

✿ 普拉達(1913 HK)

業績回暖，但市場已經充分反映

- ✦ 行業在 2018 年可能會面臨更大挑戰，但對於 Prada，由於其基數較低，表現或會相對出色。奢侈品行業在 2017 年強勁復蘇之後，由於其基數變得較高，2018 年可能會面臨挑戰。開雲集團和 LVMH 的銷售增速在 17 年 4 季度已經有所放緩，但對於 Prada，由於基數較低，我們預計銷售增長將有所改善（我們預計 17 財年銷售下滑 4.3%，而 16 財年下降 10.3%）。事實上，根據 BoF-Mckinsey 全球時裝行業調查顯示，行業高管的對來年的觀點為“變得更好”和“保持不變”的百分比，從 2017 年的 63% 下降到 2018 年的 32%。
- ✦ Prada 在 17 年 4 季度銷售轉好之後，我們預計 18 財年的銷售增長，經歷長時間的等待後，終於可以轉正。在 17 年 4 季度銷售增長終於變得“不太糟糕”之後，我們預計 18 財年銷售增長為 4.1%，因為：1) “Prada” 品牌受歡迎程度提高，經歷了三年的下跌後，在 18 年首 2 個月 Google 搜索量增長 8.1%，17 年下半年為增長 1.5%；2) “Cahier、Etiquette” 皮包以及帶有兔子和漫畫印花的產品都很受歡迎，根據 Google Trend 的數據，自 16 年秋冬季“Cahier” 的推出以來，受歡迎程度在 17 年下半年達到新高，超過了以前“Twin Pocket” 和“Inside Bag” 的水平，現在幾乎可以與經典的“Galleria” 系列相媲美，18 年春夏季推出的有兔子印花的皮革產品後（由臺灣設計師 James Jean 設計）現在在很多地方都已售罄；3) 成功舉辦一系列煥然一新的品牌行銷活動，包括上海的“榮宅” 項目以及全球眾多的“快閃” 門店，17 年 10 月，Prada 在上海“榮宅” 舉辦了一個小型的時裝秀，展出了 2018 年早春季的產品，就在 Prada 基金會剛剛完成了這座擁有 100 多年歷史，由中國富豪榮宗敬所擁有的這大宅的翻新工程之後，我們相信這樣的營銷活動可以會提高中國頂級名流中的“Prada” 形象，誘發更大的興趣和媒體曝光，從而帶動更好的銷售增長。此外，像澳門的“快閃” 店中的 Prada 號火車也收到了相當不錯的評價，該火車將在 18 年繼續在其他地方的“快閃” 店，進行世界巡演；4) 在 17 年 12 月在中國重新推出“Prada.com”，並在 18 年推廣至全世界，重新升級網站後，幾乎所有線下提供的 SKU 現在都可以在線上購買，並且用戶體驗變得更為方便，這肯定可以推動更多的流量，加上這個是自營的平臺，因此這管道的銷售可以提高利潤率。而且因為 Prada 目前在自營網站的電商銷售較主要競爭對手相對落後，未來增長空間其實相當巨大。
- ✦ 我們調整了 17/18/19 財年的預測銷售 -2.0%/ -0.4%/ -0.8% 和預測盈利 -3.7%/ 1.2%/ 0.5%，維持我們的持有評級，但將目標價上調至 30.76 港元，主要是反映 2017 年的強勁歐元。我們調整了盈利和利潤預測，去反映：1) 強勁的歐元，17 年對美元同比上漲 18%，2) 折扣銷售的比例下降，3) 線上廣告推廣費用增加，4) 推出更多新 SKU 所導致設計和研發成本增加，5) “專利箱” 稅務優惠審批的延遲而導致較高的稅率（但在 18/19 財年更低）。我們認為對於公司的業績回暖，市場已經充分反映，因為現價已經為 28 倍的 18 財年市盈率，比同行高出 17%，除非品牌在 2018 人氣大幅上漲，否則上漲空間不大。

財務資料

(截至 12 月 31 日)	FY15A*	FY16A*	FY17E	FY18E	FY19E
營業額 (百萬歐元)	3,548	3,184	3,047	3,173	3,311
淨利潤 (百萬歐元)	331	278	258	300	351
每股收益 (歐元)	0.129	0.109	0.101	0.117	0.137
每股收益變動 (%)	(26.6)	(15.9)	(7.4)	16.5	16.8
市盈率(x)	29.2	34.9	32.5	27.9	23.9
市帳率(x)	3.1	3.2	2.7	2.7	2.6
股息率 (%)	2.9	3.2	3.1	2.9	3.3
權益收益率 (%)	10.9	9.0	8.4	9.7	11.0
財務杠杆(x)	3.6	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金

資料來源：公司及招銀國際研究預測，*年結是下一年 1 月底

持有 (維持)

