招银国际 CMB INTERNATIONAL
招商银行全资附属机构 A Wholly Owned Subsidiary Of China Merchants Bank

# 波司登（3998 HK）

## 上半年业绩亮丽，下半年基本面改善

**买入 (维持)**

| | |
|---|---|
| 目标价 | HK$4.83 |
| (此前目标价 | HK$4.83) |
| 潜在升幅 | +29.2% |
| 当前股价 | HK$3.74 |

尽管波司登对 20 财年的增长指引保持不变，但随着基本面改善，我们的看法变得更加乐观，因为：1）2019 年 11 月下旬零售销售增长加快；2）消费者对零售价格上涨的接受程度不错以及 3）更快的开店速度。基于目前估值 20 倍 21 财年预测市盈率 (对比 GOOS 的 24 倍和 MONC 的 26 倍) 和 0.9 倍 3 年 PEG，公司估值比较吸引。重申买入评级及目标价 4.83 港元。

- **20 财年上半年业绩稳健，比招银国际预期高 11%。**上半年的销售/ 净利润好于预期，同比增长 29%/ 36%至 44 / 3.4 亿人民币，高于招银国际预测 9%/ 11%（市场预计 20 财年同比增长 30%），受惠益于：1）超预期的羽绒服装销售增长，2）更快的店铺扩张，以及 3）更好的税率。剔除 4,800 万元人民币的商誉减值损失后，调整后的净利润同比增长约 48%。此外，拟派股息亦同比增长 50%，派息率从 75%调高至 85%。
- **20 财年上半年各个渠道增长强劲和利润率继续攀升。**不同渠道的羽绒服销售增长都很强劲（自营/批发/线下/电子商务同比增长 39%/ 44%/ 39%/ 91%），而毛利率亦有所攀升（中高端产品的销售占比增加），加上严格的行政成本控制（与去年持平），所以即使女装品牌邦宝（BUOUBUOU）有减值损失和推广费用有一定增加，净利润率依然在改善。
- **维持 20 财年增长指引，而基本面亦续渐向好。**管理层重申了增长指引（羽绒服增长约 40%，毛利率提升约 1-1.5 个百分点和经营利润率提升约 0.5-1.0 个百分点），而基本面也在改善，因为 2019 年 11 月的零售销售加速，产品平均售价上涨也为普遍为消费者所接受。
- **2019 年 11 月零售销售趋势有所改善，原因是天气转冷，公司已为 2020 年春节来得较早做好充分准备。**随着 11 月中国天气转冷，管理层注意到销售增长有所加速回升，他们还对双 12 的成绩充满信心 (对比双 11 而言)。为了应对 2020 年来得较早的春节（比 2019 年提早约 10 天），波司登在上半年为其销售团队组织了 300 多次培训，总计 20,000 多人次。而且，由于价格结构和零售折扣改善，我们预期零售的毛利率应可继续上升。
- **由于高端产品更受欢迎，因此平均售价仍有进一步上涨空间。**我们认为公司的品牌升级是成功的，因为 20 财年上半年的增长更多是由平均售价带动（好于公司预期的 15-20%的同比增长），而非由销量推动。我们现在预计来自中高端产品的销售组合在 20 财年将达到 40%（对比 19 财年为 25%，18 财年为 5%）。而公司未来目标是中高端产品销售占比达到 50%以上，所以我们预计这种趋势将继续。
- **维持买入评级和目标价 4.83 港元。**我们将 20 财年/ 21 财年/ 22 财年的每股盈利微调 1.2%/ -0.1%/ 1.1%，现在预计 20 财年下半年的销售/ 净利润将增长 33%/ 43%。维持买入评级和目标价 4.83 港元，基于 26 倍 21 财年市盈率，和之前一样。

