

富安娜 (002327.SZ)

强烈推荐 (维持)

品牌风格鲜明&渠道控制力强的家纺龙头

消费品/轻工纺服  
目标估值: NA  
当前股价: 9.22 元

家纺龙头公司受益于需求品质化升级、线下区域品牌出清、线上品牌化升级等因素影响,过去3年份额持续提升。富安娜凭借鲜明的艺术风格、持续提升的产品功能、精细且强大的渠道控制力、自有供应链资源,疫情三年业绩始终保持高质量增长。未来三年随着消费复苏客流恢复&门店扩张,业绩增长有望提速。当前市值对应 23PE13X, 维持强烈推荐评级。

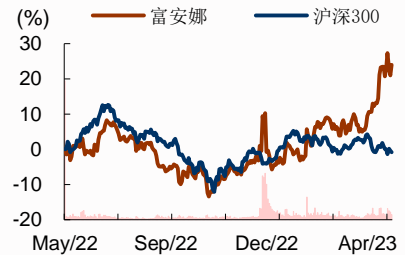
基础数据

总股本 (万股)	82946
已上市流通股 (万股)	48430
总市值 (亿元)	76
流通市值 (亿元)	45
每股净资产 (MRQ)	4.7
ROE (TTM)	13.9
资产负债率	17.1%
主要股东	林国芳
主要股东持股比例	39.75%

□ 行业规模千亿, 日用需求占比持续提升。2022 年床上用品规模为 1500 亿左右。2019 年后随着家纺电商渗透率的提升, 头部品牌通过线上销售专供款, 推动日常更换需求占比提升, 头部家纺品牌销售表现与地产销售之间的正相关关系开始弱化。我们估算目前日常换洗需求占比 40%左右, 乔迁、婚庆、礼品需求各占 20%。

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	15	29	19
相对表现	17	25	18



资料来源: 公司数据、招商证券

□ 2020 年以来行业集中度持续提升: 1) 疫情期间中小品牌难以为继持续关店, 但是头部品牌水星、罗莱、梦洁、富安娜渠道下沉, 给经销商支持力度大, 抢夺线下区域品牌的份额。2) 头部品牌通过发力线上实施降维打击, 抢夺了线上白牌以及线下区域型品牌的份额。

相关报告

- 1、《富安娜 (002327) —收入小幅下降, 但盈利能力保持稳定》2023-04-22
- 2、《富安娜 (002327) —22Q3 运营效率提升, 利润端保持稳健增长》2022-10-28
- 3、《富安娜 (002327) —经营质量持续提升业绩稳健增长》2022-04-26

□ 富安娜能够逆势实现高质量增长的原因:

刘丽 S1090517080006  
liuli14@cmschina.com.cn  
赵中平 S1090521080001  
zhaozhongping@cmschina.com.cn  
王梓旭 研究助理  
wangzixu@cmschina.com.cn

1) 不同于行业其他品牌的简约风格, 富安娜品牌具有独特的艺术风格, 匹配中高端定价, 与客群的审美和购买力相吻合, 客户黏性高。2022 年公司以梵高、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, 差异化特征凸显。

2) 持续进行面料及芯类产品功能升级, 2022 年投入研发费用金额上亿元。目前芯类产品的收入占比超过了 45%。

3) 渠道控制力强, 线上及线下直营占比合计达到了 65%左右。2019 年至 2022 年公司整体门店数基本维持在 1500 家左右, 营业面积持续增加。其中直营收入基本维持在 7 亿+水平, 受疫情影响不大。线上收入从 2019 年的 10 亿增长至 2022 年的 12.8 亿元。经销商体系优胜劣汰, 经销收入从 2019 年的 7.5 亿增长至 2022 年的 8.3 亿元。4) 财务指标优秀: 公司在逆境中盈利能力较强且保持稳定: 2019 年-2022 年公司 ROE 稳定在 14%-15%之间, 净利润率稳定在 17%-18%, 毛利率从 52%提升至 54%。现金流充足, 2019 年后经营活动净现金流/净利润的比例均超过 1。股利支付率在 2018 年后超过 80%。

□ 盈利预测。考虑到门店扩张以及客流恢复等因素, 预计公司 2023 年-2025 年收入规模分别为 33.28 亿元、36.32 亿元、39.76 亿元, 同比增速分别为 8%、9%、9%。考虑到产品结构升级带动毛利率提升, 净利润率有所提升, 预计 2023 年-2025 年公司净利润规模分别为 5.82 亿元、6.37 亿元、7.04 亿元, 同比增速分别为 9%、9%、10%。对应当前 PE13X, 维持强烈推荐评级。

□ **风险提示：**消费能力恢复不及预期的风险；产品创新及渠道运营能力下降导致净利润率下降的风险。

#### 财务数据与估值

会计年度	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元)	3179	3080	3328	3632	3976
同比增长	11%	-3%	8%	9%	9%
营业利润(百万元)	642	623	683	752	836
同比增长	7%	-3%	10%	10%	11%
归母净利润(百万元)	546	534	582	637	704
同比增长	6%	-2%	9%	9%	10%
每股收益(元)	0.66	0.64	0.70	0.77	0.85
PE	14.0	14.3	13.1	12.0	10.9
PB	2.1	2.0	2.0	1.9	1.8

资料来源：公司数据、招商证券

## 正文目录

一、富安娜公司介绍：极具艺术特色的家纺龙头	5
1、高管团队人员稳定，行业经验丰富，激励机制到位	5
2、品牌&品类&渠道布局完善，收入规模保持稳健增长	5
3、盈利能力强、存货及现金流等经营指标稳健	7
二、家纺行业：日常换洗需求增加提升购买频次，份额向龙头聚集	8
1、地产后周期以及婚庆属性弱化，日常换洗需求增加	8
2、竞争格局：线下向头部集中，线上品牌化趋势明显	9
三、富安娜竞争优势总结：艺术风格突出&渠道高度管控力&自有供应链	10
1、产品开发能力强，赋予了品牌独特的艺术风格以及持续迭代的产品力	10
四、盈利预测	12
五、风险提示	13

## 图表目录

图 1：富安娜收入规模（亿元）及同比增速	5
图 2：分品类收入规模（亿元）	6
图 3：分品类收入复合增速（2006 年至 2022 年）	6
图 4：富安娜分渠道收入规模（亿元）及同比增速	7
图 5：富安娜分渠道收入占比	7
图 6：富安娜归母净利润规模（亿元）及净利润率	7
图 7：富安娜 ROE、毛利率、净利润率	7
图 8：富安娜经营性净现金流/净利润	7
图 9：富安娜分红比例（%）	7
图 10：富安娜存货周转天数	8
图 11：富安娜应收账款周转天数	8
图 12：家纺龙头销售额增速与商品房销售面积增速关系	8
图 13：家纺龙头销售额增速与结婚登记对数增速关系	8
图 14：家纺品牌线下门店数变化趋势	9
图 15：淘系家纺 GMV 及同比增速	9
图 16：京东家纺 GMV 及同比增速	9

