

好孩子国际(1086 HK)

股价调整应已反映了负面因素

- ❖ 公司目前的估值十分低廉，应已反映了所有负面因素。股价未来是可能会随着潜在的催化剂而复苏，包括强劲的双十一销售或纳入了深/沪港通后更大的投资者需求。自2018年5月以来，好孩子国际的股价在4个月内下跌了41.6%，我们认为这应该反映了所有负面因素，包括1)玩具反斗城(“TRU”)破产相关的应收账款坏账拨备较多，2)比预期中疲弱的中国的GB耐用消费品业务(收购了GB零售业务后)。我们的18/19/20财年预测净利润为3.57亿港元/4.46亿港元/5.50亿港元，比市场预期低约18.2%/18.7%/16.9%。公司目前估值为14.9倍的18财年预测市盈率，低于其5年平均预测市盈率16.7倍的一个标准偏差以上。以账面价值来说，目前估值为0.96倍的18财年预测市净率，接近其历史低点，低于其5年平均预测市净率1.54倍的约两个标准偏差。Martin Pos(执行董事和CEO)在2018年9月初购买了价值超过1570万港元的股票(价钱分布于3.01港元到3.22港元)，令其拥有的公司股权从4.59%增加到4.89%。未来的股价催化剂也许会是1)2018年双十一强劲电商销售(2018年的618节增长乏力后品牌和平台都投入了更多努力)或2)最近纳入了深/沪港通后投资者需求的增加。
- ❖ 我们现在更为谨慎，削减财务预测并下调目标价，但保持买入评级。我们将18/19/20财年的每股盈利预测下调34%/35%/30%，并将原先基于19倍18财年预测市盈率的的目标价格下调了30.9%至4.27港元，目前是基于16倍19财年预测市盈率(同业平均为16.4倍)。
- ❖ 高级管理层的变化可能解释了中国在18财年上半年耐用销售和成本压力。我们认为上半年的疲软结果可能是由于高级管理层最近的变化所致。例如，GB的耐用消费品业务特别疲弱(18财年上半年同比销售下降了6.7%)，之前GB耐用消费品业务负责人实际上已于2017年底离职。此外，还有其他的变化，如GB中国市场的负责人是最近才被提拔的，而且其他高管如GB零售业务负责人梁逸喆先生(来自韩国衣恋集团，拥有丰富的服装类产品的知识)和全球供应链负责人夏欣跃先生(来自Faurecia汽车)都是2017年的11月刚刚加入集团的，所以我们认为，他们可能都需要一定的过渡期才会有较好的表现。
- ❖ 在18财年下半年，我们预计Cybex/GB Non-Durable的增长将保持强劲，而GB Durable/Evenflo/Tactical品牌将会改善。我们预测Cybex/GB非耐用消费品/GB耐用消费品/Evenflo/战略品牌业务的18财年销售同比可达21.0%增长/26.8%增长/2.9%下跌/0%/7%下跌，而上半年同比增长分别为24.9%增长/27.7%增长/6.7%下跌/6.6%下跌/11.1%下跌。总而言之，我们的18财年下半年预测的销售/经营利润将会有7.7%/10.9%同比增长，而18财年上半年为同比增长6.5%/下跌19.3%。
- ❖ 18财年下半年展望更为乐观，因为多方面的压力都更为宽松，包括1)不利的外汇，2)TRU破产的拖累，以及3)其他一次性费用。我们预期经营利润率将在18财年下半年改善至7.0%(上半年为4.9%)，受惠于：1)下半年外汇和毛利率压力都会下降，尤其是对于蓝筹业务而言，人民币兑美元汇率在18年上半年十分强劲，对其毛利率构成不少压力；2)由于TRU已正式于2018年3月破产，销售亦正式停止，下半年对TRU的应收账款坏账拨备可望少(17财年下半年/18财年上半年分别为2270万港元/3100万港元)；3)与过去12个月相比，18财年下半年的一次性费用亦会较少，例如18财年上半年欧洲物流供货商的转换费用(约2400万港元)，18财年下半年并购交易费用(约2730万港元)18财年下半年美国税制改革导致多交的税项(约2130万港元)。

财务资料

(截至12月31日)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
营业额(百万港元)	6,238	7,143	9,288	9,952	10,556
净利润(百万港元)	207	179	357	446	550
每股收益(港元)	0.186	0.147	0.215	0.267	0.326
每股收益变动(%)	4.2	(20.9)	46.7	24.0	22.3
市盈率(x)	17.2	21.8	14.9	12.0	9.8
市帐率(x)	1.5	1.0	1.0	0.9	0.8
股息率(%)	1.6	1.6	2.7	3.4	4.1
权益收益率(%)	8.5	3.5	6.5	7.5	8.5
财务杠杆(x)	19.3	34.9	22.8	18.7	11.3

