

艺术家纺之典范

富安娜 (002327)

评级: 中性 (首次)

股价: 37.97 元

深度报告

2009 年 1 月 22 日 星期五

消费品小组

张先萍

021-50586660-8633

zxp@longone.com.cn

纺织服装行业

联系人: 顾颖

021-50586660-8638

dhresearch@longone.com.cn

重要数据

总股本(亿股)	1.03
流通股本(亿股)	0.208
总市值(亿元)	39.11
流通市值(亿元)	7.89

投资要点

- **中国家纺行业处于稳步增长阶段。**通过对日本家纺行业的发展研究消费升级和房地产是影响日本家纺消费的主要因素。收入水平提高带来的消费升级和城市化进程下推动的房地产发展都将是我国家纺行业未来得以发展的最重要推动力。我们预期未来几年行业的复合增长率会超过 15%。
- **富安娜品牌的艺术气质和直营销销售渠道占比较高是其竞争优势。**公司主打品牌富安娜以“艺术家纺”为设计理念,将民族文化和国际时尚有机的结合起来,形成了较为鲜明和独特的品牌风格。截至 09 年上半年,公司拥有销售渠道 1188 家,公司的直营收入占比总收入比约 45%,高于国内同行,从经营上来说,在经济下滑时比更依赖加盟商的渠道模式风险相对小,对品牌终端的控制力更强。
- **盈利预测和估值。**我们预期公司 09/10/11 年的收入为 7.98 亿/10.46 亿/13.69 亿元,实现净利润为 8100 万/1.1 亿/1.51 亿元;实现每股收益 0.79/1.07/1.46 元。将公司与 A 股其它服装家纺品牌类公司估值做比较,公司目前股价对应的估值水平处于较高水平,10 年/11 年对应的 PE 为 35.5 倍和 26 倍,我们给与“中性”评级。

主要财务指标

	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入(百万元)	590	681	798	1,046	1,369
增长率	40.8%	15.3%	17.2%	31.1%	30.9%
营业利润(百万元)	63	81	101	137	188
增长率	68.4%	27.7%	25.7%	35.4%	37.3%
净利润(百万元)	58	66	81	110	151
增长率	72.8%	12.7%	23.2%	35.4%	37.3%
每股净资产(元)	2.22	2.87	10.27	11.02	12.04
每股收益(元)	0.76	0.85	0.79	1.07	1.46
市盈率(P/E)	0.0	0.0	48.3	35.7	26.0
市净率(P/B)	0.0	0.0	3.7	3.4	3.2
EV/EBITDA	1.1	0.7	36.9	27.9	20.6

目录

1. 家纺行业研究	3
1.1 日本家纺消费研究	3
1.2 国内家纺消费处稳步增长阶段	4
2. 富安娜公司竞争力分析	5
2.1 艺术设计、个性品牌	5
2.2 直营占比高经营风险小	6
3. 盈利预测	7
3.1 募投项目分析	7
3.2 盈利预测	8
4. 估值	8

图形目录

图 1、日本家庭收入VS床上用品支出	3
图 2、日本家庭收入VS室内装饰物年均消费	3
图 3、日本房地产成交量VS床上用品支出	3
图 4、日本房地产成交量VS家庭室内装饰物年均消费	3
图 5、日本床上用品占总支出比重	4
图 6、日本家庭收入和消费支出	4
图 9、富安娜中高端品牌毛利率	6
图 10、富安娜低端品牌毛利率	6
图 11、富安娜销售终端数量	6
图 12、富安娜销售终端面积	6
图 13、富安娜销售平销	7
图 14、富安娜直营收入占比	7
图 15、罗莱家纺销售渠道	7
图 16、罗莱家纺销售终端收入占比	7

