

投资评级 优于大市 维持

羽绒服销售提速，品牌重塑效果显著

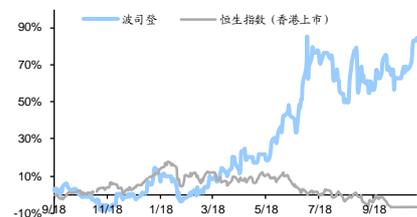
股票数据

1月10日收盘价(港元)	1.39
52周股价波动(港元)	0.62-1.52
总股本/流通股(百万股)	10683/10683
总市值/流通市值(百万港元)	14849/14849

相关研究

《波司登(03998.HK)聚焦波司登主品牌，步入中高端新赛道》2018.11.22

市场表现



	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	31.73	26.85	21.46
相对涨幅(%)	14.84	32.09	43.34

资料来源: 海通证券研究所

分析师:周旭辉

Tel:(021)23210907

Email:zxh12382@htsec.com

证书:S0850518090001

分析师:张向伟

Tel:(021)23154141

Email:zxw10402@htsec.com

证书:S0850517070011

联系人:唐一杰

Tel:(021)23219406

Email:tyj11545@htsec.com

投资要点:

- 羽绒服销售提速。**公司公告 2018/19 财年前九月 (18Q2-Q4) 零售表现, 波司登品牌销售额同比增 30% 以上, 其他品牌羽绒服销售额同比增 20% 以上, 均显著快于上半年 (波司登+24%, 整体+19.5%), 体现出 18Q4 羽绒服增长提速。
- 提价成效显著, 毛利率有望持续提升。**我们认为, 2018/19 财年前九月零售增长, 主要源于波司登品牌羽绒服提价 (新品提价更明显); 同时产品提价亦显著改善了毛利率, 2018 半年度羽绒服业务毛利率同比+7.9pct, 在羽绒服淡季新品销售比例仍较低的情况下, 取得了非常好的成绩。18Q4 及 19Q1 进入羽绒服旺季, 我们预计新品销售占比将显著提升, 因而我们预计下半年度 (18Q4 和 19Q1) 新品提价效应会更为显著, 羽绒服业务毛利率的提升会更为明显。
- 旺季持续, 品牌力提升将更充分体现。**我们认为 2018Q4 羽绒服销售增速加快, 体现出公司品牌重塑及提价已有显著成效, 消费者接受度较高。我们预计 2019Q1 品牌重塑及提价效果仍会充分体现, 同时多元化拖累减缓, 全年有望有更优异表现。
- 盈利预测与投资建议。**我们预计, 公司 2018-2020 年归母净利润分别为 8.02、9.95 和 11.66 亿元, 分别同比增长 30.23%、24.13% 和 17.24%; EPS 分别为 0.08、0.09 和 0.11 元; 结合服装行业同业公司估值, 我们给予公司 2018 年 16-18 倍 PE, 对应合理价值区间 1.28-1.44 元/股, 按照 1 港元=0.88 元人民币, 对应合理价值区间 1.45-1.64 港元/股, 维持优于大市评级。
- 风险提示:** 品牌战略受阻, 费用增长较快。

主要财务数据及预测

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	6824.71	8889.61	10001.41	11517.09	13286.71
(+/-)YoY(%)	17.60%	30.26%	12.51%	15.15%	15.37%
净利润(百万元)	391.84	615.48	801.53	994.93	1166.43
(+/-)YoY(%)	39.48%	57.07%	30.23%	24.13%	17.24%
全面摊薄 EPS(元)	0.04	0.06	0.08	0.09	0.11
毛利率(%)	46.40%	46.38%	51.41%	51.74%	52.52%
净资产收益率(%)	0.18%	10.81%	8.17%	9.90%	11.28%

资料来源: 公司年报 (2016-2017), 海通证券研究所

备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

表 1 可比公司估值表

代码	简称	总市值 (亿元)	EPS (元)			PE (倍)			PS (倍)	PB (倍)
			2017	2018E	2019E	2017	2018E	2019E	2018E	2018E
00709.hk	佐丹奴国际	51	0.26	0.29	0.32	12.22	11.06	10.04	1.03	2.19
01234.hk	中国利郎	69	0.51	0.64	0.76	11.25	9.00	7.58	2.22	2.00
02020.hk	安踏体育	827	1.17	1.48	1.85	26.77	20.78	16.65	3.70	5.25
02313.hk	申洲国际	1,218	2.53	3.09	3.68	32.36	25.96	21.62	5.77	5.53
	均值					20.65	16.70	13.97	3.18	3.74

