

# Prada(01913)深度报告：百年品牌重回朱颜翠发

评级：买入(首次覆盖)

杨仁文(证券分析师)

S0350521120001

yangrw@ghzq.com.cn

马川琪(证券分析师)

S0350523050001

macq@ghzq.com.cn

廖小慧(联系人)

S0350122080035

liaoxh@ghzq.com.cn

## 最近一年走势



### 相对恒生指数表现

| 表现   | 1M    | 3M     | 12M   |
|------|-------|--------|-------|
| 普拉达  | -7.1% | -16.7% | 19.6% |
| 恒生指数 | -3.0% | -4.4%  | 2.6%  |

| 预测指标         | 2022  | 2023E | 2024E | 2025E |
|--------------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入 (百万欧元)  | 4201  | 4939  | 5763  | 6640  |
| 增长率(%)       | 24.81 | 17.59 | 16.67 | 15.22 |
| 归母净利润 (百万欧元) | 465   | 670   | 815   | 954   |
| 增长率(%)       | 58.09 | 44.07 | 21.61 | 17.09 |
| 摊薄每股收益 (欧元)  | 0.18  | 0.26  | 0.32  | 0.37  |
| ROE(%)       | 13.36 | 17.39 | 17.52 | 17.07 |
| P/E          | 29.2  | 21.2  | 17.4  | 14.9  |
| P/B          | 3.9   | 3.7   | 3.1   | 2.5   |
| P/S          | 3.2   | 2.9   | 2.5   | 2.1   |
| EV/EBITDA    | 9.3   | 7.9   | 6.5   | 5.7   |

资料来源: Wind资讯、国海证券研究所

注: 货币单位为: 欧元; 2023年10月18日1港币兑欧元收盘价: 0.1207港元/欧元

## ◆ 百年奢侈品牌，拥抱年轻一代

- Prada由玛丽奥·普拉达于1913年在意大利米兰创建，集团透过Prada、Miu Miu、Church's及Car Shoe品牌设计、生产、推广及销售高级皮具用品、成衣及鞋履。Miuccia Prada女士于1978年接任普拉达掌舵人，主要负责公司旗下的产品设计。为寻求变革，2020年公司任命原LVMH高管ANDREA GUERRA为CEO，同年4月宣布知名设计师Raf Simons加入。公司Prada主品牌通过下沉活动不断提升消费触达，加码再生尼龙面料以提升消费者对品牌的好感度。Miu Miu产品线同主品牌定位区分，主打年轻少女风格，通过其社群及流量明星营销提升其品牌知名度。

## ◆ 疫后营收回暖，MiuMiu品牌增速亮眼

- 集团2022年营收42.0亿欧元，同比增长24.8%，23H1营收22.3亿欧元，同比增长17.4%，2023H1中国市场消费复苏带动亚太增速，中国游客境外消费恢复，以及访日游客的回归带动日区奢侈品牌消费增长，Miu Miu产品得益于其年轻化设计+社群&流量明星的营销，使其于中国乃至亚洲的品牌曝光度提高，23H1营收同比增长45.1%。集团近年维持主品牌开店节奏，不断优化其他品牌门店数量，截至23H1末集团总门店数量为631家。

## ◆ 关注个奢V型修复，中国市场及线上渠道成主要引擎

- 当下奢侈品行业消费逐渐下沉，中产阶级成为消费的主导力量，市场上的重奢品历史底蕴，而后出现的轻奢品填补大众品牌和重奢之间的空白；根据贝恩咨询预测，个人奢侈品2023年规模达3700亿欧元，预计2030年达5600亿欧元，建议重点关注2021年后V型修复；当下奢侈品行业头部品牌通过并购进一步丰富产品矩阵，提升其核心竞争力，同时为维持品牌价值定位与稀缺性，多数品牌均有提价趋势；从行业展望来看，未来新兴市场中，中国市场或成主要增长引擎，且中国人于境外奢侈品消费比重呈增长势态，线上销售渠道或将持续增长，预计2030年约占全渠道的1/3。

- 盈利预测和投资评级：**我们预计公司2023/2024/2025年实现收入49/58/66亿欧元，同比+17.6%/16.7%/15.2%，对应EPS为0.26/0.32/0.37欧元，归母净利润6.7/8.2/9.5亿欧元，同比+44.1%/+21.6%/+17.1%，2023年10月18日收盘价45.95港元，对应2023/2024/2025年PE为21/17/15X，我们看好集团Miu Miu品牌的年轻化新产品对新消费者的吸引力，消费者群体扩张或将进一步带动集团业务上行，首次覆盖，给予“买入”评级。

- 风险提示：**宏观环境风险；行业竞争风险；消费者偏好风险；原材料风险；公司业绩不达预期风险；市场开拓及产品推广风险；其他风险等。

## 一、Prada: 百年奢侈品牌，拥抱年轻一代

- 1.1 公司简介：百年奢侈品牌，业务增速逐渐复苏
- 1.2 产品介绍：旗下品牌品类丰富
- 1.3 历史沿革：百年历史，底蕴丰厚
- 1.4 Prada集团股权架构
- 1.5 Prada高层：吸纳行业精英，新总裁ANDREA GUERRA上任
- 1.6 设计师：Miuccia Prada 亲担设计，知名设计师Raf Simons加入
- 1.7 品牌特点：主品牌提升消费触达，MiuMiu专注年轻市场

## 二、财务分析：疫后营收回暖，MiuMiu品牌增速亮眼

- 2.1.1 Prada 地区收入增长，23H1亚太地区同比增速回升至21.2%，日本地区同比达38.5 %
- 2.1.2 收入按品牌：23H1零售同比增长17.7%，Miu Miu 同比增速亮眼达45.1%
- 2.1.3 收入按品类：皮具销售增速稳定，服装销售23H1增速亮眼
- 2.2.1 财务概览：毛利及净利率达新高，费用开支稳定
- 2.2.2 财务概览：营运能力
- 2.3 门店布局：门店数量优化，主品牌开店节奏稳健

## 三、奢侈品行业：关注个奢V型修复，中国市场及线上渠道成主要引擎

- 3.1 行业发展历程：奢侈品阶级下沉，中产渐成主势力
- 3.2 行业内主要品牌：重奢底蕴丰富，轻奢填补市场空白
- 3.3 行业规模及增速：关注21年后V型修复，销量可控范围内提价
- 3.4.1 行业趋势：并购提高核心竞争力，提价维持品牌价值
- 3.4.2 行业趋势：中国市场未来或成主要引擎，线上销售呈主要趋势

