

富安娜 (002327. SZ)

高端艺术家纺龙头，零售运营构建壁垒

买入

核心观点

家纺行业：短期受益于装修及婚庆需求回暖，中长期集中度提升可期。中国家纺行业市场规模二千亿，增速放缓，线上销售额增速较快。婚庆和搬家需求为家纺消费主要来源，行业短期推动力在于地产竣工回暖带动装修需求，疫情积压婚庆需求释放。竞争格局较为分散，罗莱/水星/富安娜/梦洁 CR4 仅 4.2%，中长期龙头份额有望提升。分渠道看：1) 线上低价产品竞争激烈，头部品牌在线上中高端价格带占优；2) 线上中高档产品增速较快，未来头部品牌在线上渠道仍具成长性；3) 行业尤其头部品牌仍依赖线下渠道增长。

公司概况：国内第三大家纺公司，坚守初心打造高端轻奢品牌。富安娜以销售床上用品及家居生活类产品为主，主品牌“富安娜”定位高端，线下主力价格带为 2000-6000 元，另有三大子品牌“VERSAI 维莎”（艺术轻奢系列），“馨而乐”（年轻温馨系列）和“酷智奇”（儿童系列）。收入规模 30 亿元，三大主要渠道直营/加盟/电商收入占比分别为 24%/27%/42%。公司业绩增长大致可以分为业绩快速成长期和高质量稳健增长期两个阶段，财务特点表现为盈利能力强、营运稳健、派息率高、现金流充足、负债率低。

竞争力与成长性分析：高端定位及强零售运营构建深厚壁垒。1) **品牌力和产品力：**坚持原创艺术家纺，高端定位带来高品牌溢价。公司坚持艺术性与创新性，专注高端家纺定位，一方面品牌价值更高，更经受住长期考验，能够穿越行业周期；同时高端品牌本身拥有较高壁垒，其他竞争对手短时间难以超越；另一方面高端定位为公司带来高客单价和高利润率，经营韧性与盈利能力并存。2) **渠道力：**零售渠道运营管理能力强，利润率高。公司渠道管理能力强，有较多直营门店；直营管理团队执行力强，运营能力和渠道利润率优秀；对经销商采取扁平化管理，将成熟的直营管理体系输出给加盟商，经销渠道利润率高；公司供应链高效成熟，平行仓、前置仓模式下，运输成本持续优化。3) **成长性：**渠道角度，公司成长性主要在线下渠道的店数、店效提升；产品角度，扩展多元化品类、价格带和目标客群。

投资建议：看好公司构建高产品品牌渠道壁垒下，中长期成长性。短期业绩弹性将受益于装修和婚庆需求的回暖；中长期凭借多元化渠道增长，尤其是线下店数和店效增长，以及品类、价格带、目标客群的扩展，实现长期稳健增长。预计 2023~2025 年净利润分别为 5.8/6.5/7.2 亿元，同比增长 8.2%/11.9%/10.9%。首次覆盖给予“买入”评级，根据相对估值和绝对估值方法给予合理估值区间 8.6~10.3 元，合理估值对应 2024 年 11~13x PE。

风险提示：市场竞争加剧；存货大幅减值；渠道拓展不及预期。

盈利预测和财务指标

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	3,179	3,080	3,171	3,451	3,719
(+/-%)	10.6%	-3.1%	3.0%	8.8%	7.8%
净利润(百万元)	546	534	578	647	717
(+/-%)	5.7%	-2.2%	8.2%	11.9%	10.9%
每股收益(元)	0.66	0.65	0.70	0.78	0.86
EBIT Margin	20.8%	18.9%	20.8%	21.5%	22.2%
净资产收益率(ROE)	14.8%	14.2%	14.9%	16.1%	17.2%
市盈率(PE)	12.3	12.6	11.7	10.4	9.4
EV/EBITDA	10.6	11.7	10.2	9.2	8.5
市净率(PB)	1.82	1.78	1.73	1.68	1.62

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按预期总股本计算

公司研究·深度报告

纺织服饰·服装家纺

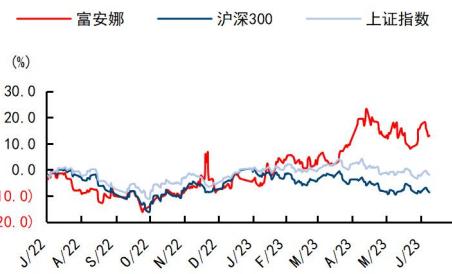
证券分析师：丁诗洁 联系人：关峻尹
0755-81981391 0755-81982834
dingshijie@guosen. com. cnguanjunyin@guosen. com. cn
S0980520040004

联系人：刘佳琪
010-88005446
liujiaqi@guosen. com. cn

基础数据

投资评级	买入(首次评级)
合理估值	8.60~10.30 元
收盘价	8.11 元
总市值/流通市值	6727/3928 百万元
52 周最高价/最低价	9.58/6.41 元
近 3 个月日均成交额	45.03 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

内容目录

家纺行业：短期受益于装修及婚庆需求回暖，中长期集中度提升可期	5
市场规模：行业规模二千亿，中高个位数稳步增长	5
行业动能：地产竣工回暖带动装修需求，疫情积压婚庆需求有望释放	6
竞争格局：龙头品牌份额有望提升，线上中高档市场和线下实体有更大成长空间	7
公司概况：国内第三大家纺公司，坚守初心打造高端轻奢品牌	11
业务概览：国内第三大家纺公司，立足高端艺术家纺	11
发展历程：坚守初心打造高端轻奢品牌，业绩多年保持稳健增长	12
股权结构和管理层：林国芳为实控人，管理层专业性强且经验丰富	14
财务分析：盈利能力强，营运稳健，派息率高，现金流充足	15
竞争力与成长性分析：高端定位及强零售运营构建深厚壁垒	21
品牌力和产品力：坚持原创艺术家纺，高端定位带来高品牌溢价	21
渠道力：零售渠道运营管理能力强，利润率高	25
盈利预测	31
假设前提	31
未来3年业绩预测	32
盈利预测情景分析	33
估值与投资建议	33
绝对估值：9.8-10.3元	33
相对估值：8.6-10.1元	34
投资建议	35
风险提示	36
附表：财务预测与估值	38
免责声明	39

图表目录

图1: 中国家纺市场规模及增速	5
图2: 中国床上用品市场规模及增速	5
图3: 天猫京东中国床上用品销售额及增长 (季度)	5
图4: 中国家纺消费各类需求	6
图5: 中国家纺消费各类需求	6
图6: 住宅竣工面积 YOY 与家纺公司当期收入 YOY 正关联性较高	7
图7: 中国家纺行业主要品牌公司市占率	8
图8: 中国/海外国家家纺行业 CR5	8
图9: 天猫京东床上用品均价和销量 YOY (月度)	9
图10: 床上用品 2021-2022 年天猫+京东头部品牌在各价格带销量占比	9
图11: 2017-2022 年天猫+京东床上用品行业价格带分布变化 (销量占比/销量增速)	10
图13: 公司上市至今股价、收入 (亿元)、利润率	13
图15: 公司上市至今收入 (亿元) /净利润 (亿元) /利润率	16
图32: 富安娜产品印花风格鲜明极具艺术性	22
图33: 2022 年推出“致敬大师系列”产品	22
图34: 富安娜研发费用及增速	24
图35: 家纺公司研发费用率	24
图36: 富安娜分区域收入占比	25
图37: 富安娜分区域毛利率	25
图38: 2022 年家纺上市公司核心区域收入占比	25
图39: 2022 年家纺上市公司分区域毛利率	25
图40: 2022 年家纺上市公司渠道结构	26
图41: 家纺上市公司门店数量	26
图42: 家纺上市公司直营/加盟单店收入 (万元)	27
图43: 家纺上市公司直营/加盟单坪收入 (元)	27
图44: 富安娜电商渠道收入及增速	28
图45: 富安娜电商渠道平台结构	28
图46: 重点关注家纺品牌天猫+京东平台销售额/销量/均价	28
图47: 富安娜拥有五大生产物流基地	29
图48: 公司运输成本 (亿元) 及占收入比重	30
图49: 公司成长性逻辑图	31

表1: 公司董事会及高管资料	15
表2: 公司主要研发项目	23
表3: 家纺上市公司渠道结构	26
表4: 富安娜&罗莱生活店效/坪效测算	27
表5: 家纺上市公司渠道毛利率	29
表6: 富安娜拥有五大生产物流基地	30
表7: 公司盈利预测假设条件	32
表8: 盈利预测与市场重要数据	33
表9: 情景分析（乐观、中性、悲观）	33
表10: 公司盈利预测假设条件（%）	34
表11: 资本成本假设	34
表12: 绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析（元）	34
表13: 可比公司估值	35

家纺行业：短期受益于装修及婚庆需求回暖，中长期集中度提升可期

市场规模：行业规模二千亿，中高个位数稳步增长

中国家纺行业二千亿市场规模增速放缓。家纺行业主要包括窗帘、布艺、靠垫、床品等家用纺织品。近年中国家用纺织品行业增长逐渐放缓，从2011-2014年10%以上复合增长，到2015-2018年的6%复合增长，再到受疫情影响增长停滞，2021年同比增长恢复到7%，市场规模达到2321亿元；2022年受疫情影响行业规模下滑5%至2195亿元。床上用品行业主要包括被子、被套、枕头、抱枕等产品，中国床上用品行业近年来增速与家纺行业增速较为一致，2022年市场规模为1280亿元。

线上销售额增速快。天猫京东平台床上用品销售额从2015年的162亿元，增长至2021年的380亿元，2022年下滑至320亿元，与全渠道相比增速较快。占全渠道的比例从2015年的14%提升至近年来25%左右。

图1：中国家纺市场规模及增速



图2：中国床上用品市场规模及增速



资料来源：前瞻产业研究院，国信证券经济研究所整理

资料来源：前瞻产业研究院，国信证券经济研究所整理

图3：天猫京东中国床上用品销售额及增长（季度）

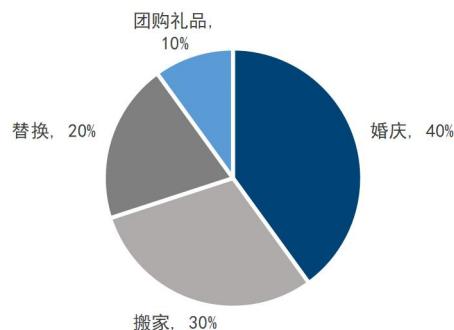


资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

行业动能：地产竣工回暖带动装修需求，疫情积压婚庆需求有望释放

婚庆和搬家系主要消费来源，均有望成为短期行业增长推动力。从家纺消费需求结构看，婚庆、搬家、替换、团购礼品分别占 40%、30%、20%、10%；其中婚庆和搬家需求占比较高。我们认为，短期一方面基于疫情期间积压的婚庆需求释放，另一方面基于保交付政策下带动住房竣工量回暖进而带动装修需求提升，都有望带动家纺行业需求增长。

图4：中国家纺消费各类需求



资料来源：头豹研究院，国信证券经济研究所整理

1) 婚庆需求释放有望带动家纺需求增长

婚庆消费作为家纺消费最重要的场景之一，短期来看，疫情期间对婚庆场景有一定压制，但需求并没有消失仅仅是被延迟，前期积压的婚庆需求有望在今年开始逐渐释放，进而推动对家纺的购买需求。根据婚礼纪发布的《2023 结婚全品类消费趋势洞察报告》，2023 年 1 月平台用户活跃度较 2022Q4 提升 3 倍，国庆档婚礼预约咨询量环比增长 412%。

图5：中国家纺消费各类需求



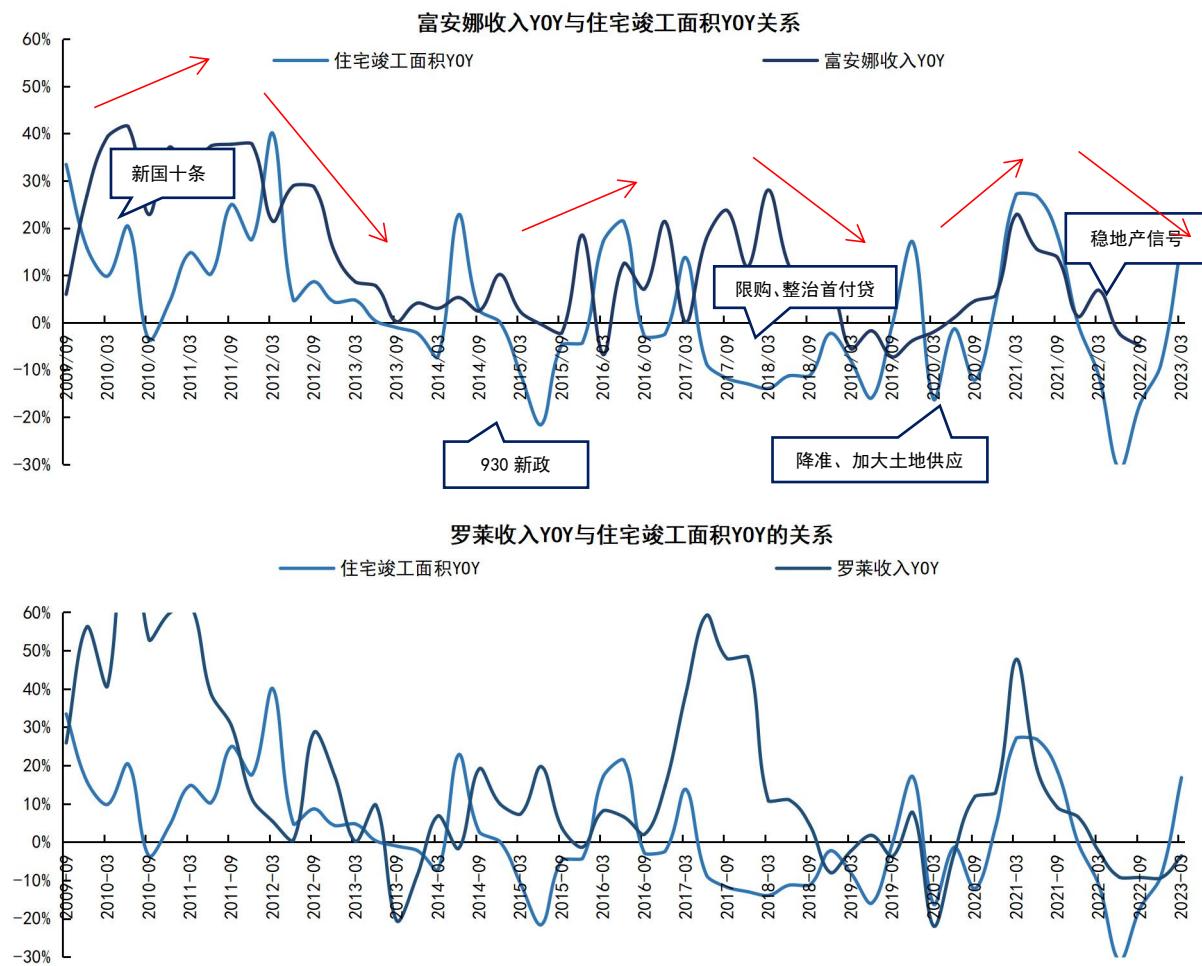
资料来源：《2023 结婚全品类消费趋势洞察报告》，国信证券经济研究所整理

2) 保交楼政策带动下住房竣工回暖，有望带动家装-家纺需求提升

住宅竣工面积增长与家纺上市公司当季收入增长具有一定相关性。对比 2009 年至今，家纺上市头部公司富安娜、罗莱生活的当期收入增速和住宅竣工面积增速，可以发现两者趋势具有一定一致性。其中，罗莱显著性水平不及富安娜可能是，1) 罗莱批发收入占比较高，2) 罗莱 2017 年收购家具品牌莱克星顿，2021 年占公司收入 18%，主要销售地是北美，与国内地产市场关联度不大。

