

中国非必需消费品行业

招银国际消费行业北京调研纪要

❖ 招银国际 12 月 4-5 日在北京组织了一次消费和教育行业的调研。我们会见了大约 11 家上市公司和 2 位行业专家，而这报告主要是围绕服装行业的，以下是我们认为的 3 个重点：1) 服装行业销售的同比增速在 2018 年的 10 月至 11 月应该有所放缓（我们认为很可能会持续到整个 4 季度），主要因为消费情绪受宏观环境不确定性所影响和 2018-2019 年的冬天比去年来得较晚和较暖，2) 2018 秋冬系列的售罄率应该低于去年，因此零售折扣可能会比较高，而且来得比去年更早，3) 但有些公司，通过在品牌、产品和管道有结构性的提升和升级，表现将会比行业更好、更有韧性。

波司登是我们行业的首选，因为我们相信它能抢占更多市场份额，并在 2018-2019 年来得比较晚和比较暖的冬天中还能实现稳健的销售增长。

❖ **波司登 (3998 HK)** - 我们在北京会见了公司，管理层重申了 19 财年的指引（中双位数的同比销售增长和很强劲的约 3/2 个百分点毛利率/经营利润率的扩张）。公司 19 财年上半年业绩十分亮丽，销售和净利润分别同比增长了 16% 和 44%。

❖ **按产品和细分市场分类，公司预计 19 财年的销售增长分别为：**1) 羽绒服预计同比增长 30%（平均销售价格上涨 20-30%），2) 女装预期有中到高单位数的同比增长，3) OEM 预计同比会有强劲的 40% 增长（但订单更偏重于上半年，因为公司预留了更多的生产能力给 19 财下半年的直营业务），最后，4) 多元化服装的销售预期会显著下降（招银国际估计同比下跌 80%）。

❖ **最新销售情况：**2018 年 10 月的前两周较为疲软（有高单位数的同比下降），但在 10 月的后两周有所改善（同比上升 20-30%），而在 11 月也呈现回升趋势（同比上升约 25%）。公司于 2018 年的双十一在所有线上平台上录得大约 5.6 亿人民币的销售（大部分为羽绒服），和 2017 年比差不多，但品牌和产品的组合都有所不同（羽绒服/男装加家居服的销售为 4.5/1.18 亿人民币）。

❖ **最近改革的重点：**

1) **购物中心和旗舰店的渗透率上升。**波司登计划到 19 财年年底，会拥有 230-240 家购物中心门店（18 财年为 44 家），同时在大卖场和超市等管道中关闭同等数量的门店，因此对羽绒服的业务来说，总店数应该会保持与 18 财年差不多。此外，未来在 19 财年到 21 财年，会有约 75% 的门店将有形象改造/搬迁至更好的地方，公司在 19 财年上半年已经完成了约 800 个门店的形象改造。对于全部 4 家新开/经过升级的旗舰店（上海，成都，天津，北京），消费者反应都很正面，都有很高的评价。

2) **提高设计能力。**在原本设计团队之外，19 财年上半年公司在上海也成立了一个新设计团队，由一位来自国外领先品牌的义大利设计师所领导。波司登未来可能会与不同的设计师进行更多 Cross-over，并参加更多时装周（例如米兰，巴黎和伦敦），他们已于 2018 年 9 月在纽约举办过一次。

3) **波司登是世界级的羽绒服 OEM。**公司前三大客户分别是 Tommy, The North Face (VF Corp) 和 Adidas，而前五大客户占总销售额约 80%。公司亦预期，在未来几年内会有更多 OEM 订单升级至 ODM。

4) **进一步提升其反应速度和快单的能力并降低库存风险。**由于其季节性，羽绒服行业的补单的百分比本来就是要远高于其他运动服装和服装产品，约为 40%，但波司登在 19 财年进一步加大了比例，扩大到 60%（因此在订货会期间，只有 40% 的 SKU 会被分销商锁定，而其余的 60% 将分两批交付给他们，而 SKU 将会取决于当时的销售趋势和客户反馈）。公司的交货时间为 14-21 天，对于一般重复订单，最快可 7 天内交货。

