

北方二、三线市场西装龙头

暂无评级

投资要点:

- 公司以内销为主，是国内定位中端的男正装品牌运营商之一。2009年收入规模 8.43 亿，其中，直营、加盟、团体定做、出口业务收入 1.37、3.89、1.59、1.57 亿，各占 16.2%、46.2%、18.9%、18.59%；直营与加盟收入共 5.26 亿，具备一定品牌运营实力。
- 公司在北方二三线市场具领先地位，采取与其中端定位相符合的经营策略。至 2010H1，公司拥有渠道数量 587 家，其中直营 18、加盟 569 家，主要集中在长江以北，区域性定位特征显著。加盟商“八个零”策略，营销策略上“终生免费干洗”、“三件套”、“以旧换新”等均较好符合公司定位。
- 募集资金主要投向直营店建设、设计研发项目。公司计划使用募投资金 5.45 亿建设 46 家直营渠道，5000 万建设设计研发中心。在加大直营店建设带动下，我们预计 2010-2012 年主营业务收入分别为 10.8、12.6、15.17 亿元，净利润分别为 1.41、1.84、2.41 亿元，每股收益分别为 0.71、0.92、1.20 元，按照行业平均估值水平，给予 2011 年 25-30 倍市盈率，对应合理价值 23-27.6 元。
- 风险因素。(1) 由于募投项目主要投向直营店建设，如果费用控制不当，将会影响净利润增速。(2) 如果公司品牌形象提升带来的提价效应不足以覆盖原料及劳动力成本上涨压力，将影响净利润增速。

合理估值区间: 23.0-27.6 元

分析师

马莉

✉: mali_yj@chinastock.com.cn

☎: (8610) 6656 8489

执业证书编号: S0130210060022

市场数据

时间 2010.10.14

发行价格(元)	26.60
上证指数	2879.6
发行股数(万股)	5000.00
发行后总股本(万股)	20000.00
预计募集资金(亿元)	13.30
预计上市时间	2010.10.15
主承销商	光大证券

主要财务指标

	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	882.9	888.1	849.8	1080.1	1260.6	1516.9
收入增长率%	0.00%	0.58%	-4.31%	27.09%	16.71%	20.33%
EBITDA(百万元)	131.5	155.2	177.1	224.1	294.4	383.0
净利润(百万元)	72.0	104.5	111.0	141.3	184.1	240.8
摊薄 EPS(元)	0.48	0.70	0.74	0.71	0.92	1.20
PE	55.4	38.2	35.9	37.7	28.9	22.1
EV/EBITDA(X)	0.7	25.5	22.7	17.9	14.1	10.8
PB	0.54	10.30	8.95	2.77	2.53	2.27
ROIC	45.9%	22.2%	19.0%	7.4%	8.7%	10.3%
总资产周转率	2.62	1.15	0.93	0.66	0.52	0.57

资料来源: 公司招股说明书 中国银河证券研究部

目 录

一、发行人概况与发行方案.....	1
(一) 发行人简介与发行前后股本变化.....	1
(二) 发行人主营业务介绍与分析.....	2
(三) 募集资金计划简介.....	2
二、关键假设、盈利预测.....	3
三、公司估值分析.....	4
(一) 相对估值分析.....	4
(二) 投资建议和评级.....	4
四、希努尔在北方二、三线西服市场处于领先地位.....	5
(一) 以加盟为主，现货模式和订单模式相结合的订货制度.....	5
(二) 定位中端，在北方二、三线市场具领先地位.....	5
(三) 经营策略符合其中档定位.....	6
(四) 与可比上市公司--报喜鸟对比.....	6
五、预计未来直营增速较快，其他业务相对平稳.....	7
(一) 直营业务：历史收入平稳增长，未来将加大投入力度.....	7
(二) 加盟业务：收入略有波动，未来有望在直营及区域扩张带动下平稳增长.....	7
(三) 团购业务：历史收入增速较快，未来依赖于接单水平.....	8
(四) 出口业务：海外市场变动导致收入波动较大.....	8
六、风险因素.....	9
插图目录.....	11
表格目录.....	11

