

# 好孩子国际 (01086.HK)

买入 (首次评级)

## 全球化婴童品牌龙头，关注业绩改善弹性

### 投资要点:

➤ **国内婴童用品行业品类、层级分化，海外市场规模与格局相对稳定**

**1) 国内市场**，按产品类型划分的中国育儿产品市场 (包括耐用品、消费品细分市场) 规模由 2020 年的 1,218 亿元增至 2024 年的 1,441 亿，CAGR 达 4.3%。其中，我国婴童用品细分领域中，耐用品 2020-2024 年 CAGR 约 7.2%，快于消费品同期 2.6% 的 CAGR 水平；中高端育儿产品市场 2020-2024 年 CAGR 约 7.4%。渠道结构，我国婴童耐用品线下渠道占比约 60%，电商平台近年竞争加剧，gb 品牌份额下滑。**2) 海外市场**，欧美婴童耐用品行业为稳定增长的市场，市场集中度较高。制造端看，全球约 6 成婴儿车、8 成的安全座椅来自中国出口。好孩子国际旗下品牌 Cybex 在欧洲市场份额稳居头部，Evenflo 在美国处于第二梯队，行业竞争态势相对稳定。

➤ **全球领先的婴童耐用品企业，成功由 ODM 转型全球化品牌，业务分化明显**

公司成立于 1989 年，创始人宋郑还先生自主研发设计第一辆童车并创立自主品牌“好孩子”，并于 1993 年成为国内童车 TOP1 品牌。1994 年启动国际化战略，逐步进入美国、欧洲市场，2009 年成为全球主要市场最大的婴儿车制造商。2014 年前公司业务以 ODM 为主，2014-2017 年通过收购 Cybex、Evenflo 及好孩子中国业务，逐步发展为多国家、多品牌运营的婴童耐用品品牌型公司。目前，公司海外业务营收占比约 80%，欧洲及其他市场占约 50%，剩余主要为北美市场。完成大规模收购后 2018-2024 年，营收 CAGR 为 +0.26%，1H25 公司 Cybex、Evenflo、gb、代工及其他业务增速分别 13.6%、-5.2%、-21.1%、-4.3%，业务分化明显。

➤ **盈利端受益业务调整，24 年净利润创历史新高，25 年受外部多重扰动，26 年改善可期**

历史上公司归母净利波动较大，其中 2021-2022 年主要由于疫情影响下全球供应链扰动、原材料与海运费价格大幅波动，公司的代工业务及国内品牌业务压力进一步放大，盈利能力跌至历史低位。2024 年因上述扰动减弱，且公司深化对 gb 品牌的经营优化动作，公司营收增长恢复，归母净利润达 3.56 亿港元的历史高点。但 2025 年因美国的关税政策、安全座椅法规变化的影响，公司北美地区相关的业务经营再次承压，1H25 归母净利同比 -43%。展望 2026 年，随着美国关税政策趋于常态且有松动迹象，预计 25 年对公司造成的盈利扰动将减少，叠加 gb 品牌经营优化、Cybex 保持高质量增长，公司盈利能力有望自 25 年低位修复，延续 24 年以来的改善态势。

➤ **盈利预测与投资建议**

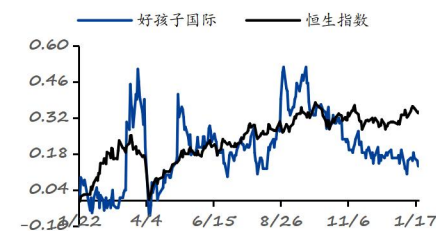
我们预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 1.50 亿港元、3.44 亿港元、3.85 亿港元，增速分别为 -58%、+129%、+12%，目前市值对应 25 年、26 年 PE 约 12X、5X，考虑到公司 Cybex 品牌成长性良好，Evenflo 及 gb 品牌 26 年存在盈利优化弹性，估值水平低于可比公司均值，公司当前估值较低，现金流和 EBITDA 托底市值安全边际，若未来利润改善、估值水平也有望修复，首次覆盖给予“买入”评级。

➤ **风险提示**：海外市场需求和行业政策波动风险，国内业务经营不及预期风险

### 基本数据

日期	2026-01-21
收盘价:	1.09 港元
总股本/流通股本(百万股)	1,672.61/1,672.61
流通市值(百万港元)	1,823.14
每股净资产(港元)	3.60
资产负债率(%)	42.57
一年内最高/最低价(港元)	1.66/0.91

### 一年内股价相对走势



### 团队成员

分析师:	李宏鹏(S0210524050017)
lh30568@hfzq.com.cn	
分析师:	李含稚(S0210524060005)
lh30597@hfzq.com.cn	

### 相关报告



财务数据和估值	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
主营收入(百万港元)	7,927	8,766	8,687	9,288	10,087
增长率	-4%	11%	-1%	7%	9%
归母净利润(百万港元)	203	356	150	344	385
增长率	508%	75%	-58%	129%	12%
EPS(港元/股)	0.12	0.21	0.09	0.21	0.23
市盈率(P/E)	9.0	5.1	12.1	5.3	4.7
市净率(P/B)	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3

数据来源:公司公告、华福证券研究所



## 正文目录

1 好孩子国际：国际化的婴童耐用品牌公司 .....	5
1.1 公司简介 .....	5
1.2 财务概况 .....	7
2 婴童耐用品行业：关注结构性成长机会 .....	11
2.1 中国：品类、层级分化，品牌竞争激烈 .....	11
2.2 欧美：行业规模与格局稳定 .....	13
3 公司 26 年盈利有望修复 .....	15
3.1 Cybex 成长与盈利能力突出，持续全球扩展 .....	15
3.2 美国&国内品牌 26 年盈利有望优化 .....	17
3.3 蓝筹业务关注关税政策的边际改善 .....	19
4 盈利预测与投资建议 .....	20
4.1 盈利预测 .....	20
4.2 投资建议 .....	21
5 风险提示 .....	23

## 图表目录

图表 1：公司三大战略品牌 .....	5
图表 2：公司销售中心布局中国、欧洲、美国 .....	5
图表 3：公司主要发展历程 .....	6
图表 4：公司股权结构图（截止 2025 年中报） .....	6
图表 5：公司营收及同比变化 .....	7
图表 6：公司分产品营收结构 .....	7
图表 7：公司分地区营收结构 .....	8
图表 8：公司业务营收结构 .....	8
图表 9：公司归母净利润及同比变化 .....	9
图表 10：公司毛利率与归母净利率 .....	9
图表 11：公司期间费率用 .....	9
图表 12：公司历年分红比例 .....	10
图表 13：公司账上净现金逐步改善 .....	10
图表 14：公司现金流和 EBITDA .....	10
图表 15：资本开支基本稳定 .....	10
图表 16：中国耐用型育儿产品主要品类 GMV .....	11
图表 17：中国中高端、大众耐用品市场规模 .....	11
图表 18：德国出生人数与安全座椅、婴儿车销售量 .....	12
图表 19：2021 年各国儿童安全座椅渗透率 .....	12
图表 20：消费者对产品颜值、科技、场景化的重视程度高 .....	12
图表 21：我国母婴品类销售渠道占比 .....	13
图表 22：婴童出行用品电商平台销售额占比 .....	13
图表 23：我国儿童车电商销售额市占率 .....	13
图表 24：我国儿童安全座椅电商销售额市占率 .....	13
图表 25：北美与欧洲育儿产品市场体量 .....	14
图表 26：中国婴儿车（871500）月度出口额及同比 .....	14
图表 27：中国婴儿车（871500）年度出口额及同比 .....	14
图表 28：中国婴儿车（871500）2024 年出口目的国 .....	14
图表 29：Dorel 婴童板块营收及增速 .....	15
图表 30：Newell Brand 婴童板块营收及增速 .....	15
图表 31：Cybex 近 10 年营收 CAGR 达 19.2% .....	16
图表 32：Cybex 铂金线与黄金线产品系列 .....	16



图表 33:	海外婴童耐用品牌 Ins 粉丝数量对比 .....	17
图表 34:	Cybox 线下旗舰店 .....	17
图表 35:	Evenflo 近 10 年营收 CAGR 为 4.4% .....	18
图表 36:	gb 品牌历史营收下滑较大 .....	18
图表 37:	gb 童车、安全座椅天猫成交均价有所提升 .....	18
图表 38:	公司蓝筹及其他业务营收 .....	19
图表 39:	25 年 5 月以来美国童车进口额显著下滑 .....	19
图表 40:	公司业绩拆分预测表 .....	20
图表 41:	Dorel、Newell Brand 估值水平 .....	22
图表 42:	Dorel、Newell Brand 婴童板块盈利能力 .....	22
图表 43:	公司 PE Bands (截止 2026 年 1 月 21 日) .....	22
图表 44:	可比公司估值表 .....	22
图表 45:	财务预测摘要 .....	24

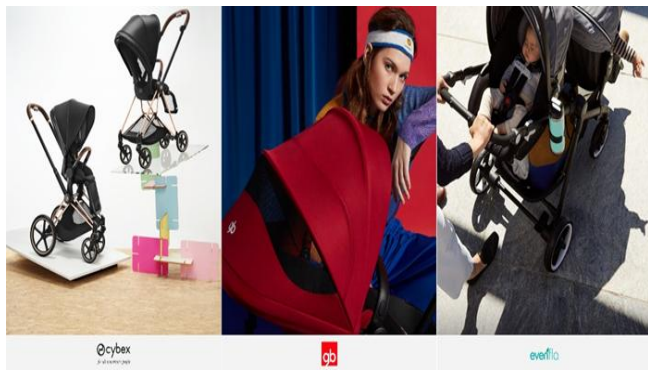
## 1 好孩子国际：国际化的婴童耐用品牌公司

### 1.1 公司简介

好孩子国际控股有限公司是一家世界领先的育儿产品公司。公司通过设计，研发，制造，营销和销售儿童汽车安全座，推车、服饰及棉纺品、喂养和洗护用品、床，自行车，三轮车及其他儿童用品，以德国、美国和中国为母市场并服务全球育儿家庭。

