

✿ 普拉达(1913 HK)

尽管汇率不尽如人意，但仍在复苏路上

- ❖ 不利的汇率因素和缺乏税收优惠拖累了上半年的业绩，但应该只是短暂性的问题。Prada 上半年的净利润为 1.057 亿欧元（同比增长 10.7%），低于市场预期的 26.5% 全年增长，主要原因是 1) 欧元汇率强劲（欧元兑美元同比上涨了 11.7%）而拖累了销售和毛利率，以及诱发的外汇兑换损失和 2) 高于预期的税率（由于没有拿到专利盒的税务优惠，税率为 29.3%，远高于市场预期的 22.7%）。我们认为这些负面因素只是暂时的（欧元自 18 年 4 月以来正在走弱，税务优惠亦应该只是延期而已），作为投资者应该更关注销售的趋势。
- ❖ 最糟糕的情况已经过去，18 财年上半年所有细分市场 and 品类均实现强劲增长，并且在 7 月份的趋势依然良好。18 财年上半年是明显的拐点，因为在经过连续四年的销售下跌，以及 17 月财年 8 月至 12 月的 1% 销售增长后，在 18 财年上半年，销售已经恢复到 9% 的强劲增长。并且，管理层亦提到销售增长仍在加速（18 财年 7 月达到双位数增长，3 月至 6 月为 9-10%，1 至 2 月为 7-8%）。要注意的事，所有地区都录得非常亮丽的增长（大中华区+ 17%，日本+ 9%，美国+ 8%），所有产品（成衣+ 20%，皮具+ 8%，鞋类+ 4%），所有渠道（零售+ 10%，批发+ 8%）。
- ❖ 虽然 Prada 的基数较低是有利的，但产品创新，电子商务和数字化营销是推动 18 至 20 财年可持续增长的更重要因素。与同业不同，Prada 的基数非常低，因为 12 财年至 17 财年的销售增长其实非常有限（销售年复合增长率为 -1.5%），其每家店的销售额从 2012 财年的水平下降了 33% 至 6.6 百万欧元。除了这积极因素外，我们认为有两个关键的利好因素支撑我们对 Prada 在 18 财年至 20 财年期间看涨的观点（销售和净利润的复合年增长率为 6.4% 和 19.7%），分别是：1) 更好的设计能力，可以保障新产品有更大机会得到成功，根据谷歌趋势的资料所示，“Cahier” 这款手袋的受欢迎程度已超过了“Galleria”的水平，而鞋类的“CloudBust”系列和 Prada 的尼龙产品都在 2018 年得到了很多的关注和追捧；2) 在线业务和电子化营销的持续努力，例如推出的自有零售渠道（prada.com），与更多电子零售商合作，如 Farfetch（分别在美国，欧盟和日本于 18 年上半年推出了），以及更多的 Crossover/ 与电子零售商的独特营销（推出 Crossover 系列，如 Prada 和 Mr Porter 的“保龄球” Crossover，R'n'B 艺术家 Abra 为 Mytheresa 设计的 Crossover，和 Moda Operandi 推出联名鞋子等），还有更多黑色尼龙系列的 Crossover 在和新媒体经营视频广告（例如尼龙农场）。
- ❖ 维持买入，但目标价上调至 42.76 港元，确认触底，未来或有机会享受更好的经营杠杆。我们将 18 财年/19 财年/20 财年的每股盈利微调约 -2.0% / + 2.8% / + 5.3%，维持对 Prada 的买入评级，但我们把目标价上调至 42.76 港元，是基于 33 倍的 19 财年市盈率，或者 1.9 倍（仍然低于同业的 2.1 倍）。公司现价 30 倍 19 财年市盈率，略高于 5 年平均值 27 倍，因为它已经达到拐点，所以市盈率有可能再被重估，以及有机会享受更多的经营杠杆。

