

## 公司研究

## 22 年业绩受疫情扰动，23 年期待家纺龙头稳健前行

——富安娜 (002327.SZ) 2022 年年报及 2023 年一季报点评

## 增持 (维持)

当前价：8.40 元

## 作者

分析师：孙未末

执业证书编号：S0930517080001

021-52523672

sunwww@ebcn.com

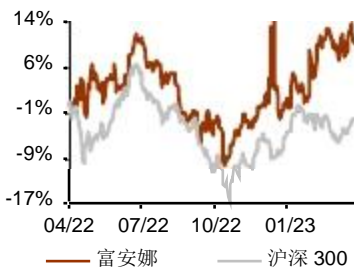
联系人：朱洁宇

zhujieyu@ebcn.com

## 市场数据

总股本(亿股)	8.29
总市值(亿元)	69.67
一年最低/最高(元)	6.41/8.69
近 3 月换手率	39.85%

## 股价相对走势



## 收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	9.21	19.80	-0.05
绝对	8.11	14.60	12.51

资料来源：Wind

## 相关研报

上半年疫情背景下展现经营韧性，期待全年稳健增长——富安娜 (002327.SZ) 2022 年中报点评 (2022-08-24)

业绩稳健，期待家纺龙头持续增长——富安娜 (002327.SZ) 2021 年年报及 2022 年一季报点评 (2022-04-25)

## 要点

22 年收入、归母净利润同比降 3%、2%，23Q1 同比-8%、+5%

22 年公司实现营业收入 30.80 亿元、同比下滑 3.14%，归母净利润 5.34 亿元、同比下滑 2.21%，扣非净利润 4.81 亿元、同比下滑 6.72%。EPS 为 0.65 元，拟每股派息 0.60 元 (含税)。

分季度来看，22Q1~Q4 单季度营业收入分别同比+6.84%、-2.34%、-5.02%、-7.77%，归母净利润分别同比+13.82%、-9.70%、+8.22%、-9.76%。

一季报方面，23Q1 公司实现收入 6.20 亿元、同比下滑 7.57%，归母净利润 1.11 亿元、同比增长 5.28%，归母净利率同比提升 2.18PCT 至 17.91%，一季度收入下滑背景下利润增长主要为毛利率提升、费用率下降贡献。

22 年电商/直营/加盟收入同比-3%/-5%/+2%、总门店数净减少 4%

收入分渠道来看，22 年电商、直营、加盟、其他 (团购和家居) 渠道收入占比分别为 42%、24%、27%、8%，收入分别同比-3.24%、-4.68%、+1.64%、-12.49%。

门店方面，22 年 12 月末公司门店数合计 1470 家、较年初净减少 3.61%，其中直营、加盟门店各为 471 家、999 家，较年初分别+0.21%、-5.31%，推算线下直营、加盟平均店效分别同比-5%/+7%。

22 年费用率提升超毛利率，存货减少、周转放缓，经营净现金流减少

毛利率：22 年公司毛利率同比提升 0.96PCT 至 53.10%、23Q1 继续提升 1.21PCT 至 54.34%。分渠道来看，电商、直营、加盟毛利率分别为 46.31%、66.53%、52.65%，分别同比+0.12、+1.25、+2.62PCT。分季度来看，22Q1~23Q1 单季度毛利率分别同比-4.00、-2.90、+0.82、+5.86、+1.21PCT。

费用率：22 年公司期间费用率为 32.95%、同比提升 2.36PCT，其中销售、管理、研发、财务费用率分别为 25.61% (同比+2.52PCT)、4.04% (-0.77PCT)、3.57% (+1.18PCT)、-0.27% (-0.56PCT)。管理费用率同比下降主要由于 21 年支付第三方服务费用，而 22 年无该笔费用产生；财务费用率同比下降主要系 22 年大额存单利息收入计提贡献。23Q1 期间费用率同比下降 0.79PCT，其中销售、管理、研发、财务费用率分别同比+0.01、-0.20、-0.19、-0.41PCT。

其他指标方面：1) 存货 22 年末较 22 年初减少 6.46%至 7.60 亿元、23 年 3 月末较 23 年初减少 4.96%；存货周转天数 22 年、23Q1 分别为 196 天、236 天，同比增加 10 天、4 天。2) 应收账款 22 年末较 22 年初增加 30.33%至 2.56 亿元、23 年 3 月末较 23 年初减少 19.93%；应收账款周转天数 22 年、23Q1 分别为 26 天、33 天，同比增加 3 天、8 天。3) 经营净现金流 22 年同比减少 8.38%至 7.10 亿元，23Q1 同比增加 309.06%至 1.14 亿元。

**盈利预测与投资建议：**22 年公司业绩表现受疫情干扰，但业绩降幅个位数、稳健性较为突出，毛利率提升、且存货控制良好。23 年公司将继续提升一二线城市门店效率、完成三四线城市下沉市场目标，并加大电商和新零售体系布局，期待随着消费复苏，家纺龙头业绩呈现好转。考虑终端消费需求仍存不确定性，我们下调公司 23~24 年盈利预测 (归母净利润较前次盈利预测下调 11%/14%)，对应 23~24 年 EPS 为 0.71、0.79 元，新增 25 年盈利预测，对应 25 年 EPS 为 0.86 元，23、24 年 PE 为 12 倍、11 倍，维持“增持”评级。

