

大杨创世：打造未来竞争力

增持(首次)

投资要点:

- 📖 从低利润业务向高利润业务转型
- 📖 网络直销品牌将成为利润新增长点
- 📖 战略转型着眼长期发展，看好公司未来竞争优势

报告摘要:

- **外贸加工业务向自主品牌建设的战略转型将提升公司未来竞争力。**国内消费升级对于公司高中低档的自主品牌发展都有推动作用。战略转型背后，是寻找新的利润增长点，并将推动公司发展进入新的增长阶段。
- **终端扩展兼顾扩张速度与风险。**不同于市场的观点，我们认为，相对于公司目前已有的25家专卖店来说，2010新增店面数量（6-8家）将占终端总数的20%以上，考虑到创世属于高端小众品牌，因此这一扩张步伐已属快速。新增店面集中在具有较强高端产品购买力并已积累了品牌口碑的北京和太原，表明公司在积极扩展终端的同时，更多地考虑了店面扩展的风险，符合管理层一贯扎实稳健的决策风格。
- **看好网络直销和单量单裁两项新增业务。**网络销售成本低，信息传播快，弥补了公司国内市场渠道建设经验的不足。网络直销品牌 Yousoku 定价低，在细分市场上，尚无竞争对手，是未来公司业务增长的重要看点。单量单裁业务启动的意义在于先于对手占据新兴市场的领先地位，短期虽不会给公司带来明显的业绩贡献，但为公司打造未来的竞争优势奠定了基础。
- 预计2010年公司的外贸业务维持稳定，网络直销品牌 Yousoku 在2011年开始快速增长。预计2010、2011年可以实现每股收益0.74元、0.82元，根据公司2010年6月8日收盘价12.8元计算，2010、2011年的PE分别为17.2、15.6倍，对比瑞贝卡等同类公司，目前公司的估值水平偏低，首次给予“增持”评级，建议关注。
- **风险提示：**汇率风险，转型期新业务收入不确定风险。

主要经营指标	2009	2010E	2011E	2012E
主营业务收入(万元)	87,170	91,546	100,701	115,785
同比增长率	-2.66%	5.02%	10.00%	14.98%
净利润(万元)	11,107	12,172	13,536	15,880
同比增长率	107.69%	9.59%	11.21%	17.32%
每股收益(元)	0.67	0.74	0.82	0.96
净资产收益率	15.78%	15.05%	14.71%	15.09%

分析师

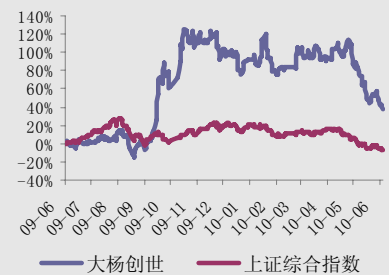
刘志茹 祖广平

电话: 010-88085230

Email: liuzhiru@hysec.com

zuguangping@hysec.com

市场表现



公司数据

总股本(万股)	16,500
流通股本(万股)	9847
流通比例	59.68%
主要股东	大杨集团 有限责任公司
主要股东持股比例	40.32%

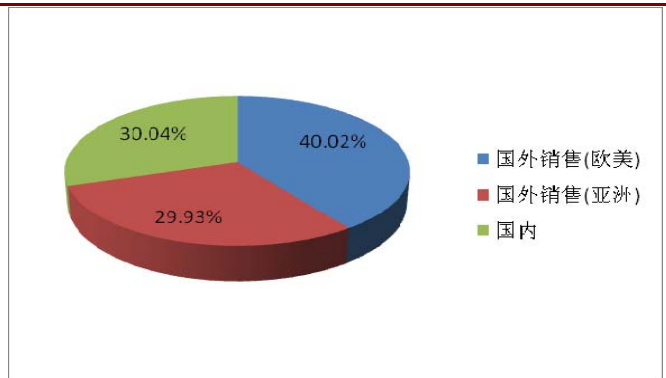
目录

一、战略转型提升公司未来竞争力.....	3
(一) 国内消费升级使公司自主品牌前景看好.....	3
(二) 战略转型将推动公司发展迈上新台阶.....	4
二、终端扩展兼顾速度和风险.....	4
三、看好新增的网络直销和单量单裁业务.....	4
(一) 网络直销：低成本，发展快.....	4
(二) 单量单裁：抢占新兴市场.....	5
四、投资建议.....	5

