

普拉達 (1913 HK)

品牌熱度提升可以帶動整體利潤率上升

維持買入評級，目標價上調至 57.80 港元，基於 55 倍 22 財年預測市盈率，高於 5 年平均值 (30 倍) 3.5 個標準差。我們認為，普拉達 21 財年初至今的銷售增長勢頭強勁，加上公司的利潤率指引比較樂觀，將會支持投資者信心及公司估值。因此我們認為目前 46 倍 22 財年預測市盈率的估值十分吸引 (儘管同行中位數為 26 倍)。

- **20 財年淨虧損略高，但下半年 EBIT 表現不錯。** 普拉達 20 財年淨虧損 5,400 萬歐元，高於我們/彭博估計的 2,000/4,300 萬歐元。20 財年下半年淨利潤 1.26 億歐元，低於我們預期 21%，由於銷售低於預期 4%、財務成本和稅收高於預期，但我們認為 20 財年下半年 EBIT 利潤率高於預期，為 14.5% (我們估計為 12.8%) 更為重要。還有儘管公司錄得虧損，仍然派發每股 0.035 歐元的股息也是一個積極信號。
- **21 財年初至今零售銷售已經恢復到 19 財年水準。** 20 財年四季度零售銷售降幅已改善至低單位數 (20 財年三季度為高單位數)。管理層亦表示，20 財年 12 月的改善趨勢一直持續到 21 財年初至今，零售銷售對比 20 財年的已經有中單位數的增長 (與 19 年比是持平)，相當強勁，而且是在面對高基數 (20 財年 1 月增長約 20%) 和大量關閉的商店 (約 130 家，佔總數的約 20%) 的情況下達到的。
- **樂觀的毛利率和相對積極的 EBIT 利潤率指引。** 管理層的毛利率目標相當驚人，除了預計 21 財年達到 74.5%，22 財年亦將達到 78% (在 18-24 個月內)。我們認為這得益於 Instagram、微博、Google 趨勢以及 Prada.com 上，品牌熱度、受歡迎程度、以亦和消費者的互動都持續上升。因此，在消費者需求增加的情況下，可通過改進產品結構和增加連帶率來提高均價。此外，儘管 21 財年旅遊業恢復存在很多不確定性，但由於本土客戶、中國和電商需求增加，管理層預計業務將恢復到 19 財年至 20 財年下半年之間的水準 (之前預計恢復到 19 財年水準)。因此，我們預計 21 財年 EBIT 利潤率為 11.5% (19 財年為 9.5%，20 財年下半年為 14.5%)。
- **維持買入評級，目標價上調至 57.80 港元。** 我們將 21/22 財年每股收益預測上調 7%/6%，以反映更高的毛利率和更好的運營杠杆。由於我們預計普拉達的表現將超越行業 (與 14-18 財年不同)，維持買入評級，並將目標價上調至 57.80 港元，基於 55 倍 22 財年預測市盈率不變，高於 5 年平均值 (30 倍) 3.5 個標準差。

財務資料

(截至 12 月 31 日)	FY19A	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E
營業收入 (百萬歐元)	3,226	2,423	3,030	3,396	3,648
同比增長 (%)	2.7	(24.9)	25.1	12.1	7.4
淨利潤 (百萬歐元)	256	(54)	195	295	367
每股盈利 (歐元)	0.100	(0.021)	0.076	0.115	0.143
調整後淨利潤 (百萬歐元)	179	(54)	195	295	367
調整後淨利潤變動 (%)	(13.0)	(130.3)	(460.5)	51.0	24.4
市場預期每股盈利 (歐元)	n/a	n/a	0.070	0.109	0.153
市盈率 (倍)	55.0	(249.0)	69.1	45.7	36.7
市帳率 (倍)	4.7	4.8	4.6	4.3	4.2
股息率 (%)	0.4	0.7	0.9	1.7	2.2
權益收益率 (%)	8.8	(1.9)	6.8	9.8	11.6
淨負債/股東權益比率 (%)	14.3	10.7	3.3	淨現金	淨現金

