

好孩子國際(1086 HK)

雙引擎全速運行：品牌+零售

- ❖ 成功收購大股東母嬰用品零售業務，17年首4個月的高增長有望持續到17整個財年。好孩子國際(GBI)於2017年10月23日完成好孩子零售(GBR)的收購，因此會有約二個月(69日)的財務數字合併到17財年裡，並將於18財年全面合併。管理層有信心零售業務17年首4個月的高增長持續到17整個財年，因此我們預計零售業務在17財年會錄得約34%/58%的銷售/淨利潤增長，至約30億港元/1.87億港元。公司最近在5家店鋪(上海4家，深圳1家)採用了新店鋪裝修(木材用料更多，更友善，更柔和，更明亮)，人流和門店效率都得到了頗大的提升，按月增加接近一倍，公司打算在18年把這種裝修應用到約200家門店，雖然5家門店的店效提升可能不夠廣泛性和代表性，但我們認為這種調整所帶來的影響還是正面的。
- ❖ 在17財年/18財年/19財年的每股收益預計能額外增加4.7%/9.5%/2.6%。在考慮到現金、債務和權益的相關成本後，我們預計17財年/18財年/19財年零售業務的合併淨利潤為港元3.11千萬元/1.19億元/2.2億元，而好孩子國際的淨利潤為港元2.28億元/3.32億元/4.41億元，換句話說，每股收益預計應能額外增加4.7%/9.5%/2.6%。
- ❖ 現價風險回報比例相當高，維持買入評級，目標價上調至5.55港元。由於我們預測17到19財年的每股盈利複合年增長率為28.7%，因此公司目前估值僅為12.5倍的18財年預測市盈率，意味著3年的PEG亦只有0.43倍，而且在不久將來就應該會被納入滬港通和深港通的名單(併購後公司的市值已經輕鬆超過50億港元)。我們認為它是很有潛力吸引內地投資者的關注和帶來南下資金流入的。
- ❖ 好孩子國際業務在17年下半年仍然強勁：Cybex繼續表現出色，GB增長維持，而Evenflo則受到Toys“R”Us美國的破產保護的輕微影響。Cybex下半年的銷售增長速度可能會從上半年的27%加速至29%，主要得益於中國以及歐洲其他地區對新產品系列的良好評價，而下半年GB品牌銷售的快速增長仍能維持，約在21%(而且是會利好毛利率的，因為推動增長的其中一個重要動力就是高端的GB鉑金產品系列)，而Evenflo下半年就相對有點弱，銷售增長可能會放緩至3%，主要是Toys“R”Us美國(evenflo目前在美國的第三名客戶，排在Walmart和Amazon之後)的突然破產，但幸運的是，銷售和運營僅在1-2週的時間內就恢復，而且約70%的潛在損失(相關的應收賬款和存貨)都可由保險承擔，因此公司僅需要約100萬美元的潛在撥備(主要為剩下的30%作準備)，這是會令17財年的淨利潤減少約3%。

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	6,515	7,006	7,520
淨利潤(百萬港元)	197	207	228	332	441
每股收益(港元)	0.178	0.186	0.201	0.292	0.385
每股收益變動(%)	241.0	4.2	9.5	44.2	32.0
市盈率(x)	22.5	21.6	19.8	13.7	10.4
市帳率(x)	1.9	1.8	1.7	1.5	1.3
股息率(%)	1.2	1.2	1.5	2.2	2.9
權益收益率(%)	8.5	8.6	8.9	11.7	13.7
財務杠杆(x)	42.0	19.3	21.9	19.4	10.0

資料來源：公司及招銀國際研究預測

買入(維持)

目標價	HK\$5.55
潛在升幅	+38.4%
當前股價	HK\$4.01

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)	6,654
3月平均流通量(百萬港元)	11.29
52周內股價高/低(港元)	4.69/3.11
總股本(百萬)	1,115.1

