

波司登 (3998 HK)

成本压力缓和将有利毛利率提升

概要。维持买入并上调目标价至 2.46 港元，基于 18 倍 20 财年预测市盈率（从 16 倍上调以反映增长加快，同时提高 19-21 财年的每股盈利预测 4.9%）。品牌改革令公司在 19 财年（3 月年结）的市场份额显著提升，相信未来透过增加更多购物中心门店和推出更多更时尚的产品，公司将继续在 20-21 财年实现不俗的增长，同时稳定的原材料价格将有利毛利率提升。

- **品牌升级成功，期待 19 财年下半年有更出色表现。**我们预计 19 财年下半年销售/净利润同比增长 17%/48%（2019 上半年为 16%/44%），主要原因包括：1) 受到在线线下的品牌推广、产品质量提升及店面形象改良所支持，羽绒服装销售增长 42%（相对 19 财年上半年的 20%）；2) 公司推出更多高端（平均售价更高）的产品，使毛利率增长达到 53.4%（相对 19 财年上半年/18 财年下半年的 42.3%/49.5%）；3) 今年并没有减值亏损（去年减值亏损达 1.65 亿元人民币，占总销售额 1.9%）。
- **在行业增长明显放缓下，市场份额仍显著增加。**虽然行业增长明显放缓，但我们相信波司登将在 19 财年（3 月年结）实现 36% 的羽绒销售增长（相对去年的 23%）。行业放缓主要归因于：1) 经济增长放缓，以及 2) 2018-19 年暖冬不利销售。例如，18 财年海澜之家的羽绒服装销售增长率仅为 7%（相对 17 财年的 28%），而太平鸟，九牧王和七匹狼等其他同业的表現均反映冬季服装需求疲弱。
- **鹅与鸭羽绒短期成本有限度受压。**我们认为市场对羽绒毛的需求最近已有所降温。与 18 财年（3 月年结）的鹅绒/鸭绒价格大幅上升 64%/34% 相比，19 财年（3 月年结）的 20%/17% 鹅绒/鸭绒价格通胀显得相对温和，我们认为这对波司登来说完全可控。考虑到公司仍在提升品牌形象（添加更多中高端产品），我们预计其 20 财年的毛利率将进一步上升。
- **维持买入并上调目标价至 2.46 港元。**我们维持买入并上调目标价至 2.46 港元，基于 18 倍的 20 财年预测市盈率（考虑到每股盈利复合年增长率也提高，从 16 倍上调），相当于 0.65 倍的三年 PEG。公司现估值为 14.5 倍市盈率或 0.5 倍的 PEG，十分吸引。我们同时上调 19/20/21 财年每股盈利预测 4.2%/7.5%/8.5%，以反映 1) 超预期宣传效果和零售销售增长，2) 较低原材料成本和较高毛利率，3) 改善店铺种类，新添更多的购物中心门店以及 4) 公司未来将推出更多值得期待的新产品。

财务资料

(截至 3 月 31 日)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
营业收入(百万元人民币)	6,817	8,881	10,381	12,181	13,723
同比增长(%)	17.8	30.3	16.9	17.3	12.7
净收入(百万元人民币)	392	615	902	1,257	1,621
每股盈利(元人民币)	0.042	0.058	0.084	0.118	0.152
每股盈利变动(%)	11.9	52.3	35.4	39.4	29.0
市盈率(倍)	41.8	27.5	20.3	14.5	11.3
市帐率(倍)	1.5	1.8	1.9	1.8	1.6
股息率(%)	1.0	3.9	3.5	4.8	6.2
权益收益率(%)	4.8	6.6	9.3	12.4	15.1
不良贷款率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金

资料来源：公司及招银国际证券预测

买入（维持）

目标价	HK\$2.46
(此前目标价)	HK\$2.04
当前股价	HK\$1.99
潜在升幅	+23.8%

中国服装行业

胡永匡

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

公司数据

市值(百万港元)	21,287
3 月平均流通量(百万港元)	48.96
52 周内股价高/低(港元)	2.38/0.78
总股本(百万)	10,697.0

资料来源：彭博

股东结构

高德康家族	71.62%
员工激励计划	6.49%
自由流通	21.89%

资料来源：港交所

股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	-8.4%	-2.5%
3-月	27.9%	29.3%
6-月	39.7%	27.5%
12-月	140.2%	169.5%

