

普拉達(1913 HK)

重拾增長，改革可在18財年取得成果

- ❖ 儘管17財年業績只是符合市場預期，但各個方面都有所改善。普拉達17財年的淨利潤為2.49億歐元（同比下降4.3%），符合預期（比市場和我們的估計低0.5和3.4%）。但我們覺得這是一個很好的業績，因為：1) 品牌的確越來越受歡迎，比較17年2月至7月和8月至12月的數字，集團銷售從-6%恢復至+1%，大部分產品和區域都有復甦，批發銷售飆升（從+4%增至+34%），Prada品牌的銷售也大幅反彈（從-5%反彈到+4%），服裝類（從+4%上升至+10%），皮具產品（從-8%改善至0%），歐洲（從-7%反彈到+6%），中國（從+5%增加到+10%），日本（從-14%改善至-6%），2) 由於集團主動將減價促銷的佔比從約15%降至約12%，以提高品牌形象，因此毛利率亦從16財年增加1.5個百分點至17財年的73.5%，3) 超卓的經營成本管控（17財年僅僅上漲0.5%，廣告和產品開發成本的6%增長差不多完全被銷售和行政費用的節省所抵銷掉），4) 門店數量漸趨穩定，從17財年上半年淨關店9間或1.4%的下降改善至下半年的淨開店5間或0.8%的增加。
- ❖ 18財年前景明朗，公司希望銷售能有中至高單位數增長，高於市場和我們所預期的低單位數。我們對普拉達的18財年目標很有信心，因為：1) 1至2月銷售增長良好（達7.5%，受4-5%的銷量和2-3%的平均售價的增長所推動），2) 新產品系列（如Etiquette, Elektra, Monochrome, Diagramme）都獲得了一定的成功，而新的運動鞋系列（Prada Cloudbust）也得到了良好的評價，3) 有效的營銷策略，全球各地的快閃店（包括Prada火車Silver line）將會有進一步發展，為品牌培養了許多新顧客（約50%的顧客都是第一次購買Prada的產品），4) 受惠於17財年下半年所推出的新電商網站，以及18財年的關店數量和門店整改提升有所減少（17財年約有90家），Miu Miu今年應該可恢復良好的利潤，5) 電商業務的擴張速度更快，既有自營網站“Prada.com”（計劃於18財年逐步拓展至全球其他地方），以及第三方平臺的合作，17財年下半年增加的新夥伴有Farfetch, Moda Operandi, Luisa Via Roma, Match.com，而且目前正在接洽一些中國的主流平臺（目前電商佔17財年銷售的5%，管理層認為在20財年的目標為15%，我們認為與6個月前相比，這是一個更樂觀的目標），6) 毛利率應可趨於上升，因為減價促銷的佔比將進一步下降，外匯所帶來的負面影響希望部分被零售價格調整所抵消，7) 嚴謹的經營成本管控政策能繼續保持，廣告費用的提升（尤其是電子化營銷）應該可被其他部分的削減所抵銷。因此，我們調高18財年/19財年的銷售預測2.7%/3.3%，和淨利潤預測1.4%/0.6%。
- ❖ 提升至買入評級，目標價上升至38.11港元，業務已經築底，未來電商增長或可帶來進一步的驚喜，以及更強勁的經營槓桿。我們將普拉達的評級提升至買入，因為我們認為最壞時間已經過去，未來如果品牌受歡迎程度持續增長或加速，可能會有更多驚喜。現價為28倍的18財年市盈率，比較接近5年的平均（27倍），不算特別便宜，但我們認為下跌空間有限。我們的新目標價格是基於1.9倍PEG（同業為2.1倍）或33倍的18財年市盈率。

財務資料

(截至12月31日)	FY16A*	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
營業額(百萬歐元)	3,184	3,056	3,259	3,422	3,630
淨利潤(百萬歐元)	278	249	304	353	405
每股收益(歐元)	0.109	0.097	0.119	0.138	0.158
每股收益變動(%)	(15.9)	(10.6)	22.2	15.9	15.0
市盈率(x)	35.6	34.3	28.1	24.2	21.1
市帳率(x)	3.2	3.0	2.9	2.8	2.7
股息率(%)	3.1	2.2	2.9	3.3	3.8
權益收益率(%)	9.0	8.4	10.5	11.7	12.9
財務杠杆(x)	淨現金	3.5	2.2	淨現金	淨現金

資料來源：公司及招銀國際研究預測，*年結是下一年1月底

買入(上調)

