

普拉達 (1913 HK)

估值偏高和未來增長面臨壓力

概要。維持下調評級至賣出，目標價亦下調至 21.17 港元，是基於 25 倍的 19 財年預測市盈率。我們相信 Prada 正在做數碼化轉型，亦努力讓品牌更年輕化，及提升品牌在中國的影響力。然而，由於 1) 高於預期科技投入和行銷費用，2) 下半年宏觀經濟的不確定性令奢侈品的需求變得疲弱和 3) 偏高的估值，18-21 財年的銷售/淨利潤複合年增長率只為 3%/7%，其目前估值為 30 倍 19 財年預測市盈率和 4.3 倍 PEG，公司並不吸引且股價有下行的風險。

- **19 財年核心淨利潤面臨壓力。**19 財年核心淨利潤面臨壓力。如果我們排除潛在的專利盒稅收優惠（約 5000 萬歐元），我們預測的 19 財年核心淨利潤可能同比下降 7% 至 1.91 億歐元（19 財年上半年/ 下半年同比下降 4%/ 10%）。
- **19 財年上半年銷售增長放緩。**19 財年上半年銷售可能下降 1%（按報告匯率計算，會增長 1%），較 18 財年下半年的低單位數有所放緩。按地區劃分的銷售增長：日本仍然是正增長的；歐洲相對較好，受惠於歐元貶值；但亞太和美國，因為消費者信心脆弱，表現令人相當失望。當中中國的表現略好一些，也許是因為公司將男裝時裝秀搬到上海，是首次在米蘭以外舉辦的。
- **預計 19 財年的息稅前利潤會受地域組合，科技和行銷相關費用上升所拖累。**我們預計 19 財年上半年息稅前利潤率將下降 1.1 個百分點至 9.3%，原因是：1) 香港和澳門銷售疲軟，因為這些利潤率比較高的地區受到了 19 年 2 季度遊行示威活動的嚴重影響（尤其是 6 月份），2) 額外的科技投資，公司在 19 財年 4 月與 Oracle 合作，安裝雲端的客戶分析系統，以獲得更即時的資料，更好的財務規劃，產品分類和庫存管理，以及 3) 額外的廣告費（會在 19 財年增加約 4000 萬歐元），包括任命幾位品牌大使（如 Gigi Hadid、劉雯和蔡徐坤等）。
- **歐洲批發商的重組將在 19 財年下半年到 20 財年上半年拖累銷售和利潤增長。**為了更好地控制降價銷售，普拉達採取了更嚴格的批發政策，這可能導致許多合作歐洲的批發商的關係終止。為此，我們預計 19 財年的特許經營銷售額將減少 9%。
- **下調評級至賣出並下調目標價至 21.17 港元。**我們將評級下調至賣出，並將目標價下調至 21.17 港元，基於 25 倍 19 財年的預測市盈率。我們還將 19 財年/ 20 財年/ 21 財年的每股盈利預測下調 15%/ 16%/ 16%，考慮到 1) 銷售增長放緩，2) 負面經營杠杆以及 3) 運營利潤率上升。

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	3,178	3,288	3,405
同比增長 (%)	(4.0)	2.8	1.1	3.5	3.6
淨收入(百萬歐元)	249	205	241	232	252
每股盈利(歐元)	0.097	0.080	0.094	0.091	0.098
每股盈利變動 (%)	(10.6)	(17.5)	17.4	(4.0)	8.6
市盈率(倍)	27.6	35.0	29.8	31.0	28.5
市帳率(倍)	2.4	2.5	2.5	2.4	2.4
股息率 (%)	2.8	2.1	2.5	2.4	2.6
權益收益率 (%)	8.4	7.2	8.3	7.9	8.3
淨負債/股東權益比率 (%)	3.5	10.7	8.3	2.7	淨現金

資料來源：公司及招銀國際證券預測

賣出 (下調)

目標價	HK\$21.17
(此前目標價)	HK\$24.84)
當前股價	HK\$25.20
潛在升幅	-16.0%

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)	64,482
3 月平均流通量(百萬港元)	45.89
52 周內股價高/低(港元)	39.45/20.75
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	13.9%	6.1%
3-月	6.8%	11.0%
6-月	1.2%	-12.1%
12-月	-31.0%	-31.7%

