

## 普拉达(1913 HK)

### 18年4季度的放缓令经营杠杆消失

- ❖ 虽然全球经济的不明朗令市场情绪疲弱，18财年下半年和19财年的奢侈品需求将趋于疲软。我们认为欧盟、中国和美国的消费者信心分别在2017年12月、2018年2月和2018年10月见顶。鉴于中美贸易战、中国的负面财富效应和经济放缓以及市场忧虑美国经济下滑，我们认为2019年全球奢侈品整体需求将进一步下降。事实上，自18财年1季度以来，奢侈品牌的销售增长亦开始放缓，1) 开云集团分别在18财年1季度/2季度/3季度录得37%/34%/27%增长，而2) 路易·威登集团则在18财年1季度/2季度/3季度/4季度录得13%/11%/10%/9%增长。
- ❖ 普拉达的皮革制品和鞋类产品在2季度和3季度都很成功。我们相信普拉达一连串的改革，包括推出新设计的产品，更多的利用电子商务和在线营销的策略，均取得成果。多款新产品（例如 Cahier、Sidonie、Cloudbust）推出后都大获好评，在 Google 趋势的数据也是这样说明的。此外，根据全球时尚搜索平台 Lyst 的消费者数据，普拉达在18年2季度和3季都在最热门时尚品牌中分别排名第10和第5。
- ❖ 但都未能抵消18财年4季度的负面因素，预计销售增长在18财年下半年不会加速。我们认为普拉达未能抓紧其18财年上半年销售增长回升的机遇（同比增长3.3%，四年来首次录得增长），预计18财年下半年将实现相若的增长率（同比增长4.1%，不会加速），主要归因于1) 大中华区销售增长从18财年3季度的低双位数下降到18财年12月的单位数，2) 市场波动及政府停摆以致美国需求疲弱，以及群众对“Pradamalia”系列的示威亦有拖低销情（普拉达吊饰中的两只猴子被指带有歧视黑人的种族主义意象），3) 以及法国政治危机令欧洲增长逊于预期（2018年12月发生两周的暴乱）。此外，就产品分部来说，我们认为皮革包和鞋类的表现相对较好，而成衣（包括运动系列“Linea Rossa”）在18财年下半年的销售情况则较令人失望。
- ❖ 下调至持有评级，目标价降至28.67港元。我们将18财年/19财年/20财年的每股盈利预测下调12.0%/16.6%/17.8%，以反映1) 2018年12月销售增长承压而导致18财年没有经营杠杆，2) 更为保守的19财年需求，3) 高于预期的广告及宣传费用和4) 更高的税率。新目标价基于27倍19财年的市盈率（因净利润增长会在18财年下半年放缓，所以从33倍下调至27倍）。考虑到公司目前股价相当于26.2倍19财年的市盈率（接近5年平均均值27倍）以及2.9倍PEG（高于国际同业中位数的2.2倍），我们下调公司评级至持有。

#### 财务资料

(截至12月31日)	FY16A*	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
营业额(百万欧元)	3,184	3,056	3,170	3,348	3,531
净利润(百万欧元)	278	249	262	303	351
每股收益(欧元)	0.109	0.097	0.103	0.118	0.137
每股收益变动(%)	(15.9)	(10.6)	5.4	15.3	16.0
市盈率(x)	31.3	30.5	30.2	26.2	22.6
市帐率(x)	2.8	2.7	2.7	2.6	2.6
股息率(%)	3.5	2.5	2.7	3.1	3.5
权益收益率(%)	9.0	8.8	9.2	10.3	11.6
财务杠杆(x)	淨現金	3.5	1.3	淨現金	淨現金

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（下调）

目标价	HK\$28.67
(前目标价)	HK\$42.76)
潜在升幅	+3.1%
当前股价	HK\$27.80

#### 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)	71,135
3月平均流通量(百万港元)	36.65
52周内股价高/低(港元)	47.8/21.5
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	5.05%
Harris Associate	4.85%
自由流通	10.12%

资料来源：HKEx

#### 股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	17.9%	11.7%
3-月	-5.4%	-13.3%
6-月	-22.4%	-22.9%

资料来源：彭博

#### 股价表现



资料来源：彭博

#### 审计师：德勤

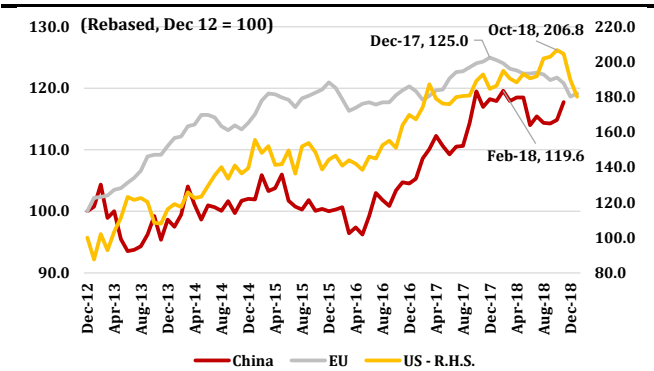
公司网站：[www.pradagroup.com](http://www.pradagroup.com)

