

买入

2025 年 10 月 15 日

全球领先的婴儿耐用品生产商

- **全球领先的婴儿耐用品生产商：**好孩子是一家全球领先的婴儿耐用品生产商，凭借安全、创新、高品质三大核心优势领跑行业。公司业务范围广泛，不仅在婴儿车、儿童汽车安全座椅等核心产品领域占据领先地位，还拓展至婴儿家具、背带、服饰及其他相关产品等领域，形成多元化产品矩阵。公司旗下拥有 Cybex（于欧洲稳居头部品牌地位）、Evenflo（安全座椅品类位居美国市场第二名）、gb（属于国内龙头企业）等战略品牌，产品矩阵覆盖全价位、全年龄段，能充分满足不同市场需求。
- **Cybex 作为全球认可的高端品牌，是集团的核心资产和主要的增长动力：**2024 年 Cybex 表现依旧强劲，年收入创新高达 44 亿港元，占总收入的 51%。作为全球认可的高端品牌，Cybex 毛利率达 50%+，是集团的核心资产和主要增长动力及利润来源。Cybex 依旧不断提升全球市场份额，欧洲市场份额达到约 30% 左右，稳居头部品牌地位。同时近年深耕日本市场和拓展到其他有潜力的市场（包括中东、北美以及中国市场等）和增加新品系列如家具和背带等去维持快速增长。
- **gb 品牌持续进行品牌转型，内地业务已见低，将逐步改善：**gb 为好孩子集团本土品牌，在国内市场属于国内龙头企业。gb 品牌过去几年的持续下滑，主要受内外外部因素的影响。于 2025 年上半年，自营线下渠道已实现正增长，线上业务也有所改善，毛利率有明显提升（受益于集团优化渠道组合和加强渠道自主管控，消除渠道乱价、稳定价格的策略）；预计中国市场的表现将继续逐步改善并在未来转亏为盈。
- **恢复派息，重新回报股东：**2024 年，好孩子收入同比增长 10.6% 到 87.7 亿港元；主要受益于欧洲/其他地区和 CYBEX/蓝筹业务的增长。经营利润和股东应占净利润分别增长 35.7%/74.9% 到 5 亿元/3.6 亿元；主要受益于毛利率的提升。集团产生的经营现金流也比较稳健，同时重整贷款并进一步偿还债务，财务成本得以大幅优化；因此集团恢复派息，每股派息 0.07 港元（相等于 33.3% 的派息比率），重新回报股东。
- **目标价 1.85 港元，买入评级：**Cybex 作为全球认可的高端品牌，是集团的核心资产和主要利润来源及增长动力。虽然 Evenflo 和 gb 短期在面临阶段性挑战，但集团已作出相应调整；我们相信这两业务最坏情况已过去并会逐步改善。此外，集团也恢复派息回报股东。因此，我们看好集团的竞争优势和未来发展。我们采用 12 倍市盈率对公司进行估值，求得目标价 1.85 港元，较当前股价有 50.6% 的上行空间，给予买入评级。当前股价对应未来三年的市盈率为 11/8/6.1 倍。
- **风险：**风险：1) 宏观经济的影响， 2) 关税的影响， 3) 汇率的变化， 4) 美国市场的需求比预期低。

王柏俊

852-25321915
patrickwong@firstshanghai.com.hk
主要资料

行业	消费
股价	1.23 港元
目标价	1.85 港元 (+50.6%)
股票代码	1086
已发行股本	16.70 亿股
总市值	20.5 亿港元
52 周高/低	52 周高/低 1.59 港元/0.64 港元
每股净资产	3.60 港元
主要股东	宋郑还先生及关连人士 (46.07%)

盈利摘要

截止12月31日财政年度	2023历史	2024历史	2025预测	2026预测	2027预测
收入 (百万港元)	7927	8766	8678	9217	9911
变动 (%)	-4.4%	10.6%	-1.0%	6.2%	7.5%
净利润 (百万港元)	209	356	185	257	336
变动 (%)	420.0%	70.3%	-48.1%	39.4%	30.5%
基本每股收益 (港元)	0.12	0.21	0.11	0.15	0.20
市盈率 (倍)	10.3	5.9	11.1	8.0	6.1
每股派息 (港元)	0.00	0.07	0.04	0.05	0.07
息率 (%)	0.0%	5.7%	3.0%	4.1%	5.4%

资料来源：公司资料，第一上海预测

股价表现


资料来源：彭博

投资亮点

全球领先的婴儿耐用品生产商

好孩子国际控股有限公司是一家全球领先的婴儿耐用品生产商，凭借安全、创新、高品质三大核心优势领跑行业。公司业务范围广泛，不仅在婴儿车、儿童汽车安全座椅等核心产品领域占据领先地位，还拓展至婴儿家具、背带、服饰及其他相关产品等领域，形成多元化产品矩阵。公司旗下拥有 Cybex（于欧洲稳居头部品牌地位）、Evenflo（安全座椅品类位居美国市场第二名）、gb（属于国内龙头企业）等战略品牌，产品矩阵覆盖全价位、全年龄段，能充分满足不同市场需求。公司也是行业内唯一拥有集设计、研发、制造、品牌、渠道一体的一条龙供应链，并利用数字化平台赋能生产制造，高效推动创新发展。公司拥有年产约 1000 万台产品的智能生产基地，供应链覆盖全球，能够快速反应前端需求，调整产品线，对现有产品升级改造和推出新品，在多变的市场环境中保证集团的强大竞争力和领先地位。于 2024 年，公司实现年收入 87 亿港元，同比增加 10.6%；股东应占净利润增长 74.9%到 3.6 亿元。

