

好孩子国际(1086 HK)

同时享受并表和有机的增长

❖ 维持买入评级，目标价上调至 6.18 港元，现价估值仅为 14 倍 18 财年预测市盈率。我们维持买入评级，并根据 19 倍(维持)18 财年预测市盈率，将目标价提高至 6.18 港元，主要是受惠于并表了好孩子零售业务的贡献和毛利率的假设有所提高，我们将 18 财年/19 财年净利润预测上调 11.4%/ 7.0%。我们认为现价非常吸引，因为估值仅为 14 倍 18 财年预测市盈率(远低于 5 年平均值的 20 倍)，而且考虑到 1) Cybex 和 Goodbaby 的新推出的产品和区域交叉销售的策略获得成功之后，开始进入收成期，2) 顺利的完成了从制造到零售的垂直整合，以及 3) 优秀的外汇风险管理，尽管人民币汇率十分强势，但毛利率受到的不利影响仍然有限。

❖ 17 财年的销售和利润率都高于市场预期，但净利润受到非经常性项目的拖累。原好孩子国际 (OGBI) 销售为 67.2 亿港元，同比增长 7.8%，高于我们预期 3.2% (附合市场预期)，而毛利率为 37.7%，比我们预测的高 1.1 个百分点或 6.4% (高市场预期 0.84 个百分点)，亦较 16 财年的 34.0% 上升了 3.8 个百分点。好孩子零售业务 (GBR) 销售为 27.7 亿港元，同比增长 21%，低于我们预期的 10%，但其经营利润率为 11.6%，较 16 财年上升 3.9 个百分点，并且好于我们的预期 (假设财务费用的为总销售的 0.8%，我们推断税前利润率为 10.8%，而我们的预期的税前利润率仅为 8.9%)。实际申报的净利润 (并表了 69 天 GBR 的数字) 为 1.794 亿港元，比我们预期低 30.9%，主要是为几项一次性的费用所拖累，例如 1) 并购交易的相关成本，约 27.3 百万港元，2) 为 Toys "R" Us 或会清盘所做的拨备，约 22.7 百万港元，以及 3) 在 17 年 12 月所实施的美国税务改革所导致的一次性不利递延税项资产调整，约为 21.2 百万港元。经调整后，净利润实际上为 2.5 亿港元，较我们所预测的 2.596 亿港元只是略低 3.4% (低市场预期 7.0%)。

❖ OGBI 的强劲增长是由 Cybex 和 Goodbaby 所带动，而 GBR 则由服装和婴儿护理产品所推动。OGBI 的销售增长强劲，相比起 16 财年的 10.3% 下跌，销售在 17 财年大幅回升至 11.7% 增长 (17 财年下半年/ 上半年为 13.4%/ 2.5% 增长)，主要是由 Cybex (39.5% 增长，中国地区 100.8% 和海外 36.7%) 以及 Goodbaby (27.4% 增长，海外 77.7%，中国地区 24%) 所带动，而 Evenflo 成功转正 (3.2% 增长)，显然是在艰难的美国市场仍然获得了更多的市场份额)，最后，蓝筹业务也渐趋稳定 (17 财年下半年/ 上半年 1.6% 增长/ 19.1% 下跌，而 16 财年为 29.3% 下跌)。GBR 收入在 17 财年增长了 21%，其中服装和婴儿护理产品的增长分别为 41.4% 和 26.0%，超过耐用用品的 12.4% 增长。

❖ 18 财年的展望十分乐观，我们预期毛利率会更好，以及更少的一次性的费用。18 财年销售增长速度排名：Cybex > Goodbaby > Evenflo > 蓝筹 > 战略品牌。在 18 财年，我们预计 Cybex 的增长势头仍然强劲 (在 20% 左右)，Goodbaby 则保持快速增长 (中至高双位数)，而 Evenflo 会比较沉寂 (在 17 财年通过 Toys "R" Us 的 30 百万美元的销售，或约 2% Evenflo 的销售应该不会再出现)，蓝筹和战略品牌的销售则分别下降 5% 和 10% 左右。18 财年毛利率应会更好，是受惠于 1) 更好的业务结构组合 (零售/制造业务的毛利率分别为 43%/ 38%)，2) 更好的品牌组合 (更多的销售来自高毛利的主要品牌)，以及 3) 商店效率的提高和逐渐改进生产线和供应链。我们亦预计 18 财将与 Toys "R" Us 有关的拨备，仅约 3.3 百万美元 (25.6 百万港元)，而且不会再有并购及税务改革相关的费用开支。

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	9,369	10,216	10,675
净利润 (百万港元)	207	179	540	690	785
每股收益 (港元)	0.186	0.147	0.325	0.412	0.466
每股收益变动 (%)	4.2	(20.9)	121.7	26.8	12.9
市盈率 (x)	24.5	30.9	14.0	11.0	9.7
市帐率 (x)	2.1	1.5	1.3	1.2	1.1
股息率 (%)	1.1	1.1	2.9	3.6	4.1
权益收益率 (%)	8.5	3.5	9.5	10.9	11.0
财务杠杆 (x)	19.3	34.9	17.9	9.7	净现金

资料来源：公司及招銀国际研究预测

买入 (维持)

目标价	HK\$6.18
(前目标价)	HK\$5.55)
潜在升幅	+36.1%
当前股价	HK\$4.54

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)	7,565
3 月平均流通量 (百万港元)	8.25
52 周内股价高/低 (港元)	4.88/3.11
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	6.44%
锋裕投资	5.06%
邓普顿投资	3.68%
自由流通	38.49%

