

# 睿智投資

**達芙妮(210 HK, HK\$6.36, 目標價: HK\$6.6, 持有) — 未來銷售收入仍可持續增長但盈利能力下降**

- ❖ **內地大眾女鞋市場的領導者。**達芙妮為內地大眾女鞋市場的領導者。公司的業務可以分為核心品牌業務、其他代理品牌業務以及貼牌生產業務。針對大眾鞋類市場的核心品牌業務是公司最主要的銷售來源。其他代理品牌業務主要是針對中高端的鞋類市場，且內地中高端鞋類市場的競爭非常激烈。公司正在逐漸退出貼牌生產業務，內地鞋類市場將會是公司關注的重點。
- ❖ **國內需求的刺激。**中國政府採取了一系列措施去促進城市化的進程以及人均可支配收入的提高，我們預計鞋類市場將會受益於這些刺激措施。
- ❖ **傳統零售模式的改進以及經營效率的提升。**公司計畫開設更多的自營店，同時關閉銷售不理想的加盟店，從而提高單店的銷售產出能力。我們預計2013年新開店的速度相較於去年將會有所降低，但是單店銷售產出能力將會有所改善。我們預計其他代理品牌業務在今年將不會有很大的擴張，但是公司將會對其進行品牌資源的整合。
- ❖ **同店銷售增長減慢。**由於2012年第三季度及第四季度的同店銷售增長大幅下滑，2012財年的同店銷售增長僅為9%。2013年第一季度的同店銷售增長為-2.5%，我們謹慎的預測2013年總體的同店銷售增長將為中位數，約為5%。
- ❖ **達芙妮集團的財務分析及估值。**我們預計2013至2015年的銷售收入增長將會分別放慢至14%、14.8%及15.7%。我們同時預計2013至2015年的淨利潤增長分別為7.1%、22%及21.1%。我們預計2013年的資本支出為5億4千萬港元。公司目前的股價分別相當於2013及2014財年每股盈利的10.2倍及9.1倍。根據公司過去4年的平均市盈率，我們的目標價為6.6港元，相當於2013年每股盈利的10.7倍。我們的評級是持有。

## 財務資料

(截至12月31日)	FY11A	FY12A	FY13E	FY14E	FY15E
營業額(百萬港幣)	8,577	10,529	12,003	13,780	15,943
淨利潤(百萬港幣)	933	956	1,023	1,248	1,512
每股收益(港幣)	0.570	0.581	0.621	0.701	0.789
每股收益變動(%)	56.6	1.94	6.97	12.79	12.63
市盈率(x)	11.17	10.95	10.24	9.08	8.06
市帳率(x)	2.58	2.17	1.9	1.7	1.63
股息率(%)	2.7	2.8	3.3	3.5	4.0
權益收益率(%)	23.1	19.8	18.5	18.7	20.2
淨財務杠桿率(%)	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金

來源：公司及招銀國際研究部

## 達芙妮(210 HK)

評級	持有
收市價	HK\$6.36
目標價	HK\$6.6
市值(港幣百萬)	10,489
過去3月平均交易(港幣百萬)	38.4
52周高/低(港幣)	11.3/6.31
發行股數(百萬)	1649.1
主要股東	Lucky Earn Intl Ltd

