

## 波司登 (3998 HK)

### 期待已久的業績回暖

- ❖ **波司登是中國最大的羽絨服品牌。**波司登是中國最大的羽絨服品牌，公司目前在中國約有5,070家店，旗下品牌分別為“波司登”、“雪中飛”、“冰潔”、“波司登男裝”、“Jessie/杰西”、“邦寶/Buou Buou”、“波司登家居服”等等，其中“波司登”品牌的羽絨佔總銷售的60%左右。
- ❖ **17財年銷售恢復增長，庫存亦最終正常化到健康水平。**銷售額連續三年下降（14到16財年）後，銷售終於回升，特別在下半年增長幅度高達32%，秋冬時間因為季節性因素所以尤為重要（佔全年銷售額的60%）。過去幾年庫存過剩的情況有所改善，庫存天數從15年9月的高峰（約221日），下降至17年3月的154日，已在健康水平。
- ❖ **業績回暖的驅動因素有：1) 銷售網絡優化，2) 自營業務的銷售佔比增加，3) 電商渠道的拓展，4) 品牌形象的升級。**我們相信公司業績回暖是由推出的一系列努力所致：1) 關閉低於效率的門店（例如銷售收入低於50萬人民幣的門店就關掉），商店數量已從13財年的13,000多家減少至17財年的5,070家，值得一提的是店效的提升，在17財年，在淨關店19%的情況下，總銷售還增長了18%，2) 自營業務佔比的增加，在17財年達總銷售的35%，而13財年的時候為25%，3) 通過加強電商的營銷和銷售體驗，17財年電商銷售增長達88%，已貢獻了總銷售的16%，4) 提升品牌形象（如17年春夏季，波司登和迪士尼cross over已取得有驕人的成績，整個系列已售出超過1億人民幣，此外，波司登標誌最近也被重新設計過）。
- ❖ **女裝會成為下一個增長動力。**女裝會是集團的下一個重點，因為1) 以前的首席財務官麥潤權先生將投入更多時間發展女士服裝，他自6月17日起已轉職為女性服裝總經理，2) 今年收購的新品牌像“Buou Buou”，“Koreano”和“Klova”在18財年中應該會對淨利潤有一定貢獻，我們估計約為1億人民幣。
- ❖ **估值仍然是有吸引力的，因為我們預計公司未來幾年會持續改善。**我們相信17財年的回暖會繼續，是受益於其門店效率的提高，新產品的售清率增加以及進一步的成本控制，令18到19財年銷售會有高單位數增長和淨利潤可能達到約15-20%的年複合增長率。公司現價為11倍18財年市盈率，低於行業平均水準15倍，而我們相信公司在中國排名第一的位置是值得擁有溢價。

#### 財務資料

(截至3月31日)	FY15A	FY16A	FY17A
營業額 (百萬人民幣)	6,293	5,787	6,817
淨利潤 (百萬人民幣)	132	281	392
每股收益 (人民幣)	0.0165	0.0354	0.0422
每股收益變動 (%)	(81.1)	114.6	19.2
市盈率(x)	40.0	14.6	13.7
市帳率(x)	0.7	0.6	0.7
股息率 (%)	1.6	5.4	2.3
權益收益率 (%)	1.8	3.9	4.8
財務杠杆(x)	淨現金	淨現金	淨現金

資料來源：公司及招銀國際研究

#### 未評級

當前股價 HK\$0.65

#### 胡永匡

電話：(852) 3761 8776

郵件：[walterwoo@cmbi.com.hk](mailto:walterwoo@cmbi.com.hk)

#### 中國服裝業

市值(百萬港元)	6,944
3月平均流通量(百萬港元)	3.59
52周內股價高/低(港元)	0.77/0.54
總股本(百萬)	10,682.6

資料來源：彭博

#### 股東結構

高德康家族	65.94%
勁豐投資	7.62%
自由流通	26.44%

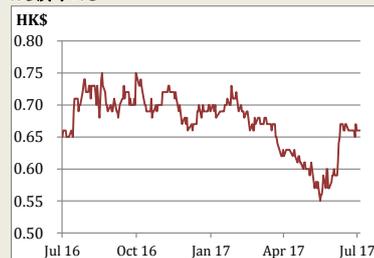
資料來源：HKEx

#### 股價表現

	絕對回報	相對回報
1-月	10.2%	5.3%
3-月	3.2%	-5.6%
6-月	-7.1%	-20.6%

資料來源：彭博

#### 股價表現



審計師：畢馬威

公司網站：[www.bosideng.com](http://www.bosideng.com)

## 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并無直接或間接關係。

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	: 招銀國際并未給予投資評級

### 招銀國際證券有限公司

地址：香港中環夏愨道12號美國銀行中心18樓1803-04室 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。報告所載資料可能不適合所有投資者。招銀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，并可能會受目標資產表現以及其他市場因素影響。招銀證券建議投資者應該獨立評估投資和策略，并鼓勵投資者諮詢專業財務顧問以便作出投資決定。

本報告包含的任何資訊由招銀證券編寫，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資料。報告中的資訊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。任何使用本報告資訊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資訊，我們力求但不擔保這些資訊的準確性、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布時的判斷，可能會隨時調整，且不承諾作出任何相關變更的通知。本公司可發布其它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并不時自行及/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，任何機構或個人于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資訊，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)2000年英國不時修訂之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。接收本報告之行爲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。