

强烈推荐-A (维持)

富安娜 002327.SZ

目标估值: 48.6-58.3 元

当前股价: 39.50 元

2011年6月21日

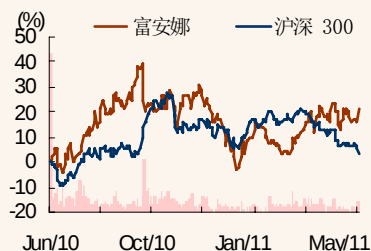
铸造价值 立足长远

基础数据

上证综指	2643
总股本(万股)	13390
已上市流通股(万股)	3380
总市值(亿元)	53
流通市值(亿元)	14
每股净资产(MRQ)	8.8
ROE(TTM)	12.8
资产负债率	17.2%
主要股东	林国芳
主要股东持股比例	40.5%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	1	-2	21
相对表现	9	9	15



相关报告

- 1、《富安娜—产品线风格更宽广 发展策略紧贴市场》2010/12/2
- 2、《富安娜—利润增长继续大超预期 估值低位值得介入》2011/3/31
- 3、《富安娜—紧扣行业发展节奏 业绩持续靓丽增长》2011/4/20
- 4、《富安娜—根基扎实 可持续成长性》2011/4/27

王薇

0755-82960477

wang_w@cmschina.com.cn

S1090511040023

近日公司召开了 11 年秋冬产品订货会,通过了解,此次订货会主打“价值”牌,产品在设计及生产工艺等方面均有所提升,进一步凸显了“艺术家纺”理念与品牌形象的高度融合;同时,“门店标准化”概念的提出为后期加盟渠道的快速复制提供了良好的执行标准。公司目前利润率已经居于三家家纺公司之首,价值的铸造更为公司未来的成长打下扎实的根基,中长期投资价值非常明显。

□ **产品价值提升,订货会情况喜人。**11 年公司着重强调“价值”理念,深度挖掘产品在设计、原材料选取及生产工艺等方面的潜力。根据调研结果,此次订货会产品花色繁多,品牌间设计风格差异化更加明显,单一品牌产品定位细分程度亦更加精细。总体看,公司产品设计风格及制造工艺更加顺应市场的发展趋势,有利于开发各层次消费者需求,特别是蕴含巨大增长潜力的年轻客户群。基于产品成功、营销推广力度提升、对加盟商指导力度加强、以及渠道拓展有效等综合结果,此次订货会订货金额同比增长超过了 50%。

□ **多品牌梯度建设格局清晰,“馨而乐”品牌后期成长性不俗。**公司现已成功搭建了由高端至低端的多品牌体系。其中,核心品牌“富安娜”的产品系列丰富,不仅囊括各式床上用品,配套家居用品的开发力度也相应提升;定位年轻化的中档品牌“馨而乐”在经过一年的渠道分化整合后,预计今年收入有望达到 3 亿元的规模,实现 50%左右的增长;另外,线上低端品牌“圣之花”的产品品类较往年也丰富许多。

□ **直营基础稳固,加盟标准化推行益于实现规模扩张。**在国内家纺行业“圈地”竞争时期,公司在推进加盟标准化,快速抢占市场的同时,兼顾直营优势,以塑造产品及品牌价值为核心,逐步打造内生性增长的基础。公司目前利润率的表现已经居于三家家纺公司之首,公司提早布局基础建设,高瞻远瞩的做法,是我们看好公司中长期发展的主要研判依据。

□ **盈利预测与投资建议:**我们继续坚定看好家纺行业的发展,鉴于公司直营根基扎实,加盟扩张有效,且秋冬订货会增长靓丽,预计 11-13 年 EPS 分别为 1.38、1.94 和 2.74 元/股,对应 11 年 PE 为 28 倍。鉴于家纺龙头企业成长性好于服装,估值高于服装亦属合理,维持“强烈推荐-A”的投资评级。

