

普拉达 (1913 HK)

品牌热度提升可有效带动盈利增长

维持买入，并上调目标价至 67.31 港元，基于 60 倍的 22 财年市盈率（之前为 55 倍），高于 5 年平均 36 倍大约 2.0 个标准偏差。我们预计 Prada 在 21 财年上半年强劲的销售增长势头将带动利润率改善，同时亦会提高投资者的信心及估值。因此我们认为目前 52 倍 22 财年市盈率的估值，仍然是相当吸引的（尽管同业平均为 33 倍）。

- **21 财年上半年零售销售保持快速增长，受惠于低基数、品牌力提升和财富效应。**我们预计 Prada 在 21 财年上半年的零售销售增长（对比 19 财年上半年）大约为中单位数，包括 1 季度的快速增长（同比增长约 7%）以及 2 季度的明显加速（同比增长约 90%），受惠于 1) 低基数（平均约有 40% 的商店在 2020 年 2 月至 5 月期间关闭），2) 品牌力不断上升，体现在各种产品线受欢迎程度的提升（皮具：Galleria（再版）、Cleo、Hobo/ 服装：Linea Rossa/ 鞋类：与阿迪达斯的跨界联名、Cloudbust、Slingback 等等）以及各种面料和设计（例如 Re-Nylon）和 3) 财富效应，美国和中国的高净值人群在 2020 年同比增长了 11%，根据 Capgemini 的 2021 年世界财富报告。按地区来说，我们预计中国（约 70%）、美国（约 64%）的增长更快，但欧盟（约 41%）、中东（约 41%）和日本（约 34%）却由于缺乏游客而相对较弱。
- **盈利能力会随着定价能力和门店效率提升而逐渐提高。**整体复苏步伐当然要取决于疫情管控的情况，但我们对疫情后的增长充满信心。如果我们剔除上半年因疫情而暂时关闭的 100-130 家门店，21 财年上半年与 19 财相比，实际平均每家门店销售增长了 10-15%，这其实令人相当振奋的。我们预计经营利润率将从 19 财年的 9.5% 跃升至 23 财年的 16.7%，原因是毛利率提升（平均售价提高、更少的折扣销售和电商销售）和更好的经营杠杆。
- **距离 24-25 财年 50 亿欧元的销售目标又更近一步。**在我们看来，实现这一目标的可能性是略有增加的，因为 Prada 在 21 财年上半年是开始交出了快于行业的销售增长。我们现在预计 20-25 财年的销售复合年增长率为 13%，而公司的目标约为 15%，行业增长速度约为 10%。
- **维持买入评级，上调目标价至 67.31 港元。**我们将 21 财年/22 财年/23 财年的每股盈利预测上调 2%/ 7%/ 13%，考虑到更快的销售增长和更好的经营杠杆。由于我们预计 Prada 以后的表现将优于行业（与 14-18 财年不同），我们维持买入并将目标价上调至 67.31 港元，基于 60 倍的 22 财年市盈率（之前为 55 倍），高于 5 年平均 36 倍大约 2.0 个标准偏差。

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY19A	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E
营业收入(百万欧元)	3,226	2,423	3,030	3,456	3,780
同比增长(%)	2.7	(24.9)	25.1	14.0	9.4
净利润(百万欧元)	256	(54)	199	315	414
每股盈利(欧元)	0.100	(0.021)	0.078	0.123	0.162
调整后净利润(百万欧元)	179	(54)	199	315	414
调整后净利润变动(%)	(13.0)	(130.3)	(466.7)	58.5	31.6
市场预期每股盈利(欧元)	n/a	n/a	0.079	0.125	0.156
市盈率(倍)	67.0	(303.4)	82.7	52.2	39.7
市帐率(倍)	5.8	5.8	5.5	5.1	4.8
股息率(%)	0.3	0.5	0.7	1.5	2.0
权益收益率(%)	8.6	(1.9)	6.6	9.8	12.1
净负债/股东权益比率(%)	14.3	10.9	6.1	净现金	净现金

