

审慎推荐-A (首次)

希努尔 002485.SZ

当前股价: 27.52 元
2011年1月11日

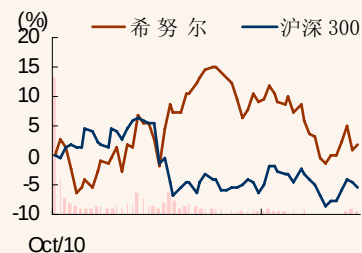
稳健运营的区域正装龙头 精细化管理提升门店质量

基础数据

上证综指	2824
总股本(万股)	20000
已上市流通股(万股)	4000
总市值(亿元)	55
流通市值(亿元)	11
每股净资产(MRQ)	8.9
ROE(TTM)	9.8
资产负债率	20.8%
主要股东	
主要股东持股比例	

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-9	3	3
相对表现	-10	-23	14



相关报告

- 1、《服饰品牌研究第二卷: 时尚产业图谱, 品牌模式决高下》2008/6/22
- 2、《服饰品牌研究第五卷-价值链管理 优选渠道战略领先者》2010/6/8
- 3、《美国服饰品牌消费调研专题-坚定相信本土优秀大众品牌拥有辉煌前景》2010/8/31
- 4、《服饰品牌研究第六卷-着眼国际竞争格局 探索品牌提升之路》2010/12/7

王薇

0755-82960477
wang_w@cmschina.com.cn
S1090208070223

张永为, S1090210020002
zhangyw@cmschina.com.cn

我们于近期对公司进行了实地调研, 公司依托优势区域深挖三四线市场, 加大精细化管理的发展方向是正确的。预计可获得稳定持续的增长。

1、男士正装行业竞争格局已经趋于稳定, 公司依托自身优势区域深挖三四线市场的发展方向可取

公司所处的国内中低档男正装行业属于服饰各领域中品牌运营最早较成熟的细分行业, 目前竞争格局趋于稳定。

一线城市竞争激烈, 虎踞龙盘, 基本被国外品牌所垄断, 例如 Zegna、CANALI、DUNHILL、Giorgio Armani、CERRUTI 1881、Hugo Boss 等具有世界影响力, 在高端市场上具有很强竞争力; 也有部分国内品牌在一二线城市做的不错, 比如维克多、蓝豹、卡尔丹顿等。

众多国内男装品牌例如报喜鸟、雅戈尔、罗蒙、红豆、希努尔男装等主要抢占二、三、四线市场。

总体而言, 我们对我国中低档男正装行业的特征描述归结为以下几点:

(1) 品牌格局稳定。国内男正装行业发展到此阶段, 品牌企业对于无品牌企业已经比较强势, 品牌集团的占有率将不断提高, 但竞争主要体现为已经有品牌效应的企业之间的竞争。品牌的长远发展与其自身的品牌战略以及品牌运营的能力密切相关。

(2) 各大品牌之间运营各有优势, 发展较为平稳。由于以品牌之间的竞争为主, 竞争非常激烈。而各大品牌之间运营各有优势, 发展都较为稳定。如果在这个阶段有品牌通过超人一等的品牌运营能力与清晰的品牌战略实现突破, 则将可以越来越强势, 成为最终的强势品牌, 经历更高一个层次的快速发展。

(3) 经销商资源基本瓜分清晰。由于行业已经过了快速拓展抢占市场的阶段, 各区的经销商资源基本被瓜分, 同时还面临成长性更好的休闲服等子行业对经销商资源的抢夺, 对经销商渠道的争夺也非常激烈。

