



中國非必需消費品行業

招銀國際消費行業北京調研記要

❖ 招銀國際 12 月 4-5 日在北京組織了一次消費和教育行業的調研。我們會見了大約 11 家上市公司和 2 位行業專家，而這報告主要是圍繞服裝行業的，以下是我們認為的 3 個重點：1) 服裝行業銷售的同比增速在 2018 年的 10 月至 11 月應該有所放緩（我們認為很可能會持續到整個 4 季度），主要因為消費情緒受宏觀環境不確定性所影響和 2018-2019 年的冬天比去年來得較晚和較暖，2) 2018 秋冬系列的售罄率應該低於去年，因此零售折扣可能會比較高，而且來得比去年更早，3) 但有些公司，通過在品牌、產品和管道有結構性的提升和升級，表現將會比行業更好、更有韌力。

波司登是我們行業的首選，因為我們相信它能搶佔更多市場份額，並在 2018-2019 年來得比較晚和比較暖的冬天中還能實現穩健的銷售增長。

❖ 波司登 (3998 HK) - 我們在北京會見了公司，管理層重申了 19 財年的指引（中雙位數的同比銷售增長和很強勁的約 3/2 個百分點毛利率/經營利潤率的擴張）。公司 19 財年上半年業績十分亮麗，銷售和淨利潤分別同比增長了 16% 和 44%。

❖ 按產品和細分市場分類，公司預計 19 財年的銷售增長分別為：1) 羽絨服預計同比增長 30%（平均銷售價格上漲 20-30%），2) 女裝預期有中到高單位數的同比增長，3) OEM 預計同比會有強勁的 40% 增長（但訂單更偏重於上半年，因為公司預留了更多的生產能力給 19 財年下半年的直營業務），最後，4) 多元化服裝的銷售預期會顯著下降（招銀國際估計同比下跌 80%）。

❖ 最新銷售情況：2018 年 10 月的前兩週較為疲軟（有高單位數的同比下降），但在 10 月的後兩週有所改善（同比上升 20-30%），而在 11 月也呈現回升趨勢（同比上升約 25%）。公司於 2018 年的雙十一在所有線上平臺上錄得大約 5.6 億人民幣的銷售（大部分為羽絨服），和 2017 年比差不多，但品牌和產品的組合都有所不同（羽絨服/男裝加家居服的銷售為 4.5/1.18 億人民幣）。

❖ 最近改革的重點：

1) 購物中心和旗艦店的滲透率上升。波司登計劃到 19 財年年底，會擁有 230-240 家購物中心門店（18 財年為 44 家），同時在大賣場和超市等管道中關閉同等數量的門店，因此對羽絨服的業務來說，總店數應該會保持與 18 財年差不多。此外，未來在 19 財年到 21 財年，會有約 75% 的門店將有形象改造/搬遷至更好的地方，公司在 19 財年上半年已經完成了約 800 個門店形象改造。對於全部 4 家新開/經過升級的旗艦店（上海，成都，天津，北京），消費者反應都很正面，都有很高的評價。

2) 提高設計能力。在原本設計團隊之外，19 財年上半年公司在上海也成立了一個新設計團隊，由一位來自國外領先品牌的義大利設計師所領導。波司登未來可能會與不同的設計師進行更多 Cross-over，並參加更多時裝週（例如米蘭，巴黎和倫敦），他們已於 2018 年 9 月在紐約舉辦過一次。

3) 波司登是世界級的羽絨服 OEM。公司前三大客戶分別是 Tommy, The North Face (VF Corp) 和 Adidas，而前五大客戶佔總銷售額約 80%。公司亦預期，在未來幾年內會有更多 OEM 訂單升級至 ODM。