保交楼信号下，近期地产竣工回暖，有望利好家纺行业 2022 年 7 月中共中央政治局会议首次提出“保交楼”政策，从月度的住宅竣工面积 YOY 可见，2022 年 8 月开始降幅明显收窄至个位数，2023 年 1-2 月、3 月分别增长 10% 和 35%。

图6：住宅竣工面积 YOY 与家纺公司当期收入 YOY 正关联性较高



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

竞争格局：龙头品牌份额有望提升，线上中高档市场和线下实体有更大成长空间

（一）全渠道格局：前四大龙头品牌已形成，中长期龙头份额有望提升

罗莱、水星、富安娜、梦洁四大龙头品牌格局已形成。早年家纺企业多为区域性、地方性企业，竞争格局分散，加之消费者的家纺品牌意识较为薄弱，导致行业集中度相对较低。目前行业内比较知名、有一定规模的家纺品牌有罗莱、水星、富安娜、洁丽雅、梦洁等，前五大品牌已经形成比较稳固的市场份额，近10年CR5基本稳定在4.5%左右。2022年罗莱、水星、富安娜、洁丽雅、梦洁市占率分别为1.6%/1.0%/0.9%/0.7%/0.6%。

龙头份额有望提升：

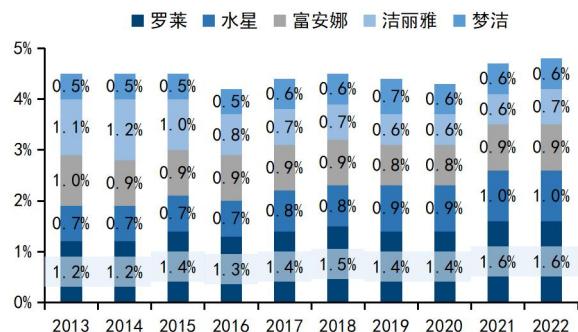
1) **较海外国家家纺行业集中度仍有一定差距：**各国家纺行业CR5近年来较为稳定，中国较其他国家行业集中度仍有一定差距，2022年中国、美国、加拿大、日本家纺行业CR5分别为4.8%/10.6%/20.1%/20.0%。

2) **行业均价提升，反映消费升级下品牌意识崛起、高品质追求。**近年来家纺行业竞争不再局限于简单的花色变化，而是通过面料研发、艺术设计等途径提升品牌产品竞争力，消费升级也将提升对品牌力和高品质家纺产品的追求。

从天猫京东床上用品销售额、销量、均价月度增速可见，2016-2020上半年，床上用品行业增长主要由销量驱动，但是2020下半年之后，床上用品的均价逆势提升，说明低档次品牌和产品在疫情期间有所出清。

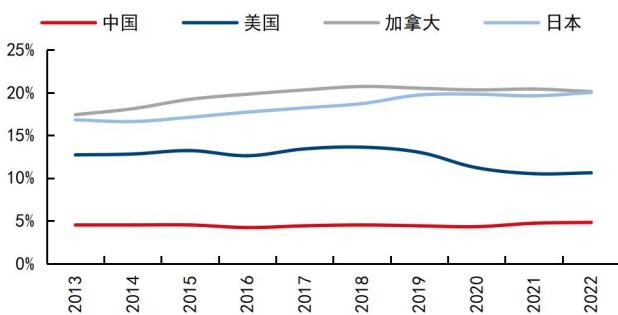
3) **线下门店运营实力要求提升。**近两年电商渠道流量见顶、增长放缓，电商渠道大众市场竞争激烈而中高档市场却空间较小（在下一段落将着重分析），因此未来头部的中高档品牌想要谋求成长需要重回线下实体门店。线下门店的盈利对品牌的渠道运营实力提出更高的考验，有利于渠道运营实力优秀的公司份额提升。

图7：中国家纺行业主要品牌公司市占率

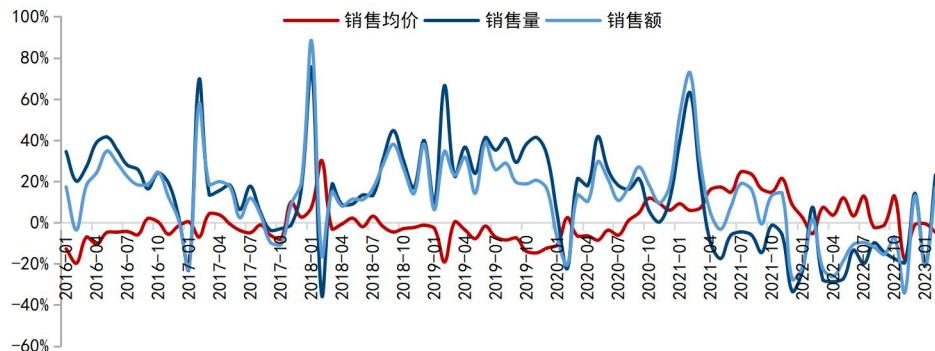


资料来源：前瞻产业研究院，国信证券经济研究所整理

图8：中国/海外国家家纺行业CR5



资料来源：前瞻产业研究院，国信证券经济研究所整理

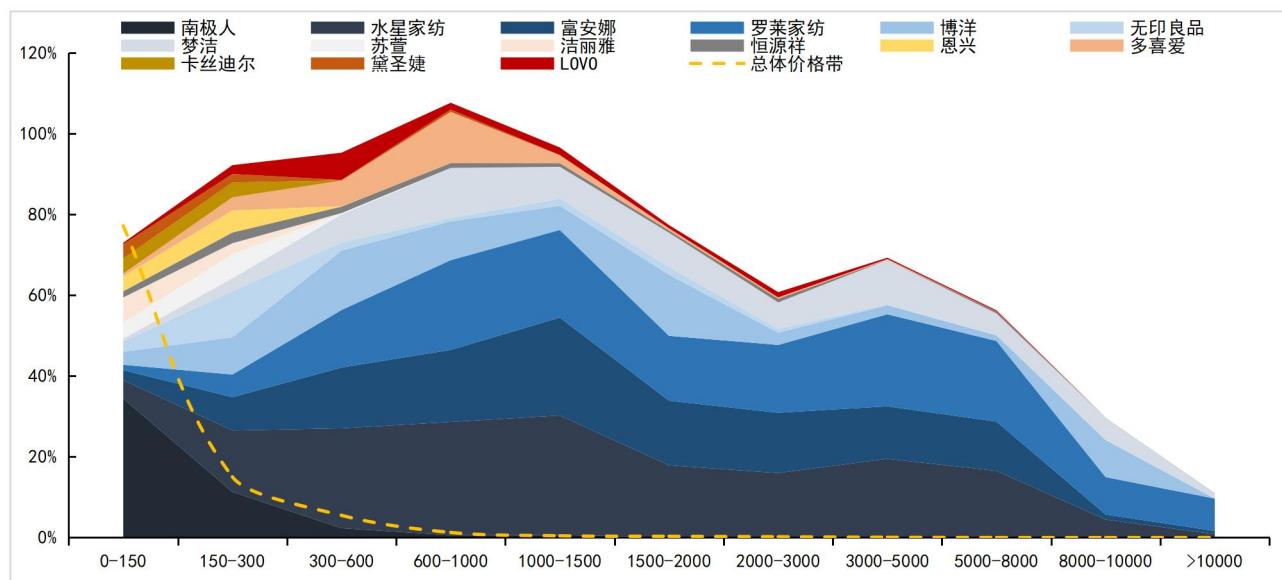
图9: 天猫京东床上用品均价和销量 YOY (月度)


资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

（二）线上格局：线上价格带偏中低端，中高档市场格局较好头部品牌占比高

电商销售的床上用品相对偏中低端，单价 600 元以下产品销量占 84%左右；线上价格带和竞争环境与线下差异较大，例如富安娜线下价格带在 2000–6000 元左右，线上则以 0–2000 元为主，因此线上统计的市占率仅供参考。

横向对比来看，600 元以下产品占主流，市场竞争激烈；1500 元以上市场占比低，竞争格局好。我们统计天猫和京东 2021+2022 年床上用品各价格带的销量占比（图中黄色虚线表示），同时计算销售额前 15 名的品牌在各个价格带的市占率。可以发现：1) 600 元以下价格带市场规模巨大（占 77%），同时又有非常多本土品牌和同质化产品，竞争非常激烈，其中“南极人”在 300 元以下市场占比领先；2) 1500 元以上的电商中高端市场，销量占比仅有 0.6%，销售额约占整体的 11%，在该价格带，同时满足“销售规模是行业前十五名”和“产品单价在 1500 元以上”这两个条件的品牌基本只有罗莱、富安娜、水星、梦洁，竞争格局较好。

图10: 床上用品 2021–2022 年天猫+京东头部品牌在各价格带销量占比


分价格带品牌销量占比

	南极人	水星家纺	富安娜	罗莱家纺	博洋	无印良品	梦洁	苏菲	洁丽雅	恒源祥	恩兴	多喜爱	卡丝迪尔	黛圣婕	LOVO
0-150	34%	5%	2%	1%	3%	3%	1%	4%	6%	2%	4%	1%	4%	4%	0%
150-300	11%	15%	8%	6%	9%	11%	3%	6%	3%	3%	5%	3%	4%	2%	2%
300-600	2%	25%	15%	14%	15%	2%	7%	0%	0%	0%	0%	6%	0%	0%	7%
600-1000	1%	28%	18%	22%	10%	1%	12%	0%	0%	1%	0%	13%	0%	1%	2%
1000-1500	1%	30%	24%	22%	6%	2%	8%	0%	0%	1%	0%	2%	0%	0%	2%
1500-2000	0%	18%	16%	16%	15%	2%	8%	0%	0%	1%	0%	1%	0%	0%	1%
2000-3000	0%	16%	15%	17%	3%	1%	7%	0%	0%	1%	0%	0%	0%	0%	1%
3000-5000	0%	19%	13%	23%	2%	0%	11%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
5000-8000	0%	17%	12%	20%	1%	0%	5%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
8000-10000	0%	4%	1%	9%	0%	6%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
>10000	0%	1%	1%	8%	0%	0%	1%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%

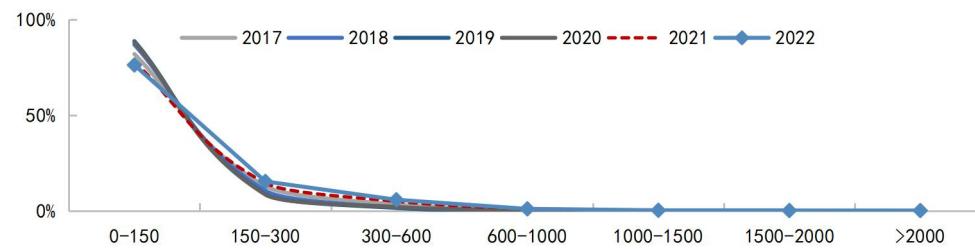
分品牌价格带销量占比

	南极人	水星家纺	富安娜	罗莱家纺	博洋	无印良品	梦洁	苏菲	洁丽雅	恒源祥	恩兴	多喜爱	卡丝迪尔	黛圣婕	LOVO
0-150	94%	45%	43%	33%	51%	52%	32%	77%	92%	70%	78%	33%	84%	89%	27%
150-300	6%	30%	28%	27%	28%	45%	30%	23%	8%	24%	22%	32%	16%	10%	33%
300-600	0%	18%	19%	25%	17%	3%	23%	0%	0%	5%	0%	23%	0%	0%	37%
600-1000	0%	5%	5%	9%	2%	0%	10%	0%	0%	1%	0%	11%	0%	0%	2%
1000-1500	0%	2%	2%	3%	1%	0%	2%	0%	0%	0%	0%	1%	0%	0%	1%
1500-2000	0%	1%	1%	2%	1%	0%	2%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
2000-3000	0%	0%	1%	1%	0%	0%	1%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
3000-5000	0%	0%	0%	1%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
5000-8000	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
8000-10000	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
>10000	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%

资料来源：阿里第三方数据，京东第三方数据，国信证券经济研究所整理

纵向对比来看，中高端价格带增速较快。自2017-2022年，各价格带占比较为稳定，其中最低端（0-300元）价格带的销售增速近年来持续下滑，5年复合增速低单位数下滑或增长；中端价格带（300-1500元）销售增速较为稳定，5年复合增速中高单位数增长；高端价格带（1500元以上）销售增速双位数增长。同时，中高端价格带竞争者较少，富安娜、罗莱、水星在该价格段占比较高，竞争力强。

图11：2017-2022年天猫+京东床上用品行业价格带分布变化（销量占比/销量增速）



占比	2017	2018	2019	2020	2021	2022	合计占比
0-150	82.0%	86.8%	88.7%	88.1%	77.9%	76.2%	84.3%
150-300	13.0%	10.6%	8.9%	8.6%	14.7%	15.5%	11.3%
300-600	3.5%	1.9%	1.7%	2.2%	5.1%	6.0%	3.1%
600-1000	0.9%	0.4%	0.4%	0.6%	1.3%	1.2%	0.7%
1000-1500	0.4%	0.1%	0.1%	0.2%	0.4%	0.5%	0.3%
1500-2000	0.2%	0.1%	0.1%	0.1%	0.3%	0.3%	0.2%
>2000	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.3%	0.3%	0.2%
增速							CAGR5
	41.6%	35.8%	-2.5%	-40.1%	-23.5%		-3.0%
150-300	9.2%	10.9%	-4.3%	15.0%	-17.4%		1.9%
300-600	-28.6%	22.8%	26.5%	57.5%	-9.5%		9.6%
600-1000	-38.5%	33.7%	42.9%	54.0%	-27.7%		5.5%
1000-1500	-56.7%	41.6%	82.3%	24.6%	-13.6%		3.8%
1500-2000	-35.6%	56.3%	24.2%	54.9%	-11.5%		11.4%
>2000	-44.3%	195.5%	-19.5%	67.6%	-7.6%		15.5%

资料来源：阿里第三方数据，京东第三方数据，国信证券经济研究所整理

注：下图为各价格带产品销售量，单位为（件）

由此我们认为：1) 线上低价产品竞争激烈，头部品牌在线上中高端价格带占据优势。线上低价市场空间虽大，但竞争激烈，主打线上低价策略的“南极大人”占据高份额外，还有大量白牌；而中高档市场目前竞争格局相对较好，头部品牌已经形成较高的消费者心智——基本由头部四大品牌占据。2) 线上中高档产品增速较快，未来头部品牌在线上渠道仍具备成长性。1500 元以上产品在电商平台占比虽较小，但近年来增速较快，证明线上消费者对于较高端产品的消费意愿和消费能力有所增提升；叠加此价格带以头部品牌为主，我们认为中高档产品需求的提升有望推动头部品牌线上渠道销售的增长。3) 行业尤其头部品牌仍依赖线下渠道增长：第一，线上中高端市场竞争格局虽好，但占比较小，更多消费者选择价位较高的家纺产品仍以线下渠道为主；第二，线下渠道产品价格、利润率好于线上，更有利于公司长期稳健发展。

