

## 波司登 (3998 HK)

### 期待已久的业绩回暖

- ❖ **波司登是中国最大的羽绒服品牌。**波司登是中国最大的羽绒服品牌，公司目前在中国约有5,070家店，旗下品牌分别为“波司登”、“雪中飞”、“冰洁”、“波司登男装”、“Jessie/杰西”、“邦宝/Buou Buou”、“波司登家居服”等等，其中“波司登”品牌的羽绒占总销售的60%左右。
- ❖ **17财年销售恢复增长，库存亦最终正常化到健康水平。**销售额连续三年下降（14到16财年）后，销售终于回升，特别在下半年增长幅度高达32%，秋冬时间因为季节性因素所以尤为重要（占全年销售额的60%）。过去几年库存过剩的情况有所改善，库存天数从15年9月的高峰（约221日），下降至17年3月的154日，已在健康水平。
- ❖ **业绩回暖的驱动因素有：1) 销售网络优化，2) 自营业务的销售占比增加，3) 电商渠道的拓展，4) 品牌形象的升级。**我们相信公司业绩回暖是由推出的一系列努力所致：1) 关闭低于效率的门店（例如销售收入低于50万人民币的门店就关掉），商店数量已从13财年的13,000多家减少至17财年的5,070家，值得一提的是店效的提升，在17财年，在净关店19%的情况下，总销售还增长了18%，2) 自营业务占比的增加，在17财年达总销售的35%，而13财年的时候为25%，3) 通过加强电商的营销和销售体验，17财年电商销售增长达88%，已贡献了总销售的16%，4) 提升品牌形象（如17年春夏季，波司登和迪士尼cross over已取得有骄人的成绩，整个系列已售出超过1亿人民币，此外，波司登标志最近也被重新设计过）。
- ❖ **女装会成为下一个增长动力。**女装会是集团的下一个重点，因为1) 以前的首席财务官麦润权先生将投入更多时间发展女士服装，他自6月17日起已转职为女性服装总经理，2) 今年收购的新品牌像“Buou Buou”，“Koreano”和“Klova”在18财年中应该会对净利润有一定贡献，我们估计约为1亿人民币。
- ❖ **估值仍然是有吸引力的，因为我们预计公司未来几年会持续改善。**我们相信17财年的回暖会继续，是受益于其门店效率的提高，新产品的售罄率增加以及进一步的成本控制，令18到19财年销售会有高单位数增长和净利润可能达到约15-20%的年复合增长率。公司现价为11倍18财年市盈率，低于行业平均水平15倍，而我们相信公司在中国排名第一的位置是值得拥有溢价。

#### 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)	40.0	14.6	13.7
市帐率(x)	0.7	0.6	0.7
股息率(%)	1.6	5.4	2.3
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\$0.65

#### 胡永匡

电话：(852) 3761 8776

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

#### 中国服装业

市值(百万港元)	6,944
3月平均流通量(百万港元)	3.59
52周内股价高/低(港元)	0.77/0.54
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%

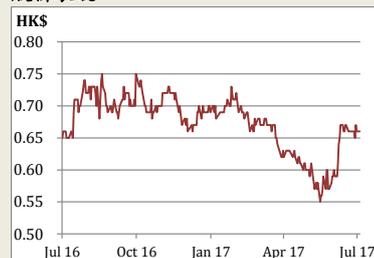
数据来源：HKEx

#### 股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	10.2%	5.3%
3-月	3.2%	-5.6%
6-月	-7.1%	-20.6%

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](http://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: 香港中环夏慤道12号美国银行中心18楼1803-04室 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。