

希努尔(002485.SZ)

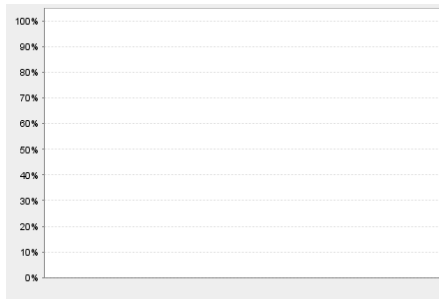
男装群雄争霸 希努尔北方领先

评级: 无
 目标价(元): 23.37-28.99
 消费品小组
 徐晓艳
 S0740210080002
 0531-81776330
 xuxy@qlzq.com.cn
 2010年9月27日

基本状况(发行后)

总股本(百万股)	200.00
流通股本(百万股)	50.00
市价(元)	---
市值(百万元)	---
流通市值(百万元)	---

股价与行业-市场走势对比



业绩预测

指标	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	888.10	849.82	987.14	1,241.37	1,452.23
营业收入增速	0.58%	-4.31%	16.16%	25.75%	16.99%
净利润增长率	45.14%	6.20%	16.52%	40.09%	26.50%
摊薄每股收益(元)	0.70	0.74	0.65	0.91	1.15
前次预测每股收益(元)	—	—	—	—	—
市场预测每股收益(元)	—	—	—	—	—
偏差率(本次-市场/市场)	—	—	—	—	—
市盈率(倍)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
PEG	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
每股净资产(元)	2.58	2.97	9.08	9.76	10.62
每股现金流量	0.79	1.45	0.67	0.85	1.11
净资产收益率	26.98%	24.89%	7.13%	9.29%	10.80%
市净率	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
总股本(百万股)	150.00	150.00	200.00	200.00	200.00

备注: 市场预测取 聚源一致预期

投资要点

- 中国男装进入成熟期, 竞争格局趋于稳定。** 不同于成长阶段对男装品牌的热衷, 成熟阶段人们消费理念更加理性, 更多的关注产品的品质和价格, 行业集中度也有较大幅度的提高, 2010年6月中国男式西装前十大品牌的市场占有率已达到 34.04%。品牌竞争格局已经形成, 竞争态势趋于稳定。
- 男装消费市场品牌分层清晰, 行业未来 5 年增速在 10%-15% 之间。** 消费行为的理性化促使众多的男士西装品牌通过对品牌内涵的诠释和对价格外在的表现细分市场。休闲正装的兴起造成西装行业近期发展迟缓, 预计西装未来 5 年增速在 10%-15% 之间。
- 经营策略符合中档品牌定位, 地域优势促其成长为北方强势品牌。** 高性价比的产品特征在消费行为日趋理性的情况下为公司赢得较高的声誉。较为宽松的竞争环境有利于公司在北方市场的开拓和沉淀。募投项目的建设将显著增强公司的销售能力, 为公司由北方强势品牌向全国强势品牌的转换创造了有力条件。
- 募投项目建设促使公司业绩增长有望超过行业增速。** 虽然行业增速的放缓可能会影响公司未来的发展空间, 但是竞争对手的陆续多元化也有助于公司赢得较多的市场份额。我们认为公司的经营策略符合其品牌的定位, 未来三年收入复合增长率有望超过 18%, 净利润复合增长率达到 27%。
- 2010-2012 年 EPS 为 0.65、0.91 和 1.15 元。** 预测 2010-2012 年净利润分别为 1.29、1.81 和 2.29 亿元, 对应增速分别为 16.52%、40.09% 和 26.50%。我们认为公司合理估值区间为 23.37-28.99 元, 对应 2011 年动态市盈率为 25.80-32 倍, 上市首日定价区间为 29.79-36.83 元。

内容目录

中国男装步入成熟期，竞争格局趋于稳定	- 4 -
中国男装步入成熟期，人们消费理念趋于理性	- 4 -
市场集中度提高，竞争态势趋于稳定	- 4 -
消费市场分层更为鲜明	- 5 -
西装发展增速低于休闲服饰	- 6 -
高性价比的北方男装强势品牌	- 7 -
专注服装制作，收入平稳增长	- 8 -
生产规模具有优势，销售渠道仍需建设	- 9 -
北方品牌竞争力较强，渠道区域特征鲜明	- 10 -
独特有效的营销策略赢得消费者认可	- 11 -
募投项目提高公司销售能力	- 11 -
募投项目投资计划	- 11 -
直营建设有望加速，但加盟仍旧是主要销售渠道	- 12 -
盈利预测	- 12 -
前提假设	- 12 -
预测结果	- 12 -
估值和上市首日定价区间	- 13 -
合理估值区间 23.37-28.99 元	- 13 -
上市首日定价区间为 29.79-36.83 元	- 13 -
风险提示	- 14 -

