

买入

2014年08月26日

海外业务成公司增长驱动力，维持买入评级

- ▶ **2014年中期销售额同比增27.2%，净利润则同比下滑8.7%：**公司中期销售额同比增27.2%至26.4亿港元，净利润则同比下滑8.7%至8千9百万港元，若剔除期内并购相关费用，净利润则同比增16.7%至1.1亿港元。
- ▶ **中国市场仍有望达双位数增长：**1) 上半年中国业务的增速为5.6%，主要是由于公司取消了今年6月的分省订货会，减少了渠道的库存压力，使得公司的收益亦相对减少，但我们相信公司由“推”到“拉”的转型（减少压货风险）对日后的正常销售奠定基础，8月的订货会同比增长40%证明了库存消化进展理想。2) 公司积极进行渠道下沉，未来计划在3、4线城市开设“好孩子集团”（暂命名）母婴专卖店，上半年实际开设168家门店，料全年可新增248家门店，销售贡献有望达1亿元。3) Cybex有望于9月登陆中国市场，预计销售贡献可超1000万人民币。我们预计下半年中国市场的情况将好于上半年，全年仍有望达双位数增长。
- ▶ **并购、蓝筹及直销三管齐下推动海外市场加速增长：**1) 上半年海外市场收入增速达40.4%，其中来自Cybex的销售增速贡献达24.5%，今年Cybex（于2月起）及Evenflo（于7月底起）分别有11个月及5个月的销售收入并表，料下半年的海外市场增速将优于上半年。2) 期内，新蓝筹客户快速形成1亿元的销售规模。3) 上半年直销业务收益同比增长243.8%，Urbini及gb陆续进驻Walmart及TOYSRUS，销售态势优于预期，同时公司亦与多家欧洲零售商合作，可预见的订单增长将于明年进一步显现。
- ▶ **目标价4.8港元，维持买入评级：**我们预计Cybex（毛利率达50%）的合并将提升公司整体的毛利率水平，但随着Evenflo（毛利率约为20%）的并表，料未来毛利率水平将较今年有所回落。今年并购费用将大幅抵消毛利率的升幅并稀释部分净利润，料15年的费用压力将较今年有所放缓。海外市场将持续成为公司的成长驱动力。我们以15年20倍的市盈率给予公司12个月的目标价4.8港元，较前日收市价有26.0%的上升空间，维持买入评级。

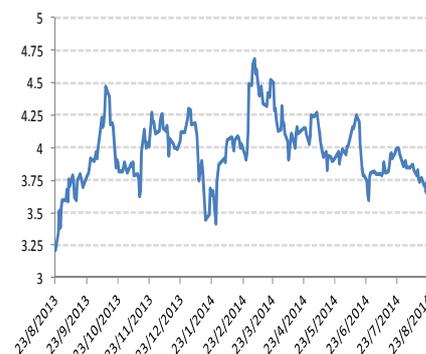
程成
852-25321960
Tracy.cheng@firstshanghai.com.hk
主要资料

行业	零售
股价	3.81 港元
目标价	4.80 港元 (+26.0%)
股票代码	1086 HK
已发行股本	11.01 亿股
总市值	41.95 亿港元
52 周高/低	3.82 港元/3.72 港元
每股净现值	2.16 港元
主要股东	Pacific United Developments (23.52%)

表：盈利摘要

截止12月31日财政年度	2012历史	2013历史	2014预测	2015预测	2016预测
收入(百万港币)	4554	4189	6111	7277	8370
变动(%)	15.5%	-8.0%	45.9%	19.1%	15.0%
净利润(百万港币)	181	171	191	236	271
基本每股收益(港币)	0.18	0.17	0.19	0.24	0.27
变动(%)	0.0%	-5.2%	11.5%	23.7%	14.9%
市盈率(倍)	21.2	22.3	20.0	16.2	14.1
每股派息(港币)	0.05	0.05	0.06	0.07	0.08
息率(%)	1.3%	1.4%	1.5%	1.9%	2.1%

资料来源: 公司资料, 第一上海预测

股价表现


资料来源: 彭博

主要财务报表

损益表

<港币> <百万>, 财务年度截至<12月31日>

	2012年 实际	2013年 实际	2014年 预测	2015年 预测	2016年 预测
收入	4,554.5	4,188.8	6,110.8	7,277.0	8,370.2
毛利	871.9	960.6	1,649.9	1,921.1	2,218.1
其他业务收入	54.0	48.6	85.6	101.9	117.2
销售及管理费用	(706.0)	(818.0)	(1,484.9)	(1,717.4)	(1,983.7)
营运收入	219.9	191.2	250.5	305.6	351.5
净财务收入(开支)	(11.9)	(6.8)	(19.7)	(14.7)	(16.6)
其他非主营盈亏	7.9	10.6	11.6	12.8	14.1
税前盈利	215.9	194.9	242.5	303.7	349.0
所得税	(32.8)	(23.8)	(50.9)	(66.8)	(76.8)
少数股东应占利润	1.9	(0.1)	0.6	0.7	0.8
净利润	181.2	171.2	190.9	236.2	271.4
折旧及摊销	99.9	110.9	137.2	163.2	194.3
EBITDA	281.2	282.1	328.1	399.4	465.7
增长					
总收入 (%)	15.5%	-8.0%	45.9%	19.1%	15.0%
EBITDA (%)	9.7%	0.3%	16.3%	21.7%	16.6%
净利润 (%)	2.4%	-5.5%	11.5%	23.7%	14.9%

