

波司登 (3998 HK)

品牌二次創業，國內龍頭走向國際

香港 | 消費品(服飾) | 首次覆蓋

17 July 2020

投資概要

國內羽絨業龍頭，超過 40 年歷史

波司登是國內領先的羽絨服集團，市佔率連續 25 年位居全國羽絨服行業第一。集團通過定位多元的品牌策略，得以滿足不同客戶群體的需求及鞏固其在中國市場的領導地位。集團積極實施品牌發展戰略，在 2018 年提出以” 聚焦主航道、聚焦主品牌、收縮多元化” 作為發展基礎，剝離以往的多元化業務發展方針。

公司業務專注主品牌，同時拓展女裝市場

公司現時主要經營四大業務，包括品牌羽絨服、貼牌加工業務、女裝業務和其他多元化業務，例如男裝、童裝和校服等。旗下擁有波司登、雪中飛和冰結三大羽絨品牌。並先後收購杰西、邦寶、柯利亞諾及柯羅芭等女裝品牌，拓展四季化銷售以改善公司銷售業務的明顯季節性差異。

疫情下公司加速拓展線上銷售

公司同時發展線上商店和微信小程序等多種觸達消費者方式，公司於 2020 財年開展更高轉化率的直播電商，與內地知名帶貨主播如李佳琦等合作，為波司登引流並增加品牌互動的渠道。公司透過小程序銷售額逾 7000 萬人民幣。受疫情影響，公司本年會員人數較去年同比增加 53.4%，會數人數超過 1,500 萬人，當中年輕消費者佔 16.3%，而微信公眾號的關注人數亦達 500 萬人。

國內市場上中高端競爭低

隨著國際品牌進入中國市場，國內的羽絨市場消費水平提高。國外品牌的羽絨的品牌價值加上其質量和售後保障令其可以在定價上較國內品牌高出數倍。消費者對羽絨要求提高，在一定程度上提高消費者的心理價格，為羽絨行業提供提價空間。目前國內相對缺乏中高端市場定位的參與者，在中端市場和高端市場中的缺口較大。未來有空間予業內高品質羽絨品牌進一步提高價格。

夥拍知名設計師，提升品牌形象

公司在過去一年與國際知名設計師推出聯名系列，包括高緹耶(Jean-Paul Gaultier)和高田賢三等知名設計師。同時公司活躍在國際間的時裝活動，在過去一年到加拿大、米蘭和英國等地參與時裝展。公司計劃未來繼續與設計師合作推出聯名系列，並在合作設計師的水平和地位亦期望能提高，以提升品牌的形象和產品價位。公司在品牌營銷上亦會進一步加強，不論在廣告和門店上將投入更多資源，務求在產品設計，品牌形象上改善以吸引更多年輕消費群體。

估值與投資建議

過去一年品牌重新訂位策略初見成效，公司主品牌有望填補市場上空白的位，未來業績有望保持增長。新冠肺炎對公司收入影響較輕，同時功能性服飾的需求彈性較低，預期公司收入能在疫症過後快速回復。我們預計公司 2021/2022 年的每股盈利為 11.13/13.97 仙人民幣。給予目標價 2.89 港元對應 2021/2022 年 23.36/18.62 倍預期市盈率。

投資風險

1) 受疫情影響公司庫存上升，去存貨或對收入帶來負面影響；2) 女裝業務發展不如預期；3) 公司未能有效改革，消費者未能接受品牌新定位；4) 行業競爭加劇

買入（首次）

現價 HKD 2.26

(現價截至 7 月 15 日)

目標價 HKD 2.89 (+27.9%)

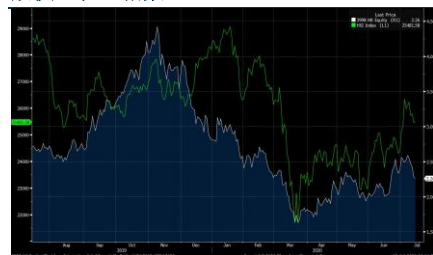
公司資料

普通股股東(百萬股):	10,743
市值(港幣百萬元):	24,494.6
52 周 最高價/最低價(港幣元):	4.47/1.54

主要股東 %

高德康	71.29
-----	-------

股價 & 恒生指數



Source: Bloomberg, Phillip Securities (HK) Research

財務資料

CNY mn	FY19	FY20	FY21E	FY22E
Net Sales	10,383	12,191	11,302	14,949
Net Profit	981	1,203	1,189	1,492
EPS, CNY cent	9.32	11.27	11.13	13.97
P/E, x	26.96	22.29	22.56	17.97
BVPS, CNY	0.91	0.94	0.98	1.04
P/BV, x	2.23	2.16	2.07	1.95
DPS (CNY cent)	7.1	8.2	7.1	7.9
Div. Yield (%)	3.2	3.6	3.1	3.5

Source: Company reports, Phillip Securities Est.