表格目录

表 1. 公司各品牌风格和定位	5
表 2. 富安娜收入预测	8
表 3. 富安娜成本预测	8
表 4. 服装家纺品牌上市公司估值	9

1. 家纺行业研究

1.1 日本家纺消费研究

我们想通过对日本家用纺织品消费历史的简单研究，得出随着经济的发展家用纺织品消费将会呈现的特点。

家用纺织品属于家居装饰中主要的“软装饰”品种，可细分为巾(毛巾、浴巾等)、被(床单、被套等)、毯(地毯、壁毯等)、带(流苏、饰边等)、帘(窗帘、浴帘等)、袋(衣物袋、储藏袋)、厨布、沙发和各类靠垫等八大类。

消费升级和房地产是影响日本家纺消费的主要因素。对日本家用纺织品的消费研究可以看出，1983 年家庭实际年收入达到 2 万美元之前，日本家庭在床上用品的消费随着收入的增长而明显增加，在此之后收入的增加并没有带来床上用品支出的增加（支出增速放缓，床上用品占消费支出比重下滑）。90 年代后，一方面日本家庭的收入增速明显放缓，另一方面，日本房地产在 90 年代成交量萎缩，造成日本家庭在家用纺织品支出的下滑。前期收入增长带来的消费升级和后期房地产因素是影响日本家纺消费的主要因素。

图 1、日本家庭收入 VS 床上用品支出

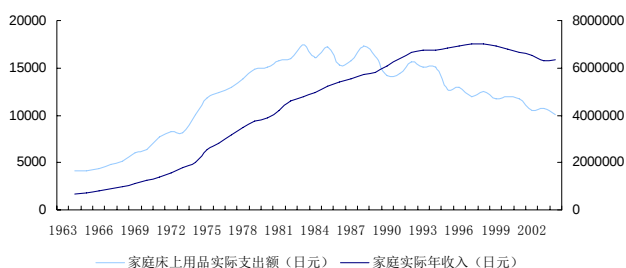
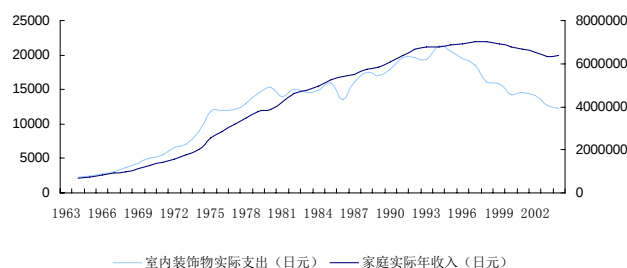


图 1、日本家庭收入 VS 室内装饰物年均消费



资料来源：日本国家统计局、东海证券研究所

图 3、日本房地产成交量 VS 床上用品支出

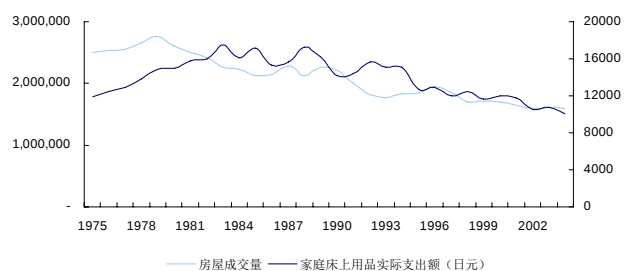
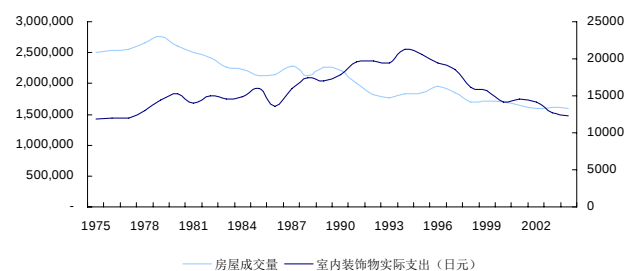


