

## ✶ 普拉達(1913 HK)

### 改革尚未成功，品牌仍需努力

- ✶ 下調至持有，新的目標價為 25.2 港元，改革尚未成功，等待更好的回暖跡象。Prada 從 2016 年就誓言要實施全面的轉型，但目前進度落後，而轉型所需的時間和投資都超過了我們之前的預期。因此，我們將未來 3 年的盈利預測下調 18-24%，現在預計 17 年淨利潤將下降 3.9%（之前預期增長 18%）。我們完全同意品牌去實行任何對於轉型有幫助的事情，以提升其品牌形象，產品，門店，並更好地捕捉電子商務的增長，但現在短期的痛苦看來是不可避免的。公司現價為 32 倍的 17 財年市盈率，有點高估，因此我們將目標價從 38.9 港元下調 35% 至 25.2 港元（基於 27 倍 17 財年市盈率），並從“買入”評級下調至“持有”，意味著有約 10% 的下跌空間。
- ✶ 上半年盈利大跌，令人失望，原因是 1) 中國復甦比想像中溫和 2) 強勁的歐元，令旅客流入減少，3) 電子商務的發展緩慢，4) 高於預期的廣告費用和經營成本。17 財年上半年（17 年 2 月到 7 月）淨利潤令人失望，下跌 18.4%，至 1.15 億歐元，較 16 財年下半年的 4.1% 跌幅有所擴大，比我們/市場的預期低 29%/25%，由於 1) 亞太地區復蘇弱於預期（特別是中國，僅僅增長了 5.2%，低於我們的雙位數預測），2) 強於預期的歐元（今年以來對美元升值了 15%），以及更頻繁的恐怖分子襲擊，都拖累歐洲的銷售，下降了 11%），3) 有更多的門店和時間有整改（尤其是 Miu Miu 品牌），令銷售額下降，4) 批發業務（主要是電子商務）僅增長 5.1%，5) 運營成本大於預期，在銷售下降 5.5% 的時候，廣告費用上漲 8.7%，和其他銷售成本保持不變。儘管毛利率大幅上漲（受惠於期內較少的折扣和打折的次數，歐元走強和廠房生產效率提高），但由於經營成本，佔總銷售提升了 2.4% 至 62.8%，EBIT 利潤率在 17 年上半年下降至 11.4%。
- ✶ 將 17 財年/18 財年/19 財年的銷售下調 6.1%/ 8.5%/ 8.4%，和淨利潤都下調 18.5%/ 23.5%/ 19.6%。我們將 FY17E / 18E / 19E 銷售額下調了 6.1% / 8.5% / 8.4%，因為 1) 歐元走強，和恐怖襲擊陰影還在而影響旅客人數和銷售，2) 中國的復甦的比想像更弱，和比電子商務管道增長較預期緩慢，因為提供全管道購物體驗和廣告的基礎設施需要更多的時間和投資，我們同時亦向下修訂淨利潤 18.5%/ 23.5%/ 19.6%，原因是 1) 較少或缺乏經營槓桿，因為平均每家商店的銷售增長仍然低於零，2) 推出更多的 pop up 門店，更多不相同的裝修“新概念”的門店，提升品牌形象和購物體驗和新版本的網站，相關費用都比預計為高，以及 3) 電子營銷亦不如原先計劃預計那麼有效。我們也計入了財務成本的減少。
- ✶ 事實上，我們確實看到了一些正面的改善，儘管它不如我們想像的那麼多。我們確實看到了一些改善，如 1) 新的產品系列（如 Etiquette, cahier, Paradigm, Ribbon）都收到了很好評，並且得到了年輕一代的歡迎。2) 如果剔除減少打折的影響，銷售增長是有改善到低位單位數下降（16 財年下半年下跌 5%），3) 同店銷售增長較 16 財年相比其實有所改善，因為銷售額下滑幅度一樣，但商店數量卻下降了 1.4%，而不是此前的 0.3% 增加。4) 集團的數字化轉型（銷售，購物體驗和廣告）尚未出現全面實踐，但部分地區的電商銷售增長確實達到了雙位數，如歐洲和美國，17 財年將會擴大到亞洲主要市場，澳大利亞和俄羅斯，而 18 財年會覆蓋中東，拉丁美洲和其他亞洲市場。

