

富安娜 (002327.SZ)

第三季度收入降幅收窄，费用率企稳

优于大市

核心观点

第三季度收入同比下滑幅度收窄，费用率企稳。在消费市场持续疲软的环境下，公司第三季度收入同比下滑 7.6%至 5.35 亿元（环比二季度同比下滑 15.3%收窄）。毛利率同比下降 2.1 个百分点至 53.4%，主要受库存清理影响。费用端企稳，整体费用率同比-0.7 百分点，销售费用率/管理费用率分别同比+1.0/-1.3 百分点。其他收益占收入比例同比下降 0.6 百分点，主要系增值税加计抵减优惠政策到期所致。归母净利润同比下滑 28.7%至 0.54 亿元，归母净利率同比下降 3.0 个百分点至 10.0%。

存货周转天数上升，现金流表现亮眼。三季度末，公司存货金额为 8.32 亿元，同比-6.2%，存货周转天数同比+31 天至 285 天，预计主要因积极帮助加盟商退换货促进提货；应收/应付周转分别同比+19/18 天；经营性现金流净额相较去年大幅改善，净现比 2.07，维持在较高水平。

加盟渠道为今年主要拖累，毛利率压力明年有望改善。前三季度，公司累计实现营业收入 16.27 亿元，同比下降 13.8%；实现归母净利润 1.60 亿元，同比下降 45.5%。分渠道看，加盟渠道因去年末备货较多导致库存水平偏高，今年以来提货意愿不强，是收入下滑的主要拖累；直营渠道则受客流减少影响；电商渠道表现相对稳定，同时三季度各渠道增速预计比上半年均有所改善。今年以来毛利率下滑主要受库存清理影响，四季度预计仍有影响，明年有望企稳；费用端，上半年受经营负杠杆及电商平台扣点费用增加、营销投放影响，销售费用率大幅提升，三季度费用率改善明显，公司费用管控效果显现。

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：看好库存改善后明年业绩企稳，长期保持高分红水平。2025 年以来公司收入下滑、盈利承压，尤其加盟商存在库存压力导致公司加盟收入下滑明显，同时由于公司帮助加盟商回收和清理库存影响了公司整体毛利率和存货周转；三季度公司收入下滑幅度显著收窄，销售费用率企稳，已初步显现改善迹象。我们预计在今年低基数基础上，明年伴随库存改善、加盟商进货恢复正常，公司有望重回业绩增长正轨。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，近三年分红率在 90%以上。我们维持盈利预测，预计 2025~2027 年净利润分别为 3.9/4.1/4.3 亿元，同比-28.5%/+5.2%/+5.1%。维持“优于大市”评级。

盈利预测和财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	3,030	3,011	2,665	2,726	2,789
(+/-%)	-1.6%	-0.6%	-11.5%	2.3%	2.3%
净利润(百万元)	572	542	388	408	429
(+/-%)	7.2%	-5.2%	-28.5%	5.2%	5.1%
每股收益(元)	0.68	0.65	0.46	0.49	0.51
EBIT Margin	21.0%	20.7%	15.5%	16.0%	16.6%
净资产收益率 (ROE)	14.8%	13.9%	9.9%	10.3%	10.7%
市盈率 (PE)	10.5	11.1	15.5	14.7	14.0
EV/EBITDA	10.0	10.2	13.3	12.6	11.9
市净率 (PB)	1.56	1.55	1.53	1.52	1.50

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

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	7.18 元
总市值/流通市值	6019/3502 百万元
52 周最高价/最低价	10.00/6.99 元
近 3 个月日均成交额	45.07 百万元