一、发行人概况与发行方案

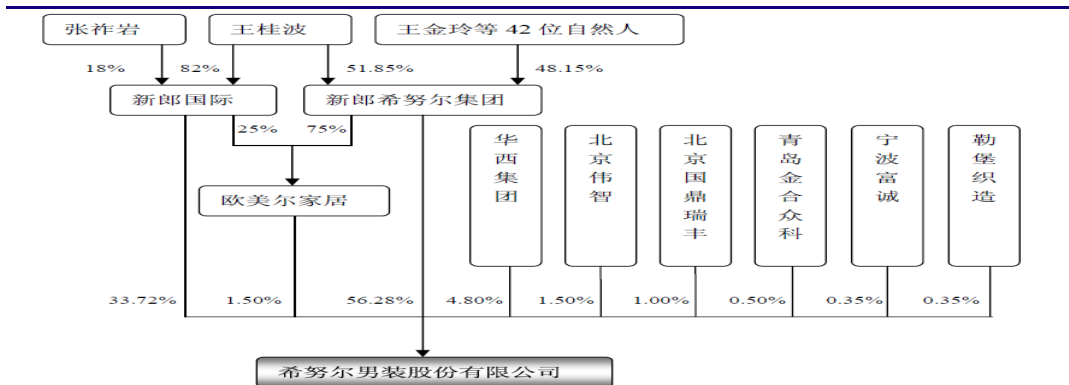
(一) 发行人简介与发行前后股本变化

1、发行人控股股东及实际控制人简介

公司主要发起人为诸城普兰尼奥九个股东，见图 1。其中，新郎希努尔集团、新郎国际为主要发起人，分别持有公司 8442、5058 万股份，占本次发行前总股本的 56.28%、33.72%。

王桂波先生通过持有新郎希努尔集团 51.85% 股权、新郎国际 82% 股权及上述两家公司 100% 控股的欧美尔家居，间接持有发行人发行前 57.72% 股权，为公司实际控制人。

图 1：希努尔上市前股权结构



资料来源：招股说明书 中国银河证券研究部

2、本次发行情况

表 1：发行前后股本变化情况

类别	本次发行前		本次发行后	
	数量 (万股)	比例 (%)	数量 (万股)	比例 (%)
有限售条件的股份	15000.00	100.00%	15000.00	75.00%
新郎希努尔集团	8442.00	56.28%	8442.00	42.21%
新郎国际	5058.00	33.72%	5058.00	25.29%
华西集团	720.00	4.80%	720.00	3.60%
欧美尔家居	225.00	1.50%	225.00	1.13%
北京淡水河投资	225.00	1.50%	225.00	1.13%
北京国鼎瑞丰	150.00	1.00%	150.00	0.75%
青岛金合众科	75.00	0.50%	75.00	0.38%
勒堡织造	52.50	0.35%	52.50	0.26%
宁波富诚	52.50	0.35%	52.50	0.26%
本次发行流通股	-	-	500000	25.00%
合计	15000.00	100.00%	20000.00	100.00%

资料来源：WIND 中国银河证券研究部

公司本次公开发行 5000 万股，发行价格 26.6 元，发行后总股本 20000 万股，募集资金额 133000 万。

（二）发行人主营业务介绍与分析

希努尔以自制生产为主、委托加工生产为辅，以直营店和特许加盟店为主、团购、出口和网上直销为辅的生产销售方式，设计、生产和销售希努尔品牌的西装、衬衫及其他服饰类产品。其中，2009 年加盟销售 3.89 亿元（占总销售额 46.23%）、直营销售 1.37 亿（占总销售额 16.24%）、团购 1.59 亿（占 18.9%）、出口 1.57 亿元（占 18.59%）。

（三）募集资金计划简介

本次发行预计共募集资金 13.30 亿元，扣除发行费用后，将主要集中于 2 个项目：营销网络及信息化建设项目和设计研发中心项目。

表 2：募集资金项目表

序号	项目名称	年产能				投资总额 (万元)	使用募集资金 (万元)
		品种	产能/渠道	新增	合计		
1	营销网络及信息化	直营店	18	36	54	54,489.00	54,489.00
		旗舰店	0	10	10		
2	设计研发中心					5,056.80	5,056.80
	合计	-----	-----	-----	-----	59,545.80	59,545.80

资料来源：招股说明书 中国银河证券研究部

此次发行的实际募股资金量超过项目的资金需求量，公司拟将富余的募股资金主要用于补充流动资金。

二、关键假设、盈利预测

表 3: 营业收入增长预测和毛利率假定

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
直营店						
渠道	13	16	18	22	35	52
销售收入(万元)	11,036	13,216	13,686	18,476	26,856	41,811
销售成本	4,045	5,244	5,081	6,836	9,802	15,051
毛利率	63.34%	60.32%	62.87%	63.00%	63.50%	64.00%
加盟店						
渠道	508	531	559	590	620	650
销售收入(万元)	39,997	39,910	38,957	46,749	53,169	60,270
销售成本	25,494	25,977	24,329	28,984	32,699	36,765
毛利率	36.26%	34.91%	37.55%	38.00%	38.50%	39.00%
团体定做						
收入	11,279	15,253	15,928	19,910	21,901	24,092
成本	6,376.47	9,437	9,549	11,548	11,548	11,548
毛利率	43.47%	38.13%	40.05%	42.00%	42.00%	42.00%
贴牌(外销)						
收入	25,109	19,588	15,667	21,934	23,031	24,182
成本	22,224	15,478	13,594	19,083	19,083	19,083
毛利率	11.49%	20.98%	13.23%	13.00%	13.00%	13.00%
合计						
营业收入(万元)	87,424	87,979	84,264	107,095	124,994	150,409
主营收入增长率%	25.6%	0.6%	-4.2%	27.1%	16.7%	20.3%
营业成本	58,142	56,145	52,574	66,468	73,156	82,483
毛利	29,282	31,835	31,690	40,627	51,838	67,927
综合毛利率	33.49%	36.18%	37.61%	37.94%	41.47%	45.16%

