

普拉达(1913 HK)

利润受外汇和对品牌重启的投资所拖累

- ❖ **18 财业绩令人失望。**普拉达的净利润同比下降 17%，低于彭博/招银国际的预期 23%/22%，主要由于：1) 外汇对冲损失（影响毛利率约 1.4 个百分点），2) 生产成本的增加，意大利的优质产品供应紧张，3) 高于预期的运营成本，特别是员工成本和广告及推广费用（+12%）和 4) 高于预期的税率（2.2 个百分点）。
- ❖ **即使在固定汇率的标准下，下半年增长亦开始放缓。**由于宏观环境不太乐观，销售增长在 4 季度的放缓至低单位数（从 3 季度的高单位数），例如：1) 法国的社会动荡导致一部分的门店自 11 月以来需要关闭，并损害了旅游业，2) 强美元也削弱了游客的流量，3) 人民币贬值和疲弱的宏观环境亦影响了香港和中国大陆的需求。
- ❖ **促销产品的销售减少，以及对批发商的整改也对下半年的销售造成影响。**公司决定将 18 财年的促销产品的销售占比降至 7%（17 财年为 12%），以保护和加强品牌形象并保证更高的利润率，但这的确导致 18 财年上半年/下半年销售减少了 2%/4%。而且，由于同样的原因，公司更选择性的与批发业务的经销商合作，所以抑制了 18 财年下半年的批发收入。
- ❖ **我们对 19 财年的前景保持谨慎。**管理层提到 19 年 1-2 月份的销售是正增长，与我们的预测一致。我们预计销售在 19 财年可保持正增长（同比增长 4.4%），尽管受惠于：1) 延续皮类和鞋类新产品的成功，和 2) 门店库存的扩大和深化，可以推动更好的直接零售增长（+4.9%），但在欧洲对经销商的批发业务的整改将抵消了部份的增长，导致批发增长放缓（+2.8%）。我们预计电子商务销售（包括 Prada.com 和与 Farfetch 等电商平台的合作）将实现强劲的两位数增长，但其贡献仍然很小（我们预计约占总销售的中单位数）。然而，受惠于 1) 收购一些上游生产设施（以应对不断上升的生产成本）和 2) 终止产品促销活动（预计在 19 财占总销售 0%，而在 18 财年为 7%），毛利率将可逐步提高。此外，19 财年的净利润将包括“专利盒”的一次性税收优惠，管理层预料可达到约 80-90 亿欧元，并会在 19 财年 2-3 季度完成。
- ❖ **Lorenzo Bertelli（Miuccia Prada 和 Patrizio Bertelli 的儿子）在业绩发布中首次出席。**Lorenzo 目前是市场营销和传播部门的负责人，自 17 年 9 月开始一直带领公司的数字化转型。随着 2018 年公司改善了 Prada.com/“Pradasphere”和 MiuMiu.com/“MiuMiu Club”的用户体验，升级了店内 APPs “Clientsphere”，采用了新的商品推购和规划工具以及 RFID 技术在皮类产品的应用，我们将在 2019 年看到更多的全管道体验改进。
- ❖ **维持持有评级，下调目标价至 24.84 港元。**我们将 19 财年/20 财年的每股盈利下调 6.4%/21.3%，考虑到：1) 大于预期的外汇损失，2) 更高的广告和推广费用，讯息技术和员工成本，3) 经销商的整改导致批发收入进一步下降和 4) 一次性税收优惠。新目标价是基于 25 倍 19 财年的预测市盈率（由于盈利增长进一步放缓，从之前的 27 倍有所下调）。我们维持持有评级，因为目前估值已经很合理，相当于 25.4 倍 19 财年市盈率（接近 5 年平均的 27 倍）和 1.9 倍 3 年期 PEG（相对国际同行中位数的 2.0 倍）。

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
营业额(百万欧元)	3,056	3,142	3,281	3,441	3,618
净利润(百万欧元)	249	205	283	276	298
每股收益(欧元)	0.097	0.080	0.111	0.108	0.116
每股收益变动(%)	(10.6)	(17.5)	37.8	(2.4)	7.8
市盈率(x)	27.4	34.7	25.2	25.8	23.9
市帐率(x)	2.4	2.5	2.4	2.4	2.3
股息率(%)	2.8	2.2	3.0	2.9	3.1
权益收益率(%)	8.8	7.1	9.7	9.2	9.6
财务杠杆(x)	3.5	10.7	淨現金	淨現金	淨現金

资料来源：公司及招银国际研究预测

持有（维持）

目标价	HK\$24.84
(前目标价)	HK\$28.67
潜在升幅	-0.6%
当前股价	HK\$25.00

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)	63,971
3月平均流通量(百万港元)	44.64
52周内股价高/低(港元)	47.8/21.5
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	5.05%
Harris Associate	4.85%
自由流通	10.12%

资料来源：HKEX

股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	-10.7%	-14.1%
3-月	-3.8%	-13.5%
6-月	-25.5%	-29.9%

资料来源：彭博

股价表现



审计师：德勤

公司网站：www.pradagroup.com.

