

**持有**

2008年09月23日

**08年中期業績再次低於預期，維持持有評級**

- **08年中期業績再次低於預期：**味千 08 年中期實現銷售額 7.5 億元，同比增長 66.6%，經營利潤增長 15.9%至 1.6 億元，淨利潤增長 8.4%至 1.2 億元。另外，需要注意的是，公司將報表貨幣從人民幣改為港幣，這對公司損益表每一專案的額外貢獻約為 10 個百分點。
- **門店數量達到 255 間，08 年底將達到 320 間：**公司截止至 08 年中期的門店數量達到 255 間，其中所有並經營的門店數量 251 間，經營非擁有的門店 2 間，擁有但不管理的店 2 間。
- **毛利率和經營利潤率雙雙下降，符合我們預期：**公司綜合毛利率出現了比較明顯的下降，從 07 年中期的 68.8%下降到 66.9%，公司表示主要原因是上半年原材料價格上漲較多。另外，公司的費用率出現了明顯的上升，經營費用率從 07 年中期的 26.6%提升到 08 年中期的 30.3%，公司表示費用率整體上升的主要原因是人工費用率上升了 2.3 個百分點至 15.9%。我們認為這和我們之前的分析一致。
- **其他收入和稅率變動也拖累了整體利潤表現：**公司的其他收入出現了 863 萬元下降至 3687 萬元，主要因為 07 上半年上市凍結資金的利息收入就達到 2451 萬元。另外，公司的實際稅率也從 17.6%提升至 22.8%，但公司表示下半年政府會對公司有一些退稅，因此全年所得稅率可能會低於上半年水準。
- **目標價降至 6.1 港元，維持持有評級：**我們根據 DCF 法以及 PE 法對其估值，最終降味千目標價至 6.1 港元，此目標價相當於 2008 年 25.9 倍。我們認為如果公司的股價能夠跌至 08 年每股收益的 15 倍，即 3.6 港元可以考慮買入。

★1 港元=0.88 人民幣

**李嶽**

86755-33367200

[David.li@firstshanghai.com.hk](mailto:David.li@firstshanghai.com.hk)
**主要資料**

行業	連鎖零售
股價	4.3 港元
目標價	6.1 港元 (+41.8%)
股票代碼	0538
已發行股本	10.5 億股
市值	46.2 億港元
52 周高/低	4.8—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（百万港币）	598	904	1551	2211	2808
变动（%）	85	51	54	43	27
净利润（百万港币）	113	214	248	349	407
基本每股收益（港币）	0.16	0.22	0.24	0.33	0.39
变动（%）	110	38	(4)	41	17
基于4.3港元的市盈率（倍）	26.9	19.5	18.3	13.0	11.1
每股派息（港币）	0.00	0.06	0.07	0.10	0.12
息率（%）	0.00	1.43	1.48	2.08	2.42

來源：公司資料，第一上海預測

**股價表現**


來源：彭博

## 08 年中期業績再次遜於預期

### 08 年中期業績再次遜於預期

味千 08 年中期實現銷售額 7.5 億元，同比增長 66.6%，經營利潤增長 15.9%至 1.6 億元，淨利潤增長 8.4%至 1.2 億元。

另外，需要注意的是，公司將報表貨幣從人民幣改為港幣，這對公司損益表每一項目的貢獻約為 10 個百分點。

圖表 1:味千 08 年中期業績概覽

百万港币	2007中期	2008中期	变动
收入	452.4	753.9	66.6%
毛利	311.3	504.7	62.1%
毛利率	68.8%	66.9%	
经营利润	138.1	160.0	15.9%
经营利润率	30.5%	21.2%	
净利润	109.5	118.7	8.4%
净利润率	24.2%	15.7%	

資料來源：公司資料

### 08 年中期店面數量達到 255 間，預計 08 年底會達到 320 間

公司截止至 08 年中期的門店數量達到 255 間，其中所有並經營的門店數量 251 間，經營非擁有的門店 2 間，擁有但不管理的店 2 間。

如果按照地域劃分，公司華北地區門店 41 間，華東門店 87 間，華南門店 100 間，華中門店 27 間。

公司表示 08 年底的門店數量將會達到 320 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

	2007年底	2008中期	变动	说明
所有并经营	183	251	68	收购了深圳味千
经营非拥有	24	2	-22	
拥有非经营	3	2	-1	
总计	210	255	45	
华北	34	41	7	
华东	76	87	11	
华南	79	100	21	
华中	21	27	6	
总计	210	255	45	