## 四、盈利与投资建议

- 4.1 按品牌收入预测拆分
- 4.2 按地区及品类收入预测拆分
- 4.3 盈利预测与投资建议

## 五、风险提示

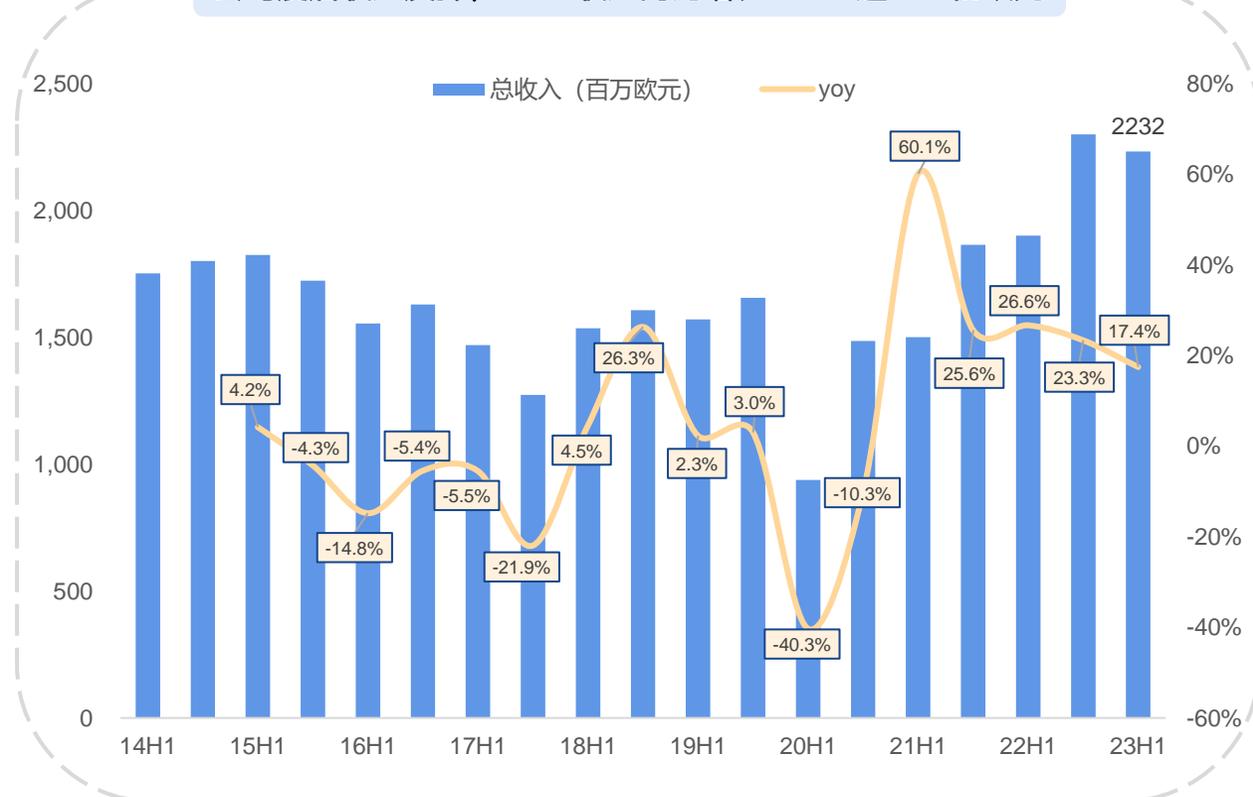
# 一. Prada: 百年奢侈品牌，拥抱年轻一代

# 1.1 公司简介：百年奢侈品牌，业务增速逐渐复苏

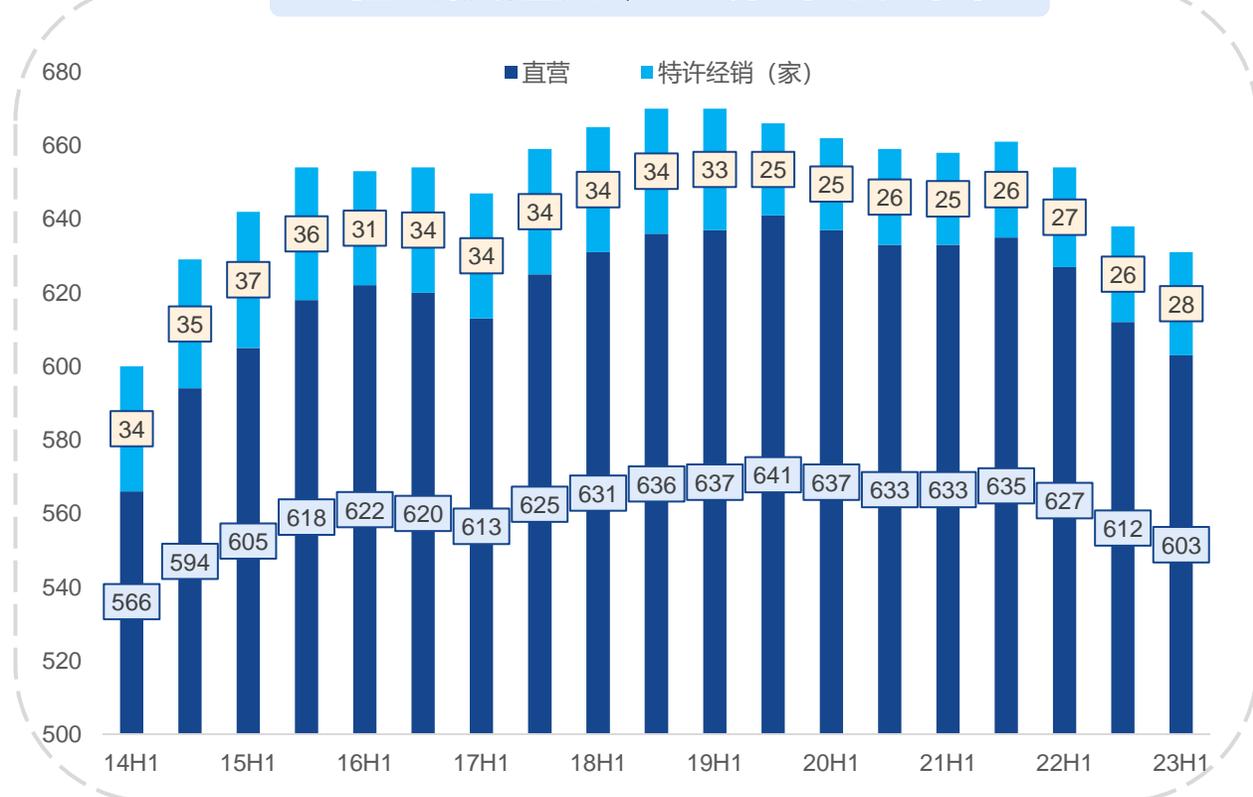


百年奢侈品牌，业务增速逐渐复苏。Prada由玛丽奥·普拉达于1913年在意大利米兰创建，集团透过Prada、Miu Miu、Church's及Car Shoe品牌设计、生产、推广及销售高级皮具用品、成衣及鞋履。公司的Prada及Miu Miu品牌为顾客提供多种优质奢侈品，包括皮具用品、成衣及鞋履，以及透过特许协议提供眼镜及香水。Church's及Car Shoe品牌瞄准小众名贵鞋履市场，提供以优质皮革人手制作的鞋履。集团业务遍布全球逾70个国家，截至2023H1，集团总门店数达631家，其中直营门店603家，特许经销商28家。2023H1集团总收入22.3亿欧元，同比增长17.4%，2022全年集团总收入42.0亿欧元，同比增长24.8%。

公司疫后收入反弹，23H1收入同比增长17.4%达22.3亿欧元



公司整体门店数量优化，23H1同比净关闭23家门店



# 1.2 产品介绍：旗下品牌品类丰富

|        | 包袋 | 成衣 | 鞋履 | 皮具及配饰 | 家饰与生活用品 | 眼镜 | 首饰 |
|--------|----|----|----|-------|---------|----|----|
| Prada  |    |    |    |       |         |    |    |
| Miumiu |    |    |    |       |         |    | /  |

|          | 女鞋 |  |  | 男鞋 |  |  |
|----------|----|--|--|----|--|--|
| CAR SHOE |    |  |  |    |  |  |
| Church's |    |  |  |    |  |  |



MARCHESI 1824  
米兰历史悠久的糕点店

# 1.3 历史沿革：百年历史，底蕴丰厚



1913

第一家普拉达门店于米兰的维托里奥·埃曼努埃莱二世画廊开设



1975

Miuccia Prada 加入家族企业

1977

Miuccia Prada 的创造力与 Patrizio Bertelli 的创业精神相契合



1983

1983年，普拉达在米兰开设了第一家“绿色商店”，随后在纽约、马德里、伦敦、巴黎和东京开设了精品店。



1993

Miuccia Prada 的创意灵感让她加入了MIUMIU品牌

第一款普拉达男装系列



1997

卢娜·罗萨队诞生了



1999

普拉达集团收购了具有悠久历史的英国手工鞋类品牌 Church's



2001

普拉达集团的第一个“花园工厂”