资料来源：彭博

股份表现



资料来源：彭博

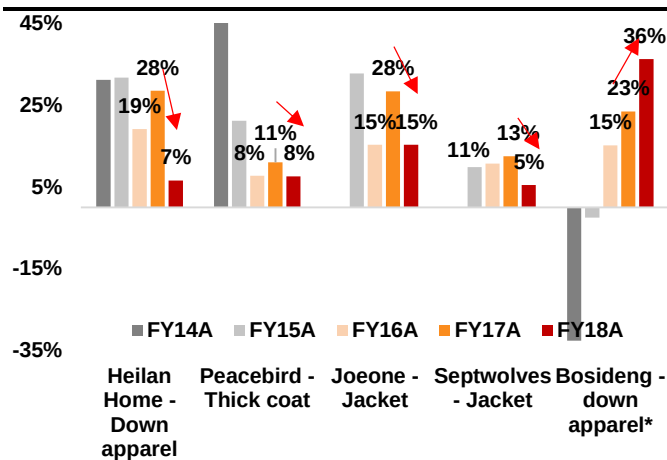
审计师：毕马威

近期报告

1. 中国运动用品及服装行业 - 优质化与数字化驱动增长：国内顶尖品牌成赢家 - 2019 年 1 月 23 日
2. 中国非必需消费品行业 - 消费行业北京调研纪要 - 2018 年 12 月 6 日
3. 波司登 (3998 HK) - 业绩亮丽，前景乐观 - 2018 年 7 月 3 日

