

普拉达 (1913 HK)

这次疫情的影响比 SARS 时期更严峻

下调评级至持有，目标价亦下调至 22.84 港元，基于 33 倍的 20 财年市盈率（因为未来增长放缓，之前是基于 1.3 倍的 2 年 PEG）。我们认为 Prada 在 20 财年上半年，会受到中国和海外（尤其是日本和意大利）新冠病毒所带来的负面影响，并且未来仍有可能进一步受到拖累。我们认为，其 36 倍的 20 财年市盈率的估值颇高（同业平均为 29 倍），而 PEG 为 2.0 倍（同业中位数为 1.6 倍）。

- **影响比 SARS 时期更为负面，因为：1) 中国的销售占比更高，2) 这次海外市场亦有爆发。**参照 SARS 时期的表现，从 2002 年 11 月至 2003 年 4 月，奢侈品行业的股价平均调整幅度为 27%，而 2003 年上半年的销售平均同比下降 9%。我们认为负面影响在新冠肺炎的期间将更加严重，因为：1) 中国的销量贡献比之前要高得多，约占总销售的 20%（我们估计与 2003 年相比，翻了一番），以及 2) 冠状病毒自 2 月下旬以来，在海外地区开始爆发，在韩国，意大利，甚至德国和法国都在快速增加。值得注意的事，根据招银国际的估算，日本，中国和意大利合共占 18 财年 Prada 销售的 49%。
- **我们预计之后复苏速度是会比较慢和渐进的。**再参考 2003 年的 SARS 时期，奢侈品牌的销售并没有很快恢复正增长。主要品牌的销售（中位数）在 03 财年下半年还是同比下降了 2.2%，而上半年是同比下降了 9.4%（图 17-18），因为经济和消费者信心的恢复都需要时间。此外，我们认为各国政府施加的旅行限制以及世界卫生组织（在中国，韩国，意大利等国）的建议将极大地打击全球旅游。根据旅游数据分析公司 ForwardKeys 的研究，该公司分析了数百万的每日航班和酒店预订数据，表示从中国出发的航班下降了 58%（在 1 月 20 日至 2 月 9 日期间）和 56%（在 3 月 1 日至 4 月 30 日期间，未来的预订），清楚说明了游客消费在 20 财年的 2 季度很可能持续下降。
- **我们认为让拉夫·西蒙斯 (Raf Simons) 担任共同创意总监是件好事。**Raf Simons 将于 2020 年 4 月 2 日加入 Prada（之前已有所预期）。Raf Simons 之前在 Christian Dior 和 Calvin Klein 任职，是现今最具影响力的设计师之一。虽然有人说他太偏向于艺术，但是我们认为，这很可能正正是 Prada 所需要的。尽管如此，Dior 和 PVH Corp 的股价在他任职期间表现良好。
- **下调评级至持有，下调目标价至 22.84 港元。**我们将 19/20/21 财年的预测调整了 0.5%/ -18.4%/ -14.3%，考虑以下因素：1) 中国和海外销售的亏损加上负经营杠杆的影响，以及 2) 全球游客消费的减少。我们将 Prada 评级下调至持有，并将目标价下调至 22.84 港元，基于 33 倍的 20 财年市盈率，而调整后的每股盈利复合年增长率为 18%。旧的目标价是基于 1.3 倍 2 年 PEG，隐含了 37 倍的 20 财年市盈率。

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
营业收入 (百万欧元)	3,056	3,142	3,185	3,087	3,333
同比增长 (%)	(4.0)	2.8	1.4	(3.1)	8.0
净利润 (百万欧元)	249	205	255	197	248
每股盈利 (欧元)	0.097	0.080	0.100	0.077	0.097
调整后净利润 (百万欧元)	249	205	178	197	248
调整后净利润变动 (%)	(10.6)	(17.5)	(13.2)	10.6	25.8
市场预期每股盈利 (欧元)	n/a	n/a	0.096	0.086	0.104
市盈率 (倍)	27.5	34.7	28.0	36.2	28.8
市帐率 (倍)	2.4	2.5	2.4	2.4	2.4
股息率 (%)	2.8	2.2	2.7	2.1	2.6
权益收益率 (%)	8.4	7.2	8.8	6.7	8.3
净负债/股东权益比率 (%)	3.5	10.7	8.9	2.4	净现金

