

富安娜(002327.SZ)

艺术家纺独树一帜 战略布局剑指全国

评级: **增持**

前次:

目标价(元):

37.19-45.20

消费品小组

分析师

徐晓艳

S0740210080002

0531-81776330

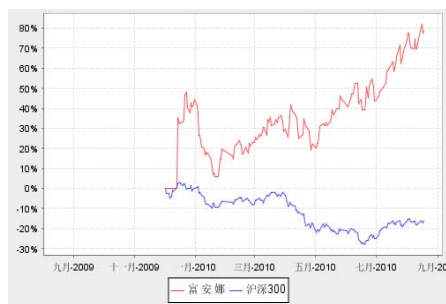
xuxy@qlzq.com.cn

2010年9月6日

基本状况

总股本(百万股)	133.90
流通股本(百万股)	33.80
市价(元)	41.20
市值(百万元)	5516.68
流通市值(百万元)	1392.56

股价与行业-市场走势对比



业绩预测

指标	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	680.76	791.79	1,015.75	1,364.43	1,707.90
营业收入增速	15.43%	16.31%	28.29%	34.33%	25.17%
净利润增长率	11.61%	32.52%	39.42%	24.85%	23.82%
摊薄每股收益(元)	0.88	0.87	0.93	1.16	1.44
前次预测每股收益(元)	—	—	—	—	—
市场预测每股收益(元)	—	—	—	—	—
偏差率(本次-市场/市场)	—	—	—	—	—
市盈率(倍)	0.00	45.69	44.06	35.29	28.50
PEG	0.00	1.40	1.12	1.42	1.20
每股净资产(元)	2.87	10.12	8.48	9.35	10.43
每股现金流量	0.87	1.25	0.97	1.16	1.72
净资产收益率	30.50%	8.58%	10.98%	12.43%	13.79%
市净率	0.00	3.92	4.84	4.39	3.93
总股本(百万股)	77.00	103.00	133.90	133.90	133.90

备注: 市场预测取 聚源一致预期

投资要点

- **中国家纺崭露头角, 龙头企业迎来发展契机。**中国家纺现在处于规模驱动的成长时期, 美国的经验表明在人均可支配收入在\$1000-\$5000, 家纺消费处于快速增长期。据估算, 至2014年以前, 中国家纺仍会快速增长, 未来5-10年行业增速17%左右。龙头企业将迎来发展契机, 罗莱、富安娜和梦洁等公司有望以高于行业发展的增速实现业绩的快速增长。
- **群雄逐鹿, 将迎来渠道为王时代。**短期而言, 规模扩张仍是竞争的焦点, 长期来看, 渠道的布局、品牌的塑造将和供应链管理成为决定未来谁将胜出的关键性因素。进入稳定发展阶段, 行业市场集中度将进一步提升, 将产生2-4家全国性的强势品牌。
- **富安娜内功修炼深厚, 产能和销售网络扩张加速。**下阶段公司战略会向规模扩张方面倾斜: 在保有直营渠道收入占比, 未来2-3年公司通过每年新建300家加盟店铺, 销售渠道向二三线城市沉淀。2010年底公司套件和被芯产能将达到280万和199万件, 有望成为当时三大家纺中生产能力最大的企业。
- **率先在西南布局, 战略规划剑指全国。**三大家纺的生产基地多设于家纺的聚集地之处即东南方向, 而中西部尚未布局。富安娜在四川南充建设生产基地, 一方面显示公司意识到掌控稀缺原料丝绸的重要性, 另一方面也意味着公司在中西部的开拓力度加大。在东南部竞争激烈程度加大的情形下, 在竞争环境相对宽松的中西部抢占先机, 不失为一手好棋。
- **作为规模领先和战略清晰的区域家纺龙头, 富安娜有望成为产业的最终胜出者之一, 这是我们中长期看好公司的主要原因。**预测2010-2012年公司收入为10.16/13.64/17.08亿元, 复合增长率分别为29.21%, 净利润1.25/1.56/1.93亿元, 复合增长率为29.17%, 基本每股收益分别为0.93、1.16和1.44元。综合PE和DCF两种估值结果, 公司合理估值区间为37.19-45.20元, 给予“增持”评级。

内容目录

中国家纺崭露头角，龙头企业迎来快速发展契机	- 4 -
中国家纺：小荷才露尖尖角	- 4 -
中国家纺行业未来 5-10 年需求增速在 17% 左右	- 4 -
发展阶段：快速发展向稳步成长过渡，品牌竞争替代产品竞争	- 6 -
未来十年中国家纺发展速度快于服装	- 7 -
不同于穿着，家纺属于家居范畴	- 7 -
2014 年之前，中国家纺依旧处于快速增长区间	- 7 -
较高消费水平下，家纺边际支出增长率高于服装	- 8 -
中国家纺：群雄逐鹿，迎来渠道为王的时代	- 9 -
家纺竞争者：主要来源于国内	- 9 -
竞争格局：群雄纷争，三国鼎立格局初显	- 10 -
区域竞争不均衡性：华东、华南和华中区域竞争趋于激烈	- 11 -
罗莱和富安娜的产能规模是梦洁的两倍	- 11 -
未来焦点：渠道为王	- 12 -
富安娜：内功修炼深厚 规模扩张加速	- 13 -
迅速崛起的区域龙头	- 13 -
2010 年底产能翻番，产能增速高于罗莱和梦洁	- 14 -
依托家纺集群，铸就生产铁三角	- 15 -
自主多品牌战略，定位细分市场	- 16 -
保有直营收入比例，加大加盟拓展力度	- 17 -
财务指标分析	- 18 -
单价提高促使盈利能力增强	- 18 -
存货周转率较低 应收账款周转率处于行业领先水平	- 19 -
流动比率不断上升 短期偿债能力较强	- 20 -
盈利预测和投资建议	- 20 -
假设条件	- 20 -
盈利预测	- 21 -
绝对估值	- 21 -
相对估值	- 22 -
估值结果和投资建议	- 22 -
风险提示	- 22 -

图表目录

图表 1：2009 年家纺产值达到 9600 亿元	- 4 -
图表 2：新婚消费构成中家居装修和用品占比最大	- 5 -
图表 3：抽样调查中适婚人口比例在 23% 左右	- 5 -
图表 4：家纺产值与房地产销售面积呈高相关性	- 5 -
图表 5：2004 年以来旅游行业快速发展	- 5 -
图表 6：中国家纺：处于快速成长末期，正向稳定发展过渡	- 6 -

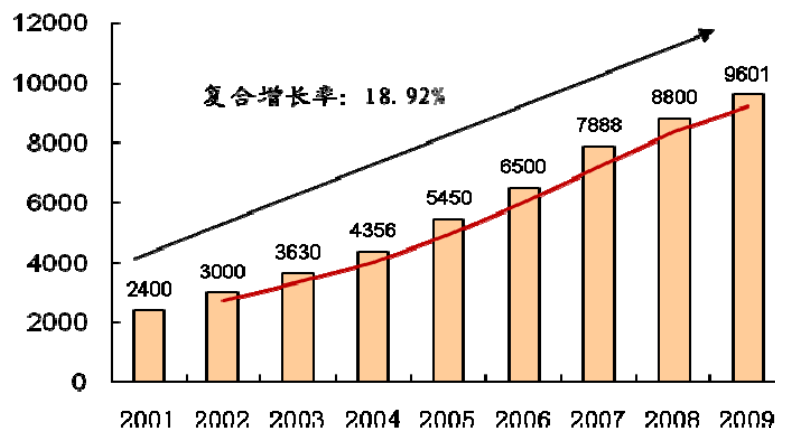
图表 7: 服装和家纺的异同点.....	- 7 -
图表 8: 美国个人可支配收入达到\$1000 家纺消费快速增长.....	- 8 -
图表 9: 随着可支配收入的提高, 美国家纺与服装支出比例趋势向上.....	- 9 -
图表 10: 城镇居民消费衣着和床上用品支出(元).....	- 9 -
图表 11: 床上用品与衣着比例逐年提高.....	- 9 -
图表 12: 中国主要家纺品牌	- 10 -
图表 13: 2009 年三大家纺销售收入的区域分布(万元)	- 11 -
图表 14: 当前产能: 罗莱、富安娜大于梦洁	- 12 -
图表 15: 募投项目后产能差距仍旧存在	- 12 -
图表 16: 2009 年渠道收入对比	- 12 -
图表 17: 未来三年公司业绩加速增长	- 13 -
图表 18: 富安娜发展历程	- 14 -
图表 19: 2010 年底公司产能翻一番	- 15 -
图表 20: 三大家纺主要围绕产业集群区进行生产布局	- 15 -
图表 21: 公司在南充建立生产基地的优劣势	- 16 -
图表 22: 公司自主多品牌序列	- 17 -
图表 23: 销售网络数目稳步增长	- 18 -
图表 24: 公司销售网络布局区域特征明显(2009.06.30)	- 18 -
图表 25: 公司盈利能力指标	- 19 -
图表 26: 主要产品年提价幅度 3%-5%	- 19 -
图表 27: 公司营运能力状况	- 19 -
图表 28: 公司营运能力处于同行业中上水平	- 19 -
图表 29: 2009 年流动比率和速动比率大幅增长	- 20 -
图表 30: 资产负债率和已获利息倍数	- 20 -
图表 31: 业绩预测简表.....	- 21 -
图表 32: DCF 估值结果	- 22 -
图表 33: 品牌服饰和家纺类上市公司估值水平	- 22 -
图表 34: 公司店铺收入假设	- 23 -

中国家纺崭露头角，龙头企业迎来快速发展契机

中国家纺：小荷才露尖尖角

- 家用纺织品细分为床上用品、巾类、厨房用品、帘类、艺类、毯类、帕类、线类、袋类、兜、袋和绒类等十类。其中床上用品为家纺最为重要的组成部分，年产值占家纺工业总产值的 1/3 以上。
- 受居民消费收入的持续增长和消费升级等因素的驱动，近年来家纺行业已经成为纺织行业中成长速度最快和发展速度最大的子行业。2001-2009 年，中国家纺行业产值的年复合增长率 18.92%，超过同期总体工业生产总产值年复合增长率 3.78 个百分点。其中 2009 年家纺行业总产值达到 9600 亿元，同比增长 9.1%。

