

# 波司登 (3998 HK)

## 非交易路演紀要

- ❖ 雖然上半年波司登主品牌銷售增長較慢，但還有其他亮點。雖然上半年（至17年9月）羽絨服的銷售增長較慢，約2.3%，但還有其他亮點：1）零售折扣改善，由去年上半年的85折減少至88折，2）新品的銷售比例提高（目前約為新/舊品比例約為40%/60%），3）門店數量反彈至4,513（從2017財年的4,292），這意味著零售渠道情況應該相對健康的，因為還在營運的分銷商在經過多年的整合都應該是有質素的，4）平均存貨天數繼續下降，為165天（去年上半年為210天）。
- ❖ 女裝或會成為未來的增長動力，但這需要時間，公司亦不排除作更多的併購。上半年的非羽絨服的銷售增長了78.4%，主要是增加了3個新的女裝品牌（BUOU BUOU、KOREANO和KLOVA）以及1個家居和內衣品牌（波司登居家），亦包括出售一個女裝品牌（Mogao）。即使目前非羽絨服的業務EBIT利潤率較低，在2017財年僅為-0.1%（而羽絨服裝為14.7%，貼牌加工業務為12.2%），但由於女裝的毛利率高達65%至85%，我們相信，在規模和效率達一定水平的情況下，盈利能力長遠來說可會更高，我們預計18財年EBIT利潤率將達到3.0%。公司目前也在積極尋找更多併購機會，去擴展業務，它是希望在5年的時間內（現在有4個品牌）擁有8-10個品牌，女裝不久的將來可能會成為增長動力（在18財年上半年僅佔銷售額的27%）。
- ❖ 上半年，1）由於經營成本激增，以及2）男裝的商譽減值虧損，都抵銷了1）GP利潤率擴張，2）財務成本下降和3）高新科技稅務優惠所帶來的好處。受益於：1）零售折扣改善和新舊品銷售比例更好，毛利率提高了0.8個百分點，2）財務成本減低（3.1個百分點）；3）稅收優惠，因為一間物流和供應鏈管理子公司被授予“高新科技”認證（上半年有效稅率由26.3%下降至23.4%），抵消了1）經營成本的大幅上漲（2.7個百分點），2）男裝商譽減值虧損（0.7個百分點），淨利潤率從6.1%下降到5.9%。如果不計入商譽減值虧損，稅前利潤是可以增長34.8%。
- ❖ 上半年淨利潤增長將可持續至下半年，因為我們預計下半年羽絨服裝銷售增長將更快。我們預計18財年集團銷售增長將在高單位數，而淨利潤增長將在10-20%左右，這是基於我們對下半年羽絨服銷售增長加速的預期，特別是最近大量關於中國北方2017年冬季天然氣供應短缺和供暖不穩定的新聞。我們預計18財年的貼牌加工和非羽絨服業務的增長分別為低個位數和低雙位數字。而線上/實體店的銷售增長則保持20%左右/高單位數的增長，集團2017年的雙十一當天電商銷售增長約為32%，達5.68億人民幣。
- ❖ 估值不貴，為15倍/12倍18財年/19財年預測市盈率。該股目前估值為15倍/12倍的18財年/19財年市盈率，而行業平均值為14倍/12倍。上半年派息率上升至73.8%（17年上半年只是67.1%），假設18財年派息率為50%，將約為3.0%股息率。

### 財務資料

| （截至3月31日）  | FY15A  | FY16A  | FY17A  |
|------------|--------|--------|--------|
| 營業額（百萬人民幣） | 6,293  | 5,787  | 6,817  |
| 淨利潤（百萬人民幣） | 132    | 281    | 392    |
| 每股收益（人民幣）  | 0.0165 | 0.0354 | 0.0422 |
| 每股收益變動（%）  | (81.1) | 114.6  | 19.2   |
| 市盈率(x)     | 33.4   | 16.3   | 14.7   |
| 市帳率(x)     | 0.6    | 0.6    | 0.6    |
| 股息率(%)     | 3.2    | 3.8    | 2.2    |
| 權益收益率(%)   | 1.8    | 3.9    | 4.8    |
| 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\$0.69

胡永匡

電話：(852) 3761 8776

郵件：[walterwoo@cmbi.com.hk](mailto:walterwoo@cmbi.com.hk)

中國服裝業

|               |           |
|---------------|-----------|
| 市值(百萬港元)      | 7,371     |
| 3月平均流通量(百萬港元) | 2.73      |
| 52周內股價高/低(港元) | 0.73/0.54 |
| 總股本(百萬)       | 10,682.6  |

資料來源：彭博

### 股東結構

|       |        |
|-------|--------|
| 高德康家族 | 65.94% |
| 勁豐投資  | 7.62%  |
| 自由流通  | 26.44% |

資料來源：HKEX

### 股價表現

|     | 絕對回報  | 相對回報  |
|-----|-------|-------|
| 1-月 | 9.5%  | 10.8% |
| 3-月 | 4.5%  | 1.3%  |
| 6-月 | 15.0% | 3.3%  |

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](http://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，並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，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。