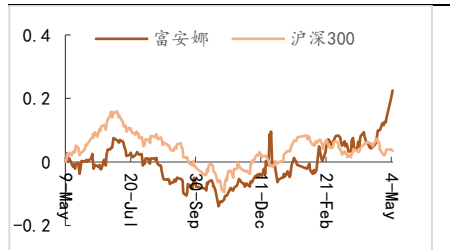


评级： 买入

陈梦
首席分析师
SAC 执证编号: S0110521070002
chenmeng@sczq.com.cn
电话: 010-81152649

郭琦
研究助理
guoqi@sczq.com.cn
电话: 010-81152647

市场指数走势 (最近 1 年)



资料来源: 聚源数据

公司基本数据

最新收盘价 (元)	9.17
一年内最高/最低价 (元)	9.23/6.41
市盈率 (当前)	14.10
市净率 (当前)	1.96
总股本 (亿股)	8.29
总市值 (亿元)	76.06

资料来源: 聚源数据

相关研究

- 富安娜 (002327) 2022 年三季报点评: 22Q3 业绩稳健增长, 存货周转效率提升
- 富安娜 (002327) 2022 年中报点评: 疫情下经营韧性凸显, 业绩高质量增长可期
- 富安娜 (002327) 2021 年年报及 2022 年一季报点评: 经营稳健韧性凸显, 业绩高质量增长值得期待

核心观点

- 事件:** 公司发布 2022 年年报及 2023 年一季报, 2022 年实现营业收入 30.8 亿元, 同比-3.14%; 实现归母净利润 5.34 亿元, 同比-2.21%; 拟每 10 股派发现金红利 6 元。23Q1 实现营业收入 6.2 亿元, 同比-7.57%; 实现归母净利润 1.11 亿元, 同比+5.28%。

点评:

- 2022 年加盟渠道韧性较强, 23Q1 收入端压力仍存。分渠道看,** 2022 年公司直营/加盟/电商/团购渠道分别实现收入 7.3/8.3/12.8/1.4 亿元, 分别同比-4.7%/+1.6%/-3.2%/-22.4%。全年公司直营/加盟门店分别净+1/-56 家至 471 家/999 家。疫情使终端零售及物流受到冲击, 公司直营及电商渠道如期承压; 加盟表现稳健, 单店出货同比增长, 预计主要受益于公司近年来优化调整加盟渠道, 优质加盟商韧性较强且存货压力较小。**单季度看,** 23Q1 直营/加盟/电商/团购/其他收入分别同比-15%/-5.2%/-5.4%/+0.4%/-7.5%, 收入端短期内压力仍存, 利润端已有明显改善。
- 产品升级&结构优化推动毛利率上升, 23Q1 净利率明显改善。** 2022 年公司毛利率+1pct 至 53.1%, 其中直营/加盟/线上毛利率分别+1.3/+2.6/+0.1pcts 至 66.5%/52.7%/46.3%, 毛利率提升预计主因精细化管理下制造及物流成本下降以及产品结构升级、折扣管控较强; 销售/管理/研发/财务费用率分别+2.5/-0.8/+1.2/-0.6pcts 至 25.6%/4%/3.6%/-0.3%。销售费率增加预计主因电商渠道营销推广费用增长。综合影响下, 净利率+0.2pct 至 17.3%。23Q1 毛利率+1.2pct 至 54.3%; 期间费用率-0.8pct; 净利率+2.2pcts 至 17.9%。产品及渠道优化带动盈利能力改善。
- 调渠道提升运营效率, 强研发打造产品差异。** 渠道端看, 公司拟在一二线城市拓超品形象店, 强化私域流量并提升品牌形象; 公司直营占比高, 加盟提升空间较大; 电商更聚焦效率及盈利能力提升。产品端看, 公司持续强化研发, 材质及设计升级有望推动产品高端化及盈利能力提升。
- 投资建议:** 伴随消费复苏, 公司有望加快门店拓展, 驱动收入增长; 产品升级&渠道优化&费用管控带动经营质量改善, 长期业绩高质量增长可期。考虑到消费复苏进度, 我们下调盈利预测, 预计公司 23/24/25 年归母净利润分别为 5.8/6.5/7.3 亿元 (原预测 23/24 年为 6.7/7.5 亿元), 对应当前市值 PE 分别为 13/12/10 倍, 维持“买入”评级。
- 风险提示:** 消费复苏不及预期, 渠道拓展不及预期, 行业竞争加剧。

盈利预测

	2022A	2023E	2024E	2025E
营收 (亿元)	30.80	33.35	36.52	39.80
同比增速 (%)	-3.1%	8.3%	9.5%	9.0%
归母净利润 (亿元)	5.34	5.83	6.51	7.25
同比增速 (%)	-2.2%	9.2%	11.7%	11.4%
EPS (元/股)	0.65	0.70	0.79	0.88
PE (倍)	14	13	12	10

