

## 普拉达(1913 HK)

### 业绩回暖，但市场已经充分反映

- 行业在 2018 年可能会面临更大挑战，但对于 Prada, 由于其基数较低，表现或会相对出色。奢侈品行业在 2017 年强劲复苏之后，由于其基数变得较高，2018 年可能会面临挑战。开云集团和 LVMH 的销售增速在 17 年 4 季度已经有所放缓，但对于 Prada，由于基数较低，我们预计销售增长将有所改善（我们预计 17 财年销售下滑 4.3%，而 16 财年下降 10.3%）。事实上，根据 BoF-Mckinsey 全球时装行业调查显示，行业高管的对来年的观点为“变得更好”和“保持不变”的百分比，从 2017 年的 63% 下降到 2018 年的 32%。
- Prada 在 17 年 4 季度销售转好之后，我们预计 18 财年的销售增长，经历长时间的等待后，终于可以转正。在 17 年 4 季度销售增长终于变得“不太糟糕”之后，我们预计 18 财年销售增长为 4.1%，因为：1) “Prada” 品牌受欢迎程度提高，经历了三年的下跌后，在 18 年首 2 个月 Google 搜索量增长 8.1%，17 年下半年为增长 1.5%；2) “Cahier、Etiquette” 皮包以及带有兔子和漫画印花的产品都很受欢迎，根据 Google Trend 的数据，自 16 年秋冬季“Cahier” 的推出以来，受欢迎程度在 17 年下半年达到新高，超过了以前“Twin Pocket” 和“Inside Bag” 的水平，现在几乎可以与经典的“Galleria” 系列相媲美，18 年春夏季推出的有兔子印花的皮革产品后（由台湾设计师 James Jean 设计）现在在很多地方都已售罄；3) 成功举办一系列焕然一新的品牌营销活动，包括上海的“荣宅”项目以及全球众多的“快闪”门店，17 年 10 月，Prada 在上海“荣宅”举办了一个小型的时装秀，展出了 2018 年早春季的产品，就在 Prada 基金会刚刚完成了这座拥有 100 多年历史，由中国富豪荣宗敬所拥有的这大宅的翻新工程之后，我们相信这样的营销活动可以会提高中国顶级名流中的“Prada” 形象，诱发更大的兴趣和媒体曝光，从而带动更好的销售增长。此外，像澳门的“快闪”店中的 Prada 号火车也收到了相当不错的评价，该火车将在 18 年继续在其他地方的“快闪”店，进行世界巡演；4) 在 17 年 12 月在中国重新推出“Prada.com”，并在 18 年推广至全世界，重新升级网站后，几乎所有线下提供的 SKU 现在都可以在在线购买，并且用户体验变得更为方便，这肯定可以推动更多的流量，加上这个是自营的平台，因此这管道的销售可以提高利润率。而且因为 Prada 目前在自营网站的电商销售较主要竞争对手相对落后，未来增长空间其实相当巨大。
- 我们调整了 17/18/19 财年的预测销售 -2.0%/ -0.4%/ -0.8% 和预测盈利 -3.7%/ 1.2%/ 0.5%，维持我们的持有评级，但将目标价上调至 30.76 港元，主要是反映 2017 年的强劲欧元。我们调整了盈利和利润预测，去反映：1) 强劲的欧元，17 年对美元同比上涨 18%，2) 折扣销售的比例下降，3) 在线广告推广费用增加，4) 推出更多新 SKU 所导致设计和研发成本增加，5) “专利箱” 税务优惠审批的延迟而导致较高的税率（但在 18/19 财年更低）。我们认为对于公司的业绩回暖，市场已经充分反映，因为现价已经为 28 倍的 18 财年年市盈率，比同行高出 17%，除非品牌在 2018 人气大幅上涨，否则上涨空间不大。

