味千（中國）（0538）

更新報告

持有

2008 年 04 月 26 日

07 年經營利潤低於預期，降評級至持有

- **07 年經營利潤低於預期：**味千 07 年實現銷售額 9.0 億元，同比增長 51.2%，經營利潤增長 98.6%至 2.9 億元，淨利潤增長 89.4%至 2.1 億元。雖然淨利潤與預測完全一致，但是經營利潤低於預期。
- **門店數量達到 210 間，08 年還要開設 110 間：**公司截止至 07 年底的門店數量達到 210 間，其中所有並經營的門店數量 183 間，經營非擁有的門店 24 間，擁有但不管理的店 3 間。公司表示 08 年其還會開設 110 間門店，並在未來幾年保持高速擴張。
- **雖然毛利率有所提升，但是經營利潤率下滑 1.1 個百分點：**公司綜合毛利率出現了比較明顯的提升，得益於銷售單價 9%的提升，公司綜合毛利率提升 3.4 個百分點至 66.7%，我們推測味千門店的毛利率應該在 70%左右，公司表示有信心將毛利率維持在 66%至 68%之間。另外，經營費用率以及管理費用率出現了明顯的提高，分別提升 2.3 及 2.2 個百分點，分別達到 28.7%及 7.8%。因此從經營角度看，利潤率下滑了 1.1 個百分點。
- **其他收入大幅高於預期導致淨利潤與預期相若：**公司的其他收入大幅增長 3.3 倍至 1.4 億元，主要構成爲 7000 萬左右的利息收入，4000 萬左右的政府獎勵以及 3000 萬元的管理費收入，同時也有一些匯兌損失，這部分收益大幅高於預期才導致淨利潤與預期相若。
- **目標價降至 10.5 港元，評級降至持有：**我們根據 DCF 法以及 PE 法對其估值，最終降味千目標價至 10.5 港元，此目標價相當於 2008 年 34.1 倍）。

★1 港元=0.90 人民幣

李嶽

86755-33367200

David.li@firstshanghai.com.hk

主要資料

行業	連鎖零售
股價	10.1 港元
目標價	10.5 港元（+4.0%）
股票代碼	0538
已發行股本	10.5 億股
市值	106.1 億港元
52 周高/低	6.0—15.2 港元
07 年每股淨資產	1.1 元人民幣
主要股東	潘慰 56.0%

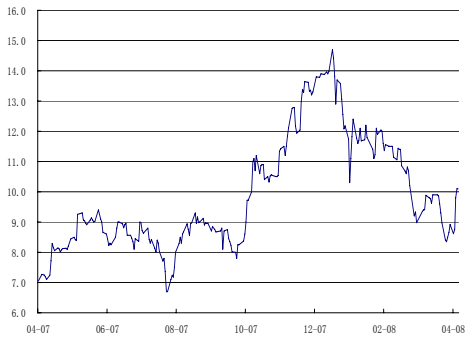
盈利摘要

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（百万人民币）	598	904	1407	1990	2527
变动（%）	*85*	*51*	*56*	*41*	*27*
净利润（百万人民币）	113	214	291	396	467
基本每股收益（人民币）	0.16	0.22	0.28	0.38	0.44
变动（%）	*110*	*38*	*25*	*36*	*18*
基于10.1港元的市盈率（倍）	56.9	41.3	33.0	24.2	20.5
每股派息（人民币）	0.00	0.06	0.08	0.11	0.13
息率（%）	0.00	0.61	0.82	1.11	1.31

來源: 公司資料, 第一上海預測

注：07 年每股業績是按照年終股份數量計算而得，非加權數據

股價表現



來源：彭博

07 年業績遜於預期

07 年經營性利潤遜於預期

味千 07 年實現銷售額 9.0 億元，同比增長 51.2%，經營利潤增長 98.6%至 2.9 億元，淨利潤增長 89.4%至 2.1 億元。

圖表 1:味千 07 年業績概覽

百万人民币	2006实际	2007实际	变动	2007预测	实际VS预测
销售额	598	904	51.2%	859	5.2%
毛利	379	604	59.4%	558	8.2%
毛利率	63.4%	66.8%		65.0%	
经营利润	144	286	98.6%	273	4.8%
经营利润率	24.1%	31.6%		31.8%	
净利润	113	214	89.4%	214	0.0%
净利润率	18.9%	23.7%		24.9%	

