

## 具备区域优势的男装品牌

## 希努尔 (002485)

合理价值范围: 21.0-24.5 元

新股研究

2010 年 9 月 20 日 星期一

## 投资要点

消费品小组

张先萍

021-50586660-8633

zxp@longone.com.cn

证书编号: S0630207110042

联系人: 丰靖

021-50586660-8672

fengjing@longone.com.cn

## 重要数据

发行股数 (万股) 5,000

发行日期 2010/09/27

申购资金解冻时间 2010/09/30

主承销商 光大证券

□ 北方知名男装品牌, 西服销量上市公司中排名第二。希努尔男装股份有限公司集中高档西服、衬衫和服饰产品的研发、制造及销售于一体, 主要销售希努尔品牌系列男士服装, 是北方知名品牌, 拥有 569 家加盟店, 18 家直营店, 在山东、河北、河南、山西四省男装市场占有率位于第一位。

□ 专注男装细分市场、品牌区域优势明显、差异化销售策略和全国最大的男士正装生产基地是公司的核心竞争力。希努尔男装专注于中高档男士服装领域, 在北方建立了较为强势的品牌形象; 终生免费干洗等差异化营销策略符合品牌定位, 为公司在客户中赢得了良好口碑; 全国最大的男正装生产基地为希努尔带来了同业无可比拟的成本优势和快速订单反应能力, 规模化效应亦提高了生产效率和产品质量。

□ 渠道拓展、直营占比提高推动毛利率提升是公司未来的利润增长来源。

□ 盈利预测与估值: 我们预计公司 2010 年-2012 年 EPS 为 0.70、1.01、1.31 元。目前服装公司动态市盈率一般在 30-35 倍之间, 综合考虑公司行业内地位, 对应公司 2010 年业绩, 合理价值区间为 21.0-24.5 元。

□ 风险提示: 公司近两年销售收入负增长, 同时门店平效远低于七匹狼、报喜鸟。因此即使考虑到金融危机影响导致外贸订单下滑, 从而影响公司销售收入, 也需要重视原有门店管理和升级。未来门店拓展中存在管理风险, 是否能实现项目预期。

## 目录

|                                     |   |
|-------------------------------------|---|
| 1. 公司概况.....                        | 3 |
| 2. 三大竞争优势助力公司业绩增长.....              | 4 |
| 2.1 专注男装细分市场，品牌区域优势明显 .....         | 4 |
| 2.2 销售策略独特，提升品牌忠诚度.....             | 5 |
| 2.3 全国最大的男士正装生产基地，规模优势明显.....       | 6 |
| 3. 各项指标位于男装品牌前列，但与报喜鸟、雅戈尔比尚有差距..... | 6 |
| 4. 募集资金项目分析.....                    | 7 |
| 5. 盈利预测与估值.....                     | 8 |
| 6. 风险提示.....                        | 9 |

## 图形目录

|                      |   |
|----------------------|---|
| 图 1 公司门店和产品展示 .....  | 3 |
| 图 2 公司股权结构关系图 .....  | 4 |
| 图 3 公司收入构成 .....     | 4 |
| 图 4 公司渠道数量 .....     | 4 |
| 图 5 公司门店主要分布在北方..... | 5 |

## 表格目录

|                         |   |
|-------------------------|---|
| 表 1 营销策略 .....          | 5 |
| 表 2 同业销售方式分析 .....      | 7 |
| 表 3 同业 09 年财务数据比较 ..... | 7 |
| 表 4 募集资金投入时间进度 .....    | 8 |
| 表 5 盈利预测 .....          | 8 |
| 表 6 PE 估值 .....         | 9 |

## 1. 公司概况

希努尔男装股份有限公司成立于2003年，是集中高档西服、衬衫和服饰产品的研发、制造及销售于一体，以自制生产为主、委托加工为辅，主要销售希努尔品牌系列男士服装，拥有“希努尔SINOER”、“新郎·希努尔”、“新郎+XINLANG”三个中国商标，致力于成为一家具有国际知名品牌的男装企业。

公司总部位于山东，是北方知名品牌，拥有569家加盟店，18家直营店，主要集中在北方。希努尔男装在山东、河北、河南、山西四省男装市场占有率位于第一位，2009年西服产品销售额在国内男装上市公司中排名第二。

