

# 好孩子国际 (01086.HK)

## 服务全球育儿家庭，欧洲地区需求持续强劲增长

增持 (首次)

2023年08月01日

证券分析师 吴劲草

执业证书: S0600520090006

wujc@dwzq.com.cn

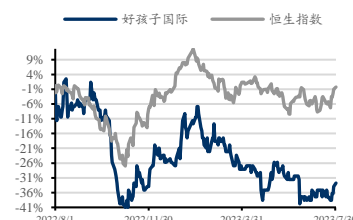
盈利预测与估值	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入 (百万港元)	8,317.45	8,457.84	8,947.07	9,356.13
同比	-14%	2%	6%	5%
归属母公司净利润 (百万港元)	33.49	80.08	150.46	218.74
同比	-73%	139%	88%	45%
每股收益-最新股本摊薄 (港元/股)	0.02	0.05	0.09	0.13
P/E (现价最新股本摊薄)	28.39	11.87	6.32	4.35

关键词: #一体化

### 投资要点

- **好孩子国际是全球领先的婴儿推车及汽车安全座椅品牌商。**好孩子国际创立于1989年，公司以婴儿推车起家，拓展至儿童汽车安全座椅和非耐用品等婴童用品市场，2010年于港交所上市，通过自建和收购的方式由代工制造商转型为拥有自主品牌品牌商，三大战略品牌 gb/Cybex/Evenflo 分别服务中国/欧洲/北美市场，另有 OEM 品牌组成蓝筹业务。2022年 Cybex/gb/Evenflo/蓝筹业务分别实现收入 33/15/23/9 亿港元，随着 2023 年出行消费的逐渐恢复，公司多品牌销售有望修复。
- **欧美需求稳中有升，亚太需求有望反弹：1) 品牌势能强，公司市占率高。**婴童产品存在功能性强、复购率低等特点，公司据优质供应链向品牌端稳步延伸。gb/Cybex/Evenflo 品牌知名度高，占据品牌高地向下渗透，2018-2020 年集团在婴幼儿推力和安全座椅的全球市占率约为 11% 和 6%。**2) 短期来看，欧美地区稳中有升，亚太地区需求有望见底反弹。**2019-2022 年公司在美洲/欧非中东/亚太地区营收 CAGR 为 +6.35%/+9.14%/-13.2%，欧美地区营收稳中有升，亚太地区需求因生育率下降及疫情影响销售渠道等有所下降，随着亚太地区疫后市场恢复，需求有望见底反弹。**3) 长期来看，童车及安全座椅市场规模稳定增长，中国儿童安全座椅使用率有望提升。**欧美新生儿数量维持 700 万人以上，中国新生儿总体数量虽然呈现下降趋势，但中高端婴童耐用品仍受更多消费者青睐，2017-2022 年婴幼儿推车市场/儿童安全座椅销售额 CAGR 达 5.23%/5.39%，婴童耐用品全球市场规模呈现出不断扩大的趋势。随着中国儿童安全座椅法规的颁布和完善，儿童安全座椅在中国未来仍有较大的发展空间。
- **盈利预测与投资评级：**好孩子国际作为儿童耐用品行业龙头，多元品牌满足不同市场消费者的需求，随着欧美市场的稳定增长和亚太市场的触底反弹，公司盈利能力有望逐步改善。我们预测好孩子国际 2023-2025 年归母净利润分别为 0.80/1.50/2.19 亿港元，对应 PE 估值为 12/6/4 倍，相比疫情前估值区间为合理偏低，且显著低于可比公司，首次覆盖给予“增持”评级。
- **风险提示：**国内线下销售恢复不及预期风险，行业规模扩张不及预期的风险等。

### 股价走势



### 市场数据

收盘价(港元)	0.57
一年最低/最高价	0.48/0.97
市净率(倍)	0.17
港股流通市值(百万港元)	950.78

### 基础数据

每股净资产(港元)	3.31
资产负债率(%)	52.56
总股本(百万股)	1,668.03
流通股本(百万股)	1,668.03

### 相关研究

## 内容目录

1. 公司概况：婴儿推车及汽车安全座椅全球领先品牌商 .....	4
1.1. 发展历程：致力于服务全球育儿家庭.....	4
1.2. 业务模式：制造商转型品牌商.....	5
1.1. 股权架构：集团大股东持股比例稳定.....	6
2. 公司核心看点：欧美需求稳中有升，亚太需求有望反弹 .....	7
3. 财务分析：亚太市场走出低谷有望带动公司利润修复 .....	9
4. 盈利预测与投资建议 .....	11
4.1. 盈利预测.....	11
4.2. 投资建议.....	12
5. 风险提示 .....	13

