

## 買入

2008年08月27日

### 08 年中期業績理想，重申買入評級

- **08 年中期業績與預期相符：**達芙妮 08 年上半年銷售收入增長 34%至 23.5 億元，經營利潤增長 44.3%至 3.6 億元，淨利潤增長 40.1%至 2.5 億元，每股盈利達到 0.16 元港元，整體盈利情況理想。
- **達芙妮業務經營利潤大副增長 76.8%：**公司達芙妮業務在 08 年中期錄得了不錯的增長，收入同比增長了 39%。增長的主要原因是：1、門店數目增長 9%至 2586 間；2、單價提升了 10.1%至 207 元人民幣；3、同店增長率 16%。另外，此業務經營利潤大副增長 76.8%。
- **鞋櫃業務增長強勁：**公司鞋櫃業務 08 上半年錄得 124%的增長，銷售收入達到 2.6 億元，毛利率提升 4.7 個百分點至 58.4%，經營利潤率提升 8 個百分點至 11.3%。
- **阿迪達斯業務和耐克經營利潤下降至 610 萬元：**公司阿迪達斯和耐克業務收入同比增長 43.8%至 1.8 億元，毛利率微降 3.8 個百分點至 45.6%，經營利潤下降 56.1%至 610 萬元。
- **成為 AREZZO 品牌、Soft 品牌的中國區代理商：**公司今年 4 月成為 AREZZO 以及 Soft 品牌在中國的代理商。期內，開設了 2 間及 3 間銷售點。
- **維持 7.05 港元目標價，重申買入評級：**我們預測公司 07-10 年每股收益的複合年均增長率可達到 31.0%，我們按照 PE 法為其估值，最終維持其 7.05 港元目標價格，此價格相當於 08 年每股收益的 20 倍，我們重申買入評級。

★1 港元=0.90 人民幣

**王柏俊, Patrick**

852 - 2532 1915

[Patrickwong@firstshanghai.com.hk](mailto:Patrickwong@firstshanghai.com.hk)
**李嶽**

86 755 - 3336 7200

[David.li@firstshanghai.com.hk](mailto:David.li@firstshanghai.com.hk)

### 主要資料

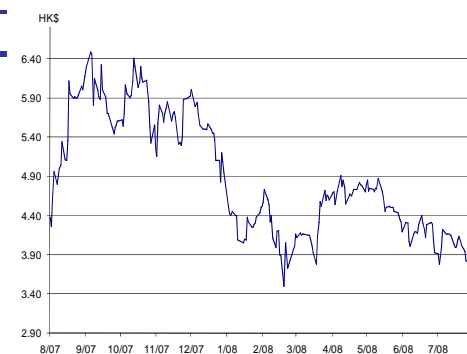
行業	服裝
股價	3.82 港元
目標價	7.05 港元 (+86.5%)
股票代碼	0210
已發行股本	16.4 億股
市值	62.6 億港元
52 周高/低	2.95—6.66 港元
每股淨現值	1.0 元港元
主要股東	Lucky Earn International Ltd 26.5%

### 盈利摘要

截止12月31日財政年度	2006历史	2007历史	2008预测	2009预测	2010预测
收入 (百万港元)	3093	3853	4870	6043	7332
变动 (%)	18	25	26	24	21
净利润 (百万港元)	298	384	532	681	873
每股收益 (港元)	0.18	0.23	0.32	0.41	0.47
变动 (%)	15	30	37	28	14
<u>按现价计算之市盈率 (4.5港元)</u>	22.7	17.4	12.7	9.9	8.7
每股派息 (港元)	0.05	0.06	0.08	0.10	0.12
息率 (%)	1.00	1.33	1.79	2.29	2.61

來源: 公司資料, 第一上海預測

### 股價表現



來源: 彭博

## 08 年中期業績理想

### 08 年中期業績理想

達芙妮 08 年上半年銷售收入增長 34%至 23.5 億元，經營利潤增長 44.3%至 3.6 億元，淨利潤增長 38.9%至 2.5 億元，每股盈利達到 0.16 元港元，整體盈利情況理想。

