

2018年09月21日

睿智投資

好孩子国际(1086 HK)

股价调整应已反映了负面因素

- ❖ 公司目前的估值十分低廉，应已反映了所有负面因素。股价未来是可能会随着潜在的催化剂而复苏，包括强劲的双十一销售或纳入了深/沪港通后更大的投资者需求。自2018年5月以来，好孩子国际的股价在4个月内下跌了41.6%，我们认为这应该反映了所有负面因素，包括1)玩具反斗城(“TRU”)破产相关的应收账款坏账拨备较多，2)比预期中疲弱的中国的GB耐用品业务(收购了GB零售业务后)。我们的18/19/20财年预测净利润为3.57亿港元/4.46亿港元/5.50亿港元，比市场预期低约18.2%/18.7%/16.9%。公司目前估值为14.9倍的18财年预测市盈率，低于其5年平均预测市盈率16.7倍的一个标准偏差以上。以账面价值来说，目前估值为0.96倍的18财年预测市净率，接近其历史低点，低于其5年平均预测市净率1.54倍的约两个标准偏差。Martin Pos(执行董事和CEO)在2018年9月初购买了价值超过1570万港元的股票(价钱分布于3.01港元到3.22港元)，令其拥有的公司股权从4.59%增加到4.89%。未来的股价催化剂也许会是1)2018年双十一强劲的销售(2018年的618节增长乏力后品牌和平台都投入了更多努力)或2)最近纳入了深/沪港通后投资者需求的增加。
- ❖ 我们现在更为谨慎，削减财务预测并下调目标价，但保持买入评级。我们将18/19/20财年的每股盈利预测下调34%/35%/30%，并将原先基于19倍18财年预测市盈率的目标价格下调了30.9%至4.27港元，目前是基于16倍19财年预测市盈率(同业平均为16.4倍)。
- ❖ 高级管理层的变化可能解释了中国在18财年上半年耐用销售和成本压力。我们认为上半年的疲软结果可能是由于高级管理层最近的变化所致。例如，GB的耐用品业务特别疲弱(18财年上半年同比销售下降了6.7%)，之前GB耐用品业务负责人实际上已于2017年底离职。此外，还有其他的变化，如GB中国市场的负责人是最近才被提拔的，而且其他高管如GB零售业务负责人梁逸喆先生(来自韩国衣恋集团，拥有丰富的服装类产品的知识)和全球供应链负责人夏欣跃先生(来自Faurecia汽车)都是2017年的11月刚刚加入集团的，所以我们认为，他们可能都需要一定的过渡期才会有较好的表现。
- ❖ 在18财年下半年，我们预计Cybex/GB Non-Durable的增长将保持强劲，而GB Durable/Evenflo/Tactical品牌将会改善。我们预测Cybex/GB非耐用品/GB耐用品/Evenflo/战略品牌业务的18财年销售同比可达21.0%增长/26.8%增长/2.9%下跌/0%/7%下跌，而上半年同比增长分别为24.9%增长/27.7%增长/6.7%下跌/6.6%下跌/11.1%下跌。总而言之，我们的18财年下半年预测的销售/经营利润将会有7.7%/10.9%同比增长，而18财年上半年为同比增长6.5%/下跌19.3%。
- ❖ 18财年下半年展望更为乐观，因为多方面的压力都更为宽松，包括1)不利的外汇，2)TRU破产的拖累，以及3)其他一次性费用。我们预期经营利润率将在18财年下半年改善至7.0%(上半年为4.9%)，受惠于：1)下半年外汇和毛利率压力都会下降，尤其是对于蓝筹业务而言，人民币兑美元汇率在18年上半年十分强劲，对其毛利率构成不少压力；2)由于TRU已正式于2018年3月破产，销售亦正式停止，下半年对TRU的应收账款坏账拨备可望少(17财年下半年/18财年上半年分别为2270万港元/3100万港元)；3)与过去12个月相比，18财年下半年的一次性费用亦会较少，例如18财年上半年欧洲物流供货商的转换费用(约2400万港元)，18财年下半年并购交易费用(约2730万港元)18财年下半年美国税制改革导致多交的税项(约2130万港元)。

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	9,288	9,952	10,556
净利润(百万港元)	207	179	357	446	550
每股收益(港元)	0.186	0.147	0.215	0.267	0.326
每股收益变动(%)	4.2	(20.9)	46.7	24.0	22.3
市盈率(x)	17.2	21.8	14.9	12.0	9.8
市帐率(x)	1.5	1.0	1.0	0.9	0.8
股息率(%)	1.6	1.6	2.7	3.4	4.1
权益收益率(%)	8.5	3.5	6.5	7.5	8.5
财务杠杆(x)	19.3	34.9	22.8	18.7	11.3

资料来源：公司及招银国际研究预测

招銀国际
CMB INTERNATIONAL招商銀行全資附屬機構
A Wholly Owned Subsidiary Of China Merchants Bank

买入(维持)

目标价	HK\$4.27
(前目标价)	HK\$6.18)
潜在升幅	+33.4%
当前股价	HK\$3.20

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)	5,338
3月平均流通量(百万港元)	10.22
52周内股价高/低(港元)	5.58/2.90
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	5.95%
锋裕投资	4.98%
邓普顿投资	3.68%
自由流通	39.06%

资料来源：HKEx

股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	-16.7%	-15.8%
3-月	-36.1%	-31.8%
6-月	-25.6%	-15.8%

