达芙妮（210）

公司研究

买入

2014 年 8 月 22 日

同店销售有所好转，清库进展符合预期，调升评级至买入

- **14 年中期销售额同比微跌 1.7%，净利润同比下滑 44.5%:**公司中期的销售额同比微跌 1.7%至 50.1 亿港元。净利润则同比下降 44.5%至 1.7 亿港元。上半年核心品牌的同店销售同比倒退 5.5%（1Q 及 2Q 分别倒退 9.5%及 2.4%），平均售价亦同比下滑 5.5%至 183 元人民币。期内，其他品牌业务的毛利率提升 3.2 个百分点，亏损亦大幅缩窄 79%至 8 千 5 百万元，主要是基于店铺渠道调整已进展至稳定阶段，及产品组合的改善。期内电商销售额同比增长 170%。
- **同店销售好转，库存清理进展符合预期：**7-8 月中的同店增速同比持平，但预计成交价格仍将下跌，主要是由于去年同期的促销力度较小导致库存增加，三季度清库压力仍较大，但公司整体的清库进展符合预期（年初我们预期需时 12 个月将整体的库存提升至健康水平）。目前公司与唯品会的合作也正积极展开（清库为主）。另一方面，公司于今年上半年出现存货拨备回拨 2 千 9 百万港元，相信旧货清理已一定程度见效。
- **下半年展望：**1）预计下半年同店增速将较上半年好转，不仅受低效门店关闭的推动，更多的来自大型活动辅助（如 8 月份牵手众多代言人的演唱会，消费者可于天猫网上购买现金券兑换门票，公司亦与 5 家视频网站合作进行在线放送），相信会对下半年销量起一定推动作用。2）虽然上半年核心品牌的毛利率同比下滑 2.2 个百分点至 56.0%，主要是由于旧品清库力度较大，新品毛利率仍维持稳定，相信经过一定的清库阵痛期，及同店销售的好转，料毛利率有望逐渐回稳。3）预计全年核心品牌净增门店 100-150 家，门店整合仍将继续，但大部分已于去年底完成，未来关店数量会逐渐减少，而租金压力释放亦将于明年进一步体现，唯预计广告费用占比将增至 2%。4）料全年电商销售贡献介乎 1%-2%。
- **目标价 4.5 港元，调升评级至买入：**我们相信在平均售价下跌的情况下同店增速仍有改善可见销量恢复态势良好，亦可视为公司广告营销策略的奏效，及清库进展理想的体现。我们认为公司进入估值修复的上升通道，调升公司目标价至 4.5 港元，相当于 15 年 17.5 倍市盈率，较早前收市价有 15.7%的上升空间，调升评级至买入。

程成
852-25321960
Tracy.cheng@firstshanghai.com.hk

主要数据

行业	服饰鞋类
股价	3.89 港元
目标价	4.5 港元（+15.7%）
股票代码	210
已发行股本	16.49 亿股
市值	64.15 亿港元
52 周高/低	5.82/2.64 港元
每股净现值	3.07 港元
主要股东	Lucky Earn Intl Ltd(24.3%)

盈利摘要

截止12月31日财政年度	2012实际	2013实际	2014预测	2015预测	2016预测
收入（百万港元）	10529	10447	10732	11659	12809
变动（%）	*22.8%*	*-0.8%*	*2.7%*	*8.6%*	*9.9%*
营运收入（百万港元）	1365	520	537	632	747
变动（%）	*-0.3%*	*-61.9%*	*3.2%*	*17.7%*	*18.2%*
经常性损益	955.7	329.1	352.0	420.3	503.2
变动（%）	*2.4%*	*-65.6%*	*7.0%*	*19.4%*	*19.7%*
净利润（百万港元）	956	329	352	420	503
每股收益（港元）	0.58	0.20	0.21	0.25	0.31
变动（%）	*2.0%*	*-65.6%*	*7.0%*	*19.4%*	*19.7%*
市盈率（倍）	7	19	18	15	13
每股派息（港元）	0.18	0.08	0.06	0.08	0.09
息率（%）	4.66	2.07	1.65	1.98	2.37

