

✦ 普拉達(1913 HK)

儘管匯率不盡如人意，但仍在復蘇路上

- ❖ 不利的匯率因素和缺乏稅收優惠拖累了上半年的業績，但應該只是短暫性的問題。Prada 上半年的淨利潤為 1.057 億歐元（同比增長 10.7%），低於市場預期的 26.5% 全年增長，主要原因是 1) 歐元匯率強勁（歐元兌美元同比上漲了 11.7%）而拖累了銷售和毛利率，以及誘發的外匯兌換損失和 2) 高於預期的稅率（由於沒有拿到專利盒的稅務優惠，稅率為 29.3%，遠高於市場預期的 22.7%）。我們認為這些負面因素只是暫時的（歐元自 18 年 4 月以來正在走弱，稅務優惠亦應該只是延期而已），作為投資者應該更關注銷售的趨勢。
- ❖ 最糟糕的情況已經過去，18 財年上半年所有細分市場和品類均實現強勁增長，並且在 7 月份的趨勢依然良好。18 財年上半年是明顯的拐點，因為在經過連續四年的銷售下跌，以及 17 月財年 8 月至 12 月的 1% 銷售增長後，在 18 財年上半年，銷售已經恢復到 9% 的強勁增長。並且，管理層亦提到銷售增長仍在加速（18 財年 7 月達到雙位數增長，3 月至 6 月為 9-10%，1 至 2 月為 7-8%）。要注意的事，所有地區都錄得非常亮麗的增長（大中華區+ 17%，日本+ 9%，美國+ 8%），所有產品（成衣+ 20%，皮具+ 8%，鞋類+ 4%），所有渠道（零售+ 10%，批發+ 8%）。
- ❖ 雖然 Prada 的基數較低是有利的，但產品創新，電子商務和數字化營銷是推動 18 至 20 財年可持續增長的更重要因素。與同業不同，Prada 的基數非常低，因為 12 財年至 17 財年的銷售增長其實非常有限（銷售年複合增長率為 -1.5%），其每家店的銷售額從 2012 財年的水平下降了 33% 至 6.6 百萬歐元。除了這積極因素外，我們認為有兩個關鍵的利好因素支撐我們對 Prada 在 18 財年至 20 財年期間看漲的觀點（銷售和淨利潤的複合年增長率為 6.4% 和 19.7%），分別是：1) 更好的設計能力，可以保障新產品有更大機會得到成功，根據谷歌趨勢的資料所示，“Cahier” 這款手袋的受歡迎程度已超過了“Galleria”的水平，而鞋類的“CloudBust”系列和 Prada 的尼龍產品都在 2018 年得到了很多的關注和追捧；2) 在**線業務和電子化營銷的持續努力**，例如推出的自有零售渠道（prada.com），與更多電子零售商合作，如 Farfetch（分別在美國，歐盟和日本于 18 年上半年推出了），以及更多的 Crossover/與電子零售商的獨特營銷（推出 Crossover 系列，如 Prada 和 Mr Porter 的“保齡球” Crossover，R' n' B 藝術家 Abra 為 Mytheresa 設計的 Crossover，和 Moda Operandi 推出聯名鞋子等），還有更多黑色尼龍系列的 Crossover 在和新媒體經營視頻廣告（例如尼龍農場）。
- ❖ 維持買入，但目標價上調至 42.76 港元，確認觸底，未來或有機會享受更好的經營杠杆。我們將 18 財年/19 財年/20 財年的每股盈利微調約 -2.0%/ + 2.8%/ + 5.3%，維持對 Prada 的買入評級，但我們把目標價上調至 42.76 港元，是基於 33 倍的 19 財年市盈率，或者 1.9 倍（仍然低於同業的 2.1 倍）。公司現價為 30 倍 19 財年市盈率，略高於 5 年平均值 27 倍，但因為它已經達到拐點，所以市盈率有可能再被重估，以及有機會享受更多的經營杠杆。

財務資料

(截至 12 月 31 日)	FY16A*	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
營業額 (百萬歐元)	3,184	3,056	3,222	3,455	3,677
淨利潤 (百萬歐元)	278	249	298	363	427
每股收益 (歐元)	0.109	0.097	0.117	0.142	0.167
每股收益變動 (%)	(15.9)	(10.6)	19.9	21.5	17.7
市盈率(x)	42.0	40.5	35.9	29.5	25.1
市帳率(x)	3.8	3.5	3.7	3.5	3.4
股息率 (%)	2.6	1.9	2.2	2.7	3.2
權益收益率 (%)	9.0	8.8	10.3	12.0	13.5
財務杠杆(x)	淨現金	3.5	2.3	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

買入 (維持)

目標價	HK\$42.76
(前目標價)	HK\$38.11)
潛在升幅	+11.8%
當前股價	HK\$38.25

胡永匡

電話：(852) 3761 8776

郵件：walterwoo@cmbi.com.hk

全球奢侈品行業

市值(百萬港元)	97,875
3 月平均流通量 (百萬港元)	47.24
52 周內股價高/低 (港元)	47.8/24.0
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	5.05%
Harris Associate	4.85%
自由流通	10.12%