資料來源：彭博

股份表現



資料來源：彭博

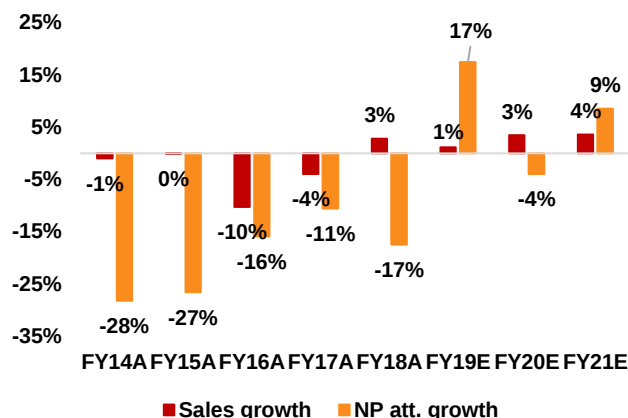
審計師：德勤

近期報告

1. 普拉達 (1913 HK) - 利潤受外匯和對品牌重啟的投資所拖累 - 2019 年 3 月 19 日
2. 普拉達 (1913 HK) - 18 年 4 季度的放緩令經營杠杆消失 - 2019 年 2 月 13 日

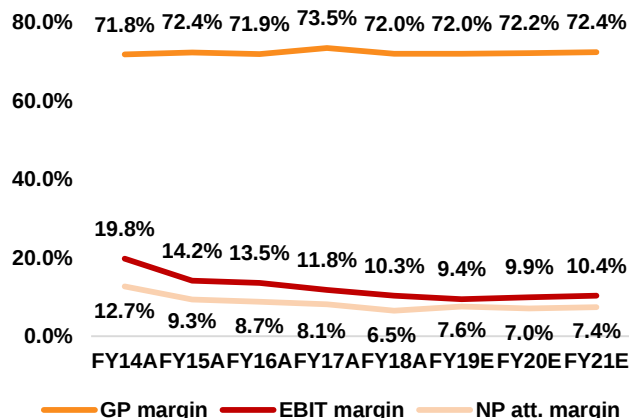
重要圖表

圖 1: 銷售額/淨利潤增長



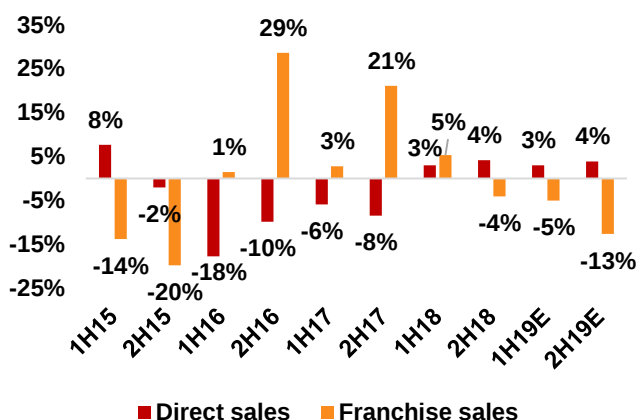
資料來源: 公司及招銀國際證券預測

圖 2: 毛利率/經營利潤率/淨利潤率



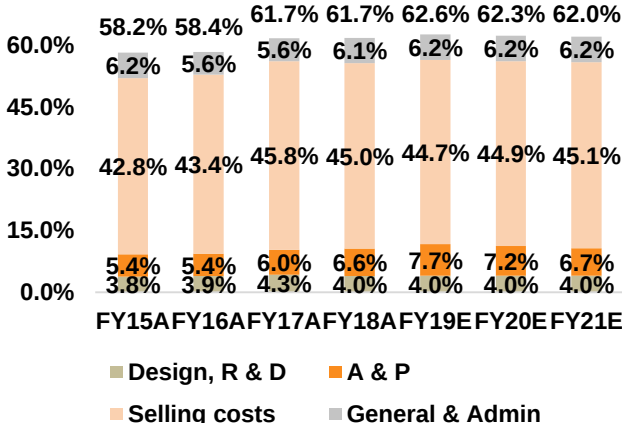
資料來源: 公司及招銀國際證券預測

圖 3: 銷售增長,按直接零售和特許經營



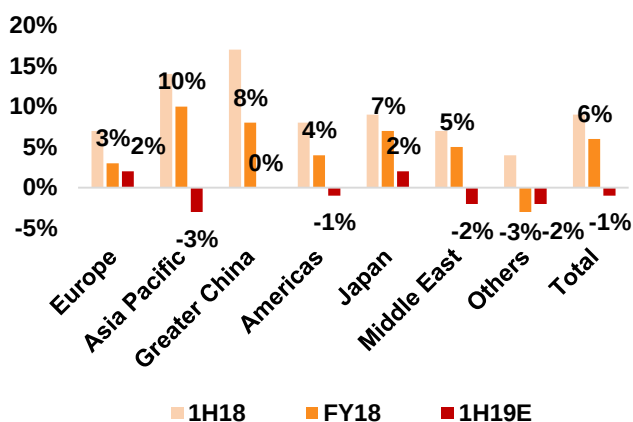
資料來源: 公司及招銀國際證券預測

圖 4: 運營成本,按不同成本分類



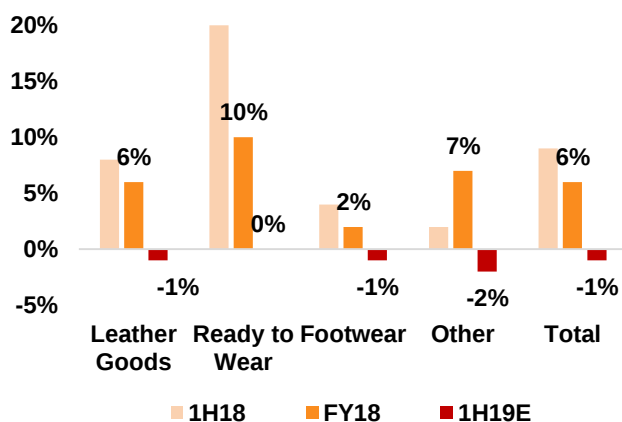
資料來源: 公司及招銀國際證券預測

圖 5: 銷售增長,按不同區域分類



資料來源: 公司及招銀國際證券預測

圖 6: 銷售增長,按不同產品分類



資料來源: 公司及招銀國際證券預測

盈利預測

圖 7: 盈利預測

(EUR mn)	New			Old			Diff (%)		
	FY19E	FY20E	FY21E	FY19E	FY20E	FY21E	FY19E	FY20E	FY21E
Revenue	3,178	3,288	3,405	3,281	3,441	3,618	-3.1%	-4.5%	-5.9%
Gross profit	2,288	2,374	2,465	2,369	2,491	2,627	-3.4%	-4.7%	-6.2%
EBIT	292	318	344	360	380	408	-18.9%	-16.2%	-15.7%
Reported Net profit	241	232	252	283	276	298	-14.8%	-16.2%	-15.6%
Diluted EPS (EUR)	0.094	0.091	0.098	0.111	0.108	0.116	-14.8%	-16.2%	-15.6%
Gross margin	72.0%	72.2%	72.4%	72.2%	72.4%	72.6%	-0.2ppt	-0.2ppt	-0.2ppt
EBIT margin	9.2%	9.7%	10.1%	11.0%	11.0%	11.3%	-1.8ppt	-1.4ppt	-1.2ppt
Net profit att. margin	7.6%	7.0%	7.4%	8.6%	8.0%	8.2%	-1ppt	-1ppt	-0.8ppt

