

达芙妮 (210 HK, HK\$6.36, 目标价: HK\$6.6, 持有) — 未来销售收入仍可持续增长但盈利能力下降

- ❖ **内地大众女鞋市场的领导者。**达芙妮为内地大众女鞋市场的领导者。公司的业务可以分为核心品牌业务、其他代理品牌业务以及贴牌生产业务。针对大众鞋类市场的核心品牌业务是公司最主要的销售来源。其他代理品牌业务主要是针对中高端的鞋类市场，且内地中高端鞋类市场的竞争非常激烈。公司正在逐渐退出贴牌生产业务，内地鞋类市场将会是公司关注的重点。
- ❖ **国内需求的刺激。**中国政府采取了一系列措施去促进城市化的进程以及人均可支配收入的提高，我们预计鞋类市场将会受益于这些刺激措施。
- ❖ **传统零售模式的改进以及经营效率的提升。**公司计划开设更多的自营店，同时关闭销售不理想的加盟店，从而提高单店的销售产出能力。我们预计2013年新开店的速度相较于去年将会有所降低，但是单店销售产出能力将会有所改善。我们预计其他代理品牌业务在今年将不会有很大的扩张，但是公司将会对其进行品牌资源的整合。
- ❖ **同店销售增长减慢。**由于2012年第三季度及第四季度的同店销售增长大幅下滑，2012财年的同店销售增长仅为9%。2013年第一季度的同店销售增长为-2.5%，我们谨慎的预测2013年总体的同店销售增长将为中位数，约为5%。
- ❖ **达芙妮集团的财务分析及估值。**我们预计2013至2015年的销售收入增长将会分别放慢至14%、14.8%及15.7%。我们同时预计2013至2015年的净利润增长分别为7.1%、22%及21.1%。我们预计2013年的资本支出为5亿4千万港元。公司目前的股价分别相当于2013及2014财年每股盈利的10.2倍及9.1倍。根据公司过去4年的平均市盈率，我们的目标价为6.6港元，相当于2013年每股盈利的10.7倍。我们的评级是持有。

财务资料

(截至12月31日)	FY11A	FY12A	FY13E	FY14E	FY15E
营业额(百万港币)	8,577	10,529	12,003	13,780	15,943
净利润(百万港币)	933	956	1,023	1,248	1,512
每股收益(港币)	0.570	0.581	0.621	0.701	0.789
每股收益变动(%)	56.6	1.94	6.97	12.79	12.63
市盈率(x)	11.17	10.95	10.24	9.08	8.06
市帐率(x)	2.58	2.17	1.9	1.7	1.63
股息率(%)	2.7	2.8	3.3	3.5	4.0
权益收益率(%)	23.1	19.8	18.5	18.7	20.2
净财务杠杆率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金

来源: 公司及招銀国际研究部

达芙妮 (210 HK)

评级	持有
收市价	HK\$6.36
目标价	HK\$6.6
市值(港币百万)	10,489
过去3月平均交易(港币百万)	38.4
52周高/低(港币)	11.3/6.31
发行股数(百万)	1649.1
主要股东	Lucky Earn Intl Ltd
来源: 彭博	

股价表现

	绝对	相对
1月	-22.5%	-15.0%
3月	-33.1%	-27.8%
6月	-39.4%	-34.9%

来源: 彭博

过去一年股价



来源: 彭博

利润表

年结：12月31日（百万港元）	FY11	FY12	FY13E	FY14E	FY15E
收入	8,576.8	10,529.1	12,003.2	13,779.6	15,942.9
核心品牌业务	7,597.1	9,508.5	11,042.9	12,746.1	14,826.9
其他品牌业务	529.6	690.9	720.2	895.7	956.6
贴牌生产业务	450.2	329.7	240.1	137.8	159.4
销售成本	(3,333.0)	(4,300.3)	(4,921.3)	(5,580.7)	(6,297.4)
毛利	5,243.8	6,228.8	7,081.9	8,198.9	9,645.5
其他收益	47.2	90.3	111.6	95.0	129.1
销售费用	(3,366.3)	(4,410.3)	(5,100.3)	(5,850.0)	(6,823.6)
行政费用	(556.0)	(544.0)	(600.1)	(685.3)	(845.0)
营运利润	1,368.6	1,364.8	1,493.1	1,758.6	2,106.0
认股权证公允价值变动	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
融资成本	(46.9)	(49.4)	(55.3)	(40.0)	(20.0)
关联收益	0.4	(8.2)	(4.6)	(9.1)	(11.5)
税前利润	1,322.1	1,307.2	1,433.2	1,709.5	2,074.5
所得税	(377.4)	(332.6)	(385.3)	(430.6)	(525.6)
税后利润	944.7	974.6	1,047.9	1,278.9	1,548.9
非控制股东利益	(11.7)	(19.1)	(24.5)	(30.5)	(36.9)
净利润	933.0	955.5	1,023.4	1,248.4	1,512.0

