

2024年07月03日

买入（首次覆盖）

# 富安娜（002327）：匠心铸就艺术美学，品牌恒久远

——公司深度报告

证券分析师

谢建斌 S0630522020001

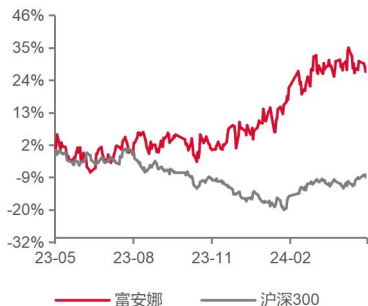
xjb@longone.com.cn

联系人

龚理

gongli@longone.com.cn

数据日期	2024/07/02
收盘价	10.32
总股本(万股)	82,717
流通A股/B股(万股)	48,680/0
资产负债率(%)	18.73%
市净率(倍)	2.14
净资产收益率(加权)	3.12
12个月内最高/最低价	11.68/7.93



相关研究

1、家纺行业深度报告：质价比浪潮下“内品牌”的觉醒与升级——20240401

投资要点：

➢ 公司以重投入、慢姿态的匠心精神沉淀艺术内核、夯实供应链内功，实现高毛利高净利，铸就传统消费行业里的稀缺品牌资产。2023年以来股价逆势上涨，一方面得益于基础扎实、业绩兑现，另一方面作为红利资产配置价值凸显。往后看，店效修复（相较优秀水平仍存10%以上差距）、拓店提速（门店数落后于罗莱生活和水星家纺1000家以上），业绩仍有有望实现稳增长。

➢ 业绩表现：增长稳健，盈利突出。1）收入，2023年以来业绩逐季修复，2024Q1销售中单增长，利润表现优于收入。被芯自2020年疫情以来增长提速，并于2023年反超套件成为最大品类。2）费率，2023年毛利率为55.63%，相较2019年提升3.63pct。综合费率近五年保持在33%左右，营销投放稳健，数智化体系高效渗透带动管理费率下降0.58pct至2023年的3.74%，归母净利率达18.88%。3）高分红，近三年的分红比率均在90%以上且稳步提升。2023年分红比率为95%，对应2023年底股息率6.72%。

➢ 家纺行业：刚需向可选切换，头部企业在品牌力和线下渠道享有相对优势。1）市场，2022年床品市场规模为1280亿元，2009-2022年CAGR为6%，长期平稳向上。2）驱动，家纺消费分为结婚、搬家、日常更新和团购四大场景。经测算，床品市场规模（T+1）与住宅销售的相关系数为0.37，与结婚登记的相关系数为0.76。晚婚现象并未消灭、只是递延高客单消费场景且影响逐年递减。单身群体具备较强的健康、品质意识和消费能力，家纺消费频次和价格更高，由此可部分抵消结婚人数下行带来的负向拉动。“2015-2018年睡眠经济叠加消费升级”+“2020-2023年睡眠经济叠加疫情催化”浪潮下居家品质生活理念推动日常更换场景，品牌性凸显、消费提频、价格提升。3）竞争，行业格局呈现金字塔，同时存在产业集聚、区域割据的特征。生产和销售低壁垒造就分散格局，2022年CR5仅为4.8%，未来行业集中度提升有赖于头部企业在品牌力和线下渠道的相对优势。

➢ 竞争力：

1）扎根艺术家纺，设计创新为核。在家纺产品同质化竞争中，公司以极具视觉冲击力和美学沉淀的艺术家纺卡位中高端，构筑“富安娜”、“馨而乐”、“维莎”、“酷奇智”四大品牌，主要面向高净值女性客户、粘性足。截至2023H1，公司直营会员人数达160万（收入贡献约为25%）。公司重视研发投入，研发产出主要体现在原创设计独具一格、制作工艺行业领先、精选优质填充物、面料加码功能性、研发产品层出。

2）直营强管控，华东和华中修复较好。公司通过直营强管控、加盟全方位帮扶、智慧新零售实现门店精细化管理，门店在经济下行期表现稳健。2023年直营/加盟店效同比-4%/-1%，参考历史上门店优秀水平，预计有10%+的修复空间。公司以华南为基地市场，南方外埠市场高效扩张，在华东市场逐渐占据品牌制高点，华中和西南市场份额提升较快。四家上市家纺的门店市占率若从7%提升至12%则带来约6500家开店空间，富安娜重直营的经营属性使得门店数落后于罗莱生活约1200家，开店空间上限较高。

3）全国化布局稳扩张，数智化渗透提人效。公司采购向头部供应商集中、孵化战略合作供应商、采用仓中园合作模式共建高效的供应链体系。近五年产能/产能利用率保持在500万件/90%左右，为全国化营销网络提供生产支持，并通过四大平行仓的布局提升物流运输时效。各类数字化系统高效渗透，人效从2018年的11万元提升至2023年的14万元。

- **投资建议：**公司匠心沉淀艺术家纺，铸造消费品牌资产。往后看，仍有望依托店效和门店数双升实现业绩稳增长。我们预计2024-2026年公司归母净利润分别为6.22/6.77/7.27亿元，同比增速为8.76%/8.75%/7.40%，对应P/E为14/13/12倍，首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险提示：**结婚和销售住宅下滑、消费需求疲软、原材料波动等。

#### 盈利预测与估值简表

	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入（百万元）	3,029.57	3,244.23	3,449.70	3,651.93
增长率（%）	-1.62%	7.09%	6.33%	5.86%
归母净利润（百万元）	572.10	622.21	676.64	726.68
增长率（%）	7.02%	8.76%	8.75%	7.40%
EPS（元/股）	0.69	0.74	0.81	0.87
市盈率（P/E）	14.96	13.88	12.76	11.88
市净率（P/B）	2.21	2.19	2.15	2.11

资料来源：携宁，东海证券研究所（截至2024年7月2日收盘）

## 正文目录

<b>1. 公司简介</b> .....	<b>6</b>
1.1. 发展历程：秉承匠心美学，夯实供应链内功 .....	6
1.2. 股权结构：持续股权激励，绑定核心员工 .....	7
1.3. 业绩表现：增长稳健，盈利突出 .....	9
<b>2. 行业</b> .....	<b>14</b>
2.1. 刚需向可选切换，规模平稳向上 .....	14
2.2. 头部企业在高价位带和线下渠道享有相对优势 .....	18
<b>3. 竞争力</b> .....	<b>20</b>
3.1. 扎根艺术家纺，设计创新为核 .....	20
3.2. 直营强管控，华东和华中修复较好 .....	22
3.3. 全国化布局稳扩张，数智化渗透提人效 .....	24
<b>4. 盈利预测与投资建议</b> .....	<b>27</b>
<b>5. 风险提示</b> .....	<b>29</b>

## 图表目录

图 1 公司发展历程 .....	7
图 2 公司股权结构 .....	7
图 3 公司业绩情况 .....	9
图 4 2023 年以来业绩逐季修复 .....	9
图 5 公司营收结构分品类 .....	10
图 6 品类增速情况 .....	10
图 7 公司营收结构分渠道 .....	10
图 8 渠道增速情况 .....	10
图 9 公司营收结构分市场 .....	11
图 10 市场增速情况 .....	11
图 11 公司毛利率情况 .....	11
图 12 可比公司毛利率情况 .....	11
图 13 可比公司综合费率比较（2023 年） .....	12
图 14 公司费率变化 .....	12
图 15 公司广告宣传费稳健增长 .....	12
图 16 公司管理人员数量下降 .....	12
图 17 公司经营现金含量高 .....	12
图 18 公司存货变化 .....	12
图 19 各品类存货周转天数（天） .....	13
图 20 高分红回馈股东 .....	13
图 21 家纺产品构成 .....	14
图 22 家纺市场规模 .....	14
图 23 床品市场规模 .....	14
图 24 2023 年婚庆需求集中释放 .....	15
图 25 家纺行业 2023 年景气度回升 .....	15
图 26 床品市场规模（T+1）与住宅销售的相关性为 0.37 .....	15
图 27 2018 年住宅销售负增 .....	15
图 28 床品市场规模与结婚登记的相关性为 0.76 .....	16
图 29 2014 年结婚登记数负增 .....	16
图 30 睡眠相关百度搜索指数升温 .....	16
图 31 价增成为驱动力 .....	16
图 32 棉价走势 .....	17
图 33 件成本涨幅 .....	17
图 34 中国家纺渠道变迁（%） .....	17
图 35 线上营收占比（2023 年） .....	17
图 36 家纺店效和坪效较低 .....	18
图 37 全国重点大型零售家纺 CR10 .....	18
图 38 家纺行业格局 .....	19
图 39 纺服各品类 CR5（2022 年） .....	19
图 40 家纺 CR5（%） .....	19
图 41 床品规上企业数量（家） .....	19
图 42 公司重视研发投入 .....	20
图 43 莫奈系列·流光万象 .....	21
图 44 摩登系列·摩登时代 .....	21
图 45 VIP 品质增值服务 .....	21
图 46 公司直营会员人数（万人） .....	21

图 47 可比公司店效（万元/家/年） .....	22
图 48 可比公司坪效（万元/m <sup>2</sup> /年） .....	22
图 49 可比公司门店面积（m <sup>2</sup> ） .....	22
图 50 可比公司门店数量（家） .....	22
图 51 可比公司闭店率（家） .....	23
图 52 可比公司渠道毛利率 .....	23
图 53 可比公司分市场营收（2023 年） .....	23
图 54 可比公司各市场营收同比修复情况（2023 年） .....	23
图 55 可比公司线上表现（亿元） .....	24
图 56 可比公司线上退货率 .....	24
图 57 可比公司前五大供应商采购情况 .....	24
图 58 可比公司应付账款周转天数（天） .....	24
图 59 可比公司产能情况 .....	25
图 60 可比公司人均创利（万元/人） .....	26
表 1 公司核心高管 .....	8
表 2 公司股权激励 .....	8
表 3 可比公司 ROE 情况 .....	13
表 4 产品舒适度和功能性提升 .....	16
表 5 产业集聚 .....	18
表 6 公司主推产品 .....	21
表 7 可比公司平台粉丝数（万人） .....	24
表 8 公司数字化系统应用 .....	25
表 9 营收拆分（万元） .....	27
表 10 可比公司估值 .....	28
附录：三大报表预测值 .....	30

# 1. 公司简介

## 1.1. 发展历程：秉承匠心美学，夯实供应链内功

公司构筑“富安娜”、“馨而乐”、“维莎”、“酷奇智”四大品牌，横跨大众-高端、成人-儿童，产品主打独特花型设计和新材料运用。从“艺术家纺”到“全屋艺术美家配置”，公司秉承匠心美学、拓展业务边界。门店扩张的同时，公司持续夯实供应链内功，通过布局全国化生产物流基地、迭代管理系统，实现门店提质、管理提效。成立至今，公司大致经历了四个阶段：

**1) 1994-2005 年，构筑多元品牌矩阵、花型设计出众。**①**品牌**，1994 年，公司前身深圳富安娜家饰保健用品有限公司成立，并通过“哪有一夜不同眠”的广告语与香港回归巧妙结合，初步在华南地区建立品牌知名度。2000-2004 年，公司陆续推出“馨而乐”、“维莎”、“圣之花”等品牌，构筑了多元品牌矩阵，同时组建了一支强大的研发设计团队，每年推出新款花型达 100 多种、新产品 400 多款，多次在国内外家用纺织品设计大赛上获得“金榜奖”、“优质产品金奖”。②**渠道**，自 1995 年在深圳开设行业第一家自营店、在遵义开设行业第一家加盟店，2005 年门店数快速突破 600 家，同时公司联手用友软件，较早实现直营专卖店生产、销售、物流信息的畅通。

**2) 2006-2012 年，明确艺术家纺基调、渠道快速扩张。**①**品牌**，公司于 2006 年明确“艺术家纺”的品牌基调，加大对独特花型的设计和新材料的开发。2012 年，公司推出儿童品牌“酷奇智”，至此横跨大众-高端、成人-儿童的四大主品牌形成。②**渠道和生产**，2009 年，公司在深交所上市，募集资金用于国内市场连锁营销网络体系建设、生产基地建设、ERP 管理体系技术改造等项目。**渠道端**，公司于 2012 年开启电商渠道，同年荣膺天猫最具影响力家纺品牌，在双 11 购物狂欢节销售中独占鳌头，同时线下专卖店突破 2000 家。**生产端**，龙华和南充产业基地相继于 2008 年和 2012 年建成使用。得益于家纺需求旺盛、渠道快速扩张和产能支持，公司业绩高增，2006-2012 年收入/归母净利润 CAGR 分别为 +27.22%/+40.54%。

**3) 2013-2018 年，推行美家战略、门店经营提质。**①**战略**，公司于 2015 年引进世界先进的三条德国全自动化家具生产线，并在 2016 年提出“全屋艺术美家配置”战略，围绕美家将经营范围延伸至泛家居产品。②**渠道**，应对库存危机，公司在 2015 年开启门店结构优化，一方面，主动关闭业绩不佳的部分中小门店，2018 年线下专卖店缩减至 1310 家；另一方面，公司持续对终端门店和供应链管理系统进行数智化升级，2016 年选择欧宝 EPOS 系统，2018 年推进丽晶 POS 系统（一种动态掌握门店销售数据和终端库存的收银系统）和 WMS 系统（一种规范仓库管理，提升物流工作效率的仓库管理系统），并自研“V+”CRM 系统。该阶段，公司业绩增速有所放缓，收入/归母净利润 CAGR 分别为 +9.38%/+11.53%。