图 4、日本房地产成交量 VS 家庭室内装饰物年均消费



资料来源：日本国家统计局、东海证券研究所

图 5、日本床上用品占总支出比重

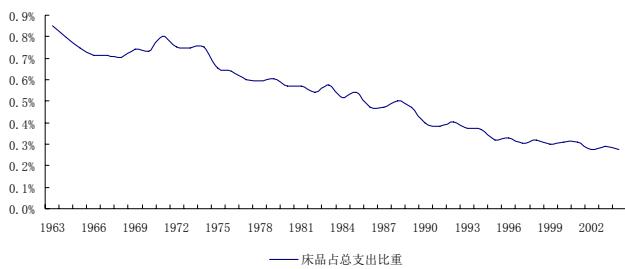
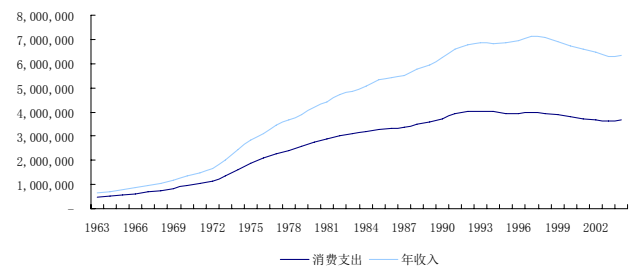


图 6、日本家庭收入和消费支出



资料来源：日本国家统计局、东海证券研究所

1.2 国内家纺消费处稳步增长阶段

我国国内家纺行业发展经历了四个阶段：

一、1996 年以前，中国还没有的家纺的概念，行业是作为被子、被套等单独的产品存在着。

二、1996-2000 年，是中国家纺市场的萌芽期，行业基本上是以产品的生产为导向，在国内市场上基本上只有区域性家纺品牌：比如富安娜在深圳；梦洁在湖南；罗莱在华东等地。

三、2000-2005 年，是中国家纺行业的快速发展阶段。这个阶段，中国家纺快速发展的根本原因在于房地产的高速发展，房地产行业的发展刚性地带动了中国家纺业的发展。

四、2005 年以后，家纺行业逐渐进入稳步增长期。市场竞争格局已初现端倪：已经形成了罗莱、梦洁、富安娜为第一阵营，凯盛、恐龙、堂皇、博洋、水星为第二阵营，其它小品牌、杂品牌形成的第三阵营。但家纺行业市场集中度仍然非常低。市场的最大变化是已进入高速发展中的第一个结构性调整周期；这个结构性调整周期体现出非常鲜明的一个特点，那就是大规模，低集中，共同成长。

未来几年我国家纺行业仍有较快发展。这是因为我们的市场空间还远远没有开发完。我国家纺行业在纺织行业中的比重低于发达国家，按发达国家惯例，进入成熟期，家纺在纺织服装市场的份额可达三分天下有其一，而我国家用纺织品消费仅约占 23%。在国内，家纺产品被婚庆，乔迁拉动，而在国外，已经提升到“体现个性和自我感受”的消费需求层次。国内家纺没有形成常规性消费，仅仅是一种卖出式消费，间隔一个较长的时间后才会再次购买。不过我们认为收入水平提高带来的消费升级和城市化进程下推动的房地产发展都将是我国家纺行业未来得以发展的最重要推动力。我们预期未来几年行业的复合增长率会超过 15%。

2. 富安娜公司竞争力分析

下面将从富安娜的品牌和渠道角度分析其核心竞争力。

2.1 艺术设计、个性品牌

富安娜公司旗下共有 5 个品牌，这 5 个品牌的目标消费群和品牌风格各不相同（具体见表 1）。从收入角度看，富安娜品牌是公司的主打品牌，以“艺术家纺”为设计理念，将民族文化和国际时尚有机的结合起来，形成了较为鲜明和独特的品牌风格。较为突出的品牌风格更易让目标消费者接受并维持一定的品牌忠诚度，据公司市场部门所做的调查，公司每年的客户中约 30% 为二次或多次购买公司产品。

公司的研发设计能力较强，具有较强的技术优势。公司每年推出新款花型达 100 多种、新产品 400 多款，拥有较强的设计能力。同时，公司在国内首家采用现代平网印染技术，该技术使得花纹细腻，色彩亮泽，技术工艺难度大，难以复制和模仿。