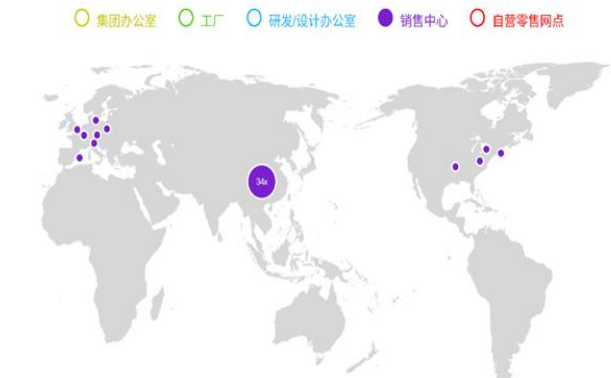
目前公司是拥有集设计、研发、制造、品牌、渠道为一体的一条龙的全球化企业，在全球拥有员工 6000 多人（其中研发设计人员 600 多人），全球研发中心 8 个，工厂共 8 座，自有零售渠道约 400 个，自有品牌组合包括三大战略品牌：国际顶级的品牌 CYBEX、gb 好孩子、Evenflo，各品牌都有本土化的运营和强大的全球布局。

图表 1：公司三大战略品牌



数据来源：公司官网，华福证券研究所

图表 2：公司销售中心布局中国、欧洲、美国



数据来源：公司官网，华福证券研究所

**公司已成功从代工制造向品牌型公司转型，是全球婴童耐用品头部企业。**

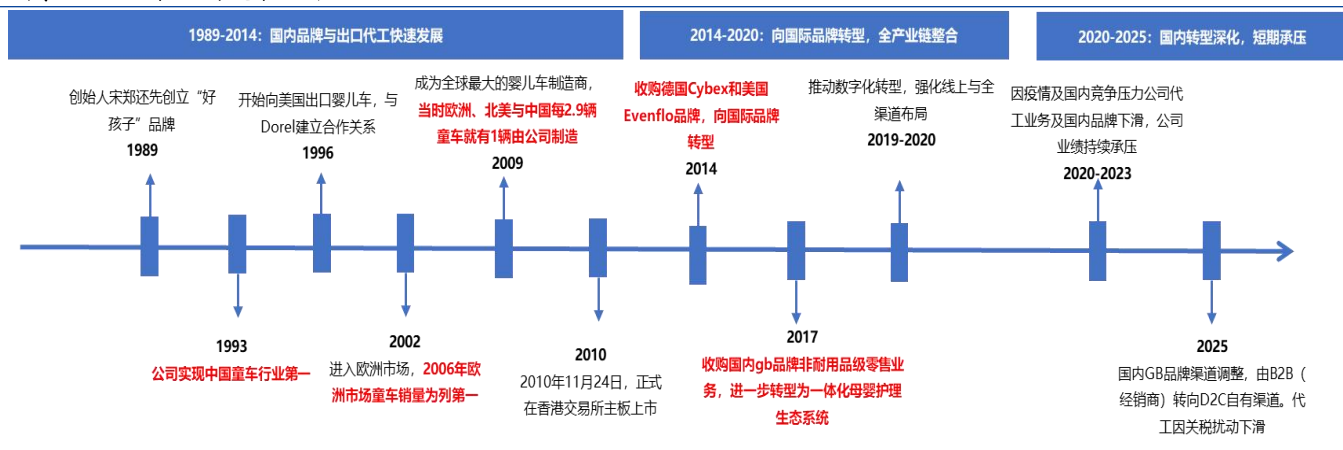
**1989 年~2014 年：国内 gb 品牌创立，出口代工快速发展，跃居全球婴童耐用品头部制造商。** 公司成立于 1989 年，创始人宋郑还先生自主研发设计第一辆推摇两用童车并创立自主品牌“好孩子”，并于 1993 年成为国内童车 TOP 1 品牌。1994 年公司启动国际化战略，逐步进入美国、欧洲市场，2009 年在中国、美国、欧洲市场中每 2.9 辆婴儿车就有 1 辆由公司制造。

**2014 年~2020 年：收购国际品牌与好孩子中国，转型国际品牌型公司。** 2014 年公司开始通过战略性并购构建多元品牌矩阵，年内先后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。2017 年公司收购好孩子中国，标的包括 gb 零售网络和非耐用品业务，扩展集团产品与渠道组合。

**2020 年-至今：国内转型深化，25 年短期业绩承压。** 2020-2023 年因全球疫情公司国内品牌业务及代工波动下行，公司业绩持续承压。2025 年公司深化国内 gb 品牌转型，逐步剥离经销商渠道并专注于自有线上线下渠道，且国际代工及美国品牌

业务因关税扰动下滑，2025年上半年公司业绩有所承压。

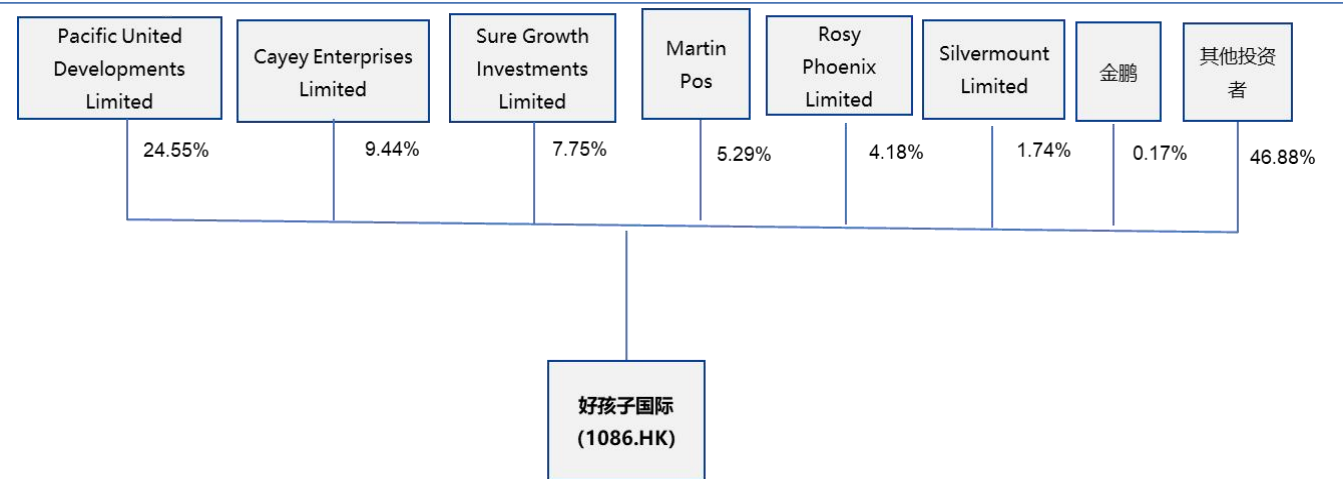
图表 3: 公司主要发展历程



数据来源：公司公告，公司官网，华福证券研究所

公司股权结构中家族成员、高级管理层持股比例较大。截止 2025 年中报，好孩子国际最大股东为 Pacific United Developments Limited (PUD) 持股比例为 24.55%，行政总裁刘友同先生通过 Silvermount Limited 持有公司股份，公司旗下战略品牌 Cybex 的执行主席 Martin Pos 先生直接持有公司股份 5.29%。其余主要股东为信托持股平台，主要由宋先生及其家族成员持股。

图表 4: 公司股权结构图 (截止 2025 年中报)



数据来源：公司公告，ifind，华福证券研究所



## 1.2 财务概况

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需求。

目前公司外销占比约 80%，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。

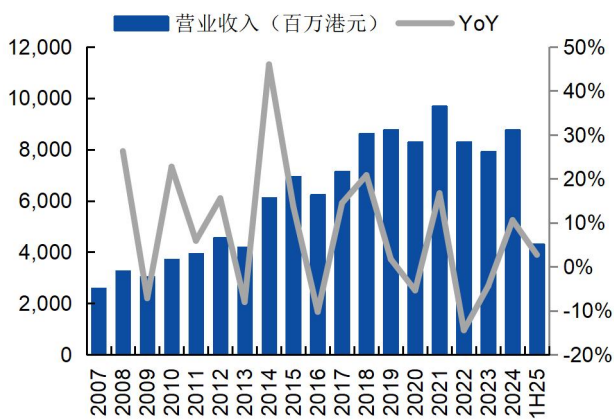
公司产品主要聚焦婴童耐用品，营收占比近 90%，主要包括婴儿车、儿童汽车安全座椅等核心产品。同时也拓展至婴儿儿童家具、背带、服饰及其他相关产品等领域。

近年来公司营收端受国内 gb 品牌及代工拖累，Cybex 成长性较好。2014 年之前公司业务以 ODM 为主，是制造型公司。2014-2017 年通过收购 Cybex、Evenflo 及好孩子中国的业务，逐步发展为多国家、多品牌运营的婴童耐用品品牌型公司。

目前公司海外业务营收占比约 80%，欧洲及其他市场占约 50%，剩余主要为北美市场。公司产品主要聚焦婴童耐用品，营收占比近 90%，主要包括核心产品婴儿车、儿童汽车安全座椅，同时也拥有婴儿儿童家具、背带、服饰及其他相关产品。

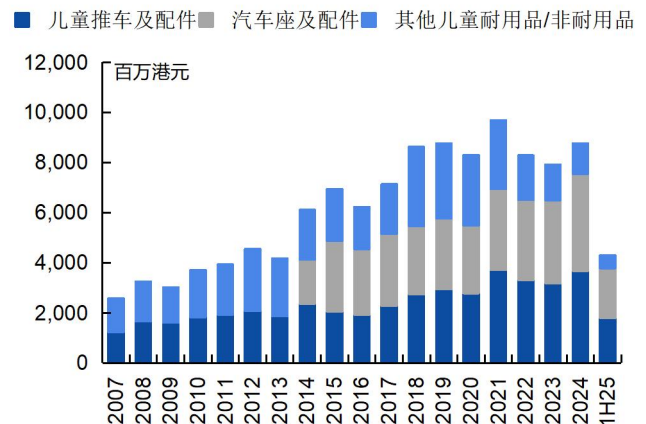
完成收购后的 2018-2024 年，公司营收 CAGR 为+0.26%。截止 1H25/25 年 1-9 月，公司 Cybex、Evenflo、gb、蓝筹及其他业务营收增速分别为 13.6%/11.7%、-5.2%/-10.9%，-21.1%/-18.1%、-4.3%/-19.9%，业务增长的分化明显。其中 Evenflo 及蓝筹因 2025 年美国关税政策扰动营收下滑，国内 gb 品牌因渠道继续调整（剥离经销商渠道）营收大幅下滑，Cybex 品牌保持双位数增长。