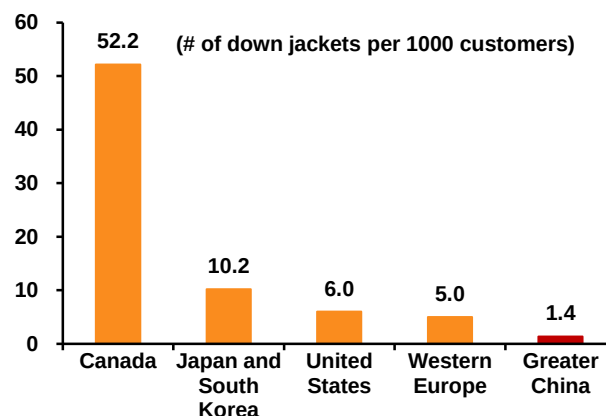
重要图表

图 1: 波司登羽绒服增长和同行表现



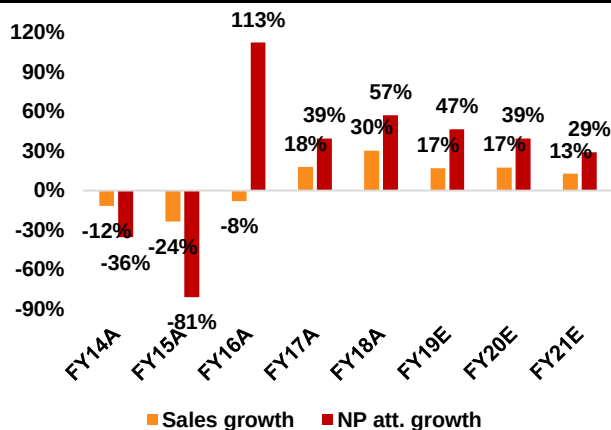
资料来源: 公司及招银国际证券预测

图 2: 按地区划分: 羽绒服普及率



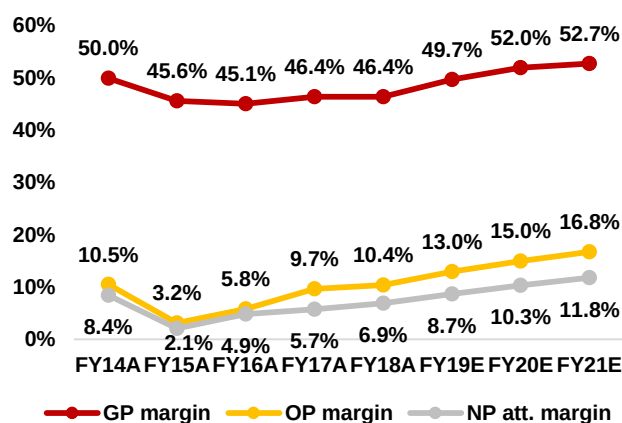
资料来源: 加拿大鹅及招银国际证券预测

图 3: 销售额/净利润增长



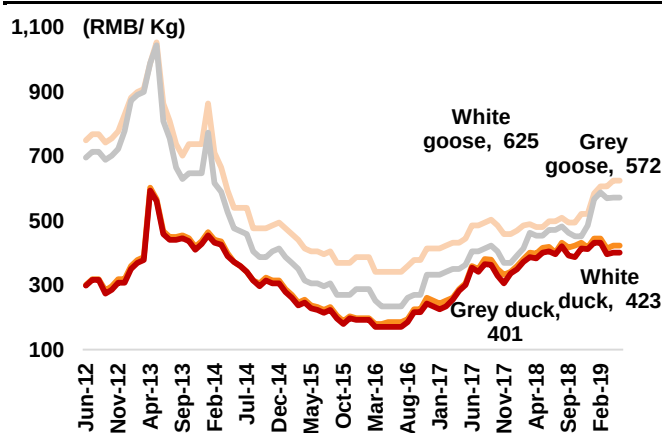
资料来源: 公司及招银国际证券预测

图 4: 毛利率/经营利润率/净利润率



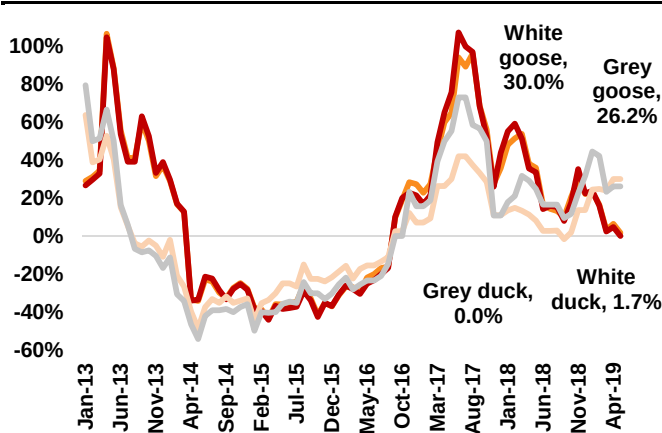
资料来源: 公司及招银国际证券预测

图 5: 白色/灰色的鹅绒/鸭绒价格



资料来源: www.cn-down.com 及招银国际证券预测

图 6: 白色/灰色的鹅绒/鸭绒价格的同比增长



资料来源: www.cn-down.com 及招银国际证券预测

盈利预测

图 7: 盈利预测

RMB mn	New			Old			Diff (%)		
	FY19E	FY20E	FY21E	FY19E	FY20E	FY21E	FY19E	FY20E	FY21E
Revenue	10,381	12,181	13,723	10,260	11,721	13,190	1.2%	3.9%	4.0%
Gross Profit	5,161	6,330	7,236	5,102	6,061	6,840	1.2%	4.4%	5.8%
Operating Profit	1,346	1,821	2,299	1,295	1,697	2,121	4.0%	7.3%	8.4%
Net profit	902	1,257	1,621	865	1,169	1,494	4.2%	7.5%	8.5%
EPS (US\$ cents)	0.084	0.118	0.152	0.081	0.109	0.140	4.2%	7.5%	8.5%
Gross Margin	49.7%	52.0%	52.7%	49.7%	51.7%	51.9%	0ppt	0.3ppt	0.9ppt
Operating Margin	13.0%	15.0%	16.8%	12.6%	14.5%	16.1%	0.3ppt	0.5ppt	0.7ppt
Net Margin	8.7%	10.3%	11.8%	8.4%	10.0%	11.3%	0.3ppt	0.3ppt	0.5ppt

