

波司登 (3998 HK)

敏捷性和品牌升級是關鍵策略

儘管業績只是符合預期，以及缺乏具體的增長指引，但我們對22財年的增長保持信心，並預計銷售/淨利潤將同比增長 15%/23%。現價估值只有 19 倍的 23 財年，市盈率仍然十分吸引（對比 GOOS 的 30 倍，MONC 的 33 倍）。重申買入並上調目標價至 6.13 港元（基於 23 倍 23 財年市盈率，之前為 22 財年的市盈率）。

- **業績大致符合預期，銷售略差但毛利率相當不俗。**波司登的銷售/淨利潤同比增長 11%/42%，比招銀國際預期低 6%/高 2%，這要歸因於：1) 低於預期的批發銷售，2) 毛利率飆升以及 3) 大店強勁的同店銷售增長，效率提高和相關的經營杠杆。我們認為 21 財年批發銷售疲弱，是因為波司登主動要求去庫存的措施和為了準備在 22 財年推出新的補貨系統。21 財年的庫存天數似乎很高，為 175 天（而 20 財年只為 155 天），但如果我們排除了原材料儲備的增加，截至 2021 年 3 月，調整後的庫存天數就只有約 120 天，而健康水準為 100-110 天。
- **更靈活的訂貨系統和管道庫存共用。**波司登將進一步升級其訂貨和補貨系統，並打算打開更多自營門店和經銷商之間的庫存共用。這個系統將允許經銷商退回其訂貨會訂單（通常佔年度銷售目標的 30%）的三分之一，即 10%。這讓經銷商能夠更快地對市場做出反應，抓住更多的銷售機會，同時避免庫存堆積。基於波司登行業領先的快速反應和快速生產的能力，可以幫助經銷商搶佔更多的市場份額。
- **我們預計 22 財年的銷售將同比增長 15%，受惠於 1) 經銷商對近期的訂貨會反應相當正面和積極（管理層指出），2) 品類擴張，將推出更多戶外和高端 SKU（可能佔總銷售額的 15-20%），亦會在 2021 年 10 - 11 月推出更多宣傳等和 3) 良好的電子商務銷售增長勢頭等。**
- **並預計 22 財年淨利潤率為 13.6%。**受惠於：1) 通過品牌高端化（平均售價可能會比銷量帶動更多的增長），2) 更好地去控制零售折扣（尤其是電商），3) 更多的自營銷售以及 4) 更多大店的經營效率的提升。公司認為中長期合理的年淨利潤率可達到 15-20%。
- **維持買入評級，上調目標價至 6.13 港元。**我們將 22 財年/23 財年的攤薄每股收益上調 17%/24%，考慮到毛利率飆升和強勁的經營杠杆。因此重申買入評級，目標價 6.13 港元，基於 23 倍 23 財年市盈率（之前為 22 財年）。現價估值為 19 倍 23 財年市盈率，考慮到 21-24 財年的 19% 的淨利潤年複合增長率，以及 GOOS 的 30 倍和 MONC 的 33 倍的估值，公司仍然相當具有吸引力。

財務資料

(截至 3 月 31 日)	FY20A	FY21A	FY22E	FY23E	FY24E
營業收入(百萬元人民幣)	12,191	13,517	15,526	17,404	19,103
同比增長 (%)	17.4	10.9	14.9	12.1	9.8
淨收入(百萬元人民幣)	1,203	1,710	2,108	2,472	2,883
每股盈利(元人民幣)	0.111	0.153	0.188	0.221	0.258
每股盈利變動 (%)	12.8	49.5	25.5	17.3	16.6
市場預期每股收益(人民幣)	n/a	n/a	0.186	0.221	0.221
市盈率 (倍)	41.0	27.4	21.8	18.6	16.0
市帳率 (倍)	4.7	4.1	3.7	3.4	3.1
股息率 (%)	1.8	2.7	3.2	3.8	4.4
權益收益率 (%)	11.8	15.5	17.8	19.2	20.6
淨負債比率 (%)	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金

資料來源：公司、彭博及招銀國際證券預測

敬請參閱尾頁之免責聲明

請到彭博 (搜索代碼: RESP CMBR <GO>) 或 <http://www.cmbi.com.hk> 下載更多招銀國際證券研究報告
 本報告摘要自英文版本，如欲進一步瞭解，敬請參閱英文報告。

買入 (維持)

