



毛利率提升，内销市场增长超预期

增持维持

当前价格：16.09元

投资要点：

- 服装业务毛利率提升 6.41%，受益于优化客户资源和产品结构
- 未来主要增长点在内销市场，内销市场毛利率和收入占比不断提高

报告摘要：

- 中报净利润同比增长 32.76%，EPS 为 0.3 元。上半年公司实现营业收入 43,179.48 万元，归属于上市公司股东的净利润 4,778.86 万元，同比增长 14.73%、32.76%。EPS 为 0.3 元。业绩基本符合预期。
- 毛利率快速提升，一季度为 29.0%，二季度上升至 38.3%。其中服装业务的毛利率从 27.28% 提升到 33.69%。毛利率的提升得益于优化客户资源和产品结构以及内销市场增长。自主品牌创世、凯门的毛利率分别为 40%-50% 和 30%-40%，而外销市场毛利率在 25% 以下。
- 内销市场快速增长，营业收入占比和毛利率不断提高。公司加强自主品牌建设，2008、2009、2010 上半年，内销市场营业收入占比分别为 30.04%、36.09% 和 40.52%，毛利率分别为 27.78%、35.36% 和 47.9%。上半年内销 47.9% 的毛利率，远高于亚洲市场 21.87%、欧美市场 24.94% 的毛利率水平。
- 亚洲市场收入增长毛利率下降，欧美市场收入下降毛利率提升。上半年亚洲市场实现营业收入 13,249.93 万元，同比增长 59.13%，毛利率下降明显，从 31.29% 降至 21.87%。欧美市场毛利率从 22.55% 提升到 24.94%，优化客户资源见成效，但受到欧元汇率变化和欧洲市场不景气的影响，营业收入同比下降 17.40%，为 12,302.28 万元。
- 盈利预测。我们认为公司对外销市场具有较强的掌控能力，外销整体将处于稳定增长的状态，公司未来增长点在内销市场，内销顺利拓展将带动公司进入新的增长阶段。我们谨慎看好公司内销市场的增长态势，将 2010/2011 年公司每股收益调整为 0.72/0.86 元。根据公司 2010 年 8 月 19 日收盘价 16.09 元计算，2010/2011 年的 PE 为 22.3/18.7 倍，维持“增持”评级。
- 风险提示：汇率风险。

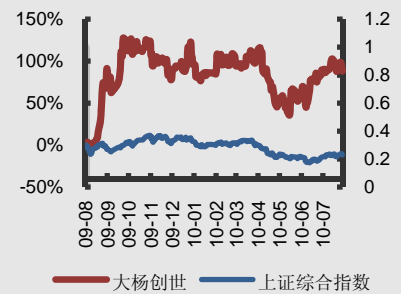
分析师

刘志茹

电话：010-88085230

Email: liuzhiru@hysec.com

市场表现



公司数据

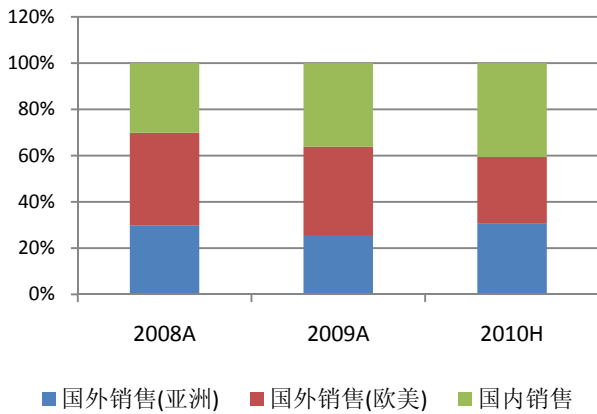
总股本 (万股)	16,500
流通股本 (万股)	9847
流通比例	59.68%
主要股东	大杨集团有限 责任公司
主要股东持股比例	40.32%

相关研究

“大杨创世：打造未来竞争力”——公司研究报告，2010-6-8

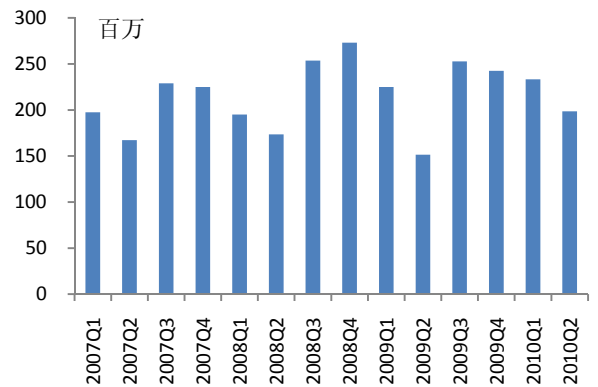
主要经营指标	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	871.70	1002.45	1172.87	1407.45
同比增长率	-2.7%	15.0%	17.0%	20.0%
净利润(百万元)	111.07	118.07	141.21	173.30
同比增长率	107.7%	6.3%	19.6%	22.7%
每股收益(元)	0.67	0.72	0.86	1.05

