



品牌服装

2010 年 9 月 17 日

希努尔 (002485)

—以加盟模式为主的北方地区知名男装品牌

合理价值区间: 25-30 元

发行数据

发行股数	5000 万股
发行后总股本	20000 万股
每股发行价格	根据询价结果确定
主承销商	光大证券
第一大股东	新郎希努尔集团

发行前主要股东及持股比例

新郎希努尔集团	56.28%
新郎国际	33.72%
华西集团	4.8%
欧美尔家居	1.5%
北京淡水河	1.5%
北京国鼎瑞丰	1%
青岛金合众科	0.5%
勒堡织造	0.35%
宁波富诚	0.35%

李嫒春

+86 755 21515593

liyc@jyzq.cn

执业证书编号

李嫒春: S0370108110546

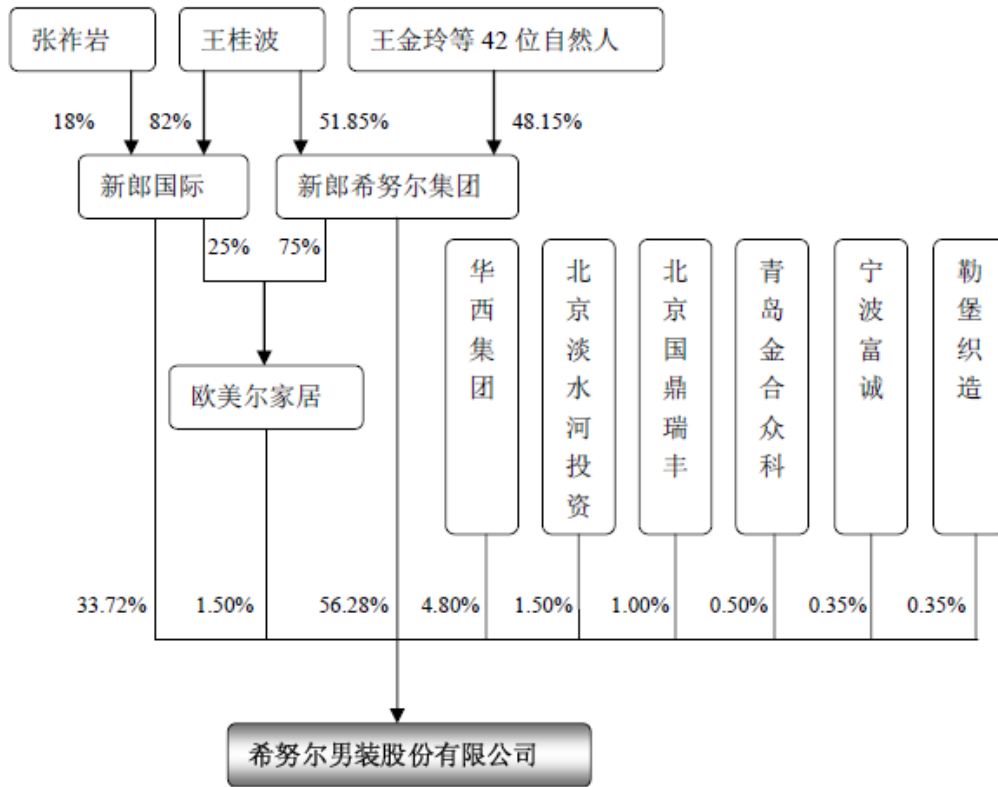
- **北方市场占有率领先的男装品牌。**公司主要从事希努尔品牌的西装、衬衫及其它服饰类产品的设计、生产和销售。根据中国服装协会及中国纺织工业协会统计中心联合公布的 2008-2009 年度中国服装行业竞争力 10 强企业名单, 希努尔男装位列第 4 位。在中国纺织工业协会公布的 2008-2009 年度中国纺织服装企业竞争力 500 强名单中, 希努尔男装位列第 8 位。公司主导产品西服的销售收入 2009 年位居国内同行业上市公司第 2 位。综合竞争力突出。希努尔男装品牌在国内市场尤其是北方市场具有较高的知名度, 根据 2008 年中国纺织建设规划院对希努尔男装主要销售市场的统计数据, 公司在山东、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。
- **以加盟为主, 另有直营、团购、贴牌和网上直销等销售渠道的多元化渠道模式。**公司立足总部山东, 不断扩大终端销售网络, 截至 2010 年 6 月 30 日, 已经拥有了 18 家直营店和 569 家特许加盟店。公司构筑了以山东、河北、河南、山西、江苏、陕西六省为核心的第一市场圈, 以上六省区大部分县级以上城市的主要商业中心都设有希努尔男装的销售网络。公司以第一市场圈为中心在宁夏、甘肃、新疆、西藏、安徽、湖北、内蒙古、东北三省建立了第二市场圈, 下一步将在保持和提高现有市场竞争优势的基础上继续扩大销售区域。庞大的终端营销网络保证了公司产品销量的不断增长。除了加盟和直营渠道模式外, 公司还通过团体订购、国外贴牌和网上直销(包括美尔顿衬衣直销网络和希努尔淘宝商城两部分)等模式扩大销售。加盟、直营、团购、贴牌和网络直销五种渠道模式的收入占比基本稳定, 2010 年上半年上述渠道销售收入分别占主营业务收入的 46.99%、15.77%、17.96%、19.26%和 0.02%。
- **“终身免费干洗”等创新和领先的营销策略, 加强了品牌的美誉度和忠诚度。**公司在同行业内率先推出了对售出的西装实行“终身免费干洗”的策略, 投资数千万元购进了国际先进的干洗设备, 建立了西装行业国内最大的干洗服务中心, 目前拥有近 600 个服务网点。此外, 公司针对消费者个性需求的差异化, 先后推出了量身定制、以旧换新、三件套(一件西装上衣、两条裤子)等营销策略。独特和领先的营销策略, 吸引了众多的消费群体, 提高了消费者对希努尔品牌的忠诚度。

