

富安娜 (002327.SZ)

大家居业务前景广阔，公司业绩稳健增长

核心观点：

● 家纺行业企稳回暖，公司业绩拐点显现

受益于行业库存清理以及消费升级、城镇化稳步推进、婚庆等需求拉动，家纺行业企稳回暖，龙头企业将受益于行业集中度提升。公司 16 年业绩呈现逐季改善趋势，其中 Q4 营收增长 21.45%，归母净利润增长 30.02%，业绩拐点显现。预计 17 年消费升级趋势延续，公司主业仍保持稳定增长。

● 定制家具行业快速成长，公司大家居业务有望高速增长

预计未来 5 年家具行业以年均 8% 的增速稳健增长，2021 年家具行业市场规模达到 12577 亿，定制家具渗透率由现在的 20% 提升至 35%，市场规模由 1712 亿提升至 4402 亿，年均复合增速 20.79%。公司切入 C2B 定制家具市场，提供全屋定制服务，产品定位介于索菲亚和美克美家之间，填补家具市场价格带空缺；生产方面引进德国豪迈全自动化生产系统，在龙华、常熟、南充布局三条生产线，并采用自主研发的数码印花技术；渠道布局稳步推进，目前深圳地区家居旗舰店已经开业，初期运营符合预期。预计 17 年中大规模招商后，定制家具业务有望高速增长，从而带动公司业绩增长。

● 公司经营稳健，资产质地好

公司在行业低迷情况下保持良好增长势头，过去 5 年业绩增速及稳定性，盈利能力均优于可比公司，且资产负债率较低，资产质地好。此外公司账上资金充沛，且 2016 年三季报显示，公司没有短期银行借款及长期银行借款，这将为业务发展提供有力支持。

● 16-18 年业绩预测分别为 0.51 元/股、0.59 元/股、0.72 元/股

预计 17 年 EPS 0.59 元/股，对应 17 年 PE 仅 16 倍，远低于行业平均 34 倍，考虑到公司资金充沛，定制家具业务 17 年有望放量，维持“买入”评级。

● 风险提示

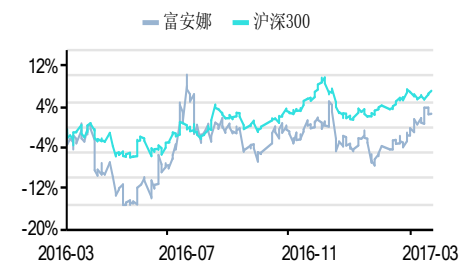
宏观经济不景气；市场竞争风险；新业务拓展风险；

公司评级	买入
当前价格	9.40 元
前次评级	买入
报告日期	2017-03-20

基本数据

总股本/流通股本 (百万股)	869/474
流通 A 股市值 (百万元)	8,170
每股净资产 (元)	2.66
资产负债率 (%)	21.85
一年内最高/最低 (元)	10.14/7.90

相对市场表现



分析师： 糜韩杰 S0260516020001



021-60750604



mihanjie@gf.com.cn

相关研究：

富安娜 (002327.SZ)：公司	2017-02-28
业绩稳健增长，大家居业务加速推进	
富安娜 (002327.SZ)：预计	2016-08-23
公司下半年业绩有望较上半年进一步改善	
富安娜 (002327.SZ)：三年	2016-07-19
积淀开始切入定制家具市场	

联系人： 张萌 021-60750604

zmeng@gf.com.cn

盈利预测:

	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	1969.77	2092.61	2312.38	2719.64	3564.43
增长率(%)	5.68%	6.24%	10.50%	17.61%	31.06%
EBITDA(百万元)	508.05	504.56	584.22	697.57	889.10
净利润(百万元)	376.55	401.23	439.56	512.42	626.25
增长率(%)	19.56%	6.55%	9.55%	16.57%	22.22%
EPS(元/股)	0.88	0.47	0.51	0.59	0.72
市盈率(P/E)	15.23	25.80	18.58	15.94	13.04
市净率(P/B)	2.65	4.52	3.09	2.68	2.30
EV/EBITDA	9.39	19.03	12.81	10.60	8.10

数据来源: 公司财务报表, 广发证券发展研究中心

目录索引

一、家纺行业企稳回暖，龙头优势凸显.....	6
1、家纺行业增速切换，未来趋于平稳增长.....	6
2、市场集中度低，龙头企业享受行业整合红利.....	8
二、受益于消费升级，定制家具行业高速增长.....	9
1、家具行业未来将维持稳定增长.....	9
2、消费升级趋势下，定制家具渗透率持续提升.....	10
三、公司全屋定制业务推进顺利，17年销售有望放量.....	13
1、公司顺应行业发展趋势，推出定制家具业务.....	13
2、产品定位于中等收入人群，以设计打造差异化竞争力.....	14
3、定制家具业务稳步推进，期待17年销售放量.....	15
四、公司经营稳健，资产质地好.....	16
1、公司业绩拐点显现.....	16
2、公司经营稳健，盈利能力强.....	17
3、公司账上资金充沛，为业务发展提供有力支持.....	18
五、公司激励充分，彰显长期发展信心.....	18
六、盈利预测与投资评级.....	19
1、宏观经济不景气.....	20
2、市场竞争风险.....	20
3、新业务拓展风险.....	20

图表索引

图 1: 家纺行业增速趋势性放缓	6
图 2: 家纺行业出口出现负增长	6
图 3: 家纺行业出口主要市场表现	7
图 4: 家纺行业内销市场回暖	7
图 5: 1980-2005 出生人口数 (百万)	7
图 6: 中国城镇化率	7
图 7: 上市家纺企业营业收入情况	8
图 8: 上市家纺企业净利润情况	8
图 9: 年产值 10 亿元以上家纺企业占比	9
图 10: 上市家纺公司市占率估算	9
图 11: 中国家具行业主营收入	10
图 12: 中国家具行业利润总额	10
图 13: 家具产品购买人群年龄层次变化	10
图 14: 家具产品购买影响因素	10
图 15: 不同类型家具企业存货周转天数	12
图 16: 不同类型家具企业应收账款周转天数	12
图 17: 定制家具企业营收维持高增速	12
图 18: 定制家具企业净利润维持高增速	12
图 19: 索菲亚经销门店数量	13
图 20: 好莱客经销门店数量	13
图 21: 公司近年营业收入情况	13
图 22: 公司近年净利润情况	13
图 23: 富安娜全屋定制业务	14
图 24: 富安娜定制流程	14
图 25: 智能新美家	14
图 26: 富安娜定制家具设计样品	15
图 27: 富安娜家纺设计样品	15
图 28: 公司 16 年营业收入呈现逐季改善趋势	16
图 29: 公司 16 年净利润呈现逐季改善趋势	16
图 30: 家纺公司营业收入 (亿元) 对比	17
图 31: 家纺公司营收增速 (%) 对比	17
图 32: 家纺公司归母净利润 (亿元) 对比	17
图 33: 家纺公司归母净利润增速 (%) 对比	17
图 34: 家纺公司毛利率对比	18
图 35: 家纺公司净利率对比	18
图 36: 家纺公司 ROE 对比	18
图 37: 家纺公司资产负债率对比	18
表 1: 各类型家具优劣势对比	11