2004

普拉达的中心专卖店在东京、纽约和洛杉矶开业

2011 2013

第一份可持续性报告出版

普拉达S.p.A. 公司在香港证券交易所主板上市



2014

普拉达集团收购了马切西邮政公司



2015

普拉达基金会在米兰开设总部



2020

普拉达集团和教科文组织国际奥委会共同推出了名为“超越海洋”的海洋保护可持续发展方案

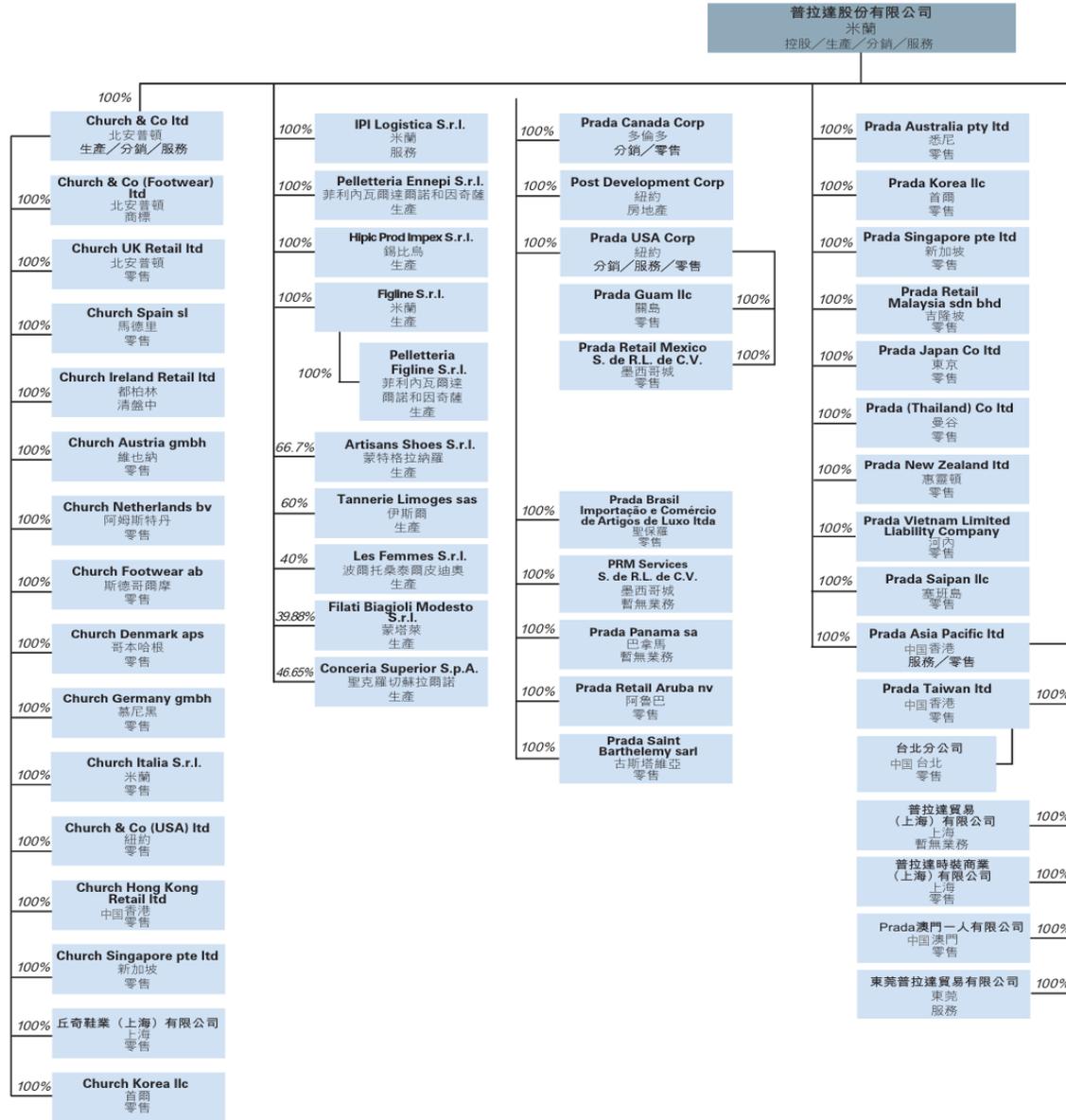
2021 2022 2023

普拉达集团新的公司治理

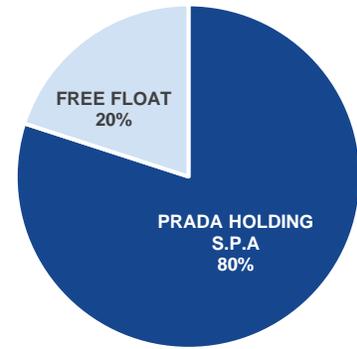
普拉达集团加强了其对可持续性的承诺，并引入了可持续性委员会

普拉达将整个尼龙生产改造成了再尼龙

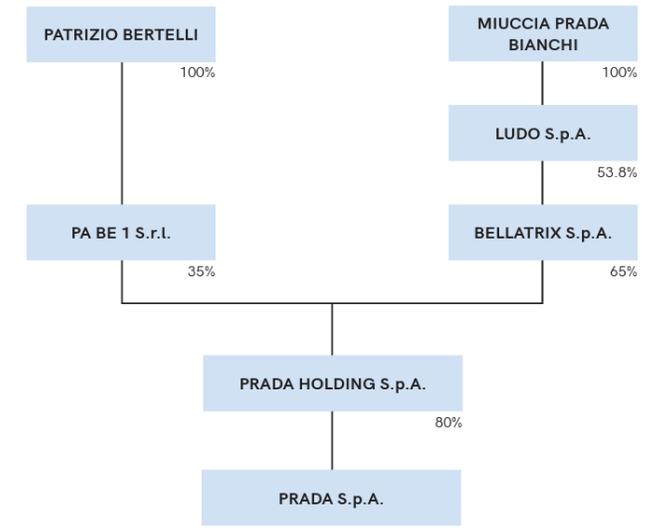
# 1.4 Prada集团股权架构



持股比例



Miuccia Prada 夫婦持股比例



数据截止日期: 2022年12月31日

# 1.5 Prada高层：吸纳行业精英，新总裁ANDREA GUERRA上任

| 管理层                    | 职位                          | 背景   |
|------------------------|-----------------------------|--|
| MIUCCIA PRADA BIANCHI  | 公司执行董事、与 Paf Simons担任联合创意总监 | 毕业于米兰大学，2000年，她获得伦敦皇家艺术学院荣誉博士学位。2006年，普拉达被法国文化部授予艺术与文学勋章官员。2015年，她被授予大十字骑士称号，这是意大利共和国最高功勋勋章， <b>2003年至2014年期间担任董事会主席、随后同丈夫Patrizio Bertelli担任林夕首席执行官任期至2023年1月26日。</b>   |
| PATRIZIO BERTELLI      | 董事长                         | 2000年获得佛罗伦萨大学商业经济学荣誉学位，2017年获得CUOA商学院工商管理荣誉硕士学位，2021年获得博洛尼亚大学“大学印章”。他与 Miuccia Prada 的合作始于 70 年代末， <b>运用开创性方法控制Prada整体的供应链，专注于打磨质量和细节</b> ，为该品牌成为世界奢侈品领导者之一发挥了重要作用。 <b>2003 年被任命为董事会成员，并与妻子 Miuccia Prada 一起担任联席首席执行官至 2023 年1月26日。</b>              |
| ANDREA GUERRA          | 首席执行官（被任命于2023年1月26日）       | 毕业于罗马大学，于 1989 年在万豪国际酒店集团担任营销总监。1994年加入Merloni，并在商业、制造及中央职能部门工作过，于2000年成为Merloni首席执行官。2004年成为 Luxottica 集团首席执行官，后被任命为意大利政府的商业、金融和工业高级战略顾问。 <b>2020年成为 LVMH Hospitality Excellence 的首席执行官同时还负责管理Fendi及Loro Piana。自2022年6 月至2022年12月，担任 LVMH 战略顾问。</b> |
| PAOLO ZANNONI          | 执行副主席兼执行董事                  | 耶鲁大学政治学硕士，2005年至2012年担任意大利能源和电信公司普睿司曼集团董事长。自 2019 年以来，他一直担任高盛国际顾问， <b>业务范围涵盖意大利和欧洲其他地区</b> 。耶鲁大学管理学院执行研究员、国际金融中心 (ICF) 顾问委员会成员以及杰克逊全球事务研究所董事会成员。   |
| LORENZO BERTELLI       | 执行董事                        | 毕业于米兰圣拉斐尔大学，2017年加入集团，担任数字传播主管， <b>自 2019 年起担任集团营销总监</b> ，并从 2020 年起被任命为集团企业社会责任主管。他一方面负责集团的营销和传播战略，另一方面负责集团可持续发展战略和相关举措。  |
| ANDREA BONINI          | 首席财务官                       | <b>拥有19年的企业融资经验以及奢侈品行业的相关经验</b> 。2003 年在位于米兰的并购精品公司 Gallo & C，2005 年加入位于伦敦的高盛国际投资银行部门，并自 2015 年起担任董事总经理，直至 2013 年加入消费者零售集团，负责欧洲的奢侈品和品牌业务。自2022年5月2日起担任本公司首席财务官，并在本公司子公司担任董事职务。   |
| YOËL ZAOUÏ             | 首席独立董事                      | 斯坦福大学MBA，巴黎第九大学金融博士。他是Zaoui & Co. 的联合创始人，为精选客户提供有关合并、收购和其他战略性的建议和金融交易， <b>在高盛拥有超过24年投资银行经历</b> ，负责过欧洲一些大规模的企业交易。于 2021年5月被任命为独立非执行董事，并自2023年5月起被任命为首席独立董事。   |
| MARINA SYLVIA CAPROTTI | 独立非执行董事                     | 毕业于米兰天主教大学， <b>曾为Esselunga 的成员，该公司是意大利大规模分销领域的领导者之一</b> ，1998 年 6 月起担任董事会成员，16 年至 19 年担任副总裁， <b>2019年担任执行董事</b> ，目前担任米兰斯卡拉学院基金会董事会董事。于21年5月被任命为独立非执行董事。  |
| MAURIZIO CEREDA        | 独立非执行董事                     | 毕业于博科尼大学并获得商业经济学学位， <b>执业重点是面向企业家、家族办公室、公司和金融机构提供咨询服务</b> 。Cereda 在 Mediobanca SpA 工作了15年，后被任命为副总经理兼企业财务主管。自 2015 年起，他成为 FIEE Sgr SpA 的创始合伙人兼董事会成员。16年至17年担任非执行董事，于18年4月首次被任命为Prada独立非执行董事。  |
| ANNA MARIA RUGARLI     | 独立非执行董事                     | 剑桥大学跨部门合作关系的认证经纪人。在欧洲、中东和非洲发起了 Nike 的可持续发展和企业社会责任计划，她在公司工作了 12 年， <b>对体育用品、户外、服装和鞋类行业的社会、环境和供应链问题有着深入的理解。</b>  |
| Raf Simons             | 联合创意总监                      | 1991年毕业于工业和家具设计专业。1995年创立了个人品牌，并于2005年到2012年期间担任当时Prada集团旗下Jil Sander创意总监，随后 <b>于2012年到2015年担任Dior担任女装创意总监。2016年8月至2018年12月担任Calvin Klein首席创意官</b> 。2020年4月2日加入Prada，同Miuccia Prada共同担任公司联合创意总监。   |

# 1.6 设计师： Miuccia Prada 亲担设计，知名设计师Raf Simons加入

| 设计师  | 年份    | 事迹/荣誉   |
|--|-------|---|
|  <p>Miuccia Prada<br/>担任MiuMiu设计师<br/>1992年-至今</p> | 1979年 | 正式接掌Prada，用黑色尼龙防水布料及倒三角形的铁牌生产袋子，成80s潮流人士最爱。                 |
|  | 1985年 | Miuccia Prada 开拓第一条Prada的成衣系列以及女士鞋履系列，成功挽救家族生意              |
|  | 1993年 | Miuccia Prada夺得Council of Fashion Designers of America的国际大奖 |
|  | 1995年 | Miuccia Prada荣获年度女装设计师“VH1时尚大奖”，之后在1996年、1998年再度获奖          |
|  | 2004年 | Miuccia Prada获美国时尚设计师协会（CFDA）颁发的国际设计大奖，以奖励其对时尚界的贡献          |
|  | 2005年 | Miuccia Prada入选《时代》周刊全球百大最具影响力人物                            |
|  | 2013年 | Miuccia Prada获英国时装协会（BFC）颁发的年度国际设计师奖，该奖旨在表彰全球最顶尖设计师         |
|  | 2018年 | Miuccia Prada荣膺2018时尚大奖授予的“杰出成就奖”，以此表彰她为全球时装行业所做的杰出贡献       |

| 设计师  | 年份    | 事迹/荣誉                                      |
|--|-------|--|
|  <p>Raf Simons<br/>担任MiuMiu联合创意总<br/>监<br/>2020年-至今</p> | 1991年 | Raf Simons从工业设计系毕业，工作于Beirendonck          |
|  | 1995年 | Raf Simons创立了同名品牌，获得买手热烈反响                 |
|  | 1997年 | Raf Simons发布「Black Palms」系列，奠定了个人风格，品牌好评如潮 |
|  | 2000年 | Raf Simons出任维也纳设计院校院长                      |
|  | 2005年 | Raf Simons作为创意总监加入Jil Sander               |
|  | 2012年 | Raf Simons加入Dior，担任总设计师                    |
|  | 2014年 | Raf Simons获得CFDA美国时装设计师协会国际时尚大奖            |
|  | 2020年 | Raf Simons作为联合创意总监加入Prada                  |