图表目录

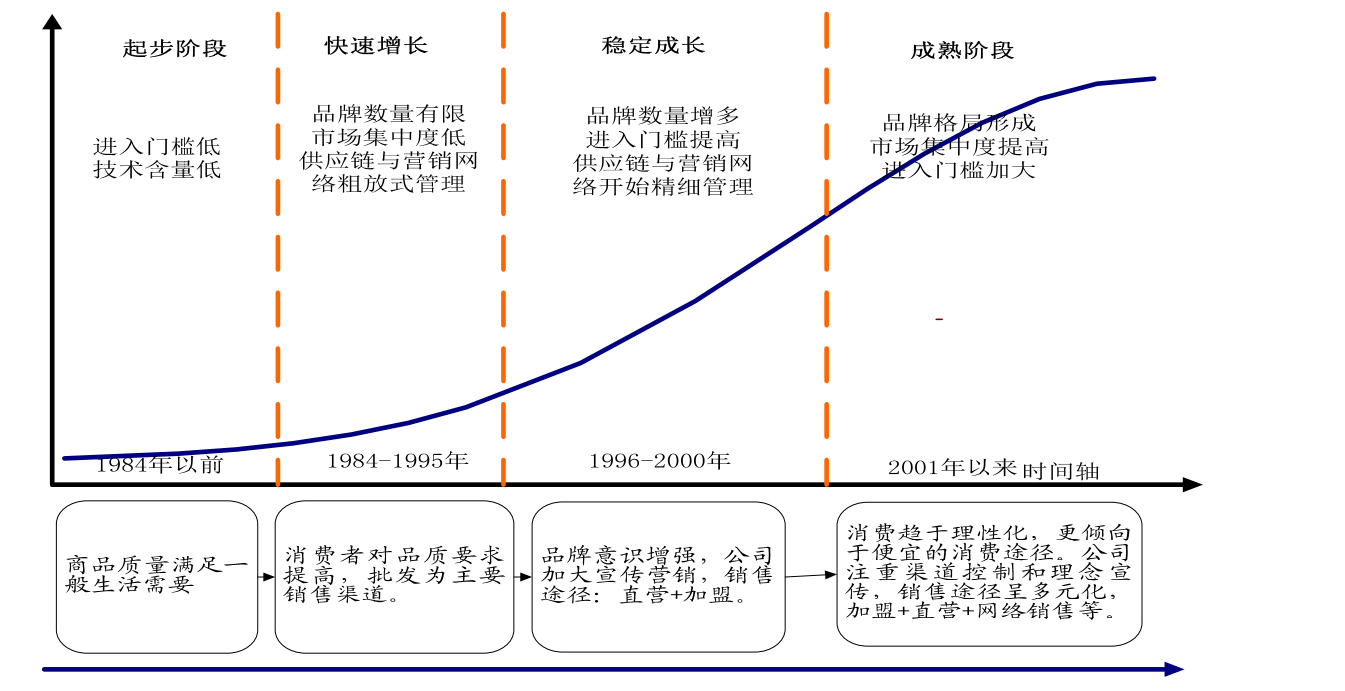
图表 1: 中国男装步入成熟阶段	- 4 -
图表 2: 男西装前十位品牌市场占有率一般在 30%以上	- 5 -
图表 3: 公司主要竞争对手产品多元化趋势明显	- 5 -
图表 4: 消费市场分层更为鲜明	- 6 -
图表 5: 西服产量和销量的复合增长率皆低于服装	- 6 -
图表 6: 西装与休闲服饰的区别	- 7 -
图表 7: 公司经营特点	- 8 -
图表 8: 07-09 收入增速平稳	- 9 -
图表 9: 07-09 利润率平稳提高	- 9 -
图表 10: 西服套装收入占比在 45%以上	- 9 -
图表 11: 加盟收入占比在 45%以上	- 9 -
图表 12: 公司产能利用率较低	- 10 -
图表 13: 公司核心销售区域集中在北方	- 10 -
图表 14: 独特的营销策略	- 11 -
图表 15: 募集资金投资计划	- 11 -
图表 16: 募集资金收入预测 (万元)	- 12 -
图表 17: 业绩预测简表	- 13 -
图表 18: 可比上市公司估值水平 (截止 2010.09.26)	- 13 -
图表 19: 公司店铺收入假设	- 15 -

中国男装步入成熟期，竞争格局趋于稳定

中国男装步入成熟期，人们消费理念趋于理性

- 经历 90 年代中后期稳定成长阶段之后，2001 年以来中国男装进入一个相对成熟的阶段，市场潜在需求放缓，产品销量受制于人口数量和替代需求。。不同于成长阶段对男装品牌的热衷，成熟阶段人们消费理念更加理性，更多的关注产品的品质和价格。稳定成长阶段，公司可以通过供应链和销售网络的精细化管理提升盈利能力，而在成熟阶段，理性消费理念的普及促使公司寻求更为便捷的销售渠道，销售途径多样化。

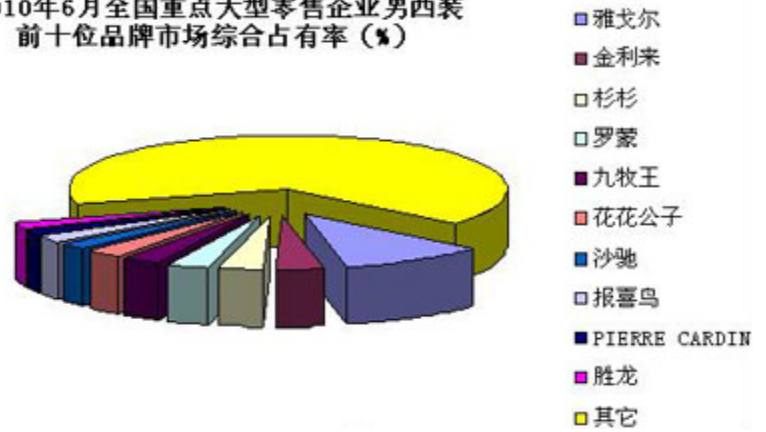
图表 1: 中国男装步入成熟阶段



来源: 齐鲁证券研究所

市场集中度提高，竞争态势趋于稳定

- 在成熟阶段，行业竞争者数量稳定，并开始下降。行业的集中度有较大幅度的提高,2010 年 6 月中国男式西装前十大品牌的市场占有率已达到 34.04%，品牌竞争格局已经形成，竞争态势趋于稳定。其中雅戈尔以 10.72% 的市场综合占有率继续位居榜首，领先优势十分明显。

图表 2: 男西装前十位品牌市场占有率一般在 30% 以上
2010年6月全国重点大型零售企业男西装前十位品牌市场综合占有率(%)


来源: 中华全国商业信息中心

- 行业增速的下滑促使一些西装公司寻求新的盈利增长点, 如雅戈尔开展房地产和项目投资业务, 杉杉股份进军新能源锂电池, 罗蒙涉足房地产业务。业务的多元化使这类公司在服装方面的投入有所放缓, 整个行业的竞争态势趋于稳定。

图表 3: 公司主要竞争对手产品多元化趋势明显

企业名称	服装类产品	09 年服装收入	除服装外多元化业务	主要市场	企业所在地
雅戈尔	西装、衬衫、茄克、T 恤、领带、毛衫、皮革制品等	35.79 亿元	房地产、项目投资	华东地区	浙江宁波
海澜之家	西装、大衣、衬衫、T 恤、皮带、领带等	—	无	华东地区	江苏江阴
杉杉	以西装为主, 兼有衬衫、休闲服等	13.29 亿元	皮革和锂电池	南方地区	浙江宁波
罗蒙	中高档西服及系列服饰产品	—	房地产开发	—	浙江宁波
报喜鸟	西装、衬衫等男士服饰	10.92 亿元	皮鞋、皮革	华东、东北	浙江温州
美尔雅	西服及少量的女装	2.80 亿元	酒店、金融期货	日本、部分国内	湖北黄石
红豆	西装、衬衫、休闲服等系列服饰	4.56 亿元	机械、化纤制造	华东地区	江苏无锡
凯诺科技	西服、职业服等服饰	6.28 亿元	电、汽产品、染整加工	南方地区	江苏江阴
大杨创世	西服、女时装、运动装、职业装、学生装等	8.57 亿元	包装品、蚊帐加工	海外市场	辽宁大连
希努尔	西装、衬衫等男士系列	8.49 亿元	无	北方市场	山东诸城

