

## 【广发海外&纺服】波司登 (03998.HK)

### 公告授出购股权和收购物流公司，进一步推动未来发展

#### 核心观点:

- **公司公告向独立顾问公司授出购股权，进一步调动内外资源。**公司公告向智胜公司授予最多 1 亿股新股购股权，占已发行股份总数的 0.93%，授出日期为今年 10 月 23 日，行使价 3.41 港元/股，有效期自今年 10 月 23 日起 48 个月，达成归属标准及条件后，在有效期内按照 30%、30%、40% 的比例归属于智胜公司。智胜公司是公司的独立顾问公司，为公司提供多方位战略咨询。继 2016 年至今公司四次向员工授出股份奖励或购股权之后，此次公司向独立第三方顾问授出购股权，有助于进一步调动内外部资源，共同推动公司未来持续高质量发展。
- **公司公告收购物流公司，整合物流资源，保障长远发展。**公司公告旗下全资附属公司将以人民币 5.60 亿元收购控股股东旗下波司登股份有限公司持有的苏州波司登物流有限公司全部股权。标的公司于今年 9 月 29 日获得注入的物业（物流园），之前由公司于 2019/20 财年开始向母集团租赁（主要服务羽绒服业务和贴牌加工业务），此次收购，一方面有助于公司降低租金成本，提升盈利能力，另一方面有利于公司物流资源整合，更好的满足消费者对商品更快速更精准配送的需求。
- **我们看好公司下半财年业绩有望实现快速增长。**首先，公司近年经营韧性显著增强。其次，公司秋冬新品十一前后陆续上市，销售表现好，近期天猫双十一预售，根据亿邦动力报道，预售前 2 日波司登品牌分别列男装和女装第一。最后，虽然受疫情影响，公司上一财年期末库存有所增加，但预计之前通过反季销售，库存去化符合预期。
- **20/21-22/23 财年预计 EPS 光从账面对**应 20/21 财年市盈率仅 22 倍，参考可比公司平均估值，给予公司 20/21 财年 27 倍市盈率，对应合理价值 4.08 港元/股，维持“买入”评级。
- **风险提示：**汇率波动风险；商誉减值风险；经营风险。

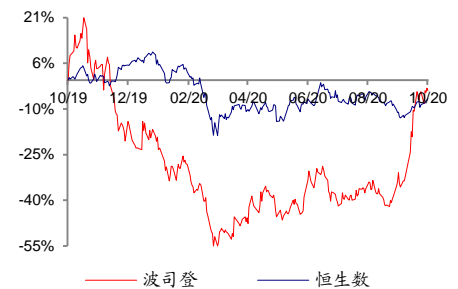
#### 盈利预测:

人民币	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	10,383.45	12,190.54	13,812.52	16,270.13	19,210.75
增长率 (%)	16.9%	17.4%	13.3%	17.8%	18.1%
EBITDA (百万元)	1,656.57	1,937.44	2,748.95	3,336.43	4,023.68
归母净利润 (百万元)	981.32	1,218.90	1,449.42	1,804.51	2,218.68
增长率 (%)	59.4%	24.2%	18.9%	24.5%	23.0%
EPS (元/股)	0.09	0.11	0.13	0.17	0.21
市盈率 (P/E)	7.21	14.59	21.80	17.51	14.24
ROE (%)	9.91	11.93	13.70	16.36	19.16
EV/EBITDA	4.20	8.11	10.36	8.25	6.57

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

公司评级	买入
当前价格	3.41 港元
合理价值	4.08 港元
前次评级	买入
报告日期	2020-10-26

#### 相对市场表现



#### 分析师:

糜韩杰



SAC 执证号: S0260516020001



SFC CE No. BPH764



021-38003650



mihanjie@gf.com.cn

#### 相关究:

【广发纺服&海外】波司登 (03998.HK): 进入羽绒服销

2020-10-06

期待

【广发纺服】波司登 (03998.HK): 公告 19/20 财

2020-06-28

年业绩，品牌羽绒服主业营收创历史新高

【广发纺服】波司登 (03998.HK): 经营韧性强，

2020-06-15

发展潜力大，看好公司未来二次起跳

## 一、向独立顾问公司授出购股权，进一步调动内外资源

公司公告向智胜公司授予最多1亿股新股购股权，占已发行股份总数的0.93%，授出日期为2020年10月23日，行使价3.41港元/股，有效期自2020年10月23日起48个月，达成归属标准及条件后，在有效期内按照30%、30%、40%的比例归属于智胜公司。归属标准及条件包括2020/21、2021/22、2022/23财年公司的整体综合财务业绩、波司登品牌未来3个财年的业绩标及波司登品牌的竞争战略目标等。智胜公司是公司的独立顾问公司，为公司提供多方位战略咨询，智胜公司的3位创始人也是君智公司的创始人，君智公司从2017年开始为公司提供战略咨询，充分挖掘波司登品牌的核心资产，明确品牌发展定位，协助制定品牌战略方案，跟进推动战略落地，成功协助公司重振品牌，赢得时代主流人群的认可，实现品牌势能提升和业绩增长双丰收。

