

3358.HK 荣威国际

未评级

多因素促成收入增长，盈利能力较稳定

2018年8月17日

市场数据

日期	2018.08.16
收盘价(港元)	3.88
总股本(百万股)	1,058
总市值(百万港元)	4,107
净资产(百万美元)	400
总资产(百万美元)	836
每股净资产(美元)	0.39

数据来源: Wind

相关报告

海外消费研究

分析师:

张忆东

兴业证券经济与金融研究院

副院长

zhangyd@xyzq.com.cn

SFC: BIS749

SAC: S0190510110012

联系人:

王源

wangyuanyjs@xyzq.com.cn

SAC: S0190118060055

主要财务指标

会计年度	2015A	2016A	2017A	2018H1
营业收入(百万美元)	513.5	584.5	722.5	525.1
同比增长(%)	9.7	13.8	23.6	24.5
净利润(百万美元)	15.2	43.0	47.6	36.8
同比增长(%)	80.2	183.2	10.6	6.3
毛利率(%)	21.8	28.1	25.3	23.8
净利率(%)	3.0	7.4	6.6	7.0
净资产收益率(%)	8.5	21.1	11.9	8.8
每股收益(美分)	-	5.5	5.7	3.4
每股经营现金流(美分)	-	8.2	1.5	2.1

数据来源: 公司资料、兴业证券经济与金融研究院

投资要点

- **1H18 收入同比增长 24.5%，多元化品类拓展全球业务驱动业绩增长。**公司通过多元化的产品，为全球消费者提供差异化服务。1H18 公司收入 5.25 亿美元，同比增长 24.5%。主营产品地上游泳池及便携移动式 SPA 占营收 44.7%，同比增长 16.8%；娱乐产品和运动产品分别占收入 21% 及 15.7%，同比增长 33.8% 及 32.2%。受益于新品牌的推广，公司野营产品亦增长 28.6%。全面亮眼的业绩受益于全球不同区域的贡献。其中，欧洲地区占公司收入 53.4%，同比增长 28.7%；北美市场收入同比增长 28.6%；而中国地区同比增长 66.7%。
- **多因素促成公司收入增长：首先，行业宏观前景利好公司成长。**随着消费者健康意识提高、生活娱乐开支增加等因素，充气式运动休闲产品市场未来 5 年 CAGR 有望超 10.1%。**其次，优良的发展战略是业绩增长关键：**一方面，公司注重研发，为公司产品提供新血液；另一方面，优化渠道，将线上、线下相结合。公司于 2018 加速布局了于欧洲、北美洲及中国地区的线上销售渠道；此外，公司亦通过线下活动提高产品知名度，占领新兴市场市场份额。
- **存货周转天数降低，经营效率提升，有效费用率控制。**2018 上半年公司毛利润、净利润分别为 1.2 亿美元及 3.7 千万美元，同比增长 6.4% 及 6.3%。受产品原材料成本的提升，公司毛利率及净利率均有下降；但公司通过成本下传减少了一定的损失。此外，公司开支控制得当，费用率稳定。通过效率提升，存货周转天数由 2017 年底的 140 天下将至 106 天。
- **我们的观点：**公司下半年将加强品牌、渠道及研发等方面的战略布局，提高市场占有率；于新兴市场的发展将进一步为公司收入提供动力。

风险提示：新产品推广不达预期、成本大幅提升且无法下传、汇兑风险

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明



报告正文

1、1H18 收入同比增长 24.5%，多元品类拓展全球业务

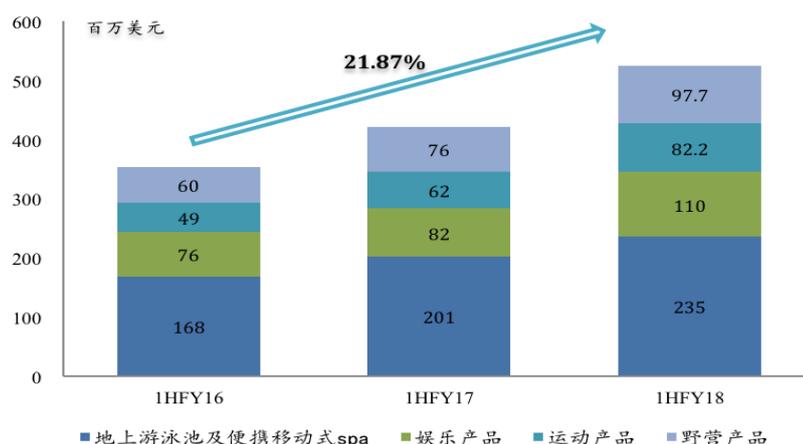
- **公司通过多元化产品，扩张全球业务。**1H18 公司收入 5.25 亿美元，同比增长 24.5%。其中，地上游泳池及便携移动式 SPA 为公司首要收入来源，占营收 44.8%；受其在北美及欧洲市场的快速扩张，地上游泳池及便携移动式 SPA 同比增长 16.8%。而受益于公司采用新型复合材料打造的升级产品，公司娱乐产品及运动产品收入增速迅猛，分别同比曾航 33.8%及 32.2%。此外，随着新型野营床垫的推广，公司野营产品收入 9,770 万美元，较去年同期增长 28.6%。