## 图表目录

图 1: 好孩子品牌结构.....	4
图 2: 2018-2022 年 Cybex 营收 (百万港币) .....	5
图 3: 2018-2022 年 Evenflo 营收 (百万港币) .....	6
图 4: 好孩子股权结构 (截至 2022 年 12 月 31 日) .....	7
图 5: 2018-2022 年集团不同产品在全球市场占有率情况 .....	7
图 6: 2018-2022 年各品牌业务营收按地区拆分 .....	8
图 7: 2018-2022 年各地区销售额按恒定货币口径变化 .....	8
图 8: 2018-2022 年中国、美国及欧盟新生儿数量 .....	9
图 9: 婴幼儿推车及安全座椅全球市场规模.....	9
图 10: 2023Q1 集团分品牌营收.....	10
图 11: 2018-2022 年集团三费率 .....	10
图 12: 2018-2022 年集团毛利率 (左轴) 及净利率 (右轴) .....	11
图 13: 2018 年-至今好孩子国际 PE-Forward (截至 2023 年 7 月 20 日) .....	13
表 1: 中国儿童安全座椅相关立法规定.....	9
表 2: 好孩子营业总收入拆分预测 (单位: 亿港元) .....	11
表 3: 好孩子毛利率及三费率预测.....	12
表 4: 好孩子国际营业总收入及归母净利润预测 (单位: 亿港元) .....	12
表 5: 好孩子国际可比公司估值.....	13

## 1. 公司概况：婴儿推车及汽车安全座椅全球领先品牌商

### 1.1. 发展历程：致力于服务全球育儿家庭

公司是致力于服务全球育儿家庭的儿童用品制造商与品牌商。好孩子国际是全球领先的育儿产品公司，创立于1989年，总部位于中国。公司专注于设计、研发、制造和销售儿童推车、儿童床、汽车安全座椅、服装和纺织品、喂养和洗护用品、三轮车以及其他儿童用品。好孩子国际主要服务于德国、美国和中国这三个市场，并为全球育儿家庭提供服务。

图1：好孩子品牌结构



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

公司发展历程主要分为三个阶段：

**第一阶段（1989-2010年）：**以婴儿推车起家，拓展儿童汽车安全座椅市场，实现港股上市。公司前身为好孩子集团有限公司（GGCL）。在上世纪90年代和本世纪初，该公司将业务扩展到北美和欧洲，并以OPM（Original Product Manufacturing）模式为其他公司设计和制造耐用的孕婴童产品。2005年，该公司进入了儿童汽车安全座椅市场。并于2010年11月24日在香港交易所上市。

**第二阶段（2010-2014年）：**推进由代工向自主品牌业务转型，收购德国品牌Cybex、美国品牌Evenflo。公司通过收购完成了从OPM到自有品牌业务模式的转型：一方面，在2014年1月，公司收购Columbus Holdings GmbH。Columbus是一家以Cybex品牌从事设计及销售汽车座椅、婴儿背带及婴儿推车的公司；另一方面，在2014年7月，好孩子国际收购WP Evenflo Group Holdings, Inc，该公司主要是从事Evenflo品牌在北美的儿童耐用品的销售。

**第三阶段 2014年至今：**持续推进战略品牌的品类及渠道扩张。在2017年10月，

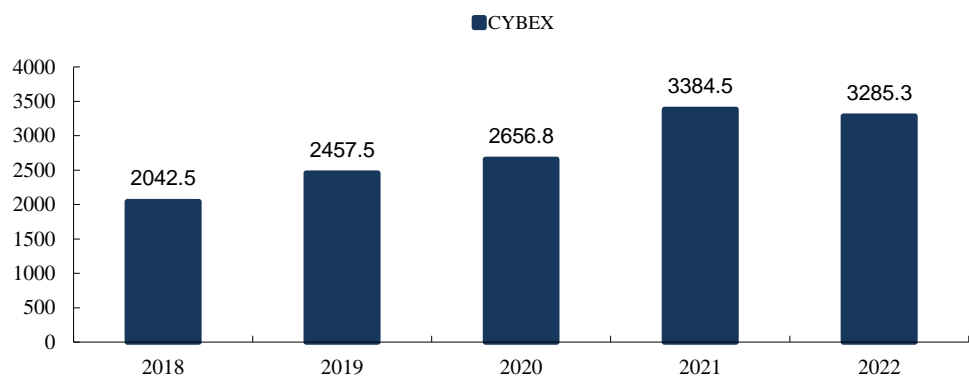
公司成功收购了中国最大的孕婴童产品专业零售商之一——好孩子中国零售，从而实现了转型成为产品品牌经营者。这次收购使得公司的业务不仅涵盖了孕婴童耐用品，还扩展到非耐用品，并且获得了完整的线上线下销售渠道，并进一步扩大了业务规模。

## 1.2. 业务模式：制造商转型品牌商

公司收入主要由战略品牌及蓝筹业务组成。自 2014 年公司收购美国品牌 Evenflo（含 exersaucer）和德国品牌 Cybex（含 CBX/Gold/Platium 三个系列）之后，公司形成了三大战略品牌：gb, Cybex 和 Evenflo。除三大战略品牌之外，公司还拥有策略品牌：urbini, rollplay 等。

Cybex 是公司 2014 年收购的德国中高端汽车座椅品牌。Cybex 是婴儿座椅、婴儿推车领域的全球领先品牌，由 Martin Pos 创立于德国。Cybex 产品均通过了各项专业测试，荣获了 250 多个安全、质量、功能测试奖项，其中连续 8 年获得设计领域最高级别奖项“德国红点设计大奖”。同时，Cybex 近两年保持了较快增长，2020 年全年销售收入 26.6 亿港元，同比增长 8.1%；2021 年销售收入 33.8 亿港元，同比增长 27.4%。