图 1：财务数字预测的变化

Earnings Revision										
(EUR mn)	FY18E			FY19E			FY20E			CMBI Comments
	New	Old	% Chg	New	Old	% Chg	New	Old	% Chg	
Revenue	3,170	3,222	(1.6)	3,348	3,455	(3.1)	3,531	3,677	(4.0)	To factor in 1) weakening China demand, 2) missed US sales due to protest during the Pradamalia monkey crisis, 3) missed EU sales affected by Riots in France, 4) lower than expected reception of the Ready to wear and Linea Rossa series, 5) restructuring of existing wholesalers in Europe.
Gross profit	2,305	2,342	(1.6)	2,427	2,505	(3.1)	2,567	2,673	(4.0)	
Gross margin	72.7%	72.7%	0ppt	72.5%	72.5%	0ppt	72.7%	72.7%	0ppt	
Opex	(1,923)	(1,922)	0.1	(1,998)	(1,999)	(0.0)	(2,079)	(2,080)	(0.0)	
EBIT	381	421	(9.4)	429	506	(15.3)	489	594	(17.7)	Assuming a 1) absence of operating leverage due to slowdown in SSSG, 2) higher A&P expenses due to further investment on digital communication.
EBIT margin	12.0%	13.1%	-1ppt	12.8%	14.6%	-1.8ppt	13.8%	16.1%	-2.3ppt	
Reported Net profit	262	298	(12.0)	303	363	(16.6)	351	427	(17.8)	Lifting the effective tax rate in FY18E and FY19E
Adjusted Net Profit	262	298	(12.0)	303	363	(16.6)	351	427	(17.8)	
Diluted EPS (EUR)	0.103	0.117	(12.0)	0.118	0.142	(16.6)	0.137	0.167	(17.8)	
Adjusted diluted EPS (EUR)	0.103	0.117	(12.0)	0.118	0.142	(16.6)	0.137	0.167	(17.8)	

