

# 普拉達 (1913 HK)

## 這次疫情的影響比 SARS 時期更嚴峻

下調評級至持有，目標價亦下調至 22.84 港元，基於 33 倍的 20 財年市盈率（因為未來增長放緩，之前是基於 1.3 倍的 2 年 PEG）。我們認為 Prada 在 20 財年上半年，會受到中國和海外（尤其是日本和義大利）新冠病毒所帶來的負面影響，並且未來仍有可能進一步受到拖累。我們認為，其 36 倍的 20 財年市盈率的估值頗高（同業平均為 29 倍），而 PEG 為 2.0 倍（同業中位數為 1.6 倍）。

- **影響比 SARS 時期更為負面，因為：1) 中國的銷售占比更高，2) 這次海外市場亦有爆發。**參照 SARS 時期的表現，從 2002 年 11 月至 2003 年 4 月，奢侈品行業的股價平均調整幅度為 27%，而 2003 年上半年的銷售平均同比下降 9%。我們認為負面影響在新冠肺炎的期間將更加嚴重，因為：1) 中國的銷量貢獻比之前要高得多，約占總銷售的 20%（我們估計與 2003 年相比，翻了一番），以及 2) 冠狀肺炎自 2 月下旬以來，在海外地區開始爆發，在韓國，義大利，甚至德國和法國都在快速增加。值得注意的事，根據招銀國際的估算，日本，中國和義大利合共占 18 財年 Prada 銷售的 49%。
- **我們預計之後復蘇速度是會比較慢和漸進的。**再參考 2003 年的 SARS 時期，奢侈品牌的銷售並沒有很快恢復正增長。主要品牌的銷售（中位數）在 03 財年下半年還是同比下降了 2.2%，而上半年是同比下降了 9.4%（圖 17-18），因為經濟和消費者信心的恢復都需要時間。此外，我們認為各國政府施加的旅行限制以及世界衛生組織（在中國，韓國，義大利等國）的建議將極大地打擊全球旅遊。根據旅遊資料分析公司 ForwardKeys 的研究，該公司分析了數百萬的每日航班和酒店預訂資料，表示從中國出發的航班下降了 58%（在 1 月 20 日至 2 月 9 日期間）和 56%（在 3 月 1 日至 4 月 30 日期間，未來的預訂），清楚說明了遊客消費在 20 財年的 2 季度很可能持續下降。
- **我們認為讓拉夫·西蒙斯 (Raf Simons) 擔任共同創意總監是件好事。**Raf Simons 將於 2020 年 4 月 2 日加入 Prada（之前已有所預期）。Raf Simons 之前在 Christian Dior 和 Calvin Klein 任職，是現今最具影響力的設計師之一。雖然有人說他太偏向於藝術，但是我們認為，這很可能正正是 Prada 所需要的。儘管如此，Dior 和 PVH Corp 的股價在他任職期間表現良好。
- **下調評級至持有，下調目標價至 22.84 港元。**我們將 19/20/21 財年的預測調整了 0.5%/ -18.4%/ -14.3%，考慮以下因素：1) 中國和海外銷售的虧損加上負經營杠桿的影響，以及 2) 全球遊客消費的減少。我們將 Prada 評級下調至持有，並將目標價下調至 22.84 港元，基於 33 倍的 20 財年市盈率，而調整後的每股盈利複合年增長率為 18%。舊的目標價是基於 1.3 倍 2 年 PEG，隱含了 37 倍的 20 財年市盈率。

### 財務資料

(截至 12 月 31 日)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
營業收入(百萬歐元)	3,056	3,142	3,185	3,087	3,333
同比增長 (%)	(4.0)	2.8	1.4	(3.1)	8.0
淨利潤(百萬歐元)	249	205	255	197	248
每股盈利(歐元)	0.097	0.080	0.100	0.077	0.097
調整後淨利潤(百萬歐元)	249	205	178	197	248
調整後淨利潤變動 (%)	(10.6)	(17.5)	(13.2)	10.6	25.8
市場預期每股盈利(歐元)	n/a	n/a	0.096	0.086	0.104
市盈率(倍)	27.5	34.7	28.0	36.2	28.8
市帳率(倍)	2.4	2.5	2.4	2.4	2.4
股息率 (%)	2.8	2.2	2.7	2.1	2.6
權益收益率 (%)	8.4	7.2	8.8	6.7	8.3
淨負債/股東權益比率 (%)	3.5	10.7	8.9	2.4	淨現金

資料來源：公司，彭博及招銀國際證券預測

### 持有 (下調)

目標價	HK\$22.84
(此前目標價)	HK\$31.39)
潛在升幅	-8.8%
當前股價	HK\$25.05

### 中國奢侈品行業

#### 胡永匡

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

#### 公司數據

市值(百萬港元)	64,099
3 月平均流通量(百萬港元)	30.36
52 周內股價高/低(港元)	32.20/20.75
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%
景順	5.38%
自由流通	14.64%