公司概况：国内第三大家纺公司，坚守初心打造高端轻奢品牌

业务概览：国内第三大家纺公司，立足高端艺术家纺

富安娜以销售床上用品及家居生活类产品为主，主要产品包括套件、被芯、枕芯等。公司以完全原创设计为核心竞争力，聚焦艺术家纺，专注产品设计研发创新，并打造新零售全渠道自主运营的精细化管理。

公司立足于“艺术家纺”，定位高端。公司是艺术家纺家居的领先企业，基于不同消费群体的风格和艺术理念进行品牌和产品打造，旗下共拥有 4 大原创自有家纺品牌：核心贡献业绩的主品牌“富安娜”（主力人群 35-55 岁，价格带 2000-6000 元），另外有三大子品牌“VERSAI 维莎”（艺术轻奢系列）、“馨而乐”（年轻温馨系列）和“酷智奇”（儿童系列），子品牌目前没有独立的专卖店，产品系列在部分富安娜店铺中陈列。

电商渠道占比 4 成，未来着重发展线下。2022 年线下渠道总收入 15.6 亿元，占比 51%，其中直营和加盟分别占总收入 24%/27%，毛利率分别为 66.5%/52.7%。电商渠道收入占 42%，毛利率 46.3%，天猫/京东/唯品会分别占 30%/35%/14%，另外还有少量抖音。其他渠道包括团购和家居合计占收入比重 7.8%。目前电商占公司收入比重较大，但电商平台流量增长放缓、成本上升，预计未来公司将着重发展线下。

图12: 富安娜业务一览图



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理;

注: 渠道营收数据为 2022 年全年

发展历程: 坚守初心打造高端轻奢品牌, 业绩多年保持稳健增长

(一) 1994~1999 年: 创立品牌, 注重研发和设计, 定位高端家纺用品

改革开放初期, 公司创始人林国芳先生来到深圳打拼, 经营过杂货店、水果批发、月饼工厂等赚到第一桶金, 1994 年林国芳先生创立富安娜品牌, 从海外引进纤维棉被生产技术和印花技术, 创始人注重产品研发和设计, 从品牌成立之初就定位高端人群, 致力于提供高品质、富有美感的床上用品。

1997 年香港回归前夕, 公司投入大额资金投入深圳广播电台广告, 提升品牌影响力。1999 年, 公司建立了南山家纺生产基地, 兴建 2.5 万平方米的办公楼和厂房。

(二) 2000~2011 年: 规模高速增长期, 组织效率优化

2007 年, 富安娜全面引入世界领先软件公司德国 SAP 公司的 ERP 系统的公司, 导入世界领先的管理体系, 优化组织管理效率。2008 年, 公司在全国专卖店柜数量超过 1100 家; 2009 年富安娜上市, 并获得“中国驰名商标”荣誉称号。

2000~2010 年期间, 公司相继推出四个子品牌、启动全国多个区域布局战略, 并完成江苏常熟工业园、深圳龙华世界级工业园、四川南充工业园等的建设。

2006~2011 年在国内经济高速发展的红利期, 公司进入快速增长期, 收入规模年复合增长 28% 至 14.5 亿元, 同时规模效应的提升、组织管理优化、生产工业园的成熟等有效提升公司净利率水平从 8.1% 至 14.2%。

(三) 2012~2014 年: 开拓电商, 行业去库存时期保持高度稳健经营业绩

顺应线上化浪潮, 公司积极开拓电商渠道, 2012 年富安娜电子商务有限公司独立运作, 当年收入 2.23 亿元, 同比增长 117%。2013 年公司在全国专卖店数量突破 2000 家。此时正处于金融危机后、服装行业库存危机时期, 受到需求不振及电子商务的冲击, 公司及时改善门店经营质量, 关闭低效门店的同时加大力度开拓大

型旗舰店，2013年公司直营店/加盟店+32/-95家至596/1614家。

面对不佳外部经营环境，公司2012~2015年收入增长放缓至5~6%，但是渠道效益优化带来净利率从14.6%提升至19.2%，净利润保持15.5%复合增长，领先同行。

（四）2015年~至今：坚持品牌初心，稳扎稳打做实单店效益，进入稳健增长期

2015年，富安娜提出下一个黄金十年的“二次创业”项目，提出未来目标将要跨越一百亿，全面启动了整体家居战略，推出全屋定制新模式。

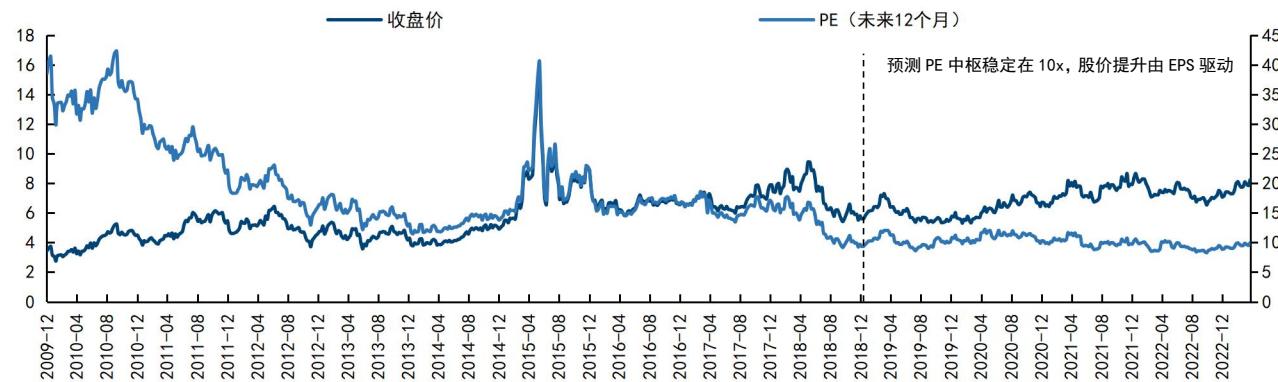
2017~2018年，公司初步实现从终端门店到生产端的信息系统化自动生成的全过程，改造门店近700家。此外，公司自主开发了“V+”CRM系统，为会员提供精准个性化销售和美家增值服务，2018年末会员总数增至53.2万。

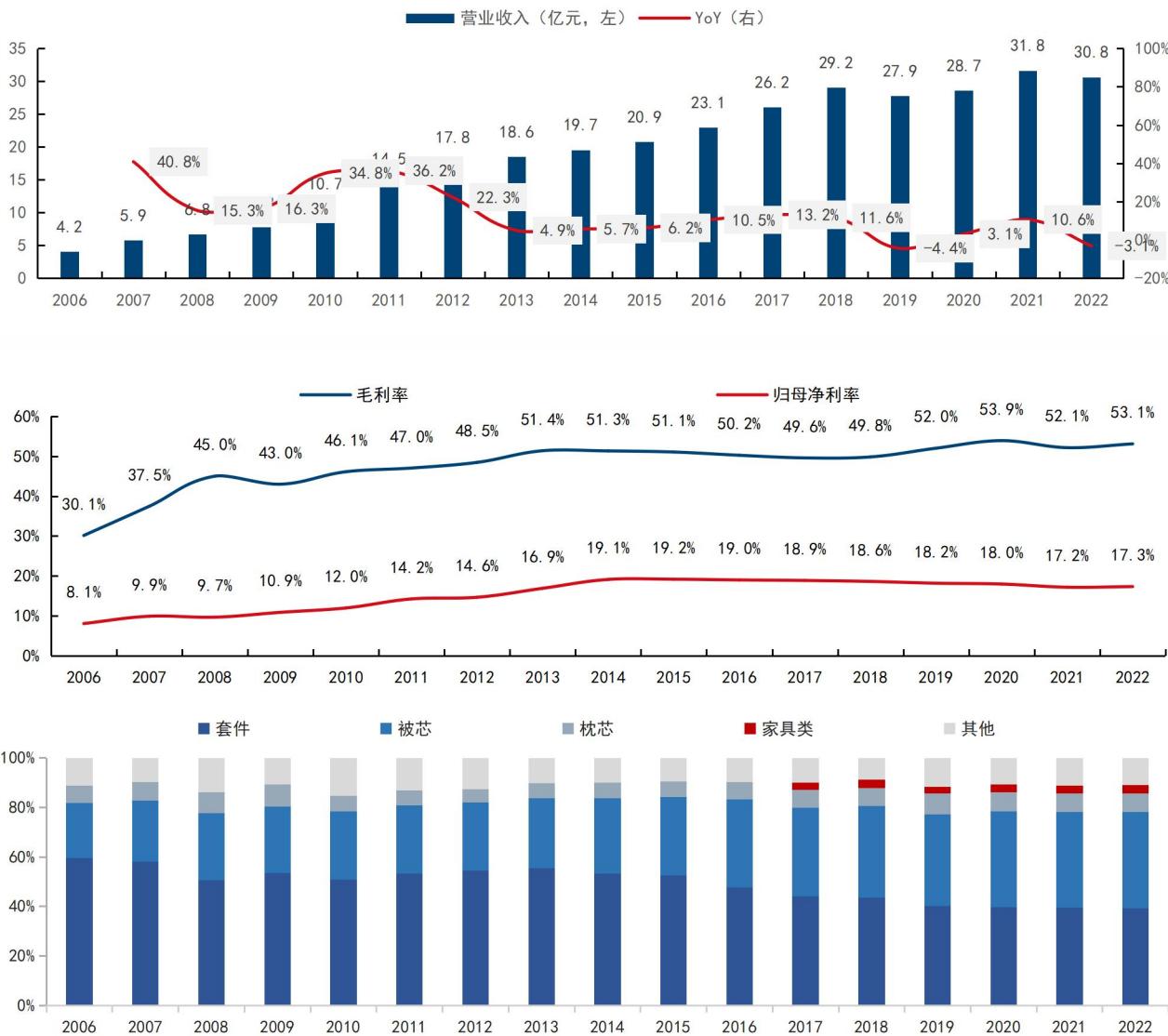
2019年，国内经济增速放缓，品牌的经销商库存承压，公司主动调整经销商渠道，不盲目扩张开店，公司更关注经销商的长远发展和抵抗风险的能力，容忍经销商短期进货效；对经销商管理以回款为奖金考核指标，以推进帮助经销商去终端库存，帮助其提升自身利润，同时，公司成立百人渠道服务团队，帮助经销商推进信息管理系统操作培训、门店新零售等专业技能，为公司线下渠道的新零售开展打下基础。当年加盟渠道收入下滑27%导致全年收入下滑4%，**2020年便轻装上阵，在疫情冲击下仍实现增长**。2021年公司进一步加强数字化赋能深层次提升直营门店新零售管理能力，2021年末，公司线下零售会员人数提升至130万。

2019年初至今，受到外部宏观经济影响，公司预期增长相对放缓，未来12个月的预测PE中枢回落，稳定在9~11x之间，平均值10.1x，股价的上涨主要由EPS预期提升所驱动。

图13：公司上市至今股价、收入（亿元）、利润率

1994~1999	2000~2011	2012~2014	2015~至今
创立品牌，注重研发设计，定位高端家纺用品	规模高速增长期，组织效率优化	开拓电商，行业去库存时期保持高度稳健业绩	坚持品牌初心，稳扎稳打做实单店效益，进入稳健增长期

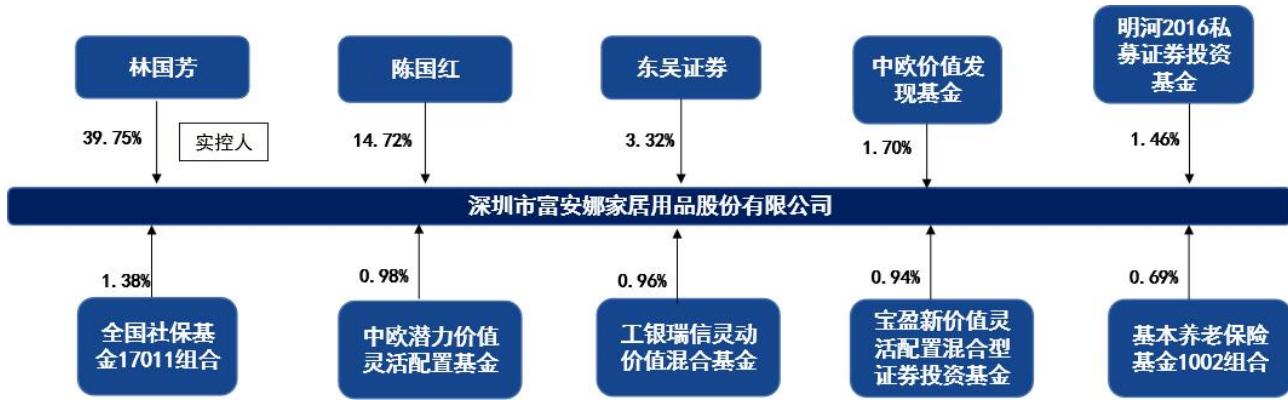




资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

股权结构和管理层：林国芳为实控人，管理层专业性强且实践经验丰富

公司股权结构清晰且稳定，截至 2023Q1，林国芳先生为公司的实际控制人，同时也是公司最大的控股股东，持有深圳市富安娜家居用品股份有限公司 39.75%的股权。陈国红为第二大股东，直接持有公司 14.72%的股份。公司前十大股东合计持股 65.90%，机构合计持有 11.43%。

图14：富安娜股权结构图


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

高管成员实践经验丰富。多名人员拥有工商管理硕士学历和中国人民大学、中山大学等名校背景，具有丰富专业知识储备。林国芳董事长资历深厚，担任中国家纺行业协会副会长、广东省家纺协会名誉会长等职务。林镇成为林国芳之子，毕业于中国人民大学，历任电商事业部经理、电商网络分销总监助理、电商策划副总监、电商市场总监、电商事业部、供应链中心总经理，现任公司董事、副总经理，近几年来富安娜电商业务发展迅速，2022年在营业收入中已经占比41.6%，林镇成先生充分证明了自己的工作能力。

表1：公司董事会及高管资料

姓名	职务	任职日期	出生年份	简介
林国芳	董事长,董事,总经理	2006-12-18	1954	林先生曾任深圳雅豪家饰精品有限公司总经理；1994年创办深圳市富安娜家居用品有限公司前身深圳富安娜家饰保健用品有限公司，并历任深圳市富安娜家居用品有限公司董事、董事长、总经理职务。2005年1月被评为“中国品牌建设十大杰出企业家”，2005年5月当选为中国家纺行业协会副会长，2005年11月当选广东省家纺协会名誉会长；2004年9月被聘为鲁迅美术学院名誉教授，2005年7月被聘为北京服装学院顾问教授，2006年1月获得“全国纺织企业家创业奖”，2006年12月当选为“全国纺织系统劳动模范”。
林汉凯	董事	2021-10-22	1986	林先生毕业于中山大学，任深圳市富安娜家居用品股份有限公司家纺研发副总监，研发中心总监。
林炫锟	董事	2021-10-22	1999	林先生为董事长林国芳之子，毕业于悉尼大学，现任深圳市富安娜家居用品股份有限公司董事。
林镇成	董事,副总经 理	2021-10-22	1984	林先生毕业于中国人民大学，2007年加入深圳市富安娜家居用品股份有限公司，历任电商事业部经理、电商网络分销总监助理、电商策划副总监、电商市场总监、电商事业部、供应链中心总经理，现任深圳市富安娜家居用品股份有限公司董事、副总经理。
陈国红	董事	2006-12-18	1964	陈女士曾供职于深圳市东宝制品公司，历任深圳市富安娜家居用品股份有限公司董事、副总经理，现任深圳新米智能科技有限公司董事、深圳国红科创文化投资有限公司董事等。
王魁	副总经理,财 务总监	2020-08-12	1970	王先生为湖南大学工商管理硕士，高级会计师，企业培训师一级，曾任湖北动能体育用品公司财务副总经理，安徽卡儿菲特服饰有限公司总经理。
龚芸	副总经理,董 事会秘书	2018-06-14	1977	龚女士为武汉理工大学会计学学士，清华大学-香港中文大学MBA。曾任深圳市同洲电子股份有限公司副总经理兼董事会秘书，深圳市三诺电子有限公司投融资总监，深圳市前海乾元信诺基金管理有限公司综合管理部副总监，现任深圳市富安娜家居用品有限公司副总经理、董事会秘书。