图 17: 淘系床上用品类目分品牌 GMV 占比.....	10
图 18: 淘系家纺品牌客单价.....	10
图 19: 京东床上用品类目分品牌 GMV 占比.....	10
图 20: 京东床上用品分品牌价格变化趋势.....	10
图 21: 富安娜研发支出规模及占营业收入的比例.....	10
图 22: 富安娜莫奈系列套件.....	11
图 23: 富安娜毕加索系列套件.....	11
图 24: 富安娜线下直营收入及直营门店数量.....	11
图 25: 富安娜线下直营店效及单店毛利额.....	11
图 26: 线下经销收入规模（亿元）及经销门店数.....	12
图 27: 线下经销单店提货收入及经销业务毛利率.....	12
图 28: 线上收入规模（亿元）及同比增速及毛利率.....	12
图 29: 线上分渠道收入规模（亿元）.....	12
图 30: 富安娜历史 PE Band.....	13
图 31: 富安娜历史 PB Band.....	13
附：财务预测表.....	14

## 一、富安娜公司介绍：极具艺术特色的家纺龙头

公司成立于1994年，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，拥有原创“富安娜”、“VERSAI 维莎”、“馨而乐”和“酷奇智”自有品牌。多年来，公司将研发和创新视为重要战略，以消费者睡眠健康为中心，用艺术创新设计赋予产品艺术价值，在材料工艺开发和知识产权管理方面持续投入。

### 1、高管团队人员稳定，行业经验丰富，激励机制到位

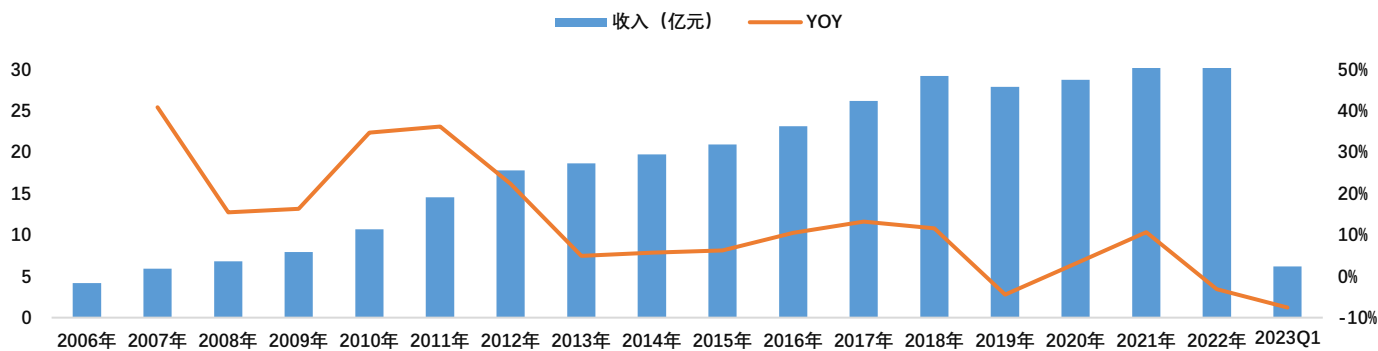
公司董事长林国芳先生，于1994年创办富安娜家居用品股份有限公司前身富安娜家饰保健用品有限公司，并历任富安娜家居用品股份有限公司董事、董事长、总经理职务。林镇成为林国芳之子，2007年加入富安娜负责电商及供应链业务。林汉凯担任家纺研发中心总监。

**良好的激励机制，绑定高管团队利益：**2011-2022年公司推出了两次股票期权，五次限制性股票激励，主要覆盖中层业务人员及核心技术骨干。实施时间分别为2011年2月、2012年5月、2014年5月、2016年3月、2017年1月、2018年11月、2020年9月。前两期的股票期权授予数量分别为248万份、307万份。后五期的限制性股票授予数量分别为885万股、1994万股、2183万股、405万股、1196万股。覆盖共计1828人次。良好的激励机制绑定了核心高管及中层技术人员的利益，理顺了分配机制。

### 2、品牌&品类&渠道布局完善，收入规模保持稳健增长


公司收入规模从2006年的4.19亿元增长至2022年的30.80亿元，年复合增速达13%。**品牌及品类布局完善：**公司拥有富安娜、维莎、馨而乐、酷奇智四个在风格定位、客群、价格带、渠道布局有显著差异化的自有品牌，其中富安娜品牌是公司收入和净利润的主要来源。品类方面包括套件、被芯、枕芯、家具及其他产品，收入占比分别为39%、39%、8%、14%，2006年至2022年收入复合增速分别为10%、17%、14%、15%。




图1：富安娜收入规模（亿元）及同比增速



资料来源：公司公告、招商证券

表1：公司拥有四大差异化定位的品牌

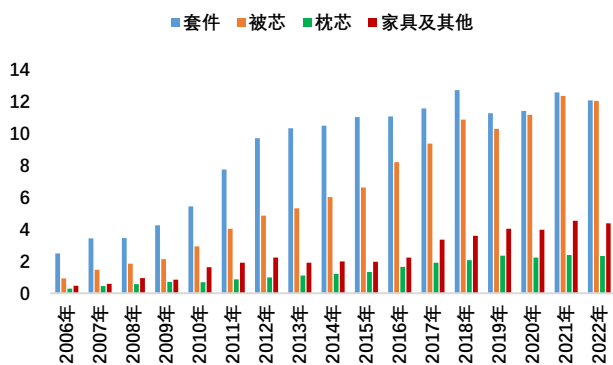
品牌名称	产品类型	风格	目标客群	价格带	城市级别	品牌风格
富安娜	套件、被芯、枕芯、家居	高贵、浪漫典雅	22-55岁城市中高消费群体	中高端 2000-6000元	新一线，一到三线	

馨而乐	套件、被芯、枕芯、家居	时尚、温馨	15-45 岁的女性消费群体	中档 1000-3000 元	新一线，一到四线	
酷奇智	套件、被芯、枕芯、家居	活泼俏丽	3-15 岁的少年儿童	中档 800-1500 元	新一线，一到四线	
维莎	套件、被芯、枕芯、家居	奢华优雅	高净值人群	高端轻奢 5000-15000 元	新一线，一二线	