来源: 齐鲁证券研究所

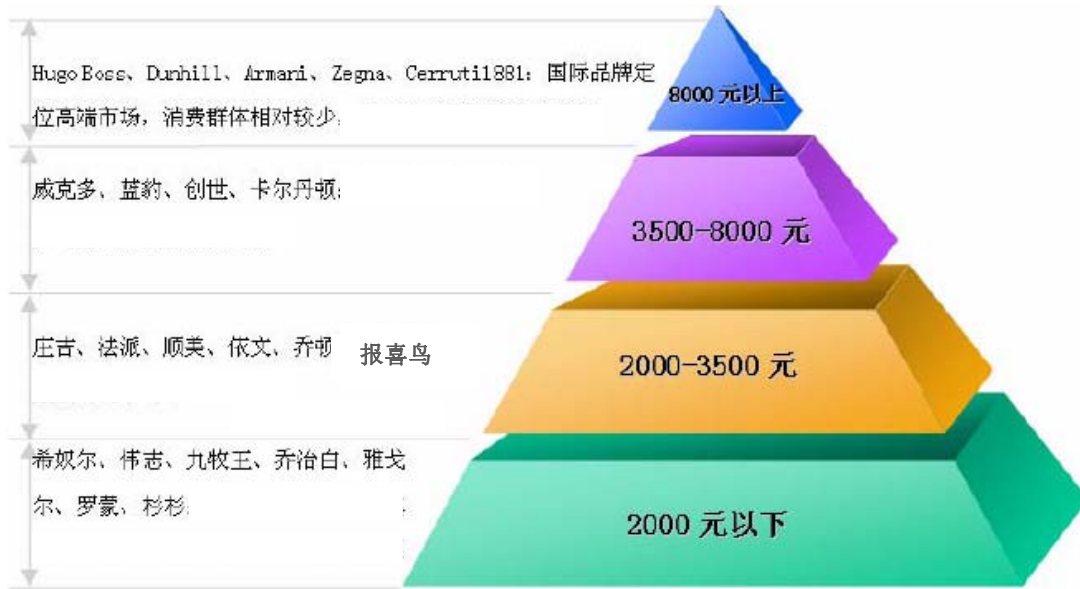
消费市场分层更为鲜明

- 随着收入水平的提高和消费行为的逐步成熟, 人们对西装的消费更为理性, 倾向于选择更适合自己的品牌和价位。终端消费特征差异程度的加大也促使企业对品牌的定位更为谨慎, 对产品的目标人群的定位更为精确。众多的男士西装品牌也在通过对品牌内涵的诠释和对产品价格外在

的表现细分不同收入和消费偏好的人群。

- 在中国男士西装的市场中，除知名的国际品牌之外，威克多、蓝豹、创世和皮尔丹顿售价最高，在 3500-8000 元；其次为庄吉、法派、顺美、依文、乔顿和报喜鸟售价次之；雅戈尔、杉杉、罗蒙和希努尔等为定价在 2000 元以下的中端品牌。

图表 4：消费市场分层更为鲜明

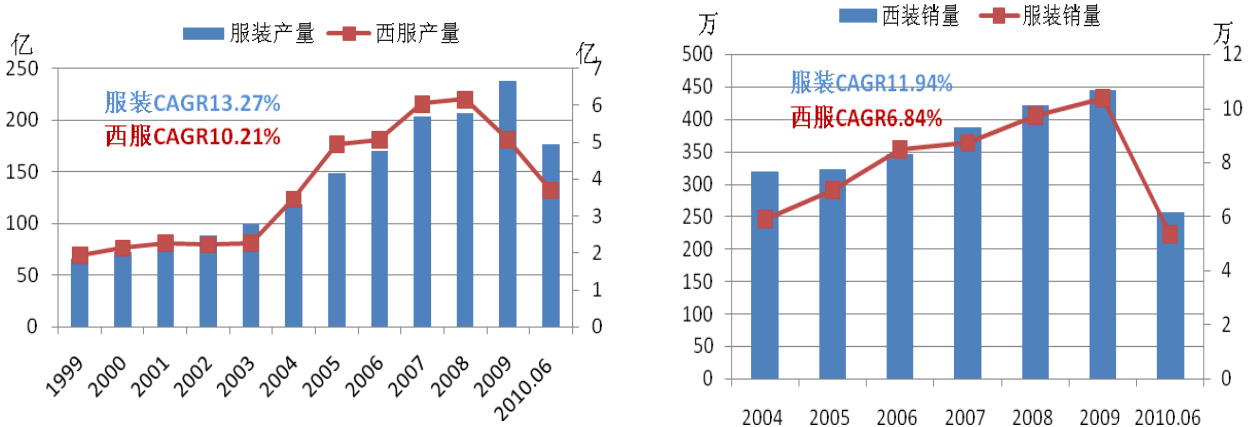


来源：齐鲁证券研究所

西装发展增速低于休闲服饰

- 随着西方服饰文化在中国的流行，西装逐步成为男士在日常工作和商务活动中的主要穿着。基于这个原因，19 世纪 90 年代，西装时尚迅速的普及，产量和销量都有较大幅度的提升。

图表 5：西服产量和销量的复合增长率皆低于服装



来源：齐鲁证券研究所，销量数据为全国重点大型商场销售数据

- 与西装的呆板、保守相比，休闲服饰更为舒适自然，不仅适合工作穿着，同时也是参加晚宴、商务约会的得体服饰。因此休闲式正装逐步取代西装成为日益重视生活品质人们的首选。这也是造成西装行业近阶段发展迟缓的主要原因。预计未来 5-10 年休闲正装仍将保持主流地位，而西装

将以比休闲服饰稍低的增速增长，未来 5 年的增速在 10%-15% 之间。

图表 6: 西装与休闲服饰的区别

	西装	休闲服饰	正装和休闲服饰的区别
流行时期	1990-2000 年	2000 年以来	西方服饰文化在中国的传播使 1990-2000 年西装在中国风靡一时，2000 年以来，休闲服饰取代正装成为市场主流。
季节性	波动较小	波动较大	每年 10 月至次年 2 月为销售旺季，正装的季节性波动小于休闲服饰。
款式更新周期	款式更新频率小	款式更新频率大	西装款式更新的频率较小，由于时尚型元素的存在，休闲服装更新速度较快。
品质要求	较高	一般	人们对西装品质要求较高，主要体现面料和设计方面。
适应场合	单一，正式场合	广泛，舒适自然	西装适应场合一般为正式的工作场合，而休闲服装适应场合广泛。
需求弹性	稳定，较小	波动，较大	应用场合和款式更新周期的差异导致人们对西装需求的弹性小于休闲服装。
清洗要求	严格	不严格	西装清洗要求比较严格，一般要干洗，而休闲服装清洗要求不高。
小结	人们对西装的需求空间小于休闲服饰，未来 10 年休闲服饰仍旧为市场主流，正装的发展速度低于休闲服饰。		

