

股票

香港/内地

公司动态

公司报告

好孩子国际 (1086 HK)

2015年4月1日

并购影响短期利润，国际布局逐渐成型

公司2014年实现营业收入61.2亿港元，同比上升46.0%；实现净利润0.58亿港元，同比减少66.3%，净利润下滑1.13亿港元，而并购产生的费用为1.19亿港元。公司14年实现基本每股收益0.05港元，期末不派息。

- 并购影响短期利润：**2014年公司营业收入61.2亿港元，较去年同期上升46.0%，其中原有业务增长13.0%，并购带来增长33.0%。公司14年净利润由1.71亿港元降至0.58亿港元，减少1.13亿港元，同比下滑66.3%，主要是由于并购产生约1.19亿港元相关费用。公司毛利率由2013年的22.9%上升至2014年的25.0%，净利率由上一年度的4.1%下降至0.9%。
- 海外并购带动欧美市场销售增长：**公司2014年连续完成对Cybex及Evenflo的并购，开拓欧洲和北美市场。Cybex在2014年收购完成后收入约0.73亿港元，同比增长32.1%，Evenflo收入0.70亿港元，同比增长6.9%，较收购前年收入下降8%有所好转。公司2014年欧洲市场销售额由1亿港元上升至2亿港元，增长率达98.2%，其中并购带来增长65.2%；北美销售额由1.1亿上升至2亿，增长76.5%，其中并购带来的增长为59.5%。
- 模式转型，扶持自有品牌，克服Dorel订单损失：**公司原来代工的最大的客户Dorel去年收购了新厂商进行OEM制造，而公司亦通过海外收购Cybex和Evenflo，直接打入欧美市场，并进入了沃尔玛等核心商户的供应链。公司启动BOOM策略，采取品牌驱动模式，形成自有品牌“一条龙垂直整合业务模式”，启动直销；加强网络平台合作，提高线上线下地位；通过移动终端与客户互动，实现OBM、OPM、ODM协同并存。通过加强新客户合作，公司蓝筹客户的收入同比增长15.2%，其中Dorel订单减少11.3%，其他蓝筹客户订单增长55.2%。
- “二胎”政策，渗透率提升和安全座椅规范化都蕴含巨大机会：**80后的生育高峰，叠加二胎政策的逐步放开，将使人口出生率出现回升，刺激婴童用品市场的快速成长。手推车作为婴儿外出的最佳工具，伴随着消费升级，将从一线城市逐渐辐射到二三线市场，婴儿推车渗透率将快速提升。同时，随着法规强制推行安全座椅使用及父母对儿童安全乘车意识提高，安全座椅市场亦将会进入快速成长通道。
- 我们认为公司的海外并购对其长期发展具正面作用：**公司去年连续并购欧洲的Cybex和北美的Evenflo，初步完成了发达国家市场的品牌和渠道布局。我们认为，虽然海外并购的标的不一定短期内就能产生可观的盈利，但借助海外先进厂商的品牌、研发、渠道优势，公司长期的发展空间和盈利空间将会打开。规模效应的提升和汽车座椅业务占比的增加，都将显著提升整体盈利能力。除了维护现有的代工合作，公司还将扶植自有品牌，掌握海外市场发展的主动权。
- “增持”评级：**我们预计公司15-16年收入分别为69.6亿、78.2亿人民币，应占利润分别为1.26亿和1.64亿人民币，对应EPS分别为0.11元、0.15元人民币。给予公司目标价2.75元港币，对应2015年20倍PE，“增持”评级。

中国 / 消费品 / 休闲用品

增持

目前股价	目标价位	升
2.45 港元	2.75 港元	12.2%

(股价截止日期: 2015年3月30日)

陈佳宁

86-021-22169162

chenjianing@ebscn.com

52周股价范围 (港元)	2.07-4.32
股息率 %	2.04

最新重要资料

流通股数 (百万股)	680
占总股本比例 (%)	61.7
流通市值 (百万港元)	1,665
12个月内成交额 (百万港元)	8.3
12个月内波动 (%)	53.8
2015-17年PEG预测 (倍)	1.4
2015-17年平均净资产收益率预测 (%)	6.5
2015年市净率预测 (倍)	1.9
2015年净负债/股东权益预测 (%)	92.6