财务分析

<港币> <百万>, 财务年度截至<12月31日>

	2012年 实际	2013年 实际	2014年 预测	2015年 预测	2016年 预测
盈利能力					
毛利率 (%)	19.1%	22.9%	27.0%	26.4%	26.5%
EBITDA 利率 (%)	6.2%	6.7%	5.4%	5.5%	5.6%
净利率 (%)	4.0%	4.1%	3.1%	3.2%	3.2%
营运表现					
SG&A/收入 (%)	15.5%	19.5%	24.3%	23.6%	23.7%
实际税率 (%)	15.2%	12.2%	21.0%	22.0%	22.0%
派息率 (%)	27.6%	32.2%	30.0%	30.0%	30.0%
库存周转	52	62	54	57	57
应付账款天数	82	85	79	84	81
应收账款天数	56	65	55	61	62
财务状况					
净负债/股本	0.72	0.71	0.99	1.02	1.07
收入/总资产	1.43	1.21	1.42	1.54	1.59
总资产/股本	1.72	1.71	1.99	2.02	2.07
盈利对利息倍数	15.23	25.08	9.70	16.05	16.38

资产负债表

<港币> <百万>, 财务年度截至<12月31日>

	2012年 实际	2013年 实际	2014年 预测	2015年 预测	2016年 预测
现金	633.0	608.3	752.5	630.0	779.1
应收账款	758.7	738.0	1,110.1	1,322.0	1,520.6
存货	624.9	798.0	1,008.3	1,246.1	1,374.0
其他流动资产	256.8	365.0	401.5	441.6	485.8
总流动资产	2,273.4	2,509.3	3,272.3	3,639.7	4,159.5
固定资产	744.0	775.8	840.6	879.4	887.1
长期资产	51.0	50.8	50.8	50.8	50.8
其他长期资产	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
总资产	3,191.7	3,463.7	4,304.3	4,724.5	5,267.5
短期贷款	220.8	447.2	456.2	465.3	474.6
应付帐款、应付票据	791.3	714.4	1,209.6	1,241.0	1,473.3
其他短期负债	308.9	255.4	255.4	255.4	255.4
总短期负债	1,321.0	1,417.0	1,921.2	1,961.8	2,203.4
长期银行贷款	0.0	0.0	200.0	400.0	500.0
其他负债	18.6	19.2	19.2	19.2	19.2
总负债	1,339.6	1,436.2	2,140.3	2,380.9	2,722.5
少数股东权益	29.8	30.6	31.2	31.9	32.8
股东权益总和	1,852.1	2,027.5	2,164.0	2,343.6	2,545.0

现金流量表

<港币> <百万>, 财务年度截至<12月31日>

	2012年 实际	2013年 实际	2014年 预测	2015年 预测	2016年 预测
税前利润	215.9	194.9	242.5	303.7	349.0
折旧摊销	99.9	110.9	137.2	163.2	194.3
其他非现金项目	4.2	(0.2)	(123.7)	(458.3)	(138.4)
营运现金流	260.2	(81.4)	203.0	(60.2)	326.1
资本开支	(130.1)	(118.5)	(200.0)	(200.0)	(200.0)
其他投资活动	(118.0)	4.5	(12.8)	(14.1)	(15.5)
投资活动现金流	(248.0)	(114.0)	(212.8)	(214.1)	(215.5)
负债变化	(105.6)	216.3	208.9	209.1	109.3
股本变化	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
股息	(50.0)	(50.2)	(55.0)	(57.3)	(70.9)
其他融资活动	(11.9)	4.6	0.0	0.0	0.0
融资活动现金流	(167.5)	170.7	153.9	151.8	38.5
现金变化	(155.3)	(24.7)	144.2	(122.4)	149.1
汇率损失	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
期初持有现金	788.4	633.0	608.3	752.5	630.0
期末持有现金	633.0	608.3	752.5	630.0	779.1

资料来源: 公司资料, 第一上海预测

第一上海证券有限公司

香港中环德辅道中 71 号

永安集团大厦 19 楼

电话: (852) 2522-2101

传真: (852) 2810-6789

本报告由第一上海证券有限公司(“第一上海”)编制并只作私人一般阅览。未经第一上海书面批准,不得复印、节录,也不得以任何方式引用、转载或传送本报告之任何内容。本报告所载的内容、数据、数据、工具及材料只提供给阁下作参考之用,并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的邀请或要约或构成对任何人的投资建议。阁下不应依赖本报告中的任何内容作出任何投资决定。本报告的内容并未有考虑到个别的投资者的投资取向、财务情况或任何特别需要。阁下应根据本身的投资目标、风险评估、财务及税务状况等因素作出本身的投资决策。

本报告所载资料来自第一上海认为可靠的来源取得,但第一上海不能保证其准确、正确或完整,而第一上海或其关联人士不会对因使用/参考本报告的任何内容或数据而引致的任何损失而负上任何责任。第一上海或其关联人士可能会因应不同的假设或因素发出其它与本报告不一致或有不同结论的报告或评论或投资决策。本报告所载内容如有任何更改,第一上海不作另行通知。第一上海或其关联人士可能会持有本报告内所提及到的证券或投资项目,或提供有关该证券或投资项目的证券服务。

在若干国家或司法管辖区,分发、发行或使用本报告可能会抵触当地法律、规定或其他注册/发牌的规例。本报告不是旨在向该等国家或司法管辖区的任何人或单位分发或由其使用。

©2014 第一上海证券有限公司 版权所有。保留一切权利。