

品牌、渠道并进，业绩增长可期

——富安娜（002327）调研简报

要点：

- 09年1季度是家纺行业较为困难的时期。2季度以来，由于基数低和需求恢复，以及经营策略适时调整等，公司业绩增长强劲：营业收入和净利润在09年分别增长16.31%和30.96%，在今年1季度分别增长39.3%和46.67%。
- 与服装不同，家纺消费受文化、风俗的影响较大，区域性较强，但对时尚性要求不高。另外，国外品牌进入我国家纺市场，主要采用代理（授权）制，没有销售渠道优势，因此对国内品牌威胁不大。
- 公司产品主要定位中高端，拥有“富安娜”、“馨而乐”、“维莎”、“圣之花”、“劳拉夫人”等品牌，其中“富安娜”、“馨而乐”销售比重分别为82%和12%。公司成立独立团队负责经营“馨而乐”，并邀请“吴佩慈”作为形象代言人，大力推广该品牌，销售比重计划逐步提高至15-20%。该品牌设计风格与“富安娜”差异较大，简约、时尚和个性，符合年轻人消费理念，成长空间广阔。截至目前，该品牌直营渠道均为独立店，但数量较少，仅有20-30家，加盟渠道仍以混搭店为主。
- 受气候等因素影响，华南、华东和华中是我国家纺市场的主要所在地。从公司情况来看，三大市场销售比重分别为34.23%、23.11%和12.9%，与罗莱家纺和梦洁家纺相比，分布较为均衡。
- 公司直营门店数量在09年出现减少（上半年关闭23家，下半年开张11家），加盟门店数量继续增加，共计1222家，但直营渠道销售比重仍然达到39.58%，高于罗莱家纺的16.27%和梦洁家纺的23.79%。根据国外经验，直营、加盟渠道销售比重达到3:7是一种比较理想的状态。对于公司来说，凭借在直营渠道建设方面的优势，快速扩大加盟渠道销售规模是不难的。
- 截至目前，公司门店数量接近1400家，单店销售收入同比增长在5%左右。直营渠道建设以募投项目为主，今、明两年实施，每年新增90家门店；加盟渠道坚持扁平管理，每年新增300家门店左右。

分析师

王萍

☎ (86-755) 83515609

✉ wangp@cgws.com

执业证书编号：S1070209040318

投资评级：推荐（首次）

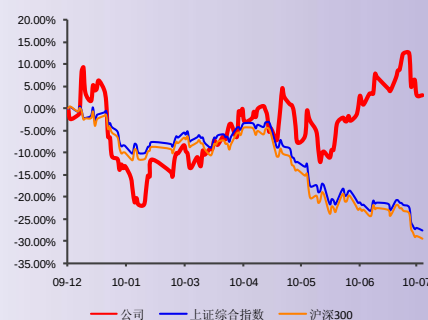
市场数据

总市值（亿元）	56.02
流通市值（亿元）	14.14
总股本（万股）	13390
流通股本（万股）	3380
12个月最高/最低（元）	45.69/31.8
十大流通股（%）	6.06
股东总数	9796

盈利预测

单位：万元	2009A	2010E	2011E
营业收入	79179	100225	134019
(+/-%)	16.31%	26.58%	33.72%
净利润	8611	10757	15326
(+/-%)	30.96%	24.93%	42.47%
摊薄每股收益	0.84	1.04	1.49
PE	50.05	40.06	28.12

股价表现图



相关报告

艺术家纺的领跑者，2009.12.28，无评级

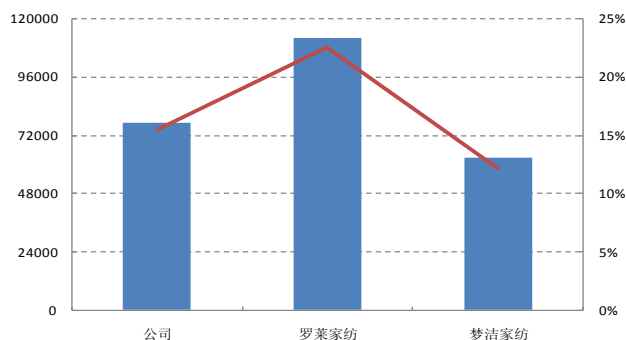
独立声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。