- **产品定位中高端，市场前景广阔。**随着国内中产阶层的不断壮大，国内消费结构不断升级，新服饰消费理念更多地注重品牌、品质、个性化、时尚化，未来国内品牌类服饰的消费将逐步进入黄金增长时期。品牌西服市场在国内具有良好的前景。我国男装西服的品牌集中度比较高，根据中华全国商业信息中心的统计，2009年男西服前十位品牌的市场综合占有率总和为32.14%。品牌消费已经成为男装及整个服装行业的消费特点和消费趋势。从品牌定位的角度看，中高端品牌西服市场的发展潜力相对更大。我国是西服出口大国，但是出口的西服以中低档产品或者贴牌生产为主，单价普遍较低，而国内有大量的中高档品牌西服需要进口，进口单价大大高于出口单价。因此，从国内中高档品牌西服出口具有较大的空间及国内品牌替代进口的中高档品牌西服的角度分析，国内中高档西服市场具有较大的发展潜力。
- **国内规模最大的男装正装生产基地，规模经济效益显著。**中国服装行业协会资料显示，本公司的希努尔男装产业工业园是国内规模最大的男式正装生产基地。公司拥有10条西装上衣生产流水线，12条西裤生产流水线、6条衬衫生产流水线，年生产能力为西装上衣280万件、西裤420万条、衬衫200万件。生产规模上的优势使公司获得显著的规模经济效益，降低了单件产品的生产成本，同时也使公司具有较强的快速交货能力，在同行业中具有明显的竞争优势。
- **财务分析：（1）存货周转率高于行业平均水平。**公司09年的存货周转率为2.04，高于同行上市公司的平均水平，主要源自2007年同一控制下重大资产重组后，业务整合效应逐渐凸现，以及重组后公司高度重视存货管理工作，将存货管理作为工作的重点，加强生产和采购的计划性，大力消化库存，有效地降低了期末存货余额，存货余额逐期降低。**（2）应收账款周转效率显著优于同业上市公司平均水平。**公司一贯执行严格的销售信用政策，严控赊销规模，对加盟商除特定个别情况外，大都实行“款到发货”；公司团体客户与公司签订销售合同后需支付一定比例预付款。因此，相对于公司的销售规模，公司应收账款比例较小。加之公司对应收账款管理能力很强，严格销售回款考核，销售回款情况好，由此公司应收账款周转率一直处于较高水平。**（3）销售收入增长稳定，但未来有望大幅提升。**公司最近三年收入增速放缓，主要由于行业景气度较低，公司采取了谨慎的发展策略，另外加上团购和出口贴牌的减少的影响。但本次IPO之后，公司的渠道网点数量将大幅增加，另外行业景气度也呈不断上升趋势，预计公司未来销售收入将有较大提升。**（4）毛利率持续增长，位居行业前列。**公司毛利率持续增长，稳居行业前列，主要得益于品牌价值提升