一、战略转型提升公司未来竞争力

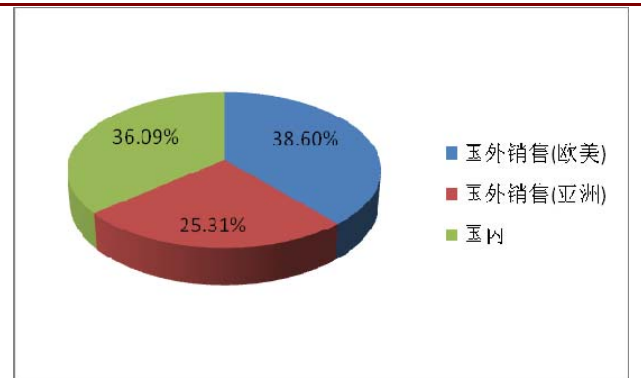
目前，公司业务以外贸为主，2009年国外销售收入占公司总销售收入的63.91%，如包括间接出口，海外市场约占公司总销售额80%以上。国内的消费升级与国外市场的消费疲软，使得2008、2009年的国内外市场呈现冰火两重天，让大杨、瑞贝卡等出口型企业不约而同地选择拓展国内市场。

图 1: 2008 年大杨销售收入按地区分类



资料来源: 公司公告, 宏源证券

图 2: 2009 年大杨销售收入按地区分类



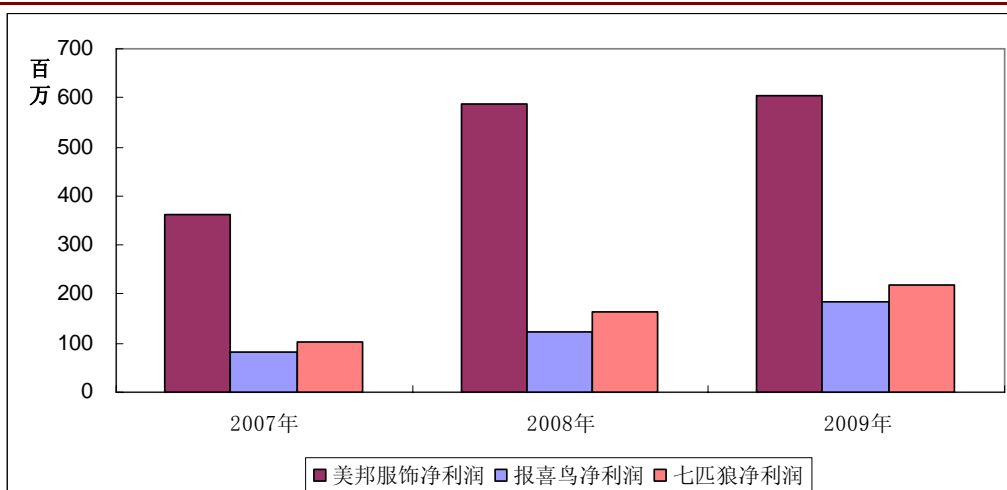
资料来源: 公司公告, 宏源证券

(一) 国内消费升级使公司自主品牌前景看好

目前国内市场因为富裕阶层的兴起，对于高端产品的需求持续升温。全球奢侈品行业 2009 年经历了低潮，而在中国市场仅是增长放慢，并于过去几个月明显快速回弹。对公司来说，对高端产品的需求增加，意味着创世品牌和单量单裁业务的广阔增长空间。