资料来源: 公司及招银国际证券预测

图 8: 招银国际与市场预测

RMB mn	CMBI			Consensus			Diff (%)		
	FY19E	FY20E	FY21E	FY19E	FY20E	FY21E	FY19E	FY20E	FY21E
Revenue	10,381	12,181	13,723	10,232	12,204	14,542	1.5%	-0.2%	-5.6%
Gross Profit	5,161	6,330	7,236	5,241	6,413	7,671	-1.5%	-1.3%	-5.7%
Operating Profit	1,346	1,821	2,299	1,252	1,641	1,966	7.6%	11.0%	16.9%
Net profit	902	1,257	1,621	846	1,120	1,365	6.7%	12.3%	18.8%
EPS (US\$ cents)	0.084	0.118	0.152	0.079	0.100	0.126	6.7%	17.9%	20.2%
Gross Margin	49.7%	52.0%	52.7%	51.2%	52.2%	52.5%	-1.5ppt	-0.2ppt	0.2ppt
Operating Margin	13.0%	15.0%	16.8%	12.2%	13.4%	13.5%	0.7ppt	1.5ppt	3.2ppt
Net Margin	8.7%	10.3%	11.8%	8.3%	9.2%	9.4%	0.4ppt	1.1ppt	2.4ppt

资料来源: 公司及招银国际证券预测

估值

图 9: 同业估值对比 1

Company	Ticker	Rating	12m TP (LC)	Price (LC)	Upside/Downside	Mkt. Cap (HK\$ mn)	Year End	P/E (x) FY1E	P/E (x) FY2E	P/B (x) FY1E	P/B (x) FY2E	ROE (%) FY1E	ROE (%) FY2E	3yrs PEG(x) FY1E	Yield (%) FY1E
H shares Apparel															
Bosideng	3998 HK	BUY	2.46	1.99	23.6%	21,287	Mar-18	20.3	14.5	1.8	1.7	7.4	0.6	3.2	
China Lilang	1234 HK	BUY	11.87	7.45	59.3%	8,921	Dec-18	8.5	7.4	2.0	1.8	23.0	0.5	8.3	
Jnby Design	3306 HK	BUY	17.22	15.26	12.8%	7,916	Jun-18	14.4	12.5	4.6	4.2	34.8	1.0	5.2	
Cosmo Lady China	2298 HK	BUY	3.10	2.21	40.3%	4,984	Dec-18	9.9	8.8	1.0	0.9	10.2	0.7	3.6	
Giordano	709 HK	NR	n/a	3.69	n/a	5,825	Dec-18	12.4	11.3	2.2	2.2	16.8	2.4	8.7	
Koradior Holdings	3709 HK	NR	n/a	9.30	n/a	4,523	Dec-18	n/a	n/a	n/a	n/a	23.6	0.0	n/a	
I.T	999 HK	NR	n/a	3.68	n/a	4,401	Feb-18	8.6	7.3	1.2	1.1	15.2	0.4	5.2	
Esprit Holdings	330 HK	NR	n/a	1.55	n/a	2,925	Jun-18	n/a	n/a	0.5	0.5	(37.9)	0.0	0.0	
Shanghai La Chapelle	6116 HK	NR	n/a	3.95	n/a	3,652	Dec-18	n/a	n/a	0.6	0.7	10.0	0.0	12.7	
Bauhaus Holdings	483 HK	NR	n/a	1.37	n/a	503	Mar-18	n/a	n/a	n/a	n/a	4.5	0.0	n/a	
Avg.								12.3	10.3	1.7	1.6	10.8	0.6	5.9	
Med.								11.2	10.0	1.5	1.4	12.7	0.4	5.2	
A-shares Apparel															
Ningbo Peacebird	603877 CH	NR	n/a	16.90	n/a	9,271	Dec-18	11.3	9.6	2.0	1.8	16.7	0.7	6.0	
Joeone Co Ltd	601566 CH	NR	n/a	13.78	n/a	9,036	Dec-18	13.9	12.8	1.8	1.8	12.2	1.9	7.1	
Fujian Septwolves	002029 CH	NR	n/a	6.74	n/a	5,812	Dec-18	13.3	11.9	0.8	0.8	6.2	1.3	1.6	
Hla Corp Ltd	600398 CH	NR	n/a	8.89	n/a	45,577	Dec-18	10.7	9.9	2.6	2.3	26.8	1.6	5.7	
Jiangsu Hongdou	600400 CH	NR	n/a	3.83	n/a	11,071	Dec-18	38.3	32.5	2.2	2.1	4.8	2.0	1.3	
Lancy Co Ltd	002612 CH	NR	n/a	8.99	n/a	4,103	Dec-18	13.4	11.8	1.2	1.1	7.3	1.1	1.4	
Shenzhen Huijie	002763 CH	NR	n/a	11.04	n/a	4,898	Dec-18	15.5	14.3	2.1	1.8	9.2	0.6	n/a	
Shenzhen Ellassay	603808 CH	NR	n/a	15.95	n/a	6,055	Dec-18	12.0	10.0	2.0	1.7	16.4	0.6	2.5	
Guangdong Bobaolon	002776 CH	NR	n/a	25.50	n/a	10,495	Dec-18	41.8	32.5	3.6	3.2	8.6	0.0	n/a	
Avg.								18.9	16.1	2.0	1.8	12.0	1.1	3.7	
Med.								13.4	11.9	2.0	1.8	9.2	1.1	2.5	