图2：2018-2022 年 Cybex 营收（百万港币）



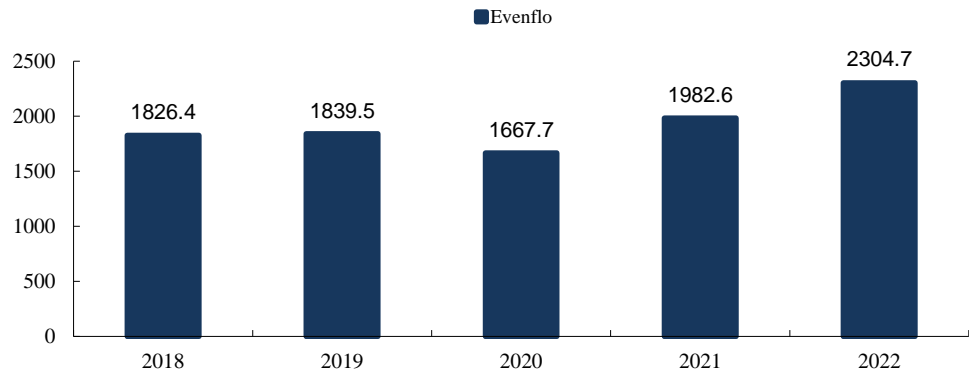
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

gb 是公司自有深耕中国市场的孕婴童全品类品牌。公司是国内最知名的婴儿推车、安全座椅品牌，产品系列齐全，经过多年的品牌升级、研发投入，公司产品线更为齐全。gb 开发出过一些爆款型号，如口袋车（Pockit）。2016 年，好孩子口袋车在 iF 奖的角逐中，成为唯一的婴童类产品获奖者，以其“魔性”的尺寸引人关注。2017 年，公司并购 gb 零售网络和非耐用品业务，扩展集团产品组合，gb 也逐步由单纯的售卖产品向提供更好的服务于消费者、获得消费者认可迈进。

Evenflo 是公司 2014 年收购的美国儿童用品品牌。Evenflo 是美国著名百年儿童耐用品品牌，定位于中端实用型产品（100 美元以下，主要渠道是沃尔玛、Target、Amazon），核心产品包括汽车安全座椅、婴儿推车、便携式儿童游乐设备等；主要销售于美国、加拿大等国家和地区。近年来，由于成功的产品和品牌形象升级，Evenflo 产品均价已由 100 美元提升至 200 美元区间，Evenflo 近两年保持较快增长，2021 年全年销售收入 19.83

亿港元，同比增长 18.9%；2022 年销售收入 23.05 亿港元，同比增长 16.2%。

图3：2018-2022 年 Evenflo 营收（百万港币）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

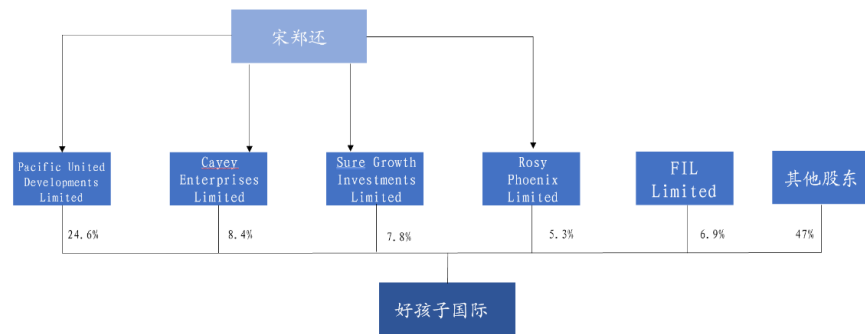
**蓝筹业务主要由 OEM 品牌 Uppababy、Thule 组成。**近年来因公司自有品牌与蓝筹业务客户形成竞争，蓝筹业务逐渐减少，2017 年由于主要蓝筹客户 Dorel 逐渐减少订单并退出后，公司蓝筹业务收入近年来处于下降趋势，但公司一直与蓝筹客户保持稳定、良好关系。

**受疫情影响，利润承压，疫后出行恢复有望带动销售修复。**公司 22 年全年营收同比下滑 14%，净利率 0.4%，主要源于 22 年全年疫情政策尚未放开，随着 22 年底疫情逐渐放开，23 年疫后出行逐渐恢复，有望带动消费端逐渐恢复，公司旗下多品牌有望在 23 年销售逐渐修复。

### 1.1. 股权架构：集团大股东持股比例稳定

截至 2022 年 12 月 31 日，好孩子国际最大股东为 Pacific United Developments Limited(PUD)。公司创始人、董事会主席及最大股东宋郑还先生在孕婴童用品行业拥有逾 30 年经验。Cybex 创始人 Martin Pos 先生在 2016 年继任宋先生成为公司的 CEO 管理公司业务，其在开发管理优质生活品牌、全球分销、设计和开发高端孕婴童产品方面拥有逾 20 年的行业经验，Martin Pos 先生于 2023 年卸任集团 CEO，担任 Cybex 执行主席，全力专注于该战略品牌的发展。公司股权结构比例一直较稳定。