来源：齐鲁证券研究所

高性价比的北方男装强势品牌

- 高性价比的产品特征在消费行为日趋理性的形势下为公司赢得了较高的声誉。北方较为宽松的竞争环境有利于公司在北方市场的开拓和沉淀，募投项目的建设将显著增强公司的销售能力，促进产能的充分利用；直营网络的建设将加大公司对北方地区的辐射力度，同时使公司战线向南方延伸，为公司由北方强势品牌向全国强势品牌转换创造了有力条件。
- 虽然行业增速的放缓可能会影响公司未来的发展空间，但是竞争对手的陆续多元化也有助于公司赢得较多的市场份额。我们认为当前的经营策略符合公司品牌的定位，未来三年业绩将平稳增长，收入复合增长率有望超过 18%，净利润复合增长率有望达到 27%。

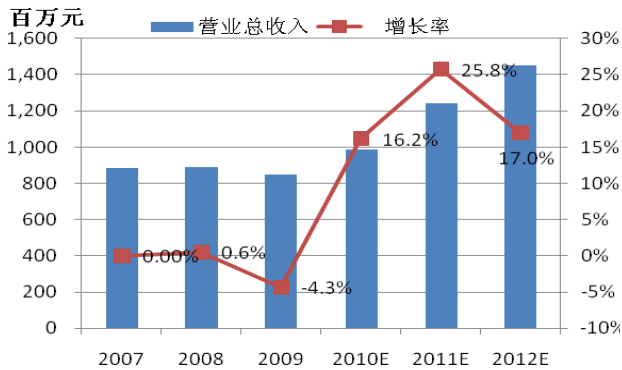
图表 7: 公司经营特点

特征	希努尔	评述	
产品定位 中端	营业状况	2009 年营业收入为 8.5 亿元，近三年收入维持不变。	公司收入规模属于中上，近 3 年增速一般，未超过行业平均水平。
	品牌定位	定位中端，目标客户是人口最多的中等收入人群。	中等收入人群对价格敏感性最高，因此公司更多的关注产品质量和营销服务，而对品牌宣传的投入低于高档品牌。
	竞争策略	高性价比和一体化营销服务赢得中等收入人群的认可。一般采取搭配促销，而非降价促销。	中端价格、高品质产品和服务获得理性消费者的青睐。
规模优势明显，北方地区相对强势	生产规模	国内规模最大的男士正装生产基地，年生产能力为西装上衣 280 万件、西裤 420 万条、衬衫 200 万件。	强大的生产能力为公司减少成本的同时也有助于赢得大份额的团购订单。但是渠道建设的相对滞后使公司产能利用率偏低。
	区域特性	华北和西北相对强势，构筑以山东、河北、河南、山西、江苏、陕西为核心的第一市场圈。	男装品牌所在地集中在东南方向，公司所在地为山东，这使公司在北方营销具有一定先天优势，但向中部和南部扩张的阻力较大。
营销体系趋于成熟	加盟制度	“八个零”制度，其中零装修费（预交一定装修保证金并以 40%、30%和 30%比例三年全部返还）、零库存风险（新加盟两年内所有不影响第二次销售的滞销货品除买断产品，皆无条件给予退换）和零物流成本（全额承担发货、调货、退货的物流成本）对加盟商支持最大。	较强的实质性支持使公司加盟网络在北方二三线城市拓展力度较大。但是从该政策也可以看出公司对加盟商的控制力度较弱，品牌议价能力较低。
	营销网络	2010 年 6 月 30 日，拥有 18 家直营店和 568 家加盟店。	中等收入人群区域的分散促使公司采取相对密集的销售网络，中端的产品特征使加盟成为主要的销售途径。
	营销服务	较为独特，如终身免费干洗、三件套（买套西装送条西裤）、以旧换新政策。	根据西装特点制定的一体化营销服务很好的把握了顾客的更新性需求，赢得顾客持续的关注和购买。
小结	高性价比使公司成为北方的强势品牌，“八个零”制度赢得了加盟商的支持，但是公司对品牌建设投入的不足使其品牌议价能力仍待提高。虽然公司计划利用募集资金加大对直营渠道的投入，但是加盟渠道的稳步推进仍旧是公司销售能力扩张的主要途径。		

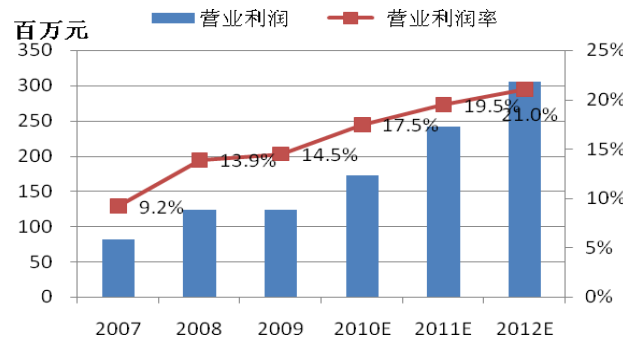
来源：齐鲁证券研究所

专注服装制作，收入平稳增长

- 公司主要从事品牌西服、衬衫等男士服装产品的生产和销售，拥有“希努尔 SINOER”、“新郎·希努尔”、“新郎+XINLANG”三个商标，2006 年完全采用希努尔品牌。公司一直专注于服装的生产和销售，近年收入和利润增长平稳。