数据来源: 招股说明书 中国银河证券研究部

表 4: 相关比率假定

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业成本/营业收入	66.51%	63.82%	62.39%	62.06%	58.53%	54.84%
营业税率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
销售费用/营业收入	16.58%	17.65%	15.73%	15.50%	16.77%	18.66%
管理费用/营业收入	4.64%	4.36%	5.14%	5.14%	5.14%	5.14%
实际税率	11.60%	12.63%	9.76%	22.00%	25.00%	25.00%

数据来源: 招股说明书 中国银河证券研究部

其中, 营业成本/营业收入假定参见表 3, 驱动综合毛利率提升的主要因素是直营销售(毛利率相对较高)占比的逐步提高、以及随着公司品牌投入提高带来溢价能力提升; 营业税率、

管理费用率基本根据历史情况判断;销售费用率我们按照公司直营渠道开设进度进行详细分拆测算而得。根据以上假定,预计 2010-2012 年每股 EPS 分别为 0.71、0.92、1.20 元。

三、公司估值分析

(一) 相对估值分析

1、同类公司对比

表 5: A 股品牌服饰类上市公司估值情况

股票名称	股票代码	EPS			PE (X)			09-12EPS
		2010E	2011E	2012E	2010E	2011E	2012E	CAGR
七匹狼	002029.SZ	0.97	1.22	1.50	32.68	25.98	21.13	29.40%
美邦服饰	002269.SZ	0.72	0.99	1.34	39.31	28.59	21.12	30.71%
报喜鸟	002154.SZ	0.83	1.07	1.42	31.16	24.17	18.21	31.11%
罗莱家纺	002293.SZ	1.41	1.80	2.31	45.74	35.83	27.92	30.89%
富安娜	002327.SZ	0.86	1.17	1.60	46.42	34.12	24.95	35.50%
梦洁家纺	002397.SZ	1.03	1.33	1.73	40.15	31.17	23.95	17.83%
星期六	002291.SZ	0.48	0.64	0.84	36.38	27.28	20.79	27.32%
探路者	300005.SZ	0.40	0.55	0.73	72.88	53.00	39.93	30.56%
凯撒股份	002425.SZ	0.74	1.06	1.38	43.24	30.19	23.19	36.30%
平均					43.10	32.26	24.58	29.96%
平均(剔除探路者)					39.38	29.67	22.66	29.88%
希努尔	002485.SZ	0.71	0.92	1.20	37.46	28.91	22.2	29.46%

数据来源: wind 资讯 中国银河证券研究部(以 2010 年 10 月 13 日收盘价计算)

我们对比希努尔和目前 A 股同类公司估值水平。目前 A 股所有品牌服饰 2010、2011 动态 PE 分别为 43.1、32.2 倍,剔除探路者外,分别为 39.4、29.7 倍,希努尔发行价与此相当。

2、市盈率法估值

预计希努尔 2010-2012 年的主营业务收入分别为 10.8、12.6、15.17 亿元,净利润分别为 1.41、1.84、2.41 亿元,每股收益分别为 0.71、0.92、1.20 元,2009-2012 年收入和利润的 CAGR 为 21.3%和 29.46%。按照行业平均估值水平,我们认为可以给予 2011 年 25-30 倍市盈率,对应合理价值 23-27.6 元。

(二) 投资建议和评级

我们认为公司合理价值为 23-27.6 元。结合近期新股首日上漲幅度,我们预计公司开盘价很可能有 25%-35%的涨幅。如果市场价格被炒高至 37 元甚至更高,公司估值将明显高于行业平均及同类公司估值水平,提醒投资者注意防范短期风险。