表 2: 家具品牌市场定位	15
表 3: 公司限制性股票激励计划概览 (仍在进行)	19
表 4: 可比公司	20

一、家纺行业企稳回暖，龙头优势凸显

1、家纺行业增速切换，未来趋于平稳增长

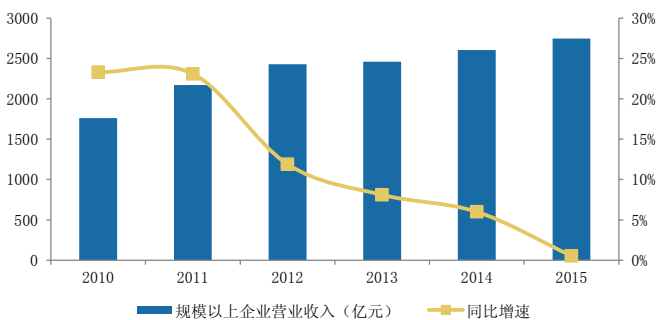
家纺作为生活必需品、日常耐用品，与经济发展水平、城市化建设紧密相关。我国家纺需求可以分为两个方面：一是外贸出口，这部分需求主要和海外市场需求、国内劳动力成本以及人民币汇率相关；除了外贸出口，国内家纺的需求主要来源于三个方面，第一个方面是日常更换，一般家纺产品在几年之后会被逐渐替代；第二个方面是乔迁需求，当消费者购置新房时，一般会购置匹配的家纺产品；第三个方面来自于婚庆需求，按照中国的传统习俗，“四件套”等家纺产品是必不可少的。其他诸如企事业单位购置、酒店购置、车内装饰等也会贡献少数需求。随着前十多年中国经济高速成长，城镇化不断推进，房地产基建掀起热潮，中国的家纺行业也迎来“黄金时代”，行业产值、消费量迅速提升，企业盈利能力不断增强，规模不断扩大。自2000年以来，我国家纺行业进入快速发展时期，家纺行业产销值增长率连续多年保持在20%以上。

自2012年以来，我国家纺行业增速持续放缓，行业的持续低迷背后有多重影响因素：首先，经济内在增速的下滑是行业增速趋缓的大背景；其次，地产热潮的渐渐褪去使得家纺行业失去最直接的消费驱动力，而家纺产品消费频次偏低，所以前期大规模的房产购置也部分透支了行业未来的增长潜力；再次，劳动力优势减少，海外需求疲软导致家纺企业出口承压；最后，人力成本的上升、海外家纺品牌的进入削弱了国内品牌的竞争力，部分家纺企业减产或退出。

2015年，国家统计局统计1850家规模以上家纺企业实现营收2746亿，同比增长0.54%，较13年增速下降5.46个百分点，内销和出口双双出现疲软将家纺行业拖入低谷。

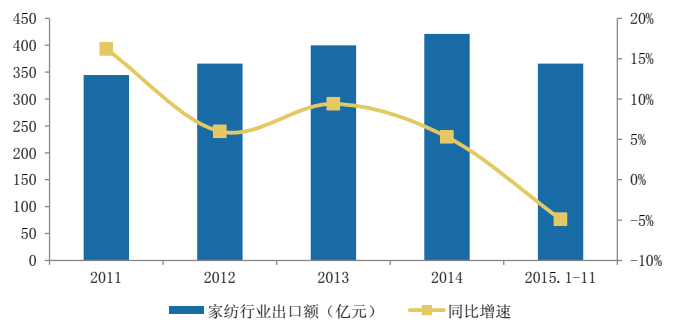
自2016年以来，家纺行业内销出现明显好转。2016年上半年，规模以上家纺企业内销收入同比增长7.3%，比15年全年增速高出5.3个百分点，家纺产业集群的内销收入同比增长4.2%，比15年全年增速高出0.6个百分点。16年家纺内销的回暖一方面有房地产后周期的拉动效应，另一方面也是因为行业调整至底部，行业出现恢复性增长趋势。

图1：家纺行业增速趋势性放缓



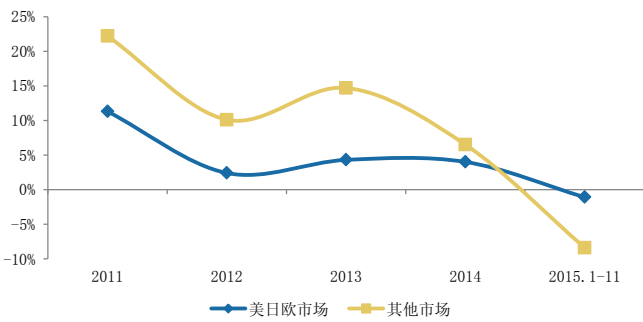
数据来源：智研咨询；广发证券发展研究中心

图2：家纺行业出口出现负增长



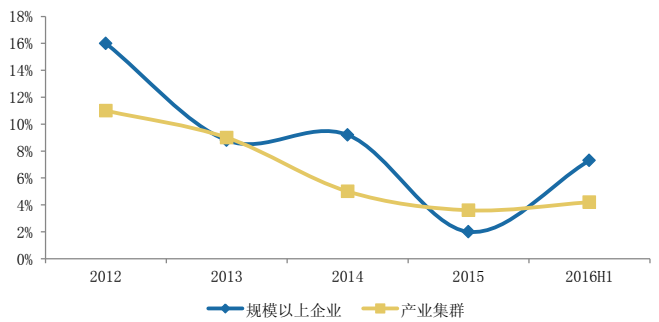
数据来源：中国海关总署；广发证券发展研究中心

图3: 家纺行业出口主要市场表现



数据来源: 中国海关总署; 广发证券发展研究中心

图4: 家纺行业内销市场回暖

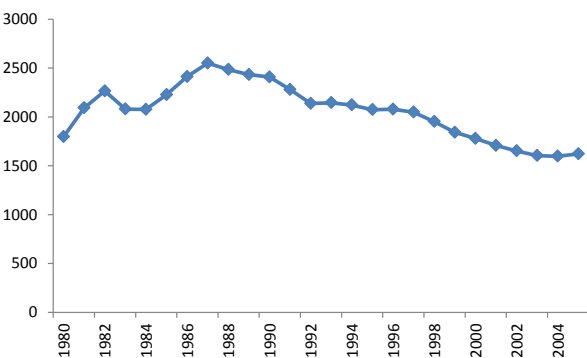


数据来源: 智研咨询; 广发证券发展研究中心

我们认为家纺行业并不会出现衰退, 行业未来还是会保持稳定增长, 尤其是品牌家纺产品会受益于消费升级, 这主要是基于:

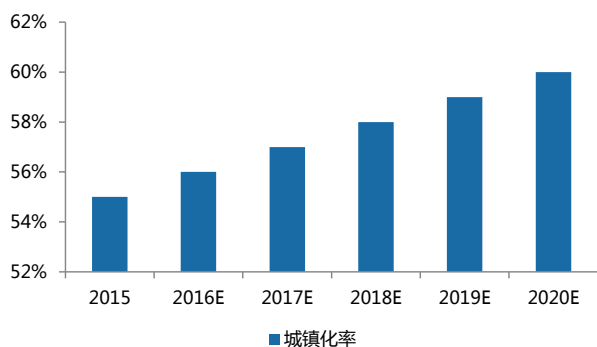
- 1) 中短期来看, 国内家纺行业库存压力减轻。主要是由于过去几年的渠道库存消化, 以及部分企业的退出。
- 2) 长期看, 中国仍有庞大的消费者群体, 消费升级趋势下, 家纺产品的日常更替可能变快。传统家纺产品的更新换代周期约为5-7年, 是典型的低频次耐用消费品, 而乔迁需求也随着地产市场周期而呈现阶段性集中特点。在经历了家纺行业的“黄金时代”后, 新的家纺购置需求减弱。我们认为现阶段消费者主动更换家纺产品的欲望还不够强烈, 但是随着新产品、新服务不断推出, 消费者更加追求生活品质, 关注产品的内在性能, 家纺产品的日常更替可能变快。
- 3) 城镇化的稳步推进。预计到2020年中国城镇化率要达到60%, 这将助推家纺消费升级。
- 4) 未来婚庆需求拉动明显。未来5-7年, 结婚人口仍将保持较高水平, 且这部分人大部分是独生子女, 父母支付意愿强、支付能力强, 婚庆方面的需求量将稳步提升。
- 5) 二胎政策的放开将刺激新生儿增加。考虑到年轻一代父母消费观念的转变, 有关儿童的家纺产品或迎来爆发。我们认为国内家纺行业将迎来稳定增长、提升消费质量的“白银时代”。

图5: 1980-2005出生人口数(百万)