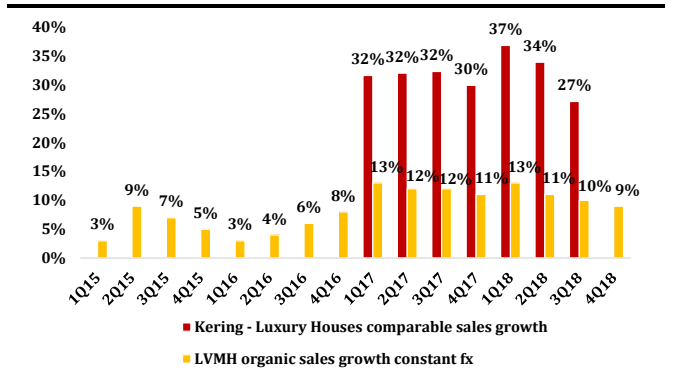
资料来源：公司数据，招银国际预测

图 2：自 2018 年以来，美国，中国和欧盟的消费者一直在失去信心



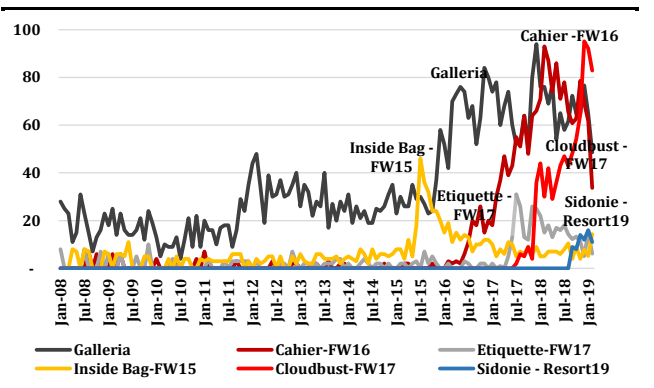
资料来源：彭博，招银国际预测

图 3：自 18 财年 1 季度以来，Kering 和 LVMH 的销售增长一直在放缓



资料来源：公司数据，招银国际预测

图 4：普拉达的新产品（皮包和鞋类）反馈正面



资料来源：谷歌趋势，招银国际预测

图 5：根据 Lyst 指数，Prada 是 18 财年 1 季度和 2 季度的最热门品牌之一

Rank	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18
1	Balenciaga	Balenciaga	Gucci	Off-White	Gucci
2	Gucci	Gucci	Off-White	Gucci	Off-White
3	Off-White	Vetements	Balenciaga	Balenciaga	Balenciaga
4	Moncler	Off-White	Givenchy	Nike	Moncler
5	Vetements	Stone Island	Dolce & Gabbani	Prada	Fendi
6	Stone Island	Givenchy	Vetements	Versace	Versace
7	Givenchy	Moncler	Versace	Yeezy	Stone Island
8	Dolce & Gabbani	Dolce & Gabbani	Fendi	Vetements	Vetements
9	Valentino	Yeezy	Nike	Fendi	Valentino
10	Yeezy	Valentino	Prada	Valentino	Burberry

资料来源：LYST，招银国际

图 6：热销产品 - Prada Sidonie



资料来源：公司数据，互联网，招银国际

图 7：Pradamalia Dolls，2 只猴子被指控为种族歧视



资料来源：公司数据，互联网，招银国际

图 8：普拉达 2019 Resort 的皮革产品

Season	2019 Resort			
Being held	May 2018			
Product name	Sidonie/ Flap/ Top Handle Bag With Buckle	Ouverture/ Suede Tote/ Leather Bag	Margit/ Suede/ Leather Bag	Manuelle/ Leather Shoulder Bag
Chinese name	美女/ 帶扣的 紋理 頂柄包	序曲/ 絨面革包/ 皮革包	珍珠/ 絨面革包/ 皮革包	手冊/ 皮革單肩包
Prices (USD)	1950 - 3100	2690 - 3250	1990 - 2790	2850
Price range (USD)	1950 - 3250			
Sample photos				

资料来源：公司数据，互联网，招银国际

图 9：普拉达 2019 春夏皮具产品

Season	2019 Spring Summer					
Being held	Sep 2018					
Product name	Odette/ Saffiano/ Ostrich Leather Bag	Sybille/ Leather Shoulder Bag	Sidonie/ Large Lux Leather Top Handle Bag	Sidonie/ Leather Belt-Bag	Saffiano & City Leather Bucket Bag	Satin & Faux Leather Net Clutch
Chinese name	富裕/ Saffiano 皮革/ 鸵鸟 皮包	Sybille / 皮革 单肩包	美女/ 大号 Lux 皮革 手提包	美女/ 皮革 皮带包	Saffiano 和 City 皮革 水桶包	绸缎和人造皮革 网 手拿包
Prices (USD)	1950 - 5550	1850 - 4000	5490	1790	1390	970
Price range (USD)	970 - 5550					
Sample photos						

