

由制造向品牌的转型正在加速

研究观点

- 我们看好公司由生产商向品牌商的战略转型，并认为转型的趋势已经基本确立，未来公司主业属性（盈利能力）和估值水平均将呈现逐渐双向提升的态势，这是我们看好公司的最重要理由。公司作为老牌的高级西服生产企业，拥有精湛的生产工艺和精细化的流水线管理水平，为其向品牌运营商转型打下了坚实的基础，从 2003 年开始公司加快拓展国内自有品牌业务，到 2010 年公司年报已经充分显示其主营业务结构的明显转变，自有品牌业务净利润占比超过 40%，我们预计 2011 年开始公司高毛利率的自有品牌业务占收入和盈利比重将进一步提升，公司业务属性和投资价值也将进一步向品牌商靠拢。
- 公司出口业务 2011 年有阶段性波动，未来将保持稳定发展态势。公司今年业绩下滑主要受到对美出口的影响。我们预计公司今年对美出口收入下滑 50%，其主要原因是公司售美产品以中档为主受经济波动影响最大，因此订单大幅下滑。展望未来，考虑到公司的战略转型、2012 年春夏出口接单和行业整体形势，我们认为公司出口将整体保持稳定发展的态势。
- 创世高端零售品牌运营日趋成熟，未来营收有望保持持续较快增长（2011—2013 年年增速均在 35% 以上）。创世的增速主要来自于品牌提升、产品的丰富和对会员服务的加强所带来的同店增长，这部分我们预计在 25% 左右，以及来自渠道的稳健拓展，这部分我们预计在 10% 以上。其中渠道方面，根据公司对创世品牌的定位，我们预计创世的渠道空间在 100 家左右，未来继续开店的空间依然较大。考虑到公司稳健的开店策略，我们预计创世未来每年净开店数预计在 3—5 家左右。
- 凯门职业服业务未来整体趋势有望保持年均 20% 左右的增速，不排除个别年份超预期的可能。今年我们预计凯门职业装的收入增速在 20% 左右。凯门未来将以东北和西南为重点发展区域。基于 1) 公司在东北和西南有着深厚的人脉资源。2) 东北和西南的职业服市场容量大，仅辽宁一省据相关统计就超过 60 个亿。3) 公司拥有国内一流的西服套装加工能力，产能大，对于大订单供货稳定，另外量体的成功率高，只有千分之一的差错。因此，我们看好公司凯门高级商务职业装的发展空间。
- 盈利预测和投资评级：我们预测公司 2011—2013 年的每股收益分别为 0.72 元、0.85 元和 1.00 元。考虑到公司正处于转型期，因此我们对公司的业务进行拆分估值，根据我们测算，公司 2012 年预期每股收益中，0.28 元来自品牌零售，0.28 元来自团购，0.29 元来自出口，参考市场相关估值，同时结合公司自有品牌业务基数小弹性大的特征，我们给予公司品牌零售 25 倍市盈率，给予公司团购业务 20 倍市盈率，给予公司出口业务 8 倍市盈率，对应目标价 14.92 元，首次给予公司“增持”评级。
- 风险因素：外围环境恶化的风险。人民币汇率大幅升值的风险。



东方证券
ORIENT SECURITIES

证券分析师

施红梅

shihongmei@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860511010001

联系人

糜韩杰

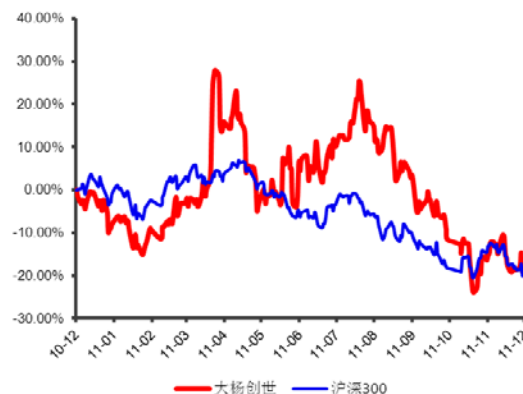
8621-63325888 × 6119

mihanjie@orientsec.com.cn

投资评级 买入 **增持** 中性 减持 (首次)

股价（2011 年 12 月 07 日）	11.65 元
目标价格	14.92 元
总股本/A 股（百万股）	165/116
A 股市值（亿元）	13.79
国家/地区	中国
行业	纺织服装
报告发布日期	2011 年 12 月 08 日

股价表现



财务预测

单位：百万元

	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	1086	1034	1128	1240
同比(%)	25%	-5%	9%	10%
归属母公司净利润	138	119	139	165
同比(%)	24%	-14%	17%	19%
毛利率(%)	31.0%	31.7%	33.4%	35.2%
ROE(%)	16.4%	12.8%	13.0%	13.3%
每股收益(元)	0.84	0.72	0.85	1.00
P/E (倍)	13.91	16.09	13.78	11.62
P/B (倍)	2.28	2.05	1.79	1.55
EV/EBITDA (倍)	6	7	6	6