# 1.7 品牌特点：主品牌提升消费触达，MiuMiu专注年轻市场

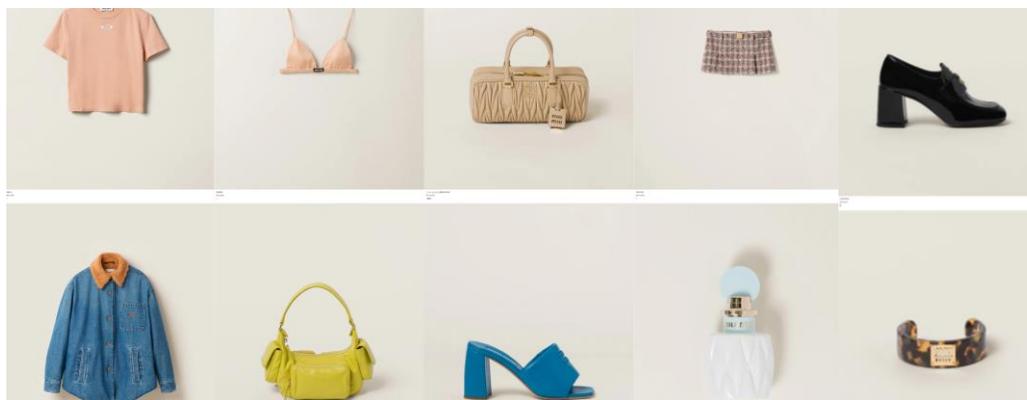
菜场花店快闪活动，提升消费触达



加码ECONYL项目，环保再生尼龙提升品牌好感度



MiuMiu风格定位年轻少女风，同主线产品完成区分



MiuMiu风格上走少女青春风，颜色多用素色，成功与主线Prada产品区分开来；与主线产品售价基本一致，保留“奢侈”定位

社群&流量明星营销并行，进一步打造产品年轻形象



新生代流量明星代言



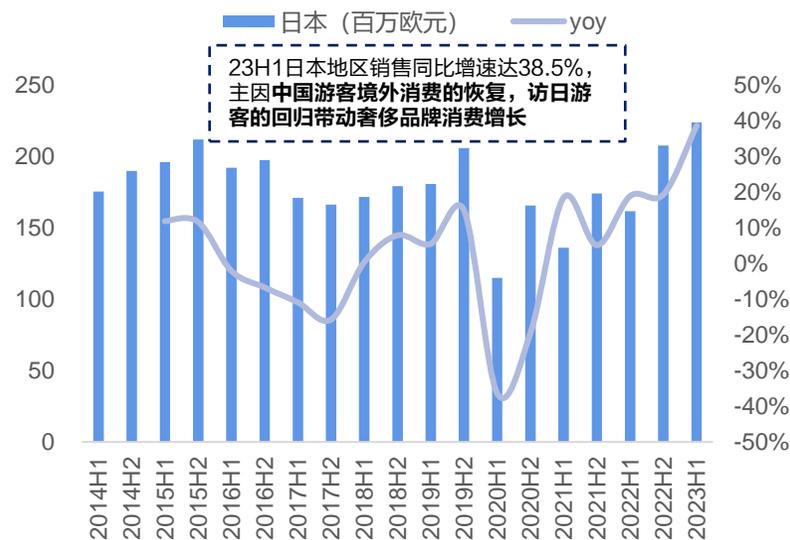
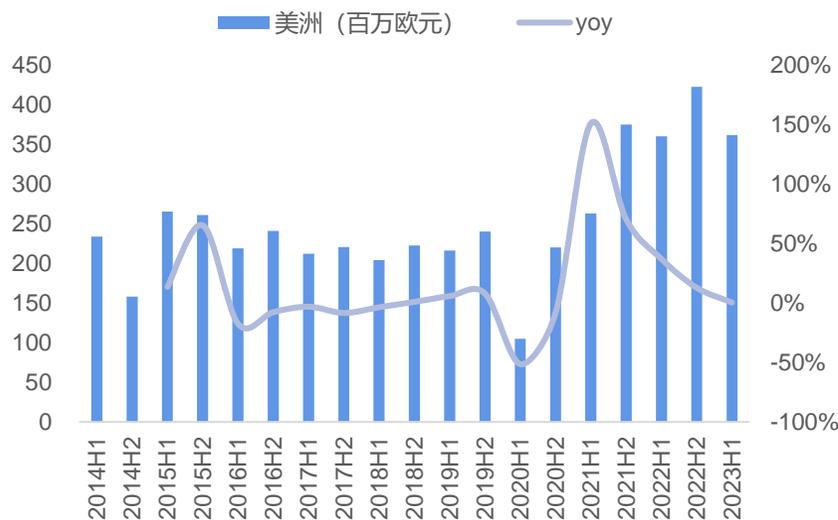
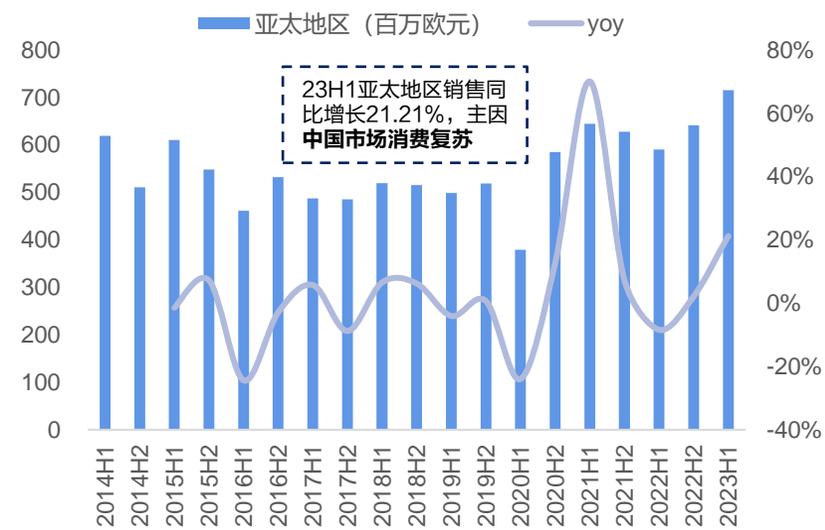
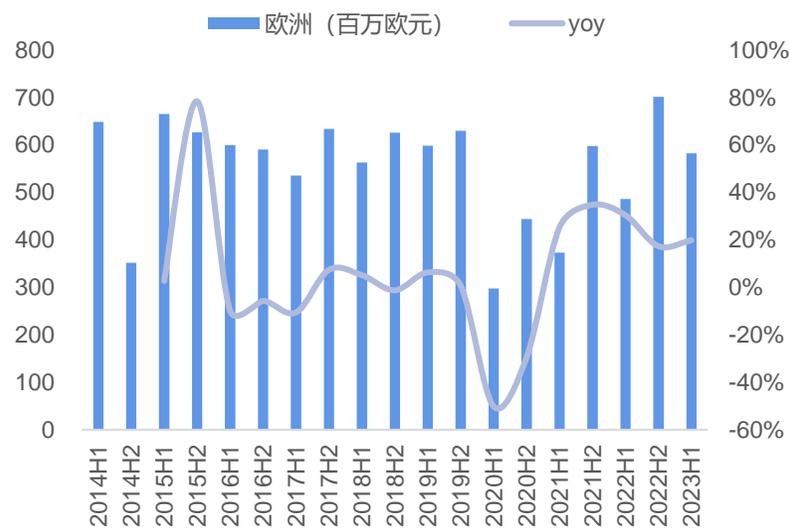
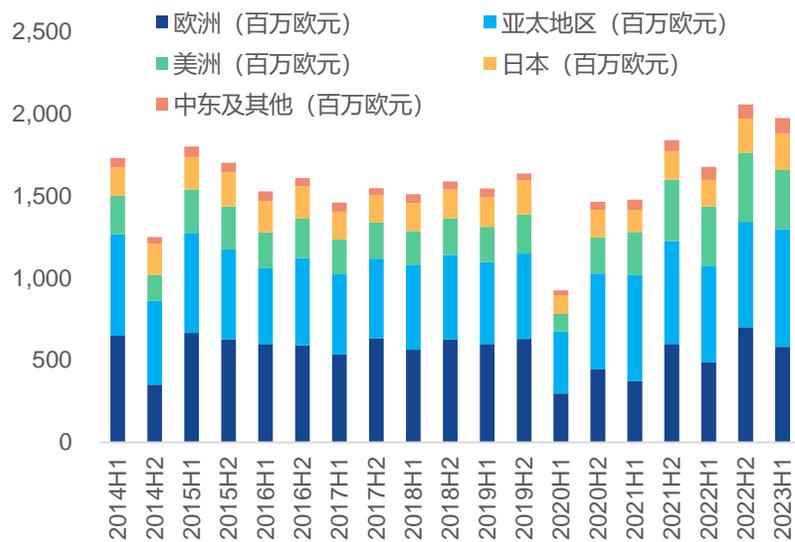
优雅老年艺人反向营销