研究部 (22776555)

research@phillip.com.hk

公司介紹

波司登是國內領先的羽絨服集團，市佔率連續 25 年位居全國羽絨服行業第一。目前，集團旗下羽絨服品牌包括波司登、雪中飛、冰潔等，通過定位多元的品牌策略，得以滿足不同客戶群體的需求及鞏固其在中國市場的領導地位。集團積極實施品牌發展戰略，在 2018 年提出以” 聚焦主航道、聚焦主品牌、收縮多元化” 作為發展基礎，剝離以往的多元化業務發展方針。

公司於 1976 年成立，起初以服裝加工業務為主，於 1992 年創立波司登品牌，於 2007 年在香港主板上市，過去 44 年的發展可大致分為四個階段：

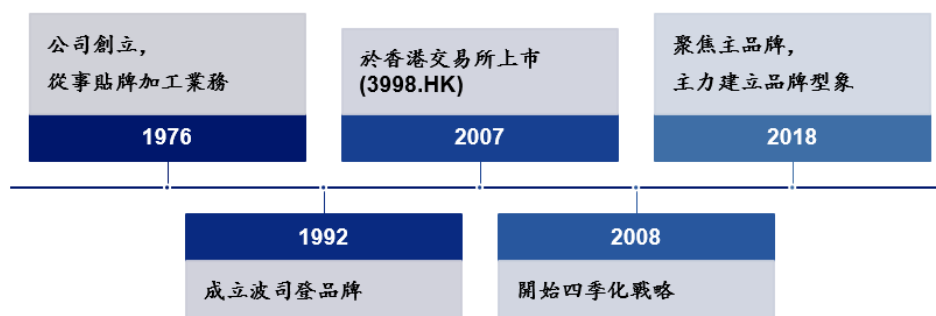
第一：貼牌加工階段：主要業務為服裝代工，藉此進入羽絨行業。

第二：建立自家品牌階段：在 1992 年注冊自家品牌波司登，憑著代工階段所累積的經驗和技術，建立品牌在國內羽絨行業的地位。把時裝理念引進羽絨行業，國際間得到認可。公司在 2007 年於香港主版上市。

第三：推行四季化戰略階段：公司提出” 保持羽絨業務穩健增長，積極推動四季化服務業務” 的戰略，先後推出波司登男裝，收購女裝品牌如杰西(2011)、邦寶(2016)、柯利亞諾和柯羅芭等，同時與外部合作推出校服業務、童裝等業務。藉此改善公司季節性明顯的問題。

第四：品牌改革階段：公司以” 聚焦主航道，聚焦主品牌、收縮多元化” 為新戰略，重新將焦點放在公司的主業務，加強建立自家品牌一波司登的形象。逐步剝離多元化業務。

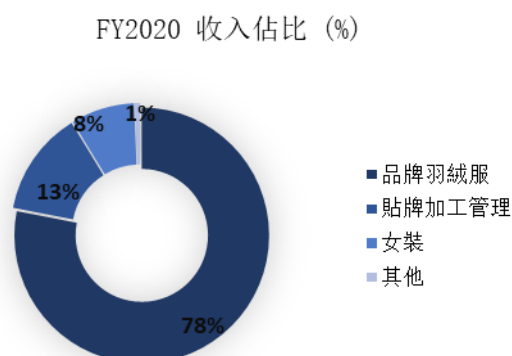
圖一：公司發展里程



來源：公司報告，Phillip Securities Research

公司現時主要經營四大業務，包括品牌羽絨服、貼牌加工業務、女裝業務和其他多元化業務，例如男裝、童裝和校服等。旗下擁有波司登、雪中飛和冰結三大羽絨品牌，透過多元化品牌定位針對不同目標客戶群體。並先後收購杰西、邦寶、柯利亞諾及柯羅芭等女裝品牌，拓展四季化銷售以改善公司銷售業務的明顯季節性差異。貼牌加工業務則利用淡季的閒置產能為海外知名品牌如 Adidas、Columbia 等進行服裝加工。品牌羽絨服、貼牌加工業務、女裝業務和其他多元化業務在 2019/2020 財年的收入佔比為 78.0%、13.2%、8.1%和 0.7%。

圖二：2020 財年公司收入來源分佈



來源：公司報告，Phillip Securities Research

羽絨業務

公司羽絨業務主要分為自家品牌羽絨和服裝貼牌加工。

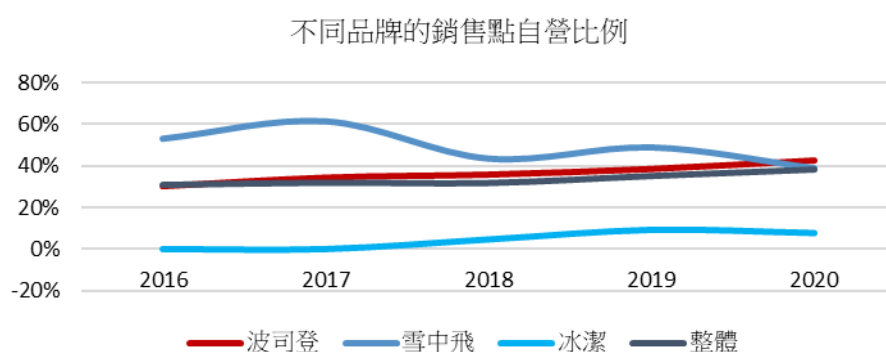
在公司自家品牌羽絨業務方面，公司採用多品牌發展策略，藉其下三個不同的羽絨品牌以定位不同消費群體。自 2018 年，公司提出聚焦主品牌的策略，重點改革主品牌，提升品牌定位並藉此填補國內羽絨市場上中高端的空白位置，預期品牌成功轉型後能有現在 4-5 倍的提價空間。而主品牌型象提升後的空白市場將由另外兩個品牌—雪中飛和冰潔所替代。雪中飛將定位中端市場，產品風格以運動和時尚為主，主要銷售對象為年輕消費群體。而冰潔則定位二三線城市 25-35 歲客戶群體，以”時尚、品質、優雅”風格作其主打，有別於以往主打四五線城市的定位。

銷售渠道持續改善

從銷售渠道方面，公司分為加盟店和直營店，公司主品牌以約 55 折銷售給加盟經銷商，公司就不同品牌採取不同策略，整體主要以加盟店為主，而收入則主要來源為直營店。於 2020 財年，公司自營店鋪佔整體店鋪約 38.24%，當中波司登的自營店佔比高於整體，約 42.61%。另一品牌冰潔則以加盟店為主，過去 5 年平均自營店佔比只有約 4%。