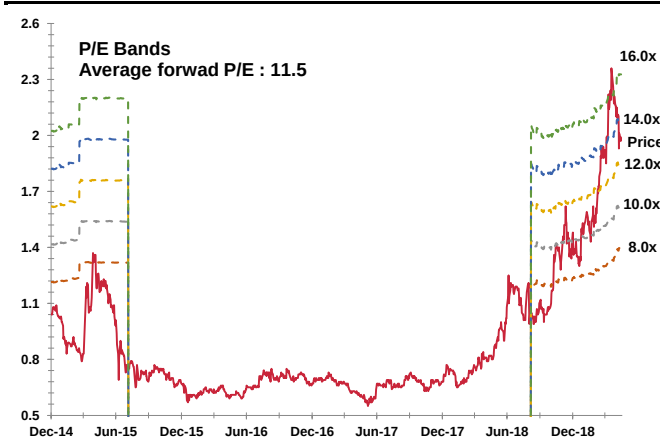
资料来源：公司及招银国际证券预测

图 10: 同业估值对比 2

Company	Ticker	Rating	12m TP (LC)	Price (LC)	Up/Down-side	Mkt. Cap (HK\$ mn)	Year End	P/E (x) FY1E	P/E (x) FY2E	P/B (x) FY1E	P/B (x) FY2E	ROE (%) FY1E	ROE (%) FY2E	3yrs PEG(x) FY1E	3yrs PEG(x) FY2E	Yield (%) FY1E
International Apparel																
Hugo Boss Ag	BOSS GR	NR	n/a	56.78	n/a	35,090	Dec-18	15.0	13.5	3.8	3.4	21.4	1.7	5.1		
Ted Baker Plc	TED LN	NR	n/a	1506.00	n/a	6,774	Jan-19	11.5	10.7	2.4	2.2	17.4	0.8	4.4		
Next Plc	NXT LN	NR	n/a	5764.00	n/a	79,358	Jan-19	12.9	12.4	12.9	9.4	113.9	4.2	2.9		
Hennes & Mauritz	HMB SS	NR	n/a	157.24	n/a	212,148	Nov-18	20.4	19.2	4.8	4.9	19.8	41.5	5.9		
Industria De Diseno	ITX SM	NR	n/a	24.98	n/a	683,427	Jan-19	20.6	19.2	4.9	4.8	24.5	3.1	4.2		
Ovs Spa	OVS IM	NR	n/a	1.60	n/a	3,188	Jan-19	6.7	6.3	0.4	0.4	3.0	0.2	1.4		
Pvh Corp	PVH US	NR	n/a	112.37	n/a	66,196	Feb-19	10.8	9.8	1.4	1.2	13.1	1.3	0.1		
Vf Corp	VFC US	NR	n/a	90.35	n/a	280,571	Mar-19	23.8	21.1	8.2	7.9	n/a	0.5	2.0		
Marks & Spencer	MKS LN	NR	n/a	274.30	n/a	44,990	Mar-18	11.4	12.1	1.5	1.5	1.0	0.1	5.4		
Avg.								14.8	13.8	4.5	4.0	26.8	5.9	3.5		
Med.								12.9	12.4	3.8	3.4	18.6	1.3	4.2		