财务数据与估值

会计年度	2009	2010	2011E	2012E	2013E
主营收入(百万元)	792	1067	1433	1985	2699
同比增长	16%	35%	34%	39%	36%
营业利润(百万元)	101	161	242	344	484
同比增长	25%	60%	50%	42%	41%
净利润(百万元)	86	128	184	260	366
同比增长	31%	48%	44%	41%	41%
每股收益(元)	0.84	0.95	1.38	1.94	2.74
PE	46.8	41.0	28.4	20.1	14.3
PB	3.9	4.7	4.2	3.7	3.1

资料来源:招商证券

一、创造价值 立足长远

在我国家纺行业快速发展的初级阶段，规模化扩张无疑是抢占市场最直接且有效的方法，但结合国外品牌发展的历史来看，当品牌日渐成熟，单凭借规模效益和扩张拉动业绩的增长，是很难得以持续的，品牌企业的内生质量提高是更重要的长期发展动力。

公司近期召开了 11 年秋冬产品订货会，使我们更加深刻的体会到公司对于提升产品价值所做的努力，深度挖掘产品在设计、原材料选取及生产工艺等方面的潜力。

首先，在产品设计上，秋冬季产品延续了“艺术家纺”的独特风格，特色鲜明，“维莎”、“富安娜”、“馨而乐”及“圣之花”四大品牌间的设计风格独立，差异化更加明显。其中“维莎”品牌主打冷色调、中性风，凸显了高端品牌的奢华；“富安娜”品牌产品花色更加清新丰富，进一步显示了公司独特的“大花系”自主设计开发实力，同时，家居产品（家居服饰、丝巾、香薰产品及挂毯等）的开发，使“大家居”概念正逐步走向现实；“馨而乐”品牌产品设计则更加贴切年轻化的定位风格，产品清新素雅。具体到单一品牌，产品细分程度更加精细化，以核心品牌“富安娜”为例，下设常规系列、婚庆系列、特卖系列及儿童系列床上用品，产品覆盖受众群体较为广阔。

其次，在生产工艺上，公司产品选材考究，特选金、银丝应用于部分产品，用以增强产品的时尚度及品质；同时，提升了印花档次，并将涤纶纤维应用于提花生产过程中，有效减少了部分成本。

总体看，公司产品设计风格及制造工艺更加顺应市场的发展趋势，有利于开发各层次消费者需求，特别是蕴含巨大增长潜力的年轻客户群。基于产品成功、营销推广力度提升、对加盟商指导力度加强、以及渠道拓展有效等综合结果，公司 11 年秋冬订货会的增长情况较为喜人，订货金额预计同比增幅超过了 50%。而从价格角度看，11 年秋冬新品价格与同年春夏产品价格基本持平，较去年秋冬产品价格提升 15-20% 左右，环比价格的平稳，我们认为利于行业后续发展，减少未来市场对销量的担心。

表 1：公司生产工艺优势

生产工艺	技术先进性	技术特点
平网印花工艺	国际领先，国内独家	印花精致，可印大幅独立花型，最大独幅可达 3200mm*3200mm
独幅提花工艺	国际领先	独幅花型，超高精度，超大回位，最大真数 33600 针，最大独幅回位 2800mm*10000mm
色织提花工艺	国内领先	可利用有色纱线经纬交织出色彩丰富的精美花型
转移印花	国内领先	通过媒介纸将花型转移到布料上，不限套色，区别传统印花
电镀网印花	国内领先	传统特色印花的一种，但网目经过改良创新，可印更为精美花型

资料来源：公司公告，招商证券

二、品牌策略：坚持自主多品牌梯度建设

在竞争日益加剧的家纺行业，品牌维度的完善度及精细化管理水平是衡量企业发展的基础。现阶段行业正处于“圈地”竞争时期，公司品牌由高端至低端，梯度层次分明，定位清晰准确，对目标消费群细分程度高，为未来全方位发展搭建了良好的平台。

