

订货额保持高增长，渠道扩张得力

富安娜 (002293.SZ)

推荐

分析师: 马 莉 电话: (8610) 6656 8489 邮箱: mali_yj@chinastock.com.cn 执业证书编号: S0130210060022

联系人: 李佳嘉 电话: (8610) 6656 8098 邮箱: lijiajia@chinastock.com.cn

1. 事件

最近大盘弱势，而家纺股整体表现较强，对此，我们对行业内重点公司之一——富安娜进行跟踪。

2. 我们的分析与判断

(一) 2011 年秋冬季订货会增速逾 50%

我们预计刚刚结束的 2011 年秋冬季订货会同比增速超过 50% (富安娜、馨而乐、维莎品牌参与订货; 圣之花主打团购和网购, 不需订货), 其中, 订货金额占同期销售收入比例约 60%-70%。在产品价格方面, 约提价 15%-20%; 在加盟商政策方面, 公司继续鼓励加盟商在订货会上订货, 若订货额超过一定数量, 给一定幅度的折扣优惠。

鉴于订货会订单增速、以及提价和成本锁定确定的毛利率水平, 我们推测今年公司全年净利润增速有望超过 50%, 继续保持高增长势头。

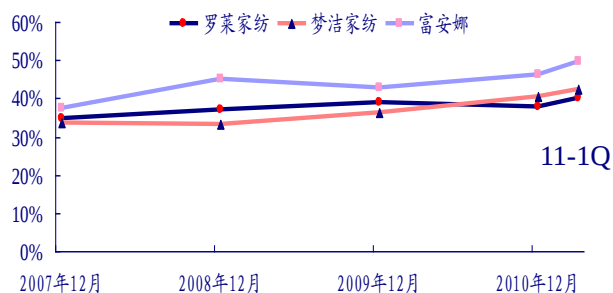
(二) 外延、内生齐头并进

渠道建设方面, 2010 年底公司渠道数量在 1500 家以上, 其中富安娜 1400 多家, 馨而乐 100 多家, 维莎主要是商场专柜, 数量较少。2011 年, 我们预计新开门店约 400 家 (其中直营约 100 家, 加盟约 300 家), 关店比例是当年新开店的 20%, 约 60-70 家, 因此, 预期 2011 年公司净增加门店数约 330 家。

公司精修内功, 毛利率稳步提升, 从 2006-2010 年分别为: 30.1%、37.5%、45%、43%、46.1%, 到 2011 年第一季度达到 49.6%, 一直高于罗莱和梦洁。这得益于公司直营比例较高、重视产品品质, 注重通过提高产品质量获得溢价, 以及对促销活动的严格控制。

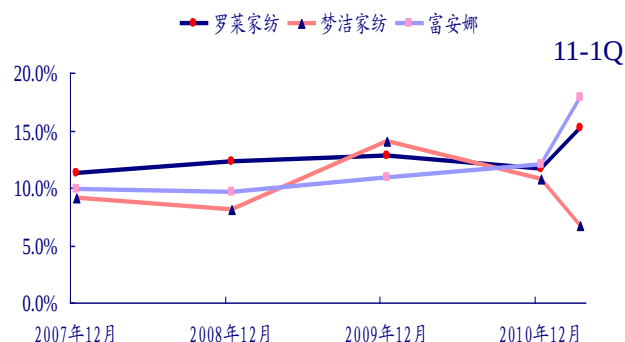
在净利率方面, 公司亦呈现稳步提升趋势, 在 2010 年底超过罗莱达到 12.0%, 在 2011 年第一季度, 净利率高达 17.8%, 高于罗莱和梦洁。这得益于公司毛利率的提升和对期间费用的严格控制。由于公司直营渠道占比较同行多, 降低直营销售费用一直是公司管理的重点。直营渠道在铺设阶段投入较多, 后面逐渐摊薄, 同时公司大力加大加盟店的开拓。我们预期未来公司销售费用率会逐渐降低。

图 1 07-11 1Q 三家家纺公司毛利率情况



资料来源：公司公告 中国银河证券研究部

图 2 07-11 1Q 三家家纺公司净利率情况



资料来源：公司公告 中国银河证券研究部

(三) 明日之星——馨而乐高速增长

馨而乐 2010 年销售收入约 1.8 亿，同比增幅为 80%-90%，占 2010 年销售收入近 20%。门店开设方面，2010 年，公司加大对馨而乐的投入力度，剥离馨而乐门店，使之逐渐与富安娜分开，独立门店超过 100 家。同时，加大品牌推广力度，公司聘请吴佩慈作为馨而乐的代言人。我们预期 2011 年，馨而乐销售收入同比增幅为 60%-70%，达到 3 亿。

(四) 风险提示

- 1、家纺公司区域性优势明显，较难进入其他品牌优势区域；
- 2、租金、人工成本、原材料价格大幅上涨；

3、投资建议

我们坚定看好家纺行业在国内的发展，公司在目前已经上市的三家企业中，产品特征突出，艺术家纺优势明显，直营渠道占比较大。公司一直以来坚持自有品牌发展，坚持产品品质，注重树立品牌形象。近几年内生增长取得成效明显，毛利率和净利率持续提高。

