

富安娜(002327.SZ)

中报表现靓丽 直营效率显著提高

评级: **增持**

前次: 买入

目标价(元):

57.6-58.4

分析师

分析师

徐晓艳

谢刚

S0740510120021

S0740510120005

0531-68889515

021-20315178

xuxy@qlzq.com.cn

xiegang@qlzq.com.cn

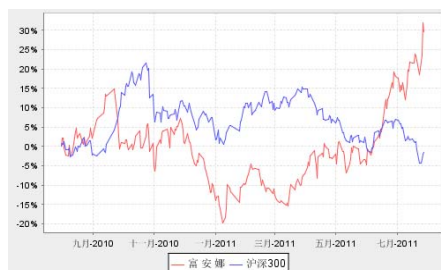
2011年8月15日

消费品小组

基本状况

总股本(百万股)	133.90
流通股本(百万股)	33.80
市价(元)	52.00
市值(百万元)	6962.80
流通市值(百万元)	1757.60

股价与行业-市场走势对比



业绩预测

指标	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	791.79	1,067.3	1,448.0	1,851.1	2,384.3
营业收入增速	16.31%	34.80%	35.61%	27.83%	28.80%
净利润增长率	32.52%	47.02%	56.95%	31.39%	38.03%
摊薄每股收益(元)	0.87	0.95	1.46	1.92	2.65
前次预测每股收益(元)					
市场预测每股收益(元)			1.24	1.65	2.65
偏差率(本次-市场/市场)			17.93%	16.45%	0.08%
市盈率(倍)	45.69	41.31	35.56	27.06	19.61
PEG	1.40	0.88	0.62	0.86	0.52
每股净资产(元)	10.12	8.35	9.85	11.29	13.28
每股现金流量	1.25	-0.47	1.21	1.98	2.82
净资产收益率	8.58%	11.75%	14.85%	17.02%	19.97%
市净率	3.92	4.73	5.28	4.61	3.92
总股本(百万股)	103.00	133.90	133.90	133.90	133.90

备注: 市场预测取 聚源一致预期

投资要点

- 事件: 公司 8 月 15 日发布公告, 2011 年 1-6 月公司营业总收入、利润总额和归属上市公司股东的净利润分别为 6.08 亿元、1.12 亿元和 0.86 亿元, 分别比去年同期增长 34.06%、83.10%和 79.28%, 基本每股收益为 0.64 元。公司预计 2011 年 1-9 月归属上市公司股东的净利润增幅为 50%-70%。
- 毛利率水平提高和费用率下降是造成公司 2011 年中报业绩超预期的主要原因。2011 年中期公司净利润增速近 80%, 远高于收入 34%的增速, 主要原因在于: 一公司毛利率水平由 2010 年同期的 46.41%上升为 48.48%; 二是公司的费用率由 2010 年同期的 32.41%下降至 28.91%, 下降约 3.51 个百分点, 其中销售费用率和管理费用率分别下降 1.03 和 2.04 个百分点。
- 产品结构的调整对造成毛利率水平造成的长期的, 持续性影响。产品结构调整包括两方面: 一是产品类型的变动, 例如 2011 年中期, 毛利率水平较高的套件产品的收入占比比 2010 年同期高 3.6 个百分点; 二是同一产品类型不同档次产品的变动, 例如 2011 年中期公司提升了被芯产品的档次, 促使被芯类产品的毛利率上升 3.42 个百分点。
- 不同于产品结构的调整对造成毛利率水平造成的持续性影响, 成本因素的变化对毛利率的影响是不可持续的。在成本上升过程中, 公司可以通过终端产品的提价和原材料的储备来提高盈利能力, 这也是 2010 年公司毛利率水平提高的主要途径; 而随着 2011 年依赖棉花价格从高位的回落直至趋于稳定, 成本因素对毛利率的影响大为减弱, 但是由于产品价格刚性的存在, 我们认为 2011 年公司毛利率水平仍旧保持在 48%以上。
- 随着销售旺季的来临和新设店铺的增多, 2011 年下半年的费用率将有所上升。2011 年 6 月底公司店铺数目为 1723 家(其中直营 435 家, 加盟 1288 家), 新设店铺约 220 家, 少于去年同期 246 家, 这是造