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

财务分析：盈利能力强，营运稳健，派息率高，现金流充足

公司规模：疫情之下展现强韧业绩，经营稳健性优于同行

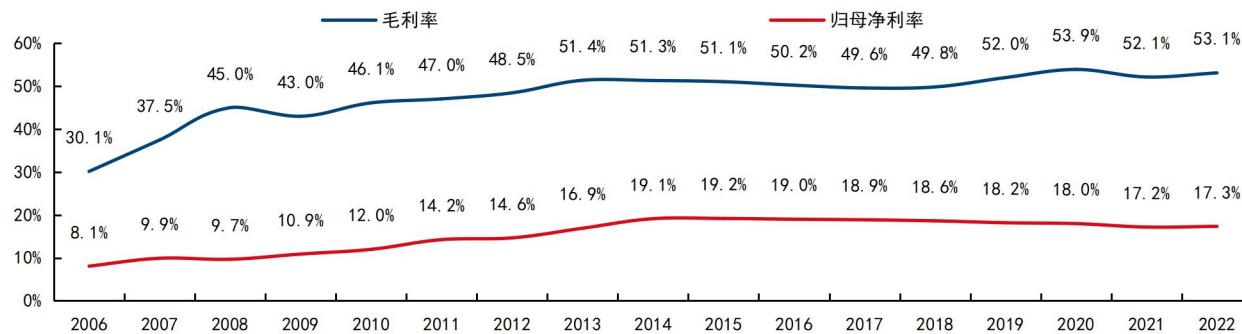
公司业绩增长大致可以分为两个阶段：业绩爆发期和高质量稳健增长期。

1) **业绩爆发期：**2013年之前，公司规模快速扩张，业绩快速增长。这一阶段，公司快速扩张门店、基地，推出4个子品牌，同时叠加国内经济高速发展、房地产高速发展的红利期，公司收入快速增长；规模效应的提升、组织管理优化、生产工业园的成熟等有效提升公司净利率水平。2006-2012年收入复合增速27.2%，净利润复合增速40.5%；毛利率从30.1%提升至48.5%，净利率从8.1%提升至14.6%。其中2007年业绩高增，主要因门店快速扩张218家，同时店效亦有提升；2010-2011连续高增，主要因2009年底公司成功上市后为公司带来了较大的资金支持和较大的品牌影响力，同时公司开启了由华南区域向全国扩张的进程；品牌层面公司加大对第二品牌馨而乐的推广；产能方面进一步扩张。

2) **高质量稳健增长期：**2013年至今，行业红利逐渐消退，收入增速放缓，利润率提升。这一阶段，随行业红利消退，公司快速成长期已过，进入平稳发展期，公司更加注重高质量增长，稳扎稳打做实单店效益。**2012-2018年收入增速放缓，利润率波动：**收入复合增速8.6%，净利润复合增速13.1%；毛利率从48.5%提升至51.1%后回落到49.8%，净利率从14.6%提升至19.2%后回落到18.6%。**2019年收入增速进一步放缓，主要因公司主动进行渠道改革调整，更加重视盈利能力提升：**2018-2022年收入复合增速1.4%，净利润复合增速-0.4%；毛利率从49.8%提升至53.1%，净利率由于销售费用等增加，从18.6%降至17.3%。

图15：公司上市至今收入（亿元）/净利润（亿元）/利润率





资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

2022年富安娜实现总营收31亿元，公司销售体量连续多年位列家纺行业前三，仅低于第一名罗莱生活（53亿）和第二名水星家纺（37亿）；全年实现净利润5.3亿元，位居第二，比罗莱生活（5.7亿）低0.4亿元，比排名第三的水星家纺（2.8亿）高2.5亿元；受疫情冲击，各公司营收和净利润增速均出现下滑，富安娜降幅最小，公司的经营稳健性优于同行。

2022年富安娜/罗莱生活/水星家纺/梦洁股份营收同比增速为-3.1%/-7.7%/-3.6%/-17.5%，净利润同比增速为-2.2%/-19.6%/-27.9%/-187.5%（梦洁股份净利润亏损进一步扩大）。

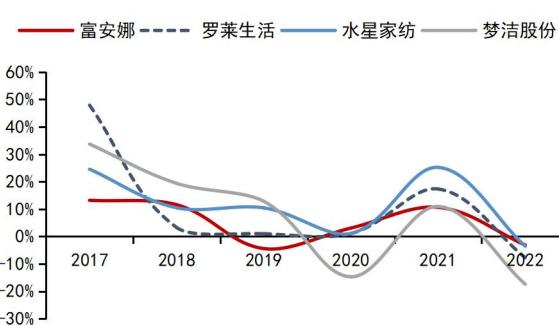
2017-2022年富安娜营业收入/净利润CAGR5分别为3.3%/1.6%，整体保持稳定的增长趋势，收入复合增速低于水星家纺（8.3%），高于罗莱生活（2.7%）；净利润复合增速低于罗莱生活（6.0%），与水星家纺一致（1.6%）。

其中，在2019年公司主动调整经销商渠道，帮助经销商去库存，提升其自身净利润，导致经销商业务收入阶段性下滑约27%，公司营收/净利润下降4.4%/6.7%。2020-2021年经渠道调整奠定稳定基础后，疫情下富安娜逆势增长，2020年营收增速在四家公司中最快，2021年回归双位数正增长（10.6%），表现出稳健增长的韧性。

图16: 各家纺公司营业收入（亿元）



图17: 各家纺公司营收同比增速

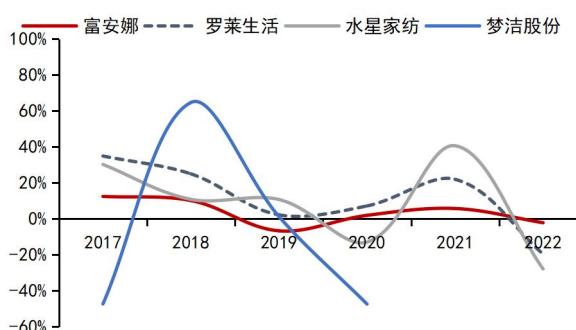


资料来源：ifind，国信证券经济研究所整理

资料来源：ifind，国信证券经济研究所整理

图18: 各家纺公司净利润(亿元)

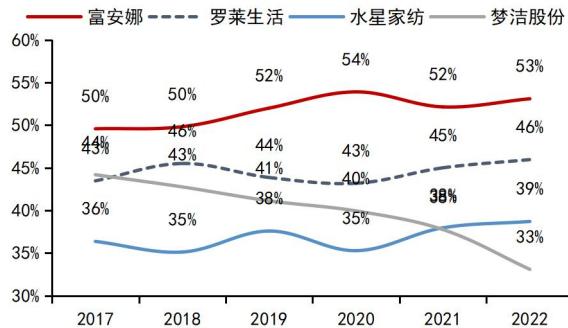

资料来源: ifind, 国信证券经济研究所整理

图19: 各家纺公司净利润同比增速


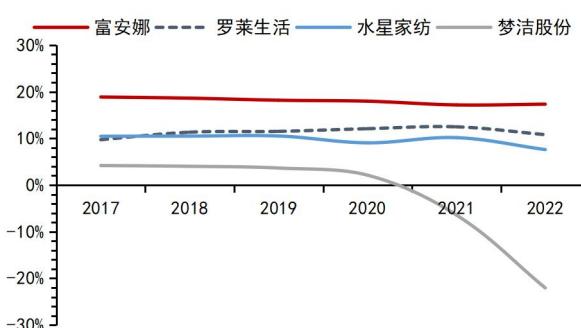
资料来源: ifind, 国信证券经济研究所整理

盈利水平: 利润率稳居行业第一, 高分红持续兑现

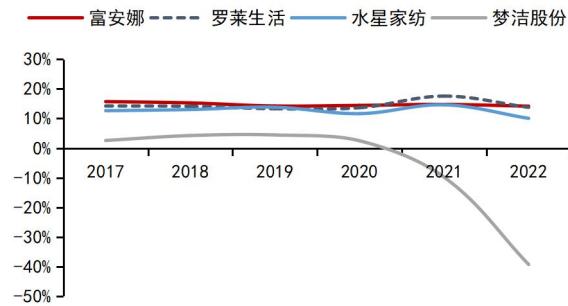
- 1) 从毛利率看, 2022 年富安娜/罗莱生活/水星家纺/梦洁股份毛利率分别为 53%/46%/39%/33%; 2017-2022 年, 富安娜毛利率始终处于 50%-54%, 稳居第一。2020 年, 公司毛利率到达历史最高值 54%, 得益于公司年内四次对线上平台全系列产品提升价格带, 带动了电商销售毛利率的增加, 与行业竞争对手形成了明显的线上运营差异化定位。
- 2) 从净利率看, 整体趋势与毛利率相同。2022 年富安娜/罗莱生活/水星家纺/梦洁股份净利率分别为 17%/11%/8%/-22%, 富安娜同样位居第一。2017-2022 年, 梦洁股份净利率始终属于低单位数, 并在 2021 年后出现快速下滑至负值; 其余公司均在较小区间内浮动。富安娜的净利率以 17%-19% 的水平位居第一, 显著高于罗莱生活 (10%-12%) 和水星家纺 (8%-11%), 这主要得益于公司对渠道的精细化管理, 直营净利率保持在 9%-10% 之间, 代表着行业领先水平, 有助于抵抗大环境不利冲击。
- 3) 从 ROE 来看, 2017-2022 年, 除了 2022 年水星家纺下降 5pct 至 10%, 罗莱生活、富安娜和水星家纺均在 13%-18% 的区间浮动, 始终高于低单位数乃至负值的梦洁股份; 富安娜在 2021 年/2022 年的 ROE 为 15%/14%, 与罗莱生活逐渐接近 (18%/14%), 体现公司良好的盈利能力 and 领先的股东权益收益水平。
- 4) 从分红率来看, 梦洁股份的股息率波动较大, 从 2019 年后开始降低, 2021 年开始由于归母净利润亏损停止分红; 水星家纺的股息率除 2019 年到 6.5% 的顶峰外, 基本在 2%-3% 之间浮动; 富安娜和罗莱生活接近, 2018-2021 年富安娜延续高分红率, 股息率稳定在 7% 上下, 同时罗莱生活的股息率从 5% 增长到 2021 年的 8%。近日, 富安娜披露 2022 年年报, 公司再度延续高分红, 根据方案, 拟每 10 股派发现金红利 6 元, 股利支付率达到 93.23%。

图20: 各家纺公司毛利率


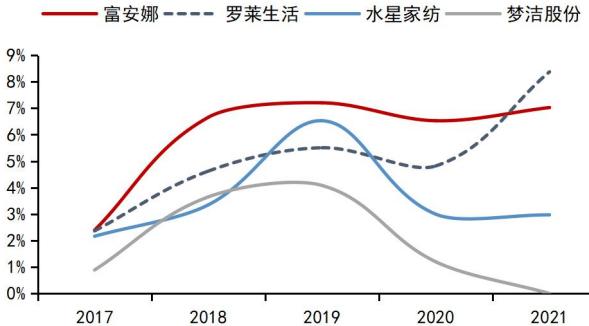
资料来源: ifind, 国信证券经济研究所整理

图21: 各家纺公司净利率


资料来源: ifind, 国信证券经济研究所整理

图22: 各家纺公司 ROE


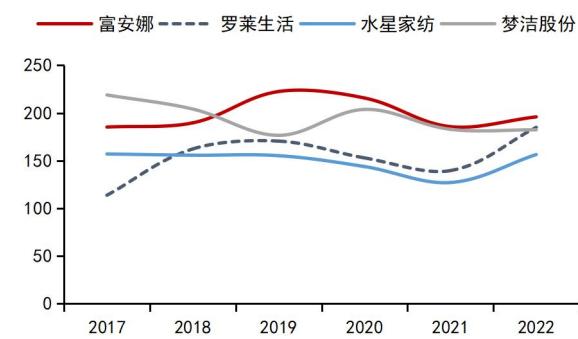
资料来源: ifind, 国信证券经济研究所整理

图23: 各家纺公司的股息率


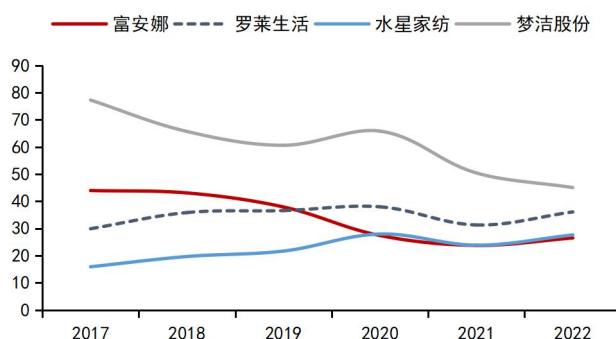
资料来源: ifind, 国信证券经济研究所整理

营运能力: 营运效率良好且保持稳定, 存货周转较慢, 经营现金流较充足

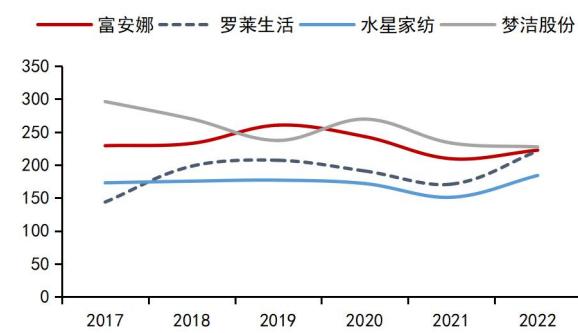
- 1) 从库存情况看, 2022 年由于疫情压力, 各公司存货周转天数均有所上升; 2022 年, 富安娜/罗莱生活/水星家纺/梦洁股份的存货周转天数分别为 196/185/156/182 天; 剔除疫情影响, 2019-2021 年富安娜存货周转效率持续改善, 存货周转天数由 222 天下降至 2021 年的 185 天, 得益于公司实行的波段供应商品计划和推进配货制等一系列库存控制方案, 但与同类竞争者相比, 公司存货周转天数始终处于行业中下水平, 与公司直营占比较高有关, 仍有改善空间。
- 2) 从应收情况看, 2022 年富安娜/罗莱生活/水星家纺/梦洁股份应收账款周转天数为 26/36/28/45 天。2017-2022 年, 各品牌公司均保持较为快速的收款, 应收周转天数始终小于 80 天; 其中富安娜周转天数从 44 天下降到 26 天, 显著低于罗莱生活 (始终 30+)、水星家纺 (从 16 天增长到 28 天) 和梦洁股份 (始终 50+), 效率优于同行并持续提升。富安娜应收账款周转天数始终维持在较低水平, 主要系公司制定了应收账款及加盟商信用额度等相关制度, 优化了相关销售流程并保证了应收账款的安全。
- 3) 从净现比来看, 梦洁股份受净利率下滑影响, 近年净现比快速上升; 富安娜/罗莱生活/水星家纺在 2022 年净现比为 1.2/0.7/0.4; 2019-2022 年, 富安娜净现比保持在 1 以上, 显著高于同行; 企业经营现金流较充足, 净利润质量较高。