同时，在低端服装产品市场，有品牌号召力且定位大众的服装产品需求也增长很快。尽管 2008、2009 年全球经济进入低谷，但以国内为主要市场的品牌服装企业基本没有受到影响。在行业最为低迷的 2008 年，立足国内市场的品牌服装企业七匹狼、报喜鸟、美邦服饰分别实现了净利润 62.32%、48.39% 和 61.53% 的逆势增长。定位大众的产品热销，对公司来说意味着 Yousoku 品牌的成长空间。

图 3: 2007-2009 美邦、报喜鸟、七匹狼利润增长情况



资料来源: 公司公告, 宏源证券

（二）战略转型将推动公司发展迈上新台阶

目前，公司外贸的毛利率仅 20% 左右，而自主品牌创世、凯门的毛利率分别为 40%-50% 和 30%-40%。公司由外销向内销市场战略转型的背后，是寻找新的利润增长点，以改变对国外市场过度依赖，降低未来人民币升值对公司经营产生的影响，使公司进入新的增长阶段。

二、终端扩展兼顾速度和风险

2009、2010 是服装上市公司抢占终端之年。2009 年美邦开店 165 家，其中 ME&CITY80 家；七匹狼 2009 年新开门店在 300-400 家左右；报喜鸟继 2009 年 100 多家店铺的铺设之后，2010 年的开店计划也在 100-200 家。

公司的终端拓展计划是 2010 年开店 6-8 家，市场普遍认为公司终端建设推进缓慢。不同于市场的观点，我们认为，相对于公司已有的 25 家专卖店来说，新增店面数量将占到店面总数的 20% 以上，而且考虑到创世品牌高端定位，目标客户群属于小众，这一扩张步伐已属快速。此举表明公司战略转型决心之坚定，自主品牌扩展战略也已经积极推进。新增店面集中在北京和太原，其中北京 4-6 家，太原 2 家，选择这两个城市，一方面看中两城市对高端产品具有较强的购买能力，另一方面也考虑到公司在这两个城市已经积累的口碑，在积极扩展终端的同时，兼顾到店面扩展的风险，这与管理层一贯扎实稳健的决策风格一致。

三、看好新增的网络直销和单量单裁业务

对于一直以外销为主的企业来说，内销市场的品牌推广和渠道建设是一门高深的学问，公司“3-5 年内自主品牌业务占比由 10% 提升至 50%”的目标仅依靠创世品牌的终端拓展是很难实现的，因此公司选择开发低端品牌网络直销业务和单量单裁业务，通过扬长避短，发挥公司的优势，开始构筑长期竞争力。

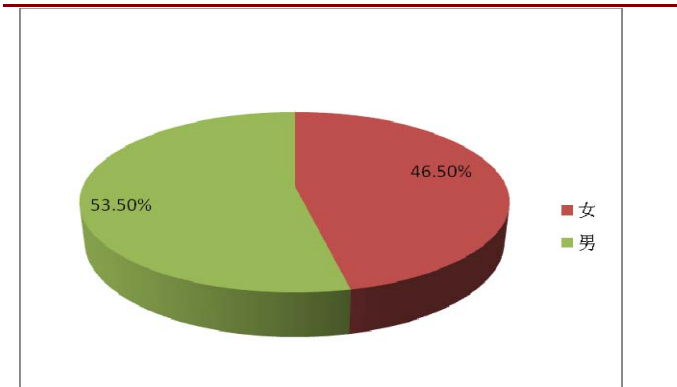
（一）网络直销：低成本，发展快

目前商场扣点较高，对企业品牌、销售额等方面限制也较多，而网络销售成本低，信息传播快，更重要的是，能够弥补公司国内市场渠道建设经验的不足。

低价、高性价比的西装产品目前还是市场空白区。公司的网络直销品牌 Yousoku，依托公司出众的工艺，定价在 580-1580 元/套，以千元以下产品为主，定位年轻、消费能力较低的职场新人。在目前正装细分市场中，与 Yousoku 工艺水平相近的西装品牌，基本没有千元以下的产品。