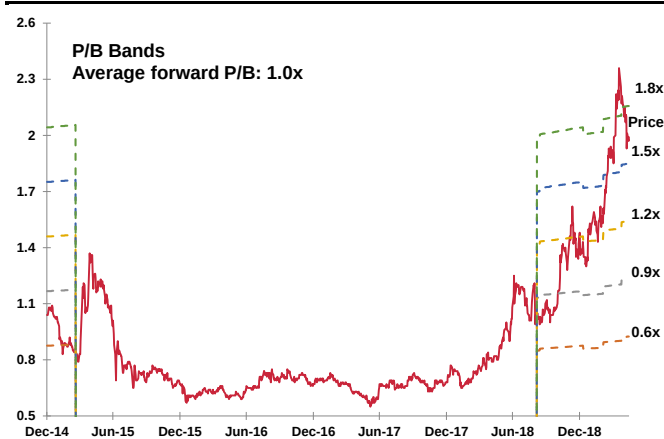
资料来源：公司及招银国际证券预测

图 11: 12 个月预测市盈率区间



资料来源：公司及招银国际证券预测

图 12: 12 个月预测市账率区间



资料来源：公司及招银国际证券预测

财务分析

利润表

年结:3月31日(百万人民币)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
销售收入	6,817	8,881	10,381	12,181	13,723
羽绒服	4,579	5,651	7,701	9,518	10,894
贴牌加工管理	778	937	1,265	1,265	1,328
女装	622	1,153	1,172	1,232	1,331
多元化服装	838	1,139	243	166	171
销售成本	(3,653)	(4,762)	(5,221)	(5,850)	(6,488)
毛利	3,163	4,119	5,161	6,330	7,236
其它收入	66	66	62	73	82
营运支出	(2,569)	(3,261)	(3,877)	(4,582)	(5,019)
折旧和摊销	(76)	(95)	(145)	(147)	(150)
员工成本	(748)	(887)	(1,041)	(1,133)	(1,260)
销售及分销成本(不包括	(1,074)	(1,495)	(1,943)	(2,350)	(2,583)
管理费用(不包括员工成	(369)	(350)	(431)	(532)	(567)
其它运营费用	(302)	(434)	(316)	(421)	(458)
息税前收益	660	923	1,346	1,821	2,299
融资成本净额	(68)	(35)	(32)	(17)	4
合资及联营企业	(19)	-	-	-	-
特殊项目	-	-	-	-	-
税前利润	573	888	1,314	1,805	2,303
所得税	(204)	(249)	(381)	(523)	(668)
减: 非控制股东权益	(23)	24	31	24	14
净利润	392	615	902	1,257	1,621