**财务资料**

| (截至 12 月 31 日) | FY18A | FY19A | FY20E | FY21E | FY22E |
|---|---|---|---|---|---|
| 营业收入 (百万元人民币) | 8,881 | 10,383 | 13,654 | 16,448 | 18,946 |
| 同比增长 (%) | 30.3 | 16.9 | 31.5 | 20.5 | 15.2 |
| 净收入 (百万元人民币) | 615 | 981 | 1,386 | 1,747 | 2,117 |
| 每股盈利 (元人民币) | 0.058 | 0.092 | 0.130 | 0.163 | 0.198 |
| 每股盈利变动 (%) | 52.3 | 43.8 | 41.3 | 26.0 | 21.2 |
| 市盈率 (倍) | 51.6 | 35.9 | 25.4 | 20.2 | 16.6 |
| 市帐率 (倍) | 3.3 | 3.5 | 3.3 | 3.1 | 2.9 |
| 股息率 (%) | 2.2 | 2.2 | 3.0 | 3.5 | 4.2 |
| 权益收益率 (%) | 6.6 | 10.1 | 13.7 | 16.3 | 18.4 |
| 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

**中国体育用品行业**

**胡永匡**
(852) 3761 8776
walterwoo@cmbi.com.hk

**公司数据**

| | |
|---|---|
| 市值(百万港元) | 40,465 |
| 3 月平均流通量 (百万港元) | 120.09 |
| 52 周内股价高/低 (港元) | 4.50/1.28 |
| 总股本 (百万) | 10,819.6 |

资料来源：彭博

**股东结构**

| | |
|---|---|
| 高德康及其家族 | 70.79% |
| 员工激励计划 | 6.49% |
| 自由流通 | 22.72% |

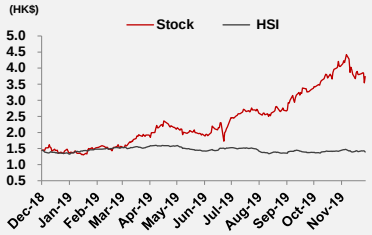
资料来源：港交所

**股价表现**

| | 绝对回报 | 相对回报 |
|---|---|---|
| 1-月 | -11.2% | -10.1% |
| 3-月 | 39.0% | 35.8% |
| 6-月 | 94.8% | 100.5% |
| 12-月 | 173.0% | 174.7% |

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. 波司登（3998 HK）– 双 11 销售强劲，股价回撤提供买入机会 – 2019 年 11 月 3 日
2. 波司登（3998 HK）– 品牌升级和成本压力降低都利好增长 – 2019 年 11 月 5 日

# 财务分析

## 利润表

| 年结:3 月 31 日 (百万人民币) | FY18A | FY19A | FY20E | FY21E | FY22E |
|---|---|---|---|---|---|
| **销售收入** | **8,881** | **10,383** | **13,654** | **16,448** | **18,946** |
| 羽绒服 | 5,651 | 7,658 | 10,718 | 13,260 | 15,581 |
| 贴牌加工管理 | 937 | 1,368 | 1,642 | 1,806 | 1,896 |
| 女装 | 1,153 | 1,194 | 1,233 | 1,316 | 1,400 |
| 多元化服装 | 1,139 | 164 | 62 | 65 | 68 |
| **销售成本** | **(4,762)** | **(4,870)** | **(6,212)** | **(7,387)** | **(8,433)** |
| **毛利** | **4,119** | **5,514** | **7,442** | **9,061** | **10,513** |
| **其他收入** | **66** | **91** | **137** | **115** | **114** |
| | | | | | |
| **营运支出** | **(3,261)** | **(4,234)** | **(5,665)** | **(6,779)** | **(7,744)** |
| 折旧和摊销 | (95) | (145) | (148) | (151) | (154) |
| 员工成本 | (887) | (1,214) | (1,651) | (2,105) | (2,385) |
| 销售及分销成本（不包括员工成本,折旧和摊销） | (1,495) | (2,254) | (3,360) | (4,168) | (4,904) |
| 管理费用（不包括员工成本,折旧和摊销） | (350) | (350) | (289) | (228) | (199) |
| 其他运营费用 | (434) | (269) | (217) | (126) | (101) |
| **息税前收益** | **923** | **1,371** | **1,914** | **2,397** | **2,883** |
| | | | | | |
| 融资成本净额 | (35) | 24 | 15 | 30 | 55 |
| 合资及联营企业 | - | - | - | - | - |
| 特殊项目 | - | - | - | - | - |
| **税前利润** | **888** | **1,394** | **1,929** | **2,427** | **2,937** |
| | | | | | |
| 所得税 | (249) | (389) | (502) | (631) | (764) |
| 减：非控制股东权益 | 24 | 24 | 41 | 49 | 57 |
| **净利润** | **615** | **981** | **1,386** | **1,747** | **2,117** |

