

**买入****短期羽绒服板块将受影响，长线仍看好品牌成长****波司登 (3998. HK)**

2020-02-17 星期一

**投资要点**

目标价: **3.44 港元**  
 现价: 2.56 港元  
 预计升幅: 34.3%

➤ **疫情之下，FY2020 羽绒服收入增速预期下调，全年收入增速仍将超过去年**

公司年初预估的羽绒服矩阵和波司登品牌收入增速均不低于上一财年增速的预期在疫情影响下或将下调，但总体收入增速仍将好于上财年。于一月第四周爆发疫情后，预计公司一月第四周和二三月份的羽绒服销售将受到直接影响。公司表示 2-3 月占比全年羽绒服销售收入 10%，因此我们估算一月第四周至三月底将占比全年羽绒服总收入 17% 左右。在此基础上，我们对二三月份进行情景分析认为，最差/中性/稍乐观的情境下，品牌羽绒服和波司登品牌收入 FY2020 分别同比增长 12.50%/22.50%/24.00% 和 10.25%/20.25%/23.25%，总收入在三种情境下，分别同比增长 11.22%/18.60%/19.70%（最差情况均为二三月没有收入）。

**重要数据**

日期	2020-02-14
收盘价 (港元)	2.56
总股本 (百万股)	10,900
总市值 (百万港元)	27,800
净资产 (百万元)	10,109
总资产 (百万元)	14,443
52 周高低 (港元)	4.46/1.39
每股净资产 (元)	0.90

数据来源: Wind、国元证券整理

➤ **库存及终端会有短期影响，将帮助经销商减轻压力**

主业羽绒服的 85-90% 的销售基本已在疫情爆发前完成，因此余下百分之十几的货品在年后若无法顺利销售则预计会有累积，但公司一直保持灵活订货机制，且在年底有对经销商 10-15% 的退货率保证，来年若有积压库存亦会进行门店或线上的协助打折处理。同时，各大物业均出台政策减免终端门店的租金，预计为公司带来 2000 万租金减免。因此，终端压力将一定程度减轻。

**主要股东**

盈新国际投资	(35.97%)
康博投资及康博发展	(29.93%)

➤ **维持“买入”评级，调整目标价至 3.44 港元**

**相关报告**

首发报告-20191230

我们认为此次疫情的确对于公司造成短期的业绩影响，尤其是 20 年二三月份将受到主要冲击，但同时公司亦坚持战略，进行伦敦时装周的品牌宣传，不断提升品牌力。我们认为短期疫情并不影响品牌未来的成长，我们仍看好公司长线的品牌成长。预计公司 FY2020 及 FY2021 EPS 分别为 0.13 和 0.16 元，参照行业可比公司平均估值 (26.87 倍)，给予 FY2021 年 26 倍 PE，调整公司目标价至 3.44 港元，维持“买入”评级。

百万元人民币	FY2018A	FY2019A	FY2020E	FY2021E	FY2022E
营业额	8,880.79	10,383.45	12,314.52	15,073.22	18,312.89
同比增长 (%)	30.28%	16.92%	18.60%	22.40%	21.49%
毛利率	46.40%	53.10%	52.67%	53.60%	53.95%
归母净利润	615.48	981.32	1,005.68	1,397.68	1,666.25
同比增长 (%)	57.07%	59.44%	2.48%	38.98%	19.22%
归母净利润率	6.93%	9.45%	8.17%	9.27%	9.10%
每股盈利	0.06	0.09	0.10	0.13	0.16
PE@2.56HKD	43.34	27.57	26.90	19.35	16.23

数据来源: wind、国元证券整理

**研究部**

姓名: 高翔  
 SFC: BMV271  
 电话: 0755-21519155  
 Email: gaoxiang@gyzq.com.hk

## 报告正文

### 疫情之下，FY2020 羽绒服收入增速预期下调，全年收入增速仍将超过去年

公司年初预估的羽绒服矩阵和波司登品牌收入增速均不低于上一财年增速的预期在疫情影响下或将下调，但总体收入增速仍将好于上财年。

于一月第四周爆发疫情后，预计公司一月第四周和二月份的羽绒服销售将受到直接影响。羽绒服属于强季节性产品，公司表示 2-3 月羽绒服销售收入占比全年 10%，我们估计 1 月占比 25-30%左右，因此我们估算一月第四周至三月底将占比全年羽绒服总收入 17%左右。