图24: 各家纺公司存货周转天数


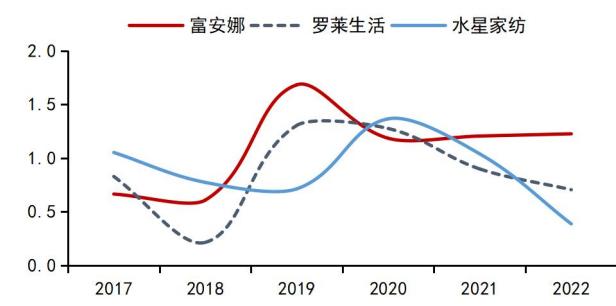
资料来源: ifind, 国信证券经济研究所整理

图25: 各家纺公司应收账款周转天数


资料来源: ifind, 国信证券经济研究所整理

图26: 各家纺公司营业周期周转天数


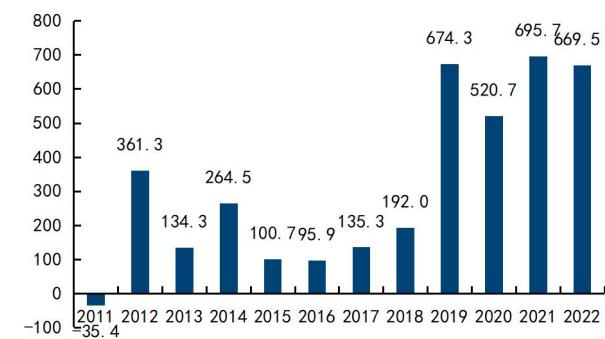
资料来源: ifind, 国信证券经济研究所整理

图27: 各家纺公司净现比


资料来源: ifind, 国信证券经济研究所整理

财务健康: 资金充沛, 负债率低

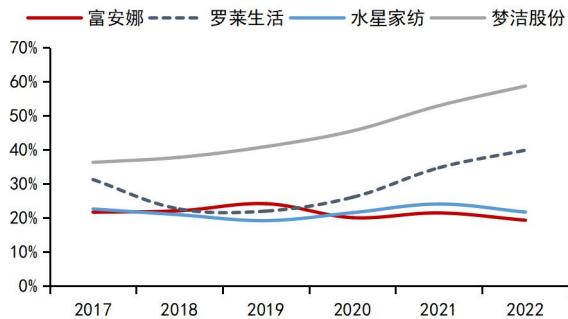
公司自由现金流充足, 近年来基本维持在 5.2-6.0 亿元以上, 没有进行对外较大的投资项目, 专注于主营业务本身。从资产负债率和有息负债率看, 公司负债率低, 资产负债率历年来呈下行趋势, 近年来基本维持在 20%左右; 有息资产负债率较低时为 0%-1%, 最高仅有 5.3%, 与同业公司相比负债率处于最低水平, 梦洁股份、罗莱生活负债率高, 水星家纺与富安娜负债率较低。

图28: 富安娜自由现金流 (百万元)


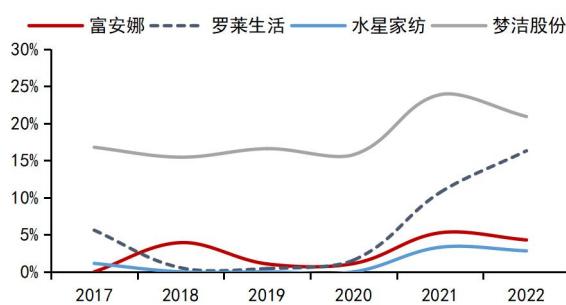
资料来源: ifind, 国信证券经济研究所整理

图29: 富安娜资产负债率&有息负债率


资料来源: ifind, 国信证券经济研究所整理

图30: 各家纺公司资产负债率


资料来源: ifind, 国信证券经济研究所整理

图31: 各家纺公司有息负债率


资料来源: ifind, 国信证券经济研究所整理

竞争力与成长性分析: 高端定位及强零售运营 构建深厚壁垒

品牌力和产品力: 坚持原创艺术家纺, 高端定位带来高品牌溢价

产品力和品牌力构筑坚实壁垒: 公司坚持艺术性与创新性, 专注高端家纺定位, 一方面, 品牌价值更高, 更经受住长期考验, 能够穿越行业周期; 同时高端品牌本身拥有较高壁垒, 其他竞争对手短时间难以超越; 另一方面高端定位为公司带来高客单价和高利润率, 经营韧性与盈利能力并存。

富安娜从一开始就专注培育高端品牌定位, 专注产品面料品质和研发设计。在产品上, 富安娜保持着每年新款花型 200 余种、新产品 600 多款的开发速度。至今富安娜已累计开发数千种床品新花型, 拥有商标 30 件、外观设计专利 7 件、版权 121 件, 是业内自主知识产权多的家纺企业之一。总结来看, 富安娜公司文化、品牌和产品长期坚持的一方面是艺术性, 一方面是创新性, 这与公司创始人——林国芳先生是分不开的。

● 富安娜的艺术性:

创始人林国芳先生是旗帜鲜明提出“艺术家纺”理念的第一人。曾有鲁迅美术学院的专家评价: 如果说电影导演是把商业带进艺术, 那么林国芳则将艺术带进了商业; 如果说电影导演是把艺术品做成消费品, 那么林国芳则把消费品做成了艺术品。林国芳先生平日基本上 60% 的时间在研发部, 与设计团队一起对花色进行讨论、修改、调色。所有产品最后出来调色, 林国芳都必须亲自去把关。

图32: 富安娜产品印花风格鲜明极具艺术性


资料来源: 富安娜艺术家, 国信证券经济研究所整理

2022年在设计创新上聚焦于致敬经典文化, 开发了全世界独有文化IP系列-致敬大师系列。以梵高、莫奈、毕加索为题材, 开发了包括《星空》《向日葵》《莫奈印象》《吉维尼花园》《雕塑家》等系列产品; 在中国文化系列中, 作品融入了绣花、新国绣等设计手法, 以“千里江山”为题材, 开发了《江山》系列产品。

图33: 2022年推出“致敬大师系列”产品


资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

● 富安娜的创新性:

林国芳先生不仅关注花型设计、色彩色调、搭配风格等关乎艺术性的软质量, 同样重视面料工艺、材质等硬质量。

林国芳先生因一次去上海出差, 看到棉被撑出窗外晾晒, 便产生生产不会潮、不发霉、不用晒的被子的想法。后了解到海外市场有这种工艺, 便花重金引进国内第一条纤维棉被生产线。富安娜推出“不会发潮”的棉被后, 引发了国内家纺行业的技术革新, 产品一度遭到抢购。

此后, 富安娜又率先引入欧式印花, 成为国内第一家实现平网印花产品规模化的生产厂商, 也是国内同行中运用新材料、新技术、新工艺最多的企业, 并率先在研发设计中应用全球领先的最大独幅真丝提花技术。

近年来公司的研发重点系材料创新、提升材料功能性。例如2021年推出的家居保湿美肤功能产品、夏天凉感纤维产品、人体工学产品; 2022年主要围绕手感、体

感、温感“三感”打造健康睡眠概念：1) 被芯面料工艺上持续升级，运用“天雪”工艺使面料的手感棉柔软糯，打造“裸肤”感；2) 推进新研发材料“澜蕴纱”胶原蛋白面料的升级，由单一布种莫代尔胶原蛋白面料扩展到各种混纺材质的胶原蛋白布种；3) 推进新研发材料“澜蕴纱”胶原蛋白面料的升级，由单一布种莫代尔胶原蛋白面料扩展到各种混纺材质的胶原蛋白布种，满足不同的温感需求，同时保证了产品的保温性、蓬松性、贴身性和轻盈性；4) 扩展了不同高低软硬的枕芯系列，同时开发了高端凝胶系列。

表2：公司主要研发项目

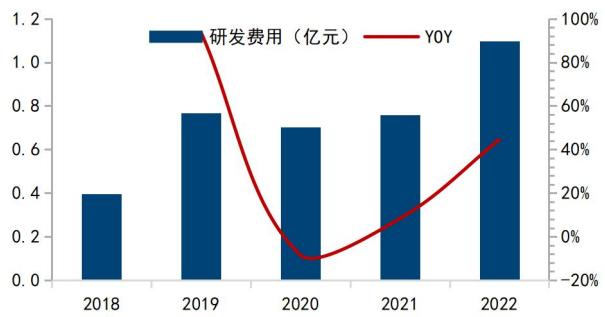
主要研发项目名称	项目目的	项目进展	拟达到的目标	预计对公司未来发展的影响
天丝棉麻面料的研发与应用	研发一种新型天然纤维混纺面料的制作方法，解决顾客对亚麻材料的需求，提升亚麻类产品的舒适感和体验感	完成产品外观设计、样品制作及参与订货	莱赛尔纤维、棉纤维、亚麻纤维的不同配比组合，使面料光泽度远高于棉纤维、粘胶纤维，染色后提花的色织工艺更能突出表达图案的立体视觉效果同时解决亚麻缩水问题	增强公司产品的市场竞争力，带给用户更好的体验感
一种局部多色立体提花的制备方法	本项目旨在研发一种高经密局部立体提花面料制备工艺，提升提花产品光泽度、立体感及时尚度	完成产品外观设计、样品制作及参与订货	实施通过高经密局部立体提花组织搭配、经纬纱配比、织造工艺设计，在局部位置通过不同色的纬纱织造出极具立体和美观的图案，使织物正反面花纹轮廓立体清晰，面料缎面光泽感强	丰富公司产品线，提高产品市场竞争力，适应时代潮流
可拆卸床垫的研发与制造	研发具有可拆卸的羽绒床垫制造工艺，解决了对于羽绒类床垫清洗困难、容易滋生细菌的问题	完成产品外观设计、样品制作及参与订货	通过最优人体工程学的设计，以可拆卸的形式解决了清洗困难问题，根据人体睡眠颈椎腰椎承托力科学计量创造厚薄可控、收纳方便、晾晒方便、一垫多用的优质羽绒床垫，打造“会呼吸的床垫”	满足顾客对羽绒床垫品类的需求，预计为公司在羽绒床垫品类带来更大的销售提升
导电丝与多功能混纺面料的研发与应用	研发一种带有玻尿酸保湿功能的短毛绒与导电丝经编面料，解决绒类产品在冬天容易起静电的问题。	完成产品外观设计、样品制作及参与订货	使短毛绒面料具有持久抗静电、保湿、保暖的三重功效	提高了公司产品的技术含量，提升了产品附加值，给用户带来更好的睡眠体验
一种保温多功能纤维被的研发与应用	本项目旨于研发一种利用改性聚酰亚胺纤维和聚酯纤维的混合材料，制成单层纤维絮片的被芯	完成产品外观设计、样品制作及参与订货	保温性能优于其他纤维材料填充的被芯，而且能有效抑制细菌，使其使用健康舒适，提高用户睡眠质量	新材料及新技术的研发，提高了公司产品的技术含量，为被芯类产品带来更大的市场份额
可调节厚度及任意搭配材质的多用被研发	旨在开发一种能够调节厚度的被芯，使得人们在日常使用中能随季节的变化不需更换被芯，只需调节被芯厚度即可满足需求的技术方案	完成产品外观设计、样品制作及参与订货	通过设置将各种不同材质、不同厚度的四季被、冬厚被等被芯进行任意搭配，调节厚度，实现了不同材质之间的互联互通	通过自主研发的实用新型专利，保护公司核心自主知识产权，提高产品的市场竞争力及用户满意度
澜蕴纱纤维混纺面料制作方法	本项目旨在通过特殊制造工艺开发一种胶原蛋白与莫代尔的混纺纤维，打造一款具有凉感、保湿、防静电的多功能面料	完成产品外观设计、样品制作及参与订货	通过特殊制造工艺完成经纱与纬纱为60支纱胶原蛋白与莫代尔材料的混纺工艺，同时面料具有凉感、保湿、防静电等优质功能，给客户提供更好的睡眠体验。	新材料研发及产品性能的提升，提高了公司产品的技术含量，为顾客带来更好的体验
天然太极石纤维面料制备技术的研发	通过特殊织造工艺，研发可以细化水分子，远红外增强血液细胞动能，使人体保持较高免疫力的天然太极石纤维面料	完成产品制备工艺、样品制作及参与订货	通过织物组织规格及材料的选择搭配，使得面料同时具有莫代尔纤维的柔软性和含太极石纤维的挺括性，有利于升温保暖，为客户提供更好的睡眠体验	丰富公司产品线，提高产品市场竞争力，适应时代潮流
3D气凝胶棉纤维絮片制备技术的研发	本项目研发3D气凝胶棉纤维絮片制备技术，提供密度低、保温效果好、重量轻、睡眠没有重压感、节约收纳空间的纤维絮片	完成产品制备工艺、样品制作及参与订货	采用3D打印工艺，将二氧化硅气凝胶粉体和PTU粘合材料附着在纤维表面，能锁住更多静止空气，保温效果好，纤维柔软舒适	项目成功运用到公司全新混纺纤维系列家纺产品，参加新一季度展销订购会，预计会给企业带来良好的经济效益
竹炭亲水棉塔形网状凝胶深睡护颈枕制备技术的研发	解决传统枕芯内部材质在长时间使用容易发闷发热，枕芯手感和睡感不好，使用过程中容易跑位和移位的问题	完成产品制备工艺、样品制作及参与订货	通过对凝胶片三维缓压支撑设计和塔形网状结构设计，使枕芯具有恒温功效，且竹炭亲水棉具有透气、恒温、防虫、防螨的功能，凝胶枕头具有非常好的贴身性，亲肤性，使人更快入睡，拥有更好的睡眠	新材料及新技术的研发，提高了公司产品的技术含量，为枕芯类产品带来更大的市场份额
高档真丝与胶原蛋白莫代尔混合材料制备技术的研发	通过混纺技术，实现高档真丝纤维与胶原蛋白莫代尔混合材料制备技术，生产的面料功能性多，质量优良，满足了消费者对床品舒适需求	完成产品制备工艺、样品制作及参与订货	通过在后整理工艺上加特殊工艺，充分发挥真丝的光泽舒适感与胶原蛋白纤维和莫代尔纤维的特性相组合，把三种纤维的配比做到极其细致的调整，使产品更为舒适及柔软，给客户提供更好的睡眠体验	提高了公司产品的技术含量，提升了产品附加值，给用户带来更好的睡眠体验
超柔软棉与胶原蛋白混合材料制备技术	本项目旨于研发一种超柔软棉与胶原蛋白混合材料，以满足	完成产品制备工艺、样品制作及参与订货	充分发挥棉的朴实质感与胶原蛋白纤维特性相组合，把纤维的配比做到极	提高了公司产品的技术含量，提升了产品附加值，给用户带来更