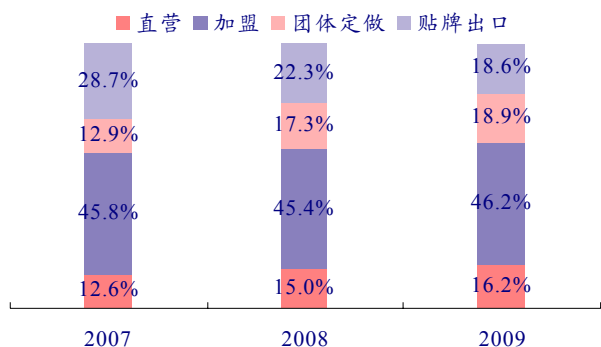
四、希努尔在北方二、三线西服市场处于领先地位

(一) 以加盟为主，现货模式和订单模式相结合的订货制度

希努尔以内销为主，是国内定位中端的男正装品牌运营商之一。2009年公司收入规模8.43亿，其中，国内市场销售6.86亿，占81.4%（其中，直营、加盟、团体定做业务分别占16.2%、46.2%、18.9%）；国际市场（贴牌加工）销售1.57亿，占18.59%。

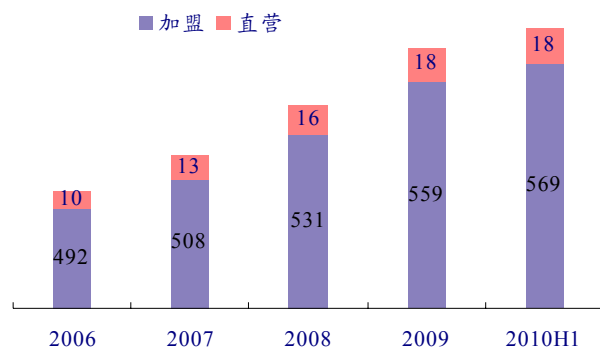
从驱动公司直营和加盟业务收入增长的主要因素之一——渠道数量看，过去三年增速相对较慢，其中，2010年中期公司共拥有渠道数量587家（直营18家、加盟569家），比2009年末仅增长10家。

图 2：希努尔近年收入构成：加盟为主



资料来源：公司招股说明书 中国银河证券研究部

图 3：希努尔近年渠道数量



资料来源：中国银河证券研究部

从订货模式看，公司订货模式分为现货模式和订单模式，其中，现货模式占全年销售额35%，订单模式占全年销售额65%。在订单模式下，每年面向直营店、加盟店、团体订购客户、外贸客户举行两次大型订货会，春夏季订货会在每年10月底、11月初举行，秋冬季订货会在每年3月底或4月初举行。

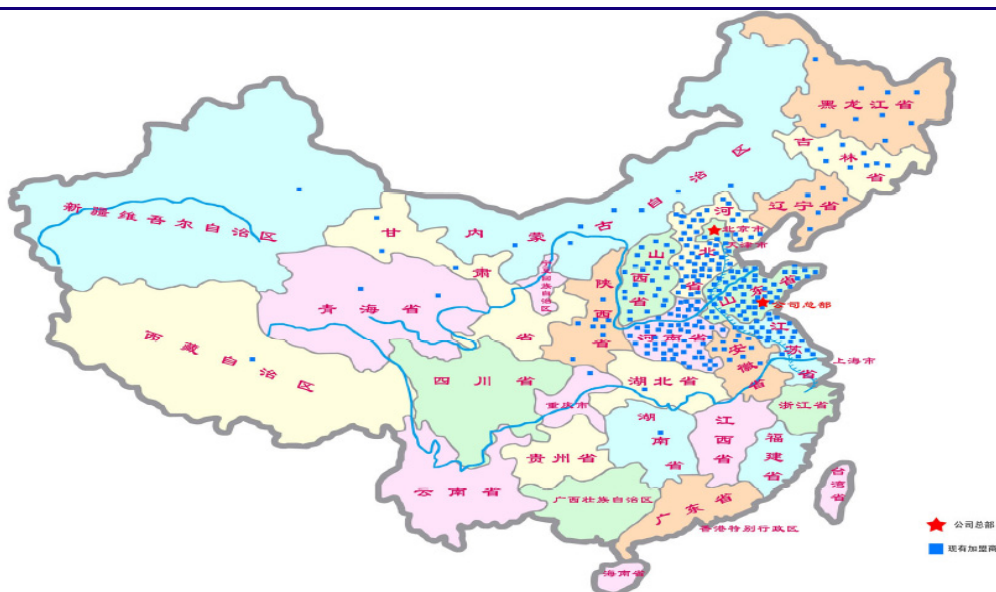
(二) 定位中端，在北方二、三线市场具领先地位

希努尔2010年中期587家渠道主要集中在长江以北，其中，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主要商业中心都设有希努尔男装销售网络；在宁夏、甘肃、新疆、西藏、安徽、湖北、内蒙古、东北三省设立第二商圈。

