

荣威国际(3358 HK)

户外和水上休闲用品的创新者

❖ **Bestway 百适乐**是全球领先的户外和水上休闲用品品牌。根据 Frost & Sullivan 的数据，荣威国际在 2016 年全球水上休闲市占率为 2.3%，全球排名第三，而在充气户外休闲产品类别更占有 30% 以上。主要产品有：1) 地上游泳池和便携式 Spa；2) 充气娱乐用品和体育用品，如水上滑梯、浮岛和站立式划桨；以及 3) 野营产品，如充气床垫和帐篷。公司不仅在上海、南通和盐城有工厂生产，更拥有自主品牌（Bestway、Lay-Z-Spa、H2OGO !、CoolerZ、HYDRO FORCE 等等）的产品。Bestway 与世界上许多大型零售商有着长期的合作关系，例如：欧尚、家乐福、乐购、阿尔迪、麦德龙、塔吉特百货等。

❖ **主要优势和增长动力**：1) 能利用创新的充气技术，进入新的行业中，去替代传统的产品（如 Lay-Z-Spa，站立式划桨和充气床垫等），2) 很多充气产品因为是属于户外活动类，所以会受益于不断上升的社交媒体和体验型的需求，3) 强大的研发能力，创新和可靠的产品去抢占市场份额，4) 拥有自主品牌，以及垂直整合的商业模式，所带来的成本和管理优势，5) 未来中国需求潜力庞大，相信电商销售亦会增长快速，6) 由于新产品反应良好，订单增长强劲，公司产能亦要大幅扩张。

❖ **主要风险和担忧**：1) 汇率和原材料价格波动所带来的风险，2) 产能扩张过快，资本开支压力过大的风险，3) 竞争加剧，以及有潜在新进竞争者的风险，4) 过度销售给予渠道，渠道存货超目标风险，5) 假货和盗版产品大量出现的风险，6) 法律事务和诉讼的风险。

❖ **我们预计 17 至 19 财年的销售复合年增长率为 18.5%，净利润复合年增长率为 24.4%**。增长是受到以下的因素推动：1) 北美市场快速扩张，销售复合年增长率可达 20.3%，因为市渗透率还不高，其 2016 财年销售只及欧洲市场的 52%，2) 中国市场快速增长，销售复合年增长率达 97.9%，主要受惠于电商渠道的扩张，3) 体育用品/露营产品的约 26.9%/ 22.5% 销售复合年增长率，受惠于明星产品（例如站立式划桨）和新产品（例如“AlwaysAire™”充气床垫，以及其他将要推出的产品，2018 年的大型充气游戏中心）的推动，4) 每年大约 0.3 百分的毛利率的改善，因为产品组合的结构更好（假设并没有原材料和汇率的负面因素），再加上 5) 新产能的计划进度良好而带来的经营杠杆。

❖ **首次覆盖给予买入评级，目标价 4.65 港元**。我们给予荣威国际买入评级，目标价为 4.65 港元，是基于 10 倍 18 财年预测市盈率，并意味着有 38.3% 的上升空间。目前公司的市盈率仅为 18 财年预测的 7 倍，较其他 5 家拥有自主品牌的中国主要出口商（平均为 15.5 倍）相比，相当低估，特别是考虑到 17 至 19 财年的净利润复合年增长率为 24.4%，亦隐含含 1.1 倍 18 财年市账率和 0.38 倍 17 至 19 财年 PEG。与 DCF 模型进行交叉核对的估值为 4.76 港元，假设了 12.5% 的 WACC 和 1% 的终端增长。

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
营业额 (百万港元)	513.5	584.5	721.5	845.6	972.3
净利润 (百万港元)	15.2	43.0	49.5	63.8	82.8
每股收益 (港元)	-	0.0406	0.0468	0.0603	0.0782
每股收益变动 (%)	-	-	15.1	28.9	29.7
市盈率 (x)	-	10.6	9.3	7.2	5.6
市帐率 (x)	-	2.2	1.2	1.0	0.9
股息率 (%)	-	0.1	3.2	4.1	5.4
权益收益率 (%)	8.6	22.4	16.9	15.5	17.2
财务杠杆 (x)	57.6	36.8	2.0	淨現金	淨現金