资料来源：HKEX

股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	-3.4%	-1.9%
3-月	5.6%	1.5%
6-月	6.8%	-4.5%

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	9,368.8	10,216.2	10,675.4
歐洲	1,843.6	2,032.2	2,438.7	2,533.2	2,580.2
北美	2,660.3	2,819.5	3,101.5	3,241.0	3,322.1
中國	1,155.3	1,681.2	3,066.6	3,680.0	4,011.2
其它地區	579.0	609.6	762.0	762.0	762.0
銷售成本	(4,126.7)	(4,395.8)	(5,331.2)	(5,686.3)	(5,874.4)
毛利	2,111.5	2,746.8	4,037.6	4,530.0	4,801.0
其他收入	59.1	41.1	60.0	60.3	57.6
銷售費用	(982.5)	(1,332.5)	(1,747.0)	(1,897.2)	(1,972.7)
一般及行政費用	(924.3)	(1,103.5)	(1,549.2)	(1,682.4)	(1,749.3)
其他收益	(50.2)	(39.4)	(28.1)	(30.6)	(32.0)
息稅前收益	213.6	312.5	773.2	980.0	1,104.7
淨融資成本	(51.8)	(60.9)	(63.1)	(60.2)	(57.6)
聯營公司	0.0	(0.0)	-	-	-
特殊收入	-	-	-	-	-
稅前利潤	161.8	251.5	710.1	919.8	1,047.0
所得稅	50.4	(67.1)	(156.2)	(211.6)	(240.8)
非控制股東權益	(4.9)	(5.1)	(14.2)	(18.4)	(20.9)
淨利潤	207.4	179.4	539.7	689.9	785.3

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	6,686.6	7,006.5	7,191.5
物業、厂房及設備	858.2	1,040.7	1,256.8	1,478.0	1,689.5
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	5,174.5	5,820.0	6,578.9
其他金融資產	-	-	-	-	-
存貨	1,099.8	1,861.3	1,460.6	1,557.9	1,609.4
貿易及其他應收賬款	954.2	1,431.5	1,543.2	1,659.2	1,722.2
受限制銀行結余	187.4	337.2	442.3	482.3	504.0
現金及現金等價物	758.2	952.2	1,728.4	2,120.5	2,743.3
流動負債	1,855.3	3,757.9	4,100.5	4,357.7	4,495.3
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	1,317.1	1,436.3	1,500.8
貿易及其他應付賬款	926.5	1,312.6	1,241.5	1,324.2	1,368.0
即期稅項	28.3	55.5	156.2	211.6	240.8
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	5,719.8	6,428.0	7,234.2
非控股權益	37.9	58.0	72.2	90.6	111.5
權益股東應占總權益	2,440.3	5,107.9	5,647.6	6,337.4	7,122.7

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	773.2	980.0	1,104.7
折旧和摊销	198.7	229.0	127.4	149.8	305.4
营运资金变动	224.6	(576.6)	425.8	(51.6)	(27.8)
税务开支	(132.5)	(67.1)	(156.2)	(211.6)	(240.8)
其他	31.6	212.7	(18.3)	24.7	53.3
经营活动所得现金净额	536.0	110.5	1,151.9	891.4	1,194.8
购置固定资产	(264.5)	(277.3)	(421.6)	(459.7)	(480.4)
联营公司	-	-	-	-	-
其他	337.9	(730.5)	47.1	167.9	152.2
投资活动所得现金净额	73.4	(1,007.8)	(374.5)	(291.8)	(328.1)
股份发行	13.8	-	-	-	-
净银行借贷	(493.6)	1,195.7	-	-	-
股息	(55.7)	(55.8)	(83.3)	(215.9)	(273.8)
其他	1.8	(48.5)	82.1	8.4	29.9
融资活动所得现金净额	(533.6)	1,091.4	(1.2)	(207.5)	(243.9)
现金增加净额	75.7	194.0	776.3	392.1	622.8
年初现金及现金等价物	705.3	758.2	952.2	1,728.4	2,120.5
汇兑	(22.9)	-	-	-	-
年末现金及现金等价物	758.2	952.2	1,728.4	2,120.5	2,743.3

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	26.0	24.8	24.2
北美	42.6	39.5	33.1	31.7	31.1
中国	18.5	23.5	32.7	36.0	37.6
其它地区	9.3	8.5	8.2	7.5	7.1
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	43.1	44.3	45.0
息税前利润率	3.4	4.4	8.3	9.6	10.3
税前利润率	2.6	3.5	7.6	9.0	9.8
净利润率	3.3	2.5	5.8	6.8	7.4
有效税率	(31.1)	26.7	22.0	23.0	23.0
增长 (%)					
收入	(10.3)	14.5	31.2	9.0	4.5
毛利	3.0	30.1	47.0	12.2	6.0
息税前利润	(32.7)	46.3	147.5	26.7	12.7
净利润率	5.0	(13.5)	200.9	27.8	13.8
资产负债比率					
流动比率 (x)	1.6	1.2	1.3	1.3	1.5
平均应收账款周转天数	37.7	59.9	50.0	50.0	50.0
平均应付账款周转天数	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	17.9	9.7	净现金
回报率 (%)					
资本回报率	8.5	3.5	9.6	10.9	11.0
资产回报率	3.8	1.6	4.6	5.4	5.7
每股数据					
每股盈利(港元)	0.186	0.147	0.325	0.411	0.464
每股股息(港元)	0.050	0.050	0.130	0.164	0.186
每股账面值(港元)	2.183	3.079	3.404	3.820	4.293

资料来源：公司及招银国际研究预测

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：香港中环花园道 3 号冠君大厦 45 楼

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 年证券交易法规则 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。