資料來源：公司資料

07 年店面數量達到 210 間，預計 08 年還會開設 110 間

公司截止至 07 年底的門店數量達到 210 間，其中所有並經營的門店數量 183 間，經營非擁有的門店 24 間，擁有但不管理的店 3 間。

如果按照地域劃分，公司華北地區門店 34 間，華東門店 76 間，華南門店 79 間，華中門店 21 間。

公司表示 08 年其還會開設 110 間門店，並在未來幾年保持高速擴張。

圖表 2:味千門店情況概覽

	2006实际	2007实际
所有并经营	93	183
经营非拥有	24	24
拥有非经营	3	3
总计	120	210
华北	21	34
华东	48	76
华南	41	79
华中	10	21
总计	120	210

資料來源：公司資料

大陸地區同店增長 7.3%，香港 2.6%

公司同店增長率保持較好的數位，其中大陸地區達到 7.3%，香港地區 2.6%。同店客流量增長 3.9%，產品平均單價提升 9%。

本報告不可對加拿大、日本、美國地區及美國國籍人士發放

圖表 3:味千單店銷售情況概覽

	香港	中国
可比店铺		
销售增长	2.6%	7.3%
面积营业额	326港元/每日/每平方米	52港元/每日/每平方米
每日每店		
营业额	27695港元/每日/每天	15085港元/每日/每天
每日客流量	484	475
人均开支	57	34
每日餐周转	8	6

資料來源：公司資料

包裝面業務出現下滑

正如我們之前所預計的那樣，公司包裝面業務並沒有任何優勢，因此很難獲得管道的支持，07 年其包裝面業務收入下降近 12%。

雖然毛利率有所提升，但是純經營性的利潤率出現下滑

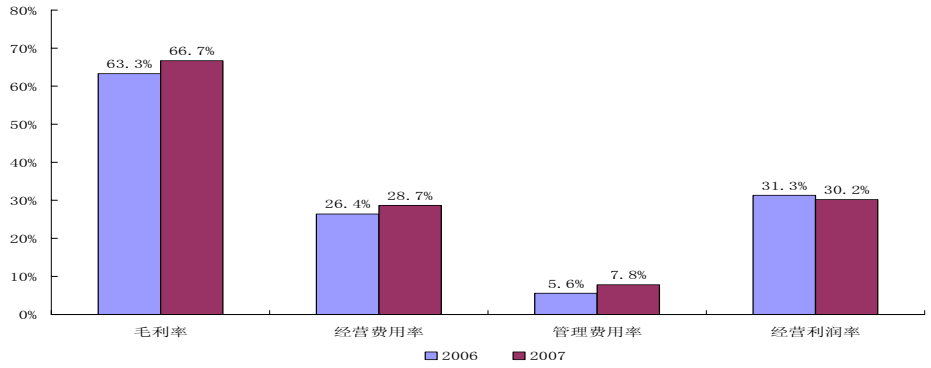
公司綜合毛利率出現了比較明顯的提升，得益於銷售單價的提升，公司綜合毛利率提升 3.4 個百分點至 66.7%，我們推測味千門店的毛利率應該在 70%左右，公司表示有信心將毛利率維持在 66%至 68%之間。

我們認爲公司目前的產品售價較高，人均消費已達 34 元，這個消費水準在一線城市尚可接受，並有機會提升，但是隨著門店向二三線城市延伸，我們預計售價很難比這個數字更高，因此我們預測其綜合毛利率將會在 66%左右，並不會明顯提升。

另外，經營費用率以及管理費用率出現了明顯的提高，分別提升 2.3 及 2.2 個百分點，分別達到 28.7%及 7.8%。

因此從純粹經營角度看，公司的利潤率下降了 1.1 個百分點，我們認爲這和之前的擔心一致，也即其利潤率可能會出現下滑。

圖表 4：味千主要財務比率概覽



資料來源：公司資料

本報告不可對加拿大、日本、美國地區及美國國籍人士發放

其他收入大幅高於預期，08 年此部分收入至少不會獲得增長

公司的其他收入大幅增長 3.3 倍至 1.4 億元，主要構成爲 7000 萬左右的利息收入，4000 萬左右的政府獎勵以及 3000 萬元的管理費收入，同時也有一些匯兌損失。

