



纺织服装业/可选消费品

富安娜 (002327)

直营效率有所改善，成本控制锦上添花

张昂
021-38676434
zhangang@gtjas.com
编号 S0880511010029

本报告导读：2011年6月28日调研富安娜，中报业绩超预期

事件：

- 2011年6月28日，我们调研了富安娜，与公司董秘、证代进行了充分交流

评级： **谨慎增持**

上次评级：谨慎增持

目标价格： **50.00**

当前价格： **44.96**

2011.07.07

交易数据

52周内股价区间(元)	32.00-46.80
总市值(百万元)	6,020
总股本/流通A股(百万股)	134/34
流通B股/H股(百万股)	0/0
流通股比例	25%
日均成交量(百万股)	1
日均成交值(百万元)	22

52周内股价走势图



相关报告

《第二品牌建设初见成效，区域发展多点开花》	2010.08.19
《大力推行员工持股计划》	2010.07.21
《发力打造第二品牌》	2010.06.08
《渠道扩张稳步推进》	2010.04.29
《研发设计与ERP系统奠定公司竞争力》	2009.12.14

评论：

家纺行业，尤其是品牌家纺作为新兴行业增长迅速，从最近的销量和提价情况来看，并未受到房地产调控的影响，仍然是服装板块中我们最为看好的子行业。

从富安娜的调研来看，无论是从公司超募资金的用途、扩张战略以及公司氛围，富安娜都是三家家纺企业中最有个性的一家。前期富安娜的主要问题在于直营效率不高，高毛利率并不能为公司带来高净利润率，但从今年一季度开始，销售费用率尤其是管理费用率都呈逐步下降的趋势，显示出随着直营终端数量的增多带来的规模优势以及运行经验的积累，直营渠道效率有明显提高。2011年一季度净利率为17.8%，较去年一季度下降3.5个百分点，其中费用率的降低贡献了1个点。

预计今年上半年毛利率较去年有明显提升，主要原因是公司在去年价格大幅上涨前低价囤积了大量坯布，因

请务必阅读正文之后的免责条款部分

此成本方面得以锁定，而今年年初开始大幅提价，由此带来毛利率至少提升幅度在 3 个百分点左右。由于本次毛利率提升是一次性影响，随着前期低价坯布的用完，我们预计下半年毛利率会较上半年有小幅下降。

加盟渠道稳步推进，公司上市后直营店建设进度符合预期。每年开店计划 400 家左右，其中直营 100 家，加盟 300 家。开店的高峰期集中在下半年，因此预计下半年的费用率会有所提升。

此次公司大幅上调中报业绩的主要原因在于成本提前锁定带来的毛利率提升，公司基本面并未发生大幅改变，需要密切关注公司营业收入的增长情况。预计下半年毛利率会有小幅调整，因此仍然维持我们之前的看法，即公司未来三年复合增速 40%，给予公司 11-13 年 EPS 分别为 1.44 元、1.98 元、2.62 元。目前股价 44 元，对应 PE31 倍，给予谨慎增持评级。

问答部分：

1、公司 6 月份秋冬订货会情况？

2011 年秋冬订货会金额同比增长 50%，其中单价增长 15%，但较春季价格无明显变化。订货会是直营和加盟商全部参加的，预计订货金额占同期销售收入比例约 70%，去年的订货会占比在 60%。公司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。

2、未来 2-3 年的渠道扩展计划？

一线城市做直营，二三线城市做加盟，认为在一个城市同时直营和加盟会有冲突，所以分开做。计划每年加盟店新开 300 家左右，直营店新开 90 家左右，认为这个速度是比较合理的。直营店的话，采用租赁而不是购买的方式。

3、馨而乐品牌的经营情况？

馨而乐是富安娜 2000 年就开始打造的年轻化品牌，但到 10 年下半年才和富安娜门店剥离，单独开店，10 年底门店数超过 100 家，销售收入 1.8 亿，同比增长 80-90%。目标 11 年馨而乐的销售收入达到 3 亿，同比增长接近 70%。