图4：好孩子股权结构（截至 2022 年 12 月 31 日）



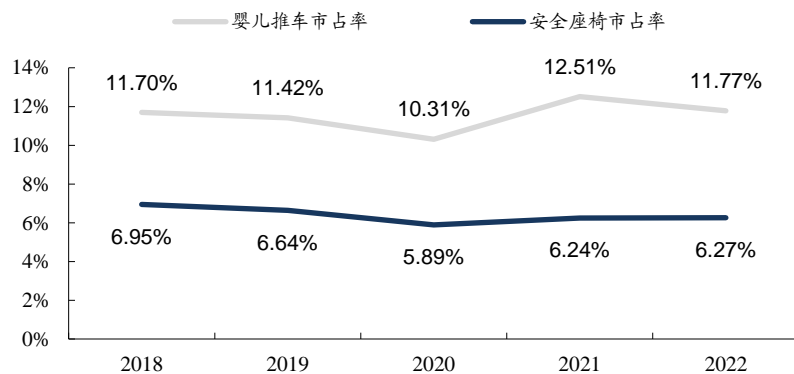
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

## 2. 公司核心看点：欧美需求稳中有升，亚太需求有望反弹

婴童产品存在功能性强、复购率低等特点，公司据优质供应链向品牌端稳步延伸。婴童产品主要包括耐用品和非耐用品两大类，耐用品以婴儿推车、安全座椅、婴儿床为代表，具有低复购率的消费属性。公司产品为自行生产，在昆山、宁波和平乡建有生产基地，其中位于昆山工业园占地 1800 亩，内含 10 余个立体配套的生产加工工厂，并先后在海外设立多家研发和销售机构。通过自身优质供应链，集团能够独立完成从原材料到最终成品的生产过程，并透过覆盖全国的庞大分销网络进行产品销售。

占据品牌高地向下渗透，市占率处于高位。集团自有品牌的核心市场不同，其中 gb 核心市场在中国，Cybex 市场在欧洲，Evenflo 主攻美国市场，产品主要为婴儿推车和儿童安全座椅。从行业知名度来看，好孩子品牌在婴幼儿推车和安全座椅市场同级品牌中遥遥领先；分品牌来看，2018 年至 2020 年集团在婴幼儿推车全球市占率约为 11%，安全座椅市占率约为 6%；在不同地区集团市占率虽略有差异但都位于较高水平，2021 年集团产品在德国儿童用品市场占有率达 50%，美国达到 27%，欧洲多国超过 40%。

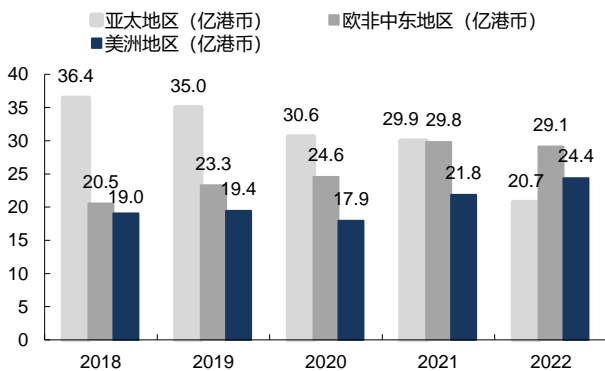
图5：2018-2022 年集团不同产品在全球市场占有率情况



数据来源：公司公告，《2023 中国婴童出行产业发展白皮书》，东吴证券研究所

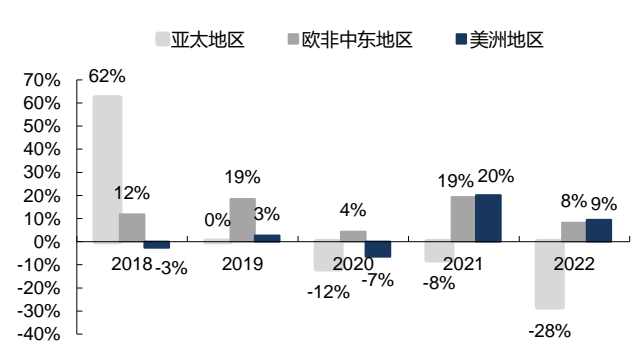
欧美地区稳中有升，亚太地区需求有望见底反弹。2018年至2022年集团自有及零售商品品牌在欧美地区的营收均实现稳定增长，美洲地区营收由2018年的19.05亿上升至2022年的24.37亿，CAGR为6.35%；欧非中东地区营收由2018年的20.54亿上升至2022年的29.14亿，CAGR为9.14%。亚太地区营收近年来持续下降，尤其是2022年，按恒定货币口径销售额下降了28%，原因主要为中国生育率的持续下降以及疫情影响导致各销售渠道面临冲击和挑战，从而使得gb品牌收益受到较大冲击。随着疫情后市场逐渐复苏，亚太地区需求有望实现反弹，刺激整体营收实现新高。