现金流量表

年结:3月31日(百万人民币)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
息税前利润	660	923	1,346	1,821	2,299
折旧和摊销	165	187	242	250	260
营运资金变动	557	120	(76)	(225)	(210)
已缴纳所得税	(109)	(248)	(381)	(523)	(668)
其它	(163)	50	125	140	161
经营活动所得现金流	1,109	1,033	1,255	1,463	1,841
资本开支	(62)	(117)	(136)	(160)	(180)
联营公司	(1,837)	(1,915)	-	-	-
利息收入	122	97	-	-	-
其它	200	71	-	-	-
投资活动所得现金净额	(1,577)	(1,864)	(136)	(160)	(180)
股份发行	-	-	-	-	-
净借贷	(924)	79	-	-	-
支付股息	(290)	(198)	(658)	(681)	(931)
其它	1,479	(65)	(157)	(157)	(157)
融资活动所得现金净额	266	(183)	(815)	(838)	(1,088)
现金增加净额	(202)	(1,014)	304	465	573
年初现金及现金等价物	3,023	2,835	1,794	2,098	2,563
汇兑	14	(26)	-	-	-
年末现金及现金等价物	2,835	1,794	2,098	2,563	3,136

资产负债表

年结:3月31日(百万人民币)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
非流动资产	3,636	3,485	3,379	3,290	3,211
固定资产	819	885	893	916	950
无形资产和商誉	1,481	1,897	1,784	1,671	1,558
预付租金	737	54	54	54	54
合资及联营公司投资	-	-	-	-	-
其它非流动资产	599	648	648	648	648
流动资产	10,483	10,959	11,600	12,612	13,682
现金及现金等价物	2,835	1,794	2,098	2,563	3,136
存货	1,437	1,455	1,502	1,683	1,866
贸易和其他应收款	1,189	1,474	1,707	2,002	2,256
预付款	410	344	403	472	532
其它流动资产	4,611	5,891	5,891	5,891	5,891
流动负债	4,383	4,337	4,598	4,920	5,207
银行贷款	2,985	2,338	2,338	2,338	2,338
应付款	495	523	573	642	712
应计费用和其他应付款	709	1,247	1,457	1,710	1,926
应付税款	173	226	226	226	226
其它流动负债	21	4	4	4	4
非流动负债	380	323	323	323	323
银行贷款	-	-	-	-	-
递延收入	-	-	-	-	-
递延所得税	225	218	218	218	218
其它	155	105	105	105	105
少数股东权益	179	187	218	242	256
净资产总额	9,176	9,596	9,840	10,416	11,106
股东权益	9,176	9,596	9,840	10,416	11,106

主要比率

年结:3月31日	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
销售组合(%)					
羽绒服	67.2	63.6	74.2	78.1	79.4
贴牌加工管理	11.4	10.5	12.2	10.4	9.7
女装	9.1	13.0	11.3	10.1	9.7
多元化服装	12.3	12.8	2.3	1.4	1.2
合计	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
盈利能力比率					
毛利率	46.4	46.4	49.7	52.0	52.7
经营利润率	9.7	10.4	13.0	15.0	16.8
税前利润率	8.4	10.0	12.7	14.8	16.8
净利润率	5.7	6.9	8.7	10.3	11.8
有效税率	34.4	28.0	29.0	29.0	29.0
资产负债比率					
流动比率(x)	2.4	2.5	2.5	2.6	2.6
速动比率(x)	2.1	2.2	2.2	2.2	2.3
现金比率(x)	65	41	46	52	60
平均库存周转天数	144	112	105	105	105
平均应收款周转天数	64	61	60	60	60
平均应付帐款天数	49	40	40	40	40
债务/股本比率(%)	33	24	24	22	21
净负债/股东权益比率(%)	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金
回报率(%)					
资本回报率	4.3	6.4	9.2	12.1	14.6
资产回报率	2.8	4.3	6.0	7.9	9.6
每股数据(人民币)					
每股盈利(人民币)	0.04	0.06	0.08	0.12	0.15
每股股息(人民币)	0.02	0.06	0.06	0.08	0.11
每股账面价值(人民币)	1.16	0.91	0.92	0.98	1.04

资料来源:公司及招银国际证券预测

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。

招银国际证券投资评级

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

招银国际证券行业投资评级

优于大市	: 行业股价于未来12个月预期表现跑赢大市指标
同步大市	: 行业股价于未来12个月预期表现与大市指标相若
落后大市	: 行业股价于未来12个月预期表现跑输大市指标

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风险。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，请与我们联络。

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。