目標價	HK\$6.13
(此前目標價)	HK\$4.23
潛在升幅	+23.5%
當前股價	HK\$4.96

中國服裝行業

胡永匡

(852) 3761 8776
 walterwoo@cmbi.com.hk

公司資料

市值(百萬港元)	53,565
3 月平均流通量 (百萬港元)	90.93
52 周內股價高/低 (港元)	4.98/2.01
總股本 (百萬)	10,799.4

資料來源：彭博

股東結構

高德康及其家族	70.49%
員工激勵計畫	6.81%
自由流通	22.70%

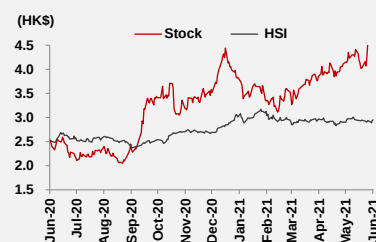
資料來源：港交所

股價表現

	絕對回報	相對回報
1-月	16.8%	15.3%
3-月	39.9%	38.4%
6-月	34.1%	22.6%
12-月	98.3%	71.4%

資料來源：彭博

股份表現



資料來源：彭博

審計師：畢馬威

請登錄 2021 年亞洲貨幣券商投票網址，投下您對招銀國際研究團隊信任的一票：

<https://euromoney.com/brokers>

財務分析

利潤表

年結:3月31日(百萬人民幣)	FY20A	FY21A	FY22E	FY23E	FY24E
銷售收入	12,191	13,517	15,526	17,404	19,103
羽絨服	9,513	10,88	12,67	14,40	15,96
貼牌加工管理	1,611	1,536	1,690	1,774	1,863
女裝	983	947	1,007	1,062	1,109
多元化服裝	84	145	152	160	168
銷售成本	(5,482)	(5,592)	(6,322)	(6,997)	(7,584)
毛利	6,709	7,924	9,204	10,408	11,520
其他收入	187	204	171	191	210
營運支出	(5,297)	(5,903)	(6,515)	(7,255)	(7,857)
折舊和攤銷	(151)	(161)	(169)	(174)	(173)
員工成本	(1,346)	(1,652)	(1,869)	(1,997)	(2,153)
銷售及分銷成本(不包括員工成本、折舊和攤銷)	(2,938)	(3,174)	(3,655)	(4,170)	(4,516)
管理費用(不包括員工成本、折舊和攤銷)	(423)	(503)	(472)	(518)	(565)
其他運營費用	(439)	(413)	(350)	(396)	(450)
息稅前收益	1,599	2,225	2,860	3,344	3,873
融資成本淨額	1	18	13	21	47
合資及聯營企業	-	-	-	-	-
特殊項目	-	-	-	-	-
稅前利潤	1,600	2,242	2,872	3,365	3,920
所得稅	(405)	(537)	(718)	(841)	(980)
減:非控制股東權益	(8)	(5)	47	52	57
淨利潤	1,203	1,710	2,108	2,472	2,883

現金流量表

年結:3月31日(百萬人民幣)	FY20A	FY21A	FY22E	FY23E	FY24E
息稅前利潤	1,599	2,225	2,860	3,344	3,873
折舊和攤銷	290	333	373	393	388
營運資金變動	(487)	(98)	(774)	(293)	(262)
已繳納所得稅	(497)	(537)	(718)	(841)	(980)
其他	328	213	208	217	243
經營活動所得現金流	1,233	2,136	1,948	2,820	3,262
資本開支	(714)	(541)	(621)	(696)	(764)
聯營公司	1,118	(560)	-	-	-
利息收入	129	-	-	-	-
其他	79	-	-	-	-
投資活動所得現金淨額	612	(1,100)	(621)	(696)	(764)
股份發行	-	-	-	-	-
淨借貸	(552)	-	-	-	-
支付股息	(863)	(905)	(1,262)	(1,474)	(1,729)
其他	1,408	(196)	(196)	(196)	(196)
融資活動所得現金淨額	(8)	(1,101)	(1,458)	(1,669)	(1,925)
現金增加淨額	1,837	(65)	(131)	455	573
年初現金及現金等價物	1,754	3,639	3,573	3,443	3,897
匯兌	47	-	-	-	-
年末現金及現金等價物	3,639	3,573	3,443	3,897	4,470