**4) 2019 年至今，推进家具美学、加强智慧新零售。**①**产品**，公司持续在产品设计和材料上迭代创新，2019 年以自然肌理纹路作为家居设计主题；2020 年提取四大名绣的设计精华，开发和培育川蜀宁南金桑 1 号有机桑蚕丝；2022 年围绕手感、体感、温感“三感”打造健康睡眠概念，推进新研发材料“澜蕴纱”胶原蛋白面料的升级，并在设计创新上聚焦于致敬经典文化。②**供应链**，持续加码产业基地和管理系统，助力产能释放、效率提升。**生产方面**，宝应和常熟产业基地相继于 2020 年和 2023 年建成使用，形成了一个经营管理基地（深圳龙华总部基地）、两大生产基地（四川南充及广东惠州）及四大物流基地（扬州宝应、常熟、南充、惠东）的全国化布局。**管理系统方面**，2019 年完成全门店 POS 系统的统一，2021 年开发了客服支持管理系统、ERP 优化改造库存一体化项目、RPA（机器人）平台管控价格，2022 年上线供应商预约入库管理系统，有效提升了终端门店、会员管理、仓库管

理等多环节运营效率。该阶段受到疫情扰动，业绩低增显韧性，收入/归母净利润 CAGR 分别为+3.36%/+1.74%。

图 1 公司发展历程

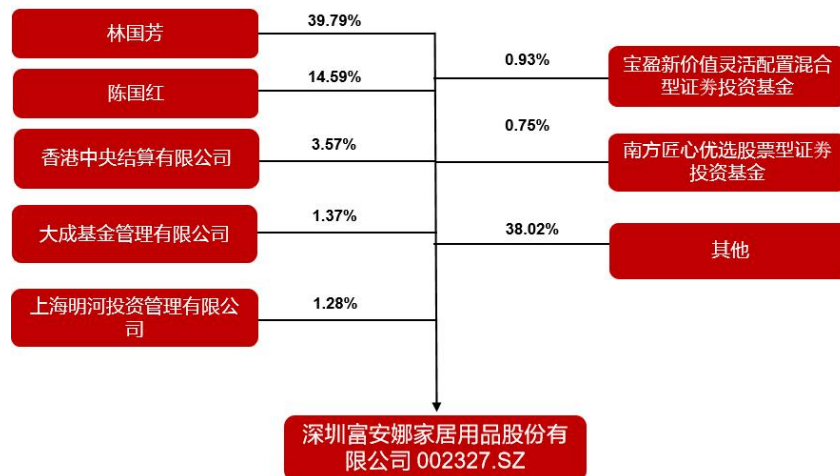
	构筑多元品牌矩阵、花型设计出众 (1994-2005)	明确艺术家纺基调、渠道快速扩张 (2006-2012)	推行美家战略、门店经营提质 (2013-2018)	推进家具美学、加强智慧新零售 (2019年至今)
资本战略	1994: 公司前身深圳富安娜家纺用品有限公司成立	2006: 明确“艺术家纺”品牌基调 2009: 公司在深交所上市	2016: 推行“全屋艺术美家配置”战略	
品牌	2000-2004: 公司陆续推出“馨而乐”、“维莎”、“圣之花”等品牌	2012: 公司推出儿童品牌“酷奇智”		2019: 以自然肌理纹路作为家居设计主题 2020: 提取四大名绣设计精华，开发和培育川蜀宁南金桑1号有机桑蚕丝 2022: 围绕手感、体感、温感“三感”打造健康睡眠概念，推进“澜蕴纱”胶原蛋白面料的升级
渠道	1995: 在深圳开设行业第一家自营店、在遵义开设行业第一家加盟店 2005: 门店数快速突破600家	2012: 开启电商渠道，线下专卖店突破2000家	2018: 线下专卖店缩减至1310家	
供应链		2008: 龙华产业基地建成使用 2012: 南充产业基地建成使用	2016: 选择欧宝EPOS系统 2018: 推进丽晶POS系统和WMS系统，并自研“V+”CRM系统	2019: 完成全门店POS系统的统一 2020: 宝应产业基地建成使用 2021: 开发客服支持管理系统、ERP一体化项目、RPA（机器人）平台 2022: 上线供应商预约入库管理系统 2023: 常熟产业基地建成使用

资料来源: ifind, 公司官网, 公开资料整理, 东海证券研究所

## 1.2.股权结构: 持续股权激励, 绑定核心员工

**董事长潜心钻研艺术家纺, 公司股权集中。**董事长林国芳曾入选改革开放 40 年家纺行业突出贡献人物, 是旗帜鲜明提出“艺术家纺”第一人, 他躬身于生产研发一线, 将艺术与产品、情怀与商业巧妙融合, 试图打造家纺界的爱马仕。林国芳持股 39.86%, 是公司唯一实控人, 拟自 2023 年 11 月 3 日起 6 个月内增持不低于 3000 万元。长子林镇成曾担任电商事业部和供应链总经理, 现任总经理助理。2024 年, 公司引进财务总监王朝阳、董事会秘书李艳。王朝阳具备多年品牌管理经验, 曾在影儿时尚集团担任副总裁, 李艳拥有丰富的资本交流经验, 曾在力劲科技、唐商集团担任董秘, 两位高管的加入有望为公司注入创新管理理念。

图 2 公司股权结构



资料来源: ifind (截至 2024 年 6 月), 东海证券研究所

表 1 公司核心高管

姓名	职务	年龄	简历
林国芳	总经理, 董事长, 董事	70	曾任深圳雅豪家饰精品有限公司总经理; 1994 年创办本公司前身深圳富安娜家饰保健用品有限公司, 并历任公司董事、董事长、总经理职务。
陈国红	董事	60	曾供职于深圳市东宝制品公司。历任本公司董事、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。
林镇成	副总经理, 董事	39	毕业于中国人民大学。2007 年加入本公司, 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, 现任公司董事、副总经理。林镇成先生持有公司限制性股票 259,962 股。
林炫锟	董事	25	中国国籍, 澳大利亚永久居留权, 本科学历, 毕业于悉尼大学。林炫锟先生未持有公司股份。
林汉凯	董事	38	毕业于中山大学, 历任公司家纺研发副总监, 研发中心总监, 现任公司董事。林汉凯先生持有公司限制性股票 793,040 股。
王平	独立董事	53	硕士研究生, 高级工商管理硕士, 中国注册会计师。先后历任中国稽山控股有限公司财务总监, EVCapitalPteLtd. 董事、副总裁, 中国首控集团有限公司高级副总裁、财务总监及董事。王平先生现任中国罕王控股有限公司(03788.HK)独立董事、中国天瑞集团水泥有限公司(01252.HK)独立董事、昇能集团(02459.HK)有限公司董事、嘉耀控股有限公司(01626.HK)独立董事、崇义章源钨业股份有限公司(002378.SZ)独立董事。
王朝阳	副总经理, 财务负责人 (履新)	47	1977 年 3 月生, 无永久境外居留权, 硕士学历。曾担任广州翰鼎品牌管理有限公司副总经理, 深圳影儿时尚集团有限公司集团副总裁。
李艳	副总经理, 董事会秘书 (履新)	41	1983 年 9 月生, 无永久境外居留权, 毕业于中国人民大学, 获得经济学硕士学位。曾担任深圳力劲科技股份有限公司董事会秘书、唐商集团董事会秘书, 并于 2009 年至 2019 年期间就职于中国平安保险(集团)股份有限公司及其子公司平安证券股份有限公司董事会办公室。
黄若欣	高级花稿设计师, 监事	36	毕业于广州工程技术职业学院, 现任公司研发中心高级花稿设计师。

资料来源: ifind, 东海证券研究所

**持续股权激励, 绑定核心员工。**自 2009 年上市以来, 公司实施了两期员工持股计划以及六期限制性股票激励。2023 年公司再推第六期限制性股票激励计划, 拟以 4.40 元/股的价格向董高管、中层管理人员和核心骨干在内的 163 名激励对象授予 960 万股限制性股票(占公告日股本比例为 1.45%)。业绩解锁条件为: 以 2022 年为基数, 2023/2024/2025 年营业收入增长率分别不低于 1%/2.01%/3.03%, 同时扣非净利润增长率分别不低于 1%/2.01%/3.03%。业绩解锁设置条件较低, 股权激励主要以回报和绑定骨干员工为主。

表 2 公司股权激励

激励计划	公告时间	激励对象	六期限制性股票激励计划			解锁安排	业绩是否达成
			授予价格(元/股)	授予数量(万股)	占公告日股本比例		
第一期限制性股票激励计划	2013	董事和高管 1 人、中层管理人员和核心骨干 339 人, 共计 340 人	8.78	990	3.08%	以 2013 年为基准, 2014/2015/2016/2017 年, 净利润不低于 15%/27%/35%/42%, 同时归属普通股股东加权平均净收益不低于 12.5%/13%/13.5%/14%	达成
第二期限制性股票激励计划	2016	董事和高管 1 人、中层管理人员和核心骨干 339 人, 共计 340 人	4.7	1774.3	2.12%	以 2015 年为基准, 2016/2017/2018/2019 年营收增长率不低于 3%/6.09%/9.27%/12.55%	达成



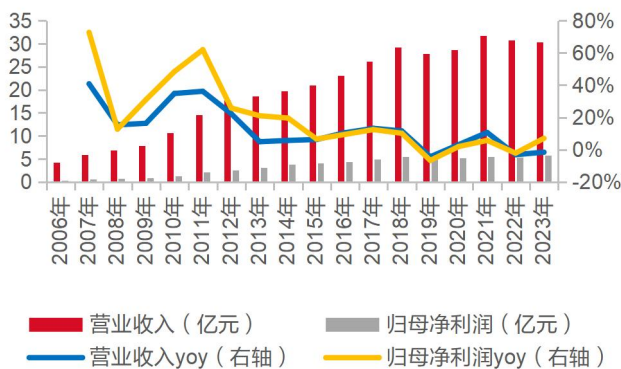
第三期限 限制性股票 激励计划	2017	董事和高管 1 人、中 层管理人员和核心 骨干 266 人，共计 267 人	4.59	1740.26	2.04%	以 2016 年为基准，2017/2018/2019 年营收增长率不低于 3%/6.09%/9.27%	达成
第四期限 限制性股票 激励计划	2018	中层管理人员和核 心骨干 81 人	3.7	328.56	0.38%	以 2017 年为基准，2018/2019/2020 年营收增长率不低于 3%/6.09%/9.27%，	达成
第五期限 限制性股票 激励计划	2020	中层管理人员和核 心骨干 104 人	3.66	955.684	1.13%	以 2019 年为基准，2020/2021/2022 年营收增长率不低于 3%/6.09%/9.27%，同时扣非净利润增 长率分别不低于 3%/6.09%/9.27%	达成
第六期限 限制性股票 激励计划	2023	董事和高管 2 人、中 层管理人员和核心 骨干 161 人，共计 163 人	4.4	1200	1.45%	以 2022 年为基数，2023/2024/2025 年营业收入增长率分别不低于 1%/2.01%/3.03%，同时扣非净利润增 长率分别不低于 1%/2.01%/3.03%	进行

资料来源：ifind，东海证券研究所

### 1.3.业绩表现：增长稳健，盈利突出

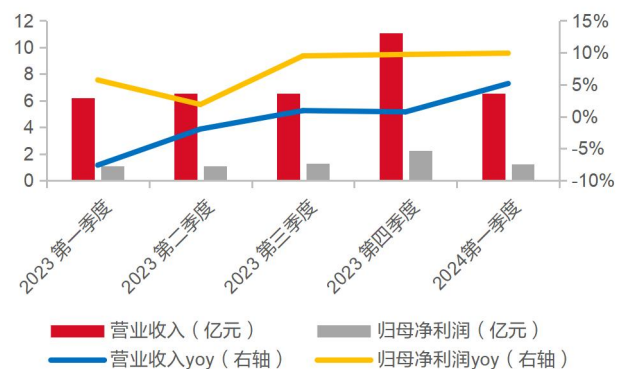
**2023 年以来业绩逐季修复，2024 年有望扩大优势市场。**公司业绩呈现三阶段发展特征：2006-2012 年得益于供需共振，收入端保持 CAGR+27%、利润端 CAGR+41%的高增；2013-2018 年同时受库存去化和结婚登记下降拖累影响，收入和利润增速分别降档至 5%和 10%，2018 年叠加住宅销售下滑打击，公司业绩首次出现负增长；疫情以来公司逐步向高质量发展转型，2020-2021 年居家品质生活理念助推家纺热销，但在 2022 年伴随线下消费场景严重受限、门店净关，收入受到扰动，利润端由于目标客群粘性足、门店直营强管控具备韧劲。2023 年以来业绩逐季修复，2024Q1 销售中单增长，毛利率提升带动利润表现优于收入。预计 2024 年依托优势市场辐射带动，拓店提速、店效修复，公司仍有较强增长动能。