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

目录

1 大杨创世：由生产制造商向品牌运营商稳步转型	4
1.1 公司简介	4
2 出口代工业务：今年下滑，未来将保持稳定	5
2.1 公司出口的竞争力：产能+产品稳定性	5
2.2 受对美出口萎缩影响，公司出口今年下滑	6
2.3 我们预计明后年公司出口将保持稳定	6
3 国内自有品牌业务：三架马车共同驱动销售快速增长	7
3.1 创世高端零售品牌	7
3.1.1 立足高端，目标客户人数快速增长	7
3.1.2 具备高端品牌的四大关键要素	7
3.1.3 营收未来三年有望保持 35%以上增长	9
3.2 凯门职业服品牌	10
3.2.1 提供高级商务职业装，国内职业装市场空间巨大	10
3.2.2 职业装订单波动较大，但整体趋势有望保持 20%的增速	10
3.3 YOUSOKU 网销品牌	10
3.3.1 定位年轻新锐的网上直销品牌，发展势头良好	10
3.3.2 打造三大核心竞争力，未来年均增速有望超过 100%	11
4 盈利预测和投资评级	11
5 风险因素	13
6 催化剂	13

图表目录

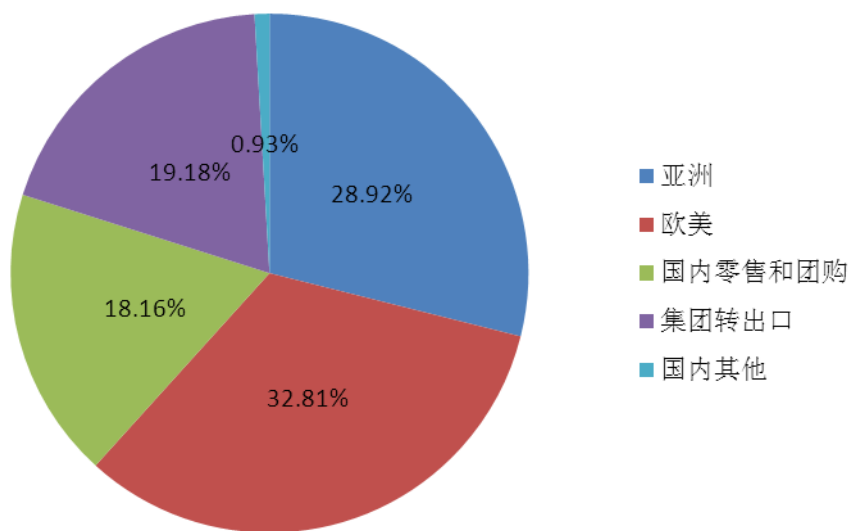
图 1 2010 年公司各业务收入占比	4
图 2 公司近年营业收入和净利润情况	5
图 3 A 股上市公司西服产能情况.....	6
图 4 创世品牌首席设计师凯特林伊万诺先生	8
图 5 创世品牌大连友谊店	8
图 6 公司董事长李桂莲女士和股神巴菲特先生	9
图 7 创世品牌历年开店情况	9
图 8 YOUSOKU 官网广告	11
附图：相关上市公司近期资金流向	15
表 1 公司三三三战略转型工程内容.....	4
表 2 公司营业收入假设.....	12
表 3 公司业务拆分估值.....	13
附表：财务报表预测与比率分析	14

1 大杨创世：由生产制造商向品牌运营商稳步转型

1.1 公司简介

公司专注于生产和营销各类男士中高档正装产品，其中大部分销往日本、欧洲和美国等国家的服装零售巨头和顶级时装品牌，包括 M&S、Macys、Ralph Lauren、BCBG 等，年出口西服达到 1000 万套，据全国第一。同时公司自有高级男装品牌“创世”和中高级职业服品牌“凯门”近年在国内实现快速增长，根据 2010 年年报显示，公司国内品牌业务收入已占公司总收入的 18.16%，同时按照公司国内品牌零售业务净利润率 30% 粗略估算，公司国内品牌零售业务的净利润占比更是达到了 42.71%，已具有相当的业务比重规模。