推动了高端消费增长、直营店数量的增加、对原料商议价能力增强以及产能利用率提升带来的规模效应。**(5) 期间费用率基本稳定。**公司最近三年期间费用率基本保持稳定，公司在 IPO 之后也将采用稳健的渠道扩张战略，因此预计期间费用率仍将维持在 24% 左右。

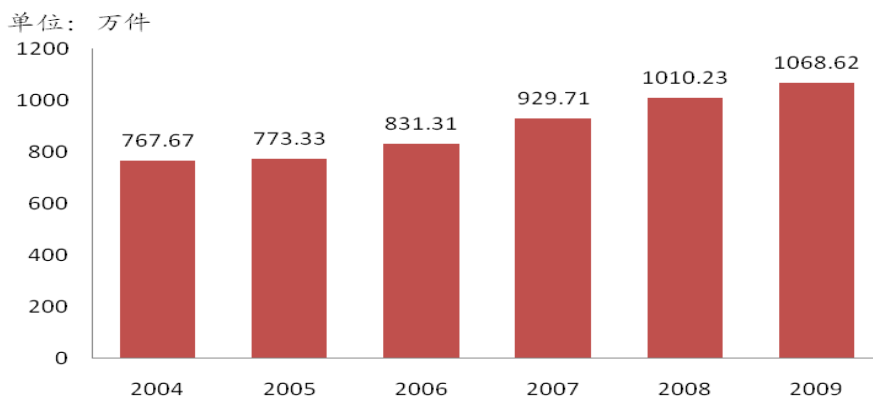
- **未来主要业绩增长点：(1) 终端渠道扩张。**公司截止到今年上半年拥有 18 家直营店和 569 家加盟店。公司计划每年新增 50-100 家加盟店，并将利用募投资金新建 46 家直营店，其中包括 10 家旗舰店和 36 家直营店。公司到 2012 年渠道终端数量计划达到 800 家。终端渠道数量的扩张，将有利于巩固公司的品牌地位，扩大市场份额，带来收入和利润的提升。**(2) 从多个角度促进毛利率的提升。**首先是产品和品类组合方面，促进高端产品的收入占比，提高西服套装和衬衫的收入占比；其次是直营店数量的增加；另外随着公司销售量增加，对上游原材料商的议价能力将进一步加强，公司自身的产能利用率也将有所提升，规模经济效益将更加凸显。
- **募投项目：(1) 营销网络及信息化。**项目投资预算为 54489 万元，包括新建 10 家旗舰店和 36 家直营店，物业通过购买和租赁的方式，选址大部分在公司经营基础较好的北方地区。直营店的增加有利用公司品牌形象的打造和综合毛利率的提升。另外，随着公司渠道规模的扩大，信息化平台的建设可以有效的提高公司的管理效率，加快销售信息传递速度，增强对市场的快速反应能力，降低管理成本。**(2) 设计研发中心。**项目投资预算为 5056.8 万元。公司加大对研发的投入，有利于整合和提升现有的研发力量，为产品的市场拓展和未来开发新的品牌提供有力的技术支持。
- **申购建议：**预计公司 10-12 年按照新股本摊薄后的 EPS 分别为 0.73 元、1 元、1.4 元。给予公司 11 年 25-30 倍的市盈率，相应的合理价格区间为 25-30 元。