图表 5: 公司营收及同比变化



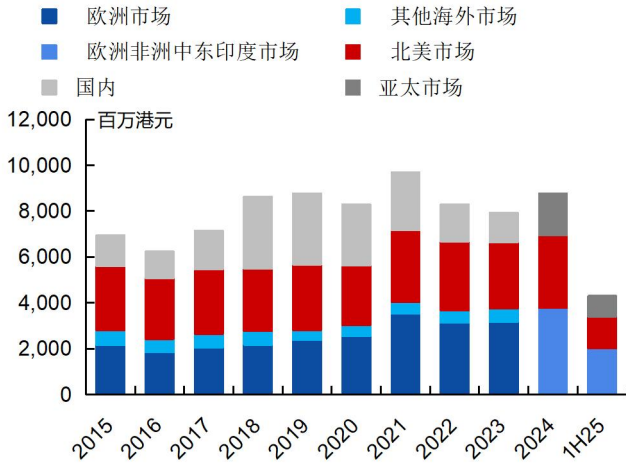
数据来源: 公司公告, ifind, 华福证券研究所

图表 6: 公司分产品营收结构



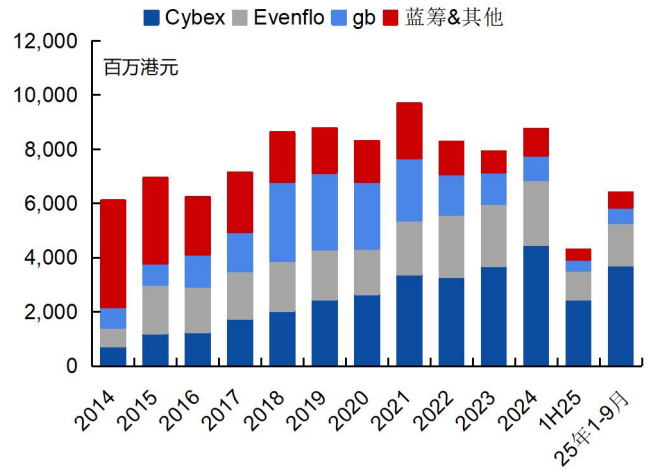
数据来源: 公司公告, ifind, 华福证券研究所

图表 7: 公司分地区营收结构



数据来源: 公司公告, ifind, 华福证券研究所  
 注: 2024 年公司分地区口径变更, 国内变更为亚太市场、欧洲变更为欧洲非洲中东印度市场

图表 8: 公司业务营收结构



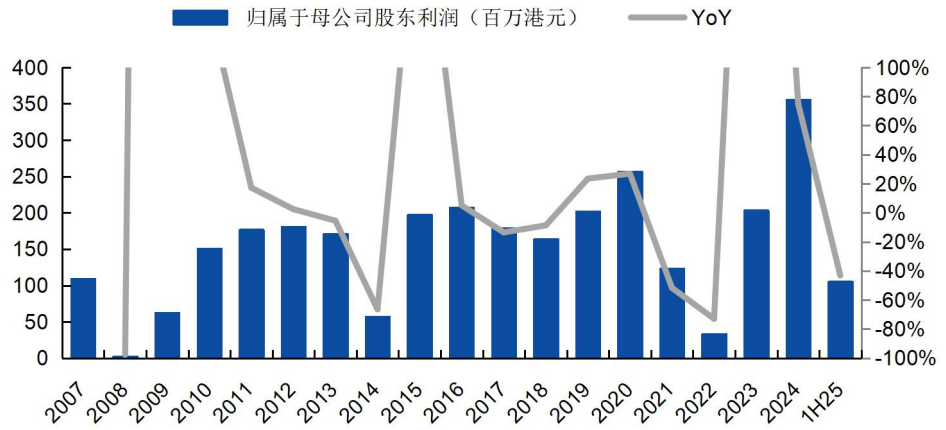
数据来源: 公司公告, 华福证券研究所

盈利端受益业务调整, 24 年净利润创历史新高, 25 年受外部多重扰动, 期待 26 年盈利改善。从盈利端看, 历史上公司归母净利波动较大, 其中 2021-2022 年主要由于疫情影响下全球供应链扰动、原材料与海运费价格大幅波动, 公司的蓝筹及国内品牌业务压力进一步放大, 盈利能力跌至历史低位。2023-2024 年因上述扰动恢复, 且公司深化对 gb 品牌的经营优化动作, 公司整体营收增长恢复、24 年归母净利润达 3.56 亿港元的历史高点。但 2025 年因美国的关税政策、安全座椅产品的影响, 公司北美地区相关的业务 (Evenflo 与蓝筹) 经营再次承压, 1H25 归母净利同比-43%。

2026 年随着美国关税政策趋于常态, 预计 25 年对公司造成的盈利扰动将减少, 叠加 gb 品牌继续减亏、Cybex 保持高质量增长, 公司盈利能力有望自 25 年低位修复, 延续 24 年以来的改善态势。



图表 9: 公司归母净利润及同比变化

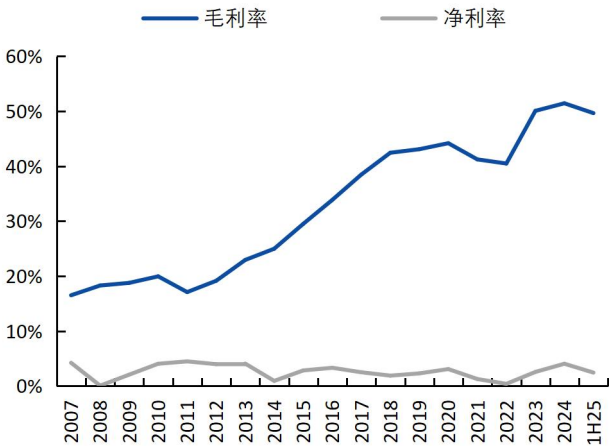


数据来源: 公司公告, ifind, 华福证券研究所

**2007 年至今公司毛利率呈显著提升趋势。**主要由于 2014 年后公司通过收购全面从 ODM 向品牌转型。2022 年后公司毛利率继续从 40% 左右提升至 50% 左右, 主要由于公司对 gb 品牌的产品与渠道深化调整, 产品端聚焦耐用品大单品、价格组合优化, 渠道端逐步剥离 B2B 渠道聚焦于自主渠道。

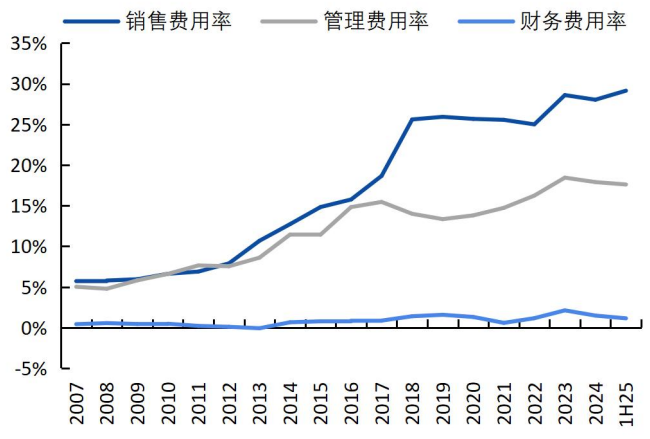
**但公司净利率水平基本保持中低个位数。**一方面是管理费用率持续提升, 因公司国际品牌主要由籍人员管理, 相关薪酬及管理成本较高, 尚未形成集团统一管理的规模效应优势。另一方面是转型自主品牌后营销费用率的持续提升。

图表 10: 公司毛利率与归母净利率



数据来源: 公司公告, ifind, 华福证券研究所

图表 11: 公司期间费用率



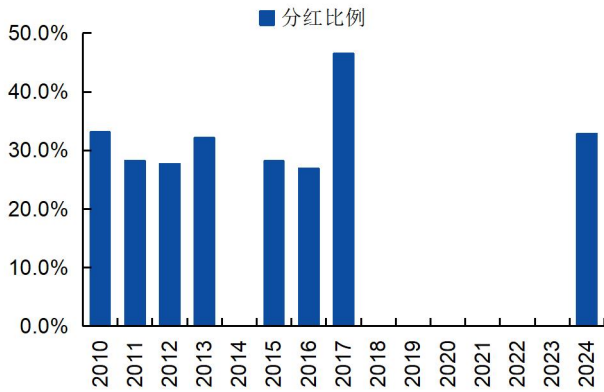
数据来源: 公司公告, ifind, 华福证券研究所

**24 年公司恢复 30% 分红, 净现金已明显改善, 经营现金稳定正贡献。**历史上公司分红比例约 30%-40%, 2018 年后因公司业绩有所承压、负债及现金流情况不佳停止分红, 2024 年随着公司资金压力改善, 已恢复 30% 左右分红, 当前 (2026 年 1 月 21 日) 市值对应 2024 年的股息率约 6.4%。



公司 2017 年后带息债务规模明显扩大，主要由于 Cybex（代价 7000 万欧元）、Evenflo（1.4 亿美元）、好孩子中国（约 28 亿港元）收购带来的现金需求较大，但 2024 年后随着公司债务偿还，目前净现金已显著收窄至-5 亿港元左右，偿债压力下降、CAPEX 相对稳定、经营性现金流稳定正贡献（2023-2024 年分别 12 亿港元、9 亿港元，2025 年化约 6 亿港元），2023-2024 年 EBITDA 分别为 8.3 亿港元、9.7 亿港元，我们预计未来公司分红能力有望维持。

