

**波司登集團 (3998 HK) - 2015 財年下半年著重清理存貨**

- ❖ **2015 財年上半年盈利能力惡化。**波司登 2015 財年上半年(年結日: 3 月)的銷售收入按年增長 1.4%至人民幣 28.5 億元。淨利潤按年下降 22.5%至人民幣 2.5 億元。淨利潤的大幅下降主要是由於公司盈利能力的削弱。2015 財年上半年, 公司毛利率按年下降 2 個百分點至 47.4%。這主要是由於毛利率較低的貼牌加工業務占比增大所導致的。貼牌加工業務的收入按年增長 54.8%至人民幣 10.1 億元, 同時占同期銷售收入的 35.5%, 貼牌加工業務的毛利率則按年下降 2.9 個百分點至 17.1%。除此而外, 經營利潤率則按年下降 1.4 個百分點至 10.8%。
- ❖ **羽絨服業務。**每年 4-9 月為羽絨服業務銷售的低迷時期, 2015 財年上半年羽絨服業務的銷售收入按年下降 19.2%至人民幣 14.2 億元, 占總銷售收入的 49.8%。羽絨服業務的毛利率但按年上升 9.1 個百分點至 67.8%。這主要是由於波司登品牌產品的銷售占比加大所引起的。由於部分門店的關閉會對銷售帶來負面的影響, 我們預測 2015 財年全年羽絨服的銷售收入將按年下降 25.7%至人民幣 45 億元。公司在 2015 財年上半年一共關閉了 3,436 間羽絨服門店, 其中包括 304 間為自營店和 3,132 間加盟店。截至 2015 財年上半年, 羽絨服門店總數為 8,216 間。
- ❖ **非羽絨服業務。**2015 財年上半年, 非羽絨服業務的銷售收入按年上升 5.1%至人民幣 4.2 億元, 占總銷售收入的 14.7%。同期, 非羽絨服業務的毛利率則按年下降 5.2 個百分點至 51.0%。這主要是由於公司大力度清理存貨導致的, 在 2015 財年上半年一共關閉了 114 間非羽絨服門店。
- ❖ **下調盈利預測。**我們將 2015 及 2016 財年的淨利潤預測分別降低 35.9%及 21.7%至人民幣 4.9 億元和 6.4 億元。公司目前的股價相當於 2015 財年預測市盈率的 15.4 倍。新目標價為 1.2 港元, 是 2016 財年市盈率的 12 倍, 同時也是公司過去 5 年的平均市盈率。我們把波司登的評級上調至持有。

**波司登集團 (3998 HK)**

評級	持有
收市價	1.18 港元
目標價	1.2 港元
市值(港幣百萬)	9,449
過去 3 月平均交易(港幣百萬)	7.52
52 周高/低(港幣)	1.66/1.09
發行股數(百萬股)	8,007
主要股東	高德康 (64.4%)

來源: 彭博

**股價表現**

	絕對	相對
1 月	2.6%	2.7%
3 月	-3.3%	-0.2%
6 月	-8.5%	-12.0%

來源: 彭博

**過去一年股價**


來源: 彭博

**財務資料**

(截至 3 月 31 日)	FY12A	FY13A	FY14	FY15E	FY16E
營業額(人民幣百萬元)	8,376	9,325	8,237	6,941	7,520
淨利潤(人民幣百萬元)	1,437	1,079	694	490	644
每股收益(人民幣)	0.183	0.136	0.087	0.061	0.080
每股收益變動 (%)	11.50	(25.89)	(36.03)	(29.49)	31.56
市盈率(x)	5.16	6.96	10.89	15.44	11.74
市帳率(x)	1.04	1.06	1.06	0.99	0.96
股息率 (%)	14.4	10.7	4.8	3.2	5.3
權益收益率 (%)	20.12	15.20	9.70	6.44	8.20
淨財務杠杆率 (%)	淨現金	淨現金	7	5	淨現金

