

富安娜（002327.SZ）

公司报告 | 首次评级报告



吴宇同
家电、服饰 & 医美
化妆品研究员

2026年1月27日

基本信息

所属行业	消费品
当前股价	6.83
总市值	57.25亿
PE-TTM	14.01
PB-MRQ	1.65

估值结果

	价值	90.96亿
DDM估值	上行空间	59%
	状态	低估
	价值	85.68亿
动态估值	上行空间	50%
	状态	偏低估

四维评级

成长空间	★★★★☆
盈利趋势	★★★★☆
产业格局	★★★★☆
护城河	★★★★☆

核心评级结论

富安娜作为国内中高端家纺行业领先企业，核心聚焦纺织家居、睡眠家居及生活类产品的研发、设计、生产与销售，以“艺术家纺”为核心定位打造多品牌矩阵，主营套件、被芯、枕芯等核心床上用品。

公司的成长空间较低，主要是由于行业需求主要由更新需求拉动，行业预计保持个位数增长。盈利趋势一般，主要是由于伴随着行业竞争加剧，公司可能需要不断的提高投放来维持品牌知名度，未来的净利率可能回落。产业格局较好，主要是由于公司深耕“艺术家纺”路线，核心品牌价格带2000-6000元，新进入者较难在该价格段对其产生冲击。公司具备一定的品牌和渠道护城河。公司实现多品牌布局，覆盖不同价格带的产品。在产品设计上富安娜秉承艺术家纺的理念，与同行相比产品具备更高的识别度，因此品牌核心受众的粘性更强。

基于行业未来保持个位数增长，公司的市占率未来基本保持稳定的假设，根据壹评级的ddm模型和动态估值模型，公司当前处于偏低估的状态。

我们区别于市场的观点

我们认为富安娜当前处于偏低估状态。市场过度聚焦富安娜短期业绩承压与消费疲软的利空，却低估其中高端壁垒韧性、业绩修复弹性及估值安全边际，当前公司偏低估。其一，业绩端边际改善明确，2025年三季度营收、净利润降幅持续收窄，库存去化推进。其二，品牌壁垒稳固，中高端艺术家纺定位稀缺，市占率稳居行业头部。其三，渠道与产品优化持续，线下提效+线上精细化运营，后续消费回暖将充分释放业绩弹性，带动估值修复。

风险提示

（1）开店不及预期：若公司今年开店较少则可能影响收入水平；（2）国内家纺消费恢复不及预期：若整体国内家纺消费偏疲软，则会影响公司终端零售及库存水平。

内容目录

1. 基本信息	4
2. 业务介绍	4
3. 商业模式	4
3.1 资产强度	4
3.2 营销强度	5
4. 历史经营绩效	5
4.1 历史盈利能力	5
4.2 历史成长能力	5
4.3 历史业务控制力及财务健康评级	6
4.4 股东回报评级	6
5. 四维评级	6
5.1 成长空间	6
5.2 盈利趋势	7
5.3 产业格局	7
5.4 护城河	7
6. 公司估值	8
6.1 核心假设及逻辑	8
6.2 动态估值	9
6.3 DDM估值	9
6.4 估值确定性	9

图表目录

图1：预测2025年收入占比	2
图2：预测2025年毛利占比	2
图3：近年公司盈利能力趋势图	3
图4：近年公司历史成长能力趋势图	3
图5：近年公司历史业务控制力及财务健康表现趋势	4
图6：近年股东回报能力趋势图	4
表1：护城河详解表	5
表2：公司整体业绩预测	6
表3：公司分业务业绩预测	7
表4：公司整体及分业务动态估值	7
表5：公司整体及分业务DDM估值	7

