

波司登 (3998 HK)

双11全渠道和财年至今电商销售增长相当突出

受惠于财年至今强劲的电商销售增长，以及潜在的毛利率提升，我们对波司登22财年的增长保持信心，并预计销售/净利润将同比增长18%/34%。现价估值只有19倍的23财年市盈率，仍然十分吸引（对比GOOS的34倍，MONC的38倍和李宁的43倍）。重申买入并上调目标价至6.79港元。

- 双11期间，在宏观不利的情况下，仍然表现出色。**在双11购物节中，羽绒服业务/波司登品牌在电商和全渠道零售流水同比分别增长50%以上/45%以上和53%/约45%（招银国际预测），远好于行业（京东和阿里巴巴整体GMV增长为29%和8%）和同业的水平（森马的34%，太平鸟的8%，李宁的38%，特步的40%，除了安踏的61%）。我们注意到‘波司登’品牌在双11天猫里的销售继续位列服装行业第二和中国服装行业品牌第一。考虑到不利的宏观因素以及公司对零售折扣改善的关注度有所提高，能达成这样的增长确实非常优秀。
- 21财年至今的电商销售好于预期。**公司也公布了电商在21年4月至11月11日期间的零售流水，羽绒服业务/‘波司登’品牌分别录得了50%以上/40%以上的增长，明显好于招银国际预计的30%22财年增长。我们将此归因于：1) 21年11月起寒冷的天气（北京、上海和深圳的平均气温比去年低1.2度），2) 高效的营销（更深入的消费者研究和精准营销，加上官宣新的品牌代言人肖战），3) 推出全新风衣羽绒服产品系列和4) 直播平台所带来的额外销售。
- 我们认为21财年至今的毛利率亦可能好于预期。**除了销售，我们相信毛利率的预测也可能好于预期，主要是受惠于：1) 健康的库存水平，因为较小的品牌的供应链在限电期间可能受到影响，2) 更好的控制零售折扣，因为这是公司在22财年的业务战略之一和3) 产品组合改善带来的平均售价增长，特别是全新系列，风衣羽绒服的平均价格高达约3500元人民币（范围在2700-6000元人民币之间），远高于现在公司的羽绒服的平均售价1750元人民币。由于这些利好因素很可能会持续，我们对21财年4季度和22财年1季度的前景将保持乐观。
- 维持买入评级，上调目标价至6.79港元。**我们将22/23/24财年的摊薄每股盈利上调9%/12%/15%，考虑到：1) 更快的电商销售，2) 更高的毛利率和3) 强劲的经营杠杆。因此重申买入评级，上调目标价至6.79港元，基于23倍23财年预测市盈率（不变）。现价估值为19倍23财年预测市盈率，考虑到21-24财年25%的净利润年复合增长率，以及GOOS的34倍、MONC的38倍和李宁的43倍估值，公司仍然相当具吸引力。

财务资料

(截至3月31日)	FY20A	FY21A	FY22E	FY23E	FY24E
营业收入(百万元人民币)	12,191	13,517	15,526	17,404	19,103
同比增长(%)	17.4	10.9	14.9	12.1	9.8
净收入(百万元人民币)	1,203	1,710	2,108	2,472	2,883
每股盈利(元人民币)	0.111	0.153	0.188	0.221	0.258
每股盈利变动(%)	12.8	49.5	25.5	17.3	16.6
市场预期每股收益(人民币)	n/a	n/a	0.186	0.221	0.221
市盈率(倍)	47.8	32.0	23.4	19.4	16.2
市帐率(倍)	5.5	4.8	4.3	3.9	3.5
股息率(%)	1.6	2.3	3.0	3.6	4.3
权益收益率(%)	12.0	16.1	19.9	22.0	23.9
净负债比率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金