表 1、营业收入拆分：按产品（单位：百万美元）

	2016HY1		2017HY1		2018HY1	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比
地上游泳池及便携移动式 SPA	168	47.6%	201	47.7%	235	44.8%
YOY			+19.7%		+16.8%	
娱乐产品	76	21.5%	82	19.5%	110	21.0%
YOY			+8.4%		+33.8%	
运动产品	49	13.9%	62	14.8%	82	15.7%
YOY			+25.9%		+32.2%	
野营产品	60	17.0%	76	18.0%	98	18.6%
YOY			+26.5%		+28.6%	
总计	353		422		525	
YOY			+19.3%		+24.5%	

资料来源：公司中报，兴业证券经济与金融研究院整理

图 1、2016-2018 上半年公司 CAGR 达 21.87%



资料来源：公司中报，兴业证券经济与金融研究院整理

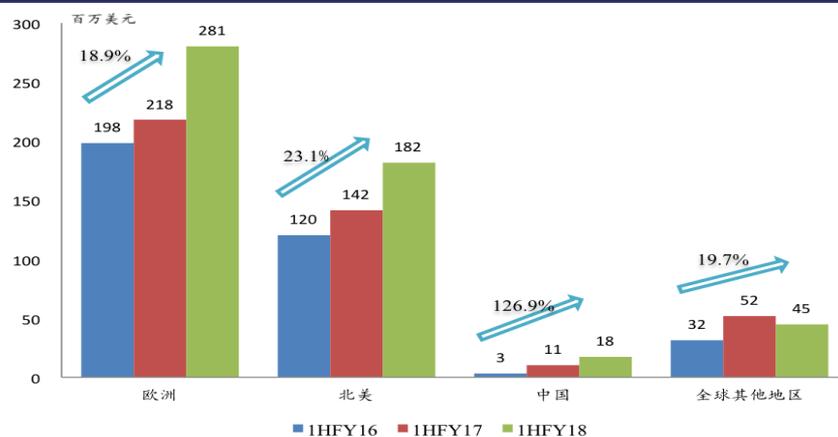
- **全球化布局发展动力足，中国市场增速亮眼。**公司业务覆盖欧洲、北美洲、亚洲等，其全球化的发展模式，使得其收入来源多元化，不受单一地区发展的局限。按公司开展业务地区来看，1H18 欧洲及北美为公司前两大收入来源，收入分别为 2.8 亿美元及 1.8 亿美元，同比增长 28.7% 及 28.6%。值得一提的是，美国政府对进口商品提税的政策对公司没有造成实质性影响。而公司近年来拓展的中国区业务持续快速发展，上半年中国地区收入为 1,800 万美元，较去年同期增长 66.7%。而其他地区的收入同比下降 12.85%，主要是由于部分国家订单集中在下半年；公司预计该区域全年将继续保持稳健增长。

表 2、营业收入拆分：按区域（单位：百万美元）

	2016H1		2017H1		2018H1	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比
欧洲	198	56.2%	218	51.7%	281	53.4%
YOY			+9.9%		+28.7%	
北美	120	34.1%	142	33.6%	182	34.7%
YOY			+17.7%		+28.6%	
中国	3	1.0%	11	2.5%	18	3.3%
YOY			+208.8%		+66.7%	
全球其他地区	32	8.9%	52	12.3%	45	8.6%
YOY			+64.1%		-12.8%	
总计	353		422		525	
YOY			+19.3%		+24.5%	