4) 進一步提升其反應速度和快單的能力並降低庫存風險。由於其季節性，羽絨服行業的補單的百分比本來就是要遠高於其他運動服裝和服裝產品，約為 40%，但波司登在 19 財年進一步加大了比例，擴大到 60%（因此在訂貨會期間，只有 40% 的 SKU 會被分銷商鎖定，而其餘的 60% 將分兩批交付給他們，而 SKU 將會取決於當時的銷售趨勢和客戶反饋）。公司的交貨時間為 14-21 天，對於一般重複訂單，最快可 7 天內交貨。

同步大市

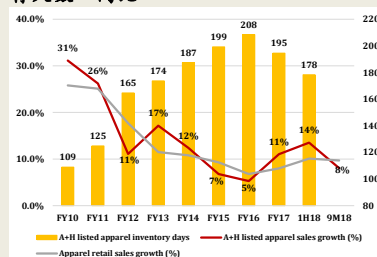
胡永匡

電話：(852) 3761 8776

郵件：walterwoo@cmbi.com.hk

中國非必需消費品行業

中國服裝行業和上市公司銷售增長和庫存天數，同比



資料來源：公司數據，國家統計局，招銀國際研究

波司登 (3998 HK) 的股價



資料來源：彭博，招銀國際研究

中國利郎 (1234 HK) 的股價



資料來源：彭博，招銀國際研究

❖ **中國利郎 (1234 HK)** - 我們會面了 LILANZ 在北京的一家經銷商，以及參觀了一家二級經銷門店。這家店鋪採用了第六代的裝修（非最新式），每年銷售約 600 萬元人民幣，比全國門店平均水準的 200 萬元人民幣為高。門店面積約 200 平方米，因此每平方米銷售約為人民幣 30,000 元，在零售商場內的所有男裝品牌中排名第二。租賃費用（大部分為固定支出）佔銷售的 12%，而人工開支（4-5 名員工）佔 11%。因此，店鋪是有雙位數的淨利率。

❖ **我們相信 LILANZ 正致力**

1) 引入更多鞋類、配飾和牛仔褲以擴大其產品品類，2) 提高其性價比，下調整平均售價（自 2012 年以來一共兩次）來但同時改良其面料品質和產品設計（目前 70% 產品為自家設計，50% 產品採用公司開發的獨有面料），3) 在 2018 上半年引入更具競爭力的輕商務產品線（Less is more），以針對年輕客戶群，及進一步滲透購物商場。該產品線的價格定位會低 20%（相對主要品牌 LILANZ），但同時有較低的加價率（約 3-3.5 倍，相對 LILANZ 的 4-4.5 倍），所以是擁有十分良好的性價比，4) 建立其電子商務業務，在 2018 年成立一個專注於線上銷售的新事業部去拓展業務，這將增加利郎在各電子商務平臺和社交媒體的曝光率。

然而，與此同時，公司正面臨幾個不利因素，如

1) 2018 年下半年中國經濟放緩和貿易戰緊張局勢引發的負面零售情緒，2) 2018-2019 年冬天較暖且來得晚，不利銷售，3) 新引入的產品線（Less is more）成熟需時，其每家店鋪的平均銷售目前仍低於 LILANZ（在我們看來，或需要加強其時尚形象和品牌塑造。）

❖ **最新銷售情況：**受惠於更多鞋類（平均售價人民幣 500-800 元）、配件（平均售價人民幣 50-150 元）和牛仔褲（平均售價人民幣 500-1000 元）的 SKU 推出，LILANZ 在北京地區的 2018 年 3-8 月同店銷售增長已快速達至中雙位數，分別佔總零售額 5%，5% 和 7%。不過，2018 年 3 月至 11 月的同店銷售增長放緩至高單位數。我們認為，自 2018 年 9 月以來的放緩或許是受到宏觀環境的不確定性，疊加溫暖及遲來的冬天所影響。

❖ **提供更多零售折扣（與去年相比）以去庫存的潛在風險。**由於 2018 下半年表現疲軟，2018 秋季系列的銷售率僅為 50% 左右，低於去年數字（公司就秋季系列設定目標一般是在年底達到 70%）。因此，經銷商可能較去年更早及提供更多優惠折扣（約 25%，相對去年同期的 20%）以清理庫存。