请务必阅读正文之后的重要声明部分

成费用率下降的原因之一，随着销售旺季来临和下半年直营店铺建设速度的加快，我们认为公司销售费用和管理费用将有所提高，我们认为 2011 年全年费用率为 30%左右。

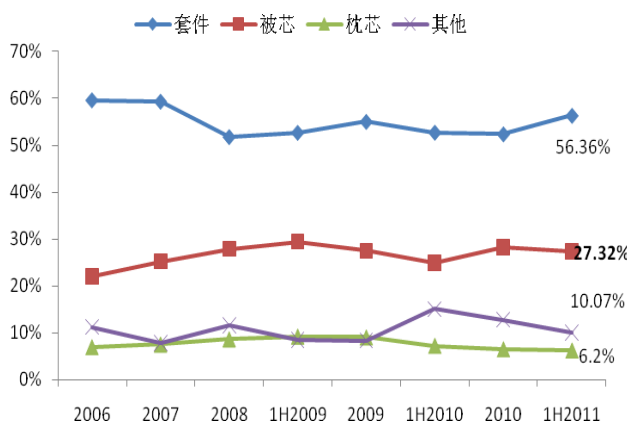
- **直营店铺运营效率的提高造成公司直营店铺收入增速高于加盟近 20 个百分点。**通过测算，2011 年 1-6 月，公司直营和加盟店铺单店收入分别为 59.1 和 26.24 万元，分别比去年同期增长 24.45%和 0.89%，公司直营收入占比比去年同期增加 8 个百分点。
- **区域横向扩张加速，虽然华南和华东仍旧是公司的收入来源，但是其他区域的收入占比呈上升的态势，华北和西南地区收入增幅明显超过平均水平。**2011 年 1-6 月，公司华北和西南地区的收入增速分别为 55.93%和 46.22%，收入占比分别比 2010 年提高 1.08 和 0.96 个百分点。
- **多品牌战略持续推进，馨而乐品牌收入占比提升 3 个百分点至 16.89%。**虽然富安娜较早采用多品牌的产品系列，但是主品牌占比一般在 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，2011 年 1-6 月，馨而乐品牌收入增速比富安娜主品牌高 30 个百分点，预计未来三年馨而乐收入增速超过 30%。
- **上调盈利预测，增持评级**
 - 预测 2011-2013 年的净利润分别为 1.96、2.57 和 3.55 亿元，同比增长 56.9%、31.4 和 38%，上调 2011-2013 的 EPS 为 1.46、1.92 和 2.65 元（2011-2012 原为 1.31 和 1.76 元），目标价位 **57.6-58.4 元**，增持评级。

图表 1: 单季度财务数据 (百万元)

