

普拉達 (1913 HK)

品牌熱度提升可有效帶動盈利增長

維持買入，並上調目標價至 67.31 港元，基於 60 倍的 22 財年市盈率（之前為 55 倍），高於 5 年平均 36 倍大約 2.0 個標準差。我們預計 Prada 在 21 財年上半年強勁的銷售增長勢頭將帶動利潤率改善，同時亦會提高投資者的信心及估值。因此我們認為目前 52 倍 22 財年市盈率的估值，仍然是相當吸引的（儘管同業平均為 33 倍）。

- **21 財年上半年零售銷售保持快速增長，受惠於低基數、品牌力提升和財富效應。**我們預計 Prada 在 21 財年上半年的零售銷售增長（對比 19 財年上半年）大約為中單位數，包括 1 季度的快速增長（同比增長約 7%）以及 2 季度的明顯加速（同比增長約 90%），受惠於 1) 低基數（平均約有 40% 的商店在 2020 年 2 月至 5 月期間關閉），2) 品牌力不斷上升，體現在各種產品線受歡迎程度的提升（皮具：Galleria（再版）、Cleo、Hobo/ 服裝：Linea Rossa/ 鞋類：與阿迪達斯的跨界聯名、Cloudbust、Slingback 等等）以及各種面料和設計（例如 Re-Nylon）和 3) 財富效應，美國和中國的高淨值人群在 2020 年同比增長了 11%，根據 Capgemini 的 2021 年世界財富報告。按地區來說，我們預計中國（約 70%）、美國（約 64%）的增長更快，但歐盟（約 41%）、中東（約 41%）和日本（約 34%）卻由於缺乏遊客而相對較弱。
- **盈利能力會隨着定價能力和門店效率提升而逐漸提高。**整體復甦步伐當然要取決於疫情管控的情況，但我們對疫情後的增長充滿信心。如果我們剔除上半年因疫情而暫時關閉的 100-130 家門店，21 財年上半年與 19 財相比，實際平均每間門店銷售增長了 10-15%，這其實令人相當興奮的。我們預計經營利潤率將從 19 財年的 9.5% 躍升至 23 財年的 16.7%，原因是毛利率提升（平均售價提高、更少的折扣銷售和電商銷售）和更好的經營槓桿。
- **距離 24-25 財年 50 億歐元的銷售目標又更近一步。**在我們看來，實現這一目標的可能性是略有增加的，因為 Prada 在 21 財年上半年是開始交出了快於行業的銷售增長。我們現在預計 20-25 財年的銷售複合年增長速度為 13%，而公司的目標約為 15%，行業增長速度約為 10%。
- **維持買入評級，上調目標價至 67.31 港元。**我們將 21 財年/22 財年/23 財年的每股盈利預測上調 2%/ 7%/ 13%，考慮到更快的銷售增長和更好的經營槓桿。由於我們預計 Prada 以後的表現將優於行業（與 14-18 財年不同），我們維持買入並將目標價上調至 67.31 港元，基於 60 倍的 22 財年市盈率（之前為 55 倍），高於 5 年平均 36 倍大約 2.0 個標準差。

財務資料

(截至 12 月 31 日)	FY19A	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E
營業收入(百萬歐元)	3,226	2,423	3,030	3,456	3,780
同比增長(%)	2.7	(24.9)	25.1	14.0	9.4
淨利潤(百萬歐元)	256	(54)	199	315	414
每股盈利(歐元)	0.100	(0.021)	0.078	0.123	0.162
調整後淨利潤(百萬歐元)	179	(54)	199	315	414
調整後淨利潤變動(%)	(13.0)	(130.3)	(466.7)	58.5	31.6
市場預期每股盈利(歐元)	n/a	n/a	0.079	0.125	0.156
市盈率(倍)	67.0	(303.4)	82.7	52.2	39.7
市帳率(倍)	5.8	5.8	5.5	5.1	4.8
股息率(%)	0.3	0.5	0.7	1.5	2.0
權益收益率(%)	8.6	(1.9)	6.6	9.8	12.1
淨負債/股東權益比率(%)	14.3	10.9	6.1	淨現金	淨現金

