792	790	352	373

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者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，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）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 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 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作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司

关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032