

达芙妮 (210 HK, HK\$3.84, 目标价:HK\$5.0, 买入) - 期望 2015 下半年盈利能力得到改善

- ❖ **2014 天猫商城“双十一”女鞋销售单店第一。**达芙妮官方旗舰店在 2014 天猫商城“双十一”购物节当天的销售位居女鞋销售单店第一。虽然网络销售有助于清理存货以及促进销售收入的增长,但是网络销售的优异表现毫无疑问会给实体店的销售带来一定的负面影响。除此之外,部分常规价格为人民币 499 元每双的冬季靴子在天猫“双十一”购物节当天的价格低至人民币 299 元每双,较大力度的折扣毫无疑问会对盈利带来负面影响。我们预测公司 2014 全年的毛利率、经营利润率和净利率分别为 53.0%、3.4% 和 2.3%,按年下降 2.9 个百分点、1.6 个百分点和 0.9 个百分点。我们预测公司盈利能力的下降主要是由于 2014 存货清理力度较大同时公司也面临较大的经营费用压力。我们预测公司的存货清理行动将会持续至 2015 上半年。
- ❖ **2014 三季度同店销售按年有所增长。**2014 年一至三季度,公司核心品牌的同店销售按年倒退 1.8%,核心品牌店铺数为 6,311 间。然而,2014 第三季度核心品牌的同店销售却按年录得 6.3% 的增长。我们认为第三季度同店销售的改善主要是受到去年同期基数较低且公司持续大规模的清理存货的影响。公司在 2013 以及 2014 上半年不断整合旗下品牌的店铺资源,关闭持续亏损的店铺及不断提高现有店铺的经营效率。我们认为公司旗下品牌店铺资源的整合将在 2014 年底完成。我们预测 2014 全年公司的核心品牌店铺总数将实现净增长 100 间。我们同时预测 2014 下半年的同店销售增长为 4%。
- ❖ **预计公司业务在 2015 年下半年将有好转。**虽受到存货清理的影响,我们认为 2014 下半年至 2015 上半年公司的销售收入将会有一定的增长。然而存货清理却也会相应地减弱公司的盈利能力。公司现阶段在不断加大投入以提高产品市场形象、带动销售收入的增长同时提高公司未来的盈利能力。我们预计 2015 下半年公司的盈利能力以及旗下店铺的经营效率都会有比较明显的改善。除此而外,我们预测 2015 年的毛利率和净利率分别为 55.0% 和 4.5%,分别按年上升 2 个百分点和 2.2 个百分点。
- ❖ **维持买入评级。**我们预测公司 2014、2015 和 2016 财年的净利润分别为港币 2.5 亿、5.3 亿和 9.0 亿。公司目前的股价相当于 2015 财年和 2016 财年每股预测盈利的 13.8 倍和 8.1 倍。我们维持达芙妮「买入」评级。目标价为港币 5.0 元,相当于 2015 财年 18.0 倍的市盈率,同时也是公司过去 4 年的平均市盈率。

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY 12	FY 13	FY 14E	FY 15E	FY 16E
营业额 (港币百万元)	10,529	10,447	10,770	11,702	12,811
净利润 (港币百万元)	956	329	248	528	900
每股收益 (港币)	0.581	0.200	0.150	0.278	0.474
每股收益变动 (%)	1.86	(65.62)	(24.68)	84.93	70.53
市盈率 (x)	6.61	19.24	25.54	13.81	8.10
市帐率 (x)	1.31	1.26	1.20	1.26	1.14
股息率 (%)	4.7	2.1	1.4	2.2	5.7
权益收益率 (%)	19.8	6.5	4.7	9.1	14.1
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	买入
收市价(港币)	3.84
目标价(港币)	5.0
市值(港币百万)	6,333
过去 3 月平均交易(港币百万)	19.90
52 周高/低(港币)	4.64/2.64
发行股数(百万股)	1,649.1
主要股东	Lucky Earn Intl Ltd (24.3%)

来源:彭博

股价表现

	绝对	相对
1 月	1.6%	-1.7%
3 月	8.5%	14.6%
6 月	26.9%	21.1%

来源:彭博

过去一年股价



来源:彭博

利潤表

年結：12月31日（百萬港元）	FY12	FY13	FY14E	FY15E	FY16E
收入	10,529	10,447	10,770	11,702	12,811
核心品牌業務	9,508	9,402	9,731	10,607	11,636
其他品牌業務	691	731	804	884	977
貼牌生產業務	330	313	235	212	199
銷售成本	(4,300)	(4,608)	(5,062)	(5,266)	(5,573)
毛利	6,229	5,838	5,708	6,436	7,238
其他收益	90	36	50	60	61
銷售費用	(4,410)	(4,875)	(4,900)	(5,200)	(5,490)
行政費用	(544)	(480)	(495)	(539)	(560)
營運利潤	1,365	520	363	757	1,249
認股權證公允價值變動	0	0	0	0	0
融資成本	(49)	(53)	(42)	(44)	(41)
關聯收益	(8)	(3)	(2)	1	2
稅前利潤	1,307	464	319	715	1,210
所得稅	(333)	(130)	(67)	(179)	(303)
稅後利潤	975	334	252	536	908
非控制股東利益	(19)	(5)	(4)	(8)	(8)
淨利潤	956	329	248	528	900