资料来源：公司数据，互联网，招银国际

图 10：普拉达的假设

Major assumptions	FY16A*	FY17	FY18E	FY19E	FY20E
<b>Sales by segment (mn EUR)</b>					
<b>Direct sales</b>	<b>2,635</b>	<b>2,444</b>	<b>2,527</b>	<b>2,663</b>	<b>2,802</b>
<i>Prada</i>	2,120	1,991	2,064	2,181	2,300
<i>Miu Miu</i>	441	388	400	418	437
<i>Other</i>	73	64	62	64	66
<b>Franchise sales</b>	<b>504</b>	<b>565</b>	<b>595</b>	<b>634</b>	<b>676</b>
<b>Royalties</b>	<b>45</b>	<b>48</b>	<b>49</b>	<b>50</b>	<b>53</b>
<b>Total</b>	<b>3,184</b>	<b>3,056</b>	<b>3,170</b>	<b>3,348</b>	<b>3,531</b>
<b>Sales growth by segment (%)</b>					
<b>Direct sales</b>	<b>-13.9%</b>	<b>-7.3%</b>	<b>3.4%</b>	<b>5.4%</b>	<b>5.2%</b>
<i>Prada</i>	-14.8%	-6.1%	3.7%	5.7%	5.4%
<i>Miu Miu</i>	-12.0%	-12.0%	3.0%	4.5%	4.5%
<i>Other</i>	3.6%	-11.7%	-3.1%	2.6%	2.6%
<b>Franchise sales</b>	<b>13.4%</b>	<b>11.9%</b>	<b>5.3%</b>	<b>6.6%</b>	<b>6.7%</b>
<b>Royalties</b>	<b>3.1%</b>	<b>7.6%</b>	<b>1.0%</b>	<b>3.0%</b>	<b>5.0%</b>
<b>Total</b>	<b>-10.3%</b>	<b>-4.0%</b>	<b>3.7%</b>	<b>5.6%</b>	<b>5.5%</b>
<b>GP margins</b>	<b>71.9%</b>	<b>73.5%</b>	<b>72.7%</b>	<b>72.5%</b>	<b>72.7%</b>
<b>Operating costs breakdown by segment</b>					
Design, R & D/ sales	3.9%	4.3%	4.1%	4.0%	4.1%
A & P/ sales	5.4%	6.0%	6.3%	6.3%	6.2%
D & A/ sales	6.6%	6.9%	6.7%	6.5%	6.3%
Labour costs/ sales	17.8%	19.0%	18.4%	18.1%	17.9%
Variable rental/ sales	10.8%	11.5%	11.4%	11.3%	11.2%
Fixed rental/ sales	9.5%	9.9%	9.7%	9.4%	9.2%
Others/ sales	-1.2%	-1.2%	-1.2%	-1.2%	-1.2%
G & A/ sales	5.6%	5.6%	5.3%	5.3%	5.1%
<b>Total</b>	<b>58.4%</b>	<b>61.9%</b>	<b>60.7%</b>	<b>59.7%</b>	<b>58.9%</b>
<b>EBIT margins</b>	<b>13.5%</b>	<b>11.8%</b>	<b>12.0%</b>	<b>12.8%</b>	<b>13.8%</b>
Pre-tax margins	13.0%	11.6%	11.7%	12.6%	13.7%
<b>Effective tax rate</b>	<b>-31.6%</b>	<b>-29.7%</b>	<b>-29.0%</b>	<b>-28.0%</b>	<b>-27.0%</b>
<b>Net profit att. (mn EUR)</b>	<b>278</b>	<b>249</b>	<b>262</b>	<b>303</b>	<b>351</b>
Net profit att. margins	8.7%	8.1%	8.3%	9.0%	9.9%
<b>Net profit att. Growth (%)</b>	<b>-15.9%</b>	<b>-10.6%</b>	<b>5.4%</b>	<b>15.3%</b>	<b>16.0%</b>
<b>Number of stores by brand</b>					
Prada	387	394	403	409	415
Miu Miu	171	167	167	168	169
Others	62	64	65	66	66
Franchises stores	34	34	30	30	30
<b>Sum total</b>	<b>654</b>	<b>659</b>	<b>665</b>	<b>673</b>	<b>680</b>