以上渠道布局，奠定了希努尔在北方市场中的竞争优势。根据中国纺织建设规划院对希努尔男装主要销售市场统计数据，公司在山东、河北、河南、山西四省男装市场占有率居于第一位，粉笔为43%、25%、22%和16%；在陕西、江苏、安徽、东北、内蒙等省区市场占有率位居前四名。

同时，以上渠道布局也反映出公司属于区域性强势品牌，全国范围内覆盖面不足。而由于公司以加盟模式为主，加盟商主要分布在二三线市场，决定了公司中端市场定位的特征。

图 4: 希努尔现有加盟渠道网络布局



资料来源: 公司招股说明书 中国银河证券研究部

(三) 经营策略符合其中档定位

公司作为定位中档的正装品牌运营商, 总体看, 采取了与其市场定位相符的经营策略。

(1) 在加盟商政策上: 公司实施“八个零”策略(零库存风险、零装修费、零物流成本、零加盟金、零售后服务困扰、零广告费、零品牌授权费), 有利于公司借助加盟商队伍快速扩张。

(2) 在营销策略上, 终生免费干洗(统一干洗、补贴干洗费, 有利于加强消费者口碑宣传)、三件套(买一套西装赠一条裤子, 解决西裤易磨损、折旧快特点)、以旧换新(提高消费者品牌忠诚度)、量身定制等策略(满足消费者个性需求、扩大客户来源), 有利于带动二三线城市消费者购买。

(四) 与可比上市公司--报喜鸟对比

表 6: 希努尔与报喜鸟对比

	希努尔	报喜鸟
价格定位	中档, 西服主打 1000 元左右终端零售价	中高档, 西服主打 2000-4000 元终端零售价
区域定位	加盟为主, 强势区域华北、西北二三线城市	加盟为主, 强势区域华东、东北
渠道数量及扩张速度	相对较慢	报喜鸟品牌相对较慢, 圣捷罗带来新增长
渠道数量	现有渠道 587 家, 加盟 569 家	现有渠道 788 家(报喜鸟 679、圣捷罗 109 家)
扩张速度	07-09 年分别增 19、26、30 家	07-09 年分别增 34、97、66 家
业务规模	2009 年收入 8.498 亿, 净利润 1.11 亿	2009 年收入 10.92 亿, 净利润 1.85 亿
品牌业务	直营、加盟收入 5.26 亿	直营、加盟业务约 8 亿元左右
团购业务	1.59 亿, 占 18.9%	2 亿左右, 以宝鸟品牌接单

出口业务	1.57 亿, 占 18.59%	0.55 亿, 占 5%; 由宝鸟公司接单
销售净利润率	13.06%	16.94%
单店批发额	单店约 69.7 万	单店约 107 万
营销策略	符合中档品牌定位特征: 终生免费干洗 三件套营销策略 以旧换新营销策略	符合中高档品牌定位特征: VIP 俱乐部提高客户忠诚度; 较少电视广告、以高档平面广告为主; 永不打折

资料来源: 公司公告 中国银河证券研究部

五、预计未来直营增速较快, 其他业务相对平稳

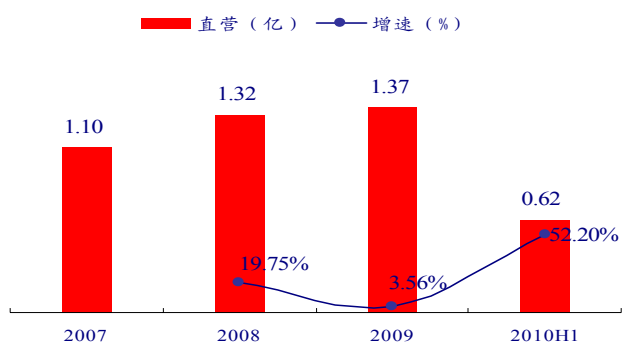
(一) 直营业务: 历史收入平稳增长, 未来将加大投入力度

直营业务是希努尔第四大收入来源, 随着公司投入力度加大, 销售收入规模逐年增长, 在总业务中占比逐步提升; 其中, 2008、2009、2010H1 直营收入增速分别为 19.75%、3.56%、52.20%。

由于直营业务具有良好的示范带动作用和对区域市场辐射力, 公司计划加大该部分投入, 预计未来三年利用募集资金将增加 46 家直营店建设, 其中旗舰店 10 家, 直营店 36 家。在此带动下, 直营店年收入有望实现 30%-40% 的快速增长。