资料来源：公司公告、招商证券

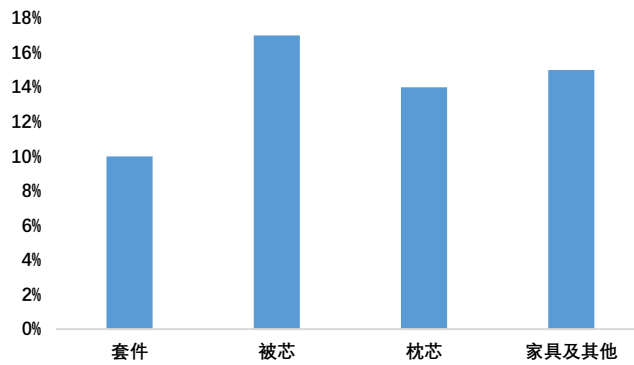
被芯类产品依靠技术升级提升功能属性，成为收入增长的主要驱动力。从发展历程来看，2006 年-2012 年为富安娜拓店高速增长阶段，收入规模从 4.19 亿元增长至 17.77 亿元，CAGR 达 27%，期间套件和芯类产品快速增长。2013 年至 2018 年收入规模从 18.64 亿增长至 29.18 亿元，CAGR 达 9%，期间套件类产品规模增速放缓，被芯、家具及其他小家居用品快速增长。随后受疫情影响，2019 年-2022 年收入 CAGR 达 3%，芯类产品仍保持较快增长，但套件、家具及其他小家居产品规模持平。

图 2：分品类收入规模（亿元）



资料来源：公司公告、招商证券

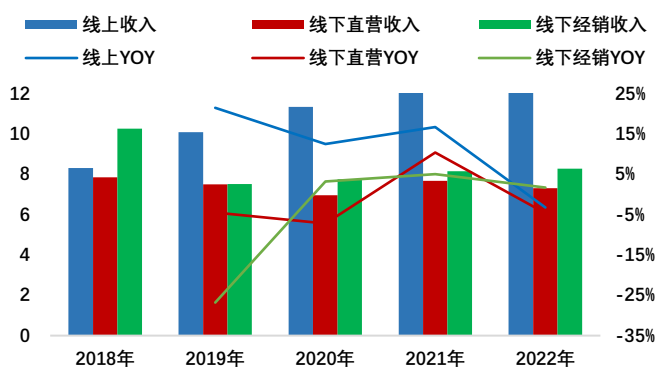
图 3：分品类收入复合增速（2006 年至 2022 年）



资料来源：公司公告、招商证券

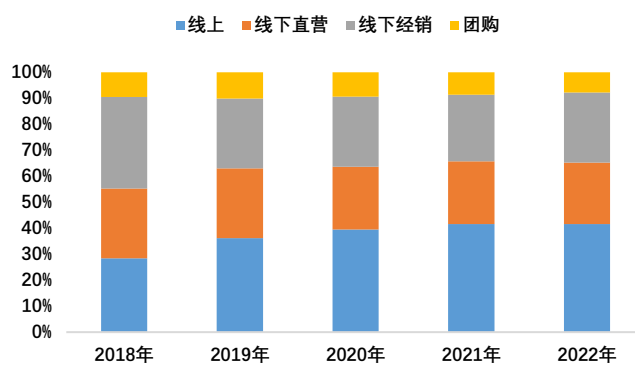
线上及线下直营占比接近七成，渠道运营能力强。从渠道结构来看，公司线上收入占比从 2018 年的 28% 提升至目前的 42%，收入规模从 2018 年的 8.3 亿元增长至 2022 年的 12.8 亿元（天猫占 30%，京东占 35%，唯品会占 13.8%），年复合增速达 11%，是驱动报表收入增长的主要因素。2019 年后线下直营收入规模保持在 7 亿左右，门店数从 454 家增长至 471 家；线下经销收入规模保持在 8 亿左右，门店数从 1093 家减少至 999 家。虽然疫情对线下客流影响较大，但公司线下收入保持稳定。

图 4: 富安娜分渠道收入规模 (亿元) 及同比增速



资料来源: 公司公告、招商证券

图 5: 富安娜分渠道收入占比

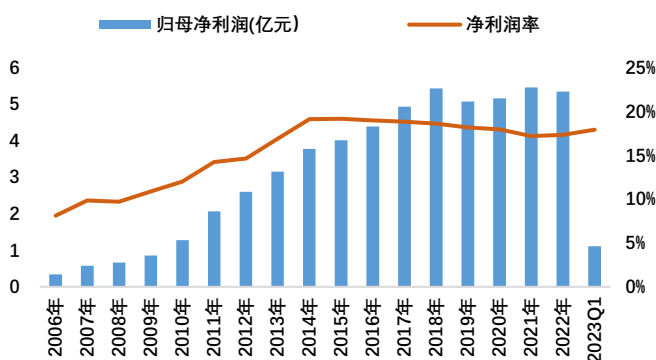


资料来源: 公司公告、招商证券

### 3、盈利能力强、存货及现金流等经营指标稳健

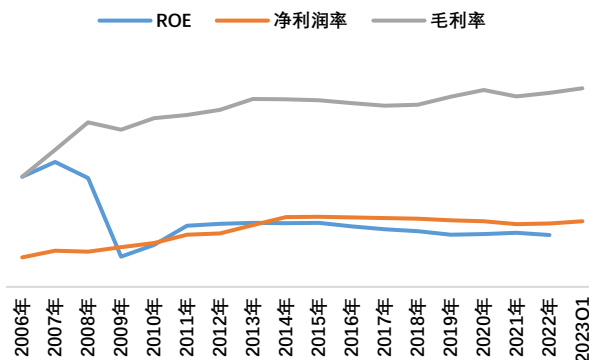
公司注重盈利能力的提升,随着品牌力的提升以及渠道结构的变化,公司毛利率从2009年的43%提升至23Q1的54%,净利率从2009年的11%提升至23Q1的18%,ROE最近三年维持在14%+。

