

希努尔 (002485.sz)

内生性增长与外延式扩张并举

马涛 分析师

电话: 010-59136695

eMail: mt@gf.com.cn

执业编号: S0260511010001

产品定位中、低端, 市场聚焦三、四线

公司产品、团购、出口贴牌的收入占比为 6:2:2。未来公司的发展战略是坚持内销品牌化运营, 而出口及团购仅是平滑需求淡季、维持产能利用率的举措。**产品定位大众化, 看重性价比。**公司的西装价位处于中低档, 零售价 1000 多元的产品最为畅销, 产品质量等级却处于中档以上, 因此高性价比是公司西装产品的最大看点。**北方市场为主, 区域优势明显。**公司在北方六省大部分县级以上城市均设有销售网络, 在山东、河北、河南、山西四省的男装市场占有率均居第一位。

渠道扩张稳健, 先做强后做大

公司现有门店数量为 606 家 (其中直营店 30 家)。公司近年来渠道扩张较为谨慎 (08 年-10 年新开店数量分别为 26 家、30 家、19 家), 前期渠道扩张的放缓是公司主动所为。由于公司原有门店在网络布局、专业性、盈利能力等方面参差不齐, 公司内部也并未形成有效的运营体系, 因此公司将塑造品牌形象、提升现有门店平效及盈利能力作为工作重心, 而外延式的扩张将在明年起进入加速阶段。**内生性增长:** 改造老店 (未来两年内完成), 致力于平效的提升, 预计改造、升级后的老店单店收入增幅有望超过 25%。**外延式扩张:** 公司现有店铺基本都是专卖店, 而未来的着力点将聚焦于商场的“店中店”。目前公司已和山东省内的利群、银座等连锁商场达成协议, 利用此类商场的连锁优势, 批量进入商场开辟“店中店”。预计明年新开商场店不低于 100 家, 新增收入将超过 1 亿元。

内生性增长与外延式扩张并举

公司所实施老店升级改造的效果已显现, 平效与品牌知名度的双提升亦将带来业绩与估值的同向提高。同时外延式扩张将于明年加速, 直营商场店的不断开设将打消市场的担心。公司目前门店数量较为有限, 北方六省的庞大市场需求足以满足公司未来两年的高速增长。近两年北方区域的精耕细作仍是公司外延式扩张的主要看点, 而南方市场则是公司做强做大北方市场之后的下一步。预计公司 11 年-13 年 EPS 分别为 1.00 元、1.31 元、1.74 元, 对应 11 年、12 年 PE 分别为 22.72X、17.44X, 为男装上市公司中的最低。公司未来两年业绩的增速均将超过 30%, 首次给予“买入”评级, 合理价格 26.2 元 (12 年 20X PE)。

风险提示

商场店开拓进度低预期; 男装消费低预期的风险。

预测及评估

	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	849.82	1002.85	1261.00	1633.00	2098.00
增长率(%)	-4.31%	18.01%	25.74%	29.50%	28.48%
EBITDA(百万元)	177.06	232.82	280.56	387.74	525.55
净利润(百万元)	111.01	143.64	200.70	261.43	348.23
增长率(%)	6.20%	29.40%	39.72%	30.26%	33.20%
每股收益(元)	0.74	0.72	1.00	1.31	1.74
市盈率	0.00	38.43	22.72	17.44	13.09
市净率	0.00	2.97	2.33	2.18	1.98
EV/EBITDA	0.20	18.67	12.65	9.80	7.36

数据来源: 希努尔男装股份有限公司财务报表, 广发证券发展研究中心

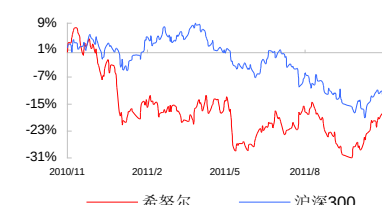
广发证券公司或其关联机构可能会持有报告中所涉及的公司所发行的证券并进行交易, 亦可能为这些公司提供或争取提供承销等服务。本报告中所有观点仅供参考, 并请务必阅读正文之后的免责声明。

公司评级

买入

当前价格	22.80 元
合理价值	26.20 元
前次评级	无

股价走势



市场表现	1 个月	3 个月	12 个月
股价涨幅	11.19	-4.57	-22.46
沪深 300	0.62	-7.85	-15.76

股票数据

总股本/流通 A 股(百万股)