图表1 公司发行前股权结构



资料来源：招股意向书

图表2 全国重点大型百货商场男西装销售量



资料来源：《2009-2010 中国服装行业发展报告》

图表3 各种终端渠道销售收入和占比

单位：万元

渠道类型	2010H1		2009		2008		2007	
	销售收入	收入占比	销售收入	收入占比	销售收入	收入占比	销售收入	收入占比
直营店	6,196.08	15.77%	13,686.66	16.24%	13,216.41	15.02%	11,036.23	12.62%
网上销售	9.27	0.02%	23.23	0.03%	10.59	0.01%	--	--
加盟店	18,463.72	46.99%	38,957.91	46.23%	39,910.47	45.36%	39,997.71	45.75%

团体订做	7,058.13	17.96%	15,928.66	18.90%	15,253.27	17.34%	11,279.80	12.90%
国外销售(贴牌)	7,569.71	19.26%	15,667.49	18.59%	19,588.60	22.26%	25,109.76	28.72%

资料来源: 招股意向书

图表4 各类产品的销售收入和占比

单位: 万元

品种	2010H1		2009		2008		2007	
	销售收入	收入占比	销售收入	收入占比	销售收入	收入占比	销售收入	收入占比
西服套装	19,190.75	48.84%	37,797.34	44.86%	40,057.33	45.53%	39,450.21	45.13%
休闲西装	6,695.59	17.04%	17,443.57	20.70%	18,943.70	21.53%	18,682.20	21.37%
西裤	5,000.14	12.72%	10,180.28	12.08%	10,482.38	11.91%	13,080.48	14.96%
衬衫	4,837.84	12.31%	8,299.89	9.85%	7,847.34	8.92%	8,017.72	9.17%
棉服茄克	201.58	0.51%	2,631.42	3.12%	2,767.40	3.15%	2,437.47	2.79%
针织衫	1,603.23	4.08%	3,681.20	4.37%	3,601.24	4.09%	3,037.28	3.47%
其他	1,767.77	4.50%	4,230.25	5.02%	4,279.95	4.86%	2,718.14	3.11%

资料来源: 招股意向书

图表5 各种终端渠道的毛利率情况

	2010H1	2009	2008	2007
直营店	65.85%	62.87%	60.32%	63.34%
网上销售	32.24%	19.93%	38.62%	--
加盟店	42.00%	37.55%	34.91%	36.26%
团体订做	48.75%	40.05%	38.13%	43.47%
国外销售(贴牌)	0.10	13.23%	20.98%	11.49%

资料来源: 招股意向书

图表6 各种产品的毛利率情况

	2010H1	2009	2008	2007
西服套装	48.90%	45.61%	43.11%	42.58%
休闲西装	29.63%	28.38%	30.49%	18.11%
西裤	20.60%	27.04%	29.42%	23.69%
衬衫	50.90%	45.88%	44.50%	45.15%
其他	33.04%	27.90%	20.83%	29.04%

资料来源: 招股意向书

金元证券行业投资评级标准:

- 增持: 行业股票指数在未来6个月内超越大盘;
- 中性: 行业股票指数在未来6个月内基本与大盘持平;
- 减持: 行业股票指数在未来6个月内明显弱于大盘。

金元证券股票投资评级标准:

- 买入: 股票价格在未来6个月内超越大盘15%以上;
- 增持: 股票价格在未来6个月内相对大盘变动幅度为5%~15%;
- 中性: 股票价格在未来6个月内相对大盘变动幅度为-5%~+5%;
- 减持: 股票价格在未来6个月内相对大盘变动幅度为-5%~-15%。

本报告是金元证券研究所的分析师通过深入研究,对公司的投资价值做出的评判,谨代表金元证券研究所的观点,投资者需根据情况自行判断,我们对投资者的投资行为不负任何责任。金元证券研究所无报告更新的义务,如果报告中的具体情况发生了变化,我们将不会另行通知。本报告版权属金元证券股份有限公司及其研究所所有。未经许可,严禁以任何方式将本报告全部或部分翻印和传播。

This report is issued by GSCO Comprehensive Research Institute and based on information obtained from sources believed to be reliable but is not guaranteed as being accurate, nor is it a complete statement or summary of the securities, markets or developments referred to in the report. The report should not be regarded by recipients as a substitute for the exercise of their own judgments. Any opinions expressed in this report are subject to change without notice and GSCO is not under any obligation to upgrade or keep current the information contained herein. 2010. All rights reserved. No part of this report may be reproduced or distributed in any manner without the written permission of GSCO.