1. 基本信息

富安娜是中国家纺行业的领军企业之一，成立1994年8月，总部位于深圳，集研发、设计、生产、销售及物流于一体，以“创造美好睡眠生活，打造百年家居品牌”为核心理念。公司旗下拥有五大品牌：主打高端时尚的“富安娜”、年轻温馨的“馨而乐”、艺术轻奢的“维莎”、大众休闲的“圣之花”以及专注儿童家纺的“酷奇智”，覆盖多层次消费需求。

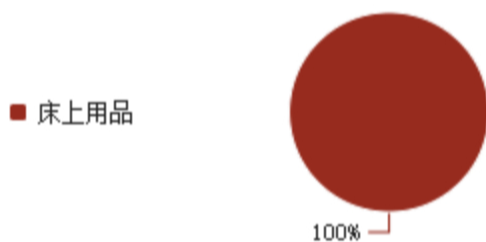
2. 业务介绍

对于富安娜公司，我们对其业务和竞争市场界定如下：

床上用品：

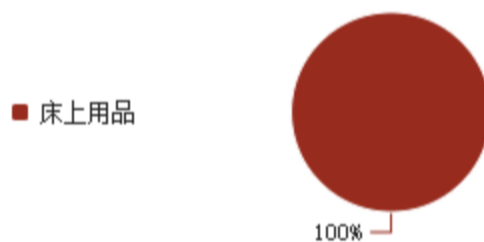
主要包括床品套件、被芯系列、枕芯产品、单件床品。整体定位中高端，强调艺术设计与品质，覆盖家庭全场景睡眠需求。我们对该业务的市场定义为国内市场。

图1：预测2025年收入占比



数据来源：公司财报，壹评级

图2：预测2025年毛利占比



数据来源：公司财报，壹评级

3. 商业模式

富安娜聚焦中高端艺术家纺赛道，核心品类套件、被芯贡献八成以上收入，主打艺术设计与品质。以设计研发、品牌运营为核心，生产环节部分外包。渠道以线下加盟为主，直营为辅，线上多平台协同，营销强度高，注重内容电商布局与会员运营，强化品牌溢价。

3.1 资产强度

低 较低 中等 较高 高

公司的资产强度较高，主要是由于主营中高端家纺，需储备多样面料与艺术设计款产品，公司库存占比一直居高不下，库存周转效率偏慢，成为资产端的主要拖累；同时为稳定加盟渠道合作，公司适度放宽了授信政策，进而导致应收账款周转天数同比明显上升。

3.2 营销强度

低 较低 中等 较高 高

公司的营销强度高，主要是由于主打中高端艺术家纺，需持续投入营销强化品牌差异化与溢价能力；线下近千家门店需终端运营、加盟商扶持及门店升级投入，线上则加大精准投放与大单品推广力度；同时行业需求低迷、渠道去库压力下，需通过营销拉动终端动销。

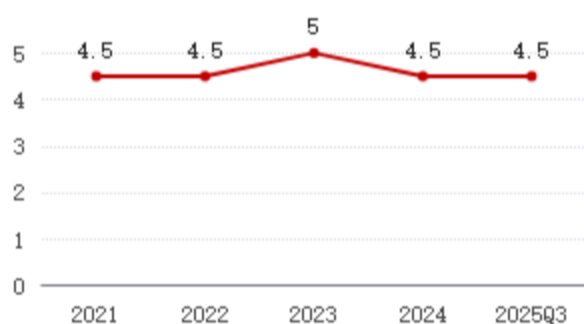
4. 历史经营绩效

公司的历史盈利能力、业务控制能力和股东回报均表现较优，主要是由于公司定位中高端家纺，产品具备较高的溢价，公司上下游的控制较好、公司的历史成长能力表现较差，主要是由于家纺行业属于成熟行业，叠加近年来宏观经济不景气，公司的收入和利润较为承压。

