

富安娜（002327.SZ）

上半年收入增长 8%，线上与直营双轮驱动

优于大市

核心观点

上半年收入增长 8.1%，利润重回增长轨道。2026 年上半年，伴随 2025 年全渠道主动去库存基本完成、渠道库存回归正常偏低水平，公司经营实现拐点向上，收入同比增长 8.1%至 11.79 亿元，归母净利润同比增长 9.4%至 1.16 亿元，扣非归母净利润同比增长 3.4%至 0.96 亿元。毛利率同比减少 1.7 个百分点至 51.9%，主要受棉花、羽绒、羊毛等上游原材料价格上涨及渠道结构变化影响；销售费用率同比下降 0.8 个百分点至 35.3%，尽管达播合作带动平台费用增加（商场代垫费用同比+42.5%），但费用管控成效显著，上半年综合费用率同比下降 2.19 个百分点；管理费用率同比下降 0.9 个百分点至 3.3%，研发费用率同比下降 0.7 个百分点至 1.9%；信用减值损益占收入比例同比下降 0.8 个百分点，主要因应收账款坏账损失转回收益减少。主要受费用管控带动，归母净利率同比提升 0.1 个百分点至 9.9%。营运效率提升，存货/应收周转天数约 227/38 天（分别同比-44/-30 天），存货余额较年初增长 3.6%（低于收入增速），应收账款较年初下降 49.6%，库存结构进一步优化；经营活动现金流净额同比下降 25.8%至 2.15 亿元，净现比 1.85。

第二季度增速放缓，但延续正增长。第二季度公司收入同比增长 2.1%至 5.67 亿元(Q1:+14.3%)，归母净利润同比增长 3.1%至 0.52 亿元(Q1:+15.1%)，二季度为家纺传统销售淡季，且 4 月后社零整体走弱，公司凭借大单品策略带动产品结构升级与持续的费用管控，仍实现收入利润双增长，展现经营韧性。单季毛利率同比下降 1.3 个百分点至 51.4%，销售费用率同比上升 1.0 个百分点至 36.7%，归母净利率同比微升 0.1 个百分点至 9.1%。

线上与直营双轮驱动，加盟降幅明显收窄。1) **分渠道看：**线上渠道增长最快，收入同比增长 13.5%至 5.69 亿元，占公司收入比重约 48.2%，毛利率同比下降 1.3 个百分点至 48.2%，大单品矩阵投入与内容电商、达人合作持续激活电商活力；直营渠道收入同比增长 11.4%至 3.13 亿元，平均单店收入同比增长 11.4%至 64.5 万元，毛利率同比下降 3.5 个百分点至 62.8%，主因低毛利的山姆渠道占比提升；加盟渠道收入同比下滑 5.8%至 1.75 亿元，但降幅较 2025 年大幅收窄，毛利率同比下降 1.0 个百分点至 48.3%，反映渠道库存去化后加盟商补库积极性逐步恢复。线下门店相较于去年年末，直营门店净减少 8 家至 486 家，加盟门店净减少 72 家至 827 家，公司适度收缩低效街边店铺，加快优质购物中心及奥特莱斯渠道布局。2) **分品类看：**上半年核心品类均恢复增长，套件、被芯、枕芯收入分别同比增长 12.4%、5.0%、6.3%，“太空深睡枕 2.0”“蚕蛹大豆双蛋白被”等功能型大单品逐步形成销售增量。从毛利率来看，套件和被芯毛利率分别下降 0.7 和 2.6 个百分点至 53.5%和 50.0%，主要受原材料涨价影响。3) **展望下半年：**随着秋冬消费旺季来临、促消费政策持续发力，公司将以大单品矩阵战略和渠道优化为核心驱动力；针对原材料涨价周期，公司已对羽绒、羊毛、蚕丝等高端填充料及关键坯布实施前瞻性批量储备，成本冲击相对有限；费用端将持续加强线上精准投放与线下渠道协同，严格控制低效费用支出，努力实现全年业绩稳健增长。

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：库存改善兑现、业绩拐点向上，长期保持高分红水平。2025 年公司主动进行全渠道库存清理，至年底渠道库存回归正常偏低水平，为 2026 年业务发展奠定基础；2026 上半年公司收入利润重回增长，加盟商补库积极性提升带动加盟收入降幅大幅收窄，线上大单品矩阵与内容电商持续发力，费用管控成效显著。我们预计公司在大单品驱动产品结构升级、渠道