资料来源：公司数据，招银国际预测，\*年底于明年1月结束

图 11：同行估值表 - H 股，A 股，国际奢侈品，珠宝和手表

Company	Ticker	Price	Mkt cap	Year	PER (x)				EPS Growth(%)		PBR (x)				ROE (%)	3yrs PEG(x)	Yield (%)	YTD performance (%)
					FY0	FY1	FY2	5yrs avg.	FY1	FY2	FY0	FY1	FY2	5yrs avg.	FY0	FY1	FY1	
<b>H-shares Luxury, Jewellery, Watches</b>																		
Prada S.P.A.	1913 HK	27.80	71,135	31/12/2017	30.5	30.5	26.2	28.1	0.1	16.3	2.7	2.7	2.7	4.5	8.4	2.9	3.0	7.8
Samsonite International Sa	1910 HK	23.95	34,271	31/12/2017	12.7	16.8	14.5	20.7	(22.4)	15.5	2.3	2.3	2.1	3.3	19.6	12.0	2.2	7.6
Chow Tai Fook Jewellery Grou	1929 HK	7.24	72,400	31/3/2018	17.0	16.3	15.2	19.0	8.6	7.0	2.5	2.2	2.1	2.4	14.1	2.0	4.7	10.9
Luk Fook Holdings Intl Ltd	590 HK	24.45	14,355	31/3/2018	9.5	9.6	9.4	10.6	9.1	2.2	1.5	1.3	1.2	1.6	15.8	1.7	4.6	9.4
Chow Sang Sang Hldg	116 HK	11.84	8,021	31/12/2017	7.4	7.7	7.1	12.1	18.3	9.3	0.8	0.7	0.7	1.4	11.0	0.6	5.2	1.9
Emperor Watch & Jewellery	887 HK	0.22	1,519	31/12/2017	5.5	n/a	n/a	n/a	0.0	0.0	0.3	n/a	n/a	0.6	6.4	n/a	n/a	(2.6)
Oriental Watch Holdings	398 HK	2.09	1,192	31/3/2018	7.6	n/a	n/a	n/a	0.0	0.0	0.5	n/a	n/a	0.4	7.1	n/a	n/a	2.5
Hengdeil Holdings Ltd	3389 HK	0.35	1,609	31/12/2017	n/a	n/a	n/a	n/a	0.0	0.0	0.3	n/a	n/a	0.8	(0.2)	n/a	n/a	(1.4)
<b>Average</b>					<b>12.9</b>	<b>16.2</b>	<b>14.5</b>	<b>18.1</b>	<b>1.7</b>	<b>6.3</b>	<b>1.4</b>	<b>1.8</b>	<b>1.7</b>	<b>1.9</b>	<b>10.3</b>	<b>3.8</b>	<b>3.9</b>	<b>4.5</b>
<b>Median</b>					<b>9.5</b>	<b>16.3</b>	<b>14.5</b>	<b>19.0</b>	<b>0.0</b>	<b>4.6</b>	<b>1.1</b>	<b>2.2</b>	<b>2.1</b>	<b>1.5</b>	<b>9.7</b>	<b>2.0</b>	<b>4.6</b>	<b>5.0</b>
<b>A-shares Luxury, Jewellery, Watches</b>																		
Lao Feng Xiang Co Ltd-A	600612 CH	42.00	20,960	31/12/2017	17.9	17.2	15.1	11.0	14.3	13.4	3.6	3.4	3.1	2.5	21.4	1.2	2.8	(6.7)
Chow Tai Seng Jewellery Co-A	002867 CH	29.12	16,421	31/12/2017	18.2	17.3	13.8	n/a	29.5	25.2	3.7	3.7	3.1	n/a	22.3	0.7	2.3	5.4
Leyson Jewelry Inc-A	603900 CH	12.72	5,012	31/12/2017	14.8	14.1	12.1	n/a	(1.3)	16.1	1.8	1.7	1.5	n/a	12.9	1.2	1.6	6.8
Guangdong Chj Industry Co-A	002345 CH	4.25	4,453	31/12/2017	13.7	11.5	9.3	39.6	8.7	23.9	1.1	1.1	1.0	3.5	8.2	0.8	2.5	(4.9)
Fiyta Holdings Ltd-A	000026 CH	7.82	3,674	31/12/2017	20.6	17.9	14.7	19.9	33.1	22.0	1.3	1.3	1.3	1.2	6.6	0.7	n/a	7.3
Zhejiang Ming Jewelry Co-A	002574 CH	5.01	3,061	31/12/2017	28.7	0.4	0.5	89.7	n/a	(11.0)	0.8	0.8	0.8	2.1	2.8	0.0	1.8	1.6
Eastern Gold Jade Co Ltd-A	600086 CH	3.48	5,437	31/12/2017	n/a	n/a	n/a	60.8	0.0	0.0	1.5	n/a	n/a	6.3	(2.8)	n/a	n/a	(24.5)