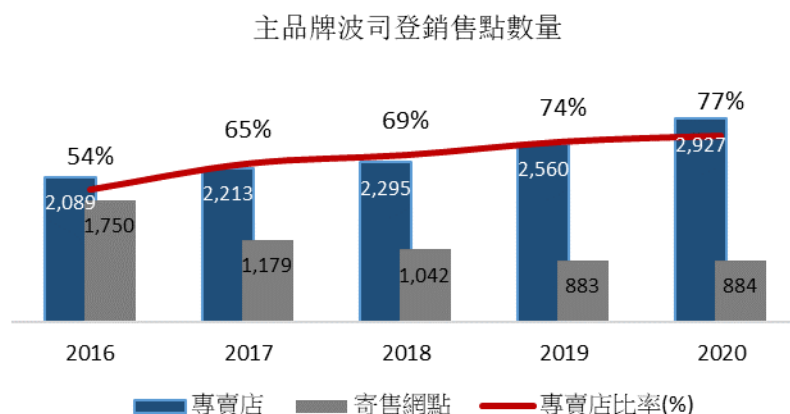
公司線下門店分為專賣店和寄售網點兩種模式，當中寄售網點主要為商場店中店。公司近年逐步加大公司主品牌的專賣店，2016 年波司登主品牌只有 2089 間專賣店，於 2020 年 3 月 31 日，公司專賣店增至 2927 間，比例由 54% 上升至 77%，增加 23 百分點，而雪中飛則轉向以寄售網點為主。公司於 2020 財年致力改善銷售渠道，在購物中心及時尚百貨等核心商圈的終端門店明顯增加，配合品牌新定位。

圖三：自家羽絨品的銷售點經營模式



來源：公司報告，Phillip Securities Research

圖四：主品牌波司登銷售點數量

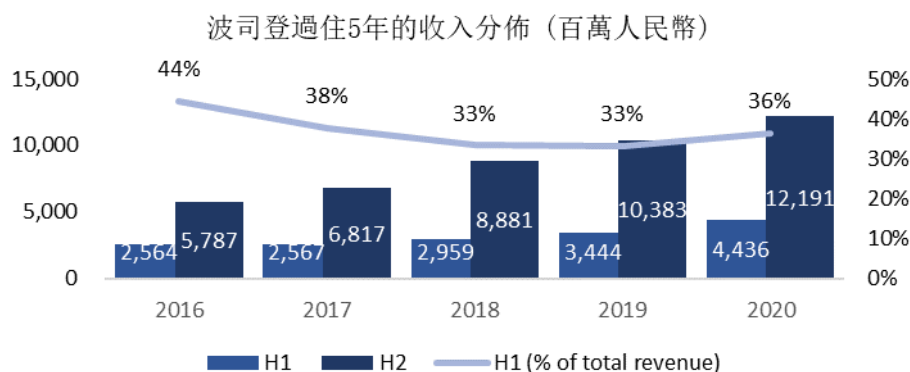


來源：公司報告，Phillip Securities Research

除傳統銷售渠道外，公司同時發展線上商店和微信小程序等多種觸達消費者方式，公司於 2020 財年更開展更高轉化率的直播電商，與內地知名帶貨主播如李佳琦等合作，為波斯登引流並增加品牌互動的渠道。公司透過小程序銷售額逾 7000 萬人民幣。受疫情影響，公司本年會員人數較去年同比增加 53.4%，會數人數超過 1,500 萬人，當中年輕消費者佔 16.3%，而微信公眾號的關注人數亦達 500 萬人。

羽絨服銷售業務季節性明顯，半年報與年報的收入結構差異較大，過去 5 年平均約 36.8% 的收入來自上半財年。公司在銷售淡季時，透過投入閒置產能為國際知名品牌提供以羽絨服為主的代加工服務，其主要客戶為 Tommy、Eddie Bauer、VF、Adidas 和 Columbia 等。近年公司貼牌加工業務由 OEM 逐步向 ODM、OBM 升級，藉此提高盈利能力。

圖五：波司登過去 5 年的收入 (按半年計)



來源：公司報告，Phillip Securities Research

公司透過其 20 多年羽絨服生產經驗，與客戶建立良好關係。在中美貿易摩擦後，大部分中國紡織服裝出口均受影響，公司表示部分客戶主動表示其願意承擔一半關稅的意願。公司近年持續擴展越南等東南亞地區產能，以減低未來政策變動的不確定性。

行業分析

中國國內羽絨行業市場發展穩定，據中國服裝協會羽絨專業委員會的數據所顯示，2018 年中國羽絨服裝市場規模逾 1068 億人民幣，同比增長約 10.86%，協會預期未來兩年羽絨業規模可按年增長約 11%。預測在 2022 年，羽絨業規模將超過 1600 億人民幣。從中國羽絨工業協會公佈的數據，2016 至 2018 年期間，國內重點大型零售企業羽絨服單價由 2016 年的 471 元人民幣上升至 2018 年的 645 元，增長了 37%。主要原因為中國人均收入上升、同時羽絨業市場水平整體提高。

國內羽絨服市場參與者主要可分為國際羽絨品牌、國內羽絨品牌和國際四季服裝品牌，當中國際羽絨品牌如加拿大鵝(Canada Goose) 和 Moncler 和主要定位於國內的高端市場，國際四季品牌(包括快時尚品牌) 例如 Uniqlo (優衣庫) 和 JACK & JONES (傑克瓊斯) 等主要定位中端市場，而國內羽絨服品牌則定位中端和低端市場。當中低端市場的競爭激烈和品質較參差。