在此基础上，我们对二三月份进行情景分析认为，最差/中性/稍乐观的情境下，品牌羽绒服和波司登品牌收入 FY2020 分别同比增长 12.50%/22.50%/24.00% 和 10.25%/20.25%/23.25%，总收入在三种情境下，分别同比增长 11.22%/18.60%/19.70%（最差情况均为二三月没有收入）。

**表 1：我们对于公司受到疫情影响的预测**

单位：百万元				
波司登：	2020 年 2-3 月收入	同比	FY2020 总收入	同比增长
最差	0	-100%	7,551.24	10.25%
中性	684.92	0	8,236.16	20.25%
稍乐观	890.40	30%	8,441.64	23.25%
品牌羽绒服：	2020. 2-3 月收入	同比	FY2020 总收入	同比增长
最差	0	-100%	8,614.69	12.50%
中性	765.75	0	9,380.44	22.50%
稍乐观	880.61	15%	9,495.30	24.00%
总收入：			FY2020 总收入	同比增长
最差			11,548.77	11.22%
中性			12,314.52	18.60%
稍乐观			12,429.38	19.70%

资料来源：公司公告、国元证券整理

### 其他板块：OEM 预计不受影响，女装预计会有短期影响

由于订单在 12 月已基本锁定，因此 OEM 板块的影响关键在于是否影响订单交付。如若疫情在可控范围内不影响订单交付，则全年 20%增长的预期将不受影响。最坏的情况为疫情一直延续较久则会对于 OEM 的交付造成一定影响。

女装板块由于此次同样受到冲击，春季的销售预计将受到主要影响，预计全年下滑幅度会略大于中期 10% 的幅度。

### 库存及终端会有短期影响，将帮助经销商减轻压力

主业羽绒服的 90% 的销售基本已在疫情爆发前完成，因此余下百分之十几的货品在年后若无法顺利销售则预计会有累积，但公司一直保持灵活订货机制，且在年底有对经销商 10-15% 的退货率保证，来年若有积压库存亦会进行门店或线上的协助打折处理。同时，各大物业均出台政策减免终端门店的租金，预计为公司带来 2000 万租金减免。因此，终端压力将一定程度减轻。

### 坚持品牌打造，伦敦时装周亮相

公司于 2020 年 2 月 16 日作为独立品牌首次亮相伦敦时装周，现场超过 350 人。波司登 BOSIDENG、8 个华人独立设计师品牌、中国香港设计师扶持项目“Fashion Hong Kong”都入选了本届伦敦时装周官方日程。疫情期间，许多中国时装品牌纷纷取消时装秀，而波司登并未取消，同时伦敦时装周门槛较高也印证了公司品牌不断得到认可。我们认为公司正在产品力得到保证的同时正在不断打造品牌力，若未来可以持续渗透入消费者心智，则品牌力将持续提升。

### 维持“买入”评级，调整目标价至 3.44 港元

我们认为此次疫情的确对于公司造成短期的业绩影响，尤其是 20 年二三月份将受到主要冲击，但同时公司亦坚持战略，进行伦敦时装周的品牌宣传，不断提升品牌力。我们认为短期疫情并不影响品牌未来的成长，我们仍看好公司长线的品牌成长。预计公司 FY2020 及 FY2021 EPS 分别为 0.13 和 0.16 元，参照行业可比公司平均估值（26.87 倍），给予 FY2021 年 26 倍 PE，调整公司目标价至 3.44 港元，维持“买入”评级。

百万人民币	FY2018A	FY2019A	FY2020E	FY2021E	FY2022E
营业额	8,880.79	10,383.45	12,314.52	15,073.22	18,312.89
同比增长 (%)	30.28%	16.92%	18.60%	22.40%	21.49%
毛利率	46.40%	53.10%	52.67%	53.60%	53.95%
归母净利润	615.48	981.32	1,005.68	1,397.68	1,666.25
同比增长 (%)	57.07%	59.44%	2.48%	38.98%	19.22%
归母净利润率	6.93%	9.45%	8.17%	9.27%	9.10%
每股盈利	0.06	0.09	0.10	0.13	0.16
PE@2.56HKD	43.34	27.57	26.90	19.35	16.23