图表 1：2009 年家纺产值达到 9600 亿元

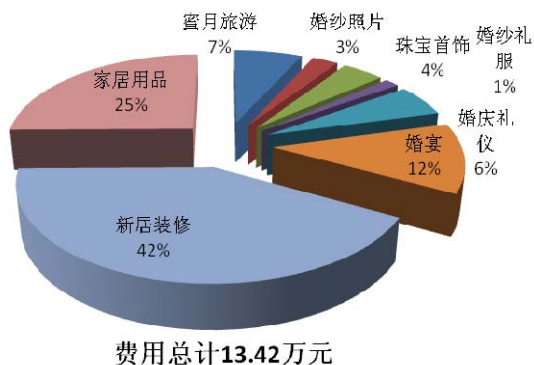


来源：齐鲁证券研究所

中国家纺行业未来 5-10 年需求增速在 17% 左右

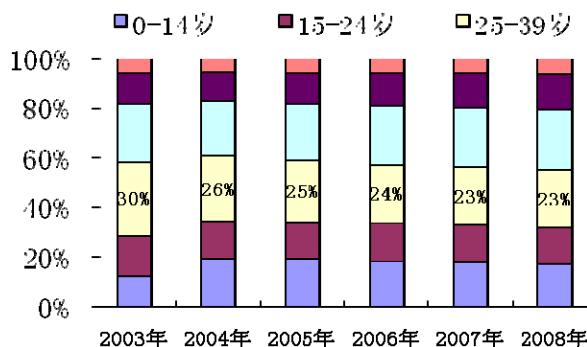
- 家纺产品的需求主要概括为婚庆、住房搬迁、日常更新和旅馆酒店等需求。潜在家纺需求的释放成为中国家纺发展的核心支撑力。
- **婚庆需求：适婚人数稳定，需求将保持 15% 以上增长。**家纺产品中婚庆市场的消费与当前的适婚年龄有关，根据全国人口的抽样调查，2003-2008 年中国 25-39 岁的人口占比保持在 23% 以上，即有近 3 亿的适婚人口。中国结婚产业调查统计中心显示，2000-2005 年平均的结婚人数 811.36 万对，根据测算结婚人口占总人口的比例约为 5.4%。假定 2009 年有 850 万对新人成家，每对消费 2500 元的家纺产品，年消费额就为 212.5 亿元。根据人口出生时间的判断，未来 8-10 年中适婚人数将保持在 3 亿左右。

图表 2：新婚消费构成中家居装修和用品占比最大



来源：齐鲁证券研究所

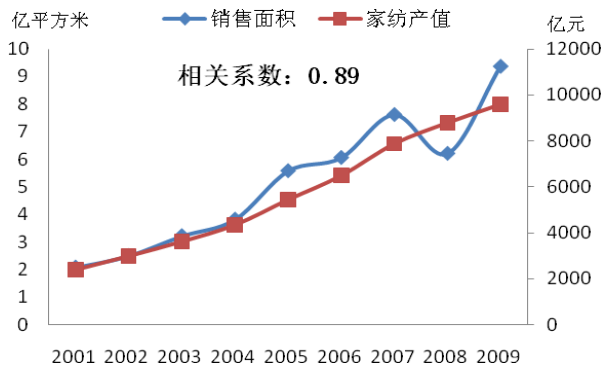
图表 3：抽样调查中适婚人口比例在 23% 左右



来源：齐鲁证券研究所

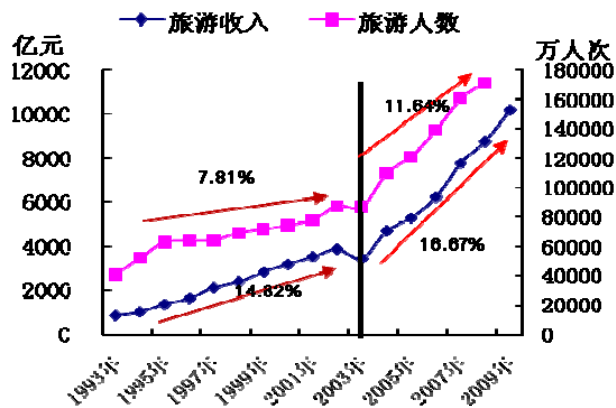
- **乔迁需求：**近期有压力，远期仍可期，刚性需求的存在使销售数量在较低价格充分释放。家纺消费与商品房销售数量关系密切，据简单线性测算，2001-2009 年家纺消费与商品房销售面积的相关系数为 0.89。当前房地产调控政策对房地产的影响首先表现在销售数量的增速下滑方面，然后才会造成销售价格的下降。房地产调控的目的是为了打击投机行为，目前销售数量的下滑只是延缓了但并不是杜绝了人们对住房的刚性需求，随着政策效果的逐步显现，人们对住房的刚性需求会在一个较低的价格区间得到充分的释放，这将成为家纺行业增长的重要推动力。

图表 4：家纺产值与房地产销售面积呈高相关性



来源：齐鲁证券研究所

图表 5：2004 年以来旅游行业快速发展



来源：齐鲁证券研究所

- **旅游需求：**快于旅游收入的增速，预期 15% 左右。旅游人员的增多加大了对旅馆住宿的需求，由此产生了旅馆对家纺产品的引致需求。中国的旅游行业在 2004 年迎来了发展拐点，表现在旅游人数和旅游收入增速加快，由此导致旅店对家纺产品的需求增加。《国务院关于加快发展旅游业的意见》中提出旅游业 2010 年的发展目标为国内游客人数年增长 10%，旅游总收入增长 12%，旅游业的快速发展使人们对旅馆的要求有所提高，激烈的竞争也促使旅馆在家纺产品的投入有所增加。
- **更新需求：**最根本的需求，动力在于消费观念的改变和城镇化进程的推动，5-10 年内增速在 20% 以上。不同于搬迁、婚庆和旅游等原因对家纺产品短期的、一次性的需求，日常更新是对产品长期持续的需求，因此

为家纺最核心的需求。受个人的消费水平和消费观念的限制，中国对家纺产品的更换的频率远低于欧美国家。随着消费水平的提高和行业对健康、卫生消费习惯的引导，家纺产品的更新速度会大为增加，这将成为推动行业发展的最核心因素。

- **中国家纺未来 5-10 年的需求增速在 17% 左右。**据初步估算，新婚需求、乔迁需求、旅游需求和更新需求占比分别为 20%、20%、55% 和 5%，以新婚、乔迁、旅游需求增速 15%，更新需求 20%，加权平均计算可知，未来 5-10 年家纺需求增速在 17% 左右。

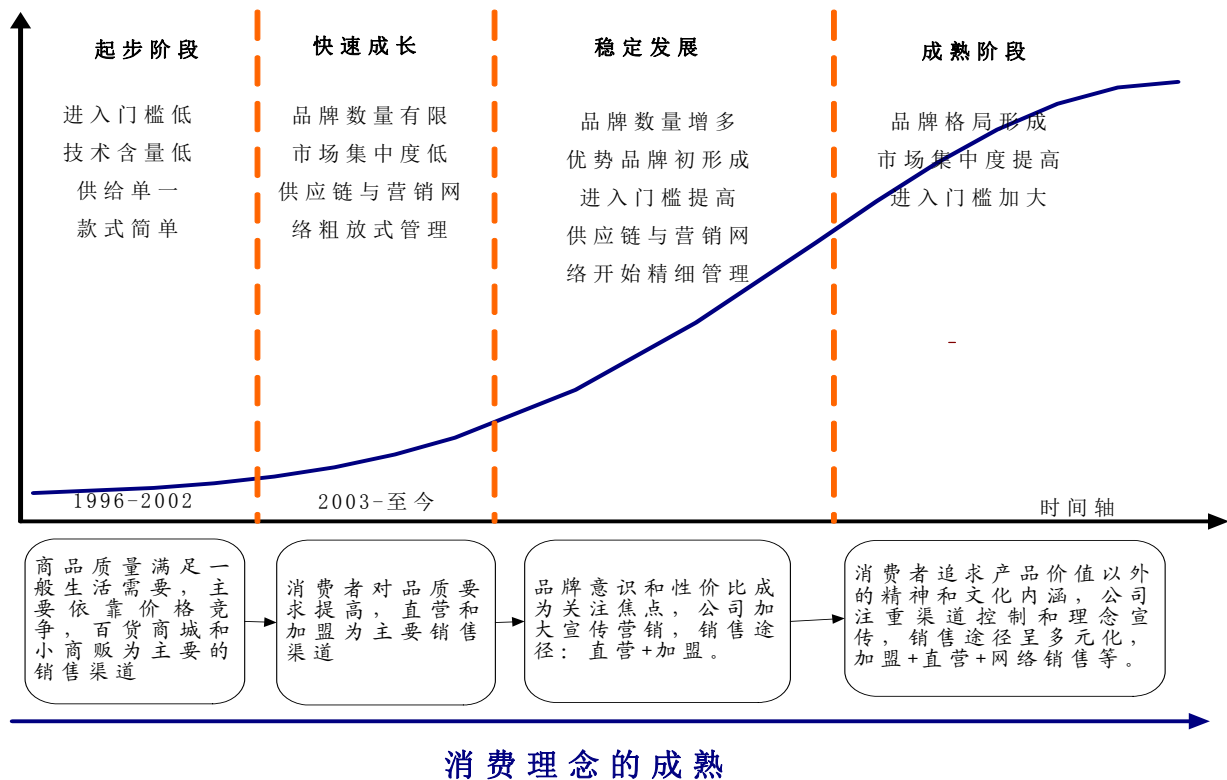
发展阶段：快速发展向稳步成长过渡，品牌竞争替代产品竞争

- 我们将中国家纺的发展历程划分为四个阶段：

起步阶段（1996 -2002）：生产创造价值。90 年代中期以前，中国尚不存在家纺的整体概念，床单、被罩等床上用品是作为单独的个体存在，产品供给比较单一，产品存在的目的只是为了满足人们最基本的需求。真正意义上家纺的概念产生于 90 年代中后期，房地产市场的高速发展引起人们对窗帘、地毯和床上用品等产品的消费大为增加，规模的增加促使中国家纺逐步形成一个独立的产业。

成长阶段（2003 -至今）：规模创造价值。这个阶段市场的集中度较低，潜在的市场容量促使企业不断扩张生产规模，家纺行业的产值也进入了快速增长的阶段。不同于起步阶段消费者只关注产品价格，在这个阶段性价比成为关注的焦点，并且消费者具有初步的品牌意识。市场需求的

图表 6：中国家纺：处于快速成长末期，正向稳定发展过渡



来源：齐鲁证券研究所

- **稳定阶段：品牌创造价值。**市场的品牌数量逐步增多，人们购买家纺产品的着重点由品质转换到品牌意识方面，行业进入的门槛有所提高，企业经营层面对供应链和销售网络也由原来扩大销售覆盖度和市场份额转为精细化管理。
- **成熟阶段：文化理念创造价值。**市场集中度进一步提高，品牌垄断格局已经形成，消费者开始追求产品价值以外的精神和文化内涵，公司方面重视渠道控制和理念宣传，销售的途径也趋于多元化。
- **目前所处阶段：快速成长向平稳发展过渡。**短期而言，规模扩张仍是竞争的焦点，长期来看，渠道的布局、品牌的塑造和供应链管理成为决定未来谁将胜出的关键性因素。中国家纺处于快速成长阶段的末期，向稳定发展阶段过渡。不同于阶段前期快速增长阶段以抢占市场份额为重点的粗放扩张战略，过渡时期的企业开始注重品牌和营销渠道的精细化管理，人们对家纺产品消费的品牌意识也有所提升。进入稳定发展阶段，行业市场集中度将进一步提升，将产生 2-4 家全国性的强势品牌。