图 3 公司业绩情况



资料来源：ifind，东海证券研究所

图 4 2023 年以来业绩逐季修复



资料来源：ifind，东海证券研究所

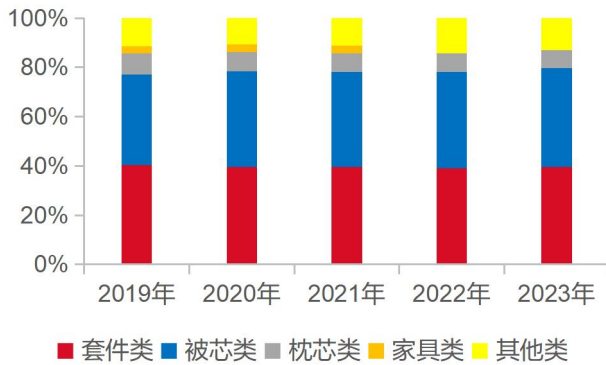
#### 营收拆分：被芯增长提速，门店表现坚韧，南方外埠高效扩张

**1) 分产品**，2023 年套件/被芯/枕芯/其他营收占比分别为 39%/40%/7%/13%，套件和被芯合计占八成左右，其中套件表现平稳，被芯自 2020 年疫情以来增长提速，并于 2023 年反超套件成为最大品类。

2) 分渠道, 2023 年线上/直营/加盟/团购营收占比分别为 40%/24%/27%/5%, 渠道分布相对均衡。线上双位数增长回落, 电商策略上公司侧重利润考核, 2024 年公司加码布局社交电商有望扭转线上颓势; 门店在疫情期间表现坚韧, 2023 年店效尚未完全修复, 后续伴随店效和门店数双升, 门店增长势能充足; 团购业务基数低波动较大, 2023 年增长亮眼。

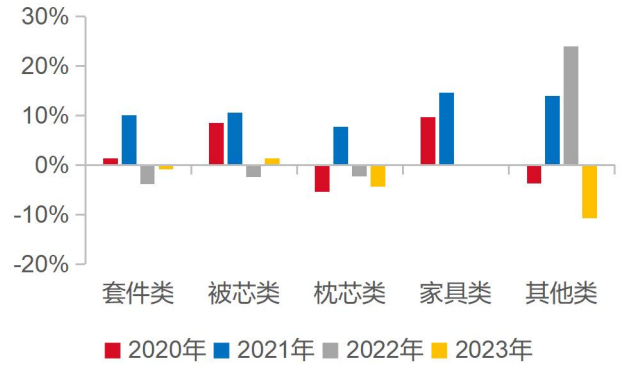
3) 分市场, 2023 年华南/华东/华中/西南营收占比分别为 27%/26%/14%/20%, 公司经营范围集中在南方区域, 合计达 87%左右。华南作为基地市场, 近年来面临同行竞争侵蚀; 其余南方外埠市场高效扩张, 华东/华中/西南/营收占比从 2019 年以来分别提升 4.57%/3.85%/6.66%。公司在竞争激烈、高客单的华东市场逐渐占据品牌制高点, 成为仅次于华南的业绩贡献者; 2021 年公司在华中市场份额提升较快, 西南市场依托基地市场辐射影响稳步增长。

图 5 公司营收结构分品类



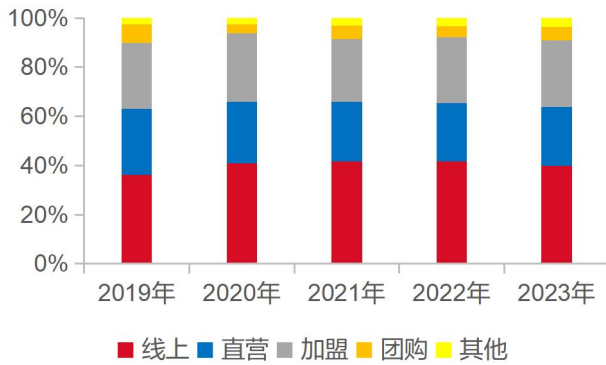
资料来源: ifind, 东海证券研究所  
注: 2022 年家具类归集到其他类核算

图 6 品类增速情况



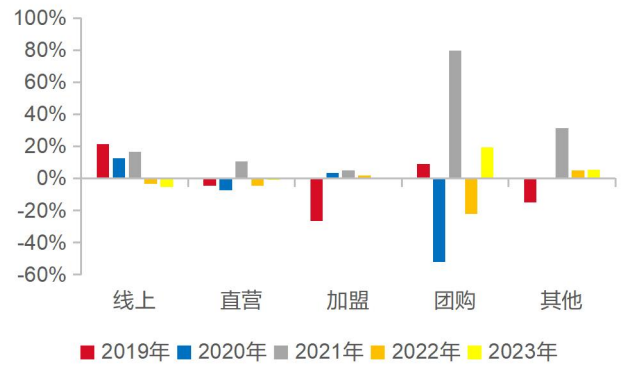
资料来源: ifind, 东海证券研究所  
注: 2022 年家具类归集到其他类核算

图 7 公司营收结构分渠道



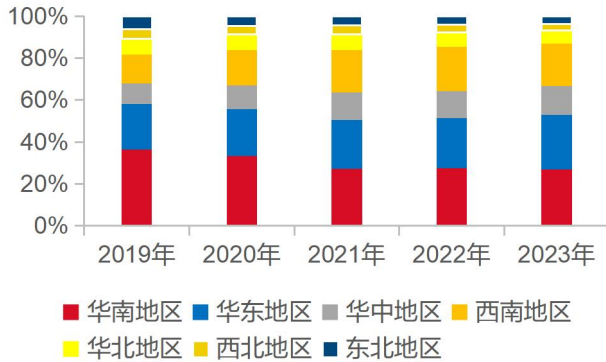
资料来源: ifind, 东海证券研究所

图 8 渠道增速情况



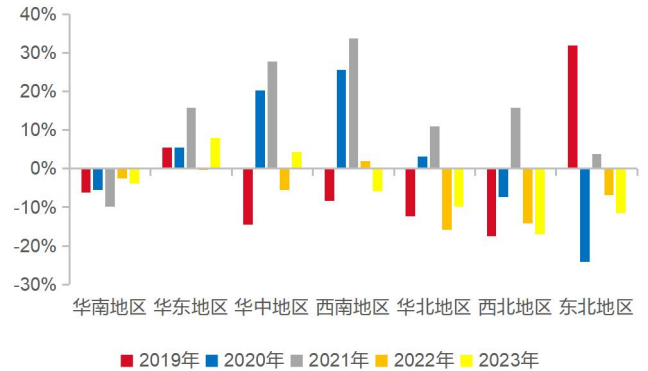
资料来源: ifind, 东海证券研究所

图 9 公司营收结构分市场



资料来源: ifind, 东海证券研究所

图 10 市场增速情况

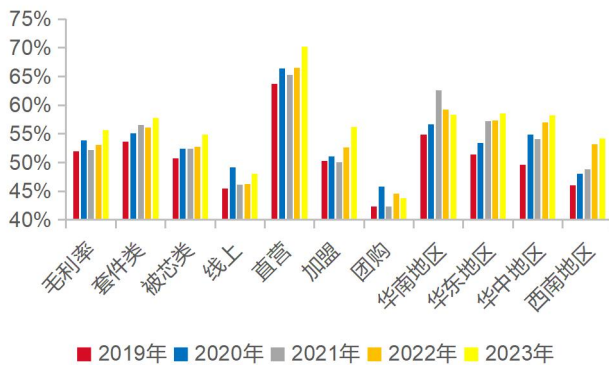


资料来源: ifind, 东海证券研究所

注: 区域营收含电商部分

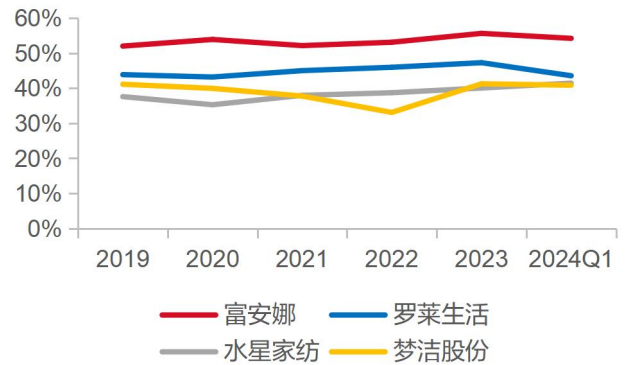
**毛利率遥遥领先, 线上、低毛利市场有望释放盈利能力。**公司 2023 年毛利率为 55.63%, 相较 2019 年提升 3.63pct, 在行业中保持领先水平, 相对罗莱生活/水星家纺/梦洁股份分别高出 8/16/14pct。毛利率在 2020 年和 2023 年提升较快, 前者主因疫情催化线上销售, 线上毛利率提升推动整体毛利率; 后者系产品结构升级引领全线毛利率提升。2024Q1 毛利率为 54.21% (-0.13pct), 仍维持较高盈利水平。**1) 分产品**, 2023 年套件类/被芯类毛利率分别为 57.82%/54.88%, 套件毛利率高于被芯。**2) 分渠道**, 线上/直营/加盟/团购毛利率分别为 47.99%/70.14%/56.21%/43.83%, 线下毛利率提升幅度较快, 线上和团购毛利率相对稳定。**3) 分市场**, 华南/华东/华中/西南地区利率分别为 58.39%/58.57%/58.27%/54.19%, 华东和华中地区毛利率提升较快, 基本追平华南地区。往后看, 线上、低毛利市场有望释放盈利能力。

图 11 公司毛利率情况



资料来源: ifind, 东海证券研究所

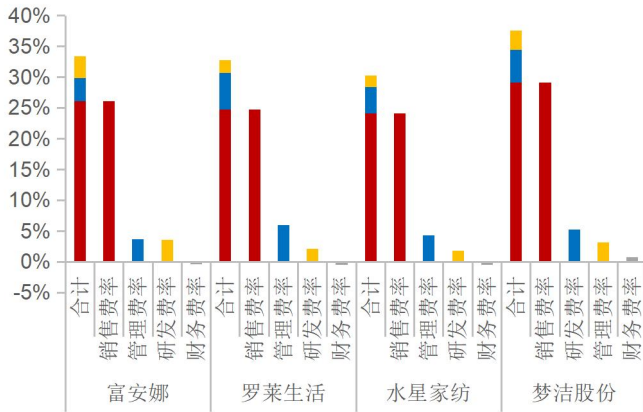
图 12 可比公司毛利率情况



资料来源: ifind, 东海证券研究所

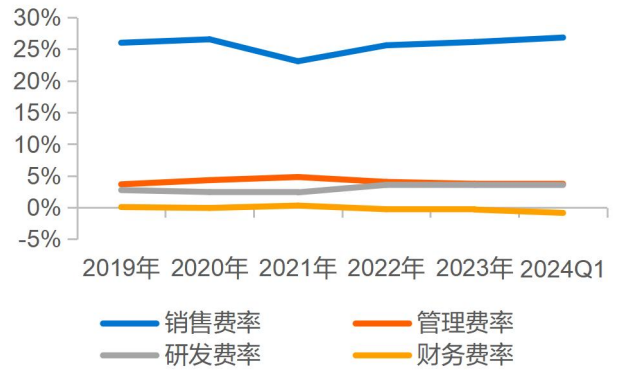
**营销投放稳健增长, 管理效能优于同行。**公司综合费率近五年保持在 33%左右, 2021-2023 年分别为 30.59%/32.95%/33.10%, 2021 年受运费调整影响下降, 2022 年和 2023 年受销售费用拉动有所提升。2021-2024Q1 年销售费率分别为 23.09%/25.61%/26.13%/26.83%, 其中 2022-2023 年广告宣传费同比均增长 12%, 营销投放稳健增长。得益于数智化体系的高效渗透, 管理人员从 2020 年的 640 名下降至 2023 年的 400 名, 带动管理费率下降 0.58pct 至 2023 年的 3.74%, 优于家纺同行。公司在 2023 年再推第六期限制性股票激励计划, 摊销至 2024-2026 年的股权激励费用为 2358.40/1144/516.27 万元, 静态测算预计影响 2024-2025 年综合费率+0.8/+0.4pct 左右。

图 13 可比公司综合费率比较 (2023 年)