Cybex 作为全球认可的高端品牌，是集团的核心资产和增长动力

2024 年 Cybex 表现依旧强劲，年收入创新高达 44 亿港元，占总收入的 51%。作为全球认可的高端品牌，Cybex 毛利率达 50%+，是集团的核心资产和主要增长动力及利润来源。Cybex 依旧不断提升全球市场份额，欧洲市场份额达到约 30%左右，稳居头部品牌地位。同时近年深耕日本市场，婴儿车位居第一。Cybex 的独特之处在于作为高端奢侈品牌，其拥有多样化的产品组合，产品线齐全；每年还会推出新品，并对现有的产品升级改造。Cybex 在注重产品功能属性的同时，还拥有时尚属性。此外，Cybex 还能够依托国内一体化供应链，降低成本，提高效率，持续研发创新，快速响应市场变化，保证品牌的稳定健康发展。未来，Cybex 将继续提升欧洲市场的份额；高速推进日本市场，将其打造为仅次于德国的第二大国家市场。同时继续拓展到其他有潜力的市场（包括中东、北美以及中国市场等）和增加新品系列如家具和背带等去维持快速增长。

gb 品牌持续进行品牌转型，内地业务已见低，将逐步改善

gb 为好孩子集团本土品牌，主要面向国内市场；其收入占整体收入的 10%左右。在国内市场属于国内龙头企业。gb 品牌过去几年的持续下滑，主要受 1) 国内的激烈竞争所影响，2) gb 过于依赖传统渠道，在新兴的渠道方面行动有所落后，和 3) 存在经销商乱设价格的问题。2024 年末，gb 已经完成了管理层的团队重组，开展零售渠道的数字化转型。目前已经建立了直播基地，构建直播团队，发展货架电商、兴趣电商等模式，开启在抖音等平台的直播渠道。团队积极探索内容营销、社群营销、达人传播，直播业务体量大幅增长，转型初见成效，进展乐观。gb 还将进一步发力自营业务，缩减优化经销商，并且对经销商进行一系列精细化运营，加强对批发渠道的价格管控，杜绝乱设价格的行为。对于线下门店，gb 会进一步优化亏损门店，扩张盈利门店，将门店数量维持在 300 家左右。于 2025 年上半年，自营线下渠道已实现正增长，线上业务也有所改善，毛利率有明显提升（受益于集团优化渠道组合和加强渠道自主管控，消除渠道乱价、稳定价格的策略）；预计中国市场的表现将继续逐步改善并在未来转亏为盈。

恢复派息，重新回报股东

在 2024 年，好孩子收入同比增长 10.6%到 87.7 亿港元；主要受益于欧洲/其他地区 and CYBEX/蓝筹业务的增长。经营利润和股东应占净利润分别增长 35.7%/74.9%到 5 亿元/3.6 亿元；主要受益于毛利率的提升。集团产生的经营现金流也比较稳健，

同时重整贷款并进一步偿还债务，财务成本得以大幅优化；因此集团恢复派息，每股派息 0.07 港元（相等于 33.3% 的派息比率），重新回报股东。

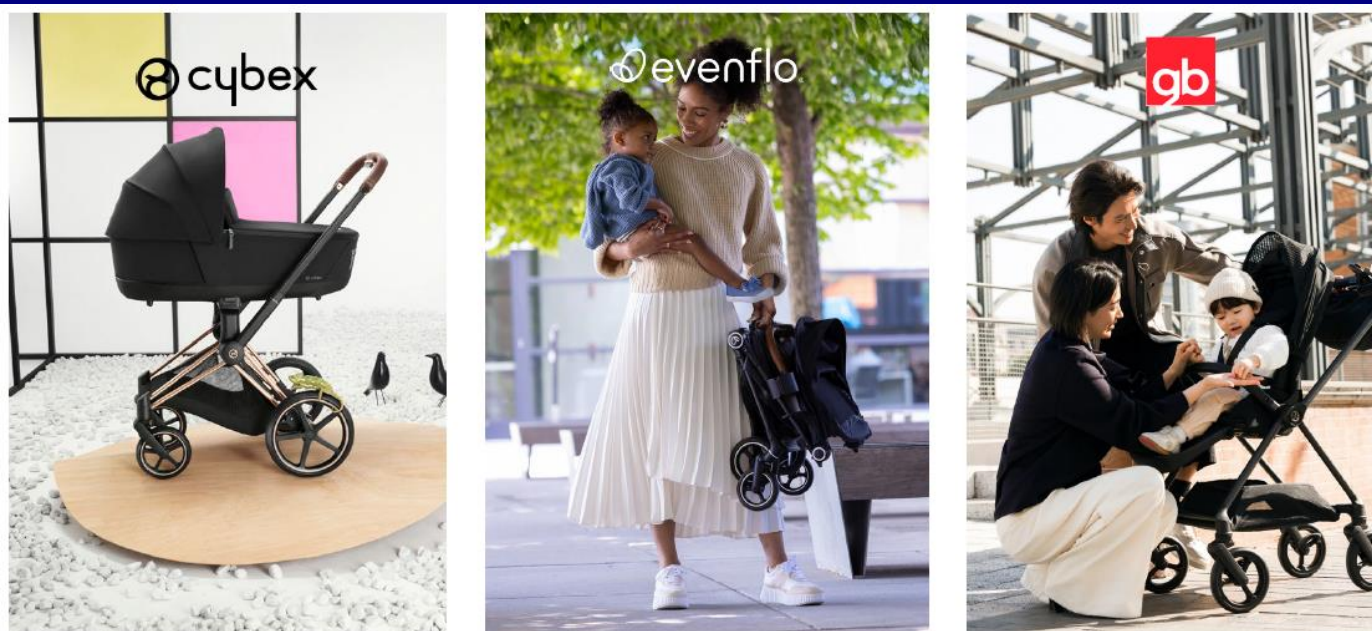
1. 公司概况

好孩子国际控股有限公司是一家全球领先的婴儿儿童耐用品生产供应商，主要从事婴儿儿童耐用品的设计、研发、制造、及营销；凭借安全、创新、高品质三大核心优势领跑行业。公司业务范围广泛，不仅在婴儿车、儿童汽车安全座椅等核心产品领域占据领先地位，还拓展至婴儿儿童家具、背带、服饰及其他相关产品等领域，形成多元化产品矩阵。

垂直整合的全球化布局生态

公司构建了垂直整合的全球化布局生态，建立了覆盖全球的全渠道布局。公司旗下拥有 Cybex、Evenflo、gb 等战略品牌，产品矩阵覆盖全价位、全年龄段，能充分满足不同市场的需求。公司在世界各地建立起自主营运的销售团队，线下旗舰店、线上 2C 和直接对接零售商等多渠道布局，领先行业其他品牌。同时，公司也是行业内唯一拥有集设计、研发、制造、品牌、渠道为一体的一条龙供应商，并利用数字化平台赋能生产制造，高效推动创新发展。公司拥有年产约 1000 万台产品的智能生产基地，供应链覆盖全球，能够快速反应前端需求，调整产品线，对现有产品升级改造和推出新品，在多变的市场环境中保持集团的强大竞争力和领先地位。