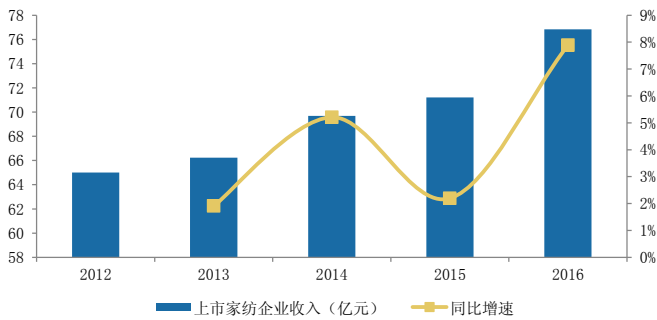
数据来源: Wind; 广发证券发展研究中心

图6: 中国城镇化率



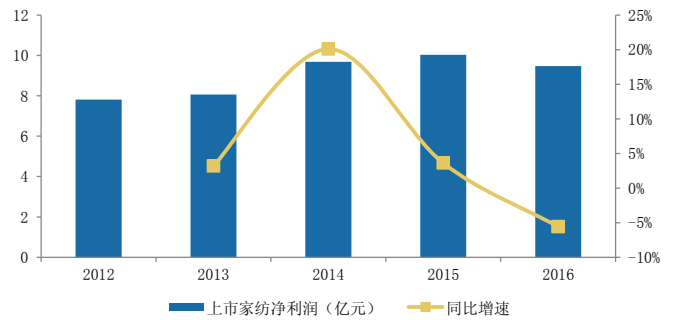
数据来源: Wind; 广发证券发展研究中心

图7：上市家纺企业营业收入情况



数据来源：Wind；广发证券发展研究中心

图8：上市家纺企业净利润情况



数据来源：Wind；广发证券发展研究中心

与发达国家家纺消费相比，我国家纺消费量仍然处于比较低的水平，发达国家中国家纺消费量约占整体纺织品消费的三分之一，尤其是美国和日本，家纺消费约占40%左右，超过服装类消费成为纺织品消费第一领域。而我国目前服装类纺织品消费约占总量的65%，家用纺织品消费仅占23%左右，且家用纺织品的人均消费占消费性支出比不到1%。究其原因，我们认为服装类消费外在品牌效应更强，而家纺类消费更注重内在品质，当消费层次真正提升时，消费者将会更加注重生活内在品质，高质量家纺消费将会稳步提升。对比中外家纺消费差异，我国家纺行业存在着巨大的发展空间。

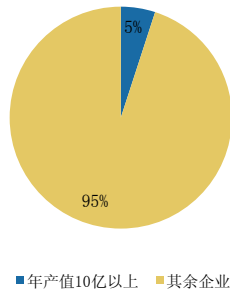
2、市场集中度低，龙头企业享受行业整合红利

在过去，我国家纺行业产品同质化竞争严重，市场分散，区域品牌凭借着渠道优势占据自己的市场份额，整体行业呈现出市场集中度很低的特点。

根据中国产业调研网信息，我国年产值在10亿元以上的20家家纺企业年总产值约为450亿元，占全行业总产值比例仅为5%左右，大型企业并未在市场中占据主导地位。另据国家统计局统计数据，2014年1809家规模以上家纺企业主营收入总额为2605亿元，同期梦洁家纺营业收入为15.66亿元，市占率约为0.6%。市场中最大的几家家纺企业罗莱生活、富安娜、多喜爱同期营业收入分别为27.61亿元、19.70亿元、6.72亿元，市占率分别为1.06%、0.76%、0.31%。由此可见我国家纺市场非常分散，小品牌、无品牌产品非常多，各个产品都在一定范围中具有影响力，市场割裂。梦洁家纺在湖南、湖北等地具有较强的影响力，富安娜在华南地区具有较强的影响力，罗莱家纺在华东地区渗透得比较深入，多喜爱在2014年有56.28%的营业收入来自于华中地区。

我们认为家纺市场集中度低是因为产品区隔不明显造成的，消费者购买家纺产品主要是为了追求舒适、健康、美观、耐用，这些要求并不容易标准化、量化，更多地靠实际使用感受，所以不同的家纺产品区隔度较低，家纺产品跨区域竞争力即较弱。另外家纺产品主要用于室内，消费者追求品牌的动力不足，这也相对限制了品牌家纺的竞争能力。

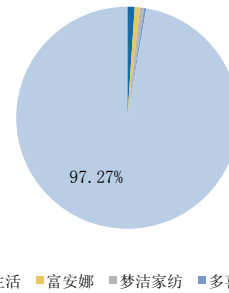
图9：年产值10亿元以上家纺企业占比



■ 年产值10亿元以上 ■ 其余企业

数据来源：中国产业调研网；广发证券发展研究中心

图10：上市家纺公司市占率估算



■ 罗莱生活 ■ 富安娜 ■ 梦洁家纺 ■ 多喜爱 ■ 其他

数据来源：国家统计局；广发证券发展研究中心

我们认为家纺行业现阶段及未来发展的主基调将是产品的推陈出新和业态整合，龙头公司将充分受益于市场集中度提升，从而获得稳健的业绩增长：

首先，传统家纺业务中制约企业提高市场占有率的因素主要是品牌区隔度不强，品牌地理辐射范围有限。我们认为随着消费升级和居民生活、消费理念改变，高品质产品将获得更大市场，品牌产品竞争力更强。龙头家纺企业提升品牌竞争力、拓展市场占有率一方面靠打造极致产品、营造极致消费体验，另一方面靠提升渠道渗透率，将一二线城市渠道继续下沉，并借消费升级趋势逐渐占领三四线城市市场。

其次，龙头企业更有实力做产品升级，提升消费者购买频次打开家纺行业需求空间。消费频次主要可以拆解为转化率和复购率。我们认为传统家纺转化率、复购率相对偏低主要是因为家纺产品耐用，某些产品单价较高，而品牌商SKU较少，业务种类单一，主动刺激消费能力有待提升。未来龙头企业可以通过四种方式提升用户消费频次：1) 产品多元化，扩充家居相关品类，在主要家纺产品外添置更多生活易耗品。2) 业务延伸，横向拓展家居相关业务，使家纺消费与其他业务之间产生协同作用，刺激消费。3) 终端渠道改造，打造极致购物体验，通过消费服务增强客户粘性。4) 推出定制化、智能化产品，提升消费者对产品的关注频次，而且这些产品本身更新换代就很快。

二、受益于消费升级，定制家具行业高速增长

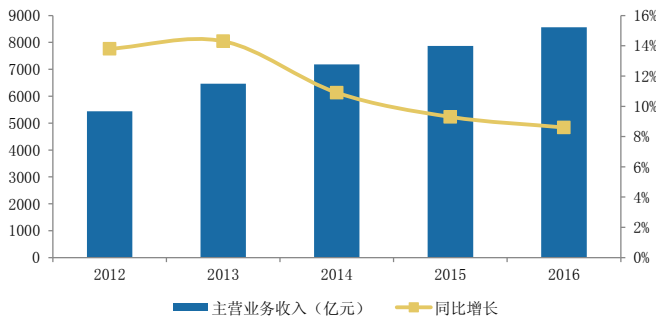
1、家具行业未来将维持稳定增长

2010年之前，我国经济高速增长，城镇化、工业化、信息化迅猛发展，有力地推动了家具行业的发展。近年来，随着经济增速下滑，房地产开发景气度下降，传统家具行业告别高速增长阶段，增速趋于平稳。不过国内家具行业的整体规模庞大，据统计，2016年国内家具行业的营收规模达到8560亿元，而且仍然保持8.6%增速。

近年来，国内家具产品的消费者结构和选择偏好也渐渐发生改变，这将影响到整个行业的内在增长逻辑。从2010年到2014年，以90后为代表的年轻消费者占比持续提升。

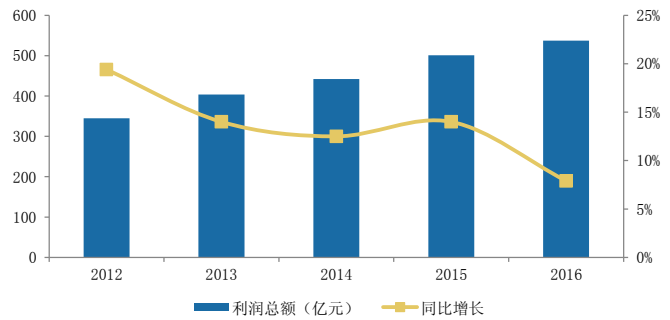
高，这部分人更加追求个性化，追求生活品质。而通过泰一舆情在2015年对消费者的跟踪统计数据可以发现，目前家具产品的消费者对优质品牌和功能的需求非常强烈，这也呼应了消费者年龄层次的渐变。我们认为在未来，品质优良、功能先进的品牌家具将会充分受益于消费升级，获得更快的增长速度。