表 1: 中低档男正装领域所处阶段描述

品牌领域	特征描述			投资标的
	(突出)品牌企业数量	市场集中度(占有率)	运营精细化程度	
中、低档男正装	最先有品牌意识的领域, 格局渐趋于稳定, 新品牌成长起来的机会相对较少。主要品牌包括雅戈尔、罗蒙、杉杉、报喜鸟、庄吉、法派、威克多等 10 多个。	集中度较高, 商场销售中, 西服和衬衫第一品牌雅戈尔占比超过 10%, 前十大品牌综合占有率超过 20%。	精细化程度较高, 品牌之间的竞争占主导, 对品牌运营的策略与精细化要求更高。	各大强势品牌之间的竞争激烈, 短期内难有品牌突围而出, 远远甩开竞争对手, 成为稳定阶段的强势品牌, 总体发展较平稳, 成长性较休闲服行业低。

资料来源: 招商证券

希努尔主要是活跃于北方六省的区域正装龙头, 定位以三四线城市为主。以山东、河北、河南、山西、江苏、陕西六省为核心, 公司在山东、河北、河南、山西四省的男装市场占有率居于第一位, 分别为 43%、25%、22%和 16%; 在陕西、江苏、安徽、东北、内蒙等省区的市场占有率均位列前四名。

面对正装行业这样的全国性竞争格局, 公司认为, 国内三四线市场前景依然广阔, 目前消费升级的潜力比一二线城市要大, 三四线城市服装市场仍然有着很大的挖掘空间。我们认为, 在目前这种格局下, 对于公司目前的实力, 继续主打三四线城市是更适合公司发展的策略。

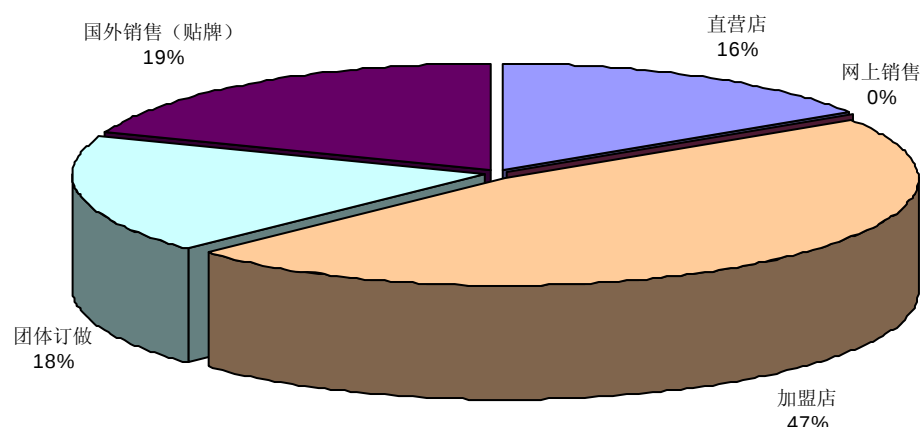
2、以提高门店质量、拓展多品牌运作为提升竞争能力的主要手段

面对正装行业的全国性竞争格局, 公司短期内的策略是巩固优势区域, 以精细化管理提升门店的质量, 并发展多品牌拓宽发展空间。

(1)、提高单店平效, 并以多品牌充实门店

由于正装行业格局稳定, 增长较为平稳的情况, 公司近年的拓展速度不快, 08、09 年的开拓速度约为 4.99%和 5.48%, 目前拥有总计 587 家专卖店, 其中直营店 18 家, 特许加盟店 569 家。

图 1: 公司营业收入主要来自于加盟店



资料来源: 招股说明书

10 年公司门店扩张速度也比较慢, 共新开店 19 家左右, 其中直营店 9 家, 加盟店 10 家。我们预计短期内公司拓展仍将维持这样的速度。

公司目前将主要精力放在提高门店质量上, 正在努力提高平效, 并推进旧门店整顿和新

门店试点。

公司之前的单店平效相对较低，以 09 年数字测算，直营店单店平效约为 9100 元/平米，加盟店的折算平效约为 9500 元/平米。通过与管理层的沟通，公司单店平效偏低的原因主要在于两个方面：

- 一方面，公司之前开店追求气派，认为店铺面积越大越好，摊薄了单店平效。
- 另一方面，公司在统计店铺面积时，将仓库以及其余行政办公面积都计算在内，这又一次摊薄了单店坪效。