#### 財務資料

(截至 12 月 31 日)	FY15A*	FY16A*	FY17E	FY18E	FY19E
營業額 (百萬歐元)	3,548	3,184	3,109	3,187	3,338
淨利潤 (百萬歐元)	331	278	268	297	349
每股收益 (歐元)	0.129	0.109	0.105	0.116	0.136
每股收益變動 (%)	(26.6)	(15.9)	(3.9)	10.8	17.6
市盈率(x)	26.1	31.0	32.2	29.1	24.7
市帳率(x)	2.8	2.8	2.8	2.8	2.7
股息率 (%)	3.3	3.6	3.1	2.8	3.2
權益收益率 (%)	10.9	9.0	8.7	9.5	11.0
財務杠杆(x)	3.6	淨現金	淨現金	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

#### 持有 (下調)

目標價	HK\$25.20
(前目標價)	HK\$38.90
潛在升幅	-9.9%
當前股價	HK\$27.95

#### 胡永匡

電話：(852) 3761 8776

郵件：[walterwoo@cmbi.com.hk](mailto:walterwoo@cmbi.com.hk)

#### 全球奢侈品行業

市值(百萬港元)	75,519
3 月平均流通量 (百萬港元)	61.2
52 周內股價高/低 (港元)	37.4/25.15
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	5.89%
Harris Associate	4.85%
自由流通	9.28%

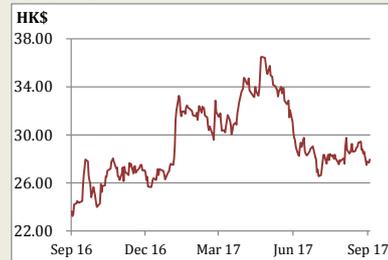
資料來源：HKEX

#### 股價表現

	絕對回報	相對回報
1-月	-2.8%	-5.5%
3-月	-1.4%	-8.4%
6-月	-7.9%	-21.6%

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](http://www.pradagroup.com)

**利潤表**

年結: 12月31日 (百萬元歐元)	FY15A*	FY16A*	FY17E	FY18E	FY19E
<b>收入</b>	<b>3,547.8</b>	<b>3,184.1</b>	<b>3,109.0</b>	<b>3,186.6</b>	<b>3,338.3</b>
直營店銷售	3,059.7	2,634.9	2,501.5	2,517.5	2,605.8
Prada	2,487.6	2,120.5	2,028.3	2,042.0	2,114.3
Miu Miu	501.7	441.5	406.1	406.1	420.4
Church's	56.2	60.1	54.1	55.2	56.3
其他	14.3	12.9	12.9	14.1	14.8
特許經營方銷售	444.6	504.4	559.2	616.9	678.7
特許權費	43.4	44.8	48.4	52.2	53.8
銷售成本	(980.2)	(895.0)	(814.6)	(844.4)	(884.6)
<b>毛利</b>	<b>2,567.6</b>	<b>2,289.1</b>	<b>2,294.5</b>	<b>2,342.1</b>	<b>2,453.6</b>
產品設計及開發費用	(134.3)	(125.3)	(130.6)	(127.5)	(130.2)
廣告及傳訊費用	(191.7)	(172.5)	(178.8)	(175.3)	(176.9)
銷售費用	(1,517.4)	(1,383.3)	(1,425.6)	(1,443.2)	(1,475.4)
一般及行政費用	(221.3)	(176.8)	(180.3)	(175.3)	(176.9)
其他收益	-	-	-	-	-
<b>息稅前收益</b>	<b>502.9</b>	<b>431.2</b>	<b>379.2</b>	<b>421.0</b>	<b>494.2</b>
淨融資成本	(29.9)	(18.0)	(2.4)	(3.0)	(3.1)
聯營公司	2.3	2.3	1.2	1.0	1.0
特殊收入	-	-	-	-	-
<b>稅前利潤</b>	<b>475.3</b>	<b>415.4</b>	<b>378.1</b>	<b>418.9</b>	<b>492.1</b>
所得稅	(142.0)	(131.2)	(105.9)	(117.3)	(137.8)
非控制股東權益	(2.5)	(5.9)	(4.7)	(5.1)	(5.7)
<b>淨利潤</b>	<b>330.9</b>	<b>278.3</b>	<b>267.6</b>	<b>296.5</b>	<b>348.6</b>

