

波司登 (3998 HK)

上半年大超预期；下半年仍然樂觀

儘管我們比市場更樂觀，但上半年業績還是大超预期。管理層的增長指引比較保守，但我們仍對下半年充滿信心，我們預測下半年銷售/淨利潤將分別增長26%/39%，受惠於：1) 毛利率大幅上升，2) 管道庫存較低，補單需求強勁，3) 運營杠杆和有效的成本節約，4) 低基數因素（2020年2-3月基本上沒有銷售，一般佔年銷售約10%）。鑒於其19倍22財年預測市盈率（GOOS為29倍，MONC為34倍）和1.0倍3年PEG，我們認為公司目前估值吸引。重申買入評級，目標價上調至4.23港元（23倍22財年預測市盈率）。

- **上半年業績整體好於預期。**上半年波司登銷售/淨利潤分別同比增長5%/42%，好於我們預期7%/24%，亦好於市場預期10%/33%，主要由於：1) 自營和電商分別增長86%和144%，2) 毛利率上升4.8個百分點，3) 廣告和推廣開支節約，同店銷售增長強勁，及4) OEM業務好於預期。截至上半年末，庫存日數增至200天（去年同期為172天），但成品下降15%至19億元人民幣（20財年底為23億元人民幣）。由於增加對經銷商的支持導致帳期有所延長，應收天數增至98天（去年同期為86天）。由於採用了更多供應鏈融資，應付天數增至188天（去年同期為110天）。
- **管理層指引有所提高，但不算非常進取。**繼上半年的強勁表現之後，管理層上調21財年指引，自營銷售增速為30%（此前指引為20%），以及毛利率有所提升（此前指引為持平），21-23財年門店數量將保持穩定，因為未來重點會是店效提升。
- **我們仍然可以對下半年展望樂觀。**儘管美國國家氣象局稱有95%可能性出現“拉尼娜”，但天氣仍然會有不確定性。我們認為管理層指引比較保守，我們相信下半年可以更加樂觀，因為：1) 去年同期基數低，2020年2-3月接近零銷售，2) 補單需求強勁，上半年經銷商零售增長較快（雖不及自營144%的增長，但仍然快速），3) 毛利率提升，因為舊品完成度已達50%（有望在沒有更多折扣的情形下實現21財年70%+的目標），而且目前為止（2020年10-11月）單價是有所增加，反映消費者終端需求對高端產品比較強勁。
- **維持買入評級，目標價上調至4.23港元。**我們將21/22/23財年攤薄後每股利潤上調6.1%/4.7%/9.6%，以反映自營銷售和電商銷售強勁、毛利率大幅提升、OEM業務好於預期以及有效節省運營成本。因此，根據23倍22財年預測市盈率（不變），我們重申買入評級，目標價上調至4.23港元。我們認為波司登19倍的22財年預測市盈率和22%的三年淨利潤複合增長率非常吸引，對比GOOSE的29倍和19%，MONC的34x和1%。

財務資料

(截至3月31日)	FY19A	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E
營業收入(百萬元人民幣)	10,383	12,191	14,433	16,389	18,251
同比增長(%)	16.9	17.4	18.4	13.6	11.4
淨收入(百萬元人民幣)	981	1,203	1,681	1,881	2,181
每股盈利(元人民幣)	0.092	0.111	0.150	0.168	0.195
每股盈利變動(%)	48.0	12.8	35.9	11.9	15.9
市場預期每股收益(人民幣)	n/a	n/a	0.147	0.175	0.211
市盈率(倍)	31.8	28.2	20.7	18.5	16.0
市帳率(倍)	3.1	3.2	3.1	2.9	2.7
股息率(%)	2.4	2.7	3.4	3.8	4.4
權益收益率(%)	10.1	12.0	15.9	16.7	18.1
淨負債比率(%)	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金

資料來源：公司、彭博及招銀國際證券預測

買入(維持)