未来十年中国家纺发展速度快于服装

不同于穿着，家纺属于家居范畴

- **服装是人们形象外在的表现，家纺是内在家庭氛围的载体，一直以来人们对服装的重视远高于家纺。**就产业链而言，服装和家纺都是利用纺织面料加工成为最终产品，原料和加工环节基本一致，销售途径也基本相同，两者同属于纺织工业范畴。但是由于服装是人们性格和形象外在的表现，可见性非常强，而家纺则布置在住房，可见性较弱，因此一直以来人们对服装的重视要远高于家纺，对服装款式、风格、时效性的要求要远高于家纺。

图表 7：服装和家纺的异同点

相同点	不同点
两者同属于纺织工业范畴，原料、生产环节和销售途径近似一致	服装是人们外在形象的展示，属于非耐用消费品，家纺是内在家庭氛围营造的载体，属于耐用消费品。
	服装的更新速度快于家纺 1-2 年
	相较于服装，家纺产业周期比较长，生产中人力占比较小。
	家纺市场集中度和品牌影响力弱于服装
	人们对服装款式、风格和时效性的要求远高于家纺
	人们对服装的品牌意识大于家纺

小结：功能性的差异导致服装的发展阶段早于家纺 5-10 年，在消费水平达到一定高度，个人消费支出会向耐用消费品倾斜，家纺的边际消费倾向大于服装，未来发展速度也快于服装。

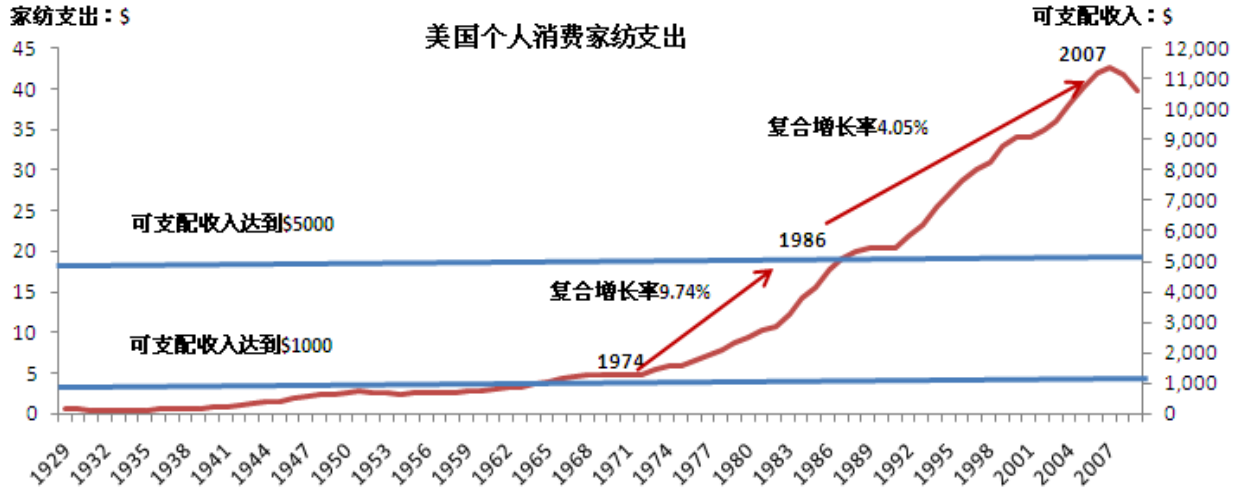
来源：齐鲁证券研究所

2014 年之前，中国家纺依旧处于快速增长区间

- **美国数据显示：个人可支配收入在\$1000-\$5000，家纺消费处于快速增长期。**发达国家一般将家纺归于家居消费范畴，其消费的增长也遵循家居消费的规律。作为家纺发展最为成熟的国家之一，美国商务部数据显

示，当个人可支配收入达到\$1000 即 1974 年时，家纺消费支出进入快速增长阶段，个人可支配收入达到\$5000 即 1987 年时，家纺消费支出进入稳定增长阶段。

图8：美国个人可支配收入达到\$1000 家纺消费快速增长



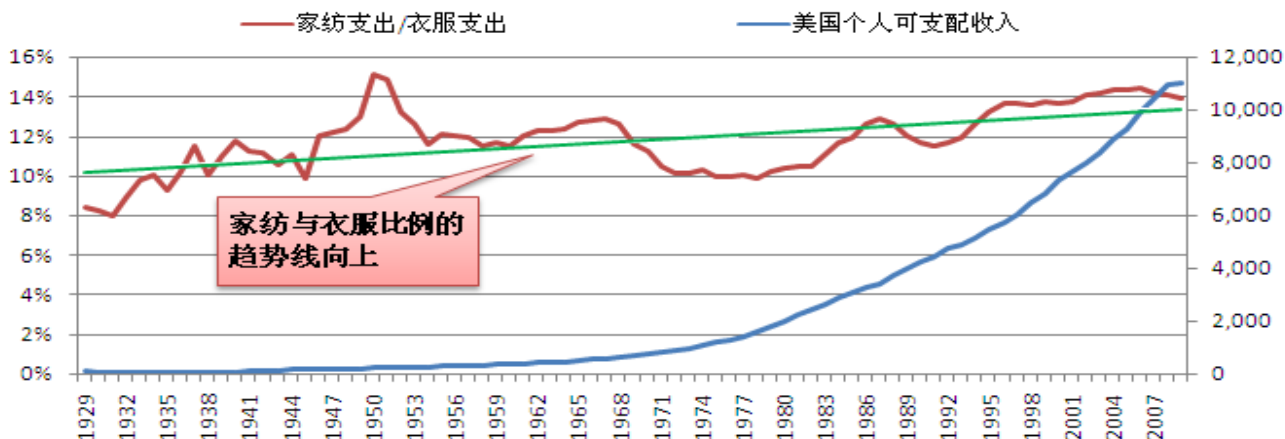
来源：齐鲁证券研究所

- 2014 年前，中国家纺仍处于快速增长区间。中国城镇居民可支配收入 2003 年达到\$1000，2009 年为\$2514，在汇率水平不变的情况下，按照近十年的复合增长率（14.24%），可支配收入达到\$5000 需要 5 年时间，即在 2014 年之前，中国家纺的仍处于快速增长区间。
- 农村居民消费的爆发式增长或延长家纺快速增长维持时间。2009 年中国农村居民收入水平仅为\$754.37，按照近十年的复合增长率（11.90%），达到\$1000 需要 3 年时间，即 2013 年农村家纺消费可能将迎来爆发式增长，中国家纺在快速增长阶段的时间因此可能延长 5-10 年。

较高消费水平下，家纺边际支出增长率高于服装

- 发展阶段的滞后导致家纺增长速度快于服装。就发展阶段而言，家纺处于快速成长期，而 2005 年服装已经开始步入稳步成长期，家纺的发展要滞后服装 5-10 年的时间。由于处于不同的发展阶段，家纺的市场集中度低于服装，竞争激烈程度也要高于服装。不同于服装中品牌运营和理念的竞争，家纺企业的竞争主要集中在产能和销售渠道掌控能力的竞争，具有地域和先发融资优势的企业胜出可能性较大。
- 人们消费水平达到一定程度时，消费支出会向耐用消费品倾斜，未来消费支出重点将由吃穿转移到住行。以美国为例，个人家纺消费支出与衣服消费支出的比例维持在 10%-14%之间，并且随着个人可支配收入的提高，这个比例呈增长趋势。

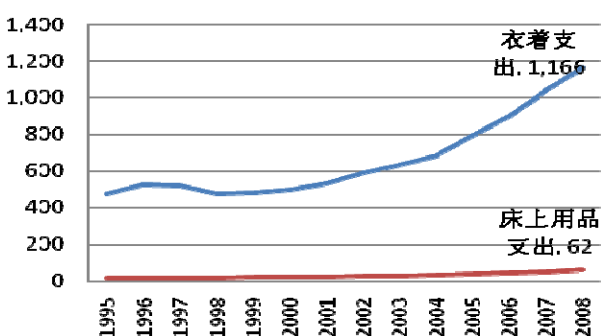
图表 9：随着可支配收入的提高，美国家纺与服装支出比例趋势向上



来源：齐鲁证券研究所

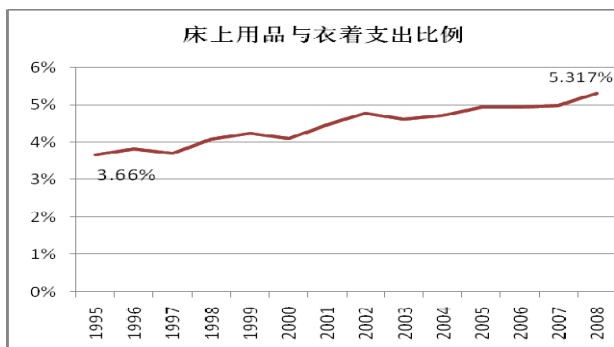
- 2009 年中国城镇居民家纺和穿着消费的比例仅为 5.32%，与美国具有较大差距。在个人消费水平有限的情况下，人们对吃穿的重视要高于住行，2008 年城镇居民穿着和床上用品的消费分别为 1165.91 和 62.21 元，床上用品的消费仅为穿着类的 5.32%。
- 假设家纺消费以 20% 的增幅增长，达到 2009 年穿着支出的 14%，仍需要需要 5 年时间。虽然床上用品消费的基数较低，但近年来床上用品消费的增速高于穿着消费，与穿着消费的比例也有 1995 年的 3.66% 增加到 2008 年的 5.32%，这一数据与美国 10%-14% 的比例仍具有较大的差距，随着中国个人可支配收入的提高，预计人们在家纺消费的投入增幅要高于服装。单纯从这个意义上讲，家纺行业未来的发展空间大于服装。

图表 10：城镇居民消费衣着和床上用品支出（元）



来源：齐鲁证券研究所

图表 11：床上用品与衣着支出比例逐年提高



来源：齐鲁证券研究所

中国家纺：群雄逐鹿，迎来渠道为王的时代

家纺竞争者：主要来源于国内

- 品牌布局基本合理。广阔的市场前景和中高档产品超过 30% 的毛利率吸引越来越多的企业进入以分享行业快速成长所带来的高额利润。目前中

国已产生一系列固守主业，致力于规模扩张的家纺品牌，基本上涵盖了低、中、高档消费市场。

图表 12：中国主要家纺品牌

	公司名称	年销售额	发展特征
一线品牌	罗莱、梦洁、富安娜等	6-12亿元	多成立于90年代中后期，凭借所在区域的消费高速增长和规模的扩张，快速成长为区域性优势品牌。
二线品牌	凯盛、博洋、水星、恐龙、紫罗兰、馨亭等	1-5亿元	受益于行业的快速增长，利用自有资金进行扩张。
三线品牌	其他品牌	1亿元以下	成立时间较晚，多集中于中低档产品的生产。