資料來源：公司，彭博及招銀國際證券預測

買入（維持）

目標價	HK\$67.31
(此前目標價)	HK\$57.80)
潛在升幅	15.0%
當前股價	HK\$58.55

中國奢侈品行業

胡永匡

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

公司資料

市值(百萬港元)	149,819
3 月平均流通量(百萬港元)	45.44
52 周內股價高/低(港元)	60.45/26.15
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%
景順	4.93%
自由流通	15.09%

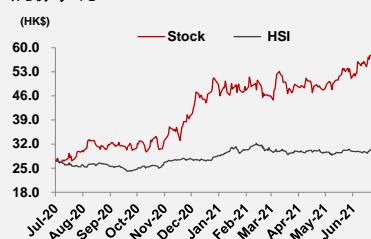
資料來源：港交所

股價表現

	絕對回報	相對回報
1-月	11.1%	13.5%
3-月	14.8%	17.3%
6-月	14.1%	10.7%
12-月	106.2%	84.8%

資料來源：彭博

股份表現



資料來源：彭博

審計師：德勤

財務分析

利潤表

年結:12月31日(百萬歐元)	FY19A	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E
銷售收入	3,226	2,423	3,030	3,456	3,780
直接銷售	2,636	2,115	2,695	3,110	3,423
特許經營銷售	547	275	302	313	324
特許權使用費	42	32	33	33	34
銷售成本	(906)	(679)	(773)	(847)	(907)
毛利	2,320	1,743	2,257	2,609	2,873
其它收入	(17)	(21)	(9)	(10)	(11)
營運支出	(2,013)	(1,723)	(1,920)	(2,107)	(2,240)
折舊和攤銷	(62)	(141)	(136)	(125)	(135)
員工成本	(643)	(579)	(594)	(637)	(667)
銷售及分銷成本(不包括員工成本折舊和攤銷)	(969)	(822)	(915)	(1,039)	(1,119)
管理費用(不包括員工成本折舊和攤銷)	(339)	(182)	(274)	(306)	(320)
其它運營費用	-	-	-	-	-
息稅前收益	290	(1)	329	492	622
融資成本淨額	(6)	(8)	(5)	(4)	(2)
合資及聯營企業	-	-	-	-	-
特殊項目	(48.98)	(42.67)	(45.45)	(48.38)	(49.15)
稅前利潤	235	(52)	278	440	570
所得稅	23	(3)	(78)	(123)	(154)
減: 非控制股東權益	2	(0)	2	2	2
淨利潤	256	(54)	199	315	414

現金流量表

年結:12月31日(百萬歐元)	FY19A	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E
息稅前利潤	290	(1)	329	492	622
折舊和攤銷	62	141	136	125	135
營運資金變動	(108)	106	(47)	27	(62)
已繳納所得稅	(26)	(44)	(78)	(123)	(154)
其它	593	391	71	61	62
經營活動所得現金流	810	592	411	581	602
資本開支	(286)	(109)	(185)	(211)	(231)
聯營公司	-	-	-	-	-
利息收入	-	-	-	-	-
其它	(17)	(41)	-	-	-
投資活動所得現金淨額	(302)	(150)	(185)	(211)	(231)
股份發行	-	-	-	-	-
淨借貸	(19)	(36)	-	-	-
支付股息	(155)	-	(90)	(119)	(252)
其它	(519)	(360)	-	-	-
融資活動所得現金淨額	(692)	(395)	(90)	(119)	(252)
現金增加淨額	(185)	47	137	252	120
年初現金及現金等價物	600	421	442	570	812
匯兌	6	(26)	-	-	-
年末現金及現金等價物	421	442	579	821	931