图 6: 富安娜归母净利润规模 (亿元) 及净利率



资料来源: 公司公告、招商证券

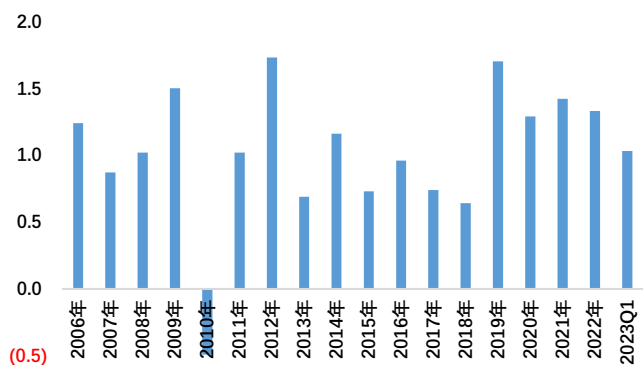
图 7: 富安娜 ROE、毛利率、净利率



资料来源: 公司公告、招商证券

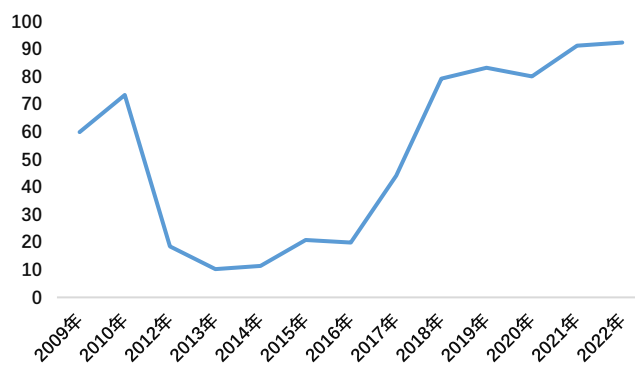
现金流充足,富安娜经营性净现金流/净利润的比例2019年后均超过了100%;存货周转天数维持在200天左右;应收账款周转天数在2020年-2022年期间维持在25-30天,较2020年前有所缩短;分红比例自2018年后保持在80%以上。

图 8: 富安娜经营性净现金流/净利润



资料来源: 公司公告、招商证券

图 9: 富安娜分红比例 (%)



资料来源: 公司公告、招商证券

图 10: 富安娜存货周转天数

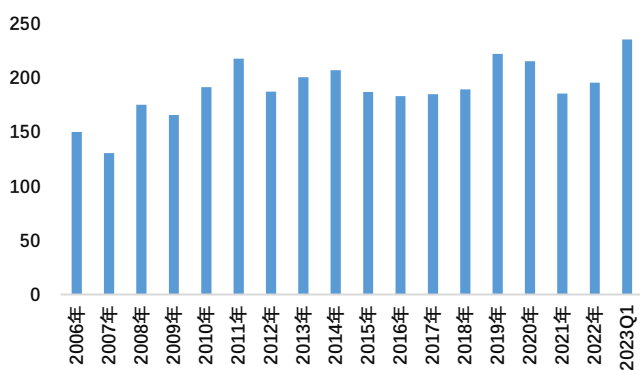
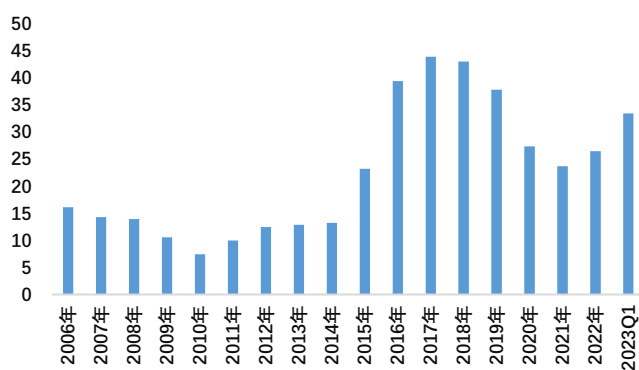


图 11: 富安娜应收账款周转天数



资料来源: 公司公告、招商证券

资料来源: 公司公告、招商证券

## 二、家纺行业: 日常换洗需求增加提升购买频次, 份额向龙头聚集

### 1、地产后周期以及婚庆属性弱化, 日常换洗需求增加

根据欧睿统计的数据显示, 2022 年床上用品规模为 1500 亿左右。我们根据草根调研、渠道构成、成交价格带推断, 日常换洗需求占比 40%左右, 乔迁、婚庆、礼品需求各占 20%。

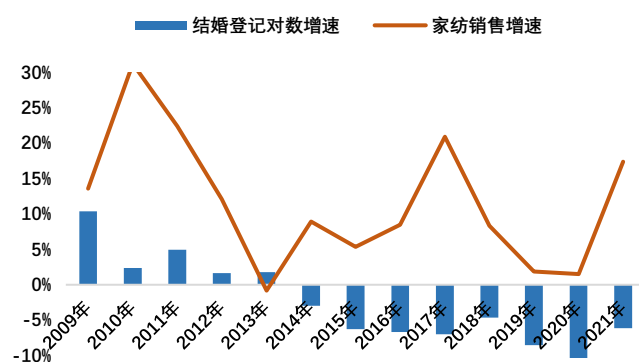
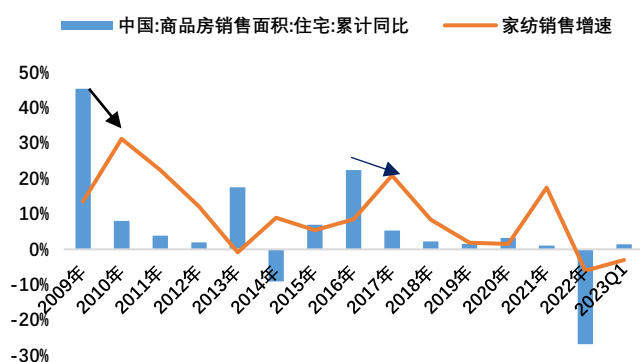
**与地产的关联度降低:** 从图 10 可以看出 2017 年前家纺销售表现滞后于商品房销售表现大约 12-18 个月。如商品房住宅在 2009 年-2010 年、2015 年-2017 年呈现销售火爆。家纺头部品牌销售则在 2010 年-2011 年、2016 年-2018 年实现了较快的增长。商品房住宅销售遇冷的 2012 年-2014 年、2018 年-2020 年, 家纺头部品牌的销售也在 2013 年-2015 年、2019 年销售增速放缓。

**头部家纺品牌的销售与婚庆需求的关联度较低:** 2013 年后结婚登记对数增速开始下滑, 头部家纺品牌销售表现相对稳健。

**日常换洗需求提升:** 2019 年后, 随着家纺电商渗透率的提升, 头部品牌线上通过专供款 (价格低于同品牌线下, 替代白牌), 推动日常更换需求占比提升, 头部家纺品牌销售表现与地产销售之间的正相关关系开始弱化。2020 年-2022 年地产销售不景气, 但是家纺龙头表现较为稳健。

图 12: 家纺龙头销售额增速与商品房销售面积增速关系

图 13: 家纺龙头销售额增速与结婚登记对数增速关系



资料来源: 公司公告、招商证券 (家纺龙头销售额增速为罗莱、富安娜、水星收入增速的平均值)