资料来源: Wind, 首创证券

财务报表和主要财务比率

资产负债表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2022	2023E	2024E	2025E		2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	2,871	3,170	3,396	3,644	经营活动现金流	710	861	601	678
现金	495	875	993	1,108	净利润	534	583	651	725
应收账款	256	250	271	293	折旧摊销	110	89	95	100
其它应收款	0	0	0	0	财务费用	-13	-4	-2	-5
预付账款	13	31	30	30	投资损失	-84	-15	-18	-22
存货	760	875	928	997	营运资金变动	173	211	-128	-123
其他	1,347	1,139	1,173	1,215	其它	-10	-4	3	3
非流动资产	1,802	1,763	1,714	1,657	投资活动现金流	6	-50	-46	-44
长期投资	0	0	0	0	资本支出	-18	-28	-29	-30
固定资产	1,216	1,252	1,286	1,319	长期投资	0	0	0	0
无形资产	99	91	84	77	其他	24	-22	-17	-14
其他	484	507	524	536	筹资活动现金流	-613	-431	-436	-519
资产总计	4,673	4,933	5,110	5,301	短期借款	-10	0	0	0
流动负债	787	961	983	1,034	长期借款	-9	0	0	0
短期借款	0	0	0	0	其他	-105	72	156	136
应付账款	236	367	358	373	现金净增加额	104	380	118	115
其他	126	126	126	126					
非流动负债	117	117	117	117	主要财务比率	2022	2023E	2024E	2025E
长期借款	0	0	0	0	成长能力				
其他	117	117	117	117	营业收入	-3.1%	8.3%	9.5%	9.0%
负债合计	904	1,078	1,100	1,151	营业利润	-2.8%	9.1%	11.7%	12.2%
少数股东权益	0	0	0	0	归属母公司净利润	-2.2%	9.2%	11.7%	11.4%
归属母公司股东权益	3,769	3,855	4,010	4,150	获利能力				
负债和股东权益	4,673	4,933	5,110	5,301	毛利率	53.1%	53.4%	53.6%	53.9%
					净利率	17.3%	17.5%	17.8%	18.2%
					ROE	14.2%	15.1%	16.2%	17.5%
					ROIC	21.0%	22.1%	23.3%	24.7%
					偿债能力				
					资产负债率	19.3%	21.8%	21.5%	21.7%
					净负债比率	5.6%	5.4%	5.2%	5.0%
					流动比率	3.6	3.3	3.5	3.5
					速动比率	2.7	2.4	2.5	2.6
					营运能力				
					总资产周转率	0.7	0.7	0.7	0.8
					应收账款周转率	13.6	13.2	14.0	14.1
					应付账款周转率	5.3	5.1	4.7	5.0
					每股指标(元)				
					每股收益	0.65	0.70	0.79	0.88
					每股经营现金	0.86	1.04	0.72	0.82
					每股净资产	4.54	4.65	4.83	5.00
					估值比率				
					P/E	14	13	12	10
					P/B	2	2	2	2
利润表 (百万元)									
	2022	2023E	2024E	2025E					
营业收入	3,080	3,335	3,652	3,980					
营业成本	1,444	1,554	1,693	1,836					
营业税金及附加	31	34	37	41					
营业费用	789	840	917	995					
研发费用	110	113	113	119					
管理费用	124	147	157	167					
财务费用	-8	-4	-2	-5					
资产减值损失	-5	-8	-8	-8					
公允价值变动收益	-80	-50	-50	-50					
投资净收益	84	65	68	72					
营业利润	623	680	759	852					
营业外收入	25	28	31	28					
营业外支出	3	3	3	3					
利润总额	645	705	787	877					
所得税	111	122	136	152					
净利润	534	583	651	725					
少数股东损益	0	0	0	0					
归属母公司净利润	534	583	651	725					
EBITDA	747	791	881	972					
EPS (元)	0.65	0.70	0.79	0.88					

分析师简介

陈梦，轻工纺服与家电行业首席分析师，北京大学硕士，曾就职民生证券、华创证券，2021年7月加入首创证券。十三届卖方分析师水晶球入围；十四届卖方分析师水晶球第五名；十八届新财富最佳分析师入围。

郭琦，纺织服装行业研究助理，美国波士顿大学金融数学硕士，2021年6月加入首创证券。

分析师声明

本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者将对报告的内容和观点负责。

免责声明

本报告由首创证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告所在资料的来源及观点的出处皆被首创证券认为可靠，但首创证券不保证其准确性或完整性。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。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财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，首创证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。投资者需自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告所载的信息、材料或分析工具仅提供给阁下作参考用，不是也不应被视为出售、购买或认购证券或其他金融工具的要约或要约邀请。该等信息、材料及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，首创证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

首创证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。首创证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。首创证券的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的意见或建议不一致的投资决策。

在法律许可的情况下，首创证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到首创证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

本报告的版权仅为首创证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

评级说明

1. 投资建议的比较标准	评级	说明
投资评级分为股票评级和行业评级	股票投资评级	买入 相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准	增持	相对沪深 300 指数涨幅 5%-15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅 -5%-5%之间
	减持	相对沪深 300 指数跌幅 5%以上
2. 投资建议的评级标准	行业投资评级	看好 行业超越整体市场表现
报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准	中性	行业与整体市场表现基本持平
	看淡	行业弱于整体市场表现