4、加盟商相关：折扣率和终端折扣率？如何监管？如何培训？是否有 ERP 系统

给加盟商的折扣率是 3.5 折到 4 折，终端折扣率 8 折。监管方面主要靠的是督导员巡店，推行 ERP 有较大难度，对终端的库存都不是很了解。一年有 2 次的店长集中培训，分别讲解产品和营销方面的知识。

5、原材料相关情况，本轮较好的把握了棉花的价格走势，进而有效控制成本的原因是什么？

对棉花的价格走势判断主要靠的是董事长个人能力，在去年年初增加了原材料的备货量，所以在棉花价格上升的大背景下，且公司加盟店占比提高的情况下，公司一季度的毛利率仍明显上升了 2 个点。预计这一优势到中报仍可保持。公司对下半年的判断是棉价会继续下行，因此目前的采购比较谨慎。

6、一季报净利率显著提高的原因是什么？

公司的分析是随着前期做股权激励的深入，直营店的效率有所提高，此外加盟店占比也有提高。

7、超募资金动向以及为何做此选择？

公司的超募资金三大投资方向（除补充流动资金外），主要是追加厂房投资和投建写字楼，另外还在上海花费 3600 万元购买了写字楼作为上海区域营销管理中心。公司并没有花费巨额资金去购买店面而是投向生产基地。

8、如何评价董事长，公司氛围如何？

董事长很严格但是又很关爱下属，严格表现在公司的各种规章制度很严格，另外每天都要做早操，做的不好

要罚钱，每两周的周六早上都要开全公司大会，董事长都会出席并讲话。关爱表现在董事长对员工的实际生活水平比较关心。如公司已经进行了两次股权激励，激励人群已经深入到店长一级，也会帮着解决员工的实际问题。董事长一直以个人名义在做各种慈善活动，例如本次秋冬订货会在订货的同时，就号召经销商认领了广东陆丰市潭西镇农村 82 名贫困孤儿。

表：预测利润表

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业总收入	681	792	1,067	1,412	1,889	2,317
增长率	15.3%	16.3%	34.8%	32.3%	33.8%	22.7%
营业成本	-374	-451	-575	-732	-990	-1,210
%销售收入	55.0%	57.0%	53.9%	51.8%	52.4%	52.2%
毛利	306	340	492	680	899	1,107
%销售收入	45.0%	43.0%	46.1%	48.2%	47.6%	47.8%
营业税金及附加	-2	-3	-4	-5	-7	-8
%销售收入	0.3%	0.4%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%
营业费用	-172	-189	-268	-367	-472	-568
%销售收入	25.3%	23.8%	25.1%	26.0%	25.0%	24.5%
管理费用	-44	-44	-66	-85	-104	-116
%销售收入	6.5%	5.6%	6.2%	6.0%	5.5%	5.0%
息税前利润 (EBIT)	88	104	154	223	316	416
%销售收入	13.0%	13.1%	14.5%	15.8%	16.7%	18.0%
财务费用	-7	-4	8	21	19	27
%销售收入	1.0%	0.5%	-0.8%	-1.5%	-1.0%	-1.2%
资产减值损失	-1	1	-1	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0	0
%税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	81	101	161	244	336	443
营业利润率	11.8%	12.8%	15.1%	17.3%	17.8%	19.1%
营业外收支	-1	7	0	0	0	0
税前利润	79	108	161	244	335	443
利润率	11.6%	13.7%	15.1%	17.3%	17.8%	19.1%
所得税	-13	-22	-33	-51	-70	-92
所得税率	17.0%	20.6%	20.8%	20.8%	20.8%	20.8%
净利润	66	86	128	193	266	351
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	66	86	128	193	266	351
净利率	9.7%	10.9%	12.0%	13.7%	14.1%	15.1%

数据来源：公司年报，国泰君安

作者简介:**张昂:**

执业资格证书编号: S0880511010029

电话: 021-38676434

邮箱: zhangang@gtjas.com

国泰君安纺织服装研究员。香港城市大学国际经济学专业研究式硕士学位，浙江大学竺可桢学院荣誉学士学位，2008 年加入国泰君安，曾先后从事策略研究、中小盘研究

本公司具有中国证监会核准的的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地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，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（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本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		