資料來源：港交所

#### 股價表現

	絕對回報	相對回報
1-月	-15.5%	-14.9%
3-月	-11.1%	-10.3%
6-月	15.0%	13.2%
12-月	-0.4%	9.8%

資料來源：彭博

#### 股份表現



資料來源：彭博

#### 審計師：德勤

#### 近期報告

1. 普拉達 (1913 HK) - 基本面持續改善有望帶動估值提升 - 2019 年 11 月 26 日
2. 普拉達 (1913 HK) - 可能會恢復增長，但估值偏高 - 2019 年 8 月 2 日
3. 普拉達 (1913 HK) - 估值偏高和未來增長面臨壓力 - 2019 年 7 月 5 日

## 財務分析

### 利潤表

年結:12月31日(百萬歐元)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
<b>銷售收入</b>	<b>3,056</b>	<b>3,142</b>	<b>3,185</b>	<b>3,087</b>	<b>3,333</b>
直接銷售	2,444	2,532	2,621	2,558	2,781
特許經營銷售	565	566	521	484	507
特許權使用費	48	44	43	44	45
	0	0	0	0	0
<b>銷售成本</b>	<b>(811)</b>	<b>(880)</b>	<b>(885)</b>	<b>(846)</b>	<b>(907)</b>
<b>毛利</b>	<b>2,246</b>	<b>2,263</b>	<b>2,300</b>	<b>2,241</b>	<b>2,427</b>
<b>其它收入</b>	<b>(8)</b>	<b>(17)</b>	<b>(8)</b>	<b>(8)</b>	<b>(8)</b>
<b>營運支出</b>	<b>(1,886)</b>	<b>(1,939)</b>	<b>(2,007)</b>	<b>(1,955)</b>	<b>(2,074)</b>
折舊和攤銷	(221)	(263)	(307)	(345)	(349)
員工成本	(549)	(625)	(682)	(666)	(708)
銷售及分銷成本(不包括員工成本折舊和攤銷)	(867)	(746)	(751)	(705)	(751)
管理費用(不包括員工成本折舊和攤銷)	(249)	(305)	(267)	(240)	(266)
其它運營費用	-	-	-	-	-
<b>息稅前收益</b>	<b>352</b>	<b>307</b>	<b>285</b>	<b>279</b>	<b>344</b>
融資成本淨額	2	(4)	0	1	3
合資及聯營企業	-	-	-	-	-
特殊項目	-	-	-	-	-
<b>稅前利潤</b>	<b>355</b>	<b>303</b>	<b>285</b>	<b>280</b>	<b>347</b>
所得稅	(105)	(94)	(29)	(81)	(97)
減:非控制股東權益	0	3	2	2	2
<b>淨利潤</b>	<b>249</b>	<b>205</b>	<b>255</b>	<b>197</b>	<b>248</b>

### 現金流量表

年結:12月31日(百萬歐元)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
<b>息稅前利潤</b>	<b>352</b>	<b>307</b>	<b>285</b>	<b>279</b>	<b>344</b>
折舊和攤銷	221	263	307	345	349
營運資金變動	(26)	(97)	(7)	25	(48)
已繳納所得稅	(27)	(94)	(29)	(81)	(97)
其它	(73)	(176)	(168)	(60)	(56)
<b>經營活動所得現金流</b>	<b>447</b>	<b>202</b>	<b>389</b>	<b>507</b>	<b>492</b>
資本開支	(212)	(229)	(206)	(191)	(203)
聯營公司	-	-	-	-	-
利息收入	-	-	-	-	-
其它	0	19	18	68	27
<b>投資活動所得現金淨額</b>	<b>(212)</b>	<b>(209)</b>	<b>(188)</b>	<b>(123)</b>	<b>(176)</b>
股份發行	-	-	-	-	-
淨借貸	12	(83)	-	-	-
支付股息	(308)	(192)	(154)	(191)	(148)
其它	297	(11)	-	-	-
<b>融資活動所得現金淨額</b>	<b>0</b>	<b>(286)</b>	<b>(154)</b>	<b>(191)</b>	<b>(148)</b>
<b>現金增加淨額</b>	<b>235</b>	<b>(293)</b>	<b>47</b>	<b>192</b>	<b>169</b>
年初現金及現金等價物	722	893	600	647	839
匯兌	(65)	-	-	-	-
<b>年末現金及現金等價物</b>	<b>893</b>	<b>600</b>	<b>647</b>	<b>839</b>	<b>1,008</b>