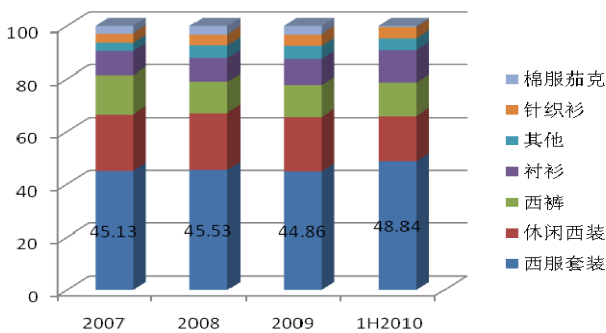
图表 8: 07-09 收入增速平稳


来源: 齐鲁证券研究所

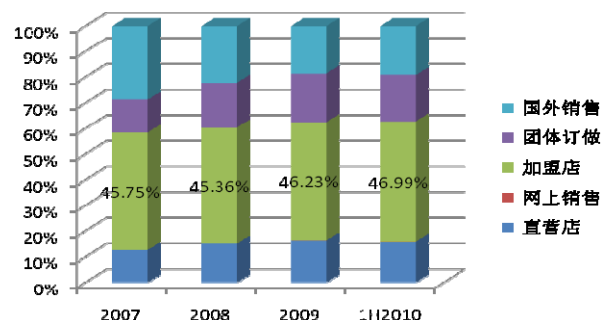
图表 9: 07-09 利润率平稳提高


来源: 齐鲁证券研究所

- 公司主要产品类型为西服套装、休闲西装、西裤、衬衫、棉服夹克和其他服饰,其中西服套装收入占比一般在45%以上;公司以直营和加盟店为主要销售渠道,团购与贴牌为有效补充的销售模式,其中加盟收入占比最大,一般在45%以上。

图表 10: 西服套装收入占比在 45%以上


来源: 齐鲁证券研究所

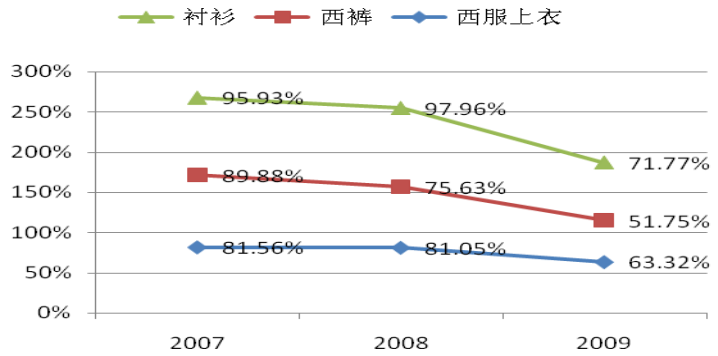
图表 11: 加盟收入占比在 45%以上


来源: 齐鲁证券研究所

生产规模具有优势,销售渠道仍需建设

- 希努尔拥有国内规模最大的男士正装生产基地,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。
- 公司销售网络建设相对缓慢,截止2010年6月30日,希努尔拥有18家直营店和569家加盟店,与七匹狼、雅戈尔等品牌2000、3000家的店铺相比,希努尔销售渠道数目较少。强大的生产能力和较弱的销售能力造成希努尔产能利用率严重不足。

图表 12: 公司产能利用率较低

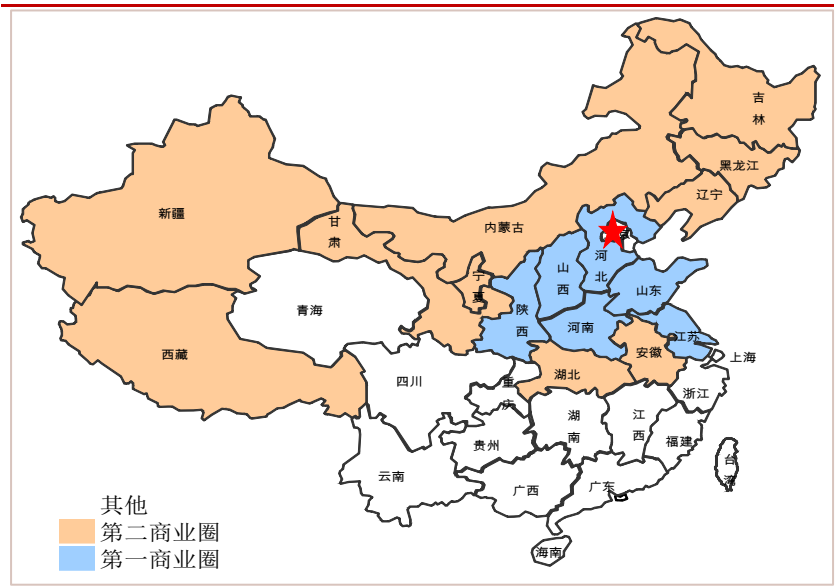


来源: 齐鲁证券研究所

北方品牌竞争力较强，渠道区域特征鲜明

- 由于中国的男装生产厂商主要集中在东南地区，行业竞争在东部和南部较为激烈。北方较为宽松的竞争环境成为公司发展极为有利的条件。地域的优势导致公司男装在北方市场竞争优势明显。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，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。
- 公司的销售网络主要分布在山东、河北、河南、山西、陕西、东北三省和江苏等省份，存在鲜明的区域特征。公司目前构筑了以山东、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皆设有其男装的销售网络。同时，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。地域优势使公司赢得了在北方扩张的先机，但公司要从区域性强势品牌成长成为全国强势品牌仍面临很大的压力。

图表 13: 公司核心销售区域集中在北方



来源: 齐鲁证券研究所

独特有效的营销策略赢得消费者认可

- 公司推出了一系列在行业内具有创新性和领先性的营销策略，包括终生免费干洗、以旧换新、三件套、量身定制等差异化服务，增强了公司品牌忠诚度，赢得了客户持续的关注和购买。针对产品特征推出的营销策略是适合公司当前的发展阶段的，也成为公司品牌的一大特色。

图表 14: 独特的营销策略

营销策略	具体措施	特点与优势
终生免费干洗	购进数千万元干洗设备，建立西装行业国内最大的干洗服务中心。	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
	对自行开展“西装免费干洗服务”的专卖店提供无偿资金和配套支持。另外对销售金额小于或大于 50 万店铺，给予 4% 销售额或 2 万元干洗费用支持	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，使消费者获得真正的优惠，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和客户档案的建立
三件套	购买套西装另送条西裤	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	具体规定了旧西装的折价金额以及对开展此项业务加盟商的补偿标准。	掌握顾客更新需求，提高品牌的忠诚度
量身定制	由直营店和特许加盟店专业人员负责量体，由销售中心报送生产中心组织生产，并在 5-10 天内送达客户。	满足消费者的个性化需求，扩大客户来源，增加销量

来源：齐鲁证券研究所

- 由于西装清洗一般要求干洗，而一些二三线城市干洗设施不完善，为最大程度的赢得顾客的认同，公司率先推出终生免费干洗服务，购进数千万元干洗设备，建立西装行业国内最大的干洗服务中心。同时公司对自行开展“西装免费干洗服务”的专卖店提供无偿资金和配套支持。另外对销售金额小于或大于 50 万店铺，给予 4% 销售额或 2 万元干洗费用支持。免费干洗服务成为公司产品高性价比的重要表现。