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY16A*	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
营业额 (百万欧元)	3,184	3,056	3,222	3,455	3,677
净利润 (百万欧元)	278	249	298	363	427
每股收益 (欧元)	0.109	0.097	0.117	0.142	0.167
每股收益变动 (%)	(15.9)	(10.6)	19.9	21.5	17.7
市盈率(x)	42.0	40.5	35.9	29.5	25.1
市帐率(x)	3.8	3.5	3.7	3.5	3.4
股息率 (%)	2.6	1.9	2.2	2.7	3.2
权益收益率 (%)	9.0	8.8	10.3	12.0	13.5
财务杠杆(x)	淨現金	3.5	2.3	淨現金	淨現金

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（维持）

目标价	HK\$42.76
(前目标价)	HK\$38.11)
潜在升幅	+11.8%
当前股价	HK\$38.25

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)	97,875
3 月平均流通量 (百万港元)	47.24
52 周内股价高/低 (港元)	47.8/24.0
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	4.7%	7.0%
3-月	-5.5%	1.1%
6-月	18.9%	38.0%

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

利润表

年结：12月31日（百万元欧元）	FY16A*	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
收入	3,184.1	3,056.5	3,221.7	3,454.8	3,677.2
直营店销售	2,634.9	2,443.7	2,565.0	2,747.2	2,912.0
Prada	2,120.5	1,990.8	2,098.2	2,258.7	2,400.6
Miu Miu	441.5	388.5	400.1	420.2	441.2
Church' s	60.1	52.3	53.4	54.4	55.5
其他	12.9	12.1	13.3	14.0	14.7
特许经营方销售	504.4	564.6	606.1	655.5	709.0
特许权费	44.8	48.2	50.6	52.1	56.3
销售成本	(895.0)	(810.9)	(879.5)	(950.1)	(1,003.9)
毛利	2,289.1	2,245.6	2,342.2	2,504.7	2,673.3
产品设计及开发费用	(125.3)	(130.5)	(132.1)	(138.2)	(148.9)
广告及传讯费用	(172.5)	(184.8)	(196.5)	(210.7)	(224.3)
销售费用	(1,383.3)	(1,399.3)	(1,428.6)	(1,473.8)	(1,526.1)
一般及行政费用	(176.8)	(171.1)	(164.3)	(176.2)	(180.2)
其他收益	-	-	-	-	-
息税前收益	431.2	360.0	420.7	505.8	593.8
净融资成本	(18.0)	(6.2)	(10.7)	(7.7)	(7.6)
联营公司	2.3	0.7	1.0	1.0	1.1
特殊收入	-	-	-	-	-
税前利润	415.4	354.5	410.9	499.1	587.2
所得税	(131.2)	(105.3)	(111.0)	(134.8)	(158.6)
非控制股东权益	(5.9)	(0.3)	(1.6)	(1.7)	(1.8)
净利润	278.3	248.9	298.4	362.6	426.8

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）	FY16A*	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
非流动资产	2,846.9	2,774.8	2,798.7	2,818.3	2,828.5
物业、厂房及设备	1,542.7	1,522.8	1,552.7	1,586.0	1,615.7
无形资产和商誉	921.8	921.5	915.4	901.8	882.3
联营公司的权益	11.8	8.4	8.4	8.4	8.4
合营公司的权益	-	-	-	-	-
其他金融资产	-	2.0	2.0	2.0	2.0
递延税项资产	247.3	209.4	209.4	209.4	209.4
其他	123.4	110.7	110.7	110.7	110.7
流动资产	1,810.0	1,964.6	2,060.2	2,217.2	2,398.8
其他金融资产	7.0	13.9	13.9	13.9	13.9
存货	526.9	569.9	618.2	667.8	705.6
贸易及其他应收账款	538.9	482.0	497.7	519.8	540.9
受限制银行结余	15.0	6.1	6.4	6.9	7.3
现金及现金等价物	722.2	892.6	923.9	1,008.8	1,131.0
流动负债	636.8	904.3	973.7	1,024.8	1,069.4
银行借款	151.2	353.0	353.0	353.0	353.0
预收款项	-	-	-	-	-
贸易及其他应付账款	256.1	313.7	340.3	367.5	388.4
即期税项	65.5	68.1	111.0	134.8	158.6
其他	164.0	169.5	169.5	169.5	169.5
非流动负债	915.6	968.9	968.9	968.9	968.9
带息借款	547.6	639.0	639.0	639.0	639.0
离职后福利及其他长期福利	67.2	61.4	61.4	61.4	61.4
递延税项	31.1	32.0	32.0	32.0	32.0
拨备	82.3	61.8	61.8	61.8	61.8
其他	187.3	174.7	174.7	174.7	174.7
资产净额	3,104.5	2,866.2	2,916.3	3,041.9	3,189.0
非控股权益	24.0	21.5	23.1	24.9	26.7
权益股东应占权益	3,080.5	2,844.7	2,893.2	3,017.0	3,162.3