圖 1：中國利郎門店形象 1



資料來源：招銀國際研究

圖 2：中國利郎門店形象 2



資料來源：招銀國際研究

圖 3：中國服裝行業估值表

		Price HK\$/ Local	Mkt cap	Year	PER (x)				EPS Growth(%)		PBR (x)				ROE (%)	Yield (%)	YTD performance
Company	Ticker		HK\$ mn	End	FY0	FY1	FY2	5yrs avg.	FY1	FY2	FY0	FY1	FY2	5yrs avg.	FY0	FY1	(%)
H-shares Apparel																	
Bosideng Intl Hldgs Ltd	3998 HK	1.44	15,383	31/3/2018	19.3	15.8	12.6	18.0	31.0	24.4	1.4	1.4	1.3	0.7	6.6	4.4	116.6
China Lilang Ltd	1234 HK	6.77	8,107	31/12/2017	10.4	9.3	7.8	9.1	23.5	18.3	2.2	2.1	1.9	1.8	21.7	7.8	9.0
I.T Ltd	999 HK	4.43	5,297	28/2/2018	11.0	8.9	7.5	10.4	37.5	18.6	1.6	1.4	1.2	1.0	15.2	5.4	33.0
Jnby Design Ltd	3306 HK	13.96	7,242	30/6/2018	15.3	12.6	10.7	n/a	14.1	17.9	4.9	4.2	3.7	n/a	32.2	5.9	46.9
Giordano International Ltd	709 HK	3.68	5,809	31/12/2017	11.3	10.8	10.2	14.2	6.9	5.9	2.0	2.1	2.1	2.4	17.8	9.3	(11.5)
Koradior Holdings Ltd	3709 HK	9.80	4,766	31/12/2017	15.1	n/a	n/a	n/a	0.0	0.0	3.7	n/a	n/a	n/a	25.7	n/a	17.3
Cosmo Lady China Holdings Co	2298 HK	2.90	6,561	31/12/2017	15.8	14.6	11.7	n/a	9.9	25.0	1.5	1.4	1.3	n/a	9.7	2.3	2.5
Shanghai La Chapelle Fashi-H	6116 HK	6.77	5,139	31/12/2017	7.0	7.1	6.2	n/a	(14.4)	14.3	0.8	0.8	0.7	n/a	12.1	8.6	(28.2)
Esprit Holdings Ltd	330 HK	1.80	3,397	30/6/2018	n/a	n/a	n/a	n/a	(69.9)	(16.5)	0.4	0.4	0.5	0.9	(24.8)	0.3	(56.9)
Bauhaus Intl Holdings Ltd	483 HK	1.31	481	31/3/2018	14.6	n/a	n/a	10.0	0.0	0.0	0.6	n/a	n/a	1.0	4.5	n/a	(21.6)
Average					13.3	11.3	9.5	12.4	3.9	10.8	1.9	1.7	1.6	1.3	12.1	5.5	10.7
Median					14.6	10.8	10.2	10.4	8.4	16.1	1.5	1.4	1.3	1.0	13.7	5.6	5.8
A-shares Apparel																	
Ningbo Peacebird Fashion C-A	603877 CH	17.94	9,831	31/12/2017	18.5	13.5	10.4	n/a	33.4	30.2	2.6	2.3	2.1	n/a	17.2	4.8	(33.8)
Joeone Co Ltd -A	601566 CH	12.98	8,502	31/12/2017	14.9	14.0	12.5	21.6	4.7	11.9	1.6	1.4	1.4	2.0	11.4	6.8	(8.6)
Fujian Septwolves Industry-A	002029 CH	6.76	5,823	31/12/2017	15.1	14.5	12.7	25.2	8.3	14.3	0.9	0.9	0.8	1.5	6.1	1.6	(18.2)
Hla Corp Ltd -A	600398 CH	8.74	44,759	31/12/2017	11.4	10.9	10.1	14.4	6.5	8.4	3.2	3.1	2.7	4.8	30.3	5.9	(9.9)
Jiangsu Hongdou Industry C-A	600400 CH	4.06	11,724	31/12/2017	15.5	40.6	32.7	68.0	(59.7)	23.9	2.6	2.1	2.0	3.5	4.9	1.2	(20.9)