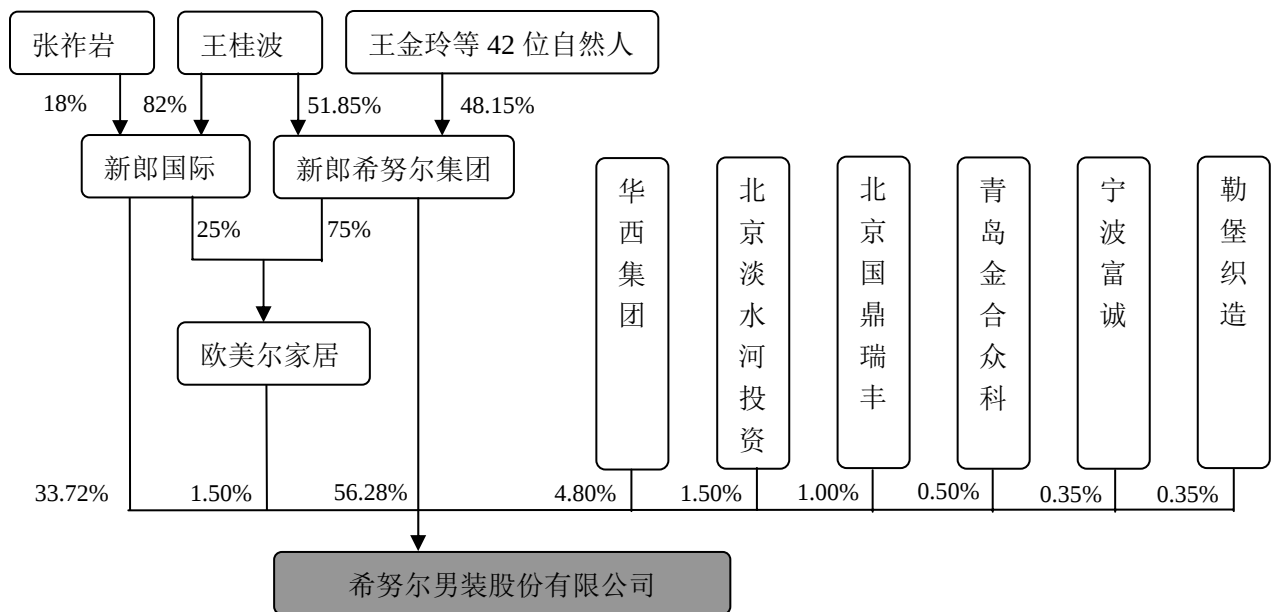
图 1 公司门店和产品展示



资料来源：公司网站

新郎希努尔集团持有公司 56.28%股份，为公司控股股东。新郎希努尔控股股东为王桂波先生（持有 51.85%股权），是以服装、家居经营制造为主，集房地产开发、酒店、国际贸易等一体化的大型企业；王桂波先生还通过新郎国际公司、欧美尔家居持有 35.22%股份，因此王桂波先生为公司实际控制人。

图 2 公司股权结构关系图



资料来源：招股说明书

## 2. 三大竞争优势助力公司业绩增长

### 2.1 专注男装细分市场，品牌区域优势明显

**专注男西装细分市场。**公司专注于中档男士服装研发、生产及销售，主营希努尔男装品牌，西装产品占其主营业务收入的 77%，主营业务突出，销售额位居男装上市公司第二名。

图 3 公司收入构成

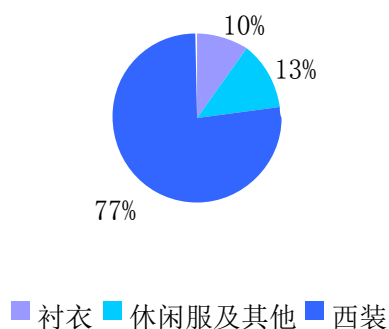
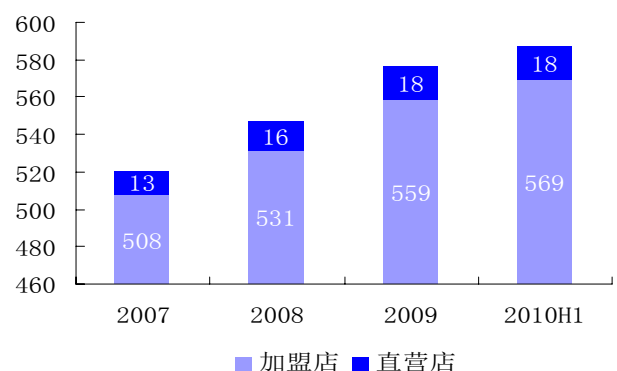