注: 收盘价为 2019 年 1 月 10 日价格, EPS 为 wind 一致预期
 资料来源: wind, 海通证券研究所

财务报表分析和预测

主要财务指标	2017	2018E	2019E	2020E	利润表 (百万元)	2017	2018E	2019E	2020E
每股指标 (元)					营业总收入	8889.62	10001.41	11517.09	13286.71
每股收益	0.06	0.08	0.09	0.11	营业成本	4761.32	4859.83	5557.73	6308.55
每股净资产	0.90	0.92	0.94	0.97	毛利率%	46.44%	51.41%	51.74%	52.52%
每股经营现金流	0.10	0.10	0.09	0.11	销售费用	2451.50	3300.47	3708.50	4278.32
每股股利	0.07	0.06	0.07	0.08	销售费用率	27.58%	33.00%	32.20%	32.20%
价值评估					管理费用	630.18	830.12	958.22	1105.45
P/E	20.98	16.11	12.98	11.07	管理费用率%	7.09%	8.30%	8.32%	8.32%
P/B	1.55	1.51	1.48	1.44	EBIT	1032.35	990.99	1269.61	1567.81
P/S	1.45	1.29	1.12	0.97	财务费用	-31.75	44.46	34.46	24.46
EV/EBITDA					财务费用率%	-0.36%	0.44%	0.30%	0.18%
股息率 (%)	113%	75%	75%	75%	资产减值损失				
盈利能力指标 (%)					投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00
毛利率	46.44%	51.41%	51.74%	52.52%	营业利润	1000.60	1035.46	1304.07	1592.27
净利润率	6.92%	8.01%	8.64%	8.78%	营业外收支	-111.95	50.00	50.00	0.00
净资产收益率	6.41%	8.17%	9.90%	11.28%	利润总额	888.65	1085.46	1354.07	1592.27
资产回报率	4.26%	5.38%	9.90%	11.28%	EBITDA	1227.84	1141.66	1426.28	1730.48
投资回报率					所得税	-248.75	-303.93	-379.14	-445.84
盈利增长 (%)					有效所得税率%	27.99%	28.00%	28.00%	28.00%
营业收入增长率	30.26%	12.51%	15.15%	15.37%	少数股东损益	24.04	20.00	20.00	20.00
EBIT 增长率	71.50%	-4.01%	28.11%	23.49%	归属母公司所有者净利润	615.48	801.53	994.93	1166.43
净利润增长率	57.07%	30.23%	24.13%	17.24%					
偿债能力指标					资产负债表 (百万元)	2017	2018E	2019E	2020E
资产负债率	32.27%	32.83%	32.93%	32.97%	货币资金	1795.04	2578.74	2627.86	2676.80
流动比率	2.53	2.62	2.63	2.63	应收款项	2019.59	2055.08	2271.87	2548.14
速动比率	0.88	1.06	1.09	1.12	存货	1454.84	1331.46	1446.53	1555.53
现金比率	0.41	0.59	0.58	0.57	其它流动资产	4785.47	4700.00	4700.00	4700.00
经营效率指标 (%)					流动资产合计	10959.55	11465.29	11846.26	12280.47
应收帐款周转天数	83	75	72	70	长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00
存货周转天数	112	100	95	90	固定资产	885.31	844.64	797.97	745.30
总资产周转率	61.55%	67.19%	75.48%	84.61%	无形资产	1896.72	1846.72	1806.72	1776.72
固定资产周转率	1004.13%	1184.10%	1443.30%	1782.74%	非流动资产合计	3484.62	3419.38	3412.72	3423.48
					资产总计	14443.16	14884.66	15258.98	15703.94
现金流量表 (百万元)	2017	2018E	2019E	2020E	短期借款	2338.43	2338.43	2338.43	2338.43
净利润	615.48	801.53	994.93	1166.43	应付账款	522.54	539.98	617.53	700.95
折旧摊销	195.49	150.67	156.67	162.67	预收账款				
营运资金变动	136.59	149.26	-194.42	-231.92	其它流动负债	1125.12	1100.00	1100.00	1100.00
经营活动现金流	1029.51	1063.92	979.86	1161.56	流动负债合计	4337.36	4373.61	4511.05	4664.40
固定资产投资	0.00	0.00	0.00	0.00	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产投资	0.00	0.00	0.00	0.00	其它长期负债	323.03	513.03	513.03	513.03
资本支出	0.00	4.64	-60.00	-60.00	非流动负债合计	323.03	513.03	513.03	513.03
投资活动现金流	-1864.28	134.64	70.00	70.00	负债总计	4660.39	4886.64	5024.08	5177.43
债务变化	-522.42	0.00	0.00	0.00	实收资本	0.80	0.80	0.80	0.80
股票发行	0.00	0.00	0.00	0.00	普通股股东权益	9595.79	9808.02	10044.90	10336.51
融资活动现金流	-183.19	-694.82	-601.15	-746.20	少数股东权益	186.98	190.00	190.00	190.00
现金净流量	-1020.96	503.75	448.72	485.36	负债和所有者权益合计	14443.16	14884.66	15258.98	15703.94

备注: 表中计算估值指标的收盘价日期为 1 月 10 日
 资料来源: 公司年报 (2017), 海通证券研究所

信息披露

分析师声明

周旭辉 海外研究团队
张向伟 海外研究团队

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司： 西部水泥, 比亚迪电子, 波司登

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准: 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准, 报告发布日后 6 个月内的公司股价 (或行业指数) 的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅;	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在 10% 以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于 -10% 及以下;
		无评级	对于个股未来 6 个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
2. 市场基准指数的比较标准: A 股市场以海通综指为基准; 香港市场以恒生指数为基准; 美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10% 以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平 -10% 与 10% 之间;
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 -10% 以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下, 本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断, 本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期, 本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险, 投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考, 不构成投资建议, 也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下, 海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易, 还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送, 未经海通证券研究所书面授权, 本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品, 或再次分发给任何其他人, 或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容, 务必联络海通证券研究所并获得许可, 并需注明出处为海通证券研究所, 且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可, 海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。