资料来源：公司及招银国际研究预测

买入 (首次覆盖)

目标价	HK\$4.65
潜在升幅	+38.3%
当前股价	HK\$3.41

胡永匡

电话：(852) 3761 8776

邮件：walterwoo@cmbi.com.hk

中国出口行业

市值(百万港元)	3,556
3 月平均流通量 (百万港元)	10.23
52 周内股价高/低 (港元)	4.23/2.88
总股本 (百万)	1,068.4

资料来源：彭博

股东结构

朱强家族	54.97%
Bogdan Nowak 先生	13.50%
员工激励计划持股	5.40%
Patrizio 先生	1.13%
自由流通	25.00%

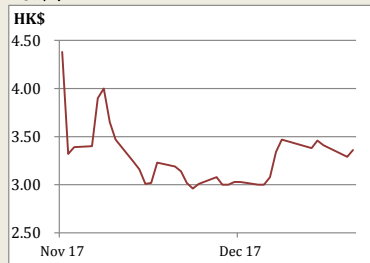
资料来源：HKEx

股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	1.9%	-3.0%
3-月	-	-
6-月	-	-

资料来源：彭博

股价表现



资料来源：彭博

审计师：普華永道

公司网站：www.bestwaycorp.com

利潤表

年结: 12月31日 (百万元美元)	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
收入	513.5	584.5	721.5	845.6	972.3
地上游泳池及便携移动式spa	236.3	274.3	337.4	398.2	457.9
娱乐产品	119.7	125.7	138.3	149.3	159.8
体育产品	49.7	76.0	102.6	126.2	155.2
野营产品	107.8	108.5	143.2	171.9	199.4
销售成本	(401.5)	(420.0)	(522.3)	(610.7)	(699.1)
毛利	112.0	164.5	199.2	234.8	273.2
其他收入	6.3	6.8	1.4	-	3.4
销售费用	(48.0)	(60.7)	(73.3)	(82.3)	(92.0)
一般及行政费用	(41.8)	(48.6)	(60.2)	(69.4)	(78.4)
其他收益	-	-	-	-	-
息税前收益	28.6	62.0	67.1	83.2	106.3
净融资成本	(6.7)	(4.9)	(3.6)	(1.4)	(0.2)
联营公司	-	-	-	-	-
特殊收入	-	-	-	-	-
税前利润	21.9	57.0	63.5	81.8	106.1
所得税	(6.7)	(14.0)	(14.0)	(18.0)	(23.3)
非控制股东权益	-	-	-	-	-
净利润	15.2	43.0	49.5	63.8	82.8
调整后净利润	15.2	43.7	53.9	63.8	82.8

来源: 公司及招银国际研究部

资产负债表

年结: 12月31日 (百万元美元)	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
非流动资产	148.8	160.9	225.2	239.3	250.4
物业、厂房及设备	126.7	139.4	200.8	214.9	225.9
无形资产和商誉	0.1	0.4	0.4	0.4	0.5
土地使用权	14.9	15.7	18.6	18.6	18.7
投资型房地产	-	-	-	-	-
联营公司的权益	-	-	-	-	-
合营公司的权益	-	-	-	-	-
其他金融资产	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0
递延税项资产	5.6	3.9	3.9	3.9	3.9
其他	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
流动资产	323.8	302.1	452.3	466.8	568.2
其他金融资产	23.7	14.2	17.5	20.5	23.5
存货	189.3	162.4	207.5	242.6	277.7
贸易及其他应收账款	70.5	94.6	128.5	150.6	173.1
受限制银行结余	16.9	8.1	8.1	8.1	8.1
现金及现金等价物	23.5	23.0	90.7	45.1	85.8
流动负债	288.4	256.9	292.9	262.1	297.4
银行借款	131.5	94.6	94.6	30.0	30.0
预收款项	-	6.8	6.8	6.8	6.8
贸易及其他应付账款	143.0	145.0	174.7	204.5	234.5
即期税项	6.0	7.7	14.0	18.0	23.3
其他	7.8	2.8	2.8	2.8	2.8
非流动负债	4.6	2.1	2.2	2.2	2.2
带息借款	2.7	0.1	0.1	0.1	0.1
离职后福利及其他长期福利	0.1	0.2	0.2	0.2	0.2
递延税项	0.7	1.8	1.8	1.8	1.8
拨备	-	-	-	-	-
其他	1.2	0.1	0.2	0.2	0.2
资产净额	179.5	203.9	382.3	441.9	519.0
非控股权益	(0.3)	(0.6)	(0.6)	(0.6)	(0.6)
权益股东应占权益	179.8	204.5	382.9	442.5	519.6