資料來源：公司資料

### 大陸地區同店增長 7.8%，香港 0.5%

公司同店增長率保持較好的數位，其中大陸地區達到 7.8%，香港地區 0.5%。大陸地區客單價也有所增長，達到 37 元。

**圖表 3: 味千單店銷售情況概覽**

	香港	中国
可比店舖		
銷售增長	0.5%	7.8%
面積營業額	330港元/每日/每平方米	54港元/每日/每平方米
每日每店		
營業額	27864港元/每日/每天	18454港元/每日/每天
每日客流量	489	499
人均開支	57	37
每日餐週轉	8	6

資料來源：公司資料

### 毛利率以及經營利潤率均下降，與我們預期一致

公司綜合毛利率出現了比較明顯的下降，從 07 年中期的 68.8% 下降到 66.9%，公司表示主要原因是上半年原材料價格上漲較多。我們堅持認為公司的人均消費和產品單價已經較高，因此當門店開到二三線城市之後，產品售價和人均消費很難再有大幅度的提升空間，因此我們認為毛利率下降和我們預期一致，並認為在未來此毛利率會維持。

另外，公司的費用率出現了明顯的上升，經營費用率從 07 年中期的 26.6% 提升到 08 年中期的 30.3%，管理費用率從 07 年中期的 8.1% 下降到 08 年的 7.3%。公司表示費用率整體上升的主要原因是人工費用的大幅增長，人工費用率上升了 2.3 個百分點至 15.9%。

因此從經營層面看，公司的經營利潤率下降了 4.8 個百分點。我們認為這和我們預期一致，因為我們相信按照正常的邏輯，由於單店費用相對固定，因此老店的利潤增速可能快過收入，但是新店所帶來的費用往往都比所帶來的收入要多（盈虧平衡期在 5-6 個月），因此當公司高速擴張時，因該是整體費用增速快過收入，利潤低於收入增速，當老店的數量總數變多以後，老店多貢獻的利潤才能彌補新店的虧損，這樣利潤增速才有可能和收入一致甚至是超越。

### 其他收入和稅率調整也拖累了整體表現

公司的其他收入出現了 863 萬元下降至 3687 萬元，主要因為 07 上半年上市凍結資金的利息收入就達到 2451 萬元。

另外，公司的實際稅率也從 17.6% 提升至 22.8%，主要因為從 08 年開始所得稅率合併為 25%，這對味千影響較為負面。不過公司表示下半年政府會對公司有一些退稅，因此全年所得稅率可能會低於上半年水準。

**需要注意：報表資料已反映對深圳味千的收購，另外報表貨幣改爲了港幣**

公司中期的報表資料已經反映了對深圳味千收購的影響，也就是說之前的報表中深圳味千所貢獻的管理費收入在今年報表中已經剔除，轉而反應爲合併的收入和費用。

另外，報表貨幣也從人民幣變爲港幣，貨幣變動對收入和利潤金額的額外貢獻約爲10%。

## 目標價降至 6.1 港元，維持持有評級

### 絕對估值：8.4 港元

我們預測公司08年淨利將達到2.2億元，我們按照WACC為11.3%及永久增長率為3%的假設，以DCF法為其估值，得出其合理價值為8.2港元，此價格相當於08年每股收益的34.8倍。

圖表 5：DCF 法估值表

時間	高速成長期					穩定成長期				
	2008E	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2016以後
期數	1	2	3	4	5	6	7	8	9	
自由現金流	159	124	356	435	519	558	619	683	753	9,342
自由現金流折現 (百萬港幣)	159	112	287	315	338	327	326	323	320	3,565
<b>WACC</b>	<b>11.3%</b>									
穩定增長率	3.0%									
無風險利率	4.50%									
貝塔值	1.13									
風險溢價	6%									
企業價值 (億元)	69.0									
加：現金 (億元)	19.3									
股本價值 (億元)	88.3									
股本數量 (預期) (亿股)	10.5									
<b>DCF法之每股價值 (港元)</b>	<b>\$8.37</b>									