<b>Average</b>					<b>19.0</b>	<b>13.1</b>	<b>10.9</b>	<b>44.2</b>	<b>14.0</b>	<b>12.8</b>	<b>2.0</b>	<b>2.0</b>	<b>1.8</b>	<b>3.1</b>	<b>10.2</b>	<b>0.8</b>	<b>2.2</b>	<b>(2.1)</b>
<b>Median</b>					<b>18.0</b>	<b>15.6</b>	<b>13.0</b>	<b>39.6</b>	<b>11.5</b>	<b>16.1</b>	<b>1.5</b>	<b>1.5</b>	<b>1.4</b>	<b>2.5</b>	<b>8.2</b>	<b>0.7</b>	<b>2.3</b>	<b>1.6</b>
<b>International Luxury, Jewellery, Watches</b>																		
Prada S.P.A.	1913 HK	27.80	71,135	31/12/2017	30.5	30.5	26.2	28.1	0.1	16.3	2.7	2.7	2.7	4.5	8.4	2.9	3.0	7.8
Samsonite International Sa	1910 HK	23.95	34,271	31/12/2017	12.7	16.8	14.5	20.7	(22.4)	15.5	2.3	2.3	2.1	3.3	19.6	12.0	2.2	7.6
Lvmh Moet Hennessy Louis Vui	MC FP	289.30	1,291,530	31/12/2018	22.9	20.7	19.0	19.7	6.3	8.5	4.5	4.0	3.6	3.6	20.7	2.7	2.3	12.0
Kering	KER FP	436.30	486,971	31/12/2018	21.0	17.3	15.3	25.8	(18.2)	12.7	6.0	4.2	3.6	2.4	32.2	111.6	2.1	6.0
Hermes International	RMS FP	536.20	500,323	31/12/2017	42.2	41.7	38.1	35.8	11.0	9.4	11.8	10.3	8.8	9.3	28.3	4.1	0.9	10.6
Cie Financiere Richemont-Reg	CFR SW	68.86	308,370	31/3/2018	13.7	18.3	18.2	27.6	48.6	0.2	2.2	2.1	2.1	2.8	16.2	1.0	3.0	9.3
Tiffany & Co	TIF US	87.85	84,044	31/1/2018	18.4	18.8	18.0	21.0	58.5	4.4	3.6	3.2	3.0	3.6	14.4	0.8	2.4	9.1
Moncler Spa	MONC IM	33.78	76,380	31/12/2017	31.8	27.4	24.5	26.2	25.7	11.9	9.8	7.6	6.2	7.7	33.6	1.8	1.1	16.8
Burberry Group Plc	BRBY LN	1921.00	79,682	31/3/2018	24.1	23.5	22.4	22.4	15.9	4.9	6.2	5.5	5.1	4.8	24.3	2.2	2.3	10.7
Salvatore Ferragamo Spa	SFER IM	17.85	26,622	31/12/2017	30.9	29.4	26.6	24.9	(12.7)	10.5	4.2	3.9	3.7	7.5	13.9	9.7	2.0	1.1
Luxottica Group Spa	LUX IM	51.74	221,885	31/12/2017	24.6	26.1	23.7	31.2	(7.0)	9.9	4.2	4.0	3.6	4.5	17.5	10.5	1.9	0.1
Swatch Group Ag/The-Br	UHR SW	278.90	118,936	31/12/2018	17.3	15.2	13.6	22.2	11.6	11.4	1.4	1.2	1.2	1.8	7.5	1.5	3.1	(2.7)
Tod'S Spa	TOD IM	41.46	12,127	31/12/2017	19.6	26.1	24.3	25.3	(25.4)	7.2	1.3	1.2	1.2	2.7	6.6	(9.8)	2.8	0.4
Hugo Boss Ag -Ord	BOSS GY	60.98	37,944	31/12/2017	19.6	17.3	15.5	20.3	6.4	11.8	4.7	4.4	4.0	6.7	24.1	1.8	4.5	13.1
Hugo Boss Ag -Ord	BOSS GY	73.82	48,806	31/12/2016	20.5	20.5	19.1	19.6	40.2	7.4	6.4	5.4	5.0	7.5	32.5	1.1	3.7	27.0
<b>Average</b>					<b>23.3</b>	<b>23.3</b>	<b>21.3</b>	<b>24.7</b>	<b>9.2</b>	<b>9.5</b>	<b>4.7</b>	<b>4.1</b>	<b>3.7</b>	<b>4.8</b>	<b>20.0</b>	<b>10.3</b>	<b>2.5</b>	<b>8.6</b>
<b>Median</b>					<b>21.0</b>	<b>20.7</b>	<b>19.1</b>	<b>24.9</b>	<b>6.4</b>	<b>9.9</b>	<b>4.2</b>	<b>4.0</b>	<b>3.6</b>	<b>4.5</b>	<b>19.6</b>	<b>2.2</b>	<b>2.3</b>	<b>9.1</b>

