

波司登 (3998 HK)

业绩亮丽，前景乐观

- ❖ 即使包括商誉减值亏损后，18 财年业绩仍然十分亮丽。波司登 18 财年净利润同比增长了 57%，略高于早前盈喜中公布 50% 增幅的预测。撇除有关波司登男装及 JESSIE 的商誉减值亏损（约 1.65 亿港元或总销售的 1.9 个百分点），调整后的税前利润将同比增加 84%。公司还宣布派发特别股息，将实际派息比率从 17 财年的 36% 提高至 18 财年的 108%，根据最新收盘价计算，历史股息率为 7.2%。
- ❖ 所有细分市场的增长都很强劲，而且成本控制得宜。羽绒服/贴牌加工管理/女装/多元化服装收入分别同比增长 23%/ 20%/ 85%/ 36%，带动了集团 18 财年总销售增长 30%，原因是：1) 品牌和产品升级（推出热销的极寒系列和风衣系列，增加了推广迪斯尼系列的门店数目），2) 渠道优化（羽绒服/非羽绒服的在线销售同比增长为 50%/ 174%），3) 波司登男装和波司登居家在进行重组前的库存清理所进行的促销活动，以及 4) 两家新收购的女装品牌 KOREANO / 柯利亚诺和 KLOVA / 柯罗芭的财务并表。尽管毛利率没有增长而且一次性的减值的明显拖累，但运营效率持续提高（租金和人工成本仅增长 16% 和 19%，远低于 30% 的销售增长），并降低了融资成本（总借款减少下降 28%），使得 18 财年净利润增长 57%。
- ❖ 多元化服装业务将会重组，对品牌的长远发展有正面影响。为了优化新的品牌定位，以及巩固波司登作为羽绒服的“专家”，波司登男装/居家/童装将于 19 财年停止单独运营，而且不再使用波司登的品牌商标。现有门店、员工和资源中的一部分将被合并到主品牌，其余部分可能会被放弃或继续以较小规模和采用完全不同的品牌去发展，我们认为这是有利长期增长而对短期影响较小，因为这业务的利润贡献微乎其微（18 财年的毛利率仅为 14.6%，远低于集团的 46.4%），因此负面影响相信非常有限，并且所有需要的商誉减值亏损亦早已完成。
- ❖ 我们对 19 财年的展望感到十分乐观。我们相信 19 财年对于波司登来说将是一个富有成果的一年，通过提升品牌（更多的全面广告和营销方面的投入），产品（具有更年轻和时尚元素）和门店形象（进一步渗透到购物中心）。我们预计羽绒服品类 19 财年的销售同比增长 30%（平均售价有中双位数增长），贴牌加工管理增长约 10%，女装的有机增长亦会有中双位数，但多元化服装业务的销售则会下降约 25%，而集团的毛利率亦会有所提升，因为 1) 雪中飞和冰洁的促销活动会减少，2) 零售折扣持续改善以及 3) 更好的产品结构（羽绒服和女装等毛利率更高的销售占比提升），以及更低的融资成本，将足以弥补销售及分销费用的增加，因此我们预计净利润率在 19 财年仍然会有良好的上升空间。
- ❖ 很有吸引力估值和股息率。该股目前的估值仅为 11.4 倍 19 财年的预测市盈率，而行业平均是 15 倍。由于未来盈利增长良好，负债比例进一步减少，我们对未来派息政策较为乐观，历史收益率目前为 7.2%。

财务资料

(截至 3 月 31 日)	FY16A	FY17A	FY18A
营业额 (百万人民币)	5,787	6,817	8,880
净利润 (百万人民币)	281	392	615
每股收益 (人民币)	0.0354	0.0422	0.0580
每股收益变动 (%)	114.6	19.2	37.4
市盈率 (x)	25.6	21.6	15.1
市帐率 (x)	1.0	1.1	1.0
股息率 (%)	2.9	1.7	7.2
权益收益率 (%)	3.9	4.8	6.6
财务杠杆 (x)	净现金	净现金	净现金

数据源：公司及招银国际研究

未评级

当前股价 HK\$1.08

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)	11,537
3 月平均流通量(百万港元)	10.35
52 周内股价高/低(港元)	1.11/0.63
总股本(百万)	10,682.6

数据源：彭博

股东结构

高德康家族	71.66%
Brandes Investment	4.33%
自由流通	24.01%

数据源：HKEx

股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	20.0%	26.4%
3-月	40.3%	45.8%
6-月	58.8%	64.1%

数据源：彭博

股价表现



数据源：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。