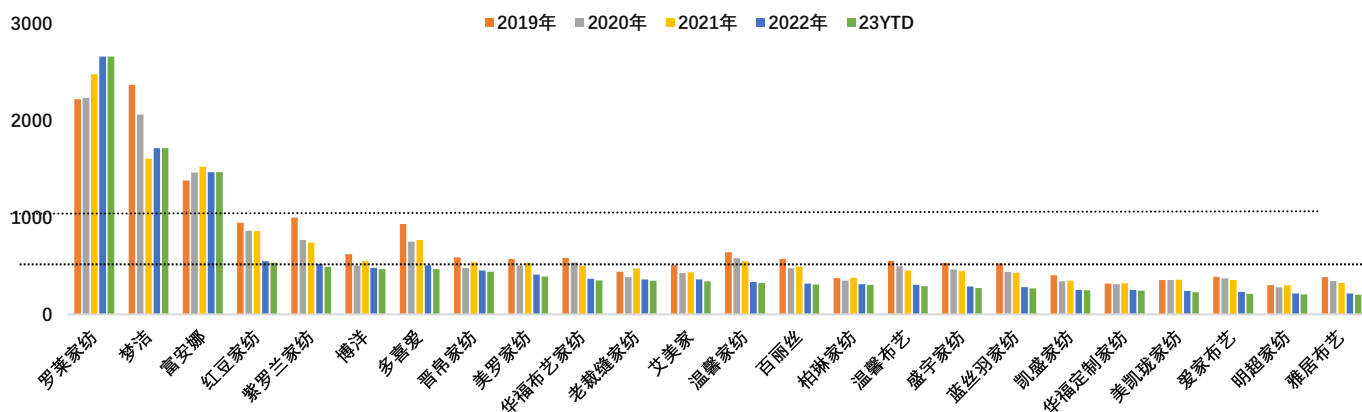
资料来源: 公司公告、招商证券 (家纺龙头销售额增速为罗莱、富安娜、水星收入增速的平均值)



## 2、竞争格局：线下向头部集中，线上品牌化趋势明显

**线下市场向头部品牌集中：**家纺行业没有外资品牌的竞争，头部品牌包括水星、罗莱、梦洁、富安娜，门店数均超过了千家，且罗莱和富安娜在疫情三年门店呈现净增状态。腰部品牌为线上白牌如南极人、北极绒；以及区域性品牌比如红豆、博洋、紫罗兰等共计 50-100 个品牌，这些品牌门店数量多则几百家，少则几十家。其余大量市场被低品质的产品所覆盖。近年来行业集中度有提升，原因在于：**第一、**疫情期间中小品牌难以为继持续关店，但是头部品牌水星、罗莱、梦洁、富安娜渠道下沉，给经销商支持力度大，抢夺线下区域品牌的份额。**第二、**头部品牌通过发力线上实施降维打击，抢夺了线上白牌以及线下区域型品牌的份额。

图 14：家纺品牌线下门店数变化趋势

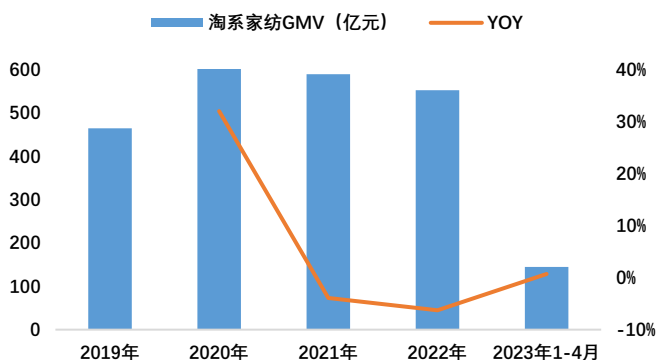


资料来源：公司公告、久谦、招商证券

**线上品质化升级：**从淘系和京东家纺 GMV 规模来看，2020 年后受疫情以及抖音分流影响，GMV 规模并没有持续增长。但是品牌竞争格局和消费倾向发生了很大变化。

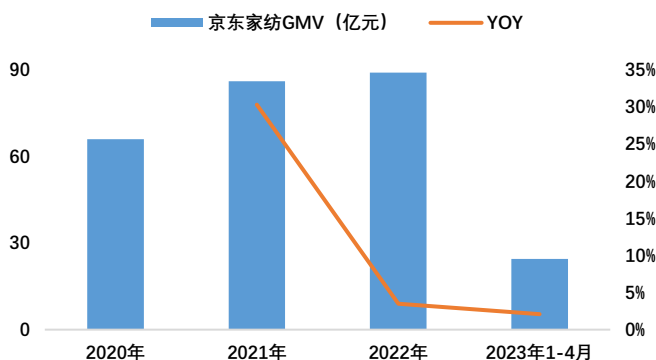
- 首先，平台流量进一步向优势大品牌倾斜，品牌企业市占率提升的趋势明显。水星、富安娜、罗莱、梦洁、博洋在 2020 年-2022 年的 6 月份和 11 月份的销售占比持续提升，白牌南极人&北极绒占比自 2022 年后持续下降
- 其次，消费者在线上购买家纺产品的客单价在不断提升，愿意为品牌溢价付费。水星、富安娜、罗莱、梦洁、博洋过去 3 年的在淘系的客单价持续提升。也印证了我们对于家纺品质化升级和购买场景变化的判断。

图 15：淘系家纺 GMV 及同比增速



资料来源：萝卜投资、招商证券

图 16：京东家纺 GMV 及同比增速



资料来源：萝卜投资、招商证券

图 17: 淘系床上用品类目分品牌 GMV 占比

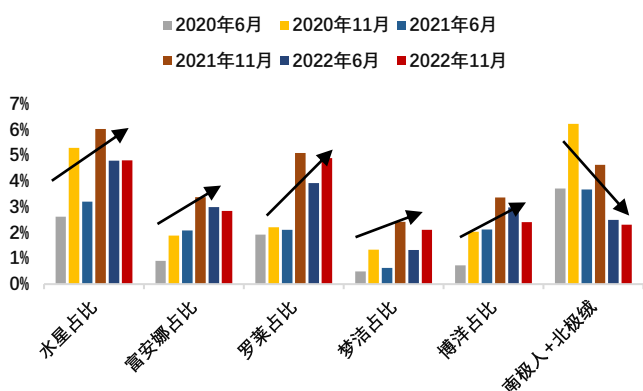
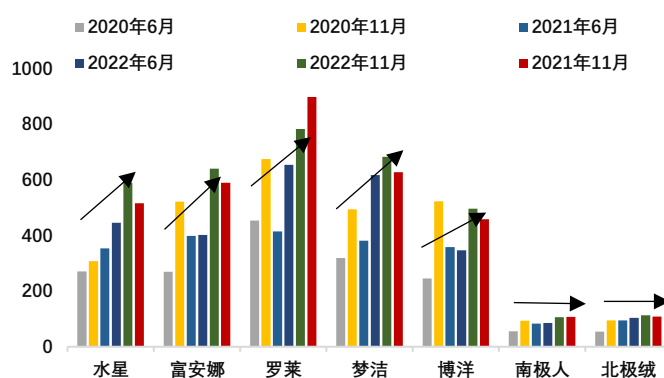