数据来源: wind、国元证券整理

## 财务报表摘要

### 资产负债表

单位: 百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>流动资产</b>	10958.56	11138.16	12749.86	13024.12	13496.98
现金	1794.05	1754.27	1917.21	1619.74	1522.35
应收账款	1474.43	1954.93	2216.61	2562.45	2930.06
应收关联方款项	200.73	178.84	214.61	218.90	223.28
存货	1454.84	1931.13	2483.67	3030.16	3632.85
其他	6034.51	5318.99	5917.76	5592.87	5188.43
<b>非流动资产</b>	3484.61	3944.55	4081.97	3974.19	3802.88
固定资产-物业, 厂房及:	885.31	1023.66	1016.96	977.29	812.57
预付租金	54.10	51.28	61.54	64.61	67.84
递延税项资产-非流动资产	469.32	576.47	691.76	726.35	762.67
无形资产	98.26	99.67	99.33	98.34	97.35
其他	1977.62	2193.47	2212.39	2107.60	2062.44
<b>资产总计</b>	<b>14443.17</b>	<b>15082.71</b>	<b>16831.83</b>	<b>16998.32</b>	<b>17299.86</b>
<b>流动负债</b>	4337.36	4795.86	4774.23	5112.98	5633.84
短期借款	2338.43	1627.72	1139.40	1025.46	1082.77
应付账款	1769.13	2699.66	3205.82	3497.24	3795.22
应付关联方款项	3.77	3.64	3.82	4.01	4.21
应交税费	226.03	462.55	422.90	583.98	749.34
其他	0.00	2.29	2.29	2.29	2.29
<b>非流动负债</b>	323.03	177.96	1997.02	2015.22	2025.23
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
递延税项负债-非流动	217.64	173.35	182.02	200.22	210.23
其他	105.39	4.61	1815.00	1815.00	1815.00
<b>负债合计</b>	<b>4660.39</b>	<b>4973.82</b>	<b>6771.25</b>	<b>7128.20</b>	<b>7659.07</b>
股本	0.80	0.80	0.80	0.80	0.80
储备	9594.99	9898.40	9845.90	9651.15	9417.47
少数股东权益	186.97	209.69	213.88	218.16	222.52
归属于母公司所有者权益	9595.79	9899.20	9846.70	9651.95	9418.27
<b>负债及权益合计</b>	<b>14443.15</b>	<b>15082.71</b>	<b>16831.83</b>	<b>16998.32</b>	<b>17299.86</b>

### 利润表

单位: 百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>营业收入</b>	8880.79	10383.45	12314.52	15073.22	18312.89
营业成本	(4761.69)	(4869.94)	(5828.76)	(6994.48)	(8433.82)
毛利	4119.10	5513.51	6485.75	8078.74	9879.07
销售费用	(2451.50)	(3439.85)	(4248.51)	(5094.75)	(6189.76)
管理费用	(630.18)	(729.07)	(862.02)	(1024.98)	(1245.28)
财务费用	(155.30)	(162.82)	(193.10)	(236.36)	(287.16)
折旧	(195.49)	(226.36)	(267.67)	(291.96)	(343.09)
商誉减值损失	(165.36)	(43.00)	(51.00)	(62.42)	(75.84)
<b>营业利润</b>	<b>923.41</b>	<b>1370.77</b>	<b>1431.93</b>	<b>2028.42</b>	<b>2528.35</b>
财务收入/(费用)净额	(35.14)	23.71	(2.83)	(42.28)	(89.20)
<b>利润总额</b>	<b>888.27</b>	<b>1394.48</b>	<b>1429.10</b>	<b>1986.14</b>	<b>2439.15</b>
所得税	(248.75)	(388.92)	(398.58)	(553.93)	(731.75)
净利润	639.52	1005.56	1030.52	1432.20	1707.41
少数股东损益	24.04	24.24	24.84	34.52	41.16
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>615.48</b>	<b>981.32</b>	<b>1005.68</b>	<b>1397.68</b>	<b>1666.25</b>
EPS (元)	0.06	0.09	0.10	0.13	0.16

### 现金流量表

单位: 百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>经营活动现金流</b>	1032.65	1509.44	970.46	1177.89	1474.15
净利润	639.52	1005.56	1030.52	1432.20	1707.41
折旧摊销	195.49	226.36	267.67	291.96	343.09
利息收入	(25.23)	(114.91)	(117.21)	(119.55)	(121.94)
资产减值损失	165.36	43.00	47.30	52.03	57.23
营运资金变动	120.35	264.45	(343.65)	(605.01)	(676.50)
其它	(62.84)	84.98	85.83	126.26	164.86
<b>投资活动现金流</b>	(1863.94)	(252.78)	(304.99)	(346.69)	(390.32)
资本支出	(116.76)	(311.21)	(342.33)	(376.56)	(414.22)
其他投资	(1747.18)	58.43	37.34	29.88	23.90
<b>筹资活动现金流</b>	(183.18)	(1356.13)	(527.92)	(1150.00)	(1200.00)
借款变动	(522.42)	(799.96)	0.00	(200.00)	(300.00)
股利分配	(197.97)	(739.00)	(842.92)	(950.00)	(900.00)
其他	537.21	182.83	315.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>(1014.47)</b>	<b>(99.47)</b>	<b>137.55</b>	<b>(318.80)</b>	<b>(116.17)</b>
现金期初金额	2834.99	1794.05	1754.27	1917.21	1619.74
<b>现金期末金额</b>	<b>1794.05</b>	<b>1754.27</b>	<b>1917.21</b>	<b>1619.74</b>	<b>1522.35</b>

