

## 希努尔：稳健增长的男装品牌

希努尔（002485）  
投资评级：暂无

### 公司基本情况

公司在北方地区的市场占有率领先，“希努尔”、“新郎·希努尔”、“新郎+XINLANG”被认定中国驰名商标，具有一定品牌优势。公司以自制生产为主、委托加工生产为辅，以直营店和特许加盟店为主、团体订购、贴牌和网上直销为辅的生产销售方式。

### 投资要点：

**内销方面：**公司店面扩张主要以加盟店为主。对开店较为慎重，2008年、2009年及2010年上半年店面数稳健增长，其中以加盟店为主。随着本次募集资金项目完工，直营店数量将增加46家。直营店的单店销售高于加盟店，从而推动公司收入增速提升。

2009年单店坪效较2008年下降4.13%，主要是加盟店坪效下降5.7%所累。自营门店2009年坪效较2008年上升0.82%，较为稳定。2010年服装零售行业整体回暖，预计自营门店和加盟门店的坪效均将有所提升。

**外销：**上半年外销产品结构分化，看点在下半年。西裤销售反映了公司整体外销的回暖。由于西装销售具有明显的季节性因素，因此，在其他条件不变的情况下，下半年休闲西装外销增长值得关注。

### 募集资金投资项目

公司拟公开发行5000万股，募集资金用作营销网络及信息化建设项目、设计和研发中心项目，总投资额59545.8万元。

### 四、盈利预测

预计公司2010年-2012年营业收入增长率分别17.8%、29.25%和17.43%，归属母公司股东净利润1.56亿元、2.19亿元和2.74亿元，EPS0.78元、1.1元和1.37元。

分析师：李振宇

执业证书号：S1490210030001

电话：010-58568200

邮箱：lizhenyu@hrsec.com.cn

---

**图表目录**

---

图表 1: 店面扩张以加盟为主.....	3
图表 2: 自营门店坪效较稳定.....	4
图表 3: 2009 年内外销.....	4
图表 4: 2010 年上半年.....	4
图表 5: 除西裤外, 其他产品毛利率有所提升.....	5
图表 6: 期间费用控制得当.....	5
图表 7: 募集资金投资项目.....	5

## 一、公司基本情况

发行前公司总股本 15000 万股，其中新郎希努尔集团持有 8442 万股，新郎国际持有 5058 万股，华西集团、北京淡水河投资、欧美尔家居分别持有 720 万股、225 万股和 225 万股。

公司实际控制人为王桂波先生，通过新郎希努尔集团、新郎国际以及该两家公司全资子公司间接持有发行人 57.72% 的股权。

公司在北方地区的市场占有率领先，“希努尔”、“新郎·希努尔”、“新郎+XINLANG”被认定中国驰名商标，具有一定品牌优势。

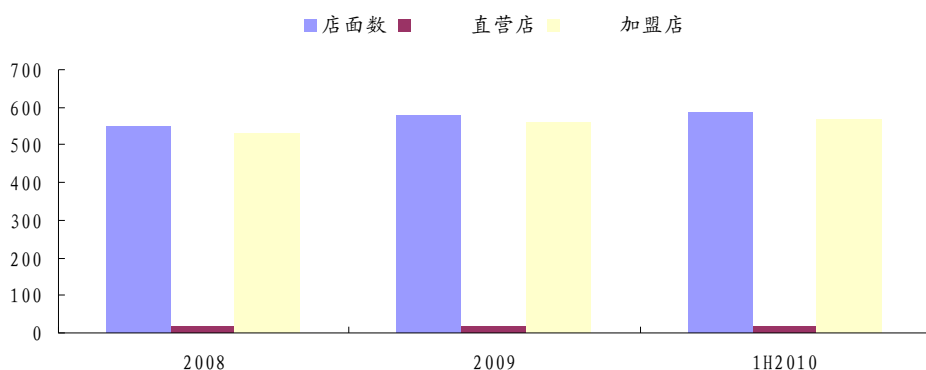
公司以自制生产为主、委托加工生产为辅，以直营店和特许加盟店为主、团体订购、贴牌和网上直销为辅的生产销售方式。