#### 财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY15A*	FY16A*	FY17E	FY18E	FY19E
营业额 (百万欧元)	3,548	3,184	3,047	3,173	3,311
净利润 (百万欧元)	331	278	258	300	351
每股收益 (欧元)	0.129	0.109	0.101	0.117	0.137
每股收益变动 (%)	(26.6)	(15.9)	(7.4)	16.5	16.8
市盈率(x)	29.2	34.9	32.5	27.9	23.9
市帐率(x)	3.1	3.2	2.7	2.7	2.6
股息率 (%)	2.9	3.2	3.1	2.9	3.3
权益收益率 (%)	10.9	9.0	8.4	9.7	11.0
财务杠杆(x)	3.6	净现金	净现金	净现金	净现金

资料来源：公司及招银国际研究预测，\*年结是下一年 1 月底

#### 持有 (维持)

目标价	HK\$30.76
(前目标价)	HK\$25.20
潜在升幅	-3.3%
当前股价	HK\$31.80

#### 胡永匡

电话：(852) 3761 8776

邮件：[walterwoo@cmbi.com.hk](mailto:walterwoo@cmbi.com.hk)

#### 全球奢侈品行业

市值(百万港元)	81,371
3 月平均流通量 (百万港元)	59.59
52 周内股价高/低 (港元)	37.4/24.0
总股本 (百万)	2,558.8

资料来源：彭博

#### 股东结构

普拉达家族	79.98%
Oppenheimer	4.93%
Harris Associate	4.68%
自由流通	10.46%

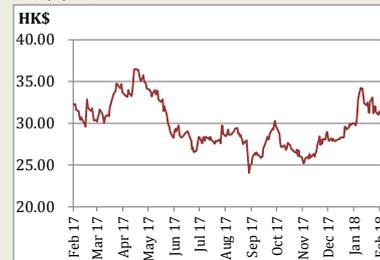
资料来源：HKEx

#### 股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	-3.5%	0.0%
3-月	22.3%	15.0%
6-月	11.2%	-3.3%

资料来源：彭博

#### 股价表现



资料来源：彭博

#### 审计师：德勤

公司网站：[www.pradagroup.com](http://www.pradagroup.com)

**利潤表**

年結：12月31日 (百萬元歐元)	FY15A*	FY16A*	FY17E	FY18E	FY19E
<b>收入</b>	<b>3,547.8</b>	<b>3,184.1</b>	<b>3,046.8</b>	<b>3,172.8</b>	<b>3,310.8</b>
直营店銷售	3,059.7	2,634.9	2,465.3	2,542.4	2,631.6
Prada	2,487.6	2,120.5	2,001.0	2,067.8	2,141.0
Miu Miu	501.7	441.5	397.3	405.3	419.5
Church' s	56.2	60.1	54.1	55.2	56.3
其他	14.3	12.9	12.9	14.1	14.8
特許經營方銷售	444.6	504.4	534.5	579.6	626.8
特許權費	43.4	44.8	47.0	50.8	52.3
銷售成本	(980.2)	(895.0)	(795.2)	(834.4)	(870.7)
<b>毛利</b>	<b>2,567.6</b>	<b>2,289.1</b>	<b>2,251.6</b>	<b>2,338.4</b>	<b>2,440.0</b>
產品設計及開發費用	(134.3)	(125.3)	(134.1)	(133.3)	(135.7)
廣告及傳訊費用	(191.7)	(172.5)	(176.7)	(180.8)	(182.1)
銷售費用	(1,517.4)	(1,383.3)	(1,388.4)	(1,429.6)	(1,456.9)
一般及行政費用	(221.3)	(176.8)	(176.7)	(174.5)	(175.5)
其他收益	-	-	-	-	-
<b>息稅前收益</b>	<b>502.9</b>	<b>431.2</b>	<b>375.7</b>	<b>420.1</b>	<b>489.8</b>
淨融資成本	(29.9)	(18.0)	(2.3)	(3.0)	(3.0)
聯營公司	2.3	2.3	1.2	1.0	1.0
特殊收入	-	-	-	-	-
<b>稅前利潤</b>	<b>475.3</b>	<b>415.4</b>	<b>374.6</b>	<b>418.1</b>	<b>487.9</b>
所得稅	(142.0)	(131.2)	(112.4)	(112.9)	(131.7)
非控制股東權益	(2.5)	(5.9)	(4.6)	(5.1)	(5.6)
<b>淨利潤</b>	<b>330.9</b>	<b>278.3</b>	<b>257.6</b>	<b>300.1</b>	<b>350.5</b>