图 1: 2007-2010 年按地区主营收入占比



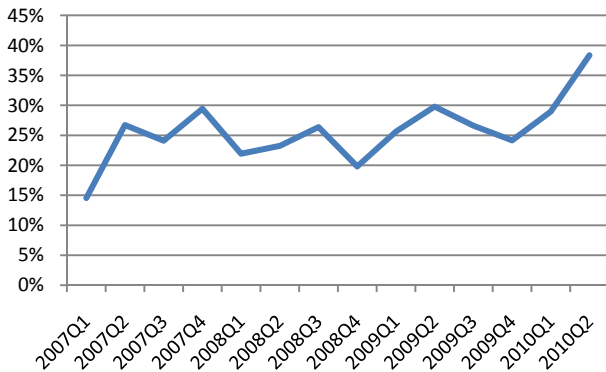
资料来源: 公司公告, 宏源证券

图 2: 2007-2010 年单季度销售收入



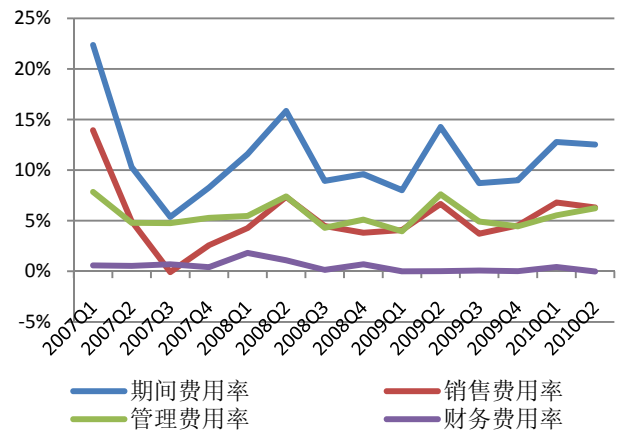
资料来源: 公司公告, 宏源证券

图 3: 2007-2010 年单季度综合毛利率



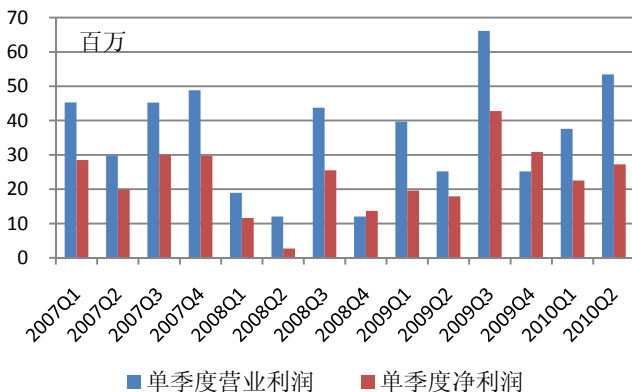
资料来源: 宏源证券

图 4: 2007-2010 年单季度费用率



资料来源: 宏源证券

图 5: 2007-2010 年单季度营业利润与净利润对比



资料来源: 宏源证券

预测利润表

单位: 百万元	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	871.70	1,002.45	1,172.87	1,407.45
减: 营业成本	643.12	721.77	838.60	999.29
营业税费	1.16	1.00	1.41	1.83
销售费用	39.68	45.11	52.19	61.93
管理费用	43.62	46.11	49.26	56.30
财务费用	-0.08	1.50	1.99	2.81
资产减值损失	1.00	1.00	1.52	2.11
加: 公允价值变动收益	1.42	0.00	0.00	0.00
投资和汇兑收益	38.24	0.00	0.00	0.00
营业利润	182.87	185.96	227.89	283.18
加: 营业外净收支	-0.68	0.00	0.00	0.00
利润总额	182.19	185.96	227.89	283.18
减: 所得税	42.92	43.70	53.55	66.55
净利润	139.26	142.26	174.33	216.63
归属母公司股东净利润	111.07	118.07	141.21	173.30
EPS (元)	0.67	0.72	0.86	1.05

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。

主要研究覆盖公司: 瑞贝卡、大杨创世、鲁泰 A、华孚色纺。

宏源证券机构销售团队

华北区域	华东区域	华南区域
孙利群 010-88085096 sunliqun@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。