Lancy Co Ltd-A	002612 CH	9.47	4,318	31/12/2017	14.0	15.2	13.2	66.8	29.9	14.4	1.3	1.3	1.2	3.1	10.0	1.4	(15.4)
Shenzhen Huijie Group Co L-A	002763 CH	8.75	3,878	31/12/2017	19.3	17.9	13.7	n/a	(16.1)	30.6	1.9	1.7	1.5	n/a	9.8	n/a	(36.1)
Shenzhen Ellassay Fashion -A	603808 CH	16.68	6,407	31/12/2017	15.1	15.0	12.2	n/a	19.4	22.2	2.3	2.3	2.0	n/a	17.0	2.2	(27.5)
Guangdong Bobaolon Co Ltd-A	002776 CH	15.85	6,516	31/12/2017	40.0	37.7	32.3	n/a	20.2	16.5	2.5	n/a	n/a	n/a	6.5	n/a	23.3
Average					18.2	19.9	16.7	39.2	5.2	19.1	2.1	1.9	1.7	3.0	12.6	3.4	(16.3)
Median					15.1	15.0	12.7	25.2	8.3	16.5	2.3	1.9	1.7	3.1	10.0	2.2	(18.2)
International Apparel																	
Hugo Boss Ag -Ord	BOSS GR	60.88	37,950	31/12/2017	19.6	17.4	15.5	20.3	5.0	12.7	4.7	4.4	4.0	6.7	24.1	4.4	(14.2)
Ted Baker Plc	TED LN	1416.0	6,277	27/1/2018	12.0	10.7	9.9	28.5	9.1	8.2	2.7	2.5	2.1	7.1	23.7	4.6	(47.8)
Next Plc	NXT LN	4899.00	68,065	27/1/2018	11.5	11.2	10.9	14.1	3.2	2.6	16.6	11.4	8.2	24.9	141.1	3.3	9.3
Hennes & Mauritz Ab-B Shs	HMB SS	163.54	235,404	30/11/2017	20.7	20.1	19.1	24.6	(20.6)	5.2	4.9	4.8	4.8	8.5	23.9	5.5	(3.4)
Industria De Diseno Textil	ITX SM	27.36	754,972	31/1/2018	25.0	24.2	22.2	30.2	4.0	9.2	6.8	5.8	5.4	7.5	28.2	2.9	(5.0)
Ovs Spa	OVS IM	1.61	3,238	31/1/2018	14.3	4.0	3.8	n/a	1893.0	5.5	0.4	0.4	0.4	n/a	3.1	2.5	(71.0)
Pvh Corp	PVH US	107.29	64,330	4/2/2018	11.4	11.5	10.4	15.5	35.1	10.2	1.4	1.4	1.3	1.9	12.7	0.1	(21.8)
Vf Corp	VFC US	80.34	249,163	31/3/2019	n/a	21.8	19.3	21.0	139.8	13.3	7.6	7.6	7.3	5.5	n/a	2.2	8.6
Marks & Spencer Group Plc	MKS LN	288.20	46,579	31/3/2018	163.2	11.5	11.5	52.8	1409.8	(0.3)	1.6	1.6	1.7	2.1	1.0	6.5	(8.4)
Average					34.7	14.7	13.6	25.9	386.5	7.4	5.2	4.4	3.9	8.0	32.2	3.6	(17.1)
Median					17.0	11.5	11.5	22.8	9.1	8.2	4.7	4.4	4.0	6.9	23.8	3.3	(8.4)

資料來源：彭博，招銀國際研究預測

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）發表于本報告的觀點準確地反映有關于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	: 招銀國際并未給予投資評級

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。

本報告基于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士。