圖六：國內羽絨市場品牌分佈



來源：Phillip Securities Research

國際品牌進駐內地，羽絨市場消費升級

從定價上而言，國內羽絨服品牌價格坐落於 199 至 4000 元人民幣，當中波斯登秋季羽絨服的平均售價在 1100-1200 元人民幣。而定位高端時尚奢侈品的國際羽絨品牌如 Canada Goose 和 Moncler 在國內定價由 8,000 至 10,000 人民幣不等。

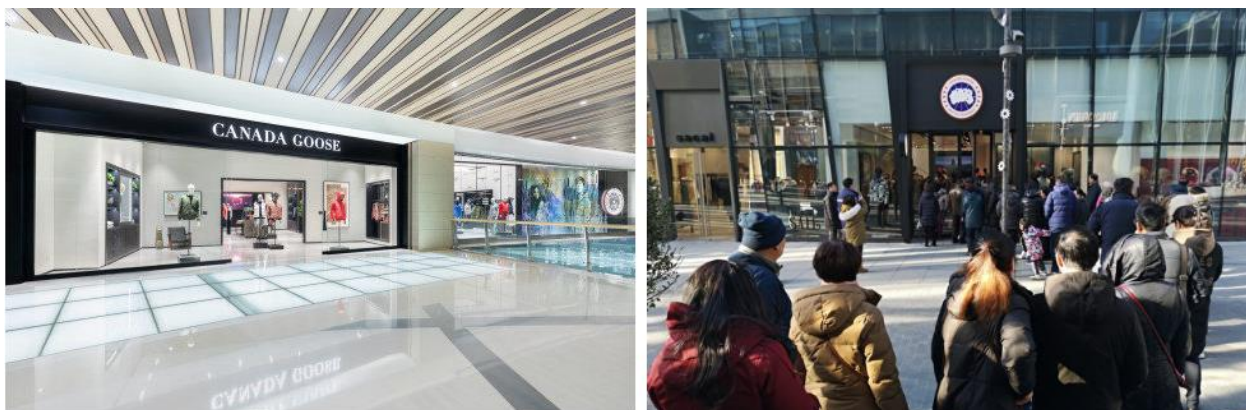
圖七：國內羽絨平均單價



來源：前瞻市場研究院，Phillip Securities Research

據中國報告大廳在 2019 年所做的統計，目前中國國內的羽絨普及率約 10%，較歐美國家的 30%-70% 低，意味中國的羽絨市場有潛在增長空間。近年，Canada Goose 和 Moncler 看準機會在中國加速拓展，自 2018 年底起，Canada Goose 已先後在香港、北京和沈陽開設三間專門店，亦計劃在中國再開設兩間專門店。

圖八：Canada Goose 在沈陽萬象城和北京的專賣店



來源：Google

隨著國際品牌進入中國市場，國內的羽絨市場消費水平提高。國外品牌的羽絨的品牌價值加上其質量和售後保障令其可以在定價上較國內品牌高出數倍。消費者對羽絨要求提高，在一定程度上提高消費者的心理價格，為羽絨行業提供提價空間，波司登在 2019 的秋季羽絨平均售價較 2018 年增加逾 50%，其他產品平均加幅約 20%-30%。目前國內相對缺乏中高端市場定位的參與者，在中端市場和高端市場中的缺口較大。未來有空間予業內高品質羽絨品牌進一步提高價格。

中國羽絨工業協會提高質量標準

在 2019 年底，中國羽絨工業協會公佈首個羽絨行業白皮書—《中國羽絨行業高質量發展白皮書》，從多個角度介紹中國羽絨行業市場和品質基礎狀況。同時推動行業提升質素的目標和發展。當中指出在 2019 年制定的《膠水羽絨評估方法》標準實施後，膠水絨的檢出率由從前的約 30% 下降至不足 10%。另外，羽絨服裝指標(GB/T 14272) 亦即將修訂完成，新版羽絨服標準接軌國際標準，提升行業品質。

今年 5 月，北京市市場監督管理局公佈了一批不合格的成人服裝產品，一些國際品牌和快時尚品牌涉及其中。Zara、Coach 和 Versace 的羽絨服分別被指在多方面不合格。中國近年加大服裝品質監控，所影響的不單是低端市場，奢侈品牌亦未能幸免。近年來，削減生產成本普遍均為各大品牌的主要目標，在中國市場提高致力提高產品水平時，預計將對定位低端市場的參與者影響較大，為他們帶來成本壓力，同時低端市場的整體價格將會上升。市場消費水平上升將有利本身有能力生產合品質羽絨的參與者，為他們帶來提價的空間。

公司競爭優勢

國內羽絨市場目前在中高端至高端市場缺乏國產品牌的參與。在過往，國產品牌不論在產品設計、供應鏈和品牌形象都與國際品牌有一段距離，使國產品牌對比國際品牌處於弱勢，只能以較低價格，高性價比的策略定位市場上的低端至中端市場。作為國內羽絨品牌的龍頭，公司在生產技術，供應鏈管理均有不輸國際品牌的實力。

羽絨屬於功能性服裝，市場競爭重點與其他服飾細分品類不同，更著重於產品的功能性，而非單單品牌形象。作為產業龍頭和多年的品牌代工經驗，公司對上下游生產鏈均有較強的掌控，有助提高公司的競爭力。同時隨著國內服裝品質標準不斷提高，公司可透過其經驗在成本控制和品質監管上取得平衡。