来源：公司资料，第一上海预测

股价表现

来源：彭博

附录 1：主要财务报表

损益表

〈港元〉〈百万〉，财务年度截至〈12月〉

	2012年 实际	2013年 实际	2014年 预测	2015年 预测	2016年 预测
收入	10,529.1	10,446.5	10,732.4	11,658.7	12,808.9
毛利	6,228.8	5,838.3	6,064.0	6,612.8	7,305.1
其他业务收入	110.1	94.5	96.6	104.9	115.3
销售及管理费用	(4,954.2)	(5,354.4)	(5,602.3)	(6,062.5)	(6,647.8)
其他收入	(19.8)	(58.3)	(21.5)	(23.3)	(25.6)
营运收入	1,364.9	520.2	536.8	631.9	747.0
财务开支	(49.4)	(52.6)	(54.7)	(56.9)	(59.1)
联营公司	(8.2)	(3.2)	(3.2)	(3.2)	(3.2)
衍生金融工具公平值亏损	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
税前盈利	1,307.3	464.4	478.9	571.9	684.7
所得税	(332.6)	(130.1)	(119.7)	(143.0)	(171.2)
少数股东应占利润	19.1	5.2	7.2	8.6	10.3
净利润	955.7	329.1	352.0	420.3	503.2
经常性损益净利润	955.7	329.1	352.0	420.3	503.2
折旧及摊销	260.7	312.9	348.3	408.3	483.3
EBITDA	1,625.6	833.1	885.1	1,040.2	1,230.3
增长					
总收入（%）	22.8%	-0.8%	2.7%	8.6%	9.9%
营运收入（%）	-0.3%	-61.9%	3.2%	17.7%	18.2%
净利润（%）	2.4%	-65.6%	7.0%	19.4%	19.7%
经常性损益净利润（%）	2.4%	-65.6%	7.0%	19.4%	19.7%

财务分析

	2012年 实际	2013年 实际	2014年 预测	2015年 预测	2016年 预测
盈利能力					
毛利率（%）	59.2%	55.9%	56.5%	56.7%	57.0%
EBIT 利率（%）	13.0%	5.0%	5.0%	5.4%	5.8%
EBITDA 利率（%）	15.4%	8.0%	8.2%	8.9%	9.6%
净利率(%)	9.1%	3.2%	3.3%	3.6%	3.9%
营运表现					
SG&A/收入(%)	47.1%	51.3%	52.2%	52.0%	51.9%
实际税率（%）	25.4%	28.0%	25.0%	25.0%	25.0%
股息支付率（%）	31.0%	40.1%	30.0%	30.0%	30.0%
库存周转	188	198	199	195	192
应付账款天数	72	79	74	74	74
应收账款天数	11	12	13	12	12
财务状况					
负债/资产	0.31	0.33	0.29	0.33	0.29
收入/总资产	2.90	1.45	1.42	1.40	1.52
总资产/股本	1.51	1.55	1.47	1.55	1.47

资产负债表

〈港元〉〈百万〉，财务年度截至〈12月〉

	2012年 实际	2013年 实际	2014年 预测	2015年 预测	2016年 预测
现金	1,494.8	699.3	1,359.3	1,024.2	1,628.9
应收账款	1,702.0	1,969.4	1,453.9	2,238.1	1,818.1
存货	2,368.9	2,642.9	2,459.2	2,937.5	2,856.0
其他流动资产	0.0	779.2	779.2	779.2	779.2
总流动资产	5,565.7	6,090.9	6,051.7	6,979.0	7,082.3
固定资产	1,183.6	1,187.7	1,246.8	1,346.0	1,370.1
无形资产	115.5	84.9	79.3	73.6	68.0
土地使用权	49.7	54.5	52.7	50.9	49.1
长期投资及其他	357.0	404.4	404.4	404.4	404.4
总资产	7,271.4	7,822.3	7,834.8	8,853.8	8,973.8
短期负债					
应付帐款	1,420.5	1,715.2	1,357.4	1,963.6	1,658.8
短期银行贷款	7.3	117.0	50.0	100.0	100.0
其他短期负债	151.2	715.8	841.7	841.7	841.7
总短期负债	1,579.0	2,548.0	2,249.1	2,905.3	2,600.4
长期银行贷款	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
其他负债	655.9	24.5	24.5	24.5	24.5
总负债	2,234.9	2,572.5	2,273.5	2,929.7	2,624.9
少数股东权益	211.3	206.1	213.3	221.9	232.1
股东权益	4,825.3	5,043.7	5,348.0	5,702.2	6,116.8