同步大市

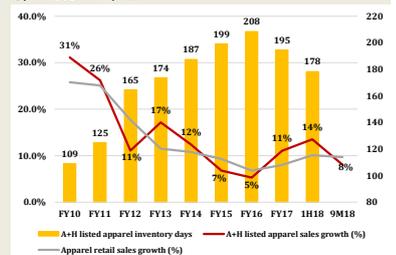
胡永匡

电话：(852) 3761 8776

邮件：walterwoo@cmbi.com.hk

中国非必需消费品行业

中国服装行业和上市公司销售增长和库存天数，同比



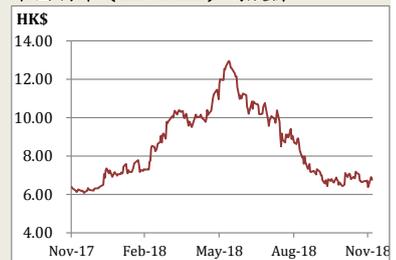
资料来源：公司数据，国家统计局，招银国际研究

波司登 (3998 HK) 的股价



资料来源：彭博，招银国际研究

中国利郎 (1234 HK) 的股价



资料来源：彭博，招银国际研究

- ❖ **中国利郎 (1234 HK)** - 我们会见了 LILANZ 在北京的一家经销商，以及参观了一家二级经销门店。这家店铺采用了第六代的装修（非最新式），每年销售约 600 万元人民币，比全国门店平均水准的 200 万元人民币为高。门店面积约 200 平方米，因此每平方米销售约为人民币 30,000 元，在零售商场内的所有男装品牌中排名第二。租赁费用（大部分为固定支出）占销售的 12%，而人工开支（4-5 名员工）占 11%。因此，店铺是有双位数的净利率。
- ❖ **我们相信 LILANZ 正致力**
 - 1) 引入更多鞋类、配饰和牛仔裤以扩大其产品品类，2) 提高其性价比，下调平均售价（自 2012 年以来一共两次）来但同时改良其面料品质和产品设计（目前 70% 产品为自家设计，50% 产品采用公司开发的独有面料），3) 在 2018 上半年引入更具竞争力的轻商务产品线（Less is more），以针对年轻客户群，及进一步渗透购物商场。该产品线的价格定位会低 20%（相对主要品牌 LILANZ），但同时有较低的加价率（约 3-3.5 倍，相对 LILANZ 的 4-4.5 倍），所以是拥有十分良好的性价比，4) 建立其电子商务业务，在 2018 年成立一个专注于线上销售的新事业部去拓展业务，这将增加利郎在各电子商务平台和社交媒体的曝光率。

然而，与此同时，公司正面临几个不利因素，如

 - 1) 2018 年下半年中国经济放缓和贸易战紧张局势引发的负面零售情绪，2) 2018-2019 年冬天较暖且来得晚，不利销售，3) 新引入的产品线（Less is more）成熟需时，其每家店铺的平均销售目前仍低于 LILANZ（在我们看来，或需要加强其时尚形象和品牌塑造。）
- ❖ **最新销售情况：**受惠于更多鞋类（平均售价人民币 500-800 元）、配件（平均售价人民币 50-150 元）和牛仔裤（平均售价人民币 500-1000 元）的 SKU 推出，LILANZ 在北京地区的 2018 年 3-8 月同店销售增长已快速达至中双位数，分别占总零售额 5%，5% 和 7%。不过，2018 年 3 月至 11 月的同店销售增长放缓至高单位数。我们认为，自 2018 年 9 月以来的放缓或许是受到宏观环境的不确定性，迭加温暖及迟来的冬天所影响。
- ❖ **提供更多零售折扣（与去年相比）以去库存的潜在风险。**由于 2018 年下半年表现疲软，2018 年秋季系列的销售率仅为 50% 左右，低于去年数字（公司就秋季系列设定目标一般是在年底达到 70%）。因此，经销商可能较去年更早及提供更多优惠折扣（约 25%，相对去年同期的 20%）以清理库存。