從產品而言，公司主品牌目前主力定價水平為 1000-1800 元人民幣，在公司的戰略下，透過持續改善產品定位，品牌形象和產品結構，預期能帶動價格增長，公司目標將主品牌主力價位提升至 1800-2000 元人民幣的水平。公司在過去一年與國際知名設計師推出聯名系列，包括高緹耶(Jean-Paul Gaultier) 和高田賢三等知名設計師。同時公司活躍在國際間的時裝活動，在過去一年到加拿大、米蘭和英國等地參與時裝展。

圖九：與波司登合作的設計師包括知名品牌的前設計師



來源：公司官網

公司計劃未來繼續與設計師合作推出聯名系列，並在合作設計師的水平和地位亦期望能提高，以提升品牌的形象和產品價位。公司在品牌營銷上亦會進一步加強，不論在廣告和門店上將投入更多資源，務求在產品設計，品牌形象上改善以吸引更多年輕消費群體。

圖十：國內和國際知名影量擔任品牌代言人



來源：公司官網

財務分析及預測

收入分析

在收入方面，公司自上市後開始發展多元化業務，在 2008/09 財年開始收購並拓展不同品牌以實施其多元化戰略。在戰略的初期階段，公司的收入按年上升，公司非羽絨服部門於 2012 財年的收入逾 10 億人民幣。及後迎來服裝市場低迷，公司收入連續 4 年下滑。公司在 2017 年開始對其主品牌進行革新，推動羽絨服收入，FY17 來自羽絨服的收入同比增加 15.14%。公司在 2018 年提出聚焦羽絨服主業務，公司於 FY19 和 FY20 的收入同比增長分別為 16.92% 和 17.40%，而當中來自品牌羽絨服的分別增加 35.51% 和 24.23%，來自羽絨服業務的收入佔比亦從過往平均不足 7 成上升至 FY20 的 78%。

圖十一：公司在上市後的收入增長



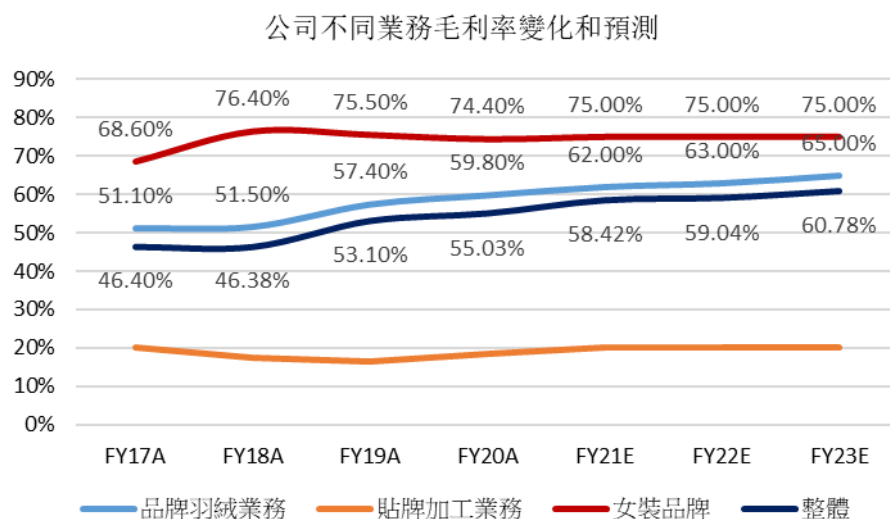
來源：公司報告，Phillip Securities Research

主品牌在過往年度的零售金額亦增加 30% 以上。公司在品牌改革的初期漸見成效，新品的價格亦較以往提高，公司計劃在五年內將價格提高至 1800-2000 元，預計公司於品牌羽絨的收入增長將較其他分部大。但受疫情影響，公司去年期末存貨上升近 8 億人民幣，當中大部分為製成品，來年預計將主力於去存貨，預期將抵消公司來年的增長，我們預計公司來年來自羽絨收入較去年同期減少 5%，於 FY22 能回復升軌。

盈利能力

公司過往五年的毛利率穩定上升，公司 2018 年 2019 年和 2020 年的毛利率分別為 46.4%，53.1% 和 55.0%。主要原因受惠於公司收入結構改善同時品牌羽絨毛利率同時按年上升，公司近年羽絨品牌收入佔比增加，而羽絨服的毛利率亦由 2016 年平均 50.0% 上升至 2020 年的 59.8%，上升約 9.8 百分點，當中主品牌波司登的毛利率在公司進行品牌改革後亦由 2018 年的 56.4% 上升至 2020 年的 63.4%。相信公司在渠道改善和品牌重新定位後能進一步提高整體毛利率，公司羽絨服平均毛利率預計能上升至 65%，預期 2021 年和 2022 年的毛利分別為 56.07 億和 72.45 億，對應毛利率 57.6% 和 58.1%。