图11: 中国家具行业主营收入



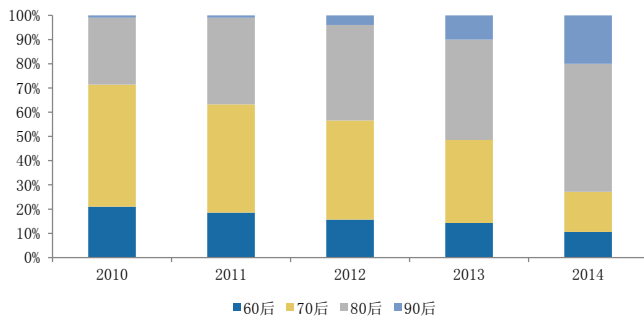
数据来源: 中商产业研究院; 广发证券发展研究中心

图12: 中国家具行业利润总额



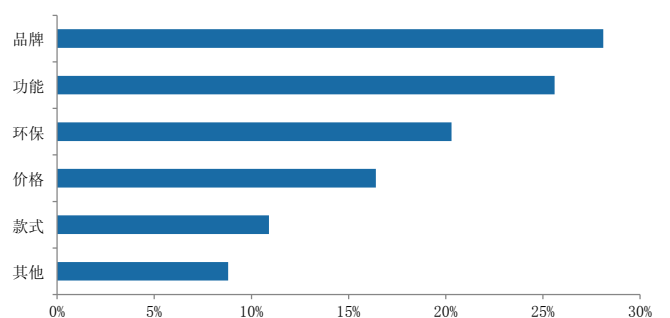
数据来源: 中商产业研究院; 广发证券发展研究中心

图13: 家具产品购买人群年龄层次变化



数据来源: 泰一舆情; 广发证券发展研究中心

图14: 家具产品购买影响因素



数据来源: 泰一舆情; 广发证券发展研究中心

我们认为家具行业未来仍然能保持稳定增长，主要是基于：

- 1) 二胎政策放开，中长期将出现大规模住房改善性需求，这一需求将刺激消费者对家具产品的购买。
- 2) 消费升级、城镇化率提高是家具消费核心驱动力。随着居民财富积累，体现生活品质的家具类消费将得到重视。
- 3) 短期来看，前期房地产市场阶段性火爆将给未来一年家具消费市场注入活力，而未来3-5年正式1988-1995年出生人群结婚高峰期，适婚人口增加也利好家具消费

2、消费升级趋势下，定制家具渗透率持续提升

不同于传统家具，定制家具业务起步较晚，但是最近几年定制家具行业一直保持着

高增速，其在家具消费市场的渗透率也在不断提高。我们认为定制家具一方面符合现在的消费趋势，比传统家具更能满足现代消费者的需求；另一方面，定制家具也满足传统家具企业业务升级的需要。在需求和供给两端的共同驱动下，定制家具渗透率持续提升是行业发展的大趋势。

对于消费者来说，定制家具主要有以下优势：

- 1) 消费者直接参与设计, 掌控自己生活, 这一点迎合了新时代消费者个性化的需求。而且随着消费者受教育程度越高、收入越高，其对生活的品味要求也越高，定制家具未来优势将被放大。
- 2) 定制为消费者节省精力，产品使用效果更好。传统家具都是靠消费者自己单件挑选，选择匹配难度大，花费很大精力，且产品风格不易统一，达不到最佳的家具布置效果。而定制家具由专业顾问站在全局角度整合，能实现最佳布置效果。
- 3) 定制家具能够提高房屋利用率，减少空间损耗，目前单位面积房价持续走高，住宅可用空间非常宝贵，充分利用室内空间是定制家具的巨大优势。

以上定制家具的优势确实对消费者的购买行为发挥了巨大的影响，据媒体调查显示，62.9%的消费者倾向于尝试全屋定制家具。

表 1：各类型家具优劣势对比

项目	手工家具		成品家具	定制家具
	现场手工制作	高档手工制作		
主要优势	1、尺寸贴切、空间利用率高； 2、个性化设计； 3、价格较低；	1、尺寸贴切、空间利用率高； 2、个性化设计； 3、材料高档、做工精美；	1、形式美观、多种材质可选； 2、标准化产品、即买即用； 3、价格稍低；	1、尺寸贴切、空间利用率高； 2、工厂生产、安装便捷； 3、整体款式、风格统一； 4、款式新颖、潮流
主要劣势	1、质量不稳定； 2、欠缺美观； 3、一般需油漆，材料存环保隐患；	1、价格较高	1、空间利用率低； 2、风格、尺寸等较难自由选择；	1、生产周期较长； 2、价格稍高； 3、难以规模化生产；

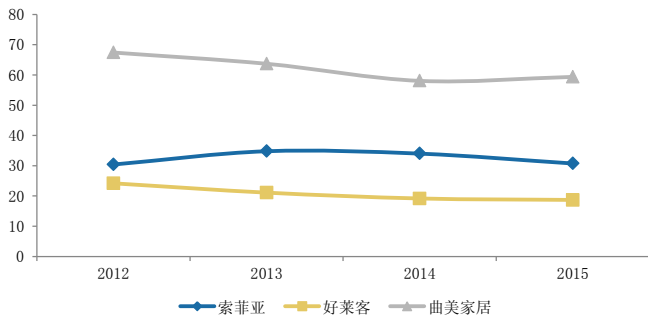
数据来源：尚品宅配招股书；广发证券发展研究中心

对于家具企业来说，定制家具的优势在于：

对于家具企业来说，定制家具业务可以实现对市场需求的快速反应，降低企业的库存压力，提升企业的运营效率，有利于企业的长远发展。

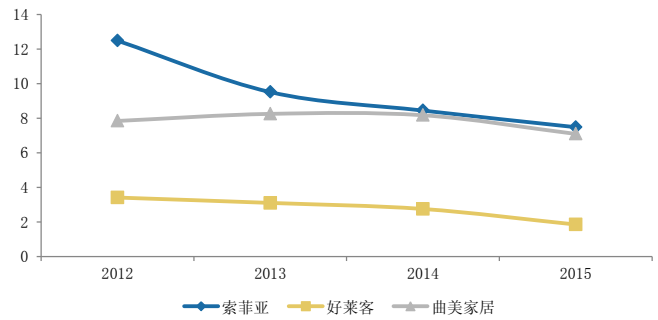
通过对比不同类型的家具企业（索菲亚和好莱客以定制家具业务为主，曲美家居以成品家具为主），定制家具企业的存货周转效率更高，而应收账款周转效率随着业务规模的扩大，有很明显的提升趋势。

图15: 不同类型家具企业存货周转天数



数据来源: 公司定期财务报告; 广发证券发展研究中心

图16: 不同类型家具企业应收账款周转天数



数据来源: 公司定期财务报告; 广发证券发展研究中心

我们认为定制家具在家具行业中的渗透率将持续提升, 行业仍将维持高速增长, 这主要是基于:

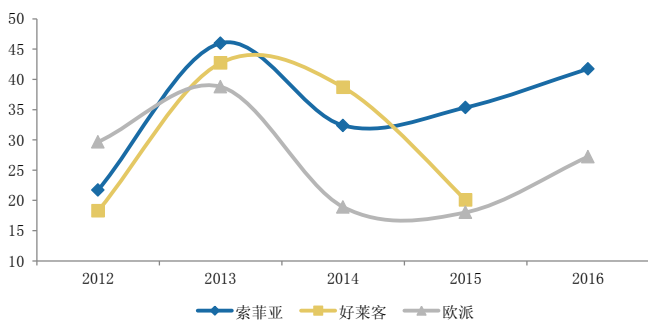
1) 如上文分析, 定制家具符合现代消费趋势, 也符合企业战略升级的需要, 将成为市场消费的主流。与国外相比, 我国定制家具渗透率还非常低, 仅约20%左右, 而欧美市场定制家具渗透率已经接近70%。

