

好孩子国际(1086 HK)

双引擎全速运行：品牌+零售

- ❖ 成功收购大股东母婴用品零售业务，17年首4个月的高增长有望持续到17整个财年。好孩子国际(GBI)于2017年10月23日完成好孩子零售(GBR)的收购，因此会有约二个月(69日)的财务数字合并到17财年里，并将于18财年全面合并。管理层有信心零售业务17年首4个月的高增长持续到17整个财年，因此我们预计零售业务在17财年会录得约34%/58%的销售/净利润增长，至约30亿港元/1.87亿港元。公司最近在5家店铺(上海4家，深圳1家)采用了新店铺装修(木材用料更多，更友善，更柔和，更明亮)，人流和门店效率都得到了颇大的提升，按月增加接近一倍，公司打算在18年把这种装修应用到约200家门店，虽然5家门店的店效提升可能不够广泛性和代表性，但我们认为这种调整所带来的影响还是正面的。
- ❖ 在17财年/18财年/19财年的每股收益预计能额外增加4.7%/9.5%/2.6%。在考虑到现金、债务和权益的相关成本后，我们预计17财年/18财年/19财年零售业务的合并净利润为港元3.11千万元/1.19亿元/2.2亿元，而好孩子国际的净利润为港元2.28亿元/3.32亿元/4.41亿元，换句话说，每股收益预计能额外增加4.7%/9.5%/2.6%。
- ❖ 现价风险回报比例相当高，维持买入评级，目标价上调至5.55港元。由于我们预测17到19财年的每股盈利复合年增长率为28.7%，因此公司目前估值仅为12.5倍的18财年预测市盈率，意味着3年的PEG亦只有0.43倍，而且在不久将来就应该会被纳入沪港通和深港通的名单(并购后公司的市值已经轻松超过50亿港元)。我们认为它是很有潜力吸引内地投资者的关注和带来南下资金流入的。
- ❖ 好孩子国际业务在17年下半年仍然强劲：Cybex继续表现出色，GB增长维持，而Evenflo则受到Toys“R”Us美国的破产保护的轻微影响。Cybex下半年的销售增长速度可能会从上半年的27%加速至29%，主要得益于中国以及欧洲其他地区对新产品系列的良好评价，而下半年GB品牌销售的快速增长仍能维持，约在21%(而且是会利好毛利率的，因为推动增长的其中一个重要动力就是高端的GB铂金产品系列)，而Evenflo下半年就相对有点弱，销售增长可能会放缓至3%，主要是Toys“R”Us美国(evenflo目前在第三大客户，排在Walmart和Amazon之后)的突然破产，但幸运的是，销售和运营仅在1-2周的时间内就恢复，而且约70%的潜在损失(相关的应收账款和存货)都可由保险承担，因此公司仅需要约100万美元的潜在拨备(主要为剩下的30%作准备)，这是会令17财年的净利润减少约3%。

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	6,515	7,006	7,520
净利润(百万港元)	197	207	228	332	441
每股收益(港元)	0.178	0.186	0.201	0.292	0.385
每股收益变动(%)	241.0	4.2	9.5	44.2	32.0
市盈率(x)	22.5	21.6	19.8	13.7	10.4
市帐率(x)	1.9	1.8	1.7	1.5	1.3
股息率(%)	1.2	1.2	1.5	2.2	2.9
权益收益率(%)	8.5	8.6	8.9	11.7	13.7
财务杠杆(x)	42.0	19.3	21.9	19.4	10.0

资料来源：公司及招银国际研究预测

买入(维持)

目标价	HK\$5.55
潜在升幅	+38.4%
当前股价	HK\$4.01

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)	6,654
3月平均流通量(百万港元)	11.29
52周内股价高/低(港元)	4.69/3.11
总股本(百万)	1,115.1

资料来源：彭博

股东结构

宋郑还家族	46.33%
富达基金	6.58%
锋裕投资	5.06%
邓普顿投资	3.70%
自由流通	38.33%

资料来源：HKEx

股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	-4.3%	-5.1%
3-月	-6.5%	-10.5%
6-月	12.3%	1.2%

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

- ❖ **毛利率应可保持稳定。**我们预计下半年毛利率将提高至 36.9%，较去年同期的 34.3% 仍然有相当改善，但和 17 年上半年的 36.3% 相比就可能变得相当平缓。这包括正面的因素，如 1) 品牌组合持续改善（更多 Cybex 和 GB 铂金产品系列的高毛利销售），2) 每个品牌内部的改进（销售效率逐渐提高），以及负面的因素，如 3) 下半年人民币汇率(兑美元)特别强劲，比去年升值超过了 5%，4) 中国的原材料成本上涨的压力（如金属，占销售额约 5-10%，纸张，是包装成本的一部分，占销售额约 0-3%），所结合而成的。
- ❖ **电商销售增长相当理想。**好孩子集团在 2017 年的双 11 期间录得约 3.5 亿元人民币（约 4 亿港元）的电商销售额（在所有平台、所有品牌及所有类别的产品），并录得 40% 的增长，预计可占到 17 财年销售额约 5.9%，2016 年为 4.8%）。在天猫平台上，好孩子品牌在婴儿车类中占据了第一位，而在整体母婴产品中位列第五。天猫的销售占比增加对集团是利好的，因为它主要为 B2C 业务，而利润率会较高（相对于销售给第三方分销商的 B2B 业务）。