来源：齐鲁证券研究所

- **国外知名品牌的入驻，短期尚不构成威胁。**国外品牌家纺的竞争缺陷体现在销售网络的建设方面，目前有些国外品牌通过国内厂商进行销售，国外家纺市场的饱和和国内家纺广阔的发展前景，驱使先前通过代理或授权在中国有一定知名度的国外品牌通过设立直营网点增强在中国的影响力。并且中国商场为了提升自身形象，具有较大的意愿引入国外知名家纺品牌，这也为国外品牌的入驻提供了一定的便利条件。但是国外品牌入驻的数量和销售的渠道比较少，目前尚不对中国家纺构成大的威胁。
- **由于家纺行业对供应链掌控和销售网络覆盖能力的要求较高，而上游面料拓展和国外品牌进驻在此方面存在不足，因此中国家纺行业主要竞争者集中在国内。**随着消费者对时尚和舒适的追求，家纺企业之间的竞争重点也有最初的单纯注重产品质量向产品设计和品牌运营等方面发展。因此，供应链管理、销售网络开拓和产品的设计能力成为竞争的焦点，其中罗莱家纺、富安娜和梦洁等公司凭借地处的产业集群和销售网络区域性垄断优势脱颖而出。

竞争格局：群雄纷争，三国鼎立格局初显

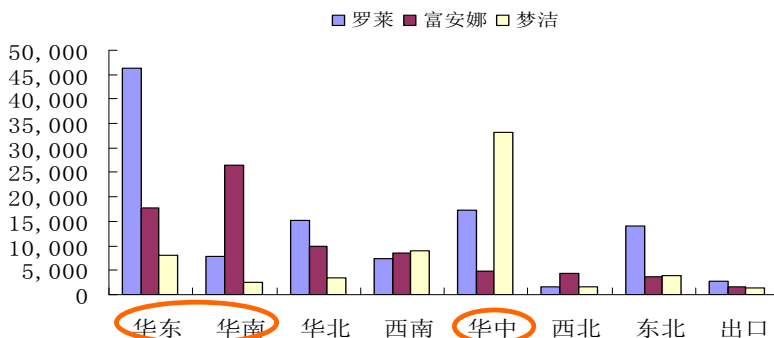
- **市场集中度较低。**据估算 2009 年 1-11 月规模以上家纺企业的生产总值占行业总产值的比例仅为 18.07%。2009 年罗莱、富安娜和梦洁的总营业收入为 25.68 亿，仅占行业总产值 0.27%。目前中国家纺行业只具备区域的强势品牌而尚未形成领导性品牌，与其他品牌相比，占据市场占有率第一名的罗莱家纺也并未具备绝对优势。
- **罗莱、富安娜和梦洁都是凭借所处区域的雄厚的消费实力扩张为中国家纺的区域性龙头。**从市场竞争策略而言，罗莱凭借产业集群的原料和产品配套优势以及强大的加盟销售网络在华东地区的垄断性布局，并结合销售区域高消费特点代理多个国际品牌实现收入的快速增长。梦洁以中部省会城市为中心，凭借高性价比优势，通过培育高端自主品牌在华中地区具有一定的垄断优势。富安娜则是依靠先进的产品开发能力和鲜明的品牌定位，以华南为核心、华东为重点实现了规模的快速扩张。
- **罗莱先扩规模后练内功，而富安娜和梦洁是先练内功后扩规模。**相较于品牌服装，中国家纺行业产品生产设计壁垒较低，即行业的进入成本较低。在行业快速发展阶段，三大家纺分别选择了不同的策略来抢占市场资源，罗莱是利用加盟渠道和代理的国外品牌实现规模的迅速扩张，而富安娜更注重内功的的修炼和提升，较为重视产品内涵和管理经营的能

力，梦洁则在产品设计和研发方面投入很大。总结为罗莱先扩规模后练内功，而富安娜和梦洁是先练内功后扩规模。

区域竞争不均衡性：华东、华南和华中区域竞争趋于激烈

- 目前中国只存在强势的区域品牌，尚不存在全国范围内的强势品牌，竞争的环境相对宽松。在家纺企业由区域品牌向全国品牌扩展的过程中，行业的竞争态势也由以前企业间互不干扰的相对独立发展转化为相互影响，相互渗透的发展。
- 对比罗莱、富安娜和梦洁的战略发现，三者皆利用上市融资机遇进行全国的战略布局，由于所处地区居民生活水平较高，消费能力较强，因此未来三者竞争的焦点集中在华东、华南和华中区域，即下一步的销售网络布局皆重点集中在对方的核心区域，在区域性品牌向全国品牌发展的过程中，华东、华南和华中之间品牌的竞争将更为激烈。

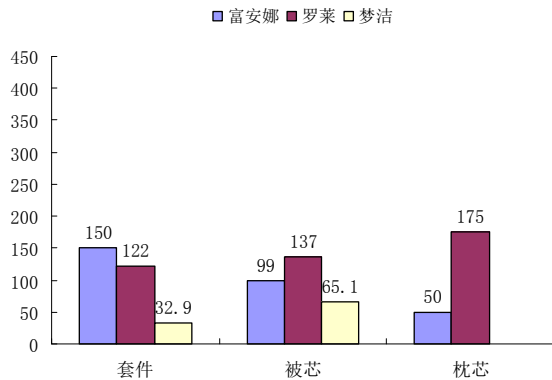
图表 13：2009 年三大家纺销售收入的区域分布（万元）



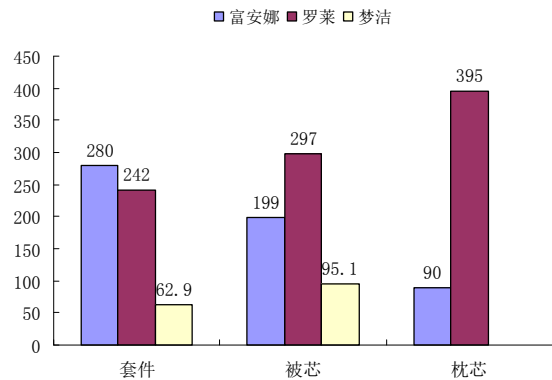
来源：齐鲁证券研究所

罗莱和富安娜的产能规模是梦洁的两倍

- 中国家纺行业产品生产设计壁垒较低，即行业的进入成本较低。家纺行业存在的巨大需求和中高端产品相对较高的盈利造成在新的企业持续进入的同时，原有的企业不断的投产和扩容。
- **当前产能：罗莱、富安娜相近，是梦洁的两倍。**对比三大家纺企业的产能，梦洁与富安娜和罗莱差距较大，富安娜和罗莱相差不大。梦洁套件类产能仅为富安娜和罗莱 1/3，被芯的产能也仅为两者的 1/2 左右。相比而言，富安娜在套件产能方面具有优势，而罗莱在被芯和枕芯产能方面具有优势。
- **募投项目建成后差距仍旧存在。**三大家纺意识到行业快速发展背景下产能的扩张和营销网络建设的重要性，分别于 2009 年和 2010 年相继上市进行扩大产能和拓展直营营销渠道项目的建设，三者募投项目完成后产能规模将增长一倍，
- **富安娜产能释放时间最早。**三者的产能建设完成时间不同。罗莱和梦洁的项目建设期分别为 24 和 36 个月，而富安娜由于是在原有生产基地基础上的扩产，因此产能的达产期只有 11 个月。

图表 14：当前产能：罗莱、富安娜大于梦洁


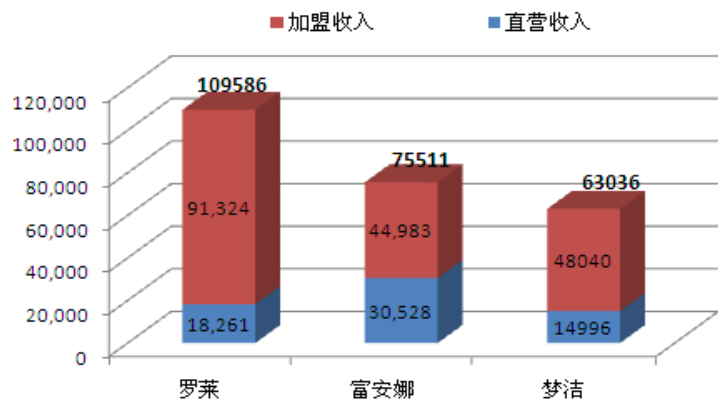
来源：齐鲁证券研究所，富安娜和罗莱为 2009 年中报数据，梦洁为 2009 年报数据

图表 15：募投项目后产能差距仍旧存在


来源：齐鲁证券研究所

未来焦点：渠道为王

- 消费观念的改变促使企业注重品牌和营销渠道的精细化管理。不同于以前只注重于性价比，当前阶段的消费者对家纺产品具备初步品牌观念，对产品色彩、风格和时尚性的要求也有较大提高。针对消费者观念的转变，过渡时期的企业开始注重品牌和营销渠道的精细化管理。
- 销售渠道：三公司皆采取直营+加盟的模式，罗莱加盟网络的建设和管理更胜一筹，富安娜的直营渠道更有优势。从不同销售模式的对比方面可以总结为：加盟渠道适用于品牌创立和成长期，此时公司经济实力不强，销售网络不健全，采用该种方式能够快速占领市场。直营连锁利用连锁组织集中管理、分散销售的特点充分发挥规模效应，扩大直营网络，提高产品的市场占有率。直营连锁的最大特点是生产商可以更加有效地控制渠道，更加有效地贯彻公司的发展战略，直营渠道更适用于品牌形象提升期。

图表 16：2009 年渠道收入对比


来源：齐鲁证券研究所

- 短期而言，规模扩张仍是竞争的焦点，长期来看，渠道的布局、品牌的塑造和供应链的管理能力将成为决定谁将胜出的关键因素。罗莱、富安

娜和梦洁都产生于 90 年代，通过不同的市场战略分享了行业的高速成长，现阶段各个公司差距尚不明显，但是随着时间的推移，三者在品牌定位、渠道拓展和供应链管理等方面的差异也会使公司的差距逐步扩大。只有固守主业，战略清晰的公司能在激励竞争中先行胜出，成为真正的中国家纺龙头。

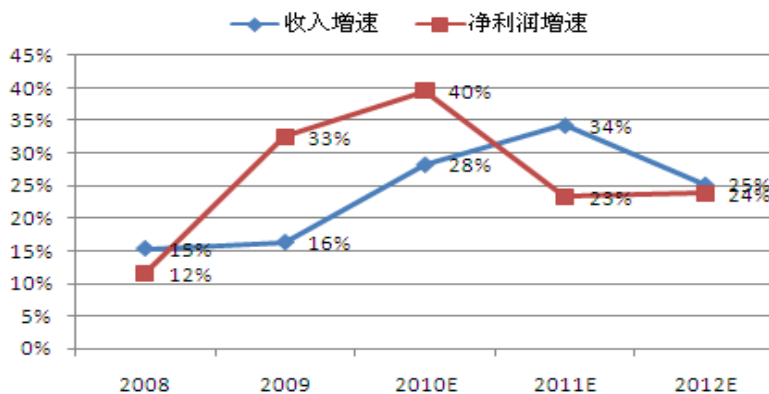
富安娜：内功修炼深厚 规模扩张加速

- 不同于罗莱以外在规模扩张为主的市场策略，富安娜更注重于内功的修炼和提升，较为重视产品内涵和管理经营的能力，发展趋势总结为先练内功后扩规模。在销售环节利润侵占生产环节利润的行业大背景下，受制于有限资源的约束，公司在保有现有设计实力的同时，未来发展的重点集中在品牌塑造和渠道拓展方面。
- 公司直营网络的数量和盈利能力一直处于行业领先水平，由于资金需求量较大，短期回报率较低，直营网络的拓展速度比较缓慢一定程度上制约了公司的扩张规模。下阶段公司加盟拓展力度的扩大将使公司规模扩张进一步加速。