资料来源：公司中报，兴业证券经济与金融研究院整理

图 2、2016-2018 上半年公司区域收入增长情况



资料来源：公司中报，兴业证券经济与金融研究院整理

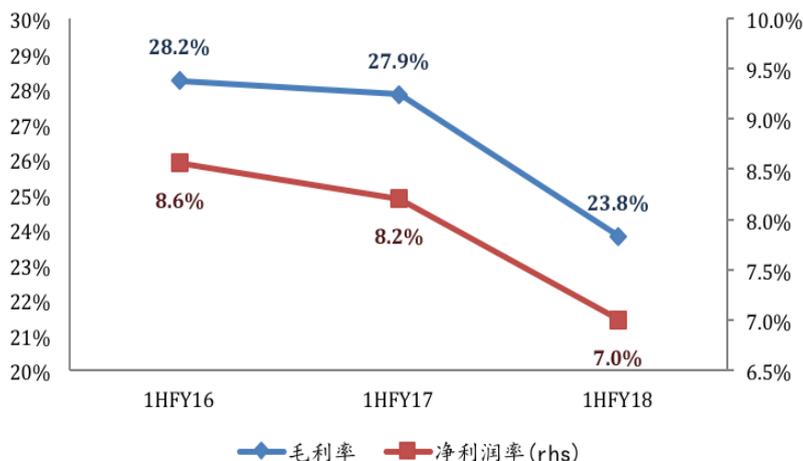
2、多因素促成公司收入增长

- **行业市场前景利好，助力公司业绩增长。**2018 年全国消费需求持续升级，社会消费品零售总额同比增长 9.4%，消费者信心持续提升。据统计，受益于健康意识提高、生活娱乐开支增加、充气产品物料科技进步等因素，充气式运动休闲产品市场复合增长率于 2017 年至 2021 年有望超 11.4%。
- **公司研发能力强，促进产品迭代的同时，亦增加公司额外收入。**公司对产品研发十分重视，公司在新一季往往会淘汰 20%及 25%的产品，通过不懈的开发及推广新产品，公司于新一年的销售获得客户订单价值同比增长 15%至 20%。公司 2018 上半年研发费用达 8 万美金，占总行政开支的 23.5%，公司源源不断的全新优化产品为集团未来的可持续销售增长提供有力保障。此外，公司凭借优秀的研发能力与产品设计能力，为供应商及服务商提供技术支援并收取服务费，录为公司的其他收入。2018 上半年公司其他收入录得 731.6 万美元，比 2017 年同期的 244.5 万美元增长了 199.2%，为公司经营溢利贡献了 14.8%的收入。
- **公司布局线上销售优化，促进品牌占领全球市场**
公司于 2018 年优化拓展销售渠道，加速了公司全球化的布局。欧洲区域，公司于 2018 年开始于各国知名的第三方电商平台开展推广及销售；北美区域，公司通过与亚马逊、Costco 等电商平台和新兴线下体育专卖店开展合作，整合线上线下销售渠道资源，为北美市场收入增长注入新动力；亚太区域，公司主要通过电商平台开展销售，且同时赞助和主办线下水上乐园、休闲度假村活动等，逐渐拓展新兴市场。相信通过公司全球的销售渠道布局与优化，公司产品将进一步走进全球消费者。

3、毛巾利润率略有下降，受产品原料成本影响较大

- **受公司产品原材料（如包装纸、不锈钢材等）成本提升及汇兑影响，公司利润率下滑。**1H18 公司毛利润 1.2 亿美元，同比增长 6.4%；净利润 3,678 万美元，同比增长 6.3%。但 2018 上半年公司毛利率为 23.8%，比去年同期微跌 4.1 个百分点；净利率为 7.0%，较去年同期微跌 1.2 个百分点。利润率的下跌主要由于产品原材料的成本的提升。
- **成本下传至客户，减少毛利润下跌影响。**尽管公司 2018 上半年利润率有所下降，公司有一定成本下传能力，通过对产品售价的提升，抵消了部分毛利率减少所带来的盈利影响，整体盈利能力较稳定。

图 3、2016-2018 上半年公司毛利率与净利率走势



资料来源：公司中报，兴业证券经济与金融研究院整理

4、在大力拓展的同时，成本控制稳定

- **研发费用、推广费用提升，推进拓展业务。**公司迅速的业务扩张需要如推广费用、销售费用等支出的支持；同时，公司亦注重对产品的研发，通过不断的新产品开发以吸引客户。因此，2018 上半年，公司销售及分销开支增加 25.6%至 5.4 千万美元；行政开支同比增加 23.5%至 3.4 千万美元。尽管公司开支增速明显，但其费用率保持稳定：2018 上半年公司销售及分销开支占总收入 10.4%，行政开支占总收入 6.5%，与 2017 上半年的 10.3%和 6.6 基本持平。因此，公司成本的上升是受到公司规模扩大与销量提升的正常影响。