資產負債表

年結:3月31日(百萬人民幣)	FY20A	FY21A	FY22E	FY23E	FY24E
非流動資產	4,909	5,677	5,925	6,228	6,604
固定資產	1,390	1,711	2,072	2,488	2,977
無形資產和商譽	1,654	1,542	1,429	1,316	1,203
預付租金	99	659	659	659	659
合資及聯營公司投資	-	-	-	-	-
其他非流動資產	1,765	1,765	1,765	1,765	1,765
流動資產	12,470	13,124	13,781	14,968	16,192
現金及現金等價物	3,639	3,573	3,443	3,897	4,470
存貨	2,726	2,605	2,945	3,259	3,532
貿易和其他應收款	1,959	2,777	3,190	3,576	3,925
預付款	209	232	266	298	327
其他流動資產	3,937	3,937	3,937	3,937	3,937
流動負債	4,690	5,312	5,325	5,764	6,154
銀行貸款	818	818	818	818	818
應付款	1,830	2,298	2,079	2,300	2,493
應計費用和其他應付款	1,412	1,565	1,798	2,015	2,212
應付稅款	365	365	365	365	365
其他流動負債	266	266	266	266	266
非流動負債	2,286	2,286	2,286	2,286	2,286
銀行貸款	-	-	-	-	-
遞延收入	-	-	-	-	-
遞延所得稅	140	140	140	140	140
其他	2,146	2,146	2,146	2,146	2,146
少數股東權益	189	185	231	283	341
淨資產總額	10,214	11,018	11,864	12,862	14,015
股東權益	10,214	11,018	11,864	12,862	14,015

主要比率

年結:3月31日	FY20A	FY21A	FY22E	FY23E	FY24E
銷售組合(%)					
羽絨服	78.0	80.6	81.7	82.8	83.6
貼牌加工管理	13.2	11.4	10.9	10.2	9.8
女裝	8.1	7.0	6.5	6.1	5.8
多元化服裝	0.7	1.1	1.0	0.9	0.9
合計	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
盈利能力比率					
毛利率	55.0	58.6	59.3	59.8	60.3
經營利潤率	13.1	16.5	18.4	19.2	20.3
稅前利率	13.1	16.6	18.5	19.3	20.5
淨利潤率	9.9	12.6	13.6	14.2	15.1
有效稅率	25.3	24.0	25.0	25.0	25.0
資產負債比率					
流動比率(x)	2.7	2.5	2.6	2.6	2.6
速動比率(x)	2.1	2.0	2.0	2.0	2.1
現金比率(x)	0.8	0.7	0.6	0.7	0.7
平均庫存周轉天數	181	170	170	170	170
平均應收款周轉天數	59	75	75	75	75
平均應付帳款天數	122	150	120	120	120
債務/股本比率(%)	24	23	21	19	18
淨負債/股東權益比率(%)	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金
回報率(%)					
資本回報率	11.8	15.5	17.8	19.2	20.6
資產回報率	6.9	9.1	10.7	11.7	12.6
每股數據(人民幣)					
每股盈利(人民幣)	0.11	0.15	0.19	0.22	0.26
每股股息(人民幣)	0.08	0.11	0.13	0.15	0.18
每股帳面價值(人民幣)	0.96	1.02	1.11	1.20	1.31

資料來源: 公司及招銀國際證券預測

免責聲明及披露

分析員聲明

負責撰寫本報告的全部或部分內容之分析員，就本報告所提及的證券及其發行人做出以下聲明：（1）發表於本報告的觀點準確地反映有關於他們個人對所提及的證券及其發行人的觀點；（2）他們的薪酬在過往、現在和將來與發表在報告上的觀點並無直接或間接關係。

此外，分析員確認，無論是他們本人還是他們的關聯人士（按香港證券及期貨事務監察委員會操作守則的相關定義）（1）並沒有在發表研究報告30日前處置或買賣該等證券；（2）不會在發表報告3個工作日內處置或買賣本報告中提及的該等證券；（3）沒有在有關香港上市公司內任職高級人員；（4）並沒有持有有關證券的任何權益。

招銀國際證券投資評級

買入	：股價於未來12個月的潛在漲幅超過15%
持有	：股價於未來12個月的潛在變幅在-10%至+15%之間
賣出	：股價於未來12個月的潛在跌幅超過10%
未評級	：招銀國際並未給予投資評級

招銀國際證券行業投資評級

優於大市	：行業股價於未來12個月預期表現跑贏大市指標
同步大市	：行業股價於未來12個月預期表現與大市指標相若
落後大市	：行業股價於未來12個月預期表現跑輸大市指標