现金流量表

〈港元〉〈百万〉，财务年度截至〈12月〉

	2012年 实际	2013年 实际	2014年 预测	2015年 预测	2016年 预测
EBITDA	1,625.6	833.1	885.1	1,040.2	1,230.3
营运资金变动前溢利	1,644.8	875.4	875.3	1,021.2	1,215.9
营运资金变化	873.2	720.5	1,342.6	364.9	1,412.5
所得税	(332.6)	(130.1)	(119.7)	(143.0)	(171.2)
营运现金流	431.2	432.6	1,222.8	222.0	1,241.3
资本开支	(521.0)	(343.3)	(400.0)	(500.0)	(500.0)
其他投资活动	43.0	(4.3)	9.8	19.0	14.3
投资活动现金流	(478.0)	(347.7)	(390.2)	(481.0)	(485.7)
负债变化	0.0	117.0	(67.0)	50.0	0.0
股本变化	0.0	(9.2)	0.0	0.0	0.0
股息	(296.5)	(247.4)	(105.6)	(126.1)	(151.0)
其他融资活动	(25.9)	(32.8)	0.0	0.0	0.0
融资活动现金流	(277.3)	(165.1)	(172.6)	(76.1)	(151.0)
现金变化	(320.6)	(820.1)	660.0	(335.1)	604.7
汇率变化	19.7	24.7	0.0	0.0	0.0
期初持有现金	1,795.7	1,494.8	699.3	1,359.3	1,024.2
期末持有现金	1,494.8	699.3	1,359.3	1,024.2	1,628.9

数据来源：公司资料、第一上海预测

本报告不可对加拿大、日本、美国地区及美国国籍人士发放

第一上海证券有限公司
香港中环德辅道中 71 号
永安集团大厦 19 楼
电话: (852) 2522-2101
传真: (852) 2810-6789

本报告由第一上海证券有限公司(“第一上海”)编制并只作私人一般阅览。未经第一上海书面批准，不得复印、节录，也不得以任何方式引用、转载或传送本报告之任何内容。本报告所载的内容、数据、数据、工具及材料只提供给阁下作参考之用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的邀请或要约或构成对任何人的投资建议。阁下不应依赖本报告中的任何内容作出任何投资决定。本报告的内容并未有考虑到个别的投资者的投资取向、财务情况或任何特别需要。阁下应根据本身的投资目标、风险评估、财务及税务状况等因素作出本身的投资决策。

本报告所载资料来自第一上海认为可靠的来源取得，但第一上海不能保证其准确、正确或完整，而第一上海或其关联人士不会对因使用/参考本报告的任何内容或数据而引致的任何损失而负上任何责任。第一上海或其关联人士可能会因应不同的假设或因素发出其它与本报告不一致或有不同结论的报告或评论或投资决策。本报告所载内容如有任何更改，第一上海不作另行通知。第一上海或其关联人士可能会持有本报告内所提及到的证券或投资项目，或提供有关该证券或投资项目的证券服务。

在若干国家或司法管辖区，分发、发行或使用本报告可能会抵触当地法律、规定或其他注册/发牌的规例。本报告不是旨在向该等国家或司法管辖区的任何人或单位分发或由其使用。

©2014 第一上海证券有限公司 版权所有。保留一切权利。