图表 12: 公司历年分红比例



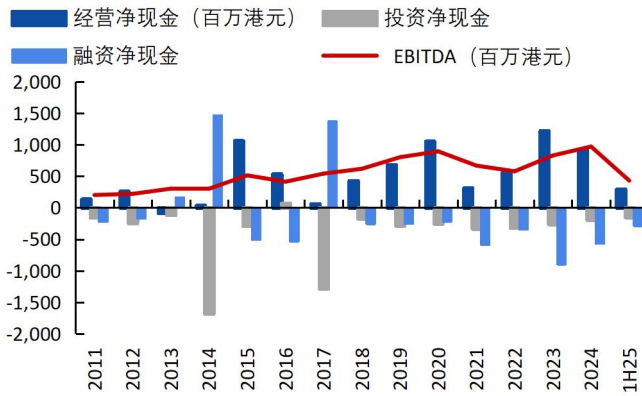
数据来源: 公司公告, ifind, 华福证券研究所

图表 13: 公司账上净现金逐步改善



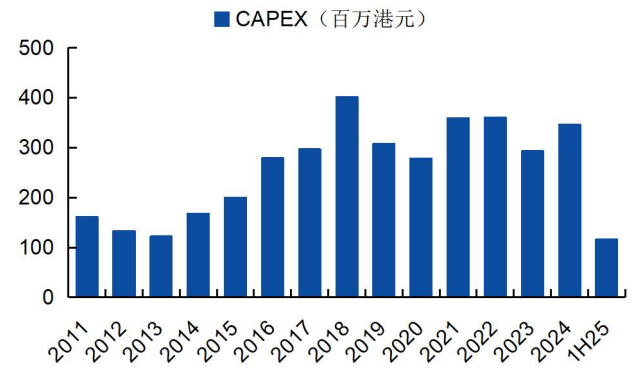
数据来源: 公司公告, ifind, 华福证券研究所

图表 14: 公司现金流和 EBITDA



数据来源: 公司公告, ifind, 华福证券研究所

图表 15: 资本开支基本稳定



数据来源: 公司公告, ifind, 华福证券研究所



## 2 婴童耐用品行业：关注结构性成长机会

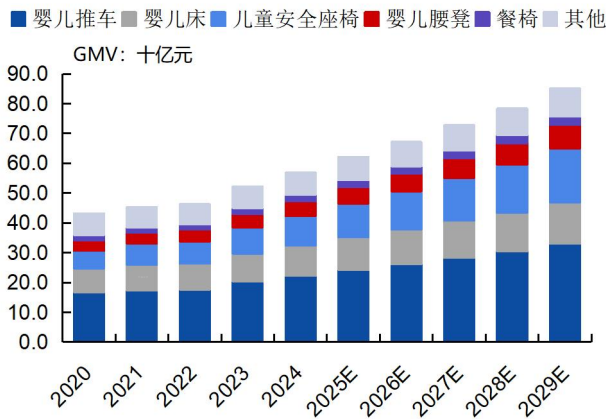
### 2.1 中国：品类、层级分化，品牌竞争激烈

据不同集团招股书，2024 年中国婴童耐用品 GMV 约 569 亿元，预计 24-29 年 GMV 的 CAGR 约 8.4%，各品类均有中高个位数左右的增长，其中 2024 年婴儿推车、儿童安全座椅 GMV 分别为 222 亿元、100 亿元，属于耐用品主要品类。

精细化育儿趋势下，我国中高端育儿耐用品市场的增速超过大众产品。中高端育儿耐用品 GMV 由 2020 年的 136 亿元增至 2024 年的 198 亿元，预计 24-29 年 CAGR 为 11%，而同期大众耐用品 GMV 的复合年增长率为 7%

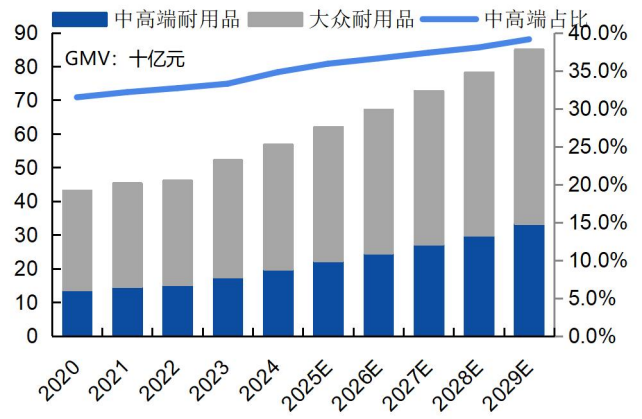
尽管我国出生人口近年来有所下降，但婴童耐用品市场规模仍在增长，主要由于：①我国消费水平提升，消费者逐步从刚需必备品扩展至非刚需耐用品。②耐用品在产品设计、功能具有差异化空间，产品升级与定价的提升带动行业规模扩大。

图表 16：中国耐用型育儿产品主要品类 GMV



数据来源：不同集团招股书，中国国家统计局，世界卫生组织，弗若斯特沙利文，华福证券研究所

图表 17：中国中高端、大众耐用品市场规模

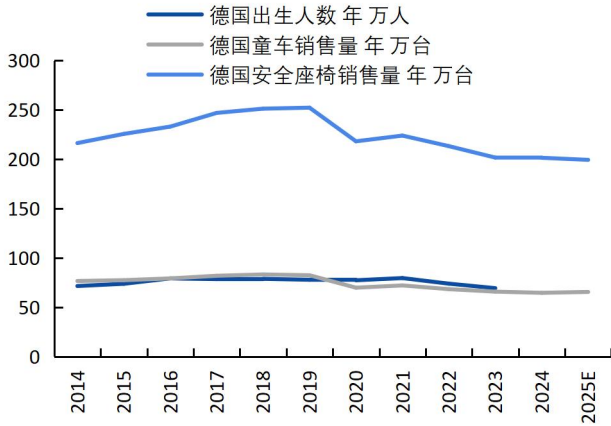


数据来源：不同集团招股书，中国国家统计局，世界卫生组织，弗若斯特沙利文，华福证券研究所

**安全座椅：对标发达国家，有较大的结构性成长机会。**以德国为例，2024 年德国安全座椅年消费量达约 200 万台、童车消费量达约 65 万台，近年来德国出生人数维持在 70 万人左右。据灼识咨询，2021 年中国儿童安全座椅的市场渗透率较欧美日等国家或地区仍有较大差距。

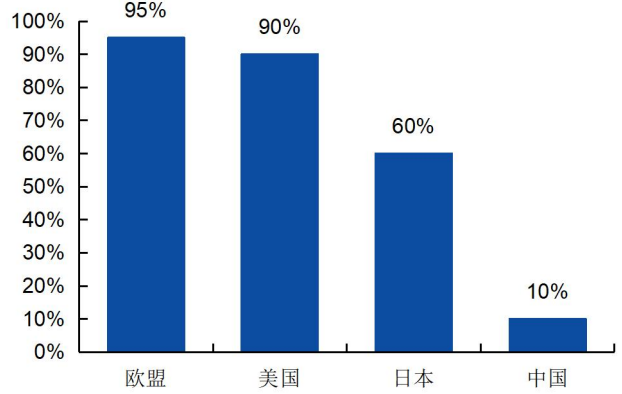
欧美发达国家的儿童安全座椅普及率较高，主要由于海外国家对儿童出行安全有硬性规定。目前我国儿童安全法规不断完善，但覆盖面及执行力度仍然有较大空间，若未来相关政策趋严，有望对汽车安全座椅行业带来显著驱动。

图表 18: 德国出生人数与安全座椅、婴儿车销售量



数据来源: ceicdata, statista, 华福证券研究所

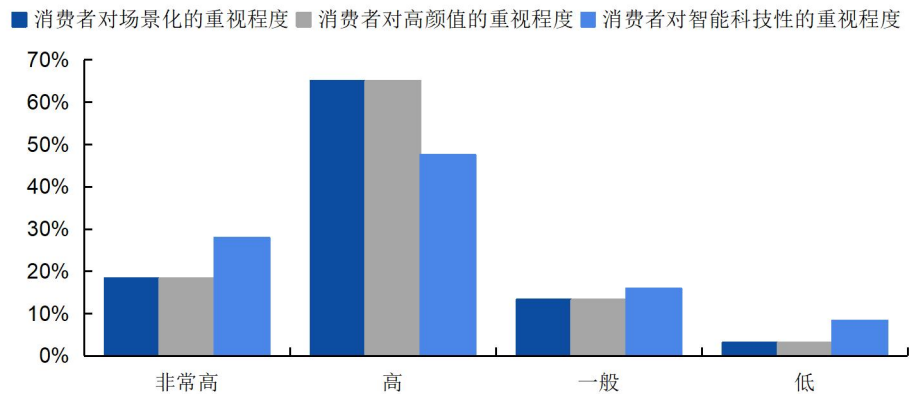
图表 19: 2021 年各国儿童安全座椅渗透率



数据来源: 灼识咨询, 华福证券研究所

**出行推车: 附加值提升、场景化延伸, 带动规模扩大。** ①**附加值提升:** 新生代父母在带娃出行的过程中保留了其强社交、个性化、易种草、重颜值等年轻一代的特点。为更好的满足新生代父母消费者的网络社交、亲友共同带娃出行等需求, 未来婴童出行产品将持续向“高颜值化”发展。另外, 消费者对婴童出行产品智能科技性的重视程度不断提升, 越来越多产品融入通风/加热、监控报警、APP 互联等功能。②**场景化需求:** 带娃出行的场景包括日常散步、户外露营、购物场景、飞机出行、餐厅就餐等等, 针对各不同场景, 推车的设计和功也存在一定的差异化。未来更多家长会针对不同的出行场景配备多款婴儿推车。

图表 20: 消费者对产品颜值、科技、场景化的重视程度高



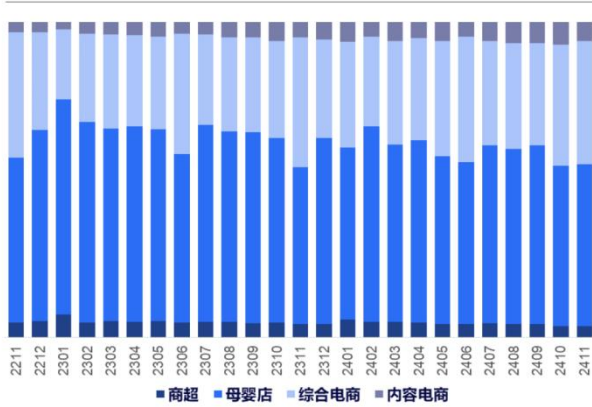
数据来源: 灼识咨询, 华福证券研究所

**渠道结构: 婴童耐用品线下渠道占比约 60%, 近年来抖音电商发展较为迅速。** 我国母婴大类线下实体仍为重要的销售渠道, 其中线下母婴店为核心终端。后疫情时代的中国母婴市场正在步入线上线下加速融合, 综合电商、社交电商百花齐放的全渠道新时期。