微信电子贺卡

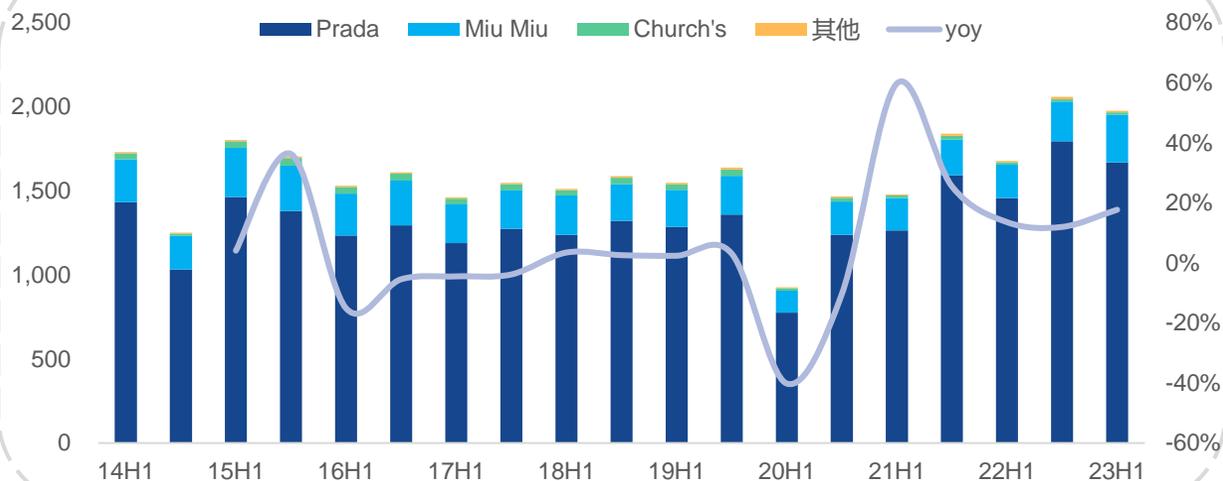
## 二. 财务分析：疫后营收回暖，MiuMiu品牌增速亮眼

# 2.1.1 Prada地区收入增长：23H1亚太地区同比增速回升至21.2%，日本地区同比达38.5%

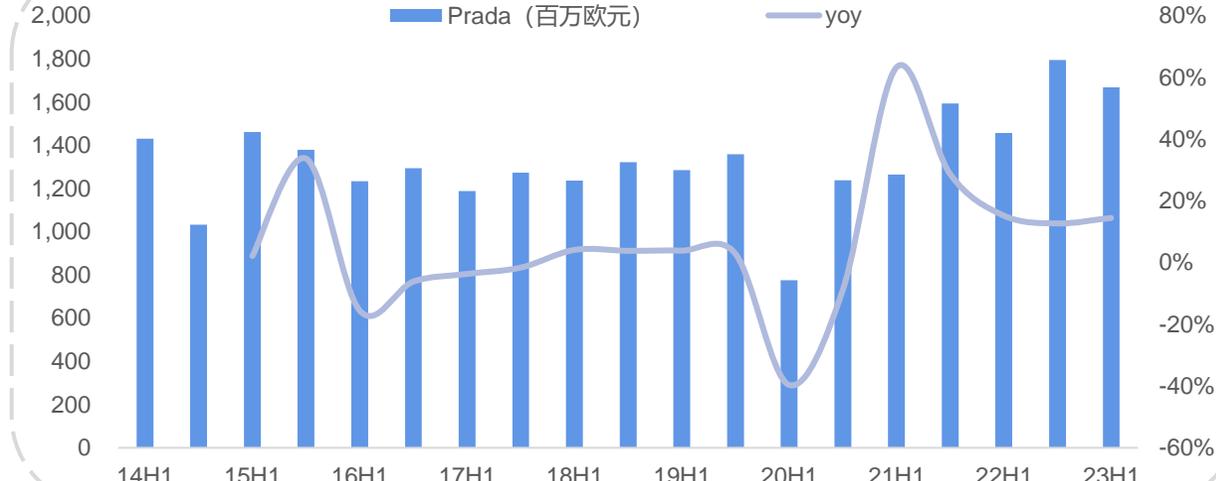


## 2.1.2 收入按品牌：23H1零售同比增长17.7%，Miu Miu 同比增速亮眼达45.1%

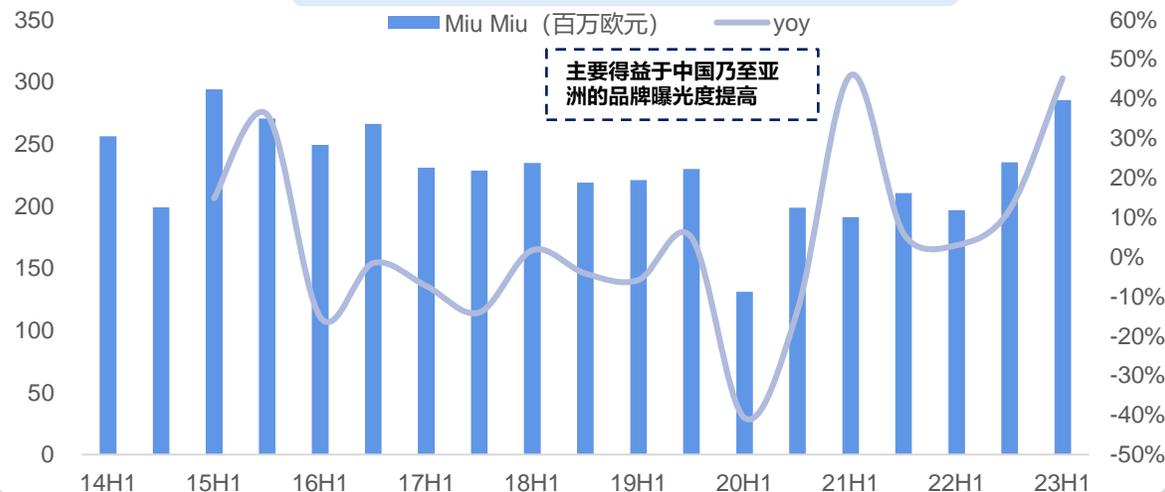
23H1净零售额（直营+电商）同比增长17.7%，Prada占比84.5%



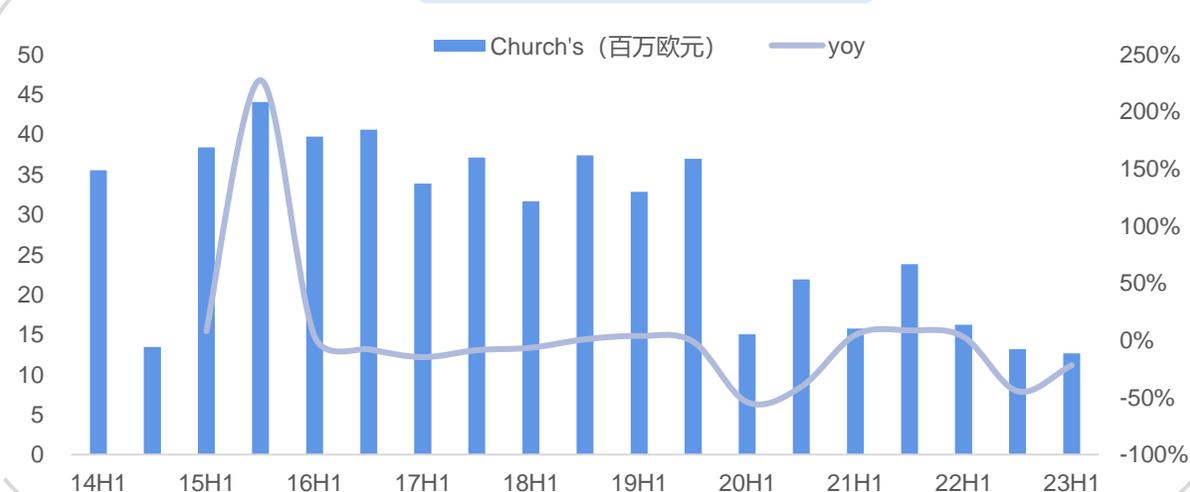
Prada 23H1收入同比增长14.5%



23H1 Miu Miu品牌同比增长45.13%

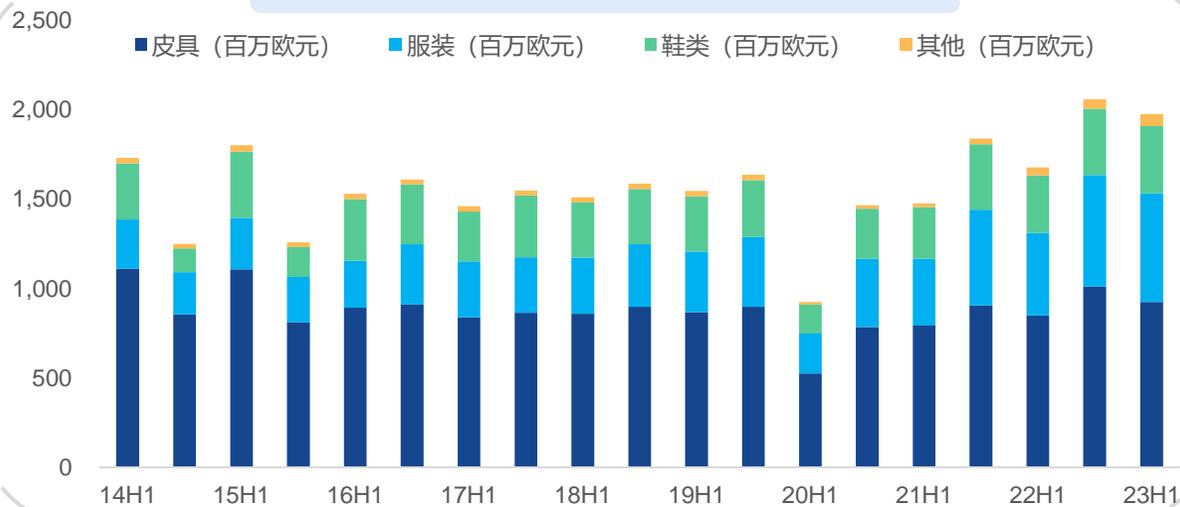


Church's品牌增速低迷



## 2.1.3 收入按品类：皮具销售增速稳定，服装销售23H1增速亮眼

23H1皮具销售占比46.8%，服装占比30.9%



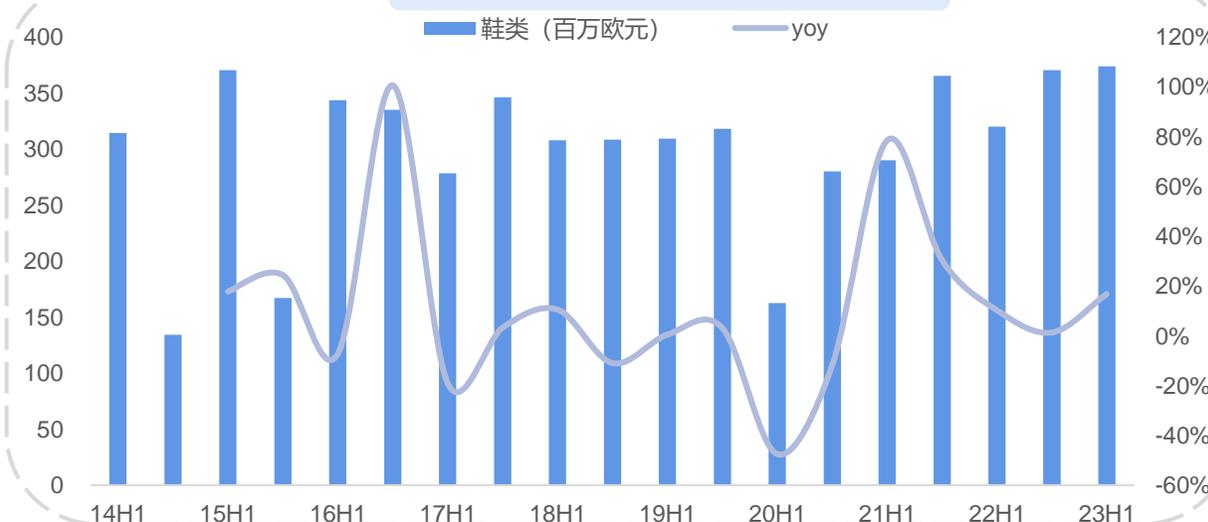
23H1皮具销售增速同比为8.7%



23H1服装销售同比增速达32.1%

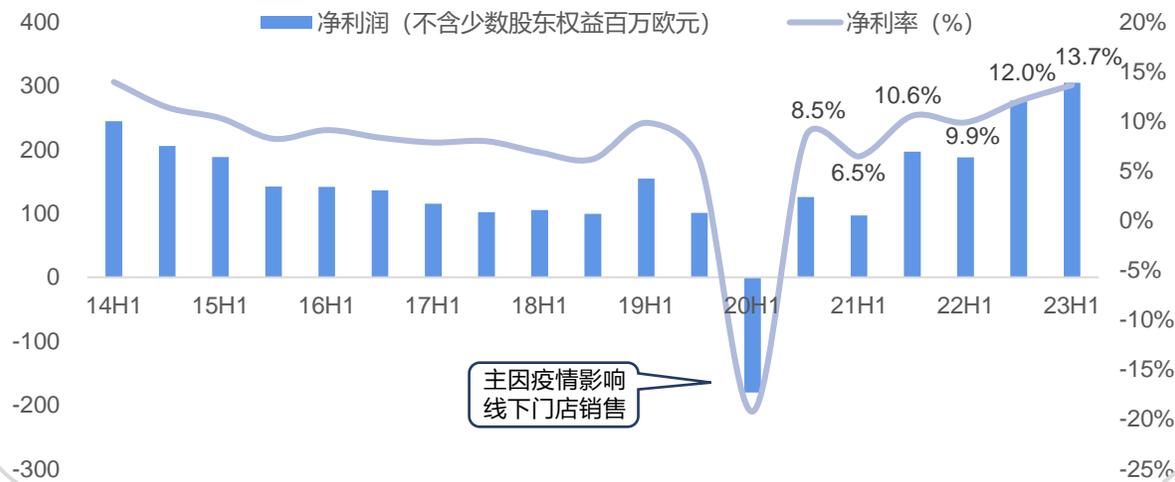


23H1鞋类销售同比增长16.8%



## 2.2.1 财务概览：毛利及净利率达新高，费用开支稳定

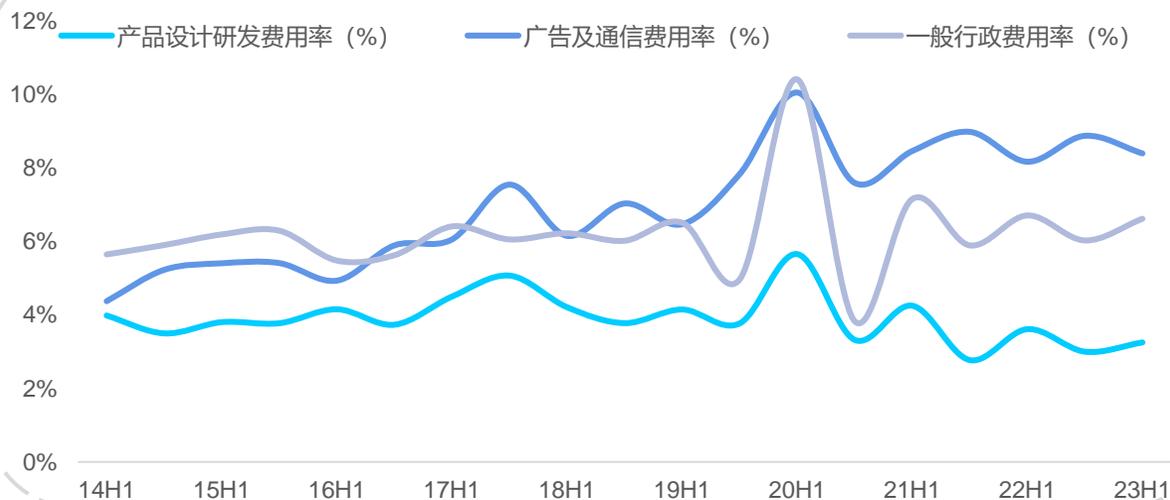
23H1净利润同比增长62.1%达3.05亿欧元，净利率13.7%达近8年最高



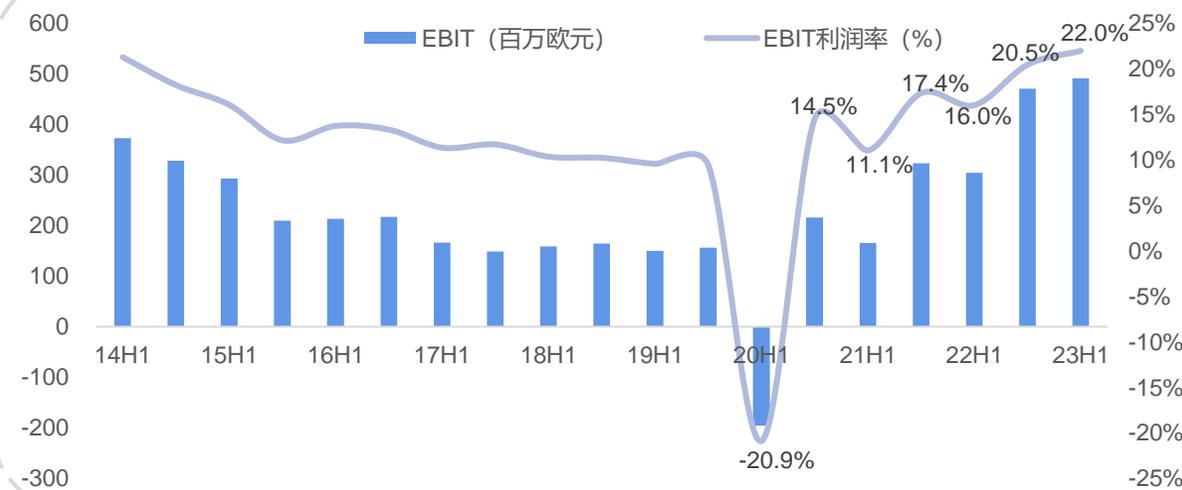
20H1后毛利率逐年攀升，23H1达80.3%



近两年公司费用率较为稳定