資料來源：彭博

股東結構

宋鄭還家族	46.33%
富達基金	6.58%
鋒裕投資	5.06%
鄧普頓投資	3.70%
自由流通	38.33%

資料來源：HKEx

股價表現

	絕對回報	相對回報
1-月	-4.3%	-5.1%
3-月	-6.5%	-10.5%
6-月	12.3%	1.2%

資料來源：彭博

股價表現



審計師：安永

公司網站：www.gbinternational.com.hk

- ❖ **毛利率應可保持穩定。**我們預計下半年毛利率將提高至 36.9%，較去年同期的 34.3% 仍然有相當改善，但和 17 年上半年的 36.3% 相比就可能變得相當平緩。這包括正面的因素，如 1) 品牌組合持續改善（更多 Cybex 和 GB 鉑金產品系列的高毛利銷售），2) 每個品牌內部的改進（銷售效率逐漸提高），以及負面的因素，如 3) 下半年人民幣匯率（兌美元）特別強勁，比去年升值超過了 5%，4) 中國的原材料成本上漲的壓力（如金屬，佔銷售額約 5-10%，紙張，是包裝成本的一部分，佔銷售額約 0-3%），所結合而成的。
- ❖ **電商銷售增長相當理想。**好孩子集團在 2017 年的雙 11 期間錄得約 3.5 億元人民幣（約 4 億港元）的電商銷售額（在所有平台、所有品牌及所有類別的產品），並錄得 40% 的增長，預計可佔到 17 財年銷售額約 5.9%，2016 年為 4.8%）。在天貓平台上，好孩子品牌在嬰兒車類中佔據了第一位，而在整體母嬰產品中位列第五。天貓的銷售佔比增加對集團是利好的，因為它主要為 B2C 業務，而利潤率會較高（相對於銷售給第三方分銷商的 B2B 業務）。

圖 1: 好孩子深圳万象城的鉑金店



資料來源：公司數據，招銀國際

圖 2: 2017 年雙 11 天貓旗艦店：母嬰產品類別中的前十名



資料來源：天貓，招銀國際

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	2,850.9	3,189.4	3,407.1
物業、廠房及設備	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
現金及現金等價物	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	342.0	484.7	638.5
折舊和攤銷	195.4	198.7	(7.3)	(13.2)	130.7
營運資金變動	612.3	224.6	(49.6)	(34.1)	(35.3)
稅務開支	(62.9)	(132.5)	(62.2)	(96.0)	(135.3)
其他	10.0	31.6	(27.1)	(3.0)	36.2
經營活動所得現金淨額	1,072.4	536.0	195.8	338.4	634.8
購買固定資產	(183.8)	(264.5)	(293.2)	(315.3)	(338.4)
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	(253.3)	(268.4)	(296.1)
股份發行	6.5	13.8	-	-	-
淨銀行借貸	(651.7)	(493.6)	-	-	-
股息	-	(55.7)	(55.8)	(67.9)	(97.9)
其他	138.6	1.8	-	-	-
融資活動所得現金淨額	(506.6)	(533.6)	(55.8)	(67.9)	(97.9)
現金增加淨額	282.0	75.7	(113.3)	2.1	240.8
年初現金及現金等價物	434.7	705.3	758.2	644.9	646.4
匯兌	(11.4)	(22.9)	-	-	-
年末現金及現金等價物	705.3	758.2	644.9	646.9	887.2

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	29.1	28.3	27.2
北美	40.4	42.6	41.9	41.1	40.0
中國	19.4	18.5	20.7	23.0	25.7
其它地區	9.3	9.3	8.3	7.6	7.1
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	6.9	8.5
稅前利潤率	3.8	2.6	4.5	6.2	7.8
淨利潤率	2.8	3.3	3.5	4.7	5.9
有效稅率	23.3	(31.1)	21.0	22.0	23.0

增長 (%)

收入	13.7	(10.3)	4.4	7.5	7.3
毛利	34.2	3.0	12.8	10.9	10.7
息稅前利潤	119.3	(32.7)	60.1	41.7	31.7
淨利潤率	243.5	5.0	10.0	45.3	33.0

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	19.4	10.0

回報率 (%)

資本回報率	8.3	8.5	8.6	11.1	12.8
資產回報率	3.3	3.8	3.9	5.2	6.4

每股數據

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
每股賬面值(港元)	2.133	2.183	2.387	2.684	3.078

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并無直接或間接關係。

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)并没有在發表研究報告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)并没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年證券交易法規則15a-6定義的“主要機構投資者”，不得提供給其他任何個人。接收本報告之行爲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。