资料来源: ifind, 东海证券研究所

图 14 公司费率变化



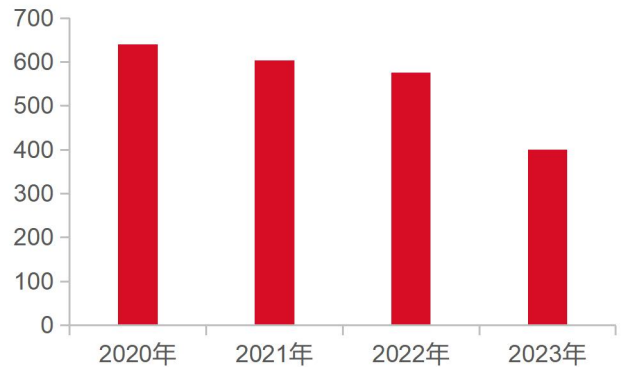
资料来源: ifind, 东海证券研究所

图 15 公司广告宣传费稳健增长



资料来源: ifind, 东海证券研究所

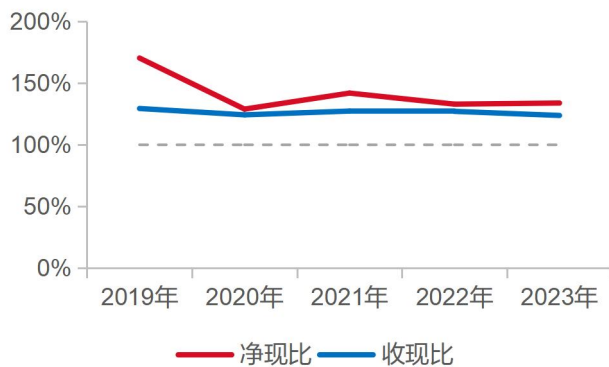
图 16 公司管理人员数量下降



资料来源: ifind, 东海证券研究所  
注: 管理人员包括管理、行政及其他人员

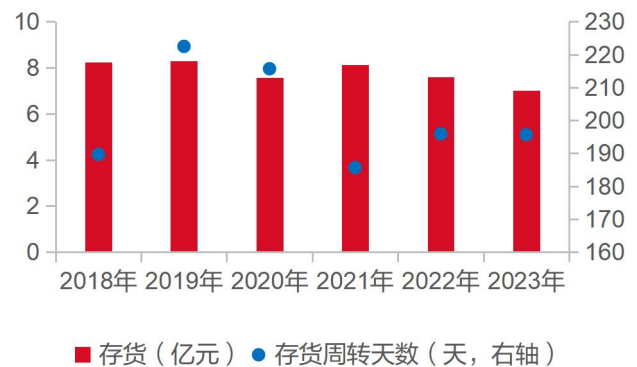
**存货逐年改善, 高股息回馈股东。**1) 现金, 公司应收账款账期约为 1 个月, 应付账款账期约为 2.5 个月, 收现比和净现比均远超 1, 公司经营现金含量高。截至 2024Q1, 公司拥有速动资产约 16 亿元, 现金储备充沛。2) 存货, 库存自 2021 年以来逐年改善, 存货从 8.12 亿元下降至 7.01 亿元, 存货周转天数接近疫情前水平, 其中被芯动销明显加快。3) 资本支出, 公司采用高分红政策积极回馈股东、共享企业成长红利, 近三年的分红比率均在 90% 以上且稳步提升。2023 年分红比率为 95%, 对应 2023 年底股息率 6.72%。

图 17 公司经营现金含量高



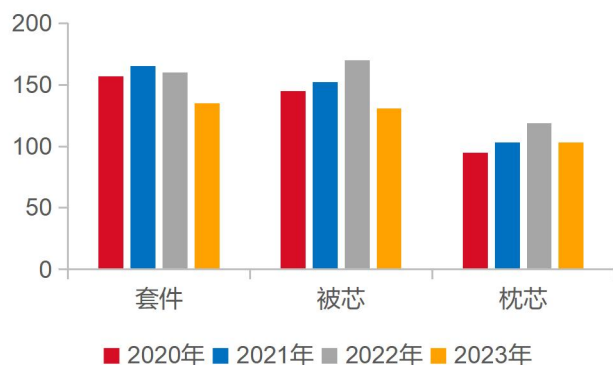
资料来源: ifind, 东海证券研究所

图 18 公司存货变化



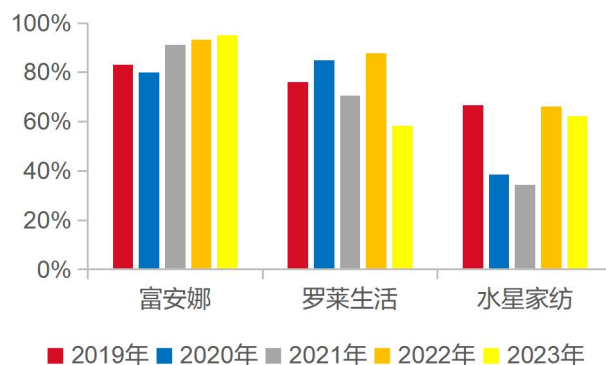
资料来源: 欧睿, 东海证券研究所

图 19 各品类存货周转天数（天）



资料来源：ifind，东海证券研究所

图 20 高分红回馈股东



资料来源：ifind，东海证券研究所

**高盈利、高 ROE，产能释放有望助推 ROE 继续上行。**公司保持稳定高盈利，以 2023 年为例，公司销售净利率为 18.88%，分别高于罗莱生活和水星家纺约 8/10pct，高盈利能力是公司 ROE 领先于同行的核心因素。同时，公司采用重资产的方式构建自有生产物流基地，在前期拖累总资产周转率，预计未来随着产能释放、存货改善，ROE 仍有上行空间。

表 3 可比公司 ROE 情况

	富安娜				
	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年
ROE(%)	14.23	14.46	15.00	14.30	15.00
销售净利率(%)	18.17	17.97	17.17	17.33	18.88
权益乘数	1.30	1.29	1.26	1.26	1.26
总资产周转率(次)	0.60	0.63	0.69	0.66	0.63
	罗莱生活				
	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年
ROE(%)	13.84	13.94	17.09	13.94	13.63
销售净利率(%)	11.50	12.08	12.48	10.79	10.74
权益乘数	1.32	1.34	1.45	1.61	1.64
总资产周转率(次)	0.94	0.88	0.95	0.80	0.77
	水星家纺				
	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年
ROE(%)	14.11	11.83	15.45	10.30	13.27
销售净利率(%)	10.51	9.05	10.16	7.59	9.00
权益乘数	1.25	1.26	1.30	1.30	1.26
总资产周转率(次)	1.07	1.04	1.17	1.05	1.17

资料来源：ifind，东海证券研究所

## 2.行业

### 2.1.刚需向可选切换，规模平稳向上

市场规模平稳向上，短期景气度回升。家纺产品包括床上用品（套件、枕芯、被芯等）、盥洗用品（毛巾等）、客厅用品（墙布、桌布等）、餐厅用品（围裙等）、地面装饰品（地毯等）等，其中床上用品占比达 50%+，床品市场规模和家纺市场规模趋势一致。根据欧睿数据，2022 年床品市场规模为 1280 亿元，2009-2022 年 CAGR 为 6%，长期平稳向上。其中 2009-2012 年处于快速成长期，产能提升和专卖店兴起、结婚登记和住宅销售带来的供需动能推动行业增幅达 16%；2013-2018 年行业增长放缓，一方面结婚登记见顶、住宅销售放缓，另一方面供给过剩和电商冲击导致存货高企，行业增速回落至 8%；2019-2022 年受疫情扰动，市场规模呈现波动停摆。2023 年疫情放开后，婚庆需求集中释放以及政策催化地产频出，叠石桥家纺旺季景气指数已超过 2022 年历史低值，接近 2020 年水平，表现出较强的修复趋势。

图 21 家纺产品构成



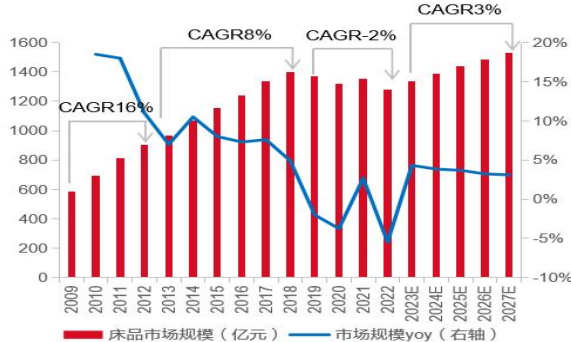
资料来源：头豹，东海证券研究所

图 22 家纺市场规模



资料来源：欧睿，东海证券研究所

图 23 床品市场规模



资料来源：欧睿，东海证券研究所

图 24 2023 年婚庆需求集中释放



资料来源：婚礼纪，东海证券研究所

图 25 家纺行业 2023 年景气度回升



资料来源：ifind，东海证券研究所

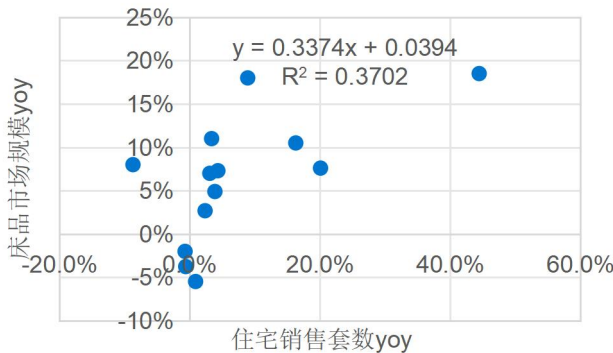
**刚需向可选切换，单身群体部分抵消结婚下行负向影响。**

1) **结婚和搬家消费场景受挤压。**根据头豹数据，家纺消费主要分为结婚、搬家、日常更新和团购四大场景，分别占比 40%/30%/20%/10%，且与结婚和住宅有密切联系。经测算，2009-2022 年期间床品市场规模 (T+1) 与住宅销售套数的相关性为 0.37，床品市场规模与结婚登记人数的相关性为 0.76。结婚登记人数和住宅销售套数分别自 2014 年和 2018 年负增长，结婚和搬家的家纺消费场景受到明显挤压。

2) **居家品质生活理念推动日常更换场景，消费频次和价格提升。**睡眠问题成为长期困扰，《2022 中国国民健康睡眠白皮书》显示 3/4 的受访者有不同程度的睡眠问题。2015-2018 年睡眠经济叠加消费升级、2020-2023 年睡眠经济叠加疫情催化，消费者更加注重居家品质生活，在床品方面主要有两大体现：第一，家纺更换频次提升，例如中家纺和艾媒咨询显示“我认为盖久了就应该更换”是消费者更换被芯的第二大原因；第二，价增成为驱动力，套件价格自 2019 年的 599 元提升至 2022 年的 675 元，CAGR 为 4%，各种被价格自 2019 年的 521 元提升至 2022 年的 761 元，CAGR 为 13%。

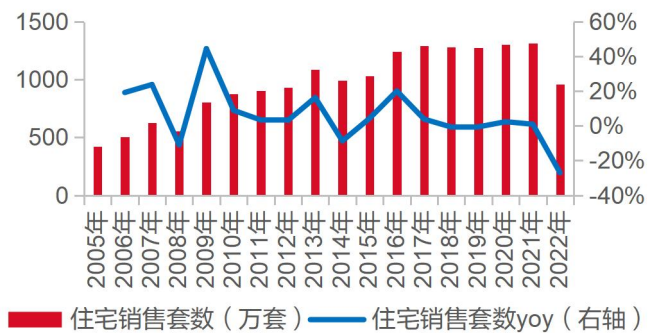
3) **单身群体部分抵消结婚下行负向影响。**2020 年全国平均初婚年龄为 28.67 岁，相较 2010 年推迟近 4 年。晚婚现象并未消灭、只是递延高客单家纺消费场景，而且影响逐年递减。此外，单身群体约 2.4 亿人，远超结婚登记 700 万对。单身群体往往具备较强的健康、品质意识和消费能力，家纺消费频次和价格更高，由此可部分抵消结婚人数下行带来的负向拉动。

图 26 床品市场规模 (T+1) 与住宅销售的相关性为 0.37



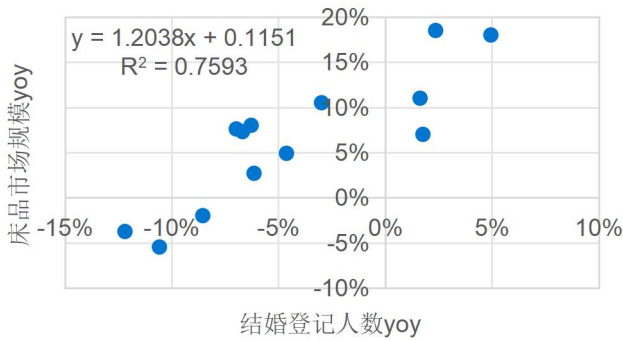
资料来源：中国房地产统计年鉴，欧睿，东海证券研究所

图 27 2018 年住宅销售负增



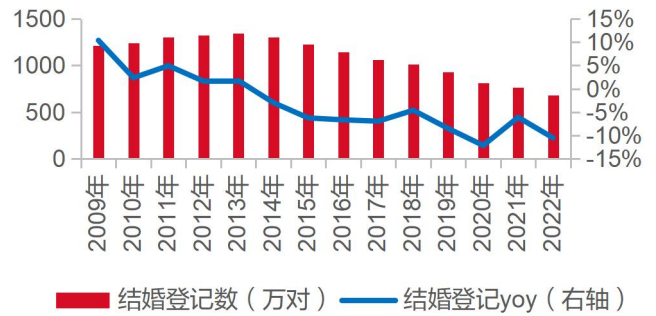
资料来源：中国房地产统计年鉴，东海证券研究所

图 28 床品市场规模与结婚登记的相关性为 0.76



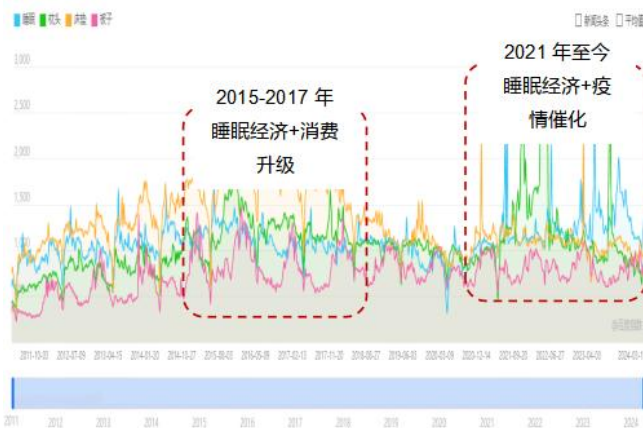
资料来源：中国统计年鉴，欧睿，东海证券研究所

图 29 2014 年结婚登记数负增



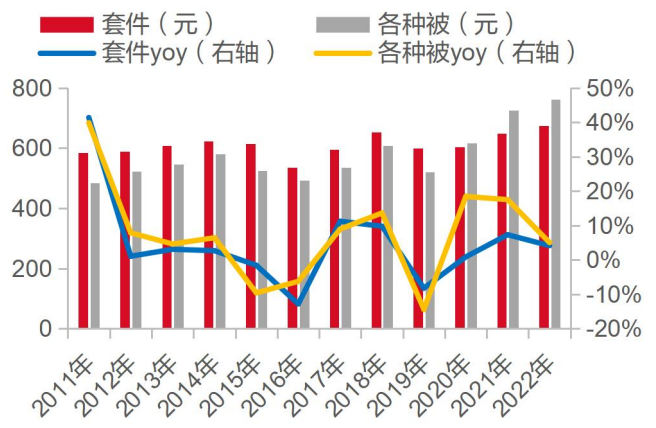
资料来源：中国统计年鉴，东海证券研究所

图 30 睡眠相关百度搜索指数升温



资料来源：百度搜索指数，东海证券研究所

图 31 价增成为驱动力



资料来源：中华全国商业信息中心，东海证券研究所

**集齐时尚、舒适和功能，三位一体促产品升级。**相比鞋服外品牌，消费者对于床品内品牌的品牌意识较为薄弱，品牌溢价相对有限，产品升级成为同质化突围的有效路径。富安娜主打艺术家纺；罗莱生活主推超柔产品；水星家纺占位被芯单品心智。家纺企业同时也在制造工艺和材质上提升产品的舒适性和功能性，200S 高支高密提供柔软贴身的体感；相比普通棉花，长绒棉、羽绒和蚕丝更为轻盈蓬松，保温锁热功能突出。除了基础功能提升以外，部分产品还提供抗菌、热敷等科技功能。

表 4 产品舒适度和功能性提升

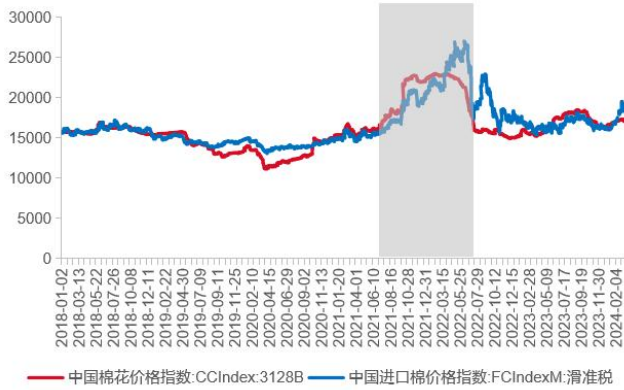
枕头		面料/填充物			
乳胶枕	按摩枕	长绒棉	莱赛尔	羽绒	蚕丝
贴合颈部曲线，回弹和支撑性好	颈椎拉伸、红外线热敷	棉纤维达 33mm，更具柔韧性	吸湿透气、触感清凉	轻盈蓬松、保温锁热	舒适抗皱、光滑柔软

资料来源：淘宝，东海证券研究所

**棉价直接影响下游盈利。**家纺的成本结构中原材料占比近 80%，包括棉麻丝等天然纤维和粘胶纤维、涤纶等化学纤维，其中棉花占比过半，棉价直接影响下游盈利水平。2021 年下半年至 2022 年上半年受供给紧张影响，棉价涨幅高达 60%，罗莱生活、水星家纺等件成本价承压。截至 2024 年 5 月 31 日，国内棉花价格指数 16515 元/吨，进口棉价格指数 15261 元/吨，国内国际市场需求疲软，棉价弱势波动。

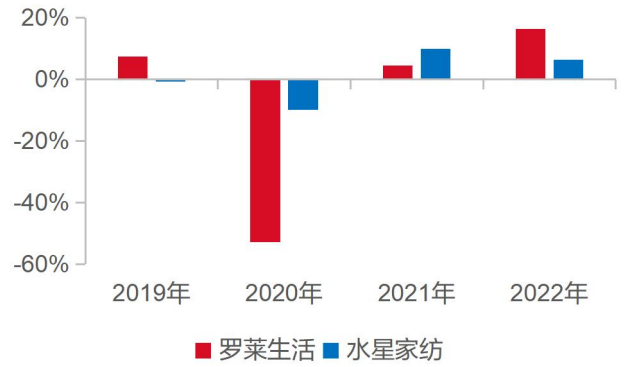


图 32 棉价走势



资料来源: ifind, 东海证券研究所

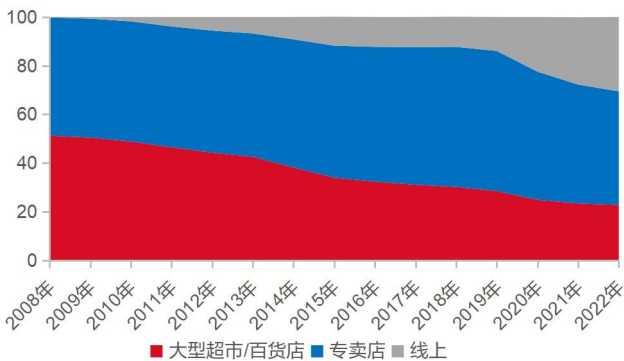
图 33 件成本涨幅



资料来源: ifind, 东海证券研究所

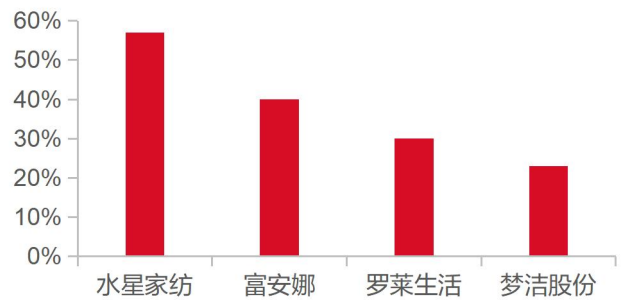
**社交电商成为增长新高地, 门店运营难度较大。**因标准化、体积大、线上线下价差显著等属性, 家纺的线上化率较高, 2023 年水星家纺/富安娜/罗莱生活/梦洁股份四家上市公司的线上营收占比分别为 57%/40%/30%/23%。伴随流量转向, 淘天等传统电商平台流量见顶, 抖音等社交电商成为增长新高地。预计第三方电商平台的货币化率持续提升, 而线下租金水平受资产价格下行和空置率影响呈现下降趋势, 线上线下费率剪刀差收敛, 叠加线下具备展示和体验的差异化功能, 线下门店经济性凸显, 有望重回增长通道。家纺店线下渠道以专卖店为主, 基于场景和客群协同, 常位于家居家具商圈。家纺因低频、中客单、陈列面积大等消费特征, 店效和坪效较低, 门店运营难度更大。根据中华全国商业信息中心, 2023 年全国重点大型零售家纺 CR10 为 40%+, 线下中高端百货中心、购物中心集中度较高, 街边店分散。

图 34 中国家纺渠道变迁 (%)



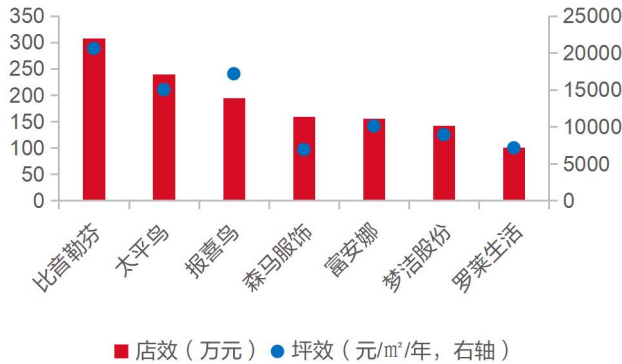
资料来源: 欧睿, 东海证券研究所

图 35 线上营收占比 (2023 年)



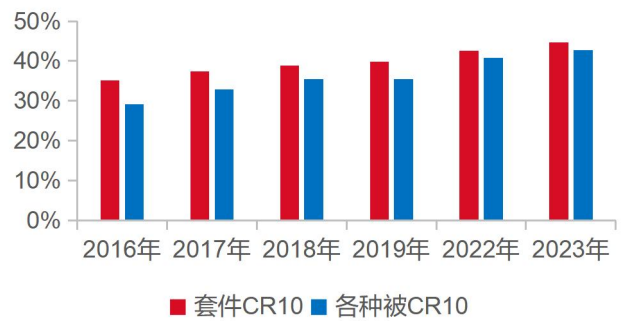
资料来源: ifind, 东海证券研究所

图 36 家纺店效和坪效较低



资料来源: ifind, 东海证券研究所

图 37 全国重点大型零售家纺 CR10



资料来源: 中华全国商业信息中心, 东海证券研究所

## 2.2. 头部企业在高价位带和线下渠道享有相对优势

**产业集聚, 区域割据。**历史原因、资源协同和政策扶持等因素造就了家纺产业集聚现象, 华东地区江苏、浙江、山东等省份汇集了家纺产业集群, 其中江苏拥有叠石桥、通州两大集群, 产业链体系完整, 产品销售占比全国 52%; 浙江印染优势突出, 以布艺家纺为主要产品; 山东面料优势突出, 主打创新和高端化。家纺的坪效和招商相对较弱, 使得跨区域扩张进程较缓, 呈现区域割据。梦洁股份/罗莱生活/富安娜分别以华中/华东/华南为基地市场, 当地的营收占比分别为 62%/40%/27%。

表 5 产业集聚

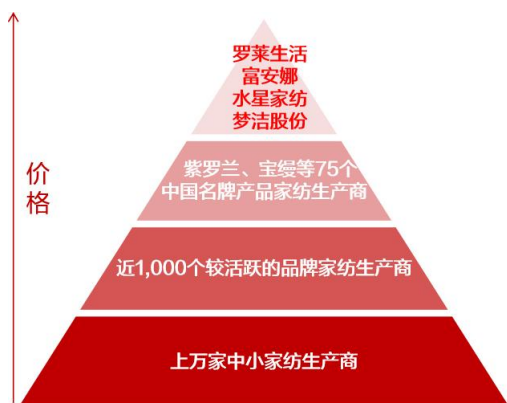
地区	江苏	浙江	山东	广东	上海
集群特点	拥有叠石桥、通州两大集群, 规模大, 产业链体系完整	印染优势突出, 将绸缎与家纺相结合, 发展布艺家纺产品	面料优势突出, 多元化经营、主打创新和高端化	产品设计时尚、品牌意识强	设备先进、产业链升级
代表企业	罗莱生活、紫罗兰家纺	博洋家纺、维科家纺	孚日家纺	富安娜	水星家纺

资料来源: 淘宝, 东海证券研究所

**生产和销售低壁垒造就分散格局。**行业格局呈现金字塔, 底部价位带存在上万家白牌小企业。2022 年 CR5 仅为 4.8%, 与女装几乎持平, 整体与 2017 年相比未见明显提升趋势, 罗莱生活和水星家纺分别得益于门店扩张和线上化市占率略有提升。格局分散主因生产和销售壁垒较低: 一方面, 相较于其他服装品类, 家纺的设计和生环节更为简化和标准化, 低门槛和同质化使得行业陷入低价低质的无序竞争; 另一方面, 家纺适配电商渠道, 货架电商、社交电商低门槛销货渠道催生了大量中小企业。

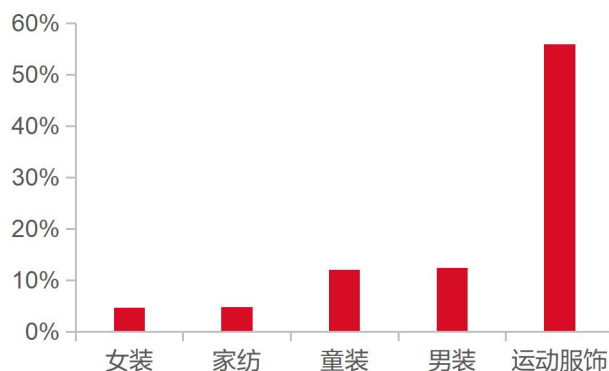
**未来行业集中度提升有赖于头部企业在高价位带和线下渠道的相对优势。**历史上, 供给过剩、环保成本加大都曾使大量中小白牌企业出清。疫情期间, 供需转弱导致规上企业数量从 2017 年的 1041 家降低至 2022 年的 973 家。预计未来行业集中度提升主要基于头部企业在高价位带和线下渠道的相对优势。罗莱生活、水星家纺、富安娜、洁丽雅、梦洁股份以品牌、产品、渠道优势占据头部价位带。头部企业依托更强的资金实力、品牌影响力和门店管理能力, 优先享受连锁化红利。

图 38 家纺行业格局



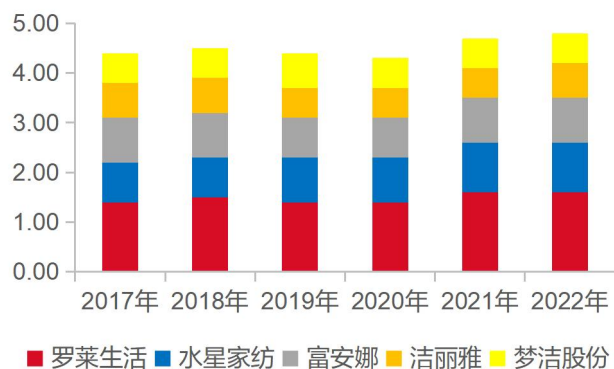
资料来源：头豹，东海证券研究所

图 39 纺服各品类 CR5 (2022 年)



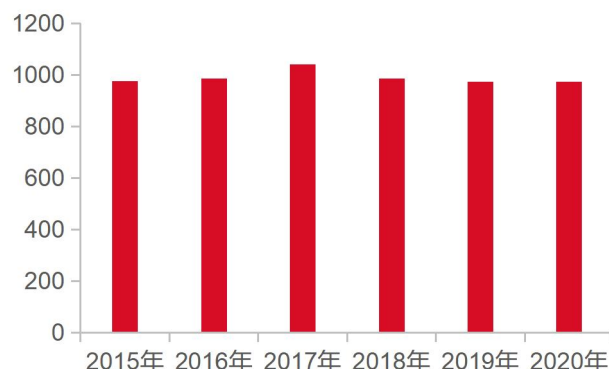
资料来源：欧睿，东海证券研究所

图 40 家纺 CR5 (%)



资料来源：欧睿，东海证券研究所

图 41 床品规上企业数量 (家)



资料来源：国家统计局，东海证券研究所

## 3.竞争力

### 3.1.扎根艺术家纺，设计创新为核

**产品定位各显神通，艺术家纺赋予灵魂。**公司是家纺业唯一入选中国“60年60品牌”，拥有较高的品牌美誉度。在家纺产品同质化竞争中，各家通过产品定位标签化突围，例如罗莱生活主打超柔产品（触觉）、水星家纺占位单品被芯（心智），公司则以艺术家纺调性卡位中高端（视觉）。艺术家纺在设计创新上萃取经典文化精华，赋予床品浓厚的美学沉淀，形成强大的视觉冲击力和心情愉悦感。海外家纺品牌诸如 Yves Delorme、Olivier Desforges、Frette 等同样以艺术花型奠定奢侈品地位。电商平台上，公司独特的花型、图案、色系收获了大批好评。公司产品主要面向城市高净值女性客户，居住环境宽敞高档，拥有稳定的购买能力和绝佳的审美标准，对公司品牌有较高的粘性。

**设计创新为核，重视研发投入。**极致艺术美学锻造离不开公司高度研发投入，人员方面，公司拥有一支 230 人（占比 5.63%）的研发设计精英团队，持续输出原创佳作；费用方面，2023 年研发费用突破 1 亿，研发费率达 3.56%，领跑同行。截至 2023 年底，公司拥有包括发明专利、实用新型专利、外观专利、软件著作权、版权共 1489 项，其中 2023 年内新增 81 项，成为行业中拥有自主知识产权最多的企业。公司的研发产出主要体现在：

**1) 原创设计独具一格。**2021 年推出新国绣系列、婚庆系列；2022 年聚焦于致敬经典文化，开发了 IP 大师系列，包括《星空》、《向日葵》、《莫奈印象》、《吉维尼花园》、《雕塑家》等，同时在中国文化系列中融入了绣花、新国绣等设计手法，开发了《江山》系列产品；2023 年推出莫奈系列、摩登系列等，《莫奈系列·流光万象》作品主打油画风格，以创新的设计理念，运用油画笔触诠释莫奈的光影世界，《摩登系列·摩登时代》作品运用绣花结合高精数码印花工艺，打造高品质的居家睡眠生活。

**2) 制作工艺行业领先。**采用独幅平网印花、数码印花、独幅真丝印花、3D 新国绣等工艺，依托现代化的智能制造设备缔造非凡品质家居。

**3) 精选优质填充物。**采用法国朗德鹅绒、加拿大羽绒、匈牙利羽绒、蚕丝、羊毛等优质原料打造高品质被芯。

**4) 面料加码功能性。**发展各种配比优质材料的混纺工艺，在纤维材料上不断升级产品功能，使面料达到极致手感的同时增加美肤、保湿、发热等功能。

**5) 研发产品层出。**在研项目包括天然太极石纤维面料、3D 气凝胶棉纤维絮片、竹炭亲水棉塔形网状凝胶深睡护颈枕、高档真丝与胶原蛋白莫代尔混合材料等，目前产品均已达到完成产品制备工艺、样品制作及参与订货的阶段。

图 42 公司重视研发投入



资料来源：ifind，东海证券研究所

图 43 莫奈系列·流光万象



资料来源：公司官网，东海证券研究所

图 44 摩登系列·摩登时代



资料来源：公司官网，东海证券研究所

表 6 公司主推产品

时间	被芯	枕芯	套件	床垫
2020 年	蚕丝产品系列、羽绒产品系列			
2021 年	进口天丝凉感夏被、德绒纤维冬被、瑾苑蚕丝春秋被、炫彩抗菌双面鹅绒被、优寐抗菌鹅绒被、乌克兰进口抗菌鹅绒被、沁享蚕丝被、黛月双宫桑蚕丝被等	红妍凝胶慢回弹枕、黑金凝胶记忆棉枕、胶原蛋白凉感美肤枕芯、怡养玻尿酸乳胶枕等	新国绣系列、婚庆系列如《喜事临门》等	
2022 年	臻柔 A 类桑蚕丝被、克里斯超柔鹅绒二合一被、蓝屿双面抗菌红嘴雁鸭绒、乌克兰进口鹅绒被金色年华、蓄暖轻柔鹅绒被莫兰迪等	紫玥凝胶慢回弹	全世界独有文化 IP 系列——致敬大师系列、国韵系列、四季柔丝系列、学子系列、复古系列、江山系列、新疆长绒棉系列等	斯里兰卡尊享乳胶床垫
2023 年			莫奈系列、摩登系列、雅提系列、毕加索系列等	

资料来源：ifind，东海证券研究所

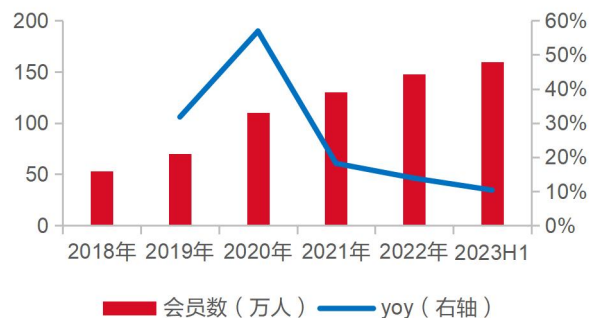
**线下品质增值服务增强客户黏性。**公司为会员提供上门试铺、床品除螨、床品洗护、床品收纳与婚房铺床等品质增值服务，主要服务婚庆消费者和高净值用户。VIP 品质增值服务有利于提升品牌好感度、增强客户粘性。根据 2022 年半年报，会员复购率 34%，会员客单价 1400 元。截至 2023H1，公司直营会员人数达 160 万，会员收入贡献约 25%。

图 45 VIP 品质增值服务



资料来源：公司官网，东海证券研究所

图 46 公司直营会员人数（万人）



资料来源：ifind，东海证券研究所

### 3.2. 直营强管控，华东和华中修复较好

门店质量优于同行，复苏势头旺盛。门店在经济下行期表现稳健，直营/加盟店效在2020-2022年分别保持在150万/75万以上，并在2022年扩大与罗莱生活和梦洁股份的领先优势；公司直营/加盟坪效与罗莱生活相比呈现持平/略低，并在2022年分别实现反超/收窄。门店经营韧性优势得益于门店面积的优化、直营强管控和精细化管理。2023年公司门店开启修复，直营/加盟店效同比-4%/-1%，直营/加盟坪效同比+1%/-2%，参考近年来门店优秀水平，预计至少有10%的修复空间。

门店精细化管理。第一，直营强管控。截止2023年底，公司拥有484家直营店，直营占比32%，绝对数和占比均高于同行。相比于针对加盟店的指导，公司可以对直营店的人、货、场施加直接管控，通过经营指标的层层分解落实到个人以此实现业绩的达成度。在下行期间，公司直营的闭店率低于加盟店和同行。第二，加盟全方面帮扶。公司已形成一套标准化开店流程，并以强大的艺术研发设计、基地物流提供支撑，此外，公司还在门店形象、装修资金补贴、营销策划、货品筹备、经营管理培训等方面提供全方位支持。第三，实现智慧新零售。自90年代直营专卖店携手用友软件以来，公司持续迭代系统、更好赋能业务发展，至2019年完成全门店POS系统的统一，2021年以来上线各类优化模块，有效拉通后台生产、中台管理、终端销售，提升运营效率，并对会员服务加强管理。门店精细化管理有助于维护家纺门店脆弱店型。

图 47 可比公司店效 (万元/家/年)

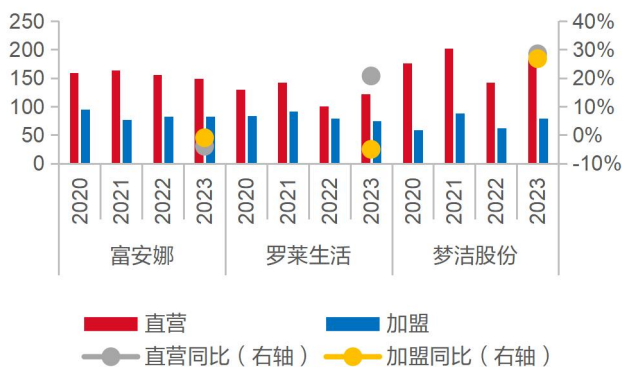
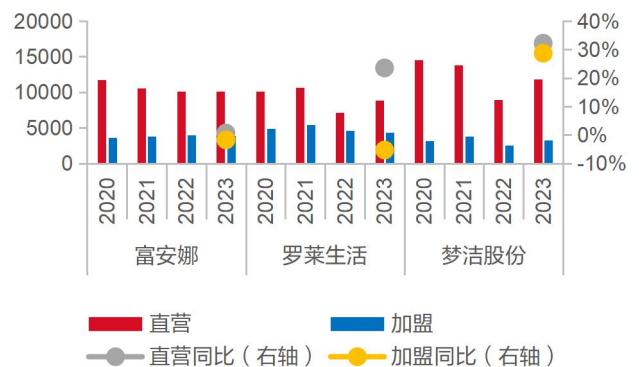


图 48 可比公司坪效 (万元/m²/年)



资料来源: ifind, 东海证券研究所

资料来源: ifind, 东海证券研究所

图 49 可比公司门店面积 (m²)

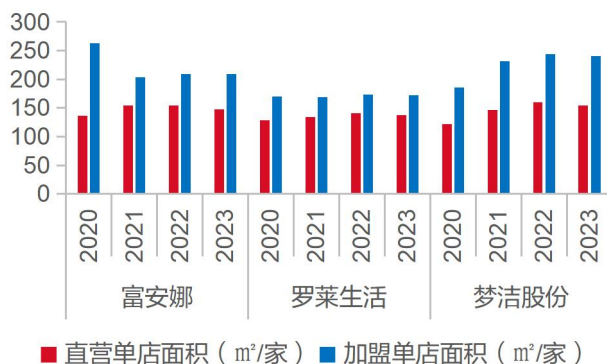
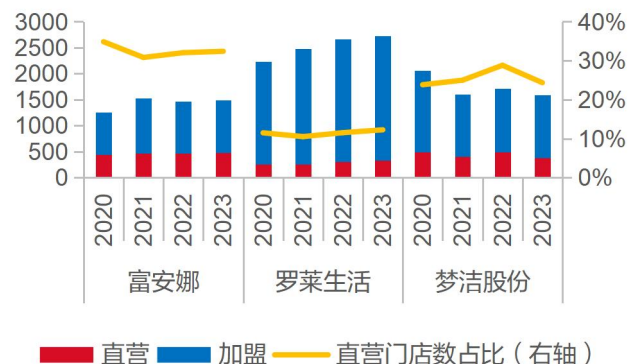


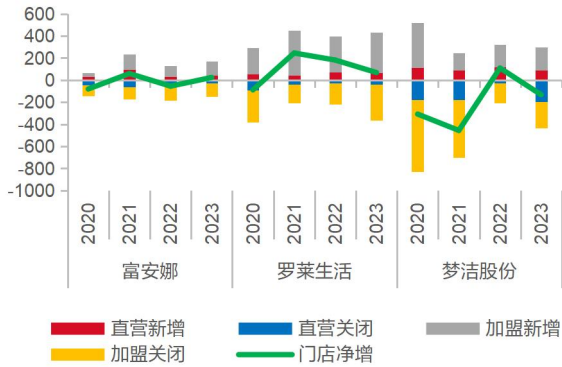
图 50 可比公司门店数量 (家)



资料来源: ifind, 东海证券研究所

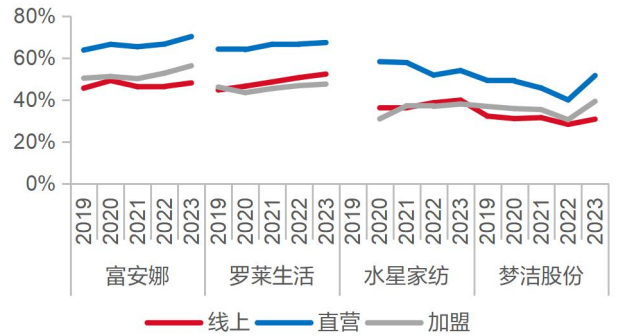
资料来源: ifind, 东海证券研究所

图 51 可比公司闭店率（家）



资料来源：ifind，东海证券研究所

图 52 可比公司渠道毛利率

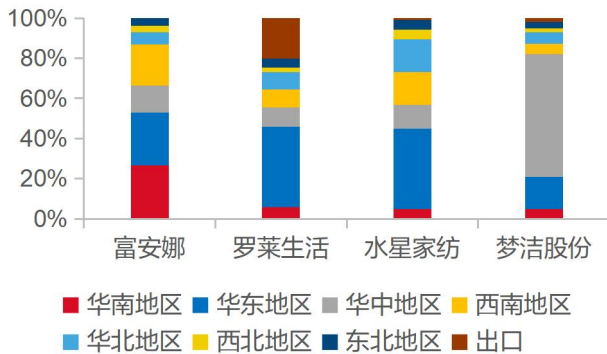


资料来源：ifind，东海证券研究所

**西南、华南、华中为第二竞争市场，华东和华中修复较好。**除深耕基地市场外，各家家纺公司还推进全国化征程，华东市场因消费成熟、高客单成为第一大竞争市场，西南、华南、华中为第二竞争市场。2023年公司华南/华东/华中/西南营收占比分别为27%/26%/14%/20%，营收同比增速分别为-4%/+8%/+4%/-6%，富安娜在优势区域享有较高市场份额，同时华东和华中恢复趋势优秀。

**开店空间上限高，开店节奏稳步推进。**目前家纺门店约13万家，对应门店/结婚登记对数约为1.8%的密度水平，四家上市家纺的门店市占率约为7%。以静态法测算，仅替代普通家纺店带来的开店空间就非常广阔，四家上市家纺的门店市占率每提升1%即新增1300家门店，提升至12%则带来约6500家开店空间。富安娜重直营的经营属性使得门店数落后于罗莱生活约1200家。预计2024年拓店将提速，一方面在优势市场下沉加密，另一方面依托优势市场辐射外延。

图 53 可比公司分市场营收（2023年）



资料来源：ifind，东海证券研究所  
注：水星家纺电商单独核算

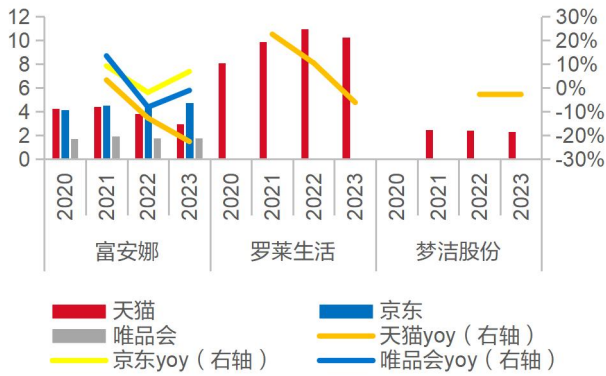
图 54 可比公司各市场营收同比修复情况（2023年）

	富安娜	罗莱生活	水星家纺	梦洁股份
华南地区	-4%	-2%	-4%	-4%
华东地区	8%	4%	1%	10%
华中地区	4%	-4%	2%	1%
西南地区	-6%	1%	3%	16%
华北地区	-10%	15%	3%	23%
西北地区	-17%	19%	3%	32%
东北地区	-12%	-2%	3%	36%
出口		-11%	9%	110%

资料来源：ifind，东海证券研究所

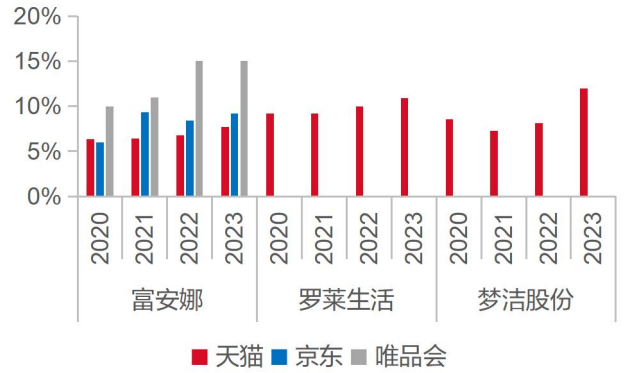
**社交电商迎头赶上，线上强调利润考核。**公司2023年线上实现营收12.10亿元，同比-5.49%，占比达40%，其中天猫/京东/唯品会营收占比分别为25%/39%/14%。在天猫平台竞争加剧、增长乏力的背景下，公司在京东的销售实现逆势上涨。公司积极布局抖音积累百万粉丝基础，有望在流量迁移社交电商过程中收获新一轮渠道红利。线上秉承线下的精细化运营，以利润为重要考核，天猫退货率为8%，低于同行约3pct。

图 55 可比公司线上表现 (亿元)



资料来源: ifind, 东海证券研究所

图 56 可比公司线上退货率



资料来源: ifind, 东海证券研究所

表 7 可比公司平台粉丝数 (万人)

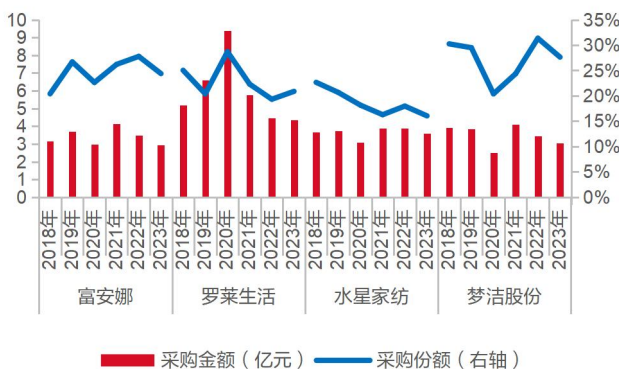
	富安娜	罗莱生活	水星家纺	梦洁股份
天猫旗舰店	539	735	1,117	322
京东旗舰店	181	495	177	115
唯品会旗舰店	100	85	148	53
抖音旗舰店	112	61	186	36

资料来源: 淘宝 (2024 年 3 月 29 日, 多店铺情形下参考 Top1 店铺), 东海证券研究所

### 3.3.全国化布局稳扩张, 数智化渗透提人效

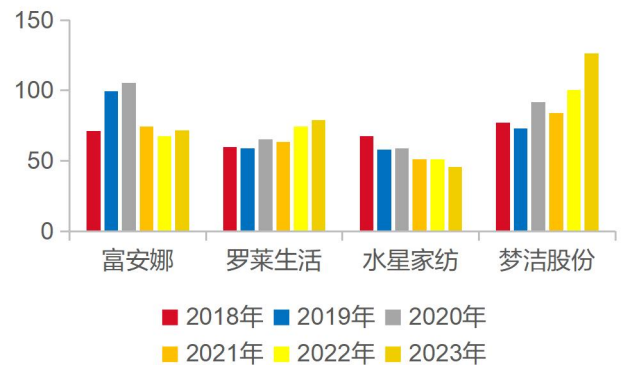
**供应商采购集中度提升, 应付账款周转保持健康。**公司前五大供应商的采购金额稳中有升, 采购向头部供应商集中且集中度仅次于梦洁股份。头部供应商可以提供更为优质的产品保障、快速响应的柔供服务以及相对成本优势。2023 年公司继续孵化战略合作供应商, 将部分前端工艺合作供应链转为仓中园合作模式, 围绕快速响应和柔性交付, 共建高效的供应链体系。同时, 公司应付账款周转天数整体保持在 70 天左右的健康水平, 2023 年为 72 天, 处于行业较高水平。

图 57 可比公司前五大供应商采购情况



资料来源: ifind, 东海证券研究所

图 58 可比公司应付账款周转天数 (天)



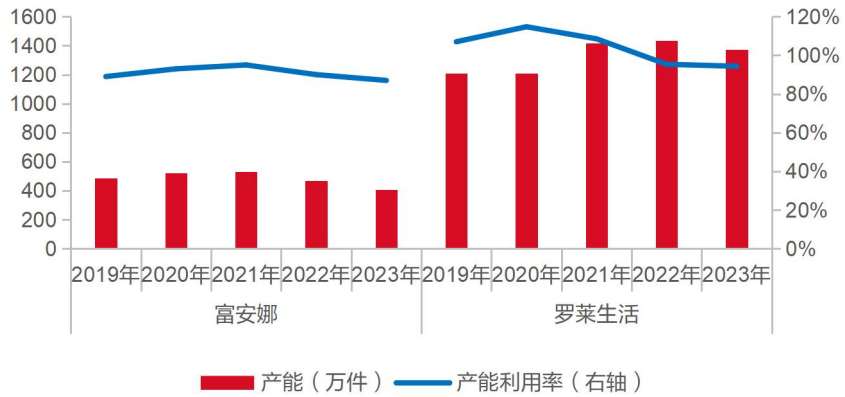
资料来源: ifind, 东海证券研究所

**全国化、现代化产业基地为扩张保驾护航。**1) 较早完成全国化的生产物流布局。2012 年南充产业基地建设标志以“珠三角”、“长三角”、“大西南”为核心的全国化产业基地布局初步实现。2009 年上市之后公司利用超募资金分别扩充龙华/常熟基地产能至 380 万件/250 万件, 2015 年以来进一步深化“珠三角”和“长三角”产业基地实力, 分别于 2016



年和 2020 年建设惠东和宝应产业基地。伴随 2022 年家具减产，龙华家纺产线逐步迁移至惠东生产基地，有望带来成本端进一步优化。近五年公司产能/产能利用率保持在 500 万件/90%左右，为全国化的营销网络提供强大的生产支持，并通过四大平行仓的布局，提升物流运输时效。**2) 打造现代化智能供应链。**2020 年公司升级南充工厂一期的生产设备、建设二期项目，采用被芯单针绗缝机、绣花机、自动裁剪拉布机等先进设备。同年宝应产业基地完成 20000 平方米物流现代化仓库的建设，可实现货品送仓环节的可视化和信息化管理。

**图 59 可比公司产能情况**



资料来源：ifind，东海证券研究所

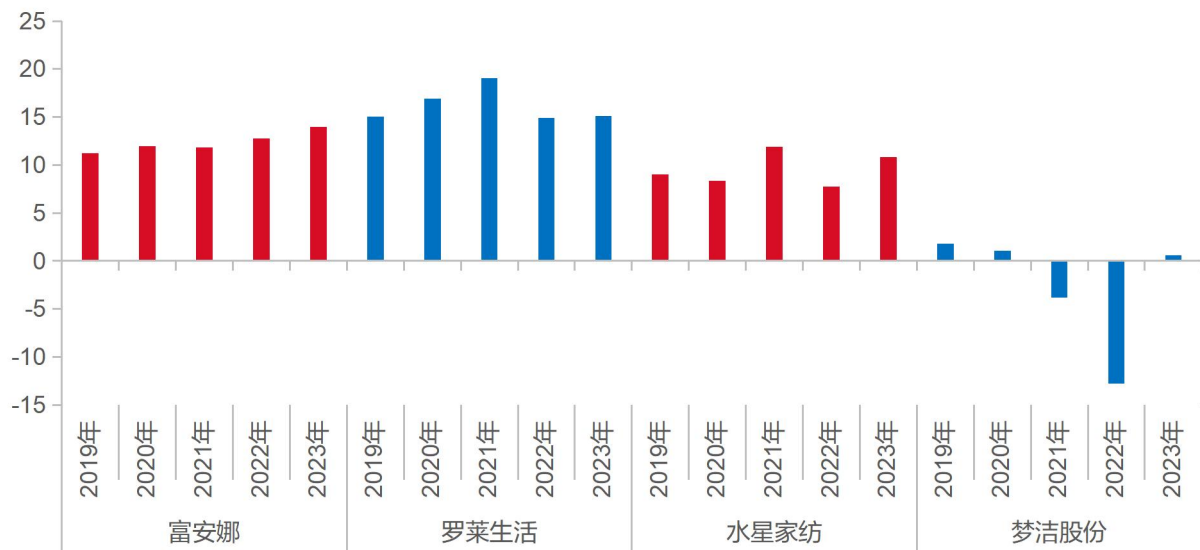
**全流程数智化渗透，人效水平优秀。**公司持续利用各类数字化系统为业务赋能，提升供应链整体效率。在业务后端，公司采用 SRM、WMS 等提高采购效率和仓库运营效率；在业务中台，公司采用 SAP ERP、RPA 等规范业务流程、提升运营效率；在门店终端，公司采用 OMS、丽晶 POS、SCRM、“V+” CRM 等加强订单跟踪和会员管理。数字化管理能力发效力，人均创利从 2018 年的 11 万元提升至 2023 年的 14 万元。