### 主要财务比率

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>年成长率</b>					
营业收入	30.28%	16.92%	18.60%	22.40%	21.49%
营业利润	39.91%	48.45%	4.46%	41.66%	24.65%
归母净利润	57.07%	59.44%	2.48%	38.98%	19.22%
<b>获利能力</b>					
毛利率	46.40%	53.10%	52.67%	53.60%	53.95%
净利率	7.19%	9.68%	8.37%	9.50%	9.32%
归母净利率	6.93%	9.45%	8.17%	9.27%	9.10%
ROE	6.54%	9.95%	10.24%	14.51%	17.71%
ROIC	5.48%	8.42%	9.22%	13.42%	16.50%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	32.27%	32.98%	40.23%	41.93%	44.27%
负债权益比	23.90%	16.10%	11.33%	10.39%	11.23%
流动比率	252.66%	232.25%	267.06%	254.73%	239.57%
速动比率	219.11%	191.98%	215.03%	195.46%	175.09%
<b>营运能力</b>					
资产周转率	3.29	2.88	2.64	2.54	2.53
应收账款周转率	6.02	10.03	5.56	5.88	6.25
应付账款周转率	2.69	1.80	1.82	2.00	2.22
<b>每股资料 (元)</b>					
每股收益	0.06	0.09	0.10	0.13	0.16
每股经营现金	0.10	0.14	0.09	0.11	0.14
每股净资产	0.90	0.93	0.93	0.91	0.89
每股股利	0.07	0.03	0.07	0.10	0.12
<b>估值比率</b>					
PE	43.34	27.57	26.90	19.35	16.23
PB	2.84	2.75	2.76	2.81	2.88

# 投资评级定义和免责条款

## 投资评级

买入	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅不小于 20%
持有	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅在正负 20%之间
卖出	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅不小于-20%
未评级	对未来 12 个月内目标价不做判断

## 免责声明

### 一般声明

本报告由国元证券经纪（香港）有限公司（简称“国元证券”）制作，国元证券为国元国际控股有限公司的全资子公司。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国元证券及其关联机构对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成对买卖任何证券或其他金融工具的出价或征价或提供任何投资决策建议的服务。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐或投资操作性建议。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，自主审慎做出决策并自行承担风险。投资者在依据本报告涉及的内容进行任何决策前，应同时考虑各自的投资目的、财务状况和特定需求，并就相关决策咨询专业顾问的意见对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国元证券及其关联人员均不承担任何责任。

本报告署名分析师与本报告中提及公司无财务权益关系。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，国元证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

本报告署名分析师可能会不时与国元证券的客户、销售交易人员、其他业务人员或在本报告中针对可能对本报告所涉及的标的证券或其他金融工具的市场价格产生短期影响的催化剂或事件进行交易策略的讨论。这种短期影响的分析可能与分析师已发布的关于相关证券或其他金融工具的目标价、评级、估值、预测等观点相反或不一致，相关的交易策略不同于且也不影响分析师关于其所研究标的的证券或其他金融工具的基本面评级或评分。

国元证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国元证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国元国际控股有限公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见不一致的投资决策。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。

分析中所做的预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本报告提供给某接收人是指基于该接收人被认为有能力独立评估投资风险并就投资决策能行使独立判断。投资的独立判断是指，投资决策是投资者自身基于对潜在投资的目标、需求、机会、风险、市场因素及其他投资考虑而独立做出的。

### 特别声明

在法律许可的情况下，国元证券可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到国元证券及其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。

本报告的版权仅为国元证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

### 分析员声明

本人具备香港证监会授予的第四类牌照——就证券提供意见。本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

国元国际控股有限公司  
香港中环康乐广场8号交易广场三期17楼  
电 话：(852) 3769 6888  
传 真：(852) 3769 6999  
服务热线：400-888-1313  
公司网址：<http://www.gyzq.com.hk>