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

liujiaqi@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	6.69 元
总市值/流通市值	5579/3285 百万元
52 周最高价/最低价	7.92/5.90 元
近 3 个月日均成交额	34.49 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）-2025 年维持 95%以上高分红，2026 年一季度业绩企稳回升》——2026-04-27

《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

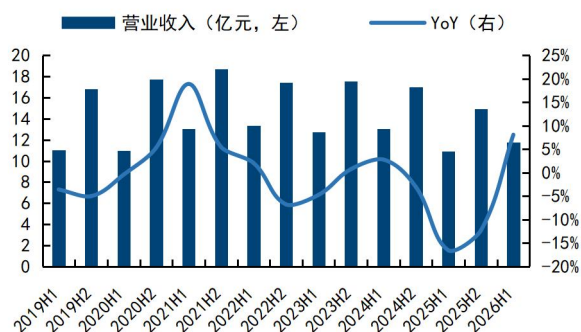
结构持续优化及费用精准投放的策略下，下半年秋冬旺季有望延续复苏态势，全年业绩稳健增长。长期来看，公司历史业绩证明了经营韧性，且公司重视股东回报，近三年平均现金分红率在90%以上。基于原材料价格上涨和渠道结构影响，我们小幅下调利润率预测，进而下调盈利预测，预计2026~2028年净利润分别为3.6/4.1/4.6亿元（前值为3.8/4.3/4.9亿元），同比+7.8%/13.4%/12.7%。维持“优于大市”评级。

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	363	411	463
(+/-%)	-5.2%	-38.0%	7.8%	13.4%	12.7%
每股收益(元)	0.65	0.40	0.43	0.49	0.56
EBIT Margin	20.7%	13.5%	13.3%	13.6%	14.0%
净资产收益率(ROE)	13.9%	9.1%	9.7%	10.9%	12.1%
市盈率(PE)	10.3	16.7	15.4	13.6	12.0
EV/EBITDA	9.6	15.9	14.2	12.8	11.6
市净率(PB)	1.44	1.52	1.50	1.48	1.46

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

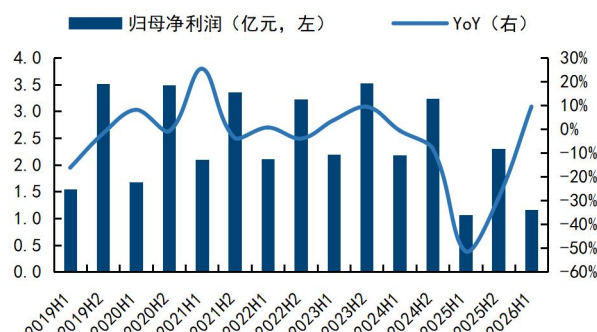
注：摊薄每股收益按最新总股本计算

图1: 公司营业收入及增速 (单位: 亿元、%)



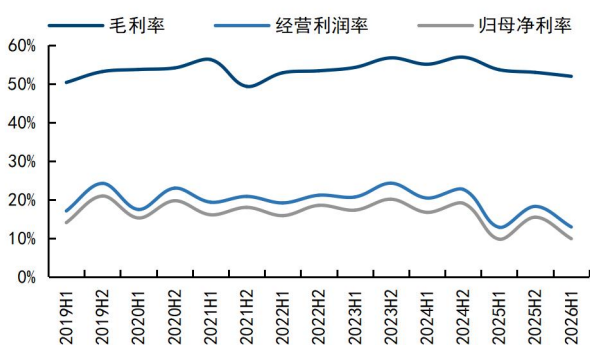
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图2: 公司归母净利润及增速 (单位: 亿元、%)



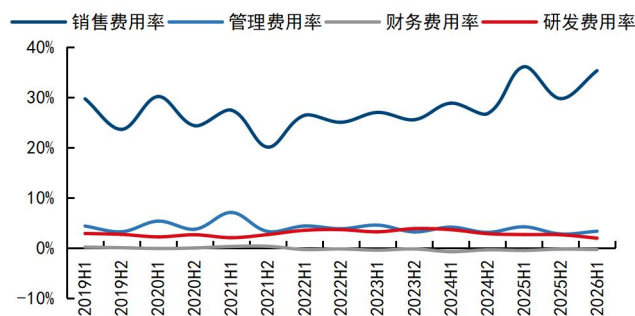
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图3: 公司毛利率/营业利润率/净利率