上市之初，公司旗下共有“维莎”、“富安娜”、“馨而乐”、“圣之花”及“劳拉夫人”五大

品牌，但网销品牌“劳拉夫人”目前搁置未作开发，而低端品牌“圣之花”则兼顾对线上领域的开发。根据调研结果，“维莎”品牌专柜的装修风格将在年内全部更新，以黑色调为主，且与产品冷色调的设计风格融合度更高，更具统一性；“富安娜”品牌产品丰硕度高，成功的营造了“大家居”的氛围；“馨而乐”品牌定位中端年轻客户群，产品设计风格简约、时尚、素雅，渠道历经 1 年的分化整合，目前已基本实现独立发展，我们认为“馨而乐”品牌定位的强化，较为贴切市场的发展要求，未来该品牌将充分享受人口红利为其所带来的增长，预计今年销售收入有望达到 3 亿元的规模，实现 50% 左右的增长。

表 2：公司各品牌细分情况

品牌	推出时间	市场定位	终端价位	设计风格	品牌理念	销售渠道
维莎	2003 年	高端消费群	1 万或以上	尊贵、经典 奢华、高雅	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	专卖店、高档商 场专柜
富安娜	1995 年	中高端消费群	2000-3000 元品 特卖品 1000 元	高贵、典雅 浪漫、温馨	温馨浪漫、典雅出众的 欧陆风情	大中城市专卖 店、商场专柜
馨而乐	2000 年	中端年轻消费群	1000-2000 元	简约、时尚 现代、个性	将艺术灵感时尚和自 然代感性生活	独立专卖店、商 场专柜
圣之花	2004 年	大众消费群体及 网销群体	500-700 元	个性、舒适 随意、轻松	随意亲和，富有温馨情 趣的大众生活	大卖场、线上销 售（未来不排除 发展专卖店的可能）

资料来源：公司公告，招商证券

三、渠道建设：稳固直营优势 推行加盟标准化快速复制

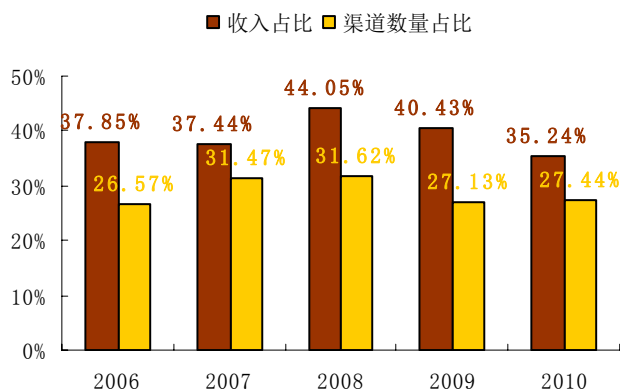
1、直营体系根基稳固，未来内生性增长可期

较国内其他两家家纺上市公司而言，尽管富安娜的渠道规模是三家中最小的，但公司在发展过程中，更强调对直营体系的建设。截止至 10 年底，公司拥有直营店柜 435 家（专卖店 121 家，商场专柜 314 家），占渠道总量的 27.44%，收入占比达到 35.24%，均远高于其他竞争对手。

从盈利能力看，上市初期，富安娜除综合毛利率水平略高于罗莱家纺外，营业利润率及销售净利润率水平均偏低（以 09 年三季度为例，富安娜综合毛利率、营业利润率、销售净利润率分别 42.59%、11.42%、9.71%，而罗莱家纺对应指标则分别为 39.01%、17.72%、14.04%），经过一年多的发展，截止至 10 年富安娜的综合毛利率、营业利润率、销售净利润率分别达到 46.11%、15.13%和 11.97%，三项指标均优于其他两家公司。我们认为这主要得益于富安娜更注重直营模式的开发，尽管在设立初期，直营模式较加盟模式占用资金偏多，影响扩张速度，且消耗费用相对较高，压低销售净利润率，但长期而言，直营系统利于稳固渠道，提升平效。

