

大力发展店中店 直营建设提速

——希努尔（002485）调研快报

2012年3月2日

强烈推荐/首次

纺织服装

调研快报

谭可	纺织服装行业分析师	执业证书编号: S1480510120013
	010-6655 4011	

事件:

3月2日上午,我们与公司管理层就公司战略、经营等情况进行沟通。

观点:

1. 未来工作重心在直营体系建设。

公司未来将主要侧重直营店开设。公司2011年购置店铺20家,其中,购置店铺已开业8家,其余12家正在设计装修中,并开设直营店中店16家。公司现有的直营店数量偏少,近年工作重点将加强直营体系建设,构造起一个较完整、辐射能力更强的营销网络。通过在重点区域的完善直营体系起到辐射周边地区的作用,为日后的加盟体系扩充奠定基础。同时,直营体系有益于品牌加强对消费者和市场的把握,更有效地传递品牌理念。为支持直营体系的拓展,公司在人才等资源方面积极储备,2011年新招直营店经理60余名,并举办了三期直营店经理培训,第四期也即将进行。

2. 店中店比例将大幅提升。

直营店将主要以店中店形式拓展。公司从2011年下半年开始进行进驻店中店,商场专柜由于客流成熟、见效快将成为公司未来在直营体系建设中的一个主攻方向。公司仅2011年下半年就新增16家店中店,远高于街边店全年新增4家的增速。公司目前进驻的商场主要还是在山东地区,如德州、徐州等地百货等。

3. 市场布局还是以成熟市场的地级市为主。

公司重点发展市场从区域上划分主要是长江以北地区,其中成熟区域山东、河北、河南等省市的地级市是发展重点。公司在安徽、江苏、山西、内蒙、东三省等市场是在2010年上市以后才开始进入,目前已经成为了公司次成熟市场,未来也将积极开拓。

4. 内功修炼支撑快速发展。

公司主要从三方面加强内功修: 1) 强化设计研发能力,公司相继与面料生产商联合开发了极品高支羊绒西装面料等9个不同档次和功能要求的面料,在款式设计方面,相继推出了经典、时尚、婚庆三大系列产品,丰富了产品的花色品种和款式等; 2) 继续推进企业信息化建设,加快在销售终端推广ERP系统和远程监控系统,不断提高信息化; 3) 在硬件方面继续加大终端升级装修力度,继续对部分专卖店进行形象提升; 2011年装修完成店面70余家。

结论:

公司作为区域性品牌，目前规模尚小，成长空间巨大，且公司定位偏低，下沉难度不大。根据公司以成熟市场地级市为主、县级市为辅并偏重店中店的战略来看，山东地级市 15 家、县级城市 31 家，河南、河北地区低级城市分别 10 和 16 个，仅此测算，公司仅在强势市场内的布局空间就非常充足。

公司产品以男正装为主，相对其他品类对管控力等方面的软实力要求偏低。公司近年加快直营体系建设，也适应公司产品特性并且整体来看风险不大。

预计公司 2012-2014 年的 EPS 分别为 1.29、1.73 和 2.13 元，对应动态 PE 分别为 16.40、12.22 和 9.93 倍，公司发展风格稳健，始终注重人才培养和管控力等内功的提升，为公司外延发展提供了持续支撑力，首次给予“强烈推荐”评级。

风险提示:

- 1、直营体系建设加速导致管理能力跟不上；
- 2、直营体系增速较快，费用上升过快。

表 1: 公司 2011-2013 年盈利预测

	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入 (百万元)	1,002.85	1,147.80	1,412.73	1,713.76	1,994.23
营业收入增长率	18.01%	14.45%	23.08%	21.31%	16.37%
EBITDA (百万元)	218.73	264.69	345.67	456.99	553.11
EBITDA 增长率	33.12%	21.01%	30.59%	32.20%	21.03%
净利润 (百万元)	143.64	199.07	257.42	345.55	425.19
净利润增长率	29.40%	38.59%	29.31%	34.23%	23.05%
ROE	7.73%	10.17%	12.04%	14.52%	15.88%
EPS (元)	0.88	1.00	1.29	1.73	2.13
P/E	23.99	21.11	16.40	12.22	9.93

资料来源: 东兴证券研究所

表 2: 盈利预测表 (2009A-2013E)