來源：公司及招銀國際研究部，\*年結是下一年1月底

**資產負債表**

年結：12月31日 (百萬元歐元)	FY15A*	FY16A*	FY17E	FY18E	FY19E
<b>非流動資產</b>	<b>2,868.1</b>	<b>2,846.9</b>	<b>2,897.6</b>	<b>2,920.3</b>	<b>2,932.9</b>
物業、厂房及設備	1,517.8	1,542.7	1,578.5	1,607.2	1,633.5
無形資產和商譽	932.2	921.8	917.4	911.3	897.7
聯營公司的權益	17.4	11.8	11.8	11.8	11.8
合營公司的權益	-	-	-	-	-
其他金融資產	5.5	-	-	-	-
遞延稅項資產	280.6	247.3	240.0	240.0	240.0
其他	114.7	123.4	150.0	150.0	150.0
<b>流動資產</b>	<b>1,888.4</b>	<b>1,810.0</b>	<b>1,787.2</b>	<b>1,816.6</b>	<b>1,951.1</b>
其他金融資產	11.7	7.0	7.0	7.0	7.0
存貨	692.7	526.9	446.6	468.7	489.0
貿易及其他應收賬款	483.9	538.9	503.8	514.2	525.5
受限制銀行結餘	19.6	15.0	14.3	14.9	15.6
現金及現金等价物	680.6	722.2	815.5	811.8	914.0
<b>流動負債</b>	<b>791.8</b>	<b>636.8</b>	<b>678.1</b>	<b>691.0</b>	<b>721.3</b>
銀行借款	270.1	151.2	151.2	151.2	151.2
預收款項	0.7	-	-	-	-
貿易及其他應付賬款	281.7	256.1	250.5	262.9	274.3
即期稅項	80.7	65.5	112.4	112.9	131.7
其他	158.6	164.0	164.0	164.0	164.0
<b>非流動負債</b>	<b>867.4</b>	<b>915.6</b>	<b>915.6</b>	<b>915.6</b>	<b>915.6</b>
帶息借款	520.5	547.6	547.6	547.6	547.6
離職後福利及其他長期福利	69.4	67.2	67.2	67.2	67.2
遞延稅項	36.9	31.1	31.1	31.1	31.1
撥備	69.2	82.3	82.3	82.3	82.3
其他	171.4	187.3	187.3	187.3	187.3
<b>資產淨額</b>	<b>3,097.4</b>	<b>3,104.5</b>	<b>3,091.1</b>	<b>3,130.3</b>	<b>3,247.1</b>
<b>非控股權益</b>	<b>17.0</b>	<b>24.0</b>	<b>28.6</b>	<b>33.7</b>	<b>39.3</b>
<b>權益股東應占總權益</b>	<b>3,080.3</b>	<b>3,080.5</b>	<b>3,062.5</b>	<b>3,096.6</b>	<b>3,207.8</b>