圖十二：公司不同業務毛利率變化及預測

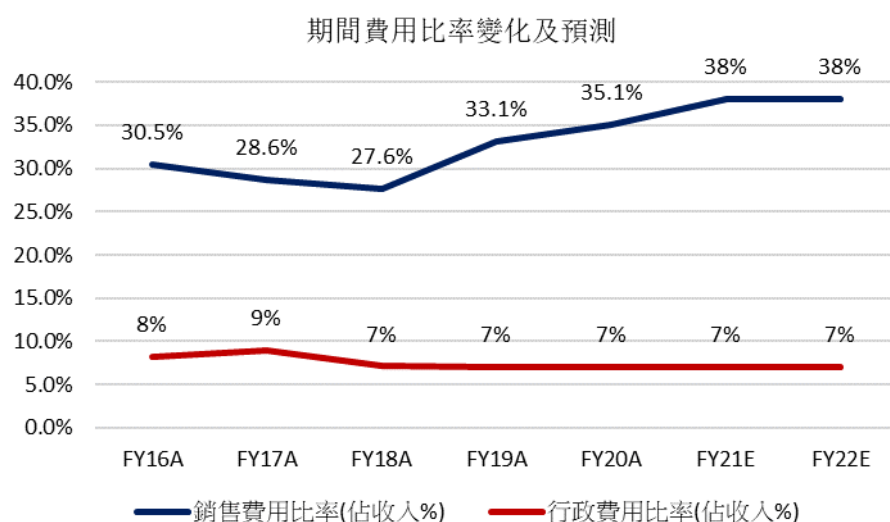


來源：公司報告，Phillip Securities Research

期間費用

公司的銷售費用比在過去三年持續上升，由 2018 年的 27.6% 上升 7.5 個百分點至 2020 年的 35.1%，主因為公司在改善品牌形象時招致額外的開支，期間公司主品牌的自營專賣店由 2018 年的 552 增加至 2020 年的 1026 間，增加約 85%。公司的銷售費用預計將進一步提升，維持約 38% 的水平。而行政費用在過往 3 年的表現穩定，維持在收入的 7%，預計未來亦會維持在相若的水平。

圖十三：公司期間費用比率變化及預測



來源：公司報告，Phillip Securities Research

公司估值

過去一年品牌重新訂位策略初見成效，公司主品牌有望填補市場上空白的位
置，未來業績有望保持增長。新冠肺炎對公司收入影響較輕，同時功能性服飾
的需求彈性較低，預期公司收入能在疫症過後快速回復。國內羽絨市場的其他
競爭對手普遍規模較小，以港股中同樣以功能性服飾為主業務的公司安踏體
育、李寧和海外羽絨品牌 Canada Goose 和 Moncler，其平均估值為 27.3x 市
盈率，

我們預計公司 2021/2022 年的每股盈利為 11.13/13.97 仙人民幣。給予目標價
2.89 港元對應 2021/2022 年 23.36/18.62 倍預期市盈率。
(現價截至 7 月 15 日)

投資風險

- 受疫情影響公司庫存上升，去存貨或對收入帶來負面影響
- 女裝業務發展不如預期
- 公司未能有效改革，消費者未能接受品牌新定位
- 行業競爭加劇

同業比較

Company	Stock Code	CP	Mkt Cap	P/E				P/B			
				TTM	2019	2020	2021	TTM	2019	2020	2021
		(Base)	('mn CNY)								
Anta Sports	2020 hk equity	70.55	178,779	33.3x	32.3x	31.7x	22.6x	8.9x	9.1x	7.4x	6.0x
Li Ning	2331 hk equity	24.00	55,446	36.2x	37.5x	35.5x	26.2x	7.2x	7.6x	6.6x	5.4x
Canada Goose	Goos US equity	22.12	17,346	-	23.6x	23.2x	35.6x	-	8.6x	6.4x	5.3x
Moncler	Monc IM equity	34.14	70,721	24.0x	23.9x	38.7x	27.2x	6.6x	6.5x	5.8x	5.0x
Average				31.2x	29.4x	32.2x	27.9x	7.6x	7.9x	6.5x	5.4x
Bosideng	3998 hk equity	2.28	21,891	18.1x	25.5x	18.0x	14.5x	2.1x	2.2x	2.1x	2.0x

來源：Bloomberg, Phillip Securities Research

FYE DEC	FY19	FY20	FY21E	FY22E	FY23E
Valuation Ratio					
P/E ratio	26.96	22.29	22.56	17.97	13.24
P/B ratio	2.23	2.16	2.07	1.95	1.79
Dividend Yield (%)	3.19%	3.58%	3.13%	3.51%	4.06%
Per share data (RMB)					
EPS	9.32	11.27	11.13	13.97	18.97
BVPS	0.91	0.94	0.98	1.04	1.14
DPS (HKD)	8.00	9.00	7.85	8.82	10.19
Growth & Margin					
Growth					
Revenue	16.9%	17.4%	-7.3%	32.3%	18.7%
Operating income	48.4%	16.6%	10.7%	25.6%	32.4%
Net income	59.4%	22.6%	-1.2%	25.5%	35.8%
Margins					
Gross Profit Margin	53.1%	55.0%	58.4%	59.0%	60.8%
Operating profit Margin	13.2%	13.1%	15.7%	14.9%	16.6%
Net Profit Margin	9.5%	9.9%	10.5%	10.0%	11.4%
Key Ratios					
ROE	10%	12%	11%	13%	16%
ROA	7%	7%	7%	8%	11%

來源：Phillip Securities Research

財務數據

Income Statement (CNY\$ mn)

	FY19A	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E
Branded Down Apparel	7,658	9,513	9,037	12,200	14,640
OEM Mgt.	1,368	1,611	1,289	1,676	1,927
Ladieswear	1,202	983	934	1,074	1,181
other	156	84	42	-	-
Revenue	10,383	12,191	11,302	14,949	17,748
Growth (%) YoY	17%	17%	-7%	32%	19%
COGS	(4,870)	(5,482)	(4,699)	(6,123)	(6,961)
Gross Profit	5,514	6,709	6,603	8,826	10,787
Gross margin (%)	53%	55%	58%	59%	61%
other income	91	187	252	124	143
Selling & distribution	(3,440)	(4,276)	(4,295)	(5,681)	(6,744)
Admin	(729)	(853)	(791)	(1,046)	(1,242)
Other opex	(22)	(69)	-	-	-
Total opex	(4,234)	(5,297)	(5,086)	(6,727)	(7,987)
Operating income (EBIT)	1,371	1,599	1,769	2,223	2,944
Operating Margin(%)	13%	13%	16%	15%	17%
Finance income	187	193	193	193	193
Finance costs	(163)	(192)	(174)	(174)	(174)
Pre-tax profit	1,394	1,600	1,595	2,049	2,769
Tax	(389)	(405)	(415)	(533)	(720)
Minority interest	(24)	8	9	(24)	(24)
Net profit	981	1,203	1,189	1,492	2,025
Net margin(%)	9.5%	9.9%	10.5%	10.0%	11.4%
EPS (CNY\$ cent)	9.32	11.27	11.13	13.97	18.97

