

富安娜 (002327.SZ) 纺织和服装

毛利率升、费用率降促业绩大幅增长

公司研究简报

◆三季报净利增 87%，受益毛利率提升、期间费用控制合理

三季报营业收入同比增 35.34% 达 9.45 亿元（其中三季度单季度增长 37.72%，淡季不淡），归属上市公司股东净利润同比增 86.77% 达 1.29 亿元（其中三季度单季度增长 103.65%），每股收益 0.96 元，增速超过公司中报预计的 50-70%。

净利增速超过收入增速，受益毛利率提升，及公司继续对支出的严格控制。

毛利率同比提升 1.93 个百分点达 47.72%，得益于：1）直营占比的提升，在通过扩大直营进驻重点市场做实传统渠道质量的基础上，公司还积极探索电子商务、团购等销售模式，创新的直营销售模式减少了中间环节，直营渠道占比的提高提升了总体销售毛利率；2）独树一帜的艺术家纺定位，品牌美誉度的提升获得了较强的市场定价能力；3）产品价格较去年同期有所提高，且公司减少折扣力度（终端平均折扣从 7 折提高到 8 折）；4）公司采购部门对原料价格预判较为准确，采购的坯布成本较低。

公司营销费用和管理费用率同比降低 1.30 和 1.60 个百分点，分别为 24.71% 和 5.05%。

三季报存货比年初增 16%；经营活动现金净流入同比增 27,195 万元，因一是本期营业收入的增长带来现金流入的增加；二是本期的采购材料付款比上年同期有所下降。

◆多品牌合力开拓赢利增长点，渠道扩张保持 30% 增速

公司旗下多品牌建设成效显著。加大了对定位年轻的馨而乐品牌投入，品牌销售收入超 60% 达 1 个多亿，大大高于公司整体业绩增长，成为新的增长点。预计未来旗下电子商务品牌圣之花也将步入加速轨道，为公司贡献增长。

渠道扩张方面，一方面用快速加盟模式迅速覆盖二三线市场，另一方面在一线和重点城市采用直营模式，做好品牌形象。截止 2011 年 6 月 30 日，公司共设立了各类销售终端 1,723 家（直营 435 家，加盟 1288 家），其中直营专卖店 115 家，直营专柜 320 家，加盟专卖店 782 家，加盟专柜 506 家。2011 年门店增幅预计保持在 30% 的水平，年增 400 家左右终端网点。

◆全年高增长无忧，维持“买入”评级

公司预计 2011 年净利润增速为 60-80%，6 月结束的 2011 年秋冬订货会金额同比增长 50-60%，锁定了下半年高增长。综合考虑四季度是全年传统的销售旺季，我们上调 11-13 年 EPS 为 1.60 元、2.19 元和 2.93 元（原 1.50 元、2.13 元和 2.88 元），维持“买入”评级。

业绩预测和估值指标

指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入（百万元）	792	1,067	1,552	2,149	2,880
营业收入增长率	16.31%	34.80%	45.40%	38.47%	34.02%
净利润（百万元）	86	128	214	293	392
净利润增长率	30.96%	48.37%	67.31%	36.95%	33.91%
EPS（元）	0.64	0.95	1.60	2.19	2.93
P/E	77	52	31	23	17

买入（维持）

当前价：49.80 元

分析师

李婕 (执业证书编号：S0930511010001)

021-22169107

lijie_vjs@ebcn.com

联系人

谢宁铃

021-22169127

xienl@ebcn.com

曾知

021-22169078

zengzhi@ebcn.com

市场数据

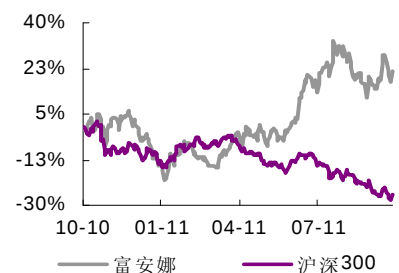
总股本(亿股)：1.34

总市值(亿元)：66.68

一年最低/最高(元)：32.00/53.87

近 3 月换手率：16.96%

股价表现(一年)

