榮威國際(3358 HK)

戶外和水上休閒用品的創新者

❖ **Bestway 百適樂是全球領先的戶外和水上休閒產用品品牌。**根據 Frost & Sullivan 的數據，榮威國際在 2016 年全球水上休閒市佔率為 2.3%，全球排名第三，而在充氣戶外休閒產品類別更佔有 30%以上。主要產品有：1）地上游泳池和便攜式 Spa; 2）充氣娛樂用品和體育用品，如水上滑梯、浮島和站立式划槳;以及 3）野營產品，如充氣床墊和帳篷。公司不僅在上海、南通和鹽城有工廠生產，更擁有自主品牌（Bestway、Lay-Z-Spa、H2OGO！、 CoolerZ、HYDRO FORCE 等等）的產品。Bestway 與世界上許多大型零售商有著長期的合作關係，例如: 歐尚、家樂福、樂購、阿爾迪、麥德龍、塔吉特百貨等。

❖ **主要優勢和增長動力：**1）能利用創新的充氣技術，進入新的行業中，去替代傳統的產品（如 Lay-Z-Spa，站立式划槳和充氣床墊等），2）很多充氣產品因為是屬於戶外活動類，所以會受益於不斷上升的社交媒體和體驗型的需求，3）強大的研發能力，創新和可靠的產品去搶佔市場份額，4）擁有自主品牌，以及垂直整合的商業模式，所帶來的成本和管理優勢，5）未來中國需求潛力龐大，相信電商銷售亦會增長快速，6）由於新產品反應良好，訂單增長強勁，公司產能亦要大幅擴張。

❖ **主要風險和擔憂：**1）匯率和原材料價格波動所帶來的風險，2）產能擴張過快，資本開支壓力過大的風險，3）競爭加劇，以及有潛在新進競爭者的風險，4）過度銷售給予渠道，渠道存貨超標的風險，5）假貨和盜版產品大量出現的風險，6）法律事務和訴訟的風險。

❖ **我們預計 17 至 19 財年的銷售複合年增長率為 18.5%，淨利潤複合年增長率為 24.4%。**增長是受到以下的因素推動：1）北美市場快速擴張，銷售複合年增長率可達 20.3%，因為市滲透率還不高，其 2016 財年銷售只及歐洲市場的 52%，2）中國市場快速增長，銷售複合年增長率達 97.9%，主要受惠於電商渠道的擴張， 3）體育用品/露營產品的約 26.9%/ 22.5%銷售複合年增長率，受惠於明星產品（例如站立式划槳）和新產品（例如"AlwayzAire™"充氣床墊，以及其他將要推出的產品，2018 年的大型充氣遊戲中心）的推動，4）每年大約 0.3 百分的毛利率的改善，因為產品組合的結構更好（假設並沒有原材料和匯率的負面因素），再加上 5）新產能的計劃進度良好而帶來的經營槓桿。

❖ **首次覆蓋給於買入評級，目標價 4.65 港元。**我們給予榮威國際買入評級，目標價為 4.65 港元，是基於 10 倍 18 財年預測市盈率，並意味著有 38.3%的上升空間。目前公司的市盈率僅為 18 財年預測的 7 倍，較其他 5 家擁有自主品牌的中國主要出口商（平均為 15.5 倍）相比，相當低估，特別是考慮到 17 至 19 財年的淨利潤複合年增長率為 24.4% ，亦隱含着 1.1 倍 18 財年市賬率和 0.38 倍 17 至 19 財年 PEG。與 DCF 模型進行交叉核對的估值為 4.76 港元，假設了 12.5%的 WACC 和 1%的終端增長。

財務資料

（截至 12 月 31 日）	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
營業額（百萬港元）	513.5	584.5	721.5	845.6	972.3
淨利潤（百萬港元）	15.2	43.0	49.5	63.8	82.8
每股收益（港元）	-	0.0406	0.0468	0.0603	0.0782
每股收益變動（%）	-	-	15.1	28.9	29.7
市盈率(x)	-	10.6	9.3	7.2	5.6
市帳率（x）	-	2.2	1.2	1.0	0.9
股息率（%）	-	0.1	3.2	4.1	5.4
權益收益率（%）	8.6	22.4	16.9	15.5	17.2
財務杠杆（x）	57.6	36.8	2.0	淨現金	淨現金

