



好孩子國際(1086 HK)

創新產品 + 交叉銷售 = 搶佔市場

- ❖ 公司銷售增長在 17 財年上半年回升，從製造商向品牌擁有者的轉型已經完成。我們認為好孩子國際的拐點已經到來，公司從製造商到品牌擁有者的轉型已經完成，因為只算核心品牌（Cybex, Goodbaby, Evenflo）的話，在 17 財年上半年，其實已經佔據了總銷售額的 68%，並且實現了 17.4% 的同比增長，而藍籌業務的減少亦不再成為主要的拖累（銷售貢獻僅下降到 17%）。
- ❖ 由於 1) 中國積極的人口政策，2) 有利好出口的政策放鬆，3) 嬰兒汽車安全座椅越來越普及，以及 4) 不同品牌在不同地區開始實現有效的交叉銷售，我們預計在 17E-19E 期間的淨利潤年複合增長率可達到 27.9%。我們預計好孩子的淨利潤年複合增長率將從 14 財年到 16 財年的 6.6% 明顯加速到 17 財年到 19 財年的 27.9%，受惠於行業因素如：1) 中國積極的人口政策，2) 利好出口的政策放鬆，出口程式更為簡便，3) 嬰兒汽車安全座椅越來越普及以及公司自身的努力改進，如 1) 持續推出創新產品去搶佔市場份額，2) 不同品牌在不同地區開始實現有效的交叉銷售，通過把 Cybex 推廣到歐洲其他地區和引入中國（Cybex 17 財年上半年在中國的銷售額實際上翻了一番，根據百度的趨勢的資料顯示，Cybex 這品牌目前在中國非常火爆），亦通過在歐洲開始銷售好孩子 GB 的鉑金/黃金產品線（好孩子 GB 在歐洲銷售的第一個汽車安全車座椅被評為“Best in Test”，並在相關級別中獲得最高整體分數，也在最近的 German Stiftung Warentest and ADAC 測試中榮獲“測試優勝獎”，因此推動了在歐盟的 75% 增長）。
- ❖ 收購大股東的母嬰護理用品及服裝的自有品牌（包括零售業務）的價錢相對便宜，大約在 18 倍 18 財年預測市盈率，並由於其電商的佔比很高，達到 50%，加上潛在的協同效應，未來應可實現快速增長。好孩子國際出價約 1.25 億美元現金和 2.395 億美元等值的新股份（以 3.49 港元價格發行）去從其最大的股東收購他的母嬰護理用品及服裝的自有品牌（包括零售業務），我們認為這次資產注入的時間點相當合適，而其增長潛力並不應該被低估，我們預計目標公 17 財年/18 財年淨利潤將增長 60%/ 20%，因為行業在中國仍然很年輕，而且目標公司的電商佔銷售額的比例高達 50%（Frost & Sullivan 預測電商管道的行業銷售年均複合增長率可達 23%），是有望實現高速增長的，加上收購亦能夠提升集團的整體淨利潤率（因品牌擁有者和零售商通常能獲得高單位數），因此，我們預計應該增加 1.7 億元/ 2 億元人民幣的額外利潤。潛在的協同效應是 1) 對市場的反應更快，能從零售終端得到更多客戶和交易有關的資訊，以提供和生產更好的產品，2) 更多的後端運營，管理和員工成本共用，3) 當然是要降低與關聯交易相關的成本。
- ❖ 首次覆蓋給於買入評級，目標價為 5.46 港元。我們首次覆蓋，並給予買入評級，和目標價為 5.46 港幣，意味著有約 23% 的上漲空間，基於 19 倍 18 財年的市盈率。該公司目前的交易價格為 15 倍 18 財年的市盈率，仍低於其近 2 年的 24 倍平均水準，如果我們把新的資產注入亦計算在內，現價將只為 13 倍 18 財年的市盈率。

財務資料

(截至 12 月 31 日)	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
營業額 (百萬港元)	6,951	6,238	6,488	6,956	7,465
淨利潤 (百萬港元)	197	207	225	325	434
每股收益 (港元)	0.178	0.186	0.201	0.291	0.388
每股收益變動 (%)	241.0	4.2	8.5	44.6	33.3
市盈率(x)	24.9	23.9	22.1	15.3	11.4
市帳率(x)	2.1	2.0	1.9	1.7	1.6
股息率 (%)	1.1	1.1	1.4	2.0	2.6
權益收益率 (%)	8.5	8.6	8.8	11.5	13.5
財務杠杆(x)	42.0	19.3	21.9	19.6	10.3