資料來源：公司及招銀國際證券預測

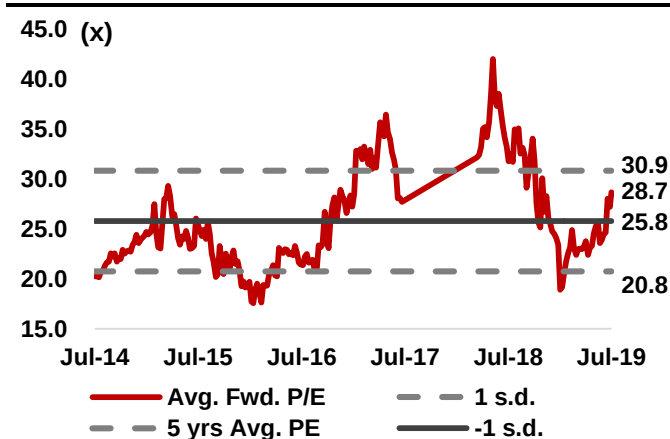
圖 8: 招銀國際與市場預測

(EUR mn)	CMBI			Consensus			Diff (%)		
	FY19E	FY20E	FY21E	FY19E	FY20E	FY21E	FY19E	FY20E	FY21E
Revenue	3,178	3,288	3,405	3,265	3,432	3,594	-2.7%	-4.2%	-5.3%
Gross profit	2,288	2,374	2,465	2,365	2,496	2,620	-3.3%	-4.9%	-5.9%
EBIT	292	318	344	338	396	450	-13.5%	-19.6%	-23.6%
Net profit att.	241	232	252	266	268	307	-9.4%	-13.4%	-18.1%
Diluted EPS (EUR)	0.094	0.091	0.098	0.100	0.105	0.122	-5.4%	-13.7%	-19.6%
Gross margin	72.0%	72.2%	72.4%	72.4%	72.7%	72.9%	-0.4ppt	-0.5ppt	-0.5ppt
EBIT margin	9.2%	9.7%	10.1%	10.3%	11.5%	12.5%	-1.2ppt	-1.8ppt	-2.4ppt
Net profit att. margin	7.6%	7.0%	7.4%	8.2%	7.8%	8.5%	-0.6ppt	-0.7ppt	-1.2ppt