圖表 1：永恩 08 中期業績情況概覽

(百万港元)	2007中期	2008中期	变动	2008预测
营业额	1,750.6	2,348.6	34.16%	707.7
销售成本	(903.8)	(1,155.1)	27.81%	(580.3)
毛利	846.9	1,193.5	40.93%	127.4
毛利率	48.38%	50.82%		
经营盈利	247.2	356.9	44.36%	129.4
经营盈利率	14.12%	15.19%		
除税后盈利	187.0	259.7	38.89%	120.9
除税后盈利率	10.68%	11.06%		

資料來源：公司資料、第一上海預測

### 達芙妮業務經營利潤率提升 4.7 個百分點

公司達芙妮業務在 08 年上半年錄得了不錯的增長，收入同比增長了 39%。增長的主要原因是：1、門店數目增長 9%至 2586 間；2、單價提升了 10.1%至 207 元人民幣；3、同店增長率 16%。另外，此業務經營利潤大副增長 76.8%。

另外，毛利率升了 2.2 個百分點至 59.6%，經營利潤率提升 4.7 個百分點至 22.1%。

公司達芙妮門店的租金率和廣告費用率微降 1 個及 1.2 百分點至 20.1%和 1.2%，人工成本率提升 0.9 個百分點至 6.5%。

另外，公司表示 08 年下半年公司將會繼續開設約 180 至 200 間新店。

圖表 2：達芙妮業務情況概覽

(百万港元)	2007中期	2008中期	变动
收入	1140.3	1586.3	39.10%
平均单价(人民币)	188	207	10.10%
同店增长率	6%	16%	
毛利	655	945	44.30%
毛利率	57.40%	59.60%	
租金率	21.10%	20.10%	
人工成本率	5.60%	6.50%	
广告费用率	2.40%	1.20%	
经营利润	198.4	350.7	76.80%
经营利润率	17.40%	22.10%	
	<u>2007</u>	<u>2008中期</u>	
门店	2374	2586	

資料來源：公司資料

### 鞋櫃業務增長強勁

公司鞋櫃業務 08 上半年錄得 124%的增長，銷售收入達到 2.6 億元，毛利率提升 4.7 個百分點至 58.4%，經營利潤率提升 79.6 個百分點至 11.3%。

截止至 08 年 6 月底，公司共擁有 443 間鞋櫃品牌門店，比 07 年年底增長 28%，同店增長率達 29.1%，銷售價格微降 4.1%至 118 元。

鞋櫃業務租金支出占銷售額的比重下降 2.7 個百分點至 21.2%，人工費用率微升 0.4 個百分點至 7.1%。

公司表示在 08 年下半年會開設鞋櫃門店約 100 至 130 家。

圖表 3：鞋櫃業務情況概覽

(百万港元)	2007中期	2008中期	变动
收入	116.5	261	124.00%
平均单价(人民币)	123	118	
同店增长率	3%	29%	
毛利	62.6	152.4	143.50%
毛利率	53.70%	58.40%	
租金率	23.90%	21.20%	
人工成本率	6.70%	7.10%	
广告费用率	0.10%	0.20%	
经营利润	3.9	29.4	653.8
经营利润率	3.30%	11.30%	
	<u>2007</u>	<u>2008中期</u>	
门店	346	443	

資料來源：公司資料

### 阿迪達斯業務和耐克經營利潤下降至 610 萬元

公司阿迪達斯和耐克業務收入同比增長 43.8%至 1.8 億元，毛利率微降 3.8 個百分點至 45.6%，經營利潤下降 56.1%至 610 萬元。

公司開設的阿迪和耐克系列門店共為 161 間，同比增長 15.8%。阿迪達斯同店增長率為 16.7%，銷售價格下降 22.7%到 453 元。

經營利潤下降的主要原因是奧運沒有為公司帶來預期的銷售額及之前的定貨過多，引至公司要減低銷售價格去速銷產品。

**圖表 4：阿迪達斯和耐克業務情況概覽**

<b>阿迪達斯和耐克業務</b>			
<u>(百万港元)</u>	<u>2007中期</u>	<u>2008中期</u>	<u>变动</u>
收入	131.3	188.8	43.80%
毛利	64.9	86	32.50%
毛利率	49.40%	45.60%	
经营利润	13.9	6.1	
经营利润率	10.60%	3.20%	
<b>阿迪達斯業務</b>			
<u>(百万人民币)</u>	<u>2007中期</u>	<u>2008中期</u>	<u>变动</u>
平均单价(人民币)	586	453	
同店增长率	13%	17%	
租金率	21.20%	21.90%	
人工成本率	4.40%	5.70%	
广告费用率	0.70%	0.70%	
	<u>2007</u>	<u>2008中期</u>	
门店	139	161	