图 4 公司渠道数量



资料来源：公司招股说明书、东海证券研究所

**品牌的区域优势十分明显。**公司目前拥有 569 家特许加盟店和 18 家直营店，主要居于北方地区，希努尔男装在山东、河北、河南、山西四省男装市场占有率位于第一位，分别为 43%、25%、22% 和 16%，在这些地方的二、三线城市建立

了较为强势的品牌形象，品牌的区域优势十分明显。根据中国服装协会及中国纺织工业协会统计中心联合公布的2008-2009年度中国服装行业竞争力10强企业名单，希努尔男装位列第4位。未来二、三线城市将有更高的富裕人口增速，城镇化速度加快也为这些城市的消费注入强大力量。本次公司募集资金主要用于扩建营销网络，大部分在北方地级市以上城市，必将从中获得巨大收益。

图 5 公司门店主要分布在北方



资料来源：公司招股说明书、东海证券研究所

## 2.2 销售策略独特，提升品牌忠诚度

针对客户个性化的需求和公司数十年来经营服装品牌的经验，希努尔提出了包括终生免费干洗在内的多项特色化营销策略，符合品牌定位，有助于增加客户忠诚度及顾客对品牌的认可度。

“终生免费干洗”是公司在同行业中率先推出的售后服务。与众多品牌西服不同，希努尔西装的“终生免费干洗”，不限地点、不限次数、不限时间。此项项目不仅强化了产品的中高端品牌形象，同时还提供了后续销售的机会和客户真实信息跟踪途径。

表 1 营销策略

| 营销策略   | 特点与优势                                                           |
|--------|-----------------------------------------------------------------|
| 终生免费干洗 | ——通过终生免费干洗及在干洗过程中免费缝补衣扣等细微化服务，获得更多消费者青睐<br>——通过口碑的宣传手段，减少其他营销投入 |

|      |                                                                              |
|------|------------------------------------------------------------------------------|
|      | ——以顾客需求为导向，使消费者获得实实在在的优惠，通过众<br>生免费干洗可以获得更真实可靠的客户信息，有利于公司后续<br>销售及VIP客户档案的建立 |
| 三件套  | ——针对消费者裤子磨损快的特点，通过该策略可以喜迎更多消<br>费者，达到公司产品销售平稳增长                              |
| 以旧换新 | ——提高消费者对希努尔品牌的忠诚度                                                            |
| 量身定做 | ——满足消费者的个性化需求，扩大客户来源，提高公司的销售<br>量                                            |

资料来源：招股说明书

### 2.3 全国最大的男士正装生产基地，规模优势明显

希努尔拥有全国规模最大的男正装生产基地，可以做到快速订单反应和大规模使用先进设备降低生产成本，提高毛利率水平。自有生产基地确保了公司服装的高品质和对成本的控制力。公司生产园区位于山东，劳动力资源丰富，员工稳定性较高，拥有较多熟练工人，生产效率高。园区内引进了国际先进的工艺技术及生产设备，加上十余年的外贸加工及品牌服装生产经验和公司一贯对研发团队的重视，使希努尔在产品设计和服装质量方面居于全国前列。公司的生产工艺已达到国际先进水平，材质等多方面精益求精，高品质的产品是希努尔主要竞争优势之一。

## 3. 各项指标位于男装品牌前列，但与报喜鸟相比尚有差距

希努尔定位为中高端男装，但从目前实际价位上看，更靠近中端。500-1500元价位是国内企业竞争激烈的区间，希努尔还可以在上市品牌西装销售中获得第二名的业绩，说明公司在市场竞争中具有一定品牌销售优势。

从主要市场区域来看，希努尔为北方知名品牌，在北方多省市居西装市场第一，未来进军全国时，必定在华东男装企业激烈竞争之地遇到阻碍，能否顺利进入华东市场并确立相应品牌地位对其未来收入增长具有重要意义。

