

睿智投資

達芙妮 (210 HK, HK\$5.0, 目標價 : HK\$4.45, 賣出) - 下調盈利預測

- ❖ 銷售增長大幅放緩且盈利能力較弱。2013 上半年公司銷售收入同比增長 1.7%至港幣 52 億。然而,2013 上半年的經營利潤及淨利潤則同比分別下降 35.6% 和 35.7% 至港幣 4.5 億和 3.1 億。2013 上半年的毛利率和經營利潤率分別為 58.3% 和 8.7%, 分別同比下降 2.4 和 5.1 個百分點。這主要是由於以下四個因素所導致的: 1) 銷售增長大幅降低, 2) 存貨撥備的增加, 3) 核心品牌直營店的增加導致固定成本上升, 4) 2013 年第二季度公司輕微上調了產品的打折力度。
- ❖ 開店速度放緩。公司截至 2013 上半年共有 7,054 個銷售點, 比 2012 年底增加了 173 個銷售點。在 2013 上半年, 公司增加了 212 個核心品牌銷售點, 同時關閉了 39 個其他品牌銷售點。與去年同期 416 個銷售點的增加相比較, 2013 上半年新增銷售點的速度有所減慢, 與此同時資本開支與去年同期相比也下降了 59.6%。核心品牌業務的直營網點比例與 2012 年相比也上升了 1 個百分點至 86%。直營網點比例的增加毫無疑問會對經營利潤率帶來一定的壓力。現時公司也更多的側重於提高單店的效益而不是快速的擴張。我們不認為公司會在下半年提升開店的速度, 相反我們認為公司將會繼續整合表現不佳的銷售點。我們預測 2013 全年的銷售點數目將達到 7,150 間。
- ❖ 同店銷售增長錄得負增長, 且平均存貨周轉天數上升。公司在 2013 上半年錄得核心品牌的同店銷售增長為 -9.2%。這主要是由於銷售增長的放緩以及去年同期較高的基數。我們謹慎的預測 2013 下半年核心品牌業務的同店銷售增長為 6%。在同店銷售增長不理想以及整體銷售增長放緩的情況下, 公司 2013 上半年的平均存貨周轉天數為 209 天, 與 2012 年相比上升了 7 天。
- ❖ 公司評級降為賣出。我們把 2013-15 財年的淨利潤預測分別降低 6.2%, 16.3% 和 13.7% 至港幣 7.2 億、7.4 億及 8.6 億。公司目前的股價相當於 2014 財年市盈率的 12.0 倍。我們將公司的評級降為賣出。調整後的目標價為港幣 4.45, 相等於 2014 財年 10.7 倍的市盈率, 同時也是公司過去 4 年的平均市盈率。

財務資料

(截至 12 月 31 日)	FY11A	FY12A	FY13E	FY14E	FY15E
營業額 (港幣百萬元)	8,577	10,529	11,003	11,773	12,750,
淨利潤 (港幣百萬元)	933	956	721	742	860
每股收益 (港幣)	0.570	0.581	0.438	0.416	0.449
每股收益變動 (%)	56.6	1.94	(24.59)	(4.90)	7.83
市盈率(x)	8.8	8.6	11.4	12.0	11.1
市帳率(x)	2.0	1.7	1.5	1.4	1.4
股息率 (%)	3.4	3.6	2.7	2.6	2.7
權益收益率 (%)	23.1	19.8	13.5	11.5	12.1
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	賣出
收市價(港幣)	5.00
目標價(港幣)	4.45
市值(港幣百萬)	8,262
過去 3 月平均交易 (港幣百萬)	31.99
52 周高/低 (港幣)	11.3/4.8
發行股數 (百萬股)	1649.1
主要股東 Lucky Earn Intl Ltd	(43.3%)

來源：彭博

股價表現

	絕對	相對
1 月	-9.9%	-8.9%
3 月	28.9%	-26.7%
6 月	-46.3%	-43.0%

來源：彭博

過去一年股價



利潤表

年結：12月31日（百萬港元）	FY11	FY12	FY13E	FY14E	FY15E
收入	8,576.8	10,529.1	11,002.9	11,773.1	12,750.3
核心品牌業務	7,597.1	9,508.5	10,078.7	10,890.1	11,768.5
其他品牌業務	529.6	690.9	693.2	777.0	867.0
貼牌生產業務	450.2	329.7	231.1	106.0	114.8
銷售成本	(3,333.0)	(4,300.3)	(4,765.9)	(5,225.6)	(5,650.9)
毛利	5,243.8	6,228.8	6,237.0	6,547.5	7,099.4
其他收益	47.2	90.3	40.3	60.0	73.5
銷售費用	(3,366.3)	(4,410.3)	(4,699.3)	(4,980.5)	(5,350.8)
行政費用	(556.0)	(544.0)	(520.8)	(540.9)	(580.5)
營運利潤	1,368.6	1,364.8	1,057.2	1,086.1	1,241.6
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)	(45.0)	(30.0)
關聯收益	0.4	(8.2)	(4.6)	(5.5)	(7.1)
稅前利潤	1,322.1	1,307.2	997.3	1,035.6	1,204.5
所得稅	(377.4)	(332.6)	(251.3)	(263.0)	(307.1)
稅後利潤	944.7	974.6	746.0	772.6	897.3
非控制股東利益	(11.7)	(19.1)	(24.5)	(30.5)	(36.9)
淨利潤	933.0	955.5	721.5	742.1	860.4