来源: 公司及招银国际研究部

现金流量表

年结:12月31日(百万美元)	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
息税前收益	28.6	62.0	67.1	83.2	106.3
折旧和摊销	9.9	11.3	13.7	16.9	19.4
营运资金变动	5.3	0.9	(52.7)	(30.5)	(30.7)
税务开支	(6.0)	(9.5)	(14.0)	(18.0)	(23.3)
其他	(10.4)	0.7	1.8	17.7	26.4
经营活动所得现金净额	27.3	65.4	16.0	69.3	98.1
购置固定资产	(33.5)	(34.3)	(75.8)	(33.8)	(34.0)
联营公司	-	-	-	-	-
其他	(11.1)	(2.1)	1.8	2.5	1.2
投资活动所得现金净额	(44.6)	(36.4)	(74.0)	(31.4)	(32.8)
股份发行	-	-	140.4	-	-
净银行借贷	23.7	(29.9)	-	(64.6)	-
股息	(0.0)	(3.2)	(14.7)	(19.0)	(24.6)
其他	-	2.8	-	-	-
融资活动所得现金净额	23.7	(30.4)	125.7	(83.6)	(24.6)
现金增加净额	6.4	(1.4)	67.8	(45.6)	40.6
年初现金及现金等价物	16.3	23.5	23.0	90.7	45.1
汇兑	0.7	0.9	-	-	-
年末现金及现金等价物	23.5	23.0	90.7	45.1	85.8

来源: 公司及招银国际研究部

主要比率

年结:12月31日	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
销售组合 (%)					
地上游泳池及便携移动式spa	46.0	46.9	46.8	47.1	47.1
娱乐产品	23.3	21.5	19.2	17.7	16.4
体育产品	9.7	13.0	14.2	14.9	16.0
野营产品	21.0	18.6	19.8	20.3	20.5
总额	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
盈利能力比率 (%)					
毛利率	21.8	28.1	27.6	27.8	28.1
息税前利润率	5.6	10.6	9.3	9.8	10.9
税前利润率	4.3	9.8	8.8	9.7	10.9
净利润率	3.0	7.4	6.9	7.5	8.5
调整后净利润率	3.0	7.5	7.5	7.5	8.5
有效税率	30.5	24.6	22.0	22.0	22.0
增长 (%)					
收入	9.7	13.8	23.4	17.2	15.0
毛利	15.7	46.8	21.1	17.9	16.3
息税前利润	94.0	116.8	8.3	23.9	27.7
净利润率	80.2	183.2	15.1	28.9	29.7
调整后净利润	80.2	187.6	23.3	18.5	29.7
资产负债比率					
流动比率 (x)	1.1	1.2	1.5	1.8	1.9
平均应收账款周转天数	49.9	51.6	65.0	65.0	65.0
平均应付账款周转天数	95.1	81.0	75.0	75.0	75.0
平均存货周转天数	171.5	152.8	145.0	145.0	145.0
净负债/ 总权益比率 (%)	57.6	36.8	2.0	净现金	净现金
回报率 (%)					
资本回报率	8.6	22.4	12.9	14.4	15.9
资产回报率	3.2	9.2	7.3	9.0	10.1
每股数据					
每股盈利(美元)	-	-	0.046	0.060	0.077
调整后每股盈利(美元)	-	-	0.050	0.060	0.077
每股股息(美元)	-	-	0.014	0.018	0.023
每股账面值(美元)	-	-	0.362	0.418	0.491