资料来源：彭博，招银国际预测



**利潤表**

年結：12月31日 (百萬元歐元)	FY16A*	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
<b>收入</b>	<b>3,184.1</b>	<b>3,056.5</b>	<b>3,170.1</b>	<b>3,347.7</b>	<b>3,531.3</b>
直營店銷售	2,634.9	2,443.7	2,526.8	2,663.4	2,802.3
Prada	2,120.5	1,990.8	2,064.3	2,181.2	2,299.6
Miu Miu	441.5	388.5	400.1	418.2	437.0
Church' s	60.1	52.3	49.7	50.7	51.7
其他	12.9	12.1	12.7	13.4	14.0
特許經營方銷售	504.4	564.6	594.6	634.2	676.4
特許權費	44.8	48.2	48.7	50.1	52.6
銷售成本	(895.0)	(810.9)	(865.4)	(920.6)	(964.0)
<b>毛利</b>	<b>2,289.1</b>	<b>2,245.6</b>	<b>2,304.7</b>	<b>2,427.1</b>	<b>2,567.3</b>
產品設計及開發費用	(125.3)	(130.5)	(130.0)	(133.9)	(143.0)
廣告及傳訊費用	(172.5)	(184.8)	(199.7)	(210.9)	(218.9)
銷售費用	(1,383.3)	(1,399.3)	(1,425.6)	(1,476.2)	(1,536.6)
一般及行政費用	(176.8)	(171.1)	(168.0)	(177.4)	(180.1)
其他收益	-	-	-	-	-
<b>息稅前收益</b>	<b>431.2</b>	<b>360.0</b>	<b>381.4</b>	<b>428.6</b>	<b>488.6</b>
淨融資成本	(18.0)	(6.2)	(10.4)	(7.0)	(6.3)
聯營公司	2.3	0.7	1.0	1.0	1.1
特殊收入	-	-	-	-	-
<b>稅前利潤</b>	<b>415.4</b>	<b>354.5</b>	<b>371.9</b>	<b>422.6</b>	<b>483.3</b>
所得稅	(131.2)	(105.3)	(107.8)	(118.3)	(130.5)
非控制股東權益	(5.9)	(0.3)	(1.6)	(1.7)	(1.8)
<b>淨利潤</b>	<b>278.3</b>	<b>248.9</b>	<b>262.5</b>	<b>302.6</b>	<b>351.0</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)	FY16A*	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
<b>非流動資產</b>	<b>2,846.9</b>	<b>2,774.8</b>	<b>2,740.4</b>	<b>2,682.1</b>	<b>2,597.3</b>
物業、厂房及設備	1,542.7	1,522.8	1,494.5	1,449.8	1,384.5
無形資產和商譽	921.8	921.5	915.4	901.8	882.3
聯營公司的權益	11.8	8.4	8.4	8.4	8.4
合營公司的權益	-	-	-	-	-
其他金融資產	-	2.0	2.0	2.0	2.0
遞延稅項資產	247.3	209.4	209.4	209.4	209.4
其他	123.4	110.7	110.7	110.7	110.7
<b>流動資產</b>	<b>1,810.0</b>	<b>1,964.6</b>	<b>2,077.1</b>	<b>2,274.8</b>	<b>2,519.4</b>
其他金融資產	7.0	13.9	13.9	13.9	13.9
存貨	526.9	569.9	608.3	647.1	677.6
貿易及其他應收賬款	538.9	482.0	492.8	509.7	527.1
受限制銀行結餘	15.0	6.1	6.3	6.7	7.1
現金及現金等价物	722.2	892.6	955.7	1,097.5	1,293.8
<b>流動負債</b>	<b>636.8</b>	<b>904.3</b>	<b>965.1</b>	<b>996.9</b>	<b>1,025.9</b>
銀行借款	151.2	353.0	353.0	353.0	353.0
預收款項	-	-	-	-	-
貿易及其他應付賬款	256.1	313.7	334.8	356.1	372.9
即期稅項	65.5	68.1	107.8	118.3	130.5
其他	164.0	169.5	169.5	169.5	169.5
<b>非流動負債</b>	<b>915.6</b>	<b>968.9</b>	<b>968.9</b>	<b>968.9</b>	<b>968.9</b>
帶息借款	547.6	639.0	639.0	639.0	639.0
離職後福利及其他長期福利	67.2	61.4	61.4	61.4	61.4
遞延稅項	31.1	32.0	32.0	32.0	32.0
撥備	82.3	61.8	61.8	61.8	61.8
其他	187.3	174.7	174.7	174.7	174.7
<b>資產淨額</b>	<b>3,104.5</b>	<b>2,866.2</b>	<b>2,883.5</b>	<b>2,991.0</b>	<b>3,121.9</b>
<b>非控股權益</b>	<b>24.0</b>	<b>21.5</b>	<b>23.1</b>	<b>24.8</b>	<b>26.5</b>
<b>權益股東應占總權益</b>	<b>3,080.5</b>	<b>2,844.7</b>	<b>2,860.4</b>	<b>2,966.2</b>	<b>3,095.3</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)	FY16A*	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
<b>息税前收益</b>	<b>431.2</b>	<b>360.0</b>	<b>381.4</b>	<b>428.6</b>	<b>488.6</b>
折旧和摊销	209.0	209.9	212.0	216.3	222.7
营运资金变动	104.1	85.8	(28.3)	(34.6)	(31.5)
税务开支	(129.6)	(105.3)	(107.8)	(118.3)	(130.5)
其他	17.2	(68.0)	(31.4)	43.2	(0.0)
<b>经营活动所得现金净额</b>	<b>631.9</b>	<b>482.4</b>	<b>425.9</b>	<b>535.1</b>	<b>549.3</b>
购置固定资产	(227.6)	(251.0)	(212.4)	(217.6)	(218.9)
联营公司	-	-	-	-	-
其他	1.3	39.4	21.7	20.5	69.9
<b>投资活动所得现金净额</b>	<b>(226.3)</b>	<b>(211.6)</b>	<b>(190.7)</b>	<b>(197.1)</b>	<b>(149.0)</b>
股份发行	-	-	-	-	-
净银行借贷	(95.1)	281.3	-	-	-
股息	(282.2)	(307.1)	(191.9)	(243.4)	(282.1)
其他	1.0	26.0	-	-	-
<b>融资活动所得现金净额</b>	<b>(376.2)</b>	<b>0.3</b>	<b>(191.9)</b>	<b>(243.4)</b>	<b>(282.1)</b>
<b>现金增加净额</b>	<b>29.3</b>	<b>271.1</b>	<b>43.2</b>	<b>94.5</b>	<b>118.2</b>
年初现金及现金等价物	680.6	722.2	928.5	927.3	1,011.1
汇兑	12.3	(64.8)	-	-	-
<b>年末现金及现金等价物</b>	<b>722.2</b>	<b>928.5</b>	<b>971.7</b>	<b>1,021.9</b>	<b>1,129.4</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	FY16A*	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
<b>销售组合 (%)</b>					
直营店销售	82.8	80.0	79.7	79.6	79.4
Prada	66.6	65.1	65.1	65.2	65.1
Miu Miu	13.9	12.7	12.6	12.5	12.4
Church' s	1.9	1.7	1.6	1.5	1.5
其他	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4
特许经营方销售	15.8	18.4	18.8	18.9	19.1
特许权费	1.4	1.6	1.5	1.5	1.5
<b>总额</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>
<b>盈利能力比率 (%)</b>					
毛利率	71.9	73.5	72.7	72.5	72.7
息税前利润率	13.5	11.8	12.0	12.8	13.8
税前利润率	13.0	11.6	11.7	12.6	13.7
净利润率	8.7	8.1	8.3	9.0	9.9
有效税率	31.6	29.7	29.0	28.0	27.0
<b>增长 (%)</b>					
收入	(10.3)	(4.0)	3.7	5.6	5.5
毛利	(10.8)	(1.9)	2.6	5.3	5.8
息税前利润	(14.3)	(16.5)	5.9	12.4	14.0
净利润率	(15.9)	(10.6)	5.4	15.3	16.0
<b>资产负债比率</b>					
流动比率 (x)	2.8	2.2	2.2	2.3	2.2
平均应收账款周转天数	32.7	34.6	34.6	34.6	34.6
平均应付账款周转天数	104.4	141.2	141.2	141.2	141.2
平均存货周转天数	214.9	256.5	256.5	256.5	256.5
净负债 / 总权益比率 (%)	净现金	3.5	1.3	净现金	净现金
<b>回报率 (%)</b>					
资本回报率	9.0	8.8	9.2	10.2	11.3
资产回报率	6.0	5.3	5.4	6.1	6.9
<b>每股数据</b>					
每股盈利(欧元)	0.109	0.097	0.103	0.118	0.137
每股股息(欧元)	0.120	0.075	0.082	0.095	0.110
每股账面值(欧元)	1.204	1.112	1.132	1.168	1.211