表1. 公司各品牌风格和定位

品牌	富安娜	馨而乐	维莎	圣之花	劳拉夫人
品牌定位	中高端消费群	中端消费群	高端消费群	大众消费群	网络消费群
品牌风格	高贵、典雅 浪漫、温馨	简约、时尚 现代、个性	尊贵、经典 奢华、高雅	个性、舒适 随意、轻松	个性、随意
品牌内涵	温馨浪漫、典雅出 众的欧陆风情	将艺术灵感、时尚 和自然元素融入 现代感性生活	独特的欧洲文化 艺术风情，将品位 生活引入尊贵奢 华的极致	随意亲和，富有温 馨情趣的大众生 活	亲和，富有温馨情 趣
占公司销售	约 82%	约 12%	约 1%	约 5%	尚未开展业务

资料来源：招股说明书、东海证券研究所

“富安娜”和“维莎”定位于公司的中高端品牌，由于公司新品新款推出

的频率较快，导致产品定价能力不断提高，中高档品牌的毛利率不断提升。

图 9、富安娜中高端品牌毛利率

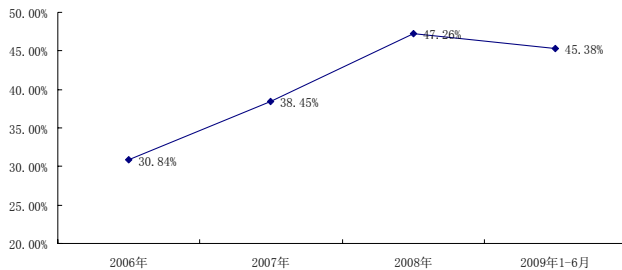
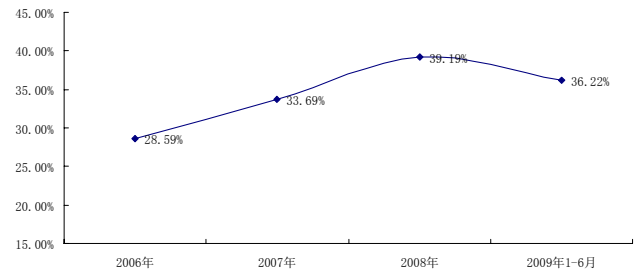


图 10、富安娜低端品牌毛利率



资料来源：招股说明书、东海证券研究所

2.2 直营占比高经营风险小

公司的销售渠道采取直营和加盟并行模式，截至 09 年上半年，公司拥有销售渠道 1188 家，其中直营店 316 家（占 26.6%）、加盟店 872 家；共有营业面积 11.75 万平米，其中直营店 2.6 万平米（占 22%），加盟店 9.1 万平米；公司的直营收入占比总收入比约 45%。与罗莱家纺相比，富安娜的销售渠道数量比罗莱家纺要少（罗莱家纺为 1723 家），但是直营收入占比要高于罗莱家纺（罗莱家纺为 14.82%）。直营占比高，从经营上来说，在经济下滑时比更依赖加盟商的渠道模式风险相对小，对品牌终端的控制力更强。

图 11、富安娜销售终端数量

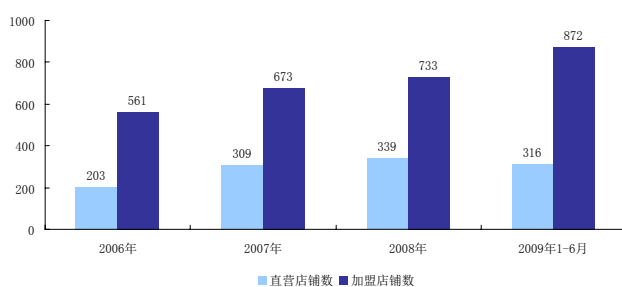
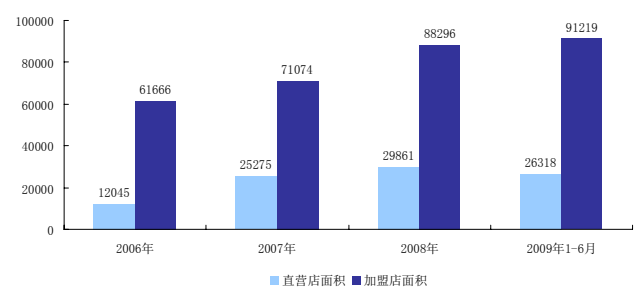