图6：2018-2022年各品牌业务营收按地区拆分



数据来源：公司报告，东吴证券研究所

图7：2018-2022年各地区销售额按恒定货币口径变化



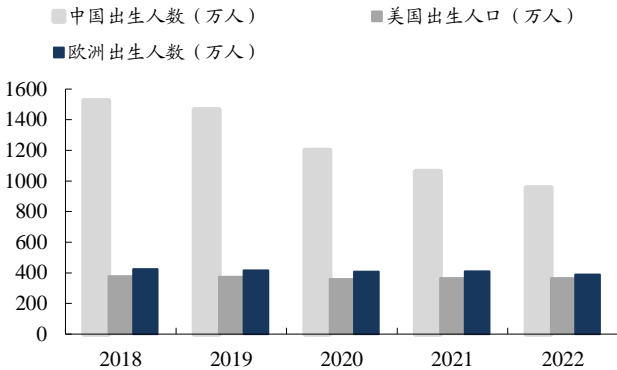
数据来源：公司报告，东吴证券研究所

中、美、欧三地新生儿数量趋势分化，童车及安全座椅市场规模保持稳定增长。2018年至2022年欧洲与美国新生儿数量有小幅下降，但总体基本维持在700万人以上；中国自2018年以来新生儿数量下降比较明显，到2022年新生儿人数为956万人。虽然中国新生儿数量总体呈现出下降趋势，但是随着居民收入水平和生活质量的提高，中高端婴童耐用产品会受到更多消费者的青睐。

婴幼儿推车和儿童安全座椅作为婴童市场耐用用品的主要品类，其全球市场规模呈现出不断扩大的趋势。2017年至2022年婴幼儿推车市场销售额的CAGR达到了5.2%，儿童安全座椅市场销售额的CAGR为5.4%。发达国家在过去几年已经颁布了完善的儿童安全座椅的法规条文，并且受益于全球庞大的汽车市场和发达国家每年比较稳定的新生儿数量，儿童安全座椅的市场规模和增速都高于童车。

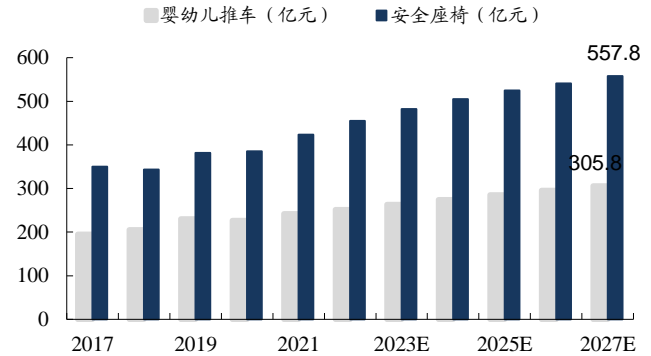


图8: 2018-2022年中国、美国及欧盟新生儿数量



数据来源: wind, 美国国家卫生统计中心, 欧盟统计局, 东吴证券研究所

图9: 婴幼儿推车及安全座椅全球市场规模



数据来源: 《2023 中国婴童出行产业发展白皮书》, 东吴证券研究所

**中国儿童安全座椅使用率有望提升。**相较于发达国家, 中国关于儿童安全座椅的立法起步较晚, 目前仍处于不断推进和完善的阶段。2021年6月1日正式实施的《未成年人保护法》将使用儿童安全座椅首次纳入全国性立法, 意味着我国成为了有全国性立法的国家之一。近些年关于儿童座椅的法规相继颁布, 正确使用儿童安全座椅将成为未来的趋势, 儿童安全座椅在国内的使用率有望进一步提升, 未来仍有较大的发展空间。

表1: 中国儿童安全座椅相关立法规定

时间	相关法规	内容
2016	《中国儿童道路交通安全蓝皮书》发布	内容包括了我国汽车社会发展概况、汽车社会中儿童生存现状、汽车社会中儿童交通安全管理现状、中国儿童乘车方式与事故伤害调查研究等, 为之后相关法律法规条文制订提供了理论和事实依据
2021.6.1	新修订《未成年人保护法》	第18条规定“未成年人的父母或者其他监护人应当为未成年人提供安全的家庭生活环境, 采取配备儿童安全座椅、教育未成年人遵守交通规则等措施, 防止未成年人受到交通事故的伤害”。
2021	新《中华人民共和国道路交通安全法实施办法》	未满12周岁的儿童不得乘坐在副驾驶位置, 未满4周岁的儿童必须使用儿童安全座椅。

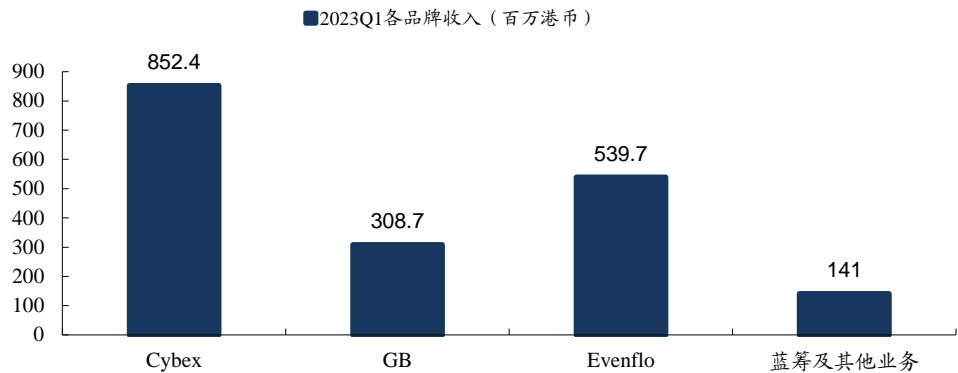
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