資料來源：彭博及招銀國際證券預測

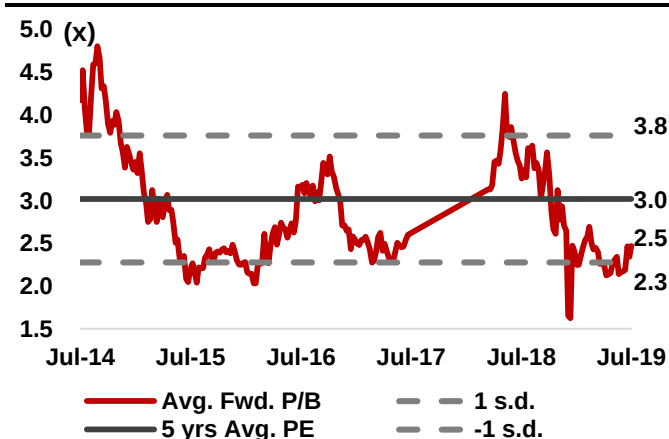
估值

圖 9: 12 個月預測市盈率區間



資料來源：彭博及招銀國際證券預測

圖 10: 12 個月預測市賬盈率區間



資料來源：彭博及招銀國際證券預測

圖 11: 同業估值對比

Company	Ticker	Rating	12m TP (LC)	Price (LC)	Up/Down-side	Mkt. Cap (HK\$mn)	Year End	P/E (x)		P/B (x)		ROE (%)	3yrs PEG (x)	Yield (%)
								FY1E	FY2E	FY1E	FY2E	FY1E	FY1E	FY1E
H shares Luxury, Jewellery, Watches														
Prada	1913 HK	SELL	21.17	25.20	-16%	64,482	Dec-18	29.8	31.0	2.5	2.4	8.4	4.3	2.5
Samsonite	1910 HK	NR	n/a	18.02	n/a	25,787	Dec-18	14.2	12.6	1.6	1.5	11.2	2.0	3.3
Chow Tai Fook	1929 HK	NR	n/a	8.38	n/a	83,800	Mar-19	16.2	14.6	2.7	2.5	14.3	1.3	4.8
Luk Fook	590 HK	NR	n/a	24.10	n/a	14,149	Mar-19	9.2	8.4	1.2	1.1	14.5	1.5	4.7
Chow Sang Sang	116 HK	NR	n/a	11.32	n/a	7,669	Dec-18	7.0	6.5	0.7	0.6	9.9	0.9	5.6
Emperor Watch	887 HK	NR	n/a	0.21	n/a	1,390	Dec-18	n/a	n/a	n/a	n/a	6.0	0.0	n/a
Oriental Watch	398 HK	NR	n/a	2.40	n/a	1,369	Mar-19	n/a	n/a	n/a	n/a	6.1	0.0	n/a
Hengdeli	3389 HK	NR	n/a	0.41	n/a	1,912	Dec-18	n/a	n/a	n/a	n/a	1.6	0.0	n/a
								Avg.	15.3	14.6	1.7	1.6	9.0	1.2
								Med.	14.2	12.6	1.6	1.5	9.1	1.1
A-shares Luxury, Jewellery, Watches														
Lao Feng Xiang	600612 CH	NR	n/a	44.58	n/a	21,668	Dec-18	17.0	15.0	3.3	2.9	19.9	1.4	2.8
Chow Tai Seng	002867 CH	NR	n/a	34.23	n/a	18,901	Dec-18	17.0	14.1	3.7	3.1	21.8	1.0	2.2
Leysen Jewelry	603900 CH	NR	n/a	12.53	n/a	4,834	Dec-18	13.2	10.9	1.6	1.5	8.9	1.5	n/a
Guangdong Chj	002345 CH	NR	n/a	4.57	n/a	4,688	Dec-18	13.3	12.5	1.1	1.1	1.9	0.2	1.3
Fiyta Holdings	000026 CH	NR	n/a	7.88	n/a	3,722	Dec-18	16.2	13.6	1.3	1.2	7.3	1.0	n/a
Zhejiang Ming	002574 CH	NR	n/a	6.11	n/a	3,655	Dec-18	29.8	26.6	1.0	1.0	3.0	2.0	1.3
Eastern Gold Jade	600086 CH	NR	n/a	4.27	n/a	6,532	Dec-18	n/a	n/a	n/a	n/a	(75.3)	0.0	n/a
								Avg.	17.8	15.4	2.0	1.8	(1.8)	1.0
								Med.	16.6	13.8	1.5	1.4	7.3	1.0
International Luxury, Jewellery, Watches														
Prada	1913 HK	SELL	21.17	25.20	-16%	64,482	Dec-18	29.8	31.0	2.5	2.4	8.4	4.3	2.5
Samsonite	1910 HK	NR	n/a	18.02	n/a	25,787	Dec-18	14.2	12.6	1.6	1.5	11.2	2.0	3.3
LVMH	MC FP	NR	n/a	380.95	n/a	1,691,532	Dec-18	26.1	23.9	5.3	4.7	20.7	2.8	1.8
Kering	KER FP	NR	n/a	526.30	n/a	583,869	Dec-18	20.4	17.6	5.8	5.0	34.0	14.4	2.2
Hermes	RMS FP	NR	n/a	641.60	n/a	595,049	Dec-18	44.5	40.5	10.2	8.7	26.6	6.2	0.9
Richemont	CFR SW	NR	n/a	83.50	n/a	378,923	Mar-19	23.5	21.1	2.4	2.3	17.6	(3.0)	2.6
Tiffany & Co	TIF US	NR	n/a	93.60	n/a	88,480	Jan-19	18.9	17.4	3.3	3.1	17.8	2.6	2.5
Moncler	MONC IM	NR	n/a	38.52	n/a	87,291	Dec-18	26.3	24.4	7.2	6.0	33.4	3.3	1.2
Burberry	BRBY LN	NR	n/a	1946.00	n/a	78,435	Mar-19	23.1	20.8	5.3	4.8	23.6	3.7	2.3
Ferragamo	SFER IM	NR	n/a	21.57	n/a	31,985	Dec-18	34.1	29.9	4.5	4.2	12.0	2.4	1.8
Essilorluxottica	EL FP	NR	n/a	114.00	n/a	436,651	Dec-18	26.0	23.7	1.6	1.6	5.6	4.4	1.8
Swatch	UHR SW	NR	n/a	281.10	n/a	120,962	Dec-18	16.5	14.8	1.3	1.2	7.6	1.9	3.0
Tod'S	TOD IM	NR	n/a	41.88	n/a	12,176	Dec-18	36.6	30.6	1.2	1.2	4.4	11.7	2.4
Hugo Boss	BOSS GY	NR	n/a	57.60	n/a	35,624	Dec-18	15.3	13.6	3.8	3.5	21.4	1.8	5.0
								Avg.	25.4	23.0	4.0	3.6	17.5	4.2
								Med.	24.8	22.4	3.5	3.3	17.7	3.0