目標價	HK\$38.11
(前目標價)	HK\$30.76)
潛在升幅	+17.6%
當前股價	HK\$32.40

胡永匡

電話：(852) 3761 8776

郵件：walterwoo@cmbi.com.hk

全球奢侈品行業

市值(百萬港元)	82,906
3月平均流通量(百萬港元)	55.43
52周內股價高/低(港元)	37.4/24.0
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%
Oppenheimer	5.04%
Harris Associate	4.68%
自由流通	10.30%

資料來源：HKEx

股價表現

	絕對回報	相對回報
1-月	1.1%	-0.7%
3-月	15.1%	6.3%
6-月	15.9%	3.5%

資料來源：彭博

股價表現



資料來源：彭博

審計師：德勤

公司網站：www.pradagroup.com

利潤表

年結：12月31日 (百萬元歐元)	FY16A*	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
收入	3,184.1	3,056.5	3,259.3	3,421.6	3,629.8
直營店銷售	2,634.9	2,443.7	2,589.8	2,700.2	2,849.7
Prada	2,120.5	1,990.8	2,115.2	2,207.6	2,334.0
Miu Miu	441.5	388.5	407.9	424.2	445.4
Church' s	60.1	52.3	53.4	54.4	55.5
其他	12.9	12.1	13.3	14.0	14.7
特許經營方銷售	504.4	564.6	617.4	667.8	722.3
特許權費	44.8	48.2	52.1	53.6	57.9
銷售成本	(895.0)	(810.9)	(853.9)	(889.6)	(943.8)
毛利	2,289.1	2,245.6	2,405.3	2,532.0	2,686.1
產品設計及開發費用	(125.3)	(130.5)	(136.9)	(140.3)	(152.5)
廣告及傳訊費用	(172.5)	(184.8)	(195.6)	(198.5)	(210.5)
銷售費用	(1,383.3)	(1,399.3)	(1,471.2)	(1,523.4)	(1,573.4)
一般及行政費用	(176.8)	(171.1)	(176.0)	(177.9)	(185.1)
其他收益	-	-	-	-	-
息稅前收益	431.2	360.0	425.7	491.9	564.6
淨融資成本	(18.0)	(6.2)	(7.6)	(7.6)	(7.7)
聯營公司	2.3	0.7	1.0	1.0	1.1
特殊收入	-	-	-	-	-
稅前利潤	415.4	354.5	419.1	485.3	557.9
所得稅	(131.2)	(105.3)	(113.2)	(131.0)	(150.6)
非控制股東權益	(5.9)	(0.3)	(1.6)	(1.7)	(1.8)
淨利潤	278.3	248.9	304.3	352.6	405.5

來源：公司及招銀國際研究預測，*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)	FY16A*	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
非流動資產	2,846.9	2,774.8	2,812.3	2,829.8	2,828.5
物業、廠房及設備	1,542.7	1,522.8	1,555.2	1,586.2	1,613.0
無形資產和商譽	921.8	921.5	915.4	901.8	882.3
聯營公司的權益	11.8	8.4	8.4	8.4	8.4
合營公司的權益	-	-	-	-	-
其他金融資產	-	2.0	2.0	2.0	2.0
遞延稅項資產	247.3	209.4	209.4	209.4	209.4
其他	123.4	110.7	121.9	121.9	113.4
流動資產	1,810.0	1,964.6	2,051.3	2,176.3	2,343.6
其他金融資產	7.0	13.9	13.9	13.9	13.9
存貨	526.9	569.9	600.2	625.3	663.3
貿易及其他應收賬款	538.9	482.0	501.3	516.7	536.4
受限制銀行結餘	15.0	6.1	6.5	6.8	7.3
現金及現金等價物	722.2	892.6	929.4	1,013.6	1,122.6
流動負債	636.8	904.3	966.0	997.6	1,038.2
銀行借款	151.2	353.0	353.0	353.0	353.0
預收款項	-	-	-	-	-
貿易及其他應付賬款	256.1	313.7	330.3	344.2	365.1
即期稅項	65.5	68.1	113.2	131.0	150.6
其他	164.0	169.5	169.5	169.5	169.5
非流動負債	915.6	968.9	968.9	968.9	968.9
帶息借款	547.6	639.0	639.0	639.0	639.0
離職後福利及其他長期福利	67.2	61.4	61.4	61.4	61.4
遞延稅項	31.1	32.0	32.0	32.0	32.0
撥備	82.3	61.8	61.8	61.8	61.8
其他	187.3	174.7	174.7	174.7	174.7
資產淨額	3,104.5	2,866.2	2,928.7	3,039.5	3,165.0
非控股權益	24.0	21.5	23.1	24.9	26.7
權益股東應占總權益	3,080.5	2,844.7	2,905.5	3,014.6	3,138.3