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\$5.46
潛在升幅	+23.3%
當前股價	HK\$4.43

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)	4,950
3月平均流通量(百萬港元)	11.09
52周內股價高/低(港元)	4.62/3.11
總股本(百萬)	1,119.8

資料來源：彭博

股東結構

宋鄭還家族	23.13%
富達基金	9.98%
鋒裕投資	7.93%
鄧普頓投資	6.54%
自由流通	48.93%

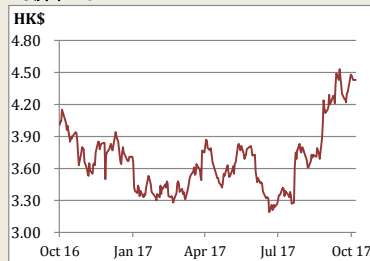
資料來源：HKEx

股價表現

	絕對回報	相對回報
1-月	5.0%	2.1%
3-月	29.5%	16.1%
6-月	16.9%	-0.3%

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)	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
收入	6,951.1	6,238.2	6,487.6	6,956.1	7,464.6
歐洲	2,146.6	1,843.6	1,882.1	1,959.5	2,022.2
北美	2,804.8	2,660.3	2,726.8	2,876.8	3,006.3
中國	1,347.7	1,155.3	1,340.2	1,581.4	1,897.7
其它地區	652.0	579.0	538.5	538.5	538.5
銷售成本	(4,900.9)	(4,126.7)	(4,115.5)	(4,333.6)	(4,562.5)
毛利	2,050.2	2,111.5	2,372.1	2,622.6	2,902.0
其他收入	94.9	59.1	29.8	30.6	29.1
銷售費用	(1,030.4)	(982.5)	(1,083.6)	(1,142.6)	(1,208.6)
一般及行政費用	(794.1)	(924.3)	(961.0)	(1,013.3)	(1,071.8)
其他收益	(3.1)	(50.2)	(19.5)	(20.9)	(22.4)
息稅前收益	317.6	213.6	337.8	476.4	628.3
淨融資成本	(53.2)	(51.8)	(45.6)	(48.4)	(50.3)
聯營公司	(0.0)	0.0	-	-	-
特殊收入	-	-	-	-	-
稅前利潤	264.3	161.8	292.2	428.0	578.0
所得稅	(61.7)	50.4	(61.4)	(94.2)	(132.9)
非控制股東權益	(5.2)	(4.9)	(5.8)	(8.6)	(11.6)
淨利潤	197.4	207.4	225.0	325.3	433.5

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)	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
非流動資產	2,487.8	2,519.2	2,849.7	3,186.2	3,401.9
物業、廠房及設備	878.8	858.2	964.8	1,076.2	1,189.2
無形資產和商譽	1,501.9	1,467.5	1,570.6	1,685.5	1,739.7
投資型房地產	-	-	-	-	-
土地使用權	59.6	53.9	153.5	263.7	312.1
聯營公司的權益	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8
合營公司的權益	-	-	-	-	-
其他金融資產	-	-	-	-	-
遞延稅項資產	43.1	130.9	150.0	150.0	150.0
其他	3.6	7.8	10.0	10.0	10.0
流動資產	3,433.7	2,999.6	2,987.1	3,110.0	3,477.0
其他金融資產	-	-	-	-	-
存貨	1,244.8	1,099.8	1,127.5	1,187.3	1,250.0
貿易及其他應收賬款	1,340.1	954.2	1,020.7	1,072.1	1,127.8
受限制銀行結餘	143.6	187.4	194.9	208.9	224.2
現金及現金等價物	705.3	758.2	644.0	641.8	875.0
流動負債	2,202.9	1,855.3	1,942.6	2,068.0	2,205.6
銀行借款	691.7	278.2	278.2	278.2	278.2
預收款項	463.9	557.9	580.2	622.1	667.6
貿易及其他應付賬款	941.2	926.5	958.4	1,009.2	1,062.5
即期稅項	68.2	28.3	61.4	94.2	132.9
其他	37.8	64.3	64.3	64.3	64.3
非流動負債	1,310.6	1,185.3	1,185.3	1,185.3	1,185.3
帶息借款	1,005.9	950.5	950.5	950.5	950.5
離職後福利及其他長期福利	14.2	12.7	12.7	12.7	12.7
遞延稅項	201.1	145.9	145.9	145.9	145.9
撥備	78.7	63.7	63.7	63.7	63.7
其他	10.6	12.5	12.5	12.5	12.5
資產淨額	2,408.1	2,478.2	2,709.0	3,042.9	3,487.9
非控股權益	42.8	37.9	43.7	52.3	63.8
權益股東應占總權益	2,365.3	2,440.3	2,665.3	2,990.6	3,424.1