資料來源：公司資料

### 未來減低 OEM 業務的比重

公司會注重發展經營利潤高的品牌業務，未來會慢慢減低 OEM 業務的比重。OEM 業務的比重由 2006 年的 24%減到 2008 年上半年的 13%。

### 成為 AREZZO 品牌、Soft 品牌的中國區代理商

公司今年 4 月成為 AREZZO 以及 Soft 品牌在中國的代理商。期內，開設了 2 間及 3 間銷售點。國內消費者對 Soft 的品牌及它的附屬品牌 Born 的反應也很理想，成功為女消費者提供舒適和時尚的鞋類選擇。此外，公司會繼續提高 AREZZO 在國內的知名度，向高消費能力的女仕推廣這巴西時尚精品女鞋。

### 維持 7.05 港元目標價，買入評級

我們預測公司 07-10 年每股收益的複合年均增長率可達到 31.0%，我們按照 PE 法為

其估值，最終維持其 7.05 港元目標價格，此價格相當於 08 年每股收益的 20 倍，我們重申買入評級。

# 附錄 1：主要財務報表

损益表					
<港元> <百万>, 财务年度截至<12月>					
	2006年 实际	2007年 实际	2008年 预测	2009年 预测	2010年 预测
收入	3,093.1	3,853.0	4,870.0	6,043.1	7,332.1
毛利	1,395.2	1,841.8	2,389.3	3,009.1	3,687.6
其他业务收入	30.4	39.9	41.9	44.9	45.9
销售及管理费用	(1,025.0)	(1,337.5)	(1,731.0)	(2,158.9)	(2,586.2)
其他收入	4.0	6.0	8.0	10.0	12.0
营运收入	404.6	550.2	708.3	905.1	1,159.3
财务开支	(9.2)	(11.3)	(9.0)	(9.0)	(9.0)
联营公司	0.2	0.3	0.5	0.6	0.6
税前盈利	395.6	539.2	699.8	896.7	1,150.9
所得税	(96.5)	(142.2)	(166.0)	(212.8)	(273.3)
少数股东应占利润	(1.0)	(1.5)	(2.0)	(2.5)	(4.5)
净利润	298.1	395.5	531.8	681.4	873.1
折旧及摊销	66.1	98.0	112.4	129.3	147.5
EBITDA	470.7	648.1	820.7	1,034.4	1,306.8
增长					
总收入 (%)	17.9%	24.6%	26.4%	24.1%	21.3%
EBITDA (%)	25.8%	37.7%	26.6%	26.0%	26.3%
每股收益 (%)	14.8%	32.4%	34.5%	28.2%	14.2%

资产负债表					
<港元> <百万>, 财务年度截至<12月>					
	2006年 实际	2007年 实际	2008年 预测	2009年 预测	2010年 预测
现金	148.7	66.2	326.5	523.2	1,017.8
应收账款	299.4	458.3	552.6	686.1	847.3
存货	684.4	992.1	1,066.7	1,365.3	1,530.7
其他流动资产	7.0	2.5	7.0	7.0	7.0
总流动资产	1,139.5	1,519.0	1,952.9	2,581.7	3,402.8
固定资产	378.6	500.4	653.2	656.9	642.4
无形资产	2.4	2.6	2.5	2.6	2.6
长期投资及其他	150.2	198.8	216.6	248.0	279.2
总资产	1,670.7	2,220.8	2,825.2	3,489.1	4,327.0
短期负债					
应付帐款	455.9	631.4	702.3	841.6	1,006.9
短期银行贷款	183.2	195.0	195.0	195.0	195.0
其他短期负债	65.6	127.2	107.9	138.3	177.7
总短期负债	704.7	953.6	1,005.2	1,174.9	1,379.5
长期银行贷款	4.0	6.0	8.0	10.0	12.0
其他负债	1.0	1.0	1.0	1.0	3.0
总负债	709.7	960.6	1,014.2	1,185.9	1,394.5
少数股东权益	31.9	38.3	45.9	55.1	66.1
股东权益	929.0	1,221.9	1,765.0	2,248.1	2,866.3
每股账面值(分)	57.0	75.0	108.3	137.9	156.6
营运资金	434.8	565.4	947.6	1,406.8	2,023.3

