

增 持 维持
富安娜 (002327)
2011 年 7 月 12 日

“艺术家纺”提升品牌力，加盟体系保证增长速度

纺织服装业分析师：卢媛媛
SAC 执业证书编号：S0850511030004
lyy5991@htsec.com

2011 年 07 月 11 日收盘价：46.8 元
021-23219610
6 个月目标价：53.55 元

富安娜是一家中高端品牌家纺企业，主要从事以床上用品为主的家纺产品的研发、设计、生产和销售业务。拥有“富安娜”、“馨而乐”、“维莎”、“圣之花”四个风格和定位不同的品牌，以满足不同消费层次需求。截止 2010 年底公司共拥有销售渠道 1500 家，高直营比例和准确的原材料价格走势判断使公司的毛利率水平远高于竞争对手。我们认为未来公司将通过渗透中档产品和加大加盟招商力度，实现渠道和市场份额的快速增长。预计 2011-2013EPS 分别为 1.53、1.96、2.58 元，给予 2011 年 35 倍 PE，年底目标价 53.55 元，“增持”评级。

1. 秉承“艺术”家纺，兼顾大众需求。

公司目前主要拥有“富安娜”、“维莎”、“馨而乐”、“圣之花”四个品牌。“富安娜”品牌销售收入占总收入的 80%以上，是公司“艺术家纺”品牌定位的代表品牌，该品牌将生活艺术作为床上用品设计的目标，以适应现代人对高品位生活的追求。目标客户为具有一定消费能力的中高端消费群体，产品特色鲜明，在华南地区具有较高声誉。该品牌的消费粘性较大，公司的客户回头率较高，据公司市场部门所做的客户调查，每年的客户中约 30%为二次或多次购买公司产品的顾客，VIP 客户的重复购买率更是高达 70%。

“馨而乐”是公司的第二品牌，以田园风为主，2010 年销售收入 1.3 亿元，消费人群为都市白领，是公司未来新的增长点；“圣之花”原来计划走超市渠道，后来超市渠道运转不利，现在公司打算运用“圣之花”品牌走网络渠道；“劳拉夫人”品牌原本走网络渠道，但是“劳拉夫人”不符合网络形象，目前该品牌停止发展。

表 1 富安娜品牌系列介绍

品牌	富安娜	馨儿乐	维莎	圣之花	劳拉夫人
销售收入比重	约 82%	约 12%	约 1%	约 5%	已停止运营
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	-
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	-
品牌表达内涵	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，将品味生活引入尊贵	随意亲和，富有温馨情趣的大众生活	-

资料来源：公司公告，海通证券研究所

表 2 富安娜不同品牌的收入占比和毛利率情况

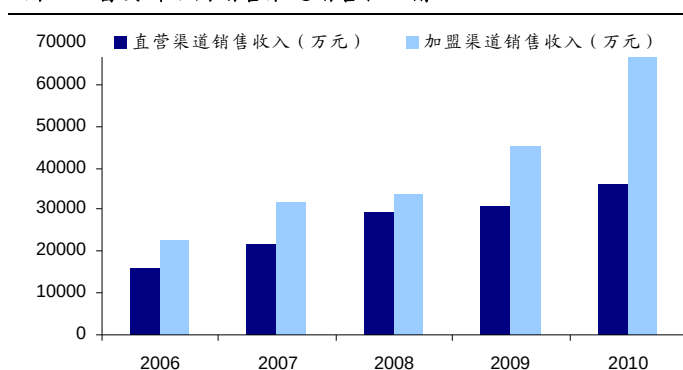
年份	中高档品牌(富安娜, 维莎终端零售价 800 以上)		低档品牌(馨而乐, 圣之花终端零售价 600 以下)	
	收入比重 (%)	品牌毛利率 (%)	收入比重 (%)	品牌毛利率 (%)
2006	78.71	30.84	21.29	28.59
2007	84.97	38.45	15.03	33.69
2008	82.55	47.26	17.45	39.19
2009	83.04	45.42	16.96	36.34
2010	81.80	48.22	18.20	42.85

资料来源：公司公告，海通证券研究所

2. 保持直营优势，加快加盟步伐。

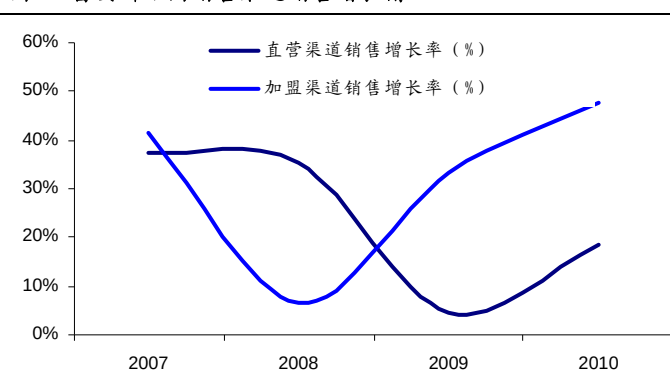
三家上市家纺企业罗莱家纺、梦洁家纺和富安娜，富安娜的直营销销售网络占比最高，公司的毛利率水平也最高。但直营的缺点是不能快速的实现渠道网络扩张，这在行业高速发展阶段，不利于公司快速抢占市场份额。目前公司营销网络的实施思路有所转变，逐步加快加盟体系建设。我们预计未来公司平均每年新开门店数量比较稳定，在 400 家左右，加盟店开店的速度会快一点，加盟和直营门店的目标比例是，加盟店占比 70%，直营店占比 30%。

