

证券研究报告

公司研究

公司点评报告

富安娜(002327.SZ)

投资评级

上次评级

姜文锬 新消费行业首席分析师

执业编号: S1500524120004

邮箱: jiangwenqiang@cindasc.com

刘田田 纺织服饰行业联席首席分析师

执业编号: S1500525120001

邮箱: liutiantian@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区宣武门西大街甲127号金隅大厦B座

邮编: 100031

# 富安娜：2025 年呈现经营压力，26Q1 经营呈现改善迹象

2026 年 4 月 28 日

**事件：**富安娜发布 2025 年年报及 2026 年一季报。2025 年公司实现收入 25.85 亿元 (-14.16%)，归母净利润 3.36 亿元 (-37.95%)，扣非归母净利润 2.98 亿元 (-41.01%)；2025Q4 公司实现收入 9.58 亿元(-14.75%)，归母净利润 1.77 亿元(-29.04%)，扣非归母净利润 1.52 亿元(-37.42%)。2026Q1 实现收入 6.13 亿元(+14.30%)，归母净利润 0.65 亿元(+15.10%)，扣非归母净利润 0.61 亿元(+24.18%)。25 年经营承压，26Q1 改善明显。公司拟每 10 股派发现金红利 3.85 元(含税)，分红率(含回购等)约 100%，延续高分红传统。

**点评：**25 年经营压力较大，Q1 收入利润双位数改善。2025 年公司收入同比降 14.16%，主要受线下渠道销售疲软及主动去库存影响。2025 年公司进行了全渠道库存清理，我们推测至 2025 年底渠道库存已回归正常偏低水平，为将来业务发展打下良好基础。2026Q1 收入/归母净利润同比分别增长 14.30%/15.10%，扣非净利润增长 24.18%，经营呈现改善迹象。

**分渠道看，线上韧性较强，加盟渠道规模有所收缩。**2025 年线上收入 11.47 亿元(+2.37%)，占比提升至 44.38%(+7.17pct)，毛利率 50.21%(-0.05pct)，公司电商渠道注重利润考核；直营收入 6.63 亿元(-9.83%)，毛利率 63.01%(-4.85pct)，门店 494 家(净开 9 家)，年均单店销售收入 134.30 万元，较去年同期下降 11.47%，我们推测年均单店收入受到新店爬坡效应影响；加盟收入 4.64 亿元(-44.51%)，毛利率 48.80%(-6.77pct)，门店 899 家(净关 88 家)，经销门店经营压力较大。团购及其他渠道收入 3.10 亿元(+0.12%)。分产品看，套件类/被芯类/枕芯类/其他类收入分别为 10.32/10.13/2.04/3.37 亿元，同比-13.61%/-15.60%/-5.90%/-15.96%，毛利率亦有影响。

**毛利率承压，费用率结构性变化。**2025 年公司整体毛利率 53.20%(-2.85pct)。期间费用率 38.01%(+1.75pct)，其中销售费用率 32.40%(+4.77pct)，我们推测主要因收入规模下降导致费用刚性占比提升，以及电商内容运营、直播矩阵建设投入增加；管理费用率 3.36%(-0.17pct)；研发费用率 2.62%(-0.55pct)；财务费用率-0.37%(+0.19pct)，存款利息收入减少。2026Q1 毛利率 52.31%(同比-2.16pct)，延续承压态势；期间费用率 38.46%(同比-4.88pct)，费用优化带动利润表现较好。

**现金流表现亮眼，库存改善。**2025 年经营活动现金流净额 5.58 亿元(+52.5%)，现金流明显好于报表利润，效益质量高。2025 年库存清理成效显著，2025 年末存货 7.04 亿元，同比-7.73%，我们预计渠道库存优化更多。

公司 2026 年将立足有质量的增长：（1）构建新型经销商合作关系，赋能渠道提升终端运营能力，打造可持续发展的渠道生态。（2）实施全国性品牌形象焕新计划，打造具有标杆意义的品牌体验中心。（3）产品端，通过产品矩阵的形式推出大单品，打造线下爆品及布局线上渠道专属大单品，实现多渠道突破。

