



新股透视
IPO Analysis

评级	认购
合理价格	5.76 港元

博士蛙 (1698.HK)

认购时间	2010年9月16日
截止认购	2010年9月21日中午
定价日期	2010年9月22日
公布分配结果	2010年9月28日
上市日期	2010年9月29日

表格 1 招股数据

全球发售资料	
全球发售股份数目	500,000,000 股 (或会因行使超额配股权而更改)
香港公开发售股份数目	50,000,000 股 (可予调整)
国际配售股份数目	450,000,000 股 (或会因行使超额配股权而更改)
每股发售价	3.88 至 4.98 港元*
集资金额	19.40 亿至 24.90 亿港元
每股面值	0.0005 港元
上市后市值	114 亿至 139 亿港元
联席全球协调人及联席保荐人	瑞银投资银行、瑞信、交银国际
联席账簿管理及联席牵头经办人	瑞银投资银行、瑞信、交银国际、 德意志银行

数据源: 招股书

* 每股发售价可能会作出调整

表格 2 财务表现摘要

(12月31日止财年)(百萬人民幣)	FY 2009	FY10E	FY11E	FY12E
總收益	630	1,220	1,691	2,286
毛利	266	539	785	1,069
除稅前淨利	173	395	567	776
股東應佔利潤	131	297	425	582
利潤增長	175%	127%	43%	37%
EPS (RMB)	0.06	0.14	0.21	0.28
PE (HK\$3.88)	53.5	23.6	16.5	12.0
PE (HK\$4.98)	68.7	30.3	21.1	15.4
毛利率	42.3%	44.2%	46.4%	46.8%
經營利潤率	27.3%	31.2%	33.8%	34.2%
淨利潤率	20.8%	24.3%	25.2%	25.5%

数据源: 公司, 信达国际研究

研究员:

陈增城

barry.chan@cinda.com.hk

(852) 2235 7617

投资概述

博士蛙为中国的领先中高端儿童消费品开发商及零售商。中高端儿童消费品分别占中国儿童消费品市场总额的约 23.0%，而公司的产品占中国中高端儿童消费品市场份额约 4.0%。产品方面，公司通过自有品牌博士蛙、Baby2 和 Dr. Frog 以及本集团的授权品牌如哈利波特、网球王子及 NBA 等来设计、开发和销售儿童服装、鞋具、配饰和儿童日用品(儿童日用品包括直接采购知名品牌产品)。预计 09-13 年间，儿童消费品市场仍将以年均 15.1% 的增长率成长，其中中高端市场增长更将达 18.4%。

我们认为公司的主要投资亮点在于其一站式的儿童服装及用品的通路拓展模式。例如公司的**博士蛙 365 度生活馆(300-500 平米)**及**主力店(1500-3000 平米)**都将以大面积店提供全方位的童装及日用品。公司将加大该类型店的拓展力度，预计在未来 3 年新增 80 至 100 家店 365 度生活馆及主力店(现仅有 40 家该类型店)。整体来讲，我们认为公司仍在业务拓展的初级阶段，盈利爆发力强。公司将发行 5 亿新股，预计集资最多 24.9 亿港元。招股价介乎 **HK\$3.88 至 HK\$4.98**，根据我们预计，股招股上限为 2011 年 21 倍预测市盈率，鉴于我们预估的 40% 净利年复合增长率(10-12 年)，估值吸引，给予“**认购**”评级。合理价定为 **HK\$5.76** (24 倍 2011 年预测市盈率, PEG 为 0.6)，隐含 15.7% 上升空间。

所得款项用途

预计集资所得 40% 用于未来 5 年扩展零售网络，15% 用于收购本地或国际儿童产品品牌，10% 用于媒体广告开支，10% 扩充物流设施。

公司的主要优势

- 1) 公司拥有全国性销售网络及多元化销售平台。
- 2) 品牌知名度高，市占率虽仅占 4%，但已排名第一。
- 3) 拥有多品牌产品。

投资风险

- 1) 公司童装产品较大依赖代理品牌，如哈利波特及网球王子等；若不能续约或授权费用大增，公司业绩将受重大影响
- 2) 因选址或合约问题使渠道拓展放慢；
- 3) 由于分销进入门槛低，未来竞争将可能更加激烈；

