

富安娜 (002327.SZ)

强烈推荐 (维持)

收入小幅下降, 但盈利能力保持稳定

2022年客流&购买力下滑导致公司营收及净利润同比减少3%、2%。关闭低效门店&控费提效, 23Q1净利润同比增长5%。公司持续推进面料升级, 加速产品迭代, 优化渠道结构, 提升门店新零售管理能力, 中长期有望稳健增长。预计23-25年净利润规模5.82亿元、6.37亿元、7.04亿元, 当前市值对应23PE12X, 维持强烈推荐评级。

□ 2022年业绩略有下滑, 23Q1利润端恢复增长。

1) 2022年: 营业收入、营业利润、归母净利润、扣非归母净利润为30.80亿元(-3.14%)、6.23亿元(-2.83%)、5.34亿元(-2.21%)、4.81亿元(-6.72%)。

2) 23Q1: 营业收入、营业利润、归母净利润、扣非归母净利润为6.20亿元(-7.57%)、1.39亿元(+7.34%)、1.11亿元(+5.28%)、1.03亿元(+4.41%)。

□ 2022年加盟渠道保持增长, 23Q1终端销售承压。

1) 2022年分渠道: 2022年线上营收12.80亿元(-3.24%, 占比41.6%), 线下直营营收7.31亿元(-4.68%, 占比23.7%), 线下经加盟营收8.28亿元(-1.64%, 占比26.9%), 团购营收1.37亿元(-22.14%, 占比4.5%)。

2) 门店数量: 截止2022年末公司门店数量减少55家至1470家, 其中直营店471家(+1家), 加盟店999家(-56家)。

3) 23Q1分渠道: 线上营收2.93亿元(-5.4%, 占比44.8%), 线下直营营收1.76亿元(-15.0%, 占比24.1%), 线下加盟营收1.41亿元(-5.2%, 占比21.6%), 团购营收0.39亿元(+0.4%, 占比6.3%)。

□ 22年及23Q1的盈利能力保持相对稳定

1) 2022年毛利率稳中有升, 费用率小幅提升, 净利润率小幅下降: 2022年毛利率同比提升0.96pct至53.1%, 其中线上毛利率46.31%(+0.12pct), 线下直营毛利率66.53%(+1.25pct), 线下加盟毛利率52.65%(+2.62pct)。2022年期间费用率提升2.36pct至32.95%, 其中销售费用率25.61%(+2.52pct)、管理费用率4.04%(-0.77pct)、研发费用率3.57%(+1.18pct)、财务费用率-0.27%(-0.57pct)。净利润率小幅提升0.16pct至17.33%。

3) 23Q1年盈利能力提升: 毛利率提升1.22pct至54.34%, 期间费用率下降0.78pct至32.53%, 净利率提升2.19pct至17.91%。

□ 现金流及存货仍处于合理区间

1) 22年经营净现金流为7.10亿元(-8.4%), 应收账款周转天数同比+3天

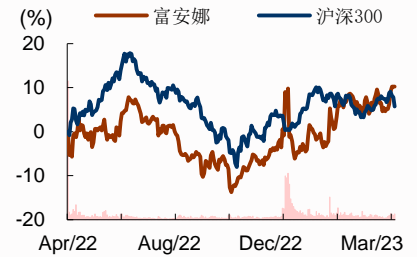
消费品/轻工纺服
目标估值: NA
当前股价: 8.23元

基础数据

总股本(万股)	82946
已上市流通股(万股)	48430
总市值(亿元)	68
流通市值(亿元)	40
每股净资产(MRQ)	4.7
ROE(TTM)	13.9
资产负债率	17.1%
主要股东	林国芳
主要股东持股比例	39.75%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	6	19	12
相对表现	5	12	11



资料来源: 公司数据、招商证券

相关报告

- 《富安娜(002327)—22Q3运营效率提升, 利润端保持稳健增长》2022-10-28
- 《富安娜(002327)—经营质量持续提升业绩稳健增长》2022-04-26
- 《富安娜(002327)—渠道结构优化毛利率提升加大利润弹性》2021-08-22

