

## 要点梳理：

### BONITAS 主要论点：

1. 波司登自 2015 年以来捏造了 8.07 亿元的净利润，多报了 174%；
2. 在多次收购中（三个女装 Jessie, Buoubuou 和 Tianjin Ladieswear），人为地向未披露内幕交易方多支付 20 亿元；
3. 将价值 5600 万元的实物资产以 540 万元（相当于初始对价的 10%）的低价处置给董事长高德康；
4. 向拥有波司登 65%以上流通股的内部人士支付了巨额历史股息等。

国元国际研究部

研究员：高翔

SFC CE No. BMV271

电话：0755-21519155

Email: gaoxiang@gyzq.com.hk

### 公司对于以上四点均做出了回应

1. 做空机构使用的是中国信用报告，即中国会计准则的数据。公司用的是国际会计准则。因此会计准则在收入确认上是有差异的，机构用的准则下，收入会小于国际准则的数据。其次，机构的准则下每年结束于 12.31 的数据，而公司用的是 3.31 的数据，会计期间是不一致的。再次，报告中涵盖的合并公司仅仅十几家子公司，而实际应为 80 家以上，因此机构所给出的利润是不准确的。据公司测算，实际合并之后的 16-18 年利润和收入应该是 5.7, 6.8, 8.88 亿净利润，101, 110, 121 亿收入，远远大于机构列出来的数据，因为机构对于公司的业务是缺乏了解的。另外，每个子公司的分工不同，功能均不同。不同公司之间肯定会有关联交易的，在不管是 IS 和 BS 间，都是要抵消的，才能反映真实经营情况。且每年都是四大事务所审计，数据真实性是可靠的。

2. 2011 年开始，波司登到了第二个阶段，羽绒服业务遇到了瓶颈。因此在非羽绒服业务做了拓展，比如女装，休闲装等多元化业务。包括收购 JESSIE 女装（以下简称 J 女装），为了打造多元化女装矩阵，成为第二利润中心。当时收购了 J 女装 70% 股权。当时 J 女装已经成为中国知名的女装品牌，拥有完善的团队和网络。机构对事实进行了扭曲，该品牌是周先生 98 年自己创立的，而不是收购来再卖给波司登。因此 2011 年的出售不是花了 1000 多万，几个亿卖给波司登，而是周先生经过自己的经营和大量投入才卖给了波司登。

Buoubuou 女装（以下简称 B 女装）创立于 2004 年，后来波司登和 J 女装共同收购了 B 女装的 30% 股权，对价上支付了 1.5 亿，一共支付 1.8 亿。因此当时 B 女装的价值在 5-6 亿。当时 B 女装也遇到瓶颈，波司登也愿意投入，因此又把其余 70% 股权通过股权和现金收购。

Tianjin Ladieswear 女装 92 年创立于天津，在北方很知名。和周先生合作，周先生 5.3 亿买了品牌，进行了重组和投入，一年后 6.6 亿卖给了波司登。

因此对于三个品牌的收购，公司是综合考虑了品牌，进行了尽调等应尽的考察，以及全面考虑核评估，使用 PE 估值，看重未来价值和三个品牌的协同效应。对价也是现金加股权的支付方式。且决策也是公司行为。

后来在 18 年，回归初心，主要精力回归主品牌的重塑。关于女装的发展，目前阶段性的聚焦主航道，但女装也在努力运营。

因此，机构关于 20 亿的掏空公司是不符事实的，因为周先生付出的成本远远不是 1000 多万的投入。

3. 机构所指出的资产的实际情况是：羽绒服有波司登、雪中飞等，从高到低不同的布局。后来发展遇到瓶颈，羽绒服业务增速下滑。后来公司总体考虑，康博和冰飞两个品牌就终止了运营（14-15 财年），因此资源就集中投入在了其他品牌。冰飞的资产都在山东德州，其办公场所及其他资产一直闲置。因此此时公司股东在山东有团队可以去运营管理该资产，公司就把资产评估价格 5420 万出售给股东。因此售价比账面价高 100 万。双方约定分三批付款。其实钱款按照合同全部收到了。因此机构的指控也是没有依据的。

4. 一直给股东派息，每年 30% 以上。从上市以来，公司派息超过 70%。说明公司财务状况是健康的。因此指控毫无根据。

## 总结

公司针对此次做空的指控给出的解释还是比较中肯和客观的，做空机构的指控缺乏对于公司业务的理解和深入研究，有待商榷。我们认为公司基本面正在转好，羽绒服业务上升潜力仍大，建议积极关注。

