

普拉达 (1913 HK)

品牌热度提升可以带动整体利润率上升

维持买入评级，目标价上调至 57.80 港元，基于 55 倍 22 财年预测市盈率，高于 5 年平均值 (30 倍) 3.5 个标准偏差。我们认为，普拉达 21 财年初至今的销售增长势头强劲，加上公司的利润率指引比较乐观，将会支持投资者信心及公司估值。因此我们认为目前 46 倍 22 财年预测市盈率的估值十分吸引 (尽管同行中位数为 26 倍)。

- **20 财年净亏损略高，但下半年 EBIT 表现不错。** 普拉达 20 财年净亏损 5,400 万欧元，高于我们/彭博估计的 2,000/4,300 万欧元。20 财年下半年净利润 1.26 亿欧元，低于我们预期 21%，由于销售低于预期 4%、财务成本和税收高于预期，但我们认为 20 财年下半年 EBIT 利润率高于预期，为 14.5% (我们估计为 12.8%) 更为重要。还有尽管公司录得亏损，仍然派发每股 0.035 欧元的股息也是一个积极信号。
- **21 财年初至今零售销售已经恢复到 19 财年水平。** 20 财年四季度零售销售降幅已改善至低单位数 (20 财年三季度为高单位数)。管理层亦表示，20 财年 12 月的改善趋势一直持续到 21 财年初至今，零售销售对比 20 财年的已经有中单位数的增长 (与 19 年比是持平)，相当强劲，而且是在面对高基数 (20 财年 1 月增长约 20%) 和大量关闭的商店 (约 130 家，占总数的约 20%) 的情况下达到的。
- **乐观的毛利率和相对积极的 EBIT 利润率指引。** 管理层的毛利率目标相当惊人，除了预计 21 财年达到 74.5%，22 财年亦将达到 78% (在 18-24 个月内)。我们认为这得益于 Instagram、微博、Google 趋势以及 Prada.com 上，品牌热度、受欢迎程度、以亦和消费者的互动都持续上升。因此，在消费者需求增加的情况下，可通过改进产品结构 and 增加连带率来提高均价。此外，尽管 21 财年旅游业恢复存在很多不确定性，但由于本土客户、中国和电商需求增加，管理层预计业务将恢复到 19 财年至 20 财年下半年之间的水平 (之前预计恢复到 19 财年水平)。因此，我们预计 21 财年 EBIT 利润率为 11.5% (19 财年为 9.5%，20 财年下半年为 14.5%)。
- **维持买入评级，目标价上调至 57.80 港元。** 我们将 21/22 财年每股收益预测上调 7%/6%，以反映更高的毛利率和更好的运营杠杆。由于我们预计普拉达的表现将超越行业 (与 14-18 财年不同)，维持买入评级，并将目标价上调至 57.80 港元，基于 55 倍 22 财年预测市盈率不变，高于 5 年平均值 (30 倍) 3.5 个标准差。

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY19A	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E
营业收入 (百万欧元)	3,226	2,423	3,030	3,396	3,648
同比增长 (%)	2.7	(24.9)	25.1	12.1	7.4
净利润 (百万欧元)	256	(54)	195	295	367
每股盈利 (欧元)	0.100	(0.021)	0.076	0.115	0.143
调整后净利润 (百万欧元)	179	(54)	195	295	367
调整后净利润变动 (%)	(13.0)	(130.3)	(460.5)	51.0	24.4
市场预期每股盈利 (欧元)	n/a	n/a	0.070	0.109	0.153
市盈率 (倍)	55.0	(249.0)	69.1	45.7	36.7
市帐率 (倍)	4.7	4.8	4.6	4.3	4.2
股息率 (%)	0.4	0.7	0.9	1.7	2.2
权益收益率 (%)	8.8	(1.9)	6.8	9.8	11.6
净负债/股东权益比率 (%)	14.3	10.7	3.3	净现金	净现金

资料来源：公司，彭博及招银国际证券预测

买入 (维持)

目标价	HK\$57.80
(此前目标价)	HK\$54.70
潜在升幅	20.3%
当前股价	HK\$48.05

中国奢侈品行业

胡永匡

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

公司资料

市值(百万港元)	122,951
3 月平均流通量 (百万港元)	81.30
52 周内股价高/低 (港元)	51.50/18.38
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%

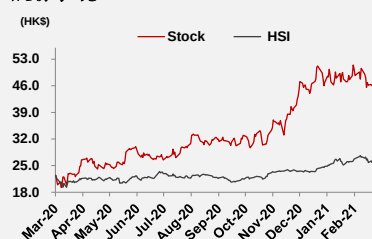
资料来源：港交所

股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	-4.9%	-1.2%
3-月	7.0%	-2.2%
6-月	50.4%	26.5%
12-月	102.3%	77.7%