來源：公司及招銀國際研究預測，*年結是下一年1月底

現金流量表

年結：12月31日 (百萬元歐元)	FY16A*	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
息稅前收益	431.2	360.0	425.7	491.9	564.6
折舊和攤銷	209.0	209.9	220.4	227.0	233.8
營運資金變動	104.1	85.8	(33.2)	(27.0)	(37.3)
稅務開支	(129.6)	(105.3)	(113.2)	(131.0)	(150.6)
其他	17.2	(103.9)	(73.9)	(25.8)	6.2
經營活動所得現金淨額	631.9	446.5	425.9	535.1	616.7
購置固定資產	(227.6)	(251.0)	(218.4)	(222.4)	(225.0)
聯營公司	-	-	-	-	-
其他	1.3	39.4	19.1	14.6	(0.5)
投資活動所得現金淨額	(226.3)	(211.6)	(199.2)	(207.8)	(225.6)
股份發行	-	-	-	-	-
淨銀行借貸	(95.1)	281.3	-	-	-
股息	(282.2)	(307.1)	(191.9)	(243.4)	(282.1)
其他	1.0	26.0	-	-	-
融資活動所得現金淨額	(376.2)	0.3	(191.9)	(243.4)	(282.1)
現金增加淨額	29.3	235.2	34.7	83.8	109.0
年初現金及現金等價物	680.6	722.2	892.6	927.3	1,013.6
匯兌	12.3	(64.8)	-	-	-
年末現金及現金等價物	722.2	892.6	927.3	1,011.1	1,122.6

來源：公司及招銀國際研究預測，*年結是下一年1月底

主要比率

年結：12月31日	FY16A*	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
銷售組合 (%)					
直營店銷售	82.8	80.0	79.5	78.9	78.5
Prada	66.6	65.1	64.9	64.5	64.3
Miu Miu	13.9	12.7	12.5	12.4	12.3
Church' s	1.9	1.7	1.6	1.6	1.5
其他	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4
特許經營方銷售	15.8	18.5	18.9	19.5	19.9
特許權費	1.4	1.6	1.6	1.6	1.6
總額	100.0	100.0	100.0	100.0	102.0

盈利能力比率 (%)

毛利率	71.9	73.5	73.8	74.0	74.0
息稅前利潤率	13.5	11.8	13.1	14.4	15.6
稅前利潤率	13.0	11.6	12.9	14.2	15.4
淨利潤率	8.7	8.1	9.3	10.3	11.2
有效稅率	31.6	29.7	27.0	27.0	27.0

增長 (%)

收入	(10.3)	(4.0)	6.6	5.0	6.1
毛利	(10.8)	(1.9)	7.1	5.3	6.1
息稅前利潤	(14.3)	(16.5)	18.2	15.6	14.8
淨利潤率	(15.9)	(10.6)	22.3	15.9	15.0

資產負債比率

流動比率 (x)	2.8	2.2	2.1	2.2	2.2
平均應收賬款周轉天數	32.7	34.6	34.6	34.6	34.6
平均應付賬款周轉天數	104.4	141.2	141.2	141.2	141.2
平均存貨周轉天數	214.9	256.5	256.5	256.5	256.5
淨負債/總權益比率 (%)	淨現金	3.5	2.2	淨現金	淨現金

回報率 (%)

資本回報率	9.0	8.8	10.5	11.7	12.9
資產回報率	6.0	5.3	6.3	7.0	7.8

每股數據

每股盈利(歐元)	0.109	0.097	0.119	0.138	0.158
每股股息(歐元)	0.120	0.075	0.095	0.110	0.127
每股賬面值(歐元)	1.204	1.112	1.135	1.178	1.226

來源：公司及招銀國際研究預測，*年結是下一年1月底

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)發表于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并無直接或間接關係。

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)并没有在發表研究報告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)并没有持有有關證券的任何權益。

招銀證券投資評級

買入	: 股價于未來12個月的潛在漲幅超過15%
持有	: 股價于未來12個月的潛在變幅在-10%至+15%之間
賣出	: 股價于未來12個月的潛在跌幅超過10%
未評級	: 招銀國際并未給予投資評級

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，并可能會受目標資產表現以及其他市場因素影響。招銀證券建議投資者應該獨立評估投資和策略，并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。

本報告基于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布時的判斷，可能會隨時調整，且不承諾作出任何相關變更的通知。本公司可發布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并不時自行及/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，任何機構或個人于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)2000年英國不時修訂之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。接收本報告之行爲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。