

波司登 (3998 HK)

業績亮麗，前景樂觀

- ❖ 即使包括商譽減值虧損後，18 財年業績仍然十分亮麗。波司登 18 財年淨利潤同比增長了 57%，略高於早前盈喜中公佈 50% 增幅的預測。撇除有關波司登男裝及 JESSIE 的商譽減值虧損（約 1.65 億港元或總銷售的 1.9 個百分點），調整後的稅前利潤將同比增加 84%。公司還宣布派發特別股息，將實際派息比率從 17 財年的 36% 提高至 18 財年的 108%，根據最新收盤價計算，歷史股息率為 7.2%。
- ❖ 所有細分市場的增長都很強勁，而且成本控制得宜。羽絨服/貼牌加工管理/女裝/多元化服裝收入分別同比增長 23%/ 20%/ 85%/ 36%，帶動了集團 18 財年總銷售增長 30%，原因是：1) 品牌和產品升級（推出熱銷的極寒系列和風衣系列，增加了推廣迪士尼系列的門店數目），2) 渠道優化（羽絨服/非羽絨服的線上銷售同比增長為 50%/ 174%），3) 波司登男裝和波司登居家在進行重組前的庫存清理所進行的促銷活動，以及 4) 兩家新收購的女裝品牌 KOREANO / 柯利亞諾和 KLOVA / 柯羅芭的財務併表。儘管毛利率沒有增長而且一次性的減值的明顯拖累，但運營效率持續提高（租金和人工成本僅增長 16% 和 19%，遠低於 30% 的銷售增長），並降低了融資成本（總借款減少下降 28%），使得 18 財年淨利潤增長 57%。
- ❖ 多元化服裝業務將會重組，對品牌的長遠發展有正面影響。為了優化新的品牌定位，以及鞏固波司登作為羽絨服的“專家”，波司登男裝/居家/童裝將於 19 財年停止單獨運營，而且不再使用波司登的品牌商標。現有門店、員工和資源中的一部分將被合併到主品牌，其餘部分可能會被放棄或繼續以較小規模和採用完全不同的品牌去發展，我們認為這是有利長期增長而對短期影響較小，因為這業務的利潤貢獻微乎其微（18 財年的毛利率只為 14.6%，遠低於集團的 46.4%），因此負面影響相信非常有限，並且所有需要的商譽減值虧損亦早已完成。
- ❖ 我們對 19 財年的展望感到十分樂觀。我們相信 19 財年對於波司登來說將是一個富有成果的一年，通過提升品牌（更多的全面廣告和營銷方面的投入），產品（具有更年輕和時尚元素）和門店形象（進一步滲透到購物中心）。我們預計羽絨服品類 19 財年的銷售同比增長 30%（平均售價有中雙位數增長），貼牌加工管理增長約 10%，女裝的有機增長亦會有中雙位數，但多元化服裝業務的銷售則會下降約 25%，而集團的毛利率亦會有所提升，因為 1) 雪中飛和冰潔的促銷活動會減少，2) 零售折扣持續改善以及 3) 更好的產品結構（羽絨服和女裝等毛利率更高的銷售佔比提升），以及更低的融資成本，將足以彌補銷售及分銷費用的增加，因此我們預計淨利潤率在 19 財年仍然會有良好的上升空間。
- ❖ 很有吸引力估值和股息率。該股目前的估值只為 11.4 倍 19 財年的預測市盈率，而行業平均是 15 倍。由於未來盈利增長良好，負債比例進一步減少，我們對未來派息政策較為樂觀，歷史收益率目前為 7.2%。

財務資料

(截至 3 月 31 日)	FY16A	FY17A	FY18A
營業額 (百萬人民幣)	5,787	6,817	8,880
淨利潤 (百萬人民幣)	281	392	615
每股收益 (人民幣)	0.0354	0.0422	0.0580
每股收益變動 (%)	114.6	19.2	37.4
市盈率 (x)	25.6	21.6	15.1
市帳率 (x)	1.0	1.1	1.0
股息率 (%)	2.9	1.7	7.2
權益收益率 (%)	3.9	4.8	6.6
財務杠杆 (x)	淨現金	淨現金	淨現金

資料來源：公司及招銀國際研究

未評級

當前股價 HK\$1.08

胡永匡

電話：(852) 3761 8776

郵件：walterwoo@cmbi.com.hk

中國服裝業

市值(百萬港元)	11,537
3 月平均流通量 (百萬港元)	10.35
52 周內股價高/低 (港元)	1.11/0.63
總股本 (百萬)	10,682.6

資料來源：彭博

股東結構

高德康家族	71.66%
Brandes Investment	4.33%
自由流通	24.01%

資料來源：HKEX

股價表現

	絕對回報	相對回報
1-月	20.0%	26.4%
3-月	40.3%	45.8%
6-月	58.8%	64.1%

資料來源：彭博

股價表現



資料來源：彭博

審計師：畢馬威

公司網站：www.bosideng.com

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。