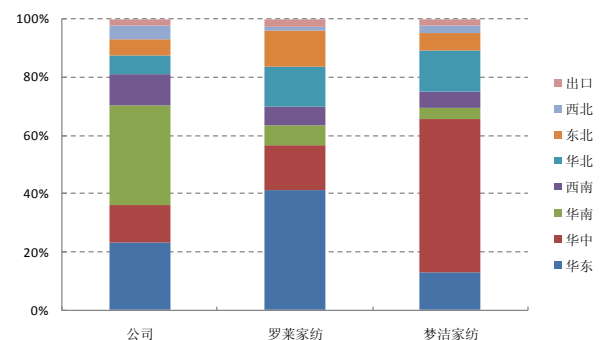
- 由于直接面对消费者，生产、零售环节均在掌握之中，公司直营渠道毛利率要比加盟渠道高出近20个百分点。虽然直营渠道销售规模较大，但由于渠道管理能力受到人才、技术等因素的制约，期间费用率较高，公司净利率水平不及罗莱家纺。公司在09年加大加盟渠道拓展力度，再加上对优质加盟商给予部分产品折扣，毛利率出现下降，但由于期间费用率也出现下降，净利率不降反升。
- 家纺行业处于成长阶段，对于企业来说，得市场者得天下。加大加盟渠道拓展力度有助于公司快速扩大市场份额，但并不意味着直营渠道建设工作失去意义。在不久的将来，随着城镇化进程的结束和人口红利的消失，对零售端的掌控能力成为家纺企业能否生存和发展的关键因素。
- 公司各渠道盈利能力有保障，主要原因在于：一是提升高附加值产品销售比重和推出新品（提价幅度为3-5%）；二是坯布、填充物等为主要原材料，支出在生产成本中所占比重超过80%，预计价格走势在3季度形成高点后回落；三是人工支出在生产成本中所占比重约10%，由于薪酬水平相对较高，加薪压力不大。另外，随着加盟渠道拓展力度加大，销售费用率和管理费用率预计未来出现下降。
- 公司ERP系统（SAP公司产品，分三期建设，依次实现财务管理功能、供应链管理功能和智能分析功能）基本做完，已经覆盖全部零售端。直营渠道销售比重高意味着需要更大的铺货量和备货量，但由于ERP系统上线早，公司营运能力稳定。
- 春夏、秋冬订货会主要是为加盟商召开。在订货会上，加盟商订货有折扣，但需缴纳订金（=成交金额×10%），且不允许退货。在今年秋冬订货会上，公司改变经营策略，要求加盟商根据下半年销售情况来订货，强调订货会和销售情况的关系，目标是成交金额比重达到70-80%（往年可能为30-40%），因此增幅预计达到100%以上，但凭此判断今年业绩超预期增长还不够充分。
- 超募资金如何使用仍未明确计划。
- 城镇化和消费结构升级推动家纺行业产值以每年20%以上的速度增长，我们认为作为龙头，再配之以产能扩大、销售渠道建设和研发实力、供应链管理能力提升，公司未来业绩增长可期。预计公司2010-2012年净利润为1.08、1.53、2.13亿元，同比增长24.93%、42.47%和38.71%；EPS为1.04、1.49、2.06元，对应PE为40.06、28.12、20.27X，给予“推荐”投资评级。

