

好孩子国际(1086 HK)

创新产品 + 交叉销售 = 抢占市场

❖ 公司销售增长在 17 财年上半年回升，从制造商向品牌拥有者的转型已经完成。我们认为好孩子国际的拐点已经到来，公司从制造商到品牌拥有者的转型已经完成，因为只算核心品牌（Cybex, Goodbaby, Evenflo）的话，在 17 财年上半年，其实已经占据了总销售额的 68%，并且实现了 17.4% 的同比增长，而蓝筹业务的减少亦不再成为主要的拖累（销售贡献仅下降到 17%）。

❖ 由于 1) 中国积极的人口政策，2) 有利好出口的政策放松，3) 婴儿汽车安全座椅越来越普及，以及 4) 不同品牌在不同地区开始实现有效的交叉销售，我们预计在 17E-19E 期间的净利润年复合增长率可达到 27.9%。我们预计好孩子的净利润年复合增长率将从 14 财年到 16 财年的 6.6% 明显加速到 17 财年到 19 财年的 27.9%，受惠于行业因素如：1) 中国积极的人口政策，2) 利好出口的政策放松，出口程序更为简便，3) 婴儿汽车安全座椅越来越普及以及公司自身的努力改进，如 1) 持续推出创新产品去抢占市场份额，2) 不同品牌在不同地区开始实现有效的交叉销售，通过把 Cybex 推广到欧洲其他地区 and 引入中国（Cybex 17 财年上半年在中国的销售额实际上翻了一番，根据百度的趋势的数据显示，Cybex 这个品牌目前在中国非常火爆），亦通过在欧洲开始销售好孩子 GB 的铂金/黄金产品线（好孩子 GB 在欧洲销售的第一个汽车安全车座椅被评为“Best in Test”，并在相关级别中获得最高整体分数，也在最近的 German Stiftung Warentest and ADAC 测试中荣获“测试优胜奖”，因此推动了在欧盟的 75% 增长）。

❖ 收购大股东的母婴护理用品及服装的自有品牌（包括零售业务）的价钱相对便宜，大约在 18 倍 18 财年预测市盈率，并由于其电商的占比很高，达到 50%，加上潜在的协同效应，未来应可实现快速增长。好孩子国际出价约 1.25 亿美元现金和 2.395 亿美元等值的新股份（以 3.49 港元价格发行）去从其最大的股东收购他的母婴护理用品及服装的自有品牌（包括零售业务），我们认为这次资产注入的时间点相当合适，而其增长潜力并不应该被低估，我们预计目标公 17 财年/18 财年净利润将增长 60%/20%，因为行业在中国仍然很年轻，而且目标公司的电商占销售额的比例高达 50%（Frost & Sullivan 预测电商管道的行业销售年均复合增长率可达 23%），是有望实现高速增长的，加上收购亦能够提升集团的整体净利润率（因品牌拥有者和零售商通常能获得高单位数），因此，我们预计应该增加 1.7 亿元/2 亿元人民币的额外利润。潜在的协同效应是 1) 对市场的反应更快，能从零售终端得到更多客户和交易有关的信息，以提供和生产更好的产品，2) 更多的后端运营，管理和员工成本共享，3) 当然是要降低与关联交易相关的成本。

❖ 首次覆盖给予买入评级，目标价为 5.46 港元。我们首次覆盖，并给予买入评级，和目标价为 5.46 港币，意味着有约 23% 的上涨空间，基于 19 倍 18 财年的市盈率。该公司目前的交易价格为 15 倍 18 财年的市盈率，仍低于其近 2 年的 24 倍平均水平，如果我们把新的资产注入亦计算在内，现价将只为 13 倍 18 财年的市盈率。

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
营业额 (百万港元)	6,951	6,238	6,488	6,956	7,465
净利润 (百万港元)	197	207	225	325	434
每股收益 (港元)	0.178	0.186	0.201	0.291	0.388
每股收益变动 (%)	241.0	4.2	8.5	44.6	33.3
市盈率(x)	24.9	23.9	22.1	15.3	11.4
市帐率(x)	2.1	2.0	1.9	1.7	1.6
股息率 (%)	1.1	1.1	1.4	2.0	2.6
权益收益率 (%)	8.5	8.6	8.8	11.5	13.5
财务杠杆(x)	42.0	19.3	21.9	19.6	10.3

资料来源：公司及招银国际研究预测

买入（首次覆盖）

目标价	HK\$5.46
潜在升幅	+23.3%
当前股价	HK\$4.43

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)	4,950
3 月平均流通量 (百万港元)	11.09
52 周内股价高/低 (港元)	4.62/3.11
总股本 (百万)	1,119.8

资料来源：彭博

股东结构

宋郑还家族	23.13%
富达基金	9.98%
锋裕投资	7.93%
邓普顿投资	6.54%
自由流通	48.93%

资料来源：HKEX

股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	5.0%	2.1%
3-月	29.5%	16.1%
6-月	16.9%	-0.3%

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)	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部

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、厂房及設備	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
現金及現金等价物	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
離職后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部

现金流量表

年结: 12月31日 (百万元港元)	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
息税前收益	317.6	213.6	337.8	476.4	628.3
折旧和摊销	195.4	198.7	(7.4)	(13.4)	130.2
营运资金变动	612.3	224.6	(47.5)	(32.5)	(34.9)
税务开支	(62.9)	(132.5)	(61.4)	(94.2)	(132.9)
其他	10.0	31.6	(28.0)	(5.0)	33.8
经营活动所得现金净额	1,072.4	536.0	193.7	331.4	624.4
购置固定资产	(183.8)	(264.5)	(291.9)	(313.0)	(335.9)
联营公司	-	-	-	-	-
其他	(100.0)	337.9	39.9	46.9	42.3
投资活动所得现金净额	(283.8)	73.4	(252.1)	(266.2)	(293.6)
股份发行	6.5	13.8	-	-	-
净银行借贷	(651.7)	(493.6)	-	-	-
股息	-	(55.7)	(55.8)	(67.5)	(97.6)
其他	138.6	1.8	-	-	-
融资活动所得现金净额	(506.6)	(533.6)	(55.8)	(67.5)	(97.6)
现金增加净额	282.0	75.7	(114.1)	(2.3)	233.2
年初现金及现金等价物	434.7	705.3	758.2	644.0	641.8
汇兑	(11.4)	(22.9)	-	-	-
年末现金及现金等价物	705.3	758.2	644.0	641.8	875.0

来源: 公司及招银国际研究部

主要比率

年结: 12月31日	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
销售组合 (%)					
欧洲	30.9	29.6	29.0	28.2	27.1
北美	40.4	42.6	42.0	41.4	40.3
中国	19.4	18.5	20.7	22.7	25.4
其它地区	9.3	9.3	8.3	7.7	7.2
总额	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
息税前利润率	4.6	3.4	5.2	6.8	8.4
税前利润率	3.8	2.6	4.5	6.2	7.7
净利润率	2.8	3.3	3.5	4.7	5.8
有效税率	23.3	(31.1)	21.0	22.0	23.0
增长 (%)					
收入	13.7	(10.3)	4.0	7.2	7.3
毛利	34.2	3.0	12.3	10.6	10.7
息税前利润	119.3	(32.7)	58.1	41.0	31.9
净利润率	243.5	5.0	8.5	44.6	33.3
资产负债比率					
流动比率 (x)	1.6	1.6	1.5	1.5	1.6
平均应收账款周转天数	36.5	37.7	40.0	40.0	40.0
平均应付账款周转天数	70.1	81.9	85.0	85.0	85.0
平均存货周转天数	92.7	97.3	100.0	100.0	100.0
净负债/ 总权益比率 (%)	42.0	19.3	21.9	19.6	10.3
回报率 (%)					
资本回报率	8.3	8.5	8.4	10.9	12.7
资产回报率	3.3	3.8	3.9	5.2	6.3
每股数据					
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
每股账面值(港元)	2.133	2.183	2.384	2.675	3.063

来源: 公司及招银国际研究部

免责声明及披露

分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映有关他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告 30 日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告 3 个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

招银证券投资评级

买入	：股价于未来 12 个月的潜在涨幅超过 15%
持有	：股价于未来 12 个月的潜在变幅在-10%至+15%之间
卖出	：股价于未来 12 个月的潜在跌幅超过 10%
未评级	：招银国际并未给予投资评级

招银国际证券有限公司

地址：香港中环夏慤道 12 号美国银行中心 18 楼 1803-04 室 电话：(852) 3900 0888 传真：(852) 3900 0800

招银国际证券有限公司（“招银证券”）为招银国际金融有限公司之全资附属公司（招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司）

重要披露

本报告期内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载资料可能不适合所有投资者。招银证券不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受目标资产表现以及其他市场因素影响。招银证券建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决定。

本报告包含的任何资讯由招银证券编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考资料。报告中的资讯或所表达的意见皆不可作为或被视为证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的错误、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律法律责任。任何使用本报告资讯所作的投资决定完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的资讯，我们力求但不担保这些资讯的准确性、有效性和完整性。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银证券可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。

如需索取更多有关证券的资讯，请与我们联络。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)2000 年英国不时修订之金融服务及市场法令 2005 年(金融推广)令(“金融服务令”)第 19(5) 条之人士及(II) 属金融服务令第 49(2) (a) 至(d) 条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，未经招银证券书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美国投资者

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规 15a-6 定义的 “主要机构投资者”，不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人。