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）	FY12	FY13	FY14E	FY15E	FY16E
流動資產					
現金及現金等价物	1,495	699	676	920	1,365
銀行存款	0	37	10	25	90
應收貿易款項	347	366	486	510	530
預付帳款及其他應收款項	1,355	1,604	1,712	1,750	1,770
存貨	2,369	2,643	2,700	2,750	2,500
其他	0	742	900	700	760
流動資產總和	5,566	6,091	6,484	6,655	7,015
非流動資產					
固定資產	1,184	1,188	1,300	1,400	1,550
土地使用權	50	55	55	50	53
無形資產	115	85	87	97	93
關聯公司收益	11	8	9	13	14
可供出售的金融資產	1	0	0	1	1
長期租賃保證金及預付款	195	183	181	176	182
收購固定資產之保證金	39	62	210	46	65
延遲所得稅資產	111	151	131	137	250
其他	0	0	50	0	12
非流動資產總和	1,706	1,731	2,023	1,918	2,219
總資產	7,271	7,822	8,507	8,572	9,234
流動負債					
短期銀行借款	7	117	170	250	230
應付稅項	151	25	40	105	132
應付貿易賬款	866	1,126	1,520	1,530	1,575
其他應付款及應計費用	555	589	625	650	665
金融衍生產品	0	1	0	0	0
可換股債券	0	689	671	0	0
流動負債總和	1,579	2,548	3,026	2,535	2,602
非流動負債					
長期銀行貸款	0	0	0	0	0
可換股債券	640	0	0	0	0
許可證應付款	0	0	0	0	0
延遲稅項	16	24	37	21	45
其他非流動負債	0	0	1	0	1
非流動負債總和	656	24	38	21	46
少數股東權益	211	206	185	215	205
淨資產總額	4,825	5,044	5,258	5,801	6,381
股東權益	4,825	5,044	5,258	5,801	6,381

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）	FY12	FY13	FY14E	FY15E	FY16E
經營活動					
稅息前收益	1,365	520	363	757	1,249
折舊及分攤	261	313	340	380	415
營運資本變動	(772)	(155)	130	(35)	270
存貨變動	(288)	(206)	(50)	(45)	230
應收帳及其他應收款項變動	(426)	(207)	(210)	(50)	(40)
應付帳及其他應付款項變動	(58)	257	390	60	80
稅務開支	(442)	(288)	(190)	(150)	(300)
其他	19	42	(50)	(102)	(150)
經營活動所得現金淨額	431	433	593	850	1,484
投資活動					
購置固定資產	(521)	(344)	(400)	(360)	(395)
其他	46	(743)	(180)	(150)	(195)
投資活動所得現金淨額	(475)	(1,088)	(580)	(510)	(590)
融資活動					
銀行貸款變動	0	110	53	70	(20)
股息	(301)	(251)	(85)	(190)	(400)
可換股債券發行	0	0	0	0	0
其他	24	(24)	(19)	6	(50)
融資活動所得現金淨額	(277)	(165)	(51)	(114)	(470)
現金增加淨額	(321)	(820)	(38)	226	424
年初現金及現金等價物	1,796	1,495	699	676	920
外匯差額	20	25	15	17	21
年末現金及現金等價物	1,495	699	676	920	1,365

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）	FY12	FY13	FY14E	FY15E	FY16E
銷售組合					
核心品牌業務	90.3%	90.0%	90.4%	90.6%	90.8%
其他品牌業務	6.6%	7.0%	7.5%	7.6%	7.6%
貼牌生產業務	3.1%	3.0%	2.2%	1.8%	1.6%
總額	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%
盈利能力比率					
毛利率	59.2%	55.9%	53.0%	55.0%	56.5%
營業利潤率	13.0%	5.0%	3.4%	6.5%	9.8%
稅前收益率	12.4%	4.4%	3.0%	6.1%	9.4%
淨利潤率	9.1%	3.2%	2.3%	4.5%	7.0%
有效稅率	25.4%	28.0%	21.0%	25.0%	25.0%
增長					
收入增長	22.8%	-0.8%	3.1%	8.7%	9.5%
毛利增長	18.8%	-6.3%	-2.2%	12.8%	12.5%
營業利潤增長	-0.3%	-61.9%	-30.2%	108.7%	65.0%
淨利潤增長	2.4%	-65.6%	-24.7%	112.9%	70.5%
資產負債比率					
流動比率 (x)	3.5	2.4	2.1	2.6	2.7
速動比率 (x)	2.0	1.4	1.3	1.5	1.7
平均存貨周轉天數	187.9	198.5	192.6	188.9	171.9
平均應收賬款周轉天數	10.8	12.4	14.4	15.5	14.8
平均應付帳款周轉天數	71.5	78.9	95.4	105.7	101.7
總負債/ 權益比率 (%)	13.4	2.3	3.2	4.3	3.6
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	19.8%	6.5%	4.7%	9.1%	14.1%
資產回報率	13.1%	4.2%	2.9%	6.2%	9.7%
每股數據（港幣）					
每股利潤	0.581	0.200	0.150	0.278	0.474
每股股息	0.180	0.080	0.055	0.085	0.220
每股帳面值	2.932	3.059	3.188	3.055	3.361

來源：公司及招銀國際研究部

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关于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-10%至+15%之间
卖出	: 股价于未来 12 个月的潜在跌幅超过 10%
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

本报告期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风险。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国投资者

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。