表2：公司主要研发项目

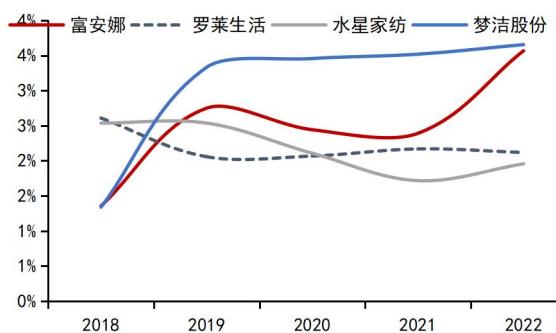
主要研发项目名称	项目目的	项目进展	拟达到的目标	预计对公司未来发展的影响
术的研发	了消费者对床品舒适需求		其细致的调整，同时在后整理工艺上加上特殊工艺，使产品更为舒适及柔软，给客户提供更好的睡眠体验	好的睡眠体验
防静电绢丝、棉与胶原蛋白莫代尔混合材料的研发	本项目旨在通过特殊制备工艺开发超柔软棉与胶原蛋白混合材料，打造一款具有手感柔软爽滑、轻薄透气多功能面料	完成产品制备工艺、样品制作及参与订货	通过经纱、纬纱的不同配方比例，研发具有凉感、防静电和保湿的功能性面料，采用后整理工艺加上特殊制备工艺，使产品更为舒适及柔软，为顾客春夏季提供非常舒适的睡眠生活	通过自主研发的实用新型专利，保护公司核心自主知识产权，提高产品的市场竞争力及用户满意度

资料来源：公司财报，国信证券经济研究所整理

公司重视创新研发，研发费用投入较高。2019年以来每年研发费用投入超0.7亿元，2022年在行业受疫情影响较大、收入下滑的情况下，仍进一步加大研发投入，研发费用高达1.1亿元；研发费用率从2018年的1.4%提升至2022年的3.6%。投入金额和占比在行业内均较为领先，研发费用率仅次于收入规模较小的梦洁股份（2022年为3.7%）；高于罗莱生活（2.1%）和水星家纺（2.0%）。

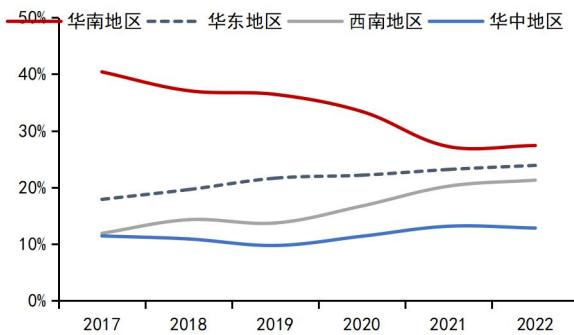
图34：富安娜研发费用及增速


资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

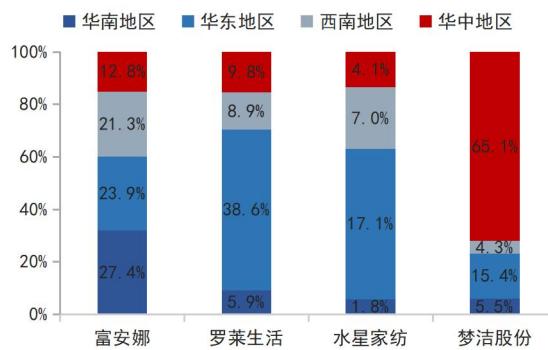
图35：家纺公司研发费用率


资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

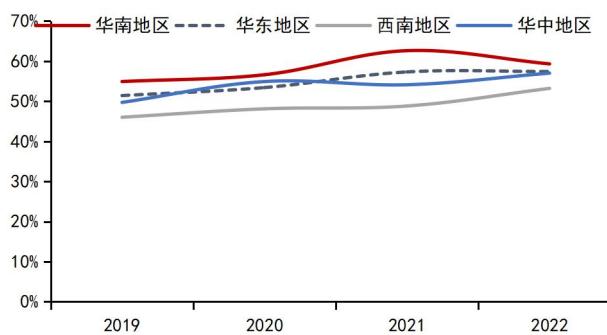
富安娜高端定位在华南华东区最具优势，华南区为第一大核心区；华东区收入增速与毛利率提升快，系第二大核心区域。四大龙头均以创始地为核心区域：1)创立于深圳的富安娜核心区域为华南地区，2017年华南区收入占比40%，随华东、西南区收入快速增长，华南区占比有所下降，2022年华南/华东/西南区占比分别为27%/24%/21%；从盈利能力来看，华南区毛利率最高，华东和华中区次之，西南区毛利率略低。2)创立于江苏省的罗莱生活核心区域始终为华东地区，罗莱生活华南区历年占比均在40%左右，华中、华北区规模较大，收入体量高于富安娜；从盈利能力来看，罗莱生活华东和华中区的毛利率都低于富安娜。3)创立于上海的水星家纺以电商渠道为主，收入占比56%；线下以华东区为主，收入占比从2017年27%下降至2022年17%；各区域毛利率较低。4)创立于湖南的梦洁家纺核心区域为华中地区且收入占比不断提升，2022年华中区占比65%；华东区次之，占比15%。从盈利能力来看，梦洁各区域毛利率最低。

图36: 富安娜分区域收入占比


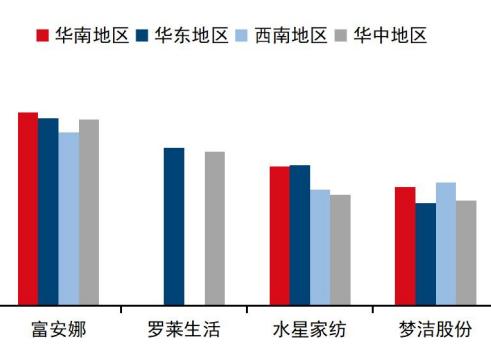
资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

图38: 2022年家纺上市公司核心区域收入占比


资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

图37: 富安娜分区域毛利率


资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

图39: 2022年家纺上市公司分区域毛利率


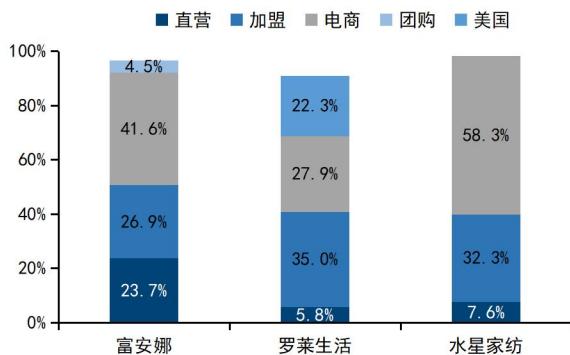
资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

渠道力：零售渠道运营管理能力强，利润率高

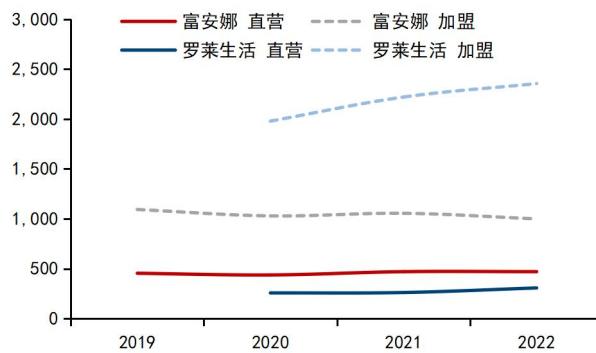
公司渠道力体现在：1) 公司渠道管理能力强，有较多直营门店（其中不少门店运营时间长达 10 余年）；2) 直营管理团队执行力强，能够根据公司的市场策略、营销策略、品牌策略、产品策略去落地执行，运营能力和渠道利润率优秀，构建坚实壁垒，有利于长期可持续发展；3) 公司对经销商采取扁平化管理，并将成熟的直营管理体系输出给加盟商，经销渠道利润率处于行业最高水平；4) 公司供应链高效成熟，平行仓、前置仓模式下，运输成本持续优化。

● 家纺企业渠道结构有差异，富安娜线下直营占比较高

直营、加盟、电商渠道系家纺行业三大主要渠道，富安娜、罗莱、水星渠道结构差异较大：1) **从线下渠道来看，富安娜直营渠道收入占比高。**富安娜直营收入近年来占比几乎均在 24%以上；而罗莱和水星直营渠道占比仅有中个位数。较高的直营占比一方面体现了公司强大的渠道管理能力、运营能力，渠道基础扎实；另一方面对公而言，直营店店效更高、收入体量更大，同时公司具有较高的渠道掌控力，有利于公司战略、策略的贯彻执行，保持长期健康稳定发展。2) **从线上渠道看，水星电商渠道占比高。**2020 年以来，水星家纺电商渠道收入占比高达 50%以上；富安娜次之，占比约在 40%以上；罗莱生活电商占比低，约在 28%左右。此外，各家线上渠道收入增速均快于整体，故占比逐渐提升。

图40: 2022年家纺上市公司渠道结构


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图41：家纺上市公司门店数量


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

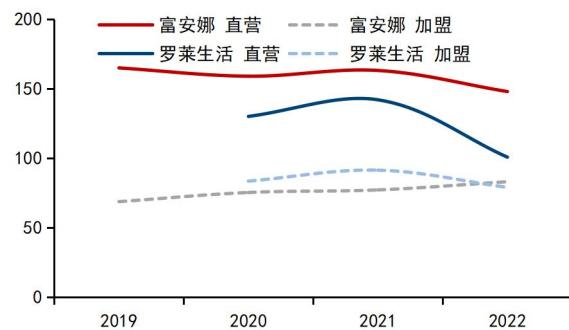
表3：家纺上市公司渠道结构

		2018	2019	2020	2021	2022
富安娜	直营	26.9%	26.9%	24.2%	24.1%	23.7%
	加盟	35.2%	26.9%	27.0%	25.6%	26.9%
	电商	28.5%	36.1%	39.5%	41.6%	41.6%
	团购	6.5%	7.4%	6.8%	5.5%	4.5%
罗莱生活	直营		7.7%	6.8%	6.4%	5.8%
	加盟		38.4%	33.7%	35.2%	35.0%
	电商		23.1%	28.9%	28.0%	27.9%
	美国		17.9%	18.4%	19.1%	22.3%
水星家纺	直营			7.0%	7.3%	7.6%
	加盟			40.8%	39.1%	32.3%
	电商			49.8%	51.7%	58.3%

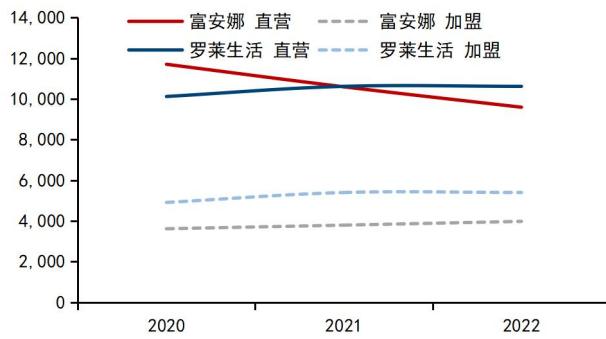
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

● 线下渠道：富安娜店数少、店效高、面积大、坪效较低

- 1) **富安娜门店数量与罗莱生活相比较少**，主要因加盟店数量差距大，直营门店富安娜更多。2022年富安娜和罗莱生活门店数分别为1469和2662家；直营门店分别为470/307家；加盟店分别为999/2355家。
- 2) **富安娜直营门店店效高且较为稳定**，2020-2022年平均单店收入为157万元，高于罗莱生活124万元的平均单店收入；**加盟店店效逐年提升**，2022年达到83万元，超越罗莱生活的79万元。
- 3) **富安娜门店面积相对较大，坪效与罗莱比较低**。富安娜直营、加盟店面积分别在150/200平米以上；大于罗莱生活直营、加盟店面积的140/170平米。随直营门店面积的扩大，坪效有所下降，2022年坪效低于罗莱；加盟店坪效与罗莱比始终较低。

图42: 家纺上市公司直营/加盟单店收入 (万元)


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图43: 家纺上市公司直营/加盟单坪收入 (元)


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

表4: 富安娜&罗莱生活店效/坪效测算

	2018	2019	2020	2021	2022
富安娜					
金额					
直营 (百万元)	784.30	749.35	695.13	767.09	731.21
店数		454.00	437.00	470.00	470.00
单店收入 (万元)		165.06	159.07	163.21	148.02
单坪收入 (元)			11,707.32	10,598.74	9,595.13
单店面积			135.87	153.99	154.26
加盟 (百万元)	1,026.36	751.38	775.21	814.33	827.73
店数		1,093.00	1,029.00	1,055.00	999.00
单店收入 (万元)		68.74	75.34	77.19	83.10
单坪收入 (元)			3,615.76	3,793.05	3,979.03
单店面积			208.35	203.50	208.84
YOY					
直营	-4.5%	-7.2%	10.4%	-4.7%	
店数		-3.7%	7.6%	0.0%	
单店收入		-3.6%	2.6%	-9.3%	
单坪收入			-9.5%	-9.5%	
单店面积			13.3%	0.2%	
加盟	-26.8%	3.2%	5.0%	1.6%	
店数		-5.9%	2.5%	-5.3%	
单店收入		9.6%	2.5%	7.7%	
单坪收入			4.9%	4.9%	
单店面积			-2.3%	2.6%	
罗莱生活					
金额					
直营 (百万元)		334.4	370.8	309.4	
店数		257.0	261.0	307.0	
单店收入 (万元)		130.1	142.1	100.8	
单坪收入 (元)		10,123.1	10,622.0	10,622.0	
单店面积		128.5	133.8	141.1	
加盟 (百万元)		1,652.6	2,029.1	1,861.0	
店数		1,979.0	2,220.0	2,355.0	
单店收入 (万元)		83.5	91.4	79.0	
单坪收入 (元)		4,910.3	5,398.7	5,398.7	
单店面积		170.1	169.3	173.0	
YOY					
直营			14%	-8%	
店数			2%	18%	

单店收入	9%	-29%
单平收入	5%	0%
单店面积	4%	5%
加盟		
店数	11%	-17%
单店收入	12%	6%
单平收入	9%	-14%
单店面积	10%	0%
	0%	2%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

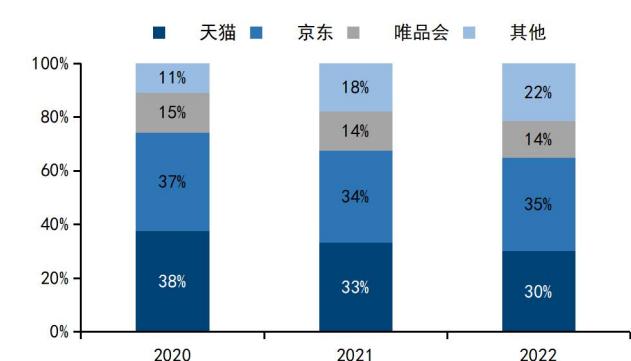
● **线上渠道：富安娜天猫京东平台销售额较高增速较快，价格与行业基本一致**
富安娜电商渠道收入近年来增速较快，2018-2022年CAGR4为11.4%，远高于整体收入1.4%的复合增速。从平台结构来看，天猫、京东为主要电商渠道，近年来随抖音等其他渠道收入快速增长，占比有所下降，从2020年合计占比75%到2022年合计占比65%。