### 資產負債表

年結:12月31日(百萬歐元)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
<b>非流動資產</b>	<b>2,775</b>	<b>2,917</b>	<b>2,860</b>	<b>2,752</b>	<b>2,653</b>
固定資產	1,523	1,577	1,524	1,435	1,351
無形資產和商譽	921	920	911	896	884
預付租金	2	0	0	0	0
合資及聯營公司投資	8	100	100	100	100
其它非流動資產	320	320	325	321	318
<b>流動資產</b>	<b>1,965</b>	<b>1,762</b>	<b>1,817</b>	<b>1,971</b>	<b>2,209</b>
現金及現金等價物	893	600	647	839	1,008
存貨	570	632	636	608	651
貿易和其他應收款	290	322	326	316	341
預付款	6	13	13	12	13
其它流動資產	206	195	195	195	195
<b>流動負債</b>	<b>904</b>	<b>987</b>	<b>932</b>	<b>971</b>	<b>1,009</b>
銀行貸款	353	421	421	421	421
應付款	314	315	317	303	325
應計費用和其它應付款	-	-	-	-	-
應付稅款	68	85	29	81	97
其它流動負債	169	165	165	165	165
<b>非流動負債</b>	<b>969</b>	<b>795</b>	<b>795</b>	<b>795</b>	<b>795</b>
銀行貸款	639	487	487	487	487
遞延收入	-	-	-	-	-
遞延所得稅	32	30	30	30	30
其它	298	277	277	277	277
<b>少數股東權益</b>	<b>22</b>	<b>19</b>	<b>21</b>	<b>22</b>	<b>24</b>
<b>淨資產總額</b>	<b>2,845</b>	<b>2,878</b>	<b>2,929</b>	<b>2,935</b>	<b>3,035</b>
<b>股東權益</b>	<b>2,845</b>	<b>2,878</b>	<b>2,929</b>	<b>2,935</b>	<b>3,035</b>

### 主要比率

年結:12月31日	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
<b>銷售組合(%)</b>					
直接銷售	80.0	80.6	82.3	82.9	83.4
特許經營銷售	18.5	18.0	16.3	15.7	15.2
特許權使用費	1.6	1.4	1.4	1.4	1.4
合計	<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	73.5	72.0	72.2	72.6	72.8
經營利潤率	11.5	9.8	8.9	9.0	10.3
稅前利率	11.6	9.6	9.0	9.1	10.4
淨利潤率	8.1	6.5	8.0	6.4	7.4
有效稅率	29.7	31.2	10.0	29.0	28.0
<b>資產負債比率</b>					
流動比率(x)	2.2	1.8	1.9	2.0	2.2
速動比率(x)	2.2	1.8	1.9	2.0	2.2
現金比率(x)	1.0	0.6	0.7	0.9	1.0
平均庫存周轉天數	257	262	262	262	262
平均應收款周轉天數	35	37	37	37	37
平均應付帳款天數	141	131	131	131	131
債務/股本比率(%)	35	32	31	31	30
淨負債/股東權益比率(%)	3	11	9	2	淨現金
<b>回報率(%)</b>					
資本回報率	8.8	7.1	8.7	6.7	8.2
資產回報率	5.3	4.4	5.5	4.2	5.1
<b>每股數據(歐元)</b>					
每股盈利(歐元)	0.10	0.08	0.10	0.08	0.10
每股股息(歐元)	0.08	0.06	0.07	0.06	0.07
每股帳面價值(歐元)	1.11	1.12	1.14	1.15	1.19

資料來源:公司及招銀國際證券預測

## 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。

### 招銀國際證券投資評級

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

### 招銀國際證券行業投資評級

優於大市	: 行業股價於未來12個月預期表現跑贏大市指標
同步大市	: 行業股價於未來12個月預期表現與大市指標相若
落後大市	: 行業股價於未來12個月預期表現跑輸大市指標

### 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。報告所載數據可能不適合所有投資者。招銀國際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。招銀國際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。

本報告包含的任何信息由招銀國際證券編寫，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數據。報告中的信息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。任何使用本報告信息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信息，我們力求但不擔保這些信息的準確性、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佈時的判斷，可能會隨時調整，且不承諾作出任何相關變更的通知。本公司可發佈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。招銀國際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投資銀行相關業務聯繫。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，任何機構或個人於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聞，否則有可能觸犯相關證券法規。

如需索取更多有關證券的信息，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)不時修訂之英國2000年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，未經招銀國際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年證券交易法規則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士。

#### 對於在新加坡的收件人

本報告由CMBI(Singapore)Pte.Limited(CMBISG)(公司註冊號201731928D)在新加坡分發。CMBISG是在《財務顧問法案》(新加坡法例第110章)下所界定，並由新加坡金融管理局監管的豁免財務顧問公司。CMBISG可根據《財務顧問條例》第32C條下的安排分發其各自的外國實體，附屬機構或其他外國研究機構編寫的報告。如果報告在新加坡分發給非《證券與期貨法案》(新加坡法例第289章)所定義的認可投資者，專家投資者或機構投資者，則CMBISG僅會在法律要求的範圍內對這些人士就報告內容承擔法律責任。新加坡的收件人應致電(+65 6350 4400)聯繫CMBISG，以瞭解由本報告引起或與之相關的事宜。