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)	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
息稅前收益	317.6	213.6	337.8	476.4	628.3
折舊和攤銷	195.4	198.7	(7.4)	(13.4)	130.2
營運資金變動	612.3	224.6	(47.5)	(32.5)	(34.9)
稅務開支	(62.9)	(132.5)	(61.4)	(94.2)	(132.9)
其他	10.0	31.6	(28.0)	(5.0)	33.8
經營活動所得現金淨額	1,072.4	536.0	193.7	331.4	624.4
購置固定資產	(183.8)	(264.5)	(291.9)	(313.0)	(335.9)
聯營公司	-	-	-	-	-
其他	(100.0)	337.9	39.9	46.9	42.3
投資活動所得現金淨額	(283.8)	73.4	(252.1)	(266.2)	(293.6)
股份發行	6.5	13.8	-	-	-
淨銀行借貸	(651.7)	(493.6)	-	-	-
股息	-	(55.7)	(55.8)	(67.5)	(97.6)
其他	138.6	1.8	-	-	-
融資活動所得現金淨額	(506.6)	(533.6)	(55.8)	(67.5)	(97.6)
現金增加淨額	282.0	75.7	(114.1)	(2.3)	233.2
年初現金及現金等價物	434.7	705.3	758.2	644.0	641.8
匯兌	(11.4)	(22.9)	-	-	-
年末現金及現金等價物	705.3	758.2	644.0	641.8	875.0

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 (%)					
歐洲	30.9	29.6	29.0	28.2	27.1
北美	40.4	42.6	42.0	41.4	40.3
中國	19.4	18.5	20.7	22.7	25.4
其它地區	9.3	9.3	8.3	7.7	7.2
總額	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
盈利能力比率 (%)					
毛利率	29.5	33.8	36.6	37.7	38.9
息稅前利潤率	4.6	3.4	5.2	6.8	8.4
稅前利潤率	3.8	2.6	4.5	6.2	7.7
淨利潤率	2.8	3.3	3.5	4.7	5.8
有效稅率	23.3	(31.1)	21.0	22.0	23.0
增長 (%)					
收入	13.7	(10.3)	4.0	7.2	7.3
毛利	34.2	3.0	12.3	10.6	10.7
息稅前利潤	119.3	(32.7)	58.1	41.0	31.9
淨利潤率	243.5	5.0	8.5	44.6	33.3
資產負債比率					
流動比率 (x)	1.6	1.6	1.5	1.5	1.6
平均應收賬款周轉天數	36.5	37.7	40.0	40.0	40.0
平均應付賬款周轉天數	70.1	81.9	85.0	85.0	85.0
平均存貨周轉天數	92.7	97.3	100.0	100.0	100.0
淨負債/ 總權益比率 (%)	42.0	19.3	21.9	19.6	10.3
回報率 (%)					
資本回報率	8.3	8.5	8.4	10.9	12.7
資產回報率	3.3	3.8	3.9	5.2	6.3
每股數據					
每股盈利(港元)	0.178	0.186	0.201	0.291	0.388
每股股息(港元)	0.050	0.050	0.060	0.087	0.116
每股賬面值(港元)	2.133	2.183	2.384	2.675	3.063

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 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：香港中環夏慤道 12 號美國銀行中心 18 樓 1803-04 室 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 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。