图 1 富安娜不同销售渠道销售收入情况



资料来源：公司公告，海通证券研究所

图 2 富安娜不同销售渠道销售增长情况



资料来源：公司公告，海通证券研究所

3. 准确判断棉价走势，大幅提升毛利率水平。

公司原材料成本占主营业务成本的 80%以上，因此原材料波动对公司毛利率水平影响较大。公司原材料主要是坯布，凭借多年的行业经验，在棉花大涨之前公司储存了大量坯布，并预测到今年 4 月份棉花价格下跌，公司毛利率在 2010 年底有了较大幅度的提升，较 2009 年提高 3.12 个百分点。原材料成本计价采取加权移动平均价格，因此成本价格不存在滞后因素。由于 2010 年产品价格提升较多，预计 2011 年订货会提价没有 2010 年高，主要通过提高品牌力，减少打折促销活动和推出更多新品来提高盈利能力。

表 3 家纺企业毛利率比较

	富安娜	罗莱家纺	梦洁家纺
2006	30.14%	25.63%	32.04%
2007	37.46%	34.81%	33.55%
2008	45.00%	37.06%	33.07%
2009	42.99%	39.10%	36.27%
2010	46.11%	37.80%	40.63%

资料来源：公司公告，海通证券研究所

4. 加盟商利润丰厚，助推业绩高速增长。

公司目前拥有 500 多个加盟商，基本 1 个城市 1 个加盟商。加盟商折扣较低，对加盟商的考察主要考虑其对品牌的认同程度和经销商的实力。一般 100 平米新开门店需要资金 60-70 万元初始资金，铺货金额仅 10 万元左右，进入门槛低，现金流充沛。对加盟商的监督管理主要依靠终端督导检查。我们认为目前家纺行业的竞争环境还比较宽松，加盟商利润丰厚，此时大力拓展加盟商营销网络有利于公司迅速扩大市场份额。

5. 股权激励计划。

2011 年初公司发布股权激励计划，授予 175 名激励对象共计 223.3 万份股票期权，预留 24.7 万份。授予日为 2011 年 2 月 23 日，2010 年利润分配后，首期行权价格调整为 33.54 元。行权业绩考核目标为以 2010 年净利润为基数，2011 年净利润增长率不低于 20%，2012 年净利润较 2010 年增长不低于 50%，2013 年净利润较 2010 年增长率不低于 80%。分三批行权，行权数量分别为授予总量的 30%、30%和 40%，行权日分别为 2013 年-2015 年的 2 月 24 日。此次股权激励授予人员大多为公司中层管理人员和基层营销人员，因此此次股权计划对此类员工的激励作用较大。我们计算 2011 年需计提管理费用 720 万元左右。

6. 投资建议。

公司充分分享了行业的高速增长，未来“馨而乐”品牌有望为公司贡献较高的增长速度。“大家居”的先进经营理念有效的提高了平效，充实了“艺术家纺”的品牌内涵。预计 2011-2013EPS 分别为 1.53、1.96、2.58 元，给予 2011 年 35 倍 PE，年底目标价 53.55 元，“增持”评级。

风险提示：对加盟商管理不利造成终端库存堆积的风险；市场管控不到位造成价格体系错乱的风险；无法迅速扩大中端产品销量，市场占有率下降的风险。

表 1 富安娜合并损益表及预测

利润表(百万元)	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	681	792	1067	1467	2122	2840
营业成本	374	451	575	742	1098	1469
营业税金及附加	2	3	4	6	9	12
销售费用	172	189	268	371	537	719
管理费用	42	43	65	103	146	190
财务费用	7	4	(8)	(13)	1	14
投资收益	0	0	0	0	0	0
资产减值及公允价值变动	1	(1)	1	1	1	1
其他收入	(4)	1	(3)	0	0	(0)
营业利润	81	101	161	259	332	437
营业外净收支	(1)	7	(0)	1	1	1
利润总额	79	108	161	260	333	438
所得税费用	13	22	33	55	70	92
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司净利润	66	86	128	205	263	346
全面摊薄每股收益(元)	0.49	0.64	0.95	1.53	1.96	2.58

资料来源：公司公告，海通证券研究所

信息披露

分析师声明

卢媛媛：纺织服装业分析师。

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司：美邦服饰（002269）、凯撒股份（002425）、际华集团（601718）、步森股份（002569）、星期六（002291）、搜于特（002503）、富安娜（002327）、九牧王（601566）、鹿港科技（601599）等。

投资评级说明

1. 投资评级的比较标准	类别	评级	说明
投资评级分为股票评级和行业评级 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的海通综指的涨跌幅为基准；	股票投资评级	买入	个股相对大盘涨幅在 15%以上；
		增持	个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；
		中性	个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；
		减持	个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；
		卖出	个股相对大盘涨幅低于-15%。
2. 投资建议的评级标准 报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的海通综指的涨跌幅。	行业投资评级	增持	行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；
		中性	行业整体回报介于市场整体水平 - 5%与 5%之间；
		减持	行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（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客户。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。

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、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，海通证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。