图 1 2010 年公司各业务收入占比



资料来源：公司财报，东方证券研究所整理

公司于 2009 年提出“三三三”转型战略，力争用三到五年的时间，围绕三个品牌、组织三个团队、做好三个方面的调整，我们看好公司的转型，认为公司已出现明确的转型拐点，未来成长清晰。首先，公司作为老牌的生产制造企业，拥有精湛的西服生产工艺和精细化的流水线管理水平，产品品质受到国内外客户的认可，为其向品牌运营商转型打下了坚实的基础，因为对于一个成功的男装品牌来说，产品质量在十分中占到了七分，其次，2010 年公司创世和凯门两个品牌均实现跨越式发展，今年这两个品牌更是有望各自达到超过 1 个亿的销售收入，进入品牌的快速发展期。

表 1 公司三三三战略转型工程内容

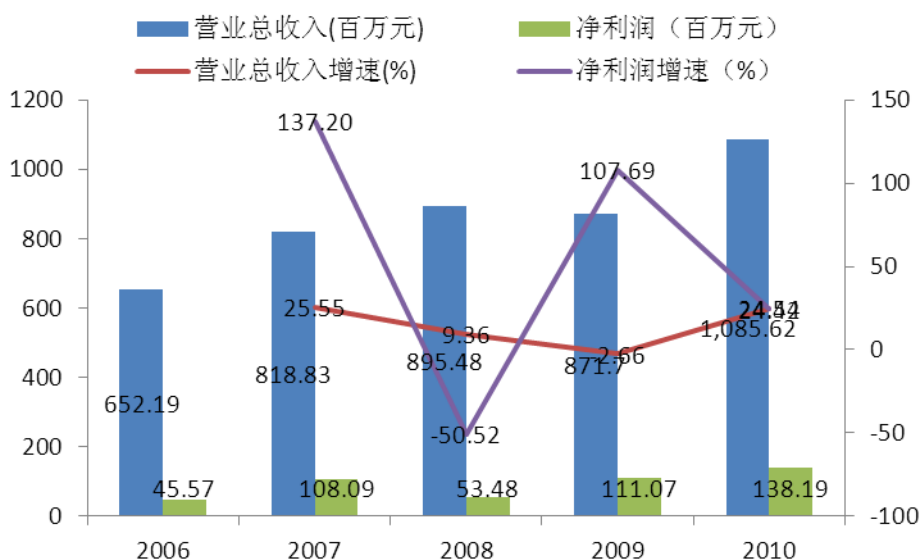
项目	内容
三个品牌	高级男装品牌“创世”、高级职业装品牌“凯门”、网上直销品牌 YOUSOKU
三个调整	1) 加强自主品牌建设，把自主品牌所占的比重从目前的 10% 提高到 50%
	2) 不断提高国内市场的占有率，使出口和内销各占 50%
	3) 不断提高单量单裁业务所占的比重，力争成为全球最大的单量单裁公司
三个团队	1) 一流的设计、研发团队

	2) 强有力的品牌营销团队
	3) 全面优化升级的综合管理与服务团队

资料来源：公司财报，东方证券研究所预测

2007 年至 2010 年，公司营业收入分别为 8.19 亿元、8.95 亿元、8.71 亿元和 10.85 亿元，复合年均增长 9.83%。公司净利润分别为 1.08 亿元、0.53 亿元、1.11 亿元和 1.38 亿元，复合年均增长 8.51%。

图 2 公司近年营业收入和净利润情况

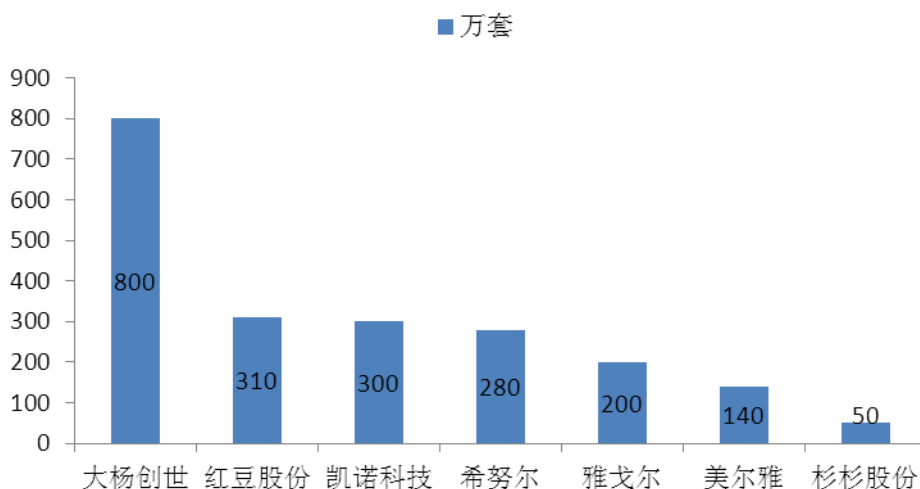


资料来源：公司财报，东方证券研究所整理

2 出口代工业务：今年下滑，未来将保持稳定

2.1 公司出口的竞争力：产能+产品稳定性

公司的产能规模和产品质量的稳定性是公司出口的核心竞争力，帮助公司近年出口业务实现稳健增长，即使是在 2008-2009 年全球金融危机导致国内出口业务大幅萎缩的背景下，公司营业收入和毛利率也依然保持稳定（2008 年净利润的大幅下滑主要是公司投资收益较 2007 年大幅减少所致）。公司是国内最大的西服出口商，年出口西服超过 1000 万套，自 2005 年起一直保持全国第一。同时，和世界知名服装零售巨头、顶级时装品牌的多年合作，造就了公司一流的生产工艺，产品稳定性高。