資料來源：公司及招銀國際研究預測

買入（首次覆蓋）

目標價	HK$4.65
潛在升幅	+38.3%
當前股價	HK$3.36

胡永匡
電話：(852) 3761 8776
郵件：walterwoo@cmbi.com.hk

中國出口行業

市值(百萬港元)	3,556
3 月平均流通量（百萬港元）	10.23
52 周內股價高/低（港元）	4.23/2.88
總股本（百萬）	1,068.4

資料來源：彭博

股東結構

朱強家族	54.97%
Bogdan Nowak 先生	13.50%
員工激勵計劃持股	5.40%
Patrizio 先生	1.13%
自由流通	25.00%

資料來源：HKEx

股價表現

	絕對回報	相對回報
1-月	1.9%	-3.0%
3-月	-	-
6-月	-	-

資料來源：彭博

股價表現

資料來源：彭博

審計師：普華永道

公司網站：www.bestwaycorp.com

利潤表

年結:12月31日(百萬元美元)	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
收入	**513.5**	**584.5**	**721.5**	**845.6**	**972.3**
地上游泳池及便攜移動式spa	236.3	274.3	337.4	398.2	457.9
娛樂產品	119.7	125.7	138.3	149.3	159.8
體育產品	49.7	76.0	102.6	126.2	155.2
野營產品	107.8	108.5	143.2	171.9	199.4
銷售成本	(401.5)	(420.0)	(522.3)	(610.7)	(699.1)
毛利	**112.0**	**164.5**	**199.2**	**234.8**	**273.2**
其他收入	6.3	6.8	1.4	-	3.4
銷售費用	(48.0)	(60.7)	(73.3)	(82.3)	(92.0)
一般及行政費用	(41.8)	(48.6)	(60.2)	(69.4)	(78.4)
其他收益	-	-	-	-	-
息稅前收益	**28.6**	**62.0**	**67.1**	**83.2**	**106.3**
淨融資成本	(6.7)	(4.9)	(3.6)	(1.4)	(0.2)
聯營公司	-	-	-	-	-
特殊收入	-	-	-	-	-
稅前利潤	**21.9**	**57.0**	**63.5**	**81.8**	**106.1**
所得稅	(6.7)	(14.0)	(14.0)	(18.0)	(23.3)
非控制股東權益	-	-	-	-	-
淨利潤	**15.2**	**43.0**	**49.5**	**63.8**	**82.8**
調整後淨利潤	**15.2**	**43.7**	**53.9**	**63.8**	**82.8**

來源：公司及招銀國際研究預測

資產負債表

年結:12月31日(百萬元美元)	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
非流動資產	**148.8**	**160.9**	**225.2**	**239.3**	**250.4**
物業、廠房及設備	126.7	139.4	200.8	214.9	225.9
無形資產和商譽	0.1	0.4	0.4	0.4	0.5
土地使用權	14.9	15.7	18.6	18.6	18.7
投資型房地產	-	-	-	-	-
聯營公司的權益	-	-	-	-	-
合營公司的權益	-	-	-	-	-
其他金融資產	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0
遞延稅項資產	5.6	3.9	3.9	3.9	3.9
其他	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
流動資產	**323.8**	**302.1**	**452.3**	**466.8**	**568.2**
其他金融資產	23.7	14.2	17.5	20.5	23.5
存貨	189.3	162.4	207.5	242.6	277.7
貿易及其他應收賬款	70.5	94.6	128.5	150.6	173.1
受限制銀行結餘	16.9	8.1	8.1	8.1	8.1
現金及現金等價物	23.5	23.0	90.7	45.1	85.8
流動負債	**288.4**	**256.9**	**292.9**	**262.1**	**297.4**
銀行借款	131.5	94.6	94.6	30.0	30.0
預收款項	-	6.8	6.8	6.8	6.8
貿易及其他應付賬款	143.0	145.0	174.7	204.5	234.5
即期稅項	6.0	7.7	14.0	18.0	23.3
其他	7.8	2.8	2.8	2.8	2.8
非流動負債	**4.6**	**2.1**	**2.2**	**2.2**	**2.2**
帶息借款	2.7	0.1	0.1	0.1	0.1
離職後福利及其他長期福利	0.1	0.2	0.2	0.2	0.2
遞延稅項	0.7	1.8	1.8	1.8	1.8
撥備	-	-	-	-	-
其他	1.2	0.1	0.2	0.2	0.2
資產淨額	**179.5**	**203.9**	**382.3**	**441.9**	**519.0**
非控股權益	**(0.3)**	**(0.6)**	**(0.6)**	**(0.6)**	**(0.6)**
權益股東應占總權益	**179.8**	**204.5**	**382.9**	**442.5**	**519.6**

