

普拉达(1913 HK)

恶魔的时尚回归：恢复增长

- ❖ 自1996年至2016年，20年以来，全球的奢侈品行业增长优于其他消费品。奢侈品行业，在过去20年来的销售年均复合增长率达到5.1%，其中顶尖的品牌增长速度更快，大幅跑赢其他消费品行业（除了博彩业），这主要得益于财富和富人数量的增加（百万富翁人数在2010到2016年间，上升了34%），而且建基于其悠久历史所建立的品牌价值，因此受网上购物的潮流冲击较小。
- ❖ 2016年4季度奢侈品销售回暖，2017年很可能进入新一轮上升周期。自2012年底以来，美国、欧盟、日本和中国的资产价格，如房价上涨了11-37%，股价上升了6-85%，但奢侈品销售却下滑6.6%。随着全球房价一路走高，中国GDP增速重新加快，我们认为，2017年的消费情绪会更好，并会出现财富效应。事实上Prada等品牌的销售数字自4季度以来表现出色，明显优于前3季度，据BoF-McKinsey的问卷调查称，40%的时尚界内部人士预计将有所改善，而2016年则只有19%。我们预计2017到2020年全球奢侈品销售的年均复合增长率为5.9%，而2013到2016年为下降1.7%。
- ❖ 推出一系列的改革，涵盖所有范畴：产品、营销、渠道。公司从产品、营销到渠道各个领域都进行了改革。跟据我们的调研，Prada近期的产品如16年秋冬季推出的Cahier, Esplanade以及17年春夏季推出的Ribbon等，都有获得正面的评价，从Google Trends的数据看来，这些新系列的产品都很可能比过去推出的产品更为成功。其他的改进包括1)推出更多的个人化产品和2)快闪店也会有帮助。通过与Yoox、Net-A-Porter等更多电子商贸平台合作，并扩展到更多的国家（17财年会包括中国），并采纳Prada 365的营销方针，开始在所有社交媒体（像微信，Instagram，Facebook，YouTube等）一年365天全方位的推广品牌，拓展网络销售和营销已成为集团主要的焦点。因此我们预测17财年至19财年的Prada销售年均复合增长率将为4.6%（直销销售为3.4%，批发销售为10.4%），而电子商贸作为批发的一部分，会有40%的年均复合增长率，而其销售贡献亦从16财年的1.9%提高到19财年的4.5%。
- ❖ 降低成本和提高效率。在16财年公司一直积极地调整成本，令经营支出下降10%。我们预计公司的EBIT利润率会从16财年的13.5%提升至19财年的17.6%，仍远远低于12财年27%的高峰。这个改善将由以下原因带动：1)冻结非营运员工的招聘；2)更有效率地营销，包括投入更多网上的广告和减少的传统渠道的投放；3)经营杠杆，47%的租金成本是固定的和38%的员工是非销售相关的；4)资本支出随着新开店减少降低而拉低折旧费用；5)受惠于意大利政府推出的“专利箱”框架下的潜在税收优惠。
- ❖ 首次覆盖Prada，并给予买入评级，目标价38.90港元，上升空间为14.8%。我们预计在17财年到19财年，其销售和净利润年复合增长率将会达到4.6%和15.9%，较13财年到16财年的下跌2.9%和下降18.3%，大幅回升。现价是32倍的17财年年市盈率，鉴于行业正在复苏，我们认为Prada是值得拥有溢价的，而我们的目标价是基于DCF的，隐含了2.3倍3年期的PEG（与行业相同）和36倍的17财年年市盈率（高于5年平均水平29倍的1.1个标准差），并有17财年的2.8%的收益率支撑，这是行业中最高的。