数据源：公司、彭博及招银国际证券预测

敬请参阅尾页之免责声明

请到彭博(搜索代码: [RESPCMBR <GO>](http://www.cmbi.com.hk))或 <http://www.cmbi.com.hk> 下载更多招银国际证券研究报告
 本报告摘要自英文版本，如欲进一步了解，敬请参阅英文报告。

买入(维持)

目标价	HK\$6.79
(此前目标价)	HK\$6.13)
潜在升幅	+17.5%
当前股价	HK\$5.78

中国服装行业

胡永匡

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

公司资料

市值(百万港元)	62,865
3月平均流通量(百万港元)	196.12
52周内股价高/低(港元)	6.93/2.91
总股本(百万)	10,876.3

数据源：彭博

股东结构

高德康及其家族	70.49%
员工激励计划	6.81%
自由流通	22.70%

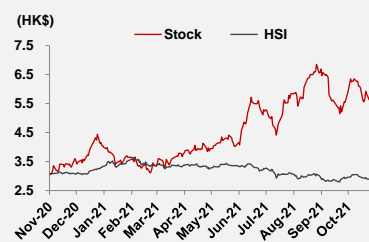
数据源：港交所

股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	4.3%	2.8%
3-月	-1.0%	3.1%
6-月	49.7%	63.9%
12-月	88.3%	94.4%

数据源：彭博

股份表现



数据源：彭博

审计师：毕马威

财务分析

利润表

年结:3月31日(百万人民币)	FY20A	FY21A	FY22E	FY23E	FY24E
销售收入	12,191	13,517	15,887	18,062	20,256
羽绒服	9,513	10,88	13,07	15,10	17,15
贴牌加工管理	1,611	1,536	1,651	1,734	1,821
女装	983	947	1,007	1,062	1,109
多元化服装	84	145	152	160	168
销售成本	(5,482)	(5,592)	(6,358)	(7,116)	(7,847)
毛利	6,709	7,924	9,529	10,946	12,409
其他收入	187	204	175	199	223
营运支出	(5,297)	(5,903)	(6,598)	(7,412)	(8,190)
折旧和摊销	(151)	(161)	(169)	(174)	(173)
员工成本	(1,346)	(1,652)	(1,833)	(1,954)	(2,149)
销售及分销成本(不包括员工成本、折旧和摊销)	(2,938)	(3,174)	(3,724)	(4,293)	(4,742)
管理费用(不包括员工成本、折旧和摊销)	(423)	(503)	(497)	(555)	(619)
其他运营费用	(439)	(413)	(375)	(436)	(507)
息税前收益	1,599	2,225	3,106	3,732	4,441
融资成本净额	1	18	15	28	59
合资及联营企业	-	-	-	-	-
特殊项目	-	-	-	-	-
税前利润	1,600	2,242	3,121	3,761	4,500
所得税	(405)	(537)	(780)	(940)	(1,125)
减:非控制股东权益	(8)	(5)	48	54	61
净利润	1,203	1,710	2,293	2,766	3,315

现金流量表

年结:3月31日(百万人民币)	FY20A	FY21A	FY22E	FY23E	FY24E
息税前利润	1,599	2,225	3,106	3,732	4,441
折旧和摊销	290	333	373	394	389
营运资金变动	(487)	(98)	(818)	(336)	(335)
已缴纳所得税	(497)	(537)	(780)	(940)	(1,125)
其他	328	213	211	224	255
经营活动所得现金流	1,233	2,136	2,092	3,075	3,626
资本开支	(714)	(541)	(635)	(722)	(810)
联营公司	1,118	(560)	-	-	-
利息收入	129	-	-	-	-
其他	79	-	-	-	-
投资活动所得现金净额	612	(1,100)	(635)	(722)	(810)
股份发行	-	-	-	-	-
净借贷	(552)	-	-	-	-
支付股息	(863)	(905)	(1,295)	(1,617)	(1,951)
其他	1,408	(196)	(196)	(196)	(196)
融资活动所得现金净额	(8)	(1,101)	(1,490)	(1,812)	(2,147)
现金增加净额	1,837	(65)	(34)	540	669
年初现金及现金等价物	1,754	3,639	3,573	3,539	4,079
汇兑	47	-	-	-	-
年末现金及现金等价物	3,639	3,573	3,539	4,079	4,748