2) 我国房地产市场未来将全面进入存量房时代, 目前一线城市已经进入存量房时代。深圳和北京存量房销售面积占比已经超过55%, 而上海存量房销售占比已经超过60%。长期来看, 新房开发空间有限, 存量房交易成为主流趋势不可逆。而新房在家具购置的时候受装修公司影响较大, 选择定制家具的比例较低。而存量房翻新的时候主要由消费者自行选择, 相对更倾向于全屋定制。

我们预计未来5年中国家具行业以年均8%的增速稳健增长, 到2021年, 整体家具行业市场规模达到12577亿元, 而定制家具的渗透率由现在的20%提升至35%, 即市场规模由1712亿元提升至4402亿元, 年均复合增速达到20.79%。

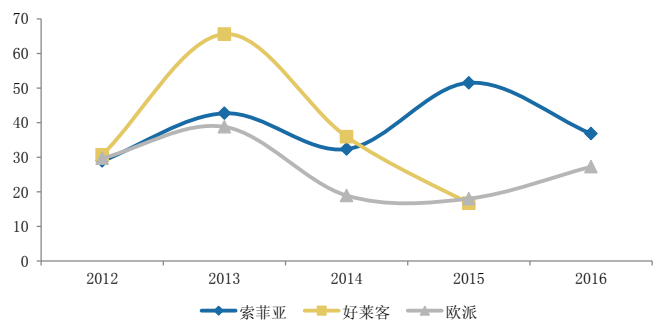
与行业高速增长相印证的是, 过去5年, 索菲亚、好莱客、欧派等定制家具代表性企业充分享受行业红利, 在良好的市场环境下快速扩张渠道, 营业收入和净利润都保持了非常高的增速。

图17: 定制家具企业营收维持高增速



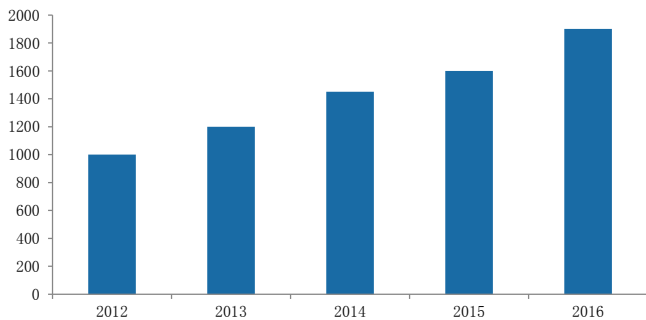
数据来源: 公司定期财务报告; 广发证券发展研究中心

图18: 定制家具企业净利润维持高增速



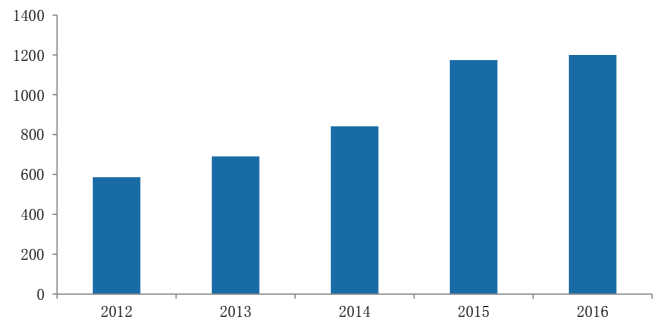
数据来源: 公司定期财务报告; 广发证券发展研究中心

图19: 索菲亚经销门店数量



数据来源: 公司定期财务报告; 广发证券发展研究中心

图20: 好莱客经销门店数量



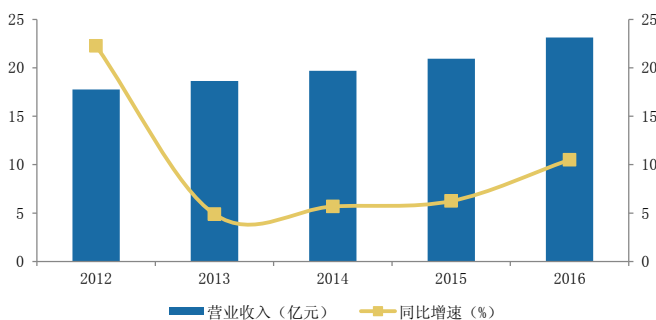
数据来源: 公司定期财务报告; 广发证券发展研究中心

三、公司全屋定制业务推进顺利, 17年销售有望放量

1、公司顺应行业发展趋势, 推出定制家具业务

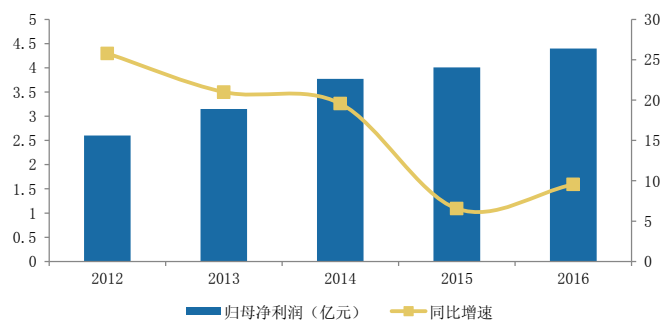
公司成立于1994年, 专注于家纺产品的研发、设计、生产、营销和物流, 是国内领先的家纺企业。在20年多的发展历程中, 公司打造了“富安娜”、“馨而乐”、“维莎”、“圣之花”、“酷奇智”等五大品牌, 定位于不同风格, 满足不同消费者差异化需求。公司以“原创设计、创新发展”为核心竞争力, 设计风格独具一格, 每年推出新款花型100多种、新产品400多款, 现拥有各种花型和款式3000多种, 产品5000多款, 在国内家纺市场上处于领先地位。

图21: 公司近年营业收入情况



数据来源: 公司公告; 广发证券发展研究中心

图22: 公司近年净利润情况



数据来源: 公司公告; 广发证券发展研究中心

近年来, 公司家纺业务增速有所下滑, 面对经济和行业发展新趋势, 公司提出了下一个黄金十年的“二次创业”规划和发展战略, 依托20多年沉淀下来的人才优势, 渠道网络优势、品牌优势、资金优势, 紧紧抓住“C2B模式定制家具”集成智慧大家居等新的商业机会, 全面启动了整体家居战略, 以打开新的发展空间。

图23: 富安娜全屋定制业务



数据来源: 公司官网; 广发证券发展研究中心

“整体大家居”项目是公司未来10年的重点战略项目，将为中国城市白领精英群体提供艺术化全屋定制的家居解决方案。产品涵盖衣柜、橱柜、家具、寝具、墙纸、瓷砖及配套软装。消费者通过线上或线下预约下单，提出个性化要求，在公司顾问的指导下，为消费者提供全屋定制。生产方面将引进全球最领先的德国豪迈全自动生产系统，在龙华、常熟、南充布局三条生产线，并采用自主研发的数码印花技术。

图24: 富安娜定制流程



数据来源: 公司官网; 广发证券发展研究中心

图25: 智能新美家



数据来源: 公司官网; 广发证券发展研究中心

2、产品定位于中等收入人群，以设计打造差异化竞争力

公司定制产品拥有准确定位，目标客群是中等收入的城市白领精英群体。这部分人群购买力有保障，且追求生活品质，由于知识水平高，对产品也有自己的理解，更愿意尝试参与到产品设计中。

公司产品定位介于索菲亚和美克美家之间，强调产品品质和调性，价格处于中高端水平。这与公司原有家纺主业的定位相一致，在业务协同上存在优势，也填补了家

具市场这一价格带的空缺。

表2: 家具品牌市场定位

公司名称	LOGO	产品类别	客单价
索菲亚		定制衣柜、橱柜及其他 定制家居产品	2万
美克美家		知名高端家具	8-10万
富安娜		衣柜、橱柜等全屋定制	—