來源：彭博

## 股價表現

	絕對	相對
1月	22.5%	-15.0%
3月	-33.1%	-27.8%
6月	-39.4%	-34.9%

來源：彭博

## 過去一年股價



來源：彭博

**利潤表**

年結：12月31日（百萬港元）	FY11	FY12	FY13E	FY14E	FY15E
<b>收入</b>	<b>8,576.8</b>	<b>10,529.1</b>	<b>12,003.2</b>	<b>13,779.6</b>	<b>15,942.9</b>
核心品牌業務	7,597.1	9,508.5	11,042.9	12,746.1	14,826.9
其他品牌業務	529.6	690.9	720.2	895.7	956.6
貼牌生產業務	450.2	329.7	240.1	137.8	159.4
銷售成本	(3,333.0)	(4,300.3)	(4,921.3)	(5,580.7)	(6,297.4)
<b>毛利</b>	<b>5,243.8</b>	<b>6,228.8</b>	<b>7,081.9</b>	<b>8,198.9</b>	<b>9,645.5</b>
其他收益	47.2	90.3	111.6	95.0	129.1
銷售費用	(3,366.3)	(4,410.3)	(5,100.3)	(5,850.0)	(6,823.6)
行政費用	(556.0)	(544.0)	(600.1)	(685.3)	(845.0)
<b>營運利潤</b>	<b>1,368.6</b>	<b>1,364.8</b>	<b>1,493.1</b>	<b>1,758.6</b>	<b>2,106.0</b>
認股權證公允價值變動	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
融資成本	(46.9)	(49.4)	(55.3)	(40.0)	(20.0)
關聯收益	0.4	(8.2)	(4.6)	(9.1)	(11.5)
<b>稅前利潤</b>	<b>1,322.1</b>	<b>1,307.2</b>	<b>1,433.2</b>	<b>1,709.5</b>	<b>2,074.5</b>
所得稅	(377.4)	(332.6)	(385.3)	(430.6)	(525.6)
<b>稅後利潤</b>	<b>944.7</b>	<b>974.6</b>	<b>1,047.9</b>	<b>1,278.9</b>	<b>1,548.9</b>
非控制股東利益	(11.7)	(19.1)	(24.5)	(30.5)	(36.9)
<b>淨利潤</b>	<b>933.0</b>	<b>955.5</b>	<b>1,023.4</b>	<b>1,248.4</b>	<b>1,512.0</b>

來源：公司及招銀國際研究部

**資產負債表**

年結：12月31日（百萬港元）	FY 11	FY 12	FY 13 E	FY 14 E	FY 15 E
<b>流動資產</b>					
現金及現金等價物	1,795.7	1,494.8	1,526.5	1,838.1	2,268.3
銀行存款	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
應收貿易款項	274.3	346.7	450.0	495.0	520.0
預付帳款及其他應收款項	926.1	1,278.3	1,400.0	1,530.0	1,650.0
存貨	2,058.5	2,368.9	2,521.6	2,692.0	2,900.5
<b>流動資產總和</b>	<b>5,054.7</b>	<b>5,488.7</b>	<b>5,898.1</b>	<b>6,555.1</b>	<b>7,338.8</b>
<b>非流動資產</b>					
固定資產	899.7	1,183.6	1,389.9	1,459.5	1,568.5
土地使用權	51.2	49.7	47.3	50.6	49.5
無形資產	129.9	115.5	108.6	97.6	96.9
關聯公司收益	3.4	11.1	10.5	9.0	12.5
可供出售的金融資產	16.6	0.6	1.3	1.7	0.5
長期租賃保證金及預付款	175.6	195.0	210.5	220.0	235.0
收購固定資產之保證金	63.9	38.8	40.1	42.8	45.6
延遲所得稅資產	106.5	111.5	118.5	120.5	136.9
<b>非流動資產總和</b>	<b>1,446.7</b>	<b>1,705.8</b>	<b>1,926.7</b>	<b>2,001.7</b>	<b>2,145.4</b>
<b>總資產</b>	<b>6,501.4</b>	<b>7,194.4</b>	<b>7,824.8</b>	<b>8,556.8</b>	<b>9,484.2</b>
<b>流動負債</b>					
短期銀行借款	7.0	7.3	8.1	11.0	13.0
應付稅項	250.6	151.2	130.0	190.0	220.0
應付貿易賬款	819.1	866.0	936.0	1,100.5	1,160.8
其他應付款及應計費用	563.5	477.6	336.0	299.8	315.9
金融衍生產品	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>流動負債總和</b>	<b>1,640.2</b>	<b>1,502.0</b>	<b>1,410.1</b>	<b>1,601.3</b>	<b>1,709.7</b>
<b>非流動負債</b>					
長期銀行貸款	0.0	0.0	0.0	3.0	3.5
可換股債券	605.9	639.7	650.9	0.0	0.0
許可證應付款	4.1	0.0	0.0	0.0	0.0
延遲稅項	19.4	16.0	13.5	15.5	16.8
其他非流動資產	0.1	0.1	0.1	0.5	0.4
<b>非流動負債總和</b>	<b>629.6</b>	<b>655.9</b>	<b>664.5</b>	<b>19.0</b>	<b>20.7</b>
<b>少數股東權益</b>	<b>195.8</b>	<b>211.3</b>	<b>230.4</b>	<b>255.6</b>	<b>270.9</b>
<b>淨資產總額</b>	<b>4,035.9</b>	<b>4,825.3</b>	<b>5,519.8</b>	<b>6,680.9</b>	<b>7,482.9</b>
<b>股東權益</b>	<b>4,035.9</b>	<b>4,825.3</b>	<b>5,519.8</b>	<b>6,680.9</b>	<b>7,482.9</b>

