招銀国际 CMB INTERNATIONAL
招 商 银 行 全 资 附 属 机 构
A Wholly Owned Subsidiary Of China Merchants Bank

波司登（3998 HK）

中價產品，效率，電商都是今年主調

買入 (維持)

目標價	HK$3.26
(此前目標價	HK$4.83)
潛在升幅	+28.7%
當前股價	HK$2.53

儘管波司登沒有給 21 財年的財務指引，但我們認為銷售/淨利潤仍然維持同比增長 11%/20%，因為：1）增加 1,000-1,500 元人民幣的產品供應更適合目前中國的市場，2）數位化和新零售的推進，以及 3）積極提高營運效率。目前公司估值為 17 倍 21 財年的市盈率（而 GOOS 為 20 倍，MONC 為 27 倍）和 1.0 倍的 3 年 PEG，我們認為相當吸引，重申買入評級，目標價是 3.26 港元。

- **20 財年業績十分堅韌，淨利潤比市場預期高 4%。**20 財年銷售/淨利潤分別同比增長 17%/23%至 122 億/12 億人民幣，較彭博預期低 3%/高 4%。主要是受惠於毛利率的提升（波司登品牌和 OEM 高端產品占比上升）。考慮到 1）20 財年第一季度損失約 10%的年度銷售；2）9800 萬元女裝的減值損失；以及 3）8200 萬元的呆壞賬撥備，我們認為 20 財年的業績已經算不錯。
- **我們認為庫存水準（包括品牌和管道）並不令人擔憂。**波司登的庫存天數在 20 財年增加 29 天，達到 155 天（受疫情影響為 24 天），但我們並不擔心，因為與同行相比，公司庫存天數仍然很低（行業平均為 222 天），並且增加的天數相差不遠（行業平均每年增長 20 天）。毫無疑問，我們認為管道庫存有所增加，公司也有積極反應，將訂貨會的強制性訂單削減至 30%（去年為 40%）。
- **受惠於：1）低基數，2）強勁的電商業務和 3）線下門店的效率提升，我們對 21 財年增長仍保持謹慎樂觀。**我們認為，21 財年的 19%羽絨服同比增長是完全可以實現的（線下同比增長 14%，線上同比增長 35%）。我們預計每家線下門店的平均銷售增長（招銀國際預測增長 11%）主要是門店翻新來拉動（過去兩年來有 70%+的門店改造升級），更重要的是，效率提升是公司 21 財年的主要工作重點。電子商務在 20 財年僅貢獻了 24%的銷售（長期目標是 33%），公司未來可以通過推出更多的庫存共用，即時直播，門設雲店，利用微信小程式，以及更多與事件相關的促銷活動等。值得注意的是，在今年 618 節日中只有 4 個品牌在天貓實現了超過 100%的增長，而波司登是唯一的國內品牌。
- **維持買入評級，下調目標價至 3.26 港元。**我們將 21 財年/22 財年的每股盈利分別下調了 17%/19%，主要反映疫情的影響，未來 OEM 訂單減少，女裝業務疲弱但羽絨服毛利率上升。我們對公司長線基本面保持樂觀，並預期 20-23 財年的淨利潤複合增長率為 18%。因此，我們維持買入評級，新的目標價為 3.26 港元，基於 21 倍的 21 財年市盈率（從之前的 26 倍調低），也大概為 1.2 倍的 PEG（H 股同業平均在 1.5 倍）。

財務資料

(截至 3 月 31 日)	FY19A	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E
營業收入 (百萬元人民幣)	10,383	12,191	13,572	15,291	17,021
同比增長 (%)	16.9	17.4	11.3	12.7	11.3
淨收入 (百萬元人民幣)	981	1,203	1,446	1,707	1,971
每股盈利 (元人民幣)	0.092	0.112	0.135	0.160	0.184
每股盈利變動 (%)	48.0	14.7	20.2	18.0	15.5
市场预期每股收益(人民币)	n/a	n/a	0.134	0.166	n/a
市盈率 (倍)	23.6	20.6	17.1	14.5	12.5
市帳率 (倍)	2.3	2.4	2.3	2.1	2.0
股息率 (%)	3.3	3.6	4.1	4.8	5.6
權益收益率 (%)	10.1	12.0	13.8	15.4	16.8
不良貸款率 (%)	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金