数据来源: 网络公开资料, 广发证券发展研究中心

公司在家纺行业积淀20年, 产品也色彩、花型、设计闻名。对家居生活类产品的设计理念是公司未来的核心竞争力。目前家具市场上同质化竞争较为严重, 缺乏强有力的品牌抢占市场份额。公司未来仍将以设计为重, 产品定位于中高端, 通过设计打出品牌的差异化竞争力。公司将充分发挥跨界设计的优势, 充分调动原有业务资源。公司目前拥有设计师约100人, 能够不断推出新的设计款式, 保证产品快速更新换代。

公司采用的数码印刷技术领先于同行, 保障了艺术设计的完美呈现。先要将板材砂光、砂平, 再做底漆、再数码印刷、然后喷淋、风干, 最后生产出来的产品很好地融合了色彩、艺术和科技, 具有生活品味。

图26: 富安娜定制家具设计样品



数据来源: 公司官网; 广发证券发展研究中心

图27: 富安娜家纺设计样品



数据来源: 公司官网; 广发证券发展研究中心

3、定制家具业务稳步推进, 期待 17 年销售放量 公司稳步布局定制家具销售渠道:

1) 公司将采取直营与加盟相结合的方式推广, 其中在一线城市将主要开设大型旗舰店, 公司自己掌控终端, 要树立品牌形象, 提升消费者购物体验, 将直营店做成公司的展示窗口。在旗舰店周边区域和二三线城市预计仍会与加盟商合作开拓市场,

充分发挥当地加盟商对市场的熟悉优势，以便公司产品迅速占领市场。在加盟商的选择方面，公司不会沿用家纺主业的原有加盟商，因为家纺和定制家具业务仍存一定差异。公司将先从直营入手，从深圳开始，充分进行经营试验后再以加盟方式大范围推广。

2)除了传统的直营与加盟模式外，公司还将与一些设计师、楼盘开发商合作，打造样板房，通过楼盘销售或其他营销途径向消费者充分展示全屋定制效果，针对业主进行精准营销，让潜在客户真实体验产品魅力，以达到宣传引流作用。此外，公司还将搭建“富安娜生活馆”网上平台，将线上线下联动，采用O2O模式进行销售推广。

公司生产供应端蓄势待发：

公司在生产线筹备、工厂建设方面公司做了大量前期准备，且相关产品样品已经生产出来。目前公司从德国外购了三条国际领先的定制家具生产线，分别建设在深圳龙华、江苏常熟和四川南充。目前龙华生产线已经调试完毕，并开始试生产，后续常熟、南充等生产线也会按规划投产。整体而言，公司产能保障充足，为未来发展提供强有力支持。

初期运营符合预期，17年招商值得期待：

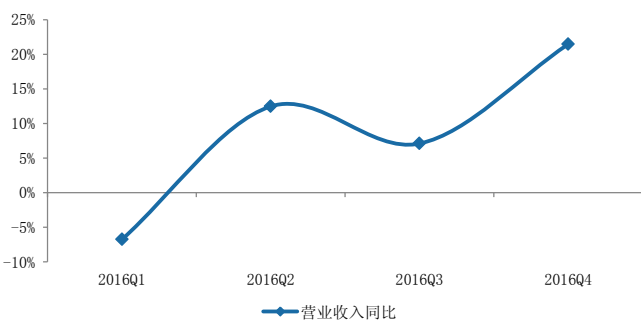
目前深圳地区的富安娜·家全球1号旗舰店已于16年下半年开业运营，我们预计16年定制家具收入达到千万级别，盈利方面因为前期投入较大略有亏损，总体经营情况符合预期。我们预计初期运营将给后续业务扩张起到良好引导作用，公司预计在17年年中开始大规模招商，我们预计招商之后定制家具业务将会快速进入产能释放期，带动公司业绩增长。

四、公司经营稳健，资产质地好

1、公司业绩拐点显现

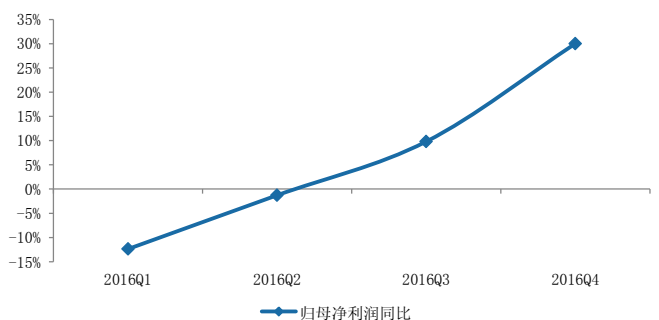
公司16年实现营收23.12亿元，同比+10.50%，实现归母净利润4.40亿元，同比+9.55%。公司主业逐季改善，业绩拐点向上，16Q1-Q4收入同比分别为-6.78%、12.46%、7.09%、21.45%，净利润同比分别为-12.38%、-1.28%、9.8%、30.02%。公司全年业绩略超市场预期，完成了首期限制性股票的解锁条件（16年净利润同比增长6%以上）。

图28：公司16年营业收入呈现逐季改善趋势



数据来源：公司公告；广发证券发展研究中心

图29：公司16年净利润呈现逐季改善趋势



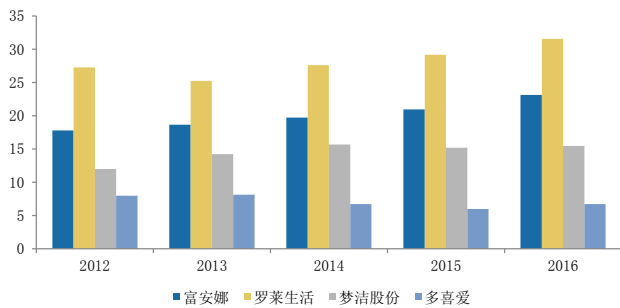
数据来源：公司公告；广发证券发展研究中心

我们认为消费升级、可选消费回暖、地产后周期拉动是业绩改善的客观原因，公司本身电商渠道和线下直营渠道销售业绩明显提升是业绩改善的主观原因，除此之外，理财收益增长和政府补助增加也对业绩改善做出了贡献。未来公司一方面将继续对经销商进行财务考核，对经销商实行末尾淘汰制度，以此提升公司竞争力；另一方面将继续执行开大店计划，提升终端店铺档次。我们预计17年消费升级趋势延续，公司主业仍保持稳定增长。

2、公司经营稳健，盈利能力强

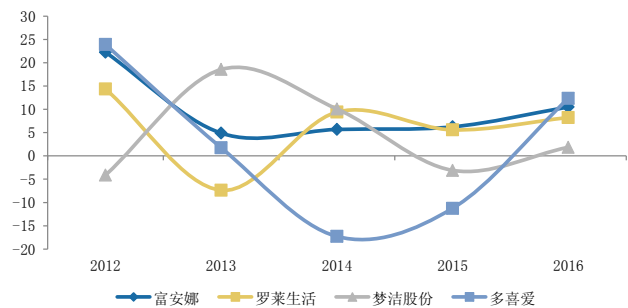
从公司过往的经营业绩可以看出，公司的经营非常稳健，在行业整体环境比较低迷的情况下依旧能保持良好的增长势头，过去5年公司的营收增速和净利润增速从来没有出现负值，是上市家纺公司中的唯一。而且公司过去5年无论是平均增速，还是业绩的稳定性都优于同类家纺公司。这显示了公司具备强大的管理软实力，在市场竞争中享有较强的产品、品牌竞争力。