图 3 A 股上市公司西服产能情况


资料来源：公司财报，东方证券研究所整理

2.2 受对美出口萎缩影响，公司出口今年下滑

今年服装国际市场需求不振，美欧等公司主要的出口国前后发生债务危机，拖累当地经济增长，同时，国内原材料和人工成本也面临上涨的压力，致使公司出口收入出现一定下滑，根据公司的公开信息和我们对市场调研，我们认为出口的下滑主要来自公司对美国的出口。我们预计公司今年对美出口收入下滑 50%（主要体现在报表主营业务收入分地区国内业务中的集团转出口）。而欧洲和日本的出口则基本较 2010 年保持稳定。因为公司的产品在美国的进口商主要是以梅西百货为主的中档产品零售商，而债务危机导致美国社会结构 M 型化直接使中档消费萎缩，面对公司今年由于成本上升所进行的产品提价，美国的进口商难以接受，因此公司订单萎缩。而公司的欧洲客户以品牌商为主，产品定位高端，影响不大。日本一方面由于其货币兑美元升值，另一方面日本本国十分注重西服文化，因此公司产品提价对其影响较小。

2.3 我们预计明后年公司出口将保持稳定

从明后年看（2012 年至 2013 年），公司对于美国方面的出口我们预计将保持稳定，首先，公司今年对于梅西百货的出口大幅下滑，相应大幅减少了其占公司美国出口金额的比重，其次，公司“T BY TRANDS”品牌的单量单裁业务在美国开拓情况良好，目前在美国已进入 20 多家单裁店，我们预计公司在美国单量单裁的市场容量在 200-300 家左右，未来市场空间巨大。而对于日本和欧洲的出口，结合纺织服装行业预计在十二五期间出口保持 5% 的增速，同时考虑到两国的具体情况，我们预计其将保持稳定增长，增速分别为 5% 和 2%。

3 国内自有品牌业务：三架马车共同驱动销售快速增长

考虑到出口业务的盈利能力日益薄弱，未来成长空间也将逐步缩小，公司从 2003 年开始逐步加大国内市场销售的拓展力度，公司国内自有品牌业务近年来增长情况良好，目前主要包括“创世”零售品牌、“凯门”职业服和“YOUSOKU”网上直销业务。我们预计 2011 年公司零售品牌创世年销售收入有望突破 1 个亿，而团购品牌凯门预计销售收入同比增长在 20% 左右。随着公司创世和凯门两大自主品牌的逐步运作成熟，将推动公司主营业务真正向品牌企业逐步转型。YOUSOKU 网上直销业务目前仍处于培育期，未来发展值得重点跟踪。

3.1 创世高端零售品牌

3.1.1 立足高端，目标客户人数快速增长

公司创世品牌定位高端，产品目前以意大利风格的高档男士西服成衣套装为主，单套均价在 9800 元以上，目标客户主要是年收入 50 万元以上，40 岁左右对着装有较高品味的成功人士。随着国内富裕人士的增多，为高档服饰品牌提供了广阔的市场空间。据麦肯锡的统计，2008 年中国富裕家庭数量已达 160 万户，富裕家庭被界定为家庭年收入超过 25 万元人民币的城市家庭，这一数字在以年均 16% 的速度增长，预计到 2015 年将达到 400 多万户，意味着巨大的购买力。

3.1.2 具备高端品牌的四大关键要素

我们认为创世具备作为一个高端品牌的四大关键要素：高档品质、知名设计师、高端渠道、品牌形象

高档品质：1) 高档男装的时尚趋势主要体现在面料的变化上，因此对加工工艺要求特别高，涉及不同面料的搭配（如前片和胸衬），公司在与国际知名零售商和一线品牌多年合作中形成了一流的西服加工工艺，创世品牌的服装（除皮革及配饰）均由公司自行生产。2) 创世西服均采用全毛芯工艺，这是一种体现世界西服绝对最高档次精品的工艺，完全依靠毛衬来衬托西服的造型，而不是普通西服前身的粘合衬，粘合衬水洗易变形，容易脱胶起泡，且在制作过程中，由于其需要通过高温将毛料纤维（面料）和化学纤维（衬）粘合在一起，改变了毛纤维原有柔软舒适的特性，使面料变硬，而全毛芯西服由于是手工缝制，不存在这些问题，外观感觉柔软有弹性，穿着舒适，自然挺括。3) 创世品牌的面料及辅料均采购自国际知名供应商。4) 公司拥有几十项外观专利，包括领子、垫肩和前片等。

