

波司登 (03998.HK)

收购物流园优化供应链，授予期权彰显信心

公司公告收购物流公司同时向独立第三方顾问授予期权。公司10月23日公告：1)以5.6亿元收购苏州波司登物流有限公司100%股权，目标公司最终控制方为公司控股股东高德康，本次收购事项构成关联交易。2)向独立第三方顾问授予期权，公司授予予外部合作伙伴“智胜公司”1亿份购股权（股权为新股份，占现有股份比例为0.93%），行使价为3.41港币。

收购波司登物流，打造物流园，进一步提升供应链效率。优质的快反供应链系统、高效的订单及物流管理体系，以及先进的全域数据中台是公司突出的核心运营竞争优势。公司以5.6亿元收购苏州波司登物流公司（净资产也为5.6亿元）后，物流园将主要服务于公司的两大核心业务板块羽绒服业务及OEM业务，有利于公司资源分配进一步加强供应链稳定性，以适应当前电商业务、直营业务的快速发展。

利用期权绑定公司与第三方利益。本次股权授予对象为智胜公司，其3位创始人亦为君智公司的创始人。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。2016年以来公司进行过数次股权激励，绑定各中高管和公司利益，历次股权激励后公司收入业绩增速持续强劲。本次股权授予，公司将第三方专业咨询公司利益与公司绑定，有望形成利益协同。公司以市场价格授予，表现公司对未来发展信心。

新品上市，终端销售表现亮眼。目前2020年新品上市，公司坚持产品创新，在9月推出时尚运动系列融合时尚与自然元素，在10-11月将陆续有新系列产品上市拉动终端销售。我们预计10月黄金周期间公司线下流水实现翻倍增长，线上表现更为亮眼。在营销端，公司坚持明星代言、广告投入及时装周走秀活动等多维度营销。

展望全年，长期增长动力突出。我们认为FY20/21品牌升级红利持续释放，叠加上财年新店贡献，我们估算预计公司羽绒服业务在量价带动下能够实现收入双位数的增长。同时，作为提效的一年，我们预计FY20/21依然会进行渠道革新工作，但涉及数量相对较少。同时当前租金成本相对较低，预计在费用端能够进行有效控制。今年线上渠道仍然是公司的发展重点之一，我们预计今年线上渠道收入在羽绒服业务中占比提升至25%-30%。在渠道改革红利释放过程中公司业绩增速将会高于收入增速。

投资建议。公司是国民羽绒服第一品牌，长期看随着品牌转型、渠道革新、快反模式的建立，后续收入增长及盈利能力有望持续提升。考虑疫情影响，我们预计公司FY20/21~22/23归母净利润15.0/18.3/21.6亿元，对应FY20/21PE为21倍，维持“买入”评级。

风险提示：疫情持续时间超过预期，宏观经济增速放缓；主品牌复苏不达预期；暖冬影响终端销售情况。

财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	10383	12,191	13,854	16,090	18,512
增长率 yoy (%)	16.9	17.4	13.6	16.1	15.1
归母净利润(百万元)	981.3	1,203	1,499	1,830	2,164
增长率 yoy (%)	59.4	22.6	24.6	22.0	18.3
EPS 最新摊薄(元/股)	0.09	0.11	0.14	0.17	0.20
净资产收益率(%)	9.9	11.5	13.4	14.7	15.5
P/E(倍)	23.7	22.0	21.4	17.7	15.0
P/B(倍)	3.2	3.0	2.8	2.6	2.3

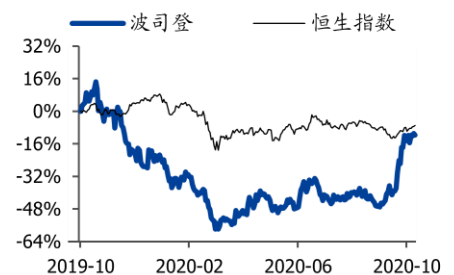
资料来源：贝格数据，国盛证券研究所

买入（维持）

股票信息

行业	纺织服装
前次评级	买入
最新收盘价	3.41
总市值(百万元)	26,836.70
总股本(百万股)	7,870.00
其中自由流通股(%)	100.00

股价走势



作者

分析师 鞠兴海

执业证书编号：S0680518030002

邮箱：juxinghai@gszq.com

分析师 杨莹

执业证书编号：S0680520070003

邮箱：yangying1@gszq.com

相关研究

- 《波司登 (03998.HK)：新品上市，羽绒服销售旺季到来》2020-10-08
- 《波司登 (03998.HK)：品牌持续升级，业绩表现靓丽》2020-06-24
- 《波司登 (03998.HK)：股权激励彰显信心，品牌持续升级有望拉动业绩增长》2020-04-26