資料來源：公司，彭博及招銀國際證券預測

買入 (維持)

目標價	HK\$57.80
(此前目標價)	HK\$54.70)
潛在升幅	20.3%
當前股價	HK\$48.05

中國奢侈品行業

胡永匡

(852) 3761 8776

walterwoo@cmbi.com.hk

公司資料

市值(百萬港元)	122,951
3 月平均流通量 (百萬港元)	81.30
52 周內股價高/低 (港元)	51.50/18.38
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%

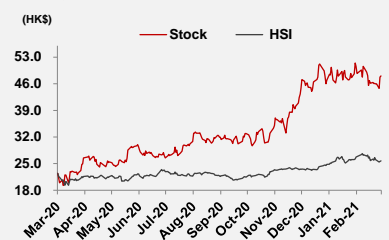
資料來源：港交所

股價表現

	絕對回報	相對回報
1-月	-4.9%	-1.2%
3-月	7.0%	-2.2%
6-月	50.4%	26.5%
12-月	102.3%	77.7%

資料來源：彭博

股份表現



資料來源：彭博

審計師：德勤

敬請參閱尾頁之免責聲明

請到彭博 (搜索代碼: RESP CMBR <GO>) 或 <http://www.cmbi.com.hk> 下載更多招銀國際證券研究報告

*本報告摘要自英文版本，如欲進一步瞭解，敬請參閱英文報告。

財務分析

利潤表

年結:12月31日(百萬歐元)	FY19A	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E
銷售收入	3,226	2,423	3,030	3,396	3,648
直接銷售	2,636	2,115	2,695	3,050	3,290
特許經營銷售	547	275	302	313	324
特許權使用費	42	32	33	33	34
銷售成本	(906)	(679)	(773)	(832)	(875)
毛利	2,320	1,743	2,257	2,564	2,772
其它收入	(17)	(9)	(9)	(10)	(11)
營運支出	(2,013)	(1,723)	(1,909)	(2,078)	(2,195)
折舊和攤銷	(322)	(366)	(367)	(340)	(293)
員工成本	(644)	(605)	(631)	(667)	(697)
銷售及分銷成本 (不包括員工成本和折舊和攤銷)	(753)	(522)	(675)	(806)	(918)
管理費用 (不包括員工成本和折舊和攤銷)	(293)	(230)	(236)	(264)	(288)
其它運營費用	-	-	-	-	-
息稅前收益	290	11	340	476	566
融資成本淨額	(6)	(20)	(21)	(17)	(14)
合資及聯營企業	-	-	-	-	-
特殊項目	(48.98)	(42.67)	(45.45)	(47.54)	(47.42)
稅前利潤	235	(52)	273	412	505
所得稅	23	(3)	(76)	(115)	(136)
減: 非控制股東權益	2	(0)	2	2	2
淨利潤	256	(54)	195	295	367

現金流量表

年結:12月31日(百萬歐元)	FY19A	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E
息稅前利潤	290	11	340	476	566
折舊和攤銷	322	366	367	340	293
營運資金變動	(108)	201	(87)	(48)	(41)
已繳納所得稅	(26)	(3)	(76)	(115)	(136)
其它	332	189	378	350	346
經營活動所得現金流	810	764	921	1,003	1,027
資本開支	(286)	(125)	(160)	(182)	(197)
聯營公司	-	-	-	-	-
利息收入	-	-	-	-	-
其它	(17)	(18)	(18)	(18)	(18)
投資活動所得現金淨額	(302)	(143)	(178)	(200)	(216)
股份發行	-	-	-	-	-
淨借貸	(19)	400	(200)	(100)	(100)
支付股息	(155)	(51)	(90)	(117)	(236)
其它	(519)	(448)	(448)	(448)	(448)
融資活動所得現金淨額	(692)	(99)	(737)	(665)	(783)
現金增加淨額	(185)	522	6	138	28
年初現金及現金等價物	600	421	943	949	1,087
匯兌	6	-	-	-	-
年末現金及現金等價物	421	943	949	1,087	1,115