來源：公司及招銀國際研究預測

現金流量表

年結:12月31日(百萬元美元)	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
息稅前收益	**28.6**	**62.0**	**67.1**	**83.2**	**106.3**
折舊和攤銷	9.9	11.3	13.7	16.9	19.4
營運資金變動	5.3	0.9	(52.7)	(30.5)	(30.7)
稅務開支	(6.0)	(9.5)	(14.0)	(18.0)	(23.3)
其他	(10.4)	0.7	1.8	17.7	26.4
經營活動所得現金淨額	**27.3**	**65.4**	**16.0**	**69.3**	**98.1**
購置固定資產	(33.5)	(34.3)	(75.8)	(33.8)	(34.0)
聯營公司	-	-	-	-	-
其他	(11.1)	(2.1)	1.8	2.5	1.2
投資活動所得現金淨額	**(44.6)**	**(36.4)**	**(74.0)**	**(31.4)**	**(32.8)**
股份發行	-	-	140.4	-	-
淨銀行借貸	23.7	(29.9)	-	(64.6)	-
股息	(0.0)	(3.2)	(14.7)	(19.0)	(24.6)
其他	-	2.8	-	-	-
融資活動所得現金淨額	**23.7**	**(30.4)**	**125.7**	**(83.6)**	**(24.6)**
現金增加淨額	**6.4**	**(1.4)**	**67.8**	**(45.6)**	**40.6**
年初現金及現金等價物	16.3	23.5	23.0	90.7	45.1
匯兌	0.7	0.9	-	-	-
年末現金及現金等價物	**23.5**	**23.0**	**90.7**	**45.1**	**85.8**

來源：公司及招銀國際研究預測

主要比率

年結:12月31日	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
銷售組合 (%)					
地上游泳池及便攜移動式spa	46.0	46.9	46.8	47.1	47.1
娛樂產品	23.3	21.5	19.2	17.7	16.4
體育產品	9.7	13.0	14.2	14.9	16.0
野營產品	21.0	18.6	19.8	20.3	20.5
總額	**100.0**	**100.0**	**100.0**	**100.0**	**100.0**
盈利能力比率 (%)					
毛利率	21.8	28.1	27.6	27.8	28.1
息稅前利潤率	5.6	10.6	9.3	9.8	10.9
稅前利潤率	4.3	9.8	8.8	9.7	10.9
淨利潤率	3.0	7.4	6.9	7.5	8.5
調整後淨利潤率	3.0	7.5	7.5	7.5	8.5
有效稅率	30.5	24.6	22.0	22.0	22.0
增長 (%)					
收入	9.7	13.8	23.4	17.2	15.0
毛利	15.7	46.8	21.1	17.9	16.3
息稅前利潤	94.0	116.8	8.3	23.9	27.7
淨利潤率	80.2	183.2	15.1	28.9	29.7
調整後淨利潤	80.2	187.6	23.3	18.5	29.7
資產負債比率					
流動比率 (x)	1.1	1.2	1.5	1.8	1.9
平均應收賬款周轉天數	49.9	51.6	65.0	65.0	65.0
平均應付帳款周轉天數	95.1	81.0	75.0	75.0	75.0
平均存貨周轉天數	171.5	152.8	145.0	145.0	145.0
淨負債/ 總權益比率 (%)	57.6	36.8	2.0	淨現金	淨現金
回報率 (%)					
資本回報率	8.6	22.4	12.9	14.4	15.9
資產回報率	3.2	9.2	7.3	9.0	10.1
每股數據					
每股盈利(美元)	-	-	0.046	0.060	0.077
調整後每股盈利(美元)	-	-	0.050	0.060	0.077
每股股息(美元)	-	-	0.014	0.018	0.023
每股賬面值(美元)	-	-	0.362	0.418	0.491

來源：公司及招銀國際研究預測

免責聲明及披露

分析員聲明

負責撰寫本報告的全部或部分內容之分析員，就本報告所提及的證券及其發行人做出以下聲明：（1）發表于本報告的觀點準確地反映有關于他們個人對所提及的證券及其發行人的觀點；（2）他們的薪酬在過往、現在和將來與發表在報告上的觀點幷無直接或間接關係。