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
流動資產					
現金及現金等價物	1,795.7	1,494.8	1,508.3	1,672.5	2,099.7
銀行存款	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
應收貿易款項	274.3	346.7	554.2	485.6	515.9
預付帳款及其他應收款項	926.1	1,278.3	1,420.9	1,500.4	1,580.9
存貨	2,058.5	2,368.9	2,879.9	2,760.6	2,950.8
流動資產總和	5,054.7	5,488.7	6,363.3	6,419.1	7,147.3
非流動資產					
固定資產	899.7	1,183.6	1,410.6	1,459.5	1,568.5
土地使用權	51.2	49.7	54.5	50.6	49.5
無形資產	129.9	115.5	120.5	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	215.9	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	125.6	136.9
非流動資產總和	1,446.7	1,705.8	1,971.9	2,006.8	2,145.4
總資產	6,501.4	7,194.4	8,335.2	8,425.8	9,292.7
流動負債					
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	1,482.0	1,219.5	1,349.2
其他應付款及應計費用	563.5	477.6	470.5	299.8	315.9
金融衍生產品	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
流動負債總和	1,640.2	1,502.0	2,090.6	1,720.3	1,898.1
非流動負債					
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	664.2	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
非流動負債總和	629.6	655.9	677.8	19.0	20.7
少數股東權益	195.8	211.3	230.5	255.6	270.9
淨資產總額	4,035.9	4,825.3	5,336.3	6,430.9	7,103.0
股東權益	4,035.9	4,825.3	5,336.3	6,430.9	7,103.0

來源：公司及招銀國際研究部

現金流量表

年結：12月31日（百萬港元）	FY11	FY12	FY13E	FY14E	FY15E
經營活動					
稅息前收益	1,368.6	1,364.8	1,057.2	1,086.1	1,241.6
折舊及分攤	185.9	260.7	390.5	440.6	495.6
營運資本變動	(1,002.8)	(771.7)	(453.1)	(364.0)	(291.5)
存貨變動	(928.2)	(287.7)	(193.9)	(150.0)	(161.0)
應收帳及其他應收款項變動	(470.3)	(426.2)	(336.8)	(279.0)	(210.5)
應付帳及其他應付款項變動	395.7	(57.8)	77.6	65.0	80.0
稅務開支	(367.3)	(441.9)	(490.0)	(511.6)	(520.0)
其他	58.3	19.4	5.0	8.2	10.5
經營活動所得現金淨額	242.6	431.3	509.6	659.3	936.2
投資活動					
購買固定資產	(393.7)	(521.0)	(230.5)	(220.5)	(205.9)
其他	71.0	46.4	3.0	9.0	6.0
投資活動所得現金淨額	(322.7)	(474.6)	(227.5)	(211.5)	(199.9)
融資活動					
銀行貸款變動	(4.0)	0.0	0.8	4.9	1.9
股息	(234.8)	(301.0)	(290.0)	(310.5)	(339.6)
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
融資活動所得現金淨額	(242.0)	(277.3)	(284.2)	(298.6)	(331.7)
現金增加淨額	(322.0)	(320.6)	(2.1)	149.2	404.6
年初現金及現金等價物	2,024.2	1,795.7	1,494.8	1,508.3	1,672.5
外匯差額	93.5	19.7	15.6	15.0	22.6
年末現金及現金等價物	1,795.7	1,494.8	1,508.3	1,672.5	2,099.7

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
銷售組合					
核心品牌業務	88.6%	90.3%	91.6%	92.5%	92.3%
其他品牌業務	6.2%	6.6%	6.3%	6.6%	6.8%
貼牌生產業務	5.2%	3.1%	2.1%	0.9%	0.9%
總額	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%
盈利能力比率					
毛利率	61.1%	59.2%	56.7%	55.6%	55.7%
營業利潤率	16.0%	13.0%	9.6%	9.2%	9.7%
稅前收益率	15.4%	12.4%	9.1%	8.8%	9.4%
淨利潤率	10.9%	9.1%	6.6%	6.3%	6.7%
有效稅率	26.7%	25.4%	25.2%	25.4%	25.5%
增長 (%)					
收入增長	29.5%	22.8%	4.5%	7.0%	8.3%
毛利增長	38.0%	18.8%	0.1%	5.0%	8.4%
營業利潤增長	40.8%	-0.3%	-22.5%	2.7%	14.3%
淨利潤增長	56.7%	2.4%	-24.5%	2.9%	16.0%
資產負債比率					
流動比率 (x)	3.1	3.7	3.0	3.7	3.8
速動比率 (x)	1.8	2.1	1.7	2.1	2.2
平均存貨周轉天數	172.1	187.9	201.0	197.0	184.5
平均應收賬款周轉天數	10.3	10.8	14.9	16.1	14.3
平均應付帳款周轉天數	76.5	71.5	89.9	94.3	83.0
總負債 / 權益比率	15.2	13.4	12.6	0.2	0.2
淨負債 / 權益比率	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金
回報率					
資本回報率	23.1%	19.8%	13.5%	11.5%	12.1%
資產回報率	14.4%	13.3%	8.7%	8.8%	9.3%
每股數據（港幣）					
每股利潤	0.570	0.581	0.438	0.416	0.449
每股股息	0.170	0.180	0.134	0.132	0.136
每股帳面值	2.5	2.9	3.2	3.6	3.7

來源：公司及招銀國際研究部

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-10% 至+15% 之間
賣出	: 股價於未來 12 個月的潛在跌幅超過 10%
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。