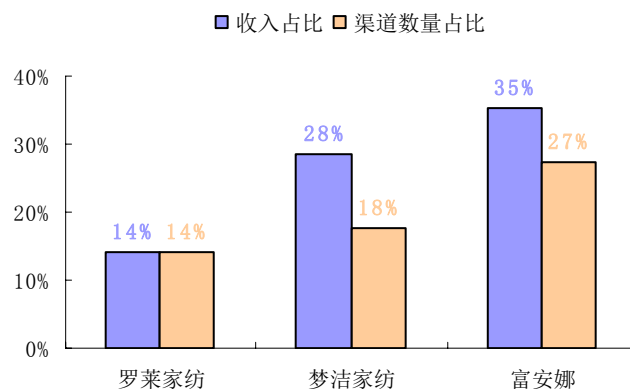
目前，由于公司若干年对直营体系的重视，运营经验得到了沉淀，富安娜直营渠道费用逐步已得到了良好的消化，逐步步入效益释放期，未来将有更好的表现。

图1：公司近年来直营渠道及收入占比情况



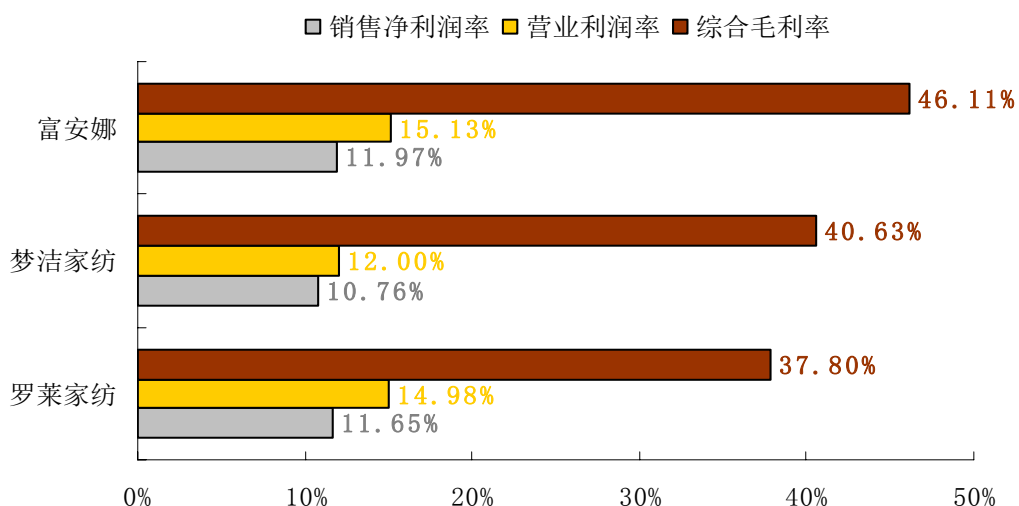
资料来源：公司招股说明书、年报，招商证券研发中心

图2：10年三家家纺上市公司直营经营对比情况



资料来源：各公司年报，招商证券研发中心

图3：10年三家家纺上市公司盈利指标对比情况



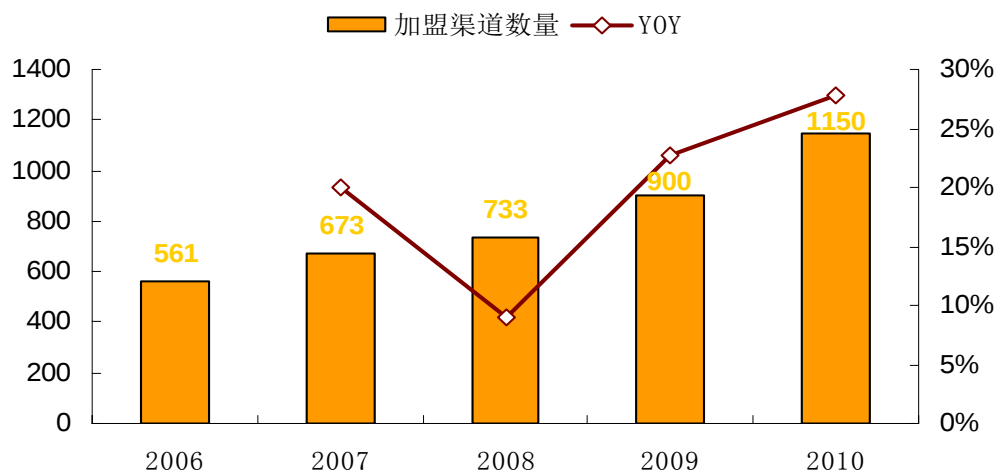
数据来源：各公司年报，招商证券研发中心

2、加盟标准化推行益于实现规模化扩张

10年公司拥有加盟店 1150 家，净增加 250 家，加盟渠道扩张速度有所提升。11 年为突出品牌价值的塑造，公司不仅在产品上追求高品质的设计，在渠道上也在进行着标准化的改进，从订货会的情况看，公司将旗下“维莎”、“富安娜”、“馨而乐”及“圣之花”品牌的门店形象分别做了统一的规划，每个品牌均建立了标准的样板间。