资料来源：公司，彭博及招银国际证券预测

买入（维持）

目标价	HK\$67.31
(此前目标价)	HK\$57.80)
潜在升幅	15.0%
当前股价	HK\$58.55

中国奢侈品行业

胡永匡

(852) 3761 8776
walterwoo@cmbi.com.hk

公司资料

市值(百万港元)	149,819
3 月平均流通量(百万港元)	45.44
52 周内股价高/低(港元)	60.45/26.15
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%
景顺	4.93%
自由流通	15.09%

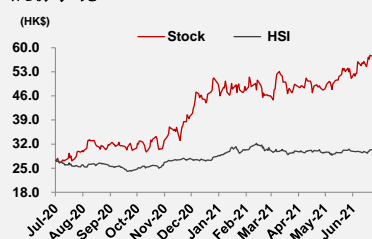
资料来源：港交所

股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	11.1%	13.5%
3-月	14.8%	17.3%
6-月	14.1%	10.7%
12-月	106.2%	84.8%

资料来源：彭博

股份表现



资料来源：彭博

审计师：德勤

财务分析

利润表

年结:12月31日(百万欧元)	FY19A	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E
销售收入	3,226	2,423	3,030	3,456	3,780
直接销售	2,636	2,115	2,695	3,110	3,423
特许经营销售	547	275	302	313	324
特许权使用费	42	32	33	33	34
销售成本	(906)	(679)	(773)	(847)	(907)
毛利	2,320	1,743	2,257	2,609	2,873
其它收入	(17)	(21)	(9)	(10)	(11)
营运支出	(2,013)	(1,723)	(1,920)	(2,107)	(2,240)
折旧和摊销	(62)	(141)	(136)	(125)	(135)
员工成本	(643)	(579)	(594)	(637)	(667)
销售及分销成本 (不包括员工成本折旧和摊销)	(969)	(822)	(915)	(1,039)	(1,119)
管理费用 (不包括员工成本折旧和摊销)	(339)	(182)	(274)	(306)	(320)
其它运营费用	-	-	-	-	-
息税前收益	290	(1)	329	492	622
融资成本净额	(6)	(8)	(5)	(4)	(2)
合资及联营企业	-	-	-	-	-
特殊项目	(48.98)	(42.67)	(45.45)	(48.38)	(49.15)
税前利润	235	(52)	278	440	570
所得税	23	(3)	(78)	(123)	(154)
减: 非控制股东权益	2	(0)	2	2	2
净利润	256	(54)	199	315	414

现金流量表

年结:12月31日(百万欧元)	FY19A	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E
息税前利润	290	(1)	329	492	622
折旧和摊销	62	141	136	125	135
营运资金变动	(108)	106	(47)	27	(62)
已缴纳所得税	(26)	(44)	(78)	(123)	(154)
其它	593	391	71	61	62
经营活动所得现金流	810	592	411	581	602
资本开支	(286)	(109)	(185)	(211)	(231)
联营公司	-	-	-	-	-
利息收入	-	-	-	-	-
其它	(17)	(41)	-	-	-
投资活动所得现金净额	(302)	(150)	(185)	(211)	(231)
股份发行	-	-	-	-	-
净借贷	(19)	(36)	-	-	-
支付股息	(155)	-	(90)	(119)	(252)
其它	(519)	(360)	-	-	-
融资活动所得现金净额	(692)	(395)	(90)	(119)	(252)
现金增加净额	(185)	47	137	252	120
年初现金及现金等价物	600	421	442	570	812
汇兑	6	(26)	-	-	-
年末现金及现金等价物	421	442	579	821	931

资产负债表

年结:12月31日(百万欧元)	FY19A	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E
非流动资产	5,341	4,873	4,855	4,882	4,919
固定资产	1,642	1,506	1,518	1,576	1,654
无形资产和商誉	844	832	803	777	748
预付租金	-	-	-	-	-
合资及联营公司投资	81	66	66	66	66
其它非流动资产	2,773	2,468	2,467	2,463	2,451
流动资产	1,698	1,655	1,869	2,080	2,275
现金及现金等价物	421	442	570	812	922
存货	713	666	699	649	696
贸易和其他应收款	318	290	332	341	373
预付款	22	51	64	73	80
其它流动资产	225	205	205	205	205
流动负债	1,232	1,227	1,267	1,262	1,286
银行贷款	241	301	301	301	301
应付款	327	290	329	325	348
应计费用和其他应付款	-	-	-	-	-
应付税款	84	69	69	69	69
其它流动负债	579	568	568	568	568
非流动负债	2,818	2,449	2,449	2,449	2,449
银行贷款	584	451	451	451	451
递延收入	-	-	-	-	-
递延所得税	29	29	29	29	29
其它	2,205	1,968	1,968	1,968	1,968
少数股东权益	21	20	21	23	25
净资产总额	2,967	2,832	2,986	3,227	3,435
股东权益	2,967	2,832	2,986	3,227	3,435