资产负债表

年结:3月31日(百万人民币)	FY20A	FY21A	FY22E	FY23E	FY24E
非流动资产	4,909	5,677	5,939	6,267	6,688
固定资产	1,390	1,711	2,086	2,527	3,061
无形资产和商誉	1,654	1,542	1,429	1,316	1,203
预付租金	99	659	659	659	659
合资及联营公司投资	-	-	-	-	-
其他非流动资产	1,765	1,765	1,765	1,765	1,765
流动资产	12,470	13,124	13,975	15,351	16,850
现金及现金等价物	3,639	3,573	3,539	4,079	4,748
存货	2,726	2,605	2,961	3,314	3,655
贸易和其他应收款	1,959	2,777	3,265	3,711	4,162
预付款	209	232	272	309	347
其他流动资产	3,937	3,937	3,937	3,937	3,937
流动负债	4,690	5,312	5,379	5,880	6,374
银行贷款	818	818	818	818	818
应付款	1,830	2,298	2,090	2,339	2,580
应计费用和其他应付款	1,412	1,565	1,840	2,091	2,346
应付税款	365	365	365	365	365
其他流动负债	266	266	266	266	266
非流动负债	2,286	2,286	2,286	2,286	2,286
银行贷款	-	-	-	-	-
递延收入	-	-	-	-	-
递延所得税	140	140	140	140	140
其他	2,146	2,146	2,146	2,146	2,146
少数股东权益	189	185	232	286	347
净资产总额	10,214	11,018	12,017	13,167	14,530
股东权益	10,214	11,018	12,017	13,167	14,530

主要比率

年结:3月31日	FY20A	FY21A	FY22E	FY23E	FY24E
销售组合(%)					
羽绒服	78.0	80.6	82.3	83.6	84.7
贴牌加工管理	13.2	11.4	10.4	9.6	9.0
女装	8.1	7.0	6.3	5.9	5.5
多元化服装	0.7	1.1	1.0	0.9	0.8
合计	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
盈利能力比率					
毛利率	55.0	58.6	60.0	60.6	61.3
经营利润率	13.1	16.5	19.5	20.7	21.9
税前利率	13.1	16.6	19.6	20.8	22.2
净利润率	9.9	12.6	14.4	15.3	16.4
有效税率	25.3	24.0	25.0	25.0	25.0
资产负债比率					
流动比率(x)	2.7	2.5	2.6	2.6	2.6
速动比率(x)	2.1	2.0	2.0	2.0	2.1
现金比率(x)	0.8	0.7	0.7	0.7	0.7
平均库存周转天数	181	170	170	170	170
平均应收款周转天数	59	75	75	75	75
平均应付帐款天数	122	150	120	120	120
债务/股本比率(%)	24	23	21	19	17
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	11.8	15.5	19.1	21.0	22.8
资产回报率	6.9	9.1	11.5	12.8	14.1
每股数据(人民币)					
每股盈利(人民币)	0.11	0.15	0.21	0.25	0.30
每股股息(人民币)	0.08	0.11	0.14	0.17	0.21
每股账面价值(人民币)	0.96	1.02	1.13	1.23	1.36

数据来源: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，请与我们联系。

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

招银国际证券不是在美国的注册经纪交易商。因此，招银国际证券不受美国就有研究报告准备和研究分析员独立性的规则的约束。负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，未在美国金融业监管局(“FINRA”)注册或获得研究分析师的资格。分析员不受旨在确保分析师不受可能影响研究报告可靠性的潜在利益冲突的相关FINRA规则的限制。本报告仅提供给美国1934年证券交易法(经修订)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。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易，都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

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撰写的报告。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。