市场走势

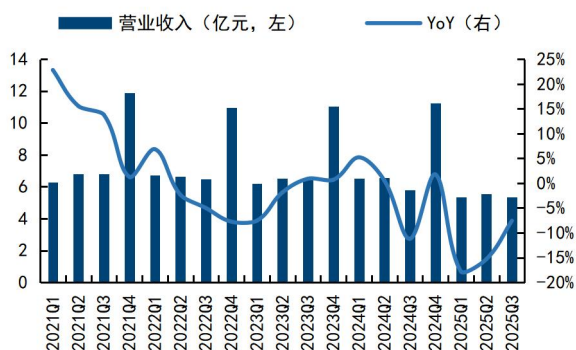


资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

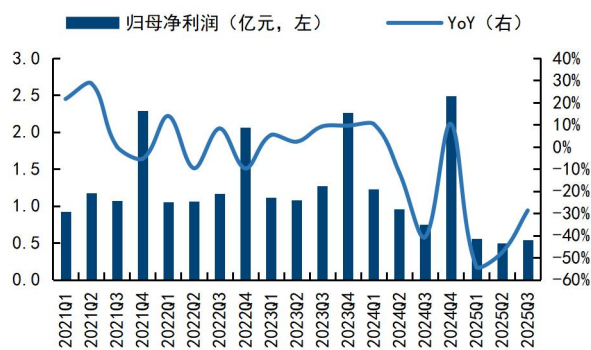
- 《富安娜 (002327.SZ) - 第二季度收入降幅收窄，利润压力延续》——2025-09-01
- 《富安娜 (002327.SZ) - 2024 年业绩表现稳健，分红率维持 95% 以上》——2025-04-28
- 《富安娜 (002327.SZ) - 第三季度收入同比下滑 11%，销售费用率增长致净利率承压》——2024-10-28
- 《富安娜 (002327.SZ) - 上半年收入增长 3%，盈利保持稳定》——2024-08-25
- 《富安娜 (002327.SZ) - 2023 年利润率稳步提升，分红率达 95%》——2024-04-27

图1: 公司营业收入及增速 (单位: 亿元、%)



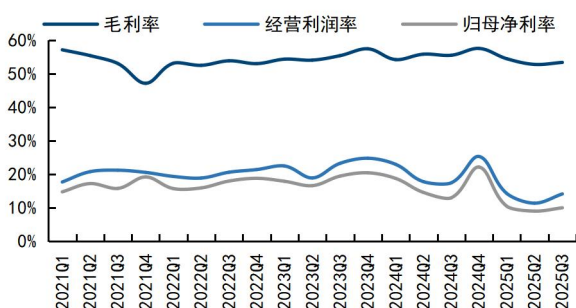
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图2: 公司归母净利润及增速 (单位: 亿元、%)



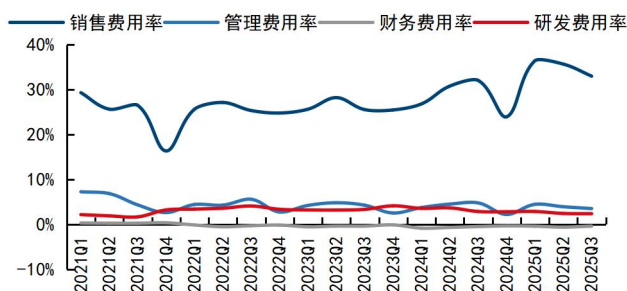
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图3: 公司毛利率/营业利润率/净利率



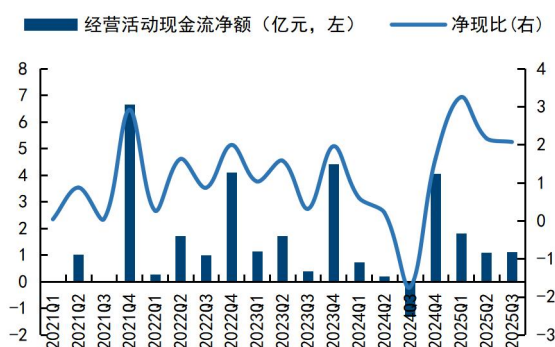
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图4: 公司期间费用率



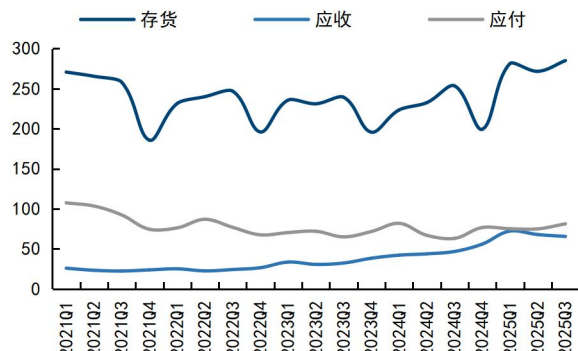
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图5: 公司经营性现金流净额 (单位: 亿元)