未来新店将严格按照样板间的装修风格、道具摆放及商品陈列进行布置，老店也会逐步进行改善，达到终端店面统一化。另外，其中，在改造的过程中，公司会对于大加盟商在道具及装修上给予一定的支持。

我们认为门店建设标准化的推进将有助于公司加盟渠道实现高质量的快速复制，为实施每年新增 300 家加盟店的开店计划提供了良好的执行标准。在稳固直营基础的同时，加盟体系的快速拓展将会相应提升市场占有率，公司长期的可持续成长性较强。

图4：公司近年来加盟渠道增长情况



数据来源：公司招股说明书、年报，招商证券研发中心

四、盈利预测与投资建议

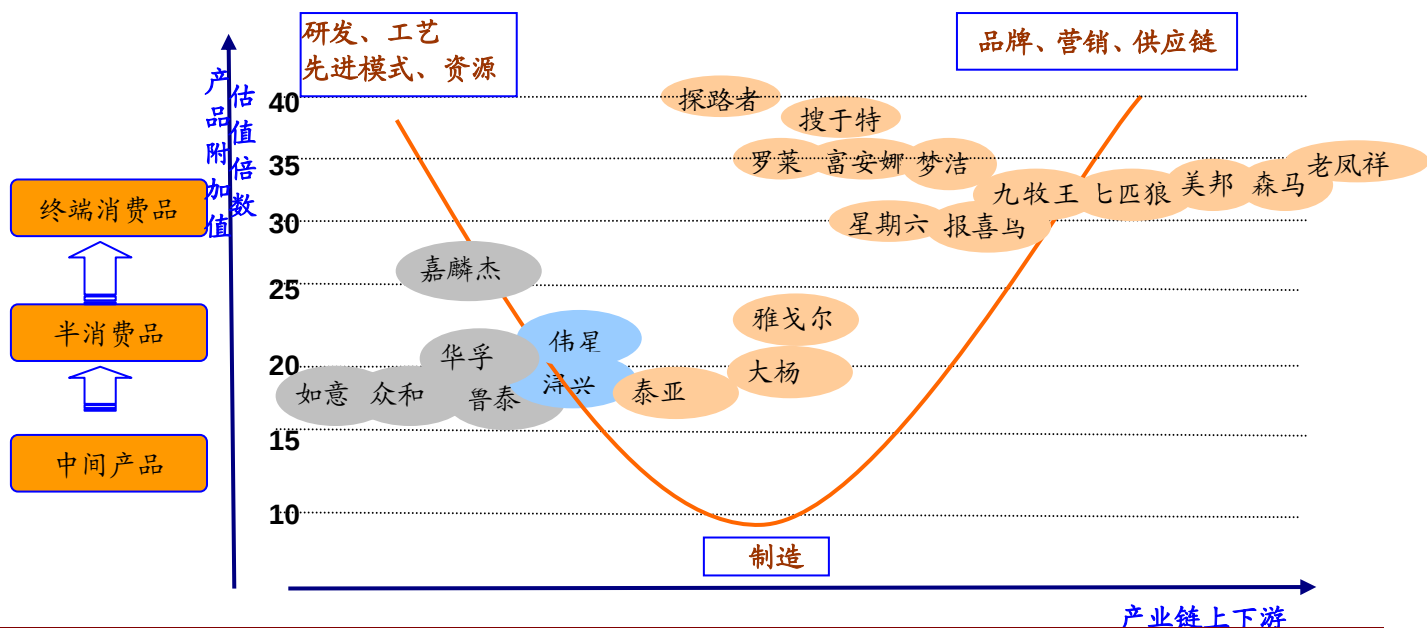
我们继续坚定看好国内品牌家纺行业的发展，鉴于公司基础扎实，后期发展策略亦日益贴合市场发展要求，同时公司积极对市场进行深度挖掘，通过品牌梯度建设与渠道独立拓展相结合的发展，更多方位的覆盖家纺市场由高至低端的消费需求，预计公司市场占有率可进一步提升，保持业绩快速的增长。