来源：公司及招银国际研究部，\*年结是下一年1月底

## 免责声明及披露

### 分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告30日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告3个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

### 招银证券投资评级

买入	: 股价于未来12个月的潜在涨幅超过15%
持有	: 股价于未来12个月的潜在变幅在-10%至+15%之间
卖出	: 股价于未来12个月的潜在跌幅超过10%
未评级	: 招银国际并未给予投资评级

### 招银国际证券有限公司

地址: 香港中环花园道3号冠君大厦45楼

电话: (852) 3900 0888

传真: (852) 3900 0800

招银国际证券有限公司(“招银证券”)为招银国际金融有限公司之全资附属公司(招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司)

### 重要披露

本报告内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载资料可能不适合所有投资者。招银证券不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受目标资产表现以及其他市场因素影响。招银证券建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决定。

本报告包含的任何资讯由招银证券编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考资料。报告中的资讯或所表达的意见皆不可作为或被视为证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的错误、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律法律责任。任何使用本报告资讯所作的投资决定完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的资讯，我们力求但不担保这些资讯的准确性、有效性和完整性。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银证券可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

本公司或其附属机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。

如需索取更多有关证券的资讯，请与我们联络。

#### 对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)2000年英国不时修订之金融服务及市场法令2005年(金融推广)令(“金融服务令”)第19(5)条之人士及(II)属金融服务令第49(2)(a)至(d)条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，未经招银证券书面授权不得提供给其他任何人。

#### 对于接收此份报告的美国投资者

本报告仅提供给美国1934年证券交易法规15a-6定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。