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

表1: 富安娜业务拆分（按渠道分）

	FY2023	FY2024	2024 H1	2024 H2	2025 H1	2025Q1	2025Q2	2025Q3
收入（百万元）	3030	3011	1308	1704	1091	536	555	535
直营	722.89	735.75	309.48	426.27	281.32			
店数	484	485	498	485	486			
单店收入	151.55	151.86	63.03	86.73	57.94			
加盟	824.19	835.75	328.90	506.86	186.35			
店数	1,010	987	1,033	987	928			
单店收入	82.05	83.70	31.84	51.35	20.08			
电商	1,210.19	1,120.61	527.60	593.01	501.16			
天猫	296.97							
京东	474.68							
唯品会	173.83							
团购	164.07	172.49						
其他	108.22	146.64						
收入 YOY	-1.6%	-0.6%	2.8%	-3.1%	-16.6%	-17.8%	-15.3%	-7.6%
直营	-1.1%	1.8%	-0.9%	3.8%	-9.1%			
店数	3.0%	0.2%	5.3%	0.2%	-2.4%			
单店收入	-2.6%	0.2%	-4.9%	1.1%	-8.1%			
加盟	-0.4%	1.4%	1.9%	1.1%	-43.3%			
店数	1.1%	-2.3%	4.2%	-2.3%	-10.2%			
单店收入	1.8%	2.0%	-2.2%	3.4%	-36.9%			
电商	-5.5%	-7.4%	-0.6%	-12.7%	-5.0%			
天猫	-22.7%							
京东	6.8%							
唯品会	-1.2%							
团购	19.5%	5.1%						
其他	5.2%	35.5%						
毛利率	55.6%	56.1%	55.0%	56.8%	53.6%	54.5%	52.8%	53.4%
直营	70.1%	67.9%	68.0%	67.7%	66.3%			
加盟	56.2%	55.6%	53.2%	57.1%	49.3%			
电商	48.0%	50.3%	46.5%	53.6%	49.4%			
团购	43.8%	41.6%						
其他	57.5%	60.8%						

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

投资建议：看好库存改善后明年业绩企稳，长期保持高分红水平

2025 年以来公司收入下滑、盈利承压，尤其加盟商存在库存压力导致公司加盟收入下滑明显，同时由于公司帮助加盟商回收和清理库存影响了公司整体毛利率和存货周转；三季度公司收入下滑幅度显著收窄，销售费用率企稳，已初步显现改善迹象。我们预计在今年低基数基础上，明年伴随库存改善、加盟商进货恢复正常，公司有望重回业绩增长正轨。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，近三年分红率在 90% 以上。我们维持盈利预测，预计 2025~2027 年净利润分别为 3.9/4.1/4.3 亿元，同比-28.5%/+5.2%/+5.1%。维持“优于大市”评级。

表2: 盈利预测和财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	3,030	3,011	2,665	2,726	2,789
(+/-%)	-1.6%	-0.6%	-11.5%	2.3%	2.3%
净利润(百万元)	572	542	388	408	429
(+/-%)	7.2%	-5.2%	-28.5%	5.2%	5.1%
每股收益(元)	0.68	0.65	0.46	0.49	0.51
EBIT Margin	21.0%	20.7%	15.5%	16.0%	16.6%
净资产收益率(ROE)	14.8%	13.9%	9.9%	10.3%	10.7%
市盈率(PE)	10.5	11.1	15.5	14.7	14.0
EV/EBITDA	10.0	10.2	13.3	12.6	11.9
市净率(PB)	1.56	1.55	1.53	1.52	1.50