图30: 家纺公司营业收入 (亿元) 对比



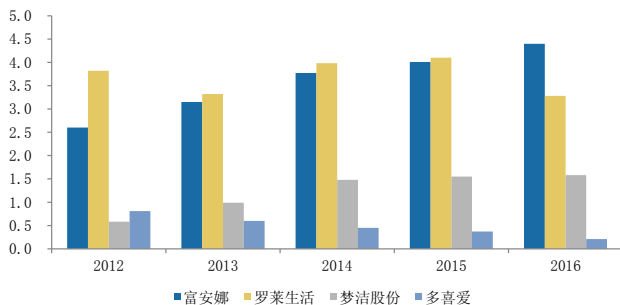
数据来源: Wind; 广发证券发展研究中心

图31: 家纺公司营收增速 (%) 对比



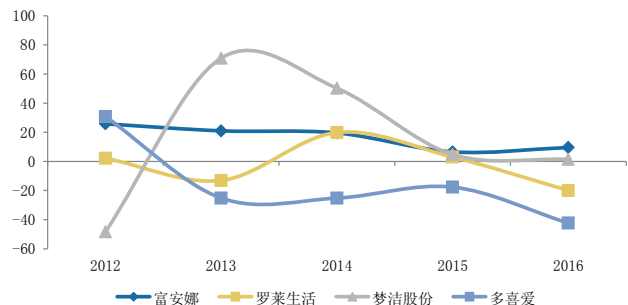
数据来源: Wind; 广发证券发展研究中心

图32: 家纺公司归母净利润 (亿元) 对比



数据来源: Wind; 广发证券发展研究中心

图33: 家纺公司归母净利润增速 (%) 对比

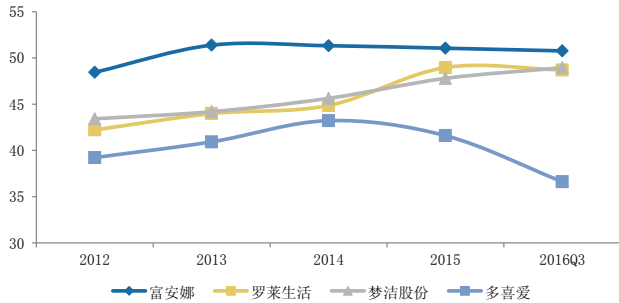


数据来源: Wind; 广发证券发展研究中心

通过与同行业公司的对比，可以发现富安娜的费用管控能力和盈利能力较强，无论是ROE还是毛利率、还是净利率都长期高于同行业公司。另一方面，公司的资产负

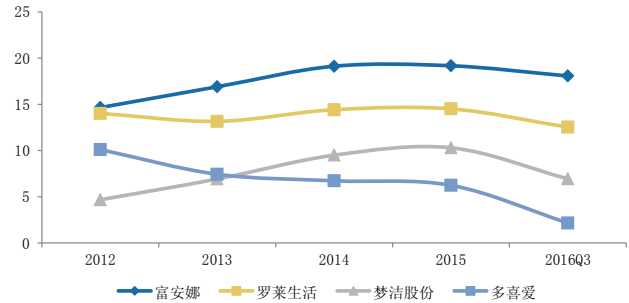
债率比较低，资产质地好，未来仍有加杠杆融资的空间，促进公司新业务快速发展提供强有力支持。

图34: 家纺公司毛利率对比



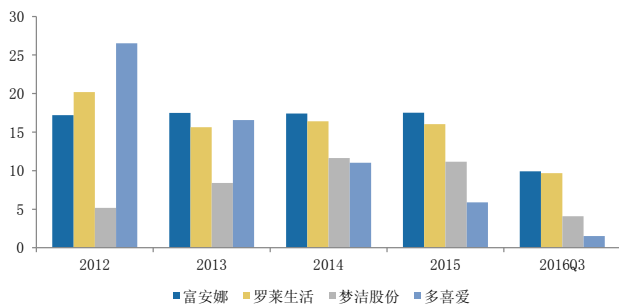
数据来源: Wind; 广发证券发展研究中心

图35: 家纺公司净利率对比



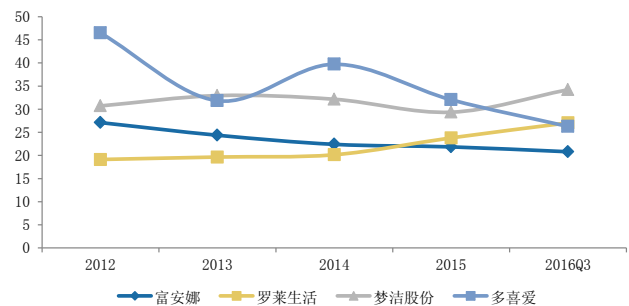
数据来源: Wind; 广发证券发展研究中心

图36: 家纺公司ROE对比



数据来源: Wind; 广发证券发展研究中心

图37: 家纺公司资产负债率对比



数据来源: Wind; 广发证券发展研究中心

3、公司账上资金充沛，为业务发展提供有力支持

以2016年3季报为准，公司账上货币资金加上其他流动资产9.39亿元（其中货币资金3.93亿元，其他流动资产5.46亿元基本为银行理财产品），而同期公司资产负债率仅为20.80%，且2016年三季报显示，公司没有短期银行借款及长期银行借款。公司账上资金充沛，将为业务发展提供较强支持。

五、公司激励充分，彰显长期发展信心

2016年12月31日，公司拟向283名激励对象（含2名董监高）授予2250万份限制性股票，占总股本的2.64%，其中首次授予1800万股，预留限制性股票450万股，授予价格为4.59元/股，本计划授予的限制性股票自授予完成之日起满一年后，激励对象可在未来3年内按30%、30%、40%的比例解锁。解锁条件为以2016年营业收入为基数，17-19年各年度的营业收入增长率分别不低于3.00%、6.09%、9.27%。截至

2017年3月8日，本次限制性股票授予工作已完成（实际授予对象267人，授予限制性股票数量1740.26万股）。公司近期持续推出股权激励计划，且激励计划覆盖员工范围广，授予股票数量多，充分调动员工积极性，体现公司长远发展信心。

2016年2月2日，公司公告拟向559名激励对象（含2名董监高）授予限制性股票2000万股，占总股本的2.40%，授予价格4.8元/股。改部分限制性股票自授予日起满一年后，可在未来4年内按10%、20%、30%、40%比例解锁，解锁条件为以2015年业绩为基准，16-19年营业收入增速分别不低于3.00%、6.09%、9.27%、12.55%。该限制性股票解锁期长，前期解锁比例低，后期解锁比例高，长期激励作用明显。

2016年1月5日，公司公告完成股票回购计划，公司实际回购股份共2638万股，占总股本3.06%，成交均价11.37元/股。彰显公司对未来的发展信心。

2015年9月8日，公司公告拟实施员工持股计划，参与人数不超过500人，员工以自有资金4000万元加上控股股东林国芳提供的16000万元借款购买股票。16年3月10日完成购买计划，共买入1786.92万股，购买均价为10.93元/股。该计划是行业中唯一存续期4年、锁定期3年的员工持股计划，彰显公司与员工共同创业的决心。

表 3：公司限制性股票激励计划概览（仍在进行）

激励计划	剩余解锁期	解锁日期	解锁比例	解锁条件	
				加权平均净资产收益率	净利润增长率
2014 首期限制性股票激励计划	第三解锁期	2017.5.15	25%	13.50%	2016 年净利润增长 35%（相较于 2013 年）
	第四解锁期	2018.5.15	25%	14%	2017 年净利润增长 42%（相较于 2013 年）
2016 第二期限限制性股票激励计划	第一解锁期	2017.3.10	10%	—	2016 年营收增长率不低于 3%（相较于 2015 年）
	第二解锁期	2018.3.10	20%	—	2017 年营收增长率不低于 6.09%（相较于 2015 年）
	第三解锁期	2019.3.10	30%	—	2018 年营收增长率不低于 9.27%（相较于 2015 年）
	第四解锁期	2020.3.10	40%	—	2019 年营收增长率不低于 12.55%（相较于 2015 年）
2016 第三期限限制性股票激励计划	第一解锁期	2018.1.23	30%	—	2017 年营收增长率不低于 3%（相较于 2016 年）
	第二解锁期	2019.1.23	30%	—	2018 年营收增长率不低于 6.09%（相较于 2016 年）
	第三解锁期	2020.1.23	40%	—	2019 年营收增长率不低于 9.27%（相较于 2016 年）

