



2020年10月22日

扣非符合预期，线上毛利率提升

富安娜(002327)：2020年三季度报点评

评级：	增持	股票代码：	002327
上次评级：	增持	52周最高价/最低价：	8.37/6.35
目标价格：		总市值(亿)	68.79
最新收盘价：	8.16	自由流通市值(亿)	41.63
		自由流通股数(百万)	510.20

事件概述

公司 2020Q1-3 收入/归母净利/扣非净利 16.99/2.75/2.40 亿元，同比增长 1.29%/11.78%/13.38%，扣非净利增速高于净利主要由于投资收益下降 17%至 2862 万。经营现金流/净利为 35% (20H1 为 26%)，我们分析主要由于：(1) 供应商承兑汇票到期，支付采购贷款增加；(2) 去年同期因进行加盟商去库存、应收账款回款较多导致基数高，但前三季度较上半年经营现金流已有所改善。Q3 单季收入/归母净利/扣非净利 5.99/1.07/0.97 亿元，同比增长 4.57%/18.02%/13.19%，收入和扣非符合预期、净利略超预期。

分析判断：

我们估计，公司收入增长主要来自线上贡献，估计线上增长 13%、线下微增；线上由于今年公司希望提升毛利、下架了一些低价链接，部分影响了增速。

净利率提升主要由毛利率提升、财务费用率下降及投资收益贡献。2020 年前三季度毛利率/净利率为 54.10%/16.18%，同比提升 2.32/1.52PCT，我们判断毛利率提升主要由于：(1) 生产加工成本降低；贸易战下优质供应商费用更低，公司从 19 年底开始进行供应商调换及合同重订；(2) 线上高单价产品（如床垫、乳胶等）占比提升。销售/管理/研发/财务费用率为 29.47%/5.01%/2.87%/-0.11%，同比提升 0.18/0.68/-0.16/-0.27PCT。投资收益/收入为 2.63%，同比提升 0.19PCT；信用减值损失/收入为 0.03%，同比下降 0.56PCT。

2020Q3 末应收账款 1.23 亿元，较年初减少 43%，主要由于保理业务新增放款。从净营业周期角度来看，2020 前三季度为 200 天、同比减少 15 天，主要由于应收账款周转天数同比减少 9 天。

投资建议：

此前在疫情背景下，公司降幅好于行业，主要由于：(1) 去年开始公司提前调整加盟渠道、防范市场风险；(2) 直营占比较高、对终端变化反应更为及时，且 19 年下半年已开始新零售尝试；(3) 电商持续表现较好，且达到较好的盈利，净利率估计在 10%中段水平。维持 20-22 EPS 0.65/0.74/0.83 元，目前股价对应 20/21PE 为 12/11X，维持“增持”评级。

风险提示

疫情发展的不确定性、美家战略投入拖累业绩风险、库存积压风险、渠道调整不及预期、系统性风险。

盈利预测与估值

财务摘要	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	2,918	2,789	2,986	3,361	3,769
YoY (%)	11.6%	-4.4%	7.1%	12.5%	12.1%
归母净利润(百万元)	543	507	552	622	697
YoY (%)	10.1%	-6.7%	8.9%	12.7%	11.9%
毛利率 (%)	49.8%	52.0%	54.0%	54.6%	54.9%
每股收益 (元)	0.64	0.60	0.65	0.74	0.83
ROE	15.3%	14.2%	13.7%	13.8%	14.2%
市盈率	12.05	12.92	11.87	10.52	9.40

资料来源: Wind, 华西证券研究所

分析师: 唐爽爽

邮箱: tangss@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519090002

联系电话:

分析师: 何富丽

邮箱: hef1@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520080002

联系电话:

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入	2,789	2,986	3,361	3,769	净利润	507	552	622	697
YoY(%)	-4.4%	7.1%	12.5%	12.1%	折旧和摊销	93	66	71	71
营业成本	1,339	1,373	1,525	1,700	营运资金变动	329	-64	-87	-102
营业税金及附加	30	24	27	30	经营活动现金流	864	496	536	591
销售费用	725	836	931	1,036	资本开支	-183	-279	-106	-55
管理费用	102	125	148	170	投资	-2	162	-63	-106
财务费用	2	-14	-17	-19	投资活动现金流	-179	-57	-99	-85
资产减值损失	-5	0	0	0	股权募资	3	0	0	0
投资收益	54	60	71	75	债务募资	550	-50	0	0
营业利润	595	657	741	829	筹资活动现金流	-623	-396	-354	-379
营业外收支	7	0	0	0	现金净流量	61	42	83	127
利润总额	602	657	741	829	主要财务指标	2019A	2020E	2021E	2022E
所得税	95	105	119	133	成长能力				
净利润	507	552	622	697	营业收入增长率	-4.4%	7.1%	12.5%	12.1%
归属于母公司净利润	507	552	622	697	净利润增长率	-6.7%	8.9%	12.7%	11.9%
YoY(%)	-6.7%	8.9%	12.7%	11.9%	盈利能力				
每股收益	0.60	0.65	0.74	0.83	毛利率	52.0%	54.0%	54.6%	54.9%
资产负债表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E	净利率率	18.2%	18.5%	18.5%	18.5%
货币资金	742	785	868	994	总资产收益率 ROA	10.8%	10.8%	11.0%	11.4%
预付款项	37	41	61	85	净资产收益率 ROE	14.2%	13.7%	13.8%	14.2%
存货	830	869	936	1,025	偿债能力				
其他流动资产	1,026	896	996	1,141	流动比率	2.38	2.42	2.59	2.81
流动资产合计	2,636	2,591	2,860	3,245	速动比率	1.60	1.57	1.69	1.85
长期股权投资	0	0	0	0	现金比率	0.67	0.73	0.79	0.86
固定资产	977	1,338	1,678	1,952	资产负债率	24.2%	21.4%	20.1%	19.4%
无形资产	107	120	137	154	经营效率				
非流动资产合计	2,067	2,542	2,779	2,858	总资产周转率	0.59	0.58	0.60	0.62
资产合计	4,702	5,133	5,639	6,103	每股指标 (元)				
短期借款	50	0	0	0	每股收益	0.60	0.65	0.74	0.83
应付账款及票据	556	527	517	516	每股净资产	4.23	4.78	5.34	5.83
其他流动负债	502	542	588	639	每股经营现金流	1.02	0.59	0.64	0.70
流动负债合计	1,108	1,069	1,105	1,155	每股股利	0.00	0.41	0.42	0.45
长期借款	0	0	0	0	估值分析				
其他长期负债	30	30	30	30	PE	12.92	11.87	10.52	9.40
非流动负债合计	30	30	30	30	PB	1.64	1.62	1.45	1.33
负债合计	1,138	1,099	1,135	1,185					
股本	843	843	843	843					
少数股东权益	0	0	0	0					
股东权益合计	3,564	4,034	4,504	4,918					
负债和股东权益合计	4,702	5,133	5,639	6,103					

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师与研究助理简介

唐爽爽：中国人民大学经济学硕士、学士，10年研究经验，曾任职于中金公司、光大证券等，曾获得2014-2015年纺织服装行业新财富第1名团队。

何富丽：对外经济贸易大学管理学硕士、学士，CPA，2年研究经验，曾任职于国盛证券。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，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，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。