图44：富安娜电商渠道收入及增速



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

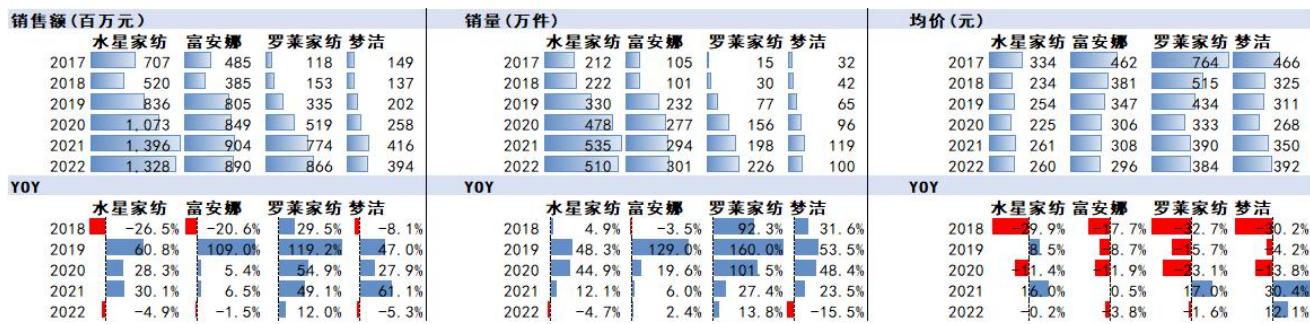
图45：富安娜电商渠道平台结构



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

通过统计天猫和京东平台重点关注品牌的销售额和销量，水星家纺销售额和销量最高，同时均价最低；其余三家均价基本在300~500元，富安娜、罗莱销售额和销量排名次之；富安娜电商销量在2017年已初具规模，销量超100万件，2019年爆发式增长，随后增速趋于平缓，同时在定价策略上有别于线下的高价，采取与行业一致的价格区间；罗莱在2017年电商规模较小，随后快速发展，2018-2020年年均达到近乎翻倍的增长，之后同样增速趋于平缓。

图46：重点关注家纺品牌天猫+京东平台销售额/销量/均价



资料来源：阿里第三方数据，京东第三方数据，国信证券经济研究所整理

● 富安娜渠道毛利率显著高于同业公司

富安娜开店思路以盈利为目标，确保每个店均可盈利。从毛利率角度看，富安娜分渠道毛利率在行业内均处于较高水平。1) 直营渠道毛利率与罗莱生活相近，显

著高于水星家纺。2) 加盟渠道毛利率高。2019 年公司曾对加盟渠道主动进行调整, 容忍经销商短期进货效率, 帮助经销商去终端库存, 帮助其提升自身利润, 净利润率最高的经销商业务收入出现阶段性下滑, 但是带来了长期加盟渠道利润率的提升。2018-2022 年, 公司加盟渠道毛利率从 48%持续提升 53%, 与罗莱生活加盟渠道毛利率逐渐拉开差距, 且显著高于水星家纺。3) 电商渠道毛利率低于罗莱生活, 高于水星家纺。

从净利率角度看, 公司加盟渠道净利率最高; 直营渠道净利率约在 7%-10%; 电商渠道除抖音外, 天猫等其他电商平台净利润均在 14%左右, 均处于较高水平。

表5: 家纺上市公司渠道毛利率

	2018	2019	2020	2021	2022
富安娜	50%	52%	54%	52%	53%
直营	64%	64%	66%	65%	67%
加盟	48%	50%	51%	50%	53%
电商	41%	45%	49%	46%	46%
团购	39%	42%	46%	42%	45%
罗莱生活		44%	43%	45%	46%
直营		64%	64%	66%	67%
加盟		46%	43%	45%	47%
电商		45%	46%	48%	51%
美国		36%	35%	37%	37%
水星家纺			35%	38%	39%
直营			57%	58%	52%
加盟			31%	37%	37%
电商			36%	36%	39%

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

● 供应链体系高效成熟

公司拥有深圳龙华总部基地、四川南充家纺生产基地、广东惠州生产基地; 拥有扬州宝应、常熟、南充、惠东四大物流基地, 截止 2022 年末, 公司仓储面积合计近 315 亩, 总投资面积 845 亩, 通过四大平行仓的布局, 提升了物流运输时效和降低了运输成本。

图47: 富安娜拥有五大物流基地



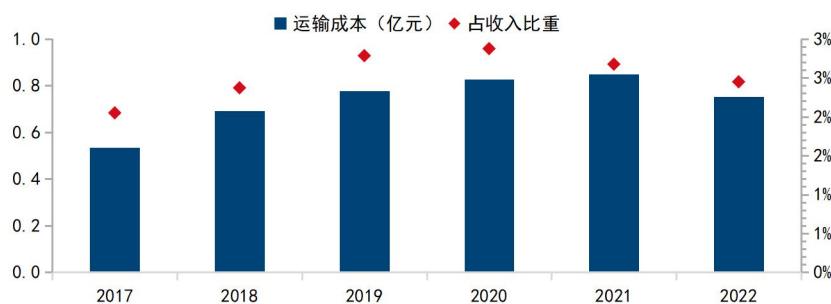
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

表6：富安娜拥有五大生产物流基地

地点	投入使用	占地面积	用途
江苏常熟	2003	120 (背景墙)	立足华东辐射北方市场的重要物流生产基地, 同时也是美家项目的重要生产物流基地
深圳龙华	2008	130	未来新战略产业的孵化基地及经营管理重要基地
四川南充	2012	200	跟进国家一带一路倡议的西南重要生产基地
广东惠州惠东	2016	330	家纺、全屋定制; 现已建成包含板式、软体在内的家具生产线
江苏宝应	2020	65	仓储物流配送, 亦是企业未来重要加工生产基地

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

前置仓模式下，运输成本有所优化。公司集中资源保证生产效率和产品品质，满足订单需求，逐步构建快速反应供应链。公司一直推行多仓发展，2021 年度部分城市试点前置仓模式，在疫情不断反复和油价不断提升的情况下，对于终端店铺的发货基本未受影响。通过区分订单，采取整车直达与零担配送相结合的方式，同比 2020 年单票运输成本呈下降趋势。根据测算，公司运输成本占收入比重 2017-2020 年持续上涨，经 2021 年调整优化后，2020-2022 年占比连续下降。未来将根据公司既定战略，继续布局 2-3 个 RDC 仓库，进一步加强与物流公司在专线直达及货品分拨上的深度合作；集中自营及加盟商货品在 RDC 仓库的统一管理，通过大数据分析，盘活库存，加快货品的周转，从而减少加盟商库存压力。

图48：公司运输成本（亿元）及占收入比重


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

成长性：多元化渠道与品类增长带动量增，店效与客单价提升带动价增与利润率提升

● 渠道角度，公司成长性主要在线下渠道的店数、店效提升。

1) 一二线城市继续开直营门店，门店数净增放缓，但门店面积、店效会进一步提升。预计未来一二线城市将拥有更多超品大店（即 2000-5000 平米门店），超品大店一方面可以展示更多品类，带动客单价、店效提升，进一步带动利润率提升；另一方面可以提升品牌形象，作为线下引流手段之一。

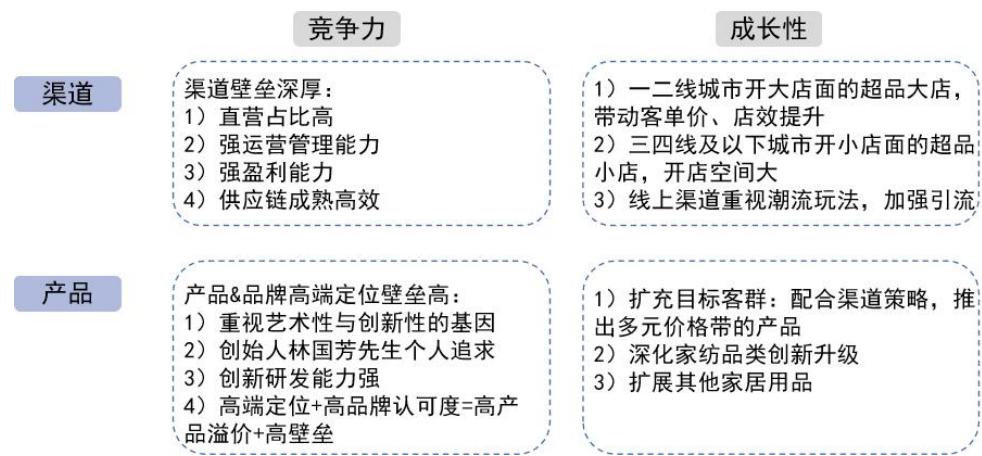
2) 三四线及以下城市加盟店开店空间大，富安娜加盟店数与罗莱家纺差距较大，尤其下沉市场有较大的开店空间。开店策略上，公司将重点推行超品小店（50-100 平米门店），超品小店开店灵活，初始运营资金少，目前超品小店共有 70 家，预计 3 年内将有 400 家落地。

3) 线上渠道公司更加重视潮流玩法在内容电商、直播购物、交互式视频营销等新型营销方式在逐步加大投入，为后续的线上销售及公域转为私域逐步提升管理基础和信息化基础。

● 产品角度，扩展多元化品类、价格带和目标客群

产品方面，将配合渠道策略推出相关产品，例如未来将在三四线城市开发第三款货，比自营门店产品便宜，但比线上产品高档、色彩更丰富；不同价格带产品有望进一步扩展目标客群。此外，公司继续深化家纺产品创新的同时，进一步扩展背景墙、床垫等其他家居用品，获取新增量。

图49: 公司成长性逻辑图



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

盈利预测

假设前提

我们的盈利预测基于以下假设条件：

按假设前提，我们预计 2023~2025 年净利润分别为 5.8/6.5/7.2 亿元，增速分别为 8.2%/11.9%/10.9%。每股收益分别为 0.70/0.78/0.86 元。

1、收入：预计 2023~2025 年分别为 31.7/34.5/37.2 亿元，同增 3%/8.8%/7.8%
1) **直营渠道，预计 2023~2025 年收入分别增长-1.9%/7.3%/7.1%。**参考公司开店规划，我们预计一二线城市开店速度放缓，同时超品大店占比提升带动平均面积提升，进而店效进一步提升；我们预计直营渠道 2023~2025 年开店增速分别为 1.1%/3.2%/3.1%（平均每年约开 15 家店，22 年预计闭店较多，故净开店增速放缓）；店效单店收入预计增速为 2.0%/4.0%/4.0%，主要受益于超品大店开店策略下面积提升以及店效爬坡，2024 年店效加速增长。

2) **加盟渠道，预计 2023~2025 年收入分别增长 8.3%/9.5%/8.6%。**参考公司开店规划，我们预计下沉市场加盟店有望快速增加，3 年内预计将有 400 家超品小店落地，故店数有望快速增长，同时平均面积预计下降，进而店效有所下降；我们预计加盟渠道 2023~2025 年开店增速分别为 10.0%/9.1%/8.3%（平均每年约开 100 家店），单店收入预计增速为-1.8%/+0.4%/+0.3%，由于 2023 年开始加盟渠道计划加速开店，新开店预计于 2024 年开始效益逐步释放。

3) **其他渠道中，预计电商渠道 2024 年恢复较快速的增长，团购等渠道维持平稳增长。**电商渠道 2023 年由于市场竞争加剧、平台流量下滑费用增加，公司重视渠道利润率，故规模增速放缓；随行业出清，预计未来竞争环境改善，2024 年增速有望恢复。预计 2023~2025 年收入分别增长 2.0%/10.0%/8.0%；团购渠道预计 2023~2025 年收入分别增长 5.0%/5.0%/4.9%。

2、毛利率：预计 2023~2025 年分别为 53.2%/53.4%/53.5%。整体毛利率维持稳定，各渠道毛利率小幅提升；同时由于渠道结构改变，高毛利的直营渠道占比下降，所以预计整体毛利率增长趋势并不明显。

3、费用率：1) 假设 2023~2025 年管理费用率和研发费用率基本保持稳定；2) 由

于公司有息负债率低，现金流充沛，财务费用率根据经营活动现金流净额预期预计为-0.2%；3) 由于2022年收入下滑进而销售费用率相对较高，未来有望改善至正常水平，且销售费用率较高的直营渠道收入占比下降，因此预计销售费用率呈小幅下降趋势，假设2023~2025年销售费用率分别为24.6%/24.1%/23.6%。

4、所得税率：预计在2023~2025年所得税率为17%。

5、归母净利润：预计2023~2025年分别为5.8/6.5/7.2亿元，增速分别为8.2%/11.9%/10.9%。

表7：公司盈利预测假设条件

	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
收入（百万元）	2789	2874	3179	3080	3171	3451	3719
直营	749.35	695.13	767.09	731.21	717.21	769.73	824.71
店数	454	437	470	470	475	490	505
单店收入	165.06	159.07	163.21	148.02	150.99	157.09	163.31
加盟	751.38	775.21	814.33	827.73	896.75	981.79	1,066.37
店数	1,093	1,029	1,055	999	1,099	1,199	1,299
单店收入	68.74	75.34	77.19	83.10	81.60	81.88	82.09
电商	1,007.59	1,134.65	1,323.41	1,280.49	1,306.10	1,436.71	1,551.65
团购	205.60	194.31	176.36	137.32	144.18	151.39	158.73
其他	74.92	74.76	98.08	102.84	106.96	111.23	117.91
收入 YOY	-4.4%	3.1%	10.6%	-3.1%	3.0%	8.8%	7.8%
直营	-4.5%	-7.2%	10.4%	-4.7%	-1.9%	7.3%	7.1%
店数	0.0%	-3.7%	7.6%	0.0%	1.1%	3.2%	3.1%
单店收入	0.0%	-3.6%	2.6%	-9.3%	2.0%	4.0%	4.0%
加盟	-26.8%	3.2%	5.0%	1.6%	8.3%	9.5%	8.6%
店数	0.0%	-5.9%	2.5%	-5.3%	10.0%	9.1%	8.3%
单店收入	0.0%	9.6%	2.5%	7.7%	-1.8%	0.4%	0.3%
电商	21.3%	12.6%	16.6%	-3.2%	2.0%	10.0%	8.0%
团购	8.8%	-5.5%	-9.2%	-22.1%	5.0%	5.0%	4.9%
其他	-15.1%	-0.2%	31.2%	4.9%	4.0%	4.0%	6.0%
毛利率	52.0%	53.9%	52.1%	53.1%	53.2%	53.4%	53.5%
直营	63.7%	66.4%	65.3%	66.5%	67.2%	67.5%	67.7%
加盟	50.3%	51.1%	50.0%	52.7%	53.2%	53.4%	53.6%
电商	45.5%	49.1%	46.2%	46.3%	46.2%	46.4%	46.5%
团购	42.4%	45.9%	42.4%	44.5%	44.8%	45.0%	45.1%
其他	66.8%	60.7%	64.7%	57.2%	57.5%	57.7%	57.9%
费用率							
销售费用率	26.0%	26.6%	23.1%	25.6%	24.6%	24.1%	23.6%
管理费用率	3.7%	4.3%	4.8%	4.0%	3.9%	3.8%	3.8%
研发费用率	2.7%	2.4%	2.4%	3.6%	3.0%	3.0%	2.9%
财务费用率	0.1%	-0.1%	0.3%	-0.3%	-0.2%	-0.2%	-0.2%
所得税率	16%	16%	20%	17%	17%	17%	17%
归母净利润（百万元）	506.87	516.46	545.87	533.82	577.60	646.59	716.90
YOY	-6.7%	1.9%	5.7%	-2.2%	8.2%	11.9%	10.9%
归母净利率	18.2%	18.0%	17.2%	17.3%	18.2%	18.7%	19.3%

资料来源：wind，国信证券经济研究所整理预测

未来3年业绩预测

我们预计2023~2025年收入分别为31.7/34.5/37.2亿元，同增3%/8.8%/7.8%；净利润分别为5.8/6.5/7.2亿元，增速分别为8.2%/11.9%/10.9%。每股收益分别为0.70/0.78/0.86元。