招銀國際證券有限公司

地址：香港中環花園道3號冠君大廈45樓

電話：(852) 3900 0888

傳真：(852) 3900 0800

招銀國際證券有限公司（“招銀證券”）為招銀國際金融有限公司之全資附屬公司（招銀國際金融有限公司為招商銀行之全資附屬公司）

重要披露

本報告內所提及的任何投資都可能涉及相當大的風險。報告所載資料可能不適合所有投資者。招銀國際證券不提供任何針對個人的投資建議。本報告沒有把任何人的投資目標、財務狀況和特殊需求考慮進去。而過去表現亦不代表未來的表現，實際情況可能和報告中所載的大不相同。本報告中所提及的投資價值或回報存在不確定性及難以保證，並可能會受目標資產表現以及其他市場因素影響。招銀國際證券建議投資者應該獨立評估投資和策略，並鼓勵投資者諮詢專業財務顧問以便作出投資決定。

本報告包含的任何資訊由招銀國際證券編寫，僅為本公司及其關聯機構的特定客戶和其他專業人士提供的參考資料。報告中的資訊或所表達的意見皆不可作為或被視為證券出售要約或證券買賣的邀請，亦不構成任何投資、法律、會計或稅務方面的最終操作建議，本公司及其雇員不就報告中的內容對最終操作建議作出任何擔保。我們不對因依賴本報告所載資料採取任何行動而引致之任何直接或間接的錯誤、疏忽、違約、不謹慎或各類損失或損害承擔任何的法律責任。任何使用本報告資訊所作的投資決定完全由投資者自己承擔風險。

本報告基於我們認為可靠且已經公開的資訊，我們力求但不擔保這些資訊的準確性、有效性和完整性。本報告中的資料、意見、預測均反映報告初次公開發佈時的判斷，可能會隨時調整，且不承諾作出任何相關變更的通知。本公司可發佈其他與本報告所載資料及/或結論不一致的報告。這些報告均反映報告編寫時不同的假設、觀點及分析方法。客戶應該小心注意本報告中所提及的前瞻性預測和實際情況可能有顯著區別，唯我們已合理、謹慎地確保預測所用的假設基礎是公平、合理。招銀國際證券可能採取與報告中建議及/或觀點不一致的立場或投資決定。

本公司或其附屬關聯機構可能持有報告中提到的公司所發行的證券頭寸並不時自行及/或代表其客戶進行交易或持有該等證券的權益，還可能與這些公司具有其他投資銀行相關業務聯繫。因此，投資者應注意本報告可能存在的客觀性及利益衝突的情況，本公司將不會承擔任何責任。本報告版權僅為本公司所有，任何機構或個人於未經本公司書面授權的情況下，不得以任何形式翻版、複製、轉售、轉發及或向特定讀者以外的人士傳閱，否則有可能觸犯相關證券法規。

如需索取更多有關證券的資訊，請與我們聯絡。

對於接收此份報告的英國投資者

本報告僅提供給符合(I)不時修訂之英國2000年金融服務及市場法令2005年(金融推廣)令(“金融服務令”)第19(5)條之人士及(II)屬金融服務令第49(2)(a)至(d)條(高淨值公司或非公司社團等)之機構人士，未經招銀國際證券書面授權不得提供給其他任何人。

對於接收此份報告的美國投資者

招銀國際證券不是在美國的註冊經紀交易商。因此，招銀國際證券不受美國就有關研究報告準備和研究分析員獨立性的規則的約束。負責撰寫本報告的全部或部分內容之分析員，未在美國金融業監督局(“FINRA”)註冊或獲得研究分析師的資格。分析員不受旨在確保分析師不受可能影響研究報告可靠性的潛在利益衝突的相關FINRA規則的限制。本報告僅提供給美國1934年證券交易法(經修訂)規則15a-6定義的“主要機構投資者”，不得提供給其他任何個人。接收本報告之行為即表明同意接受協議不得將本報告分發或提供給任何其他人。接收本報告的美國收件人如想根據本報告中提供的資訊進行任何買賣證券交易，都應僅通過美國註冊的經紀交易商來進行交易。

對於在新加坡的收件人

本報告由CMBI(Singapore)Pte.Limited(CMBISG)(公司註冊號201731928D)在新加坡分發。CMBISG是在《財務顧問法案》(新加坡法例第110章)下所界定，並由新加坡金融管理局監管的豁免財務顧問公司。CMBISG可根據《財務顧問條例》第32C條下的安排分發其各自的外國實體，附屬機構或其他外國研究機構編寫的報告。如果報告在新加坡分發給非《證券與期貨法案》(新加坡法例第289章)所定義的認可投資者，專家投資者或機構投資者，則CMBISG僅會在法律要求的範圍內對這些人士就報告內容承擔法律責任。新加坡的收件人應致電(+65 6350 4400)聯繫CMBISG，以瞭解由本報告引起或與之相關的事宜。