

# 波司登 (3998 HK)

## 上半年業績亮麗，下半年基本面改善

儘管波司登對 20 財年的增長指引保持不變，但隨着基本面改善，我們的看法變得更加樂觀，因為：1) 2019 年 11 月下旬零售銷售增長加快；2) 消費者對零售價格上漲的接受程度不錯以及 3) 更快的開店速度。基於目前估值 20 倍 21 財年預測市盈率（對比 GOOS 的 24 倍和 MONC 的 26 倍）和 0.9 倍 3 年 PEG，公司估值比較吸引。重申買入評級及目標價 4.83 港元。

■ **20 財年上半年業績穩健，比招銀國際預期高 11%。**上半年的銷售/淨利潤好於預期，同比增長 29%/36% 至 44 / 3.4 億人民幣，高於招銀國際預測 9%/11%（市場預計 20 財年同比增長 30%），受惠益於：1) 超預期的羽絨服裝銷售增長，2) 更快的店鋪擴張，以及 3) 更好的稅率。剔除 4,800 萬元人民幣的商譽減值損失後，調整後的淨利潤同比增長約 48%。此外，擬派股息亦同比增長 50%，派息率從 75% 調高至 85%。

■ **20 財年上半年各個渠道增長強勁和利潤率繼續攀升。**不同渠道的羽絨服銷售增長都很強勁（自營/批發/線下/電子商務同比增長 39%/44%/39%/91%），而毛利率亦有所攀升（中高端產品的銷售佔比增加），加上嚴格的行政成本控制（與去年持平），所以即使女裝品牌邦寶 (BUOUBOU) 有減值損失和推廣費用有一定增加，淨利潤率依然在改善。

■ **維持 20 財年增長指引，而基本面亦續漸向好。**管理層重申了增長指引（羽絨服增長約 40%，毛利率提升約 1-1.5 個百分點和經營利潤率提升約 0.5-1.0 個百分點），而基本面也在改善，因為 2019 年 11 月的零售銷售加速，產品平均售價上漲也為普遍為消費者所接受。

■ **2019 年 11 月零售銷售趨勢有所改善，原因是天氣轉冷，公司已為 2020 年春節來得較早做好充分準備。**隨着 11 月中天氣轉冷，管理層注意到銷售增長有所加速回升，他們還對雙 12 的成績充滿信心（對比雙 11 而言）。為了應對 2020 年來得較早的春節（比 2019 年提早約 10 天），波司登在上半年為其銷售團隊組織了 300 多次培訓，總計 20,000 多人次。而且，由於價格結構和零售折扣改善，我們預期零售的毛利率應可繼續上升。

■ **由於高端產品更受歡迎，因此平均售價仍有進一步上漲空間。**我們認為公司的品牌升級是成功的，因為 20 財年上半年的增長更多是由平均售價帶動（好於公司預期的 15-20% 的同比增長），而非由銷量推動。我們現在預計來自中高端產品的銷售組合在 20 財年將達到 40%（對比 19 財年為 25%，18 財年為 5%）。而公司未來目標是中高端產品銷售佔比達到 50% 以上，所以我們預計這種趨勢將繼續。

■ **維持買入評級和目標價 4.83 港元。**我們將 20 財年/21 財年/22 財年的每股盈利微調 1.2%/-0.1%/1.1%，現在預計 20 財年下半年的銷售/淨利潤將增長 33%/43%。維持買入評級和目標價 4.83 港元，基於 26 倍 21 財年市盈率，和之前一樣。

### 財務資料

(截至 12 月 31 日)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
營業收入(百萬元人民幣)	8,881	10,383	13,654	16,448	18,946
同比增長 (%)	30.3	16.9	31.5	20.5	15.2
淨收入(百萬元人民幣)	615	981	1,386	1,747	2,117
每股盈利(元人民幣)	0.058	0.092	0.130	0.163	0.198
每股盈利變動 (%)	52.3	43.8	41.3	26.0	21.2
市盈率(倍)	51.6	35.9	25.4	20.2	16.6
市帳率(倍)	3.3	3.5	3.3	3.1	2.9
股息率 (%)	2.2	2.2	3.0	3.5	4.2
權益收益率 (%)	6.6	10.1	13.7	16.3	18.4
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

敬請參閱尾頁之免責聲明

招銀國際研究報告之彭博搜索代碼: **CMBR**

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\$4.83
(此前目標價)	HK\$4.83)
潛在升幅	+29.2%
當前股價	HK\$3.74

