



好孩子國際(1086 HK)

股價調整應已反映了負面因素

- ❖ 公司目前的估值十分低廉，應已反映了所有負面因素。股份未來是可能會隨着潛在的催化劑而復蘇，包括強勁的雙十一銷售或納入了深/滬港通後更大的投資者需求。自2018年5月以來，好孩子國際的股份在4個月內下跌了41.6%，我們認為這應該反映了所有負面因素，包括1)玩具反斗城(“TRU”)破產相關的應收賬款撥備較多，2)比預期中疲弱的中國的GB耐用用品業務(收購了GB零售業務後)。我們的18/19/20財年預測淨利潤為3.57億港元/4.46億港元/5.50億港元，比市場預期低約18.2%/18.7%/16.9%。公司目前估值為14.9倍的18財年預測市盈率，低於其5年平均預測市盈率16.7倍的一個標準偏差以上。以賬面價值來說，目前估值為0.96倍的18財年預測市淨率，接近其歷史低點，低於其5年平均預測市淨率1.54倍的約兩個標準偏差。Martin Pos(執行董事和CEO)在2018年9月初購買了價值超過1570萬港元的股票(價錢分布於3.01港元到3.22港元)，令其擁有的公司股權從4.59%增加到4.89%。未來的股價催化劑也許會是1)2018年雙十一節強勁的電商銷售(2018年的618節增長乏力後品牌和平台都投入了更多努力)或2)最近納入了深/滬港通後投資者需求的增加。
- ❖ 我們現在更為謹慎，削減財務預測並下調目標價，但保持買入評級。我們將18/19/20財年的每股盈利預測下調34%/35%/30%，並將原先基於19倍18財年預測市盈率的目標價格下調了30.9%至4.27港元，目前是基於16倍19財年預測市盈率(同業平均為16.4倍)。
- ❖ 高級管理層的變化可能解釋了中國在18財年上半年的耐用銷售和成本壓力。我們認為上半年的疲軟結果可能是由於高級管理層最近的變化所致。例如，GB的耐用用品業務特別疲弱(18財年上半年同比銷售下降了6.7%)，之前GB耐用用品業務負責人實際上已於2017年底離職。此外，還有其他的變化，如GB中國市場的負責人是最近才被提拔的，而且其他高管如GB零售業務負責人梁逸誌先生(來自韓國衣戀集團，擁有豐富的服裝類產品的知識)和全球供應鏈負責人夏欣躍先生(來自Faurecia汽車)都是2017年的11月剛剛加入集團的，所以我們認為，他們可能都需要一定的過渡期才會有較好的表現。
- ❖ 在18財年下半年，我們預計Cybex/GB Non-Durable的增長將保持強勁，而GB Durable/Evenflo/Tactical品牌將會改善。我們預測Cybex/GB非耐用用品/GB耐用用品/Evenflo/戰略品牌業務的18財年銷售同比可達21.0%增長/26.8%增長/2.9%下跌/0%/7%下跌，而上半年同比增長分別為24.9%增長/27.7%增長/6.7%下跌/6.6%下跌/11.1%下跌。總而言之，我們的18財年下半年預測的銷售/經營利潤將會有7.7%/10.9%同比增長，而18財年上半年為同比增長6.5%/下跌19.3%。
- ❖ 18財年下半年展望更為樂觀，因為多方面的壓力都更為寬鬆，包括1)不利的外匯，2)TRU破產的拖累，以及3)其他一次性費用。我們預期經營利潤率將在18財年下半年改善至7.0%(上半年為4.9%)，受惠於：1)下半年外匯和毛利率壓力都會下降，尤其是對於藍籌業務而言，人民幣兌美元匯率在18年上半年十分強勁，對其毛利率構成不少壓力；2)由於TRU已正式於2018年3月破產，銷售亦正式停止，下半年對TRU的應收賬款壞帳撥備可望少(17財年下半年/18財年上半年分別為2270萬港元/3100萬港元)；3)與過去12個月相比，18財年下半年的一次性費用亦會較少，例如18財年上半年歐洲物流供應商的轉換費用(約2400萬港元)，18財年下半年並購交易費用(約2730萬港元)18財年下半年美國稅制改革導致多交的稅項(約2130萬港元)。