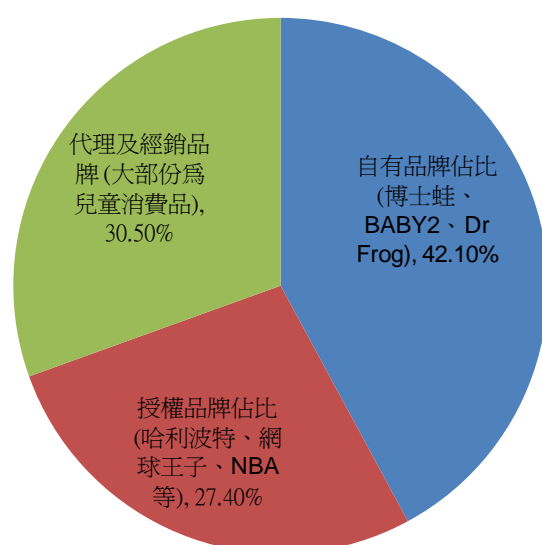
基础投资者

博士蛙引入 3 家基础投资者，包括新加坡主权基金 GIC，韩国未来基金 (Mirae) 及 Martin Currie 基金。其中，GIC 斥资 3,000 万美元 (约 2.34 亿港元) 认购，Mirae 及 Martin Currie 则分别认购价值 2,500 万美元 (约 1.95 亿港元) 及 2,000 万美元 (约 1.56 亿港元) 股份。此外，据市场消息，中投亦出资 5000 万美元 (约 3.9 亿港元) 认购。

营运分析

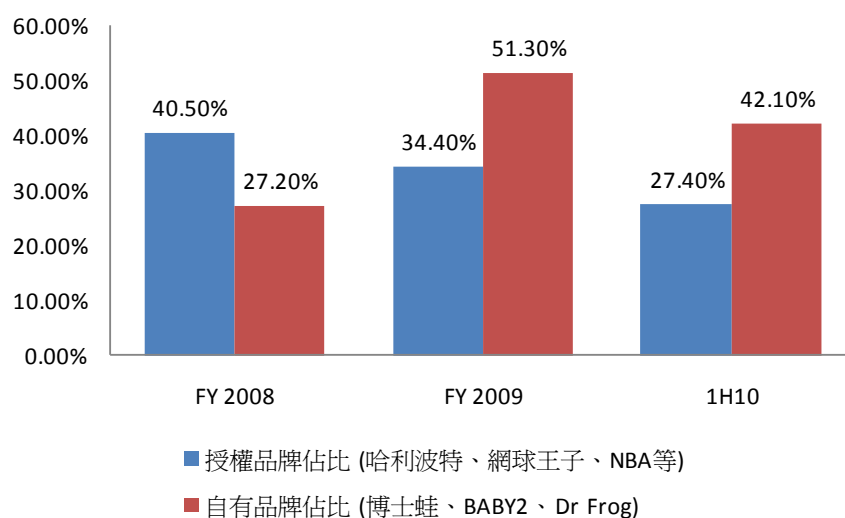
强大品牌组合为一竞争优势; 公司拥有 11 个儿童服装、鞋具及配饰的品牌, 其中博士蛙、Baby2 和 Dr. Frog 是自有品牌, 而哈利波特、网球王子、NBA、巴塞罗那、祖云达斯(尤文图斯)、曼联、巴布工程师及汤玛士小火车(托马斯和他的朋友们)则是授权品牌。截至 10 年上半年止, 自有品牌约占总收入 42%, 授权品牌占 27.4% (哈利波特及网球王子占其中的 94%), 其余为代理及经销品牌。投资者较为关注的是其哈利波特及网球王子许可协议于 2011 年下半年到期的续约问题。公司表示与该品牌授权公司关系良好, 而且合作期间业绩表现良好(从 07 年的 5 千万到 09 年的 2.17 亿销售额), 我们相信公司续约问题不大。未来, 相信随时公司收购或签下更多授权品牌及发展自有品牌, 个别品牌集中度将持续下降。

图 1: 品牌收入分布 (10 年上半年);