图 1：战略品牌



资料来源：公司资料，第一上海

创新技术领跑行业

公司重视研发创新和技术领先，在中国、德国和美国等地设立了 8 个研发中心。公司凭借强大的研发实力，每年推出数百款新品，凭借颠覆性的创新技术领跑行业。比如 2021 年 Evenflo 推出的颠覆性的 360 度旋转安全座椅。公司于 2024 年开发了 96 项新品，申请专利 1462 件，累计收获 10 多项国际设计大奖与荣誉；其中为满足美国监管于侧面碰撞的新规定，公司研发能力快速响应，全面升级品牌产品，赋能品牌经营。在标准和检测领域，公司内的专家被任命为国家标准化组织 ISO/TC 310 的主席，其四个工作组中的两个组的召集人亦由公司专家担任。期内带领全球专家制定相关儿童用品的国际标准，其中主导或参与国内外标准制定或修订共 48 项，累计共 331 项。

发展历史

在 1989 年，公司主席和大股东宋郑还先生自主设计研发了公司的第一辆婴儿车，并创立了好孩子品牌，将校办工厂转型为专业童车制造商。通过自主研发和创新的策略带领好孩子品牌在 1993 年成为中国童车行业第一，年销售额突破亿元，在中国本土奠定了品牌基础。

在 1994 年公司启动国际化战略。在 1996 年凭借自主设计的秋千式婴儿车打开美国市场并在几年后成为美国婴儿车第一，在此过程中奠定了本土化的设计策略。此后又先后进军欧洲、日本市场，并在美国、欧洲、日本先后建立研发中心。在 2006 年登顶欧洲婴儿车销量第一。期间逐步构筑全球分销网络，形成中美欧三大母市场板块。在 2010 年，公司在香港联交所主板上市。

在 2014 年，公司开始通过战略性并购构建多元品牌矩阵。于年内先后以 7000 万欧元和 1.4 亿美元的价格收购德国高端儿童安全座椅品牌 Cybex 和拥有百年历史的美国三大婴童品牌之一 Evenflo。并购后 Cybex 业绩增长迅速，Evenflo 逐步扭亏为盈。公司同步推动多维度转型：从产品经营转向品牌经营，成为全球品牌运营商；从婴儿车行业转向婴儿车+汽车安全座椅两大产业领导者；从依附式经营转为自主经营，利用国内外资源和本土化团队，打造以中美欧为主体框架的营销网络形成研发生产销售全球化的布局；向全产业链条转型，打造垂直整合的一条龙供应链。逐步成为一家全球化的行业领先企业。

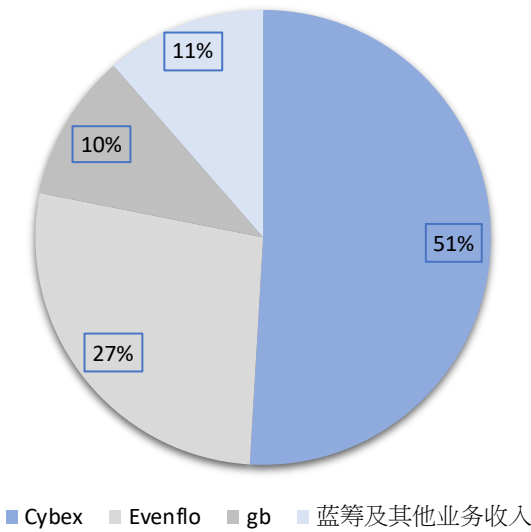
截至 2024 年底，公司实现年收入 87 亿港元，同比增加 10.6%；主要受益于欧洲/其他地区和 CYBEX/蓝筹业务的增长。毛利率提升 1.3 个百分点到 51.4%；受益于品牌毛利率的提升（+3.6 个百分点）和制造成本的改善（+0.4 个百分点），唯部分被 24 年下半年海运费上涨（-1.9 个百分点）和不利的汇率波动而抵消。总营运费用增长 11.4%到 40.0 亿元，总营运费用比率增加 0.3 个百分点到 45.7%；由于人员成本、物流仓储费用和营销费用的增加（与收入增加趋势一致）；2024 年缺少 23 年的一次性处置收入；和产品升级/新产品研发导致研发费用的增加。因此，经营利润和股东应占净利润分别增长 35.7%/74.9%到 5 亿元/3.6 亿元；经营利润率和股东应占净利润率分别增加 1.1/1.5 个百分点到 5.7%/4.1%。由于债务结构优化，净财务成本大幅下降 30%至 1.2 亿港元。2024 年公司现金流产出稳定，净债务 3.3 亿港元，较 23 年下降 2.65 亿港元，资金流动性良好；集团也宣布恢复派息，每股 0.07 港元（相等于 33.3%的派息比率）。

收入分布

在 2024 年，好孩子集团总收入 87 亿港元。 欧洲市场表现仍亮眼， 其收入占总收入的 45%。北美市场占总收入的 35%，中国市场和其他市场分别占 10%。

按品牌来分：在 2024 年 Cybex 收入 44 亿港元， 占总收入的 51%，是集团的主要收入来源。 Evenflo 收入为 24 亿港元， 占比为 27%。 gb 收入为 9 亿港元， 占比 10%。 蓝筹及其他业务收入为 10 亿港元， 占比 11%。

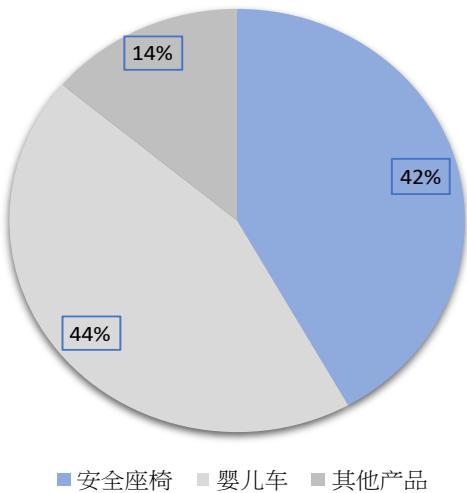
表 2：2024 年收入分布（按品牌）



资料来源：公司资料，第一上海

按产品来分：产品支柱依然是儿童安全座椅和婴儿车，分别占总收入的比例达 40% 以上。其他产品包括：婴儿儿童家具、背带、服饰及其他相关产品等，占总收入的 14%。未来公司将维持两大支柱品类稳定快速发展的同时，并持续拓展其他品类。