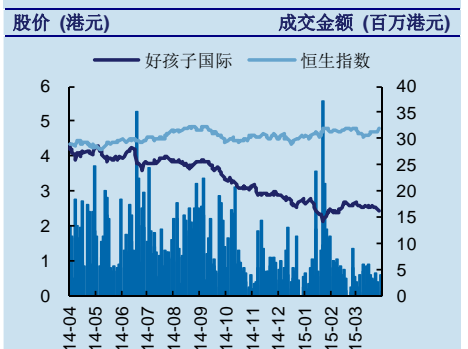
股价表现 (%)

	1个月	本年	12个月
绝对值	(6.5)	(9.3)	(40.1)
相对恒生国企指数	(6.6)	(14.6)	(52.3)

主要股东持股 (%)

Pacific United Developments	23.5
H股流通股	61.7

股价走势图



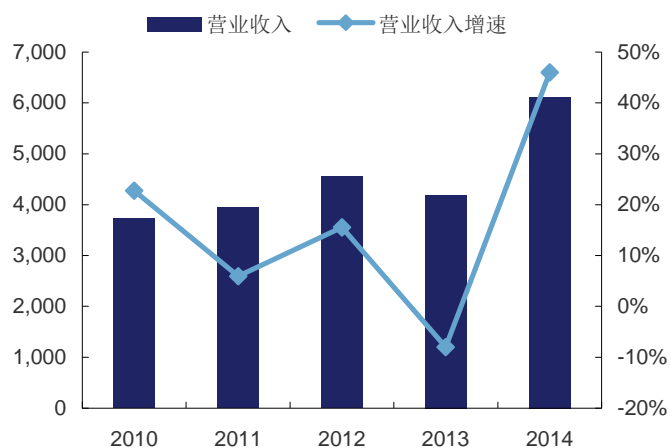
来源: wind, 光大研究部估计

公司 2014 年实现营业收入 61.2 亿港元，同比增加 46.0%；由于并购发生 1.2 亿港元成本（包括咨询费、新并购资产折旧摊销、银行贷款利息等），净利润 0.58 亿港元，同比减少 66.3%。直销模式以及并购贡献使毛利率由上一年度的 22.9% 上升至 25.0%，净利率由上一年度的 4.1% 下降至 0.9%。

由于对 Cybex 和 Evenflo 的收购开拓了欧美市场，2014 年欧洲市场销售额由 1 亿港元上升至 2 亿港元，增长率达 98.2%，其中并购带来增长 65.2%；北美销售额由 1.1 亿上升至 2 亿，增长 76.5%，其中并购增长 59.5%。Cybex 在 2014 年收购完成后收入约 0.73 亿港元，同比增长 32.1%，Evenflo 收入 0.70 亿港元，同比增长 6.9%，较收购前年收入下降 8% 有所好转。

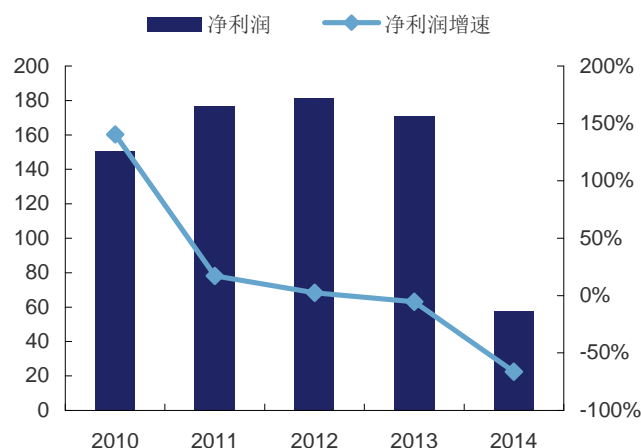
收购 Cybex 和 Evenflo 后，公司汽车安全座椅全面覆盖高、中、低端消费需求，2014 年汽车安全座销售额由 0.59 亿上升至 1.7 亿，增幅达 197.4%，其中集团原有业务收益 0.64 亿，并购业务收益 1.1 亿港元。