**盈利预测：**我们预计 2026-2028 年归母净利润分别为 4.02/4.62/5.24 亿元，对应 PE 为 15.24X/13.23X/11.67X 倍。

**风险提示：**终端消费需求复苏不及预期风险，加盟渠道拓展不及预期风险，原材料价格波动风险。

重要财务指标	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入(百万元)	3,011	2,585	3,029	3,398	3,688
增长率 YoY %	-0.6%	-14.2%	17.2%	12.2%	8.5%
归属母公司净利润 (百万元)	542	336	402	462	524
增长率 YoY%	-5.2%	-38.0%	19.4%	15.1%	13.4%
毛利率%	56.1%	53.2%	53.8%	53.8%	53.8%
净资产收益率ROE%	13.9%	9.1%	10.8%	12.4%	14.0%
EPS(摊薄)(元)	0.65	0.40	0.48	0.55	0.63
市盈率 P/E(倍)	11.28	18.19	15.24	13.23	11.67
市净率 P/B(倍)	1.57	1.66	1.65	1.64	1.63

资料来源：wind，信达证券研发中心预测；股价为 2026 年 4 月 28 日收盘价

资产负债表		单位:百万元				
会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	
<b>流动资产</b>	<b>2,949</b>	<b>2,333</b>	<b>2,508</b>	<b>2,708</b>	<b>2,787</b>	
货币资金	470	460	551	610	600	
应收票据	0	0	0	0	0	
应收账款	548	327	369	414	452	
预付账款	60	37	33	40	32	
存货	763	704	766	849	913	
其他	1,107	805	790	793	791	
<b>非流动资产</b>	<b>2,007</b>	<b>2,350</b>	<b>2,156</b>	<b>2,029</b>	<b>1,984</b>	
长期股权投资	0	0	0	0	0	
固定资产(合计)	1,160	978	963	915	864	
无形资产	93	90	87	84	81	
其他	754	1,282	1,107	1,030	1,039	
<b>资产总计</b>	<b>4,956</b>	<b>4,683</b>	<b>4,664</b>	<b>4,737</b>	<b>4,771</b>	
<b>流动负债</b>	<b>919</b>	<b>843</b>	<b>796</b>	<b>838</b>	<b>848</b>	
短期借款	80	120	70	20	20	
应付票据	60	92	78	87	91	
应付账款	265	216	253	288	317	
其他	514	415	396	442	419	
<b>非流动负债</b>	<b>145</b>	<b>148</b>	<b>158</b>	<b>168</b>	<b>168</b>	
长期借款	0	0	0	0	0	
其他	145	148	158	168	168	
<b>负债合计</b>	<b>1,064</b>	<b>991</b>	<b>954</b>	<b>1,006</b>	<b>1,016</b>	
少数股东权益	0	0	0	0	0	
归属母公司股东权益	3,892	3,691	3,710	3,731	3,755	
<b>负债和股东权益</b>	<b>4,956</b>	<b>4,683</b>	<b>4,664</b>	<b>4,737</b>	<b>4,771</b>	

重要财务指标		单位:百万元				
会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	
营业总收入	3,011	2,585	3,029	3,398	3,688	
同比(%)	-0.6%	-14.2%	17.2%	12.2%	8.5%	
归属母公司净利润	542	336	402	462	524	
同比(%)	-5.2%	-38.0%	19.4%	15.1%	13.4%	
毛利率(%)	56.1%	53.2%	53.8%	53.8%	53.8%	
ROE%	13.9%	9.1%	10.8%	12.4%	14.0%	
EPS(摊薄)(元)	0.65	0.40	0.48	0.55	0.63	
P/E	11.28	18.19	15.24	13.23	11.67	
P/B	1.57	1.66	1.65	1.64	1.63	
EV/EBITDA	8.50	9.39	7.87	7.55	7.64	

利润表		单位:百万元				
会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	
<b>营业总收入</b>	<b>3,011</b>	<b>2,585</b>	<b>3,029</b>	<b>3,398</b>	<b>3,688</b>	
营业成本	1,323	1,210	1,400	1,570	1,702	
营业税金及附加	32	34	39	44	48	
销售费用	832	838	909	1,013	1,088	
管理费用	106	87	106	119	118	
研发费用	95	68	91	102	111	
财务费用	-17	-10	2	-1	-3	
减值损失合计	-29	6	-22	-21	-20	
投资净收益	20	11	9	10	11	
其他	23	36	21	24	25	
<b>营业利润</b>	<b>652</b>	<b>412</b>	<b>490</b>	<b>565</b>	<b>641</b>	
营业外收支	3	4	5	6	6	
<b>利润总额</b>	<b>655</b>	<b>415</b>	<b>496</b>	<b>571</b>	<b>647</b>	
所得税	113	79	94	108	123	
<b>净利润</b>	<b>542</b>	<b>336</b>	<b>402</b>	<b>462</b>	<b>524</b>	
少数股东损益	0	0	0	0	0	
<b>归属母公司净利润</b>	<b>542</b>	<b>336</b>	<b>402</b>	<b>462</b>	<b>524</b>	
EBITDA	854	587	748	767	759	
EPS(当年)(元)	0.65	0.40	0.48	0.55	0.63	