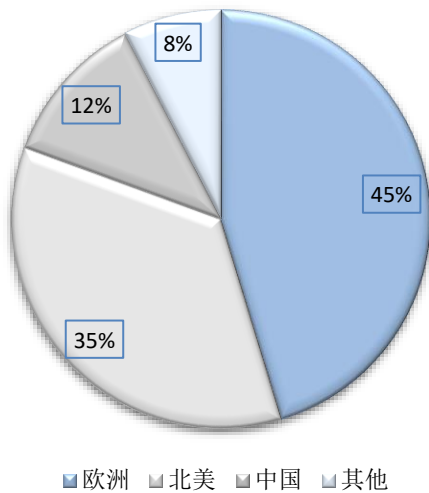
表 3：2024 年收入分布（按产品）



资料来源：公司资料，第一上海

按地区来分：在 2024 年，好孩子集团 45%的收入来自于欧洲市场，35%的收入来自于北美市场，10%的收入来自于中国市场。虽然集团在欧洲市场的市场份额处于领先地位，但依然能高速发展，未来发展空间巨大。北美市场则稳步推进。中国市场收入有所下滑，但预计未来将逐步改善，收窄亏损。同时，集团也将持续布局全球其他市场。

表 4：2024 年收入分布（按地区）



资料来源：公司资料，第一上海

品牌介绍

Cybex

分品牌来看，Cybex 表现依旧强劲，2024 年收入创新高达 44 亿港元，同比增长 20.8%，实现了里程碑式成就。作为高端品牌，Cybex 毛利率达 50%+。期内 Cybex 依旧不断提升全球市场份额，欧洲市场份额达 30%，稳居头部品牌地位。期内在法国巴黎开设一家自有品牌旗舰店，进一步丰富分销网络，加强品牌定位和影响力。同时近年深耕日本市场，婴儿车位居第一。在中国和北美市场也有初步布局。

Cybex 自十年前加入集团，从一个德国安全坐骑产品发展到现在覆盖超越 110 个国家和地区的高端“技术-生活方式”儿童耐用品牌，Cybex 的竞争力与领导地位来自该品牌多维度的竞争优势。相比其他品牌，Cybex 的独特之处在于作为高端奢侈品牌，其拥有多样化的产品组合。Cybex 分为黄金线和铂金线，二者份额相当，其产品线齐全，覆盖从大众化市场到高端以及婴幼儿全年龄段产品，需求覆盖面很广。基于这样的产品线，每年还会推出新品，并对现有的产品升级改造，能够快速反应前端市场需求。

Cybex 还拥有覆盖全球的全渠道销售网络布局，拥有线上 D2C 渠道，线下旗舰店渠道，以及直接对接零售商的经营模式，覆盖全球 110 个国家和地区。电商覆盖欧洲、北美、中东、日本，极大方便消费者直接触及方案。同时集团不依赖第三方，采取本土化自有经销商团队，营销链条更为稳健可控。

Cybex 在注重产品功能属性的同时，还拥有独一无二的时尚属性，极大增加了品牌的影响力，对其他品牌能够形成降维打击。Cybex 的产品拥有独特的设计语言与美学创新，曾与 Jeremy Scott 等知名设计师和明星合作推出多种时尚品类。其独特设计理念连续八年斩获德国红点设计奖，多次亮相柏林时装周，将母婴产品和时尚潮流有机融合，在母婴行业树立起了独特的时尚标杆。

此外，Cybex 还能够依托国内一体化供应链，降低成本，提高效率，持续研发创新，快速响应市场变化，保证品牌的稳定健康发展。其诸多其他品牌难以比拟的优势确保了 Cybex 在欧洲市场的主导地位。

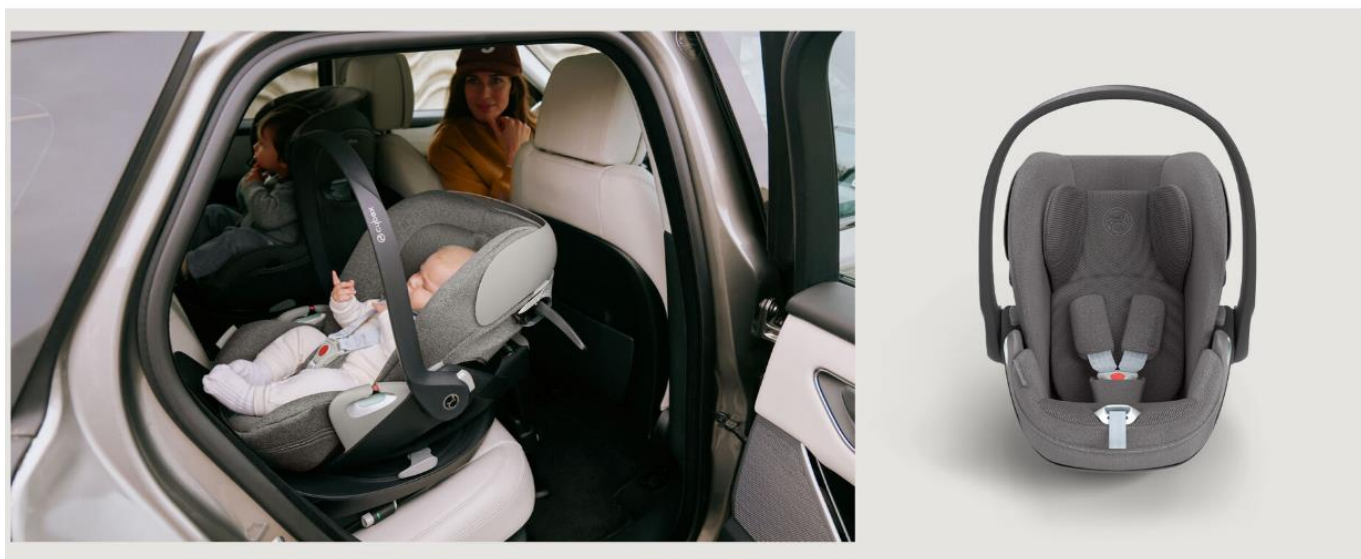
未来，Cybex 将继续推动欧洲市场份额的整合，欧洲整体母市场尤其东欧南欧仍有很大发展空间。虽然欧洲宏观局势整体有波动，但是 Cybex 拥有更强大的品牌影响力、渠道优势，以及依托一体化供应链的成本优势，使得 Cybex 面对风险拥有更强的竞争力，能够稳定在欧洲逐步攫取市场份额。在日本市场，Cybex 将会继续高速推进，将其打造为仅次于德国的第二大国家市场。对于中东、中国以及北美市场，未来也将逐步展开布局，发展潜力极大。未来也会拓展家具、婴儿背带等新品类拉动增长，其目前占比尚小，但利润较高。未来预计短期内，欧洲将维持高速增长水平，继续提高市场占有率。长期将继续投入其他市场，发掘新的增长点。