目標價	HK\$4.23
(此前目標價)	HK\$4.04
潛在升幅	+24.2%
當前股價	HK\$3.41

中國服裝行業

胡永匡

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

公司資料

市值(百萬元)	36,723
3月平均流通量(百萬元)	140.99
52周內股價高/低(港元)	4.00/1.54
總股本(百萬)	10,769.3

資料來源：彭博

股東結構

高德康及其家族	70.49%
員工激勵計畫	6.81%
自由流通	22.70%

資料來源：港交所

股價表現

	絕對回報	相對回報
1-月	-3.7%	-11.5%
3-月	44.5%	36.6%
6-月	75.8%	51.2%
12-月	-3.7%	-3.7%

資料來源：彭博

股份表現



資料來源：彭博

審計師：畢馬威

財務分析

利潤表

年結:3月31日(百萬人民幣)	FY19A	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E
銷售收入	10,383	12,191	14,433	16,389	18,251
羽絨服	7,658	9,513	12,01	13,83	15,56
貼牌加工管理	1,368	1,611	1,466	1,540	1,617
女裝	1,194	983	885	942	992
多元化服裝	164	84	67	70	74
銷售成本	(4,870)	(5,482)	(6,179)	(7,050)	(7,777)
毛利	5,514	6,709	8,254	9,339	10,475
其他收入	91	187	152	180	201
營運支出	(4,234)	(5,297)	(6,101)	(6,878)	(7,619)
折舊和攤銷	(148)	(151)	(161)	(170)	(175)
員工成本	(1,231)	(1,346)	(1,647)	(1,807)	(1,921)
銷售及分銷成本(不包括員工成本、折舊和攤銷)	(2,271)	(2,938)	(3,441)	(4,017)	(4,553)
管理費用(不包括員工成本、折舊和攤銷)	(334)	(423)	(448)	(502)	(545)
其他運營費用	(250)	(439)	(403)	(381)	(425)
息稅前收益	1,371	1,599	2,305	2,641	3,056
融資成本淨額	24	1	(14)	(32)	(35)
合資及聯營企業	-	-	-	-	-
特殊項目	-	-	-	-	-
稅前利潤	1,394	1,600	2,291	2,609	3,022
所得稅	(389)	(405)	(596)	(678)	(786)
減:非控制股東權益	24	(8)	14	49	55
淨利潤	981	1,203	1,681	1,881	2,181

現金流量表

年結:3月31日(百萬人民幣)	FY19A	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E
息稅前利潤	1,371	1,599	2,305	2,641	3,056
折舊和攤銷	277	290	334	376	399
營運資金變動	264	(487)	(228)	(836)	(298)
已繳納所得稅	(295)	(497)	(596)	(678)	(786)
其他	(108)	328	228	209	207
經營活動所得現金流	1,509	1,233	2,043	1,713	2,578
資本開支	(311)	(714)	(577)	(656)	(730)
聯營公司	(180)	1,118	(560)	-	-
利息收入	186	129	-	-	-
其他	52	79	-	-	-
投資活動所得現金淨額	(253)	612	(1,137)	(656)	(730)
股份發行	-	-	-	-	-
淨借貸	(589)	(552)	-	-	-
支付股息	(739)	(863)	(965)	(1,174)	(1,326)
其他	(28)	1,408	(242)	(242)	(242)
融資活動所得現金淨額	(1,356)	(8)	(1,207)	(1,416)	(1,567)
現金增加淨額	(99)	1,837	(300)	(359)	281
年初現金及現金等價物	1,794	1,754	3,639	3,338	2,980
匯兌	60	47	-	-	-
年末現金及現金等價物	1,754	3,639	3,338	2,980	3,260

資產負債表

年結:3月31日(百萬人民幣)	FY19A	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E
非流動資產	3,945	4,909	5,712	5,991	6,323
固定資產	1,024	1,390	1,746	2,138	2,583
無形資產和商譽	1,800	1,654	1,542	1,429	1,316
預付租金	51	99	659	659	659
合資及聯營公司投資	-	-	-	-	-
其他非流動資產	1,069	1,765	1,765	1,765	1,765
流動資產	11,138	12,470	13,366	13,849	14,883
現金及現金等價物	1,754	3,639	3,338	2,980	3,260
存貨	1,931	2,726	2,878	3,284	3,622
貿易和其他應收款	1,642	1,959	2,966	3,368	3,750
預付款	313	209	247	281	313
其他流動資產	5,498	3,937	3,937	3,937	3,937
流動負債	4,796	4,690	5,659	5,664	6,119
銀行貸款	1,628	818	818	818	818
應付款	1,216	1,830	2,539	2,318	2,557
應計費用和其他應付款	1,484	1,412	1,671	1,898	2,113
應付稅款	463	365	365	365	365
其他流動負債	6	266	266	266	266
非流動負債	178	2,286	2,286	2,286	2,286
銀行貸款	-	-	-	-	-
遞延收入	-	-	-	-	-
遞延所得稅	173	140	140	140	140
其他	5	2,146	2,146	2,146	2,146
少數股東權益	210	189	204	253	307
淨資產總額	9,899	10,214	10,930	11,637	12,493
股東權益	9,899	10,214	10,930	11,637	12,493