资料来源：彭博

股份表现



资料来源：彭博

审计师：德勤

财务分析

利润表

年结:12月31日(百万欧元)	FY19A	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E
销售收入	3,226	2,423	3,030	3,396	3,648
直接销售	2,636	2,115	2,695	3,050	3,290
特许经营销售	547	275	302	313	324
特许权使用费	42	32	33	33	34
销售成本	(906)	(679)	(773)	(832)	(875)
毛利	2,320	1,743	2,257	2,564	2,772
其它收入	(17)	(9)	(9)	(10)	(11)
营运支出	(2,013)	(1,723)	(1,909)	(2,078)	(2,195)
折旧和摊销	(322)	(366)	(367)	(340)	(293)
员工成本	(644)	(605)	(631)	(667)	(697)
销售及分销成本 (不包括员工成本折旧和摊销)	(753)	(522)	(675)	(806)	(918)
管理费用 (不包括员工成本折旧和摊销)	(293)	(230)	(236)	(264)	(288)
其它运营费用	-	-	-	-	-
息税前收益	290	11	340	476	566
融资成本净额	(6)	(20)	(21)	(17)	(14)
合资及联营企业	-	-	-	-	-
特殊项目	(48.98)	(42.67)	(45.45)	(47.54)	(47.42)
税前利润	235	(52)	273	412	505
所得税	23	(3)	(76)	(115)	(136)
减: 非控制股东权益	2	(0)	2	2	2
净利润	256	(54)	195	295	367

现金流量表

年结:12月31日(百万欧元)	FY19A	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E
息税前利润	290	11	340	476	566
折旧和摊销	322	366	367	340	293
营运资金变动	(108)	201	(87)	(48)	(41)
已缴纳所得税	(26)	(3)	(76)	(115)	(136)
其它	332	189	378	350	346
经营活动所得现金流	810	764	921	1,003	1,027
资本开支	(286)	(125)	(160)	(182)	(197)
联营公司	-	-	-	-	-
利息收入	-	-	-	-	-
其它	(17)	(18)	(18)	(18)	(18)
投资活动所得现金净额	(302)	(143)	(178)	(200)	(216)
股份发行	-	-	-	-	-
净借贷	(19)	400	(200)	(100)	(100)
支付股息	(155)	(51)	(90)	(117)	(236)
其它	(519)	(448)	(448)	(448)	(448)
融资活动所得现金净额	(692)	(99)	(737)	(665)	(783)
现金增加净额	(185)	522	6	138	28
年初现金及现金等价物	600	421	943	949	1,087
汇兑	6	-	-	-	-
年末现金及现金等价物	421	943	949	1,087	1,115

资产负债表

年结:12月31日(百万欧元)	FY19A	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E
非流动资产	5,341	5,195	5,083	5,015	5,000
固定资产	1,642	1,502	1,393	1,325	1,318
无形资产和商誉	844	835	830	826	820
预付租金	-	-	-	-	-
合资及联营公司投资	81	81	81	81	81
其它非流动资产	2,773	2,776	2,779	2,782	2,781
流动资产	1,698	1,937	2,063	2,270	2,355
现金及现金等价物	421	943	949	1,087	1,115
存货	713	540	603	638	672
贸易和其他应收款	318	212	266	298	320
预付款	22	16	20	23	24
其它流动资产	225	225	225	225	225
流动负债	1,232	1,469	1,376	1,337	1,273
银行贷款	241	641	441	341	241
应付款	327	245	279	301	316
应计费用和其他应付款	-	-	-	-	-
应付税款	84	3	76	115	136
其它流动负债	579	579	579	579	579
非流动负债	2,818	2,818	2,818	2,818	2,818
银行贷款	584	584	584	584	584
递延收入	-	-	-	-	-
递延所得税	29	29	29	29	29
其它	2,205	2,205	2,205	2,205	2,205
少数股东权益	21	21	23	24	26
净资产总额	2,967	2,823	2,929	3,107	3,238
股东权益	2,967	2,823	2,929	3,107	3,238

主要比率

年结:12月31日	FY19A	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E
销售组合 (%)					
直接销售	81.7	87.3	89.0	89.8	90.2
特许经营销售	17.0	11.4	10.0	9.2	8.9
特许权使用费	1.3	1.3	1.1	1.0	0.9
合计	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
经营利润率	9.0	0.5	11.2	14.0	15.5
税前利率	7.3	-2.1	9.0	12.1	13.8
净利润率	7.9	-2.2	6.4	8.7	10.1
有效税率	-9.8	-4.9	28.0	28.0	27.0
资产负债比率					
流动比率 (X)	1.4	1.3	1.5	1.9	1.9
速动比率 (X)	1.4	1.3	1.5	1.9	1.9
现金比率 (X)	0.3	0.6	0.7	0.8	0.9
平均库存周转天数	287	290	285	280	280
平均应收账款周转天数	36	32	32	32	32
平均应付账款天数	132	132	132	132	132
债务 / 股本比率 (%)	29	44	36	30	26
净负债 / 股东权益比率 (%)	14	11	3	净现金	净现金
回报率 (%)					
资本回报率	8.6	-1.9	6.7	9.5	11.3
资产回报率	3.6	-0.8	2.7	4.0	5.0
每股数据(欧元)					
每股盈利 (欧元)	0.10	-0.02	0.08	0.12	0.14
每股股息 (欧元)	0.02	0.04	0.05	0.09	0.11
每股账面价值 (欧元)	1.16	1.10	1.14	1.21	1.27

资料来源: 公司及招銀国际证券预测

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风险。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

招银国际证券不是在美国的注册经纪交易商。因此，招银国际证券不受美国就有关研究报告准备和研究分析员独立性的规则的约束。负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，未在美国金融业监管局(“FINRA”)注册或获得研究分析师的资格。分析员不受旨在确保分析师不受可能影响研究报告可靠性的潜在利益冲突的相关FINRA规则的限制。本报告仅提供给美国1934年证券交易法(经修订)规则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。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易，都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

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。