另外，考虑到秋冬产品订货会订货金额实现 55%左右的高增长，我们小幅上调 11 年的盈利预测，预计 11-13 年 EPS 分别为 1.38、1.94 和 2.74 元/股，对应 11 年 PE 为 28 倍。家纺龙头普遍成长快于服装，估值比服装略高是合适的，维持“强烈推荐-A”的投资评级，半年目标价可给予 12 年 25 倍，目标价格为 48.6 元，一年目标价以 12 年 30 倍估值，目标价格为 58.3 元。

五、风险提示

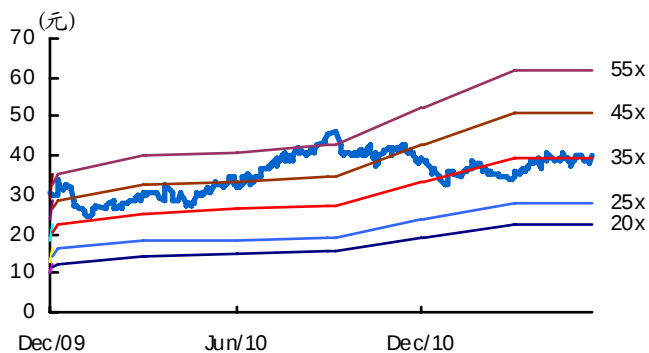
- 1、受宏观经济调控影响，房地产市场长期低迷拖累家纺产品销售的风险；
- 2、原材料价格波动的风险；
- 3、门店开设进程慢于预期的风险；
- 4、费用控制低于预期的风险。

图 5: V 式估值法 (根据 11 年 EPS)



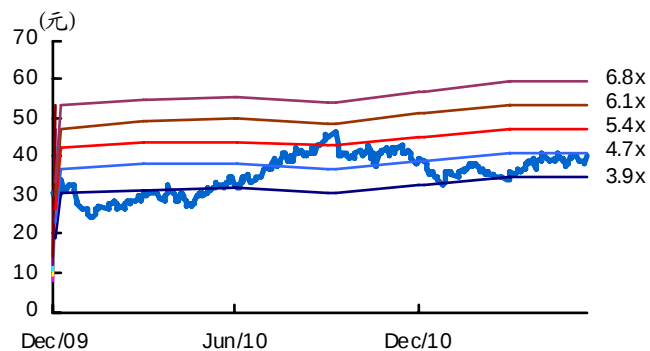
资料来源：招商证券

图 6: 富安娜历史 PE Band



资料来源：招商证券研发中心

图 7: 富安娜历史 PB Band



资料来源：招商证券研发中心

参考报告:

1、《纺织服饰行业 08 年中期投资策略（服饰品牌研究第二卷）：时尚产业图谱，品牌模式决高下》2008/6/22:

创新性提出时尚产业分析图谱，将产品与公司按“时尚性要求高低”与“档次高低”二维标准划分为四大类，借助我们构建的完整品牌评价系统，清晰实现了时尚产业产品-模式-投资策略的逻辑演绎。