项目 (百万元)	2010单季度数据				2011单季度数据		中期数据比较		
	10-1Q	10-2Q	10-3Q	10-4Q	11-1Q	11-2Q	10-1H	11-1H	同比增减
主营业务收入	253.17	200.05	244.85	369.23	332.89	274.70	453.22	607.59	154.37
增长率 (同比)	39.30%	41.47%	22.86%	37.09%	31.49%	37.31%	40.25%	34.06%	-6.19%
增长率 (环比)	-6.00%	-20.98%	22.39%	50.80%	-9.84%	-17.48%	-3.29%	-1.06%	2.23%
营业成本	135.03	107.85	135.55	196.71	167.92	145.12	242.88	313.04	70.16
成本率	53.34%	53.91%	55.36%	53.27%	50.44%	52.83%	53.59%	51.52%	-2.07%
主营业务税金及附加	1.06	0.55	0.72	1.37	3.62	2.68	1.61	6.29	4.69
占销售收入百分比	0.42%	0.27%	0.29%	0.37%	1.09%	0.98%	0.35%	1.04%	0.68%
主营业务利润	46.31	15.16	27.54	72.48	77.17	34.45	61.46	111.62	50.16
营业利润率	18.29%	7.58%	11.25%	19.63%	23.18%	12.54%	13.56%	18.37%	4.81%
主营毛利	118.14	92.20	109.29	172.52	164.97	129.58	210.34	294.55	84.21
毛利率	46.66%	46.09%	44.64%	46.73%	49.56%	47.17%	46.41%	48.48%	2.07%
销售费用	57.24	59.84	64.43	86.57	74.50	76.21	117.08	150.71	33.63
销售费用/收入	22.61%	29.91%	26.31%	23.45%	22.38%	27.74%	25.83%	24.81%	-1.03%
管理费用	13.45	17.14	15.79	19.72	10.26	18.34	30.59	28.60	(1.98)
管理费用/收入	5.31%	8.57%	6.45%	5.34%	3.08%	6.68%	6.75%	4.71%	-2.04%
财务费用	(0.17)	(0.58)	(0.62)	(6.64)	(1.35)	(2.32)	(0.76)	(3.67)	(2.91)
财务费用/收入	-0.07%	-0.29%	-0.25%	-1.80%	-0.41%	-0.84%	-0.17%	-0.60%	-0.44%
三项费用/收入	27.85%	38.19%	32.51%	26.99%	25.06%	33.58%	32.41%	28.91%	-3.51%
资产减值损失	0.26	0.11	1.43	0.98	0.76	0.23	0.36	0.98	0.62
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	46.31	15.16	27.54	72.48	77.17	34.45	61.46	111.62	50.16
增长率 (同比)	39.30%	41.47%	22.86%	37.09%	31.49%	37.31%	48.37%	81.60%	33.24%
增长率 (环比)	-6.00%	-20.98%	22.39%	50.80%	-9.84%	-17.48%	-4.81%	11.59%	16.41%
加: 营业外收入	0.21	0.79	0.44	0.78	0.34	0.99	1.00	1.33	0.33
减: 营业外支出	0.21	1.00	1.03	0.24	0.18	0.62	1.21	0.80	0.41
利润总额	46.31	14.94	26.96	73.01	77.33	34.82	61.25	112.15	50.90
增长率 (同比)	46.88%	29.49%	30.28%	63.20%	66.99%	133.03%	42.22%	83.10%	40.88%
增长率 (环比)	3.52%	-67.73%	80.40%	170.84%	5.92%	-54.97%	-8.58%	12.19%	20.77%
所得税	10.00	3.46	5.73	14.26	18.06	8.42	13.47	26.48	13.02
实际税率(%)	21.60%	23.17%	21.27%	19.53%	23.36%	24.18%	21.99%	23.61%	1.63%
净利润	36.31	11.48	21.22	58.75	59.27	26.40	47.79	85.67	37.88
净利润率(%)	14.34%	5.74%	8.67%	15.91%	17.80%	9.61%	10.54%	14.10%	3.56%
增长率 (同比)	46.67%	28.22%	24.50%	66.19%	63.25%	129.95%	41.77%	79.28%	37.51%
增长率 (环比)	2.70%	-68.38%	84.85%	176.83%	0.89%	-55.46%	-8.80%	7.12%	15.93%
归属母公司所有者的净利润	36.31	11.48	21.22	58.75	59.27	26.40	47.79	85.67	37.88