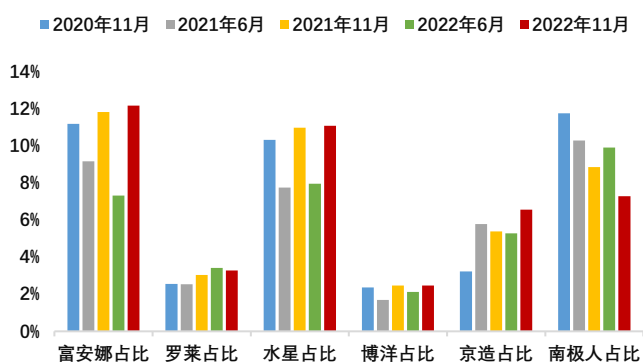
图 18: 淘系家纺品牌客单价



资料来源: 招商证券、萝卜投资

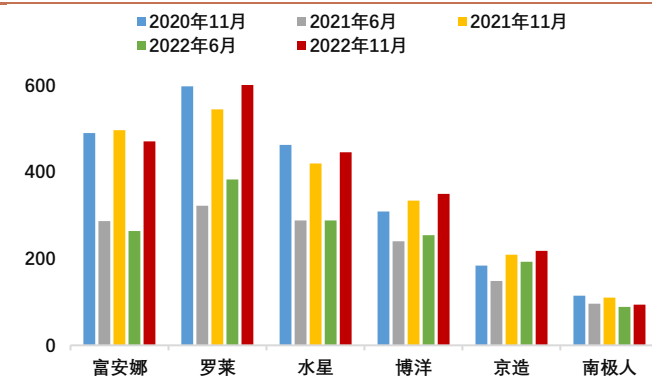
资料来源: 招商证券、萝卜投资

图 19: 京东床上用品类目分品牌 GMV 占比



资料来源: 招商证券、萝卜投资

图 20: 京东床上用品分品牌价格变化趋势



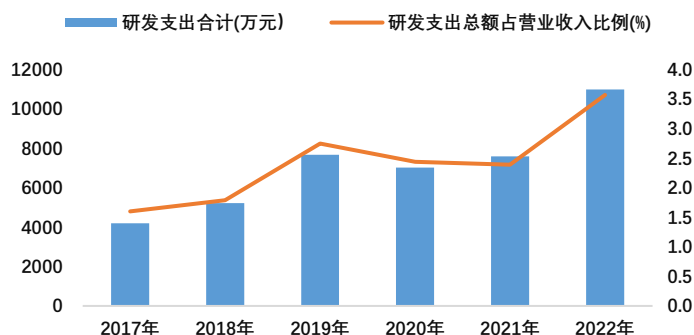
资料来源: 招商证券、萝卜投资

### 三、富安娜竞争优势总结: 艺术风格突出&渠道高度管控力&自有供应链

#### 1、产品开发能力强, 赋予了品牌独特的艺术风格以及持续迭代的产品力

**研发投入提升产品功能属性:** 截止 2022 年末, 公司研发人员 243 人, 数量占比 5.82%。研发投入金额超过 1 亿元, 占收入比例达到 3.57%。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 1408 项, 其中 2022 年内新增版权、外观专利、实用新型专利、软件著作权共 98 项。

图 21: 富安娜研发支出规模及占营业收入的比例



资料来源: 公司公告、招商证券

产品功能持续迭代, 2022 年公司推出了“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，甄选新疆长绒棉，创新的生物酶抛光工艺，使得面料绵软柔滑，光泽丝滑亮丽。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。

表 2: 富安娜在研项目

在研面料名称	效果
天然太极石纤维面料制备技术	使得面料同时具有莫代尔纤维的柔软性和含太极石纤维面料维的挺括性，有利于升温保暖。
3D 气凝胶棉纤维絮片制备技术	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。
高档真丝与胶原蛋白莫代尔混合材料制备技术	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
超柔软棉与胶原蛋白混合材料制备技术	使产品更为舒适及柔软
防静电绢丝、棉与胶原蛋白莫代尔混合材料	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

资料来源：公司公告、招商证券

品牌具有独特的艺术风格，匹配中高端定价，与客群的审美和购买力相吻合。2022 年公司以梵高、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 22: 富安娜莫奈系列套件



资料来源：富安娜公众号、招商证券

图 23: 富安娜毕加索系列套件



资料来源：富安娜公众号、招商证券

## 2、渠道管控力强

**直营渠道运营能力强：**2018 年至 2022 年受疫情影响，尽管线下客流减少，富安娜直营收入基本维持在 7 亿+水平。门店数从 346 家扩张到 471 家，单店面积在扩大。产品的个性化风格以及功能不断强化，使得直营毛利率从 2018 年的 64% 提升至 2022 年的 66.5%。

图 24: 富安娜线下直营收入及直营门店数量

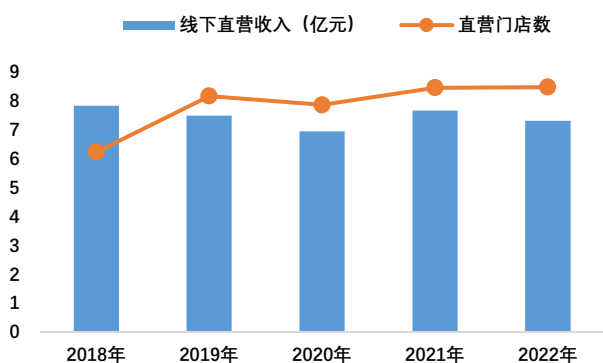
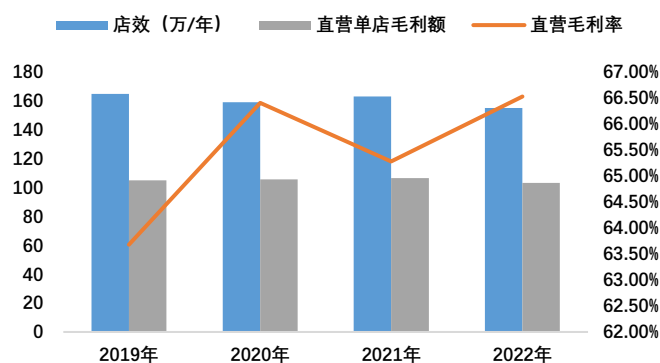