图 5: Cybex 婴儿车



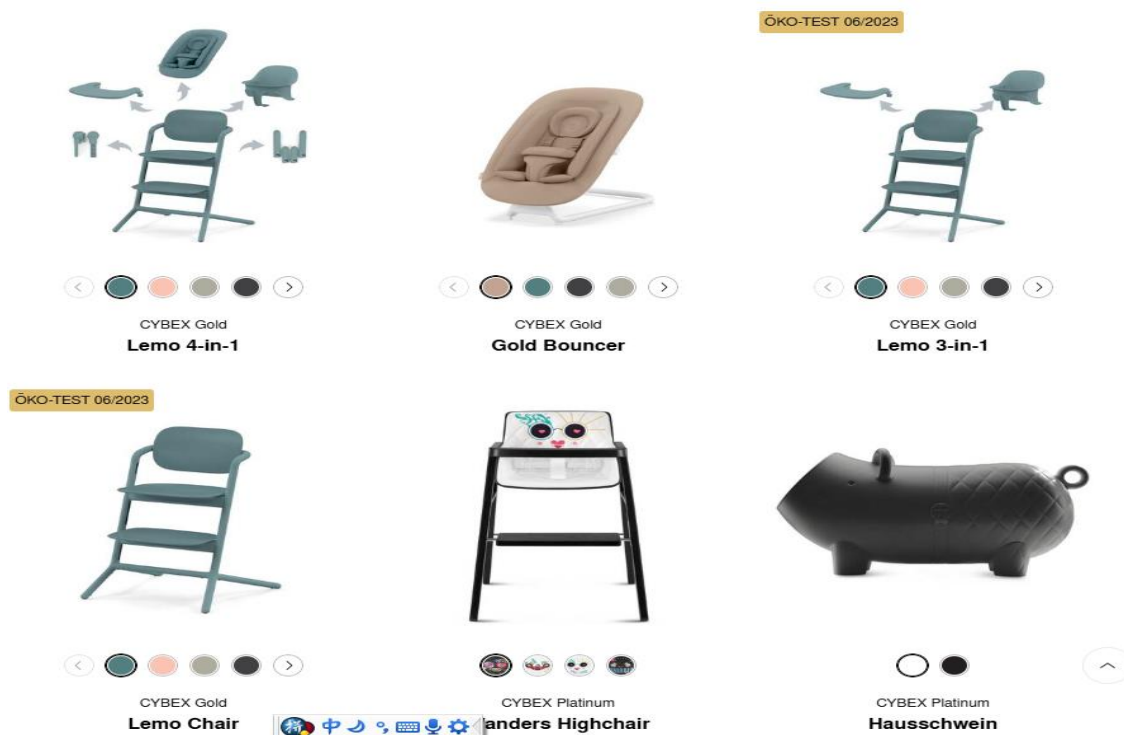
资料来源：公司资料，第一上海

图 6: Cybex 安全座椅



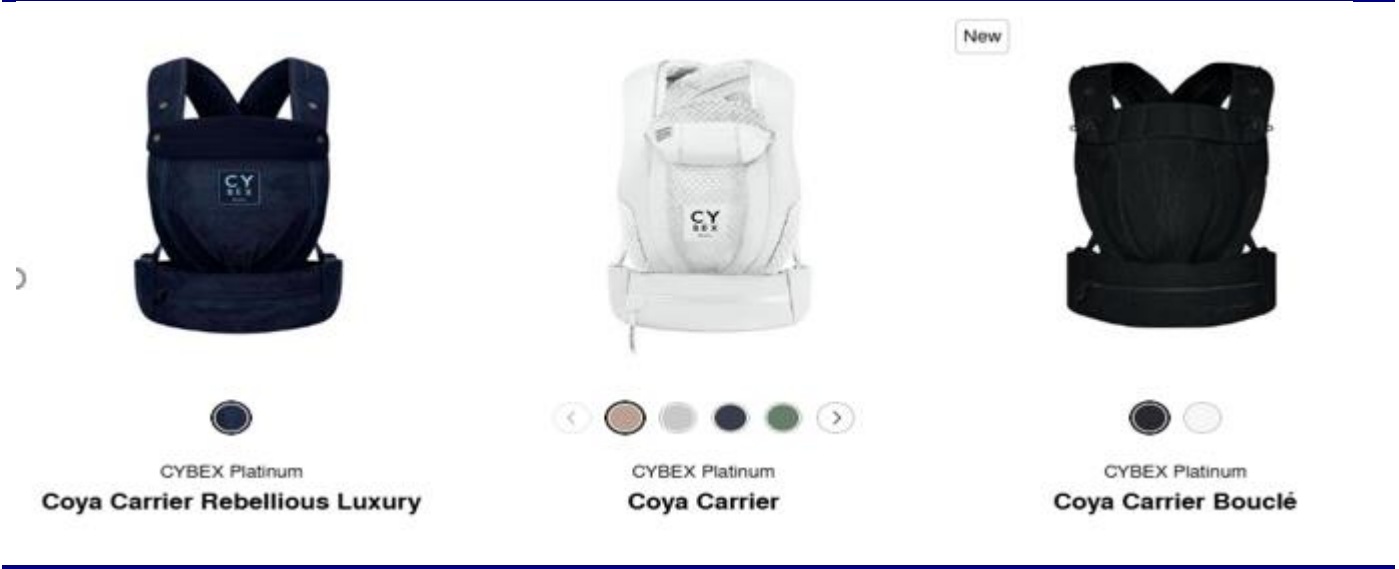
资料来源：公司资料，第一上海

图 7: Cybex 家具



资料来源：公司资料，第一上海

图 8: Cybex 背带



资料来源：公司资料，第一上海

Evenflo

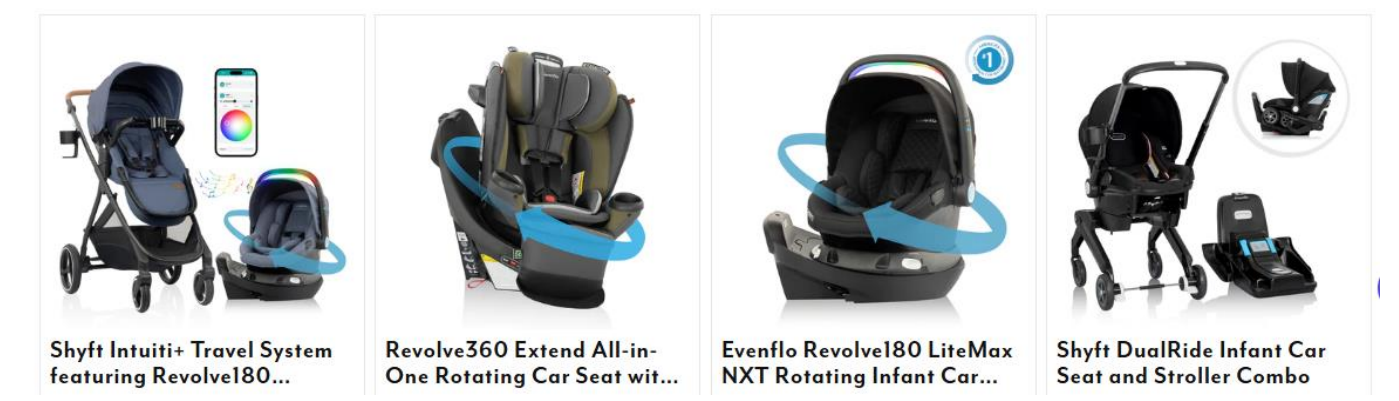
Evenflo 是美国百年品牌，主要聚焦于美国本土销售，收入 90%来自美国，约 9%来自加拿大。Evenflo 定位为大众化市场，同沃尔玛、亚马逊等和 Target 等平台合作走大众路线。2024 年收入达 24 亿港元，同比增长 4.6%，占集团收入 30%左右，保持稳定中单位数增长。主要受益与数字化渠道的拓展和安全座椅的双位数强劲增长，同时拉动品牌形象的提升。

Evenflo 品牌中，70%收入来自安全座椅，20%收入来自婴儿车。目前安全座椅品类位居美国市场第二名。近年来该品牌集中于安全座椅的产品组合优化中，尽管 2024 年美国安全座椅市场略有下跌，但 Evenflo 的安全座椅依然保持强劲增长。未来也将同步优化婴儿车品类。

美国市场传统产品稳定，Evenflo 依靠的是产品创新的优势，通过推出颠覆性的产品来获取市场，巩固品牌地位。例如 2021 年 Evenflo 首创的 360 度旋转座椅，推出后爆火，目前独占该品类市场 50%。2025 年也新推出了安装在安全座椅上的智能感官安抚技术，能够在出行途中安抚、舒缓婴儿，彻底改变婴儿产品领域。婴儿车产品领域也频频创新，例如首创最轻的碳纤维紧凑型婴儿车——蜂鸟，可单手将婴儿车在几秒内折叠至手提袋大小。