现金流量表		单位:百万元				
会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	
<b>经营活动现金流</b>	<b>366</b>	<b>558</b>	<b>567</b>	<b>605</b>	<b>552</b>	
净利润	542	336	402	462	524	
折旧摊销	233	208	250	197	115	
财务费用	-7	-12	11	10	9	
投资损失	-20	-11	-9	-10	-11	
营运资金变动	-401	45	-108	-70	-100	
其它	18	-8	21	15	14	
<b>投资活动现金流</b>	<b>279</b>	<b>-105</b>	<b>-47</b>	<b>-54</b>	<b>-53</b>	
资本支出	-67	-123	-95	-64	-64	
长期投资	314	-12	0	0	0	
其他	31	30	48	10	11	
<b>筹资活动现金流</b>	<b>-564</b>	<b>-465</b>	<b>-429</b>	<b>-491</b>	<b>-509</b>	
吸收投资	11	0	0	0	0	
借款	80	40	-50	-50	0	
支付利息或股息	-537	-538	-394	-451	-509	
<b>现金流净增加额</b>	<b>80</b>	<b>-12</b>	<b>91</b>	<b>60</b>	<b>-11</b>	

## 研究团队简介

**姜文轍**，信达证券研究开发中心所长助理，新消费研究中心总经理，上海交通大学硕士，第一作者发表多篇 SCI+EI 论文，曾就职于国盛证券，带领团队获 2024 年新财富最佳分析师第四名、2023/2024 年水晶球评选第四名、2024 年金麒麟最佳分析师第四名。

**刘田田**，对外经济贸易大学金融硕士。2017-2018 年 2 年买方经验，覆盖大消费行业研究，积累了买方研究思维。2019 年 1 月-2025 年 11 月就职于东兴证券研究所，任大消费组组长、纺服&轻工行业首席分析师。2025 年 12 月加入信达证券研究开发中心，任纺织服装行业联席首席分析师，覆盖纺织服装全行业，擅长产业链视角研究和跟踪公司。

**李晨**，本科毕业于加州大学尔湾分校物理学院，主修数学/辅修会计；研究生毕业于罗切斯特大学西蒙商学院，金融硕士学位。2022 年加入国盛证券研究所，跟随团队在新财富、金麒麟、水晶球等评选中获得佳绩；2024 年加入信达证券研究开发中心，主要覆盖造纸、轻工出口、电子烟等赛道。

**骆峥**，本科毕业于中国海洋大学，硕士毕业于伦敦国王学院大学。曾就职于开源证券研究所，有 3 年消费行业研究经验，跟随团队在金麒麟、21 世纪金牌分析师等评选中获得佳绩。2025 年加入信达证券研究开发中心，主要覆盖跨境电商、黄金珠宝、两轮车等赛道。

## 分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明,本人具有证券投资咨询执业资格,并在中国证券业协会注册登记为证券分析师,以勤勉的职业态度,独立、客观地出具本报告;本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点;本人薪酬的任何组成成分不曾与,不与,也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

## 免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品,为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考,双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户,并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通,对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制,但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断,本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动,涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期,或因使用不同假设和标准,采用不同观点和分析方法,致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告,对此信达证券可不发出特别通知。

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、意见及推测仅供参考,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做出邀请。

在法律允许的情况下,信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易,并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告,则由该机构独自为此发送行为负责,信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权,私自转载或者转发本报告,所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

## 评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起6个月内。	<b>买入</b> ：股价相对强于基准15%以上；	<b>看好</b> ：行业指数超越基准；
	<b>增持</b> ：股价相对强于基准5%~15%；	<b>中性</b> ：行业指数与基准基本持平；
	<b>持有</b> ：股价相对基准波动在±5%之间；	<b>看淡</b> ：行业指数弱于基准。
	<b>卖出</b> ：股价相对弱于基准5%以下。	

## 风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能,也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售,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,必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下,信达证券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,投资者需自行承担风险。