迅速崛起的区域龙头

- 富安娜依靠先进的产品开发能力和鲜明的品牌定位，凭借深圳及华南地区的高消费水平，以华南为核心、华东为重点实现了规模的快速扩张。2006 年-2009 年公司收入、利润总额和净利润的复合增长率分别为 23.62%、39.80%和 36.60%，IPO 募投项目的建设促使 2010-2012 年公司收入增幅加速，营业收入复合增长率达到 29.21%。

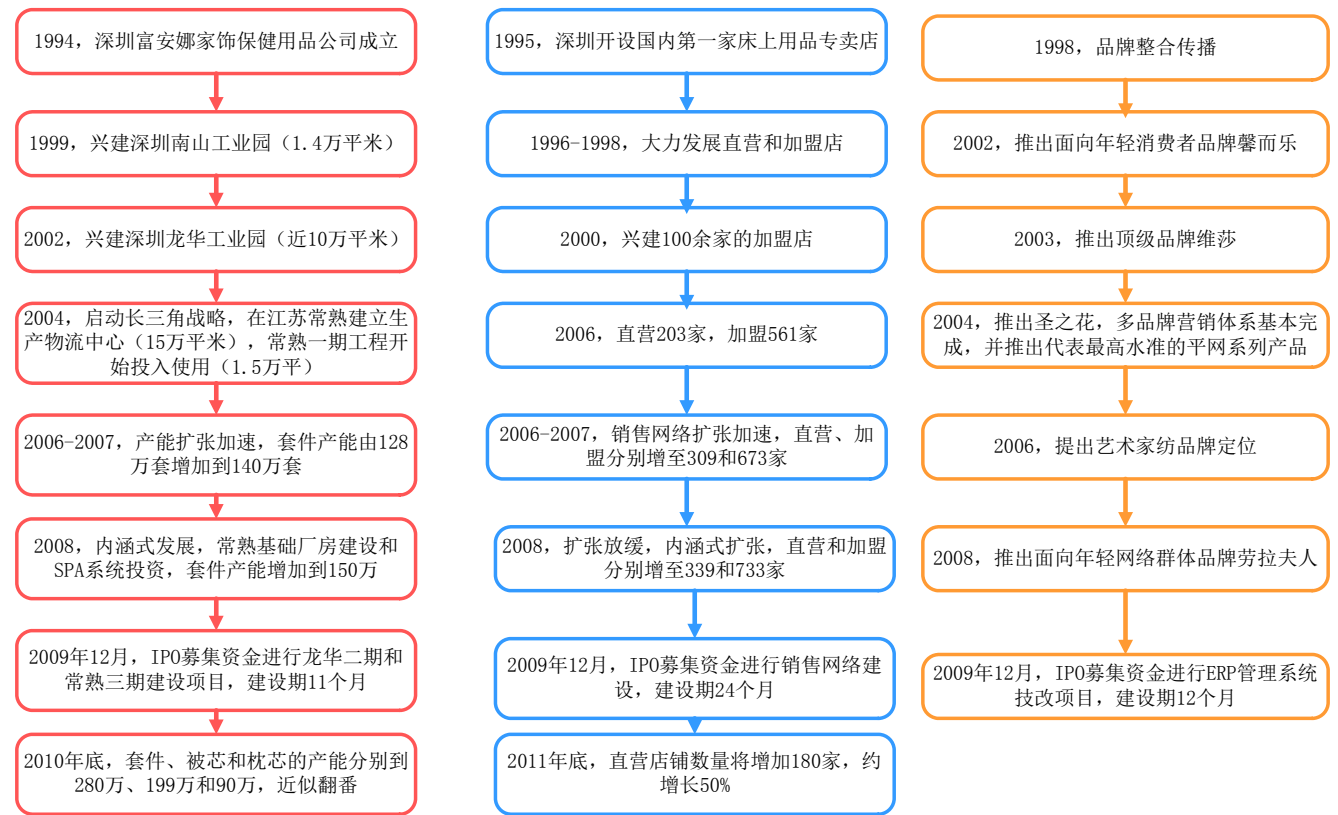
图表 17：未来三年公司业绩加速增长



来源：齐鲁证券研究所

- 根据公司发展历程，可以将公司的发展分为三条主线，一是产品产能的扩张，二是销售网络的布局，三是公司品牌战略的推行。下面就从这三个方面分析公司的运营。

图表 18：富安娜发展历程

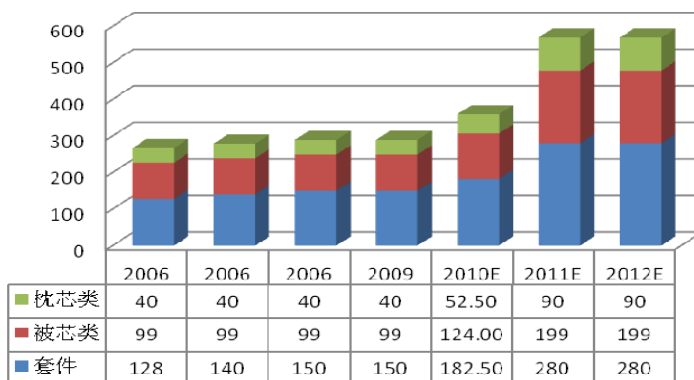


来源：齐鲁证券研究所

2010 年底产能翻番，产能增速高于罗莱和梦洁

- **成立至今利用自有资金和银行贷款扩张产能。**公司自 1994 年成立以来就专注于家纺产品的生产与销售，2006-2007 年公司主要依靠自有资金和银行存款的融资渠道实施积极的扩张策略，套件的产能由 128 万套增长至 140 万套。公司的资产负债率的增加促使公司 2008 年采取较为谨慎的扩张策略，主要采用内涵式的发展模式提升公司业务发展质量，只是进行常熟基础厂房的建设和 SPA 系统的投资，套件的产能增加到 150 万套，规模扩张步伐减慢。
- **募投资金缓解资金压力，富安娜产能扩张步伐快于罗莱和梦洁。**在行业需求较为旺盛的情况下，产品的生产能力就成为决定企业占有市场份额的关键因素。公司于 2009 年 12 月上市，募投资金进行龙华二期和常熟三期的建设，由于是在原有生产基地基础上的扩建，项目建设周期仅为 11 个月，预计 2010 年底，公司套件、被芯和枕芯的产能分别达到 280 万套、199 万件和 90 万件，产能近似翻番。2009 年中期和 2010 年中期上市的罗莱、梦洁也同样利用募集资金扩张规模，生产能力近似翻番。但是，两者项目建设时间分别为 24 个月和 36 个月，富安娜产能完全释放时间更短，2010 年底的生产能力可能要超过罗莱。

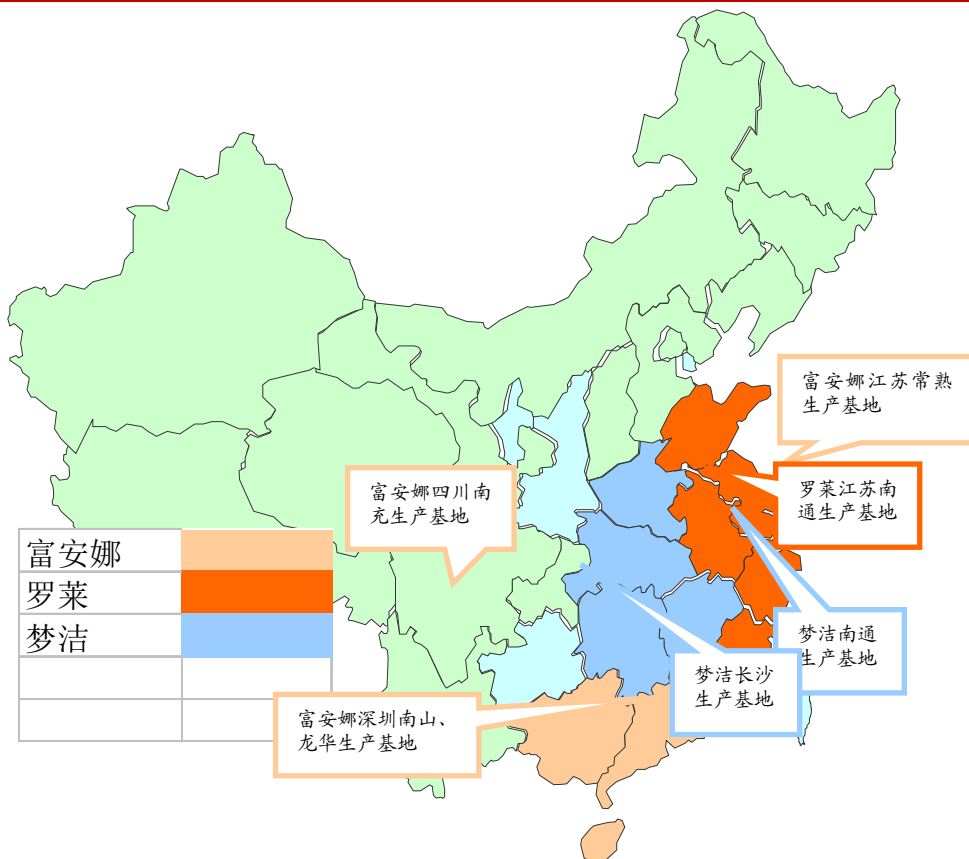
图表 19: 2010 年底公司产能翻一番



来源: 齐鲁证券研究所

依托家纺集群, 铸就生产铁三角

图表 20: 三大家纺主要围绕产业集群区进行生产布局



来源: 齐鲁证券研究所

- 产业集群是当前中国家纺行业发展的重要特征。产业集群在产品配套、原材料供应、技术人员招聘、资讯收集等方面尤其明显。通过有效的资源整合、协作分工, 产业集群既有规模经济的优势、也有中小企业的灵活。截至目前, 经中国纺织工业协会评定, 国内主要有九个家纺产业集群分别是江苏南通市、海门市三星镇、浙江余杭、萧山、海宁、浦江、嘉兴油车港镇、桐乡大麻镇和山东文登市。这些产业集群大多集中在东