資料來源：公司資料、第一上海預測

### 相對估值：3.8 港元

我們以目前消費品公司的平均估值，即08年16倍市盈率為其估值，最終認為其價值為3.8港元。

### 綜合考慮：6.1 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6.1港元，此價格相當於08年每股收益的25.9倍，也基本符合我們25倍賣出的理論。

# 附錄 1：主要財務報表

## 損益表

〈港币〉 〈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
<b>收入</b>	598.4	904.1	1,551.5	2,211.3	2,807.8
毛利	379.5	603.6	1,015.6	1,460.1	1,861.1
其他业务收入	41.7	139.1	82.1	95.0	97.0
销售及管理费用	(276.5)	(455.8)	(773.5)	(1,088.5)	(1,413.7)
其他收入	2.0	0.0	6.7	8.9	11.1
<b>营运收入</b>	144.8	286.0	324.1	466.6	544.3
净财务收入（开支）	(1.2)	(1.8)	(2.2)	(2.2)	(2.2)
联营公司	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>税前盈利</b>	143.0	284.2	321.9	464.4	542.1
所得税	(27.9)	(63.4)	(71.3)	(112.0)	(130.6)
少数股东应占利润	1.7	7.2	2.9	3.8	4.9
<b>净利润</b>	113.4	213.6	247.7	348.6	406.6
折旧及摊销	26.9	42.1	75.9	104.8	130.8
<b>EBITDA</b>	171.6	328.1	400.0	571.4	675.2
<b>增长</b>					
总收入 (%)	37.1%	51.1%	71.6%	42.5%	27.0%
EBITDA (%)	93.4%	91.2%	21.9%	42.8%	18.2%
净利润 (%)	132.7%	88.4%	16.0%	40.7%	16.6%

## 资产负债表

〈港币〉 〈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	1,690.8	2,048.3	2,508.5
应收账款	118.1	95.1	155.5	180.4	224.8
存货	21.4	24.7	47.3	54.6	68.8
其他流动资产	0.7	35.0	0.7	0.7	0.7
<b>总流动资产</b>	247.6	1,837.6	1,894.3	2,284.0	2,802.9
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
<b>总资产</b>	460.7	2,231.8	2,316.3	2,732.5	3,277.7
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	201.8	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	52.3	81.6	95.1
<b>总短期负债</b>	221.6	200.4	261.1	351.6	416.8
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
<b>总负债</b>	294.6	200.8	261.6	352.1	417.3
少数股东权益	13.3	6.0	8.0	10.6	14.0
<b>股东权益</b>	152.7	2,025.0	2,046.7	2,369.8	2,846.4
账面值	0.1	1.1	1.1	1.3	1.6
营运资金	26.1	1,637.2	1,633.2	1,932.5	2,386.0

## 财务分析

	2006年 实际	2007年 实际	2008年 预测	2009年 预测	2010年 预测
<b>盈利能力</b>					
毛利率 (%)	63.4%	66.8%	65.5%	66.0%	66.3%
EBITDA 利率 (%)	28.7%	36.3%	25.8%	25.8%	24.0%
净利率 (%)	18.9%	23.6%	16.0%	15.8%	14.5%
<b>营运表现</b>					
SG&A/收入 (%)	-46.2%	-50.4%	-49.9%	-49.2%	-50.3%
实际税率 (%)	-19.5%	-22.3%	-22.2%	-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	27.2	27.5	26.4
应付账款天数	125.2	126.9	123.8	122.7	120.7
应收账款天数	34.1	27.3	26.6	26.4	25.4
<b>财务状况</b>					
净负债/股本	0.64	0.09	0.11	0.13	0.13
收入/总资产	1.30	0.41	0.67	0.81	0.86
总资产/股本	3.02	1.10	1.13	1.15	1.15
盈利对利息倍数	118.7	158.9	145.9	210.0	244.9

## 现金流量表

〈港币〉 〈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
<b>EBITDA</b>	171.6	328.1	400.0	571.4	675.2
融资成本	0.6	(68.2)	(38.0)	(38.0)	(38.0)
营运资金变化	(16.1)	33.9	(57.5)	(28.9)	(74.8)
所得税	(18.9)	(15.8)	(12.8)	(20.2)	(23.5)
<b>营运现金流</b>	137.2	278.0	291.7	484.3	538.9
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	43.0	45.0
<b>投资活动现金流</b>	(40.8)	(133.1)	(360.0)	(183.0)	(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	66.9	94.1
其他融资活动	(60.5)	(2.0)	(2.6)	(3.4)	(4.4)
<b>融资活动现金流</b>	(62.2)	1,622.3	62.3	63.5	89.7
<b>现金变化</b>	34.2	1,767.2	(6.0)	364.8	469.6
期初持有现金	73.1	106.1	1,696.5	1,690.8	2,048.3
期末持有现金	106.1	1,696.5	1,690.8	2,048.3	2,508.5

資料來源：公司資料、第一上海預測

### 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。