从电商平台的销售分布看, 综合电商京东、天猫在销售占比上仍占大头, 但近几年在抖音等内容电商购买的消费倾向强化, 其中推车、安全座椅品类抖音销售额

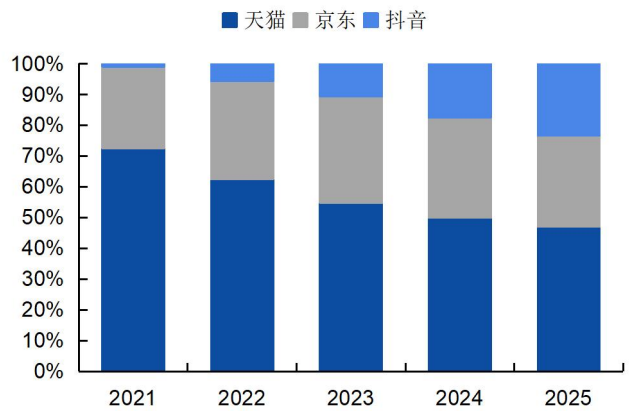
快速增长，平台占比显著提升。

图表 21: 我国母婴品类销售渠道占比



数据来源: 尼尔森, 华福证券研究所

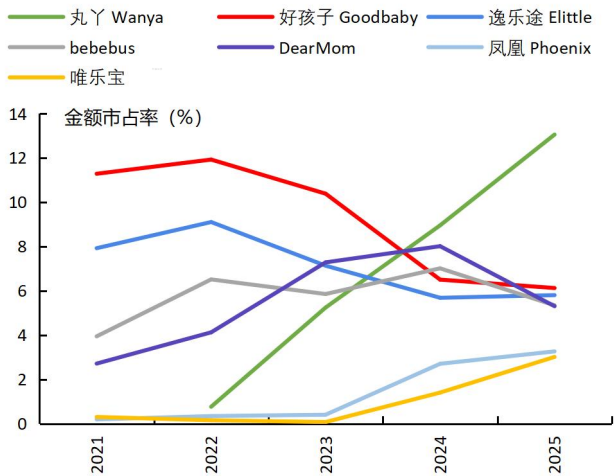
图表 22: 婴童出行用品电商平台销售额占比



数据来源: 久谦中台, 华福证券研究所

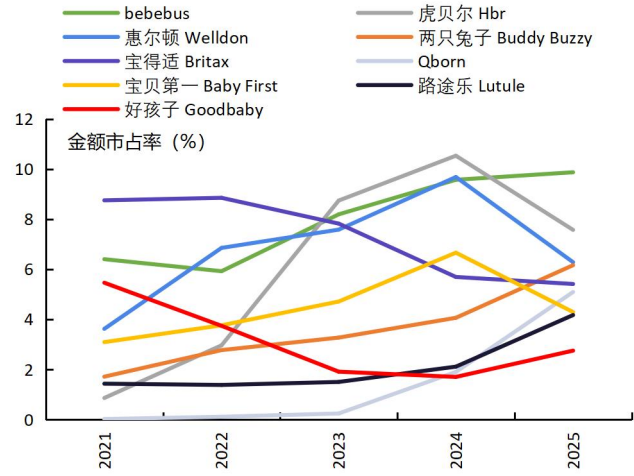
**竞争格局: 行业竞争激烈, 新兴品牌涌现。**随着电商渠道兴起, 近年来我国婴童耐用品新兴品牌涌现, 市场份额快速成长。gb 好孩子品牌在 2010 年左右在国内行业内处于领先地位, 但随着消费渠道的变化, 且公司在线上渠道的前期布局相对滞后, 公司国内品牌有所承压。

图表 23: 我国儿童车电商销售额市占率



数据来源: 久谦中台, 华福证券研究所

图表 24: 我国儿童安全座椅电商销售额市占率



数据来源: 久谦中台, 华福证券研究所

2.2 欧美: 行业规模与格局稳定

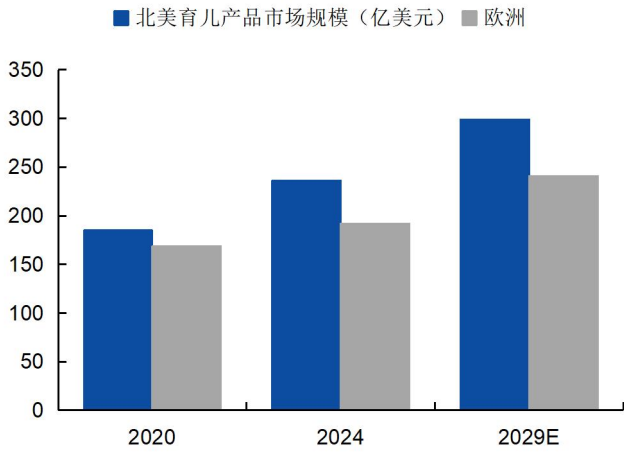
**市场容量: 欧美婴童耐用品市场总体平稳增长。**据不同集团招股书, 2024 年北美、欧洲育儿产品市场规模分别为 236 亿美元、192 亿美元, 若参考预计远期中国市场的耐用品的 GMV 占比, 则北美、欧洲育儿耐用品的市场规模体量分别约 110 亿美元、90 亿美元。

**供应链情况: 全球约 6 成婴儿车、8 成安全座椅来自中国出口。**另外, 据观察者网, 美国消费品制造商 Newell Brands 表示美国约 97% 的婴儿车和 87% 的婴儿汽车座



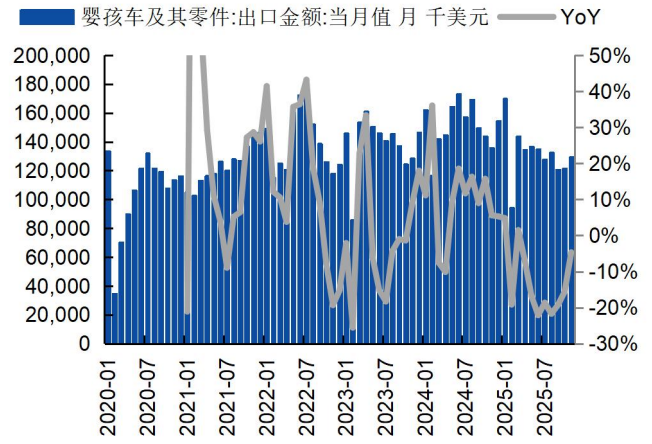
椅来自中国。以童车为例，2024 年我国婴孩车及其零件出口金额约 18 亿美元，2025 年下半年起因美国关税政策扰动，我国童车出口额承压。

图表 25: 北美与欧洲育儿产品市场体量



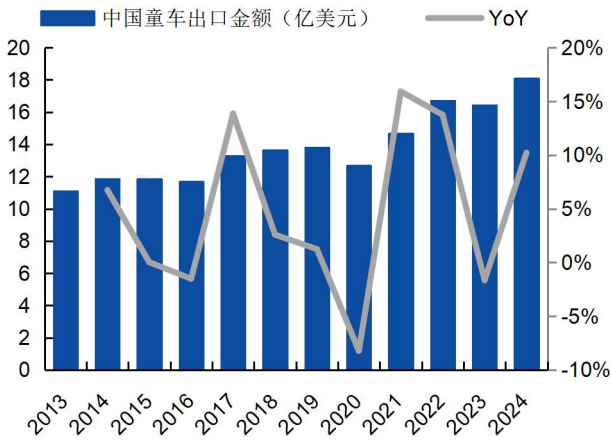
数据来源: 不同集团招股书, 弗若斯特沙利文, 华福证券研究所

图表 26: 中国婴儿车 (871500) 月度出口额及同比



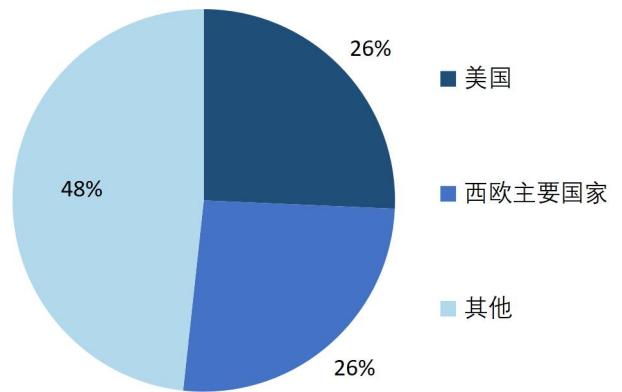
数据来源: ifind, 华福证券研究所

图表 27: 中国婴儿车 (871500) 年度出口额及同比



数据来源: UN Contrade, 华福证券研究所

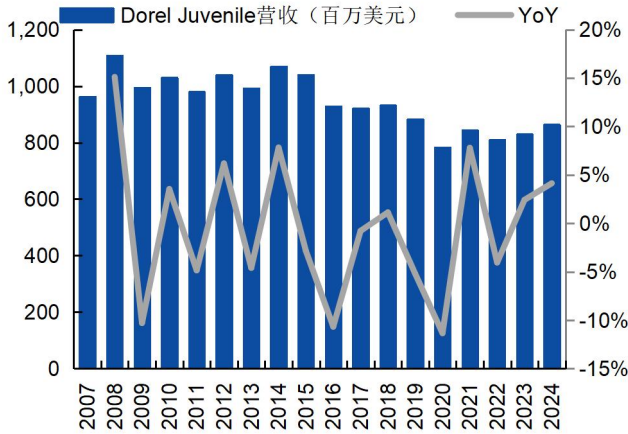
图表 28: 中国婴儿车 (871500) 2024 年出口目的国



数据来源: UN Contrade, 华福证券研究所

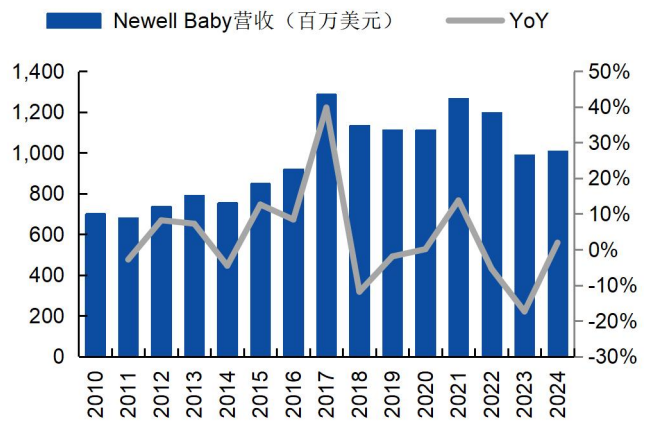
**欧美婴童耐用品品牌较为集中。**由于欧美婴童耐用品品牌的供应链主要在中国，且行业发展较为成熟，当地品牌的竞争激烈程度较低。以美国市场为例，婴童耐用品品牌第一梯队公司为 Newell(旗下婴童出行品牌主要为 Graco、Aprica、Baby Jogger 等)、Dorel (旗下婴童出行品牌主要为 Maxi-Cosi、Safety 1st 等)，两者的婴童用品板块收入体量均约 8-10 亿美元。好孩子国际旗下北美婴童出行品牌 Evenflo 营收体量约 3 亿美元，处于行业第二梯队。