图 12、富安娜销售终端面积



资料来源：招股说明书、东海证券研究所

图 13、富安娜销售平销

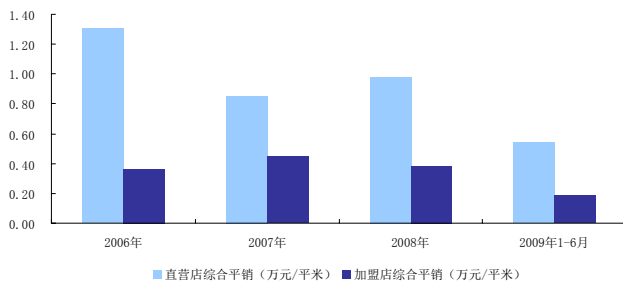
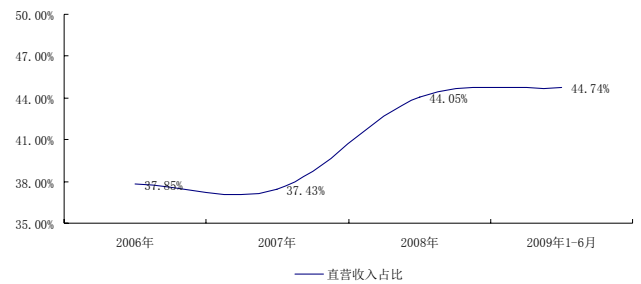


图 14、富安娜直营收入占比



资料来源：招股说明书、东海证券研究所

图 15、罗莱家纺销售渠道

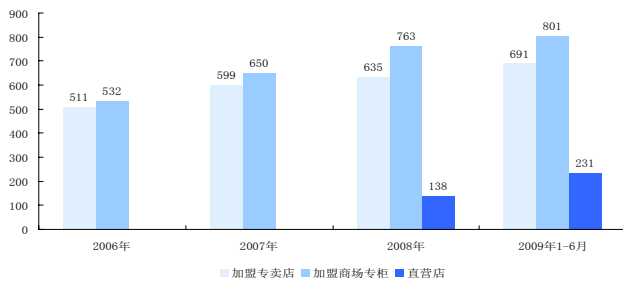
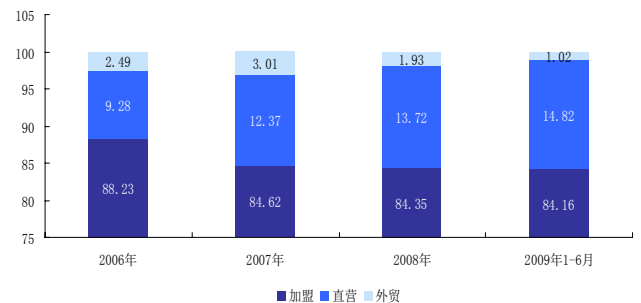


图 16、罗莱家纺销售终端收入占比



资料来源：招股说明书、东海证券研究所

3. 盈利预测

3.1 募投项目分析

公司此次募投资金 7.8 亿元，其中主要用于国内市场连锁营销网络体系建设和龙华家纺和常熟家纺生产基地建设。募投项目的营销网络建设包括建设 20 家旗舰店（北京、上海、深圳各一家、省会城市 17 家）、直营专卖店 100 家、直营专柜 60 家，终端销售渠道共增加 180 家，营业面积增加 3.5 万平方米。预期渠道建设完成达产后每年可增加营业收入 4.3 亿元，净利润 4000 万元。