刘丽 S1090517080006

✉ liuli14@cmschina.com.cn

赵中平 S1090521080001

✉ zhaozhongping@cmschina.com.cn

王梓旭 研究助理

✉ wangzixu@cmschina.com.cn

至 26 天，存货周转天数同比+10 天至 196 天。

2) 23Q1 经营净现金流为 1.14 亿元 (+307.1%)，应收账款周转天数同比+8 天至 33 天，存货周转天数同比+4 天至 236 天。

□ **盈利预测及投资建议。**公司持续推进面料升级，加速产品迭代，优化渠道结构，提升门店新零售管理能力，中长期有望稳健增长。预计 2023-2025 年收入规模为 33.28 亿元、36.32 亿元、39.76 亿元，同比增速为 8%、9%、9%。归母净利润规模 5.82 亿元、6.37 亿元、7.04 亿元，同比增速为 9%、9%、10%。当前市值 68 亿元，对应 23PE12X，24PE11X，维持强烈推荐评级。

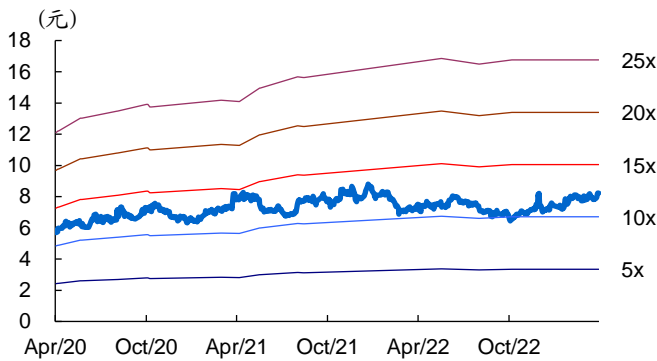
□ **风险提示：**客流及购买力恢复不及预期风险、线下门店拓展速度不及预期的风险。

财务数据与估值

会计年度	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元)	3179	3080	3328	3632	3976
同比增长	11%	-3%	8%	9%	9%
营业利润(百万元)	642	623	683	752	836
同比增长	7%	-3%	10%	10%	11%
归母净利润(百万元)	546	534	582	637	704
同比增长	6%	-2%	9%	9%	10%
每股收益(元)	0.66	0.64	0.70	0.77	0.85
PE	12.5	12.8	11.7	10.7	9.7
PB	1.8	1.8	1.8	1.7	1.6

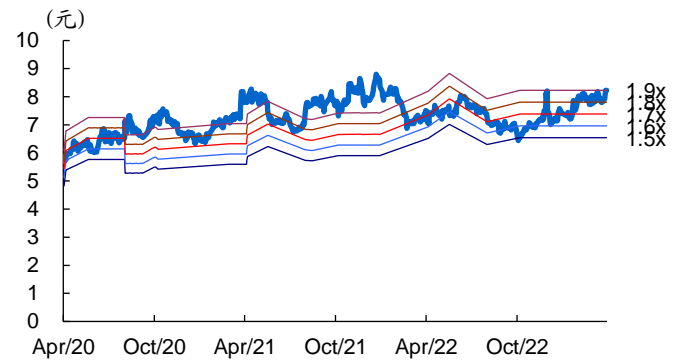
资料来源：公司数据、招商证券

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	2021	2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	2368	2871	3003	3245	3529
现金	422	495	545	659	799
交易性投资	863	1011	1011	1011	1011
应收票据	1	0	0	0	0
应收款项	197	256	257	280	307
其它应收款	34	45	48	53	58
存货	812	760	812	882	961
其他	38	305	330	360	394
非流动资产	2345	1802	1792	1755	1703
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	1097	1216	1227	1208	1170
无形资产商誉	104	99	89	80	72
其他	1145	488	476	468	461
资产总计	4713	4673	4795	5000	5232
流动负债	850	787	824	857	895
短期借款	1	0	100	100	100
应付账款	409	323	348	379	412
预收账款	35	35	38	42	45
其他	405	429	337	337	337
长期负债	163	117	117	117	117
长期借款	0	0	0	0	0
其他	163	117	117	117	117
负债合计	1013	904	941	974	1012
股本	828	828	828	828	828
资本公积金	(0)	31	31	31	31
留存收益	2872	2910	2995	3167	3361
少数股东权益	0	0	0	0	0
归属于母公司所有者权益	3700	3769	3854	4026	4220
负债及权益合计	4713	4673	4795	5000	5232