23上半年EBIT为4.9亿欧元，EBIT率达22%

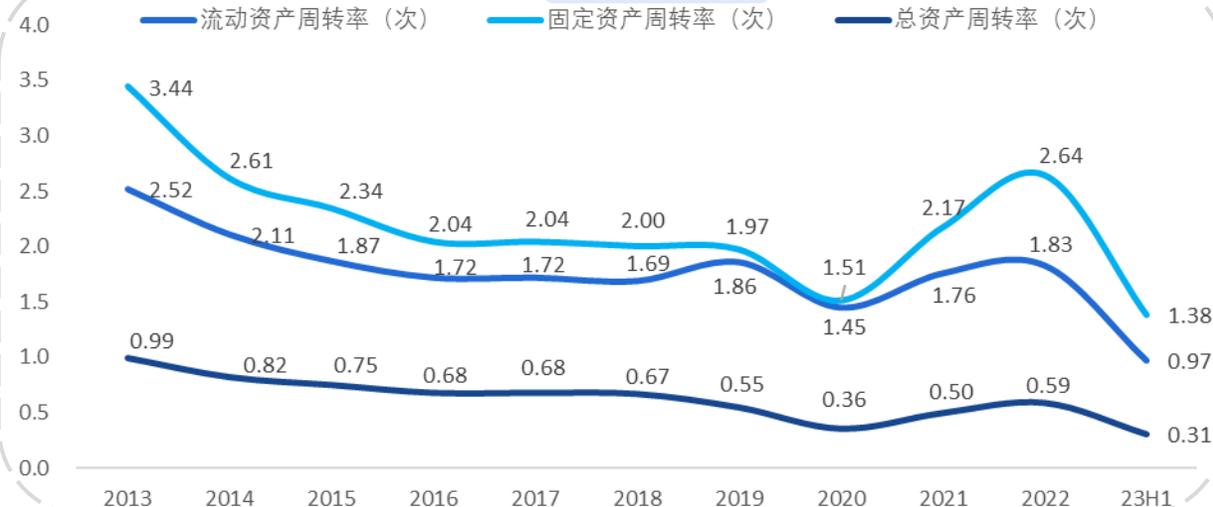


## 2.2.2 财务概览：营运能力

### 存货周转情况



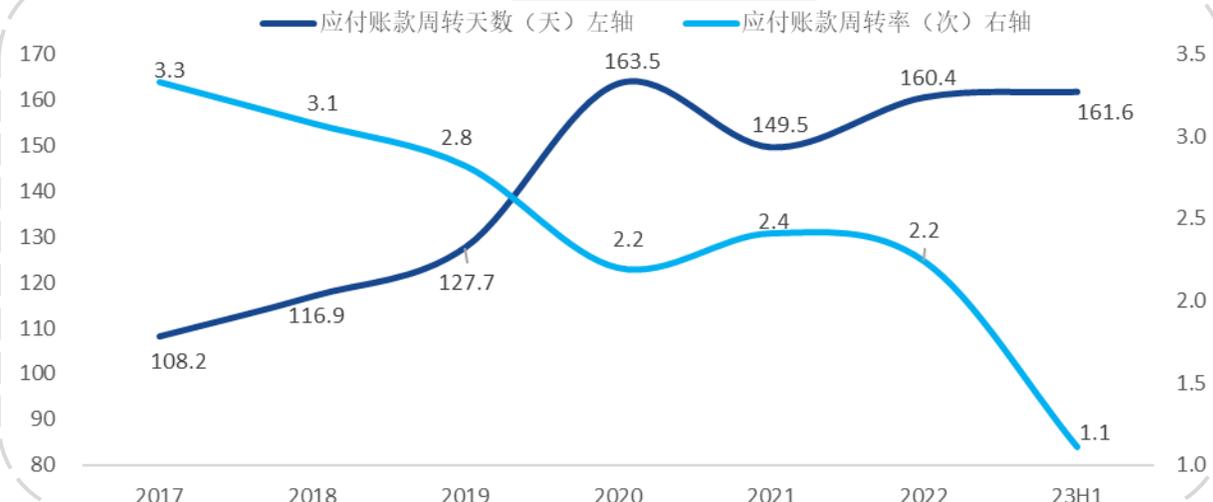
### 资产周转率



### 应收账款周转率

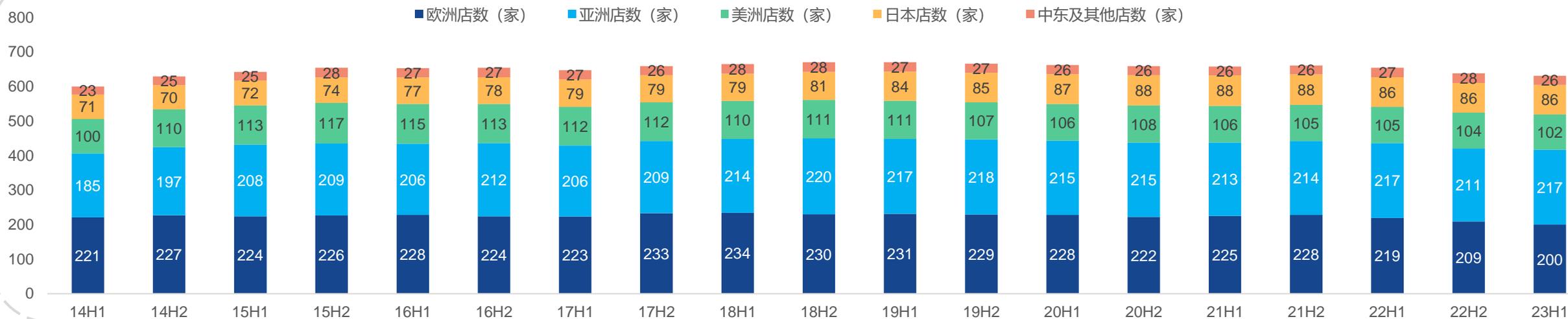


### 应付账款周转天数

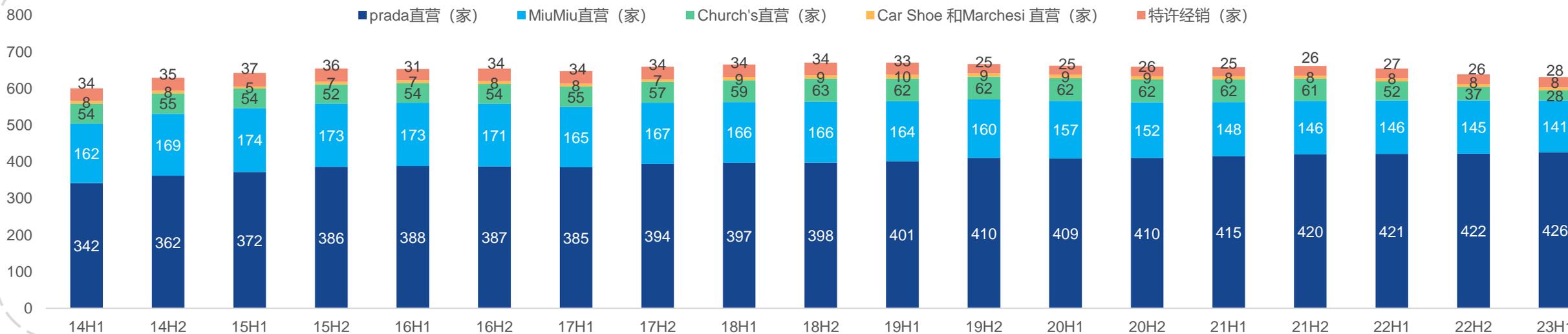


## 2.3 门店布局：门店数量优化，主品牌开店节奏稳健

分地区：23H1欧洲门店数200家（与14H1相比-21家）；亚洲、美洲、日本、中东及其他23H1门店数较14H1分别+32/+2/+15/+3家



分品牌：23H1Prada直营店达426家（与14H1相比+84家）；Miu Miu、Church's 23H1门店较14H1分别-21/-26家

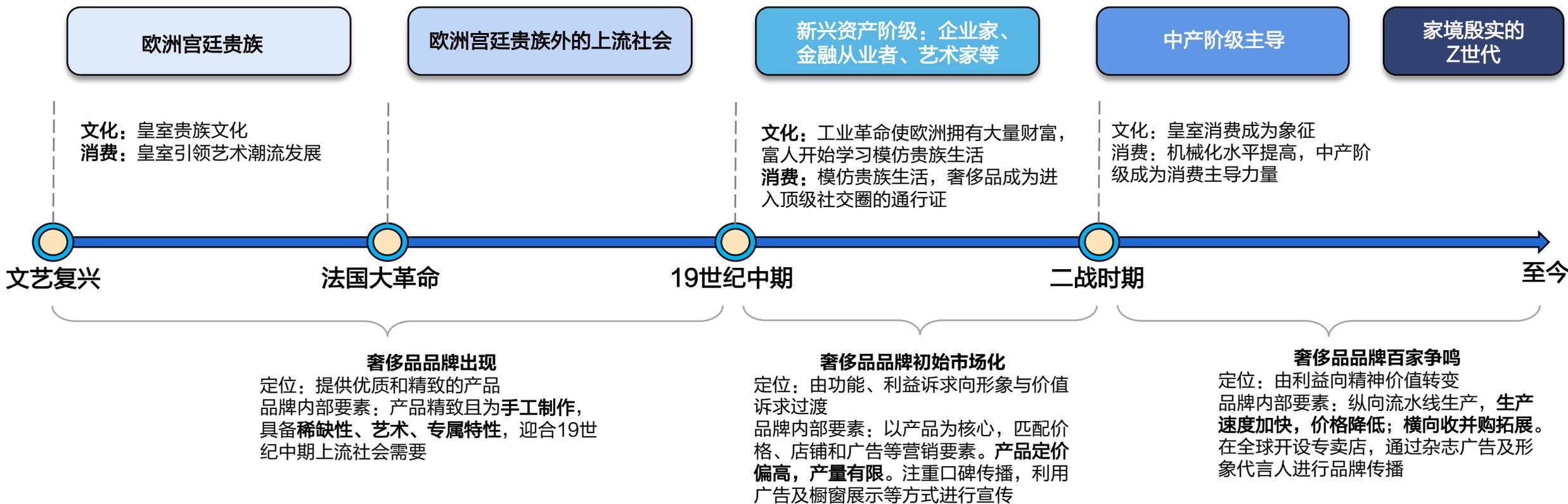


### 三. 奢侈品行业：关注个奢V型修复，中国市场及线上渠道成主要引擎

# 3.1 行业发展历程：奢侈品阶级下沉，中产渐成主势力

- 奢侈品消费逐渐下沉，当前中产为主要势力，重点关注中产群体扩张的地区。纵览全球奢侈品行业发展历史，奢侈品史起源于19世纪初，从法国宫廷兴起，后逐渐向欧洲各宫廷扩散，主要供欧洲贵族使用，工业革命成就了诸多欧美富豪，欧洲宫廷贵族依然是社会上层阶级。新兴富豪为了模仿宫廷贵族的生活方式，也开始大量购买奢侈品，二战后，全球范围内的经济结构转型创造了大量中产阶级，中产阶级为了模仿上流社会(欧美贵族、商业富豪)的生活方式，也开始购买奢侈品，中产阶级成为奢侈品消费主力。
- **The Aspirational Class:** 在美国相当于中产阶级的上层或者更高。现在这个阶层已经取代了过去的“有闲阶级”，是新兴的精英阶层。