財務資料

(截至12月31日)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
營業額(百萬港元)	6,238	7,143	9,288	9,952	10,556
淨利潤(百萬港元)	207	179	357	446	550
每股收益(港元)	0.186	0.147	0.215	0.267	0.326
每股收益變動(%)	4.2	(20.9)	46.7	24.0	22.3
市盈率(x)	17.2	21.8	14.9	12.0	9.8
市帳率(x)	1.5	1.0	1.0	0.9	0.8
股息率(%)	1.6	1.6	2.7	3.4	4.1
權益收益率(%)	8.5	3.5	6.5	7.5	8.5
財務杠杆(x)	19.3	34.9	22.8	18.7	11.3

資料來源：公司及招銀國際研究預測

買入(維持)

目標價	HK\$4.27
(前目標價)	HK\$6.18)
潛在升幅	+33.4%
當前股價	HK\$3.20

胡永匡

電話：(852) 3761 8776

郵件：walterwoo@cmbi.com.hk

中國非必需消費品行業

市值(百萬港元)	5,338
3月平均流通量(百萬港元)	10.22
52周內股價高/低(港元)	5.58/2.90
總股本(百萬)	1,666.3

資料來源：彭博

股東結構

宋鄭還家族	46.33%
富達基金	5.95%
鋒裕投資	4.98%
鄧普頓投資	3.68%
自由流通	39.06%

資料來源：HKEX

股價表現

	絕對回報	相對回報
1-月	-16.7%	-15.8%
3-月	-36.1%	-31.8%
6-月	-25.6%	-15.8%

資料來源：彭博

股價表現



資料來源：彭博

審計師：安永

公司網站：www.gbinternational.com.hk

利潤表

年結：12月31日（百萬元港元）	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
收入	6,238.2	7,142.6	9,288.0	9,952.1	10,555.7
歐洲	1,843.6	2,032.2	2,438.6	2,780.0	3,044.1
北美	2,660.3	2,819.5	2,819.5	2,932.3	3,078.9
中國	1,155.3	1,681.2	3,453.4	3,639.2	3,798.0
其它地區	579.0	609.6	576.5	600.7	634.8
銷售成本	(4,126.7)	(4,395.8)	(5,340.6)	(5,672.7)	(5,911.2)
毛利	2,111.5	2,746.8	3,947.4	4,279.4	4,644.5
其他收入	59.1	41.1	59.4	58.7	57.0
銷售費用	(982.5)	(1,332.5)	(2,156.2)	(2,286.4)	(2,428.3)
一般及行政費用	(924.3)	(1,103.5)	(1,266.3)	(1,342.8)	(1,426.1)
其他收益	(50.2)	(39.4)	(27.9)	(29.9)	(31.7)
息稅前收益	213.6	312.5	556.5	679.0	815.5
淨融資成本	(51.8)	(60.9)	(89.7)	(88.0)	(86.7)
聯營公司	0.0	(0.0)	-	-	-
特殊收入	-	-	-	-	-
稅前利潤	161.8	251.5	466.8	591.0	728.8
所得稅	50.4	(67.1)	(102.7)	(135.9)	(167.6)
非控制股東權益	(4.9)	(5.1)	(7.0)	(8.9)	(10.9)
淨利潤	207.4	179.4	357.1	446.2	550.2

來源：公司及招銀國際研究預測

資產負債表

年結：12月31日（百萬元港元）	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
非流動資產	2,519.2	6,382.4	6,682.4	6,990.6	7,171.3
物業、廠房及設備	858.2	1,040.7	1,252.5	1,462.1	1,669.3
無形資產和商譽	1,467.5	5,160.5	5,140.5	5,192.7	5,182.8
投資型房地產	-	-	-	-	-
土地使用權	53.9	55.7	163.9	210.3	193.8
聯營公司的權益	0.8	5.2	5.2	5.2	5.2
合營公司的權益	-	-	-	-	-
其他金融資產	-	-	-	-	-
遞延稅項資產	130.9	113.0	113.0	113.0	113.0
其他	7.8	7.2	7.2	7.2	7.2
流動資產	2,999.6	4,582.1	4,926.3	5,277.1	5,829.7
其他金融資產	-	-	-	-	-
存貨	1,099.8	1,861.3	1,463.2	1,554.2	1,619.5
貿易及其他應收賬款	954.2	1,431.5	1,532.1	1,623.1	1,705.8
受限制銀行結餘	187.4	337.2	438.5	469.9	498.4
現金及現金等價物	758.2	952.2	1,492.5	1,630.0	2,006.1
流動負債	1,855.3	3,757.9	4,037.8	4,241.8	4,413.9
銀行借款	278.2	1,341.7	1,341.7	1,341.7	1,341.7
預收款項	557.9	1,004.1	1,305.8	1,399.1	1,484.0
貿易及其他應付賬款	926.5	1,312.6	1,243.7	1,321.0	1,376.6
即期稅項	28.3	55.5	102.7	135.9	167.6
其他	64.3	44.0	44.0	44.0	44.0
非流動負債	1,185.3	2,040.8	2,040.8	2,040.8	2,040.8
帶息借款	950.5	1,395.1	1,395.1	1,395.1	1,395.1
離職後福利及其他長期福利	12.7	11.0	11.0	11.0	11.0
遞延稅項	145.9	565.8	565.8	565.8	565.8
撥備	63.7	54.7	54.7	54.7	54.7
其他	12.5	14.1	14.1	14.1	14.1
資產淨額	2,478.2	5,165.9	5,530.0	5,985.1	6,546.3
非控股權益	37.9	58.0	65.0	73.9	84.8
權益股東應占總權益	2,440.3	5,107.9	5,465.0	5,911.3	6,461.5

