

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

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

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)
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
非流動資產	2,868.1	2,846.9	2,897.6	2,920.3	2,932.9
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
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
現金及現金等价物	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
息税前收益	502.9	431.2	375.7	420.1	489.8
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
经营活动所得现金净额	368.5	631.9	604.5	447.5	542.9
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
投资活动所得现金净额	(392.1)	(226.3)	(204.2)	(193.5)	(200.6)
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	-	-	-
融资活动所得现金净额	(9.8)	(376.2)	(307.1)	(257.6)	(240.1)
现金增加净额	(33.4)	29.3	93.3	(3.6)	102.1
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	-	-	-
年末现金及现金等价物	680.6	722.2	815.5	811.8	914.0

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
销售组合 (%)					
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
总额	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

本报告期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上责任。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。

本公司或其附属关联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，请与我们联系。

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商投资者

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。