### 3. 财务分析: 亚太市场走出低谷有望带动公司利润修复

2023Q1 集团 Cybex 和 Evenflo 品牌营收占比较高, 表现亮眼。2023Q1 公司品牌中 Cybex 增长势头强劲; Evenflo 营收有小幅下降, 是因为受到 2022Q4 零售商去库存行为的持续影响, 但从 2023 年 2 月份开始品牌营收开始逐渐恢复, 其在北美市场的份额也不断提升。2023Q1 gb 营收占主营业务收入比例最小, 为 16.8%, 按恒定货币口径 gb 营收同比下降 20.1%。gb 品牌核心市场为中国市场, 2022 年较为严重的疫情管控和中国出生率的持续下降导致品牌持续承压, 短期营收下降是公司持续进行业务调整的结果,

长期来看 gb 品牌未来仍有潜力实现营收增加，进而带动公司的利润修复。

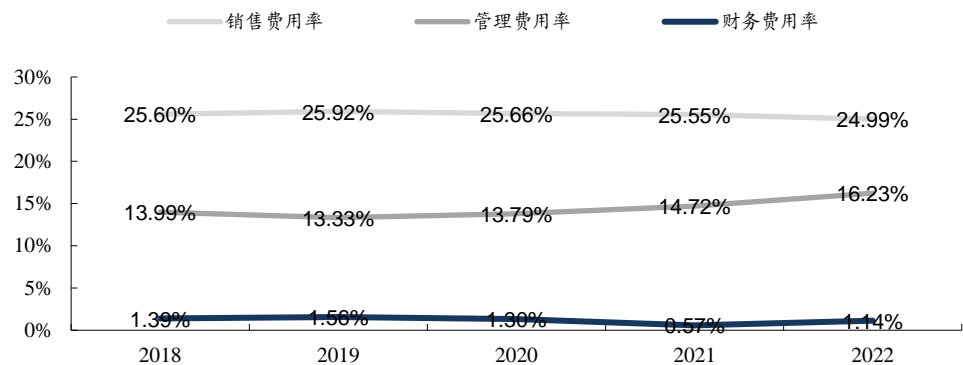
图10: 2023Q1 集团分品牌营收



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

**三费率近五年来呈现出稳定态势。**2018年至2022年销售费用率和管理费用率保持稳定，变化不大，销售费用占比较高。2021年销售费用和管理费用分别达到了24.8亿和14.3亿港元，同比实现了较大增幅，销售费用的增加主要由于受到销售产品数量和物流费增加的影响，营销开支和仓储运输费用增长明显；管理费用的增加主要由于为克服疫情影响而导致的人力成本和研发成本的增加。2022年销售费用和管理费用都有明显下降。

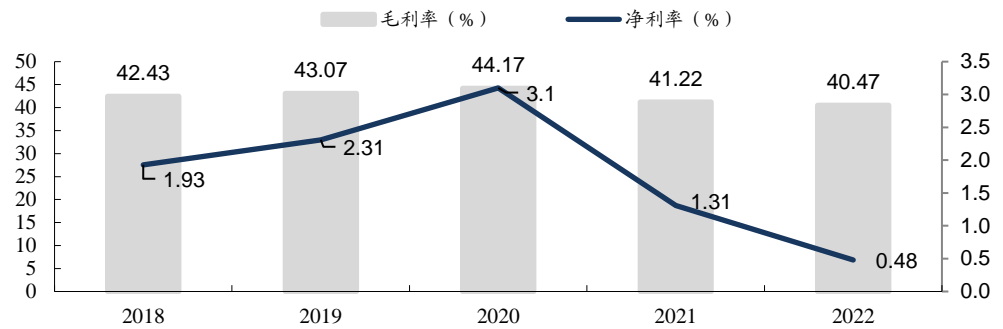
图11: 2018-2022年集团三费率



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

**受疫情影响公司盈利能力呈现较大波动。**2018年至2020年公司净利率和毛利率都实现了快速增长，尤其在2020年毛利率达到了44.17%，净利率达到了3.1%，公司在疫情冲击导致营收下降的情况下积极管控经营开支、优化财务成本，实现了毛利和净利的增长。2021和2022年毛利率和净利率的不断下降反映了疫情持续的影响，尤其是中国市场线下和线上销售均受到重创，集团营收严重下跌。未来随着经济形势的好转，公司盈利有机会实现反弹。

图12: 2018-2022年集团毛利率(左轴)及净利率(右轴)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

## 4. 盈利预测与投资建议

### 4.1. 盈利预测

#### 主要假设:

**儿童推车及配件业务:** 基于线下零售业态的良好恢复情况, 亚太地区儿童推车业务有望实现反弹。我们预计 2023-2025 年儿童推车及配件业务分别实现营收 33.80/35.83/37.62 亿港元, 同比增长 2%/6%/5%。

**汽车座及配件业务:** 国内出行需求快速恢复, 基于汽车市场的儿童安全座椅市场稳步增长, 随着关于儿童座椅的法规相继颁布, 儿童安全座椅在国内的使用率有望进一步提升。我们预计 2023-2025 年汽车座及配件业务分别实现营收 32.54/34.49/36.21 亿港元, 同比增长 2%/6%/5%。

**其他非耐用品业务:** 基于销售渠道的稳步恢复, 我们预计 2023-2025 年其他非耐用品业务分别实现营收 8.16/8.57/8.83 亿港元, 同比增长 2%/5%/3%。

**其他产品业务:** 我们预计 2023-2025 年其他产品分别实现营收 10.08/10.58/10.90 亿港元, 同比增长 2%/5%/3%。

表2: 好孩子营业总收入拆分预测(单位: 亿港元)