資料來源：HKEx

股價表現

	絕對回報	相對回報
1-月	4.7%	7.0%
3-月	-5.5%	1.1%
6-月	18.9%	38.0%

資料來源：彭博

股價表現



審計師：德勤

公司網站：www.pradagroup.com

利潤表

年結：12月31日 (百萬元歐元)	FY16A*	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
收入	3,184.1	3,056.5	3,221.7	3,454.8	3,677.2
直營店銷售	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
特許經營方銷售	504.4	564.6	606.1	655.5	709.0
特許權費	44.8	48.2	50.6	52.1	56.3
銷售成本	(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
產品設計及開發費用	(125.3)	(130.5)	(132.1)	(138.2)	(148.9)
廣告及傳訊費用	(172.5)	(184.8)	(196.5)	(210.7)	(224.3)
銷售費用	(1,383.3)	(1,399.3)	(1,428.6)	(1,473.8)	(1,526.1)
一般及行政費用	(176.8)	(171.1)	(164.3)	(176.2)	(180.2)
其他收益	-	-	-	-	-
息稅前收益	431.2	360.0	420.7	505.8	593.8
淨融資成本	(18.0)	(6.2)	(10.7)	(7.7)	(7.6)
聯營公司	2.3	0.7	1.0	1.0	1.1
特殊收入	-	-	-	-	-
稅前利潤	415.4	354.5	410.9	499.1	587.2
所得稅	(131.2)	(105.3)	(111.0)	(134.8)	(158.6)
非控制股東權益	(5.9)	(0.3)	(1.6)	(1.7)	(1.8)
淨利潤	278.3	248.9	298.4	362.6	426.8

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)	FY16A*	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
非流動資產	2,846.9	2,774.8	2,798.7	2,818.3	2,828.5
物業、廠房及設備	1,542.7	1,522.8	1,552.7	1,586.0	1,615.7
無形資產和商譽	921.8	921.5	915.4	901.8	882.3
聯營公司的權益	11.8	8.4	8.4	8.4	8.4
合營公司的權益	-	-	-	-	-
其他金融資產	-	2.0	2.0	2.0	2.0
遞延稅項資產	247.3	209.4	209.4	209.4	209.4
其他	123.4	110.7	110.7	110.7	110.7
流動資產	1,810.0	1,964.6	2,060.2	2,217.2	2,398.8
其他金融資產	7.0	13.9	13.9	13.9	13.9
存貨	526.9	569.9	618.2	667.8	705.6
貿易及其他應收賬款	538.9	482.0	497.7	519.8	540.9
受限制銀行結餘	15.0	6.1	6.4	6.9	7.3
現金及現金等價物	722.2	892.6	923.9	1,008.8	1,131.0
流動負債	636.8	904.3	973.7	1,024.8	1,069.4
銀行借款	151.2	353.0	353.0	353.0	353.0
預收款項	-	-	-	-	-
貿易及其他應付賬款	256.1	313.7	340.3	367.5	388.4
即期稅項	65.5	68.1	111.0	134.8	158.6
其他	164.0	169.5	169.5	169.5	169.5
非流動負債	915.6	968.9	968.9	968.9	968.9
帶息借款	547.6	639.0	639.0	639.0	639.0
離職後福利及其他長期福利	67.2	61.4	61.4	61.4	61.4
遞延稅項	31.1	32.0	32.0	32.0	32.0
撥備	82.3	61.8	61.8	61.8	61.8
其他	187.3	174.7	174.7	174.7	174.7
資產淨額	3,104.5	2,866.2	2,916.3	3,041.9	3,189.0
非控股權益	24.0	21.5	23.1	24.9	26.7
權益股東應占總權益	3,080.5	2,844.7	2,893.2	3,017.0	3,162.3

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)	FY16A*	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
息稅前收益	431.2	360.0	420.7	505.8	593.8
折舊和攤銷	209.0	209.9	212.0	216.3	222.7
營運資金變動	104.1	85.8	(37.7)	(44.9)	(38.5)
稅務開支	(129.6)	(105.3)	(111.0)	(134.8)	(158.6)
其他	17.2	(103.9)	(58.2)	(7.4)	(70.1)
經營活動所得現金淨額	631.9	446.5	425.9	535.1	549.3
購置固定資產	(227.6)	(251.0)	(215.9)	(224.6)	(228.0)
聯營公司	-	-	-	-	-
其他	1.3	39.4	21.7	20.5	69.9
投資活動所得現金淨額	(226.3)	(211.6)	(194.2)	(204.1)	(158.1)
股份發行	-	-	-	-	-
淨銀行借貸	(95.1)	281.3	-	-	-
股息	(282.2)	(307.1)	(191.9)	(243.4)	(282.1)
其他	1.0	26.0	-	-	-
融資活動所得現金淨額	(376.2)	0.3	(191.9)	(243.4)	(282.1)
現金增加淨額	29.3	235.2	39.8	87.6	109.2
年初現金及現金等價物	680.6	722.2	892.6	927.3	1,011.1
匯兌	12.3	(64.8)	-	-	-
年末現金及現金等價物	722.2	892.6	932.4	1,014.9	1,120.3

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	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

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，本公司及其僱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。