2025 年上半年 Evenflo 的业绩有所受压，主要因为几个短期挑战，包括美国新的关税政策导致输入成本增加、为符合新监管标准导致安全座椅产品成本提升、新品于零售商门店的陈列费用提升以及为处理旧品进行的促销和营销费用和商务策略失误。面对美国关税问题，Evenflo 可以通过提价措施来应对。安全座椅产的新监管标准延迟到明年年底落实，届时 Evenflo 在这方面的影响将递减，其优势将能重新显现。新的管理层已上任，相信在短期内能把期内的失误调整 and 把业务重拾正轨。

图 9：Evenflo 产品



资料来源：公司资料，第一上海

gb

gb 为好孩子集团本土品牌，主要面向国内市场，其收入占整体收入 10%左右，在国内市场属于国内龙头企业。2024 年的收入为 9 亿港元，同比下滑 20.9%（主要因为 gb 品牌尚在转型过程中，以及线下批发渠道的下跌）。2024 年 gb 品牌线上和线下渠道收入占比约为 45：55。

gb 品牌过去几年的持续下滑，除了受国内的激烈竞争所影响，还因为 gb 过于依赖传统渠道，如天猫、京东，及没有把握好新媒体的营销方式和流量驱动的商业模式，在新兴的渠道方面行动有所落后，还存在经销商乱设价格的问题。2024 年末，gb 已经完成了管理层的团队重组，开展零售渠道的数字化转型。目前已经建立了直播基地，构建直播团队，发展货架电商、兴趣电商等模式，开启在抖音等平台的直播渠道。团队积极探索内容营销、社群营销、达人传播，直播业务体量大幅增长，转型初见成效，进展乐观。

gb 还将进一步发力自营业务，缩减优化经销商，并且对经销商进行一系列精细化运营，加强对批发渠道的价格管控，杜绝乱设价行为。对于线下门店，gb 会进一步优化亏损门店，扩张盈利门店，将门店数量维持在 300 家左右。