现金流量表

单位：百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	775	710	612	621	671
净利润	546	534	582	637	704
折旧摊销	103	110	89	87	83
财务费用	10	(13)	2	1	0
投资收益	(39)	(84)	(9)	(9)	(9)
营运资金变动	130	177	(53)	(97)	(109)
其它	24	(14)	1	2	2
投资活动现金流	(127)	6	(71)	(41)	(21)
资本支出	(79)	(41)	(80)	(50)	(30)
其他投资	(47)	47	9	9	9
筹资活动现金流	(660)	(613)	(490)	(467)	(510)
借款变动	(426)	(116)	8	0	0
普通股增加	(23)	(1)	0	0	0
资本公积增加	81	32	0	0	0
股利分配	(426)	(497)	(497)	(466)	(510)
其他	134	(31)	(2)	(1)	(0)
现金净增加额	(12)	104	50	113	140

利润表

单位：百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入	3179	3080	3328	3632	3976
营业成本	1522	1444	1560	1696	1846
营业税金及附加	33	31	34	37	40
营业费用	734	789	805	883	966
管理费用	153	124	134	143	155
研发费用	76	110	119	130	142
财务费用	9	(8)	2	1	0
资产减值损失	(11)	25	0	0	0
公允价值变动收益	(41)	(80)	(80)	(80)	(80)
其他收益	4	5	5	5	5
投资收益	39	84	84	84	84
营业利润	642	623	683	752	836
营业外收入	39	25	25	25	25
营业外支出	3	3	3	3	3
利润总额	678	645	705	774	858
所得税	132	112	124	137	154
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属于母公司净利润	546	534	582	637	704

主要财务比率

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
年成长率					
营业总收入	11%	-3%	8%	9%	9%
营业利润	7%	-3%	10%	10%	11%
归母净利润	6%	-2%	9%	9%	10%
获利能力					
毛利率	52.1%	53.1%	53.1%	53.3%	53.6%
净利率	17.2%	17.3%	17.5%	17.5%	17.7%
ROE	15.0%	14.3%	15.3%	16.2%	17.1%
ROIC	13.9%	12.9%	14.0%	14.9%	15.9%
偿债能力					
资产负债率	21.5%	19.3%	19.6%	19.5%	19.3%
净负债比率	2.2%	2.0%	2.1%	2.0%	1.9%
流动比率	2.8	3.6	3.6	3.8	3.9
速动比率	1.8	2.7	2.7	2.8	2.9
营运能力					
总资产周转率	0.7	0.7	0.7	0.7	0.8
存货周转率	1.9	1.8	2.0	2.0	2.0
应收账款周转率	15.1	13.6	13.0	13.5	13.5
应付账款周转率	3.7	3.9	4.6	4.7	4.7
每股资料(元)					
EPS	0.66	0.64	0.70	0.77	0.85
每股经营净现金	0.93	0.86	0.74	0.75	0.81
每股净资产	4.46	4.54	4.65	4.85	5.09
每股股利	0.60	0.60	0.56	0.61	0.68
估值比率					
PE	12.5	12.8	11.7	10.7	9.7
PB	1.8	1.8	1.8	1.7	1.6
EV/EBITDA	10.1	10.6	9.3	8.6	7.8

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。

赵中平：香港中文大学硕士，对外经济贸易大学学士，2014-2016年分别就职于安信证券，银河证券，2016-2021年就职于广发证券轻工行业首席分析师，2020年新财富，水晶球，新浪金麒麟均获得第三名，2021年加入招商证券，任轻工时尚首席分析师。

刘丽：对外经济贸易大学会计学硕士，2011-2015年就职于国美控股集团投资部，2015-2017.7太平洋证券服饰纺织行业分析师，2017年8月加入招商证券，2021年起任美妆时尚联席首席。

毕先磊：山东大学金融硕士，吉林大学工学学士，曾就职于德邦证券研究所轻工组，2021年加入招商证券，研究方向为轻工制造。

王鹏：华威商学院金融学硕士，中山大学金融学学士，2020-2021年就职于万联证券，2021年加入招商证券，任研究助理，研究方向为轻工新消费。

王月：香港理工大学运筹学及风险分析硕士，华北电力大学电气工程及其自动化学士，曾就职于基金公司，2021-2023年就职于天风证券研究所轻工组，2023年加入招商证券，研究方向为轻工新消费。

王梓旭：中央财经大学硕士，2022年加入招商证券，任研究助理，研究方向为纺织服装。

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。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，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可能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。