資料來源：公司及招銀國際證券預測

中國服裝行業

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

公司數據

市值(百萬港元)	27,156
3 月平均流通量 (百萬港元)	62.96
52 周內股價高/低 (港元)	4.50/1.54
總股本 (百萬)	10,733.6

資料來源：彭博

股東結構

高德康及其家族	71.34%
員工激勵計劃	6.49%
自由流通	22.17%

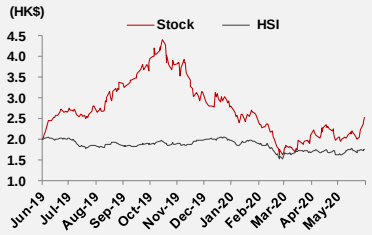
資料來源：港交所

股價表現

	絕對回報	相對回報
1-月	27.8%	18.2%
3-月	50.6%	37.7%
6-月	-18.9%	-8.8%
12-月	46.2%	68.3%

資料來源：彭博

股份表現



資料來源：彭博

審計師：畢馬威

近期報告

1. 波司登（3998 HK）– 上半年業績亮麗，下半年基本面改善 – 2020 年 12 月 2 日

請登錄 2020 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)	FY19A	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E
銷售收入	**10,383**	**12,191**	**13,572**	**15,291**	**17,021**
羽絨服	7,658	9,513	11,30	12,89	14,50
貼牌加工管理	1,368	1,611	1,370	1,438	1,510
女裝	1,194	983	835	888	936
多元化服裝	164	84	67	70	74
銷售成本	**(4,870)**	**(5,482)**	**(6,038)**	**(6,723)**	**(7,439)**
毛利	**5,514**	**6,709**	**7,533**	**8,569**	**9,582**
其他收入	**91**	**187**	**163**	**168**	**187**
營運支出	**(4,234)**	**(5,297)**	**(5,735)**	**(6,397)**	**(7,087)**
折舊和攤銷	(148)	(149)	(154)	(161)	(164)
員工成本	(1,231)	(1,346)	(1,611)	(1,750)	(1,936)
銷售及分銷成本（不包括員工成本,折舊和攤銷)	(2,271)	(2,938)	(3,259)	(3,713)	(4,179)
管理費用（不包括員工成本,折舊和攤銷)	(334)	(423)	(412)	(445)	(460)
其他運營費用	(250)	(442)	(299)	(330)	(348)
息稅前收益	**1,371**	**1,599**	**1,961**	**2,339**	**2,682**
融資成本淨額	24	1	12	29	50
合資及聯營企業	-	-	-	-	-
特殊項目	-	-	-	-	-
稅前利潤	**1,394**	**1,600**	**1,973**	**2,369**	**2,733**
所得稅	(389)	(405)	(513)	(616)	(711)
減: 非控制股東權益	24	(8)	14	46	51
淨利潤	**981**	**1,203**	**1,446**	**1,707**	**1,971**

現金流量表

年結:3 月 31 日(百萬人民幣)	FY19A	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E
息稅前利潤	**1,371**	**1,599**	**1,961**	**2,339**	**2,682**
折舊和攤銷	277	278	303	332	347
營運資金變動	264	676	(177)	(219)	(224)
已繳納所得稅	(295)	(405)	(513)	(616)	(711)
其他	(108)	193	244	261	282
經營活動所得現金流	**1,509**	**2,341**	**1,818**	**2,098**	**2,377**
資本開支	(311)	(365)	(407)	(458)	(510)
聯營公司	(180)	-	-	-	-
利息收入	186	131	-	-	-
其他	52	-	-	-	-
投資活動所得現金淨額	**(253)**	**(234)**	**(407)**	**(458)**	**(510)**
股份發行	-	-	-	-	-
淨借貸	(589)	862	-	-	-
支付股息	(739)	(855)	(920)	(1,057)	(1,237)
其他	(28)	(230)	(232)	(232)	(232)
融資活動所得現金淨額	**(1,356)**	**(222)**	**(1,151)**	**(1,288)**	**(1,469)**
現金增加淨額	**(99)**	**1,884**	**260**	**352**	**398**
年初現金及現金等價物	1,794	1,754	3,639	3,899	4,250
匯兌	60	-	-	-	-
年末現金及現金等價物	**1,754**	**3,639**	**3,899**	**4,250**	**4,648**