來源: 公司及招銀國際研究部

**利潤表**

年結：3月31日（百万人民币）	FY 12	FY13	FY 14	FY 15E	FY16E
<b>收入</b>	<b>8,376</b>	<b>9,325</b>	<b>8,237</b>	<b>6,941</b>	<b>7,520</b>
羽绒服业务	6,120	7,094	6,054	4,500	5,000
贴牌生产业务	909	955	881	1,021	1,000
非羽绒服业务	1,347	1,276	1,301	1,420	1,520
销售成本	(4,187)	(4,604)	(4,122)	(3,700)	(3,950)
<b>毛利</b>	<b>4,189</b>	<b>4,721</b>	<b>4,115</b>	<b>3,241</b>	<b>3,570</b>
其他收益	46	54	87	60	60
销售费用	(2,268)	(2,782)	(2,814)	(2,200)	(2,350)
行政费用	(337)	(459)	(460)	(420)	(440)
商誉减值损失	0	(89)	(55)	(70)	0
客户关系减值损失	0	(167)	0	0	0
其他费用	(8)	(6)	(9)	(5)	(8)
<b>营运利润</b>	<b>1,621</b>	<b>1,272</b>	<b>865</b>	<b>606</b>	<b>832</b>
融资成本	100	185	99	65	70
联营公司受益	0	0	18	20	15
<b>税前利润</b>	<b>1,722</b>	<b>1,457</b>	<b>982</b>	<b>691</b>	<b>917</b>
所得税	(271)	(404)	(280)	(190)	(260)
<b>税后利润</b>	<b>1,451</b>	<b>1,053</b>	<b>702</b>	<b>501</b>	<b>657</b>
非控制股东利益	(14)	26	(8)	(11)	(13)
<b>净利润</b>	<b>1,437</b>	<b>1,079</b>	<b>694</b>	<b>490</b>	<b>644</b>

來源：公司及招銀國際研究部

**資產負債表**

年結：3月31日（百万人民币）	FY 12	FY13	FY 14	FY 15E	FY16E
<b>非流动资产</b>					
厂房和设备	735	1,013	991	850	810
无形资产	1,412	1,099	1,008	920	920
延迟税项	201	345	452	390	395
其他长期资产	169	84	450	342	100
<b>非流动资产总和</b>	<b>2,517</b>	<b>2,540</b>	<b>2,901</b>	<b>2,502</b>	<b>2,225</b>
<b>流动资产</b>					
现金及现金等价物	1,907	1,935	2,118	1,418	2,945
银行存款	1,334	1,646	616	720	750
应收贸易款项	1,340	1,698	2,243	3,580	2,700
预付账款	518	320	334	380	400
可供出售金融资产	2,223	2,103	2,503	2,400	2,362
持有至到期投资	0	0	0	0	0
存货	1,399	1,971	2,043	2,100	1,600
<b>流动资产总和</b>	<b>8,720</b>	<b>9,673</b>	<b>9,857</b>	<b>10,598</b>	<b>10,757</b>
<b>流动负债</b>					
短期银行借款	1,741	1,737	1,049	1,000	1,000
应付税项	215	267	197	280	300
应付贸易账款	1,330	1,619	1,559	2,000	1,900
关联方应付款项	1	12	3	1	1
<b>流动负债总和</b>	<b>3,287</b>	<b>3,635</b>	<b>2,807</b>	<b>3,281</b>	<b>3,201</b>
<b>非流动负债</b>					
长期银行贷款	0	919	2,211	1,500	1,150
衍生金融产品负债	14	10	12	10	11
长期应付贸易账款	330	179	182	250	280
延迟税项	255	184	169	260	275
<b>非流动负债总和</b>	<b>599</b>	<b>1,293</b>	<b>2,574</b>	<b>2,020</b>	<b>1,716</b>
<b>少数股东权益</b>	<b>213</b>	<b>187</b>	<b>222</b>	<b>200</b>	<b>215</b>
<b>净资产总额</b>	<b>7,138</b>	<b>7,098</b>	<b>7,155</b>	<b>7,600</b>	<b>7,850</b>
<b>股东权益</b>	<b>7,138</b>	<b>7,098</b>	<b>7,155</b>	<b>7,600</b>	<b>7,850</b>