## 二、投资要点

### 1、内销方面：公司店面扩张主要以加盟店为主

公司对开店较为慎重，2008 年、2009 年及 2010 年上半年店面数稳健增长，其中以加盟店为主。随着本次募集资金项目完工，直营店数量将增加 46 家。直营店的单店销售高于加盟店，从而推动公司收入增速提升。

图表 1：店面扩张以加盟为主



数据来源：招股说明书、华融证券

### 2、内销效率：自营门店坪效较稳定

公司直营单店面积平均在 900 平方米左右，加盟店单店面积平均约 120 平方米。2009 年单店坪效较 2008 年下降 4.13%，主要是加盟店坪效下降 5.7% 所累。自营门店 2009 年坪效较 2008 年上升 0.82%，较为稳定。

2010 年服装零售行业整体回暖，预计自营门店和加盟门店的坪效均将有所提

升。

**图表 2：自营门店坪效较稳定**

	2008	2009
单店平效	6624.19	6350.42
YoY		-4.13%
直营店	8990.48	9064.24
YoY		0.82%
加盟店	6093.13	5746.02
YoY		-5.70%

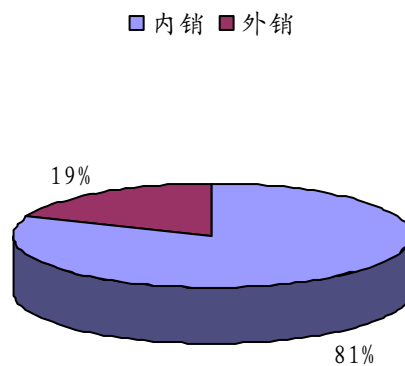
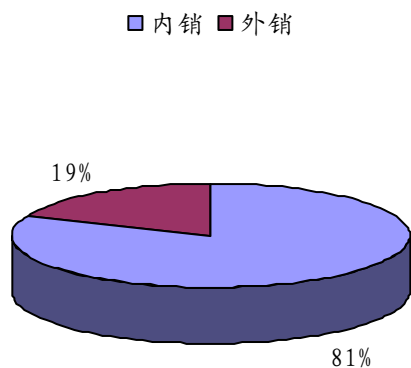
数据来源：招股说明书、华融证券

### 3、外销：上半年外销产品结构分化，看点在下半年

公司外销收入受国际经济形势影响明显，2009 年外销收入 1.5 亿元，较 2008 年下降 21%。2010 年上半年，内外销比例与 2009 年末一致。

**图表 3：2009 年内外销**

**图表 4：2010 年上半年**



数据来源：招股说明书、华融证券

休闲西装和西裤的外销比例较高，从 2008、2009 和 2010 年上半年情况看，两者合计占公司外销收入比例分别 87%、98%和 94%。从分产品销售收入看，2010 年上半年西裤外销收入占 2009 年收入的 74%，休闲西装收入仅占去年全年 36%。上半年外销主要拉动来自外销西裤。

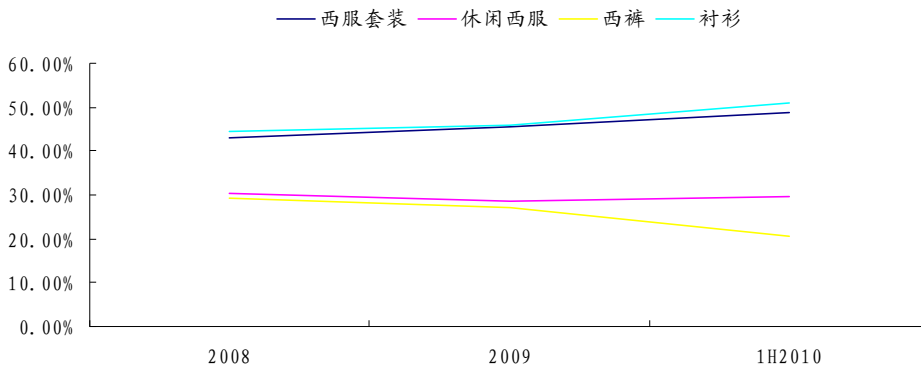
我们认为，西裤销售反映了公司整体外销的回暖。由于西装销售具有明显的季节性因素，因此，在其他条件不变的情况下，下半年休闲西装外销增长值得关注。