表8: 盈利预测与市场重要数据

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	3,179	3,080	3,171	3,451	3,719
(+/-%)	10.6%	-3.1%	3.0%	8.8%	7.8%
净利润(百万元)	546	534	578	647	717
(+/-%)	5.7%	-2.2%	8.2%	11.9%	10.9%
每股收益(元)	0.66	0.65	0.70	0.78	0.86
EBIT Margin	20.8%	18.9%	20.8%	21.5%	22.2%
净资产收益率(ROE)	14.8%	14.2%	14.9%	16.1%	17.2%
市盈率(PE)	12.3	12.6	11.7	10.4	9.4
EV/EBITDA	10.6	11.7	10.2	9.2	8.5
市净率(PB)	1.82	1.78	1.73	1.68	1.62

资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理预测

盈利预测情景分析

我们根据乐观、中性、悲观三种情景假设, 得到以下盈利预测结果: 1) 乐观假设下, 公司 2023-2025 年净利润分别为 5.87、6.80、7.71 亿元; 2) 中性假设下, 公司 2023-2025 年净利润分别为 5.78、6.47、7.17 亿元; 3) 悲观假设下, 公司 2023-2025 年净利润分别为 5.49 亿、6.20 亿、6.90 亿元。

表9: 情景分析(乐观、中性、悲观)

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
乐观预测					
营业收入(百万元)	3,179	3,080	3,185	3,545	3,905
(+/-%)	10.6%	-3.1%	3.4%	11.3%	10.1%
净利润(百万元)	546	534	587	680	771
(+/-%)	5.7%	-2.2%	10.0%	15.8%	13.3%
摊薄 EPS	0.66	0.65	0.71	0.82	0.93
中性预测					
营业收入(百万元)	3,179	3,080	3,171	3,451	3,719
(+/-%)	10.6%	-3.1%	3.0%	8.8%	7.8%
净利润(百万元)	546	534	578	647	717
(+/-%)	5.7%	-2.2%	8.2%	11.9%	10.9%
摊薄 EPS(元)	0.66	0.65	0.70	0.78	0.86
悲观的预测					
营业收入(百万元)	3,179	3,080	3,102	3,392	3,676
(+/-%)	10.6%	-3.1%	0.7%	9.3%	8.4%
净利润(百万元)	546	534	549	620	690
(+/-%)	5.7%	-2.2%	2.9%	12.8%	11.3%
摊薄 EPS	0.66	0.65	0.66	0.75	0.83
总股本(百万股)	828	828	829	829	829

资料来源: wind, 国信证券经济研究所预测

估值与投资建议

综合绝对估值和相对估值, 公司股票合理估值区间在 8.6-10.3 元, 首次覆盖给予“买入”评级。

考虑公司的业务特点, 我们采用绝对估值和相对估值两种方法来估算公司的合理价值区间。

绝对估值: 9.8-10.3 元

在多渠道成长推动下, 我们预计公司在未来几年收入端保持一定增长, 随着收入增长, 假设费用率小幅优化, 具体假设情况如下表所列示:

表10: 公司盈利预测假设条件 (%)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
营业收入增长率	3.1%	10.6%	-3.1%	3.0%	8.8%	7.8%	4.2%	4.0%	3.7%
毛利率	53.9%	52.1%	53.1%	53.2%	53.4%	53.5%	53.6%	53.7%	53.8%
管理费用/营业收入	4.3%	4.8%	4.0%	3.9%	3.8%	3.8%	3.8%	3.7%	3.7%
销售费用/销售收入	26.6%	23.1%	25.6%	24.6%	24.1%	23.6%	23.4%	23.1%	22.9%
营业税及附加/营业收入	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%
所得税税率	15.9%	19.5%	17.3%	17.0%	17.0%	17.0%	17.0%	17.0%	17.0%
股利分配比率	75.6%	93.2%	80.0%	80.0%	80.0%	80.0%	80.0%	80.0%	80.0%

资料来源: wind, 国信证券经济研究所预测

表11: 资本成本假设

无杠杆 Beta	1.3	T	17.00%
无风险利率	3.00%	Ka	14.05%
股票风险溢价	8.50%	有杠杆 Beta	1.32
公司股价 (元)	8.11	Ke	14.18%
发行在外股数 (百万)	829	E / (D+E)	98.61%
股票市值 (E, 百万元)	6735	D / (D+E)	1.39%
债务总额 (D, 百万元)	95	WACC	14.05%
Kd	6.00%	永续增长率 (10 年后)	1.00%

资料来源: wind, 国信证券经济研究所假设

根据以上主要假设条件, 采用 FCFF 估值方法, 得出公司价值区间为 9.8-10.3 元。

绝对估值的敏感性分析

该绝对估值相对于 WACC 和永续增长率较为敏感, 下表为敏感性分析。

表12: 绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析 (元)

11.00		WACC 变化				
		13.5%	13.8%	14.05%	14.4%	14.7%
永续增长率变化	1.6%	10.64	10.42	10.21	10.01	9.82
	1.4%	10.58	10.36	10.16	9.96	9.78
	1.2%	10.52	10.31	10.11	9.92	9.74
	1.0%	10.47	10.26	10.07	9.88	9.70
	0.8%	10.42	10.22	10.02	9.84	9.66
	0.6%	10.37	10.17	9.98	9.79	9.62
	0.4%	10.32	10.12	9.94	9.76	9.58

资料来源: wind, 国信证券经济研究所分析

相对估值: 8.6-10.1 元

富安娜为国内高端家纺龙头, 高端原创的产品力、品牌力, 稳健运营管理的渠道力, 造就了其稳健增长的业绩、强盈利能力、健康的财务情况、充足的现金流、高派息率。我们看好富安娜继续维持高质量稳健增长, 直营店效和加盟店数均有较高成长性; 叠加行业需求回暖以及公司构筑的高竞争壁垒下龙头份额提升, 预计公司 2023~2025 年净利润的复合增速 10.3%。

家纺行业前三大龙头罗莱、水星、富安娜地位稳固且均为上市公司, 我们主要参考这三家公司的估值; 同时软体家居行业与家纺行业同为地产后周期, 且均为成品, 购买需求、装修时点、使用场景等多方面具有一定相似度, 故作为参考。

1) **家纺公司**: 同为家纺龙头的罗莱生活和水星家纺,与富安娜相比,富安娜的高端产品品牌定位和高直营渠道占比具有更高的壁垒,中长期成长稳健性更好。2023/2024年平均PE分别在11.6和10.1,富安娜估值接近平均水平,低于罗莱生活。

2) **软体家具公司**: 顾家家居、喜临门、慕思股份主营产品以床垫为主,与家纺床品的供给和需求端具有一定相似性,与地产的相关度更大。家具行业2022年受疫情和地产竣工影响较大,2023年随地产竣工回暖,业绩弹性相比家纺行业更高,但中长期的增长空间和速度与家纺类似。2023/2024年平均PE分别在15.4和12.8,高于家纺平均水平。

我们认为公司经营韧性、业绩确定性、成长性兼备,估值应高于家纺和软体家具公司的均值,同时结合公司未来3年复合增速、以及较高且稳定的分红率,因此给予公司2024年11~13xPE,合理的目标价格区间为8.6~10.1元。

表13: 可比公司估值

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	2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E	2023~2025	2024	(人民币亿元)
002327.SZ	富安娜	买入	8.1	0.65	0.70	0.78	0.86	12.5	11.6	10.4	9.4	11.4%	0.91	67.3
家纺公司														
002293.SZ	罗莱生活	无评级	11.3	0.68	0.86	1.00	1.14	16.5	13.1	11.3	9.9	15.1%	0.75	95.1
603365.SH	水星家纺	无评级	14.0	1.05	1.40	1.64	1.88	13.3	10.0	8.5	7.5	15.9%	0.54	37.3
平均值														
软体家具														
603816.SH	顾家家居	买入	38.6	2.2	2.53	2.97	3.44	17.5	15.2	13.0	11.2	16.6%	0.78	319.6
603008.SH	喜临门	买入	24.9	0.62	1.77	2.24	2.67	40.2	14.1	11.1	9.3	22.9%	0.49	97.2
001323.SZ	慕思股份	无评级	35.4	1.87	2.08	2.45	2.83	18.9	17.0	14.4	12.5	16.6%	0.87	143.5
平均值														

资料来源: wind, 国信证券经济研究所预测和整理。

注: 无评级的A股股票EPS预测值来自wind一致预期

投资建议

看好公司构建高产品品牌渠道壁垒下,中长期成长性。公司坚持原创艺术家纺,高端定位带来高品牌溢价;零售渠道运营管理能力强,利润率高。作为我国家纺龙头,短期业绩弹性将受益于装修和婚庆需求的回暖;中长期凭借多元化渠道增长,尤其是线下店数和店效增长,以及品类、价格带、目标客群的扩展,实现长期稳健增长。我们看好公司中长期成长潜力,预计2023~2025年净利润分别为5.8/6.5/7.2亿元,同比增长8.2%/11.9%/10.9%。首次覆盖给予“买入”评级,根据相对估值和绝对估值方法给予合理估值区间8.6~10.3元,合理估值对应2024年11~13xPE。

风险提示

估值的风险

公司估值和盈利预测是基于一定的假设基础上的,可能对相关参数估计偏乐观、从而导致该估值偏高的风险;以及对收入增长预期偏乐观而导致盈利预测值高于实际值的风险。请谨慎使用!

我们采取绝对估值和相对估值方法计算得出公司的合理估值在 8.6~10.3 元之间,但该估值是建立在较多假设前提的基础上计算而来的,特别是对公司未来几年自由现金流的计算、加权资本成本 (WACC) 的计算、TV 增长率的假定和可比公司的估值参数的选定,都加入了很多个人的判断:

- 1、可能由于对公司显性期和半显性期收入和利润增长估计偏乐观,导致未来 10 年自由现金流计算值偏高,从而导致估值偏乐观的风险;
- 2、加权资本成本 (WACC) 对公司估值影响非常大,我们在计算 WACC 时假设无风险利率为 3.0%、风险溢价 8.5%,WACC 为 14.1%,可能仍然存在对该等参数估计或取值偏低、导致 WACC 计算值较低,从而导致公司估值高估的风险;
- 3、我们假定未来 10 年后公司 TV 增长率为 1.0%,公司所处行业可能在未来 10 年后发生较大的不利变化,公司持续成长性实际很低或负增长,从而导致公司估值高估的风险;
- 4、相对估值时我们选取了与公司业务相同或相近的公司进行比较,选取了可比公司 2022 年平均动态 PE 做为相对估值的参考,同时考虑公司增发的因素、公司成长性,对行业平均动态 PE 进行修正,最终给予公司 11~13 倍 PE,可能未充分考虑市场整体估值偏高的风险。

盈利预测的风险

我们对公司的业绩预测基于对渠道拓展、财务比率的假设。其中涉及的公司店渠道拓展进度、店效、盈利水平等假设均带有一定主观性,可能和实际结果有所偏差,导致对公司的盈利预测高于实际情况。

经营风险

公司在新市场的进入、培育、扩张上可能无法适应新的环境与挑战,导致扩张受阻,无法支撑量价成长。

公司研发和推出的产品存在不能适应市场需求,导致销量和价格下降、品牌影响力减弱的可能。

公司成本主要为多种原材料,其中一类或者多种原材料价格大幅上涨将对公司成本产生压力。若原材料价格上涨速度过快或幅度过大,销售端无法有效对冲,则可能会使公司利润率低于我们预期并产生大幅波动。

公司可能无法如我们预期那样持续有效提高管理运营效率,优化各类成本与费用,导致费用率高于我们预期,从而使得盈利预测和实际结果产生偏差。

财务风险

存货比重较大,存在存货跌价风险。

原材料价格波动致利润率下滑。

行业风险

家纺市场竞争激烈，消费者消费能力近年来受疫情冲击，对高端产品消费意愿和能力或有下降。

市场风险

若大盘因系统性风险导致下跌或投资者情绪、交易策略等发生变化，公司估值可能出现较大波动，导致股价阶段性背离基本面趋势。

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E	利润表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	422	495	968	1128	1274	营业收入	3179	3080	3171	3451	3719
应收款项	232	301	261	284	306	营业成本	1522	1444	1483	1607	1729
存货净额	812	760	799	825	888	营业税金及附加	33	31	32	35	38
其他流动资产	38	305	314	342	369	销售费用	734	789	780	832	878
流动资产合计	2368	2871	3352	3589	3847	管理费用	153	124	127	136	145
固定资产	1305	1218	1238	1246	1245	研发费用	76	110	95	102	109
无形资产及其他	104	99	96	93	90	财务费用	9	(8)	(6)	(4)	(4)
投资性房地产	936	485	485	485	485	投资收益	39	84	32	35	37
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产减值及公允价值变动	(30)	(75)	(3)	(5)	(6)
资产总计	4713	4673	5169	5412	5666	其他收入	(95)	(85)	(88)	(95)	(102)
短期借款及交易性金融负债	102	92	95	95	95	营业利润	642	623	696	779	864
应付款项	409	323	418	454	488	营业外净收支	37	22	0	0	0
其他流动负债	339	372	626	675	721	利润总额	678	645	696	779	864
流动负债合计	850	787	1139	1224	1305	所得税费用	132	112	118	132	147
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	163	117	146	175	204	归属于母公司净利润	546	534	578	647	717
长期负债合计	163	117	146	175	204	现金流量表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
负债合计	1013	904	1285	1399	1509	净利润	546	534	578	647	717
少数股东权益	0	0	0	0	0	资产减值准备	7	1	0	(0)	(0)
股东权益	3700	3769	3884	4014	4157	折旧摊销	67	71	131	140	150
负债和股东权益总计	4713	4673	5169	5412	5666	公允价值变动损失	30	75	3	5	6
						财务费用	9	(8)	(6)	(4)	(4)
关键财务与估值指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E	营运资本变动	(357)	70	371	36	(1)
每股收益	0.66	0.65	0.70	0.78	0.86	其它	(7)	(1)	(0)	0	0
每股红利	0.50	0.60	0.56	0.62	0.69	经营活动现金流	287	749	1083	828	871
每股净资产	4.47	4.55	4.68	4.84	5.01	资本开支	20	95	(151)	(151)	(151)
ROIC	21%	20%	23%	28%	31%	其它投资现金流	93	(147)	0	0	0
ROE	15%	14%	15%	16%	17%	投资活动现金流	113	(52)	(151)	(151)	(151)
毛利率	52%	53%	53%	53%	54%	权益性融资	0	0	0	0	0
EBIT Margin	21%	19%	21%	22%	22%	负债净变化	0	0	0	0	0
EBITDA Margin	23%	21%	25%	26%	26%	支付股利、利息	(413)	(498)	(462)	(517)	(574)
收入增长	11%	-3%	3%	9%	8%	其它融资现金流	390	370	3	0	0
净利润增长率	6%	-2%	8%	12%	11%	融资活动现金流	(435)	(625)	(459)	(517)	(574)
资产负债率	21%	19%	25%	26%	27%	现金净变动	(35)	72	473	160	146
息率	6.1%	7.4%	6.9%	7.7%	8.5%	货币资金的期初余额	458	422	495	968	1128
P/E	12.3	12.6	11.7	10.4	9.4	货币资金的期末余额	422	495	968	1128	1274
P/B	1.8	1.8	1.7	1.7	1.6	企业自由现金流	263	717	898	642	681
EV/EBITDA	10.6	11.7	10.2	9.2	8.5	权益自由现金流	653	1087	902	645	685

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

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 ±10%之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 ±10%之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 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（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户提供。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有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