## 现金流量表

| 年结:3 月 31 日(百万人民币) | FY18A | FY19A | FY20E | FY21E | FY22E |
|---|---|---|---|---|---|
| **息税前利润** | **923** | **1,371** | **1,914** | **2,397** | **2,883** |
| 折旧和摊销 | 187 | 242 | 250 | 262 | 277 |
| 营运资金变动 | 120 | (14) | (444) | (384) | (343) |
| 已缴纳所得税 | (248) | (389) | (502) | (631) | (764) |
| 其他 | 50 | 187 | 172 | 187 | 212 |
| **经营活动所得现金流** | **1,033** | **1,396** | **1,390** | **1,831** | **2,265** |
| | | | | | |
| 资本开支 | (117) | (137) | (180) | (216) | (249) |
| 联营公司 | (1,915) | - | - | - | - |
| 利息收入 | 97 | - | - | - | - |
| 其他 | 71 | - | - | - | - |
| **投资活动所得现金净额** | **(1,864)** | **(137)** | **(180)** | **(216)** | **(249)** |
| | | | | | |
| 股份发行 | - | - | - | - | - |
| 净借贷 | 79 | - | - | - | - |
| 支付股息 | (198) | (749) | (820) | (1,069) | (1,268) |
| 其他 | (65) | (163) | (157) | (157) | (157) |
| **融资活动所得现金净额** | **(183)** | **(912)** | **(977)** | **(1,226)** | **(1,425)** |
| | | | | | |
| **现金增加净额** | **(1,014)** | **348** | **234** | **389** | **591** |
| 年初现金及现金等价物 | 2,835 | 1,794 | 2,142 | 2,375 | 2,764 |
| 汇兑 | (26) | - | - | - | - |
| **年末现金及现金等价物** | **1,794** | **2,142** | **2,375** | **2,764** | **3,355** |

## 资产负债表

| 年结:3 月 31 日 (百万人民币) | FY18A | FY19A | FY20E | FY21E | FY22E |
|---|---|---|---|---|---|
| **非流动资产** | **3,485** | **3,379** | **3,309** | **3,262** | **3,234** |
| 固定资产 | 885 | 893 | 935 | 1,001 | 1,086 |
| 无形资产和商誉 | 1,897 | 1,784 | 1,671 | 1,558 | 1,446 |
| 预付租金 | 54 | 54 | 54 | 54 | 54 |
| 合资及联营公司投资 | - | - | - | - | - |
| 其他非流动资产 | 648 | 648 | 648 | 648 | 648 |
| | | | | | |
| **流动资产** | **10,959** | **11,543** | **12,827** | **14,122** | **15,521** |
| 现金及现金等价物 | 1,794 | 2,142 | 2,375 | 2,764 | 3,355 |
| 存货 | 1,455 | 1,401 | 1,787 | 2,125 | 2,426 |
| 贸易和其他应收款 | 1,474 | 1,707 | 2,245 | 2,704 | 3,114 |
| 预付款 | 344 | 403 | 530 | 638 | 735 |
| 其他流动资产 | 5,891 | 5,891 | 5,891 | 5,891 | 5,891 |
| | | | | | |
| **流动负债** | **4,337** | **4,560** | **5,167** | **5,688** | **6,153** |
| 银行贷款 | 2,338 | 2,338 | 2,338 | 2,338 | 2,338 |
| 应付款 | 523 | 534 | 682 | 811 | 925 |
| 应计费用和其他应付款 | 1,247 | 1,458 | 1,917 | 2,309 | 2,659 |
| 应付税款 | 226 | 226 | 226 | 226 | 226 |
| 其他流动负债 | 4 | 4 | 4 | 4 | 4 |
| | | | | | |
| **非流动负债** | **323** | **323** | **323** | **323** | **323** |
| 银行贷款 | - | - | - | - | - |
| 递延收入 | - | - | - | - | - |
| 递延所得税 | 218 | 218 | 218 | 218 | 218 |
| 其他 | 105 | 105 | 105 | 105 | 105 |
| | | | | | |
| **少数股东权益** | **187** | **211** | **252** | **302** | **358** |
| **净资产总额** | **9,596** | **9,828** | **10,394** | **11,072** | **11,920** |
| **股东权益** | **9,596** | **9,828** | **10,394** | **11,072** | **11,920** |