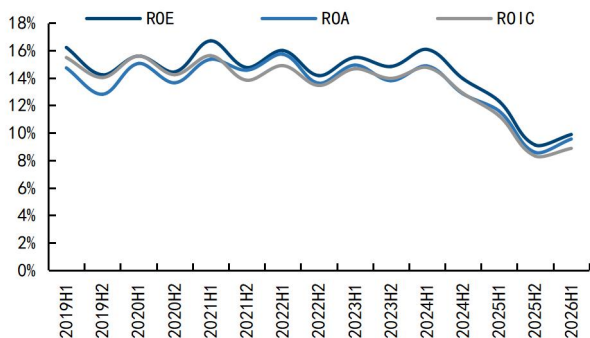
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图4: 公司期间费用率



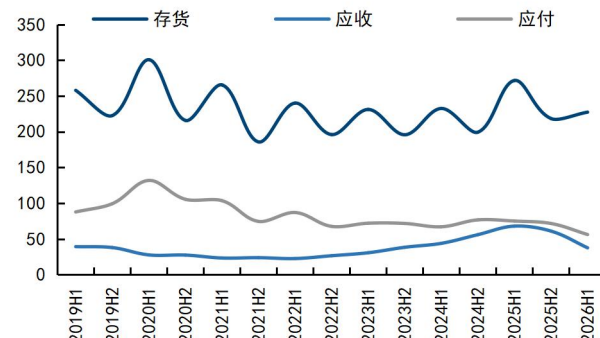
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图5: 公司 ROE/ROA/ROIC



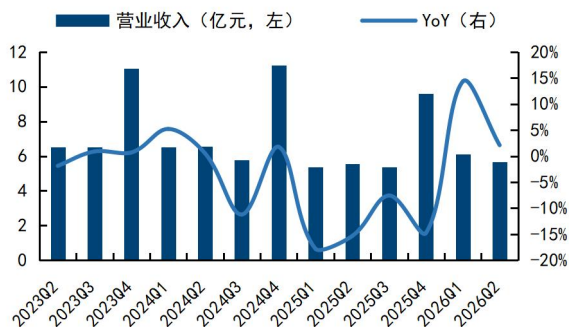
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图6: 公司主要流动资产周转情况



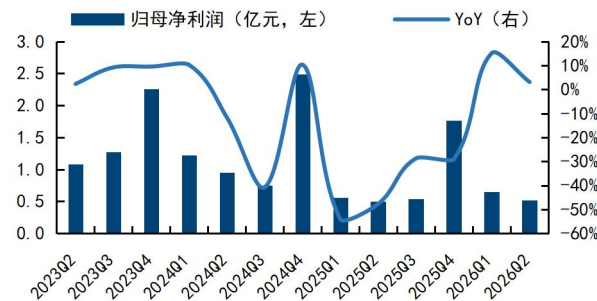
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图7: 公司季度营业收入及增速 (亿元, %)



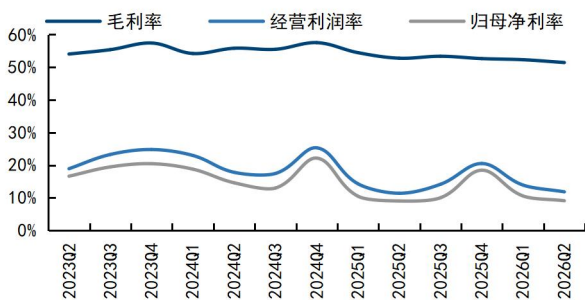
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图8: 公司季度归母净利润和增长 (亿元, %)



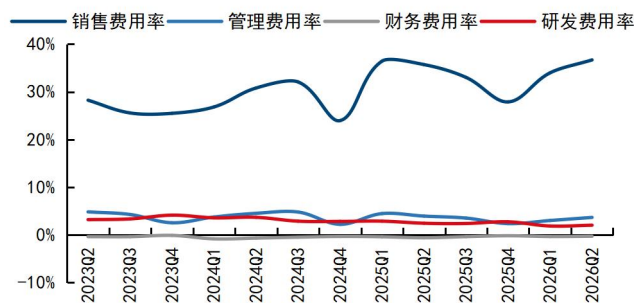
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