图表 1：公司收入变化（单位：百万元人民币）



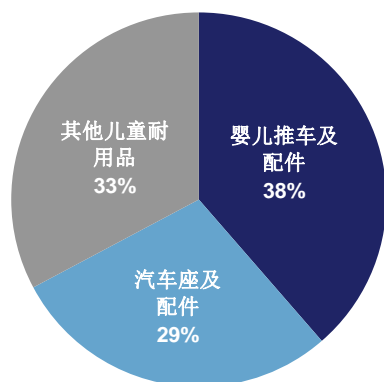
资料来源：公司公告，光大证券

图表 2：公司净利润变化（单位：百万元人民币）



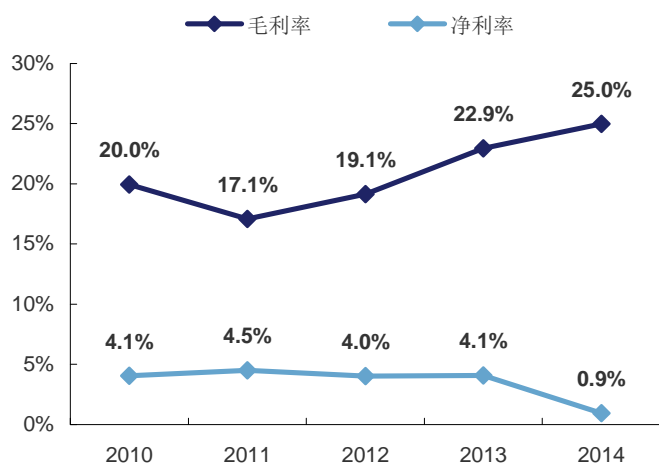
资料来源：公司公告，光大证券

图表 3：公司 2014 年收入分类



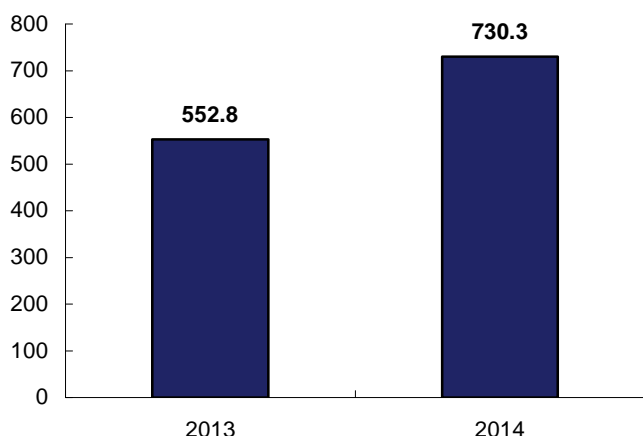
资料来源：公司公告，光大证券

图表 4：公司盈利能力变化



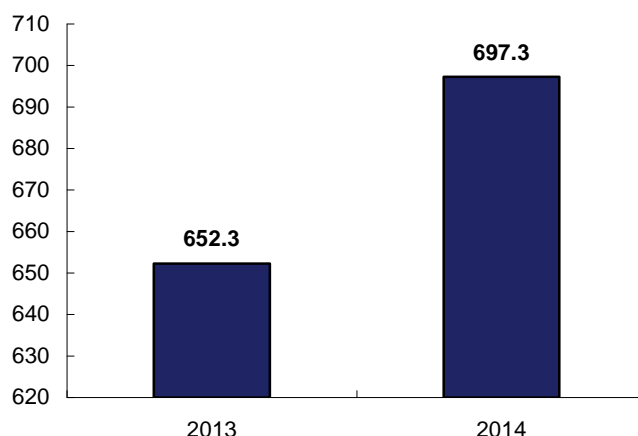
资料来源：公司公告，光大证券

图表 5: Cybex 营业收入变化 (单位: 百万港元)