募投项目提高公司销售能力
募投项目投资计划

- 公司拟公开发行 5000 万股，所募集资金用于营销网络及信息化建设项目和设计研发中心项目，总计投资额为 59545.8 万元。

图表 15: 募集资金投资计划

项目名称	投资预算(万元)	投资计划(万元)			建设期
		第一年	第二年	第三年	
营销网络及信息化建设	54,489.00	50,034.3	3,263.78	1,190.92	12 个月
设计研发中心	5,056.80	5,056.80			12 个月
合计	59,545.80	55,091.10	3,263.78	1,190.92	12 个月

来源：齐鲁证券研究所

直营建设有望加速，但加盟仍旧是主要销售渠道

- 公司计划拟通过加大对直营模式的投入来扩展销售渠道，计划新开10家旗舰店，36家直营店，店铺总销售面积为26034平米，项目达产后新增销售收入33601.20万元，净利润7666.10万元。

图表 16: 募集资金收入预测 (万元)

项目	第 2 年	第 3 年	第 11 年	合计
营业收入	23,520.80	33,601.20		33,601.20	325,931.60
总成本费用	19,744.90	23,405.70		23,379.70	230,266.40
利润总额	3,775.90	10,195.50		10,221.50	95,665.20
净利润	2,831.90	7,646.60		7,666.10	71,749.00
利润率	16.05%	30.34%		30.42%	29.35%

来源：齐鲁证券研究所

- 直营网络的建设将较大程度的增强公司的销售能力，提高公司的产能利用率。但是强大的复制能力和灵活性导致加盟模式依旧是公司下阶段渠道扩张的主要途径。

盈利预测
前提假设

- **直营店铺:** 2010年新建10家直营店，其中旗舰店5家，新增总面积4840平米，其余36家直营店在2011年完成，新建店铺平效为1.25万元/平米，2010-2012新增店铺收入分别为完全达产的40%、80%和100%。销售毛利率分别为63.5%、63%和63%。
- **加盟店铺:** 2010-2012年新建加盟商的数量分别是50、60和60家，平均面积为2007-2009每家店铺平均面积即120平米。加盟店铺前三年达产率为80%、90%和100%，达产平效为0.68万元/平米。销售毛利率分别为40%、38%和38%。
- **终端零售价格:** 年增长幅度为6%，因此原有直营和加盟店铺平效年增长幅度为6%。
- **团购和网购收入:** 2010-2012年团购和网点收入小幅增长，其中团购收入增幅为10%、12%和5%，网店收入增幅为5%、8%和8%。
- **外销收入:** 由于外部贸易环境转好，因此假设2010年公司外销收入具有较大幅度的反弹，2011和2012年外销收入保持5%的小幅增长。
- **销售费用率:** 2010-2012年分别为16.45%、16.75%和16.30%。
- **管理费用率:** 2010-2012年为5%。
- **所得税率:** 根据2005年诸城市国税局向公司下发的《外商投资企业税收优惠资格确认书》，公司所得税率2005-2006免征，2007-2009减半征收，2010年以后为25%。

预测结果

- 基于上述核心假设，预测2010-2012年公司营业收入分别为9.87、12.41

和 14.52 亿元，增速分别为 16.16%、25.75%和 16.99%；净利润分别为 1.29、1.81 和 2.29 亿元，对应增速 16.52%、40.09%和 26.50%。2010-2012 基本每股收益分别为 0.65、0.91 和 1.15 元。

图表 17: 业绩预测简表

指标	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入 (百万元)	888.10	849.82	987.14	1,241.37	1,452.23
营业收入增速	0.58%	-4.31%	16.16%	25.75%	16.99%
净利润增长率	45.14%	6.20%	16.52%	40.09%	26.50%
摊薄每股收益 (元)	0.70	0.74	0.65	0.91	1.15

来源：齐鲁证券研究所

估值和上市首日定价区间

图表 18: 可比上市公司估值水平 (截止 2010.09.26)

证券代码	证券简称	最新收盘价	EPS			PE		
			2009A	2010E	2011E	2009A	2010E	2011E
002029.SZ	七匹狼	34	0.72	0.96	1.22	47.17	35.42	27.91
002154.SZ	报喜鸟	26.6	0.63	0.84	1.07	42.24	31.86	24.82
600884.SH	杉杉股份	20.46	0.23	0.79	0.95	88.34	25.80	21.43
600233.SH	大杨创世	18.05	0.67	0.61	0.73	26.81	29.47	24.78
002425.SZ	凯撒股份	30.47	0.55	0.73	0.96	55.85	41.59	31.58
002269.SZ	美邦服饰	27.10	0.60	0.73	0.97	45.08	37.21	27.92
002293.SZ	罗莱家纺	69.33	1.03	1.40	1.84	67.36	49.44	37.59
002397.SZ	梦洁家纺	42.08	0.94	0.98	1.27	44.88	42.75	33.07
002327.SZ	富安娜	43.10	0.64	0.93	1.16	67.02	46.34	37.09
平均						53.86	37.76	29.58

来源：齐鲁证券研究所

合理估值区间 23.37-28.99 元

- 选取服装和家纺类上市公司作为相对估值参考对象，可比上市公司 2011 年动态市盈率在 25-49 倍，平均在 37.76 倍，剔除家纺后平均为 33.56 倍，我们认为公司合理估值区间为 23.37-28.99 元，对应 2011 年动态市盈率为 25.80-32 倍。

上市首日定价区间为 29.79-36.83 元

- 希努尔 IPO 股票将于近日上市交易，发行价格为 26.60 元，对应 2011 年市盈率 29.31 倍。公司本次发行共计 5000 万股，占发行后总股本 25%。
- 我们选取 7-9 月份 A 股中小板股票进行统计，其中剔除涨幅翻倍的股票后上市首日平均涨幅为 38.45%，按希努尔 26.60 元计算，对应公司股票价格为 36.83 元。
- 参考 7-9 月上市的消费类股票首日上市表现 (13.99%-177.24%)，我们预测希努尔上市首日定价区间为 29.79-36.83 元。

风险提示

- **募投项目进展达不到预期的风险：**募投项目的建设将使公司未来两年进入销售网络增加带来的外延扩张时期，若募投项目建设达不到预期进度，将影响公司的盈利预测。
- **原料价格波动的风险：**面辅料等主要原材料占营业成本的比重在60%-70%，若原材料价格大幅上涨，而公司产品价格未能及时提价，将影响公司盈利能力。