資產負債表

年結:3 月 31 日 (百萬人民幣)	FY19A	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E
非流動資產	**3,945**	**4,909**	**5,013**	**5,139**	**5,301**
固定資產	1,024	1,390	1,607	1,846	2,121
無形資產和商譽	1,800	1,654	1,542	1,429	1,316
預付租金	51	99	99	99	99
合資及聯營公司投資	-	-	-	-	-
其他非流動資產	1,069	1,765	1,765	1,765	1,765
流動資產	**11,138**	**12,470**	**13,252**	**14,250**	**15,312**
現金及現金等價物	1,754	3,639	3,899	4,250	4,648
存貨	1,931	2,726	3,003	3,343	3,699
貿易和其他應收款	1,642	1,959	2,181	2,457	2,735
預付款	313	209	233	262	292
其他流動資產	5,498	3,937	3,937	3,937	3,937
流動負債	**4,796**	**4,690**	**5,036**	**5,463**	**5,903**
銀行貸款	1,628	818	818	818	818
應付款	1,216	1,830	2,015	2,244	2,483
應計費用和其他應付款	1,484	1,412	1,572	1,771	1,971
應付稅款	463	365	365	365	365
其他流動負債	6	266	266	266	266
非流動負債	**178**	**2,286**	**2,286**	**2,286**	**2,286**
銀行貸款	-	-	-	-	-
遞延收入	-	-	-	-	-
遞延所得稅	173	140	140	140	140
其他	5	2,146	2,146	2,146	2,146
少數股東權益	**210**	**189**	**203**	**249**	**300**
淨資產總額	**9,899**	**10,214**	**10,740**	**11,390**	**12,125**
股東權益	**9,899**	**10,214**	**10,740**	**11,390**	**12,125**

主要比率

年結:3 月 31 日	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
銷售組合 (%)					
羽絨服	73.7	78.0	83.3	84.3	85.2
貼牌加工管理	13.2	13.2	10.1	9.4	8.9
女裝	11.5	8.1	6.2	5.8	5.5
多元化服裝	1.6	0.7	0.5	0.5	0.4
合計	**100.0**	**100.0**	**100.0**	**100.0**	**100.0**
盈利能力比率					
毛利率	53.1	55.0	55.5	56.0	56.3
經營利潤率	13.2	13.1	14.4	15.3	15.8
稅前利率	13.4	13.1	14.5	15.5	16.1
淨利潤率	9.5	9.9	10.7	11.2	11.6
有效稅率	27.9	25.3	26.0	26.0	26.0
資產負債比率					
流動比率 (x)	2.3	2.7	2.6	2.6	2.6
速動比率 (x)	1.9	2.1	2.0	2.0	2.0
現金比率 (x)	0.4	0.8	0.8	0.8	0.8
平均庫存周轉天數	145	181	181	181	181
平均應收款周轉天數	58	59	59	59	59
平均應付帳款天數	91	122	122	122	122
債務 / 股本比率 (%)	16	24	23	22	21
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	9.9	11.8	13.5	15.0	16.3
資產回報率	6.5	6.9	7.9	8.8	9.6
每股數據(人民幣)					
每股盈利 (人民幣)	0.09	0.11	0.14	0.16	0.18
每股股息 (人民幣)	0.07	0.08	0.09	0.11	0.13
每股帳面價值 (人民幣)	0.94	0.97	1.02	1.08	1.15

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。報告所載數據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。而過去的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。

本報告包含的任何信息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數據。報告中的信息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。任何使用本報告信息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信息，我們力求但不擔保這些信息的準確性、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信息，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

本報告僅提供給美國 1934 年證券交易法規則 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。

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篇制的報告。 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。