來源：公司及招銀國際研究部

**現金流量表**

年結：3月31日（百万人民币）	FY12	FY13	FY14	FY15 E	FY16 E
<b>营运利润</b>	<b>1,621</b>	<b>1,272</b>	<b>865</b>	<b>606</b>	<b>832</b>
折旧及分攤	108	200	280	340	365
营运资本变动	(52)	(480)	(665)	(850)	1,000
税务开支	(322)	(420)	(260)	(180)	(260)
其他	(40)	42	(370)	110	120
<b>经营活动所得现金净额</b>	<b>1,316</b>	<b>614</b>	<b>(150)</b>	<b>26</b>	<b>2,057</b>
购置固定资产	(1,401)	(1,000)	(1,250)	(800)	(650)
其他	841	281	1,200	1,000	750
<b>投资活动所得现金净额</b>	<b>(560)</b>	<b>(719)</b>	<b>(50)</b>	<b>200</b>	<b>100</b>
股本的变化	0	0	0	0	0
银行贷款变动	1,011	915	604	(760)	(350)
股息	(1,298)	(804)	(357)	(250)	(350)
其他	0	0	91	0	0
<b>融资活动所得现金净额</b>	<b>(288)</b>	<b>112</b>	<b>247</b>	<b>(1,010)</b>	<b>(700)</b>
<b>现金增加净额</b>	<b>468</b>	<b>7</b>	<b>138</b>	<b>(785)</b>	<b>1,457</b>
<b>年初现金及现金等价物</b>	<b>1,418</b>	<b>1,907</b>	<b>1,935</b>	<b>2,118</b>	<b>1,418</b>
<b>外汇差额</b>	<b>21</b>	<b>21</b>	<b>45</b>	<b>85</b>	<b>70</b>
<b>年末现金及现金等价物</b>	<b>1,907</b>	<b>1,935</b>	<b>2,118</b>	<b>1,418</b>	<b>2,945</b>

來源：公司及招銀國際研究部

**主要比率**

年結：3月31日	FY12	FY13	FY14	FY15 E	FY16 E
<b>销售组合 (%)</b>					
羽绒服业务	73.1%	76.1%	73.5%	64.8%	66.5%
贴牌生产业务	10.9%	10.2%	10.7%	14.7%	13.3%
非羽绒服业务	16.1%	13.7%	15.8%	20.5%	20.2%
<b>总额</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>

**盈利能力比率 (%)**

毛利率	50.0%	50.6%	50.0%	46.7%	47.5%
销前收益率	19.4%	13.6%	10.5%	8.7%	11.1%
营业利润率	20.6%	15.6%	11.9%	9.9%	12.2%
净利润率	17.2%	11.6%	8.4%	7.1%	8.6%
有效税率	15.7%	27.8%	28.5%	27.5%	28.4%

**增长 (%)**

收入增长	19.0	11.3	(11.7)	(15.7)	8.3
毛利增长	26.9	12.7	(12.8)	(21.3)	10.2
息税前收益增长	18.2	(21.6)	(32.0)	(30.0)	37.4
净利润增长	12.5	(24.9)	(35.6)	(29.5)	31.6

**资产负债比率**

流动比率 (x)	2.7	2.7	3.5	3.2	3.4
速动比率 (x)	2.2	2.1	2.8	2.6	2.9
平均应收账款周转天数	54.1	59.4	87.3	153.1	152.4
平均应付账款周转天数	109.3	116.9	140.7	175.5	180.2
平均存货周转天数	113.9	133.6	177.7	204.3	170.9
总负债/权益比率	24.39%	37.42%	45.55%	32.89%	27.39%
净负债/权益比率	净现金	净现金	7.00%	5.00%	净现金

**回报率 (%)**

资本回报率	20.12	15.20	9.70	6.44	8.20
资产回报率	12.78	8.83	5.44	3.74	4.96

**每股数据**

每股利润(人民币)	0.183	0.136	0.087	0.061	0.080
每股股息(港币)	0.136	0.101	0.045	0.030	0.050
每股账面值(人民币)	0.91	0.89	0.89	0.95	0.98

來源：公司及招銀國際研究部

## 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。

### 招銀證券投資評級

買入	: 股價于未來 12 個月的潛在漲幅超過 15%
持有	: 股價于未來 12 個月的潛在變幅在-10%至+15%之間
賣出	: 股價于未來 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。而過去的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，並可能會受標的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，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)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士。