来源: 公司及招银国际研究部

免責聲明及披露

分析員聲明

負責撰寫本报告的全部或部分內容之分析員，就本报告所提及的證券及其發行人做出以下聲明：（1）發表於本报告的观点准确地反映关于他们个人对所提及的證券及其發行人的观点；（2）他們的薪酬在過往、現在和將來與發表在報告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析員确认，无论是他们本人还是他們的关联人士（按香港證券及期貨事務監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證券；（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證券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关證券的任何权益。

招銀證券投資評級

买入	：股價于未来 12 个月的潜在涨幅超过 15%
持有	：股價于未来 12 个月的潜在变幅在-10%至+15%之间
卖出	：股價于未来 12 个月的潜在跌幅超过 10%
未评级	：招銀國際并未给予投資評級

招銀國際證券有限公司

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

招銀國際證券有限公司（“招銀證券”）為招銀國際金融有限公司之全資附屬公司（招銀國際金融有限公司為招商銀行之全資附屬公司）

重要披露

本報告內所提及的任何投資都可能涉及相當大的風險。報告所載資料可能不適合所有投資者。招銀證券不提供任何針對個人的投資建議。本報告沒有把任何人的投資目標、財務狀況和特殊需求考慮進去。而過去的表现亦不代表未來的表现，实际情况可能和報告中所載的大不相同。本報告中所提及的投資價值或回報存在不確定性及難以保證，並可能會受目標資產表現以及其他市場因素影響。招銀證券建議投資者應該獨立評估投資和策略，並鼓勵投資者諮詢專業財務顧問以便作出投資決定。

本報告包含的任何資訊由招銀證券編寫，僅為本公司及其關聯機構的特定客戶和其他專業人士提供的參考資料。報告中的資訊或所表達的意見皆不可作為或被視為證券出售要約或證券買賣的邀請，亦不構成任何投資、法律、會計或稅務方面的最終操作建議，本公司及其僱員不就報告中的內容對最終操作建議作出任何擔保。我們不對因依賴本報告所載資料採取任何行動而引致之任何直接或間接的錯誤、疏忽、違約、不謹慎或各類損失或損害承擔任何的法律责任。任何使用本報告資訊所作的投資決定完全由投資者自己承擔風險。

本報告基於我們認為可靠且已經公開的資訊，我們力求但不擔保這些資訊的準確性、有效性和完整性。本報告中的資料、意見、預測均反映報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報告所載資料及/或結論不一致的報告。這些報告均反映報告編寫時不同的假設、觀點及分析方法。客戶應該小心注意本報告中所提及的前瞻性預測和實際情況可能有顯著區別，唯我們已合理、謹慎地確保預測所用的假設基礎是公平、合理。招銀證券可能採取與報告中建議及/或觀點不一致的立場或投資決定。

本公司或其附屬關聯機構可能持有報告中提到的公司所發行的證券頭寸並不时自行及/或代表其客戶進行交易或持有該等證券的權益，還可能與這些公司具有其他相關業務聯繫。因此，投資者應注意本報告可能存在的客觀性及利益衝突的情況，本公司將不會承擔任何責任。本報告版權僅為本公司所有，任何機構或個人未經本公司書面授權的情況下，不得以任何形式翻版、複製、轉售、轉發及或向特定讀者以外的人士傳聞，否則有可能觸犯相關證券法規。

如需索取更多有關證券的資訊，請與我們聯絡。

對於接收此份報告的英國投資者

本報告僅提供給符合(I)2000 年英國不時修訂之金融服務及市場法令 2005 年(金融推广)令(“金融服務令”)第 19(5) 條之人士及(II) 屬金融服務令第 49(2) (a) 至(d) 條(高淨值公司或非公司社團等)之機構人士，未經招銀證券書面授權不得提供給其他任何人。

對於接收此份報告的美國投資者

本報告僅提供給美國 1934 年證券交易法規 15a-6 定義的“主要機構投資者”，不得提供給其他任何個人。接收本報告之行為即表明同意接受協議不得將本報告分發或提供給任何其他人。

注释：招銀國際證券（或相關實體）在過去 12 個月之內為審見教育(6068 HK) 提供過上市服務，煩請知悉。