来源：公司及招银国际研究部

资产负债表

年结：12月31日（百万港元）	FY 11	FY 12	FY 13 E	FY 14 E	FY 15 E
流动资产					
现金及现金等价物	1,795.7	1,494.8	1,526.5	1,838.1	2,268.3
银行存款	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
应收贸易款项	274.3	346.7	450.0	495.0	520.0
预付帐款及其他应收款项	926.1	1,278.3	1,400.0	1,530.0	1,650.0
存货	2,058.5	2,368.9	2,521.6	2,692.0	2,900.5
流动资产总和	5,054.7	5,488.7	5,898.1	6,555.1	7,338.8
非流动资产					
固定资产	899.7	1,183.6	1,389.9	1,459.5	1,568.5
土地使用权	51.2	49.7	47.3	50.6	49.5
无形资产	129.9	115.5	108.6	97.6	96.9
关联公司收益	3.4	11.1	10.5	9.0	12.5
可供出售的金融资产	16.6	0.6	1.3	1.7	0.5
长期租赁保证金及预付款	175.6	195.0	210.5	220.0	235.0
收购固定资产之保证金	63.9	38.8	40.1	42.8	45.6
延迟所得税资产	106.5	111.5	118.5	120.5	136.9
非流动资产总和	1,446.7	1,705.8	1,926.7	2,001.7	2,145.4
总资产	6,501.4	7,194.4	7,824.8	8,556.8	9,484.2
流动负债					
短期银行借款	7.0	7.3	8.1	11.0	13.0
应付税项	250.6	151.2	130.0	190.0	220.0
应付贸易账款	819.1	866.0	936.0	1,100.5	1,160.8
其他应付款及应计费用	563.5	477.6	336.0	299.8	315.9
金融衍生产品	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
流动负债总和	1,640.2	1,502.0	1,410.1	1,601.3	1,709.7
非流动负债					
长期银行贷款	0.0	0.0	0.0	3.0	3.5
可换股债券	605.9	639.7	650.9	0.0	0.0
许可证应付款	4.1	0.0	0.0	0.0	0.0
延迟税项	19.4	16.0	13.5	15.5	16.8
其他非流动资产	0.1	0.1	0.1	0.5	0.4
非流动负债总和	629.6	655.9	664.5	19.0	20.7
少数股东权益	195.8	211.3	230.4	255.6	270.9
净资产总额	4,035.9	4,825.3	5,519.8	6,680.9	7,482.9
股东权益	4,035.9	4,825.3	5,519.8	6,680.9	7,482.9

来源：公司及招银国际研究部

现金流量表

年结：12月31日（百万港元）	FY11	FY12	FY13E	FY14E	FY15E
经营活动					
利息前收益	1,368.6	1,364.8	1,493.1	1,758.6	2,106.0
折旧及分摊	185.9	260.7	390.5	410.0	487.8
营运资本变动	(1,002.8)	(771.7)	(490.4)	(455.5)	(670.0)
存货变动	(928.2)	(287.7)	(193.9)	(210.5)	(330.0)
应收帐及其他应收款项变动	(470.3)	(426.2)	(224.9)	(310.0)	(420.0)
应付账及其他应付款项变动	395.7	(57.8)	(71.5)	65.0	80.0
税务开支	(367.3)	(441.9)	(520.0)	(550.0)	(615.0)
其他	58.3	19.4	5.0	8.2	10.5
经营活动所得现金净额	242.6	431.3	878.2	1,171.3	1,319.3
投资活动					
购置固定资产	(393.7)	(521.0)	(540.0)	(500.0)	(480.0)
其他	71.0	46.4	3.0	9.0	11.3
投资活动所得现金净额	(322.7)	(474.6)	(537.0)	(491.0)	(468.7)
融资活动					
银行贷款变动	(4.0)	0.0	0.8	4.9	1.9
股息	(234.8)	(301.0)	(330.9)	(395.6)	(450.9)
可换股债券发行	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
其他	(3.2)	23.7	5.0	7.0	6.0
融资活动所得现金净额	(242.0)	(277.3)	(325.1)	(383.7)	(443.0)
现金增加净额	(322.0)	(320.6)	16.1	296.6	407.6
年初现金及现金等价物	2,024.2	1,795.7	1,494.8	1,526.5	1,838.1
外汇差额	93.5	19.7	15.6	15.0	22.6
年末现金及现金等价物	1,795.7	1,494.8	1,526.5	1,838.1	2,268.3