我們認爲利息收入中的一半爲上市凍結資金的利息，將不會在 08 年獲得，而政府獎勵也很難提升，管理費收入也只會穩步提升（和同店增長速度一致），因此我們認爲 08 年其他收入至少不會獲得增長，還可能出現下降。

近日將收購深圳味千，對公司利潤貢獻極小

公司將會在近日收購深圳味千，但是由於目前深圳味千銷售額的 22%已經算作上市公司的管理費收入，因此剩餘的利潤極少，我們預計收購後也不會爲上市公司帶來較大利潤，因此我們認爲收購對公司的利潤貢獻極小。

另外，收購之後深圳味千的銷售額需要併入，因此可能會導致味千中國的利潤率水準出現 2-3 個點的下降。

本報告不可對加拿大、日本、美國地區及美國國籍人士發放

目標價降至 10.5 港元，持有評級

絕對估值：11.9 港元

我們預測公司08年淨利將達到2.9億元，我們按照WACC爲10.5%及永久增長率爲3%的假設，以DCF法爲其估值，得出其合理價值爲11.9港元，此價格相當於08年每股收益的39.1倍。

圖表 5：DCF 法估值表

		高速成长期					稳定成长期				
时间		**2008E**	**2009E**	**2010E**	**2011E**	**2012E**	**2013E**	**2014E**	**2015E**	**2016E**	**2016以后**
期数		1	2	3	4	5	6	7	8	9	
自由现金流		237	221	492	612	723	790	877	968	1,067	**14,659**
自由现金流折现（百万人民币）		**237**	**200**	**403**	**454**	**485**	**479**	**482**	**481**	**480**	**5,968**
WACC		**10.5%**									
稳定增长率		3.0%									
无风险利率		4.50%									
贝塔值		1.00									
风险溢价		6%									
企业价值	（亿元）	96.7									
加：现金	（亿元）	17.0									
股本价值	（亿元）	113.7									
股本数量（预期）	（亿股）	10.5									
DCF法之每股价值	**（港元）**	**$11.98**									

資料來源：公司資料、第一上海預測

相對估值：9.2 港元

公司07-10年每股收益的年均複合增長率可望達到32.1%，我們以約1倍PEG爲其定價，即給予其08年30倍估值，最終認爲其價值爲9.2港元。

綜合考慮：10.5 港元

我們將兩種方法的結果進行了平均，最終將目標價格設定在10.5港元，此價格相當於08年每股收益的34.1倍。

本報告不可對加拿大、日本、美國地區及美國國籍人士發放

附錄 1：主要財務報表

损益表

〈人民币〉〈百万〉，财务年度截至〈12月31日〉

	2006年 实际	2007年 实际	2008年 预测	2009年 预测	2010年 预测
收入	598.4	904.1	1,407.0	1,990.2	2,527.1
毛利	379.5	603.6	934.6	1,314.1	1,675.0
其他业务收入	41.7	139.1	103.2	125.2	117.2
销售及管理费用	(276.5)	(455.8)	(659.2)	(911.6)	(1,169.9)
其他收入	2.0	0.0	6.0	8.0	10.0
营运收入	144.8	286.0	378.5	527.6	622.3
净财务收入（开支）	(1.2)	(1.8)	(2.0)	(2.0)	(2.0)
联营公司	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
税前盈利	143.0	284.2	376.5	525.6	620.3
所得税	(27.9)	(63.4)	(83.3)	(126.6)	(149.3)
少数股东应占利润	1.7	7.2	2.6	3.4	4.4
净利润	113.4	213.6	290.7	395.6	466.5
折旧及摊销	26.9	42.1	68.3	94.3	117.8
EBITDA	171.6	328.1	446.9	621.9	740.0
增长					
总收入 (%)	37.1%	51.1%	55.6%	41.4%	27.0%
EBITDA (%)	93.4%	91.2%	36.2%	39.2%	19.0%
净利润 (%)	132.7%	88.4%	36.1%	36.1%	17.9%