数据来源：公司公告；广发证券发展研究中心

六、盈利预测与投资评级

我们对公司的盈利作如下假设：

1) 公司套件类产品收入16-18年预计分别为12.23亿、12.48亿、12.85亿，每年增长3%，公司被芯类产品收入16-18年预计分别为7.48亿、7.77亿、8.32亿，每年增长7%，公司枕芯类产品收入16-18年预计分别为1.44亿、1.47亿、1.50亿，每年增长2%。以上预测主要基于各类别产品历史增速情况，以及公司渠道调整接近完成，未来家纺主业有望稳定发展。

2) 公司家纺主业毛利率16-18年预计分别为52.05%、53.05%、54.05%，每年增加1个百分点，主要是基于公司直营比例持续提升。

3) 公司定制家具毛利率17-18年预计为38%、38%，主要基于可比公司好莱客2015年的定制业务情况。

4) 公司销售费用率16-18年预计为23.47%、22.28%、20.62%，主要基于可比公司好莱客2015年的销售费用率，随着定制家具业务的放量，会拉低原有业务的销售费用率。

5) 公司管理费用率16-18年预计为4.53%、4.69%、4.90%，主要基于可比公司好莱客2015年的管理费用率，随着定制家具业务的放量，会拉高原有业务的管理费用率。

6) 公司未来三年所得税率分别为21.90%、21.90%、24.00%，主要基于西藏子公司15-17年享受税收优惠，以及定制家具新业务放量后会拉高所得税率。

我们预计公司2016年至2018年每股收益分别为0.51元、0.59元和0.72元，目前股价对应2017年市盈率仅16倍，低于可比公司平均34倍估值，维持公司“买入”评级。

表 4: 可比公司

公司	代码	最新价格(元)		每股收益(元)			市盈率			
		2017/3/17	2015A	2016E	2017E	2018E	2015A	2016E	2017E	2018E
梦洁股份	002397.SZ	8.72	0.23	0.24	0.27	0.3	45.37	36.11	32.72	29.18
罗莱生活	002293.SZ	13.28	0.58	0.54	0.61	0.69	28.75	24.58	21.94	19.31
多喜爱	002761.SZ	50.07	0.35	0.19	0.23	0.25	149.89	266.19	217.98	203.29
索菲亚	002572.SZ	68.10	1.04	1.48	1.93	2.59	46.98	42.28	35.3	26.27
	最大值						149.89	266.19	217.98	203.29
	最小值						28.75	24.58	21.94	19.31
	平均数						67.75	92.29	76.99	69.51
	调整后平均						46.18	39.20	34.01	27.73

数据来源: Wind; 广发证券发展研究中心

七、风险提示

1、宏观经济不景气

如果宏观经济持续低迷，会影响到终端消费，尤其是家纺和家具消费都有耐用品消费的属性，受宏观经济影响较大。经济如果遇到重大不利冲击的话，公司主营业务有可能受到较大影响。

2、市场竞争风险

目前家纺行业竞争激烈，产品同质化问题尚未得到完全解决，在激烈的市场竞争中，公司库存压力可能加重，可能被动陷于价格战，从而影响公司的盈利能力。

3、新业务拓展风险

公司历时三年筹划定制家具业务，并制定了中长期发展战略，但是进入一个新行业

有可能遇到外延拓展的风险。对于行业的误判，以及对新业务的不熟悉可能让公司在后续经营中承担失败风险。此外，新业务的拓展需要前期投入大量的精力和资金，有可能影响到原有主业的健康发展。

资产负债表

单位: 百万元

至12月31日	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
流动资产	1,982	1,745	1,940	2,183	2,718
货币资金	965	748	685	772	966
应收及预付	129	253	219	258	340
存货	531	534	592	709	968
其他流动资产	357	211	444	444	444
非流动资产	808	1,182	1,471	1,772	2,024
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	432	495	626	767	860
在建工程	242	224	359	494	629
无形资产	84	82	109	134	158
其他长期资产	49	380	377	377	377
资产总计	2,790	2,928	3,411	3,955	4,743
流动负债	606	611	737	874	1,164
短期借款	0	0	0	0	0
应付及预收	604	610	735	873	1,162
其他流动负债	2	2	1	1	1
非流动负债	19	29	28	28	28
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	19	29	28	28	28
负债合计	625	640	765	902	1,192
股本	428	860	869	869	869
资本公积	519	141	141	141	141
留存收益	1,268	1,626	1,975	2,382	2,880
归属母公司股东权	2,165	2,288	2,646	3,053	3,551
少数股东权益	0	0	0	0	0
负债和股东权益	2,790	2,928	3,411	3,955	4,743

现金流量表

单位: 百万元

至12月31日	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
经营活动现金流	436	291	268	527	618
净利润	377	401	440	512	626
折旧摊销	42	45	54	71	88
营运资金变动	33	-137	-206	-44	-94
其它	-16	-18	-19	-13	-2
投资活动现金流	-224	-245	-309	-350	-318
资本支出	-171	-189	-321	-362	-330
投资变动	-53	-56	12	12	12
其他	0	0	0	0	0
筹资活动现金流	38	-260	-21	-91	-105
银行借款	0	0	0	0	0
债券融资	0	0	0	0	0
股权融资	67	56	9	0	0
其他	-29	-317	-30	-91	-105
现金净增加额	250	-215	-63	86	195
期初现金余额	703	965	748	685	772
期末现金余额	953	750	685	772	966

主要财务比率

至12月31日	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
成长能力(%)					
营业收入增长	5.7%	6.2%	10.5%	17.6%	31.1%
营业利润增长	18.0%	-0.9%	13.0%	18.8%	26.0%
归属母公司净利润增长	19.6%	6.6%	9.6%	16.6%	22.2%
获利能力(%)					
毛利率	51.3%	51.1%	52.1%	51.1%	49.1%
净利率	19.1%	19.2%	19.0%	18.8%	17.6%
ROE	17.4%	17.5%	16.6%	16.8%	17.6%
ROIC	29.8%	28.5%	23.9%	23.8%	25.8%
偿债能力					
资产负债率(%)	22.4%	21.8%	22.4%	22.8%	25.1%
净负债比率	-44.6%	-32.7%	-25.9%	-25.3%	-27.2%
流动比率	3.27	2.86	2.63	2.50	2.34
速动比率	2.36	1.94	1.79	1.65	1.46
营运能力					
总资产周转率	0.76	0.73	0.73	0.74	0.82
应收账款周转率	26.37	14.65	14.65	14.65	14.65
存货周转率	1.72	1.87	1.87	1.87	1.87
每股指标(元)					
每股收益	0.88	0.47	0.51	0.59	0.72
每股经营现金流	1.02	0.34	0.31	0.61	0.71
每股净资产	5.06	2.66	3.04	3.51	4.09
估值比率					
P/E	15.2	25.8	18.6	15.9	13.0
P/B	2.6	4.5	3.1	2.7	2.3
EV/EBITDA	9.4	19.0	12.8	10.6	8.1

利润表

单位: 百万元

至12月31日	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	1970	2093	2312	2720	3564
营业成本	959	1024	1109	1330	1814
营业税金及附加	22	23	26	30	39
销售费用	443	491	543	606	735
管理费用	80	95	105	128	175
财务费用	-8	-17	-14	-17	-21
资产减值损失	6	14	14	10	20
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	17	18	12	12	12
营业利润	485	481	543	646	814
营业外收入	7	11	20	11	11
营业外支出	2	1	1	1	1
利润总额	491	491	563	656	824
所得税	114	90	123	144	198
净利润	377	401	440	512	626
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	377	401	440	512	626
EBITDA	508	505	584	698	889
EPS(元)	0.88	0.47	0.51	0.59	0.72

广发纺织服装行业研究小组

- 糜韩杰：首席分析师，复旦大学经济学硕士，2016年进入广发证券发展研究中心。
胡翔宇：联系人，南洋理工大学工程学学士，3年证券从业经历，2016年进入广发证券发展研究中心。
张萌：联系人，上海财经大学数量经济学硕士，2016年进入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
谨慎增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市
地址	广州市天河区林和西路9号耀中广场A座1401	深圳福田区益田路6001号太平金融大厦31楼	北京市西城区月坛北街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区富城路99号震旦大厦18楼
邮政编码	510620	518000	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线				

免责声明

广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。
本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。
广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。
本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。