**风险提示**：终端消费需求疲软；人工成本上涨、原材料价格波动风险；电商增速放缓或流量成本上升；线下渠道拓展不及预期；控费不当等。

表 1：公司盈利预测与估值简表

指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入 ( 百万元 )	3,179	3,080	3,306	3,610	3,902
营业收入增长率	10.62%	-3.14%	7.35%	9.20%	8.08%
净利润 ( 百万元 )	546	534	591	652	712
净利润增长率	5.69%	-2.21%	10.72%	10.26%	9.22%
EPS ( 元 )	0.66	0.64	0.71	0.79	0.86
ROE ( 归属母公司 ) ( 摊薄 )	14.75%	14.16%	15.30%	16.37%	17.33%
P/E	13	13	12	11	10
P/B	1.9	1.8	1.8	1.7	1.7

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2023-04-24

## 财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	3,179	3,080	3,306	3,610	3,902
营业成本	1,522	1,444	1,527	1,653	1,777
折旧和摊销	67	71	98	99	100
税金及附加	33	31	33	36	39
销售费用	734	789	848	925	997
管理费用	153	124	135	147	157
研发费用	76	110	118	134	147
财务费用	9	-8	-2	-4	-6
投资收益	39	84	50	50	50
营业利润	642	623	693	766	839
利润总额	678	645	715	788	861
所得税	132	112	124	136	149
净利润	546	534	591	652	712
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	546	534	591	652	712
EPS(元)	0.66	0.64	0.71	0.79	0.86

现金流量表 (百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	775	710	758	760	788
净利润	546	534	591	652	712
折旧摊销	67	71	98	99	100
净营运资金增加	146	323	-89	-20	9
其他	15	-218	158	29	-32
投资活动产生现金流	-127	6	-128	-20	-20
净资本支出	-52	23	-70	-70	-70
长期投资变化	0	0	0	0	0
其他资产变化	-75	-16	-58	50	50
融资活动现金流	-660	-613	-494	-525	-577
股本变化	-23	-1	2	0	0
债务净变化	52	-10	0	0	0
无息负债变化	60	-99	50	95	63
净现金流	-12	104	136	214	191

## 主要指标

盈利能力 (%)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
毛利率	52.14%	53.10%	53.80%	54.20%	54.46%
EBITDA 率	24.52%	22.77%	22.81%	22.88%	23.02%
EBIT 率	21.28%	19.20%	19.85%	20.14%	20.45%
税前净利润率	21.33%	20.96%	21.62%	21.83%	22.06%
归母净利润率	17.17%	17.33%	17.88%	18.05%	18.24%
ROA	11.58%	11.42%	12.27%	12.95%	13.64%
ROE (摊薄)	14.75%	14.16%	15.30%	16.37%	17.33%
经营性 ROIC	20.80%	17.55%	19.55%	22.08%	24.45%

偿债能力	2021	2022	2023E	2024E	2025E
资产负债率	21%	19%	20%	21%	21%
流动比率	2.78	3.65	3.23	3.17	3.20
速动比率	1.83	2.68	2.40	2.41	2.46
归母权益/有息债务	36.20	40.85	41.86	43.16	44.51
有形资产/有息债务	44.03	48.39	49.96	52.31	54.37

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
总资产	4,713	4,673	4,816	5,031	5,219
货币资金	422	495	631	845	1,036
交易性金融资产	863	1,011	1,011	1,011	1,011
应收账款	197	256	271	285	290
应收票据	1	0	0	0	0
其他应收款 (合计)	34	45	43	47	50
存货	812	760	781	790	808
其他流动资产	38	305	307	308	310
流动资产合计	2,368	2,871	3,042	3,286	3,505
其他权益工具	0	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	1,097	1,216	1,157	1,106	1,059
在建工程	209	3	39	66	86
无形资产	104	99	97	95	93
商誉	0	0	0	0	0
其他非流动资产	936	485	481	478	476
非流动资产合计	2,345	1,802	1,774	1,745	1,714
总负债	1,013	904	954	1,049	1,112
短期借款	1	0	0	0	0
应付账款	305	236	336	397	426
应付票据	104	86	107	116	124
预收账款	1	7	10	11	12
其他流动负债	438	457	490	512	533
流动负债合计	850	787	943	1,035	1,095
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	163	117	11	14	17
非流动负债合计	163	117	11	14	17
股东权益	3,700	3,769	3,862	3,982	4,107
股本	828	828	829	829	829
公积金	234	325	382	447	460
未分配利润	2,675	2,632	2,667	2,721	2,833
归属母公司权益	3,700	3,769	3,862	3,982	4,107
少数股东权益	0	0	0	0	0

费用率	2021	2022	2023E	2024E	2025E
销售费用率	23.09%	25.61%	25.65%	25.63%	25.56%
管理费用率	4.81%	4.04%	4.08%	4.06%	4.03%
财务费用率	0.30%	-0.27%	-0.05%	-0.11%	-0.16%
研发费用率	2.39%	3.57%	3.58%	3.72%	3.78%
所得税率	20%	17%	17%	17%	17%

每股指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E
每股红利	0.60	0.60	0.64	0.71	0.77
每股经营现金流	0.93	0.86	0.91	0.92	0.95
每股净资产	4.46	4.54	4.66	4.80	4.95
每股销售收入	3.83	3.71	3.99	4.35	4.70

估值指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E
PE	13	13	12	11	10
PB	1.9	1.8	1.8	1.7	1.7
EV/EBITDA	8.4	9.0	7.8	6.9	6.2
股息率	7.1%	7.1%	7.6%	8.4%	9.2%

## 行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

## 分析、估值方法的局限性说明

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。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

## 特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和個人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

## 光大证券研究所

### 上海

静安区南京西路 1266 号  
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

### 北京

西城区武定侯街 2 号  
泰康国际大厦 7 层

### 深圳

福田区深南大道 6011 号  
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

## 光大证券股份有限公司关联机构

### 香港

中国光大证券国际有限公司  
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

### 英国

Everbright Securities(UK) Company Limited  
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE