

富安娜（002327.SZ）

艺术家纺领导者，持续高分红回馈市场

富安娜是中国领先的家纺公司，旗下品牌以“富安娜”为核心，2024 年前三季度公司营收同比下滑 2%至 18.9 亿元，归母净利润同比下降 15.3%至 2.9 亿元，2024 年由于消费环境较弱，公司经营表现有所波动，然而从长期来看公司作为国内家纺龙头，长期业绩的稳健性以及分红优异，首次覆盖报告旨在对公司投资亮点进行分析：

行业层面：高端床品增速较家纺大盘更好，长期市占率集中趋势明确。当前我国家纺行业发展较为成熟，高端床品赛道增速较大盘更好，2017-2019 年中国大陆高端床上用品市场规模 CAGR 为 5.6%，高于同期家纺大盘增速，2020 年在家纺大盘增速下滑的背景下，高端床上用品仍有 1%的增长，长期来看受益于居民对于生活品质的追求，高端家纺行业仍具有一定增长空间，其中以富安娜为代表的头部企业，产品力优异，渠道管控能力卓越，市占率存在提升机会。

投资亮点 1：秉承艺术家纺理念，产品差异性强。富安娜品牌产品秉承艺术家纺理念，重视产品研发（2023 年研发费用率 3.6%，高于同业），通过材料和设计的创新持续增强产品辨识度，品牌核心受众的消费粘性高。同时在营销层面，公司针对性的依托重点节假日，基于线下门店和电商平台进行重点的产品推广以及会员营销活动，巩固会员粘性。

投资亮点 2：重视单店效率提升，各渠道业务均衡发展。2024H1 直营/加盟/电商/团购占比分别为 24%/25%/40%/11%，从 2020 年以来公司各渠道结构占比基本保持稳定。**1）电商业务：**公司电商业务重视利润率表现，我们判断后续这一经营理念仍将贯彻，同时公司加强电商产品优势打造，聚焦性价比群体，厚积薄发下公司电商 GMV 有望进入新的增长阶段。**2）线下渠道：**公司线下重视大店拓展，持续提升直销渠道零售能力，加盟渠道逐步进入净开店阶段，但拓店选择仍谨慎，直营管理团队持续对经销商做管理输出。

盈利预测与投资建议：我们认为公司整体经营以稳健经营为核心要点，具有差异化的艺术家纺产品风格以及会员运营打造出具有高度粘性的消费群体，同时精细化和高效的渠道运营模式（线上&线下）奠定公司业绩稳健增长基础，当前我们预计公司 2024/2025/2026 年业绩分别为 5.36/5.74/6.17 亿元，2023~2026 年业绩 CAGR 为 2.6%，当前市值对应 2024/2025 年 PE 为 14/13 倍，考虑到公司长期增长以及分红的稳定性，首次覆盖报告我们对公司给予“买入”评级。

风险提示：消费环境波动，盈利质量不及预期，门店扩张不及预期。

财务指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	3,080	3,030	3,036	3,203	3,377
增长率 yoy（%）	-3.1	-1.6	0.2	5.5	5.4
归母净利润（百万元）	535	572	536	574	617
增长率 yoy（%）	-2.1	7.0	-6.4	7.1	7.5
EPS 最新摊薄（元/股）	0.64	0.68	0.64	0.68	0.74
净资产收益率（%）	14.2	14.8	13.9	14.6	15.3
P/E（倍）	13.8	12.9	13.8	12.9	12.0
P/B（倍）	2.0	1.9	1.9	1.9	1.8

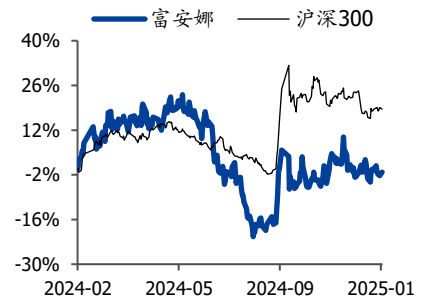
资料来源：Wind，国盛证券研究所 注：股价为 2025 年 01 月 27 日收盘价

买入（首次）

股票信息

行业	服装家纺
01 月 27 日收盘价（元）	8.79
总市值（百万元）	7,372.59
总股本（百万股）	838.75
其中自由流通股（%）	58.16
30 日日均成交量（百万股）	7.03

股价走势



作者

分析师 杨莹

执业证书编号：S0680520070003

邮箱：yangying1@gszq.com

分析师 侯子夜

执业证书编号：S0680523080004

邮箱：houziye@gszq.com

分析师 王佳伟

执业证书编号：S0680524060004

邮箱：wangjiawei@gszq.com

相关研究

财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	2871	2980	2723	2944	2875
现金	495	390	210	456	226
应收票据及应收账款	256	388	258	207	313
其他应收款	45	41	45	46	50
预付账款	13	22	13	24	16
存货	760	701	757	773	832
其他流动资产	1302	1439	1439	1439	1439
非流动资产	1802	1964	1981	2027	2069
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	1216	1163	1190	1217	1245
无形资产	99	96	91	86	81
其他非流动资产	488	705	701	723	742
资产总计	4674	4945	4704	4971	4944
流动负债	787	937	703	889	756
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款	323	393	321	429	358
其他流动负债	464	544	381	460	398
非流动负债	118	149	149	149	149
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	118	149	149	149	149
负债合计	905	1086	851	1037	904
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	828	837	839	839	839
资本公积	48	83	83	83	83
留存收益	2910	2983	3035	3079	3124
归属母公司股东权益	3769	3859	3853	3934	4039
负债和股东权益	4674	4945	4704	4971	4944

现金流量表 (百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	710	766	569	846	386
净利润	535	572	536	574	617
折旧摊销	110	107	100	72	75
财务费用	-8	-10	3	1	1
投资损失	-84	-35	-51	-52	-56
营运资金变动	19	0	-56	210	-294
其他经营现金流	139	132	37	42	42
投资活动现金流	6	-304	-102	-107	-104
资本支出	41	80	17	45	42
长期投资	-26	-300	0	0	0
其他投资现金流	20	-525	-86	-61	-61
筹资活动现金流	-613	-571	-645	-494	-512
短期借款	-1	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	-1	9	2	0	0
资本公积增加	9	36	0	0	0
其他筹资现金流	-620	-616	-647	-494	-512
现金净增加额	104	-109	-179	246	-230

利润表 (百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	3080	3030	3036	3203	3377
营业成本	1444	1344	1342	1408	1477
营业税金及附加	31	36	32	34	36
营业费用	789	792	840	882	929
管理费用	124	113	120	123	130
研发费用	110	108	100	102	105
财务费用	-8	-10	3	1	1
资产减值损失	-5	-12	-7	-7	-8
其他收益	5	30	9	9	11
公允价值变动收益	-80	-10	-37	-42	-42
投资净收益	84	35	51	52	56
资产处置收益	36	0	0	0	0
营业利润	623	688	630	678	731
营业外收入	25	7	22	23	19
营业外支出	3	2	2	3	2
利润总额	645	693	649	699	748
所得税	111	121	114	125	131
净利润	535	572	536	574	617
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	535	572	536	574	617
EBITDA	740	788	740	761	812
EPS (元)	0.64	0.68	0.64	0.68	0.74

主要财务比率

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入(%)	-3.1	-1.6	0.2	5.5	5.4
营业利润(%)	-2.8	10.4	-8.5	7.7	7.8
归属于母公司净利润(%)	-2.1	7.0	-6.4	7.1	7.5
获利能力					
毛利率(%)	53.1	55.6	55.8	56.0	56.3
净利率(%)	17.4	18.9	17.6	17.9	18.3
ROE(%)	14.2	14.8	13.9	14.6	15.3
ROIC(%)	13.1	13.7	13.2	13.9	14.5
偿债能力					
资产负债率(%)	19.4	22.0	18.1	20.9	18.3
净负债比率(%)	-7.6	-3.7	-1.6	-7.8	-1.9
流动比率	3.6	3.2	3.9	3.3	3.8
速动比率	2.3	1.9	2.0	1.8	2.0
营运能力					
总资产周转率	0.7	0.6	0.6	0.7	0.7
应收账款周转率	13.6	9.4	9.4	13.8	13.0
应付账款周转率	3.9	3.8	3.8	3.8	3.8
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.64	0.68	0.64	0.68	0.74
每股经营现金流(最新摊薄)	0.85	0.91	0.68	1.01	0.46
每股净资产(最新摊薄)	4.49	4.60	4.59	4.69	4.81
估值比率					
P/E	13.8	12.9	13.8	12.9	12.0
P/B	2.0	1.9	1.9	1.9	1.8
EV/EBITDA	8.2	8.0	8.6	8.1	7.9

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2025 年 01 月 27 日收盘价

内容目录

1. 公司概况：艺术家纺领导者	5
1.1 业务概况：立足中高端家纺赛道，经营稳健	5
1.2 公司治理：多期股权激励调动员工积极性，积极分红回馈股东	9
2. 行业概况：高端床品规模稳步扩张，龙头价值凸显	12
2.1 需求分析：家纺行业发展成熟，高端床品表现优于大盘	12
2.2 竞争格局：龙头公司渠道资源、产品资源充沛，市占率有望提升	13
3. 投资亮点	15
3.1 产品端：差异化艺术家纺风格，客户粘性强	15
3.2 渠道端：重视渠道运营质量，线上/线下业务均衡发展	18
4. 盈利预测与投资建议	22
4.1 盈利预测	22
4.2 估值分析与投资建议	23
风险提示	23

图表目录

图表 1: 2007 年-2024 年前三季度公司营收/业绩表现 (百万元, %)	5
图表 2: 2006-2012 年公司营收表现 (百万元, %)	6
图表 3: 2006-2012 年公司归母净利润表现 (百万元, %)	6
图表 4: 2006-2012 年公司毛利率和归母净利率 (%)	6
图表 5: 2013-2018 年公司营收表现 (百万元, %)	7
图表 6: 2013-2018 年公司归母净利润表现 (百万元, %)	7
图表 7: 2013-2018 年公司毛利率和归母净利率 (%)	7
图表 8: 2019-2023 年公司营收表现 (百万元, %)	8
图表 9: 2019-2023 年公司归母净利润表现 (百万元, %)	8
图表 10: 2019-2023 年公司毛利率和归母净利率 (%)	8
图表 11: 富安娜 PE 和市值走势 (亿元, 倍)	9
图表 12: 富安娜股权结构 (%)	10
图表 13: 富安娜管理层结构	10
图表 14: 富安娜历年股权激励	11
图表 15: 2019-2023 年经营活动现金流/归母净利润走势 (%)	12
图表 16: 2019-2023 年股利支付率 (%)	12
图表 17: 2016~2020 年家纺行业市场规模及增速 (亿元, %)	13
图表 18: 2020 年家纺行业需求拆分 (%)	13
图表 19: 2017~2022 年高端床上用品市场规模 (亿元, %)	13
图表 20: 家纺公司分区域营收占比 (%)	14
图表 21: 家纺板块龙头公司 2023 年财务数据对比 (亿元, 家, 百万元, %)	14
图表 22: 富安娜品牌矩阵	15
图表 23: 2020-2024 年前三季度家纺公司研发支出占比 (%)	15
图表 24: 2020-2024 年前三季度家纺公司研发支出金额 (百万元)	15
图表 25: 富安娜四件套《江山系列·只此青绿》	16
图表 26: 富安娜四件套《复古系列·星空》	16
图表 27: 2020-2024 年前三季度富安娜/罗莱生活/水星家纺销售费用 (百万元)	17
图表 28: 2020-2024 年前三季度富安娜/罗莱生活/水星家纺销售费用率 (%)	17
图表 29: 2023 年富安娜/罗莱生活/水星家纺销售费用结构 (%)	17
图表 30: 2020-2024H1 公司营收分渠道占比 (%)	18
图表 31: 2021-2024H1 分渠道营收增速 (%)	18
图表 32: 富安娜电商平台营收占比 (%)	18
图表 33: 富安娜销量靠前的产品售价 (元)	19
图表 34: 2020-2024H1 富安娜/罗莱生活/水星家纺电商业务营收增速 (%)	19

图表 35:	2020-2024H1 富安娜/罗莱生活/水星家纺电商业务毛利率 (%)	19
图表 36:	2013~2024H1 年公司门店数量 (家)	20
图表 37:	2020-2024 H1 直营门店平均面积 (平方米)	21
图表 38:	2018-2024H1 直营渠道会员数量 (万人)	21
图表 39:	富安娜营收拆分 (百万元, %)	22
图表 40:	公司利润率拆分 (%)	22
图表 41:	富安娜动态 PE 走势 (倍, 基于 Wind 一致预期)	23
图表 42:	相对估值表 (亿元, 倍)	23

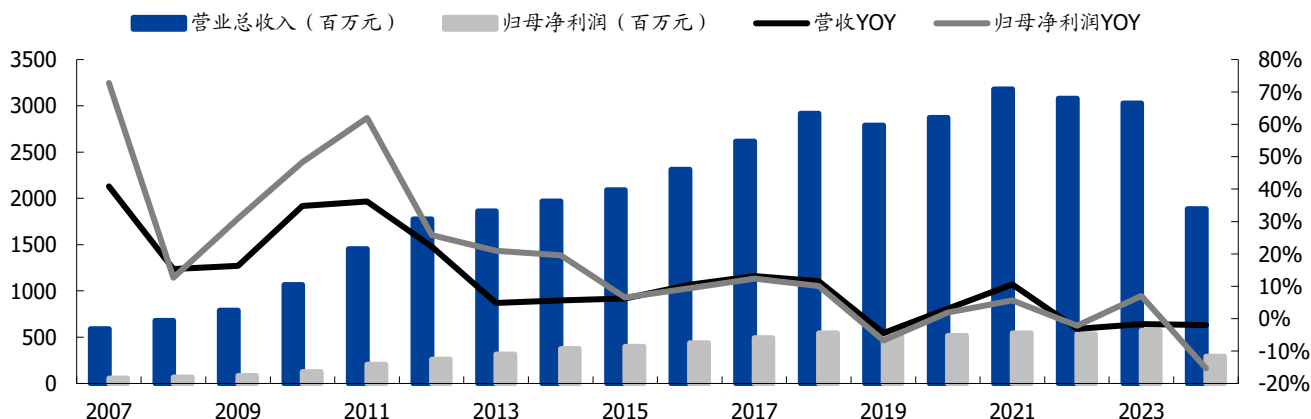
1. 公司概况：艺术家纺领导者

1.1 业务概况：立足中高端家纺赛道，经营稳健

富安娜秉承“艺术家纺+艺术家居”理念，立足中高端家纺赛道。富安娜是中国领先的家纺公司，公司主要从事纺织家居、睡眠家居、生活类产品的研发、设计、生产及销售，旗下拥有“富安娜”、“VERSAI 维莎”、“馨而乐”和“酷奇智”四大品牌，其中富安娜品牌创始于 1994 年，多次当选中国品牌价值 500 强，是公司核心品牌，截至 2024H1 末公司门店数量为 1531 家，其中加盟/直营门店分别为 1033/498 家。

上市后公司业务规模持续扩张，盈利能力保持稳定。2009 年上市后在宏观经济以及地产链持续走强的背景下，业务规模快速扩张，营收/业绩从 2009 年的 7.9/0.9 亿元到 2018 年突破到 29.2/5.4 亿元，2019 年后国内外经济波动加剧，受限需求疲软和业务调整，公司营收表现走弱，但整体利润率仍然保持稳定，2023 年营收同比下滑 1.6%至 30.3 亿元，归母净利润同比增长 7%至 5.7 亿元，2024 年由于消费环境波动，公司前三季度营收同比下滑 2%至 18.9 亿元，归母净利润同比下降 15.3%至 2.9 亿元。

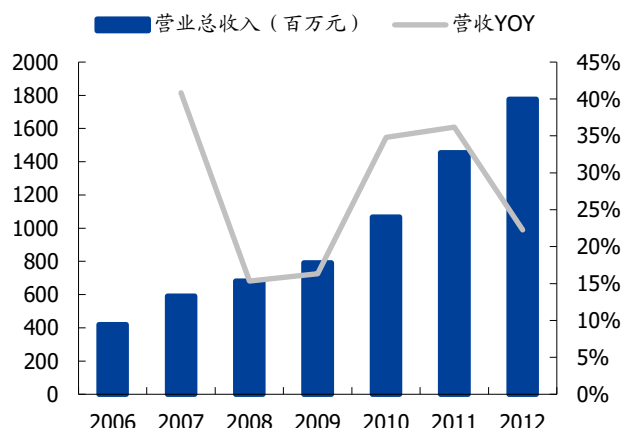
图表1：2007 年-2024 年前三季度公司营收/业绩表现（百万元，%）



资料来源：Wind，国盛证券研究所

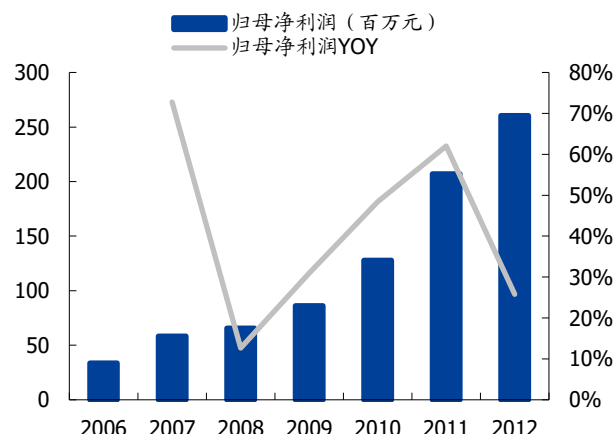
- **2009 年~2012 年：上市初期公司快速扩张规模，抢占市场份额。**2009 年上市当年公司营收规模为 7.9 亿元，归母净利润规模为 0.9 亿元，2012 年公司营收达到 17.77 亿元，对比 2009 年增长 124%，归母净利润为 2.6 亿元，对比 2009 年增长 202%，2009~2012 年营收/业绩 CAGR 分别为 31%/45%，该阶段公司整体以扩张规模为主，迅速占据市场份额。

图表2: 2006-2012 年公司营收表现 (百万元, %)



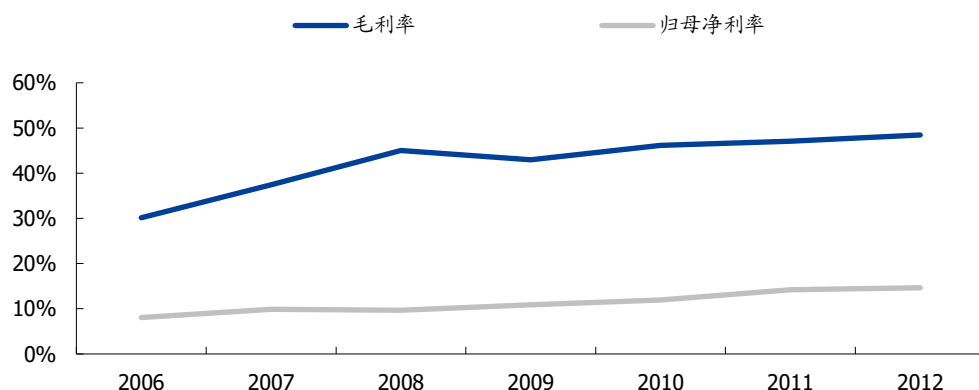
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表3: 2006-2012 年公司归母净利润表现 (百万元, %)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

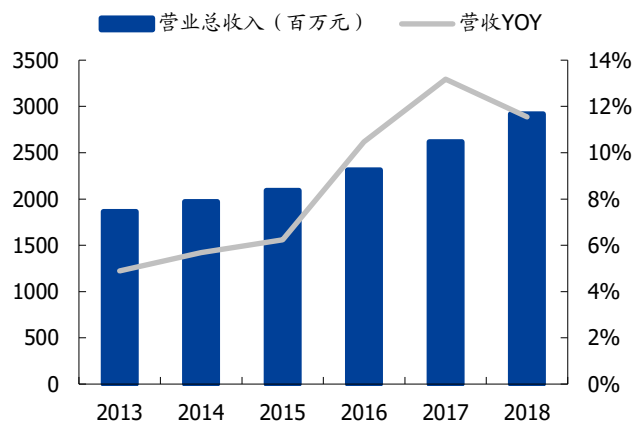
图表4: 2006-2012 年公司毛利率和归母净利率 (%)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

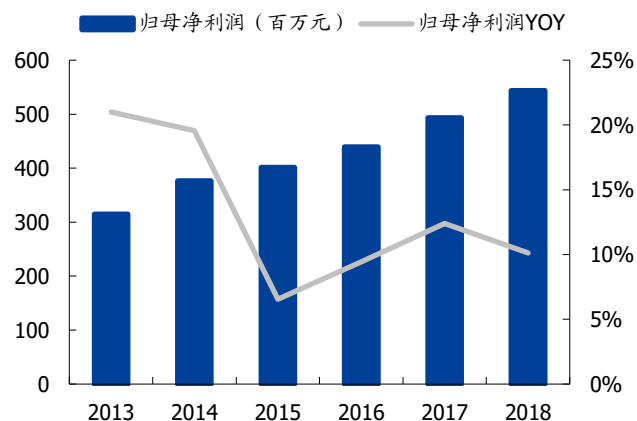
- **2013 年~2018 年: 富安娜逐步拓展“大家居”业务, 同时家纺主业进入精细化运营管理阶段。**2013 年公司营收同比增长 4.9%, 对比 2009~2012 年的增速显著放缓, 面对国内零售环境的持续低迷, 公司于 2013 年积极规划发展战略, 朝“大家居”方向推进, 打造家居软装的一站式购物, 在家纺主业之外拓展业绩增长点。而针对家纺主业, 公司一方面立足“艺术家纺”的多品牌策略, 加大产品研发力度, 提升家纺产品的差异性; 另一方面在渠道端, 公司面对需求的低迷和电商业务的冲击, 主动调整优化终端店铺, 放缓加盟门店开店速度, 并重点开拓大型家居馆或旗舰店, 并将小部分加盟店转为直营店。

图表5: 2013-2018 年公司营收表现 (百万元, %)



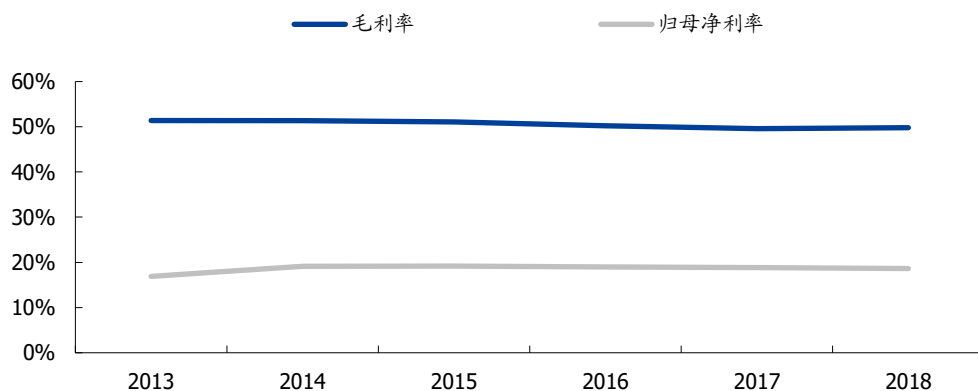
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表6: 2013-2018 年公司归母净利润表现 (百万元, %)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

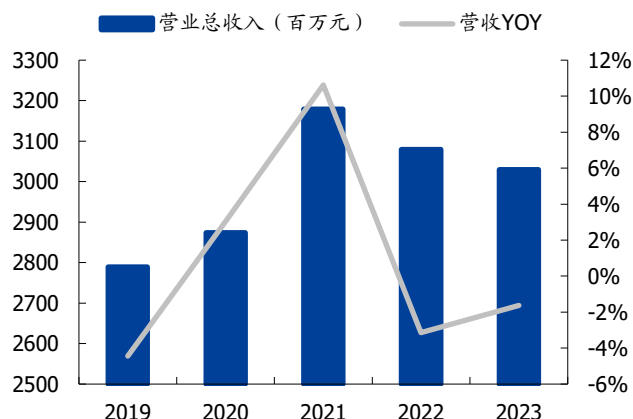
图表7: 2013-2018 年公司毛利率和归母净利率 (%)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

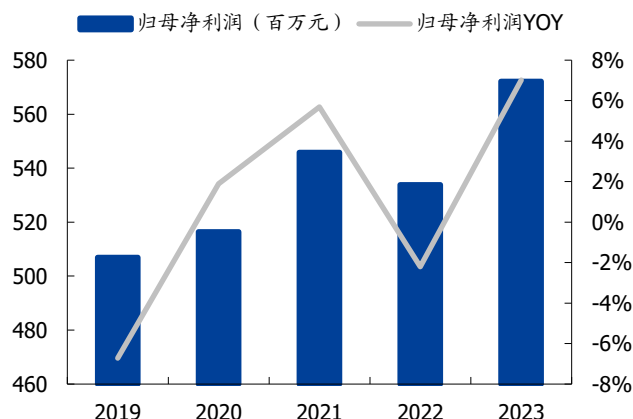
- **2019 年~2023 年, 全球经济环境波动, 公司从多维度优化渠道以及零售效率。**1) 线下帮助经销商提升管理能力, 对经销商管理以回款为奖金考核指标, 控制发货以推进帮助经销商去终端库存; 2) 推进全国终端 POS 系统统一接入, 利用数据化系统强化终端店铺运营, 提升单店效率; 3) 改革终端门店激励机制, 提升直营门店的管理竞争力; 4) 加大电商平台经营力度, 通过电商精细化运营, 增加电商多品类家纺、家居的拓展, 持续提升电商平台经营能力。受经销渠道营收大幅下滑的影响, 公司 2019 年整体营收下滑 4.4%, 归母净利润下滑 6.7%。然而受益于 2019 年改革的影响, 2020-2023 年公司整体经营质量在波动环境下仍呈现稳步向好态势, 经营韧性凸显。

图表8: 2019-2023 年公司营收表现 (百万元, %)



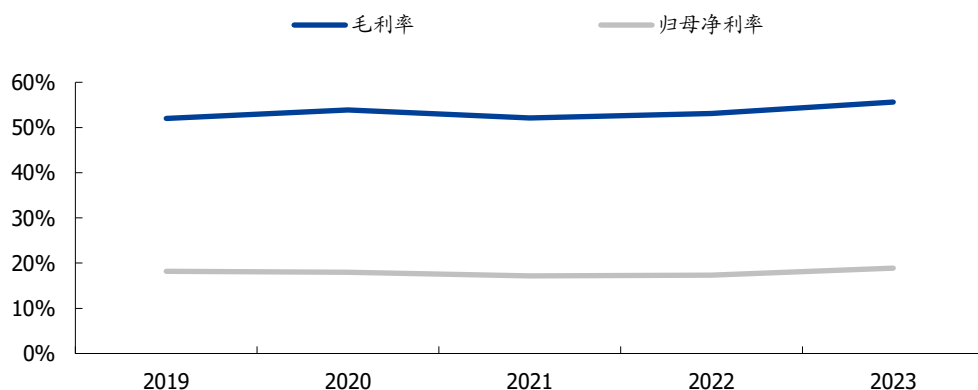
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表9: 2019-2023 年公司归母净利润表现 (百万元, %)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表10: 2019-2023 年公司毛利率和归母净利率 (%)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

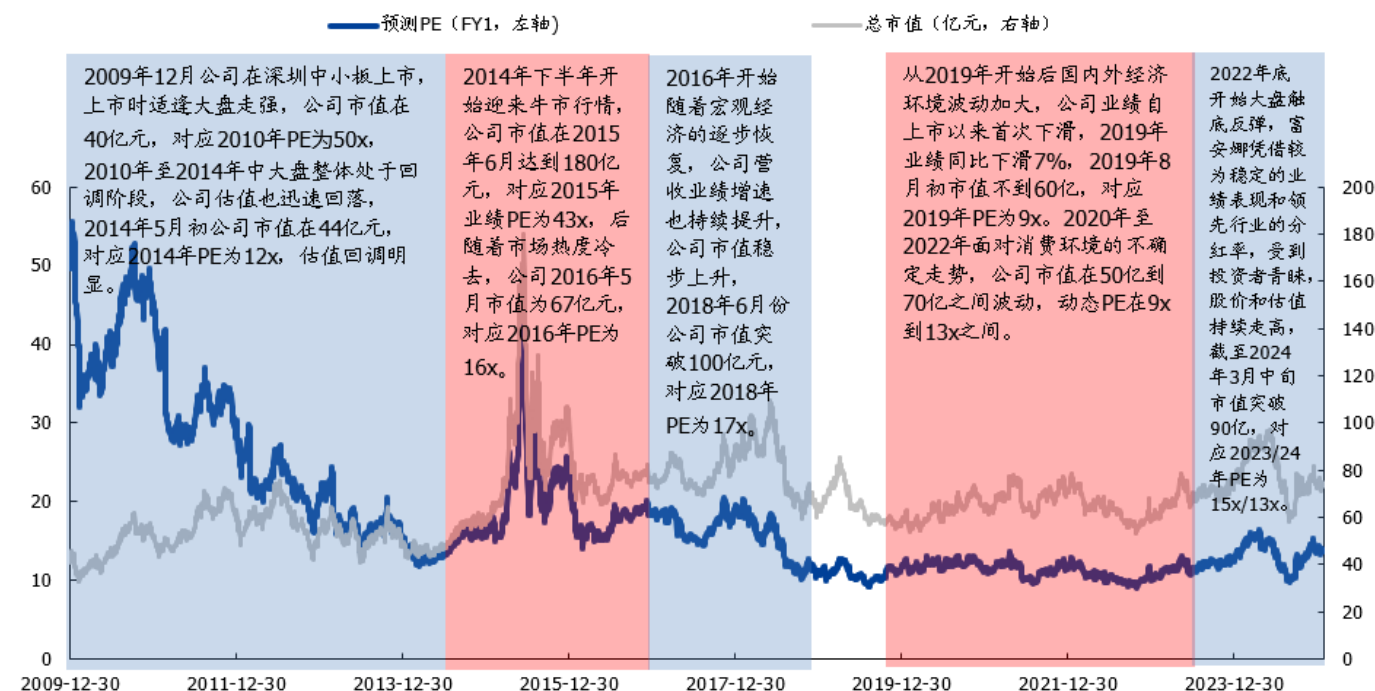
估值分析: 稳健经营+高分红助力公司估值提升。当前宏观消费环境波动复苏, 公司凭借稳健的业绩表现和优异的分红率, 市场关注度不断提升, 我们对公司上市以来股价和估值分析如下:

- **2010 年~2014 年中:** 2009 年 12 月公司在深圳中小板上市, 上市时恰逢大盘走强, 公司市值约 40 亿元, 对应 2010 年 PE 为约 50x (基于 Wind 一致预期的动态 PE, 下同), 2010 年至 2014 年中大盘整体处于回调阶段, 公司估值也迅速回落, 2014 年 5 月初公司市值约 44 亿元, 对应 2014 年 PE 为约 12x, 估值回调明显。
- **2014 年中~2016 年中:** 2014 年下半年开始迎来牛市行情, 公司市值在 2015 年 6 月达到约 180 亿元, 对应 2015 年 PE 约为 43x, 后随着市场热度冷去, 公司 2016 年 5 月市值约为 68 亿元, 对应 2016 年 PE 约为 16x。
- **2016 年中~2018 年中:** 2016 年开始随着宏观经济的逐步恢复, 公司营收业绩增速也持续提升, 公司市值稳步上升, 2018 年 6 月份公司市值突破 100 亿元, 对应 2018 年 PE 约为 17x。
- **2018 年中~2022 年底:** 从 2019 年开始后国内外经济环境波动加大, 公司业绩自上市以来首次下滑, 2019 年业绩同比下滑约 7%, 2019 年 8 月初市值不到 60 亿, 对应 2019 年 PE 约为 10x。2020 年至 2022 年面对消费环境的不确定走势, 公司市

值在 50 亿到 70 亿之间波动，动态 PE 在 9x 到 13x 之间。

- **2022 年底至 2024 年底：**2022 年底开始大盘触底反弹，富安娜凭借较为稳定的业绩表现和领先行业的分红率，持续受到投资者青睐，股价和估值持续走高，截至 2024 年 6 月初公司市值接近 100 亿，对应 2024 年 PE 约为 15x。2024 年 6 月份后由于消费环境波动加大，同时市场投资风格转换，公司股价回调，然而从 9 月底开始随着市场预期转好，股价表现向好。

图表11: 富安娜 PE 和市值走势 (亿元, 倍)

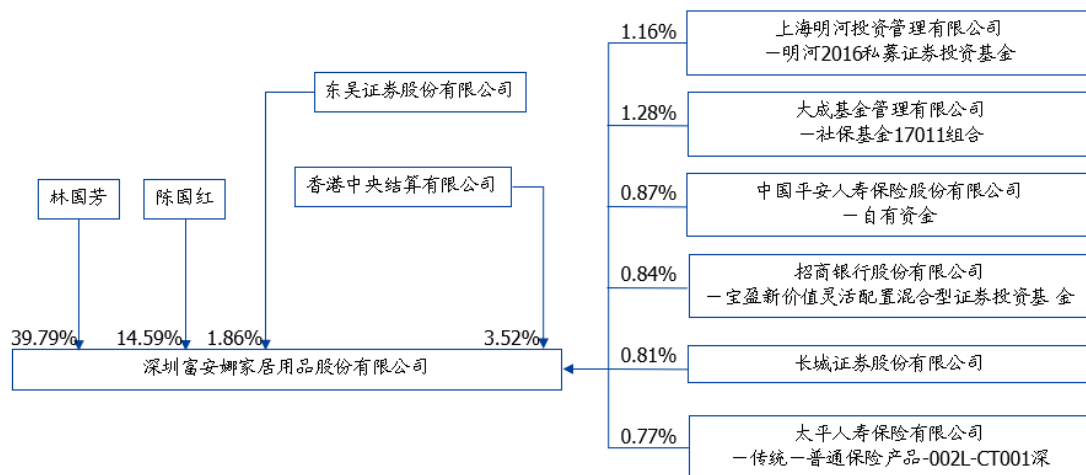


资料来源: Wind, 国盛证券研究所

1.2 公司治理：多期股权激励调动员工积极性，积极分红回馈股东

股权结构集中，多期股权激励调动员工积极性。公司实际控制人为林国芳先生，1994 年林国芳先生创办本公司前身深圳富安娜家饰保健用品有限公司，林先生公司管理以及行业经营丰富，目前有公司 39.79%股权，担任董事长以及总经理。陈国红女士为公司现任董事，持有公司 14.59%股权，2021 年 9 月林国芳先生与陈国红女士解除婚姻关系。公司上市以后重视对于高管和公司核心骨干的激励，陆续推出多期股票期权/限制性股票激励计划以增加员工工作积极性，同时各项计划达成率较高。

图表12: 富安娜股权结构 (%)



资料来源：公司公告，国盛证券研究所，数据截至 2024 年中报

图表13: 富安娜管理层结构

	职位	年龄	履历
董事会			
林国芳	董事长、总经理	71	男，中国国籍，无境外居留权，1954 年出生，高中学历。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，并历任董事、董事长、总经理职务；现任公司董事长、总经理。
陈国红	董事	61	女，中国国籍，无境外居留权，1964 年出生，大专学历。曾任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执行董事兼总经理、深圳国红科创文化投资有限公司执行董事兼总经理、深圳市卓航商业管理有限公司董事长等；现任公司董事。
林镇成	董事	41	男，中国国籍，无境外居留权，1984 年出生，研究生学历，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、常务副总裁。
林炫锟	董事	26	男，中国国籍，澳大利亚永久居留权，1999 年出生，本科学历，毕业于悉尼大学。现任公司董事。
林汉凯	董事	39	男，中国国籍，无境外居留权，1986 年出生，毕业于中山大学，历任公司家纺研发副总监，现任公司董事、研发总监。
监事会			
陈凯	监事会主席	40	男，中国国籍，无境外永久居留权，1985 年生，毕业于南昌理工学院。先后任职于科思特家居用品有限公司采购经理职位；宁波太平鸟巢艺文化传播有限公司采购经理职位；现任职本公司高级采购经理职位。
张健强	职工监事	49	中国国籍，无永久境外居留权，男，1976 年出生，1998 年毕业于韶关大学装潢设计专业。先后任职于东帝兴实业股份有限公司设计部设计师；2002 年进入公司，现任本公司产品研发部设计师。
黄若欣	监事	37	女，中国国籍，无境外永久居留权，1988 年生，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。
高级管理人员			
李艳	副总经理、董事会秘书	42	女，中国国籍，无永久境外居留权，1983 年 9 月生，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。
张倩	财务负责人	40	女，1985 年生，中国国籍，无境外永久居留权，东北财经大学会计学学士，香港大学 CFIM，中级会计师，美国管理会计师 CMA。历任深圳市富安娜家居用品股份有限公司销售财务经理、财务经理、审计部负责人。最近五年内，张倩女士未在其他机构任职。

资料来源：Wind，国盛证券研究所

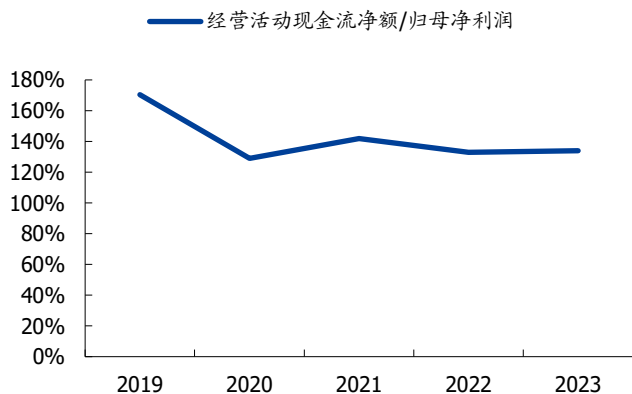
图表14: 富安娜历年股权激励

	考核周期	考核指标	达成情况
第一期股票期权激励计划	2011 年	加权平均净资产收益率不低于 11%， 以 2010 年为基数净利润增长不低于 20%。	达成
	2012 年	加权平均净资产收益率不低于 11.5%， 以 2010 年为基数净利润增长不低于 50%。	达成
	2013 年	加权平均净资产收益率不低于 12%， 以 2010 年为基数净利润增长不低于 80%。	达成
第二期股票期权激励计划	2013 年	加权平均净资产收益率不低于 12%， 以 2011 年为基数净利润增长不低于 60%。	未达成
	2014 年	加权平均净资产收益率不低于 12.5%， 以 2011 年为基数净利润增长不低于 90%。	未达成
	2015 年	加权平均净资产收益率不低于 13%， 以 2011 年为基数净利润增长不低于 120%。	未达成
第一期限限制性股票激励计划	2014 年	加权平均净资产收益率不低于 12.5%， 以 2013 年为基数净利润增长不低于 15%。	达成
	2015 年	加权平均净资产收益率不低于 13%， 以 2013 年为基数净利润增长不低于 27%。	达成
	2016 年	加权平均净资产收益率不低于 13.5%， 以 2013 年为基数，净利润增长不低于 35%。	达成
	2017 年	加权平均净资产收益率不低于 14%， 以 2013 年为基数，净利润增长不低于 42%。	达成
第二期限限制性股票激励计划	2016 年	以 2015 年为基准营收增长不低于 3%。	达成
	2017 年	以 2015 年为基准营收增长不低于 6.09%。	达成
	2018 年	以 2015 年为基准营收增长不低于 9.27%。	达成
	2019 年	以 2015 年为基准营收增长不低于 12.55%。	达成
第三期限限制性股票激励计划	2017 年	以 2016 年为基数营收增长不低于 3%。	达成
	2018 年	以 2016 年为基数营收增长不低于 6.09%。	达成
	2019 年	以 2016 年为基数营收增长不低于 9.27%。	达成
第四期限限制性股票激励计划	2018 年	以 2017 年为基数营收增长不低于 3%。	达成
	2019 年	以 2017 年为基数营收增长不低于 6.09%。	达成
	2020 年	以 2017 年为基数营收增长不低于 9.27%。	达成
第五期限限制性股票激励计划	2020 年	以 2019 年为基数营收增长不低于 3%； 或以 2019 年基数扣非净利润增长不低于 3%。	达成
	2021 年	以 2019 年营收为基数营收增长不低于 6.09%； 或以 2019 年为基数扣非净利润增长不低于 6.09%。	达成
	2022 年	以 2019 年为基数营收增长不低于 9.27%； 或以 2019 年为基数扣非净利润增长不低于 9.27%。	达成
第六期限限制性股票激励计划	2023 年	以 2022 年为基数营收增长不低于 1%； 或以同行业上市公司 2022 年平均净资产收益率为基数，2023 年净资产收益率增长不低于 2%。	达成
	2024 年	以 2022 年为基数营收增长不低于 2.01%； 或以同行业上市公司 2022 年平均净资产收益率为基数，2024 年净资产收益率增长不低于 4.06%。	-
	2025 年	以 2022 年为基数营收增长不低于 3.03%； 或以同行业上市公司 2022 年平均净资产收益率为基数，2025 年净资产收益率增长不低于 6.12%。	-

资料来源：公司公告，国盛证券研究所

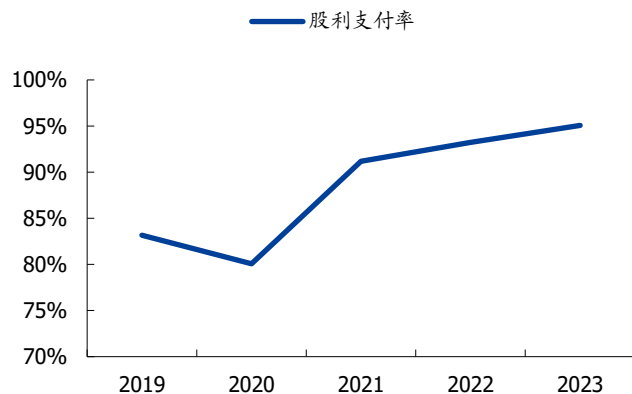
高分红策略，将公司发展红利同股东分享。公司采取现金方式、股票方式或者现金与股票相结合的方式分配股利，在资金允许情况下优先以现金方式分配股利，受益于公司良好的现金管控，2019-2023 年经营活动现金流净额相对归母净利润比率均在 100%以上，在此基础上，公司也是持续推进高分红策略，2019/2020/2021/2022/2023 股利支付率分别为 83%/80%/91%/93%/95%，我们判断后续在公司稳健经营的基础上，高分红策略有望延续。

图表15: 2019-2023 年经营活动现金流/归母净利润走势 (%)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表16: 2019-2023 年股利支付率 (%)



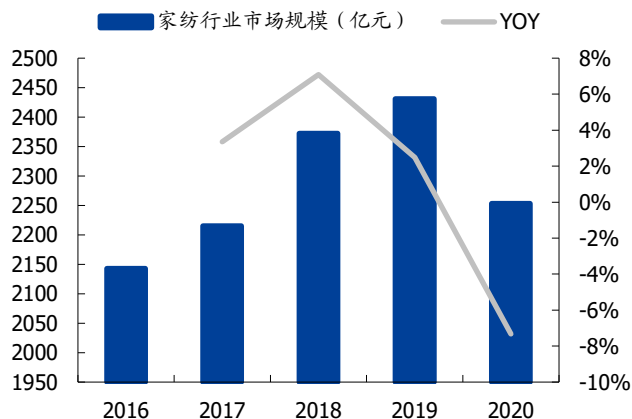
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

2. 行业概况：高端床品规模稳步扩张，龙头价值凸显

2.1 需求分析：家纺行业发展成熟，高端床品表现优于大盘

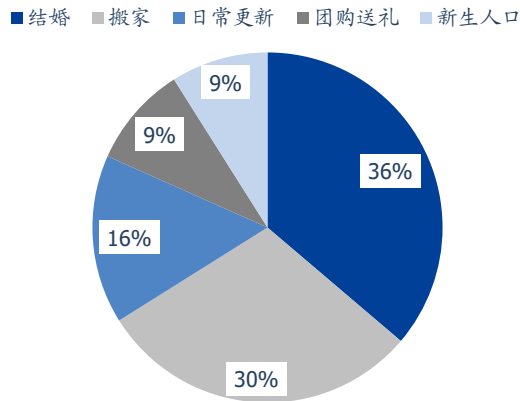
家纺行业发展较为成熟，**2020 年结婚&搬家为主力需求**。面对国内外经济环境的波动，2019 年我国家纺行业市场规模同比增长 2.5%至 2431 亿元，2016-2019 年市场规模 CAGR 为 4.3%，2020 年由于宏观经济环境大幅波动，国内家纺行业市场规模同比下降 7.3%至 2253 亿元，根据头豹研究院数据显示，该阶段居民购买家纺产品的需求主要来源于结婚和搬家，2020 年结婚/搬家/日常更新/团购送礼/新生人口需求贡献分别为 36%/30%/16%/9%/9%。2020 年以来，由于消费环境整体仍处于波动复苏阶段，家纺行业发展仍然较为平稳，2021 年我国规模以上家纺企业收入总额增长 6.45%，利润总额下滑 6.85%；2022 年规模以上家纺企业收入总额下降 4.11%，利润总额增长 2.11%；2023 年规模以上家纺企业收入总额下降 1.2%，利润则是维持正增长态势；2024 年 1~9 月规模以上家纺企业收入总额同比增长 2.27%，利润下降 7.43%。

图表17: 2016~2020 年家纺行业市场规模及增速 (亿元, %)



资料来源: 头豹研究院, 国盛证券研究所

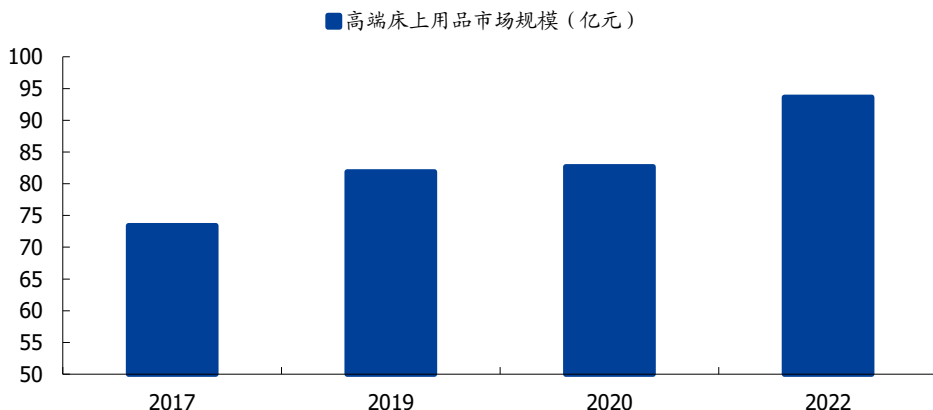
图表18: 2020 年家纺行业需求拆分 (%)



资料来源: 头豹研究院, 国盛证券研究所

高端床品表现优于家纺大盘, 波动环境下韧性更强, 长期仍处于发展过程中。 高端床上用品主要指使用先进工艺或者稀缺材料所制作的床上用品, 主要包括套件、被芯、枕芯。2017-2019 年中国大陆高端床上用品市场规模 CAGR 为 5.6%, 2020 年在家纺大盘增速下滑的背景下, 高端床上用品仍有 1% 的增长, 整体表现优异。当前受益于国民经济的增长, 高端客群仍处于消费升级的过程中, 奢侈品消费能力提升, 对于高端床品的需求增加, 同时国内头部家纺公司也在持续通过科技和产品升级满足消费需求。

图表19: 2017~2022 年高端床上用品市场规模 (亿元, %)



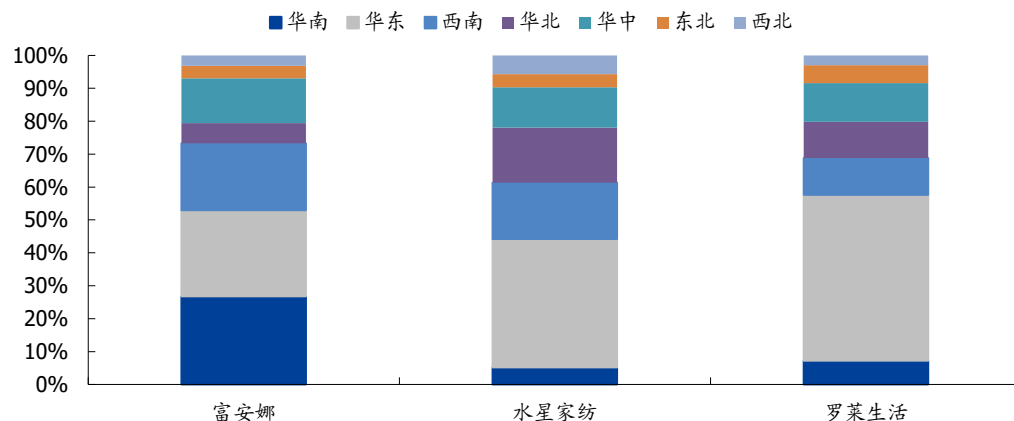
资料来源: 罗莱生活官网, 国盛证券研究所

2.2 竞争格局: 龙头公司渠道资源、产品资源充沛, 市占率有望提升

从家纺行业的竞争格局来看, 市场格局分散, 但是各区域均有强势企业存在, 因此竞争格局呈现区域割据的态势, 而在本轮行业复苏过程中, 龙头公司有望领先行业复苏。

品牌+渠道构筑壁垒, 家纺公司区域性明显。 家纺产品消费者粘性相对较强, 尤其是中高端产品, 因此在长期的购买中消费者形成了粘性, 同时作为以线下门店为主要销售渠道的家纺产品, 同当地商圈的合作也较强, 因此在长期的发展过程中家纺品牌逐渐形成了自己的区域壁垒。

图表20: 家纺公司分区域营收占比 (%)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所, 富安娜/罗莱生活数据为中国大陆, 水星家纺数据为中国大陆且不含电商

龙头企业具有显著的规模效, 在行业复苏的过程中, 其品牌、渠道、供应链价值更为明显。1) 品牌价值: 家纺产品尤其是床上用品、毛巾等由于面料对舒适度的要求较高, 消费者追求的是产品品质的保证。因此, 家纺龙头企业的品牌价值表现其产品品质的优异。罗莱、富安娜等家纺龙头具备研发实力, 在研发投入的支持下产品品质有所保证。2) 渠道价值: 行业割据的竞争格局源于企业在区域内渠道扩张具备先发优势, 形成渠道壁垒, 在行业调整过程中龙头企业对渠道的精细化管理程度更高, 有望领先行业复苏。3) 供应链价值: 家纺龙头深耕行业多年, 具备优质供应链, 面对消费环境的波动以及生产成本的提升, 供应链实力较弱的尾部小品牌将迅速出清。

图表21: 家纺板块龙头公司 2023 年财务数据对比 (亿元, 家, 百万元, %)

		富安娜	罗莱生活	水星家纺
财务表现	营业收入 (亿元)	30.3	53.2	42.1
	YOY	-1.6%	0.0%	14.9%
	毛利 (亿元)	16.9	25.1	16.9
	归母净利润 (亿元)	5.7	5.7	3.8
	YOY	7.0%	-1.4%	36.2%
	毛利率	55.6%	47.3%	40.0%
	净利率	18.9%	10.8%	9.0%
收入拆分	电商业务	40%	30%	57%
	直营业务	24%	8%	8%
	加盟业务	27%	34%	31%
	其他业务	9%	28%	4%
毛利率拆分	电商业务	48.0%	52.2%	39.8%
	直营业务	70.1%	67.3%	53.9%
	加盟业务	56.2%	47.4%	37.9%
门店数量	直营 (家)	484	335	-
	加盟 (家)	1010	2395	-
	合计 (家)	1494	2730	-
单店收入	直营 (百万元/年)	1.49	1.22	-
	加盟 (百万元/年)	0.82	0.75	-
单店毛利	直营 (百万元/年)	1.05	0.82	-
	加盟 (百万元/年)	0.46	0.35	-

资料来源: Wind, 公司公告, 国盛证券研究所

3. 投资亮点

3.1 产品端：差异化艺术家纺风格，客户粘性强

公司多品牌布局，主力品牌富安娜定位中高端，秉承艺术家纺理念产品独特性强。公司旗下拥有品牌“富安娜”、“VERSAI 维莎”、“馨而乐”和“酷奇智”，其中“富安娜”为公司核心品牌，主要产品价格带在 2000-6000 元之间，目标消费受众为 25~55 岁之间的城市中高端消费群体，在产品设计上富安娜品牌产品秉承艺术家纺理念，对比同业产品辨识度和差异感强，因此品牌核心受众的消费粘性高，我们判断正是差异化的产品和品牌优势帮助公司在波动的环境下持续保持较为稳定的业绩表现。

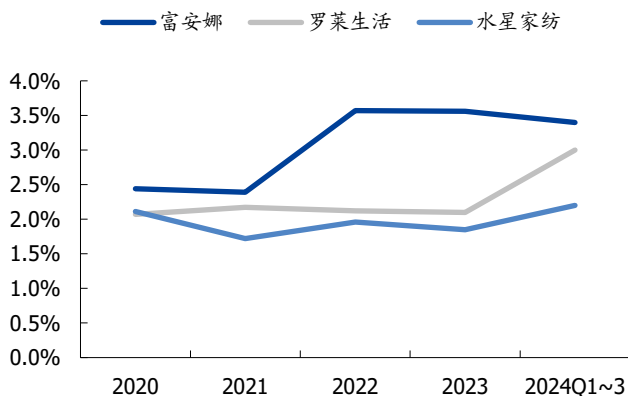
图表22: 富安娜品牌矩阵

品牌名称	主要产品类型	特点	目标客户群	主要产品价格带	城市级别
富安娜	套件、被芯、枕芯、家居	品质高贵、浪漫典雅	25-55 岁的城市中高消费群	2000-6000	新一线、一~三线
馨而乐	套件、被芯、枕芯、家居	精致时尚、唯美温馨	年龄在 15-45 岁的女性受众为主	1000-3000	新一线、一~四线
酷奇智	套件、被芯、枕芯、家居	生动活泼、俏丽可爱	年龄在 3-15 岁的儿童和少年	800-1500	新一线、一~四线
维莎	套件、被芯、枕芯、家居	尊贵奢华、极致优雅	各界卓越成功人士，高端消费群体	5000-15000	新一线、一~二线

资料来源：公司公告，国盛证券研究所

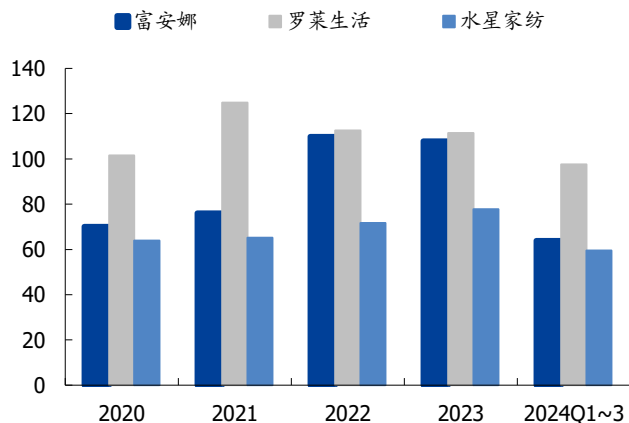
公司持续加强材料以及设计创新，奠定市场竞争基础。2020~2023 年公司研发支出持续增加，2023 年公司研发支出金额为 1.1 亿元，对比 2020 年增长 54%，2023 年公司研发费用率为 3.6%，对比 2020 年提升 1.1pcts，研发支出占比居于行业前列，对比罗莱生活/水星家纺高出 1.5/1.7pcts。

图表23: 2020-2024 年前三季度家纺公司研发支出占比 (%)



资料来源：Wind，国盛证券研究所

图表24: 2020-2024 年前三季度家纺公司研发支出金额 (百万元)



资料来源：Wind，国盛证券研究所

- **材料创新：**公司在材料升级上主要体现在功能型面料、功能填充材料等品类的升级。**1) 面料：**2021 年针对不同季节气候，夏季研发了凉感纤维，通过不同的配比组合再搭配凉感面料具有双重凉感的夏被，如进口天丝凉感夏被系列、胶原蛋白凉感美肤枕芯系列；冬季研发了具有发热功能的德绒纤维冬被。2022 年公司在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，并且升级面料指标，达到成人母婴级别，具体产品有“臻柔 A 类桑蚕丝被”“克里斯超柔鹅绒二合一被”，同时推出“雪肤缎”面料。**2) 填充材料：**公司在填充原材料上运用黄金茧蚕丝、双宫茧蚕丝、鹅绒、红嘴雁鸭、大豆纤维、羊毛纤维等一系列天然纤维打造不同的产品线。

- **设计创新:** 深度挖掘中西方文化的设计价值, 结合家纺产品给消费者提供艺术体验。2021 年公司将四大名绣与现代设计结合, 让云锦斑斓、藏景万千的绝美新国绣床品走进生活。2022 年公司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。

图表25: 富安娜四件套《江山系列·只此青绿》



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表26: 富安娜四件套《复古系列·星空》

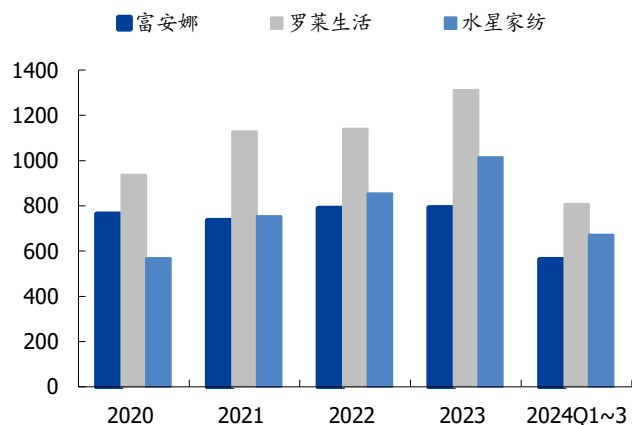


资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

生产与物流基地协作, 确保高品质产品供给。公司目前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、南充、惠东三大物流基地, 截至 2024H1 末公司仓储与生产面积合计近 21 万平方米, 通过三大平行仓的布局, 提升了物流运输时效和降低了运输成本。2023 年公司加快数字化、智能化转型, 强化供应链管理, 引入新技术提升全链路管理水平, 实时数据采集和监控供应链中的各个环节指标, 加强供应链调度和优化, 提高整体效率。

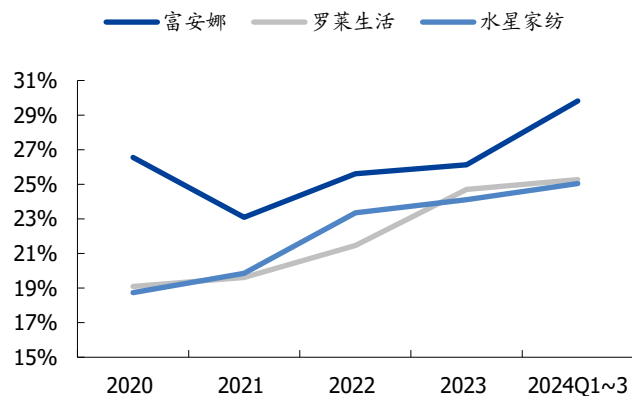
在品牌营销层面, 富安娜依托重点节假日, 全渠道进行波段营销。2023 年富安娜/罗莱生活/水星家纺销售费用投入分别为 7.9/13.1/10.2 亿元 (销售费用率分别为 26.1%/24.7%/24.1%), 公司在营销费用的投入上对比同业较为保守, 2019-2023 年无论是整体的销售费用金额还是占收入比重基本保持稳定, 与此同时罗莱生活以及水星家纺销售费用支出则处于快速提升过程中。在销售费用的投入结构上富安娜以工资薪酬为主, 罗莱生活和水星家纺则以广告宣传推广为主, 我们判断导致这一差别的原因在于三家公司在销售推广方式上有所区别, 富安娜主要依托重点节假日, 基于线下门店和电商平台进行重点的产品推广以及会员营销活动, 相对较少通过广告、明星赞助的方式进行品宣。

图表27: 2020-2024 年前三季度富安娜/罗莱生活/水星家纺销售费用(百万元)



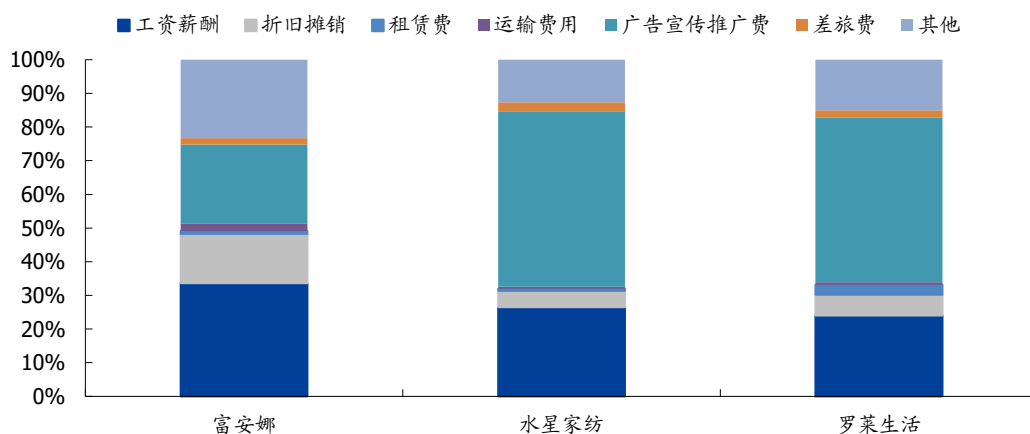
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表28: 2020-2024 年前三季度富安娜/罗莱生活/水星家纺销售费用率(%)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表29: 2023 年富安娜/罗莱生活/水星家纺销售费用结构(%)

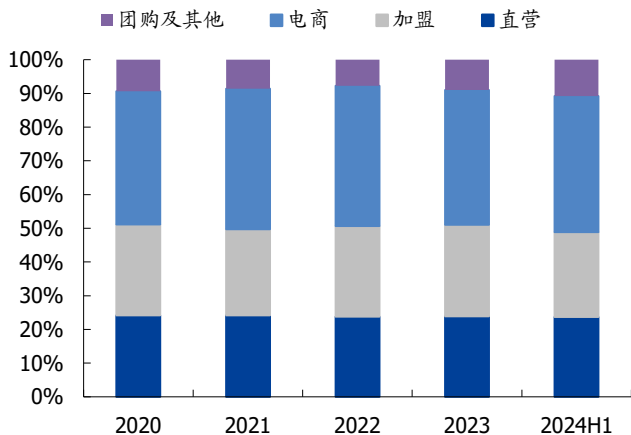


资料来源: Wind, 国盛证券研究所

3.2 渠道端：重视渠道运营质量，线上/线下业务均衡发展

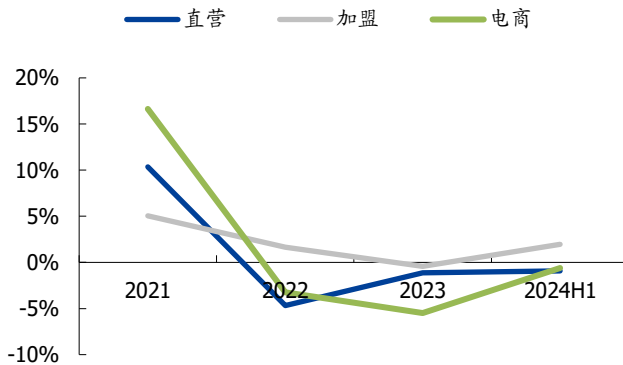
渠道布局均衡，充分把握各渠道优势和增长机会。公司当前销售渠道分为电商、直营、加盟以及团购模式，2024H1 直营/加盟/电商占比分别为 24%/25%/40%，团购及其他业务占比 11%，2020 年以来公司各渠道结构占比基本保持稳定，没有明显变动。我们判断公司当前较为平稳均衡的渠道结构可以充分发挥电商、直营门店、加盟商的优势，在保证业绩增长的同时，提升经营的稳定性。

图表30: 2020-2024H1 公司营收分渠道占比 (%)



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

图表31: 2021-2024H1 分渠道营收增速 (%)

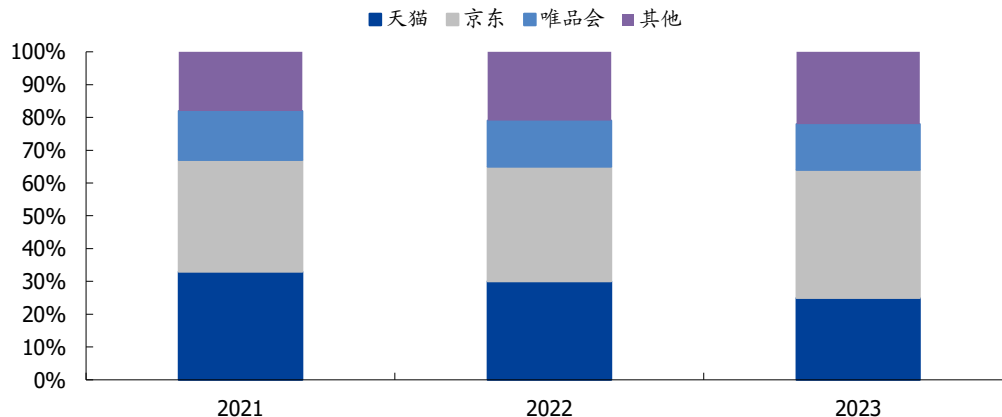


资料来源：公司公告，国盛证券研究所

电商渠道秉承精细化运营理念，以利润为考核指标，谋求高质量增长。公司较早布局电商渠道，并持续注重电商业务的建设，同国内的头部平台天猫、京东、唯品会等均建立了长期的战略合作伙伴关系，2017 年公司电商业务同比高速增长 38%，大幅领先公司收入增速，2018 年电商占公司营收比重已经接近 30%，电商渠道的快速扩张助力公司收入规模保持稳健增长。公司电商业务秉承精细化运营理念，以利润为考核指标，而非单一的 GMV 增速，持续提升基础运营能力，追求电商业务的高质量增长。

- **电商业务多平台布局，顺应消费趋势。**公司线上销售持续与天猫、京东、唯品会等大型电商平台开展紧密合作，并积极布局网络直播、社群营销、小程序等互联网销售渠道，并不断探索各类新营销方式。

图表32: 富安娜电商平台营收占比 (%)



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

- **面对差异化客群，公司增强电商产品和线下产品的差异性。**我们判断家纺产品的线上和线下客群差异较大，线上预计以年轻消费者为主，对于家纺产品的消费旨在追求性价比和产品设计风格，线下或是以较为富裕的家庭消费或者结婚等刚需为主。

因此面对差异化的消费需求，公司提供针对性的产品对消费需求进行覆盖。

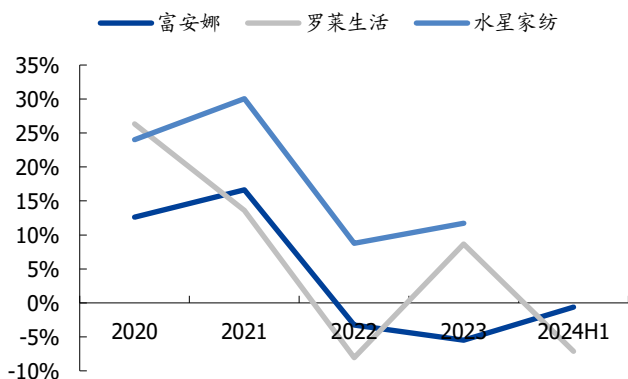
图表33: 富安娜销量靠前的产品售价(元)



资料来源: 天猫旗舰店, 国盛证券研究所

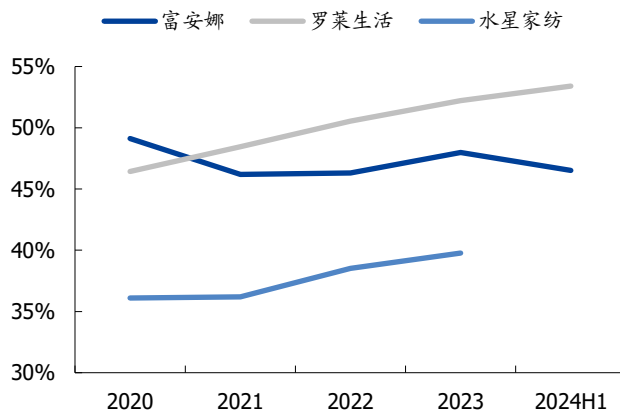
- 以利润考核为导向，同时兼顾 **GMV 增速**。在过去三年的发展中，公司电商业务逐年下滑，弱于同行，我们判断这同公司坚持稳健增长的理念相一致，面对波动的消费环境以及电商流量增速趋稳的态势，公司重视利润率表现，优化费用投入，从而导致增速较弱。我们判断后续这一经营理念仍将一以贯之，然而于此同时面对当前消费需求更加注重“性价比”的态势，公司或将加强电商平台产品优势打造，厚积薄发下公司电商业务有望进入新的增长阶段。

图表34: 2020-2024H1 富安娜/罗莱生活/水星家纺电商业务营收增速 (%)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表35: 2020-2024H1 富安娜/罗莱生活/水星家纺电商业务毛利率 (%)

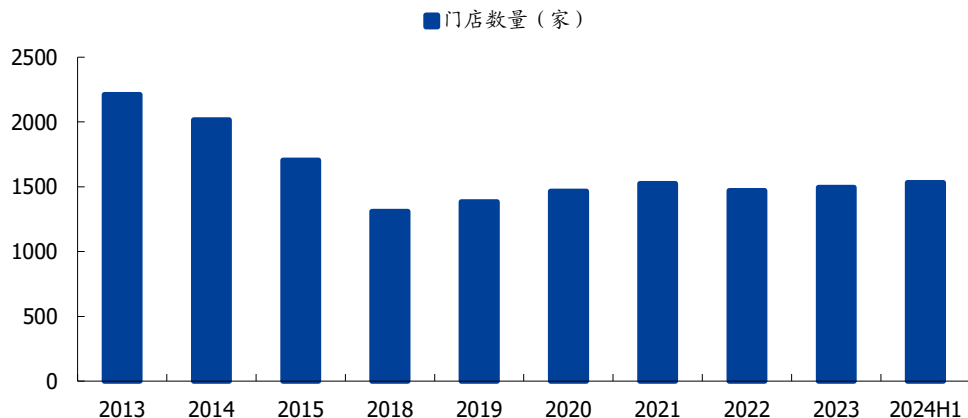


资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

公司线下渠道重视，持续提升直销渠道零售能力，并赋能加盟商运营能力提升，追求直营/加盟业务的均衡发展。截至 2024H1 末公司线下门店数量为 1531 家，2018 年以来

公司逐步进入净开店阶段，但在净开店过程中公司仍以门店质量为底线，并未盲目追求渠道的快速扩张。

图表36: 2013~2024H1 年公司门店数量（家）



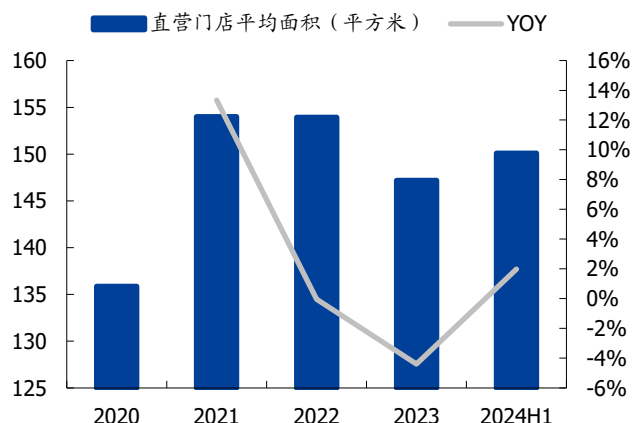
资料来源：公司公告，国盛证券研究所

- **2013~2018 年，加盟拓店放缓，推行直营扩大化举措。1）加盟渠道：放缓拓店速度，优化门店结构。**为了应对需求不振和电商业务的快速扩张，公司 2013 年起放慢了线下加盟店拓店速度，新开店以大店为主，并且主动调整关闭原有小店，以提升整体店铺的经营效率，截至 2015 年末加盟门店数量为 1095 家，对比 2013 年末减少 519 家，2017 年末公司已经成为行业同类型企业中平均店铺面积最大的企业，2018 年公司 250 平以上的大店（直营和加盟合计）占整体门店数量接近一半。**2）直营渠道：推行直营扩大化举措。**重点发展直营周边市场，截至 2015 年末直营门店数量为 609 家，对比 2013 年末净开 13 家，通过直营的以点带面，辐射影响加盟区域，从而实现良性的互动互助发展成长。
- **2018 年开始，加盟渠道谨慎净开店，直营零售能力继续提升。**

加盟渠道：逐步进入净开店阶段，但拓店选择仍谨慎，同时加盟商管理模式日趋成熟。2018 年公司重点推行了全国新增加盟门店计划，2018 年公司新增加盟门店约为 129 家，2019 年净开店持续推进。同时在经过前期的优化调整后，公司对于加盟商已经形成了一套较为完备的管理模式，公司对加盟商采取扁平化架构经营，严格通过账期管理把控经销商的市场终端趋势，公司直营管理团队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，并对经销商做管理输出。

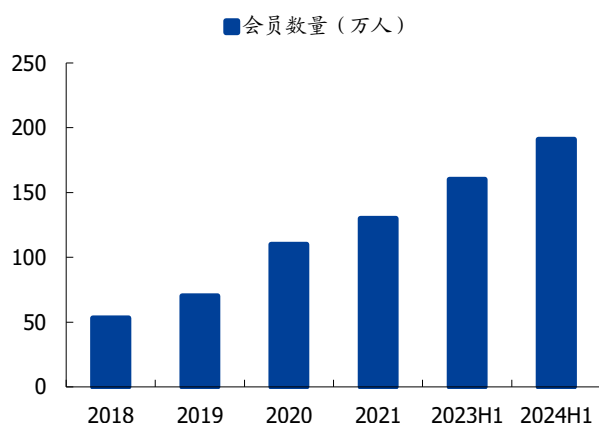
直营渠道：数字化赋能，零售能力提升继续推进。经过前期的扩大化举措，无论是门店布局还是基础的直营管理模式都已经建立，2019 年公司对直营门店终端员工薪酬绩效考核方案进行优化，建立业绩竞赛、金牌导购等绩效激励评比机制，同时在商品管理上，关注商品售罄、加快库存清理。后随着公司数字化体系的建设，终端门店受益于数字化工具的应用，零售效率得到进一步提升，截止 2024 年上半年公司直营会员人数约 191 万+，公司在会员营销、社区引流、新零售系统上已经搭建一个完整的业务循环，直营渠道终端零售系统、客户关系管理系统、订单管理系统 OMS 等也在持续升级。在门店面积上，直营门店仍旧推行开大店策略，带动单店面积提升。

图表37: 2020-2024 H1 直营门店平均面积 (平方米)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表38: 2018-2024H1 直营渠道会员数量 (万人)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

长期来看, 我们判断公司线下仍以稳健为核心诉求, 电商业务在保持利润率的基础上, 体量有望提升。我们认为面对宏观环境的波动态势, 公司线下渠道仍将以稳健经营为核心, 立足单店店效提升, 同时谨慎拓展门店, 注重投资效率; 而对于电商业务, 公司顺应消费者对于性价比追求的趋势, 或将在保证利润率的基础上, 适当增加电商业务投入, 因此我们判断电商业务增速对比过往有望提升。

4. 盈利预测与投资建议

综合上述分析，我们认为公司整体经营以稳健经营为核心要点，具有差异化的艺术家放产品风格以及会员运营打造出具有高度粘性的消费群体，同时精细化和高效的渠道运营模式（线上&线下）奠定公司业绩稳健增长基础，因此我们对于公司未来增长分析的落脚点仍然是稳健。

4.1 盈利预测

收入层面：我们预计公司 2024-2026 年营收分别为增长 0.2%/5.5%/5.4%。从线下业务来看，当前公司线下门店仍处于稳步的扩张阶段，同时考虑消费环境复苏背景下线下店效的小幅提升，我们预计 2025-2026 年线下直营以及加盟业务或有稳步增长态势；电商业务当前竞争激烈，公司在保证利润率的基础上推动电商业务稳健增长，当前我们预计公司 2024-2026 年电商渠道营收同比持平/+5%/+5%。

图表39: 富安娜营收拆分（百万元，%）

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
直营渠道（百万元）	731.2	722.9	722.7	766.4	811.5
YOY	-4.7%	-1.1%	0.0%	6.0%	5.9%
加盟渠道（百万元）	827.7	824.2	831.1	880.0	930.6
YOY	1.6%	-0.4%	0.8%	5.9%	5.7%
电商渠道（百万元）	1280.5	1210.2	1210.2	1270.7	1334.2
YOY	-3.2%	-5.5%	0%	5%	5%
团购及其他渠道（百万元）	240.2	272.3	272.29	285.91	300.20
YOY	-12.5%	13.4%	0%	5%	5%
公司营收（百万元）	3079.59	3029.57	3036.27	3203.01	3376.55
YOY	-3.1%	-1.6%	0.2%	5.5%	5.4%

资料来源：Wind，国盛证券研究所预测

利润率层面：我们预计公司 2024-2026 年毛利率分别为 55.8%/56%/56.3%，归母净利率分别为 17.6%/17.9%/18.3%。在现有的业务模式下，影响公司毛利率的因素主要包括直营&电商渠道销售折扣、批发渠道发货折扣、产品结构、渠道结构等，长期来看公司业务模式成熟，随着成本管控效率的提升，我们预计公司毛利率保持稳中提升的趋势，同时收入的逐步增长带来一定的经营杠杆效应，净利率小幅提升。

图表40: 公司利润率拆分（%）

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
毛利率	53.1%	55.6%	55.8%	56.0%	56.3%
销售费用率	25.6%	26.1%	27.7%	27.6%	27.5%
管理费用率	4.0%	3.7%	4.0%	3.9%	3.9%
归母净利率	17.4%	18.9%	17.6%	17.9%	18.3%

资料来源：Wind，国盛证券研究所预测

4.2 估值分析与投资建议

在前文中我们提到受益于公司经营的稳定性以及良好的现金流与分红表现，在波动的消费环境中，公司投资价值较强，当前我们预计公司 2024/2025/2026 年业绩分别为 5.36/5.74/6.17 亿元，2023~2026 年业绩 CAGR 为 2.6%，当前市值对应 2024/2025 年 PE 为 14/13 倍，考虑到公司长期增长以及分红的稳定性，首次覆盖报告我们对公司给予“买入”评级。

图表41: 富安娜动态 PE 走势（倍，基于 Wind 一致预期）



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表42: 相对估值表（亿元，倍）

	总市值 (亿元)	归母净利润（亿元）					PE				
		2022	2023	2024E	2025E	2026E	2022	2023	2024E	2025E	2026E
罗莱生活	62.4	5.81	5.72	5.74	6.7	7.71	10.7	10.9	10.9	9.3	8.1
富安娜	73.7	5.35	5.72	5.36	5.74	6.17	13.8	12.9	13.7	12.8	11.9
水星家纺	39.8	2.8	3.8	4.3	4.8	5.4	14.3	10.5	9.3	8.3	7.4

资料来源: Wind, 国盛证券研究所预测, 时间截至 2025 年 1 月 27 日

注: 其中富安娜、罗莱生活数据为国盛证券研究所预测, 水星家纺数据为 Wind 一致预期

风险提示

消费环境波动。当前海外及国内消费环境仍处于波动态势，后续倘若消费环境波动，或对公司终端流水造成影响。

盈利质量不及预期。2023 年以来公司在降本控费、经营杠杆作用下盈利质量有所修复，后续盈利质量修复情况将持续直接影响业绩表现。

门店扩张不及预期。在消费疲软的情况下，公司的门店扩张会相对谨慎。

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在 -5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市东城区永定门西滨河路 8 号院 7 楼中海地产广场东塔 7 层
 邮编：100077
 邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道 1115 号北京银行大厦
 邮编：330038
 传真：0791-86281485
 邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦东新区南洋泾路 555 号陆家嘴金融街区 22 栋
 邮编：200120
 电话：021-38124100
 邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路 100 号鼎和大厦 24 楼
 邮编：518033
 邮箱：gsresearch@gszq.com