此外，分析員確認，無論是他們本人還是他們的關聯人士（按香港證券及期貨事務監察委員會操作守則的相關定義）（1）幷沒有在發表研究報告 30 日前處置或買賣該等證券；（2）不會在發表報告 3 個工作日內處置或買賣本報告中提及的該等證券；（3）沒有在有關香港上市公司內任職高級人員；（4）幷沒有持有有關證券的任何權益。

招銀證券投資評級

買入 ：股價于未來 12 個月的潛在漲幅超過 15%
持有 ：股價于未來 12 個月的潛在變幅在-10%至+15%之間
賣出 ：股價于未來 12 個月的潛在跌幅超過 10%
未評級 ：招銀國際幷未給予投資評級

招銀國際證券有限公司

地址：香港中環花園道 3 號冠君大廈 45 樓　　電話：(852) 3900 0888　　傳真：(852) 3900 0800

招銀國際證券有限公司(“招銀證券”)爲招銀國際金融有限公司之全資附屬公司（招銀國際金融有限公司爲招商銀行之全資附屬公司）

重要披露

本報告內所提及的任何投資都可能涉及相當大的風險。報告所載資料可能不適合所有投資者。招銀證券不提供任何針對個人的投資建議。本報告沒有把任何人的投資目標、財務狀況和特殊需求考慮進去。而過去的表現亦不代表未來的表現，實際情況可能和報告中所載的大不相同。本報告中所提及的投資價值或回報存在不確定性及難以保證，幷可能會受目標資產表現以及其他市場因素影響。招銀證券建議投資者應該獨立評估投資和策略，幷鼓勵投資者諮詢專業財務顧問以便作出投資決定。

本報告包含的任何資訊由招銀證券編寫，僅爲本公司及其關聯機構的特定客戶和其他專業人士提供的參考資料。報告中的資訊或所表達的意見皆不可作爲或被視爲證券出售要約或證券買賣的邀請，亦不構成任何投資、法律、會計或稅務方面的最終操作建議，本公司及其雇員不就報告中的內容對最終操作建議作出任何擔保。我們不對因依賴本報告所載資料采取任何行動而引致之任何直接或間接的錯誤、疏忽、違約、不謹慎或各類損失或損害承擔任何的法律責任。任何使用本報告資訊所作的投資決定完全由投資者自己承擔風險。

本報告基于我們認爲可靠且已經公開的資訊，我們力求但不擔保這些資訊的準確性、有效性和完整性。本報告中的資料、意見、預測均反映報告初次公開發布時的判斷，可能會隨時調整，且不承諾作出任何相關變更的通知。本公司可發布其它與本報告所載資料及/或結論不一致的報告。這些報告均反映報告編寫時不同的假設、觀點及分析方法。客戶應該小心注意本報告中所提及的前瞻性預測和實際情況可能有顯著區別，唯我們已合理、謹慎地確保預測所用的假設基礎是公平、合理。招銀證券可能采取與報告中建議及/或觀點不一致的立場或投資決定。

本公司或其附屬關聯機構可能持有報告中提到的公司所發行的證券頭寸幷不時自行及/或代表其客戶進行交易或持有該等證券的權益，還可能與這些公司具有其他相關業務聯繫。因此，投資者應注意本報告可能存在的客觀性及利益衝突的情況，本公司將不會承擔任何責任。本報告版權僅爲本公司所有，任何機構或個人于未經本公司書面授權的情況下，不得以任何形式翻版、複製、轉售、轉發及或向特定讀者以外的人士傳閱，否則有可能觸犯相關證券法規。

如需索取更多有關證券的資訊，請與我們聯絡。

對于接收此份報告的英國投資者
本報告僅提供給符合(I)2000 年英國不時修訂之金融服務及市場法令 2005 年(金融推廣)令(“金融服務令”)第 19(5) 條之人士及(II) 屬金融服務令第 49(2) (a) 至(d) 條(高淨值公司或非公司社團等)之機構人士，未經招銀證券書面授權不得提供給其他任何人。

對于接收此份報告的美國投資者
本報告僅提供給美國 1934 年證券交易法規則 15a-6 定義的 “主要機構投資者”，不得提供給其他任何個人。接收本報告之行爲即表明同意接受協議不得將本報告分發或提供給任何其他人。

注釋：招銀國際證券（或相關實體）在過去 12 個月之內爲睿見教育(6068 HK) 提供過上市服務，烦請知悉。