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



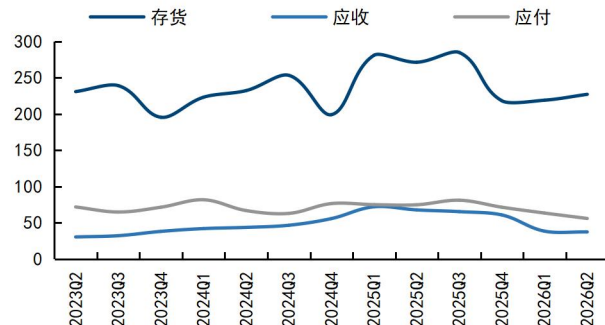
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

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

图13: 富安娜业绩一图概览

	FY2023	FY2024	FY2025	2025 H1	2025 H2	2026 H1
收入 (百万元)	3030	3011	2585	1091	1494	1179
直营	722.89	735.75	663.44	281.32	382.12	313.28
店数	484	485	494	486	494	486
单店收入	151.55	151.86	135.53	57.94	77.98	63.93
加盟	824.19	835.75	463.76	186.35	277.41	175.48
店数	1,010	987	899	928	899	827
单店收入	82.05	83.70	49.18	20.08	30.86	21.22
电商	1,210.19	1,120.61	1,147.22	501.16	646.07	568.62
天猫	296.97	284.48	324.61			
京东	474.68	488.93	480.35			
唯品会	173.83	155.41	153.55			
团购	164.07	172.49	196.56	75.72	120.83	82.86
其他	108.22	146.64	113.99	46.55	67.44	39.09
收入YOY	-1.6%	-0.6%	-14.2%	-16.6%	-12.3%	8.1%
直营	-1.1%	1.8%	-9.8%	-9.1%	-10.4%	11.4%
店数	3.0%	0.2%	1.9%	-2.4%	1.9%	0.0%
单店收入	-2.6%	0.2%	-10.7%	-8.1%	-10.1%	10.3%
加盟	-0.4%	1.4%	-44.5%	-43.3%	-45.3%	-5.8%
店数	1.1%	-2.3%	-8.9%	-10.2%	-8.9%	-10.9%
单店收入	1.8%	2.0%	-41.2%	-36.9%	-39.9%	5.7%
电商	-5.5%	-7.4%	2.4%	-5.0%	8.9%	13.5%
天猫	-22.7%	-4.2%	14.1%			
京东	6.8%	3.0%	-1.8%			
唯品会	-1.2%	-10.6%	-1.2%			
团购	19.5%	5.1%	13.9%			9.4%
其他	5.2%	35.5%	-22.3%			-16.0%
毛利率	55.6%	56.1%	53.2%	53.6%	52.9%	51.9%
直营	70.1%	67.9%	63.0%	66.3%	60.6%	62.8%
加盟	56.2%	55.6%	48.8%	49.3%	48.4%	48.3%
电商	48.0%	50.3%	50.2%	49.4%	50.8%	48.2%
团购	43.8%	41.6%	38.9%	39.0%	38.9%	38.4%
其他	57.5%	60.8%	68.7%	62.9%	72.8%	63.9%
费用率						
销售费用率	26.1%	27.6%	32.4%	36.1%	29.7%	35.3%
管理费用率	3.7%	3.5%	3.4%	4.2%	2.8%	3.3%
研发费用率	3.6%	3.2%	2.6%	2.6%	2.6%	1.9%
财务费用率	-0.3%	-0.6%	-0.4%	-0.5%	-0.3%	-0.3%
所得税率	17%	17%	19%	25%	16%	26%
归母净利润 (百万元)	572.10	542.25	336.46	106.15	230.31	116.17
YOY	7.2%	-5.2%	-38.0%	-51.3%	-29.0%	9.4%
归母净利率	18.9%	18.0%	13.0%	9.7%	15.4%	9.9%

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

投资建议：库存改善兑现、业绩拐点向上，长期保持高分红水平

2025 年公司主动进行全渠道库存清理，至年底渠道库存回归正常偏低水平，为 2026 年业务发展奠定基础；2026 上半年公司收入利润重回增长，加盟商补库积极性提升带动加盟收入降幅大幅收窄，线上大单品矩阵与内容电商持续发力，费用管控成效显著。我们预计公司在大单品驱动产品结构升级、渠道结构持续优化及费用精准投放的策略下，下半年秋冬旺季有望延续复苏态势，全年业绩稳健增长。长期来看，公司历史业绩证明了经营韧性，且公司重视股东回报，近三年平均现