200/63

主要股东:

新郎希努尔集团股份有限公司

主要股东持股比例 42.21%

流通 A 股比例 31.50%

财务比率

ROE	7.73%
ROA	8.76%
资产负债率	19.90%

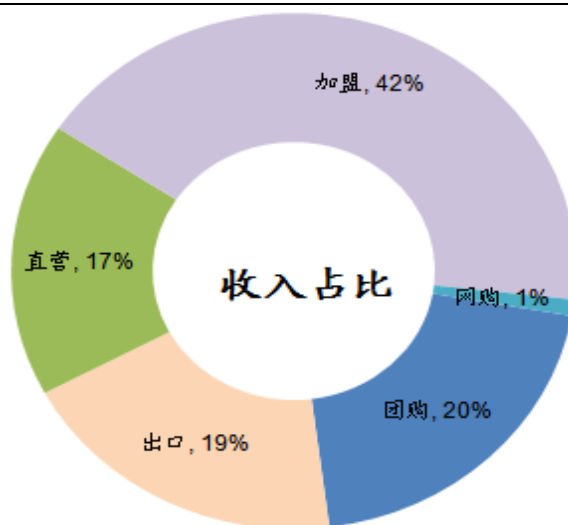
2010 年报数据

产品定位中、低端，市场聚焦三、四线

公司地处山东诸城，是国内男士正装的主要加工基地，亦是国内服装企业中出口转内销较为成功的企业。目前公司的收入构成中内销品牌、内销团购、出口贴牌所占的比例约为6:2:2（2010年收入10.02亿元）。

未来公司的发展战略是坚持内销品牌化运营，加大零售比例，而出口及团购仅是公司平滑需求淡季、维持产能利用率的举措。

图1：公司业务各项收入占比



数据来源：广发证券发展研究中心

（一）产品定位大众化，看重性价比

公司产品以男正装为主，西装（裤）的收入占比高达73%。公司的西装价位处于中低档，零售价1000多元的产品最为畅销（定位于三、四线城市的中产阶层及二线城市的白领）。凭借公司在面料采购、服装加工等多环节的优势，公司产品等级处于中档以上，因此高性价比是公司西装产品的最大看点。

表1：公司主要产品比较（2011H1）

	收入占比	毛利贡献率	毛利率
西服套装	45.12%	50.39%	48.03%
衬衫	17.06%	20.64%	52.01%
休闲西装	15.40%	10.96%	30.59%
西裤	12.79%	8.79%	29.57%
针织衫	4.85%	5.29%	46.89%
棉服茄克	1.78%	2.09%	50.25%
其他	2.82%	1.85%	28.08%

数据来源：广发证券发展研究中心

表2：西装企业竞争格局和优势

主打价位	主要品牌	产品特性	经营模式
1000 元以下	希努尔、红豆、伟志	主要占据中低档市场或区域市场	利用价格优势，主要进入二、三级市场
1000-2000 元	雅戈尔、罗蒙、杉杉	主要占据中档市场，市场覆盖面较广	直营、促销、广告
2000-5000 元	报喜鸟、威克多、庄吉、法派、夏蒙、顺美	产品价位相对较高，主要占据中高档市场	加盟、直营、促销、广告
5000 元以上	HugoBoss、Dunhill、Armani、Zegna、Cerruti1881	国际一流品牌，知名度高，占据高档市场	旗舰店、加盟
	凯撒股份	定位高端，知名度不高	直营、加盟
	TRANDS(创世)	定位高端，美誉度高，知名度有待提升	直营（旗舰店）

数据来源：广发证券发展研究中心

表3：国内主要服装企业西装毛利率比较（2010）

公司	类别	毛利率	占公司收入的比例
大杨创世	内销西服	59.29%	18.20%
报喜鸟	上衣	54.60%	30.52%
凯撒股份	男装	51.20%	24.15%
雅戈尔	西服	49.65%	9.22%
希努尔	西服套装	49.37%	44.77%
杉杉股份	西服	30.85%	15.11%
红豆股份	西服	26.34%	11%

数据来源：广发证券发展研究中心

（二）北方市场为主，区域优势明显

公司在北方市场拥有较强的区域优势，核心市场（山东、河北、河南、山西、江苏、陕西六省）大部分县级以上的城市均设有销售网络。

公司在山东、河北、河南、山西四省的男装市场占有率均居第一位，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（2008年）。