知名设计师：2006 年，世界顶级品牌 Giorgio Armani 的首席设计师凯特林伊万诺先生加盟公司，出任创世品牌首席设计师、品牌设计总监。凯特林先生自 1993 年至 2006 年整整 14 年，一直担任 Giorgio Armani（乔治·阿玛尼）男装首席设计师，是阿玛尼先生最密切的合作伙伴，曾为 David Beckham（大卫·贝克汉姆）、Tom Hanks（汤姆·汉克斯）和成龙等国际巨星量体裁衣。凯特林先生曾任 IACDE（国际服装设计师及管理协会）主席，为打造意大利男装享誉世界的高品质做出了卓越贡献，是全球服装界公认的男装大师。凯特林先生的加盟为创世品牌带来了先进的服装设计理念。

图 4 创世品牌首席设计师凯特林伊万诺先生

资料来源：千龙网，东方证券研究所整理

高端渠道：创世品牌目前在国内店铺总数在 30 家左右，店铺选址主要集中在省会城市和沿海沿江的经济发展城市的核心商圈，业态以高档百货商场为主（比如大连友谊商厦、长春卓展购物中心、郑州丹尼斯人民路店等），包括部分高档酒店（北京京西宾馆）。高档的销售渠道一方面有助于树立公司品牌形象，提高公司的品牌知名度，同时也有利于锁定目标客户群，增加公司产品销售的概率。此外，公司渠道全部以直营方式，有利于对品牌形象的管理控制。

图 5 创世品牌大连友谊店

资料来源：大连专卖店装修网，东方证券研究所整理

品牌形象：创世品牌自 2004 年起一直是国家领导人出访的礼宾服，近年更是由于股神巴菲特先生的赞誉，声名鹊起。巴菲特先生的好友，包括比尔盖茨、合伙人查理及其家人、拉菲酒庄的继承者罗斯希尔德家族成员、可口可乐公司前总裁、以色列首富等，都纷纷预定创世量身定制的西装，此等标杆效应使创世正成为全球商业经营的新宠。

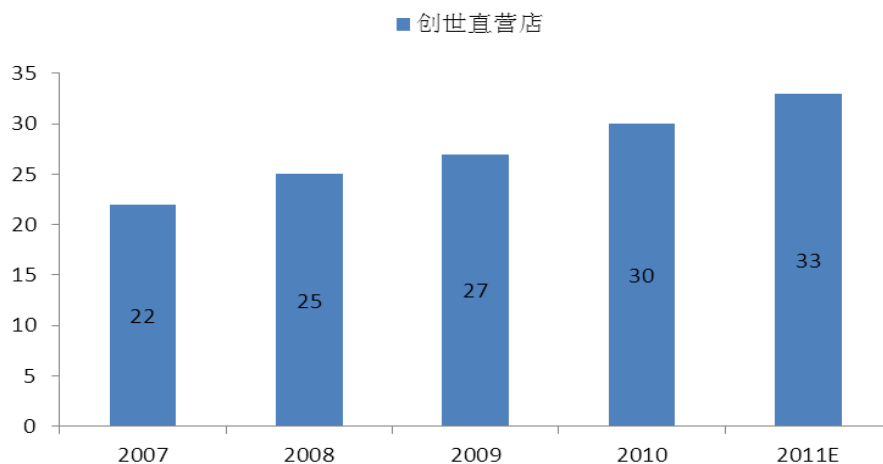
图 6 公司董事长李桂莲女士和股神巴菲特先生


资料来源：大连天健网，东方证券研究所整理

此外创世产品平时不打折，除非在商场搞活动时最多打 8.5 折；开店稳健，成功一家开一家；品牌推广以高端的平面媒体为主等措施也均一步步夯实起其高端品牌的形象。

3.1.3 营收未来三年有望保持 35%以上增长

我们预计公司未来三年创世品牌的营业收入年均增速有望保持在 35%以上，收入的增速主要来自内在的品牌提升、产品丰富（公司以前研发以正装为主，未来将加大对于全系列的投入）、对会员服务的加强（作为高端品牌，VIP 客户的重复购买对营收是非常重要的，公司在会员深入服务方面比较欠缺，未来会在这方面加强），和外在的中国富裕人口数量增长，所带来的同店增长，这部分我们预计在 25%左右，以及来自渠道的稳健拓展，这部分我们预计在 10%左右。渠道方面，根据公司对创世品牌的定位，在省会城市和沿海沿江经济发达城市的核心商圈，我们预计创世的渠道空间在 100 个左右，未来继续开店的空间巨大，考虑到公司稳健的开店策略，我们预计公司创世品牌未来每年净开店数预计在 3-5 家左右。