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	9,288.0	9,952.1	10,555.7
歐洲	1,843.6	2,032.2	2,438.6	2,780.0	3,044.1
北美	2,660.3	2,819.5	2,819.5	2,932.3	3,078.9
中國	1,155.3	1,681.2	3,453.4	3,639.2	3,798.0
其它地區	579.0	609.6	576.5	600.7	634.8
銷售成本	(4,126.7)	(4,395.8)	(5,340.6)	(5,672.7)	(5,911.2)
毛利	2,111.5	2,746.8	3,947.4	4,279.4	4,644.5
其他收入	59.1	41.1	59.4	58.7	57.0
銷售費用	(982.5)	(1,332.5)	(2,156.2)	(2,286.4)	(2,428.3)
一般及行政費用	(924.3)	(1,103.5)	(1,266.3)	(1,342.8)	(1,426.1)
其他收益	(50.2)	(39.4)	(27.9)	(29.9)	(31.7)
息稅前收益	213.6	312.5	556.5	679.0	815.5
淨融資成本	(51.8)	(60.9)	(89.7)	(88.0)	(86.7)
聯營公司	0.0	(0.0)	-	-	-
特殊收入	-	-	-	-	-
稅前利潤	161.8	251.5	466.8	591.0	728.8
所得稅	50.4	(67.1)	(102.7)	(135.9)	(167.6)
非控制股東權益	(4.9)	(5.1)	(7.0)	(8.9)	(10.9)
淨利潤	207.4	179.4	357.1	446.2	550.2

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	6,682.4	6,990.6	7,171.3
物業、厂房及設備	858.2	1,040.7	1,252.5	1,462.1	1,669.3
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	4,926.3	5,277.1	5,829.7
其他金融資產	-	-	-	-	-
存貨	1,099.8	1,861.3	1,463.2	1,554.2	1,619.5
貿易及其他應收賬款	954.2	1,431.5	1,532.1	1,623.1	1,705.8
受限制銀行結余	187.4	337.2	438.5	469.9	498.4
現金及現金等價物	758.2	952.2	1,492.5	1,630.0	2,006.1
流動負債	1,855.3	3,757.9	4,037.8	4,241.8	4,413.9
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	1,305.8	1,399.1	1,484.0
貿易及其他應付賬款	926.5	1,312.6	1,243.7	1,321.0	1,376.6
即期稅項	28.3	55.5	102.7	135.9	167.6
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	5,530.0	5,985.1	6,546.3
非控股權益	37.9	58.0	65.0	73.9	84.8
權益股東應占總權益	2,440.3	5,107.9	5,465.0	5,911.3	6,461.5

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	556.5	679.0	815.5
折旧和摊销	198.7	229.0	128.0	149.6	304.4
营运资金变动	224.6	(388.8)	429.0	(42.6)	(36.1)
税务开支	(132.5)	(28.1)	(102.7)	(135.9)	(167.6)
其他	31.6	(62.0)	(109.7)	(38.0)	(26.7)
经营活动所得现金净额	536.0	62.5	901.1	612.1	889.4
购置固定资产	(264.5)	(284.9)	(418.0)	(447.8)	(475.0)
联营公司	-	-	-	-	-
其他	337.9	(999.2)	58.4	107.7	108.9
投资活动所得现金净额	73.4	(1,284.1)	(359.6)	(340.2)	(366.1)
股份发行	13.8	37.1	-	-	-
净银行借贷	(493.6)	1,368.9	-	-	-
股息	(55.7)	(55.9)	(83.3)	(142.9)	(177.1)
其他	1.8	25.4	82.1	8.4	29.9
融资活动所得现金净额	(533.6)	1,375.4	(1.2)	(134.4)	(147.2)
现金增加净额	75.7	153.8	540.4	137.5	376.1
年初现金及现金等价物	705.3	758.2	952.2	1,492.5	1,630.0
汇兑	(22.9)	40.2	-	-	-
年末现金及现金等价物	758.2	952.2	1,492.5	1,630.0	2,006.1

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	26.3	27.9	28.8
北美	42.6	39.5	30.4	29.5	29.2
中国	18.5	23.5	37.2	36.6	36.0
其它地区	9.3	8.5	6.1	6.0	6.0
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	42.5	43.0	44.0
息税前利润率	3.4	4.4	6.0	6.8	7.7
税前利润率	2.6	3.5	5.0	5.9	6.9
净利润率	3.3	2.5	3.8	4.5	5.2
有效税率	(31.1)	26.7	22.0	23.0	23.0
增长 (%)					
收入	(10.3)	14.5	30.0	7.1	6.1
毛利	3.0	30.1	43.7	8.4	8.5
息税前利润	(32.7)	46.3	78.1	22.0	20.1
净利润率	5.0	(13.5)	99.1	25.0	23.3
资产负债比率					
流动比率 (x)	1.6	1.2	1.2	1.2	1.3
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	22.8	18.7	11.3
回报率 (%)					
资本回报率	8.5	3.5	6.5	7.5	8.5
资产回报率	3.8	1.6	3.1	3.6	4.2
每股数据					
每股盈利(港元)	0.186	0.147	0.215	0.267	0.326
每股股息(港元)	0.050	0.050	0.086	0.107	0.131
每股账面值(港元)	2.183	3.079	3.294	3.563	3.894

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。