数据源: 公司、信达国际研究

图 2: 授权品牌占比下降, 自有品牌占比上升;



数据源: 公司、信达国际研究

通路拓展及”一站式”销售平台为主要增长来源: 公司于 2007 年前仅以百货专柜为销售渠道。而随着消费型式的转变及升级, 公司开始以”一站式”的大面积零售方式推广**博士蛙 365 度生活馆(300-500 平米)**及**主力店(1500-3000 平米)**, 我们相信这将成为未来其中一种主流零售方式。从 08 年开店以来, 该 2 种店铺模式已占到 10 年上半年总销售额的 **32.7%**, 显示其巨大的发展潜力。公司将主力发展该 2 种店铺模式, 未来 3 年将新开设 80-100 家大型店。我们认为公司在该类型店的开发仍处于初期, 未来盈利的爆发力不可忽视。而在传统的百货渠道(主要为儿童服装及鞋具), 公司的渗透率仍低, 未来的拓展步伐亦将保持快速增长。我们预计总零售点数在 09-12 年间将以年均 **37%**成长, 而由于多开大面积店, 销售面积将远远超过此数字(我们预估为 **62%**年复合成长率), 足以支持我们未来 09-12 年复合销售成长 **53%**的预测。

图 3: 公司通路渠道模式分布及拓展预估;

	FY 2008	FY 2009	FY10E	FY11E	FY12E	CAGR(09-12)
自营						
百货专柜	326	390	740	850	1000	
街铺		5	13	10	10	
博士蛙 365 度生活馆	9	16	21	21	21	
主力店		1	5	10	15	
第三方						
百货专柜	250	469	799	950	1100	
街铺		7	17	25	30	
博士蛙 365 度生活馆			12	60	90	
主力店		2	7	11	15	
总计	585	890	1614	1937	2281	36.9%
百货专柜	576	859	1539	1800	2100	34.7%
街铺	0	12	30	35	40	49.4%
博士蛙 365 度生活馆(300-500m ²)	9	16	33	81	111	90.7%
主力店(1500-3000m ²)	0	3	12	21	30	115.4%

数据源: 公司、信达国际研究

图 4: 大面积店(365 度生活馆及主力店)的单位面积销售并不逊色于百货专柜;

单位面积销售 (RMB 000' /sq.m)	FY 2007	FY 2008	FY 2009	1H10
百货专柜	9.8	9.7	15.3	7.5
街铺			6.2	10.1
博士蛙 365 度生活馆	8.6	18.1	14.7	9.8
主力店				7.0

数据源: 公司、信达国际研究

毛利率将稳中有升；由于公司对第三方经营者降低折扣率(改变分销模式)，其毛利率从 09 年的 25.7% 回升至 10 年上半年的 39%。假设未来服装及日用品的销售比例没有大幅变动，随着经济向好，零售折扣降低，自营店的毛利亦将稳中有升。我们预计整体毛利率将从 2009 年的 42.3% 改善至 2012 年的 46.8%。

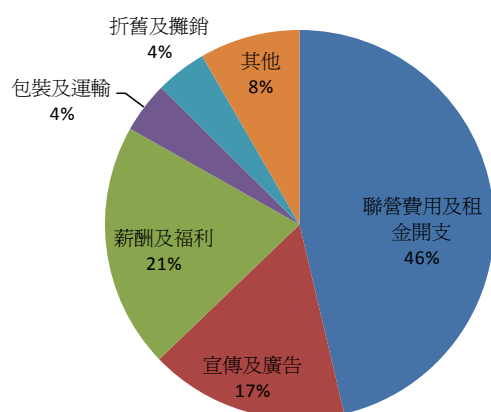
第三方经营模式改革有助公司拓展布局及提高经营利润率；公司与第三方经营的销售方式从原来的第三方经营者自行开店及支付租金改为由公司签立租赁、支付租金及装修费用。另一方面公司则向第三方经营者降低折扣率(平均减 5% 至 55%)。我们认为此举有以下好处：(1.)公司统一选址及装修能够维持零售店的统一风格及店铺布局。(2.)提升公司的议价能力降低成本，包括集中采购家俬、内部装修商品及商讨租赁条件等，继而降低经营支出占比。我们预计未来的经营利润率将从 2009 年的 27.3% 升至 34.2%。