南沿海地区，每个集群产值收入大多在 100 亿元以上。

- **富安娜：长三角和珠三角战略。**考虑到长三角与珠三角均为家纺行业聚集地，富安娜提出“长三角战略”和“珠三角战略”，分别于 1999 年建立深圳南山生产基地，2002 年建立深圳龙华工业园，2004 年江苏常熟家纺生产基地等三大生产基地，并在 2009 年底 IPO 募投项目进行深圳龙华二期工程和江苏常熟三期工程的建设，是国内现今唯一同时在“长三角”与“珠三角”建有生产基地的床上用品企业。
- **拟建南充生产基地，富安娜生产铁三角正式形成。**富安娜拟投资 1.5 亿建设四川南充生产基地，其中投资 600 万元用来设立全资子公司南充富安娜家居用品股份有限公司，计划在以租赁厂房的形式进行试生产，试生产期不得超过两年。2010-2011 年富安娜计划每年新增直营店铺 70-80 家，加盟店铺 300-400 家，由于募投项目产能完全投产需要 11 个月时间，由此造成 2010 年存在销售能力大于生产能力的情形，目前有一部分产品需要外协加工生产。这是富安娜在四川南充建设生产基地的原因之一。

图表 21：公司在南充建立生产基地的优劣势

优势	劣势
(1) 南充为全国四大蚕茧、丝绸生产出口基地之一，公司在此建立生产基地主要进行丝绸产品的生产，便于掌握上游稀缺资源。 (2) 南充具有悠久的纺织工业基础，具有大量的纺织工人储备，便于招工并且成本比沿海低 20% 以上。 (3) 作为仅次于成都的四川第二大城市，南充地处川东北交通要冲之地，是四川内陆的交通、通讯枢纽，川北最大的商品集散地，已形成公路、铁路、航空、航运四位一体的交通网。 (4) 作为没落的轻纺城市，政府也在为城市寻求新的发展途径，招商引资方面可能具有一定的优惠措施。	增加管理方面的难度，需要外派人员进行管理，但是公司具有江苏常熟生产基地的建立经验，预计前期摩擦成本较小，成功概率较高。

来源：齐鲁证券研究所

- **生产基地铁三角映射不同的销售区域。**公司不同地区生产基地分别对应不同的销售地域，处于长三角的江苏常熟生产基地的产品可以供应华北、东北和华东等地区的销售，处于珠三角的深圳南山和深圳龙华生产基地的产品可以供应华南和华中地区的销售，而拟设的四川南充生产基地可供应中西部的销售。四个生产基地建设使公司充分利用其地理位置，辐射周边地区，节约物流成本、提高市场反应能力。
- **率先在西南布局，战略规划剑指全国。**三大家纺的生产基地多设于家纺的聚集地之处即中国的东南方向，而在中国的西部和中部尚未布局。公司率先在西南地区建设生产基地，这有利于降低公司销售网络在西南地区的扩张成本，加快市场反应速度，同时也降低了生产基地集中在一个区域所带来的气候灾害所带来的风险，为公司由区域性品牌向全国性品牌的转变奠定了良好的基础。

自主多品牌战略，定位细分市场

- **大力推广馨而乐，正式启动真正的自主多品牌战略。**将艺术家纺作为品牌内涵，公司产品价值定位鲜明。公司先后推出“富安娜”、“馨而乐”、

“维莎”、“圣之花”、“劳拉夫人”等品牌。虽然先前罗莱利用加盟品牌，富安娜和梦洁利用自主品牌都理论构造了多品牌的产品系列，但是主品牌占比仍在 82% 以上，其他品牌推动的力度较小。公司 2009 年以来加大对第二品牌馨而乐的推广，加强中档品牌收入占比，正式启动真正的多品牌战略。

- **未来品牌销售策略：加大推广馨而乐，探索圣之花销售途径，保持维莎原有战略不变。**在保持主打品牌富安娜的市场竞争力的同时，2010 年公司加大对馨而乐品牌的投资力度，并逐步在 200 平米以内的店铺取消对品牌的组合销售，即以后馨而乐品牌会单独设置店铺销售或是在 200 平米以上的店铺内组合销售。预计未来馨而乐品牌的销售收入增幅在 40% 左右，快于主品牌的增速，三年收入占比达到 20% 左右。
- 圣之花以前走超市路线，由于超市占款时间较长，为 2-3 个月，扣点也较高，加之价格和毛利本身较低，因此公司减少超市供应，2010 年收入降低 21%，未来探索团购和网购等其他销售渠道。
- 维莎作为一个高端的品牌，维莎产品的定位与富安娜有一部分的重合，品牌差异化程度较低，当前阶段保持原有的战略不变。

图表 22：公司自主多品牌序列

品牌	富安娜	馨而乐	维莎	圣之花	劳拉夫人
09 收入占比	约 82%	约 12%	约 1%	约 5%	未开展
市场定位	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
价位	800 元以上	600 元以下	800 元以上	600 元以下	
设计风格	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	随意亲和，富有温馨情趣的大众生活	亲和，富有温馨情趣
销售渠道	大中城市专卖店、商场柜	专卖店、商场专柜	专卖店、高档商场专柜	超市 大卖场 专柜	网络销售
发展策略	保持市场竞力	加大推广力度	维持原有战略	探索其他销售途径	维持原有战略
品牌销售策略	自主多品牌策略，首先建立多品牌矩阵，寻求不同品牌的差异化，以针对性的覆盖目标群。以富安娜为核心品牌，下一步增强中端品牌馨而乐的拓展力度，继续培育其他品牌。				

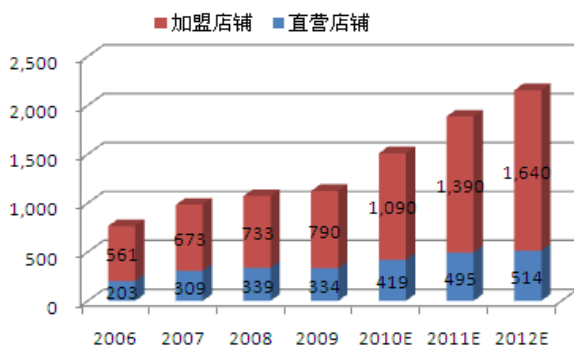
来源：齐鲁证券研究所

保有直营收入比例，加大加盟拓展力度

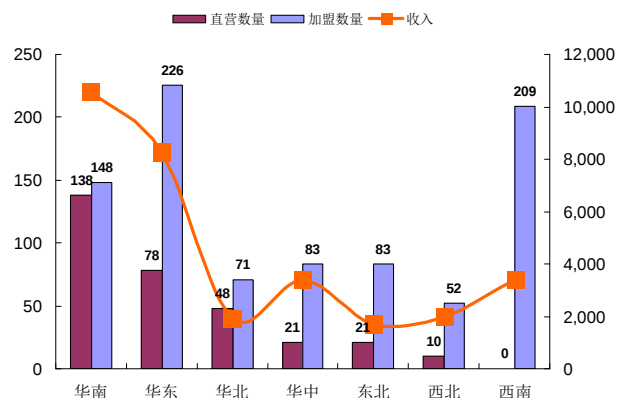
- 公司依靠直营与加盟并存的方式，一方面不断提升终端价值，巩固品牌的号召力和影响力，另一方面，直营终端的扩张帮助企业不断加强对终端的控制能力。截至 2009 年底，公司在全国已发展 1000 多家连锁专卖店和专柜，其中加盟商 790 家，直营店（柜）334 家。
- **销售战略：在保有直营收入比例 30%-40% 的基础上，加大加盟拓展力度。**公司在全国重点城市设立直营专卖店，以一二线城市的布局为主，带动三、四线城市。自 1995 年在行业内率先采用直营的销售渠道之后，公司直营网络的数量和管理能力一直处于行业领先地位。由于直营网络扩

张速度较慢，公司下阶段在保有直营收入比例基础上，加大加盟拓展力度，使营销网络向二三线城市沉淀，每年增加 300 家左右加盟商。加盟拓展力度的扩大，促使公司规模加速扩张。预计 2010-2012 年加盟收入的增幅分别为 26.90%、30.43%和 25.09%。

- **公司销售网络区域特征明显。** 华南、华东、华中和西南为公司销售收入占比较高的地区。公司鲜明的区域特性不仅表现在销售收入区域的差异，还表现在销售网络在区域分布的不同。由于直营网络对渠道的控制能力较强，公司的直营网络主要布局在华东、华南和华北等居民消费能力较高的区域，而加盟网络由于前期投入较少，布点速度快，可以利用加盟商的区域社会资源，所以在直营网络稀少的东北、西北和西南等区域优势明显。

图表 23：销售网络数目稳步增长


来源：齐鲁证券研究所

图表 24：公司销售网络布局区域特征明显


来源：齐鲁证券研究所

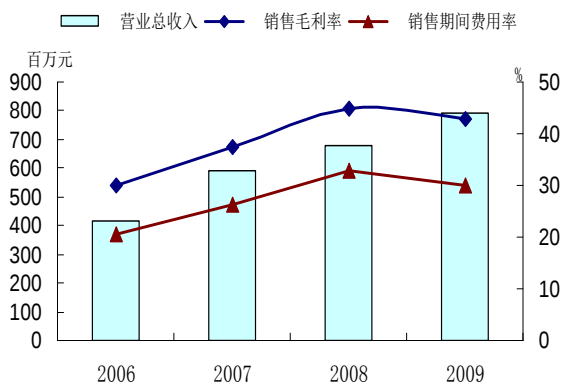
- **未来公司根据区域特征采用不同的销售战略，保有原有优势区域的竞争能力，加大弱势区域的招商力度，加快空白市场的拓展步伐。**
华东区：销售较弱，罗莱传统的强势区域，公司店铺数目为罗莱的 1/3，未来战略加大招商力度，店铺的设置更好的体现公司的形象特征。
华南区：公司传统的优势区域，总部所处地，更便于管理和宣传，例如区域性的广告宣传可以覆盖整个华南区域，未来战略保有优势地位。
西北区：加盟店铺收入占比较高，未来战略尽快加大西北地区覆盖面，尽快占有加盟商等资源，提升管理效率。
西南区：绝对优势的区域，保有原有的竞争优势。

财务指标分析

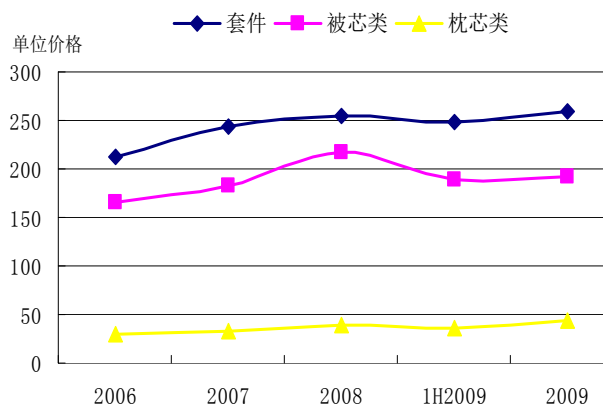
- 公司的财务状况一直处于稳健状态，IPO 募集资金进一步降低了公司的资金压力，未来随着募集项目的建设，公司资金流动指标将趋于平稳。

单价提高促使盈利能力增强

- 自 2006 年以来,公司的盈利能力不断的增强,销售净利率从 2006 年的 8.06% 上升至 2009 年的 10.87%。公司盈利能力的提升源于产品价格每年 3%-5% 的提价和直营网络扩展带来的综合毛利率的显著提升。
- 公司期间费用控制良好,其上升幅度低于毛利率的上升幅度。需要指出的是公司所享受的税收优惠也是公司净利润增长的原因之一。2007 年子公司富安娜营销公司免征企业所得税一年,造成当年公司的所得税率仅为 7.4%, 净利润增长 72.77%。

图表 25: 公司盈利能力指标


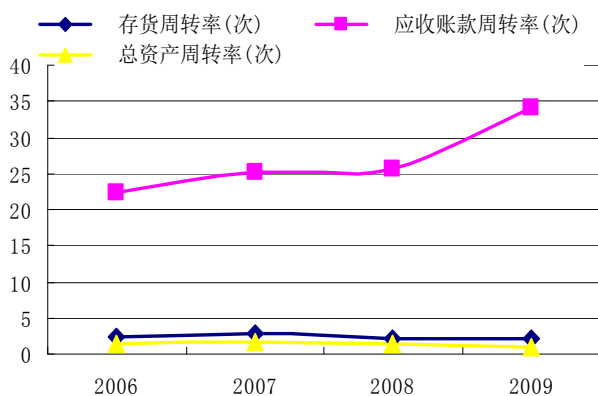
来源: 齐鲁证券研究所

图表 26: 主要产品年提价幅度 3%-5%


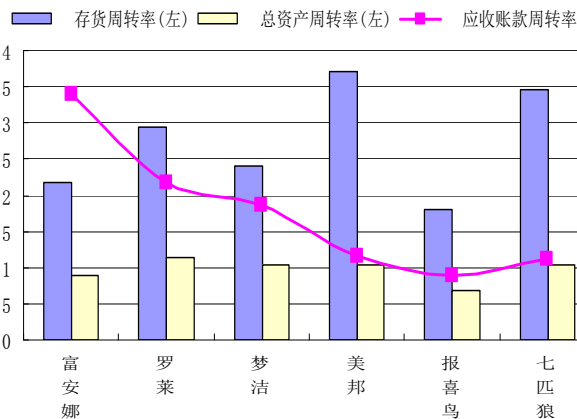
来源: 齐鲁证券研究所

存货周转率较低 应收账款周转率处于行业领先水平

- 近年来,公司应收账款总量保持稳定,基本与销售规模相匹配。主要因为公司对大多数加盟商采取预收货款后发货,少数优质加盟商给予少量信用额度的销售政策。对于直营专柜形式的销售,由于公司与商场结算存在一定的时间差异,因此会形成一定数额的应收账款。对比同类公司 2009 年的营运指标,富安娜的应收账款周转率比其他四个公司的平均水平高出 20 个百分点,显示公司现金能力较强,资金流动率高。

图表 27: 公司营运能力状况


来源: 齐鲁证券研究所

图表 28: 公司营运能力处于同行业中上水平


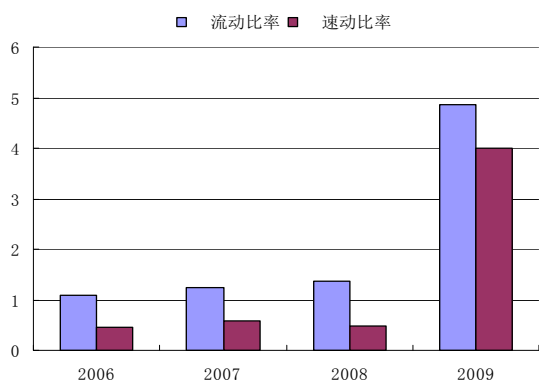
来源: 齐鲁证券研究所

- 相比于较高的应收账款周转率，公司的存货周转率稍低，这由公司所处行业和经营模式特点决定，一方面与公司产品特征有关，另一方面与公司直营占比较高有关。公司产品从原材料到产成品到实现最终销售需要经过采购、委托加工印染、后续生产、物流运输和销售五个阶段，每个阶段需要较长时间。其中由于直营店铺完成产品销售才能确认为销售收入，而直营店铺销售产品一般需要 2 个月或更长时间，因此直营占比较高导致公司的存货周转率要低于罗莱和梦洁。

流动比率不断上升 短期偿债能力较强

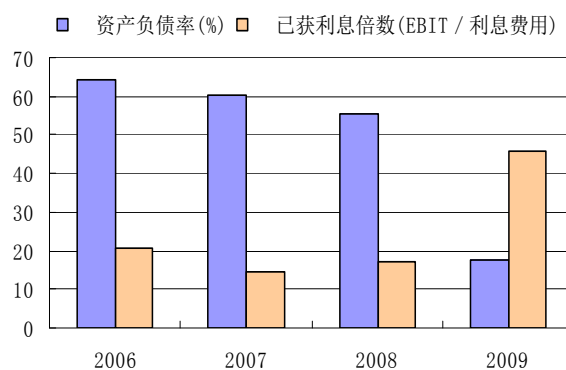
- 公司的流动比率和速动比率与公司业务发展规划相适应，其中流动比率不断上升，速动比率较低的主要原因在于公司存货余额较高。2009 年由于 IPO 募集资金公司流动比率和速动比率大幅上升，随着募集项目的建设，公司流动和速动比率将维持在稳定的范围之内。

图表 29：2009 年流动比率和速动比率大幅增长



来源：齐鲁证券研究所

图表 30：资产负债率和已获利息倍数



来源：齐鲁证券研究所

- 公司的资产负债率呈下降趋势，表明公司的业务扩大的基础上有效的控制了资产负债率的上升，对财务杠杆的利用较好，资产负债管理能力较强，特别是获得 IPO 资金自后，公司的资产负债率进一步下降，抗风险能力逐步增强。公司的已获利息倍数的增强也表明公司短期的偿债能力增强，具有足够的能力偿还借款利息。

盈利预测和投资建议

假设条件

- 根据募投项目进展测算新增店铺数量，2010-2012 年公司新增直营店铺的数量分别为 85、76 和 19 家，新建店铺前三年产生效益分别为正常年份的 50%、80%和 100%。
- 设定平效为店铺达到正常经营之后的平效，前三年公司直营专卖的平效测算为 1.08 万元/平米，直营专柜的平效为 1.32 万元/平米。预测新设

直营专卖和直营专柜的平效分别为 1.2 和 1.03 万，公司旗舰店的位置俱佳平效高于专卖 20%，即 1.44 万。

- 直营收入预测的基础是在原有店铺保持一定幅度的增长方面加上新设店铺的预测，其中原有直营店铺收入增长 8%，原有店铺的销售成本呈年 4%增幅；
- 由于公司产能建设需要 11 个月完成，直销网络建设需要 24 个月，因此目前公司会新增加盟店铺数量以释放产能。加盟店铺销售数量 2010-2012 新增家数分别为 300、300 和 250 家。
- 加盟店销售收入计算按照 0.45 万元/平米的平效计算，前三年的平均值加成，由于品牌价值的提升和效率的提高，2011-2012 的加盟的平效增加 5%左右。新增加盟店铺的面积按照前 4 年平均面积计算，为 105 平米，在第一、二、三年分别实现 70%、90%和 100%的效益。
- 公司专注于品牌内销，对外销市场的开发力度不大，假定公司出口收入增速为 45%、30%和 30%，销售毛利率分别为 30%、25%和 25%。
- 根据深圳特区所得税规定，在 2012 年前，特区原享受企业所得税 15%税率的企业，将逐步提升至 25%的税率。2008-2011 年分别按照 18%、20%、22%、24%税率执行，2012 年以后按 25%税率执行，据此假设公司 2010-2012 年所得税率分别为 22.60%、24.50%和 25%。

盈利预测

- 基于上述核心假设，预测 2010-2012 年公司营业收入分别为 10.16、13.64 和 17.08 亿元，增速分别为 28.29%、34.33%和 25.17%；主营利润为 1.61、2.06 和 2.57 亿元，对应增速 43.97%、30.07%和 25.28%；净利润分别为 1.25、1.56 和 1.93 亿元，对应增速 39.42%、24.85%和 23.82 亿元。2010-2012 基本每股收益分别为 0.93、1.16 和 1.44 元。

图表 31：业绩预测简表

指标	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入（百万元）	680.76	791.79	1,015.75	1,364.43	1,707.90
营业收入增速	0.15	16.31%	28.29%	34.33%	25.17%
净利润增长率	11.61%	32.52%	39.42%	24.85%	23.82%
每股收益（元）	0.88	0.87	0.93	1.16	1.44

来源：齐鲁证券研究所

绝对估值

- 我们采用 DCF 估值，主要假设前提为：
 - 假定市场无风险利率为 3.6%，风险溢价 6.5%，据此测算 WACC=9.26%，假定公司 $\beta=0.827$ ，永续增长率 TV=2%；
 - 假定公司债务结构大致稳定，综合贷款利率为 5.6%；
 - 假定公司未来几年没有大的资本性开支计划；
 - 假定公司未来所得税水平维持 25%，分红政策维持现有水平。

- DCF 结果显示，富安娜合理估值结果为 34.10 元，绝对估值区间最高值为 45.20。

图表 32：DCF 估值结果

每股价值	34.10	TV增长率	2.0%
股票价值	4,565.81	投资	853.44
		少数股东权益	0.00

会计年度截止日: 12/31	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	TV	合计
FCFF	-52.60	77.18	226.93	249.61	275.96	299.41	336.48	222.65	105.12	123.19	3,649.94	5,513.86
PV(FCFF)	-48.27	64.99	175.35	176.99	179.56	178.77	184.36	111.94	48.50	52.15	2,588.03	3,712.36

来源：齐鲁证券研究所

相对估值

- 目前品牌服装和家纺上市公司目前价格对应 2010 年 EPS 的 PE 在 23.41-41.44 倍之间，其中品牌服饰平均 PE 为 29 倍，罗莱和梦洁的 PE 分别为 34.10 和 34.57 倍。因为未来家纺的发展空间优于服装，发展速度快于服装，因此应当享有比品牌服饰更高的估值水平。我们以 32-38 倍作为家纺估值区间，据此计算富安娜的合理价格区间在 37.19-44.18 元。

图表 33：品牌服饰和家纺类上市公司估值水平

证券代码	证券简称	最新收盘价	EPS			PE		
			2009A	2010E	2011E	2009A	2010E	2011E
002029.SZ	七匹狼	32.77	0.72	0.96	1.22	45.46	34.14	26.90
002154.SZ	报喜鸟	25.09	0.63	0.84	1.07	39.84	30.05	23.41
300005.SZ	探路者	23.76	0.33	0.41	0.57	72.31	58.42	41.44
002269.SZ	美邦服饰	26.88	0.60	0.73	0.97	44.71	36.91	27.69
002293.SZ	罗莱家纺	62.88	1.03	1.40	1.84	61.09	44.84	34.10
002397.SZ	梦洁家纺	66.00	1.41	1.48	1.91	46.92	44.70	34.57

来源：齐鲁证券研究所，最新收盘价日期 2010.09.02

估值结果和投资建议

- 作为规模领先和战略清晰的区域家纺龙头，富安娜有望成为产业的最终胜出者之一，这是我们中长期看好公司的主要原因。综合 PE 和 DCF 两种估值结果，公司合理估值区间为 37.19-45.20 元，给予“增持”投资评级。