來源：公司及招銀國際研究預測

現金流量表

年結：12月31日（百萬元港元）	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
息稅前收益	213.6	312.5	556.5	679.0	815.5
折舊和攤銷	198.7	229.0	128.0	149.6	304.4
營運資金變動	224.6	(388.8)	429.0	(42.6)	(36.1)
稅務開支	(132.5)	(28.1)	(102.7)	(135.9)	(167.6)
其他	31.6	(62.0)	(109.7)	(38.0)	(26.7)
經營活動所得現金淨額	536.0	62.5	901.1	612.1	889.4
購置固定資產	(264.5)	(284.9)	(418.0)	(447.8)	(475.0)
聯營公司	-	-	-	-	-
其他	337.9	(999.2)	58.4	107.7	108.9
投資活動所得現金淨額	73.4	(1,284.1)	(359.6)	(340.2)	(366.1)
股份發行	13.8	37.1	-	-	-
淨銀行借貸	(493.6)	1,368.9	-	-	-
股息	(55.7)	(55.9)	(83.3)	(142.9)	(177.1)
其他	1.8	25.4	82.1	8.4	29.9
融資活動所得現金淨額	(533.6)	1,375.4	(1.2)	(134.4)	(147.2)
現金增加淨額	75.7	153.8	540.4	137.5	376.1
年初現金及現金等價物	705.3	758.2	952.2	1,492.5	1,630.0
匯兌	(22.9)	40.2	-	-	-
年末現金及現金等價物	758.2	952.2	1,492.5	1,630.0	2,006.1

來源：公司及招銀國際研究預測

主要比率

年結：12月31日	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
銷售組合（%）					
歐洲	29.6	28.5	26.3	27.9	28.8
北美	42.6	39.5	30.4	29.5	29.2
中國	18.5	23.5	37.2	36.6	36.0
其它地區	9.3	8.5	6.1	6.0	6.0
總額	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0

盈利能力比率（%）

毛利率	33.8	38.5	42.5	43.0	44.0
息稅前利潤率	3.4	4.4	6.0	6.8	7.7
稅前利潤率	2.6	3.5	5.0	5.9	6.9
淨利潤率	3.3	2.5	3.8	4.5	5.2
有效稅率	(31.1)	26.7	22.0	23.0	23.0

增長（%）

收入	(10.3)	14.5	30.0	7.1	6.1
毛利	3.0	30.1	43.7	8.4	8.5
息稅前利潤	(32.7)	46.3	78.1	22.0	20.1
淨利潤率	5.0	(13.5)	99.1	25.0	23.3

資產負債比率

流動比率（x）	1.6	1.2	1.2	1.2	1.3
平均應收賬款周轉天數	37.7	59.9	50.0	50.0	50.0
平均應付賬款周轉天數	81.9	109.0	85.0	85.0	85.0
平均存貨周轉天數	97.3	154.5	100.0	100.0	100.0
淨負債／總權益比率（%）	19.3	34.9	22.8	18.7	11.3

回報率（%）

資本回報率	8.5	3.5	6.5	7.5	8.5
資產回報率	3.8	1.6	3.1	3.6	4.2

每股數據

每股盈利(港元)	0.186	0.147	0.215	0.267	0.326
每股股息(港元)	0.050	0.050	0.086	0.107	0.131
每股賬面值(港元)	2.183	3.079	3.294	3.563	3.894

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并無直接或間接關係。

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）並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）並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	：招銀國際并未給予投資評級

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”）為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為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，并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，并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，僅為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為或被視為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採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。

本報告基于我們認為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。招銀證券可能採取與報告中建議及/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并不時自行及/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。本報告版權僅為本公司所有，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。

對於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。

對於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。