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 (%)	63.4%	66.8%	66.4%	66.0%	66.3%
EBITDA 利率 (%)	28.7%	36.3%	31.8%	31.2%	29.3%
净利率 (%)	18.9%	23.6%	20.7%	19.9%	18.5%
营运表现					
SG&A/收入 (%)	-46.2%	-50.4%	-46.9%	-45.8%	-46.3%
实际税率 (%)	-19.5%	-22.3%	-22.1%	-24.1%	-24.1%
股息支付率 (%)	NA	25.0%	30.0%	30.0%	30.0%
库存周转	30.4	27.6	27.4	27.2	26.4
应付账款天数	125.2	126.9	124.8	121.6	120.7
应收账款天数	34.1	27.3	26.5	26.5	25.4
财务状况					
净负债/股本	0.64	0.09	0.11	0.13	0.12
收入/总资产	1.30	0.41	0.59	0.68	0.70
总资产/股本	3.02	1.10	1.13	1.15	1.14
盈利对利息倍数	118.7	158.9	189.3	263.8	311.1

资产负债表

〈人民币〉〈百万〉，财务年度截至〈12月31日〉

	2006年 实际	2007年 实际	2008年 预测	2009年 预测	2010年 预测
现金	107.5	1,682.8	1,765.7	2,247.6	2,855.4
应收账款	118.1	95.1	156.5	180.4	224.8
存货	21.4	24.7	46.3	54.6	68.8
其他流动资产	0.7	35.0	0.7	0.7	0.7
总流动资产	247.6	1,837.6	1,969.3	2,483.4	3,149.7
固定资产	166.7	297.3	322.3	347.3	372.3
无形资产	37.1	37.1	37.1	37.1	37.1
长期投资	9.2	59.8	62.6	64.0	65.4
总资产	460.7	2,231.8	2,391.3	2,931.8	3,624.6
短期负债	2.0	4.0	6.0	8.0	10.0
应付帐款、应付票据	133.5	146.9	197.7	260.9	310.7
短期银行贷款	47.4	1.0	1.0	1.0	1.0
其他应付帐款	38.7	48.5	67.6	102.3	120.5
总短期负债	221.6	200.4	272.3	372.2	442.2
长期银行贷款	72.9	0.0	0.3	0.3	0.3
其他负债	0.2	0.4	0.2	0.2	0.2
总负债	294.6	200.8	272.8	372.7	442.7
少数股东权益	13.3	6.0	8.0	10.6	14.0
股东权益	152.7	2,025.0	2,110.5	2,548.4	3,167.8
账面值	0.1	1.1	1.2	1.4	1.8
营运资金	26.1	1,637.2	1,696.9	2,111.1	2,707.5

现金流量表

〈人民币〉〈百万〉，财务年度截至〈12月31日〉

	2006年 实际	2007年 实际	2008年 预测	2009年 预测	2010年 预测
EBITDA	171.6	328.1	446.9	621.9	740.0
融资成本	0.6	(68.2)	(38.0)	(48.0)	(38.0)
营运资金变化	(16.1)	33.9	(21.6)	32.3	(7.3)
所得税	(18.9)	(15.8)	(16.7)	(25.3)	(29.9)
营运现金流	137.2	278.0	370.6	580.9	664.9
资本开支	3.0	(168.0)	(400.0)	(226.0)	(204.0)
其他投资活动	(43.7)	34.9	40.0	53.0	45.0
投资活动现金流	(40.8)	(133.1)	(360.0)	(173.0)	(159.0)
负债变化	104.2	(118.9)	0.3	0.0	0.0
股本变化	0.0	1,732.0	0.0	0.0	0.0
股息	(105.9)	11.2	64.6	87.2	118.7
其他融资活动	(60.5)	(2.0)	(2.6)	(3.4)	(4.4)
融资活动现金流	(62.2)	1,622.3	62.3	83.8	114.3
现金变化	34.2	1,767.2	72.9	491.7	620.2
期初持有现金	73.1	106.1	1,696.5	1,765.7	2,247.6
期末持有现金	106.1	1,696.5	1,765.7	2,247.6	2,855.4

資料來源：公司資料、第一上海預測

本報告不可對加拿大、日本、美國地區及美國國籍人士發放

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，並非作爲或被視爲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的投資者的投資取向，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爲可靠，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。