图 1：中国利郎门店形象 1



资料来源：招银国际研究

图 2：中国利郎门店形象 2



资料来源：招银国际研究

图3：中国服装行业估值表

Company	Ticker	Price HK\$/ Local	Mkt cap HK\$ mn	Year End	PER (x)				EPS Growth(%)		PBR (x)				ROE (%)	Yield (%)	YTD performance (%)
					FY0	FY1	FY2	5yrs avg.	FY1	FY2	FY0	FY1	FY2	5yrs avg.	FY0	FY1	
H-shares Apparel																	
Bosideng Intl Hldgs Ltd	3998 HK	1.44	15,383	31/3/2018	19.3	15.8	12.6	18.0	31.0	24.4	1.4	1.4	1.3	0.7	6.6	4.4	116.6
China Lilang Ltd	1234 HK	6.77	8,107	31/12/2017	10.4	9.3	7.8	9.1	23.5	18.3	2.2	2.1	1.9	1.8	21.7	7.8	9.0
I.T Ltd	999 HK	4.43	5,297	28/2/2018	11.0	8.9	7.5	10.4	37.5	18.6	1.6	1.4	1.2	1.0	15.2	5.4	33.0
Inby Design Ltd	3306 HK	13.96	7,242	30/6/2018	15.3	12.6	10.7	n/a	14.1	17.9	4.9	4.2	3.7	n/a	32.2	5.9	46.9
Giordano International Ltd	709 HK	3.68	5,809	31/12/2017	11.3	10.8	10.2	14.2	6.9	5.9	2.0	2.1	2.1	2.4	17.8	9.3	(11.5)
Koradior Holdings Ltd	3709 HK	9.80	4,766	31/12/2017	15.1	n/a	n/a	n/a	0.0	0.0	3.7	n/a	n/a	n/a	25.7	n/a	17.3
Cosmo Lady China Holdings Co	2298 HK	2.90	6,561	31/12/2017	15.8	14.6	11.7	n/a	9.9	25.0	1.5	1.4	1.3	n/a	9.7	2.3	2.5
Shanghai La Chapelle Fashi-H	6116 HK	6.77	5,139	31/12/2017	7.0	7.1	6.2	n/a	(14.4)	14.3	0.8	0.8	0.7	n/a	12.1	8.6	(28.2)
Esprit Holdings Ltd	330 HK	1.80	3,397	30/6/2018	n/a	n/a	n/a	n/a	(69.9)	(16.5)	0.4	0.4	0.5	0.9	(24.8)	0.3	(56.9)
Bauhaus Intl Holdings Ltd	483 HK	1.31	481	31/3/2018	14.6	n/a	n/a	10.0	0.0	0.0	0.6	n/a	n/a	1.0	4.5	n/a	(21.6)
Average					13.3	11.3	9.5	12.4	3.9	10.8	1.9	1.7	1.6	1.3	12.1	5.5	10.7
Median					14.6	10.8	10.2	10.4	8.4	16.1	1.5	1.4	1.3	1.0	13.7	5.6	5.8
A-shares Apparel																	
Ningbo Peacebird Fashion C-A	603877 CH	17.94	9,831	31/12/2017	18.5	13.5	10.4	n/a	33.4	30.2	2.6	2.3	2.1	n/a	17.2	4.8	(33.8)
Joeone Co Ltd -A	601566 CH	12.98	8,502	31/12/2017	14.9	14.0	12.5	21.6	4.7	11.9	1.6	1.4	1.4	2.0	11.4	6.8	(8.6)
Fujian Septwolves Industry-A	002029 CH	6.76	5,823	31/12/2017	15.1	14.5	12.7	25.2	8.3	14.3	0.9	0.9	0.8	1.5	6.1	1.6	(18.2)
Hla Corp Ltd -A	600398 CH	8.74	44,759	31/12/2017	11.4	10.9	10.1	14.4	6.5	8.4	3.2	3.1	2.7	4.8	30.3	5.9	(9.9)
Jiangsu Hongdou Industry C-A	600400 CH	4.06	11,724	31/12/2017	15.5	40.6	32.7	68.0	(59.7)	23.9	2.6	2.1	2.0	3.5	4.9	1.2	(20.9)
Lancy Co Ltd-A	002612 CH	9.47	4,318	31/12/2017	14.0	15.2	13.2	66.8	29.9	14.4	1.3	1.3	1.2	3.1	10.0	1.4	(15.4)
