

達芙妮 (210 HK, HK\$3.84, 目標價:HK\$5.0, 買入) - 期望 2015 下半年盈利能力得到改善

- ❖ **2014 天貓商城“雙十一”女鞋銷售單店第一。**達芙妮官方旗艦店在 2014 天貓商城“雙十一”購物節當天的銷售位居女鞋銷售單店第一。雖然網路銷售有助於清理存貨以及促進銷售收入的增長,但是網路銷售的優異表現毫無疑問會給實體店的銷售帶來一定的負面影響。除此之外,部分常規價格為人民幣 499 元每雙的冬季靴子在天貓“雙十一”購物節當天的價格低至人民幣 299 元每雙,較大力度的折扣毫無疑問會對盈利帶來負面影響。我們預測公司 2014 全年的毛利率、經營利潤率和淨利率分別為 53.0%、3.4% 和 2.3%, 按年下降 2.9 個百分點、1.6 個百分點和 0.9 個百分點。我們預測公司盈利能力的下降主要是由於 2014 存貨清理力度較大同時公司也面臨較大的經營費用壓力。我們預測公司的存貨清理行動將會持續至 2015 上半年。
- ❖ **2014 三季度同店銷售按年有所增長。**2014 年一至三季度,公司核心品牌的同店銷售按年倒退 1.8%, 核心品牌店鋪數為 6,311 間。然而,2014 第三季度核心品牌的同店銷售卻按年錄得 6.3% 的增長。我們認為第三季度同店銷售的改善主要是受到去年同期基數較低且公司持續大規模的清理存貨的影響。公司在 2013 以及 2014 上半年不斷整合旗下品牌的店鋪資源,關閉持續虧損的店鋪及不斷提高現有店鋪的經營效率。我們認為公司旗下品牌店鋪資源的整合將在 2014 年底完成。我們預測 2014 全年公司的核心品牌店鋪總數將實現淨增長 100 間。我們同時預測 2014 下半年的同店銷售增長為 4%。
- ❖ **預計公司業務在 2015 下半年將有好轉。**雖受到存貨清理的影響,我們認為 2014 下半年至 2015 上半年公司的銷售收入將會有一定的增長。然而存貨清理卻也會相應地減弱公司的盈利能力。公司現階段在不斷加大投入以提高產品市場形象、帶動銷售收入的增長同時提高公司未來的盈利能力。我們預計 2015 下半年公司的盈利能力以及旗下店鋪的經營效率都會有比較明顯的改善。除此而外,我們預測 2015 年的毛利率和淨利率分別為 55.0% 和 4.5%, 分別按年上升 2 個百分點和 2.2 個百分點。
- ❖ **維持買入評級。**我們預測公司 2014、2015 和 2016 財年的淨利潤分別為港幣 2.5 億、5.3 億和 9.0 億。公司目前的股價相當於 2015 財年和 2016 財年每股預測盈利的 13.8 倍和 8.1 倍。我們維持達芙妮「買入」評級。目標價為港幣 5.0 元,相當於 2015 財年 18.0 倍的市盈率,同時也是公司過去 4 年的平均市盈率。

達芙妮 (210 HK)

評級	買入
收市價(港幣)	3.84
目標價(港幣)	5.0
市值(港幣百萬)	6,333
過去 3 月平均交易(港幣百萬)	19.90
52 周高/低(港幣)	4.64/2.64
發行股數(百萬股)	1,649.1
主要股東	Lucky Earn Intl Ltd (24.3%)

來源:彭博

股價表現

	絕對	相對
1 月	1.6%	-1.7%
3 月	8.5%	14.6%
6 月	26.9%	21.1%

來源:彭博

過去一年股價

來源:彭博

財務資料

(截至 12 月 31 日)	FY 12	FY 13	FY 14E	FY 15E	FY 16E
營業額(港幣百萬元)	10,529	10,447	10,770	11,702	12,811
淨利潤(港幣百萬元)	956	329	248	528	900
每股收益(港幣)	0.581	0.200	0.150	0.278	0.474
每股收益變動(%)	1.86	(65.62)	(24.68)	84.93	70.53
市盈率(x)	6.61	19.24	25.54	13.81	8.10
市帳率(x)	1.31	1.26	1.20	1.26	1.14
股息率(%)	4.7	2.1	1.4	2.2	5.7
權益收益率(%)	19.8	6.5	4.7	9.1	14.1
淨財務杠杆率(%)	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

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	: 股價于未來 12 個月的潛在漲幅超過 15%
持有	: 股價于未來 12 個月的潛在變幅在-10%至+15%之間
賣出	: 股價于未來 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: 香港中環夏愨道 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。而過去的表现亦不代表未來的表现，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士。