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)	FY15A*	FY16A*	FY17E	FY18E	FY19E
<b>非流動資產</b>	<b>2,868.1</b>	<b>2,846.9</b>	<b>2,901.9</b>	<b>2,925.2</b>	<b>2,939.3</b>
物業、廠房及設備	1,517.8	1,542.7	1,582.8	1,612.1	1,639.9
無形資產和商譽	932.2	921.8	917.4	911.3	897.7
聯營公司的權益	17.4	11.8	11.8	11.8	11.8
合營公司的權益	-	-	-	-	-
其他金融資產	5.5	-	-	-	-
遞延稅項資產	280.6	247.3	240.0	240.0	240.0
其他	114.7	123.4	150.0	150.0	150.0
<b>流動資產</b>	<b>1,888.4</b>	<b>1,810.0</b>	<b>1,799.0</b>	<b>1,811.3</b>	<b>1,946.7</b>
其他金融資產	11.7	7.0	7.0	7.0	7.0
存貨	692.7	526.9	457.5	474.3	496.9
貿易及其他應收賬款	483.9	538.9	508.9	515.3	527.8
受限制銀行結餘	19.6	15.0	14.6	15.0	15.7
現金及現金等價物	680.6	722.2	811.0	799.7	899.3
<b>流動負債</b>	<b>791.8</b>	<b>636.8</b>	<b>677.7</b>	<b>698.6</b>	<b>731.7</b>
銀行借款	270.1	151.2	151.2	151.2	151.2
預收款項	0.7	-	-	-	-
貿易及其他應付賬款	281.7	256.1	256.6	266.1	278.7
即期稅項	80.7	65.5	105.9	117.3	137.8
其他	158.6	164.0	164.0	164.0	164.0
<b>非流動負債</b>	<b>867.4</b>	<b>915.6</b>	<b>915.6</b>	<b>915.6</b>	<b>915.6</b>
帶息借款	520.5	547.6	547.6	547.6	547.6
離職後福利及其他長期福利	69.4	67.2	67.2	67.2	67.2
遞延稅項	36.9	31.1	31.1	31.1	31.1
撥備	69.2	82.3	82.3	82.3	82.3
其他	171.4	187.3	187.3	187.3	187.3
<b>資產淨額</b>	<b>3,097.4</b>	<b>3,104.5</b>	<b>3,107.6</b>	<b>3,122.3</b>	<b>3,238.6</b>
<b>非控股權益</b>	<b>17.0</b>	<b>24.0</b>	<b>28.7</b>	<b>33.8</b>	<b>39.5</b>
<b>權益股東應占總權益</b>	<b>3,080.3</b>	<b>3,080.5</b>	<b>3,078.9</b>	<b>3,088.6</b>	<b>3,199.2</b>