资料来源：公司，彭博及招银国际证券预测

持有 (下调)

目标价	HK\$22.84
(此前目标价)	HK\$31.39)
潜在升幅	-8.8%
当前股价	HK\$25.05

中国奢侈品行业

胡永匡

(852) 3761 8776
walterwoo@cmbi.com.hk

公司数据

市值(百万港元)	64,099
3 月平均流通量 (百万港元)	30.36
52 周内股价高/低 (港元)	33.20/20.75
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%
景顺	5.38%
自由流通	14.64%

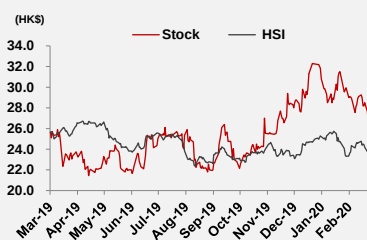
资料来源：港交所

股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	-15.5%	-14.9%
3-月	-11.1%	-10.3%
6-月	15.0%	13.2%
12-月	-0.4%	9.8%

资料来源：彭博

股份表现



资料来源：彭博

审计师：德勤

近期报告

1. 普拉达 (1913 HK) - 基本面持续改善有望带动估值提升 - 2019 年 11 月 26 日
2. 普拉达 (1913 HK) - 可能会恢复增长，但估值偏高 - 2019 年 8 月 2 日
3. 普拉达 (1913 HK) - 估值偏高和未来增长面临压力 - 2019 年 7 月 5 日

财务分析

利润表

年结:12月31日(百万欧元)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
销售收入	3,056	3,142	3,185	3,087	3,333
直接销售	2,444	2,532	2,621	2,558	2,781
特许经营销售	565	566	521	484	507
特许权使用费	48	44	43	44	45
销售成本	(811)	(880)	(885)	(846)	(907)
毛利	2,246	2,263	2,300	2,241	2,427
其它收入	(8)	(17)	(8)	(8)	(8)
营运支出	(1,886)	(1,939)	(2,007)	(1,955)	(2,074)
折旧和摊销	(221)	(263)	(307)	(345)	(349)
员工成本	(549)	(625)	(682)	(666)	(708)
销售及分销成本 (不包括员工成本折旧和摊销)	(867)	(746)	(751)	(705)	(751)
管理费用 (不包括员工成本折旧和摊销)	(249)	(305)	(267)	(240)	(266)
其它运营费用	-	-	-	-	-
息税前收益	352	307	285	279	344
融资成本净额	2	(4)	0	1	3
合资及联营企业	-	-	-	-	-
特殊项目	-	-	-	-	-
税前利润	355	303	285	280	347
所得税	(105)	(94)	(29)	(81)	(97)
减: 非控制股东权益	0	3	2	2	2
净利润	249	205	255	197	248

现金流量表

年结:12月31日(百万欧元)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
息税前利润	352	307	285	279	344
折旧和摊销	221	263	307	345	349
营运资金变动	(26)	(97)	(7)	25	(48)
已缴纳所得税	(27)	(94)	(29)	(81)	(97)
其它	(73)	(176)	(168)	(60)	(56)
经营活动所得现金流	447	202	389	507	492
资本开支	(212)	(229)	(206)	(191)	(203)
联营公司	-	-	-	-	-
利息收入	-	-	-	-	-
其它	0	19	18	68	27
投资活动所得现金净额	(212)	(209)	(188)	(123)	(176)
股份发行	-	-	-	-	-
净借贷	12	(83)	-	-	-
支付股息	(308)	(192)	(154)	(191)	(148)
其它	297	(11)	-	-	-
融资活动所得现金净额	0	(286)	(154)	(191)	(148)
现金增加净额	235	(293)	47	192	169
年初现金及现金等价物	722	893	600	647	839
汇兑	(65)	-	-	-	-
年末现金及现金等价物	893	600	647	839	1,008