資產負債表

年結:12月31日(百萬歐元)	FY19A	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E
非流動資產	5,341	4,873	4,855	4,882	4,919
固定資產	1,642	1,506	1,518	1,576	1,654
無形資產和商譽	844	832	803	777	748
預付租金	-	-	-	-	-
合資及聯營公司投資	81	66	66	66	66
其它非流動資產	2,773	2,468	2,467	2,463	2,451
流動資產	1,698	1,655	1,869	2,080	2,275
現金及現金等價物	421	442	570	812	922
存貨	713	666	699	649	696
貿易和其他應收款	318	290	332	341	373
預付款	22	51	64	73	80
其它流動資產	225	205	205	205	205
流動負債	1,232	1,227	1,267	1,262	1,286
銀行貸款	241	301	301	301	301
應付款	327	290	329	325	348
應計費用和其它應付款	-	-	-	-	-
應付稅款	84	69	69	69	69
其它流動負債	579	568	568	568	568
非流動負債	2,818	2,449	2,449	2,449	2,449
銀行貸款	584	451	451	451	451
遞延收入	-	-	-	-	-
遞延所得稅	29	29	29	29	29
其它	2,205	1,968	1,968	1,968	1,968
少數股東權益	21	20	21	23	25
淨資產總額	2,967	2,832	2,986	3,227	3,435
股東權益	2,967	2,832	2,986	3,227	3,435

主要比率

年結:12月31日	FY19A	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E
銷售組合(%)					
直接銷售	81.7	87.3	89.0	90.0	90.5
特許經營銷售	17.0	11.4	10.0	9.1	8.6
特許權使用費	1.3	1.3	1.1	1.0	0.9
合計	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
盈利能力比率					
毛利率	71.9	72.0	74.5	75.5	76.0
經營利潤率	9.0	(0.0)	10.8	14.2	16.4
稅前利率	7.3	(2.1)	9.2	12.7	15.1
淨利潤率	7.9	(2.2)	6.6	9.1	11.0
有效稅率	(9.8)	(4.9)	28.0	28.0	27.0
資產負債比率					
流動比率(X)	1.4	1.3	1.5	1.9	1.9
速動比率(X)	1.4	1.3	1.5	1.9	1.9
現金比率(X)	0.3	0.4	0.4	0.6	0.7
平均庫存周轉天數	287	358	330	280	280
平均應收款周轉天數	36	44	40	36	36
平均應付帳款天數	132	156	156	140	140
債務/股本比率(%)	29	27	25	23	22
淨負債/股東權益比率(%)	14	11	6	淨現金	淨現金
回報率(%)					
資本回報率	8.6	(1.9)	6.6	9.8	12.1
資產回報率	3.6	(0.8)	3.0	4.5	5.8
每股數據(歐元)					
每股盈利(歐元)	0.10	(0.02)	0.08	0.12	0.16
每股股息(歐元)	0.02	0.04	0.05	0.10	0.13
每股帳面價值(歐元)	1.16	1.11	1.17	1.26	1.34

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。招銀國際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。招銀國際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。

本報告包含的任何資訊由招銀國際證券編寫，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。

本報告基於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。招銀國際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投資銀行相關業務聯繫。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)不時修訂之英國2000年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，未經招銀國際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

招銀國際證券不是在美國的註冊經紀交易商。因此，招銀國際證券不受美國就有關研究報告準備和研究分析員獨立性的規則的約束。負責撰寫本報告的全部或部分內容之分析員，未在美國金融業監管局(“FINRA”)註冊或獲得研究分析師的資格。分析員不受旨在確保分析師不受可能影響研究報告可靠性的潛在利益衝突的相關FINRA規則的限制。本報告僅提供給美國1934年證券交易法(經修訂)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。接收本報告的美國收件人如想根據本報告中提供的資訊進行任何買賣證券交易，都應僅通過美國註冊的經紀交易商來進行交易。

對於在新加坡的收件人

本報告由CMBI(Singapore)Pte.Limited(CMBISG)(公司註冊號201731928D)在新加坡分發。CMBISG是在《財務顧問法案》(新加坡法例第110章)下所界定，並由新加坡金融管理局監管的豁免財務顧問公司。CMBISG可根據《財務顧問條例》第32C條下的安排分發其各自的外國實體，附屬機構或其他外國研究機構編寫的報告。如果報告在新加坡分發給非《證券期貨法案》(新加坡法例第289章)所定義的認可投資者，專家投資者或機構投資者，則CMBISG僅會在法律要求的範圍內對這些人士就報告內容承擔法律責任。新加坡的收件人應致電(+65 6350 4400)聯繫CMBISG，以瞭解由本報告引起或與之相關的事宜。