來源：公司及招銀國際研究部，\*年結是下一年1月底

## 现金流量表

年结：12月31日 (百万元欧元)	FY15A*	FY16A*	FY17E	FY18E	FY19E
<b>息税前收益</b>	<b>502.9</b>	<b>431.2</b>	<b>375.7</b>	<b>420.1</b>	<b>489.8</b>
折旧和摊销	268.2	209.0	192.3	200.0	204.0
营运资金变动	(203.7)	104.1	110.5	(20.6)	(20.9)
税务开支	(245.5)	(129.6)	(112.4)	(112.9)	(131.7)
其他	46.5	17.2	38.4	(39.1)	1.7
<b>经营活动所得现金净额</b>	<b>368.5</b>	<b>631.9</b>	<b>604.5</b>	<b>447.5</b>	<b>542.9</b>
购置固定资产	(393.9)	(227.6)	(216.3)	(212.6)	(215.2)
联营公司	-	-	-	-	-
其他	1.8	1.3	12.1	19.1	14.6
<b>投资活动所得现金净额</b>	<b>(392.1)</b>	<b>(226.3)</b>	<b>(204.2)</b>	<b>(193.5)</b>	<b>(200.6)</b>
股份发行	-	-	-	-	-
净银行借贷	272.1	(95.1)	-	-	-
股息	(284.7)	(282.2)	(307.1)	(257.6)	(240.1)
其他	2.8	1.0	-	-	-
<b>融资活动所得现金净额</b>	<b>(9.8)</b>	<b>(376.2)</b>	<b>(307.1)</b>	<b>(257.6)</b>	<b>(240.1)</b>
<b>现金增加净额</b>	<b>(33.4)</b>	<b>29.3</b>	<b>93.3</b>	<b>(3.6)</b>	<b>102.1</b>
年初现金及现金等价物	709.0	680.6	722.2	815.5	811.8
汇兑	5.1	12.3	-	-	-
<b>年末现金及现金等价物</b>	<b>680.6</b>	<b>722.2</b>	<b>815.5</b>	<b>811.8</b>	<b>914.0</b>

来源：公司及招银国际研究部，\*年结是下一年1月底

## 主要比率

年结：12月31日	FY15A*	FY16A*	FY17E	FY18E	FY19E
<b>销售组合 (%)</b>					
直营店销售	86.2	82.8	80.9	80.1	79.5
Prada	70.1	66.6	65.7	65.2	64.7
Miu Miu	14.1	13.9	13.0	12.8	12.7
Church' s	1.6	1.9	1.8	1.7	1.7
其他	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4
特许经营方销售	12.5	15.8	17.5	18.3	18.9
特许权费	1.2	1.4	1.5	1.6	1.6
<b>总额</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>

## 盈利能力比率 (%)

毛利率	72.4	71.9	73.9	73.7	73.7
息税前利润率	14.2	13.5	12.3	13.2	14.8
税前利润率	13.4	13.0	12.3	13.2	14.7
净利润率	9.3	8.7	8.5	9.5	10.6
有效税率	29.9	31.6	30.0	27.0	27.0

## 增长 (%)

收入	(0.1)	(10.3)	(4.3)	4.1	4.3
毛利	0.7	(10.8)	(1.6)	3.9	4.3
息税前利润	(28.3)	(14.3)	(12.9)	11.8	16.6
净利润率	(26.6)	(15.9)	(7.4)	16.5	16.8

## 资产负债比率

流动比率 (x)	2.4	2.8	2.6	2.6	2.7
平均应收账款周转天数	26.2	32.7	30.0	30.0	30.0
平均应付账款周转天数	104.9	104.4	115.0	115.0	115.0
平均存货周转天数	257.9	214.9	205.0	205.0	205.0
净负债/总权益比率 (%)	3.6	净现金	净现金	净现金	净现金

## 回报率 (%)

资本回报率	10.7	9.0	8.4	9.7	10.9
资产回报率	7.0	6.0	5.5	6.3	7.2

## 每股数据

每股盈利(欧元)	0.129	0.109	0.101	0.117	0.137
每股股息(欧元)	0.110	0.120	0.101	0.094	0.110
每股账面值(欧元)	1.204	1.204	1.204	1.220	1.264

来源：公司及招银国际研究部，\*年结是下一年1月底

## 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个工作日内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	: 股價於未來12個月的潛在漲幅超過15%
持有	: 股價於未來12個月的潛在變幅在-10%至+15%之間
賣出	: 股價於未來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：香港中環花園道3號冠君大廈45樓

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，实际情况可能和报告中所载的大不相同。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，並可能會受目標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，本公司及其僱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开发布時的判斷，可能會隨時調整，且不承諾作出任何相關變更的通知。本公司可發布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时自行及/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。