公司未来的区域战略为：一是增厚布密省市级城市网络布局，二是进一步巩固北方市场，逐步向南延伸。

（三）特色化的营销手段，提升品牌忠诚度

公司针对加盟商及终端客户推出了特色化的服务模式，便于公司开拓新市场、提升客户品牌忠诚度。

针对加盟商：公司推出“八个零”的加盟政策（加盟商零库存、零装修费用、零物流成本、零加盟费用、零培训费用、零售后服务困扰、零高端广告费用、零品牌授权），

有效的控制了加盟商的经营风险，便于公司通过加盟渠道快速切入市场。

针对终端客户：公司推出了终身免费干洗、西装三件套（额外赠一条西裤）、量身定制、以旧换新等特色化服务，最大程度的满足了消费者的全方位需求。

渠道扩张稳健，先做强后做大

截止11年6月底，公司门店数量为606家（其中直营店30家），基本全为专卖店，这与公司三、四线城市的区域定位相符（购物多选择街头专门店的方式）。

公司近年来渠道扩张较为谨慎（08年、09年、10年新开店数量分别为26家、30家、19家），收入增长更多是依靠提价及平效的提升，因此内生性的增长是公司近年来净利润高增长的主要原因。

表4：公司收入及盈利能力比较

	2008	2009	2010	2011 Q3
收入增速	0.58%	-4.31%	18.01%	18.77%
净利润增速	45.14%	6.20%	29.40%	32.87%
扣非后的净利润增速	47.99%	3.25%	29.38%	49.51%
毛利率	35.97%	37.38%	38.88%	40.15%

数据来源：广发证券发展研究中心

表5：公司门店数量比较

	店铺数量	加盟	直营	新增店铺数量
2007	521	508	13	
2008	547	531	16	<u>26</u>
2009	577	559	18	<u>30</u>
2010	596	569	27	<u>19</u>
2011H	606	576	30	<u>10</u>

数据来源：广发证券发展研究中心

前期渠道扩张的放缓是公司主动所为，由于公司原有门店在网络布局、专业性、盈利能力等方面参差不齐，公司内部也并未形成有效的运营体系，因此公司将内部的精细化管理放在首位，以塑造品牌形象、提升现有门店平效及盈利能力为工作重心，而外延式的扩张将在明年起进入加速阶段。

（一）内生性增长：改造老店，致力于平效的提升

借助上市带来的品牌效应，公司积极致力于原有店铺的改造与升级，力求实现老店平效及品牌形象的双提升，以更好的实现内生性增长。

除了对店铺形象、货品陈列的专业化改造外，产品线的丰富也是改造工作的重要看点（原有店铺以西装为主，而改造后将补充休闲、商务系列产品）。

今年公司已实现80多家店铺的改造，而未来两年将完成全部老店的升级再造。从目前已完成改造的店铺来看，单店收入的增幅约在30-40%。通过店铺的改造和升级，我们预计老店的单店收入平均增幅有望达到25%以上。

（二）外延式扩张：以商场“店中店”为切入口

公司未来两年将完成现有老店的改造升级，而公司外延式的扩张也将进入加速环节。外延式的扩张分为两个层次，一是渠道模式的扩展，二是区域的扩张。

1、新增商场店以直营为主

随着三、四线城市居民收入的提升及城镇化的加速，商场购物的方式业已成为常态，因此未来公司的外延式扩张将逐步增加商场店的占比，利用成熟商圈的优势提升公司产品知名度和扩大收入规模。

公司现有店铺基本都是专卖店，而未来的着力点将聚焦于商场的“店中店”，且商场店基本以直营为主。目前公司已和山东境内的利群、银座等知名连锁商家达成协议，将充分利用此类商场的连锁优势，批量进入商场开辟“店中店”。预计12年公司将新开商场店不低于100家，单店面积平均为80-100平米，将新增收入1亿元以上。

由于所开商场店基本全为直营店，因此人才储备对以加盟为主的公司而言是较大的挑战。目前公司已新招直营店经理30名，并举办了第一期直营店经理培训，第二期也在进行中，一系列的人才引进及培育机制将有效满足公司终端门店建设的人才需求。

2、区域仍以北方为主，先做强后再图扩张

公司产品主要销售区域为北方六省，但山东的收入占比超过一半。因此山东省外的潜在市场巨大，而未来两年公司将凭借内生及外延扩张的成功经验实施复制，北方六省庞大的市场需求已能够满足公司的高增长，因此近两年北方区域的精耕细作仍是公司外延式扩张的主要看点，而南方市场是公司做强做大北方市场之后的下一步。

投资建议

预计公司11年、12年、13年EPS分别为1.00元、1.31元、1.74元，对应11年、12年PE分别为22.72X、17.44X，为男装上市公司中的最低。

公司估值水平偏低的主要原因为：1、公司为传统制造业企业，转型做内销品牌能否成功尚需观察；2、公司的销售区域局限于以山东为主的北方六省，近年来外延式扩张缓慢，是否已遇到瓶颈？

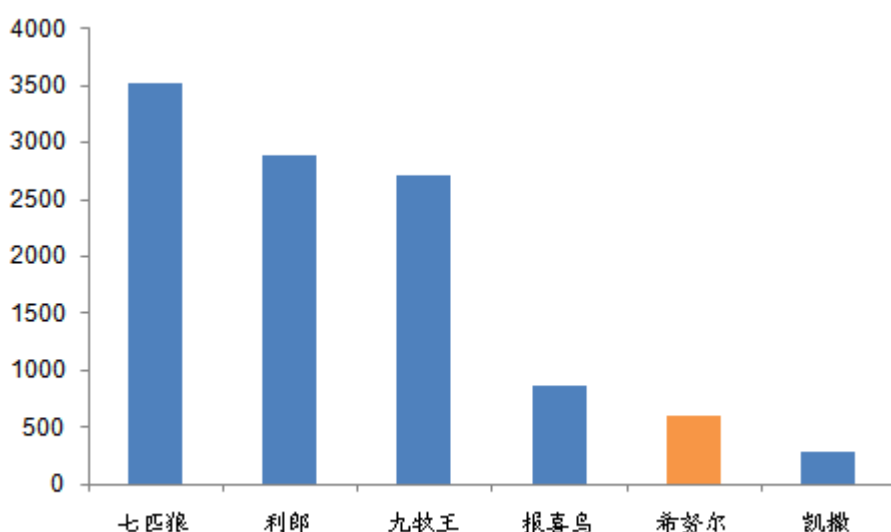
公司内销收入占比达到80%、门店数量已突破600家，产品定位于市场容量最大的中低端市场，高性价比的特性已被消费者所接受。目前公司已在北方六省具备了较强的区域优势，因此公司是国内纺织服装企业中出口转内销较为成功的案例之一。

公司近年来专注于内部的精细化管理，内生性增长是现阶段公司业绩增长的主要动力，也将成为未来外延式扩张的基础。

公司所实施老店升级改造的效果已经显现（未来两年内将完成所有门店的改造），平效（同店增长25%以上）与品牌知名度的双提升亦将带来业绩与估值的同向提高，同时外延式扩张将于明年加速，直营商场店的不断开设将打消市场的担心。

公司目前门店数量较为有限，北方六省的庞大市场需求足以满足公司未来两年的高速增长，公司未来两年业绩的增速均将超过30%，首次给予“买入”评级，合理价格26.2元（12年20X PE）。

图2：主要男装企业门店数量（2010年）



数据来源：广发证券发展研究中心

表6：主要服装公司估值比较（单位：元）

公司名称	股价	EPS (11)	EPS (12)	EPS (13)	PE (11)	PE (12)	PE (13)
探路者	19.64	0.37	0.61	0.91	53.08	32.20	21.58
富安娜	52.29	1.55	2.07	2.68	33.74	25.26	19.51
梦洁家纺	28.95	0.92	1.23	1.62	31.47	23.54	17.87
罗莱家纺	81.88	2.63	3.74	5.27	31.13	21.89	15.54
七匹狼	40.84	1.42	1.83	2.25	28.76	22.32	18.15
九牧王	25.22	0.89	1.14	1.30	28.34	22.12	19.40
美邦服饰	29.10	1.21	1.62	2.20	24.05	17.96	13.23
森马服饰	48.52	2.08	2.75	3.60	23.33	17.64	13.48
报喜鸟	13.70	0.60	0.77	0.95	22.83	17.79	14.42
希努尔	22.80	1.00	1.31	1.74	22.80	17.40	13.10
大杨创世	12.52	0.87	1.01	1.15	14.39	12.40	10.89

数据来源：广发证券发展研究中心

风险提示

商场店开拓进度低预期；男装消费低预期的风险。

资产负债表

单位：百万元

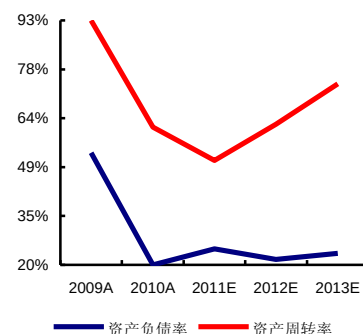
至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
流动资产	552	1,786	1,722	1,419	1,525
货币资金	185	1,372	1,211	761	692
应收及预付	144	161	208	268	342
存货	223	253	303	389	491
其他流动资产	0	0	0	0	0
非流动资产	406	535	880	1,244	1,475
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	349	383	729	1,037	1,213
在建工程	0	74	124	174	224
无形资产	51	74	28	33	38
其他长期资产	7	4	0	0	0
资产总计	959	2,321	2,603	2,663	3,001
流动负债	473	241	643	572	701
短期借款	200	0	0	0	0
应付及预收	273	241	443	572	701
其他流动负债	0	0	200	0	0
非流动负债	40	221	0	0	0
长期借款	20	200	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	20	21	0	0	0
负债合计	513	462	643	572	701
股本	150	200	200	200	200
资本公积	163	1,382	1,382	1,382	1,382
留存收益	133	277	378	509	717
归属母公司股东权益	446	1,859	1,960	2,091	2,299
少数股东权益	0	0	0	0	0
负债和股东权益	959	2,321	2,603	2,663	3,001

利润表

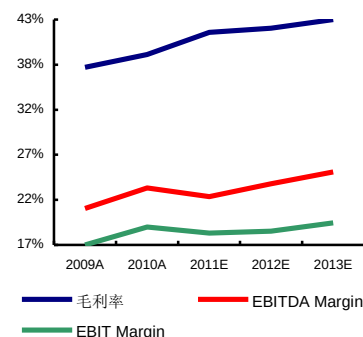
单位：百万元

至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	850	1003	1261	1633	2098
营业成本	532	613	738	947	1196
营业税金及附加	0	0	8	10	13
销售费用	134	155	227	299	384
管理费用	44	48	63	82	105
财务费用	11	12	-13	-16	-13
资产减值损失	6	2	3	4	4
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0	0
营业利润	123	172	236	308	410
营业外收入	0	0	0	0	0
营业外支出	0	0	0	0	0
利润总额	123	172	236	308	410
所得税	12	29	35	46	61
净利润	111	144	201	261	348
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	111	144	201	261	348
EBITDA	177	233	281	388	526
EPS (元)	0.74	0.72	1.00	1.31	1.74

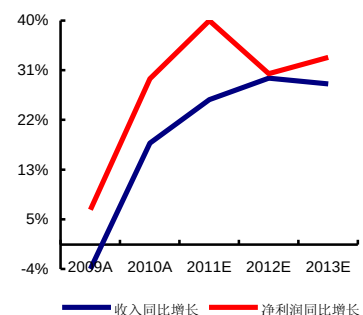
资产负债率趋势



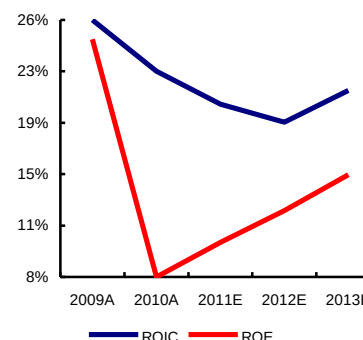
经营利润率趋势



收入与利润增长趋势



投资回报率趋势



现金流量表

单位：百万元

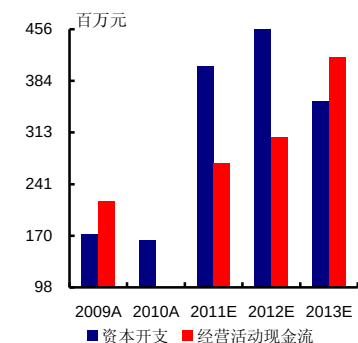
至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	218	98	271	306	417
净利润	111	144	201	261	348
折旧摊销	37	46	55	92	125
营运资金变动	59	-105	2	-51	-60
其它	11	13	13	4	4
投资活动现金流	-171	-160	-405	-456	-356
资本支出	-172	-163	-405	-456	-356
投资变动	0	0	0	0	0
其他	2	3	0	0	0
筹资活动现金流	56	1,240	-27	-300	-130
银行借款	220	300	-200	0	0
债券融资	-100	-320	179	-200	0
股权融资	0	1,269	0	0	0
其他	-64	-10	-6	-100	-130
现金净增加额	104	1,178	-161	-450	-69
期初现金余额	131	185	1,372	1,211	761
期末现金余额	235	1,363	1,211	761	692