未来，中国市场虽然出生率下降，竞争激烈，但是市场规模仍大，gb 仍有充足发展潜力。未来 gb 将持续零售渠道的转型，持续优化经销商和线下门店。目前来看，新渠道的经营能力和价格管控措施取得了很好的进展，中国市场的亏损正在逐步收窄。gb 作为传统知名品牌的优势会进一步扩大，还与中国新能源汽车极狐汽车战略合作，成为主流新能源汽车品牌首选安全座椅合作伙伴。随着业务的调整和规模效应的利好，毛利率已有所提升；gb 有望在今明 2 年实现进一步减少亏损并扭亏为盈。

图 10: gb 耐用品



资料来源：公司资料，第一上海

图 11: gb 服饰产品



资料来源：公司资料，第一上海

图 12: gb 护理产品



资料来源：公司资料，第一上海

蓝筹

蓝筹为好孩子集团的代工业务，主要面对欧美高端品牌客户。2024 年的收入达 9 亿港元，同比大幅增长 26%（主要因为蓝筹客户去库存结束，带动蓝筹业务强劲反弹），占集团收入约 10%。

蓝筹业务一直为客户提供卓越服务，高质高效地满足客户需求，与客户长期保持稳定的关系。 总体来看，蓝筹的收入保持稳定水平；毛利率和运营利润率也维持稳定，业务相对健康。

2. 财务分析和盈利预测

于 2025 年上半年，Cybex 业务维持良好的增长，gb 业务转型开始见效；唯 Evenflo 业务面临阶段性调整从而影响集团短期的业绩。好孩子收入同比增长 2.7%到 43.0 亿港元（同下）；主要受益于欧洲和 CYBEX 业务维持良好的增长。按地区来看： 欧洲/北美/中国/其他地区分别增长+9.8%/-2.1%/-15.4%/+11.3%到 21.4 亿元/13.3 亿元/4.7 亿元/3.6 亿元；占比分别为 49.7%/31.0%/10.9%/8.3%。按品牌来看： CYBEX/Evenflo/gb/蓝筹/其他品牌分别增长+13.6%/-5.2%/-21.1%/-7.9%/+9.3%到 24.5 亿元 /10.8 亿元 /3.9 亿元 /2.9 亿元 /0.9 亿元；占比分别为 57.0%/25.0%/9.2%/6.7%/2.1%。 按品类来看： 安全座椅/儿童推车/其他品类分别增长 +5.4%/+5.7%/-13.9%到 19.9 亿元 /17.9 亿元 /5.2 亿元；占比分别为 41.7%/46.2%/12.2%。

毛利率下跌 3.0 个百分点到 49.6%；受品牌毛利率的变化（-3.1 个百分点），入关成本（-0.6 个百分点）和汇率损失（-0.2 个百分点）的影响，唯部分被品牌组合变化（+1.0 个百分点）而抵消。总营运费用增长 0.6%到 19.3 亿元，由于人员成本、

物流仓储费用、营销费用和研发费用的增加；总营运费用比率维持稳定在 44.9%。因此，经营利润和股东应占净利润分别减少 27.7%/43.7%到 2.0 亿元/1.0 亿元；经营利润率和股东应占净利润率分别减少 2.0/2.0 个百分点到 4.7%/2.5%。净负债为-3.9 亿元。

2025 年：我们预测 Cybex 的收入能有双位数的增长（受益于良好的品牌和产品力及不同市场的拓展），但 Evenflo, gb 和蓝筹业务会面临阶段性的挑战；所以全年收入会持平/略有下跌到 86.8 亿元港币。2026-2027 年：我们预计集团的增长会有所加速到中高单位数的增长到 92.2 亿元/99.1 亿元港币；其中，Cybex 将能维持双位数的增长，Evenflo 将重拾正轨（低到中单位数的增长），gb 跌幅继续收窄并于 2027 年开始持平/略增长，蓝筹业务将维持稳定。

毛利率方面：2025 年全年的毛利率将维持上半年（49.6%）相若的水平；但 2026/2027 年将能逐步提升到 50%/50.5%（受益于 Cybex 业务占比的增加，其毛利率也是各业务中最高（达 50%+）；和 gb 业务的改善）。经营费用比率预计将相对稳定；资产负债也会改善，利息开支将减少。因此，预计 2025/2026/2027 年的利润分别为 1.8 亿/2.6 亿元/3.4 亿元港币。

目标价 1.85 港元，买入评级

好孩子是全球领先的婴儿儿童耐用品生产供应商，凭借安全、创新、高品质三大核心优势领跑行业。公司业务范围广泛，不仅在婴儿车、儿童汽车安全座椅等核心产品领域占据领先地位，还拓展至婴儿儿童家具、背带、服饰及其他相关产品等领域，形成多元化产品矩阵。公司构建了垂直整合的全球化布局生态，建立了覆盖全球的全渠道布局。公司旗下拥有 Cybex、Evenflo、gb 等战略品牌，产品矩阵覆盖全价位、全年龄段，能充分满足不同市场的需求。Cybex 作为全球认可的高端品牌，是集团的核心资产和主要利润来源及增长动力。虽然 Evenflo 和 gb 短期在面临阶段性挑战，但集团已作出相应调整；我们相信这两业务最坏情况已过去并会逐步改善。此外，集团也恢复派息回馈股东。因此，我们看好集团的竞争优势和未来发展。我们采用 12 倍市盈率对公司进行估值，求得目标价 1.85 港元，较当前股价有 50.6%的上行空间，给予买入评级。当前股价对应未来三年的市盈率为 11/8/6.1 倍。

