

波司登(3998.HK)

点评报告

行业公司研究—纺织服装—

证券研究报告

# 引进长期战略咨询伙伴+整合物流资产，为未来发展夯实基础

## ——波司登点评报告

✍️ 分析师: 马莉 执业证书编号: S1230520070002  
☎️ 联系人: 陈腾曦、林骥川、詹陆雨  
✉️ : mail@stocke.com.cn

评级

买入

上次评级

买入

当前价格

HKD 3.41

### 报告导读

向第三方咨询机构授予购股权、收购集团物流园，均将对公司长期发展起到积极作用，维持“买入”评级。

### 投资要点

#### □ 公司向第三方咨询公司授予 1 亿份购股权，继续绑定利益

公司向第三方咨询机构授予 1 亿份购股权。本次被授予购股权的“智胜公司”其 3 位创始人亦为君智公司的创始人（君智从 2017 年开始为波司登提供战略咨询，充分挖掘波司登品牌的核心资产，帮助波司登寻找市场竞争机会，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，协助波司登品牌重新赢得时代主流人群的认可。）

本次购股权归属标准包括波司登品牌 FY21/22/23 的业绩指标及波司登品牌的竞争战略目标，归属时间为授出期权 12~48/24~48/36~48 个月的交易日（归属比例为 30%/30%/40%），购股权的行使价为 3.41 港元/股。

自 16 年以来，波司登已向集团雇员（包括董事、高级管理层及核心雇员）授出 12 亿股购股权，通过将公司利益与核心雇员绑定，波司登业绩也得到了明显增长。在此基础上，波司登希望通过购股权的授予进一步调动内外资源，绑定利益相关者助力集团提升长期业绩。

#### □ 波司登收购苏州波司登物流园 100% 股权，从效率和财务角度均对上市公司带来长期帮助

波司登上市公司旗下子公司向集团收购苏州波司登物流园。本次交易对价为 5.6 亿元，交易标的为位于江苏省常熟市古里镇的智能物流园，土地面积 22.1 万平方米/建筑面积 19.2 万平方米。波司登上市公司此前向集团租借该智能物流基地以提升运营及管理效率。

在此基础上，我们认为收购物流园有助于上市公司整合现有物流配送体系和仓储系统，更有效地进行仓储配置、更充分利用物流管理优势。与此同时，上市公司持有物流园可以更长远的规划自动化设备的布局，以满足长期业务的需求。

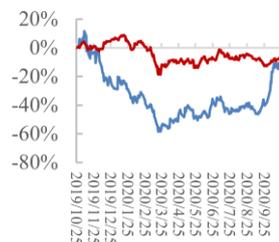
最后从财务方面，随着公司利用智能仓储物流的业务规模不断扩大、智能物流园利用率持续提升，若继续租用该物业，其租金（根据高力国际，常熟作为长三角核心地区其成熟物流仓储日租金接近 1.0 元/天，且仍在上涨）将逐步趋向市场化，将相较 FY20/21 上半年租金 1043 万上涨明显。预计未来，该智能物流园租金将远高于收购物业后的折旧费用（按照收购金额估算年折旧约 2000 万）。

#### □ 盈利预测及估值：

我们认为公司的这两项公告，均是其面向长期发展的积极布局。一方面绑定外部咨询公司利益有助于进一步调动内外资源，另一方面收购集团物流园从长期的财务角度和公司运营效率角度均有益处。同时，我们长期坚定看好公司品牌升级的战略大方向，同时认为短期公司有望受益冷冬进一步解决去年冬天由于特殊情况带来的库存问题，双十一预售中波司登亦列男装/女装品牌第一。我们预计 FY20/FY21/FY22 净利润 13.9 亿/19.0 亿/23.3 亿元，同比增长 15.5%/36.4%/23.1%，对应 PE 20X/14X/12X，维持“买入”评级。

#### □ 风险提示：疫情恶化超出预期，新品类扩张不及预期

— 波司登 — 恒生指数



### 公司简介

集团是中国最大的羽绒服企业，通过六大核心品，集团提供多种羽绒服产品以迎合不同阶层的消费者。

### 相关报告

1、《波司登：十一假期降温带动销售，拉开旺季序幕》2020-10-07

报告撰写人：马莉

联系人：陈腾曦、林骥川、詹陆雨

**财务摘要**

(百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E
主营收入	12,190.50	13,180.58	15,351.02	17,746.75
(+/-)	17.4%	8.1%	16.5%	15.6%
净利润	1,203.18	1,390.03	1,895.70	2,332.94
(+/-)	22.6%	15.5%	36.4%	23.1%
每股收益 (元)	0.11	0.13	0.18	0.22
P/E	22.6	19.5	14.3	11.6



## 股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 +20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 +10% ~ +20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

## 行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 +10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

## 法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 29 层

北京地址：北京市广安门大街 1 号深圳大厦 4 楼

深圳地址：深圳市福田区深南大道 2008 号凤凰大厦 2 栋 21E02

邮政编码：200127

电话：(8621) 80108518

传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<http://research.stocke.com.cn>