资料来源: wind, 国信证券经济研究所预测

表3: 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	2024A	2025E	2026E	2024A	2025E	2026E	2024~2026	2026	(人民币 亿元)
002327.SZ	富安娜	优于大市	7.2	0.65	0.46	0.49	11.1	15.5	14.7	-13.2%	(1.11)	60.2
家纺公司												
002293.SZ	罗莱生活	无评级	8.8	0.52	0.59	0.66	17.0	15.0	13.3	12.8%	1.04	73.7
603365.SH	水星家纺	无评级	18.6	1.40	1.47	1.63	13.3	12.6	11.4	7.7%	1.48	48.8

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）	2023	2024	2025E	2026E	2027E	利润表（百万元）	2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	390	470	1144	1169	1175	营业收入	3030	3011	2665	2726	2789
应收款项	429	600	219	224	229	营业成本	1344	1323	1208	1233	1256
存货净额	701	763	640	619	626	营业税金及附加	36	32	28	29	30
其他流动资产	545	467	413	422	432	销售费用	792	832	853	864	875
流动资产合计	2980	2949	3065	3083	3111	管理费用	113	106	97	98	99
固定资产	1205	1166	1225	1257	1280	研发费用	108	95	69	70	71
无形资产及其他	96	93	90	87	85	财务费用	(10)	(17)	(15)	(15)	(16)
投资性房地产	663	748	748	748	748	投资收益	35	20	17	18	18
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产减值及公允价值变动	2	11	14	15	15
资产总计	4945	4956	5128	5176	5224	其他收入	(103)	(112)	(60)	(61)	(65)
短期借款及交易性金融负债	100	181	161	161	161	营业利润	688	652	465	489	514
应付款项	393	325	335	340	344	营业外净收支	5	3	4	4	4
其他流动负债	444	413	563	570	577	利润总额	693	655	469	493	518
流动负债合计	937	919	1059	1071	1082	所得税费用	121	113	81	85	90
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	149	145	139	133	127	归属于母公司净利润	572	542	388	408	429
长期负债合计	149	145	139	133	127	现金流量表（百万元）	2023	2024	2025E	2026E	2027E
负债合计	1086	1064	1198	1204	1210	净利润	572	542	388	408	429
少数股东权益	0	0	0	0	0	资产减值准备	4	14	(18)	0	0
股东权益	3859	3892	3930	3971	4014	折旧摊销	72	72	127	137	146
负债和股东权益总计	4945	4956	5128	5176	5224	公允价值变动损失	(2)	(11)	(14)	(15)	(15)
关键财务与估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E	财务费用	(10)	(17)	(15)	(15)	(16)
每股收益	0.68	0.65	0.46	0.49	0.51	营运资本变动	(310)	(328)	694	14	(17)
每股红利	0.60	0.64	0.42	0.44	0.46	其它	(4)	(14)	18	(0)	(0)
每股净资产	4.61	4.64	4.69	4.74	4.79	经营活动现金流	332	275	1195	544	543
ROIC	21%	18%	13%	15%	16%	资本开支	(60)	(53)	(151)	(151)	(151)
ROE	15%	14%	10%	10%	11%	其它投资现金流	95	267	0	0	0
毛利率	56%	56%	55%	55%	55%	投资活动现金流	35	214	(151)	(151)	(151)
EBIT Margin	21%	21%	16%	16%	17%	权益性融资	0	11	0	0	0
EBITDA Margin	23%	23%	20%	21%	22%	负债净变化	0	0	0	0	0
收入增长	-2%	-1%	-11%	2%	2%	支付股利、利息	(499)	(537)	(349)	(367)	(386)
净利润增长率	7%	-5%	-28%	5%	5%	其它融资现金流	525	654	(21)	0	0
资产负债率	22%	21%	23%	23%	23%	融资活动现金流	(473)	(409)	(370)	(367)	(386)
息率	8.3%	8.9%	5.8%	6.1%	6.4%	现金净变动	(105)	80	674	25	5
P/E	10.5	11.1	15.5	14.7	14.0	货币资金的期初余额	495	390	470	1144	1169
P/B	1.6	1.5	1.5	1.5	1.5	货币资金的期末余额	390	470	1144	1169	1175
EV/EBITDA	10.0	10.2	13.3	12.6	11.9	企业自由现金流	228	205	1012	360	361
						权益自由现金流	753	859	990	360	360

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所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