风险提示

- 公司募投项目进展低于预期的风险；
- 房地产市场调整的时间长于预期的风险。

图表 34：公司店铺收入假设

单位：人民币万元

项 目	2006	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
直营							
平均销售收入（万元/家）	77.55	69.99	86.23	91.40	101.36	120.33	145.42
增长率（YOY）	N/A	-9.75%	23.20%	5.99%	10.90%	18.72%	20.85%
销售数量（家）	203.00	309.00	339.00	334.00	419.00	495.00	514.00
增长率（YOY）	N/A	52.22%	9.71%	-1.47%	25.45%	18.14%	3.84%
销售面积（平米）	12,045.00	25,275.00	29,861.00	29,511.00	44,871.00	58,951.00	64,011.00
平效（万元/平米）	1.31	0.86	0.98	1.03	0.95	1.01	1.17
销售收入	15,743.47	21,627.64	29,232.99	30,527.58	42,469.56	59,564.89	74,746.22
增长率（YOY）	—	37.38%	35.16%	4.43%	39.12%	40.25%	25.49%
毛利率	35.26%	45.87%	55.10%	55.86%	55.32%	54.52%	54.36%
销售成本	10,192.32	11,707.04	13,125.61	13,474.87	18,976.55	27,089.83	34,115.43
增长率（YOY）	N/A	14.86%	12.12%	2.66%	40.83%	42.75%	25.93%
毛利	5,551.15	9,920.60	16,107.38	17,052.71	23,493.01	32,475.06	40,630.79
增长率（YOY）	N/A	78.71%	62.36%	5.87%	37.77%	38.23%	25.11%
占总销售额比重	37.85%	37.43%	44.05%	39.58%	41.81%	43.66%	43.77%
占主营业务利润比重	43.96%	45.50%	52.93%	50.39%	51.63%	53.70%	53.72%
加盟							
平均销售收入（万元/家）	39.80	47.00	46.06	56.94	52.37	53.56	56.79
增长率（YOY）	N/A	18.10%	-2.00%	23.62%	-8.03%	2.28%	6.02%
销售数量（家）	561.00	673.00	733.00	790.00	1,090.00	1,390.00	1,640.00
增长率（YOY）	N/A	19.96%	8.92%	7.78%	37.97%	27.52%	17.99%
销售面积（平米）	61666.00	71074.00	88296.00	95022.00	126522.00	158022.00	184272.00
平效（万元/平米）	0.36	0.45	0.38	0.47	0.49	0.51	0.54
销售收入	22,326.04	31,630.56	33,763.08	44,982.60	57,083.51	74,452.11	93,132.64
增长率（YOY）	N/A	41.68%	6.74%	33.23%	26.90%	30.43%	25.09%
毛利率	27.88%	34.73%	40.30%	36.31%	37.50%	36.80%	36.80%
销售成本	16,101.54	20,645.27	20,156.56	28,649.42	35,677.19	47,053.74	58,859.83
增长率（YOY）	N/A	28.22%	-2.37%	42.13%	24.53%	31.89%	25.09%
毛利	6,224.50	10,985.29	13,606.52	16,333.18	21,406.32	27,398.38	34,272.81
增长率（YOY）	N/A	76.48%	23.86%	20.04%	31.06%	27.99%	25.09%
占总销售额比重	53.68%	54.74%	50.87%	58.32%	56.20%	54.57%	54.53%
占主营业务利润比重	49.30%	50.38%	44.71%	48.27%	47.04%	45.30%	45.32%
出口							
销售收入	3,521.17	4,520.32	3,373.62	1,617.21	2,021.51	2,425.82	2,910.98
增长率（YOY）	N/A	28.38%	-25.37%	-52.06%	45.00%	30.00%	30.00%
毛利率	24.17%	19.84%	21.21%	28.04%	30.00%	25.00%	25.00%
销售成本	2,670.10	3,623.49	2,658.08	1,163.74	1,415.06	1,819.36	2,183.23
增长率（YOY）	N/A	35.71%	-26.64%	-56.22%	21.60%	28.57%	20.00%
毛利	851.07	896.83	715.54	453.47	606.45	606.45	727.74
增长率（YOY）	N/A	5.38%	-20.21%	-36.63%	33.74%	0.00%	20.00%
占总销售额比重	8.47%	7.82%	5.08%	2.10%	1.99%	1.78%	1.70%
占主营业务利润比重	6.74%	4.11%	2.35%	1.34%	1.33%	1.00%	0.96%
销售收入小计	41590.68	57778.52	66369.69	77127.39	101574.58	136442.82	170789.85
销售成本小计	28963.97	35975.80	35940.25	43288.04	56068.80	75962.93	95158.50
毛利	12626.71	21802.72	30429.44	33839.35	45505.78	60479.89	75631.35
平均毛利率	30.36%	37.73%	45.85%	43.87%	44.80%	44.33%	44.28%

来源：齐鲁证券研究所

附录1 历史推荐和目标定价

	日期	评级	市价	目标价
1	2010-09-03	增持	41.02	37.19 ~ 45.02
2	****_**_**	XX	**_**	**_** ~ **_**
3	****_**_**	XX	**_**	**_** ~ **_**

来源：齐鲁证券研究所

附录2：财务预测简表

损益表 (人民币百万元)

	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业总收入	681	792	1,016	1,364	1,708
增长率	15.3%	16.3%	28.3%	34.3%	25.2%
营业成本	-374	-451	-561	-760	-952
% 销售收入	55.0%	57.0%	55.2%	55.7%	55.7%
毛利	306	340	455	605	756
% 销售收入	45.0%	43.0%	44.8%	44.3%	44.3%
营业税金及附加	0	0	-1	0	0
% 销售收入	0.0%	0.0%	0.1%	0.0%	0.0%
营业费用	-172	-189	-241	-324	-406
% 销售收入	25.3%	23.8%	23.8%	23.8%	23.8%
管理费用	-44	-44	-59	-80	-99
% 销售收入	6.5%	5.6%	5.8%	5.9%	5.8%
息税前利润 (EBIT)	90	107	154	201	251
% 销售收入	13.2%	13.5%	15.2%	14.7%	14.7%
财务费用	-7	-4	4	3	4
% 销售收入	1.0%	0.5%	-0.4%	-0.3%	-0.2%
资产减值损失	-1	1	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0
% 税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	82	104	158	204	255
营业利润率	12.1%	13.2%	15.6%	15.0%	14.9%
营业外收支	-1	7	3	2	2
税前利润	81	112	161	206	257
利润率	11.9%	14.1%	15.9%	15.1%	15.0%
所得税	-13	-22	-36	-51	-64
所得税率	16.6%	20.0%	22.6%	24.5%	25.0%
净利润	67	89	125	156	193
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	67	89	125	156	193
净利率	9.9%	11.3%	12.3%	11.4%	11.3%

现金流量表 (人民币百万元)

	2008	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	66	86	125	156	193
少数股东损益	0	0	0	0	0
非现金支出	14	12	12	14	51
非经营收益	1	3	-3	-2	-1
营运资金变动	-13	28	-3	-12	-13
经营活动现金净流	67	129	130	156	230
资本开支	12	28	175	74	-2
投资	0	0	0	0	0
其他	0	0	0	0	0
投资活动现金净流	-12	-28	-175	-74	2
股权募资	0	780	0	0	0
债权募资	-26	-65	0	14	0
其他	-30	-42	0	-32	-40
筹资活动现金净流	-56	673	0	-18	-40
现金净流量	-1	774	-45	64	192

来源：齐鲁证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2008	2009	2010E	2011E	2012E
货币资金	78	853	808	872	1,064
应收款项	32	30	40	57	75
存货	219	197	254	351	437
其他流动资产	7	13	13	17	22
流动资产	336	1,093	1,116	1,297	1,599
% 总资产	67.6%	86.3%	76.6%	76.3%	82.0%
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	96	111	266	317	273
% 总资产	19.2%	8.8%	18.3%	18.6%	14.0%
无形资产	55	52	64	75	67
非流动资产	161	174	340	402	351
% 总资产	32.4%	13.7%	23.4%	23.7%	18.0%
资产总计	498	1,267	1,456	1,699	1,949
短期借款	37	0	0	0	0
应付款项	193	198	253	350	432
其他流动负债	18	26	67	83	107
流动负债	248	225	320	433	539
长期贷款	28	0	0	14	14
其他长期负债	1	0	0	0	0
负债	277	225	320	447	552
普通股股东权益	221	1,042	1,136	1,252	1,397
少数股东权益	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	498	1,267	1,456	1,699	1,949

比率分析

	2008	2009	2010E	2011E	2012E
每股指标					
每股收益 (元)	0.876	0.868	0.931	1.162	1.439
每股净资产 (元)	2.873	10.119	8.482	9.354	10.433
每股经营现金净	0.871	1.255	0.973	1.162	1.717
每股股利 (元)	0.000	0.500	0.233	0.291	0.360
回报率					
净资产收益率	30.50%	8.58%	10.98%	12.43%	13.79%
总资产收益率	13.55%	7.06%	8.56%	9.16%	9.89%
投入资本收益率	36.11%	45.38%	36.47%	38.45%	54.45%
增长率					
营业总收入增长	15.34%	16.31%	28.29%	34.33%	25.17%
EBIT增长率	26.00%	19.01%	43.97%	30.07%	25.28%
净利润增长率	11.61%	32.52%	39.42%	24.85%	23.82%
总资产增长率	15.46%	154.48%	14.91%	16.72%	14.71%
资产管理能力					
应收账款周转天	14.2	10.7	11.8	12.5	14.0
存货周转天数	177.9	168.3	168.5	167.5	167.5
应付账款周转天	71.8	66.6	68.0	66.7	66.8
固定资产周转天	50.1	43.4	34.9	46.9	55.9
偿债能力					
净负债/股东权益	-5.99%	-81.88%	-71.18%	-68.55%	-75.21%
EBIT利息保障倍	13.1	25.4	-40.6	-57.4	-70.2
资产负债率	55.57%	17.74%	21.99%	26.30%	28.33%

投资评级说明

买入：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 15%以上

增持：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 5%-15%

持有：预期未来 6 - 12 个月内波动幅度在 -5%~+5%

减持：预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 5%以上

重要声明：

本报告仅供齐鲁证券有限公司（以下简称“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。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司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。

市场有风险，投资需谨慎。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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其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投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“齐鲁证券有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“齐鲁证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

上海

联系人:王莉本

电话:021-58303470

手机:13641659577

传真:021-58318543

邮编:200122

地址:上海市浦电路 438 号双

鸽大厦 19 楼

深圳

联系人:李霖

电话:0755-23819303

手机:15816898448

传真:0755-82717806

邮编:518048

地址:深圳市福田区深南大道

4011 号港中旅大厦 6 楼

北京

联系人:张哲

电话:021-58206173

手机:18621368050

传真:021-58318543

邮编:200122

地址:上海市浦电路 438 号双

鸽大厦 19 楼

济南

联系人:韩丽萍

电话:0531-81283786

手机:15806668226

传真:0531-81283791

邮编:250010

地址:山东济南经十路 17703

号华特广场 B501