

波司登 (3998 HK)

非交易路演纪要

- ❖ 虽然上半年波司登主品牌销售增长较慢，但还有其他亮点。虽然上半年（至17年9月）羽绒服的销售增长较慢，约2.3%，但还有其他亮点：1）零售折扣改善，由去年上半年的85折减少至88折，2）新品的销售比例提高（目前约为新/旧品比例约为40%/60%），3）门店数量反弹至4,513（从2017财年的4,292），这意味着零售渠道情况应该相对健康的，因为还在营运的分销商在经过多年的整合都应该是有质素的，4）平均存货天数继续下降，为165天（去年上半年为210天）。
- ❖ 女装或会成为未来的增长动力，但这需要时间，公司亦不排除作更多的并购。上半年的非羽绒服的销售增长了78.4%，主要是增加了3个新的女装品牌（BUOU BUOU、KOREANO和KLOVA）以及1个家居和内衣品牌（波司登居家），亦包括出售一个女装品牌（Mogao）。即使目前非羽绒服的业务EBIT利润率较低，在2017财年仅为-0.1%（而羽绒服为14.7%，贴牌加工业务为12.2%），但由于女装的毛利率高达65%至85%，我们相信，在规模和效率达一定水平的情况下，盈利能力长远来说可会更高，我们预计18财年EBIT利润率将达到3.0%。公司目前也在积极寻找更多并购机会，去扩展业务，它是希望在5年的时间内（现在有4个品牌）拥有8-10个品牌，女装不久的将来可能会成为增长动力（在18财年上半年仅占销售额的27%）。
- ❖ 上半年，1）由于经营成本激增，以及2）男装的商誉减值亏损，都抵销了1）GP利润率扩张，2）财务成本下降和3）高新科技税务优惠所带来的好处。受益于：1）零售折扣改善和新旧品销售比例更好，毛利率提高了0.8个百分点，2）财务成本减低（3.1个百分点）；3）税收优惠，因为一间物流和供应链管理子公司被授予“高新科技”认证（上半年有效税率由26.3%下降至23.4%），抵消了1）经营成本的大幅上涨（2.7个百分点），2）男装商誉减值亏损（0.7个百分点），净利润率从6.1%下降到5.9%。如果不计入商誉减值亏损，税前利润是可以增长34.8%。
- ❖ 上半年净利润增长将可持续至下半年，因为我们预计下半年羽绒服销售增长将更快。我们预计18财年集团销售增长将在高单位数，而净利润增长将在10-20%左右，这是基于我们对下半年羽绒服销售增长加速的预期，特别是最近大量关于中国北方2017年冬季天然气供应短缺和供暖不稳定的新闻。我们预计18财年的贴牌加工和非羽绒服业务的增长分别为低个位数和低双位数字。而在线/实体店的销售增长则保持20%左右/高单位数的增长，集团2017年的双十一当天电商销售增长约为32%，达5.68亿人民币。
- ❖ 估值不贵，为15倍/12倍18财年/19财年预测市盈率。该股目前估值为15倍/12倍的18财年/19财年市盈率，而行业平均值为14倍/12倍。上半年派息率上升至73.8%（17年上半年只是67.1%），假设18财年派息率为50%，将约为3.0%股息率。

财务资料

(截至3月31日)	FY15A	FY16A	FY17A
营业额(百万人民币)	6,293	5,787	6,817
净利润(百万人民币)	132	281	392
每股收益(人民币)	0.0165	0.0354	0.0422
每股收益变动(%)	(81.1)	114.6	19.2
市盈率(x)	33.4	16.3	14.7
市帐率(x)	0.6	0.6	0.6
股息率(%)	3.2	3.8	2.2
权益收益率(%)	1.8	3.9	4.8
财务杠杆(x)	净现金	净现金	净现金

数据来源：公司及招银国际研究

未评级

当前股价 HK\$0.69

胡永匡

电话：(852) 3761 8776

邮件：walterwoo@cmbi.com.hk

中国服装业

市值(百万港元)	7,371
3月平均流通量(百万港元)	2.73
52周内股价高/低(港元)	0.73/0.54
总股本(百万)	10,682.6

数据来源：彭博

股东结构

高德康家族	65.94%
劲丰投资	7.62%
自由流通	26.44%

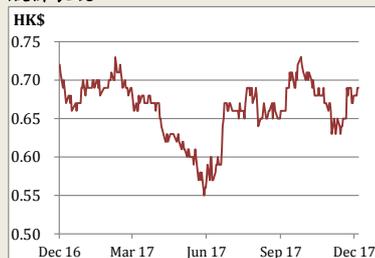
数据来源：HKEx

股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	9.5%	10.8%
3-月	4.5%	1.3%
6-月	15.0%	3.3%

数据来源：彭博

股价表现



数据来源：彭博

审计师：毕马威

公司网站：www.bosideng.com

免责声明及披露

分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告30日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告3个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

招银证券投资评级

买入	: 股价于未来12个月的潜在涨幅超过15%
持有	: 股价于未来12个月的潜在变幅在-10%至+15%之间
卖出	: 股价于未来12个月的潜在跌幅超过10%
未评级	: 招银国际并未给予投资评级

招银国际证券有限公司

地址: 香港中环花园道3号冠君大厦45楼

电话: (852) 3900 0888

传真: (852) 3900 0800

招银国际证券有限公司(“招银证券”)为招银国际金融有限公司之全资附属公司(招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司)

重要披露

本报告内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。招银证券不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受目标资产表现以及其他市场因素影响。招银证券建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决定。

本报告包含的任何信息由招银证券编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视为证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的错误、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律法律责任。任何使用本报告信息所作的投资决定完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银证券可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。

如需索取更多有关证券的信息，请与我们联系。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)2000年英国不时修订之金融服务及市场法令2005年(金融推广)令(“金融服务令”)第19(5)条之人士及(II)属金融服务令第49(2)(a)至(d)条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，未经招银证券书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美国投资者

本报告仅提供给美国1934年证券交易法规则15a-6定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。