财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	11138	12470	11822	15449	16651
现金	1754	3639	4095	4643	7573
应收票据及应收账款	1035	1197	1320	1835	1531
其他应收款	1099	1068	1394	1465	1825
预付账款	0	0	0	0	0
存货	1931	2726	1172	3666	1882
其他流动资产	5319	3841	3841	3841	3841
非流动资产	3945	4909	4553	4142	3768
长期投资	0	0	-108	-135	-169
固定资产	1024	1390	874	391	-57
无形资产	1800	1654	1601	1547	1494
其他非流动资产	1121	1864	2186	2338	2499
资产总计	15083	17379	16194	19031	19370
流动负债	4796	4690	3837	5283	3815
短期借款	1628	818	1942	1682	1517
应付票据及应付账款	1216	1616	0	1567	236
其他流动负债	1952	2257	1895	2035	2062
非流动负债	178	2286	929	1131	1449
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	178	2286	929	1131	1449
负债合计	4974	6976	4766	6414	5264
少数股东权益	1	1	1	1	1
股本	1957	1957	2147	2509	2951
资本公积	7941	8256	9063	9869	10899
留存收益	9899	10214	11210	12378	13850
归属母公司股东权益	210	189	217	239	256
负债和股东权益	15083	17379	16194	19031	19370

现金流量表 (百万元)

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	1509	944	803	639	2700
净利润	981	1203	1527	1852	2181
折旧摊销	226	177	181	181	181
财务费用	-115	-1	-32	-21	-86
投资损失	0	27	9	12	16
营运资金变动	264	-436	-873	-1373	424
其他经营现金流	152	-25	-9	-12	-16
投资活动现金流	-5533	1701	166	218	178
资本支出	-79	108	335	302	267
长期投资	-5838	-162	108	27	34
其他投资现金流	385	1756	-277	-111	-123
筹资活动现金流	-1359	0	-513	-309	52
短期借款	0	0	1157	-239	-78
长期借款	-800	0	0	0	0
普通股增加	-3	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	190	362	442
其他筹资现金流	-556	0	-1859	-432	-312
现金净增加额	-5383	2645	456	548	2930

利润表 (百万元)

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	10383	12191	13854	16090	18512
营业成本	4870	5482	6276	7208	8294
研发费用等其他	1	1	1	1	1
销售费用	3440	4276	4655	5358	6109
管理费用	729	853	942	1094	1296
财务费用	-115	-1	-32	-21	-86
利息收入	180	193	116	131	183
其他非经营性损益	-84	-67	0	0	0
投资净收益	0	-27	-9	-12	-16
营业利润	1358	1358	2005	2439	2884
其他收益及亏损	37	37	40	40	35
营业外支出	0	0	0	0	0
利润总额	1394	1600	2045	2479	2919
所得税	389	405	517	627	738
净利润	1006	1195	1527	1852	2181
少数股东损益	24	-8	28	22	17
归属母公司净利润	981	1203	1499	1830	2164
EBITDA	1506	1776	2193	2639	3014
EPS (元)	0.09	0.11	0.14	0.17	0.20

主要财务比率

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入(%)	16.9	17.4	13.6	16.1	15.1
营业利润(%)	35.7	0.0	47.7	21.7	18.3
归属于母公司净利润(%)	59.4	22.6	24.6	22.0	18.3
获利能力					
毛利率(%)	53.1	55.0	54.7	55.2	55.2
净利率(%)	9.5	9.9	10.8	11.4	11.7
ROE(%)	9.9	11.5	13.4	14.7	15.5
ROIC(%)	7.9	9.0	10.7	12.1	12.6
偿债能力					
资产负债率(%)	33.0	40.1	29.4	33.7	27.2
净负债比率(%)	31.8	32.1	5.9	14.0	-16.4
流动比率	2.3	2.7	3.1	2.9	4.4
速动比率	1.9	2.1	2.8	2.2	3.9
营运能力					
总资产周转率	0.7	0.8	0.8	0.9	1.0
应收账款周转率	10.3	10.9	11.0	10.2	11.0
应付账款周转率	5.6	3.9	9.0	9.2	9.2
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.09	0.11	0.14	0.17	0.20
每股经营现金流(最新摊薄)	0.14	0.09	0.07	0.06	0.25
每股净资产(最新摊薄)	0.94	0.97	1.06	1.17	1.31
估值比率					
P/E	23.7	22.0	21.4	17.7	15.0
P/B	3.2	3.0	2.8	2.6	2.3
EV/EBITDA	0.2	-0.2	10.2	8.3	6.3

资料来源: 贝格数据, 国盛证券研究所

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层

邮编：200120

电话：021-38934111

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com