龙华家纺二期和常熟家纺三期生产基地建设，预计可分别增加公司中高档床上用品 125 万件（套）和 90 万件（套），预期建成后可增加营业收入 4.4 亿元，净利润 2819 万元。

3.2 盈利预测

假设条件:

- 1、可比门店收入同比增长 8%。
- 2、10 年、11 年直营渠道终端分别增加 90 家。
- 3、新建旗舰店和直营专卖店当年的销售占达产的 70%，直营专柜占 90%，第二年达产。
- 4、加盟渠道终端 09/10/11 年分别增加 180/200/200 家，假设单店面积 100 平米，单店平销 0.4 万/平米。
- 5、出口业务 10/11 年增长 30%。

表2. 富安娜收入预测

单位: 亿元	2008	2009E	2010E	2011E
直营店	2.92	3.50	4.95	6.86
加盟店	3.37	3.98	4.85	5.98
出口	0.34	0.37	0.49	0.63
主营业务合计	6.63	7.85	10.29	13.47

资料来源: 东海证券研究所

表3. 富安娜成本预测

毛利率	2008	2009E	2010E	2011E
直营店	55.10%	54.00%	56.00%	56.00%
加盟店	40.30%	36.50%	39.00%	40.50%
出口	21.18%	19.00%	21.00%	22.00%
主营业务合计	45.84%	43.47%	46.33%	47.53%

资料来源: 东海证券研究所

我们预期公司 09/10/11 年的收入为 7.98 亿/10.46 亿/13.69 亿元，分别增长 17.2%、31.1%、30.9%；实现净利润为 8100 万/1.1 亿/1.51 亿元，分别增长 22.7%、35.8%、37.3%；实现每股收益 0.79/1.07/1.46 元。

4. 估值

我们将公司与 A 股其它服装家纺品牌类公司估值做比较，公司目前股价对应的估值水平处于较高水平，10 年/11 年对应的 PE 为 35.5 倍和 26 倍，我们给与“中性”评级。

表4. 服装家纺品牌上市公司估值

证券简称	2010EPS	2011EPS	2010PE	2011PE
七匹狼	0.88	1.08	28.2	23.0
报喜鸟	0.93	1.29	25.1	18.1
美邦服饰	0.8	0.98	32.6	26.6
星期六	0.74	0.96	32.0	24.6
罗莱家纺	1.38	1.73	31.2	24.9
富安娜	1.07	1.46	35.5	26.0

资料来源：东海证券研究所，按1月20收盘价计算

风险因素：内消费增速的不确定性；渠道拓展的进度。

资产负债表(百万元)	2008	2009E	2010E	2011E	利润表(百万元)	2008	2009E	2010E	2011E
现金及现金等价物	78	739	630	584	营业收入	681	798	1046	1369
应收款项	32	39	54	75	增长率	15.3%	17.2%	31.1%	30.9%
存货净额	219	293	393	520	营业成本	374	455	567	726
其他流动资产	7	16	21	27	营业成本/营业收入	55.0%	57.0%	54.2%	53.0%
流动资产合计	336	1086	1099	1206	营业税金及附加	2	2	3	4
固定资产	96	185	321	409	销售费用	172	200	294	383
无形资产及其他	51	50	49	47	销售费用/营业收入	25.3%	25.0%	28.1%	28.0%
投资性房地产	15	15	15	15	管理费用	44	39	46	68
长期股权投资	0	0	0	0	管理费用/营业收入	6.5%	4.9%	4.4%	5.0%
资产总计	498	1336	1483	1677	财务费用	7	2	(0)	(0)
短期借款及交易性金					投资收益	0	0	0	0
融负债	37	0	0	0	资产减值及公允价值				
					变动	1	1	1	1
应付款项	164	201	257	328	其他收入	(2)	0	(0)	0
其他流动负债	46	48	62	81	营业利润	81	101	137	188
流动负债合计	248	249	319	408	增长率	27.7%	25.7%	35.4%	37.3%
长期借款及应付债券	28	28	28	28	营业外净收支	(1)	0	0	0
其他长期负债	1	1	1	1	利润总额	79	101	137	188
长期负债合计	29	29	29	29	增长率	25.5%	27.9%	35.4%	37.3%
负债合计	277	278	348	437	所得税费用	13	20	27	38
少数股东权益	0	0	0	0	少数股东损益	0	0	0	0
股东权益	221	1058	1135	1240	归属于母公司净利润	66	81	110	151
负债和股东权益总计	498	1336	1483	1677					