此次公司继2016年至今四次向员工授出股份奖励或购股权之后，向独立第三方顾问授出购股权，既体现出对于独立顾问公司专业能力的认可，开启双方新一轮合作，又有助于公司进一步调动内外部资源，统一目标、方向和行动，高效协同共同推动公司未来持续高质量发展。从2016年至今四次向员工授出股份奖励或购股权的效果看，只有达到归属标准及条件（收入净利润等考核标及相关 KPI标），购股权才能够归属，有效推动了公司品牌的转型升级和业务的快速增长。

表1：2016年至今公司授出股份奖励或购股权

日期	激励	对象	价格	股份数（百万股）	占已发行股份总数
2016	奖励股份	员)	0.33 港元/股	180.9	2.04%
	购股权	66名选定人士（公司董事、高级管理人员及雇员）	0.71 港元/股	180.9	2.04%
2018年3月5日	奖励股份	55名选定人士（公司董事、高级管理人员及雇员）	0.34 港元/股	80.6	0.75%
	购股权	55名选定人士（公司董事、高级管理人员及雇员）	0.69 港元/股	80.6	0.75%
2018年10月26日	购股权	公司董事、高级管理人员及雇员		260	2.43%
2020年4月23日	奖励股份	7名选定人士（公司董事、高级管理人员及雇员）	0.97 港元/股	87	0.81%
	购股权	73名选定人士（公司董事、高级管理人员及雇员）	1.94 港元/股	330	3.08%
2020年10月23日	购股权	独立顾问公司	3.41 港元/股	100	0.93%

数据来源：公司证券/股本公告；广发证券发展研究中心

## 二、收购物流公司，整合物流资源，保障长远发展

公司公告旗下全资附属公司将以人民币5.60亿元收购控股股东旗下波司登股份有限公司持有的苏州波司登物流有限公司全部股权。苏州波司登物流有限公司于2020年9月29日获得注入的物业（物流园），该物业分别包括位于常熟市古里镇紫芙沪宜路145号及常熟市古里镇20榭道北侧、常嘉高速东侧的土地的土地使用权及建于该土地上的建筑物，总建筑面积19.2万平方米。该物业之前由公司于2019/20财年开始向

母集团租赁，2019/20财年和2020/21财年上半年分别产生人民币1451万元和1043万元的租金，2019/20财年产生的租金未满一年，以2020/21财年上半年产生的租金计算，每天约人民币0.30元，参考高力国际官方微信，常熟目前物流仓储的平均出租率为96%，净有效租金每天每平方人民币0.95元，该物业目前租金低于市场平均水平主要由于其尚处于产能爬坡期，未来随着产能利用率的持续提升，租金有望逐步趋于市场平均水平。

我们认为此次收购，一方面有助于公司降低租金成本，提升盈利能力，另一方面有利于公司物流资源整合，更好的满足消费者对商品更快速更精准配送的需求，另外物流园将主要服务公司的羽绒服业务和贴牌加工业务，保障公司长远发展。

图1：2020年上半年华东区域物流仓储租金情况（人民币）



数据来源：高力国际；广发证券发展研究中心

### 三、看好公司下半财年业绩有望实现快速增长

首先，公司近年经营韧性显著增强，暖冬年份业绩稳健增长，非暖冬年份业绩大幅增长。同时国家气候中心预计今冬将形成拉尼娜事件，根据对21世纪以来发生的5次拉尼娜事件的综合分析表明，在拉尼娜年的冬季，我国东部大部地区气温总体上较常年同期偏低。其次，公司秋冬新品十一前后陆续上市，销售表现好，近期天猫双十一预售，根据亿邦动力报道，预售前2日波司登品牌分别列男装和女装第一。

末库存有所增加，但我们预计通过反季销

售，公司库存去化符合预期。

图2: 天猫双十一女装品牌预售榜单



图3: 天猫双十一男装品牌预售榜单



数据来源: 亿邦动力; 广发证券发展研究中心

数据来源: 亿邦动力; 广发证券发展研究中心

## 四、盈利预测和投资建议

20/21-22/23财年预计公司归母净利润为人民币14.49、18.05、22.19亿元, 同比增长18.9%、24.5%、23.0%, 对应EPS为人民币0.13元/股、0.17元/股、0.21元/股。