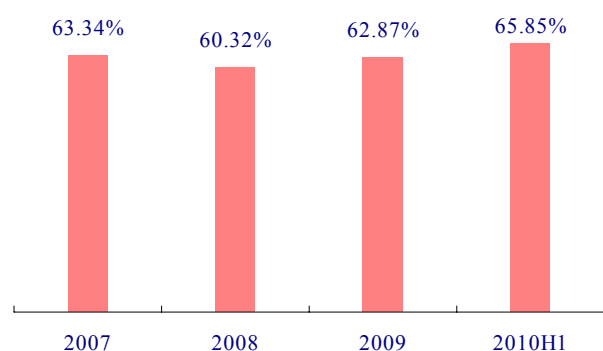
直营毛利率水平较高, 随着公司品牌形象提升, 我们假定提价带动未来三年每年毛利率提升 0.5 个百分点。

图 5: 希努尔历年直营业务收入规模



资料来源: 公司公告 中国银河证券研究部

图 6: 希努尔直营业务毛利率水平



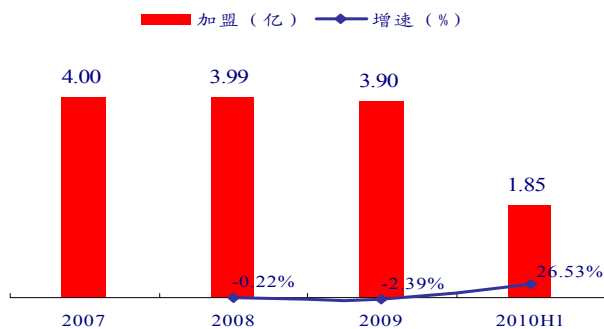
资料来源: 公司公告 中国银河证券研究部

(二) 加盟业务: 收入略有波动, 未来有望在直营及区域扩张带动下平稳增长

加盟业务是希努尔第一大收入来源, 加盟商提货和开店受终端零售环境影响较大, 2008、2009 在金融危机影响下, 出现小幅下滑。其中, 2008、2009、2010H1 收入增速分别为-0.22%、-2.30%、26.33%。

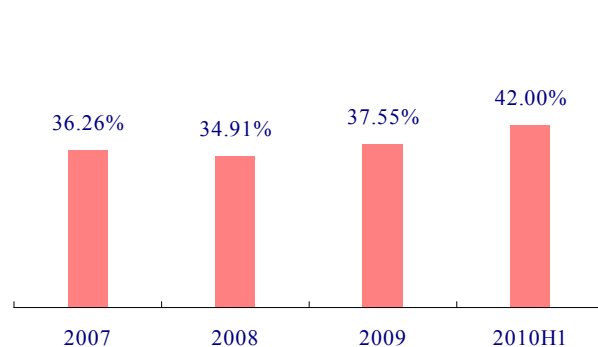
我们判断，在直营店建设力度加大、加盟区域扩张，加盟收入增速平稳，预计在 10%-20% 之间。受公司整体品牌形象处于提升过程中的影响，我们假定未来三年每年毛利率均有 0.5 个百分点提升。

图 7: 希努尔历年加盟业务收入规模



资料来源: 公司公告 中国银河证券研究部

图 8: 希努尔加盟业务毛利率水平



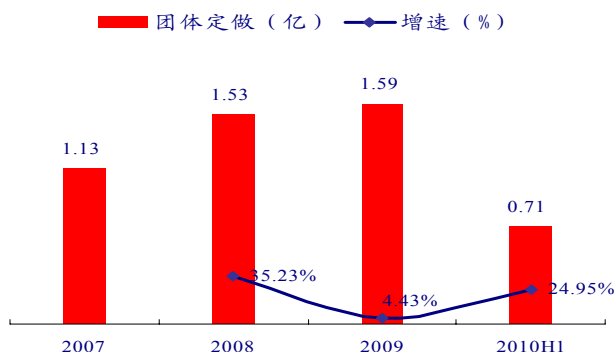
资料来源: 公司公告 中国银河证券研究部

(三) 团购业务: 历史收入增速较快, 未来依赖于接单水平

团购业务是希努尔第二/三大收入来源, 受经济环境及特殊部门订单影响较大, 2008、2009 年分别同比增 35.23%、4.43%。2010H1 由于承做军礼服等团体定做业务较多, 收入增 24.9%。我们判断该部分业务受国家经济发展水平、企业接单能力影响较大, 未来三年每年有望实现 10%左右增长。

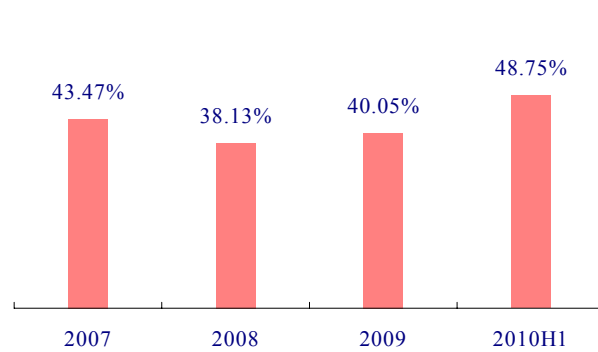
团购业务整体毛利率水平相对较高, 仅次于直营业务。具体毛利率水平受订单档次影响较大, 假定未来三年保持在 42%左右的平均水平。