图表 29: Dorel 婴童板块营收及增速



数据来源: 彭博, 华福证券研究所

图表 30: Newell Brand 婴童板块营收及增速



数据来源: 彭博, 华福证券研究所

### 3 公司 26 年盈利有望修复

#### 3.1 Cybex 成长与盈利能力突出, 持续全球扩展

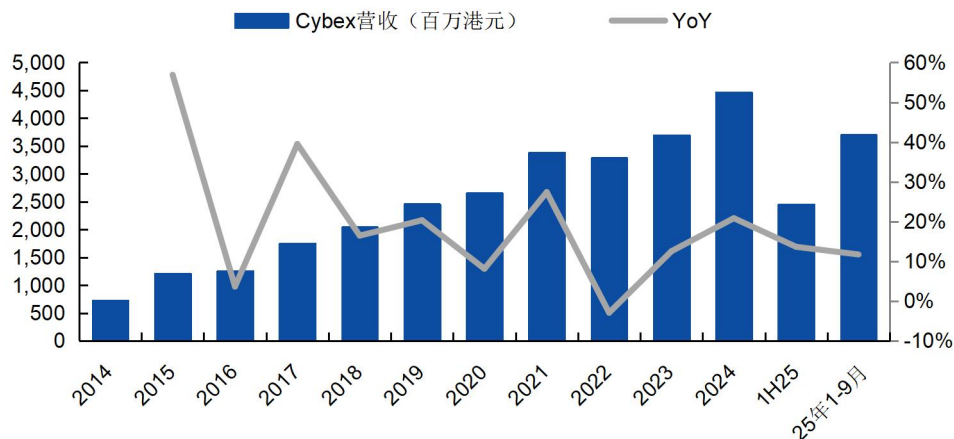
Cybex 品牌 2005 年成立于德国, 已经成为世界儿童用品行业发展最快的品牌之一。2005 年品牌创始人 Martin Pos 在德国创立了设计驱动型品牌 Cybex。出于对设计创新、安全和功能的独特关注, 他在任 CEO 的同时还兼任设计副总裁, 带领团队聚焦设计开发世界最好、最安全的儿童汽车座椅、婴儿推车等产品, 迅速发展成为欧洲乃至全球婴童用品行业的领导者。

2014 年好孩子国际以 7000 万欧元收购 Cybex, Martin Pos 即于 2014 年 3 月获委任为好孩子国际控股有限公司执行董事、CEO, 专责指导公司的全球战略和品牌组合发展, 2023 年 3 月 Martin Pos 辞任公司行政总裁, 并于同日起担任 Cybex 执行主席, 专注该品牌发展。

2014-2024 年 Cybex 品牌营收 CAGR 达 19.2%。2014 年公司收购以来, Cybex 已从德国安全座椅品牌发展到目前覆盖超过 110 个国家和地区的高端“技术-生活方式”的儿童耐用品品牌, 2024 年 Cybex 在欧洲市场居主导地位, 在日本市场乘势而上, 打造日本市场成为仅次于德国的全球第二大市场。2025 年上半年, Cybex 在北美战略市场取得稳健进展, 以强劲势头发展, 美国市场容量较大, 有望支撑品牌保持较快增长。

后续 Cybex 将继续利用其强大的品牌势能和全渠道基础设施全速进行全球发展。强劲的发展势头将使该品牌在激烈的竞争中能够继续取得全球市场份额。

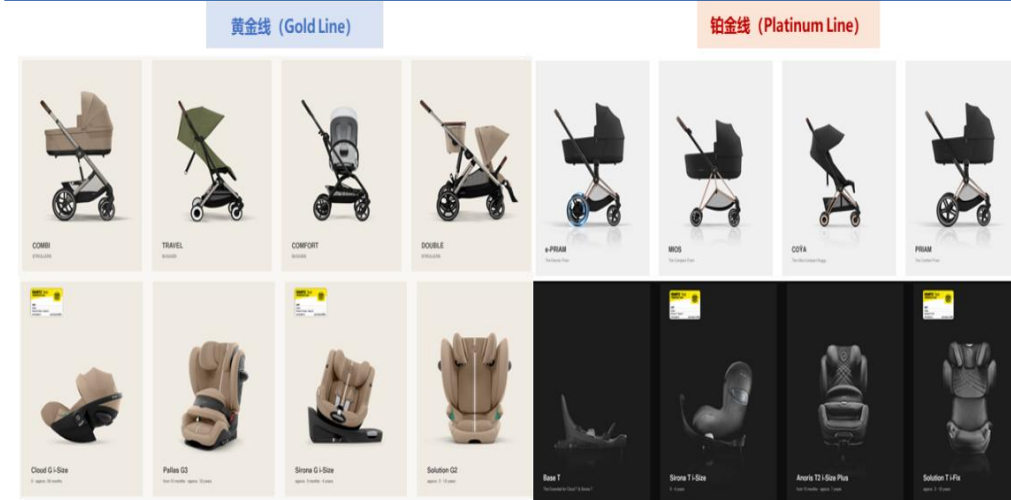
图表 31: Cybex 近 10 年营收 CAGR 达 19.2%



数据来源: 公司公告, 华福证券研究所

Cybex 定位中高端, 产品创新迭代, 营销高举高打, 成就高质量增长。①产品  
设计方面, Cybex 产品矩阵分为“铂金线”(Platinum Line)和“黄金线”(Gold Line)  
两大主线, 铂金线主攻极致高端与奢侈设计, 同时也有明星/设计师限定联名系列。  
黄金线则兼顾高性价比和普适的家庭需求。

图表 32: Cybex 铂金线与黄金线产品系列



数据来源: Cybex 官网, 华福证券研究所

②营销方面, 精准定位圈层, 善用社交媒体催化剂。Cybex 的互联网营销主要  
聚焦 Instagram, 该平台时尚与生活方式调性更强, 同时中高阶层的女性用户占比较  
大, 通过平台精准筛选客户圈层, Cybex Ins 粉丝近 100 万人, 远超其他高端品牌/  
大众品牌。社交媒体世界级巨星追随 Cybex, 如赛琳娜戈梅兹、贾斯汀比伯、伊万  
卡特朗普等。

③全渠道布局, 品牌旗舰店打造奢侈品调性。由于耐用品单值大、决策周期长,  
家庭更青睐于在购买之前看到、触摸及测试产品, 因此线下渠道至关重要。Cybex  
除了线上销售、分销合作外, 在纽约、巴黎、布拉格、阿姆斯特丹、柏林等国际大

都市全开设了大型旗舰店，树立并巩固高端品牌形象。

图表 33: 海外婴童耐用品牌 Ins 粉丝数量对比



数据来源: Instagram, 华福证券研究所

图表 34: Cybex 线下旗舰店



数据来源: Cybex 官网, 华福证券研究所

### 3.2 美国&国内品牌 26 年盈利有望优化

美国 Evenflo 品牌 25 年因关税成本及产品促销策略扰动, 盈利存在压力。Evenflo 是美国百年品牌, 主要聚焦于美国本土销售。2014 年 7 月好孩子国际以 1.4 亿美元收购该品牌, Evenflo 属中端实用品牌, 并拥有完善的汽车座椅产品系列以及技术及生产的专业知识, 该项收购亦增强了公司在北美市场的分销能力及营运, 帮助公司迅速进入成熟的零售、营运及服务平台。

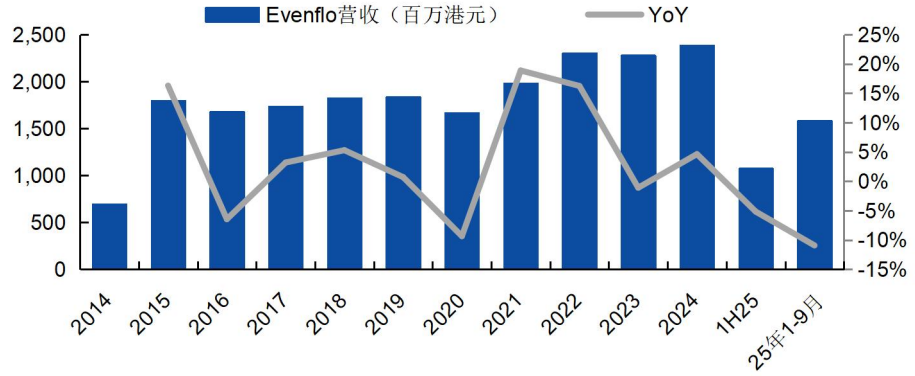
Evenflo 定位为大众化市场, 与沃尔玛、亚马逊和塔吉特百货 3 家大型零售商长期合作, 同时自营在线销售平台。由 Evenflo 首创的全组别 360 度旋转汽车座椅销量长期领先, 目前占据该品类市场的半壁江山, 成为市场的创新引领者。2014-2024 年品牌营收 CAGR 为 4.4%, 长期保持较稳定增长。

25 年上半年 Evenflo 品牌收入同比-5.2%, 25 年前三季度收入同比-10.9%, 主要为安全座椅品类下跌。2025 年品牌盈利面临较大的调整, 主要由于美国的关税政策导致产品输入成本增加、为遵守新颁监管标准致汽车安全座椅成本增加、在零售门店陈列的新产品的成本增加及旧款产品的促销力度加大所产生的营销费用增加。