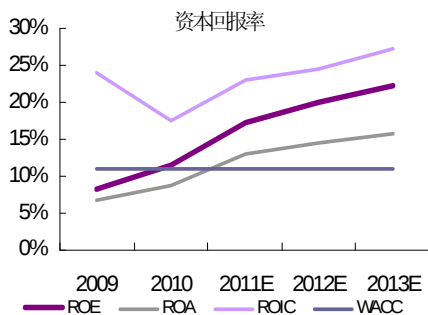
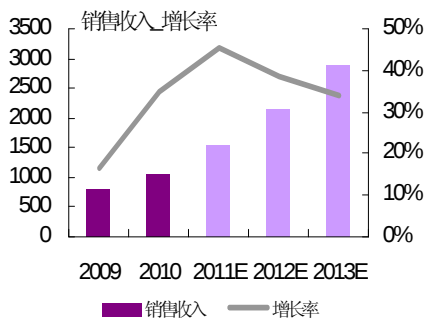
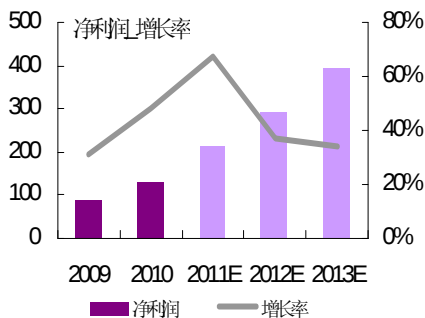
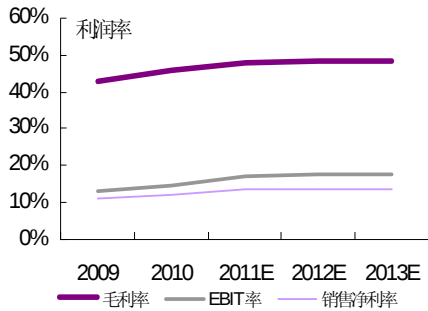


收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	8.32	20.84	49.25
绝对	6.67	6.42	26.95

相关研报

中报业绩超预期，受益毛利率提升
.....2011-07-04
业绩超预期，超募资金项目将增厚盈利
.....2011-05-02
10 年净利润增 45%，业绩亮丽
.....2011-02-21



利润表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	792	1,067	1,552	2,149	2,880
营业成本	451	575	808	1,110	1,485
折旧和摊销	14	17	22	29	33
营业税费	3	4	6	9	12
销售费用	189	268	380	529	706
管理费用	44	66	85	120	164
财务费用	4	-8	-6	-6	-6
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0
营业利润	101	161	275	386	519
利润总额	108	161	279	390	523
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	86.11	127.76	213.75	292.73	391.99

资产负债表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
总资产	1,267	1,451	1,629	2,006	2,488
流动资产	1,093	1,174	1,236	1,541	2,026
货币资金	853	667	648	731	940
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收账款	22	22	37	51	68
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款	8	13	16	21	29
存货	197	415	483	664	889
可供出售投资	0	0	0	0	0
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	94	185	293	357	363
无形资产	50	49	46	44	42
总负债	225	332	390	539	716
无息负债	225	302	390	539	716
有息负债	0	30	0	0	0
股东权益	1,042	1,119	1,239	1,467	1,771
股本	103	134	134	134	134
公积金	756	733	755	768	768
未分配利润	183	251	350	565	869
少数股东权益	0	0	0	0	0

现金流量表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	129	-63	235	223	299
净利润	86	128	214	293	392
折旧摊销	14	17	22	29	33
净营运资金增加	-10	262	103	212	266
其他	40	-469	-104	-311	-392
投资活动产生现金流	-28	-131	-150	-100	-30
净资本支出	28	143	150	100	30
长期投资变化	0	0	0	0	0
其他资产变化	-56	-274	-300	-200	-60
融资活动现金流	673	6	-103	-40	-60
股本变化	26	31	0	0	0
债务净变化	-65	30	-30	0	0
无息负债变化	13	78	88	148	178
净现金流	774	-187	-18	83	209

资料来源：光大证券、上市公司

关键指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	16.31%	34.80%	45.40%	38.47%	34.02%
净利润增长率	30.96%	48.37%	67.31%	36.95%	33.91%
EBITDA 增长率	18.57%	43.23%	71.39%	40.16%	33.32%
EBIT 增长率	20.41%	45.72%	75.70%	40.93%	34.82%
盈利能力 (%)					
毛利率	42.99%	46.11%	47.95%	48.32%	48.42%
EBITDA 率	15.01%	15.95%	18.80%	19.03%	18.93%
EBIT 率	13.30%	14.38%	17.38%	17.69%	17.79%
税前净利润率	13.70%	15.11%	18.01%	18.16%	18.15%
税后净利润率 (归属母公	10.87%	11.97%	13.77%	13.62%	13.61%
ROA	6.80%	8.81%	13.12%	14.59%	15.76%
ROE (归属母公司) (摊	8.26%	11.42%	17.26%	19.95%	22.13%
经营性 ROIC	24.07%	17.49%	22.90%	24.44%	27.31%
偿债能力					
流动比率	4.87	3.71	3.43	3.14	3.14
速动比率	3.99	2.40	2.09	1.79	1.76
归属母公司权益/有息债务	-	37.28	-	-	-
有形资产/有息债务	-	46.30	-	-	-
每股指标(按最新预测年度股					
EPS	0.64	0.95	1.60	2.19	2.93
每股红利	0.38	0.70	0.48	0.66	0.88
每股经营现金流	0.97	-0.47	1.76	1.66	2.23
每股自由现金流(FCFF)	0.58	-1.98	-0.16	0.02	0.91
每股净资产	7.78	8.35	9.25	10.96	13.23
每股销售收入	5.91	7.97	11.59	16.05	21.51