图 9: 希努尔历年团购业务收入规模



资料来源: 公司公告 中国银河证券研究部

图 10: 希努尔团购业务毛利率水平



资料来源: 公司公告 中国银河证券研究部

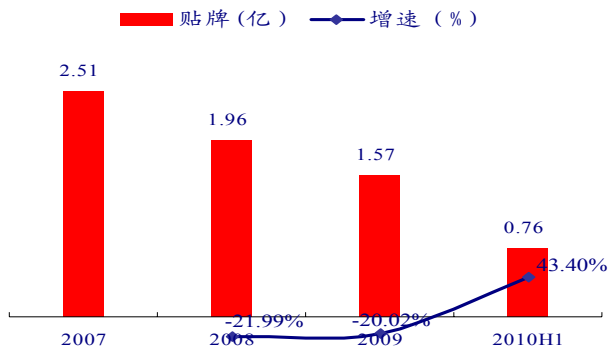
(四) 出口业务: 海外市场变动导致收入波动较大

贴牌出口业务是希努尔第二/三大收入来源, 2008、2009 在金融危机影响下, 出口规模分别下滑 21.99%、20.02%; 2010H1 随着国外需求环境好转、补单等带动出口收入大幅反弹 43.4%。

我们预计由于 2009 年低基数及 2010 年环境好转下的反弹, 2010 出口增速有望达到 40%; 2011、2012 将恢复正常, 假定年均增 5%。

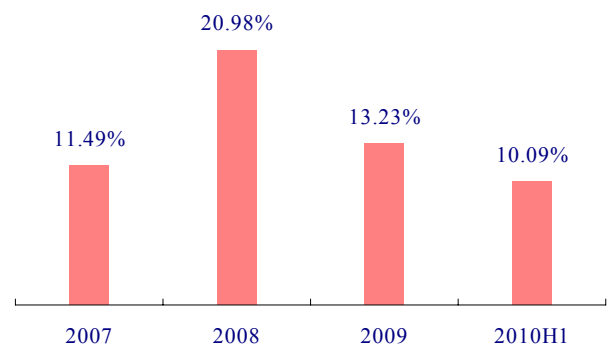
出口业务毛利率水平较低, 受订单档次、出口退税率、升值幅度等因素影响较大, 我们假定未来三年出口毛利率整体维持在行业平均水平, 在 13% 左右。

图 11: 希努尔历年出口业务收入规模



资料来源: 公司公告 中国银河证券研究部

图 12: 希努尔出口业务毛利率水平



资料来源: 公司公告 中国银河证券研究部

六、风险因素

(1) 由于募投项目主要投向直营店建设, 而利润主要来源是加盟商渠道, 如果费用控制不当, 将会影响净利润增速。(2) 纺织服装原料、劳动力成本均处于快速上涨过程中, 如果公司品牌形象提升带来的提价效应不足以覆盖成本上涨压力, 将影响净利润增速。