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	3,312	3,483	3,646
净利润(百万欧元)	331	278	328	387	433
每股收益(欧元)	0.129	0.109	0.128	0.151	0.169
每股收益变动(%)	(26.6)	(15.9)	18.0	18.0	11.9
市盈率(x)	31.7	37.7	31.8	27.0	24.1
市帐率(x)	3.4	3.4	3.3	3.3	3.1
股息率(%)	2.7	2.9	2.8	3.0	3.3
权益收益率(%)	10.9	9.0	10.6	12.3	13.3
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

买入（首次覆盖）

目标价	HK\$38.90
潜在升幅	+14.8%
当前股价	HK\$33.85

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)	86,616
3月平均流通量(百万港元)	59.34
52周内股价高/低(港元)	37.4/20.8
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	5.89%
Harris Associate	4.85%
自由流通	9.28%

资料来源：HKEx

股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	1.0%	-3.4%
3-月	5.3%	-1.7%
6-月	27.3%	11.5%

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

年结: 12月31日 (百万元欧元)	FY15A*	FY16A*	FY17E	FY18E	FY19E
收入	3,547.8	3,184.1	3,312.3	3,483.0	3,645.6
直营店销售	3,059.7	2,634.9	2,704.7	2,813.9	2,913.2
Prada	2,487.6	2,120.5	2,177.9	2,268.7	2,349.6
Miu Miu	501.7	441.5	450.3	466.1	482.4
Church's	56.2	60.1	63.7	65.0	66.3
其他	14.3	12.9	12.9	14.1	14.8
特许经营方销售	444.6	504.4	559.2	616.9	678.7
特许权费	43.4	44.8	48.4	52.2	53.8
销售成本	(980.2)	(895.0)	(930.8)	(982.2)	(1,028.1)
毛利	2,567.6	2,289.1	2,381.6	2,500.8	2,617.6
产品设计及开发费用	(134.3)	(125.3)	(129.2)	(132.4)	(142.2)
广告及传讯费用	(191.7)	(172.5)	(175.6)	(177.6)	(178.6)
销售费用	(1,517.4)	(1,383.3)	(1,422.8)	(1,446.8)	(1,483.1)
一般及行政费用	(221.3)	(176.8)	(178.9)	(184.6)	(189.6)
其他收益	-	-	-	-	-
息税前收益	502.9	431.2	475.1	559.4	624.1
净融资成本	(29.9)	(18.0)	(13.5)	(14.5)	(14.5)
联营公司	2.3	2.3	1.3	1.0	1.1
特殊收入	-	-	-	-	-
税前利润	475.3	415.4	462.9	545.9	610.7
所得税	(142.0)	(131.2)	(129.6)	(152.9)	(171.0)
非控制股东权益	(2.5)	(5.9)	(5.0)	(5.6)	(6.2)
净利润	330.9	278.3	328.3	387.5	433.5

来源: 公司及招银国际研究部, *年结是下一年1月底

资产负债表

年结: 12月31日 (百万元欧元)	FY15A*	FY16A*	FY17E	FY18E	FY19E
非流动资产	2,868.1	2,846.9	2,956.0	2,997.8	3,029.4
物业、厂房及设备	1,517.8	1,542.7	1,596.8	1,644.7	1,689.9
无形资产和商誉	932.2	921.8	917.4	911.3	897.7
联营公司的权益	17.4	11.8	11.8	11.8	11.8
合营公司的权益	-	-	-	-	-
其他金融资产	5.5	-	-	-	-
递延税项资产	280.6	247.3	280.0	280.0	280.0
其他	114.7	123.4	150.0	150.0	150.0
流动资产	1,888.4	1,810.0	1,784.8	1,866.7	1,995.4
其他金融资产	11.7	7.0	7.0	7.0	7.0
存货	692.7	526.9	522.8	551.7	577.4
贸易及其他应收账款	483.9	538.9	525.6	539.7	553.0
受限制银行结余	19.6	15.0	15.6	16.4	17.1
现金及现金等价物	680.6	722.2	713.8	752.0	840.8
流动负债	791.8	636.8	699.8	737.2	767.9
银行借款	270.1	151.2	151.2	151.2	151.2
预收款项	0.7	-	-	-	-
贸易及其他应付账款	281.7	256.1	255.0	269.1	281.7
即期税项	80.7	65.5	129.6	152.9	171.0
其他	158.6	164.0	164.0	164.0	164.0
非流动负债	867.4	915.6	915.6	915.6	915.6
带息借款	520.5	547.6	547.6	547.6	547.6
离职后福利及其他长期福利	69.4	67.2	67.2	67.2	67.2
递延税项	36.9	31.1	31.1	31.1	31.1
拨备	69.2	82.3	82.3	82.3	82.3
其他	171.4	187.3	187.3	187.3	187.3
资产净额	3,097.4	3,104.5	3,125.3	3,211.7	3,341.3
非控股权益	17.0	24.0	29.0	34.6	40.8
权益股东应占总权益	3,080.3	3,080.5	3,096.3	3,177.1	3,300.5