	2022A	2023E	2024E	2025E
儿童推车及配件	33.14	33.80	35.83	37.62
yoy	-10.53%	2%	6%	5%
汽车座及配件	31.90	32.54	34.49	36.21
yoy	-1.27%	2%	6%	5%
其他非耐用品	8.00	8.16	8.57	8.83
yoy	-42.61%	2%	5%	3%
其他产品	9.88	10.08	10.58	10.90

yoy	-27.51%	2%	5%	3%
合计总营收	83.17	84.58	89.47	93.56
yoy	-14.32%	1.69%	5.78%	4.57%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

预计公司三费率随着营收恢复逐年降低。随着线下销售渠道的恢复，国内市场反弹，品牌优势凸显，三费率有望稳中有降。

表3：好孩子毛利率及三费率预测

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
毛利率	41.2%	40.5%	40.9%	41.7%	42.4%
销售费用率	25.5%	25.0%	25.4%	25.4%	25.4%
管理费用率	14.7%	16.2%	15.2%	15.0%	14.8%
财务费用率	0.6%	1.1%	0.7%	0.7%	0.6%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

综上，我们预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 0.80/1.50/2.19 亿港元。随着国内出行和线下销售逐步恢复，亚太地区需求有望见底反弹，欧美地区品牌不断渗透，预计公司净利率状况将持续改善，2023-2025 净利率分别为 0.9%/1.7%/2.3%。

表4：好孩子国际营业总收入及归母净利润预测（单位：亿港元）

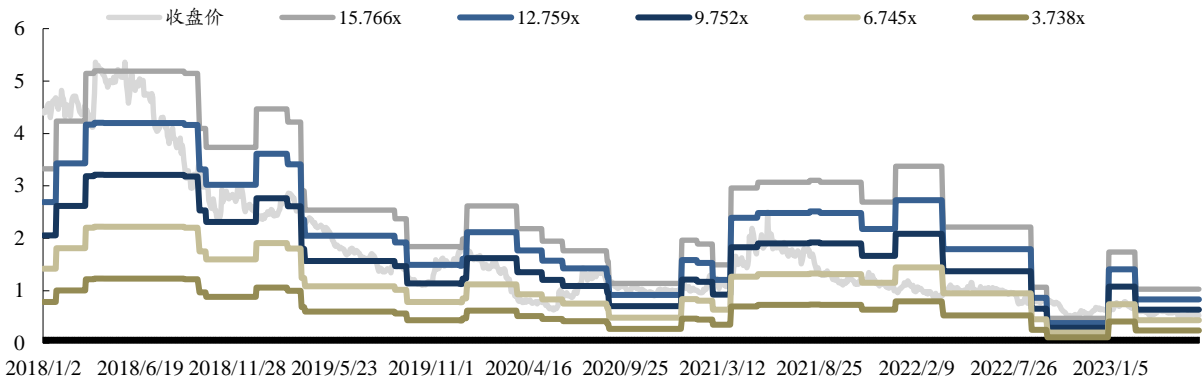
	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入	97.08	83.17	84.58	89.47	93.56
yoy	16.9%	-14.3%	1.7%	5.8%	4.6%
归母净利润	1.24	0.33	0.80	1.50	2.19
净利率	1.3%	0.4%	0.9%	1.7%	2.3%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

## 4.2. 投资建议

好孩子国际作为儿童耐用品行业龙头，多元品牌满足不同市场消费者的需求，随着欧美市场的稳定增长和亚太市场的触底反弹，公司盈利能力有望逐步改善。选择主营业务涉及婴童产品生产及零售的公司作为可比公司，具体有经营儿童服饰的森马服饰、母婴用品连锁零售商爱婴室、母婴童商品零售和增值服务公司孩子王，2023-2025 年三家可比公司按市值加权平均 PE 为 23/18/7。我们预测好孩子国际 2023-2025 年归母净利润分别为 0.80/1.50/2.19 亿港元，对应 PE 估值为 12/6/4 倍，相比疫情前估值区间为合理偏低，且显著低于可比公司，首次覆盖给予“增持”评级。

图13: 2018年-至今好孩子国际 PE-Forward (截至2023年7月20日)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

表5: 好孩子国际可比公司估值

股票代码/ 简称	总市值 (亿元/ 亿港元)	归母净利润 (亿元/亿港元)				P/E				投资 评级
		2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E	
002563.SZ/ 森马服饰	174.85	6.37	10.48	14.14	16.28	27.45	16.68	12.37	10.74	买入
603214.SH/ 爱婴室	24.41	0.86	1.00	1.17	1.33	29.56	24.35	20.87	18.38	未评级
301078.SZ/ 孩子王	127.89	1.22	2.96	4.21	5.21	117.94	43.18	30.34	24.53	未评级
三家可比公司按市值加权平均 PE							23	18	7	
1086.HK/ 好孩子国 际	9.51	0.33	0.80	1.50	2.19	28.39	11.87	6.32	4.35	增持

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

注: 好孩子国际和森马服饰估值由东吴证券研究所基于最新股价及盈利预测给出, 孩子王、爱婴室均根据 wind 一致预期给出, 估值数据截至 2023 年 7 月 31 日。森马服饰、爱婴室、孩子王总市值与归母净利润单位为亿元, 好孩子国际总市值与归母净利润单位为亿港元