我们预计促销相关成本、营销费用增加带来的盈利扰动 26 年改善可能性相对较大, 而关税导致的成本增加仍取决于后续美国对华关税政策的变化。



图表 35: Evenflo 近 10 年营收 CAGR 为 4.4%



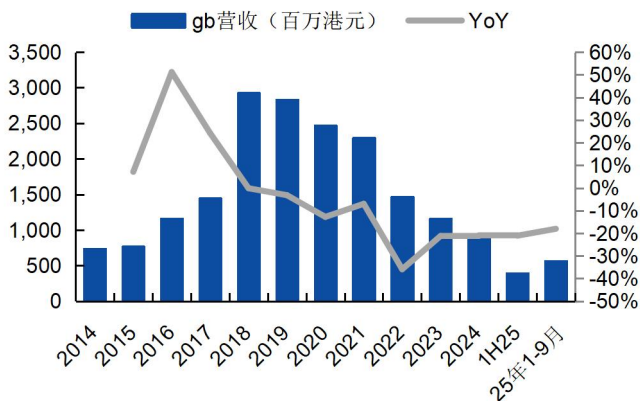
数据来源: 公司公告, 华福证券研究所

**中国 gb 品牌渠道&产品调整深化, 有望持续优化盈利。** gb 为公司中国市场的战略品牌。历史上 gb 品牌收入下滑幅度较大, 主要由于市场竞争激烈、渠道调整等。近年来为顺应国内市场的快速变化, gb 品牌持续由 B2B 模式向 D2C 模式转型, 对渠道&产品调整深化。

具体而言, gb 品牌转型举措主要为: ①**电商渠道加大重视力度:** 2024 年品牌重建管理层团队, 引进新型人才加强团队能力建设, 团队积极探索内容营销、社群营销、达人传播、直播基地建设等数字化转型, 成果初现, 品牌的直播业务取得较大幅度的增长。②**线下自有渠道优化:** 公司深入调整直营线下零售, 关闭亏损门店。③**经销渠道优化调整:** gb 近年来持续对线上线下批发渠道精简, 导致近年批发渠道销售额下降, 消除渠道价格混乱稳定价盘, 实现毛利率水平明显提升。④**产品结构优化:** 强化产品组合, 聚焦婴童耐用大单品, 同时持续迭代新品, 提升整体产品矩阵的附加值。

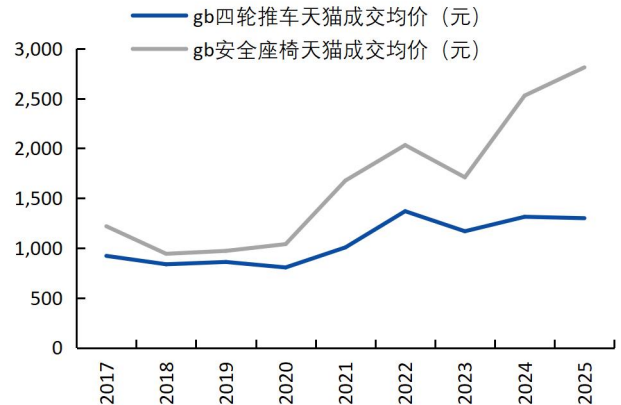
我们预计随着 gb 品牌在中国市场品牌转型持续深化, 重点关注产品开发及升级, 在线下自有零售渠道的精细化经营和持续的价格控制, 毛利率及盈利能力有望优化。

图表 36: gb 品牌历史营收下滑较大



数据来源: 公司公告, 华福证券研究所

图表 37: gb 童车、安全座椅天猫成交均价有所提升



数据来源: 久谦中台, 华福证券研究所

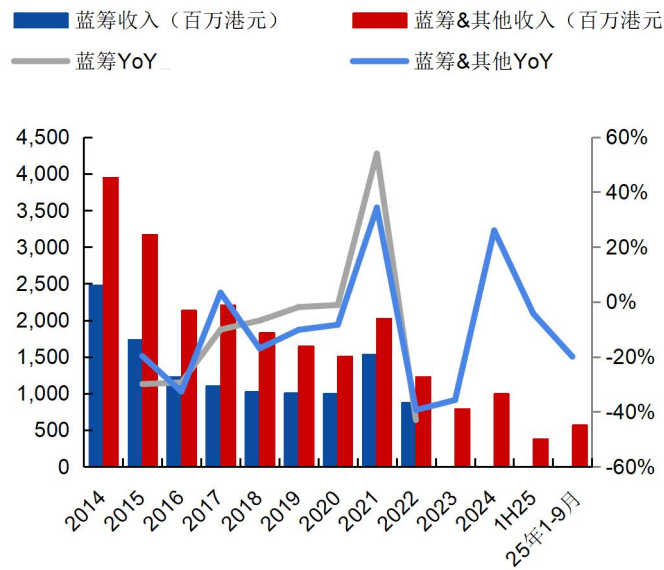
### 3.3 蓝筹业务关注关税政策的边际改善

2014-2024 年蓝筹及其他业务营收呈萎缩的趋势，主要由于公司商业模式逐步从代工向自主品牌进化，在此期间存在客户结构的调整和优化。从近几年也业务营收波动看，2022-2023 年因欧美主要客户去库存导致营收下滑，2024 年伴随客户去库存结束业务收入实现反弹，同时近几年公司与存量客户的关系保持健康稳定。25 年上半年至前三季度蓝筹业务继续面临下行压力，主要由于关税的影响。

据观察者网,美国消费品制造商 Newell Brands 表示,美国约 97%的婴儿车和 87%的婴儿汽车座椅来自中国,由于 25 年美国关税,该公司将进口婴儿用品的价格提高了约 20%,该公司预计 Newell 及同业厂商都将通过进一步提价来抵消关税成本。关税影响下美国婴童耐用品行业的普遍涨价预计对终端消费带来不利扰动,从而影响公司蓝筹业务的订单。

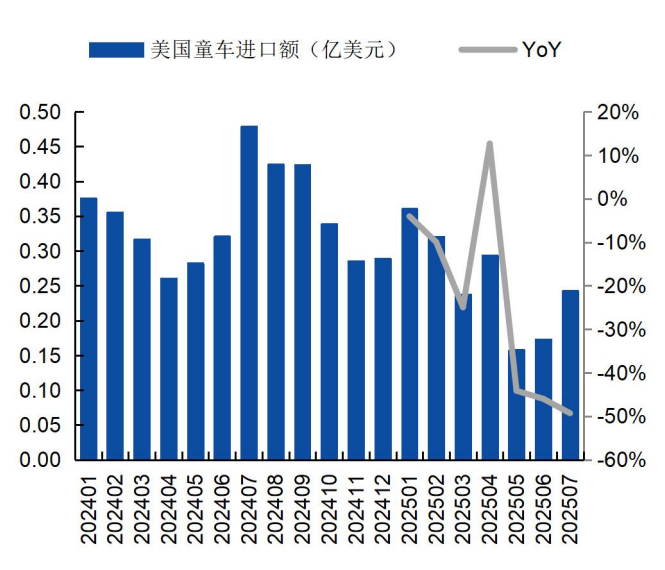
我们预计未来若美国对华关税政策边际改善,则对终端消费及工厂订单可能有一定的提振作用。

图表 38: 公司蓝筹及其他业务营收



数据来源: 公司公告, 华福证券研究所

图表 39: 25 年 5 月以来美国童车进口额显著下滑



数据来源: UN Comtrade, 华福证券研究所



## 4 盈利预测与投资建议

### 4.1 盈利预测

我们对 2025-2027 年业绩做出以下假设：

**(1) Cybex:** 根据历史业绩表现及 25 年前三季度情况，预计 Cybex 品牌将保持双位数营收增长的趋势，在份额领先的欧洲、日本市场的基础上，持续在美国等其他全球主要市场扩大份额。

**(2) Evenflo:** 参考 25 年前三季度情况，预计 25 年 Evenflo 品牌营收因关税政策及产品策略影响有所承压。考虑到美国大众婴童耐用品市场竞争情况与市场格局相对稳定，预计 26-27 年 Evenflo 品牌营收有所恢复。

**(3) gb:** 参考 25 年前三季度情况，预计 25 年-26 年 gb 品牌在渠道与产品转型调整的影响下营收增长仍有压力。27 年预计品牌营收有所企稳。

**(4) 蓝筹及其他:** 参考 25 年前三季度情况，预计 25 年蓝筹及其他业务因关税政策影响营收下滑幅度较大。26-27 年预计因关税影响趋于稳定营收增速略有企稳。

**(5) 毛利率:** 预计 25 年公司整体毛利率因①整体营收承压；②Evenflo 品牌因关税、产品策略及折扣影响成本上涨，有所下滑。26 年-27 年预计 Evenflo 促销折扣相关成本有所优化、且国内 gb 品牌在渠道与产品调整的带动下恢复以往的提升趋势。

**(6) 期间费用:** ①销售费用率：25 年预计公司销售费率因营收承压、Evenflo 相关费用影响有所上涨，26-27 年预计随着上述影响消除费率有所改善。②预计公司管理费用率、研发费率、财务费用率相对平稳。

综上，我们预计公司 2025-2027 年收入增速分别为-0.9%、+6.9%、+8.6%，归母净利润分别为 1.50 亿港元、3.44 亿港元、3.85 亿港元，增速分别为-58%、+129%、+12%。

图表 40: 公司业绩拆分预测表

百万港元	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>营业收入</b>	<b>8,292</b>	<b>7,927</b>	<b>8,766</b>	<b>8,687</b>	<b>9,288</b>	<b>10,087</b>
YoY	-14.4%	-4.4%	10.6%	-0.9%	6.9%	8.6%
CYBEX	3,285	3,697	4,467	5,048	5,805	6,676
YoY	-2.9%	12.5%	20.8%	13.0%	15.0%	15.0%
Evenflo	2,305	2,280	2,385	2,099	2,057	2,057
YoY	16.2%	-1.1%	4.6%	-12.0%	-2.0%	0.0%
gb	1,473	1,161	918	744	669	636
YoY	-35.9%	-21.2%	-20.9%	-19.0%	-10.0%	-5.0%
蓝筹及其他	1,229	790	995	796	756	719
YoY	-39.4%	-35.7%	26.0%	-20.0%	-5.0%	-5.0%
<b>毛利</b>	<b>3,356</b>	<b>3,968</b>	<b>4,264</b>	<b>4,721</b>	<b>5,149</b>	<b>4,264</b>

毛利率	40.5%	50.1%	49.1%	50.8%	51.0%	49.1%
销售费用率	25.0%	28.6%	28.0%	29.0%	28.5%	28.6%
管理费用率	16.2%	18.4%	17.9%	17.6%	17.6%	17.6%
研发费用率	4.9%	4.8%	4.9%	4.9%	4.9%	4.9%
财务费用率	1.1%	2.1%	1.5%	1.0%	0.9%	0.8%
<b>归属普通股东净利润</b>	<b>33</b>	<b>203</b>	<b>356</b>	<b>150</b>	<b>344</b>	<b>385</b>
YoY	-73.0%	507.7%	74.9%	-57.8%	129.1%	11.8%
净利率	0.4%	2.6%	4.1%	1.7%	3.7%	3.8%