资料来源: 公司公告, 光大证券

图表 6: Evenflo 营业收入变化 (单位: 百万港元)



资料来源: 公司公告, 光大证券

公司去年连续并购欧洲的 Cybex 和北美的 Evenflo, 初步完成了发达国家市场的品牌和渠道布局。我们认为, 虽然海外并购的标的不一定短期内就能产生可观的盈利, 但借助海外先进厂商的品牌、研发、渠道优势, 公司长期的发展空间和盈利空间将会打开。规模效应的提升和汽车座椅业务占比的增加, 都将显著提升整体盈利能力。除了维护现有的代工合作, 公司还将扶植自有品牌, 掌握海外市场发展的主动权。

我们的整体观点:

1、公司从国内 OEM 厂商一路做到国际品牌并购, 已具备用自有品牌开拓欧美市场的能力。由于海外公司文化差距, 公司聘用职业经理人 Martin 为副 CEO 非常及时。今后海外品牌经营和渠道拓展应该会以他为主导。

2、公司在国内市场已是龙头老大, 成长主要依赖老产品渗透率提升和新产品推出。老产品童车成长空间有“二胎”概念支撑。而新产品儿童汽车安全座椅在相关安全条例推出的支持下, 成长空间较为广阔。

3、由于两笔并购产生大量费用、借款增加、以及并购公司亏损三个原因, 公司 2014 年必定是业绩低谷年。老客户 Dorel 减少 OEM 订单本来就是公司转型成本, 这个问题是次要的。公司业绩和估值提升的关键在于新并购海外品牌与公司原有生产研发能力的整合; 如何去迅速提升海外市场营收规模, 增加自有品牌占比, 提升北美市场盈利能力, 是公司面临的巨大挑战。

中国光大资料研究有限公司证券评级

买入	未来六个月的投资收益率领先相关行业指数 15%以上
增持	未来六个月的投资收益率领先相关行业指数 5%至 15%
持有	未来六个月的投资收益率与相关行业指数变动幅度相差-5%至 5%
减持	未来六个月的投资收益率落后相关行业指数 5%至 15%
沽出	未来六个月的投资收益率落后相关行业指数 15%以上

披露事项

在评论中，本公司并无拥有相当于所分析上市公司 1%或以上市值的财务权益(包括持股)，与有关上市公司无投资银行关系，并无进行有关股份的庄家活动。本公司员工均非该上市公司的雇员。上述分析员并无于本报告所载的上市公司中拥有财务权益。

分析员保证

负责制备本报告的分析员谨此保证：—

本报告谨反映分析员对调研标的公司及/或相关证券的个人观点及意见；分析员的弥偿不会直接或间接地与其就调研报告或投资银行业务所发表的观点及意见有任何连系；分析员并不直接受监管于及汇报予投资银行业务；分析员没有违反安静期的规定，于本报告就相关证券发出调研报告；分析员并非本报告的调研标的公司的主管及董事。

免责声明

本报告由光大证券股份有限公司 – 光大证券研究所协助，中国光大资料研究有限公司所提供。本报告之内容不是为任何投资者的投资目标、需要及财政状况而编写。本报告内所载之资料乃得自可靠之来源，惟并不保证此等数据之完整及可靠性，亦不存有招揽任何人参与证券或期货等衍生产品买卖的企图。本报告内之意见可随时更改而毋须事先通知任何人。中国光大数据研究有限公司并不会对任何人士因使用本报告而引起之直接或间接之损失负责。

中国光大资料研究有限公司不排除其员工及有关公司的员工对有关报告内容提及的投资工具及产品有其个人投资兴趣。

本报告乃属于中国光大资料研究有限公司之财产,未经本公司事前书面同意,任何人仕或机构均不得复制、分发、传阅、广播或作任何商业用途。

本公司乃受香港证券及期货监察委员会所监管，并受香港证券及期货条例及有关附属条例约束。

地址：香港夏愨道 16 号远东金融中心 17 楼

联络电话：2860-1101