来源: 公司及招银国际研究部, *年结是下一年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	475.1	559.4	624.1
折旧和摊销	268.2	209.0	196.5	198.4	202.4
营运资金变动	(203.7)	104.1	15.7	(29.6)	(27.3)
税务开支	(245.5)	(129.6)	(129.6)	(152.9)	(171.0)
其他	46.5	17.2	(36.1)	(27.5)	(7.1)
经营活动所得现金净额	368.5	631.9	521.7	547.9	621.0
购置固定资产	(393.9)	(227.6)	(235.2)	(233.4)	(237.0)
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)	(223.1)	(214.2)	(222.4)
股份发行	-	-	-	-	-
净银行借贷	272.1	(95.1)	-	-	-
股息	(284.7)	(282.2)	(307.1)	(295.5)	(309.9)
其他	2.8	1.0	-	-	-
融资活动所得现金净额	(9.8)	(376.2)	(307.1)	(295.5)	(309.9)
现金增加净额	(33.4)	29.3	(8.5)	38.1	88.7
年初现金及现金等价物	709.0	680.6	722.2	703.9	725.2
汇兑	5.1	12.3	-	-	-
年末现金及现金等价物	680.6	722.2	713.8	742.0	813.9

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	81.7	80.8	79.9
Prada	70.1	66.6	65.7	65.1	64.5
Miu Miu	14.1	13.9	13.6	13.4	13.2
Church's	1.6	1.9	1.9	1.9	1.8
其他	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4
特许经营方销售	12.5	15.8	16.9	17.7	18.6
特许权费	1.2	1.4	1.5	1.5	1.5
总额	100.0	100.0	100.0	100.0	101.0

盈利能力比率 (%)

毛利率	72.4	71.9	71.9	71.8	71.8
息税前利润率	14.2	13.5	14.3	16.1	17.1
税前利润率	13.4	13.0	14.0	15.7	16.8
净利润率	9.3	8.7	9.9	11.1	11.9
有效税率	29.9	31.6	28.0	28.0	28.0

增长 (%)

收入	(0.1)	(10.3)	4.0	5.2	4.7
毛利	0.7	(10.8)	4.0	5.0	4.7
息税前利润	(28.3)	(14.3)	10.2	17.7	11.6
净利润率	(26.6)	(15.9)	18.0	18.0	11.9

资产负债比率

流动比率 (x)	2.4	2.8	2.5	2.5	2.5
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	100.0	100.0	100.0
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	10.6	12.2	13.1
资产回报率	7.0	6.0	6.9	8.0	8.6

每股数据

每股盈利(欧元)	0.129	0.109	0.128	0.151	0.169
每股股息(欧元)	0.110	0.120	0.115	0.121	0.135
每股账面值(欧元)	1.204	1.204	1.217	1.253	1.301

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：香港中环夏慤道 12 号美国银行中心 18 楼 1803-04 室 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国投资者

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规则 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。