### 中國體育用品行業

#### 胡永匡

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

#### 公司數據

市值(百萬港元)	40,465
3 月平均流通量(百萬港元)	120.09
52 周內股價高/低(港元)	4.50/1.28
總股本(百萬)	10,819.6

資料來源：彭博

#### 股東結構

高德康及其家族	70.79%
員工激勵計劃	6.49%
自由流通	22.72%

資料來源：港交所

#### 股價表現

	絕對回報	相對回報
1-月	-11.2%	-10.1%
3-月	39.0%	35.8%
6-月	94.8%	100.5%
12-月	173.0%	174.7%

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) - 雙 11 銷售強勁，股價回撥提供買入機會 - 2019 年 11 月 3 日
2. 波司登 (3998 HK) - 品牌升級和本壓力降低都利好增長 - 2019 年 11 月 5 日

## 財務分析

### 利潤表

年結:3月31日(百萬人民幣)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
<b>銷售收入</b>	<b>8,881</b>	<b>10,383</b>	<b>13,654</b>	<b>16,448</b>	<b>18,946</b>
羽絨服	5,651	7,658	10,718	13,260	15,581
貼牌加工管理	937	1,368	1,642	1,806	1,896
女裝	1,153	1,194	1,233	1,316	1,400
多元化服裝	1,139	164	62	65	68
<b>銷售成本</b>	<b>(4,762)</b>	<b>(4,870)</b>	<b>(6,212)</b>	<b>(7,387)</b>	<b>(8,433)</b>
<b>毛利</b>	<b>4,119</b>	<b>5,514</b>	<b>7,442</b>	<b>9,061</b>	<b>10,513</b>
<b>其他收入</b>	<b>66</b>	<b>91</b>	<b>137</b>	<b>115</b>	<b>114</b>
<b>營運支出</b>	<b>(3,261)</b>	<b>(4,234)</b>	<b>(5,665)</b>	<b>(6,779)</b>	<b>(7,744)</b>
折舊和攤銷	(95)	(145)	(148)	(151)	(154)
員工成本	(887)	(1,214)	(1,651)	(2,105)	(2,385)
銷售及分銷成本(不包括員工成本折舊和攤銷)	(1,495)	(2,254)	(3,360)	(4,168)	(4,904)
管理費用(不包括員工成本折舊和攤銷)	(350)	(350)	(289)	(228)	(199)
其他運營費用	(434)	(269)	(217)	(126)	(101)
<b>息稅前收益</b>	<b>923</b>	<b>1,371</b>	<b>1,914</b>	<b>2,397</b>	<b>2,883</b>
融資成本淨額	(35)	24	15	30	55
合資及聯營企業	-	-	-	-	-
特殊項目	-	-	-	-	-
<b>稅前利潤</b>	<b>888</b>	<b>1,394</b>	<b>1,929</b>	<b>2,427</b>	<b>2,937</b>
所得稅	(249)	(389)	(502)	(631)	(764)
減:非控股股東權益	24	24	41	49	57
<b>淨利潤</b>	<b>615</b>	<b>981</b>	<b>1,386</b>	<b>1,747</b>	<b>2,117</b>

### 現金流量表

年結:3月31日(百萬人民幣)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
<b>息稅前利潤</b>	<b>923</b>	<b>1,371</b>	<b>1,914</b>	<b>2,397</b>	<b>2,883</b>
折舊和攤銷	187	242	250	262	277
營運資金變動	120	(14)	(444)	(384)	(343)
已繳納所得稅	(248)	(389)	(502)	(631)	(764)
其他	50	187	172	187	212
<b>經營活動所得現金流</b>	<b>1,033</b>	<b>1,396</b>	<b>1,390</b>	<b>1,831</b>	<b>2,265</b>
資本開支	(117)	(137)	(180)	(216)	(249)
聯營公司	(1,915)	-	-	-	-
利息收入	97	-	-	-	-
其他	71	-	-	-	-
<b>投資活動所得現金淨額</b>	<b>(1,864)</b>	<b>(137)</b>	<b>(180)</b>	<b>(216)</b>	<b>(249)</b>
股份發行	-	-	-	-	-
淨借貸	79	-	-	-	-
支付股息	(198)	(749)	(820)	(1,069)	(1,268)
其他	(65)	(163)	(157)	(157)	(157)
<b>融資活動所得現金淨額</b>	<b>(183)</b>	<b>(912)</b>	<b>(977)</b>	<b>(1,226)</b>	<b>(1,425)</b>
<b>現金增加淨額</b>	<b>(1,014)</b>	<b>348</b>	<b>234</b>	<b>389</b>	<b>591</b>
年初現金及現金等價物	2,835	1,794	2,142	2,375	2,764
匯兌	(26)	-	-	-	-
<b>年末現金及現金等價物</b>	<b>1,794</b>	<b>2,142</b>	<b>2,375</b>	<b>2,764</b>	<b>3,355</b>

### 資產負債表

年結:3月31日(百萬人民幣)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
<b>非流動資產</b>	<b>3,485</b>	<b>3,379</b>	<b>3,309</b>	<b>3,262</b>	<b>3,234</b>
固定資產	885	893	935	1,001	1,086
無形資產和商譽	1,897	1,784	1,671	1,558	1,446
預付租金	54	54	54	54	54
合資及聯營公司投資	-	-	-	-	-
其他非流動資產	648	648	648	648	648
<b>流動資產</b>	<b>10,959</b>	<b>11,543</b>	<b>12,827</b>	<b>14,122</b>	<b>15,521</b>
現金及現金等價物	1,794	2,142	2,375	2,764	3,355
存貨	1,455	1,401	1,787	2,125	2,426
貿易和其他應收款	1,474	1,707	2,245	2,704	3,114
預付款	344	403	530	638	735
其他流動資產	5,891	5,891	5,891	5,891	5,891
<b>流動負債</b>	<b>4,337</b>	<b>4,560</b>	<b>5,167</b>	<b>5,688</b>	<b>6,153</b>
銀行貸款	2,338	2,338	2,338	2,338	2,338
應付款	523	534	682	811	925
應計費用和其他應付款	1,247	1,458	1,917	2,309	2,659
應付稅款	226	226	226	226	226
其他流動負債	4	4	4	4	4
<b>非流動負債</b>	<b>323</b>	<b>323</b>	<b>323</b>	<b>323</b>	<b>323</b>
銀行貸款	-	-	-	-	-
遞延收入	-	-	-	-	-
遞延所得稅	218	218	218	218	218
其他	105	105	105	105	105
<b>少數股東權益</b>	<b>187</b>	<b>211</b>	<b>252</b>	<b>302</b>	<b>358</b>
<b>淨資產總額</b>	<b>9,596</b>	<b>9,828</b>	<b>10,394</b>	<b>11,072</b>	<b>11,920</b>
<b>股東權益</b>	<b>9,596</b>	<b>9,828</b>	<b>10,394</b>	<b>11,072</b>	<b>11,920</b>

### 主要比率

年結:3月31日	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
<b>銷售組合(%)</b>					
羽絨服	63.6	73.7	78.5	80.6	82.2
貼牌加工管理	10.5	13.2	12.0	11.0	10.0
女裝	13.0	11.5	9.0	8.0	7.4
多元化服裝	12.8	1.6	0.5	0.4	0.4
<b>合計</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>
<b>盈利能力比率</b>					
毛利率	46.4	53.1	54.5	55.1	55.5
經營利潤率	10.4	13.2	14.0	14.6	15.2
稅前利潤率	10.0	13.4	14.1	14.8	15.5
淨利潤率	6.9	9.5	10.2	10.6	11.2
有效稅率	28.0	27.9	26.0	26.0	26.0
<b>資產負債比率</b>					
流動比率(x)	2.5	2.5	2.5	2.5	2.5
速動比率(x)	2.2	2.2	2.1	2.1	2.1
現金比率(x)	0.4	0.5	0.5	0.5	0.5
平均庫存周轉天數	112	105	105	105	105
平均應收款周轉天數	61	60	60	60	60
平均應付帳款天數	40	40	40	40	40
債務/股本比率(%)	24	24	23	21	20
淨負債/股東權益比率(%)	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金
<b>回報率(%)</b>					
資本回報率	6.4	10.0	13.3	15.8	17.8
資產回報率	4.3	6.6	8.6	10.0	11.3
<b>每股數據(人民幣)</b>					
每股盈利(人民幣)	0.06	0.09	0.13	0.16	0.20
每股股息(人民幣)	0.07	0.07	0.10	0.11	0.14
每股帳面價值(人民幣)	0.91	0.93	0.99	1.05	1.13

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士。

#### 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。