2、《服饰品牌研究第三卷：时尚波涛中的启航者 内功筑就扩张之美》2008/12:

从宏观行业和微观公司两个角度出发，对服饰消费和服饰品牌公司发展规律做出实证研究。精选出国际高档奢侈品和中低档领域可对比公司，总结出危机中的品牌公司分化表现，并在此基础上形成自建的品牌分化路径演绎框架和经济周期中的品牌服饰消费弹性框架。最后结合时尚产业图谱，归结出重点品牌服装公司 09 年投资策略。

3、《服饰品牌研究第四卷：迎风起舞：结合管理与弹性布局品牌企业》2009/12/6:

领先地构建了品牌竞争阶段图谱，并根据对细分行业配套管理能力的分析建立了品牌公司管理能力梯级图，深刻剖析了各品牌企业的价值。

4、《寻找隐形冠军-纺织服装生产企业发展专题》2009/10/13

首次在业内提出以隐形冠军的思路分析纺织服装生产企业，并由此深刻的揭示出国内企业升级的路径：学习隐形企业的素质，加强在中高档领域的地位，有序布局产能。

5、《纺织服饰行业 2010 年中期投资策略（服饰品牌研究第五卷）-价值链管理 优选渠道战略领先者》2010/6/8:

对品牌评价体系中细分要素分拆进行分析的开端，从价值链的角度切入，将目前国内品牌企业决定发展的要素归结到渠道管理这个核心，并领先的提出以企业阶段性的渠道战略作为决定投资价值的关键，从渠道结构模式、外延扩张模式和内涵增长模式三方面进行了详细的阐述。

6、《富安娜-主打品牌发展格局良好，加盟拓展成效显著》2010/8/17

7、《富安娜-产品新风格更宽广 发展策略紧贴市场》2010/12/2

8、《纺织服饰行业 2011 年投资策略（服饰品牌研究第六卷）-着眼国际竞争格局 探索品牌提升之路》2010/12/7:

独特的从国内品牌与国际品牌的竞争格局入手，精心总结了国内各主要时尚领域涉及的国际国内竞争竞争状况，并详细的进行剖析，阐述各细分领域未来的发展路径；提出结合竞争阶段与发展策略选择公司，并独特的阐述了正装、运动、女鞋、休闲、家纺、首饰和户外行业的竞争阶段与发展战略剖析图谱。

9、《富安娜-利润增长继续大超预期 估值低位值得介入》2011/3/31

10、《富安娜-紧扣行业发展节奏 业绩持续靓丽增长》2011/4/20

11、《富安娜-根基扎实 可持续成长性强》2011/4/27

12、《织行业近期投资机会及 11 年一季报回顾分析-消费良好趋势延续 防御与进攻的能力都具备》2011/5/9

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2009	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	1093	1174	1053	1289	1513
现金	853	667	547	647	603
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	0	0	0	0	0
应收款项	22	22	23	28	35
其它应收款	8	13	14	20	27
存货	197	415	432	548	784
其他	13	57	37	47	63
非流动资产	174	276	468	511	670
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	94	185	394	442	605
无形资产	50	49	44	39	35
其他	30	43	30	30	30
资产总计	1267	1451	1521	1801	2183
流动负债	225	316	274	371	497
短期借款	0	30	20	20	20
应付账款	73	100	151	189	256
预收账款	18	21	27	37	50
其他	133	166	76	126	171
长期负债	0	16	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
其他	0	16	0	0	0
负债合计	225	332	274	371	497
股本	103	134	134	134	134
资本公积金	732	701	701	701	701
留存收益	207	283	412	594	851
少数股东权益	0	0	0	0	0
母公司所有者权益	1042	1119	1247	1430	1686
负债及权益合计	1267	1451	1521	1801	2183