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

年結：12月31日（百萬元歐元）	FY16A*	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
息稅前收益	431.2	360.0	420.7	505.8	593.8
折旧和摊销	209.0	209.9	212.0	216.3	222.7
营运资金变动	104.1	85.8	(37.7)	(44.9)	(38.5)
税务开支	(129.6)	(105.3)	(111.0)	(134.8)	(158.6)
其他	17.2	(103.9)	(58.2)	(7.4)	(70.1)
经营活动所得现金净额	631.9	446.5	425.9	535.1	549.3
购置固定资产	(227.6)	(251.0)	(215.9)	(224.6)	(228.0)
联营公司	-	-	-	-	-
其他	1.3	39.4	21.7	20.5	69.9
投资活动所得现金净额	(226.3)	(211.6)	(194.2)	(204.1)	(158.1)
股份发行	-	-	-	-	-
净银行借贷	(95.1)	281.3	-	-	-
股息	(282.2)	(307.1)	(191.9)	(243.4)	(282.1)
其他	1.0	26.0	-	-	-
融资活动所得现金净额	(376.2)	0.3	(191.9)	(243.4)	(282.1)
现金增加净额	29.3	235.2	39.8	87.6	109.2
年初现金及现金等价物	680.6	722.2	892.6	927.3	1,011.1
汇兑	12.3	(64.8)	-	-	-
年末现金及现金等价物	722.2	892.6	932.4	1,014.9	1,120.3

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

年結：12月31日	FY16A*	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
銷售組合 (%)					
直營店銷售	82.8	80.0	79.6	79.5	79.2
Prada	66.6	65.1	65.1	65.4	65.3
Miu Miu	13.9	12.7	12.4	12.2	12.0
Church' s	1.9	1.7	1.7	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	18.8	19.0	19.3
特許權費	1.4	1.6	1.6	1.5	1.5
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	72.7	72.5	72.7
息稅前利潤率	13.5	11.8	13.1	14.6	16.1
稅前利潤率	13.0	11.6	12.8	14.4	16.0
淨利潤率	8.7	8.1	9.3	10.5	11.6
有效稅率	31.6	29.7	27.0	27.0	27.0

增長 (%)

收入	(10.3)	(4.0)	5.4	7.2	6.4
毛利	(10.8)	(1.9)	4.3	6.9	6.7
息稅前利潤	(14.3)	(16.5)	16.9	20.2	17.4
淨利潤率	(15.9)	(10.6)	19.9	21.5	17.7

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
平均應付帳款周轉天數	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	2.3	淨現金	淨現金

回報率 (%)

資本回報率	9.0	8.8	10.3	12.0	13.5
資產回報率	6.0	5.3	6.1	7.2	8.2

每股數據

每股盈利(歐元)	0.109	0.097	0.117	0.142	0.167
每股股息(歐元)	0.120	0.075	0.093	0.113	0.133
每股賬面值(歐元)	1.204	1.112	1.135	1.183	1.237

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，请与我们联络。

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。