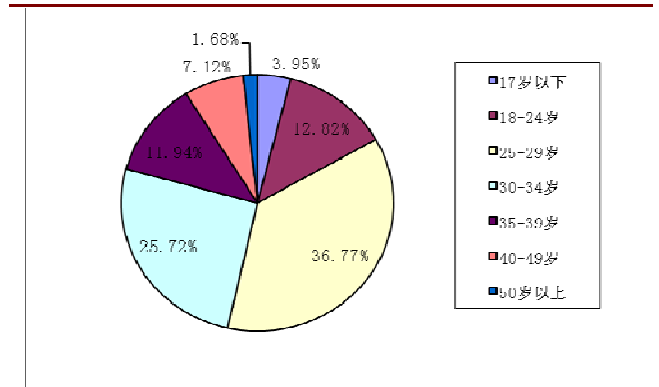
淘宝网发布的《2009-2010 年度中国网购热门城市报告》显示，消费金额性别来源比例中，男性占比达到 53.5%，超过了女性。其中，25 岁至 34 岁的群体成为网购消费的主力军，占比达到 62.49%。这一年龄段与 Yousoku 品牌的消费者年龄定位一致，这部分消费者年轻、追求时尚，也与 Yousoku 的品牌风格相吻合。因此，Yousoku 作为具有价格和品质优势的低端男式正装品牌，具有较大的市场潜力，是公司业务增长的重要看点。

图 4: 十大城市消费金额性别来源比



资料来源:《2009-2010 年度中国网购热门城市报告》

图 5: 09-10 年度网购消费金额年龄来源分布



资料来源:《2009-2010 年度中国网购热门城市报告》

(二) 单量单裁: 抢占新兴市场

单量单裁业务属于高端服务,具有零库存、低风险和零浪费的特征,回报率是常规生产的 5 倍以上。国外的男装单量单裁服务已经较为成熟,以杰尼亚、Dunhill、Armani 等品牌为代表的西装订制市场已形成一定规模和气候,国内目前还处于起步阶段。

这项业务要求企业具备快速反应、较高的管理水平和优质的工艺。其中工艺和快速反应是公司原有的优势,管理系统目前仍在建设中,预计 3、4 个月将基本成型。

质量优势:长期为国外高端品牌代工的经验,以及意大利设计师路易吉·布劳迪和伊万诺·凯特林的加盟,使公司的服装产品在生产工艺、服装版型和设计理念方面具有明显优势,同时,公司对产品质量把控严格,出众的产品品质是赢得市场的利器。

快速反应优势:具有“多品种、小批量”加工能力,以公司客户美国 Macy 百货为例,对方需要多种款式,而每个款式可能只做 10 多件,这就要求公司能够灵活地进行生产调度。目前国内具备这一能力的企业不多。

单量单裁业务启动的意义在于先于对手占据新兴市场的领先地位,短期虽不会给公司带来明显的业绩贡献,但为公司打造未来的竞争优势奠定了基础。

四、投资建议

预计 2010 年公司的外贸业务维持稳定,网络直销品牌 Yousoku 在 2011 年开始快速增长。预计 2010、2011 年可以实现每股收益 0.74 元、0.82 元,根据公司 2010 年 6 月 8 日收盘价 12.8 元计算,2010、2011 年的 PE 分别为 17.2、15.6 倍,对比瑞贝卡等同类公司,目前公司的估值水平偏低,首次给予“增持”评级,建议关注。