图 5: 自营店及第三方店毛利率比较; 服饰及日用品毛利率比较;

	FY 2007	FY 2008	FY 2009	1H10
毛利率 %	52.7%	56.7%	42.3%	44.2%
自营零售店	56.7%	64.1%	55.0%	56.7%
授权第三方零售店	49.2%	51.3%	35.7%	39.0%
儿童服装、鞋具及配饰	52.7%	58.9%	44.6%	49.3%
儿童日用品	0.0%	25.9%	20.5%	28.4%

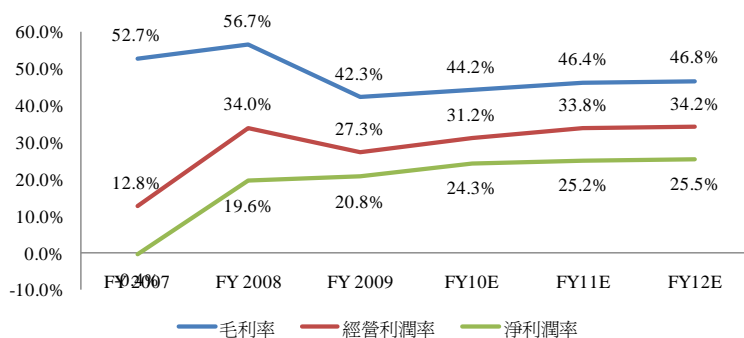
数据来源: 公司、信达国际研究

图 6: 经营及分销费用分布(10 年上半年, 分经营及分销费用占销售比为 10.7%)



数据来源: 公司、信达国际研究

图 7: 公司利润率预估



数据来源: 公司、信达国际研究

估值

整体来讲，中国儿童消费品市场发展空间潜力大，特别在中高端市场，预计未来 09-13 年间其复合年增长率将达 **18.4%**。在这高增长市场中，我们看好公司未来积极的渠道拓展计划及其创新的”一站式”销售模式。我们认为公司仍在业务拓展的初级阶段，未来盈利爆发力强。我们预估 10-12 年间净利年复合增长率为 40% (基于 37%销售增长，及 3 个百分点的经营利润率改善)。招股价介乎 HK\$3.88 至 HK\$4.98，根据我们预计，招股上限为 2011 年 21 倍预测市盈率，鉴于我们预估的 40%净利年复合增长率(10-12 年)，PEG 为 0.52，估值吸引，给予”**认购**”评级。合理价定为 **HK\$5.76** (24 倍 2011 年预测市盈率，**PEG 为 0.6**，已低于香港上市的衣履鞋类龙头的 0.92 PEG)，隐含 15.7%上升空间。。

图 8: 香港上市衣履鞋类公司估值;

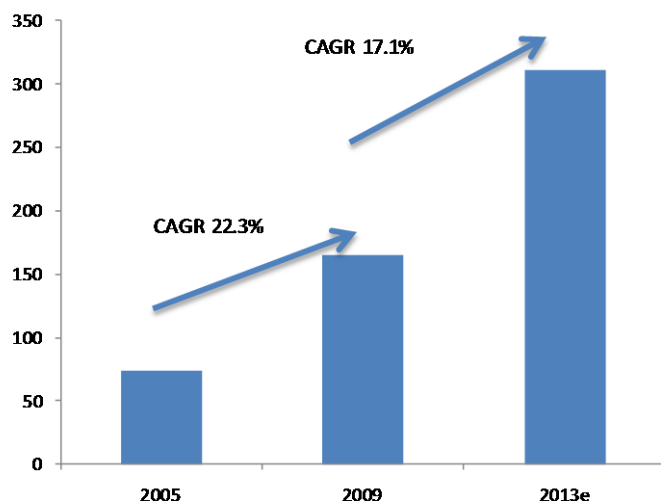
公司名称	代码	股价	毛利率 (%)	经营利润率 (%)	净利润率 (%)	股权回报率 (%)	PB (倍)	FY10 P/E (倍)	FY11 P/E (倍)	PEG (FY10-12)
百丽	1880 HK	14.56	53.3	14.3	12.8	17.7	1.3	32.2	26.6	1.27
安踏体育用品	2020 HK	16.24	42.1	23.7	21.3	26.2	6.6	23.3	19.0	0.89
李宁	2331 HK	23.55	47.3	16.0	11.3	41.3	7.0	18.8	15.7	0.83
宝姿时装	589 HK	19.42	81.6	33.9	30.4	37.9	6.4	18.5	15.7	0.77
利邦	891 HK	6.99	73.6	16.0	10.9	10.7	5.5	34.6	25.6	0.83
平均值			59.6	20.8	17.3			25.5	20.5	0.9