來源：Phillip Securities Research

Cash Flow Statement (CNY\$ mn)

	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E	FY23E
Operating cash flow					
EBITDA	1,584	1,881	2,160	2,567	3,264
Chg in working cap	264	(62)	281	(834)	(598)
Others	50	(181)	-	-	-
Cash from operating	1,898	1,638	2,441	1,734	2,666
Tax	(389)	(405)	(365)	(415)	(533)
Net Cash from operation	1,509	1,233	2,077	1,319	2,134
Investing cash flow					
Cash from investing	(253)	612	(133)	(211)	(196)
FCF	1,257	1,845	1,944	1,108	1,938
Financing cash flow					
Issue of Bond	-	1,671	-	-	-
Dividends paid	(739)	(881)	(749)	(862)	(991)
Others	(617)	(810)	(174)	(174)	(174)
Cash from financing	(1,356)	(8)	(923)	(1,036)	(1,165)
Net increase (decrease) in cash	(99)	1,837	1,021	72	773
Exchange rate or other adj	60	47	-	-	-
Opening cash balance	1,794	1,754	3,639	4,659	4,732
Closing cash balance	1,754	3,639	4,659	4,732	5,504

來源：Phillip Securities Research

Balance Sheet (CNY\$ mn)

	FY19A	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E
Non-current assets					
Property & Equipment	1,024	2,173	1,915	1,781	1,656
LT investment and Receivables	285	271	271	271	271
Other Long Term Asset	835	811	811	811	811
Total non-current assets	3,945	4,909	4,651	4,517	4,392
Restricted Bank deposits	902	568	568	568	568
Accounts Receivable	1,035	1,197	1,858	2,457	2,918
Inventory	1,931	2,726	1,609	2,097	2,384
Cash	1,754	3,639	4,659	4,732	5,504
Other Short Term Asset	1,099	1,068	-	-	-
Total current asset	11,138	12,470	11,967	13,127	14,647
Total Assets	15,083	17,379	16,617	17,643	19,038
Liabilities					
Current Liabilities					
Accounts Payable	1,216	1,818	837	1,090	1,240
Tax Payable	463	365	415	533	720
Bank and other borrowing	1,628	818	818	818	818
Leasing liabilities	-	261	-	-	-
Other Liabilities	1,490	1,429	1,429	1,429	1,429
	4,796	4,690	3,498	3,869	4,206
Non-current Liabilities					
Debt	-	-	-	-	-
Bond payable	-	1,671	1,671	1,671	1,671
Other Liabilities	178	615	615	615	615
	178	2,286	2,286	2,286	2,286
Total Liabilities	4,974	6,976	5,784	6,155	6,492
Shareholder's Equity					
Equity Capital	1	1	1	1	1
Retained Earnings	9,898	10,213	10,652	11,283	12,317
Minority/Non Controlling Interest	210	189	180	204	228
Shareholder's Equity	10,109	10,403	10,834	11,488	12,546
Total Liabilities & Shareholder's Equity	15,083	17,379	16,617	17,643	19,038

來源： Phillip Securities Research

(現價截至 7 月 15 日)

PHILLIP RESEARCH STOCK SELECTION SYSTEMS

Total Return	Recommendation	Rating	Remarks
>+20%	Buy	1	>20% upside from the current price
+5% to +20%	Accumulate	2	+5% to +20% upside from the current price
-5% to +5%	Neutral	3	Trade within $\pm 5\%$ from the current price
-5% to -20%	Reduce	4	-5% to -20% downside from the current price
<-20%	Sell	5	>20% downside from the current price

We do not base our recommendations entirely on the above quantitative return bands. We consider qualitative factors like (but not limited to) a stock's risk reward profile, market sentiment, recent rate of share price appreciation, presence or absence of stock price catalysts, and speculative undertones surrounding the stock, before making our final recommendation

GENERAL DISCLAIMER

This publication is prepared by Phillip Securities (Hong Kong) Ltd ("Phillip Securities"). By receiving or reading this publication, you agree to be bound by the terms and limitations set out below.

This publication shall not be reproduced in whole or in part, distributed or published by you for any purpose. Phillip Securities shall not be liable for any direct or consequential loss arising from any use of material contained in this publication.

The information contained in this publication has been obtained from public sources which Phillip Securities has no reason to believe are unreliable and any analysis, forecasts, projections, expectations and opinions (collectively the "Research") contained in this publication are based on such information and are expressions of belief only. Phillip Securities has not verified this information and no representation or warranty, express or implied, is made that such information or Research is accurate, complete or verified or should be relied upon as such. Any such information or Research contained in this publication is subject to change, and Phillip Securities shall not have any responsibility to maintain the information or Research made available or to supply any corrections, updates or releases in connection therewith. In no event will Phillip Securities be liable for any special, indirect, incidental or consequential damages which may be incurred from the use of the information or Research made available, even if it has been advised of the possibility of such damages.

Any opinions, forecasts, assumptions, estimates, valuations and prices contained in this material are as of the date indicated and are subject to change at any time without prior notice.