关键财务与估值指标	2009E	2010E	2011E	现金流量表(百万元)	2009E	2010E	2011E
每股收益	0.79	1.07	1.46	净利润	81	110	151
每股红利	0.24	0.32	0.44	资产减值准备	(1)	0	0
每股净资产	10.27	11.02	12.04	折旧摊销	12	17	24
ROS	10%	10%	11%	公允价值变动损失	(1)	(1)	(1)
ROE	8%	10%	12%	财务费用	2	(0)	(0)
毛利率	43%	46%	47%	营运资本变动	(53)	(50)	(65)
EBIT Margin	13%	13%	14%	其它	1	0	0
EBITDA Margin	14%	15%	15%	经营活动现金流	39	76	108
收入增长	17%	31%	31%	资本开支	(98)	(151)	(110)
净利润增长	23%	35%	37%	投资活动现金流	(98)	(151)	(110)
资产负债率	21%	23%	26%	权益性融资	780	0	0
息率	0.6%	0.8%	1.0%	负债净变化	0	0	0
P/E	53.8	39.7	28.9	支付股利、利息	(24)	(33)	(45)
P/B	4.1	3.8	3.5	其它融资现金流	(37)	0	0
EV/EBITDA	40.8	30.9	22.7	融资活动现金流	719	(33)	(45)

附注:**分析师简介及跟踪范围:**

张先萍: 纺织及商贸行业分析师, 东华大学服装工程学士、复旦大学经济学硕士, 法国 EDHEC 商学院交流学习一年, 两年半行业工作经验

重点跟踪公司: 七匹狼, 报喜鸟, 美邦服饰, 鲁泰 A, 雅戈尔, 大杨创世, 伟星股份, 罗莱家纺, 富安娜

一、行业评级

推荐	Attractive:	预期未来 6 个月行业指数将跑赢沪深 300 指数
中性	In-Line:	预期未来 6 个月行业指数与沪深 300 指数持平
回避	Cautious:	预期未来 6 个月行业指数将跑输沪深 300 指数

二、股票评级

买入	Buy:	预期未来 6 个月股价涨幅 $\geq 20\%$
增持	Outperform:	预期未来 6 个月股价涨幅为 $10\% - 20\%$
中性	Neutral:	预期未来 6 个月股价涨幅为 $-10\% - +10\%$
减持	Sell:	预期未来 6 个月股价跌幅 $> 10\%$

三、免责条款

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研获取的资料, 但本公司及其研究人员对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告反映研究人员个人的不同设想、见解、分析方法及判断。本报告所载观点并不代表东海证券有限责任公司, 或任何其附属或联营公司的立场, 且报告中的观点和陈述仅反映研究员个人撰写及出具本报告期间当时的分析和判断, 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。本报告可能因时间和其他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。本报告中的观点和陈述不构成投资、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。

本报告旨在发给本公司的特定客户及其他专业人士, 但该等特定客户及其他专业人士并不得依赖本报告取代其独立判断。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, 本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之间已经了解或使用其中的信息。

本报告版权归“东海证券有限责任公司”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。

东海证券有限责任公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构, 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。

东海证券研究所

地址: 上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 11 层

网址: <http://www.longone.com.cn>

电话: (86-21) 50586660 转 8638

传真: (86-21) 50819897

邮编: 200122