图 1：好孩子深圳万象城的铂金店



资料来源：公司数据，招银国际

图 2：2017 年双 11 天猫旗舰店：母婴产品类别中的前十名



资料来源：天猫，招银国际

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	6,515.1	7,005.7	7,519.7
歐洲	2,146.6	1,843.6	1,898.1	1,981.9	2,044.8
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	1,351.7	1,608.5	1,930.2
其它地區	652.0	579.0	538.5	538.5	538.5
銷售成本	(4,900.9)	(4,126.7)	(4,133.0)	(4,364.4)	(4,596.3)
毛利	2,050.2	2,111.5	2,382.1	2,641.3	2,923.5
其他收入	94.9	59.1	30.0	30.8	29.3
銷售費用	(1,030.4)	(982.5)	(1,086.8)	(1,148.2)	(1,214.6)
一般及行政費用	(794.1)	(924.3)	(963.8)	(1,018.2)	(1,077.1)
其他收益	(3.1)	(50.2)	(19.5)	(21.0)	(22.6)
息稅前收益	317.6	213.6	342.0	484.7	638.5
淨融資成本	(53.2)	(51.8)	(45.6)	(48.4)	(50.2)
聯營公司	(0.0)	0.0	-	-	-
特殊收入	-	-	-	-	-
稅前利潤	264.3	161.8	296.3	436.4	588.2
所得稅	(61.7)	50.4	(62.2)	(96.0)	(135.3)
非控制股東權益	(5.2)	(4.9)	(5.9)	(8.7)	(11.8)
淨利潤	197.4	207.4	228.2	331.6	441.2

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	2,850.9	3,189.4	3,407.1
物業、厂房及設備	878.8	858.2	966.0	1,079.4	1,194.4
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	2,996.6	3,130.1	3,504.6
其他金融資產	-	-	-	-	-
存貨	1,244.8	1,099.8	1,132.3	1,195.7	1,259.3
貿易及其他應收賬款	1,340.1	954.2	1,023.7	1,077.5	1,133.8
受限制銀行結餘	143.6	187.4	195.7	210.4	225.9
現金及現金等价物	705.3	758.2	644.9	646.4	885.6
流動負債	2,202.9	1,855.3	1,950.0	2,081.5	2,220.8
銀行借款	691.7	278.2	278.2	278.2	278.2
預收款項	463.9	557.9	582.7	626.6	672.5
貿易及其他應付賬款	941.2	926.5	962.5	1,016.4	1,070.4
即期稅項	68.2	28.3	62.2	96.0	135.3
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	2,712.3	3,052.6	3,505.6
非控股權益	42.8	37.9	43.8	52.5	64.3
權益股東應占總權益	2,365.3	2,440.3	2,668.5	3,000.1	3,441.3

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	342.0	484.7	638.5
折旧和摊销	195.4	198.7	(7.3)	(13.2)	130.7
营运资金变动	612.3	224.6	(49.6)	(34.1)	(35.3)
税务开支	(62.9)	(132.5)	(62.2)	(96.0)	(135.3)
其他	10.0	31.6	(27.1)	(3.0)	36.2
经营活动所得现金净额	1,072.4	536.0	195.8	338.4	634.8
购置固定资产	(183.8)	(264.5)	(293.2)	(315.3)	(338.4)
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	(253.3)	(268.4)	(296.1)
股份发行	6.5	13.8	-	-	-
净银行借贷	(651.7)	(493.6)	-	-	-
股息	-	(55.7)	(55.8)	(67.9)	(97.9)
其他	138.6	1.8	-	-	-
融资活动所得现金净额	(506.6)	(533.6)	(55.8)	(67.9)	(97.9)
现金增加净额	282.0	75.7	(113.3)	2.1	240.8
年初现金及现金等价物	434.7	705.3	758.2	644.9	646.4
汇兑	(11.4)	(22.9)	-	-	-
年末现金及现金等价物	705.3	758.2	644.9	646.9	887.2

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	29.1	28.3	27.2
北美	40.4	42.6	41.9	41.1	40.0
中国	19.4	18.5	20.7	23.0	25.7
其它地区	9.3	9.3	8.3	7.6	7.1
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	6.9	8.5
税前利润率	3.8	2.6	4.5	6.2	7.8
净利润率	2.8	3.3	3.5	4.7	5.9
有效税率	23.3	(31.1)	21.0	22.0	23.0

增长 (%)

收入	13.7	(10.3)	4.4	7.5	7.3
毛利	34.2	3.0	12.8	10.9	10.7
息税前利润	119.3	(32.7)	60.1	41.7	31.7
净利润率	243.5	5.0	10.0	45.3	33.0

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	19.4	10.0

回报率 (%)

资本回报率	8.3	8.5	8.6	11.1	12.8
资产回报率	3.3	3.8	3.9	5.2	6.4

每股数据

每股盈利(港元)	0.178	0.186	0.204	0.297	0.395
每股股息(港元)	0.050	0.050	0.061	0.089	0.118
每股账面值(港元)	2.133	2.183	2.387	2.684	3.078

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。