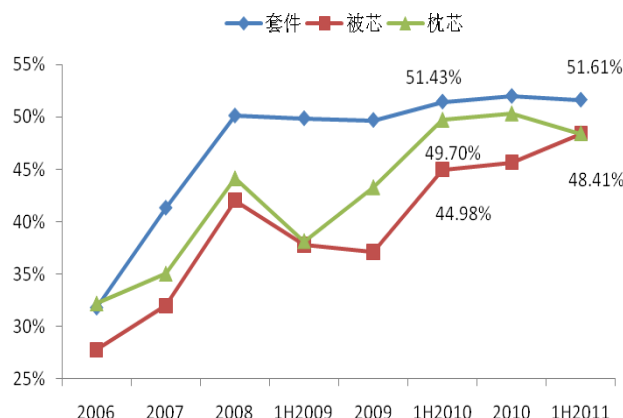
来源: 齐鲁证券研究所

图表 2: 1H2011 套件收入占比增加, 被芯占比减小



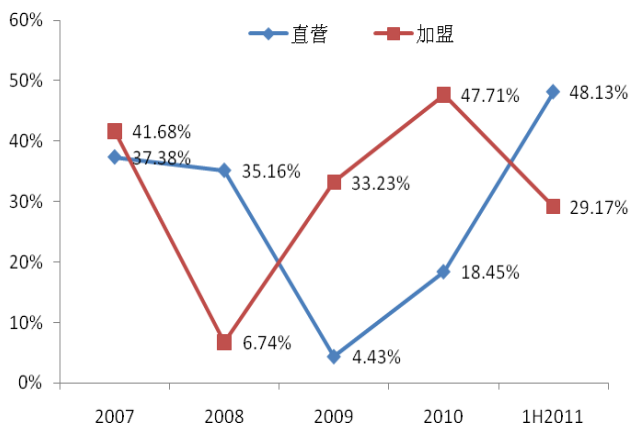
来源: 齐鲁证券研究所

图表 3: 1H2011 套件和被芯毛利率水平同比上升



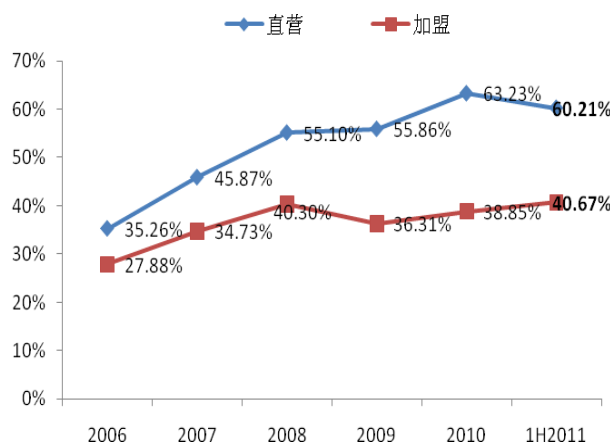
来源: 齐鲁证券研究所

图表 4: 直营收入增速比加盟高近 20 个百分点



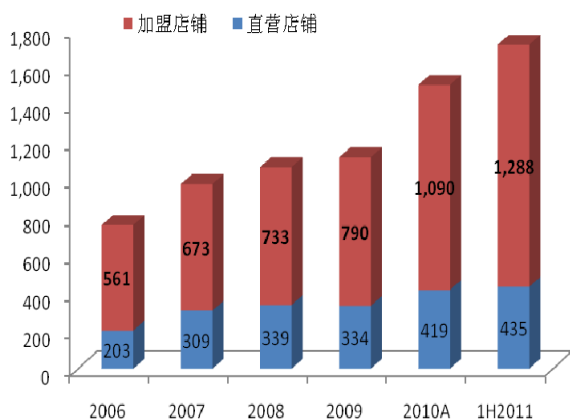
来源: 齐鲁证券研究所

图表 5: 加盟毛利率比 2010 上升 1.82 个百分点



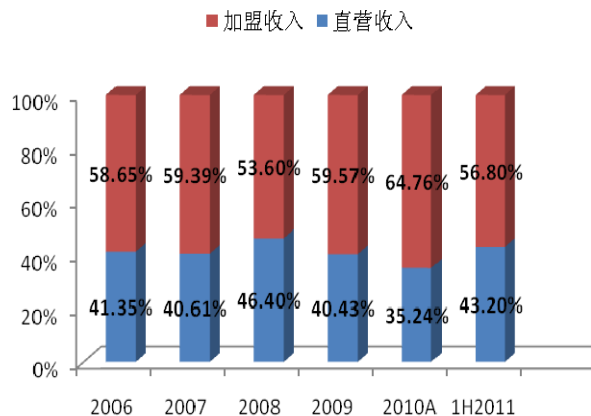
来源: 齐鲁证券研究所

图表 6: 1H2011 新设店铺 220 余家



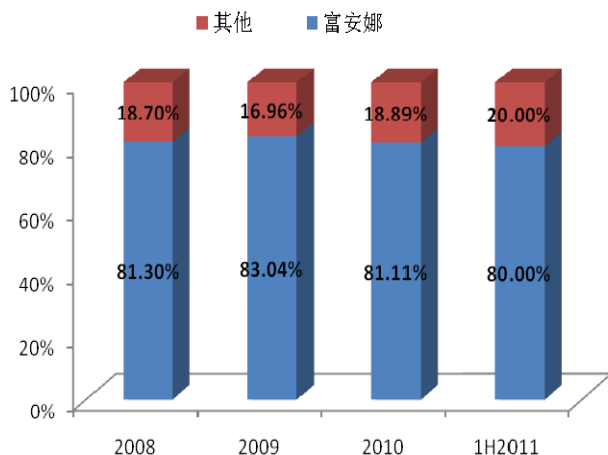
来源: 齐鲁证券研究所

图表 7: 公司收入占比变化