來源：公司及招銀國際研究部



**招銀國際**  
CMB INTERNATIONAL

招商銀行全資附屬機構  
A Wholly Owned Subsidiary Of China Merchants Bank

### 現金流量表

年結：12月31日（百萬港元）	FY11	FY12	FY13E	FY14E	FY15E
<b>經營活動</b>					
稅息前收益	1,368.6	1,364.8	1,493.1	1,758.6	2,106.0
折舊及分攤	185.9	260.7	390.5	410.0	487.8
營運資本變動	(1,002.8)	(771.7)	(490.4)	(455.5)	(670.0)
存貨變動	(928.2)	(287.7)	(193.9)	(210.5)	(330.0)
應收帳及其他應收款項變動	(470.3)	(426.2)	(224.9)	(310.0)	(420.0)
應付帳及其他應付款項變動	395.7	(57.8)	(71.5)	65.0	80.0
稅務開支	(367.3)	(441.9)	(520.0)	(550.0)	(615.0)
其他	58.3	19.4	5.0	8.2	10.5
<b>經營活動所得現金淨額</b>	<b>242.6</b>	<b>431.3</b>	<b>878.2</b>	<b>1,171.3</b>	<b>1,319.3</b>
<b>投資活動</b>					
購置固定資產	(393.7)	(521.0)	(540.0)	(500.0)	(480.0)
其他	71.0	46.4	3.0	9.0	11.3
<b>投資活動所得現金淨額</b>	<b>(322.7)</b>	<b>(474.6)</b>	<b>(537.0)</b>	<b>(491.0)</b>	<b>(468.7)</b>
<b>融資活動</b>					
銀行貸款變動	(4.0)	0.0	0.8	4.9	1.9
股息	(234.8)	(301.0)	(330.9)	(395.6)	(450.9)
可換股債券發行	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
其他	(3.2)	23.7	5.0	7.0	6.0
<b>融資活動所得現金淨額</b>	<b>(242.0)</b>	<b>(277.3)</b>	<b>(325.1)</b>	<b>(383.7)</b>	<b>(443.0)</b>
<b>現金增加淨額</b>	<b>(322.0)</b>	<b>(320.6)</b>	<b>16.1</b>	<b>296.6</b>	<b>407.6</b>
<b>年初現金及現金等價物</b>	<b>2,024.2</b>	<b>1,795.7</b>	<b>1,494.8</b>	<b>1,526.5</b>	<b>1,838.1</b>
<b>外匯差額</b>	<b>93.5</b>	<b>19.7</b>	<b>15.6</b>	<b>15.0</b>	<b>22.6</b>
<b>年末現金及現金等價物</b>	<b>1,795.7</b>	<b>1,494.8</b>	<b>1,526.5</b>	<b>1,838.1</b>	<b>2,268.3</b>