4.1 历史盈利能力

★★★★★

图3：近年公司盈利能力趋势图



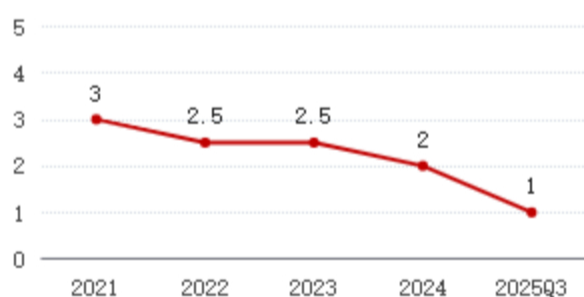
数据来源：公司财报，壹评级

公司的历史盈利能力较好，主要是由于公司定位中高端家纺，产品具备较高的溢价。2025年前三季度公司的盈利能力承压，主要是由于加盟渠道去库存导致提货意愿不足，线下终端客流减少；加大库存清理致毛利率短期下滑；电商流量成本上涨且转化率下降，销售费用率提升。

4.2 历史成长能力

☆☆☆☆☆

图4：近年公司历史成长能力趋势图



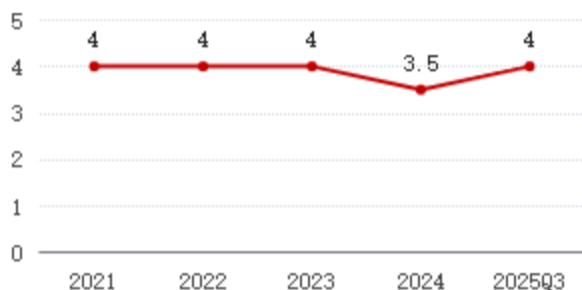
数据来源：公司财报，壹评级

公司的历史成长能力较差，且逐渐下降，主要是由于地产行业长期下行、居民消费意愿疲软，直接导致家纺行业整体需求陷入低迷，市场终端消费动力不足，动销表现持续乏力，进而对公司的营收增长与规模扩张形成显著的外部制约，成长端持续承压。

4.3 历史业务控制力及财务健康评级

★★★★☆

图5：近年公司历史业务控制力及财务健康表现趋势



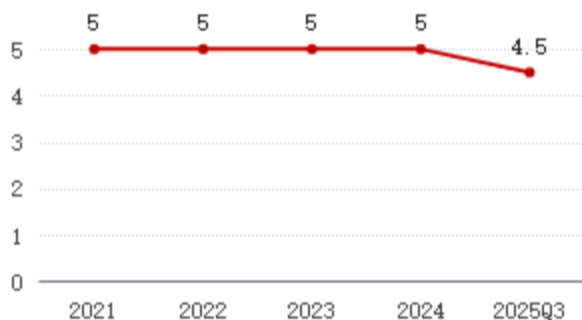
数据来源：公司财报，壹评级

公司的历史业务控制能力较好。上游方面，家纺原材料供应商高度分散，公司凭借规模集采掌握议价主动权，与供应商建立长期战略协作。下游依托中高端艺术家纺的品牌溢价，对消费者议价能力强。

4.4 股东回报评级

★★★★☆

图6：近年股东回报能力趋势图



数据来源：公司财报，壹评级

公司的股东回报星级较高。近年来公司的分红比例均在90%以上，公司的现金流情况较好，有能力进行高分红，同时也彰显公司注重股东回报。

5. 四维评级

公司的成长空间和盈利趋势星级较低，产业格局和护城河星级相对较高。公司的成长空间较低，主要是由于家纺行业为成熟行业，天花板较低。公司在中高端家纺市场具备一定的品牌和渠道护城河，公司具备一定的护城河。

5.1 成长空间

★★☆☆☆

公司未来的成长空间较低，家纺需求属于刚需，但是消费频次较低，拉动行业需求的两大场景一是结婚场景，二是乔迁场景。当前结婚人数和房屋销售不景气，行业需求主要由更新需求拉动，对于家纺行业整体的增速预测保持个位数增长。

床上用品(2星):