主要比率

年结:12月31日	FY19A	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E
销售组合 (%)					
直接销售	81.7	87.3	89.0	90.0	90.5
特许经营销售	17.0	11.4	10.0	9.1	8.6
特许权使用费	1.3	1.3	1.1	1.0	0.9
合计	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
盈利能力比率					
毛利率	71.9	72.0	74.5	75.5	76.0
经营利润率	9.0	(0.0)	10.8	14.2	16.4
税前利率	7.3	(2.1)	9.2	12.7	15.1
净利润率	7.9	(2.2)	6.6	9.1	11.0
有效税率	(9.8)	(4.9)	28.0	28.0	27.0
资产负债比率					
流动比率 (X)	1.4	1.3	1.5	1.9	1.9
速动比率 (X)	1.4	1.3	1.5	1.9	1.9
现金比率 (X)	0.3	0.4	0.4	0.6	0.7
平均库存周转天数	287	358	330	280	280
平均应收款周转天数	36	44	40	36	36
平均应付帐款天数	132	156	156	140	140
债务/股本比率 (%)	29	27	25	23	22
净负债/股东权益比率 (%)	14	11	6	净现金	净现金
回报率 (%)					
资本回报率	8.6	(1.9)	6.6	9.8	12.1
资产回报率	3.6	(0.8)	3.0	4.5	5.8
每股数据(欧元)					
每股盈利(欧元)	0.10	(0.02)	0.08	0.12	0.16
每股股息(欧元)	0.02	0.04	0.05	0.10	0.13
每股账面价值(欧元)	1.16	1.11	1.17	1.26	1.34

资料来源:公司及招银国际证券预测

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。

招银国际证券投资评级

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

招银国际证券行业投资评级

优于大市	: 行业股价于未来12个月预期表现跑赢大市指标
同步大市	: 行业股价于未来12个月预期表现与大市指标相若
落后大市	: 行业股价于未来12个月预期表现跑输大市指标

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。报告所载数据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。报告所载数据可能不适合所有投资者。招银国际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。招银国际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。

本报告包含的任何信息由招银国际证券编写，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数据。报告中的信息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风险。任何使用本报告信息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信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、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。招银国际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投资银行相关业务联系。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信息，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)不时修订之英国2000年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，未经招银国际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

招银国际证券不是在美国的注册经纪交易商。因此，招银国际证券不受美国就有研究报告准备和研究分析员独立性的规则的约束。负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，未在美国金融业监管局(“FINRA”)注册或获得研究分析师的资格。分析员不受旨在确保分析师不受可能影响研究报告可靠性的潜在利益冲突的相关FINRA规则的限制。本报告仅提供给美国1934年证券交易法(经修订)规则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。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易，都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

对于在新加坡的收件人

本报告由CMBI(Singapore)Pte.Limited(CMBISG)(公司注册号201731928D)在新加坡分发。CMBISG是在《财务顾问法案》(新加坡法例第110章)下所界定，并由新加坡金融管理局监管的豁免财务顾问公司。CMBISG可根据《财务顾问条例》第32C条下的安排分发其各自的外国实体，附属机构或其他外国研究机构编制的报告。如果报告在新加坡分发给非《证券与期货法案》(新加坡法例第289章)所定义的认可投资者，专家投资者或机构投资者，则CMBISG仅会在法律要求的范围内对这些人士就报告内容承担法律责任。新加坡的收件人应致电(+65 6350 4400)联系CMBISG，以了解由本报告引起或与之相关的事宜。