现价(3.41港元/股)对应20/21财年市盈率仅22倍, 参考可比公司平均估值, 给予

公司20/21财年27倍市盈率, 对应合理价值4.08港元/股, 维持“买入”评级。

表2: 可比公司平均估值

公司	代码	最新价格 (港元)					市盈率				
		2020/10/23	2019A	2020E	2021E	2022E	2019A	2020E	2021E	2022E	
安踏体育	02020.HK	86.60	2.22	2.26	3.28	4.08	39.04	38.31	26.39	21.23	
李宁	02331.HK	39.75	0.69	0.74	0.96	1.20	57.49	53.90	41.21	33.07	
滔搏	06110.HK	10.68	0.45	0.45	0.56	0.64	23.48	23.51	19.15	16.61	
申洲国际	02313.HK	140.00	3.78	4.05	4.81	5.56	36.99	34.58	29.11	25.16	
江南布衣	03306.HK	8.81	0.94	0.89	1.06	1.18	9.40	9.86	8.33	7.46	
国利郎	01234.HK	5.29	0.76	0.64	0.80	0.90	6.99	8.33	6.58	5.91	
最大值							57.49	53.90	41.21	33.07	
最小值							6.99	8.33	6.58	5.91	
平均数										18.24	
调整后平均							27.23	26.57	20.74	17.61	

数据来源: wind; 广发证券发展研究中心

注: 每股收益为 wind 一致预期

## 五、风险提示

### （一）汇率波动的风险

公司有若干现金及银行存货以港元或美元计值，如果港元、美元汇率发生重大波动，会对公司造成重大影响。

### （二）商誉减值的风险

公司品牌女装业务如果现金产生单位表现不加，根据使用贴现现金流量预测方法的评估，可收回金额低于帐面值，则存在需要确认减值亏损的风险。

### （三）业务的风险

如果年内天气状况不佳，公司设计遭遇竞争对手剽窃并以较低价格快速复制，包括公司无法开发迎合市场需求的新设计，无法维持有效的分销网络，无法制造足够产品以满足季节销售以及无法将库存控制在合理水平，都会影响公司的财务业绩。



至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>流动资产</b>	<b>11,138</b>	<b>12,470</b>	<b>13,480</b>	<b>15,114</b>	<b>17,035</b>
货币资金	2,657	4,207	5,230	6,186	7,299
应收及预付	2,134	2,264	2,332	2,556	2,826
存货	1,931	2,726	2,645	3,099	3,638
其他流动资产	4,417	3,273	3,273	3,273	3,273
<b>非流动资产</b>	<b>3,945</b>	<b>4,909</b>	<b>4,438</b>	<b>3,896</b>	<b>3,292</b>
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	1,024	1,390	1,222	983	681
在建工程	0	0	0	0	0
无形资产	1,800	1,654	1,351	1,049	746
其他长期资产	1,121	1,864	1,864	1,864	1,864
<b>资产总计</b>	<b>15,083</b>	<b>17,379</b>	<b>17,918</b>	<b>19,010</b>	<b>20,327</b>
<b>流动负债</b>	<b>4,796</b>	<b>4,690</b>	<b>4,876</b>	<b>5,529</b>	<b>6,306</b>
短期借款	1,628	818	817	817	817
应付及预收	2,700	3,241	3,379	3,959	4,647
其他流动负债	468	631	681	753	841
<b>非流动负债</b>	<b>178</b>	<b>2,286</b>	<b>2,286</b>	<b>2,286</b>	<b>2,286</b>
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	178	2,286	2,286	2,286	2,286
<b>负债合计</b>	<b>4,974</b>	<b>6,976</b>	<b>7,162</b>	<b>7,815</b>	<b>8,592</b>
股本	9,899	10,214	10,576	11,027	11,582
资本公积	0	0	0	0	0
留存收益	0	0	0	0	0
归属母公司股东权益	9,899	10,214	10,576	11,027	11,582
少数股东权益	210	189	180	168	153
<b>负债和股东权益</b>	<b>17,379</b>	<b>17,918</b>	<b>19,010</b>	<b>20,327</b>	