## 5. 风险提示

**国内线下销售恢复不及预期风险。**随着国内出行以及线下零售的恢复, 儿童耐用品销售渠道逐渐恢复, 但受居民消费意愿的影响, 线下销售恢复可能不及预期。

**行业规模扩张不及预期的风险。**童车和安全座椅市场规模与人口出生率和渗透率有关, 出生率下滑以及安全座椅推广进度不及预期均会影响儿童耐用品行业规模的扩张。

## 好孩子国际三大财务预测表

资产负债表 (百万港元)					利润表 (百万港元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	<b>4,455.90</b>	<b>5,177.68</b>	<b>5,055.36</b>	<b>5,950.68</b>	<b>营业总收入</b>	<b>8,317.45</b>	<b>8,457.84</b>	<b>8,947.07</b>	<b>9,356.13</b>
现金及现金等价物	921.96	1,098.28	1,262.38	1,586.27	营业成本	4,936.27	4,997.25	5,212.62	5,387.03
应收账款及票据	997.33	1,211.26	1,128.31	1,331.05	销售费用	2,072.45	2,148.29	2,272.56	2,376.46
存货	1,902.01	2,293.28	2,085.26	2,466.85	管理费用	1,345.59	1,285.59	1,342.06	1,384.71
其他流动资产	634.61	574.87	579.41	566.51	研发费用	406.96	0.00	0.00	0.00
<b>非流动资产</b>	<b>7,258.79</b>	<b>7,087.64</b>	<b>6,921.37</b>	<b>6,759.89</b>	其他费用	2.44	1.00	1.50	2.00
固定资产	986.10	966.37	947.23	928.66	<b>经营利润</b>	<b>(446.27)</b>	<b>25.71</b>	<b>118.33</b>	<b>205.93</b>
商誉及无形资产	5,006.74	4,856.54	4,710.84	4,569.52	利息收入	42.97	47.66	47.95	47.87
长期投资	13.89	12.68	11.24	9.65	利息支出	137.91	110.01	107.01	104.01
其他长期投资	302.26	302.26	302.26	302.26	其他收益	135.43	143.44	139.14	140.53
其他非流动资产	949.80	949.80	949.80	949.80	<b>利润总额</b>	<b>1.19</b>	<b>106.80</b>	<b>198.41</b>	<b>290.33</b>
<b>资产总计</b>	<b>11,714.70</b>	<b>12,265.33</b>	<b>11,976.73</b>	<b>12,710.56</b>	所得税	(38.94)	21.04	39.09	57.19
<b>流动负债</b>	<b>3,388.35</b>	<b>3,853.22</b>	<b>3,405.30</b>	<b>3,906.00</b>	<b>净利润</b>	<b>40.13</b>	<b>85.76</b>	<b>159.32</b>	<b>233.13</b>
短期借款	1,181.95	1,081.95	981.95	881.95	少数股东损益	6.64	5.69	8.87	14.39
应付账款及票据	1,169.65	1,685.92	1,267.41	1,795.14	<b>归属母公司净利润</b>	<b>33.49</b>	<b>80.08</b>	<b>150.46</b>	<b>218.74</b>
其他	1,036.75	1,085.35	1,155.93	1,228.91	EBIT	(443.83)	26.71	119.83	207.93
<b>非流动负债</b>	<b>2,768.69</b>	<b>2,768.69</b>	<b>2,768.69</b>	<b>2,768.69</b>	EBITDA	38.24	206.65	294.67	377.83
长期借款	2,172.83	2,172.83	2,172.83	2,172.83					
其他	595.86	595.86	595.86	595.86					
<b>负债合计</b>	<b>6,157.04</b>	<b>6,621.91</b>	<b>6,173.99</b>	<b>6,674.69</b>					
股本	16.68	16.68	16.68	16.68	<b>主要财务比率</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
少数股东权益	40.98	46.66	55.53	69.92	每股收益(港元)	0.02	0.05	0.09	0.13
归属母公司股东权益	5,516.68	5,596.76	5,747.21	5,965.95	每股净资产(港元)	3.33	3.38	3.48	3.62
<b>负债和股东权益</b>	<b>11,714.70</b>	<b>12,265.33</b>	<b>11,976.73</b>	<b>12,710.56</b>	发行在外股份(百万股)	1,668.03	1,668.03	1,668.03	1,668.03
					ROIC(%)	(161.15)	0.24	1.08	1.85
					ROE(%)	0.61	1.43	2.62	3.67
					毛利率(%)	40.47	40.92	41.74	42.42
					销售净利率(%)	0.40	0.95	1.68	2.34
					资产负债率(%)	52.56	53.99	51.55	52.51
					收入增长率(%)	(14.32)	1.69	5.78	4.57
					净利润增长率(%)	(72.95)	139.13	87.89	45.38
					P/E	28.39	11.87	6.32	4.35
					P/B	0.17	0.17	0.16	0.16
					EV/EBITDA	91.09	15.04	9.65	6.40

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为港元,预测均为东吴证券研究所预测。

## 免责声明

东吴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。

会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5% 以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所  
苏州工业园区星阳街 5 号  
邮政编码：215021  
传真：（0512）62938527  
公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>