目標價	HK\$30.76
(前目標價)	HK\$25.20)
潛在升幅	-3.3%
當前股價	HK\$31.80

胡永匡

電話：(852) 3761 8776

郵件：walterwoo@cmbi.com.hk

全球奢侈品行業

市值(百萬港元)	81,371
3 月平均流通量 (百萬港元)	59.59
52 周內股價高/低 (港元)	37.4/24.0
總股本 (百萬)	2,558.8

資料來源：彭博

股東結構

普拉達家族	79.98%
Oppenheimer	4.93%
Harris Associate	4.68%
自由流通	10.46%

資料來源：HKEx

股價表現

	絕對回報	相對回報
1-月	-3.5%	0.0%
3-月	22.3%	15.0%
6-月	11.2%	-3.3%

資料來源：彭博

股價表現



資料來源：彭博

審計師：德勤

公司網站：www.pradagroup.com

利潤表

年結：12月31日（百萬元歐元）	FY15A*	FY16A*	FY17E	FY18E	FY19E
收入	3,547.8	3,184.1	3,046.8	3,172.8	3,310.8
直營店銷售	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)
毛利	2,567.6	2,289.1	2,251.6	2,338.4	2,440.0
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	-	-	-	-	-
息稅前收益	502.9	431.2	375.7	420.1	489.8
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	-	-	-	-	-
稅前利潤	475.3	415.4	374.6	418.1	487.9
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)
淨利潤	330.9	278.3	257.6	300.1	350.5

來源：公司及招銀國際研究預測，*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
非流動資產	2,868.1	2,846.9	2,897.6	2,920.3	2,932.9
物業、廠房及設備	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
流動資產	1,888.4	1,810.0	1,787.2	1,816.6	1,951.1
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
現金及現金等價物	680.6	722.2	815.5	811.8	914.0
流動負債	791.8	636.8	678.1	691.0	721.3
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
非流動負債	867.4	915.6	915.6	915.6	915.6
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
資產淨額	3,097.4	3,104.5	3,091.1	3,130.3	3,247.1
非控股權益	17.0	24.0	28.6	33.7	39.3
權益股東應占總權益	3,080.3	3,080.5	3,062.5	3,096.6	3,207.8

來源：公司及招銀國際研究預測，*年結是下一年1月底

現金流量表

年結：12月31日（百萬元歐元）	FY15A*	FY16A*	FY17E	FY18E	FY19E
息稅前收益	502.9	431.2	375.7	420.1	489.8
折舊和攤銷	268.2	209.0	192.3	200.0	204.0
營運資金變動	(203.7)	104.1	110.5	(20.6)	(20.9)
稅務開支	(245.5)	(129.6)	(112.4)	(112.9)	(131.7)
其他	46.5	17.2	38.4	(39.1)	1.7
經營活動所得現金淨額	368.5	631.9	604.5	447.5	542.9
購置固定資產	(393.9)	(227.6)	(216.3)	(212.6)	(215.2)
聯營公司	-	-	-	-	-
其他	1.8	1.3	12.1	19.1	14.6
投資活動所得現金淨額	(392.1)	(226.3)	(204.2)	(193.5)	(200.6)
股份發行	-	-	-	-	-
淨銀行借貸	272.1	(95.1)	-	-	-
股息	(284.7)	(282.2)	(307.1)	(257.6)	(240.1)
其他	2.8	1.0	-	-	-
融資活動所得現金淨額	(9.8)	(376.2)	(307.1)	(257.6)	(240.1)
現金增加淨額	(33.4)	29.3	93.3	(3.6)	102.1
年初現金及現金等價物	709.0	680.6	722.2	815.5	811.8
匯兌	5.1	12.3	-	-	-
年末現金及現金等價物	680.6	722.2	815.5	811.8	914.0

來源：公司及招銀國際研究預測，*年結是下一年1月底

主要比率

年結：12月31日	FY15A*	FY16A*	FY17E	FY18E	FY19E
銷售組合（%）					
直營店銷售	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
特許經營方銷售	12.5	15.8	17.5	18.3	18.9
特許權費	1.2	1.4	1.5	1.6	1.6
總額	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0

盈利能力比率（%）

毛利率	72.4	71.9	73.9	73.7	73.7
息稅前利潤率	14.2	13.5	12.3	13.2	14.8
稅前利潤率	13.4	13.0	12.3	13.2	14.7
淨利潤率	9.3	8.7	8.5	9.5	10.6
有效稅率	29.9	31.6	30.0	27.0	27.0

增長（%）

收入	(0.1)	(10.3)	(4.3)	4.1	4.3
毛利	0.7	(10.8)	(1.6)	3.9	4.3
息稅前利潤	(28.3)	(14.3)	(12.9)	11.8	16.6
淨利潤率	(26.6)	(15.9)	(7.4)	16.5	16.8

資產負債比率

流動比率（x）	2.4	2.8	2.6	2.6	2.7
平均應收賬款周轉天數	26.2	32.7	30.0	30.0	30.0
平均應付賬款周轉天數	104.9	104.4	115.0	115.0	115.0
平均存貨周轉天數	257.9	214.9	205.0	205.0	205.0
淨負債/總權益比率（%）	3.6	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金

回報率（%）

資本回報率	10.7	9.0	8.4	9.7	10.9
資產回報率	7.0	6.0	5.5	6.3	7.2

每股數據

每股盈利(歐元)	0.129	0.109	0.101	0.117	0.137
每股股息(歐元)	0.110	0.120	0.101	0.094	0.110
每股賬面值(歐元)	1.204	1.204	1.204	1.220	1.264

來源：公司及招銀國際研究預測，*年結是下一年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）發表于本報告的觀點準確地反映有關于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 個工作日內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	：股價于未來 12 個月的潛在漲幅超過 15%
持有	：股價于未來 12 個月的潛在變幅在-10%至+15%之間
賣出	：股價于未來 12 個月的潛在跌幅超過 10%
未評級	：招銀國際并未給予投資評級

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。而過去表現亦不代表未來的表現，實際情況可能和報告中所載的大不相同。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被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，本公司及其雇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。

本報告基于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開發布時的判斷，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時自行及/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，任何機構或個人于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。