## QA

1. Q 女装的板块，机构提高的三个品牌，买回来的股权的估值都在 6-7 亿，如果用 18 年计算，估值在多少？对比收购成本，转还是亏？未来

女装几年的退出的策略如何，如何收回成本，能收回多少？

A 三个品牌，成本的确是超过 20 亿一共，按照 18 财年算，按照大概 1.84 亿人民币 EBITDA，10-15PE，因此没有减值。关于退出，公司目前核心在主业羽绒服，但也在做女装多元化的融合，形成南北的资源整合，形成较好的系统效应。

Q 业绩公布后，有无考虑回购？

A 还需要具体的董事会决议，但是有利于股东的会考虑去做。

Q 关联方和高总的关系？高总在上市公司以外是否有业务？如有，高总体外业务和现有业务的业务分工？

A 波司登和非上市公司的确有关联交易。上市时，工厂是在非上市体系，羽绒服都是外包给工厂和第三方工厂，因此上市公司是没有工厂在内的，专注设计、研发和定价等。未来的话，集团也在做智能升级改造，工厂未来也不排除重新纳入上市公司体系内，但也需要时间和考量。高总的确也有高速公路，环保，新能源，房地产和金融股权的投入，总体来说，高总的其他业务也是发展的比较好。

2. Q 子公司的应收应付，规模差距较大，解释一下不同子公司的应收应付的功能？孔博士的介绍？

A 科技型企业，发挥子公司资金的作用。公司会将其资金划拨到其他更能发挥效用的子公司，作为统筹，因此就会出现应收应付。机构把母公司和子公司的应收应付直接加总是不正确的，是对公司业务缺乏理解的（合并报表时，是要互相抵消才是正确做法）

孔博士介绍：2004 年来到波司登，在资本运作方面是专家，推动波司登在香港上市做出了重要贡献。后来孔博士离职，作为非关联人士和波司登有一些业务合作属于正常现象。

3. Q 收购三个女装时，是否能给出一些收购的对价和评估的细节？

A Jessie 有对赌（完成的话，对价会增长一定金额），后来业绩和对赌有差异，因此没有执行；天津女装有协议；B 女装没有对赌。

4. Q OEM 未来发展的规模有计划吗？

A 聚焦羽绒服市场，双位数增长的市场。波司登成长的空间还是很大。截止到 2.26 号发布过两期数据可以看出品牌发展的潜力。雪中飞和冰洁后续发力可以跟上，形成高中低的梯队。OEM 是跟羽绒服业务息息相关，羽绒服主要是下半年生产，靠小单快反，因此上半年工厂产能闲置，就去做一些 OEM，合作的有 adidas，哥伦比亚等。未来会继续

作为主要业务之一，继续增长。

## 免责声明

### 一般声明

本报告由国元国际控股有限公司(以下统称“国元国际”)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,但国元国际及其关联机构对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用,不构成对买卖任何证券或其他金融工具的出价或征价或提供任何投资决策建议的服务。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求,在任何时候均不构成对任何人的个人推荐或投资操作性建议。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估,自主审慎做出决策并自行承担风险。投资者在依据本报告涉及的内容进行任何决策前,应同时考虑各自的投资目的、财务状况和特定需求,并就相关决策咨询专业顾问的意见对依据或者使用本报告所造成的一切后果,国元国际及/或其关联人员均不承担任何责任。

本报告署名分析师与本报告中提及公司无财务权益关系。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期,国元国际可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

本报告署名分析师可能会不时与国元国际的客户、销售交易人员、其他业务人员或在本报告中针对可能对本报告所涉及的标的证券或其他金融工具的市场价格产生短期影响的催化剂或事件进行交易策略的讨论。这种短期影响的分析可能与分析师已发布的关于相关证券或其他金融工具的目标价、评级、估值、预测等观点相反或不一致,相关的交易策略不同于且也不影响分析师关于其所研究标的证券或其他金融工具的基本面评级或评分。

国元国际的销售人员、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。国元国际没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国元国际的资产管理部门、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不一致的投资决策。

除非另行说明,本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证,任何所预示的回报会得以实现。

分析中所做的预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本报告提供给某接收人是基于该接收人被认为有能力独立评估投资风险并就投资决策能行使独立判断。投资的独立判断是指,投资决策是投资者自身基于对潜在投资的目标、需求、机会、风险、市场因素及其他投资考虑而独立做出的。

### 特别声明

在法律许可的情况下,国元国际可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此,投资者应当考虑到国元国际及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。

本报告的版权仅为国元国际所有,未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

国元国际控股有限公司  
香港中环干诺道中3号中国建设银行大厦22楼  
电 话: (852) 3769 6888  
传 真: (852) 3769 6999  
服务热线: 400-888-1313  
公司网址: <http://www.gyzq.com.hk>