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)	FY15A*	FY16A*	FY17E	FY18E	FY19E
<b>息稅前收益</b>	<b>502.9</b>	<b>431.2</b>	<b>379.2</b>	<b>421.0</b>	<b>494.2</b>
折舊和攤銷	268.2	209.0	196.5	198.4	202.4
營運資金變動	(203.7)	104.1	100.3	(14.1)	(23.1)
稅務開支	(245.5)	(129.6)	(105.9)	(117.3)	(137.8)
其他	46.5	17.2	34.3	(37.4)	3.5
<b>經營活動所得現金淨額</b>	<b>368.5</b>	<b>631.9</b>	<b>604.4</b>	<b>450.7</b>	<b>539.2</b>
購置固定資產	(393.9)	(227.6)	(220.7)	(213.5)	(217.0)
聯營公司	-	-	-	-	-
其他	1.8	1.3	12.1	19.1	14.6
<b>投資活動所得現金淨額</b>	<b>(392.1)</b>	<b>(226.3)</b>	<b>(208.6)</b>	<b>(194.4)</b>	<b>(202.4)</b>
股份發行	-	-	-	-	-
淨銀行借貸	272.1	(95.1)	-	-	-
股息	(284.7)	(282.2)	(307.1)	(267.6)	(237.2)
其他	2.8	1.0	-	-	-
<b>融資活動所得現金淨額</b>	<b>(9.8)</b>	<b>(376.2)</b>	<b>(307.1)</b>	<b>(267.6)</b>	<b>(237.2)</b>
<b>現金增加淨額</b>	<b>(33.4)</b>	<b>29.3</b>	<b>88.8</b>	<b>(11.3)</b>	<b>99.6</b>
年初現金及現金等價物	709.0	680.6	722.2	811.0	799.7
匯兌	5.1	12.3	-	-	-
<b>年末現金及現金等價物</b>	<b>680.6</b>	<b>722.2</b>	<b>811.0</b>	<b>799.7</b>	<b>899.3</b>

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	FY15A*	FY16A*	FY17E	FY18E	FY19E
<b>銷售組合 (%)</b>					
直營店銷售	86.2	82.8	80.5	79.0	78.1
Prada	70.1	66.6	65.2	64.1	63.3
Miu Miu	14.1	13.9	13.1	12.7	12.6
Church's	1.6	1.9	1.7	1.7	1.7
其他	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4
特許經營方銷售	12.5	15.8	18.0	19.4	20.3
特許權費	1.2	1.4	1.6	1.6	1.6
<b>總額</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>	<b>101.0</b>

## 盈利能力比率 (%)

毛利率	72.4	71.9	73.8	73.5	73.5
息稅前利潤率	14.2	13.5	12.2	13.2	14.8
稅前利潤率	13.4	13.0	12.2	13.1	14.7
淨利潤率	9.3	8.7	8.6	9.3	10.4
有效稅率	29.9	31.6	28.0	28.0	28.0

## 增長 (%)

收入	(0.1)	(10.3)	(2.4)	2.5	4.8
毛利	0.7	(10.8)	0.2	2.1	4.8
息稅前利潤	(28.3)	(14.3)	(12.0)	11.0	17.4
淨利潤率	(26.6)	(15.9)	(3.9)	10.8	17.6

## 資產負債比率

流動比率 (x)	2.4	2.8	2.7	2.6	2.7
平均應收賬款周轉天數	26.2	32.7	30.0	30.0	30.0
平均應付帳款周轉天數	104.9	104.4	115.0	115.0	115.0
平均存貨周轉天數	257.9	214.9	205.0	205.0	205.0
淨負債/ 總權益比率 (%)	3.6	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金

## 回報率 (%)

資本回報率	10.7	9.0	8.7	9.6	10.9
資產回報率	7.0	6.0	5.7	6.3	7.1

## 每股數據

每股盈利 (歐元)	0.129	0.109	0.105	0.116	0.136
每股股息 (歐元)	0.110	0.120	0.105	0.093	0.109
每股賬面值 (歐元)	1.204	1.204	1.204	1.215	1.259

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：香港中環夏愨道12號美國銀行中心18樓1803-04室 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。