上市之后，公司管理层对于单店平效的问题也给予了高度重视，预计未来门店无效面积将大力缩减，将大力避免无用面积的使用，公司店铺平均面积将会逐渐降低，因而公司的单店平效也将得到提高。

此外，公司还尝试用多品牌充实门店的方式以提高门店质量。

公司目前旗下具有三大自主品牌：希努尔、新郎以及美尔顿。

- 希努尔是公司主打品牌，定位中低端正装市场，未来计划进军国际市场。
- 新郎品牌定位中低端，产品以礼服为主，主要针对婚庆市场。
- 美尔顿则是定位低端的时尚化、休闲化品牌，产品目前以衬衫为主。

之前公司采用不同品牌分开开店的策略，而目前，公司正考虑开综合性门店，店中分置三大主打品牌，主要目的是解决以往门店销售主要集中在秋冬季的问题，更多品类以实现四季均衡一点的销售。目前新店铺的外观以及形象设计的工作基本都已经到位，预计春节后将开始正式试点。

我们对于公司将多个品牌放于一个门店的做法持观察态度，不过公司总体发展品牌的态度比较谨慎，试点后如果不成功不会大规模铺开。同时，针对现有的市场格局，公司以提高门店质量，加大精细化管理为主要方向是正确的。

(2)、可能降低对经销商的名义批发价，加大对加盟商支持的同时形成更规范的费用管理，以提升毛利率

公司对经销商的发货折扣平均在六折左右，这要高于报喜鸟四二折左右的折扣率，然而报喜鸟的综合毛利率却要高于公司，究其原因，公司给经销商发货时六折的折扣率包含了众多的服务费用，而报喜鸟则不然。

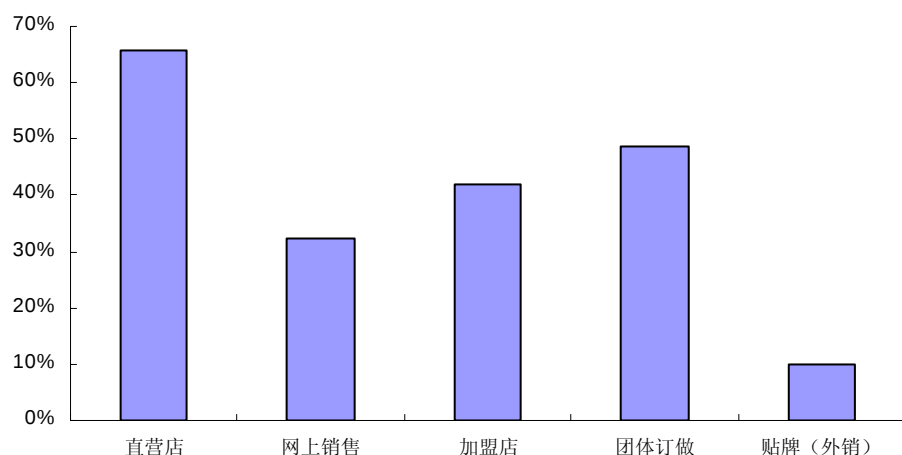
公司目前也在考虑一方面加大折扣力度至 5.5 折左右，这样可以通过较低的折扣率吸引更多的优质加盟商资源，另一方面，也可以通过剥离服务费用，对多种服务项目单独收费，从而提升公司的综合毛利率。

(3)、灵活的价格策略保证转嫁成本的能力

公司的提价策略比较灵活，采用“砍掉最低价产品”的方式间接提价，也构成支撑毛利上涨的重要因素。

公司每年在每类产品中砍掉一个最低价位的，就是变相的涨价，因为大部分人购买集中在最低的几个价格的产品，所以砍掉最低的价格，是有效的销售价格提升，对于目前成本上涨较多的局面，公司也能保证有效转嫁。