风险提示: 汇率增加及新业务收入不确定风险。

财务指标预测

利润表					资产负债表				
	2009	2010E	2011E	2012E		2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	87,170	91,55	100,701	115,785	货币资金	28,197	29,295	32,224	37,051
减: 营业成本	64,312	67,509	74,260	85,381	交易性金融资产	564	611	500	476
营业税费	116	101	111	127	应收帐款	7,100	8,010	8,723	10,053
销售费用	3,968	4,424	4,867	5,596	应收票据	2,000	916	1,007	1,737
管理费用	4,362	4,394	4,834	5,558	预付帐款	1,904	1,831	2,014	2,316
财务费用	-8	-147	-	-185	存货	12,900	15,563	17,119	19,683
资产减值损失	100	100	100	100	其他流动资产	29,400	30,275	32,106	35,123
投资和汇兑收益	3,824	5,000	6,000	7,000	长期股权投资	413	467	519	726
营业利润	18,287	20,212	22,419	26,183	投资性房地产	1,058	661	661	661
加: 营业外净收支	-68	-40	-34	-23	固定资产	24,772	24,629	27,057	29,097
利润总额	18,219	20,172	22,385	26,160	在建工程	17	-	-	-
减: 所得税	4,293	5,043	5,596	6,540	无形资产	327	348	383	440
净利润	11,107	12,172	13,536	15,880	其他非流动资产	345	343	343	343
现金流量表					资产总额				
	2009	2010E	2011E	2012E		109,596	112,949	122,657	137,705
净利润	13,926	15,129	16,789	19,620	短期债务	3,810	-	-	-
加: 折旧和摊销	4,145	1,545	1,756	1,960	应付帐款	9,511	8,697	8,056	9,263
资产减值准备	100	100	100	100	其他流动负债	8,000	7,835	8,006	8,288
财务费用	360	-101	-147	-	其他非流动负债	1	75	99	123
投资收益	-3,824	-5,000	-6,000	-7,000	负债总额	21,321	10,922	11,392	14,413
少数股东损益	2,819	2,957	3,253	3,740	少数股东权益	16,234	18,747	21,512	24,691
营运资金的变动	-20,680	-2,405	-4,017	-4,958	股本	16,500	16,500	16,500	16,500
经营活动产生现金流量	20,036	12,227	11,770	13,251	留存收益	55,542	65,279	76,109	88,813
投资活动产生现金流量	-21,754	3,564	1,930	3,012	股东权益	88,275	100,526	114,120	130,003
融资活动产生现金流量	-708	-5,465	-2,007	-2,173	业绩和估值指标				
财务指标						2009	2010E	2011E	2012E
ROE	15.80%	15.00%	14.70%	15.10%	EPS (元)	0.67	0.74	0.82	0.96
ROA	12.70%	13.40%	13.70%	14.20%	BVPS (元)	5.35	6.09	6.92	7.88
资产负债率	19.50%	9.80%	9.10%	10.00%	PE (X)	17.3	15.8	14.2	12.1
毛利率	26.20%	26.30%	26.30%	26.30%	PB (X)	2.2	1.9	1.7	1.5
净利润率	12.70%	13.30%	13.40%	13.70%	P/S	2.2	2.1	1.9	1.7
期间费用率	9.50%	9.50%	9.60%	9.50%	EV/EBITDA	8.2	8.3	7.5	6.4

资料来源: 宏源证券

分析师简介:

刘志茹: 宏源证券研究所纺织服装行业研究员，北京服装学院服装企业战略管理硕士，2010 年加盟宏源证券研究所。

祖广平: 宏源证券研究所行业研究员。上海交通大学化学工程与工艺学士，金融学硕士，三年化工行业工作经验，三年证券行业从业经验。

主要研究覆盖公司：美邦服饰、七匹狼、大杨创世、罗莱家纺。

宏源证券机构销售团队

华北区域	华东区域	华南区域
李晔 010-88085956 liye@hysec.com	曾利洁 010-88085790 zenglijie@hysec.com	雷增明 010-88085989 leizengming@hysec.com
牟晓凤 010-88085275 muxiaofeng@hysec.com	刘爽 010-88085798 liushuang@hysec.com	

宏源证券评级说明:

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数+20%以上
	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数+5% ~ +20%
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离-5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5%以上
行业投资评级	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数+5%以上
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离-5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5%以上

免责条款:

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。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，不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果，本公司概不负责。

本公司所隶属机构及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，也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有，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，需注明出处为宏源证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。