图表 19: 公司店铺收入假设

项 目	2007	2008	2009	1H10	2010E	2011	2012
直营店铺							
平均销售收入 (万元/店)	848.94	826.03	760.37	344.23	611.48	500.79	632.28
增长率 (YOY)	—	-2.70%	-7.95%	—	-19.58%	-18.10%	26.26%
店铺数量	13.00	16.00	18.00	18.00	28.00	64.00	68.00
增长率 (YOY)	—	23.08%	12.50%	—	55.56%	128.57%	6.25%
销售面积 (平米)	11700.00	14694.00	15113.00	15113.00	19953.00	41147.00	42047.00
平效 (万元/平米)	0.94	0.90	0.91	0.41	0.86	0.78	1.02
销售收入 (万元)	11,036.23	13,216.41	13,686.66	6,196.08	17,121.46	32,050.29	42,995.27
增长率 (YOY)	—	19.75%	3.56%	—	25.10%	87.19%	34.15%
毛利率	63.34%	60.32%	62.87%	65.85%	63.50%	63.00%	63.00%
销售成本	4,045.88	5,244.27	5,081.86	2,115.96	6,249.33	11,858.61	15,908.25
增长率 (YOY)	—	29.62%	-3.10%	—	22.97%	89.76%	34.15%
毛利 (万元)	6,990.35	7,972.14	8,604.80	4,080.12	10,872.13	20,191.68	27,087.02
增长率 (YOY)	—	14.04%	7.94%	—	26.35%	85.72%	34.15%
占总销售额比重	12.62%	15.02%	16.24%	15.77%	17.34%	25.82%	29.61%
占主营业务利润比重	23.87%	25.04%	27.15%	25.43%	27.95%	39.76%	44.29%
加盟店铺							
平均销售收入 (万元/店)	78.74	75.16	69.69	32.45	73.01	76.66	80.59
增长率 (YOY)	—	-4.54%	-7.28%	—	4.76%	5.00%	5.13%
店铺数量	508.00	531.00	559.00	569.00	609.00	669.00	729.00
增长率 (YOY)	—	4.53%	5.27%	—	8.94%	9.85%	8.97%
销售面积 (平米)	61468.00	65524.00	67868.00	68849.00	73689.00	80949.00	88209.00
平效 (万元/平米)	0.65	0.61	0.57	0.27	0.60	0.63	0.67
销售收入 (万元)	39,997.71	39,910.47	38,957.91	18,463.72	44,462.01	51,285.00	58,750.33
增长率 (YOY)	—	-0.22%	-2.39%	—	14.13%	15.35%	14.56%
毛利率	36.26%	34.91%	37.55%	42.00%	40.00%	38.00%	38.00%
销售成本 (万元)	25,494.54	25,977.72	24,329.21	10,708.96	26,677.21	31,796.70	36,425.21
增长率 (YOY)	—	1.90%	-6.35%	—	9.65%	19.19%	14.56%
毛利 (万元)	14,503.17	13,932.75	14,628.70	7,754.76	17,784.80	19,488.30	22,325.13
增长率 (YOY)	—	-3.93%	5.00%	—	21.57%	9.58%	14.56%
占总销售额比重	45.75%	45.36%	46.23%	46.99%	45.04%	41.31%	40.46%
占主营业务利润比重	49.53%	43.77%	46.16%	48.34%	45.72%	38.37%	36.50%
团购							
销售收入 (万元)	11,279.80	15,253.27	15,928.66	7,058.13	17,521.53	19,624.11	20,605.31
增长率 (YOY)	—	35.23%	4.43%	—	10.00%	12.00%	5.00%
毛利率	43.47%	38.13%	40.05%	48.75%	45.00%	42.00%	42.00%
销售成本	6,376.47	9,437.20	9,549.23	3,617.29	9,636.84	11,381.98	11,951.08
增长率 (YOY)	—	48.00%	1.19%	—	0.92%	18.11%	5.00%
毛利	4,903.33	5,816.07	6,379.43	3,440.84	7,884.69	8,242.13	8,654.23
增长率 (YOY)	—	18.61%	9.69%	—	23.60%	4.53%	5.00%
占总销售额比重	12.90%	17.34%	18.90%	17.96%	17.75%	15.81%	14.19%
占主营业务利润比重	16.75%	18.27%	20.13%	21.45%	20.27%	16.23%	14.15%
网购							
销售收入 (万元)	0.00	10.59	23.23	9.27	24.39	26.34	28.45
增长率 (YOY)	—	#DIV/0!	119.36%	—	5.00%	8.00%	8.00%
毛利率	—	38.62%	19.93%	32.24%	30.00%	30.00%	30.00%
销售成本	0.00	6.50	18.60	6.28	17.07	18.44	19.92
增长率 (YOY)	—	#DIV/0!	186.15%	—	-8.21%	8.00%	8.00%
毛利	0.00	4.09	4.63	2.99	7.32	7.90	8.54
增长率 (YOY)	—	#DIV/0!	13.20%	—	58.05%	8.00%	8.00%
占总销售额比重	0.00%	0.01%	0.03%	0.02%	0.02%	0.02%	0.02%
占主营业务利润比重	0.00%	0.01%	0.01%	0.02%	0.02%	0.02%	0.01%
外销							
销售收入 (万元)	25,109.76	19,588.60	15,667.49	7,569.71	19,584.36	21,151.11	22,843.20
增长率 (YOY)	—	-21.99%	-20.02%	—	25.00%	8.00%	8.00%
毛利率	11.49%	20.98%	13.23%	10.09%	12.00%	13.50%	13.50%
销售成本	22,224.65	15,478.91	13,594.68	6,805.93	17,234.24	18,295.71	19,759.37
增长率 (YOY)	—	-30.35%	-12.17%	—	26.77%	6.16%	8.00%
毛利	2,885.11	4,109.69	2,072.81	763.78	2,350.12	2,855.40	3,083.83
增长率 (YOY)	—	42.44%	-49.56%	—	13.38%	21.50%	8.00%
占总销售额比重	28.72%	22.26%	18.59%	19.26%	19.84%	17.04%	15.73%
占主营业务利润比重	9.85%	12.91%	6.54%	4.76%	6.04%	5.62%	5.04%
销售收入小计	87423.50	87979.34	84263.95	39296.91	98713.75	124136.85	145222.57
增长率 (YOY)	—	0.64%	-4.22%	—	17.15%	25.75%	16.99%
销售成本小计	58141.54	56144.61	52573.58	23254.42	59814.69	73351.44	84063.82
毛利	29281.96	31834.73	31690.37	16042.49	38899.06	50785.41	61158.75
平均毛利率	33.49%	36.18%	37.61%	40.82%	39.41%	40.91%	42.11%

来源: 齐鲁证券研究所

附录1 历史推荐和目标定价

	日期	评级	市价	目标价
1	2010-09-26	无	** **	23.37 ~ 28.99
2	****_**_**	XX	** **	** ** ~ ** **
3	****_**_**	XX	** **	** ** ~ ** **