This material is intended for general circulation only and does not take into account the specific investment objectives, financial situation or particular needs of any particular person. The products mentioned in this material may not be suitable for all investors and a person receiving or reading this material should seek advice from a financial adviser regarding the suitability of such products, taking into account the specific investment objectives, financial situation or particular needs of that person, before making a commitment to invest in any of such products.

This publication should not be relied upon as authoritative without further being subject to the recipient's own independent verification and exercise of judgment. The fact that this publication has been made available constitutes neither a recommendation to enter into a particular transaction nor a representation that any product described in this material is suitable or appropriate for the recipient. Recipients should be aware that many of the products which may be described in this publication involve significant risks and may not be suitable for all investors, and that any decision to enter into transactions involving such products should not be made unless all such risks are understood and an independent determination has been made that such transactions would be appropriate. Any discussion of the risks contained herein with respect to any product should not be considered to be a disclosure of all risks or a complete discussion of such risks.

Nothing in this report shall be construed to be an offer or solicitation for the purchase or sale of a security. Any decision to purchase securities mentioned in this research should take into account existing public information, including any registered prospectus in respect of such security.

Disclosure of Interest

Analyst Disclosure: Neither the analyst(s) preparing this report nor his associate has any financial interest in or serves as an officer of the listed corporation covered in this report.

Firm's Disclosure: Phillip Securities does not have any investment banking relationship with the listed corporation covered in this report nor any financial interest of 1% or more of the market capitalization in the listed corporation. In addition, no executive staff of Phillip Securities serves as an officer of the listed corporation.

Availability

The information, tools and material presented herein are not directed, intended for distribution to or use by, any person or entity in any jurisdiction or country where such distribution, publication, availability or use would be contrary to the applicable law or regulation or which would subject Phillip Securities to any registration or licensing or other requirement, or penalty for contravention of such requirements within such jurisdiction.

Information contained herein is based on sources that Phillip Securities (Hong Kong) Limited ("PSHK") believed to be accurate. PSHK does not bear responsibility for any loss occasioned by reliance placed upon the contents hereof. PSHK (or its affiliates or employees) may have positions in relevant investment products. For details of different product's risks, please visit the Risk Disclosures Statement on <http://www.phillip.com.hk>.

© 2020 Phillip Securities (Hong Kong) Limited

Contact Information (Regional Member Companies)
SINGAPORE
Phillip Securities Pte Ltd

250 North Bridge Road, #06-00 Raffles City Tower,
Singapore 179101

Tel : (65) 6533 6001 Fax: (65) 6535 3834

www.phillip.com.sg

INDONESIA
PT Phillip Securities Indonesia

ANZ Tower Level 23B, Jl Jend Sudirman Kav 33A,
Jakarta 10220, Indonesia

Tel (62) 21 5790 0800 Fax: (62) 21 5790 0809

www.phillip.co.id

THAILAND
Phillip Securities (Thailand) Public Co. Ltd.

15th Floor, Vorawat Building, 849 Silom Road,
Silom, Bangrak, Bangkok 10500 Thailand

Tel (66) 2 2268 0999 Fax: (66) 2 2268 0921

www.phillip.co.th

UNITED STATES
Phillip Futures Inc.

141 W Jackson Blvd Ste 3050

The Chicago Board of Trade Building

Chicago, IL 60604 USA

Tel (1) 312 356 9000 Fax: (1) 312 356 9005

MALAYSIA
Phillip Capital Management Sdn Bhd

B-3-6 Block B Level 3, Megan Avenue II,
No. 12, Jalan Yap Kwan Seng, 50450 Kuala Lumpur

Tel (60) 3 2162 8841 Fax (60) 3 2166 5099

www.poems.com.my

CHINA
Phillip Financial Advisory (Shanghai) Co. Ltd.

No 436 Heng Feng Road, Green Tech Tower Unit 604
Shanghai 200 070

Tel (86) 21 5169 9400 Fax: (86) 21 6091 1155

www.phillip.com.cn

FRANCE
King & Shaxson Capital Ltd.

3rd Floor, 35 Rue de la Bienfaisance
75008 Paris France

Tel (33) 1 4563 3100 Fax : (33) 1 4563 6017

www.kingandshaxson.com

AUSTRALIA
PhillipCapital Australia

L Level 10, 330 Collins Street

Melbourne VIC 3000 Australia

Tel: (61) 3 9618 8238 Fax: (61) 3 9200 2277

www.phillipcapital.com.au

HONG KONG
Phillip Securities (HK) Ltd

11/F United Centre 95 Queensway Hong Kong

Tel (852) 2277 6600 Fax: (852) 2868 5307

www.phillip.com.hk

JAPAN
Phillip Securities Japan, Ltd

4-2 Nihonbashi Kabutocho, Chuo-ku
Tokyo 103-0026

Tel: (81) 3 3666 2101 Fax: (81) 3 3664 0141

www.phillip.co.jp

INDIA
PhillipCapital (India) Private Limited

No. 1, 18th Floor, Urmi Estate, 95 Ganpatrao Kadam Marg,
Lower Parel West, Mumbai 400013

Tel: (9122) 2300 2999 Fax: (9122) 6667 9955

www.phillipcapital.in

UNITED KINGDOM
King & Shaxson Ltd.

6th Floor, Candlewick House, 120 Cannon Street
London, EC4N 6AS

Tel (44) 20 7929 5300 Fax: (44) 20 7283 6835

www.kingandshaxson.com

SRI LANKA
Asha Phillip Securities Limited

Level 4, Millennium House, 46/58 Navam Mawatha,
Colombo 2, Sri Lanka

Tel: (94) 11 2429 100 Fax: (94) 11 2429 199

www.ashaphillip.net/home.htm