**表 8 公司数字化系统应用**

系统名称	功能	作用
SRM	优化和管理企业与供应商之间的关系	提高采购效率、降低成本，并确保供应链的稳定性和可持续性
WMS	将仓库的各项运营活动进行全方位、透明化和智能化的管理	提升公司的仓库运营效率
OMS	用于自动跟踪销售、订单、库存和履行的数量	提高协作效率
SAP ERP	增强财务管理、规范企业主要业务流程	提高公司的管理效率和运营效益
RPA	使用自动化技术模拟人类的后台任务，如提取数据、填写表单和移动文件	保证企业业务实施过程中的零失误、能够提高企业运营效率、大幅度降低企业运营成本，帮助企业实现降本增效
丽晶 POS	提供了规范化的微盟操作流程，对订单进行下载，自动完成订单寻源发货、退货、退款、收货等统一化操作	保障了店铺货品库存的及时性与准确性
SCRM	利用社交媒体等渠道，通过对客户的行为和需求进行分析	建立和维护客户关系
“V+”CRM	针对会员消费频次、消费金额、到店间隔等资讯进行大数据分析，自动建立会员分析模型	提供精准地会员服务指导数据，为会员的个性化服务提供了大数据平台支持

资料来源：ifind，东海证券研究所

图 60 可比公司人均创利（万元/人）



资料来源：ifind，东海证券研究所

## 4.盈利预测与投资建议

**收入：**店效修复（相较优秀水平仍存 10%以上差距）和拓店提速（门店数落后于罗莱生活和水星家纺 1000 家以上）构成公司中长期成长驱动力，预计线上在以利润考核为重的背景下增长稳健，线下有望加速拓店且以加盟为主。预计 2024-2026 年线上营收增速为 4.00%/3.00%/3.00%，直营营收增速为 8.32%/7.62%/6.73%，加盟营收增速为 11.23%/10.22%/9.07%。

**毛利率：**线上深化一盘货定价，盈利能力预计保持平稳；线下毛利率受益品牌提升和折扣改善有望小幅上升。预计 2024-2026 年线上毛利率为 48.00%/48.20%/48.20%，直营毛利率为 70.34%/70.54%/70.54%，加盟毛利率为 56.41%/56.61%/56.61%。

表 9 营收拆分（万元）

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>线上</b>	<b>128,049</b>	<b>121,019</b>	<b>125,860</b>	<b>129,636</b>	<b>133,525</b>
yoy	-3.24%	-5.49%	4.00%	3.00%	3.00%
毛利率	46.31%	47.99%	48.00%	48.20%	48.20%
营收占比	41.58%	39.95%	38.79%	37.58%	36.56%
<b>直营</b>	<b>73,121</b>	<b>72,289</b>	<b>78,301</b>	<b>84,269</b>	<b>89,942</b>
yoy	-4.68%	-1.14%	8.32%	7.62%	6.73%
毛利率	66.53%	70.14%	70.34%	70.54%	70.54%
营收占比	23.74%	23.86%	24.14%	24.43%	24.63%
<b>加盟</b>	<b>82,773</b>	<b>82,419</b>	<b>91,672</b>	<b>101,045</b>	<b>110,205</b>
yoy	1.64%	-0.43%	11.23%	10.22%	9.07%
毛利率	52.65%	56.21%	56.41%	56.61%	56.61%
营收占比	26.88%	27.20%	28.26%	29.29%	30.18%
<b>团购</b>	<b>13,732</b>	<b>16,407</b>	<b>17,227</b>	<b>18,089</b>	<b>18,993</b>
yoy	-22.14%	19.48%	5.00%	5.00%	5.00%
毛利率	44.54%	43.83%	43.83%	43.83%	43.83%
营收占比	4.46%	5.42%	5.31%	5.24%	5.20%
<b>其他</b>	<b>10,284</b>	<b>10,822</b>	<b>11,363</b>	<b>11,932</b>	<b>12,528</b>
yoy	4.85%	5.23%	5.00%	5.00%	5.00%
毛利率	57.17%	57.54%	57.54%	57.54%	57.54%
营收占比	3.34%	3.57%	3.50%	3.46%	3.43%
<b>营业收入</b>	<b>307,959</b>	<b>302,957</b>	<b>324,423</b>	<b>344,970</b>	<b>365,193</b>
yoy	-3.14%	-1.62%	7.09%	6.33%	5.86%
毛利率	53.10%	55.63%	55.88%	56.21%	56.33%

资料来源：东海证券研究所

**投资建议：**公司匠心沉淀艺术家纺，铸造消费品牌资产。往后看，仍有望依托店效和门店数双升实现业绩稳增长。我们预计 2024-2026 年公司归母净利润分别为 6.22/6.77/7.27 亿元，同比增速为 8.76%/8.75%/7.40%，对应 P/E 为 14/13/12 倍，首次覆盖，给予“买入”评级。

**表 10 可比公司估值**

证券简称	营收增速			归母净利润增速			归母净利润 (亿元)			PE		
	2023	2024E	2025E	2023	2024E	2025E	2023	2024E	2025E	2023	2024E	2025E
富安娜	-1.62%	7.09%	6.33%	7.02%	8.76%	8.75%	5.72	6.22	6.77	14.96	13.88	12.76
罗莱生活	0.03%	4.59%	8.89%	-1.44%	3.47%	14.32%	5.73	5.93	6.78	11.57	11.18	9.78
水星家纺	14.93%	10.66%	10.99%	36.23%	13.37%	12.89%	3.79	4.30	4.85	10.61	9.36	8.29

资料来源：除富安娜以外均采用 ifind 一致性预测（截至 2024 年 7 月 2 日收盘），东海证券研究所

## 5.风险提示

1) **结婚和销售住宅下滑**。当前结婚登记人数和房产销售持续下滑，家纺市场规模与结婚登记人数和销售住宅套数紧密相关，结婚和销售住宅持续下滑可能抵消消费提频和价增影响，导致整体市场规模负增长。

2) **消费需求疲软**。家纺消费的价格弹性较大，国民经济不景气、居民收入增长放缓等都可能影响家纺产品的市场需求。整体消费复苏强度偏弱，呈现质价比趋势，中产阶级购买能力受损。经济弱势恢复可能会影响居家品质生活的进程，产业竞争难以摆脱低质低价的恶性竞争，中高端家纺企业市场份额被蚕食。

3) **原材料波动**。原材料包括布料、填充料和辅料，其中，布料主要用于生产套件产品、填充料主要用于生产被芯、枕芯产品，辅料主要为拉链、花边等。原材料在公司的产品成本构成中占比较高，约占产品总成本的80%以上，其价格容易受到棉花、化纤等大宗原材料价格波动的影响。

## 附录：三大报表预测值

## 利润表

单位：百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	3,030	3,244	3,450	3,652
%同比增速	-2%	7%	6%	6%
营业成本	1,344	1,431	1,510	1,595
毛利	1,685	1,813	1,939	2,057
%营业收入	56%	56%	56%	56%
税金及附加	36	35	38	40
%营业收入	1%	1%	1%	1%
销售费用	792	856	912	966
%营业收入	26%	26%	26%	26%
管理费用	113	134	139	140
%营业收入	4%	4%	4%	4%
研发费用	108	109	116	123
%营业收入	4%	3%	3%	3%
财务费用	-10	-9	-10	-12
%营业收入	0%	0%	0%	0%
资产减值损失	-12	-12	-10	-10
信用减值损失	-3	-4	-3	-3
其他收益	30	39	41	44
投资收益	35	39	41	44
净敞口套期收益	0	0	0	0
公允价值变动收益	-10	0	0	0
资产处置收益	0	1	1	1
营业利润	688	749	815	876
%营业收入	23%	23%	24%	24%
营业外收支	5	5	5	5
利润总额	693	754	820	881
%营业收入	23%	23%	24%	24%
所得税费用	121	132	143	154
净利润	572	622	677	727
%营业收入	19%	19%	20%	20%
归属于母公司的净利润	572	622	677	727
%同比增速	7%	9%	9%	7%
少数股东损益	0	0	0	0
EPS (元/股)	0.69	0.74	0.81	0.87

## 基本指标

	2023A	2024E	2025E	2026E
EPS	0.69	0.74	0.81	0.87
BVPS	4.67	4.71	4.80	4.89
PE	14.96	13.88	12.76	11.88
PEG	2.13	1.58	1.46	1.61
PB	2.21	2.19	2.15	2.11
EV/EBITDA	9.66	8.91	8.26	7.74
ROE	15%	16%	17%	18%
ROIC	13%	15%	16%	16%

## 资产负债表

单位：百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	390	447	536	612
交易性金融资产	916	1,036	1,186	1,336
应收账款及应收票据	388	402	424	446
存货	701	726	746	767
预付账款	22	18	22	27
其他流动资产	564	567	570	572
流动资产合计	2,980	3,195	3,484	3,760
长期股权投资	0	0	0	0
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产合计	1,163	1,162	1,167	1,177
无形资产	96	91	87	82
商誉	0	0	0	0
递延所得税资产	56	56	56	56
其他非流动资产	649	591	485	392
资产总计	4,945	5,096	5,279	5,468
短期借款	0	0	0	0
应付票据及应付账款	393	419	476	538
预收账款	7	7	8	8
应付职工薪酬	73	78	85	93
应交税费	124	132	141	149
其他流动负债	340	349	362	376
流动负债合计	937	985	1,071	1,164
长期借款	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0
递延所得税负债	1	1	1	1
其他非流动负债	148	172	192	212
负债合计	1,086	1,158	1,265	1,377
归属于母公司的所有者权益	3,859	3,937	4,014	4,091
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益	3,859	3,937	4,014	4,091
负债及股东权益	4,945	5,096	5,279	5,468

## 现金流量表

单位：百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流净额	766	800	873	928
投资	-300	-120	-150	-150
资本性支出	-68	-86	-96	-116
其他	64	-12	41	44
投资活动现金流净额	-304	-218	-204	-222
债权融资	0	19	20	20
股权融资	42	0	0	0
支付股利及利息	-499	-544	-600	-650
其他	-114	0	0	0
筹资活动现金流净额	-571	-525	-580	-630
现金净流量	-109	58	89	76

资料来源：携宁，东海证券研究所（截至2024年7月2日收盘）

## 一、评级说明

	评级	说明
市场指数评级	看多	未来 6 个月内沪深 300 指数上升幅度达到或超过 20%
	看平	未来 6 个月内沪深 300 指数波动幅度在-20%—20%之间
	看空	未来 6 个月内沪深 300 指数下跌幅度达到或超过 20%
行业指数评级	超配	未来 6 个月内行业指数相对强于沪深 300 指数达到或超过 10%
	标配	未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 指数在-10%—10%之间
	低配	未来 6 个月内行业指数相对弱于沪深 300 指数达到或超过 10%
公司股票评级	买入	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数达到或超过 15%
	增持	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数在 5%—15%之间
	中性	未来 6 个月内股价相对沪深 300 指数在-5%—5%之间
	减持	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数 5%—15%之间
	卖出	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数达到或超过 15%

## 二、分析师声明:

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师,具备专业胜任能力,保证以专业严谨的研究方法和分析逻辑,采用合法合规的数据信息,审慎提出研究结论,独立、客观地出具本报告。

本报告中准确反映了署名分析师的个人研究观点和结论,不受任何第三方的授意或影响,其薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来,均与其在本报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

署名分析师本人及直系亲属与本报告中涉及的内容不存在任何利益关系。

## 三、免责声明:

本报告基于本公司研究所及研究人员认为合法合规的公开资料或实地调研的资料,但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究人员个人出具本报告当时的分析和判断,并不代表东海证券股份有限公司,或任何其附属或联营公司的立场,本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致,敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下,本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易,并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告仅供“东海证券股份有限公司”客户、员工及经本公司许可的机构与个人阅读和参考。在任何情况下,本报告中的信息和意见均不构成对任何机构和个人的投资建议,任何形式的保证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,本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本公司客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

本报告版权归“东海证券股份有限公司”所有,未经本公司书面授权,任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

## 四、资质声明:

东海证券股份有限公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构,已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者,参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构,注意防范非法证券活动。

### 上海 东海证券研究所

地址:上海市浦东新区东方路1928号 东海证券大厦  
 网址: [Http://www.longone.com.cn](http://www.longone.com.cn)  
 座机: (8621) 20333275  
 手机: 18221959689  
 传真: (8621) 50585608  
 邮编: 200215

### 北京 东海证券研究所

地址:北京市西三环北路87号国际财经中心D座15F  
 网址: [Http://www.longone.com.cn](http://www.longone.com.cn)  
 座机: (8610) 59707105  
 手机: 18221959689  
 传真: (8610) 59707100  
 邮编: 100089