資料來源：彭博及招銀國際證券預測

財務分析

利潤表

年結:12月31日(百萬歐元)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
銷售收入	3,056	3,142	3,178	3,288	3,405
直接銷售	2,444	2,532	2,619	2,714	2,811
特許經營銷售	565	566	515	530	548
特許權使用費	48	44	43	44	45
銷售成本	(811)	(880)	(890)	(914)	(940)
毛利	2,246	2,263	2,288	2,374	2,465
其它收入	(8)	(23)	(8)	(8)	(8)
營運支出	(1,886)	(1,939)	(1,988)	(2,047)	(2,113)
折舊和攤銷	(221)	(263)	(307)	(345)	(351)
員工成本	(549)	(572)	(591)	(601)	(621)
銷售及分銷成本 (不包括員工成本折舊和攤銷)	(867)	(799)	(826)	(838)	(869)
管理費用 (不包括員工成本折舊和攤銷)	(249)	(305)	(265)	(262)	(272)
其它運營費用	-	-	-	-	-
息稅前收益	352	301	292	318	344
融資成本淨額	2	1	1	1	3
合資及聯營企業	-	-	-	-	-
特殊項目	-	-	-	-	-
稅前利潤	355	303	293	320	347
所得稅	(105)	(94)	(50)	(86)	(94)
減: 非控制股東權益	0	3	2	2	2
淨利潤	249	205	241	232	252

現金流量表

年結:12月31日(百萬歐元)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
息稅前利潤	352	301	292	318	344
折舊和攤銷	221	263	307	345	351
營運資金變動	(26)	(97)	(7)	(20)	(22)
已繳納所得稅	(27)	(94)	(50)	(86)	(94)
其它	(73)	(171)	(136)	(76)	(65)
經營活動所得現金流	447	202	406	481	515
資本開支	(212)	(229)	(206)	(203)	(207)
聯營公司	-	-	-	-	-
利息收入	-	-	-	-	-
其它	0	19	18	68	27
投資活動所得現金淨額	(212)	(209)	(188)	(135)	(180)
股份發行	-	-	-	-	-
淨借貸	12	(83)	-	-	-
支付股息	(308)	(192)	(154)	(181)	(174)
其它	297	(11)	-	-	-
融資活動所得現金淨額	0	(286)	(154)	(181)	(174)
現金增加淨額	235	(293)	65	164	161
年初現金及現金等價物	722	893	600	665	829
匯兌	(65)	-	-	-	-
年末現金及現金等價物	893	600	665	829	990

資產負債表

年結:12月31日(百萬歐元)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
非流動資產	2,775	2,917	2,859	2,764	2,667
固定資產	1,523	1,577	1,524	1,446	1,366
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
流動資產	1,965	1,762	1,838	2,031	2,223
現金及現金等價物	893	600	665	829	990
存貨	570	632	639	657	675
貿易和其他應收款	290	322	326	337	349
預付款	6	13	13	13	14
其它流動資產	206	195	195	195	195
流動負債	904	987	955	1,000	1,017
銀行貸款	353	421	421	421	421
應付款	314	315	319	328	337
應計費用和其他應付款	-	-	-	-	-
應付稅款	68	85	50	86	94
其它流動負債	169	165	165	165	165
非流動負債	969	795	795	795	795
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
少數股東權益	22	19	21	22	24
淨資產總額	2,845	2,878	2,926	2,977	3,055
股東權益	2,845	2,878	2,926	2,977	3,055

主要比率

年結:12月31日	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
銷售組合 (%)					
直接銷售	80.0	80.6	82.4	82.5	82.6
特許經營銷售	18.5	18.0	16.2	16.1	16.1
特許權使用費	1.6	1.4	1.4	1.4	1.3
合計	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
盈利能力比率					
毛利率	73.5	72.0	72.0	72.2	72.4
經營利潤率	11.5	9.6	9.2	9.7	10.1
稅前利率	11.6	9.6	9.2	9.7	10.2
淨利潤率	8.1	6.5	7.6	7.0	7.4
有效稅率	29.7	31.2	17.0	27.0	27.0
資產負債比率					
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	0.8	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	8	3	淨現金
回報率 (%)					
資本回報率	8.8	7.1	8.2	7.8	8.2
資產回報率	5.3	4.4	5.1	4.8	5.1
每股數據(歐元)					
每股盈利 (歐元)	0.10	0.08	0.09	0.09	0.10
每股股息 (歐元)	0.08	0.06	0.07	0.07	0.07
每股帳面價值 (歐元)	1.11	1.12	1.14	1.16	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)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。