金分红率在 90%以上。基于原材料价格上涨和渠道结构影响，我们小幅下调利润率预测，进而下调盈利预测，预计 2026~2028 年净利润分别为 3.6/4.1/4.6 亿元（前值为 3.8/4.3/4.9 亿元），同比+7.8%/13.4%/12.7%。维持“优于大市”评级。

表1: 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	363	411	463
(+/-%)	-5.2%	-38.0%	7.8%	13.4%	12.7%
每股收益(元)	0.65	0.40	0.43	0.49	0.56
EBIT Margin	20.7%	13.5%	13.3%	13.6%	14.0%
净资产收益率(ROE)	13.9%	9.1%	9.7%	10.9%	12.1%
市盈率(PE)	10.3	16.7	15.4	13.6	12.0
EV/EBITDA	9.6	15.9	14.2	12.8	11.6
市净率(PB)	1.44	1.52	1.50	1.48	1.46

资料来源: wind, 国信证券经济研究所预测

表2: 可比公司估值表

公司	公司	投资	收盘价	EPS			PE			g	PEG	总市值
代码	名称	评级	人民币	2025A	2026E	2027E	2025A	2026E	2027E	2025~2027	2026	(人民币亿元)
002327.SZ	富安娜	优于大市	6.7	0.40	0.43	0.49	16.7	15.4	13.6	10.8%	1.42	55.8
家纺公司												
002293.SZ	罗莱生活	优于大市	11.5	0.62	0.74	0.79	18.5	15.6	14.6	12.7%	1.22	96.6
603365.SH	水星家纺	无评级	18.0	1.58	1.76	1.97	11.4	10.2	9.1	11.6%	0.88	47.2

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）	2024	2025	2026E	2027E	2028E	利润表（百万元）	2024	2025	2026E	2027E	2028E
现金及现金等价物	470	460	955	973	968	营业收入	3011	2585	2945	3267	3601
应收款项	600	381	242	269	296	营业成本	1323	1210	1410	1562	1718
存货净额	763	704	775	818	901	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	2812	2946	3098	管理费用	106	87	102	111	121
固定资产	1166	989	1018	1051	1075	研发费用	95	68	59	65	71
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	5188	5353	5527	其他收入	(112)	(33)	(28)	(31)	(34)
短期借款及交易性金融负债	181	213	242	242	242	营业利润	652	412	437	495	559
应付款项	325	308	406	450	496	营业外净收支	3	4	2	3	3
其他流动负债	413	323	654	723	794	利润总额	655	415	439	498	562
流动负债合计	919	843	1302	1416	1532	所得税费用	113	79	77	87	98
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	363	411	463
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	1461	1585	1712	净利润	542	336	363	411	463
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	3728	3769	3815	折旧摊销	72	65	106	115	124
负债和股东权益总计	4956	4683	5188	5353	5527	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	8	(30)
每股收益	0.65	0.40	0.43	0.49	0.56	其它	(14)	35	(15)	(0)	(0)
每股红利	0.64	0.64	0.39	0.44	0.50	经营活动现金流	275	110	943	539	562
每股净资产	4.64	4.40	4.47	4.52	4.58	资本开支	(53)	144	(151)	(151)	(151)
ROIC	18%	10%	11%	14%	15%	其它投资现金流	267	228	0	0	0
ROE	14%	9%	10%	11%	12%	投资活动现金流	214	372	(151)	(151)	(151)
毛利率	56%	53%	52%	52%	52%	权益性融资	0	0	0	0	0
EBIT Margin	21%	14%	13%	14%	14%	负债净变化	0	0	0	0	0
EBITDA Margin	23%	16%	17%	17%	17%	支付股利、利息	(537)	(538)	(326)	(370)	(417)
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%	8%	13%	13%	融资活动现金流	(409)	(492)	(297)	(370)	(417)
资产负债率	21%	21%	28%	30%	31%	现金净变动	80	(10)	496	18	(6)
息率	9.6%	9.6%	5.8%	6.6%	7.4%	货币资金的期初余额	390	470	460	955	973
P/E	10.3	16.7	15.4	13.6	12.0	货币资金的期末余额	470	460	955	973	968
P/B	1.4	1.5	1.5	1.5	1.5	企业自由现金流	205	208	748	339	357
EV/EBITDA	9.6	15.9	14.2	12.8	11.6	权益自由现金流	871	792	772	333	349

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