该业务的成长空间受限，家纺虽属消费刚需但消费频次偏低，婚庆、乔迁为行业两大核心需求驱动场景；当前婚庆人数下滑、房屋销售表现疲软，行业需求已转向更新需求主导，据此预判家纺行业整体增速将维持个位数水平。

5.2 盈利趋势

★★★★☆

公司的盈利趋势处于中等水平，伴随着行业竞争加剧，公司可能需要不断的提高投放来维持品牌知名度，未来的净利率可能回落。

床上用品(2.5星):

该业务的盈利能力未来可能走弱。当前行业竞争持续加剧，公司为维持品牌知名度，大概率需要持续加大市场投放力度，投放端的增加将对利润形成挤压，预计公司未来净利率存在回落压力。

5.3 产业格局

★★★★☆

在中高端家纺领域，公司的产业格局较好，主要是由于公司的深耕“艺术家纺”路线，核心品牌价格带2000-6000元，新进入者较难在该价格段对其产生冲击。

床上用品(4星):

该业务的竞争格局相对较好，主要是由于长期深耕“艺术家纺”的差异化路线，其核心品牌精准锚定2000-6000元中高端价格带，高度匹配目标客群的消费需求，也因此构筑起较强的客户粘性。

5.4 护城河

★★★★☆

公司具备一定的品牌和渠道护城河。公司实现多品牌布局，覆盖不同价格带的产品。在产品设计上富安娜秉承艺术家纺的理念，与同行相比产品具备更高的识别度，因此品牌核心受众的粘性更强。

表1：护城河详解表

	护城河宽度及解释	护城河持续性及解释
床上用品	(3星) 该业务的护城河宽度星级中等偏上。其经壹评级调整的ROE为22.8%，经壹评级调整的ROIC为20.8%，具有一定的超额收益。该业务的业务控制力较好，且较为稳定，盈利质量较好。	(3.5星) 该业务的护城河持续性处于中等偏上水平，主要是具备品牌和渠道护城河。公司在中高端家纺市场具备一定的品牌，目标客户的粘性较强。但是公司的产品设计与年轻消费者的审美存在一定的代沟，渠道端，线下客流下滑、库存高企，线上运营效率低且流量转化弱，线上平价款与线下高端款形成渠道割裂，叠加行业线上化提速，传统渠道优势持续弱化。公司的护城河未来有一定的被侵蚀的风险。

数据来源：壹评级

6. 公司估值

基于行业未来保持个位数增长，公司的市占率未来基本保持稳定的假设，根据壹评级的ddm模型和动态估值模型，公司当前处于偏低估的状态。

6.1 核心假设及逻辑

公司的主营业务是床上用品，我们对该业务进行盈利预测并估值。

业务1：床上用品

收入假设：

在消费升级的带动下，家纺行业保持高个位数增长，预计未来公司的市占率保持稳定。2025年以来公司加盟业务处于去库阶段，同时低效门店持续缩减，2025H1加盟业务营收下降43%，门店净关59家，进入Q3后我们预计加盟营收同比或仍有下降（降幅对比上半年预计收窄），我们判断2025年公司整体均以去库为主线，展望2025Q4该趋势或延续，预计2025年业绩下滑35%左右。后随着库存的健康化，2026年公司加盟业务经营表现有望对比2025年改善。我们预计2025-2030年的收入分别同比增长-13%/5%/5%/5%/5%/5%。

盈利能力假设：

我们认为伴随行业竞争加剧，未来公司的毛利率可能下降，我们预计毛利率将从2024年的56.1%下降至2030年的54.9%。与此同时，由于竞争格局恶化，我们认为公司的销售费用率将会维持较高的水平，我们预计公司的销售费用率将从2024年的27.6%提升至2030年的30.7%。