图 4、公司销售及分销开支与行政开支情况

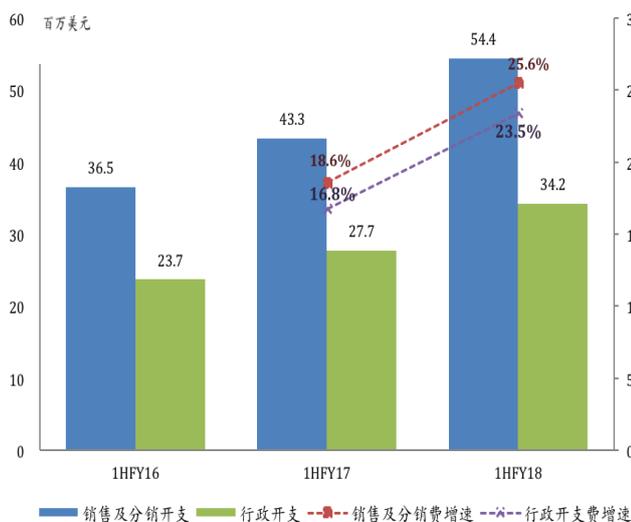
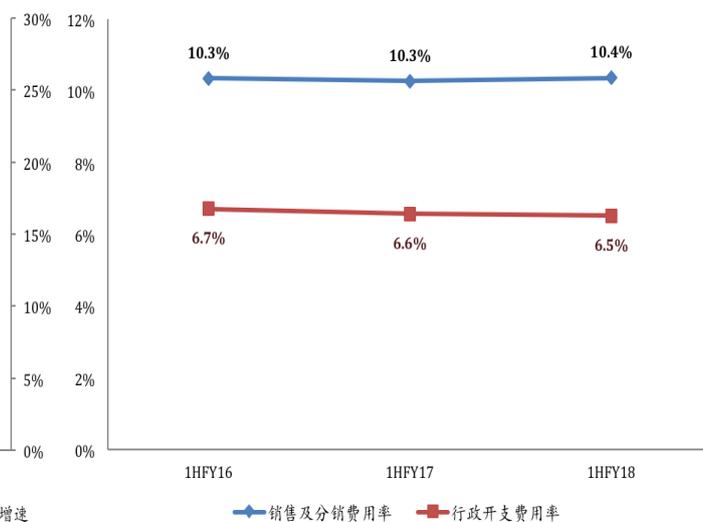


图 5、公司费用率情况



资料来源：公司中报，兴业证券经济与金融研究院整理

资料来源：公司中报，兴业证券经济与金融研究院整理

5、周转天数均下降，生产效率提升显著

存货周转天数为 106 天。相比 2017 年末，公司存货周转天数降 34 天，反映公司生产效率提升及存货控制措施得当；平均应收账款周转天数较 2017 年末微降 1 天，至 58 天。应付账款周转天数下降 17 天至 66 天，但公司主要供应商授予公司长达 180 日的信贷期，且一般为不计息；因此，应付周转的下降与公司对供应商占款能力无关。

6、我们的观点

公司现已成为全球领先的充气式运动休闲产品的品牌公司，全球市场份额第二。2018 年下半年公司将加强品牌、渠道、研发等方面的战略布局，继续提高其市场占有率。公司亦将着重发展新兴的中国市场、东南亚市场及中东市场，产品渗透率的提升将进一步为公司保持高速的收入增长。此外，公司将通过成本下传，提升产品价格等措施保证公司利润率。具管理层预计，2018 年下半年，公司毛利率有望回升，与 2017 年水平相仿。

我们判断，公司收入将延续稳定增长趋势，成本控制能力将进一步增强，进而毛利率将保持稳定；由于公司研发投入、品牌宣传及推广以及渠道建设等因素，公司净利润率将保持稳定。

6、风险提示

新产品推广不达预期、成本大幅提升且无法下传、汇兑风险

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：A股市场以上证综指或深圳成指为基准，香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		审慎增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

有关财务权益及商务关系的披露

兴证国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与大森控股集团有限公司、兴证国际金融集团有限公司、尚捷集团控股有限公司、Dangdai Henju International Inc.、阳光油砂有限公司、立高控股有限公司、中国和谐新能源汽车控股有限公司、浦江中国控股有限公司、建发国际投资集团有限公司、中国万桐园（控股）有限公司、众诚能源控股有限公司、高萌科技集团有限公司、德斯控股有限公司、海天能源国际有限公司、普天通信集团有限公司、中国山东高速金融集团有限公司、毅蓝星控股有限公司、惠理集团有限公司、游莱互动集团有限公司、华立大学集团有限公司、森浩集团股份有限公司、龙皇集团控股有限公司、民信国际控股有限公司、浙商银行股份有限公司、MS Concept Limited、惠陶集团（控股）有限公司、信源企业集团有限公司、银合控股有限公司、Republic Healthcare Limited、江西银行股份有限公司、胜利证券（控股）有限公司、百应租赁控股有限公司和融创中国控股有限公司有投资银行业务关系。

使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告由受香港证监会监察的兴证国际证券有限公司（香港证监会中央编号：AYE823）于香港提供。香港的投资者若有任何关于本报告的问题请直接联系兴证国际证券有限公司的销售交易代表。本报告作者所持香港证监会牌照的牌照编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明