资料来源：公司及招银国际研究预测

买入(维持)

目标价	HK\$4.27
(前目标价)	HK\$6.18)
潜在升幅	+33.4%
当前股价	HK\$3.20

胡永匡

电话：(852) 3761 8776

邮件：walterwoo@cmbi.com.hk

中国非必需消费品行业

市值(百万港元)	5,338
3月平均流通量(百万港元)	10.22
52周内股价高/低(港元)	5.58/2.90
总股本(百万)	1,666.3

资料来源：彭博

股东结构

宋郑还家族	46.33%
富达基金	5.95%
锋裕投资	4.98%
邓普顿投资	3.68%
自由流通	39.06%

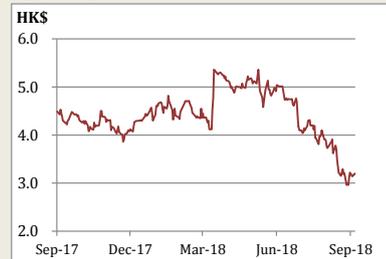
资料来源：HKEx

股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	-16.7%	-15.8%
3-月	-36.1%	-31.8%
6-月	-25.6%	-15.8%

资料来源：彭博

股价表现



资料来源：彭博

审计师：安永

公司网站：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

資料來源：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、厂房及設備	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
現金及現金等价物	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

資料來源：公司及招銀國際研究預測

现金流量表

年结：12月31日 (百万元港元)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
息税前收益	213.6	312.5	556.5	679.0	815.5
折旧和摊销	198.7	229.0	128.0	149.6	304.4
营运资金变动	224.6	(388.8)	429.0	(42.6)	(36.1)
税务开支	(132.5)	(28.1)	(102.7)	(135.9)	(167.6)
其他	31.6	(62.0)	(109.7)	(38.0)	(26.7)
经营活动所得现金净额	536.0	62.5	901.1	612.1	889.4
购置固定资产	(264.5)	(284.9)	(418.0)	(447.8)	(475.0)
联营公司	-	-	-	-	-
其他	337.9	(999.2)	58.4	107.7	108.9
投资活动所得现金净额	73.4	(1,284.1)	(359.6)	(340.2)	(366.1)
股份发行	13.8	37.1	-	-	-
净银行借贷	(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
融资活动所得现金净额	(533.6)	1,375.4	(1.2)	(134.4)	(147.2)
现金增加净额	75.7	153.8	540.4	137.5	376.1
年初现金及现金等价物	705.3	758.2	952.2	1,492.5	1,630.0
汇兑	(22.9)	40.2	-	-	-
年末现金及现金等价物	758.2	952.2	1,492.5	1,630.0	2,006.1

资料来源：公司及招银国际研究预测

主要比率

年结：12月31日	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
销售组合 (%)					
欧洲	29.6	28.5	26.3	27.9	28.8
北美	42.6	39.5	30.4	29.5	29.2
中国	18.5	23.5	37.2	36.6	36.0
其它地区	9.3	8.5	6.1	6.0	6.0
总额	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
息税前利润率	3.4	4.4	6.0	6.8	7.7
税前利润率	2.6	3.5	5.0	5.9	6.9
净利润率	3.3	2.5	3.8	4.5	5.2
有效税率	(31.1)	26.7	22.0	23.0	23.0

增长 (%)

收入	(10.3)	14.5	30.0	7.1	6.1
毛利	3.0	30.1	43.7	8.4	8.5
息税前利润	(32.7)	46.3	78.1	22.0	20.1
净利润率	5.0	(13.5)	99.1	25.0	23.3

资产负债比率

流动比率 (x)	1.6	1.2	1.2	1.2	1.3
平均应收账款周转天数	37.7	59.9	50.0	50.0	50.0
平均应付帐款周转天数	81.9	109.0	85.0	85.0	85.0
平均存货周转天数	97.3	154.5	100.0	100.0	100.0
净负债/总权益比率 (%)	19.3	34.9	22.8	18.7	11.3

回报率 (%)

资本回报率	8.5	3.5	6.5	7.5	8.5
资产回报率	3.8	1.6	3.1	3.6	4.2

每股数据

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
每股账面值(港元)	2.183	3.079	3.294	3.563	3.894

资料来源：公司及招银国际研究预测

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）發表於本報告的觀點準確地反映有關於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並無直接或間接關係。

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个工作日内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	: 股價於未來12個月的潛在漲幅超過15%
持有	: 股價於未來12個月的潛在變幅在-10%至+15%之間
賣出	: 股價於未來12個月的潛在跌幅超過10%
未評級	: 招銀國際並未給予投資評級

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。而過去的表现亦不代表未來的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。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，並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，並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，本公司及其僱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。

本報告基於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开发布時的判斷，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並不時自行及/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。接收本報告之行為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。