主要比率

年結:3月31日	FY19A	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E
銷售組合(%)					
羽絨服	73.7	78.0	83.2	84.4	85.3
貼牌加工管理	13.2	13.2	10.2	9.4	8.9
女裝	11.5	8.1	6.1	5.7	5.4
多元化服裝	1.6	0.7	0.5	0.4	0.4
合計	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
盈利能力比率					
毛利率	53.1	55.0	57.2	57.0	57.4
經營利潤率	13.2	13.1	16.0	16.1	16.7
稅前利率	13.4	13.1	15.9	15.9	16.6
淨利潤率	9.5	9.9	11.6	11.5	12.0
有效稅率	27.9	25.3	26.0	26.0	26.0
資產負債比率					
流動比率(x)	2.3	2.7	2.4	2.4	2.4
速動比率(x)	1.9	2.1	1.9	1.9	1.8
現金比率(x)	0.4	0.8	0.6	0.5	0.5
平均庫存周轉天數	145	181	170	170	170
平均應收款周轉天數	58	59	75	75	75
平均應付帳款天數	91	122	150	120	120
債務/股本比率(%)	16	24	23	21	20
淨負債/股東權益比率(%)	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金
回報率(%)					
資本回報率	9.9	11.8	15.4	16.2	17.5
資產回報率	6.5	6.9	8.8	9.5	10.3
每股數據(人民幣)					
每股盈利(人民幣)	0.09	0.11	0.15	0.17	0.20
每股股息(人民幣)	0.07	0.08	0.11	0.12	0.14
每股帳面價值(人民幣)	0.94	0.96	1.02	1.09	1.17

資料來源:公司及招銀國際證券預測

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並無直接或間接關係。

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。

招銀國際證券投資評級

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	：招銀國際並未給予投資評級

招銀國際證券行業投資評級

優於大市	：行業股價於未來12個月預期表現跑贏大市指標
同步大市	：行業股價於未來12個月預期表現與大市指標相若
落後大市	：行業股價於未來12個月預期表現跑輸大市指標

招銀國際證券有限公司

地址：香港中環花園道3號冠君大廈45樓

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。招銀國際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，並可能會受目標資產表現以及其他市場因素影響。招銀國際證券建議投資者應該獨立評估投資和策略，並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國際證券編寫，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佈時的判斷，可能會隨時調整，且不承諾作出任何相關變更的通知。本公司可發佈其他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。招銀國際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並不時自行及/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投資銀行相關業務聯繫。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，任何機構或個人於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)不時修訂之英國2000年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，未經招銀國際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

招銀國際證券不是在美國的註冊經紀交易商。因此，招銀國際證券不受美國就有關研究報告準備和研究分析員獨立性的規則的約束。負責撰寫本報告的全部或部分內容之分析員，未在美國金融業監督局(“FINRA”)註冊或獲得研究分析師的資格。分析員不受旨在確保分析師不受可能影響研究報告可靠性的潛在利益衝突的相關FINRA規則的限制。本報告僅提供給美國1934年證券交易法(經修訂)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。接收本報告之行為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。接收本報告的美國收件人如想根據本報告中提供的資訊進行任何買賣證券交易，都應僅通過美國註冊的經紀交易商來進行交易。

對於在新加坡的收件人

本報告由CMBI(Singapore)Pte.Limited(CMBISG)(公司註冊號201731928D)在新加坡分發。CMBISG是在《財務顧問法案》(新加坡法例第110章)下所界定，並由新加坡金融管理局監管的豁免財務顧問公司。CMBISG可根據《財務顧問條例》第32C條下的安排分發其各自的外國實體，附屬機構或其他外國研究機構編寫的報告。如果報告在新加坡分發給非《證券與期貨法案》(新加坡法例第289章)所定義的認可投資者，專家投資者或機構投資者，則CMBISG僅會在法律要求的範圍內對這些人士就報告內容承擔法律責任。新加坡的收件人應致電(+65 6350 4400)聯繫CMBISG，以瞭解由本報告引起或與之相關的事宜。