资料来源：光大证券、上市公司

分析师声明

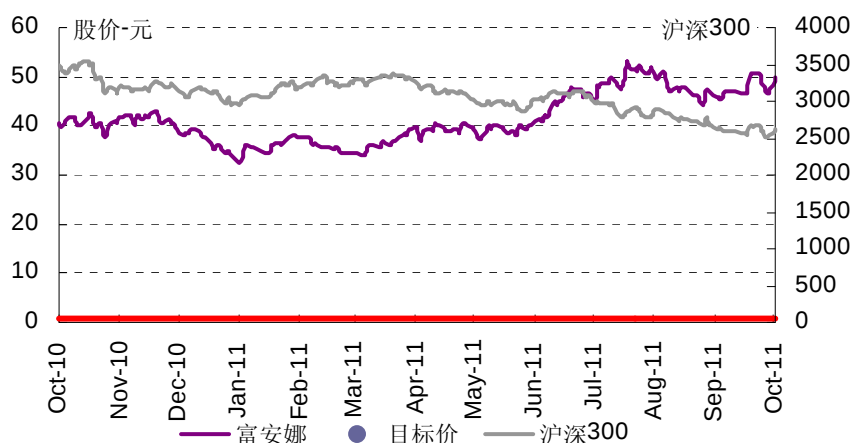
负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

李婕，东华大学（原中国纺织大学）博士，光大证券消费品研究部总经理，纺织服装首席分析师。拥有近 10 年从业经验，2006、2007 年《新财富》纺织服装行业最佳分析师，2008 年起任职国泰基金研究副总监，2010 年 10 月重新加盟光大证券，兼具纺织服装背景及买方经验。纺织服装行业人脉广泛，曾担任服装行业协会会刊《服装界》特约撰稿人、目前为《中国纺织》特约撰稿人。对纺织服装行业研究多年，能够用国际化和比较长期的眼光观察和分析行业和公司价值。准确把握和预测了近年来行业重要发展动态及影响因素的变化，分析问题切中要害、具有国际视野、前瞻性和时效性。上市公司覆盖面广，重点公司研究细致、深入，对鲁泰、七匹狼、报喜鸟、美邦服饰、罗莱家纺、富安娜、探路者、希努尔等公司跟踪紧密。

投资建议历史表现图

富安娜（002327）



日期	股价	目标价	评级
2010-10-24	39.85	45.64	增持
2011-02-21	37.20	45.64	买入
2011-02-28	37.20	45.64	买入
2011-05-02	36.87	46.20	买入
2011-07-04	41.67	52.20	买入

买入 —	增持 —	中性 —
减持 —	卖出 —	

资料来源：光大证券研究所

行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。
 市场基准指数为沪深 300 指数。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于1996年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。公司经营业务许可证编号：Z22831000。

本公司已获业务资格：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；证券资产管理；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。

本证券研究报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅供本公司的客户使用。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就任何人依据报告中的内容而最终操作建议作出任何形式的保证和承诺。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一参考因素。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，本公司及其附属机构（包括光大证券研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在作出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表、篡改或者引用。

光大证券股份有限公司研究所

上海市新闻路1508号静安国际广场3楼 邮编 200040

总机：021-22169999 传真：021-22169114

销售小组	姓名	办公电话	手机	电子邮件
北京	王汗青	0755-83024403	13501136670	wanghq@ebscn.com
	郝辉	010-68561722	13511017986	haohui@ebscn.com
	黄怡	010-68567231	13699271001	huangyi@ebscn.com
企业客户	孙威	010-68567231	13701026120	sunwei@ebscn.com
	吴江	010-68561595	13718402651	wujiang@ebscn.com
	杨月		18910037319	yangyue1@ebscn.com
上海	李大志	021-22169128	13810794466	lidz@ebscn.com
	严非	021-22169086	13127948482	yanfei@ebscn.com
	王宇	021-22169131	13918264889	wangyu1@ebscn.com
	周薇薇	021-22169087	13671735383	zhouww1@ebscn.com
	徐又丰	021-22169082	13917191862	xuyf@ebscn.com
	韩佳	021-22169491	13761273612	hanjia@ebscn.com
	冯诚	021-22169083	18616830416	fengcheng@ebscn.com
	黎晓宇	0755-83024434	13823771340	lixyl@ebscn.com
深圳	黄鹏华	0755-83024396	13802266623	huanglh@ebscn.com
	张晓峰	0755-83024431	13926576680	zhangxf@ebscn.com
	江虹	0755-83024029	13810482013	jianghong1@ebscn.com
	濮维娜	021-62152373	13301619955	puwn@ebscn.com
富尊财富中心	陶奕	021-62152393	13788947019	taoyi@ebscn.com
	戚德文	021-22169152	15821755866	qidw@ebscn.com
	郑锐	021-22169080	13761361968	zhui@ebscn.com