图 7 创世品牌历年开店情况


资料来源：公司财报，东方证券研究所整理

3.2 凯门职业服品牌

3.2.1 提供高级商务职业装，国内职业装市场空间巨大

凯门是公司专为国内企业团体着装提供形象定制服务的高级商务职业装品牌，目标客户主要集中在金融行业、政府机关、电力行业、通讯行业、中小企业等，2010 年凯门销售业绩实现跨越式增长，成功的将业务从东北和华北延伸到西南市场。

中国职业装市场空间巨大。根据慧聪职业装网的统计，目前国内职业装需求占服装市场的比重不足 20%，与欧美日等发达国家存在巨大的差距。在时尚与工业同步发达的欧洲，职业装的需求占服装市场的 50%。在美国，这一数据超过 60%。以“制服之国”著称的日本，职业装更为普遍。从目前国内产业结构逐步调整，第三产业，服务业从业人数迅速增长现状看，我们认为国内的职业装需求也会迅速提高。所以中国职业装的发展具有相当大的空间。

3.2.2 职业装订单波动较大，但整体趋势有望保持 20%的增速

公司未来将以东北和西南为重点发展区域，同时借助创世品牌美誉度的外溢效应，稳步向其他省份推进（主要以创世已进入的省份为主）。我们看好公司未来凯门高级商务职业装的发展。首先，公司在东北和西南有着深厚的人脉资源，这对于较为强调营销的职业服业务来说十分重要。其次，东北和西南的职业服市场容量大，仅辽宁一省据相关统计就超过 60 个亿。最后，职业装团购业务除了人脉资源外，产品、工艺和后续服务也十分关键，而公司拥有国内一流的西服套装加工能力，产能大，对于大订单供货稳定及时，另外量体的成功率高，只有千分之一的差错。基于一般企业和政府部门两年一换装的行业经验，同时考虑公司的业务开拓，我们预计，虽然职业装团购业务订单波动较大，但整体趋势有望保持年均 20%左右的增速。

3.3 YOUSOKU 网销品牌

3.3.1 定位年轻新锐的网上直销品牌，发展势头良好

为了实现公司“三三三”战略转型目标，同时抓住国内电子商务快速兴起的战略机遇，公司于今年收购了参股公司大连酷格部落服饰有限公司的所有股权。酷格部落其他两个投资方大杨集团有限责任公司（以下简称“大杨集团”）57%股权和香港通辉发展有限公司（以下简称“香港通辉”）25%股权均转让给了大杨创世。

酷格部落是以服装研发、销售为一体的网上营销公司，目前重点开发“YOUSOKU”网上直销品牌。YOUSOKU 品牌的目标客户以年龄在 25 岁左右的大学毕业生和刚工作 2-3 年的年轻白领为主，产品价格主要在 800-2000 元之间，销售渠道仅限 YOUSOKU 官网和淘宝商城旗舰店。YOUSOKU 自 2009 年 10 月推出至今，经过 2 年多的运营，在产品风格、网站建设等方面提升显著，品牌的影响力迅速提升，表现出非常好的发展潜力。

2011 年我们预计 YOUSOKU 品牌的销售收入在 300 万左右。但是考虑到酷格部落所有收购手续预计在年底前完成，因此其今年的收入将不体现在公司财务报表上。当然，从收入的绝对额看即使酷格部落的收入全部体现，对公司的业绩影响也微乎其微，但基于 YOUSOKU 结合大杨缝制 30 年的优秀品质，针

对中国年轻人的身形特点精准剪裁，突破以往正装传统，注重时尚的组合搭配，打造全新的西装穿着体验，同时网上直销代表了新经济时代中新兴的营销模式，我们看好其未来发展的广阔空间。

图 8 YOUSOKU 官网广告



资料来源：YOUSOKU 官网，东方证券研究所整理

3.3.2 打造三大核心竞争力，未来年均增速有望超过 100%

我们认为 YOUSOKU 的竞争力主要体现在以下方面，1) 优秀的做工，公司拥有 30 年专注于中高档西服生产的工艺。2) 合身的版型，YOUSOKU 的版型采用略带修身的日版，充分考虑了目标客户偏瘦、肌肉不是很发达的体型特征，同时在行业中非常少见的推出了全号型（共 35 个成衣尺码），最大程度的满足了穿着者的合身需求。3) 独特的体验中心设置，公司在大连、北京设有 YOUSOKU 体验中心，未来还会进一步向其他城市拓展，为客人介绍 YOUSOKU 的产品，帮助客人试穿样衣确认合适的尺码，为客人演示网上购物流程。（体验中心不提供代购服务）