主要财务比率

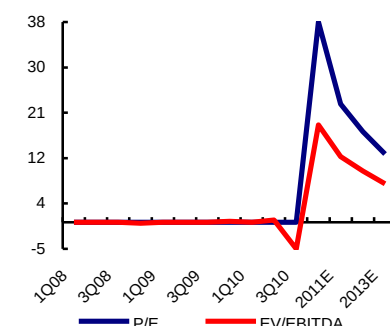
单位：%

至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
成长能力					
营业收入	-4.3%	18.0%	25.7%	29.5%	28.5%
营业利润	0.0%	40.0%	37.0%	30.3%	33.2%
归属于母公司净利润	6.2%	29.4%	39.7%	30.3%	33.2%
获利能力					
毛利率	37.4%	38.9%	41.5%	42.0%	43.0%
净利率	13.1%	14.3%	15.9%	16.0%	16.6%
ROE	24.9%	7.7%	10.2%	12.5%	15.1%
ROIC	26.3%	22.6%	20.2%	18.9%	21.2%
偿债能力					
资产负债率	53.5%	19.9%	24.7%	21.5%	23.4%
净负债比率	7.8%	-63.1%	-51.6%	-36.4%	-30.1%
流动比率	1.17	7.42	2.68	2.48	2.18
速动比率	0.53	6.05	2.05	1.57	1.24
营运能力					
总资产周转率	0.93	0.61	0.51	0.62	0.74
应收账款周转率	12.14	14.54	13.04	13.04	13.04
存货周转率	2.05	2.57	2.43	2.43	2.43
每股指标 (元)					
每股收益	0.74	0.72	1.00	1.31	1.74
每股经营现金流	1.45	0.49	1.35	1.53	2.08
每股净资产	2.97	9.30	9.80	10.46	11.50
估值比率					
P/E	0.0	38.4	22.7	17.4	13.1
P/B	0.0	3.0	2.3	2.2	2.0
EV/EBITDA	0.2	18.7	12.6	9.8	7.4

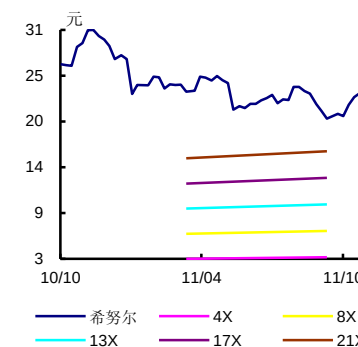
资本支出与经营活动现金流



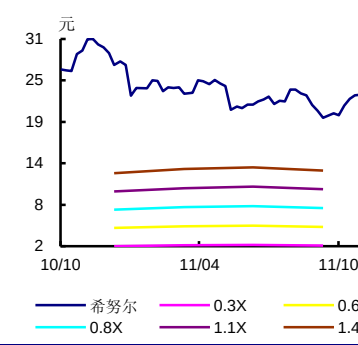
相对估值



PE BAND



PB BAND



广发纺织服装行业研究小组

马涛，分析师，电子科技大学 MBA，3 年证券从业经历，2009 年进入广发证券发展研究中心。

林海，分析师，浙江大学经济学硕士，2009 年进入广发证券发展研究中心。

袁立，研究助理，上海财经大学 MBA，多年纺织企业工作经验，2011 年进入广发证券发展研究中心。联系方式：yuanli@gf.com.cn，电话：020-87555888-8091

相关研究报告

广发证券—公司投资评级说明

买入(Buy): 预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。

持有(Hold): 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(Sell): 预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

	广州市	深圳市	北京市	上海市
地址	广州市天河北路 183 号 大都会广场 5 楼	深圳市福田区民田路 178 号华融大厦 9 楼	北京市西城区月坛北街 2 号 月坛大厦 18 层	上海市浦东南路 528 号 上海证券大厦北塔 17 楼
邮政编码	510075	518026	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线	020-87555888-8612			

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。