图 25: 富安娜线下直营店效及单店毛利额



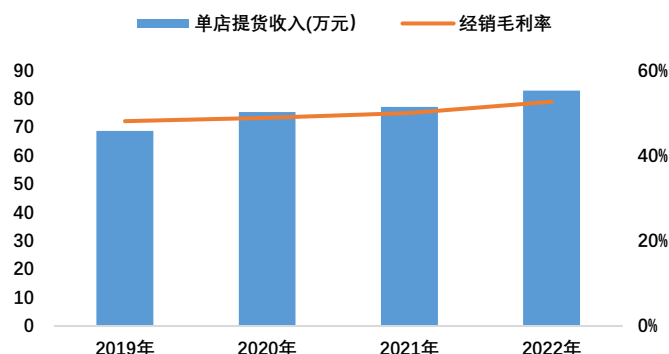
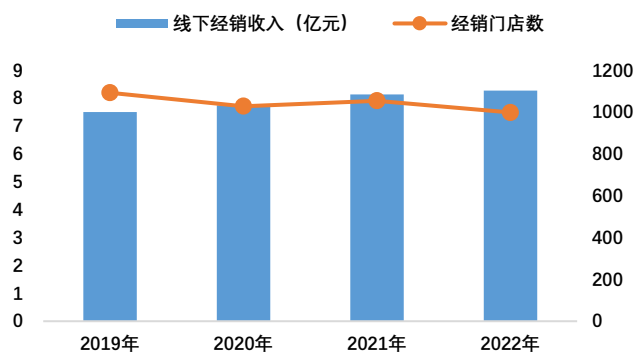
资料来源：公司公告、招商证券

资料来源：公司公告、招商证券

**经销商体系优胜劣汰：**富安娜经销收入从 2019 年的 7.51 亿元增长到 2022 年 8.28 亿元，门店数从 1093 家减少至 999 家，单店提货收入从 68.71 万元增长至 82.88 万元，经销商实现了优胜劣汰。产品升级推动经销业务毛利率从 2019 年的 48.09% 提升至 2022 年的 52.65%。

图 26：线下经销收入规模（亿元）及经销门店数

图 27：线下经销单店提货收入及经销业务毛利率



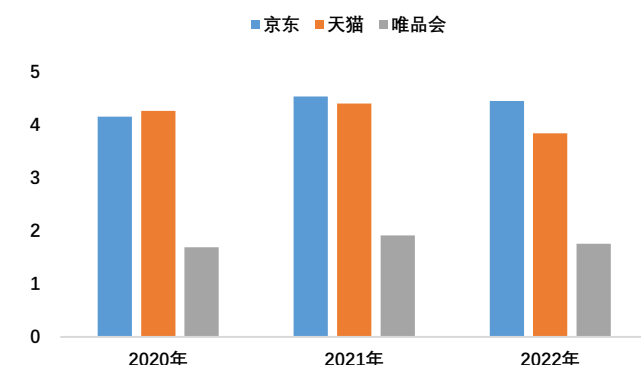
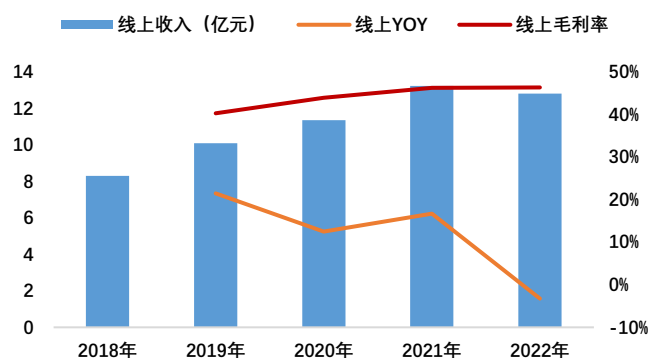
资料来源：公司公告、招商证券

资料来源：公司公告、招商证券

**线上保持稳健增长，毛利率显著提升：**2018 年至 2022 年富安娜线上收入从 8.3 亿元增长至 12.8 亿元（天猫占 30%，京东 35%，唯品会 13.8%），CAGR 达 11%，线上毛利率从 40% 提升至 46%，公司对电商团队的考核主要侧重毛利润的提升，是健康良性的发展。

图 28：线上收入规模（亿元）及同比增速及毛利率

图 29：线上分渠道收入规模（亿元）



资料来源：公司公告、招商证券

资料来源：公司公告、招商证券

### 3、自建供应链，保障供货效率及品质

在供应链方面，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 21 万平方米，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。公司从材料溯源、开发新品、科技协同三方面来提升供应链管理的市场化布局，对供应商引入、订单、排产、物料、送货及库存方面的柔性化管理持续提升。

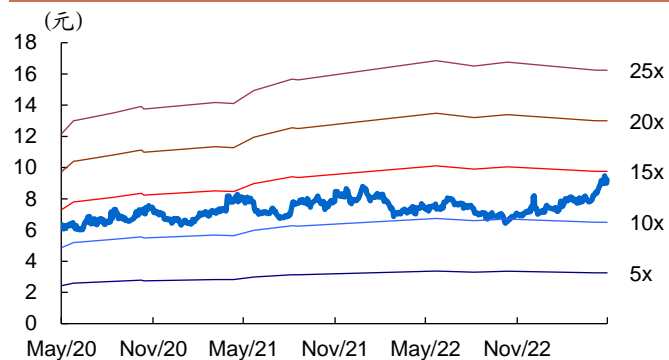
## 四、盈利预测

维持此前的盈利预测不变，考虑到门店扩张以及客流恢复等因素，预计公司 2023 年-2025 年收入规模分别为 33.28 亿元、36.32 亿元、39.76 亿元，同比增速分别为 8%、9%、9%。考虑到产品结构升级带动毛利率提升，净利润率有所提升，预计 2023 年-2025 年公司净利润规模分别为 5.82 亿元、6.37 亿元、7.04 亿元，同比增速分别为 9%、9%、10%。对应当前 PE13X，维持强烈推荐评级。