从销售方式看，希努尔采用了多种渠道互相补充的销售方式，包括终生免费干洗在内的特色化销售策略符合公司中高端定位，让消费者中形成了较高的美誉度。

表 2 同业销售方式分析

| 企业名称 | 红豆                                  | 雅戈尔                                             | 杉杉                        | 报喜鸟                                              | 希努尔                                                                      |
|------|-------------------------------------|-------------------------------------------------|---------------------------|--------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------------|
| 主打价位 | 1000 元以下                            | 1000-2000 元                                     | 1000-2000 元               | 2000-3000 元                                      | 500-1500                                                                 |
| 主要市场 | 华东地区                                | 华东地区                                            | 南方地区                      | 华东、东北地区                                          | 北方地区                                                                     |
| 销售方式 | 利用价格优势进入二、三级市场，使用加盟、直营、商场销售、团购等多种渠道 | 在国内男正装市场居主导地位，市场覆盖面较广，试用加盟、直营、商场、团购、OEM 生产等多种渠道 | 市场覆盖面广，直营网点较多，主要使用加盟和直营渠道 | 针对中高端市场，主要采用加盟、直营渠道，坚持“永远不打折、全国统一价”，实施 CS 顾客满意工程 | 针对中端市场，以加盟店为主要销售渠道，团购与贴牌为有效补充。销售时注重售后服务，提出终身免费干洗、三件套销售、以旧换新、量身定做等特色销售策略。 |

资料来源：各公司网站，东海证券研究所

公司的规模目前在同行业上市公司中偏小，但是与上市公司上市前的生产规模相比处于平均水平；营业收入在 08 年、09 年出现下滑是由于金融危机影响，外贸订单大幅减少造成；毛利率、净利率等低于报喜鸟，但与同业上市公司相比处于一般偏上水平，这主要是因为公司目前以加盟店为主，直营店偏少降低了毛利率。希努尔也将使用募集资金来增加直营店数量。

表 3 同业 09 年财务数据比较

| 名称             | 希努尔   | 七匹狼   | 报喜鸟   | 大杨创世  | 美邦服饰  |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入（亿元）       | 8.50  | 19.87 | 10.92 | 8.72  | 54.51 |
| 每股收益 EPS-基本    | 0.74  | 0.72  | 0.74  | 0.67  | 0.60  |
| 净资产收益率 ROE（平均） | 26.64 | 14.86 | 16.38 | 15.42 | 20.20 |
| 销售净利率          | 13.06 | 10.26 | 16.94 | 12.74 | 11.58 |
| 销售毛利率          | 37.38 | 38.35 | 51.13 | 26.22 | 44.52 |
| 营业费用 / 营业总收入   | 15.73 | 15.23 | 17.65 | 4.55  | 27.80 |
| 管理费用 / 营业总收入   | 5.14  | 7.35  | 11.92 | 5.00  | 4.15  |
| 财务费用 / 营业总收入   | 1.32  | -0.68 | 0.58  | 0.00  | 1.01  |

资料来源：wind，东海证券研究所

## 4. 募集资金项目分析

公司所募集资金主要投向营销网络建设和设计研发中心两个方面，突出了公司未来战略走向以扩张为主。

公司目前门店数量在上市服装公司中相对较少，同时位置也主要处于北方，因此具有广阔的发展潜力和空间。公司拟建设店铺 46 家，其中旗舰店 10 家，主要位于长江以北的省市级城市，起到品牌形象展示等功能；直营店 36 家位于山东省以外、长江以北区域地级城市为主，填补市场空白，扩大销售额。

信息化平台可提高公司管理水平和运作效率、销售网络系统的运行质量及公司对市场的快速反应能力。设计研发中心将进一步加强公司在服装品质和设计方面的竞争力。

我们认为募投项目的实施提高公司毛利率水平和市场份额的拓展，有利于品牌形象建立和增加营业收入。

**表 4 募集资金投入时间进度**

| 序号 | 项目名称       | 投资预算(万元)  | 投资计划 (万元) |          |          | 建设期 |
|----|------------|-----------|-----------|----------|----------|-----|
|    |            |           | 第一年       | 第二年      | 第三年      |     |
| 1  | 营销网络及信息化建设 | 54,489.00 | 50,034.30 | 3,263.78 | 1,190.92 | 1 年 |
| 2  | 设计研发中心     | 5,056.80  | 5,056.80  |          |          | 1 年 |
| 合计 |            | 59,545.80 | 55,091.10 | 3,263.78 | 1,190.92 |     |

注：此处第一年指募集资金后 12 个月

资料来源：招股说明书

## 5. 盈利预测与估值

盈利预测假设：

- 1、假设 10 年/11 年/12 年新开直营店 10/20/16 家。
- 2、假设 10 年/11 年/12 年平均新开加盟店 50 家。
- 3、假设公司产品单价每年提升 5%，成熟门店单店收入增长 10%。
- 4、假设公司实际税率 25%。