数据来源: 彭博、信达国际研究

行业概况

儿童消费品市场由 2005 年的人民币 740 亿元增至 2009 年的人民币 1,653 亿元，复合年增长率为 22.3%，根据市场调查机构弗若斯特沙利文估计，至 2013 年儿童消费品市场将增至人民币 3,111 亿元，09-13 年间的复合年增长率为 17.1%。其中**中高端市场**增速将快于整体市场，达 18.4%。

图 9: 中国儿童消费品市场未来几年仍将快速增长;



数据源: 弗若斯特沙利文, 信达国际研究

市场竞争方面，中国的儿童消费品行业十分分散，博士蛙为行业第一，但市占率也仅为 4%。而在儿童服装方面则稍微集中，博士蛙亦为市场第一，占 7.7% 份额。相信随着积极的通路渠道拓展，品牌的整合及推广，儿童消费市场仍有整合空间。

图 10: 中国儿童消费市场分散，未来有整合空间;

中高端儿童消费品		中高端儿童服装	
公司	市场份额	公司	市场份额
博士蛙	4.0%	博士蛙	7.7%
贝因美	3.9%	安奈尔	7.6%
安奈尔	3.3%	棵棵树	7.3%
棵棵树	3.1%	一休	5.6%
神马	2.9%	生肖王	4.0%
恒安	2.8%	常春藤	3.8%
新中华	2.7%	橡胶星	3.6%
一休	2.4%	雅多	3.7%
妈咪宝	2.4%	拉比	1.0%
帝尔特	1.5%	铜牛	0.8%

数据源: 弗若斯特沙利文, 信达国际研究

评级说明

	评级	说明
股票投资评级	买入	相对恒生指数涨幅 15%以上
	中性/持有	相对恒生指数涨幅介乎-15%~15%之间
	沽售	相对恒生指数跌幅 15%以上
行业投资评级	增持	相对恒生指数涨幅 15%以上
	中性	相对恒生指数涨幅介乎-15%~15%之间
	减持	相对恒生指数跌幅 15%以上

分析员名单

		电话	电邮
彭伟新	副主管	(852) 2235 7127	castor.pang@cinda.com.hk
魏晟旻	分析员	(852) 2235 7170	christina.ngai@cinda.com.hk
陈增城	分析员	(852) 2235 7617	barry.chan@cinda.com.hk
郁明德	分析员	(852) 2235 7619	michael.yuk@cinda.com.hk
赵晞文	分析员	(852) 2235 7677	hayman.chiu@cinda.com.hk
彭日飞	助理分析员	(852) 2235 7847	lewis.pang@cinda.com.hk

分析员保证

本人陈增城仅此保证, 于此报告内载有的所有观点, 均准确地分映本人对有关报告提及的证券及发行者的真正看法。本人亦同时保证本人的报酬, 与此报告内的所有意见及建议均没有任何直接或间接的关系。

免责声明

此报告乃是由信达国际研究有限公司所编写。本报告之意见由本公司雇员搜集各数据、数据等分析后认真地提出。本公司认为报告所提供之资料均属可靠, 但本公司并不对各有关分析或资料之准确性及全面性作出保证, 客户或读者不应完全依赖此一报告之内容作为投资准则。各项分析和数据更可能因香港或世界各地政经问题变化时移而势异有所调整, 本报告之内容如有任何改变, 恕不另行通知。本报告所载之数据仅作参考之用, 并不构成买卖建议。公司对任何因依靠本报告任何内容作出的任何买卖而招致之任何损失, 概不承担任何责任。本报告之全部或部份内容不可复制予其他任何人仕。