图 1：09 年销售规模（万元）和 07-09 年复合增长率



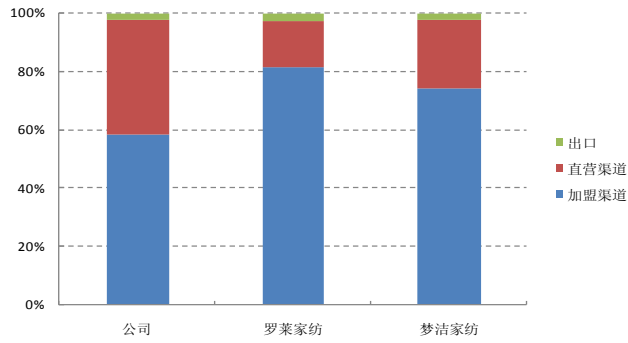
数据来源：Wind

图 2：主营业务收入区域构成



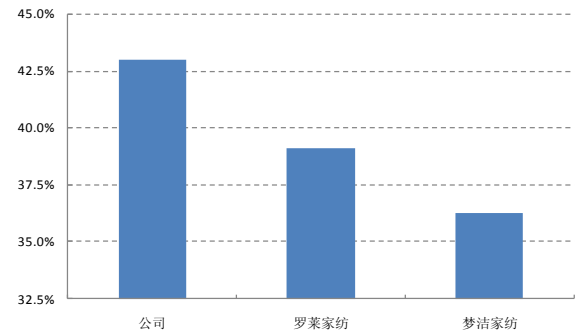
数据来源：Wind

图 3: 主营业务收入销售渠道构成



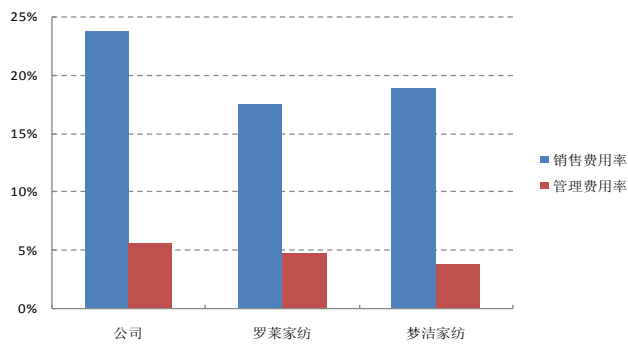
数据来源: Wind

图 4: 毛利率



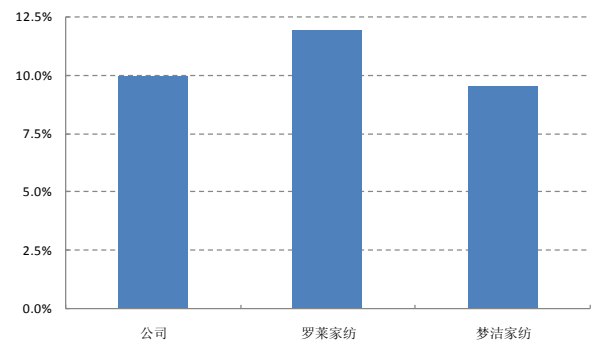
数据来源: Wind

图 5: 期间费用率



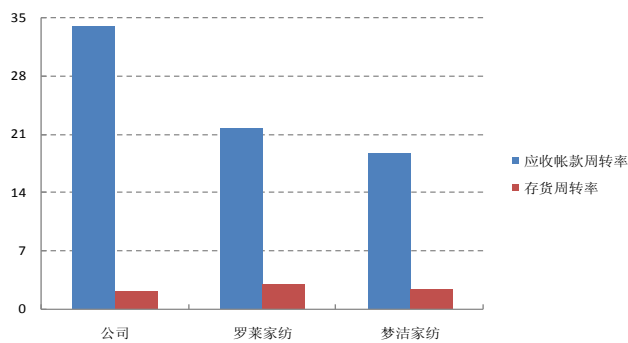
数据来源: Wind

图 6: (扣除非经常性损益) 净利率



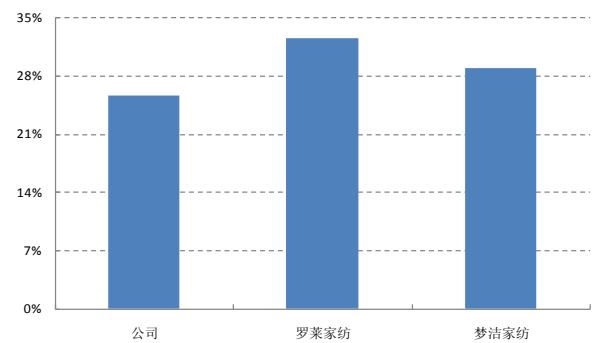
数据来源: Wind

图 7: 营运能力



数据来源: Wind

图 8: (扣除非经常性损益) 净资产收益率



数据来源: Wind

利润表（万元）	2009A	2010E	2011E	2012E	主要财务指标	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	79179	100225	134019	173125	成长性				
营业成本	45141	59065	78681	101380	营业收入增长	16.31%	26.58%	33.72%	29.18%
销售费用	18879	22049	28144	34625	营业成本增长	20.55%	30.85%	33.21%	28.85%
管理费用	4445	5412	6969	8656	营业利润增长	25.43%	36.42%	46.22%	40.56%
财务费用	423	-512	-500	-603	利润总额增长	37.01%	27.11%	46.22%	40.56%
投资净收益	0	0	0	0	净利润增长	30.96%	24.93%	42.47%	38.71%
营业利润	10109	13791	20165	28345	盈利能力				
营业外收支	741	0	0	0	毛利率	42.99%	41.07%	41.29%	41.44%
利润总额	10850	13791	20165	28345	销售净利率	10.87%	10.73%	11.44%	12.28%
所得税	2239	3034	4840	7086	ROE	8.26%	9.36%	11.76%	14.03%
少数股东损益	0	0	0	0	ROIC	30.46%	25.50%	25.59%	32.17%
净利润	8611	10757	15326	21258	营运效率				
资产负债表（万元）					销售费用/营业收入	23.84%	22.00%	21.00%	20.00%
流动资产	109322	102826	123276	157012	管理费用/营业收入	5.61%	5.40%	5.20%	5.00%
货币资金	85344	71581	81635	103341	财务费用/营业收入	0.53%	-0.51%	-0.37%	-0.35%
应收帐款	2189	2771	3705	4786	投资收益/营业利润	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
应收票据	0	0	0	0	所得税/利润总额	20.64%	22.00%	24.00%	25.00%
存货	19724	25808	34379	44297	应收帐款周转率	31.93	30.96	31.57	10.95
非流动资产	17376	41482	46108	44913	存货周转率	1.98	1.96	2.00	2.00
固定资产	11087	35557	40547	39717	流动资产周转率	0.75	0.89	0.96	1.01
资产总计	126697	144308	169384	201925	总资产周转率	0.58	0.64	0.72	0.76
流动负债	22470	29324	39074	50357	偿债能力				
短期借款	0	0	0	0	资产负债率	17.74%	20.32%	23.07%	24.94%
应付款项	15095	19751	26310	33900	流动比率	4.87	3.51	3.15	3.12
非流动负债	0	0	0	0	速动比率	3.99	2.63	2.28	2.24
长期借款	0	0	0	0	每股指标（元）				
负债合计	22470	29324	39074	50357	EPS	0.84	1.04	1.49	2.06
股东权益	104227	114984	130310	151568	每股净资产	10.12	11.16	12.65	14.72
股本	10300	10300	10300	10300	每股经营现金流	1.25	1.22	1.76	2.37
留存收益	93927	104684	120010	141268	每股经营现金/EPS	1.50	1.16	1.18	1.15
少数股东权益	0	0	0	0	估值				
负债和权益总计	126697	144308	169384	201925	PE	50.05	40.06	28.12	20.27
现金流量表（万元）					PEG	1.42	0.99	0.73	-
经营活动现金流	12922	12524	18151	24386	PB	4.13	3.75	3.31	2.84
其中营运资本减少	2012	-414	-646	-747	EV/EBITDA	36.72	27.87	18.63	13.63
投资活动现金流	-2818	-26288	-8097	-2680	EV/SALES	5.44	4.30	3.22	2.49
其中资本支出	-2829	-26288	-8097	-2680	EV/IC	15.82	7.98	6.86	6.48
融资活动现金流	67296	0	0	0	ROIC/WACC	2.48	2.08	2.08	2.62
净现金总变化	77400	-13763	10054	21706	REP	6.38	3.85	3.29	2.47

注：表中“净利润”指归属于母公司所有者的净利润

研究员介绍及承诺:

王 萍: 中国科学技术大学经济学硕士，07年加入长城证券，09年任纺织服装行业分析师。本人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，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

免责声明:

本报告由长城证券有限责任公司（以下简称长城证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。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。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。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。长城证券有权在发送本报告前使用本报告所涉及的研究或分析内容。

长城证券版权所有并保留一切权利。

投资评级标准:

公司评级	
强烈推荐	——预期未来6个月内股价涨幅超过30%；
推荐	——预期未来6个月内股价涨幅在10%~30%之间；
中性	——预期未来6个月内股价涨幅在-10%~10%之间；
回避	——预期未来6个月内股价跌幅超过10%。
行业评级	
推荐	——预期未来6个月内行业整体表现战胜市场；
中性	——预期未来6个月内行业整体表现与市场同步；
回避	——预期未来6个月内行业整体表现弱于市场。