来源：公司及招银国际研究部

主要比率

年结：12月31日（百万港元）	FY11	FY12	FY13E	FY14E	FY15E
销售组合					
核心品牌业务	88.6%	90.3%	92.0%	92.5%	93.0%
其他品牌业务	6.2%	6.6%	6.0%	6.5%	6.0%
贴牌生产业务	5.2%	3.1%	2.0%	1.0%	1.0%
总额	100%	100%	100%	100%	100%
盈利能力比率					
毛利率	61.1%	59.2%	59.0%	59.5%	60.5%
营业利润率	16.0%	13.0%	12.4%	12.8%	13.2%
税前收益率	15.4%	12.4%	11.9%	12.4%	13.0%
净利润率	10.9%	9.1%	8.5%	9.1%	9.5%
有效税率	26.7%	25.4%	26.9%	25.2%	25.3%
增长（%）					
收入增长	29.5%	22.8%	14.0%	14.8%	15.7%
毛利增长	38.0%	18.8%	13.7%	15.8%	17.6%
营业利润增长	40.8%	-0.3%	9.4%	17.8%	19.8%
净利润增长	56.7%	2.4%	7.1%	22.0%	21.1%
资产负债比率					
流动比率（x）	3.1	3.7	4.2	4.1	4.3
速动比率（x）	1.9	2.4	1.8	2.1	2.4
平均存货周转天数	172.1	187.9	181.4	170.5	162.1
平均应收账款周转天数	10.3	10.8	12.1	12.5	11.6
平均应付帐款周转天数	76.5	71.5	66.8	66.6	65.5
总负债/ 权益比率	15.2%	13.4%	11.9%	0.2%	0.2%
净负债/ 权益比率	-29.3%	-17.6%	-15.7%	-27.3%	-30.1%
回报率					
资本回报率	23.1%	19.8%	18.5%	18.7%	20.2%
资产回报率	14.4%	13.3%	13.1%	14.6%	15.9%
每股数据（港币）					
每股利润	0.570	0.581	0.621	0.701	0.789
每股股息	0.170	0.180	0.210	0.225	0.254
每股账面值	2.5	2.9	3.3	3.7	3.9

来源：公司及招银国际研究部

免责声明及披露

分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映有他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监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证券；（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证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

招银证券投资评级

买入	: 股价于未来 12 个月的潜在涨幅超过 15%
持有	: 股价于未来 12 个月的潜在变幅在-15%至+15%之间
卖出	: 股价于未来 12 个月的潜在跌幅超过 15%
未评级	: 招银国际并未给予投资评级

招银国际证券有限公司

地址: 香港中环夏慤道 12 号美国银行中心 18 楼 1803-04 室 电话: (852) 3900 0888 传真: (852) 3900 0800

招银国际证券有限公司(“招银证券”)为招银国际金融有限公司之全资附属公司(招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司)

重要披露

本报告内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。招银证券不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受标的资产表现以及其他市场因素影响。招银证券建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决定。

本报告包含的任何信息由招银证券编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视为证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的错误、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律法律责任。任何使用本报告信息所作的投资决定完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。本报告中的资料、意见、预测均反映报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报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银证券可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。

如需索取更多有关证券的信息，请与我们联系。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)2000 年英国不时修订之金融服务及市场法令 2005 年(金融推广)令(“金融服务令”)第 19(5) 条之人士及(II) 属金融服务令第 49(2) (a) 至(d) 条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，未经招银证券书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美商投资者

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规 15a-6 定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人。