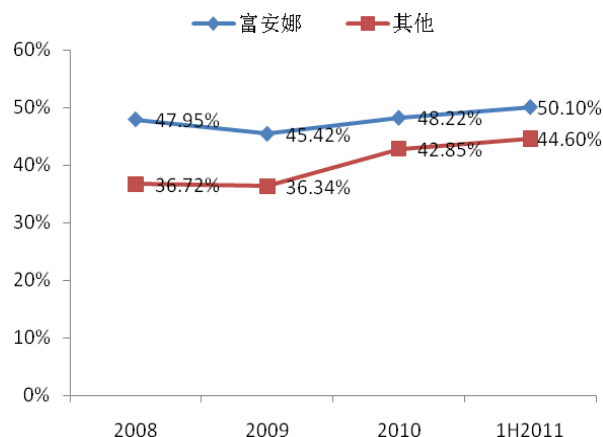
来源: 齐鲁证券研究所

图表 8: 其他品牌收入占比上升 1 个百分点



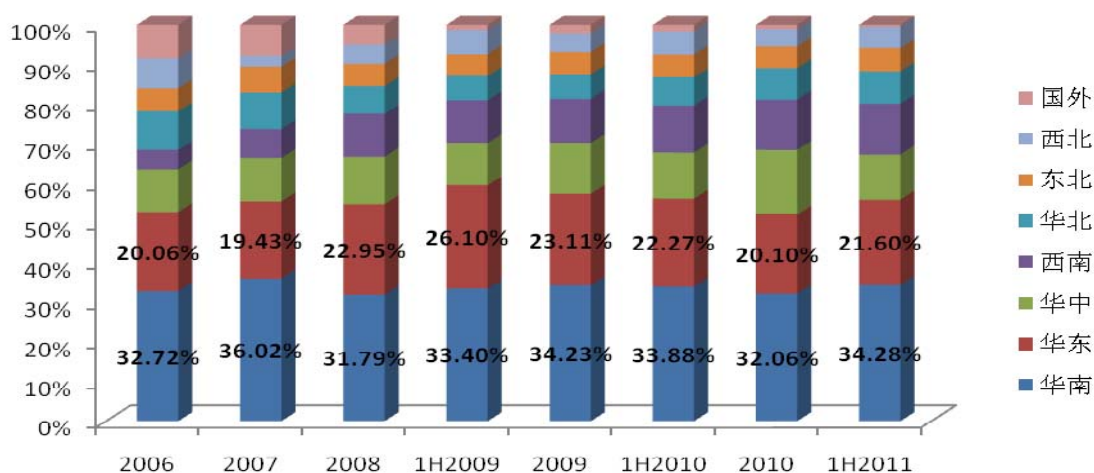
来源: 齐鲁证券研究所

图表 9: 各品牌毛利率水平约增长 1 个百分点



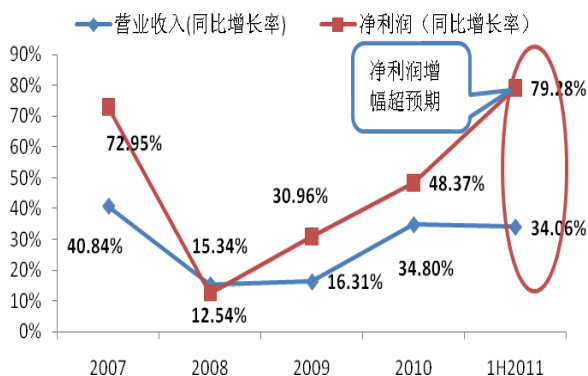
来源: 齐鲁证券研究所

图表 10: 1H2011 西南和华北同比增速较快, 华南和华东区域占比有所降低



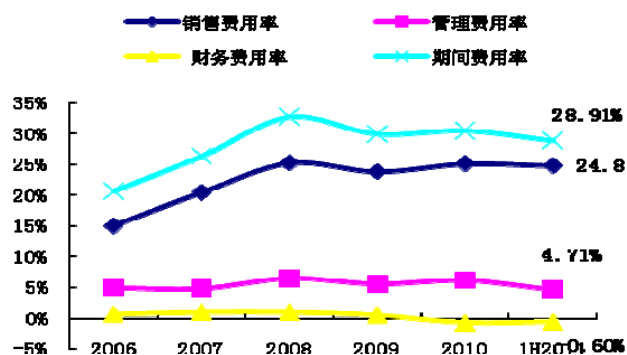
来源: 齐鲁证券研究所

图表 11: 1H2011 公司净利润增幅远超收入增幅



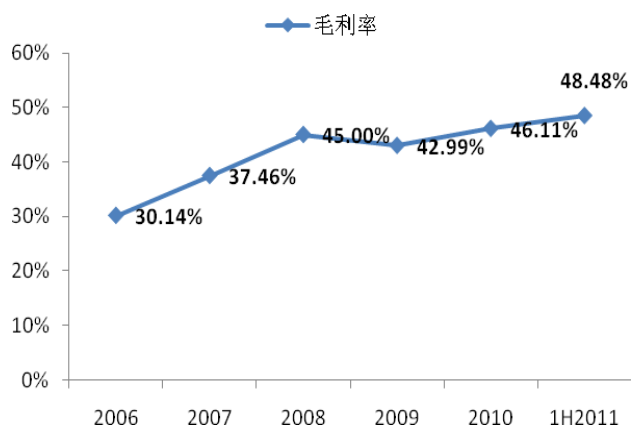
来源: 齐鲁证券研究所

图表 12: 1H2011 公司费用率下降 3.51 个百分点



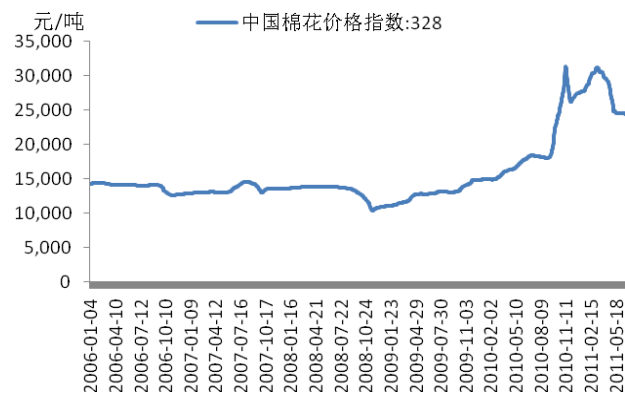
来源: 齐鲁证券研究所

图表 13: 1H2011 毛利率比 10 年上升 2.37 个百分点



来源: 齐鲁证券研究所

图表 14: 棉价下跌有助于降低公司下半年成本压力



来源: 齐鲁证券研究所

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: 021-20315181

手机: 18616512309

传真: 021-20315125

邮编: 200120

地址: 上海市花园石桥路 66

号东亚银行金融大厦 18 层

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: 021-20315112

手机:18621368050

传真: 021-20315125

邮编: 200120

地址: 上海市花园石桥路 66

号东亚银行金融大厦 18 层

济南

联系人:阴红星

电话:0531-68889520

手机:13969199716

传真:0531-68889536

邮编:250001

地址:山东济南经七路 86 号

证券大厦 2308