表2：公司整体业绩预测

富安娜	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	30.8	30.3	30.1	26.2	27.5	28.9	30.3	31.8
归母净利润(亿)	5.3	5.7	5.4	4.5	4.6	4.8	4.9	5.0
归母净利润增速(%)	-2.2	7.2	-5.2	-16.8	2.9	2.9	2.8	2.7
经营性净利润(亿)	5.2	5.4	5.1	4.5	4.6	4.8	4.9	5.0
经营性净利润增速(%)	-4.9	3.8	-5.8	-11.1	2.9	2.9	2.8	2.7
经营性归母净利润(亿)	5.2	5.4	5.1	4.5	4.6	4.8	4.9	5.0
经营性归母净利润增速(%)	-4.9	3.8	-5.8	-11.1	2.9	2.9	2.8	2.7

数据来源：壹评级

表3：公司分业务业绩预测

床上用品	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	30.8	30.3	30.1	26.2	27.5	28.9	30.3	31.8
收入增速(%)	-3.1	-1.6	-0.6	-13.0	5.0	5.0	5.0	5.0
经营性净利润(亿)	5.2	5.4	5.1	4.5	4.6	4.8	4.9	5.0
经营性净利率(%)	16.8	17.8	16.9	17.2	16.9	16.5	16.2	15.8
经营性净利润增速(%)	-4.9	3.8	-5.8	-11.1	2.9	2.9	2.8	2.7

数据来源：壹评级

6.2 动态估值

表4：公司整体及分业务动态估值

业务	半显性期CAGR	增速描述	产业格局	护城河持续性	贴现率	综合倍数	有效盈利预测(亿)
床上用品	5.0%	中等-	较好	较强	8.5%	13.85	4.9
业务	显性期价值	显性期后价值	业务价值	富余现金	少数股东权益价值	股权投资价值	总价值
床上用品(亿)	24.3	49.5	73.8	11.9	-	-	85.7
公司整体测算(亿)	24.3	49.5	73.8	11.9	-	-	85.7

数据来源：壹评级

6.3 DDM估值

表5：公司整体及分业务DDM估值

业务	预测期价值	永续期价值	业务价值	富余现金	少数股东权益价值	股权投资价值	总价值
床上用品(亿)	49.5	29.6	79.1	11.9	-	-	91.0
公司整体测算(亿)	49.5	29.6	79.1	11.9	-	-	91.0

数据来源：壹评级

6.4 估值确定性

☆☆☆☆☆

公司的估值确定性一般，主要是由于家纺行业的竞争加剧，线上流量成本攀升、线下门店固定费用高企，销售费用率持续走高且投放弹性大，盈利能力具备较高的不确定性，盈利表现较难预测。

附注

四维评级

四维评级是对上市公司成长空间、盈利趋势、产业格局、护城河四个维度的评级，其综合评价了一家公司的基本面情况。在评级中，我们结合了财务数据、行业数据、公司调研等多元信息，在研究员深度研究后，利用壹评级的自研评价体系，得到公司的各维度星级。

四个维度的星级大致按如下比例分布：

星级	5	4.5	4	3.5	3	2.5	2	1.5	1	0.5
比例	3%	7%	10%	15%	15%	15%	15%	10%	7%	3%

①成长空间

成长空间主要衡量公司未来的收入成长能力，其综合考虑了中短期（未来5年）、长期（未来5到10年）公司的成长能力，也考虑了公司未来增长的边际变化及确定性。

②盈利趋势

盈利趋势主要反应的是未来5年内公司盈利及产品景气的波动趋势。我们综合考虑了未来行业的供需景气变动、价格成本变化及格局的趋势性改变。

③产业格局

产业格局衡量的是公司产品的竞争格局情况，在公司业务的产品属性基础上，结合未来格局、进入壁垒、对上下游议价能力及替代风险等角度，综合评价公司产品的产业竞争格局。

④护城河

护城河维度主要考虑当前公司的护城河宽度及未来公司护城河的可持续性，我们根据公司的超额盈利、业务控制力和市占率情况评价公司的护城河宽度，并将其归因到品牌、渠道、资源、技术等若干个潜在护城河之中，并对这些护城河的持续性做出合理评估。综合考虑护城河的宽度与持续性，给出护城河星级。