我们预计 2012 年和 2013 年 YOUSOKU 销售收入的年均增速有望超过 100%。YOUSOKU 于今年 11 月在原先男西服的基础之上成功推出女装产品，预计未来会进一步向饰品延伸，随着品类的丰富，目标客户群的扩大，产品销售连带率的提高，将推动 YOUSOKU 业绩实现快速增长，

4 盈利预测和投资评级

我们对公司的盈利作如下假设：

- 1、亚洲地区服装销售 2011 年至 2013 年的收入增速分别为 5%、5%和 5%。毛利率三年保持 20%不变，主要是基于 1) 日元兑美元升值。2) 公司挑选订单档次高，有长期合作前景的客户。
- 2、欧美地区服装销售 2011 年至 2013 年的收入增速分别为 0%、2%和 2%。毛利率三年保持 20%不变，主要是基于 1) 欧洲客户以品牌商为主，产品定位高端。2) 公司挑选订单档次高，有长期合作前景的客户。
- 3、国内服装销售中，创世零售业务预计 2011 年至 2013 年店铺数分别为 33、36 和 41 家，店效年均增速预计在 25%左右。凯门团购业务预计收入增速为 20%左右。YOUSOKU 近三年在公司业绩上体现不

大，暂不考虑。集团转出口，我们预计 2011 年至 2013 年收入分别为 1.04 亿、1.04 亿和 1.04 亿，主要考虑到集团转出口以出口美国为主，今年经历大幅下滑后，梅西百货在公司出口美国的占比大幅减少，因此未来预计对美出口将保持稳定。毛利率方面，创世和凯门的毛利率预计未来三年在 62%左右，集团转出口在 25%左右。

4、管理费用率方面，2011 年至 2013 年分别为 5.80%、6.00%和 6.30%。管理费用率的上升主要是考虑到公司正在向品牌运营公司转型，总部相关管理人员增加。营业费用方面，2011 年至 2013 年分别为 7%、7.20%和 7.50%，营业费用率逐年上升主要是由于直营店的增加（公司创世品牌定位高端，新开店投入较大）和广告投入的增加。

5、公司企业所得税率为 24%、24.50%和 25%，主要考虑公司有部分子公司自 2008 年开始所得税率实行两免三减半。

表 2 公司营业收入假设

单位：百万		2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
亚洲	收入	267.13	219.73	312.2	327.81	344.20	361.41
	YoY	56.28%	-17.74%	42.08%	5%	5%	5%
	成本	202.46	165.74	249.83	245.86	258.15	271.06
	毛利率	24.21%	24.57%	19.98%	25%	25%	25%
欧美	收入	357.17	335.12	353.79	353.79	360.87	368.08
	YoY	-13.86%	-6.17%	5.57%	0%	2%	2%
	成本	292.74	271.87	283.89	283.03	288.69	294.47
	毛利率	18.04%	18.87%	19.76%	20%	20%	20%
国内	收入	254.03	302.91	403.65	342.89	413.05	500.82
	YoY		19.24%	33.26%	-15.05%	20.46%	21.25%
	成本	182.68	194.61	199.93	168.63	195.44	228.79
	毛利率	28.09%	35.75%	50.47%	50.82%	52.68%	54.32%
国内其他	收入	14.05	10.4	9.85	10	10	10
	YoY		-25.98%	-5.29%	0%	0%	0%
	成本	10.93	7.93	10.72	9	9	9
	毛利率	22.21%	23.75%	-8.83%	10%	10%	10%
主营业务收入		892.38	868.16	1079.49	1034.49	1128.12	1240.32
主营业务成本		688.81	640.15	744.37	706.52	751.28	803.32

资料来源：公司财报，东方证券研究所预测

我们预测公司 2011——2013 年的每股收益分别为 0.72 元、0.85 元、和 1.00 元。考虑到公司正处于由生产加工的制造类企业向品牌运营企业转型，仅仅按照生产制造类企业的市盈率对公司进行估值有失偏颇，因此我们通过对公司业务的拆分，对其生产加工（出口）和品牌运营业务（品牌零售和团购）分别估值。根据我们测算，公司 2012 年预期每股收益 0.85 元中，0.28 元来自品牌零售，0.28 元来自团购，

0.29 元来自出口，参考市场给予相应上市公司 2012 年的估值，同时结合公司品牌运营业务基数小弹性大的特征，我们给予公司品牌零售 25 倍市盈率，给予公司团购业务 20 倍市盈率，给予公司出口业务 8 倍市盈率，对应目标价 14.92 元，首次给予公司“增持”评级。