来源：齐鲁证券研究所

附录2：财务预测简表
损益表 (人民币百万元)

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业总收入	883	888	850	997	1,260	1,503
增长率	—	0.6%	-4.3%	17.3%	26.4%	19.3%
营业成本	-590	-569	-532	-604	-745	-867
% 销售收入	66.8%	64.0%	62.6%	60.6%	59.1%	57.7%
毛利	293	319	318	393	515	636
% 销售收入	33.2%	36.0%	37.4%	39.4%	40.9%	42.3%
营业税金及附加	0	0	0	0	0	0
% 销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
营业费用	-146	-157	-134	-164	-211	-245
% 销售收入	16.6%	17.7%	15.7%	16.5%	16.8%	16.3%
管理费用	-41	-39	-44	-50	-57	-68
% 销售收入	4.6%	4.4%	5.1%	5.0%	4.5%	4.5%
息税前利润 (EBIT)	105	124	140	179	247	323
% 销售收入	11.9%	14.0%	16.5%	18.0%	19.6%	21.5%
财务费用	-22	0	-11	-5	3	2
% 销售收入	2.5%	0.0%	1.3%	0.5%	-0.2%	-0.2%
资产减值损失	-2	-1	-6	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0	0
% 税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	81	123	123	174	250	326
营业利润率	9.2%	13.9%	14.5%	17.5%	19.8%	21.7%
营业外收支	0	-3	0	0	0	0
税前利润	81	120	123	174	250	326
利润率	9.2%	13.5%	14.5%	17.5%	19.8%	21.7%
所得税	-9	-15	-12	-44	-62	-81
所得税率	11.6%	12.6%	9.8%	25.0%	25.0%	25.0%
净利润	72	105	111	131	187	244
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	72	105	111	131	187	244
净利率	8.2%	11.8%	13.1%	13.1%	14.9%	16.3%

现金流量表 (人民币百万元)

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	72	105	111	131	187	244
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	28	32	42	8	23	8
非经营收益	19	-1	5	6	1	1
营运资金变动	36	-16	59	-11	-36	-19
经营活动现金净流	156	119	218	134	175	235
资本开支	15	49	172	271	283	2
投资	0	0	0	0	0	0
其他	-408	1	2	0	0	0
投资活动现金净流	-423	-48	-171	-271	-283	-2
股权募资	0	80	0	972	0	0
债权募资	11	100	120	-200	0	0
其他	213	-229	-64	-6	-34	-48
筹资活动现金净流	224	-49	56	765	-34	-48
现金净流量	-43	22	104	628	-142	184

来源：齐鲁证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
货币资金	14	131	185	814	672	856
应收款项	58	84	66	85	109	130
存货	308	296	223	303	371	433
其他流动资产	48	45	78	75	98	112
流动资产	428	557	552	1,277	1,250	1,531
% 总资产	63.5%	64.2%	57.6%	65.6%	57.3%	62.4%
长期投资	0	0	0	29	29	29
固定资产	231	268	349	588	841	833
% 总资产	34.3%	31.0%	36.4%	30.2%	38.6%	34.0%
无形资产	12	39	51	46	53	55
非流动资产	246	310	406	670	929	924
% 总资产	36.5%	35.8%	42.4%	34.4%	42.7%	37.6%
资产总计	674	867	959	1,947	2,179	2,455
短期借款	0	60	200	0	0	0
应付款项	429	332	234	320	386	454
其他流动负债	26	29	39	71	98	121
流动负债	454	421	473	392	484	576
长期贷款	0	40	20	20	20	20
其他长期负债	17	19	20	20	20	20
负债	471	480	513	431	523	615
普通股股东权益	203	387	446	1,516	1,656	1,839
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	674	867	959	1,947	2,179	2,455

比率分析

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
每股指标						
每股收益 (元)	17.429	0.697	0.740	0.654	0.936	1.222
每股净资产 (元)	49.099	2.583	2.973	7.578	8.280	9.196
每股经营现金净流 (元)	37.681	0.795	1.454	0.671	0.876	1.173
每股股利 (元)	0.000	0.000	0.000	0.164	0.234	0.305
回报率						
净资产收益率	35.50%	26.98%	24.89%	8.63%	11.31%	13.28%
总资产收益率	10.69%	12.06%	11.58%	6.72%	8.59%	9.95%
投入资本收益率	49.24%	30.40%	26.33%	19.39%	19.00%	24.90%
增长率						
营业总收入增长率	—	0.58%	-4.31%	17.28%	26.40%	19.32%
EBIT增长率	—	17.65%	13.15%	27.76%	37.86%	30.91%
净利润增长率	—	45.14%	6.20%	17.85%	43.16%	30.45%
总资产增长率	—	28.65%	10.58%	103.06%	11.94%	12.63%
资产管理能力						
应收账款周转天数	11.1	27.4	30.1	29.2	29.5	29.4
存货周转天数	95.4	194.0	178.0	183.3	181.5	182.1
应付账款周转天数	41.2	62.7	39.6	47.6	47.4	46.2
固定资产周转天数	42.6	97.5	132.6	135.5	133.2	137.5
偿债能力						
净负债/股东权益	-6.75%	-8.04%	7.80%	-52.37%	-39.37%	-45.47%
EBIT利息保障倍数	4.8	-720.5	12.5	37.5	-92.3	-138.1
资产负债率	69.89%	55.31%	53.49%	22.15%	24.01%	25.07%

投资评级说明

买入： 预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 15% 以上
增持： 预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 5%-15%
持有： 预期未来 6-12 个月内波动幅度在 -5%+5%
减持： 预期未来 6-12 个月内下跌幅度在 5% 以上

重要声明:

本报告仅供齐鲁证券有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“齐鲁证券有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“齐鲁证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

上海
联系人:王莉本
电话:021-58303470
手机:13641659577
传真:021-58318543
邮编:200122
地址:上海市浦电路 438 号双
鸽大厦 19 楼

深圳
联系人:李霖
电话:0755-23819303
手机:15816898448
传真:0755-82717806
邮编:518048
地址:深圳市福田区深南大道
4011 号港中旅大厦 6 楼

北京
联系人:张哲
电话:021-58206173
手机:18621368050
传真:021-58318543
邮编:200122
地址:上海市浦电路 438 号双
鸽大厦 19 楼

济南
联系人:韩丽萍
电话:0531-81283786
手机:15806668226
传真:0531-81283791
邮编:250010
地址:山东济南经十路 17703
号华特广场 B501