DDM估值

壹评级DDM估值是对公司未来的预测分红进行折现得出的估值。估值过程中，我们基于以下基本假设：公司在保持合理周转率、合理负债率以及合理必要现金前提下，公司未来盈利可分尽分

动态估值

壹评级动态估值，采用倍数法对公司价值进行快速评估。我们主要采用显性期（通常为5年）末两年末两年加权盈利预测-作为盈利基准，乘以适当倍数，根据风险折现后得到其估值。动态估值中的倍数以显性期后成长能力为基准，根据产业格局、护城河持续性、风险情况等进行调整，得到合适的估值倍数。

估值状态

估值状态主要用上行空间这一指标来衡量，上行空间(X) = 估值/市值-1，其与估值状态的对应关系如下：

区间	$X < -50\%$	$-50\% \leq X < -30\%$	$-33\% \leq X < -20\%$	$-20\% \leq X < 25\%$	$25\% \leq X < 50\%$	$50\% \leq X < 100\%$	$X \geq 100\%$
估值状态	严重高估	高估	偏高估	合理估值	偏低估	低估	严重低估

经营性净利润/经营性归母净利润

经营性净利润相比于报表净利润主要剔除了金融相关收益，如金融性收益、财务收入等，主要体现公司在业务经营方面产生的收益。经营性归母净利润则进一步剔除了其相关的少数股东损益。

量化星级部分

商业模式和历史经营绩效部分所列示的量化星级是根据上市公司披露的公开信息和数据加工处理而成的星级指标，以下为各分项的计算说明：

1. 历史成长能力

该评级主要是对公司的营业收入、营业利润、归母净利润等的增长率数据进行定量计算，得到星级结果。

2. 历史盈利能力

该评级主要对公司的ROE、ROIC、扣非净利率等数据进行定量计算，得到星级结果。

3. 历史业务控制力及财务健康评级

该评级主要对公司的经营性现金流净额的收入占比、净占款在资产中的占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

4. 股东回报评级

该评级主要对公司的盈利能力、分红率等数据进行定量计算，得到星级结果。

5. 资产强度

该评级主要对公司的固定资产、在建工程等长期经营资产的数值及比例等数据进行定量计算，得到星级结果。

6. 研发高端度

该评级主要对公司的人均研发费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

7. 研发强度

该评级主要对公司的单位收入研发费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

8. 营销强度

该评级主要对公司的单位收入销售费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

9. 人力资源密集度

该评级主要对公司的单位收入薪酬等数据进行定量计算，得到星级结果。

10. 人力资源高端度

该评级主要对公司的人均薪酬等数据进行定量计算，得到星级结果。

11. 客户集中度

该评级主要对公司的头部客户占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

12. 供应商集中度

该评级主要对公司的头部供应商占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

13. 整体供应链集中度

该评级主要对公司的头部客户占比和头部供应商占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

免责声明

本研究资料的信息由壹评级(以下简称“本公司”)基于已公开的资料或信息加工处理而成。本研究资料所载的信息、资料、推测及评价仅反映本公司于发布本研究资料时的判断，不保证所包含信息不发生任何变更。在不同时期，本公司可发出与本研究资料所载信息、资料、推测及评价不一致的研究资料。本公司不保证本研究资料所含信息及资料保持在最新状态。同时，本公司对本研究资料所含信息及资料可在不发出通知的情形下做出补充、更新和修改，客户应当自行关注相应的更新或修改。

本研究资料中的信息或所表述的评价仅供参考之用，均不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本研究资料中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。本研究资料版权归“壹评级”所有，未经事先书面授权，任何机构和个人对本研究资料的任何部分不得以任何形翻版、复制、发表或引用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“壹评级”，且不得对本研究资料进行任何有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本研究资料的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。