## 五、风险提示

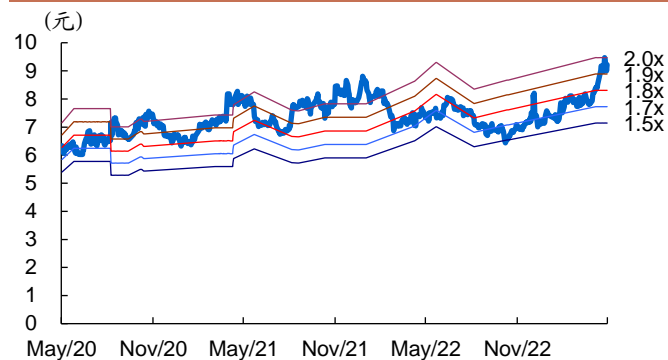
消费能力恢复不及预期的风险；渠道运营能力下降导致净利润率下降的风险。

图 30: 富安娜历史 PE Band



资料来源：公司数据、招商证券

图 31: 富安娜历史 PB Band



资料来源：公司数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	2368	2871	3003	3245	3529
现金	422	495	545	659	799
交易性投资	863	1011	1011	1011	1011
应收票据	1	0	0	0	0
应收款项	197	256	257	280	307
其它应收款	34	45	48	53	58
存货	812	760	812	882	961
其他	38	305	330	360	394
<b>非流动资产</b>	2345	1802	1792	1755	1703
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	1097	1216	1227	1208	1170
无形资产商誉	104	99	89	80	72
其他	1145	488	476	468	461
<b>资产总计</b>	<b>4713</b>	<b>4673</b>	<b>4795</b>	<b>5000</b>	<b>5232</b>
<b>流动负债</b>	850	787	824	857	895
短期借款	1	0	100	100	100
应付账款	409	323	348	379	412
预收账款	35	35	38	42	45
其他	405	429	337	337	337
<b>长期负债</b>	163	117	117	117	117
长期借款	0	0	0	0	0
其他	163	117	117	117	117
<b>负债合计</b>	<b>1013</b>	<b>904</b>	<b>941</b>	<b>974</b>	<b>1012</b>
股本	828	828	828	828	828
资本公积金	(0)	31	31	31	31
留存收益	2872	2910	2995	3167	3361
少数股东权益	0	0	0	0	0
归属于母公司所有者权益	3700	3769	3854	4026	4220
<b>负债及权益合计</b>	<b>4713</b>	<b>4673</b>	<b>4795</b>	<b>5000</b>	<b>5232</b>

现金流量表

单位：百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>经营活动现金流</b>	775	710	612	621	671
净利润	546	534	582	637	704
折旧摊销	103	110	89	87	83
财务费用	10	(13)	2	1	0
投资收益	(39)	(84)	(9)	(9)	(9)
营运资金变动	130	177	(53)	(97)	(109)
其它	24	(14)	1	2	2
<b>投资活动现金流</b>	(127)	6	(71)	(41)	(21)
资本支出	(79)	(41)	(80)	(50)	(30)
其他投资	(47)	47	9	9	9
<b>筹资活动现金流</b>	(660)	(613)	(490)	(467)	(510)
借款变动	(426)	(116)	8	0	0
普通股增加	(23)	(1)	0	0	0
资本公积增加	81	32	0	0	0
股利分配	(426)	(497)	(497)	(466)	(510)
其他	134	(31)	(2)	(1)	(0)
<b>现金净增加额</b>	<b>(12)</b>	<b>104</b>	<b>50</b>	<b>113</b>	<b>140</b>

利润表

单位：百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>营业总收入</b>	3179	3080	3328	3632	3976
营业成本	1522	1444	1560	1696	1846
营业税金及附加	33	31	34	37	40
营业费用	734	789	805	883	966
管理费用	153	124	134	143	155
研发费用	76	110	119	130	142
财务费用	9	(8)	2	1	0
资产减值损失	(11)	25	0	0	0
公允价值变动收益	(41)	(80)	(80)	(80)	(80)
其他收益	4	5	5	5	5
投资收益	39	84	84	84	84
<b>营业利润</b>	642	623	683	752	836
营业外收入	39	25	25	25	25
营业外支出	3	3	3	3	3
<b>利润总额</b>	678	645	705	774	858
所得税	132	112	124	137	154
少数股东损益	0	0	0	0	0
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>546</b>	<b>534</b>	<b>582</b>	<b>637</b>	<b>704</b>

主要财务比率

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>年成长率</b>					
营业总收入	11%	-3%	8%	9%	9%
营业利润	7%	-3%	10%	10%	11%
归母净利润	6%	-2%	9%	9%	10%
<b>获利能力</b>					
毛利率	52.1%	53.1%	53.1%	53.3%	53.6%
净利率	17.2%	17.3%	17.5%	17.5%	17.7%
ROE	15.0%	14.3%	15.3%	16.2%	17.1%
ROIC	13.9%	12.9%	14.0%	14.9%	15.9%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	21.5%	19.3%	19.6%	19.5%	19.3%
净负债比率	2.2%	2.0%	2.1%	2.0%	1.9%
流动比率	2.8	3.6	3.6	3.8	3.9
速动比率	1.8	2.7	2.7	2.8	2.9
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.7	0.7	0.7	0.7	0.8
存货周转率	1.9	1.8	2.0	2.0	2.0
应收账款周转率	15.1	13.6	13.0	13.5	13.5
应付账款周转率	3.7	3.9	4.6	4.7	4.7
<b>每股资料(元)</b>					
EPS	0.66	0.64	0.70	0.77	0.85
每股经营净现金	0.93	0.86	0.74	0.75	0.81
每股净资产	4.46	4.54	4.65	4.85	5.09
每股股利	0.60	0.60	0.56	0.61	0.68
<b>估值比率</b>					
PE	14.0	14.3	13.1	12.0	10.9
PB	2.1	2.0	2.0	1.9	1.8
EV/EBITDA	10.1	10.6	9.3	8.6	7.8

资料来源：公司数据、招商证券

## 分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

**赵中平：**香港中文大学硕士，对外经济贸易大学学士，2014-2016年分别就职于安信证券，银河证券，2016-2021年就职于广发证券轻工行业首席分析师，2020年新财富，水晶球，新浪金麒麟均获得第三名，2021年加入招商证券，任轻工时尚首席分析师。

**刘丽：**对外经济贸易大学会计学硕士，2011-2015年就职于国美控股集团投资部，2015-2017.7太平洋证券服饰纺织行业分析师，2017年8月加入招商证券，2021年起任美妆时尚联席首席。

**毕先磊：**山东大学金融硕士，吉林大学工学学士，曾就职于德邦证券研究所轻工组，2021年加入招商证券，研究方向为轻工制造。

**王鹏：**华威商学院金融学硕士，中山大学金融学学士，2020-2021年就职于万联证券，2021年加入招商证券，任研究助理，研究方向为轻工新消费。

**王月：**香港理工大学运筹学及风险分析硕士，华北电力大学电气工程及其自动化学士，曾就职于基金公司，2021-2023年就职于天风证券研究所轻工组，2023年加入招商证券，研究方向为轻工新消费。

**王梓旭：**中央财经大学硕士，2022年加入招商证券，任研究助理，研究方向为纺织服装。

## 评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后6-12个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A股市场以沪深300指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500指数为基准。具体标准如下：

### 股票评级

**强烈推荐：**预期公司股价涨幅超越基准指数20%以上

**增持：**预期公司股价涨幅超越基准指数5-20%之间

**中性：**预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

**减持：**预期公司股价表现弱于基准指数5%以上

### 行业评级

**推荐：**行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

**中性：**行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

**回避：**行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

## 重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。