資產負債表

年結:12月31日(百萬歐元)	FY19A	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E
非流動資產	5,341	5,195	5,083	5,015	5,000
固定資產	1,642	1,502	1,393	1,325	1,318
無形資產和商譽	844	835	830	826	820
預付租金	-	-	-	-	-
合資及聯營公司投資	81	81	81	81	81
其它非流動資產	2,773	2,776	2,779	2,782	2,781
流動資產	1,698	1,937	2,063	2,270	2,355
現金及現金等價物	421	943	949	1,087	1,115
存貨	713	540	603	638	672
貿易和其他應收款	318	212	266	298	320
預付款	22	16	20	23	24
其它流動資產	225	225	225	225	225
流動負債	1,232	1,469	1,376	1,337	1,273
銀行貸款	241	641	441	341	241
應付款	327	245	279	301	316
應計費用和其它應付款	-	-	-	-	-
應付稅款	84	3	76	115	136
其它流動負債	579	579	579	579	579
非流動負債	2,818	2,818	2,818	2,818	2,818
銀行貸款	584	584	584	584	584
遞延收入	-	-	-	-	-
遞延所得稅	29	29	29	29	29
其它	2,205	2,205	2,205	2,205	2,205
少數股東權益	21	21	23	24	26
淨資產總額	2,967	2,823	2,929	3,107	3,238
股東權益	2,967	2,823	2,929	3,107	3,238

主要比率

年結:12月31日	FY19A	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E
銷售組合 (%)					
直接銷售	81.7	87.3	89.0	89.8	90.2
特許經營銷售	17.0	11.4	10.0	9.2	8.9
特許權使用費	1.3	1.3	1.1	1.0	0.9
合計	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
經營利潤率	9.0	0.5	11.2	14.0	15.5
稅前利率	7.3	-2.1	9.0	12.1	13.8
淨利潤率	7.9	-2.2	6.4	8.7	10.1
有效稅率	-9.8	-4.9	28.0	28.0	27.0
資產負債比率					
流動比率 (X)	1.4	1.3	1.5	1.9	1.9
速動比率 (X)	1.4	1.3	1.5	1.9	1.9
現金比率 (X)	0.3	0.6	0.7	0.8	0.9
平均庫存周轉天數	287	290	285	280	280
平均應收款周轉天數	36	32	32	32	32
平均應付帳款天數	132	132	132	132	132
債務 / 股本比率 (%)	29	44	36	30	26
淨負債 / 股東權益比率 (%)	14	11	3	淨現金	淨現金
回報率 (%)					
資本回報率	8.6	-1.9	6.7	9.5	11.3
資產回報率	3.6	-0.8	2.7	4.0	5.0
每股數據(歐元)					
每股盈利(歐元)	0.10	-0.02	0.08	0.12	0.14
每股股息(歐元)	0.02	0.04	0.05	0.09	0.11
每股帳面價值(歐元)	1.16	1.10	1.14	1.21	1.27

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。

本報告包含的任何資訊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。

本報告基於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)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

招銀國際證券不是在美國的註冊經紀交易商。因此，招銀國際證券不受美國就有關研究報告準備和研究分析員獨立性的規則的約束。負責撰寫本報告的全部或部分內容之分析員，未在美國金融業監管局(“FINRA”)註冊或獲得研究分析師的資格。分析員不受旨在確保分析師不受可能影響研究報告可靠性的潛在利益衝突的相關FINRA規則的限制。本報告僅提供給美國1934年證券交易法(經修訂)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。接收本報告的美國收件人如想根據本報告中提供的資訊進行任何買賣證券交易，都應僅通過美國註冊的經紀交易商來進行交易。

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。