表 3 公司业务拆分估值

业务拆分	2012 年每股收益	市盈率	股价
品牌零售	0.28	25	7.00
团购	0.28	20	5.60
出口	0.29	8	2.32
合计	0.85		14.92

资料来源：东方证券研究所预测

5 风险因素

- 1、外围环境恶化的风险。公司受劳动力成本上涨和原材料价格上涨的压力，一旦外围环境发生恶化，成本上涨无法通过涨价来转嫁，将影响公司业绩。
- 2、人民币汇率大幅升值的风险。公司出口收入以美元结算，人民币汇率升值会导致公司出口收入减少，毛利率下滑，进而影响公司净利润水平。

6 催化剂

虽然公司在自有品牌业务的发展上强调稳健，和市场追求品牌零售企业高速扩张的需求不太一致，但这并不意味着公司的业绩缺乏弹性，恰恰相反，占公司国内自主品牌业务另一半的凯门品牌团购业务的弹性是很大的，因此虽然我们预计公司团购业务未来年均增速在 20% 左右，但不排除公司未来某些年份会出现像 2010 年那样由于团购订单大幅增加带来的业绩的爆发式增长，在目前公司股价出现连续回落，估值的安全边际不断增厚的背景下，考虑到团购业务的弹性，建议投资者积极关注。

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	947	1104	1302	1540	营业收入	1086	1034	1128	1240
现金	364	527	707	923	营业成本	749	707	751	803
应收账款	102	102	111	122	营业税金及附加	3	8	9	10
其它应收款	2	2	3	3	营业费用	65	72	81	93
预付账款	23	18	21	23	管理费用	44	60	68	78
存货	142	146	149	159	财务费用	3	3	2	1
其他	314	310	311	311	资产减值损失	4	4	5	6
非流动资产	244	225	196	165	公允价值变动收	-1	0	0	0
长期投资	5	4	4	4	投资净收益	13	12	14	14
固定资产	221	196	168	136	营业利润	230	192	226	263
无形资产	4	4	4	4	营业外收入	1	6	1	1
其他	14	21	20	20	营业外支出	1	0	0	0
资产总计	1190	1329	1498	1705	利润总额	230	198	227	264
流动负债	156	167	165	175	所得税	54	48	56	66
短期借款	0	0	0	0	净利润	177	150	171	198
应付账款	51	64	60	68	少数股东损益	38	31	32	32
其他	105	103	105	106	归属于母公司净	138	119	139	165
非流动负债	0	0	0	0	EBITDA	273	234	269	307
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.84	0.72	0.85	1.00
其他	0	0	0	0					
负债合计	156	168	165	175	主要财务比率				
少数股东权益	193	224	255	287	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
股本	165	165	165	165	成长能力				
资本公积	184	184	184	184	营业收入	24.5%	-4.7%	9.1%	9.9%
留存收益	493	588	728	893	营业利润	25.6%	-16.4%	17.5%	16.4%
归属母公司股东权益	842	937	1076	1242	净利润	24.4%	-13.5%	16.7%	18.6%
负债和股东权益	1190	1328	1497	1704	获利能力				
					毛利率	31.0%	31.7%	33.4%	35.2%
					净利率	12.7%	11.6%	12.4%	13.3%
					ROE	16.4%	12.8%	13.0%	13.3%
					ROIC	20.8%	15.6%	15.9%	15.9%
					偿债能力				
					资产负债率	13.1%	12.6%	11.0%	10.3%
					净负债比率				
					流动比率	6.08	6.61	7.89	8.81
					速动比率	5.10	5.67	6.93	7.84
					营运能力				
					总资产周转率	0.95	0.82	0.80	0.77
					应收账款周转率	12	10	10	10
					应付账款周转率	12.06	12.25	12.12	12.53
					每股指标 (元)				
					每股收益	0.84	0.72	0.85	1.00
					每股经营现金流	0.86	1.18	1.11	1.30
					每股净资产	5.10	5.68	6.52	7.53
					估值比率				
					P/E	13.91	16.09	13.78	11.62
					P/B	2.28	2.05	1.79	1.55
					EV/EBITDA	6	7	6	6

资料来源：东方证券研究所

附图：相关上市公司近期资金流向



注： 超级资金(>50 万股或 100 万元)：体现了超大户或者机构当日的净买卖方向；

散户资金(<1 万股或 5 万元)：体现了散户当日的净买卖方向；

当日净量：红柱为净买入，绿柱为净卖出，数值为当日净量占流通盘的百分比；

60 日累计：当日净量的 60 日累计值；

10 日均值：60 日累计线的 10 日平滑。

资料来源：益盟，东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本报告由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn