

波司登 (3998 HK)

敏捷性和品牌升级是关键策略

尽管业绩只是符合预期，以及缺乏具体的增长指引，但我们对22财年的增长保持信心，并预计销售/净利润将同比增长15%/23%。现价估值只有19倍的23财年，市盈率仍然十分吸引（对比GOOS的30倍，MONC的33倍）。重申买入并上调目标价至6.13港元（基于23倍23财年市盈率，之前为22财年的市盈率）。

- **业绩大致符合预期，销售略差但毛利率相当不俗。**波司登的销售/净利润同比增长11%/42%，比招银国际预期低6%/高2%，这要归因于：1) 低于预期的批发销售，2) 毛利率飙升以及3) 大店强劲的同店销售增长，效率提高和相关的经营杠杆。我们认为21财年批发销售疲弱，是因为波司登主动要求去库存的措施和为了准备在22财年推出新的补货系统。21财年的库存天数似乎很高，为175天（而20财年只为155天），但如果我们排除了原材料储备的增加，截至2021年3月，调整后的库存天数就只有约120天，而健康水平为100-110天。
- **更灵活的订货系统和渠道库存共享。**波司登将进一步升级其订货和补货系统，并打算打开更多自营门店和经销商之间的库存共享。这个系统将允许经销商退回其订货会订单（通常占年度销售目标的30%）的三分之一，即10%。这让经销商能够更快地对市场做出反应，抓住更多的销售机会，同时避免库存堆积。基于波司登行业领先的快速反应和快速生产的能力，可以帮助经销商抢占更多的市场份额。
- **我们预计22财年的销售将同比增长15%，受惠于**1) 经销商对近期的订货会反应相当正面和积极（管理层指出），2) 品类扩张，将推出更多户外和高端SKU（可能占总销售额的15-20%），亦会在2021年10-11月推出更多宣传等和3) 良好的电子商务销售增长势头等。
- **并预计22财年净利润率为13.6%。**受惠于：1) 通过品牌高端化（平均售价可能会比销量带动更多的增长），2) 更好地去控制零售折扣（尤其是电商），3) 更多的自营销售以及4) 更多大店的经营效率的提升。公司认为中长期合理的年净利润率可达到15-20%。
- **维持买入评级，上调目标价至6.13港元。**我们将22财年/23财年的摊薄每股收益上调17%/24%，考虑到毛利率飙升和强劲的经营杠杆。因此重申买入评级，目标价6.13港元，基于23倍23财年市盈率（之前为22财年）。现价估值为19倍23财年市盈率，考虑到21-24财年的19%的净利润年复合增长率，以及GOOS的30倍和MONC的33倍的估值，公司仍然相当具有吸引力。

财务资料

(截至3月31日)	FY20A	FY21A	FY22E	FY23E	FY24E
营业收入(百万元人民币)	12,191	13,517	15,526	17,404	19,103
同比增长(%)	17.4	10.9	14.9	12.1	9.8
净收入(百万元人民币)	1,203	1,710	2,108	2,472	2,883
每股盈利(元人民币)	0.111	0.153	0.188	0.221	0.258
每股盈利变动(%)	12.8	49.5	25.5	17.3	16.6
市场预期每股收益(人民币)	n/a	n/a	0.186	0.221	0.221
市盈率(倍)	41.0	27.4	21.8	18.6	16.0
市帐率(倍)	4.7	4.1	3.7	3.4	3.1
股息率(%)	1.8	2.7	3.2	3.8	4.4
权益收益率(%)	11.8	15.5	17.8	19.2	20.6
净负债比率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金

资料来源：公司、彭博及招银国际证券预测

敬请参阅尾页之免责声明

请到彭博(搜索代码: RESPCMBR <GO>) 或 <http://www.cmbi.com.hk> 下载更多招银国际证券研究报告
本报告摘要自英文版本，如欲进一步了解，敬请参阅英文报告。

买入(维持)

目标价	HK\$6.13
(此前目标价)	HK\$4.23
潜在升幅	+23.5%
当前股价	HK\$4.96

中国服装行业

胡永匡

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

公司数据

市值(百万港元)	53,565
3月平均流通量(百万港元)	90.93
52周内股价高/低(港元)	4.98/2.01
总股本(百万)	10,799.4

资料来源：彭博

股东结构

高德康及其家族	70.49%
员工激励计划	6.81%
自由流通	22.70%

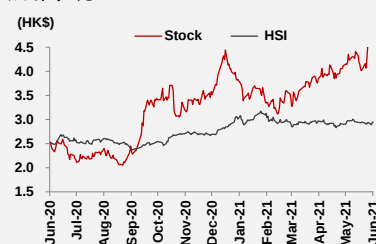
资料来源：港交所

股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	16.8%	15.3%
3-月	39.9%	38.4%
6-月	34.1%	22.6%
12-月	98.3%	71.4%

资料来源：彭博

股份表现



资料来源：彭博

审计师：毕马威

请登录 2021 年亚洲货币券商投票网址，投下您对招银国际研究团队信任的一票：

<https://euromoney.com/brokers>

财务分析

利润表

年结:3月31日(百万人民币)	FY20A	FY21A	FY22E	FY23E	FY24E
销售收入	12,191	13,517	15,526	17,404	19,103
羽绒服	9,513	10,88	12,67	14,40	15,96
贴牌加工管理	1,611	1,536	1,690	1,774	1,863
女装	983	947	1,007	1,062	1,109
多元化服装	84	145	152	160	168
销售成本	(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
营运支出	(5,297)	(5,903)	(6,515)	(7,255)	(7,857)
折旧和摊销	(151)	(161)	(169)	(174)	(173)
员工成本	(1,346)	(1,652)	(1,869)	(1,997)	(2,153)
销售及分销成本(不包括员工成本、折旧和摊销)	(2,938)	(3,174)	(3,655)	(4,170)	(4,516)
管理费用(不包括员工成本、折旧和摊销)	(423)	(503)	(472)	(518)	(565)
其他运营费用	(439)	(413)	(350)	(396)	(450)
息税前收益	1,599	2,225	2,860	3,344	3,873
融资成本净额	1	18	13	21	47
合资及联营企业	-	-	-	-	-
特殊项目	-	-	-	-	-
税前利润	1,600	2,242	2,872	3,365	3,920
所得税	(405)	(537)	(718)	(841)	(980)
减:非控制股东权益	(8)	(5)	47	52	57
净利润	1,203	1,710	2,108	2,472	2,883

现金流量表

年结:3月31日(百万人民币)	FY20A	FY21A	FY22E	FY23E	FY24E
息税前利润	1,599	2,225	2,860	3,344	3,873
折旧和摊销	290	333	373	393	388
营运资金变动	(487)	(98)	(774)	(293)	(262)
已缴纳所得税	(497)	(537)	(718)	(841)	(980)
其他	328	213	208	217	243
经营活动所得现金流	1,233	2,136	1,948	2,820	3,262
资本开支	(714)	(541)	(621)	(696)	(764)
联营公司	1,118	(560)	-	-	-
利息收入	129	-	-	-	-
其他	79	-	-	-	-
投资活动所得现金净额	612	(1,100)	(621)	(696)	(764)
股份发行	-	-	-	-	-
净借贷	(552)	-	-	-	-
支付股息	(863)	(905)	(1,262)	(1,474)	(1,729)
其他	1,408	(196)	(196)	(196)	(196)
融资活动所得现金净额	(8)	(1,101)	(1,458)	(1,669)	(1,925)
现金增加净额	1,837	(65)	(131)	455	573
年初现金及现金等价物	1,754	3,639	3,573	3,443	3,897
汇兑	47	-	-	-	-
年末现金及现金等价物	3,639	3,573	3,443	3,897	4,470

资产负债表

年结:3月31日(百万人民币)	FY20A	FY21A	FY22E	FY23E	FY24E
非流动资产	4,909	5,677	5,925	6,228	6,604
固定资产	1,390	1,711	2,072	2,488	2,977
无形资产和商誉	1,654	1,542	1,429	1,316	1,203
预付租金	99	659	659	659	659
合资及联营公司投资	-	-	-	-	-
其他非流动资产	1,765	1,765	1,765	1,765	1,765
流动资产	12,470	13,124	13,781	14,968	16,192
现金及现金等价物	3,639	3,573	3,443	3,897	4,470
存货	2,726	2,605	2,945	3,259	3,532
贸易和其他应收款	1,959	2,777	3,190	3,576	3,925
预付款	209	232	266	298	327
其他流动资产	3,937	3,937	3,937	3,937	3,937
流动负债	4,690	5,312	5,325	5,764	6,154
银行贷款	818	818	818	818	818
应付款	1,830	2,298	2,079	2,300	2,493
应付费用和其他应付款	1,412	1,565	1,798	2,015	2,212
应付税款	365	365	365	365	365
其他流动负债	266	266	266	266	266
非流动负债	2,286	2,286	2,286	2,286	2,286
银行贷款	-	-	-	-	-
递延收入	-	-	-	-	-
递延所得税	140	140	140	140	140
其他	2,146	2,146	2,146	2,146	2,146
少数股东权益	189	185	231	283	341
净资产总额	10,214	11,018	11,864	12,862	14,015
股东权益	10,214	11,018	11,864	12,862	14,015

主要比率

年结:3月31日	FY20A	FY21A	FY22E	FY23E	FY24E
销售组合(%)					
羽绒服	78.0	80.6	81.7	82.8	83.6
贴牌加工管理	13.2	11.4	10.9	10.2	9.8
女装	8.1	7.0	6.5	6.1	5.8
多元化服装	0.7	1.1	1.0	0.9	0.9
合计	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
经营利润率	13.1	16.5	18.4	19.2	20.3
税前利率	13.1	16.6	18.5	19.3	20.5
净利润率	9.9	12.6	13.6	14.2	15.1
有效税率	25.3	24.0	25.0	25.0	25.0
资产负债比率					
流动比率(x)	2.7	2.5	2.6	2.6	2.6
速动比率(x)	2.1	2.0	2.0	2.0	2.1
现金比率(x)	0.8	0.7	0.6	0.7	0.7
平均库存周转天数	181	170	170	170	170
平均应收款周转天数	59	75	75	75	75
平均应付帐款天数	122	150	120	120	120
债务/股本比率(%)	24	23	21	19	18
净负债/股东权益比率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
回报率(%)					
资本回报率	11.8	15.5	17.8	19.2	20.6
资产回报率	6.9	9.1	10.7	11.7	12.6
每股数据(人民币)					
每股盈利(人民币)	0.11	0.15	0.19	0.22	0.26
每股股息(人民币)	0.08	0.11	0.13	0.15	0.18
每股帐面价值(人民币)	0.96	1.02	1.11	1.20	1.31

资料来源:公司及招银国际证券预测

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。

招銀國際證券投資評級

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	: 招銀國際并未给予投资评级

招銀國際證券行業投資評級

优于大市	: 行业股价于未来12个月预期表现跑赢大市指标
同步大市	: 行业股价于未来12个月预期表现与大市指标相若
落后大市	: 行业股价于未来12个月预期表现跑输大市指标

招銀國際證券有限公司

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

招銀國際證券有限公司(“招銀證券”)为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为招商銀行之全資附屬公司)

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。招銀國際證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。招銀國際證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銀國際證券编写，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責任。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。本公司可发布其他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。招銀國際證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投资银行相关业务联系。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責任。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)不时修订之英国2000年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，未经招銀國際證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

招銀國際證券不是在美国的注册经纪交易商。因此，招銀國際證券不受美国就有关研究报告准备和研究分析员独立性的规则的约束。负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，未在美国金融业监管局(“FINRA”)注册或获得研究分析师的资格。分析员不受旨在确保分析员不受可能影响研究报告可靠性的潜在利益冲突的相关FINRA规则的限制。本报告仅提供给美国1934年证券交易法(经修订)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。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易，都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

对于在新加坡的收件人

本报告由CMBI(Singapore)Pte. Limited (CMBISG) (公司注册号201731928D)在新加坡分发。CMBISG是在《财务顾问法案》(新加坡法例第110章)下所界定，并由新加坡金融管理局监管的豁免财务顾问公司。CMBISG可根据《财务顾问条例》第32C条下的安排分发其各自的外国实体，附属机构或其他外国研究机构属制的报告。如果报告在新加坡分发给非《证券与期货法案》(新加坡法例第289章)所定义的认可投资者，专家投资者或机构投资者，则CMBISG仅会在法律要求的范围内对这些人士就报告内容承担法律責任。新加坡的收件人应致电(+65 6350 4400)联系CMBISG，以了解由本报告引起或与之相关的事宜。