### 4、毛利率逐步提升，外销毛利率受产品季节因素影响

公司综合毛利率逐步提升，分店面类型看，贴牌外销毛利率逐步降低，显示外需依然疲弱，结合此前公司外销收入分析，推测这主要是由于外销西装上半年为淡

季，拉低总体毛利率所致。其余自营店、网店、加盟以及定做毛利率均逐步提高。

**图表 5：除西裤外，其他产品毛利率有所提升**



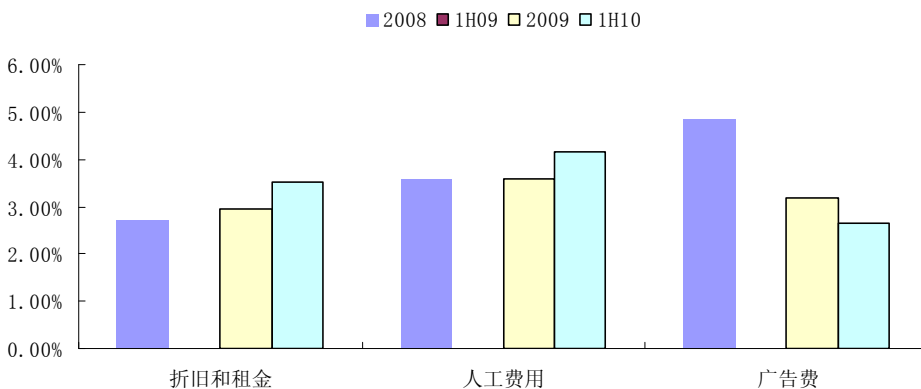
数据来源：招股说明书、华融证券

### 5、期间费用控制得当

2008年、2009年和2010年上半年管理费用率4.36%、5.14%和5.18%。主要是公司折旧费用增长所致。

上述期间的销售费用率分别17.65%、15.73%和17.25%，主要变动原因是广告费用减少及人工和租金有所增长所致。

**图表 6：期间费用控制得当**



数据来源：招股说明书、华融证券

### 三、募集资金投资项目

公司拟公开发行5000万股，募集资金用作营销网络及信息化建设项目、设计和研发中心项目，总投资额59545.8万元。

**图表 7：募集资金投资项目**

序号	项目名称	投资预算	投资计划			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		<b>59,545.80</b>	<b>55,091.10</b>	<b>3,263.78</b>	<b>1,190.92</b>	

数据来源：招股说明书

设计研发中心在青岛，公司拟通过加大研发投入，整合和提升现有研发力量，为产品提供技术支持。

网络建设将全部用于 46 家直营门店开设，其中购买 1.58 万平方米，租金 1.63 万平方米，投资 5.4 亿元，其中建设投资 5 亿元。

#### 四、盈利预测

假设：

1、公司 2010 年、2011 年和 2012 年新增直营门店 7 家、30 家和 9 家；加盟门店每年新增 40 家；

2、2010 年至 2012 年门店坪效增长率分别 10%、8%和 6%；

3、当年新增门店的权重为 0.7，次新门店为 0.9；

4、团体定制和网购增长率分别 5%、3%和 3%；

5、国外贴牌收入增长率 15%、5%和 3%。

预计公司 2010 年-2012 年营业收入增长率分别 17.8%、29.25%和 17.43%，归属母公司股东净利润 1.56 亿元、2.19 亿元和 2.74 亿元，EPS0.78 元、1.1 元和 1.37 元。