利潤表

年結：12月31日 (百萬元歐元)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
收入	3,056	3,142	3,281	3,441	3,618
直营店銷售	2,444	2,532	2,656	2,795	2,950
Prada	1,991	2,069	2,180	2,305	2,445
Miu Miu	388	400	412	425	437
Church' s	52	50	51	52	53
其他	12	13	13	14	15
特許經營方銷售	565	566	582	602	623
特許權費	48	44	43	44	45
銷售成本	(811)	(880)	(912)	(950)	(991)
毛利	2,246	2,263	2,369	2,491	2,627
產品設計及開發費用	(130)	(125)	(135)	(138)	(145)
廣告及傳訊費用	(185)	(207)	(220)	(227)	(235)
銷售費用	(1,399)	(1,414)	(1,440)	(1,525)	(1,609)
一般及行政費用	(171)	(192)	(207)	(213)	(221)
其他收益	-	-	-	-	-
息稅前收益	360	324	368	388	417
淨融資成本	(6)	(22)	(9)	(8)	(7)
聯營公司	1	1	1	1	1
特殊收入	-	-	-	-	-
稅前利潤	355	303	361	381	411
所得稅	(105)	(94)	(76)	(103)	(111)
非控制股東權益	(0)	(3)	(2)	(2)	(2)
淨利潤	249	205	283	276	298

來源：公司及招銀國際研究部

資產負債表

年結：12月31日 (百萬元歐元)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
非流動資產	2,775	2,917	2,861	2,777	2,695
物業、厂房及設備	1,523	1,577	1,530	1,461	1,391
無形資產和商譽	921	920	911	896	884
聯營公司的權益	8	100	100	100	100
合營公司的權益	-	-	-	-	-
其他金融資產	2	0	0	0	0
遞延稅項資產	209	217	217	217	217
其他	111	103	103	103	103
流動資產	1,965	1,762	1,874	2,068	2,268
其他金融資產	14	10	10	10	10
存貨	570	632	655	682	712
貿易及其他應收賬款	482	508	522	538	556
受限制銀行結餘	6	13	13	14	15
現金及現金等价物	893	600	674	823	976
流動負債	904	987	989	1,030	1,053
銀行借款	353	421	421	421	421
預收款項	-	-	-	-	-
貿易及其他應付賬款	314	315	327	340	355
即期稅項	68	85	76	103	111
其他	169	165	165	165	165
非流動負債	969	795	795	795	795
帶息借款	639	487	487	487	487
離職后福利及其他長期福利	61	60	60	60	60
遞延稅項	32	30	30	30	30
撥備	62	51	51	51	51
其他	175	166	166	166	166
資產淨額	2,866	2,897	2,951	3,020	3,116
非控股權益	22	19	21	22	24
權益股東應占總權益	2,845	2,878	2,930	2,998	3,092

來源：公司及招銀國際研究部

现金流量表

年结：12月31日 (百万元欧元)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
息税前收益	360	324	368	388	417
折旧和摊销	197	228	269	296	314
营运资金变动	(26)	(97)	(26)	(31)	(34)
税务开支	(27)	(94)	(76)	(103)	(111)
其他	(57)	(159)	0	(1)	37
经营活动所得现金净额	447	202	535	549	623
购置固定资产	(213)	(229)	(213)	(213)	(221)
联营公司	-	-	-	-	-
其他	1	20	19	68	28
投资活动所得现金净额	(212)	(209)	(194)	(145)	(193)
股份发行	-	-	-	-	-
净银行借贷	308	(94)	-	-	-
股息	(308)	(192)	(243)	(282)	(324)
其他	0	0	-	-	-
融资活动所得现金净额	0	(286)	(243)	(282)	(324)
现金增加净额	235	(293)	97	122	105
年初现金及现金等价物	722	893	600	1,011	1,053
汇兑	(65)	-	-	-	-
年末现金及现金等价物	893	600	697	1,133	1,158

来源：公司及招银国际研究部

主要比率

年结：12月31日	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
销售组合 (%)					
直营店销售	80.0	80.6	80.9	81.2	81.5
Prada	65.1	65.9	66.4	67.0	67.6
Miu Miu	12.7	12.7	12.6	12.3	12.1
Church' s	1.7	1.6	1.5	1.5	1.5
其他	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4
特许经营方销售	18.4	18.0	17.8	17.5	17.2
特许权费	1.6	1.4	1.3	1.3	1.3
总额	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0

盈利能力比率 (%)

毛利率	73.5	72.0	72.2	72.4	72.6
息税前利润率	11.8	10.3	11.2	11.3	11.5
税前利润率	11.6	9.6	11.0	11.1	11.4
净利润率	8.1	6.5	8.6	8.0	8.2
有效税率	29.7	31.2	21.0	27.0	27.0

增长 (%)

收入	(4.0)	2.8	4.4	4.9	5.1
毛利	(1.9)	0.8	4.7	5.2	5.4
息税前利润	(16.5)	(10.0)	13.7	5.4	7.5
净利润率	(10.6)	(17.5)	37.8	(2.4)	7.8

资产负债比率

流动比率 (x)	2.2	1.8	1.9	2.2	2.3
平均应收账款周转天数	34.6	37.4	37.4	37.4	37.4
平均应付账款周转天数	141.2	130.8	130.8	130.8	130.8
平均存货周转天数	256.5	262.2	262.2	262.2	262.2
净负债 / 总权益比率 (%)	3.5	10.7	净现金	净现金	净现金

回报率 (%)

资本回报率	8.8	7.1	9.7	9.2	9.6
资产回报率	5.3	4.4	6.0	5.7	6.0

每股数据

每股盈利(欧元)	0.097	0.080	0.111	0.108	0.170
每股股息(欧元)	0.075	0.060	0.083	0.081	0.136
每股账面值(欧元)	1.112	1.125	1.147	1.172	1.207

来源：公司及招银国际研究部

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管理人员；（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: 香港中环花园道3号冠君大厦45楼

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。