來源：公司及招銀國際研究部

### 主要比率

年結：12月31日（百萬港元）	FY11	FY12	FY13E	FY14E	FY15E
<b>銷售組合</b>					
核心品牌業務	88.6%	90.3%	92.0%	92.5%	93.0%
其他品牌業務	6.2%	6.6%	6.0%	6.5%	6.0%
貼牌生產業務	5.2%	3.1%	2.0%	1.0%	1.0%
<b>總額</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>
<b>盈利能力比率</b>					
毛利率	61.1%	59.2%	59.0%	59.5%	60.5%
營業利潤率	16.0%	13.0%	12.4%	12.8%	13.2%
稅前收益率	15.4%	12.4%	11.9%	12.4%	13.0%
淨利潤率	10.9%	9.1%	8.5%	9.1%	9.5%
有效稅率	26.7%	25.4%	26.9%	25.2%	25.3%
<b>增長 (%)</b>					
收入增長	29.5%	22.8%	14.0%	14.8%	15.7%
毛利增長	38.0%	18.8%	13.7%	15.8%	17.6%
營業利潤增長	40.8%	-0.3%	9.4%	17.8%	19.8%
淨利潤增長	56.7%	2.4%	7.1%	22.0%	21.1%
<b>資產負債比率</b>					
流動比率 (x)	3.1	3.7	4.2	4.1	4.3
速動比率(x)	1.9	2.4	1.8	2.1	2.4
平均存貨周轉天數	172.1	187.9	181.4	170.5	162.1
平均應收賬款周轉天數	10.3	10.8	12.1	12.5	11.6
平均應付帳款周轉天數	76.5	71.5	66.8	66.6	65.5
總負債/ 權益比率	15.2%	13.4%	11.9%	0.2%	0.2%
淨負債/ 權益比率	-29.3%	-17.6%	-15.7%	-27.3%	-30.1%
<b>回報率</b>					
資本回報率	23.1%	19.8%	18.5%	18.7%	20.2%
資產回報率	14.4%	13.3%	13.1%	14.6%	15.9%
<b>每股數據 (港幣)</b>					
每股利潤	0.570	0.581	0.621	0.701	0.789
每股股息	0.170	0.180	0.210	0.225	0.254
每股帳面值	2.5	2.9	3.3	3.7	3.9

來源：公司及招銀國際研究部

敬請參閱尾頁之免責聲明

## 免責聲明及披露

### 分析員聲明

負責撰寫本報告的全部或部分內容之分析員，就本報告所提及的證券及其發行人做出以下聲明：(1) 發表於本報告的觀點準確地反映有關於他們個人對所提及的證券及其發行人的觀點；(2) 他們的薪酬在過往、現在和將來與發表在報告上的觀點並無直接或間接關係。

此外，分析員確認，無論是他們本人還是他們的關聯人士（按香港證券及期貨事務監察委員會操作守則的相關定義）(1) 並沒有在發表研究報告 30 日前處置或買賣該等證券；(2) 不會在發表報告 3 個工作日內處置或買賣本報告中提及的該等證券；(3) 沒有在有關香港上市公司內任職高級人員；(4) 並沒有持有有關證券的任何權益。

### 招銀證券投資評級

買入	: 股價於未來 12 個月的潛在漲幅超過 15%
持有	: 股價於未來 12 個月的潛在變幅在-15%至+15%之間
賣出	: 股價於未來 12 個月的潛在跌幅超過 15%
未評級	: 招銀國際並未給予投資評級

### 招銀國際證券有限公司

地址: 香港中環夏慤道 12 號美國銀行中心 18 樓 1803-04 室 電話: (852) 3900 0888 傳真: (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。而過去的表現亦不代表未來的表現，實際情況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，並可能會受標的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，本公司及其雇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責任。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開發佈時的判斷，可能會隨時調整，且不承諾作出任何相關變更的通知。本公司可發佈其它與本報告所載資料及/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時自行及/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，任何機構或個人於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閱，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(金融推廣)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 年證券交易法規則 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。