数据来源：公司公告，华福证券研究所

## 4.2 投资建议

公司当前估值较低，现金流和 EBITDA 托底市值安全边际，若未来利润改善，估值水平也有望修复。

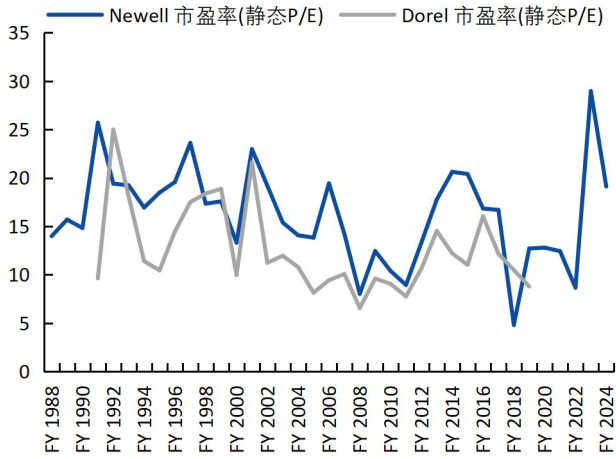
①参考美国婴童用品上市公司估值表现：Newell Brand（婴童板块营收占比约 10%-15%）PE 中枢约 16X 略高，但 Dorel（婴童板块营收占比约 60%）静态 PE 中枢约 13X 且其婴童板块营业利润率约中低个位数，公司近年盈利水平显著好于该公司。

②参考可比公司估值水平：港股、A 股与公司产品或业务范围类似的可比公司 26-27 年平均 PE 约 25X、19X。

③参考公司历史估值水平：公司上市以来 PE（TTM）均值约 22X。2018 年后由于公司国内 gb 品牌、蓝筹业务萎缩业绩表现不佳，且因前期收购导致现金流承压并暂停分红派息。2024 年随着公司债务、现金流及经营基本面改善，公司恢复 30% 左右的分红派息，从目前公司现金流情况看预计未来也将保持分红，若未来利润改善，估值水平也有望修复。

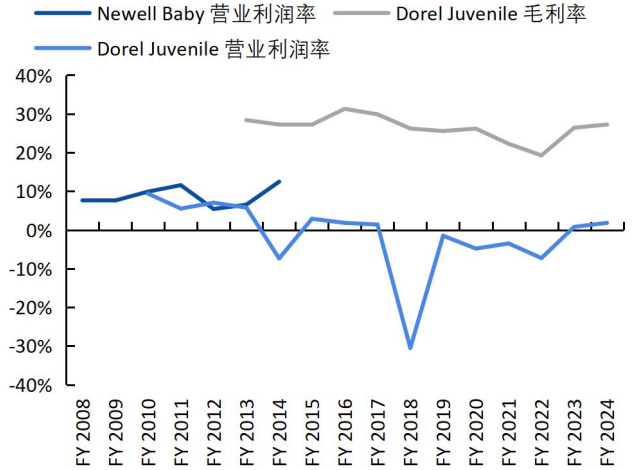
预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 1.50 亿港元、3.44 亿港元、3.85 亿港元，增速分别为 -58%、+129%、+12%，目前市值对应 25 年、26 年 PE 约 12X、5X，考虑到公司 Cybex 品牌成长性良好，Evenflo 及 gb 品牌 26 年存在盈利优化弹性，估值水平低于可比公司均值、具备修复空间，首次覆盖给予“买入”评级。

图表 41: Dorel、Newell Brand 估值水平



数据来源: 彭博, 华福证券研究所

图表 42: Dorel、Newell Brand 婴童板块盈利能力



数据来源: 彭博, 华福证券研究所

图表 43: 公司 PE Bands (截止 2026 年 1 月 21 日)



数据来源: ifind, 华福证券研究所

图表 44: 可比公司估值表

证券代码	公司名称	股价 (港元/元)	归母净利润 (亿港元/元)					PE (倍)			
		2026-01-21	2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E	
6090.HK	不同集团	94	0.62	1.61	2.65	3.66	137.5	53.0	32.2	23.3	
301078.SZ	孩子王	10.84	1.81	3.58	5.20	6.62	75.4	38.2	26.3	20.6	
603214.SH	爱婴室	17.72	1.06	1.34	1.62	1.91	23.1	18.4	15.1	12.8	
平均值							<b>78.7</b>	<b>36.5</b>	<b>24.5</b>	<b>18.9</b>	
1086.HK	好孩子国际	1.09	3.56	1.50	3.44	3.85	5.1	12.1	5.3	4.7	

数据来源: ifind, 华福证券研究所 (好孩子国际盈利预测为华福证券研究所估计, 其他公司为 ifind 一致预期)



## 5 风险提示

**海外市场需求和行业政策波动风险：**目前公司以外销为主，业绩受海外市场需求影响。2025 年因美国关税政策扰动对行业需求及公司业绩造成一定不利影响，若未来海外市场需求及行业政策发生不利于公司的变化，则可能对业绩产生不利影响。

**国内业务经营不及预期风险：**历史上公司国内品牌业务因竞争激烈及渠道和产品调整表现不佳，若未来公司对国内品牌的调整改革进展不及预期，则可能对业绩产生不利影响。



图表 45: 财务预测摘要

资产负债表

单位:百万港元	2024A	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	1,099	1,386	1,695	1,993
应收款项合计	1,776	1,764	1,904	2,106
存货	1,712	1,745	1,771	1,919
其他流动资产	48	202	259	340
流动资产合计	4,635	5,097	5,629	6,358
固定资产净额	819	765	778	787
权益性投资	5	10	11	10
其他长期投资	0	0	0	0
商誉及无形资产	4,783	4,677	4,576	4,477
土地使用权	32	32	32	32
其他非流动资产	130	130	129	129
非流动资产合计	5,769	5,614	5,526	5,435
<b>资产总计</b>	<b>10,404</b>	<b>10,711</b>	<b>11,155</b>	<b>11,793</b>
应付账款及票据	1,458	1,322	1,379	1,571
循环贷款	476	476	476	476
其他流动负债	1,272	1,101	1,189	1,353
流动负债合计	3,206	2,899	3,044	3,400
长期借贷	979	979	979	979
其他非流动负债	403	403	403	403
非流动负债合计	1,382	1,382	1,382	1,382
<b>负债总计</b>	<b>4,588</b>	<b>4,281</b>	<b>4,426</b>	<b>4,782</b>
归属母公司所有者权益	5,790	6,405	6,704	6,986
少数股东权益	26	25	25	25
<b>股东权益总计</b>	<b>5,816</b>	<b>6,430</b>	<b>6,729</b>	<b>7,010</b>
<b>负债及股东权益总计</b>	<b>10,404</b>	<b>10,711</b>	<b>11,155</b>	<b>11,793</b>

现金流量表

单位:百万港元	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>经营活动现金流</b>	927	67	643	685
净利润	356	150	344	385
折旧和摊销	462	359	340	342
营运资本变动	-7	-455	-83	-80
其他非现金调整	116	13	42	38
<b>投资活动现金流</b>	-191	-155	-202	-200
资本支出	-346	-200	-251	-252
长期投资	9	-5	-1	1
其他长期资产	146	50	50	51
<b>融资活动现金流</b>	-571	375	-132	-187
借款增加	-1,339	0	0	0
股利分配	0	-117	-45	-103
普通股增加	0	0	0	0
其他融资活动现金流	768	492	-87	-84

数据来源: 公司公告、华福证券研究所

利润表

单位:百万港元	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>营业总收入</b>	<b>8,766</b>	<b>8,687</b>	<b>9,288</b>	<b>10,087</b>
主营业务收入	8,766	8,687	9,288	10,087
<b>营业总支出</b>	<b>8,300</b>	<b>8,473</b>	<b>8,851</b>	<b>9,608</b>
营业成本	4,258	4,423	4,567	4,938
营业开支	4,042	4,051	4,284	4,670
营业利润	465	214	437	480
净利息支出	129	90	87	84
权益性投资损益	8	0	0	1
其他非经营性损益	34	50	50	50
非经常项目前利润	380	174	400	447
非经常项目损益	0	0	0	0
<b>除税前利润</b>	<b>380</b>	<b>174</b>	<b>400</b>	<b>447</b>
所得税	23	24	56	63
少数股东损益	0	0	0	0
<b>持续经营净利润</b>	<b>356</b>	<b>150</b>	<b>344</b>	<b>385</b>
非持续经营净利润	0	0	0	0
优先股利及其他调整项	0	0	0	0
<b>归属普通股股东净利润</b>	<b>356</b>	<b>150</b>	<b>344</b>	<b>385</b>
<b>EPS (最新股本摊薄)</b>	<b>0.21</b>	<b>0.09</b>	<b>0.21</b>	<b>0.23</b>

主要财务比率

	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>成长能力</b>				
营业收入增长率	10.6%	-0.9%	6.9%	8.6%
归母公司净利润增长率	74.9%	-57.8%	129.1%	11.8%
<b>获利能力</b>				
毛利率	51.4%	49.1%	50.8%	51.0%
净利率	4.1%	1.7%	3.7%	3.8%
ROE	6.2%	2.5%	5.3%	5.6%
ROA	3.3%	1.4%	3.1%	3.4%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	44.1%	40.0%	39.7%	40.5%
流动比率	1.4	1.8	1.8	1.9
速动比率	0.9	1.2	1.3	1.3
<b>每股指标 (港元)</b>				
每股收益	0.2	0.1	0.2	0.2
每股经营现金流	0.6	0.0	0.4	0.4
每股净资产	3.5	3.8	4.0	4.2
<b>估值比率</b>				
P/E	5	12	5	5
P/B	0	0	0	0
EV/EBITDA	135	211	159	151



## 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。

## 一般声明

华福证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。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及资料保持在最新状态，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。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券股份有限公司”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

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

## 投资评级声明

类别	评级	评级说明
公司评级	买入	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在 20%以上
	持有	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市	未来 6 个月内，行业整体回报高于市场基准指数 5%以上
	跟随大市	未来 6 个月内，行业整体回报介于市场基准指数-5%与 5%之间
	弱于大市	未来 6 个月内，行业整体回报低于市场基准指数-5%以下

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）

## 联系方式

### 华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区浦明路 1436 号陆家嘴滨江中心 MT 座 20 层

邮编：200120

邮箱：hfjys@hfzq.com.cn