资产负债表

年结:12月31日(百万欧元)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
非流动资产	2,775	2,917	2,860	2,752	2,653
固定资产	1,523	1,577	1,524	1,435	1,351
无形资产和商誉	921	920	911	896	884
预付租金	2	0	0	0	0
合资及联营公司投资	8	100	100	100	100
其它非流动资产	320	320	325	321	318
流动资产	1,965	1,762	1,817	1,971	2,209
现金及现金等价物	893	600	647	839	1,008
存货	570	632	636	608	651
贸易和其他应收款	290	322	326	316	341
预付款	6	13	13	12	13
其它流动资产	206	195	195	195	195
流动负债	904	987	932	971	1,009
银行贷款	353	421	421	421	421
应付款	314	315	317	303	325
应计费用和其他应付款	-	-	-	-	-
应付税款	68	85	29	81	97
其它流动负债	169	165	165	165	165
非流动负债	969	795	795	795	795
银行贷款	639	487	487	487	487
递延收入	-	-	-	-	-
递延所得税	32	30	30	30	30
其它	298	277	277	277	277
少数股东权益	22	19	21	22	24
净资产总额	2,845	2,878	2,929	2,935	3,035
股东权益	2,845	2,878	2,929	2,935	3,035

主要比率

年结:12月31日	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
销售组合 (%)					
直接销售	80.0	80.6	82.3	82.9	83.4
特许经营销售	18.5	18.0	16.3	15.7	15.2
特许权使用费	1.6	1.4	1.4	1.4	1.4
合计	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	72.6	72.8
经营利润率	11.5	9.8	8.9	9.0	10.3
税前利率	11.6	9.6	9.0	9.1	10.4
净利润率	8.1	6.5	8.0	6.4	7.4
有效税率	29.7	31.2	10.0	29.0	28.0
资产负债比率					
流动比率 (X)	2.2	1.8	1.9	2.0	2.2
速动比率 (X)	2.2	1.8	1.9	2.0	2.2
现金比率 (X)	1.0	0.6	0.7	0.9	1.0
平均库存周转天数	257	262	262	262	262
平均应收款周转天数	35	37	37	37	37
平均应付帐款天数	141	131	131	131	131
债务 / 股本比率 (%)	35	32	31	31	30
净负债 / 股东权益比率 (%)	3	11	9	2	净现金
回报率 (%)					
资本回报率	8.8	7.1	8.7	6.7	8.2
资产回报率	5.3	4.4	5.5	4.2	5.1
每股数据 (欧元)					
每股盈利 (欧元)	0.10	0.08	0.10	0.08	0.10
每股股息 (欧元)	0.08	0.06	0.07	0.06	0.07
每股帐面价值 (欧元)	1.11	1.12	1.14	1.15	1.19

资料来源: 公司及招银国际证券预测

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人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

招银国际证券投资评级

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

招银国际证券行业投资评级

优于大市	: 行业股价于未来12个月预期表现跑赢大市指标
同步大市	: 行业股价于未来12个月预期表现与大市指标相若
落后大市	: 行业股价于未来12个月预期表现跑输大市指标

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。报告所载数据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。报告所载数据可能不适合所有投资者。招银国际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。招银国际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。

本报告包含的任何信息由招银国际证券编写，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数据。报告中的信息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責任。任何使用本报告信息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信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、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。招银国际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投资银行相关业务联系。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信息，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)不时修订之英国2000年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，未经招银国际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士。

对于在新加坡的收件人

本报告由CMBI(Singapore)Pte. Limited (CMBISG) (公司注册号201731928D)在新加坡分发。CMBISG是在《财务顾问法案》(新加坡法例第110章)下所界定，并由新加坡金融管理局监管的豁免财务顾问公司。CMBISG可根据《财务顾问条例》第32C条下的安排分发其各自的外国实体，附属机构或其他外国研究机构编制的报告。如果报告在新加坡分发给非《证券与期货法案》(新加坡法例第289章)所定义的认可投资者，专家投资者或机构投资者，则CMBISG仅会在法律要求的范围内对这些人士就报告内容承担法律责任。新加坡的收件人应致电(+65 6350 4400)联系CMBISG，以了解由本报告引起或与之相关的事宜。