至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>营业收入</b>	<b>10,383</b>	<b>12,191</b>	<b>13,813</b>	<b>16,270</b>	
营业成本	-4870	-5482	-6229	-7298	-8567
营业税金及附加	0	0	0	0	0
销售费用	-3440	-4276	-4724	-5564	-6570
管理费用	-729	-853	-939	-1074	-1249
发费用	0	0	0	0	0
财务费用	-163	-192	-219	-219	-219
资产减值损失	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0	0
<b>营业利润</b>	<b>1,182</b>	<b>1,388</b>	<b>1,702</b>	<b>2,116</b>	<b>2,606</b>
营业外收支	213	212	200	253	306
<b>利润总额</b>	<b>1,394</b>				
所得税	-389	-389	-462	-576	-708
<b>净利润</b>	<b>1,006</b>	<b>1,211</b>	<b>1,440</b>	<b>1,793</b>	<b>2,204</b>
少数股东损益	24	-8	-10	-12	-15
<b>归属母公司净利润</b>	<b>981</b>	<b>1,219</b>	<b>1,449</b>	<b>1,805</b>	<b>2,219</b>
EBITDA	1,657	1,937	2,749	3,336	4,024
EPS (元)	0.09	0.11	0.13	0.17	0.21

至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>经营活动现金流</b>	<b>1,509</b>	<b>1,233</b>	<b>1,946</b>	<b>2,140</b>	<b>2,634</b>
净利润	1,038	1,001	1,440	1,793	2,204
折旧摊销	313	716	744	867	1,013
营运资金变动	264	-487	182	-46	-53
其它	-106	2	-421	-474	-530
<b>投资活动现金流</b>	<b>-253</b>	<b>626</b>	<b>-53</b>	<b>-49</b>	<b>-76</b>
资本支出	14,557	12,239	-400	-450	-532
投资变动	-14,999	-11,751	0	0	0
其他	189	139	347	401	456
<b>筹资活动现金流</b>	<b>-1,296</b>	<b>1,060</b>	<b>-868</b>	<b>-1,135</b>	<b>-1,445</b>
银行借款	-800	-862	0	0	0
股权融资	-28	282	0	0	0
其他	-469	1,640	-868	-1,135	-1,445
<b>现金净增加额</b>	<b>-40</b>	<b>2,919</b>	<b>1,025</b>	<b>955</b>	<b>1,113</b>
<b>期初现金余额</b>	<b>1,794</b>	<b>1,754</b>	<b>3,639</b>	<b>4,662</b>	<b>5,618</b>
<b>期末现金余额</b>	<b>1,754</b>	<b>3,639</b>	<b>4,662</b>	<b>5,618</b>	<b>6,731</b>

至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>成长能力</b>					
营业收入增长	16.92%	17.40%	13.31%	17.79%	18.07%
营业利润增长	33.97%	17.42%	22.65%	24.31%	23.18%
归母净利润增长	59.44%	24.21%	18.91%	24.50%	22.95%
<b>获利能力</b>					
毛利率	53.10%	55.03%	54.91%	55.15%	55.40%
净利率	9.45%	10.00%	10.49%	11.09%	11.55%
					19.16%
ROIC	23.19%	30.38%	39.60%	52.36%	69.88%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	32.98%	40.14%	39.97%	41.11%	42.27%
净负债比率	-10.18%	-32.58%	-41.03%	-47.96%	-55.23%
流动比率	2.32	2.66	2.76	2.73	2.70
速动比率	1.92	2.08	2.22	2.17	2.12
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.69	0.74	0.77	0.87	0.96
应收账款周转率	8.16	10.77	10.78	10.78	10.78
存货周转率	2.84	2.32	2.32	2.32	2.32
<b>每股标 (元)</b>					
每股收益	0.09	0.11	0.13	0.17	0.21
每股经营现金流	0.14	0.11	0.18	0.20	0.24
每股净资产	0.93	0.95	0.98	1.02	1.08
<b>估值比率</b>					
P/E	7.21	14.59	21.80	17.51	14.24
P/B	0.72	1.74	2.99	2.87	2.73
EV/EBITDA	4.20	8.11	10.36	8.25	6.57

## 广发纺织服装行业研究小组

糜韩杰：首席分析师，复旦大学经济学硕士，2016年进入广发证券发展研究中心。

## 广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。  
持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。  
卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

## 广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。  
增持：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。  
持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。  
卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

## 联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦35 楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北街 2号月坛大厦18层	上海市浦东新区南泉北 路429号泰康保险大厦 37楼	香港环干诺道 111 号永安心 14楼 1401-1410室
邮政编码	510627	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

## 法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于国（港澳台地区除外）的分销。广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

## 重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映究人员于发本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本究报告可能包括和 / 或描述 / 呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的究方法 / 分析的部分论点 / 依据 / 证据，以支持我们对所述相关行业 / 公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第 5 类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

## 权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本究报告所述公司在过去 12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。

## 版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。