**附录：财务预测表**

利润表	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	888.10	849.82	1001.12	1293.95	1519.51
减：营业成本	568.62	532.17	610.69	776.37	896.51
营业税金及附加	0.01	0.00	0.00	0.01	0.01
营业费用	156.77	133.66	157.45	203.51	238.98
管理费用	38.75	43.72	51.51	66.57	78.18
财务费用	-0.17	11.24	3.19	-3.56	-8.30
资产减值损失	1.01	5.92	0.00	0.00	0.00
加：投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>营业利润</b>	123.12	123.10	178.29	251.06	314.14
加：其他非经营损益	-3.48	-0.08	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	119.64	123.02	178.29	251.06	314.14
减：所得税	15.11	12.01	22.29	31.38	39.27
<b>净利润</b>	104.53	111.01	156.00	219.67	274.87
减：少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>归属母公司股东净利润</b>	104.53	111.01	156.00	219.67	274.87
EPS			0.78	1.10	1.37
资产负债表	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
货币资金	104.51	153.13	137.93	280.85	559.57
应收和预付款项	129.63	144.09	174.61	234.32	242.38
存货	295.97	222.97	372.52	384.53	489.68
其他流动资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产和在建工程	268.48	349.09	308.46	267.84	227.21
无形资产和开发支出	14.90	15.35	15.35	15.35	15.35
其他非流动资产	24.19	35.42	17.71	0.00	0.00
<b>资产总计</b>	837.69	920.04	1026.58	1182.89	1534.19
短期借款	60.00	200.00	0.00	0.00	0.00
应付和预收款项	331.65	234.47	421.91	410.48	551.91
长期借款	40.00	20.00	20.00	20.00	20.00
其他负债	18.62	19.64	19.64	19.64	19.64
<b>负债合计</b>	450.27	474.11	461.55	450.12	591.55
股本	150.00	150.00	150.00	150.00	150.00
资本公积	162.53	162.53	162.53	162.53	162.53
留存收益	74.89	133.39	252.51	420.23	630.10
<b>归属母公司股东权益</b>	387.42	445.93	565.04	732.77	942.64

少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>股东权益合计</b>	<b>387.42</b>	<b>445.93</b>	<b>565.04</b>	<b>732.77</b>	<b>942.64</b>
负债和股东权益合计	837.69	920.04	1026.58	1182.89	1534.19
<b>现金流量表</b>	<b>2008A</b>	<b>2009A</b>	<b>2010E</b>	<b>2011E</b>	<b>2012E</b>
经营性现金净流量	120.23	220.49	224.88	191.31	335.41
投资性现金净流量	-48.25	-170.57	0.00	0.00	0.00
筹资性现金净流量	-48.53	56.71	-240.08	-48.39	-56.70
<b>现金流量净额</b>	<b>23.27</b>	<b>106.27</b>	<b>-15.19</b>	<b>142.92</b>	<b>278.72</b>



## 投资评级定义

公司评级		行业评级	
强烈推荐	预期未来6个月内股价相对市场基准指数升幅在15%以上	看好	预期未来6个月内行业指数优于市场指数5%以上
推 荐	预期未来6个月内股价相对市场基准指数升幅在5%到15%	中性	预期未来6个月内行业指数相对市场指数持平
中 性	预期未来6个月内股价相对市场基准指数变动在-5%到5%内	看淡	预期未来6个月内行业指数弱于市场指数5%以上
卖 出	预期未来6个月内股价相对市场基准指数跌幅在15%以上		

## 免责声明

本报告版权归华融证券市场研究部所有。未获得华融证券市场研究部书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。本报告基于华融证券市场研究部及其研究员认为可信的公开资料，但我公司对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不承担任何投资者因使用本报告而产生的任何责任。华融证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务，敬请投资者注意可能存在的利益冲突及由此造成的对本报告客观性的影响。

### 华融证券股份有限公司市场研究部

地址：北京市西城区金融大街8号A座5层(100033)

传真：010-58568159      网址：[www.hrsec.com.cn](http://www.hrsec.com.cn)