利润表 (百万元)	2010A	2011A	2012E	增长率%	2013E	增长率%	2014E	增长率%
营业收入	1,002.85	1,147.80	1,412.73	23.08%	1,713.76	21.31%	1,994.23	16.37%
营业成本	612.92	653.63	788.82	20.68%	914.70	15.96%	1,036.97	13.37%
营业费用	155.04	200.86	247.23	23.09%	299.91	21.31%	348.99	16.37%
管理费用	48.25	55.83	67.81	21.47%	82.26	21.31%	95.72	16.37%
财务费用	11.75	-10.26	-4.69	N/A	-5.05	N/A	-5.63	N/A
投资收益	0.00	0.00	0.00	N/A	0.00	N/A	0.00	N/A
营业利润	172.32	232.74	300.85	29.27%	406.53	35.12%	500.23	23.05%
利润总额	172.24	234.44	302.85	29.18%	406.53	34.23%	500.23	23.05%

所得税	28.60	35.36	45.43	28.46%	60.98	34.23%	75.03	23.05%
净利润	143.64	199.07	257.42	29.31%	345.55	34.23%	425.19	23.05%
归属母公司所有者的净利润	143.64	199.07	257.42	29.31%	345.55	34.23%	425.19	23.05%
NOPLAT	153.51	188.92	251.73	33.25%	341.25	35.56%	420.41	23.19%
资产负债表 (百万元)	2010A	2011A	2012E	增长率%	2013E	增长率%	2014E	增长率%
货币资金	1,372.28	452.32	486.49	7.55%	523.54	7.62%	602.54	15.09%
交易性金融资产	0.00	0.00	0.00	N/A	0.00	N/A	0.00	N/A
应收帐款	77.53	127.54	156.97	23.08%	190.42	21.31%	221.59	16.37%
预付款项	75.91	587.17	705.50	20.15%	842.70	19.45%	998.25	18.46%
存货	253.09	311.81	376.29	20.68%	436.34	15.96%	494.67	13.37%
流动资产合计	1,785.95	1,486.21	1,734.33	16.69%	2,004.01	15.55%	2,329.85	16.26%
非流动资产	534.89	744.25	674.39	-9.39%	668.88	-0.82%	660.36	-1.27%
资产总计	2,320.84	2,230.46	2,408.71	7.99%	2,672.88	10.97%	2,990.22	11.87%
短期借款	0.00	0.00	0.00	N/A	0.00	N/A	0.00	N/A
应付帐款	39.24	67.44	80.28	19.03%	93.09	15.96%	105.53	13.37%
预收款项	55.84	39.86	25.73	-35.45%	8.59	-66.61%	-11.35	N/A
流动负债合计	240.72	251.49	270.38	7.51%	292.67	8.24%	312.36	6.73%
非流动负债	221.05	20.84	0.00	N/A	0.00	N/A	0.00	N/A
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	N/A	0.00	N/A	0.00	N/A
母公司股东权益	1,859.07	1,958.14	2,138.33	9.20%	2,380.22	11.31%	2,677.85	12.50%
净营运资本	1,545.22	1,234.72	1,463.95	18.56%	1,711.34	16.90%	2,017.49	17.89%
投入资本 IC	686.79	1,505.81	1,651.84	9.70%	1,856.68	12.40%	2,075.31	11.78%
现金表 (百万元)	2010A	2011A	2012E	增长率%	2013E	增长率%	2014E	增长率%
净利润	143.64	199.07	257.42	29.31%	345.55	34.23%	425.19	23.05%
折旧摊销	34.66	42.21	0.00	N/A	55.51	N/A	58.51	5.40%
净营运资金增加	1,466.13	-310.50	229.22	N/A	247.39	7.93%	306.15	23.75%
经营活动产生现金流	98.37	83.51	177.54	112.61%	185.66	4.57%	250.93	35.15%
投资活动产生现金流	-160.45	-692.39	-50.00	N/A	-50.00	N/A	-50.00	N/A
融资活动产生现金流	1,240.74	-309.44	-93.37	N/A	-98.61	N/A	-121.93	N/A
现金净增 (减)	1,178.66	-918.32	34.17	N/A	37.05	8.43%	79.00	113.24%

分析师简介

谭可

纺织服装行业研究员，2007 年加盟东兴证券研究所，2010-2011 年外派香港研究港股消费板块。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映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。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好： 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性： 相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡： 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。