风险因素

以下是主要的风险因素：1) 宏观经济的影响， 2) 关税的影响， 3) 汇率的变化， 4) 美国市场的需求比预期低

主要财务报表

损益表						财务分析					
	2023历史	2024历史	2025预测	2026预测	2027预测		2023历史	2024历史	2025预测	2026预测	2027预测
收入	7,927,326	8,765,905	8,678,198	9,216,883	9,911,194	盈利能力					
毛利	3,967,714	4,507,900	4,307,578	4,617,605	5,009,268	毛利率 (%)	50.1%	51.4%	49.6%	50.1%	50.5%
其他收入	129,413	34,432	77,810	77,810	77,810	经营 利率 (%)	4.6%	5.7%	4.1%	4.8%	5.4%
销售及管理费用	- 3,728,762	- 4,042,411	- 4,027,523	- 4,254,381	- 4,549,965	净利率 (%)	2.6%	4.1%	2.1%	2.8%	3.4%
经营溢利	368,365	499,921	357,865	441,034	537,113	营运表现					
财务开支	- 167,353	- 128,759	- 97,310	- 74,630	- 56,485	行销及行政费用/收入 (%)	47%	46%	46%	46%	46%
联营公司	- 4,192	8,408	8,408	8,408	8,408	实际税率 (%)	6%	-6%	-31%	-31%	-31%
税前盈利	196,430	379,570	268,963	374,812	489,035	库存周转	153	134	143	140	140
所得税	12,031	- 23,354	- 84,184	- 117,314	- 153,066	应收账款天数	50	47	44	42	42
少数股东应占利润	4,965	370	192	267	349	应付账款天数	113	117	121	119	119
净利润	208,461	356,216	184,779	257,498	335,970	财务状况					
增长						负债率	1.0	0.8	0.8	0.8	0.8
总收入 (%)	-4.4%	10.6%	-1.0%	6.2%	7.5%	收入/总资产	0.7	0.8	0.8	0.9	0.9
经营溢利 (%)	265.3%	35.7%	-28.4%	23.2%	21.8%	ROA	1.81%	3.27%	1.76%	2.41%	3.06%
净利润 (%)	419.5%	70.9%	-48.1%	39.4%	30.5%	ROE	3.73%	6.23%	3.14%	4.27%	5.40%
						息率 (%)	0.0%	5.7%	3.0%	4.1%	5.4%
资产负债表						现金流量表					
	2023历史	2024历史	2025预测	2026预测	2027预测		2023历史	2024历史	2025预测	2026预测	2027预测
现金	981,899	1,099,358	1,254,554	1,345,743	1,467,286	税 前 盈 利					
应收账款	1,175,812	1,084,452	1,041,384	1,106,026	1,189,343	折旧及摊销	278,944.0	271,760.0	245,753.8	247,027.7	247,919.4
存货	1,462,781	1,712,437	1,748,248	1,839,711	1,960,771	营运资金变化	186,165.0	- 267,754.0	35,640.0	- 78,361.6	- 101,476.3
其他流动资产	1,830,936	738,843	738,843	738,843	738,843	其他	757,804.0	922,950.0	184,778.8	257,497.8	335,969.7
总流动资产	5,451,428	4,635,090	4,783,028	5,030,323	5,356,243	营运现金流	1,222,913.0	926,956.0	466,172.7	426,163.9	482,412.7
固定资产	888,935	819,179	823,426	826,398	828,479	资本开支	- 251,449.0	- 247,977.0	- 250,000.0	- 250,000.0	- 250,000.0
无形资产	2,608,675	2,532,832	2,532,832	2,532,832	2,532,832	其他投资活动	- 9,772.0	56,502.0	-	-	-
长期投资及其他	9,370	8,973	8,973	8,973	8,973	投资活动现金流	- 261,221.0	- 191,475.0	- 250,000.0	- 250,000.0	- 250,000.0
总非流动资产	5,922,026	5,768,492	5,772,739	5,775,711	5,777,792	负债变化	- 586,781.0	- 1,354,290.0	-	-	-
总资产	11,373,454	10,403,582	10,555,767	10,806,034	11,134,034	股本变化	-	-	-	-	-
应付帐款	1,304,386	1,457,628	1,486,011	1,563,754	1,666,655	股息	-	-	- 60,977.0	- 84,974.3	- 110,870.0
短期银行贷款	2,705,829	475,886	475,886	475,886	475,886	其他融资活动					
其他短期负债	1,174,017	1,272,347	1,272,347	1,272,347	1,272,347	融资活动现金流	- 897,185.0	- 570,786.0	- 60,977.0	- 84,974.3	- 110,870.0
总短期负债	5,184,232	3,205,861	3,234,244	3,311,987	3,414,888	现金变化	64,507.0	164,695.0	155,195.6	91,189.6	121,542.7
长期银行贷款	88,018	979,171	979,171	979,171	979,171						
其他负债	473,471	402,933	402,933	402,933	402,933						
总长期负债	561,489	1,382,104	1,382,104	1,382,104	1,382,104						
总负债	5,745,721	4,587,965	4,616,348	4,694,091	4,796,992						
少数股东权益	25,368	25,762	25,954	26,221	26,570						
股东权益	5,627,733	5,815,617	5,939,419	6,111,942	6,337,042						

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，仅供机构投资者一般审阅。未经第一上海事先明确书面许可，就本报告之任何材料、内容或印本，不得以任何方式复制、摘录、引用、更改、转移、传输或分发给任何其他人。本报告所载的资料、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，或就其作出要约或要约邀请，也不构成投资建议。阁下不可依赖本报告中的任何内容作出任何投资决策。本报告及任何资料、材料及内容并未有考虑到个别的投资者的特定投资目标、财务情况、风险承受能力或任何特别需要。阁下应综合考虑到本身的投资目标、风险评估、财务及税务状况等因素，自行作出本身独立的投资决策。

本报告所载资料及意见来自第一上海认为可靠的来源取得或衍生，但对于本报告所载预测、意见和预期的公平性、准确性、完整性或正确性，并不作任何明示或暗示的陈述或保证。第一上海或其各自的董事、主管人员、职员、雇员或代理均不对因使用本报告或其内容或与此相关的任何损失而承担任何责任。对于本报告所载信息的准确性、公平性、完整性或正确性，不可作出依赖。

第一上海或其一家或多家关联公司可能或已经，就本报告所载信息、评论或投资策略，发布不一致或得出不同结论的其他报告或观点。信息、意见和估计均按“现况”提供，不提供任何形式的保证，并可随时更改，恕不另行通知。

第一上海并不是美国一九三四年修订的证券法（「一九三四年证券法」）或其他有关的美国州政府法例下的注册经纪-交易商。此外，第一上海亦不是美国一九四零年修订的投资顾问法（下简称为「投资顾问法」，「投资顾问法」及「一九三四年证券法」一起简称为「有关法例」）或其他有关的美国州政府法例下的注册投资顾问。在没有获得有关法例特别豁免的情况下，任何由第一上海提供的经纪及投资顾问服务，包括（但不限于）在此档内陈述的内容，皆没有意图提供给美国人。此档及其复印本均不可传送或被带往美国、在美国分发或提供给美国人。

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。