现金流量表

单位：百万元	2009	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	129	(63)	197	273	291
净利润	86	128	184	260	366
折旧摊销	0	0	41	56	68
财务费用	0	0	(5)	(5)	(5)
投资收益	0	0	0	0	0
营运资金变动	0	0	(41)	(47)	(157)
其它	43	(191)	17	9	19
投资活动现金流	28	(131)	(240)	(100)	(230)
资本支出	0	0	(240)	(100)	(230)
其他投资	28	(131)	0	0	0
筹资活动现金流	673	6	(76)	(73)	(105)
借款变动	0	0	(10)	0	0
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0	0
股利分配	0	0	(55)	(78)	(110)
其他	673	6	(11)	5	5
现金净增加额	830	(187)	(120)	100	(44)

资料来源：公司报表、招商证券

利润表

单位：百万元	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	792	1067	1433	1985	2699
营业成本	451	575	757	1048	1423
营业税金及附加	3	4	4	6	8
营业费用	189	268	348	476	637
管理费用	44	66	86	115	151
财务费用	4	(8)	(5)	(5)	(5)
资产减值损失	(1)	1	0	0	0
公允价值变动收益	-	0	0	0	0
投资收益	-	0	0	0	0
营业利润	101	161	242	344	484
营业外收入	8	2	3	6	5
营业外支出	1	2	3	3	1
利润总额	108	161	242	347	488
所得税	22	33	58	87	122
净利润	86	128	184	260	366
少数股东损益	0	0	0	0	0
母公司所有者净利润	86	128	184	260	366
EPS (元)	0.84	0.95	1.38	1.94	2.74

主要财务比率

	2009	2010	2011E	2012E	2013E
年成长率					
营业收入	16%	35%	34%	39%	36%
营业利润	25%	60%	50%	42%	41%
净利润	31%	48%	44%	41%	41%
获利能力					
毛利率	43.0%	46.1%	47.1%	47.2%	47.3%
净利率	10.9%	12.0%	12.9%	13.1%	13.6%
ROE	8.3%	11.4%	14.8%	18.2%	21.7%
ROIC	8.0%	10.6%	14.2%	17.5%	21.1%
偿债能力					
资产负债率	17.7%	22.9%	18.0%	20.6%	22.8%
净负债比率	0.0%	2.1%	1.3%	1.1%	0.9%
流动比率	4.9	3.7	3.8	3.5	3.0
速动比率	4.0	2.4	2.3	2.0	1.5
营运能力					
资产周转率	0.6	0.7	0.9	1.1	1.2
存货周转率	2.2	1.9	1.8	2.1	2.1
应收帐款周转率	34.0	48.5	64.1	77.9	85.0
应付帐款周转率	5.5	6.7	6.0	6.2	6.4
每股资料(元)					
每股收益	0.84	0.95	1.38	1.94	2.74
每股经营现金	1.25	-0.47	1.47	2.04	2.18
每股净资产	10.12	8.35	9.32	10.68	12.59
每股股利	0.50	0.70	0.41	0.58	0.82
估值比率					
PE	46.8	41.0	28.4	20.1	14.3
PB	3.9	4.7	4.2	3.7	3.1
EV/EBITDA	27.1	18.7	11.3	8.0	5.7

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。

王薇，英国兰卡斯特大学（与 LBS 为英国仅有两所六星级管理商学院）金融学硕士，广州暨南大学金融与会计双学士学位，现为招商证券服饰纺织行业分析师，5 年证券研究经验，4 年服饰纺织行业研究经验。2010 年度中国证券分析师金牛奖纺织服装行业第一名，2008 年度《新财富》服装纺织行业最佳分析师第一名、2009、2010 年度第二名。

主要研究特点：跳出出传统的纺织服装行业分析，在业内率先创新出针对品牌企业研究的“时尚产业图谱”与“品牌竞争阶段图谱”，并持续开创出品牌研究系列报告。

由产品本质出发，根据“时尚度高低”和“档次高低”构建了服饰行业二维标准划分的模式研究思路。同时依据对细分行业配套管理能力的分析建立了“品牌公司管理能力梯级图”，在此基础上，逐步通过对品牌评价系统细分要素的分拆剖析，搭建对品牌企业研究的完善体系。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

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。