資料來源：公司資料、第一上海預測

财务分析					
	2006年 实际	2007年 实际	2008年 预测	2009年 预测	2010年 预测
盈利能力					
毛利率 (%)	45.1%	47.8%	49.1%	49.8%	50.3%
EBITDA 利率 (%)	15.2%	16.8%	16.9%	17.1%	17.8%
净利率 (%)	9.6%	10.3%	10.9%	11.3%	11.9%
营运表现					
SG&A/收入 (%)	33.1%	34.7%	35.5%	35.7%	35.3%
实际税率 (%)	24.4%	26.4%	23.7%	23.7%	23.7%
股息支付率 (%)	25.1%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%
库存周转	77.7	78.6	76.5	73.4	72.1
应付账款天数	34.5	35.9	36.3	33.9	34.0
应收账款天数	25.3	24.9	24.6	23.2	23.4
财务状况					
负债/资产	0.42	0.43	0.36	0.34	0.32
收入/总资产	1.85	1.98	1.93	1.91	1.88
总资产/股本	1.80	1.82	1.60	1.55	1.51
盈利对利息倍数	43.98	48.69	78.70	100.56	128.81

现金流量表					
<港元> <百万>, 财务年度截至<12月>					
	2006年 实际	2007年 实际	2008年 预测	2009年 预测	2010年 预测
EBITDA	470.7	648.1	820.7	1,034.4	1,306.8
调整项	(31.8)	(16.6)	(12.8)	(14.7)	(14.7)
营运资金变化	(77.8)	(291.1)	(98.0)	(292.8)	(159.3)
所得税	(91.5)	(142.2)	(166.0)	(212.8)	(273.3)
营运现金流	269.6	198.2	543.9	514.1	859.4
资本开支	(144.0)	(190.0)	(150.0)	(150.0)	(150.0)
其他投资活动	(96.6)	2.7	5.3	8.3	8.3
投资活动现金流	(240.5)	(187.3)	(144.7)	(141.7)	(141.7)
负债变化	50.1	11.8	0.0	0.0	0.0
股本变化	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
股息	(73.3)	(97.4)	(130.9)	(167.8)	(215.3)
其他融资活动	(12.5)	(7.8)	(7.8)	(7.8)	(7.8)
融资活动现金流	(35.6)	(93.4)	(138.8)	(175.7)	(223.1)
现金变化	(6.6)	(82.5)	260.4	196.7	494.6
期初持有现金	146.9	148.7	66.2	326.5	523.2
期末持有现金	148.7	66.2	326.5	523.2	1,017.8

### 第一上海證券有限公司

香港中環德輔道中 71 號  
永安集團大廈 19 樓  
電話: (852) 2522-2101  
傳真: (852) 2810-6789

本報告由第一上海證券有限公司("第一上海")編制並只作私人傳閱。未經批准，不得以任何方式使用或轉載本報告之任何內容。此報告所載的資料、工具及材料只提供給閣下作查照之用，並非作為或被視為出售或購買或認購證券或其他金融票據的邀請或向人作出邀請或構成對任何人的投資建議。此報告的內容並未有考慮到個別投資者的投資取向，財務情況或任何特別需要。此報告所載資料在刊出時皆被第一上海認為可靠，但第一上海不能擔保其準確性或完整性，而第一上海不會對因使用此報告的材料而引致的損失而負上任何責任。第一上海或其關連人仕可能會因應不同的假設或因素發出其他與本報告所載資料不一致及有不同結論的報告。第一上海或其雇員將不會對因使用此報告的材料而引致的損失而負上任何責任。第一上海或其關連人仕可能會持有此報告內所提及到的證券或投資項目。

©2008 第一上海證券有限公司 版權所有。保留一切權利。