我们预计公司 2011-2013 销售收入为 14.3/18.8/24.3 亿元，同比增速为 34.4%/31.1%/29.2%；归属于母公司股东的净利润为 1.92/2.72/3.66 亿元，同比增速为 50.7%/41.3%/34.6%。2011-2013 年 EPS 分别为 1.44/2.03/2.73 元，对应 PE 分别为 27.2/19.3/14.3。我们认为公司具备长期投资价值，给予“推荐”评级。

附录：家纺行业特点总结

- 1、地域性强，互相之间较难进入别的主品牌的领地，在自己的领域做得很好。
- 2、品牌忠诚度低
- 3、由于行业没有统一标准，每个品牌的被套和枕头等的长宽不一样，第一次购买被套和枕头会影响以后的购买行为，因此先进入的品牌有一定的先发优势。
- 4、团购相对服装占比较大，家纺用品是公司、政府团购的礼品和福利产品。
- 5、时尚要求相对低，存货可以通过适当打折全部处理，第二年、第三年都可以继续销售。
- 6、原材料对成本影响大，原材料占成本比例 90%左右，人工费 6%，其他 4%。

表 1 富安娜 (002327.sz) 财务报表预测 (百万元、百分比)

资产负债表	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E	利润表	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
货币资金	853	667	580	633	713	营业收入	792	1067	1434	1880	2429
应收票据	0	0	0	0	0	营业成本	451	575	743	952	1211
应收账款	22	22	30	39	50	营业税金附加	3	4	5	6	8
预付款项	12	50	98	160	239	销售费用	189	268	359	470	607
其他应收款	8	13	18	24	30	管理费用	44	66	86	113	146
存货	197	415	536	687	874	财务费用	4	(8)	(1)	(3)	(4)
其他流动资产	1	7	7	7	7	资产减值损失	(1)	1	2	2	3
长期股权投资	0	0	0	0	0	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
固定资产	94	185	213	230	241	投资收益	0	0	0	0	0
在建工程	17	30	30	20	15	汇兑收益	0	0	0	0	0
工程物资	0	0	0	0	0	营业利润	101	161	241	340	458
无形资产	50	49	44	38	33	营业外收支净额	7	(0)	0	0	0
长期待摊费用	2	1	1	0	0	税前利润	108	161	241	340	458
资产总计	1267	1451	1557	1838	2204	减: 所得税	22	33	48	68	92
短期借款	0	30	0	0	0	净利润	86	128	193	272	366
应付票据	78	56	73	93	119	归属母公司净利润	86	128	193	272	366
应付账款	73	100	127	163	207	少数股东损益	0	0	0	0	0
预收款项	18	21	25	30	36	基本每股收益	1	1	1	2	3
应付职工薪酬	12	24	24	24	24	稀释每股收益	1	1	1	2	3
应交税费	14	26	26	26	26	财务指标	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
其他应付款	29	28	28	28	28	成长性					
其他流动负债	0	0	0	0	0	营收增长率	16.3%	34.8%	34.4%	31.1%	29.2%
长期借款	0	0	0	0	0	EBIT 增长率	17.6%	48.6%	56.7%	40.2%	34.7%
预计负债	0	0	0	0	0	净利润增长率	31.0%	48.4%	50.7%	41.3%	34.6%
负债合计	225	332	339	426	534	盈利性					
股东权益合计	1042	1119	1217	1412	1670	销售毛利率	43.0%	46.1%	48.2%	49.4%	50.1%
现金流量表	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E	销售净利率	10.9%	12.0%	13.4%	14.5%	15.1%
净利润	86	128	193	272	366	ROE	8.3%	11.4%	15.8%	19.3%	21.9%
折旧与摊销	14	17	7	8	9	ROIC	7.9%	10.6%	15.9%	19.2%	21.9%
经营活动现金流	129	-63	66	136	195	估值倍数					
投资活动现金流	-28	-131	-30	-10	-10	PE	46.8	41.0	27.2	19.3	14.3
融资活动现金流	673	6	-123	-74	-105	P/S	5.1	4.9	3.7	2.8	2.2
现金净变动	774	-187	-87	53	80	P/B	3.9	4.7	4.3	3.7	3.1
期初现金余额	78	853	667	580	633	股息收益率	1.3%	1.8%	1.8%	1.5%	2.1%
期末现金余额	852	666	580	633	713	EV/EBITDA	19.1	19.8	13.8	9.7	7.1

资料来源: 中国银河证券研究部

评级标准

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%-20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

马莉，纺织服装行业证券分析师。本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，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受到任何形式的补偿。

纺织行业分析师覆盖股票范围：

雅戈尔(600177.sh)、美邦服饰（002269.sz）、鲁泰 A(000726.sz)、七匹狼(002029.sz)、伟星股份(002003.sz)、报喜鸟(002154.sz)、罗莱家纺（002293.sz）、富安娜（002327.sz）、潮宏基（002345.sz）、探路者（300005.sz）、星期六(002291.sz)、梦洁家纺（002397.sz）、森马服饰(002563.sz)、搜于特（002503.sz）、华斯股份（002494.sz）

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河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。银河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。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

银河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。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究部

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座 100033

电话：010-66568888

传真：010-66568641

网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

北京地区联系：010-66568849

上海地区联系：010-66568281

深圳广州地区联系：010-66568908