## 主要比率

| 年结:3 月 31 日 | FY18A | FY19A | FY20E | FY21E | FY22E |
|---|---|---|---|---|---|
| **销售组合 (%)** | | | | | |
| 羽绒服 | 63.6 | 73.7 | 78.5 | 80.6 | 82.2 |
| 贴牌加工管理 | 10.5 | 13.2 | 12.0 | 11.0 | 10.0 |
| 女装 | 13.0 | 11.5 | 9.0 | 8.0 | 7.4 |
| 多元化服装 | 12.8 | 1.6 | 0.5 | 0.4 | 0.4 |
| **合计** | **100.0** | **100.0** | **100.0** | **100.0** | **100.0** |
| | | | | | |
| **盈利能力比率** | | | | | |
| 毛利率 | 46.4 | 53.1 | 54.5 | 55.1 | 55.5 |
| 经营利润率 | 10.4 | 13.2 | 14.0 | 14.6 | 15.2 |
| 税前利率 | 10.0 | 13.4 | 14.1 | 14.8 | 15.5 |
| 净利润率 | 6.9 | 9.5 | 10.2 | 10.6 | 11.2 |
| 有效税率 | 28.0 | 27.9 | 26.0 | 26.0 | 26.0 |
| | | | | | |
| **资产负债比率** | | | | | |
| 流动比率 (x) | 2.5 | 2.5 | 2.5 | 2.5 | 2.5 |
| 速动比率 (x) | 2.2 | 2.2 | 2.1 | 2.1 | 2.1 |
| 现金比率 (x) | 0.4 | 0.5 | 0.5 | 0.5 | 0.5 |
| 平均库存周转天数 | 112 | 105 | 105 | 105 | 105 |
| 平均应收款周转天数 | 61 | 60 | 60 | 60 | 60 |
| 平均应付帐款天数 | 40 | 40 | 40 | 40 | 40 |
| 债务 / 股本比率 (%) | 24 | 24 | 23 | 21 | 20 |
| 净负债/股东权益比率 (%) | 净现金 | 净现金 | 净现金 | 净现金 | 净现金 |
| **回报率 (%)** | | | | | |
| 资本回报率 | 6.4 | 10.0 | 13.3 | 15.8 | 17.8 |
| 资产回报率 | 4.3 | 6.6 | 8.6 | 10.0 | 11.3 |
| **每股数据(人民币)** | | | | | |
| 每股盈利 (人民币) | 0.06 | 0.09 | 0.13 | 0.16 | 0.20 |
| 每股股息 (人民币) | 0.07 | 0.07 | 0.10 | 0.11 | 0.14 |
| 每股帐面价值 (人民币) | 0.91 | 0.93 | 0.99 | 1.05 | 1.13 |

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之分析员，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。招银国际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。招银国际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国际证券编写，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责任。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。本公司可发布其他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。招银国际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投资银行相关业务联系。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)不时修订之英国 2000 年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，未经招银国际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 年证券交易法规则 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。

对于在新加坡的收件人

本报告由 CMBI (Singapore) Pte. Limited （CMBISG）（公司注册号 201731928D）在新加坡分发。CMBISG 是在《财务顾问法案》（新加坡法例第 110 章）下所界定，并由新加坡金融管理局监管的豁免财务顾问公司。 CMBISG 可根据《财务顾问条例》第 32C 条下的安排分发其各自的外国实体，附属机构或其他外国研究机构篇制的报告。 如果报告在新加坡分发给非《证券与期货法案》（新加坡法例第 289 章）所定义的认可投资者，专家投资者或机构投资者，则 CMBISG 仅会在法律要求的范围内对这些人士就报告内容承担法律责任。 新加坡的收件人应致电（+65 6350 4400）联系 CMBISG，以了解由本报告引起或与之相关的事宜。