图 2：公司分渠道毛利率情况列示



资料来源：招股说明书

(4)、加大信息化建设以支持门店及时反馈

IPO 募投项目资金到位后，公司将加快信息化的建设，为营销网络配备信息管理系统支持。

虽然加盟商对此也有些抵触，但公司认为处于掌控考虑，必须推行信息系统，通过奖励等经济手段实行，希望在 2 年左右的时间取得一定成效。

(5)、继续坚持特色服务提高忠诚度

公司在区域客户的忠诚度服务方面比较有特色，推出了一系列具有创新性的营销策略，包括终生免费干洗、以旧换新、三件套、量身定制等服务，形成公司的差异化营销。

表 2：公司特色化营销方式

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；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，通过终生免费干洗可以获得更真实可靠的客户信息，利于公司后续的销售及 VIP 客户档案的建立
三件套	针对消费者裤子磨损快的特点，通过该策略可以吸引更多消费者，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
量身定制	满足消费者的个性化需求，扩大客户来源，提高公司的销售量

资料来源：招股说明书

3、盈利预测与投资建议

综合而言，面对正装行业的全国性竞争格局，加大精细化管理为主要方向是正确的。公司短期内的的发展策略是巩固优势区域，以精细化管理提升门店的质量，并发展多品牌拓宽发展空间。虽然外延扩张不快，但比基础不足够的情况下加速全国扩张稳妥。

同时，公司服装主业做的专注，依托优势区域深挖三四线市场，我们认为公司可以保持稳步增长，比较适合稳健型投资。此外，我们预计公司将能够申请到税收优惠，从而提升今明年业绩增速。

预计 10-12 年的 EPS 分别为 0.73、1.01 和 1.28 元/股，估值为 11 年的 27 倍，由于公

司股价一直处在增发价附近, 风险不大, 但目前品牌类公司整体市场估值水平有所调整, 一年的目标价区间可以 11 年 30-35 倍 PE 为合理区间, 12 个月目标价 35 元, 给予“审慎推荐-A”的评级。

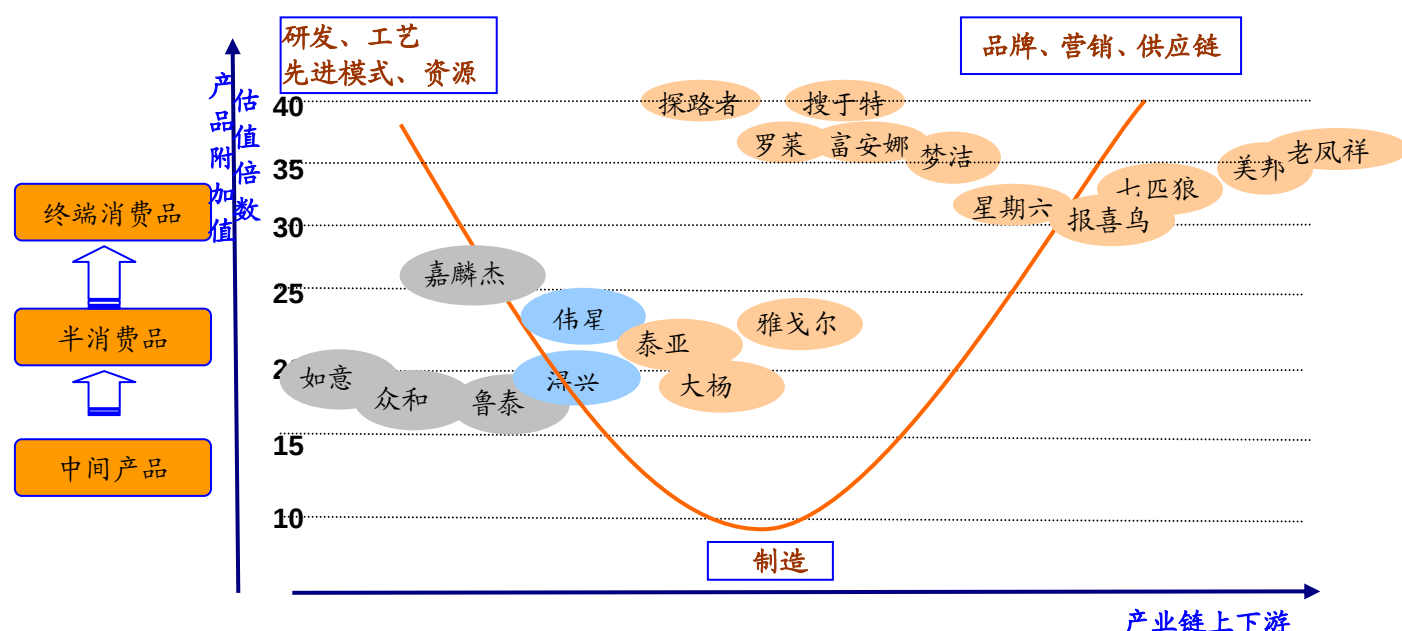
风险因素: 经济对消费的影响; 多品牌开店的风险; 直营使得费用提高的风险。

表 3: 主营业务预测分拆表

	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
店铺数量(合计)	521	547	577	596	660	729
YoY		4.99%	5.48%	3.21%	10.88%	10.40%
直营店	13	16	18	27	52	72
YoY		23%	13%	50.00%	93%	38%
自营店收入(百万)	110.36	132.16	136.87	231.38	428.02	619.31
YoY		20%	4%	69%	85%	45%
加盟店	508	531	559	569	608	657
YoY		5%	5%	1.70%	7.00%	8.00%
加盟店收入(百万)	399.98	399.10	389.58	435.82	522.29	609.20
YoY		0%	-2%	12%	20%	17%
总收入(百万)	874.24	879.79	842.64	1007.26	1307.71	1604.15
YoY		1%	-4%	20%	30%	23%
毛利率	33.49%	36.18%	37.61%	39.10%	41.34%	42.56%

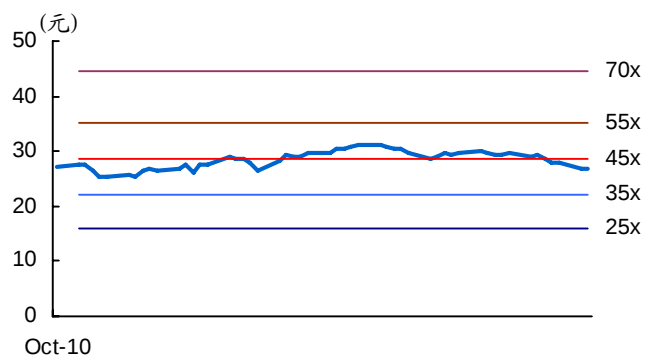
资料来源: 招商证券

图 3: V 式估值法 (根据 11 年 EPS)



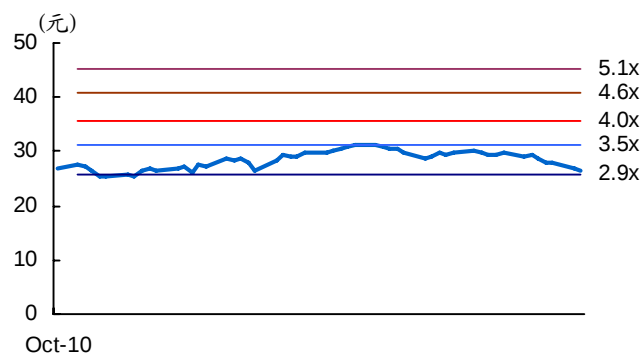
资料来源: 招商证券

图 4: 希 努 尔历史 PE Band



资料来源: 招商证券研发中心

图 5: 希 努 尔历史 PB Band



资料来源: 招商证券研发中心

参考报告:

1、《纺织服饰行业 08 年中期投资策略（服饰品牌研究第二卷）：时尚产业图谱，品牌模式决高下》2008/6/22:

创新性提出时尚产业分析图谱，将产品与公司按“时尚性要求高低”与“档次高低”二维标准划分为四大类，借助我们构建的完整品牌评价系统，清晰实现了时尚产业产品-模式-投资策略的逻辑演绎。

2、《纺织服饰行业 08 年中期投资策略（服饰品牌研究第三卷）：时尚波涛中的启航者 内功筑就扩张之美》2008/12:

从宏观行业和微观公司两个角度出发，对服饰消费和服饰品牌公司发展规律做出实证研究。精选出国际高档奢侈品和中低档领域可对比公司，总结出危机中的品牌公司分化表现，并在此基础上形成自建的品牌分化路径演绎框架和经济周期中的品牌服饰消费弹性框架。最后结合时尚产业图谱，归结出重点品牌服装公司 09 年投资策略。

3、《纺织服饰行业 09 年中期投资策略（服饰品牌研究第三卷下）：突围与出局：时尚界由重本质者主宰》2009/6/15:

经营模式对公司的利润有着关键影响。此文建立了时尚产业图谱的财务量化版，结合国际案例，证明企业运营一定要贴合产品本质选取经营模式。据此对国内品牌公司做出从模式-财务指标质量的分析，并结合发展弹性框架把握投资机会。

4、《服饰品牌研究第四卷：迎风起舞：结合管理与弹性布局品牌企业》2009/12/6:

领先地构建了品牌竞争阶段图谱，并根据对细分行业配套管理能力的分析建立了品牌公司管理能力梯级图，深刻剖析了各品牌企业的价值。

5、《纺织服饰行业 2010 年中期投资策略（服饰品牌研究第五卷）-价值链管理 优选渠道战略领先者》2010/6/8:

对品牌评价体系中细分要素分拆进行分析的开端，从价值链的角度切入，将目前国内品牌企业决定发展的要素归结到渠道管理这个核心，并领先的提出以企业阶段性的渠道战略作为决定投资价值的关键，从渠道结构模式、外延扩张模式和内涵增长模式三方面进行了详细的阐述。

6、《美国服饰品牌消费调研专题-坚定相信本土优秀大众品牌拥有辉煌前景》2010/8/31:

通过对美国市场的亲身调研体会，详细阐述了美国服饰各领域的品牌与运营特点，并据此归结出对国内品牌运作有借鉴意义的规律。

7、《纺织服饰行业 2010 年四季度投资策略-品牌制造冰火两重天 品牌行业布局的黄金时期》2010/10/17

8、《纺织服饰行业 2011 年投资策略（服饰品牌研究第六卷）-着眼国际竞争格局 探索品牌提升之路》2010/12/7:

独特的从国内品牌与国际品牌的竞争格局入手，精心总结了国内各主要时尚领域涉及的国际国内竞争竞争状况，并详细的进行剖析，阐述各细分领域未来的发展路径；提出结合竞争阶段与发展策略选择公司，并独特的阐述了正装、运动、女鞋、休闲、家纺、首饰和户外行业的竞争阶段与发展战略剖析图谱。

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	557	552	605	849	1128
现金	131	185	160	289	451
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	0	0	0	0	0
应收款项	80	60	98	125	154
其它应收款	5	6	10	13	16
存货	296	223	275	345	414
其他	45	78	62	77	93
非流动资产	310	406	823	779	740
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	268	349	773	733	696
无形资产	15	15	15	15	14
其他	27	42	35	32	29
资产总计	867	959	1429	1628	1867
流动负债	421	473	250	309	368
短期借款	60	200	0	0	0
应付账款	62	53	62	77	93
预收账款	73	80	74	93	112
其他	226	140	114	139	164
长期负债	59	40	40	40	40
长期借款	40	20	20	20	20
其他	19	20	20	20	20
负债合计	480	513	290	349	408
股本	150	150	200	200	200
资本公积金	163	163	703	703	703
留存收益	75	133	236	377	556
少数股东权益	0	0	0	0	0
母公司所有者权益	387	446	1139	1279	1459
负债及权益合计	867	959	1429	1628	1867