**表 5 盈利预测**

|           | 2009   | 2010E   | 2011E   | 2012E   |
|-----------|--------|---------|---------|---------|
| 销售收入（百万元） | 849.82 | 1043.10 | 1231.81 | 1457.96 |
| 增长率%      | -4.31% | 22.7%   | 18.1%   | 18.4%   |
| 毛利率       | 37.3%  | 40.5%   | 43.5%   | 45.7%   |
| 毛利润（百万元）  | 316.91 | 422.35  | 535.29  | 665.69  |
| 销售费用      | 133.66 | 177.33  | 209.41  | 247.85  |
| 销售费用率     | 15.7%  | 17.0%   | 17.0%   | 17.0%   |
| 管理费用      | 43.72  | 54.05   | 63.82   | 75.54   |
| 管理费用率     | 5.1%   | 5.2%    | 5.2%    | 5.2%    |
| 财务费用      | 11.24  | 4.17    | -6.16   | -7.29   |
| 财务费用率     | 1.3%   | 0.4%    | -0.5%   | -0.5%   |
| 营业利润（百万元） | 123.10 | 186.81  | 268.22  | 349.58  |
| 营业外收入     | 0.02   | 0.00    | 0.00    | 0.00    |

|           |        |        |        |        |
|-----------|--------|--------|--------|--------|
| 营业外支出     | 0.10   | 0.00   | 0.00   | 0.00   |
| 利润总额（百万元） | 123.02 | 186.81 | 268.22 | 349.58 |
| 所得税       | 12.01  | 46.70  | 67.05  | 87.39  |
| 净利润（百万元）  | 111.01 | 140.11 | 201.16 | 262.18 |
| 每股收益（元）   | 0.74   | 0.70   | 1.01   | 1.31   |

根据可比公司市盈率，综合考虑公司在行业内地位，给予 30-35 倍之间市盈率，对应公司 2010 年业绩，合理价值区间为 21.0-24.5 元。

表 6 PE 估值

| 股票代码   | 股票简称 | 2009 | 2010E |
|--------|------|------|-------|
| 002029 | 七匹狼  | 46.7 | 35    |
| 002154 | 报喜鸟  | 35.6 | 31.5  |
| 600233 | 大杨创世 | 26.4 | 29    |
| 002425 | 凯撒股份 | 42.6 | 42.5  |

日期：2010/9/20

资料来源：东海证券研究所

## 6. 风险提示

公司近两年销售收入负增长，同时门店平效远低于七匹狼、报喜鸟。因此即使考虑到金融危机影响导致外贸订单下滑，从而影响公司销售收入，也需要重视原有门店管理和升级。未来门店拓展中存在管理风险，是否能实现项目预期。

**附注：****分析师简介及跟踪范围：**

张先萍：消费品行业分析师，3 年行业经验

**一、行业评级**

- 推荐 - Attractive: 预期未来 6 个月行业指数将跑赢沪深 300 指数  
中性 - In-Line: 预期未来 6 个月行业指数与沪深 300 指数持平  
回避 - Cautious: 预期未来 6 个月行业指数将跑输沪深 300 指数

**二、股票评级**

- 买入 - Buy: 预期未来 6 个月股价涨幅 $\geq 20\%$   
增持 - Outperform: 预期未来 6 个月股价涨幅为  $10\% - 20\%$   
中性 - Neutral: 预期未来 6 个月股价涨幅为  $-10\% - +10\%$   
减持 - Sell: 预期未来 6 个月股价跌幅 $>10\%$

**三、免责条款**

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研获取的资料，但本公司及其研究人员对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告反映研究人员个人的不同设想、见解、分析方法及判断。本报告所载观点并不代表东海证券有限责任公司，或任何其附属或联营公司的立场，且报告中的观点和陈述仅反映研究员个人撰写及出具本报告期间当时的分析和判断，本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间和其他因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致，敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。本报告中的观点和陈述不构成投资、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。

本报告旨在发给本公司的特定客户及其他专业人士，但该等特定客户及其他专业人士并不得依赖本报告取代其独立判断。在法律允许的情况下，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多种金融服务，本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之间已经了解或使用其中的信息。

本报告版权归“东海证券有限责任公司”所有，未经本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

东海证券有限责任公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构，我们欢迎社会监督并提醒广大投资者，参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构，注意防范非法证券活动。

**东海证券研究所**

地址：上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 11 层

网址：<http://www.longone.com.cn>

电话：(86-21) 50586660 转 8638

传真：(86-21) 50819897

邮编：200122