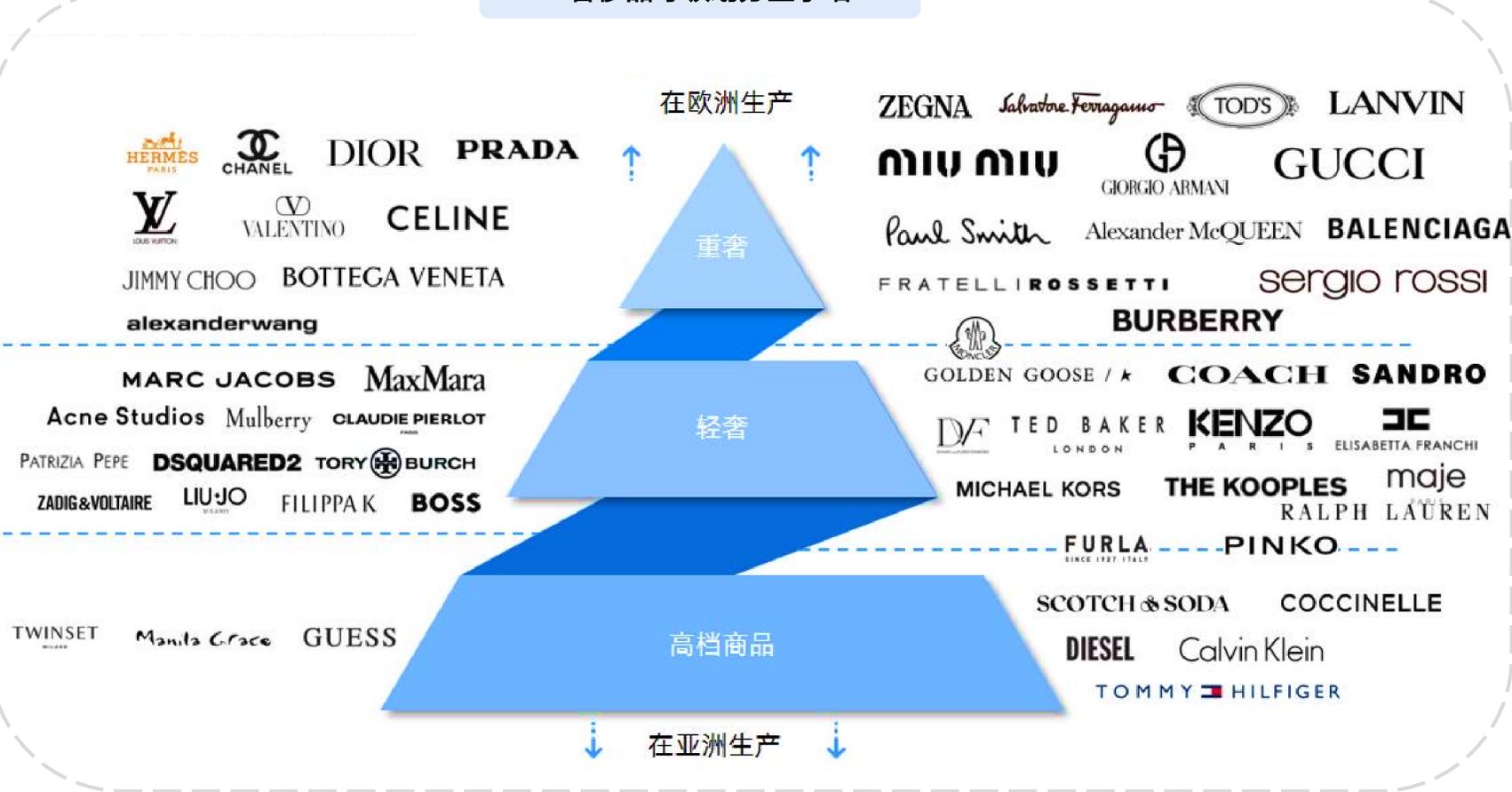
### 全球奢侈品行业发展历程



## 3.2 行业内主要品牌：重奢底蕴丰富，轻奢填补市场空白

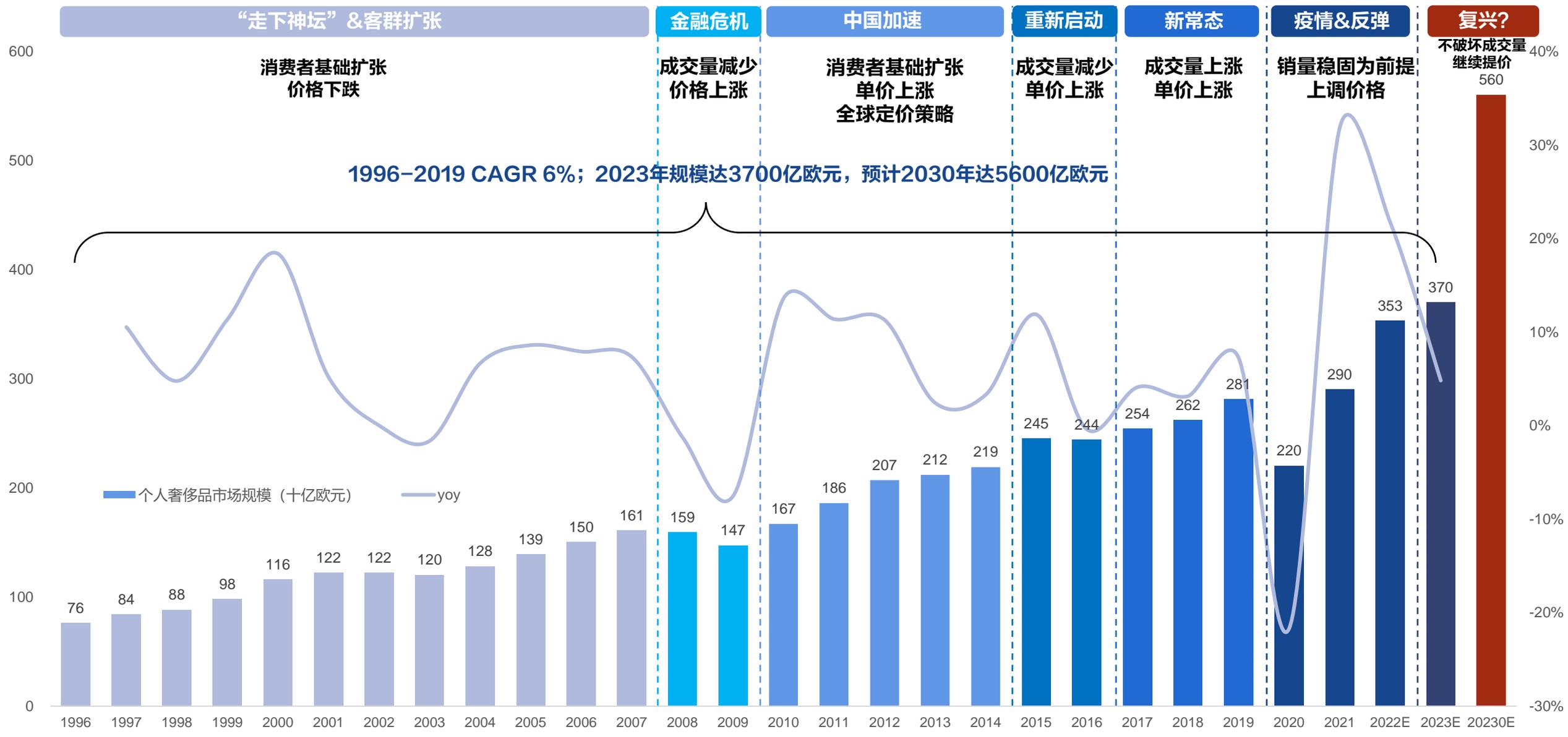
- 奢侈品等级划分金字塔是根据价格从低到高，从下到上依次类推，将各品牌划分为高档商品、轻奢、重奢三档。对比重奢品牌与轻奢品牌，发现重奢品牌诞生时间较早，有悠久的历史并在期间塑造出了厚重的品牌底蕴。从诞生地上，主要的重奢品牌诞生于时尚之都巴黎，法国奢侈品品牌的诞生背景多是法国历史上经济快速发展，产业环境良好时期。轻奢品牌多诞生于二战以后的经济快速发展期，轻奢品牌以突出的品牌特点胜出。二战后经济的快速恢复，加上人们对于生活品质改善的需求促使了轻奢品牌的发展。轻奢品牌填补了大众品牌和奢侈品之间的空白，既解决了大众品牌设计抄袭、撞衫率高、面料质量一般的痛点，也减轻了购买奢侈品价格过高的负担。

奢侈品等级划分金字塔



| 对比项目   | 重奢品                  | 轻奢品                      |
|--------|----------------------|--------------------------|
| 市场定价   | 较超高价格，单价上万           | 高价格，单价几千                 |
| 产品特点   | 高品质，品牌内涵丰富，身份及社会地位象征 | 品质较高，满足个性化，小众的需求         |
| 出产方式   | 拥有手工制作传统，与现代机械生产相结合  | 基本以机器批量生产                |
| 稀缺性    | 限量生产，限量发行            | 非限量生产，尽量满足市场需求           |
| 品牌历史文化 | 具有几十至上百年的历史，品牌影响力大   | 大多为新晋品牌，如经典品牌的副线，无悠久历史文化 |
| 渠道     | 高端商场，高端百货，线上官网       | 百货为主，轻奢电商                |
| 主要针对人群 | 高收入的中年富裕人群           | 收入较高的年轻消费群体              |

# 3.3 行业规模及增速：关注21年后V型修复，销量可控范围内提价



# 3.4.1 行业趋势：并购提高核心竞争力，提价维持品牌价值

全球奢侈品产品资源持续整合，头部集团通过并购丰富产品矩阵，加强供应链能力从而完成自身商业版图的扩张。

| 集团         | 业务     | 品牌                             | 分类     | 时间                          |
|------------|--------|--------------------------------|--------|-----------------------------|
| LVMH集团     | 时装及皮具  | Off-White                      | 高街潮服   | 2021年7月收购Off-White 60%股权    |
|            |        | Phoebe Philo                   | 时装     | 2021年7月宣布投资部分股权             |
|            |        | Th é lios                      | 眼镜制造商  | 与Marcolin共同收购Th é lios49%股权 |
|            | 钟表及珠宝  | Tiffany&Co                     | 珠宝     | 2021年1月以158亿美元完成收购          |
|            | 葡萄酒及烈酒 | Joseph Phelps Vineyards        | 葡萄酒庄   | 2022年6月收购                   |
|            | 香水和化妆品 | Officine Universelle Buly 1803 | 香水化妆品  | 2021年10月收购                  |
| 开云集团       | 眼镜     | Lindberg                       | 奢侈眼镜   | 2021年7月收购                   |
|            |        | Maui Jim                       | 高端眼镜   | 2022年3月收购                   |
|            | 零售     | Vestiaire Collective           | 二手奢侈平台 | 2021年3月收购约5%股份              |
| 历峰集团       | 皮具     | Delvaux                        | 奢侈品皮具  | 2021年6月收购                   |
| Tapestry集团 | 奢侈品集团  | Capri集团                        | 奢侈品集团  | 2023年8月以85亿美元收购Capri        |

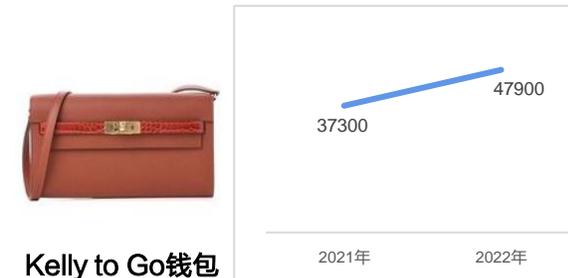
CHANEL商品涨幅（美元）



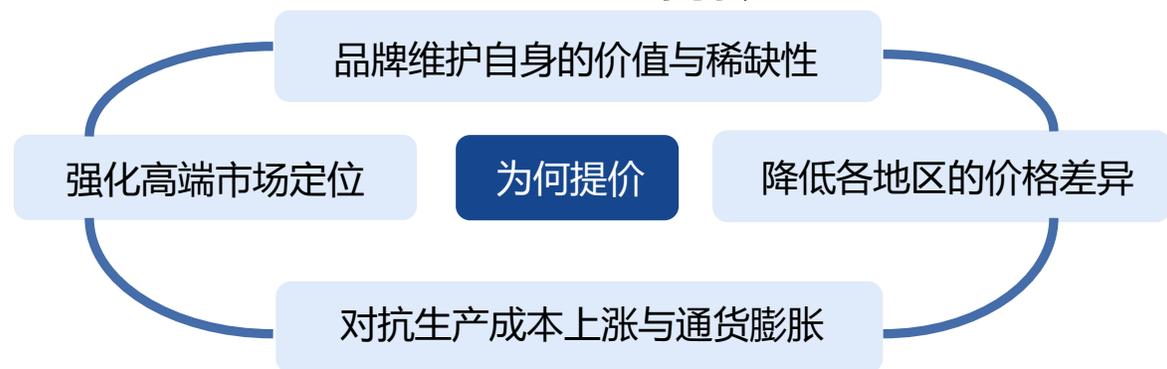
LV商品涨幅(人民币/元)