现金流量表

单位：百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	119	156	129	238	286
净利润	105	111	147	201	256
折旧摊销	25	22	72	95	90
财务费用	0	0	0	(1)	(2)
投资收益	0	0	0	0	0
营运资金变动	0	0	(101)	(60)	(59)
其它	(10)	23	12	2	2
投资活动现金流	(48)	(423)	(500)	(50)	(50)
资本支出	(37)	(81)	(500)	(50)	(50)
其他投资	(11)	(343)	0	0	0
筹资活动现金流	(49)	225	346	(60)	(75)
借款变动	0	0	(200)	0	0
普通股增加	0	0	50	0	0
资本公积增加	0	0	540	0	0
股利分配	0	0	(44)	(60)	(77)
其他	(49)	225	0	1	2
现金净增加额	22	(42)	(25)	128	162

资料来源：公司报表、招商证券

利润表

单位：百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	888	850	1016	1319	1618
营业成本	569	532	619	774	929
营业税金及附加	0	0	2	3	3
营业费用	157	134	162	222	279
管理费用	39	44	61	83	107
财务费用	(0)	11	0	(1)	(2)
资产减值损失	1	6	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0
营业利润	123	123	173	239	302
营业外收入	0	0	0	1	1
营业外支出	4	0	0	3	1
利润总额	120	123	172	237	301
所得税	15	12	26	36	45
净利润	105	111	147	201	256
少数股东损益	0	0	0	0	0
母公司所有者净利润	105	111	147	201	256
EPS（元）	0.70	0.74	0.73	1.01	1.28

主要财务比率

	2008	2009	2010E	2011E	2012E
年成长率					
营业收入	1%	-4%	20%	30%	23%
营业利润	52%	0%	40%	38%	26%
净利润	45%	6%	32%	37%	27%
获利能力					
毛利率	36%	37%	39%	41%	43%
净利率	12%	13%	14%	15%	16%
ROE	27%	25%	13%	16%	18%
ROIC	22%	18%	13%	16%	17%
偿债能力					
资产负债率	55%	53%	20%	21%	22%
净负债比率	11.5%	22.9%	1.4%	1.2%	1.1%
流动比率	1.3	1.2	2.4	2.7	3.1
速动比率	0.6	0.7	1.3	1.6	1.9
营运能力					
资产周转率	1.0	0.9	0.7	0.8	0.9
存货周转率	1.9	2.1	2.5	2.5	2.4
应收帐款周转率	13.3	12.1	12.9	11.8	11.6
应付帐款周转率	5.8	9.2	10.7	11.1	10.9
每股资料(元)					
每股收益	0.70	0.74	0.73	1.01	1.28
每股经营现金	0.79	1.04	0.64	1.19	1.43
每股净资产	2.58	2.97	5.69	6.40	7.29
每股股利	0.00	0.00	0.22	0.30	0.38
估值比率					
PE	39	37	38	27	21
PB	10.7	9.3	4.8	4.3	3.8
EV/EBITDA	33.7	30.9	17.0	12.5	10.7

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

王薇，英国兰卡斯特大学（与 LBS 为英国仅有两所六星级管理商学院）金融学硕士，广州暨南大学金融与会计双学士学位，现为招商证券服饰纺织行业分析师，5 年证券研究经验，4 年服饰纺织行业研究经验。2010 年度中国证券分析师金牛奖纺织服装行业第一名，2008 年度《新财富》服装纺织行业最佳分析师第一名、2009、2010 年度第二名。

主要研究特点：跳脱出传统的纺织服装行业分析，在业内率先创新出针对品牌企业研究的“时尚产业图谱”与“品牌竞争阶段图谱”，并持续开创出品牌研究系列报告。

由产品本质出发，根据“时尚度高低”和“档次高低”构建了服饰行业二维标准划分的模式研究思路。同时依据对细分行业配套管理能力的分析建立了“品牌公司管理能力梯队图”，在此基础上，逐步通过对品牌评价系统细分要素的分解剖析，搭建对品牌企业研究的完善体系。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。