Shenzhen Huijie Group Co L-A	002763 CH	8.75	3,878	31/12/2017	19.3	17.9	13.7	n/a	(16.1)	30.6	1.9	1.7	1.5	n/a	9.8	n/a	(36.1)
Shenzhen Ellassay Fashion -A	603808 CH	16.68	6,407	31/12/2017	15.1	15.0	12.2	n/a	19.4	22.2	2.3	2.3	2.0	n/a	17.0	2.2	(27.5)
Guangdong Bobaolon Co Ltd-A	002776 CH	15.85	6,516	31/12/2017	40.0	37.7	32.3	n/a	20.2	16.5	2.5	n/a	n/a	n/a	6.5	n/a	23.3
Average					18.2	19.9	16.7	39.2	5.2	19.1	2.1	1.9	1.7	3.0	12.6	3.4	(16.3)
Median					15.1	15.0	12.7	25.2	8.3	16.5	2.3	1.9	1.7	3.1	10.0	2.2	(18.2)
International Apparel																	
Hugo Boss Ag -Ord	BOSS GR	60.88	37,950	31/12/2017	19.6	17.4	15.5	20.3	5.0	12.7	4.7	4.4	4.0	6.7	24.1	4.4	(14.2)
Ted Baker Plc	TED LN	1416.0	6,277	27/1/2018	12.0	10.7	9.9	28.5	9.1	8.2	2.7	2.5	2.1	7.1	23.7	4.6	(47.8)
Next Plc	NXT LN	4899.00	68,065	27/1/2018	11.5	11.2	10.9	14.1	3.2	2.6	16.6	11.4	8.2	24.9	141.1	3.3	9.3
Hennes & Mauritz Ab-B Shs	HMB SS	163.54	235,404	30/11/2017	20.7	20.1	19.1	24.6	(20.6)	5.2	4.9	4.8	4.8	8.5	23.9	5.5	(3.4)
Industria De Diseno Textil	ITX SM	27.36	754,972	31/1/2018	25.0	24.2	22.2	30.2	4.0	9.2	6.8	5.8	5.4	7.5	28.2	2.9	(5.0)
Ovs Spa	OVS IM	1.61	3,238	31/1/2018	14.3	4.0	3.8	n/a	1893.0	5.5	0.4	0.4	0.4	n/a	3.1	2.5	(71.0)
Pvh Corp	PVH US	107.29	64,330	4/2/2018	11.4	11.5	10.4	15.5	35.1	10.2	1.4	1.4	1.3	1.9	12.7	0.1	(21.8)
Vf Corp	VFC US	80.34	249,163	31/3/2019	n/a	21.8	19.3	21.0	139.8	13.3	7.6	7.6	7.3	5.5	n/a	2.2	8.6
Marks & Spencer Group Plc	MKS LN	288.20	46,579	31/3/2018	163.2	11.5	11.5	52.8	1409.8	(0.3)	1.6	1.6	1.7	2.1	1.0	6.5	(8.4)
Average					34.7	14.7	13.6	25.9	386.5	7.4	5.2	4.4	3.9	8.0	32.2	3.6	(17.1)
Median					17.0	11.5	11.5	22.8	9.1	8.2	4.7	4.4	4.0	6.9	23.8	3.3	(8.4)

资料来源：彭博，招银国际研究预测

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。报告所载资料可能不适合所有投资者。招银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。

本报告包含的任何资讯由招银证券编写，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资料。报告中的资讯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法律责任。任何使用本报告资讯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资讯，我们力求但不担保这些资讯的准确性、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。本公司可发布其它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资讯，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)2000年英国不时修订之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士。