财务预测

表 7: 希努尔财务预测表

资产负债表	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E	利润表 (百万元)	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
货币资金	131.1	185.2	1345.2	1198.5	1226.4	营业收入	888.1	849.8	1080.1	1260.6	1516.9
应收票据	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	营业成本	568.6	532.2	670.3	737.8	831.9
应收账款	79.6	60.4	81.3	94.9	114.2	营业税金及附加	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
预付款项	45.2	77.9	119.1	164.5	215.6	销售费用	156.8	133.7	167.4	211.4	283.1
其他应收款	4.8	5.7	7.3	8.5	10.2	管理费用	38.7	43.7	55.6	64.9	78.0
存货	296.0	223.0	280.9	309.1	348.5	财务费用	-0.2	11.2	1.1	-8.2	-7.7
其他流动资产	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	资产减值损失	1.0	5.9	2.9	6.9	7.5
长期股权投资	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	公允价值变动收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
固定资产	268.5	349.1	372.0	503.4	636.0	投资收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
在建工程	0.0	0.0	50.0	175.0	187.5	汇兑收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
工程物资	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	营业利润	123.1	123.1	182.7	247.8	324.1
无形资产	14.9	15.3	22.3	21.7	21.1	营业外收支净额	-3.5	-0.1	0.0	0.0	0.0
长期待摊费用	24.2	35.4	33.2	29.5	25.9	税前利润	119.6	123.0	182.7	247.8	324.1
资产总计	867.0	958.7	2311.3	2505.2	2785.5	减: 所得税	15.1	12.0	40.2	61.9	81.0
短期借款	60.0	200.0	0.0	0.0	0.0	净利润	104.5	111.0	142.5	185.8	243.1
应付票据	190.4	90.7	114.2	125.7	141.7	归属于母公司净利润	104.5	111.0	141.3	184.1	240.8
应付账款	62.1	53.3	66.3	72.9	82.2	少数股东损益	0.0	0.0	1.3	1.7	2.3
预收款项	72.9	79.6	88.1	98.0	109.9	基本每股收益	0.70	0.74	0.71	0.92	1.20
应付职工薪酬	13.5	14.7	14.7	14.7	14.7	稀释每股收益	0.70	0.74	0.71	0.92	1.20
应交税费	15.8	24.0	24.0	24.0	24.0	财务指标	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
其他应付款	6.2	10.8	10.8	10.8	10.8	成长性					
其他流动负债	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	营收增长率	0.6%	-4.3%	27.1%	16.7%	20.3%
长期借款	40.0	20.0	20.0	20.0	20.0	EBIT 增长率	17.6%	13.2%	33.1%	32.0%	31.4%
预计负债	18.6	19.6	19.6	19.6	19.6	净利润增长率	45.1%	6.2%	27.3%	30.3%	30.8%
负债合计	479.6	512.8	377.8	385.8	423.1	盈利性					
股东权益合计	387.4	445.9	1918.5	2104.3	2347.4	销售毛利率	36.0%	37.4%	37.9%	41.5%	45.2%
现金流量表	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E	销售净利率	11.8%	13.1%	13.1%	14.6%	15.9%
净利润	104.5	111.0	142.5	185.8	243.1	ROE	27.0%	24.9%	7.4%	8.8%	10.3%
折旧与摊销	31.2	36.8	37.4	47.9	59.1	ROIC	22.2%	19.0%	7.4%	8.7%	10.3%
经营活动现金流	119.2	218.1	111.1	165.2	220.2	估值倍数					
投资活动现金流	-48.3	-170.6	-100.0	-300.0	-200.0	PE	38.2	35.9	37.7	28.9	22.1
融资活动现金流	-48.5	56.7	1148.9	-11.8	7.7	P/S	4.5	4.7	4.9	4.2	3.5
现金净变动	22.4	104.3	1160.0	-146.6	27.9	P/B	10.3	8.9	2.8	2.5	2.3
期初现金余额	13.7	131.1	185.2	1345.2	1198.5	股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
期末现金余额	36.1	235.4	1345.2	1198.5	1226.4	EV/EBITDA	25.5	22.7	17.9	14.1	10.8

资料来源: 招股意向书 中国银河证券研究部

插图目录

图 1: 希努尔上市前股权结构	1
图 2: 希努尔近年收入构成: 加盟为主	5
图 3: 希努尔近年渠道数量	5
图 4: 希努尔现有加盟渠道网络布局	6
图 5: 希努尔历年直营业务收入规模	7
图 6: 希努尔直营业务毛利率水平	7
图 7: 希努尔历年加盟业务收入规模	8
图 8: 希努尔加盟业务毛利率水平	8
图 9: 希努尔历年团购业务收入规模	8
图 10: 希努尔团购业务毛利率水平	8
图 11: 希努尔历年出口业务收入规模	9
图 12: 希努尔出口业务毛利率水平	9

表格目录

表 1: 发行前后股本变化情况	1
表 2: 募集资金项目表	2
表 3: 营业收入增长预测和毛利率假定	3
表 4: 相关比率假定	3
表 5: A股品牌服饰类上市公司估值情况	4
表 6: 希努尔与报喜鸟对比	6
表 7: 希努尔财务预测表	10



分析师简介

马莉

中国银河证券研究部纺织行业分析师。中国社会科学院产业经济学博士，2007 年加入银河证券中国银河证券研究部，负责纺织行业研究。曾任职于中国纺织工业协会产业部，具有 5 年纺织行业研究经验。

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%-20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

纺织行业分析师覆盖股票范围：

雅戈尔(600177.sh)、美邦服饰(002269.sh)、鲁泰 A(000726.sz)、七匹狼(002029.sz)、伟星股份(002003.sz)、报喜鸟(002154.sz)、罗莱家纺(002293.sz)、富安娜(002327.sz)、潮宏基(002345.sz)、探路者(300005.sz)、星期六(002291.sz)、梦洁家纺(002397.sz)

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

银河证券有权在发送本报告前使用本报告所涉及的研究或分析内容。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究部
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座 100032
电话：010-66568888
传真：010-66568641
网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：
北京地区联系： 010-66568849
上海地区联系： 010-66568281
深圳广州地区联系： 010-66568908