爱马仕商品涨幅(人民币/元)



DIOR商品涨幅(人民币/元)

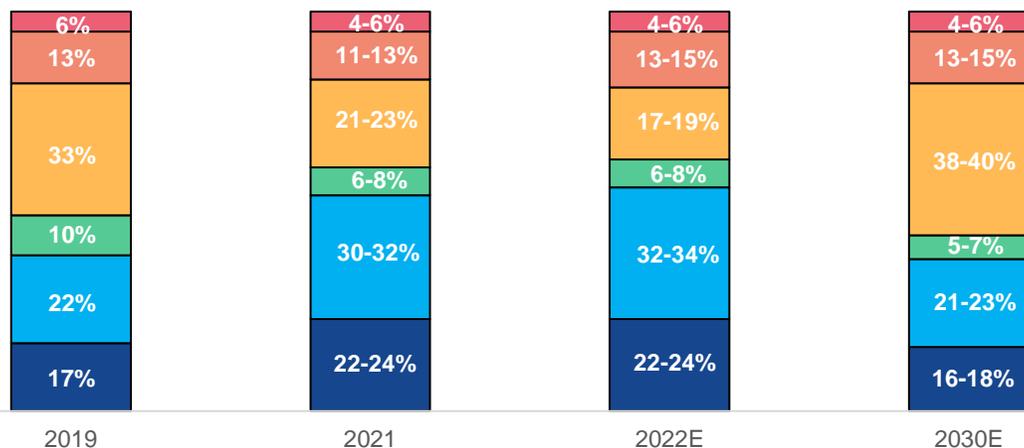


资料来源：北京商报，华丽智库，中新经纬，LVMH官网，开云集团官网，CNBC，历峰集团官网，WWD，Entrepreneur，Financial Times，MarketScreener，Forbes，国海证券研究所

# 3.4.2 行业趋势：中国市场未来或成主要引擎，线上销售呈主要趋势

### 个人奢侈品市场规模（按国籍）

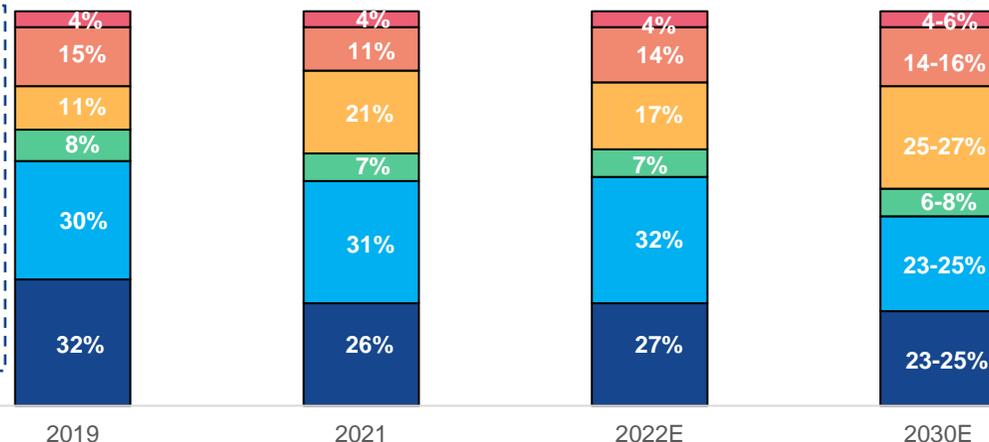
■ 欧洲 ■ 美洲 ■ 日本 ■ 中国 ■ 亚洲其他 ■ 其他国家



根据贝恩预计的2030年数据，个人奢侈品市场规模里中国籍消费者占比约38-40%，中国地区消费者占比为25-27%，说明未来个奢市场中国越发重要，但约有10%出头的差值说明中国人在境外个人奢侈品消费的比重在增加。

### 个人奢侈品市场规模（按地区）

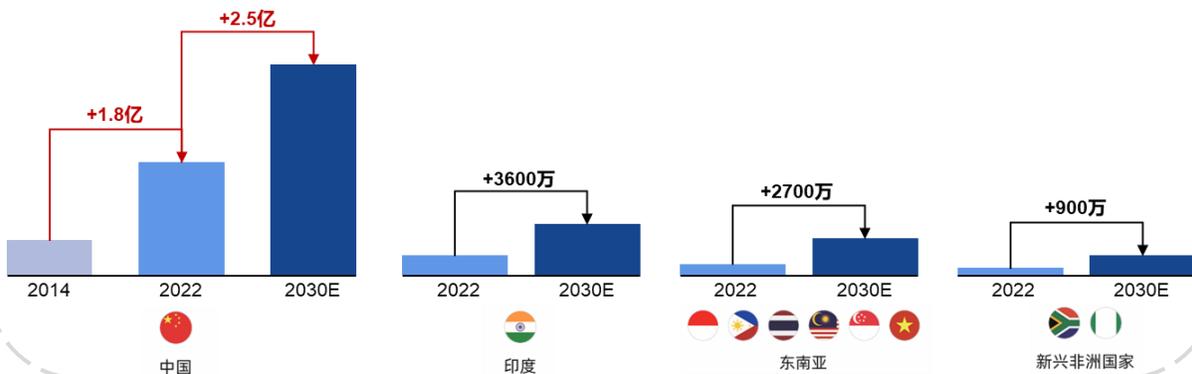
■ 欧洲 ■ 美洲 ■ 日本 ■ 中国 ■ 亚洲其他 ■ 其他国家



### 未来新兴市场中，中国仍为主要增长引擎

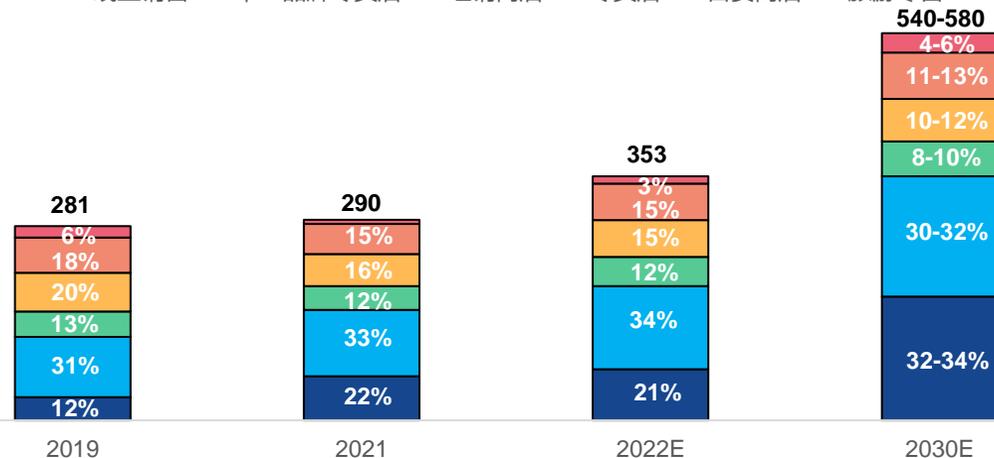
中高收入消费者人数

预计到2030年中国中高收入人群数量将翻番



### 线上销售增长显著快于其他渠道

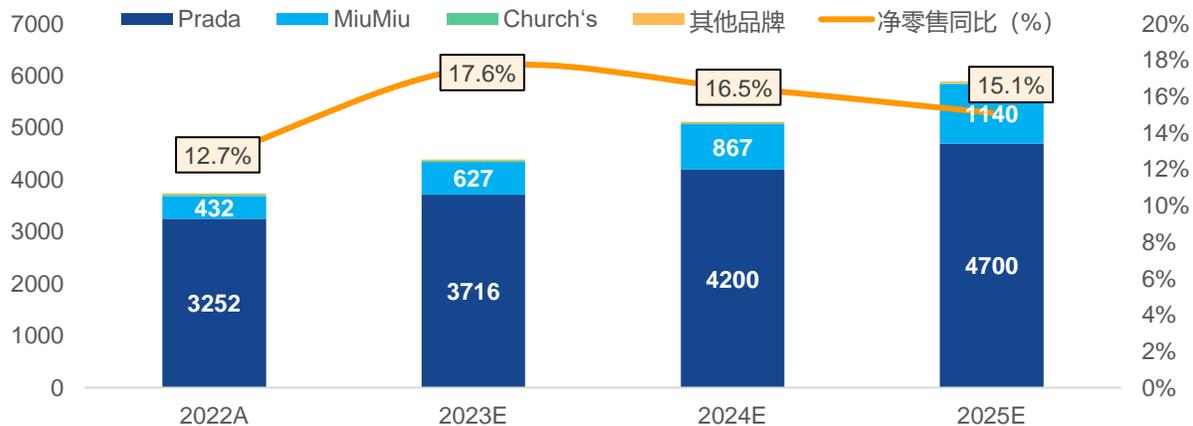
■ 线上销售 ■ 单一品牌专卖店 ■ 经销商店 ■ 专卖店 ■ 百货商店 ■ 旅游零售



## 四. 盈利预测与投资建议

# 4.1 按品牌收入预测拆分

Prada净零售产品预测拆分 (百万欧元)



| 百万欧元  | 2020    | 2021    | 2022    | 2023E   | 2024E   | 2025E   |
|-------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 总收入   | 2422.74 | 3365.67 | 4200.67 | 4939.44 | 5762.63 | 6639.68 |
| yoy   |         | 38.92%  | 24.81%  | 17.59%  | 16.67%  | 15.22%  |
| 营业成本  | 679.36  | 818.31  | 888.58  | 983.37  | 1138.12 | 1296.07 |
| yoy   |         | 20.45%  | 8.59%   | 10.67%  | 15.74%  | 13.88%  |
| 毛利润   | 1743.38 | 2547.36 | 3312.09 | 3956.07 | 4624.51 | 5343.62 |
| yoy   |         | 46.12%  | 30.02%  | 19.44%  | 16.90%  | 15.55%  |
| 毛利率   | 71.96%  | 75.69%  | 78.85%  | 80.09%  | 80.25%  | 80.48%  |
| 费用总和  | 1723.32 | 2047.87 | 2466.92 | 2869.05 | 3345.17 | 3878.09 |
| yoy   |         | 18.83%  | 20.46%  | 16.30%  | 16.60%  | 15.93%  |
| 占比    | 71.13%  | 60.85%  | 58.73%  | 58.08%  | 58.05%  | 58.41%  |
| 归母净利润 | -54.14  | 294.25  | 465.19  | 670.19  | 815.02  | 954.34  |
| yoy   |         |         | 58.09%  | 44.07%  | 21.61%  | 17.09%  |
| 净利率   | -2.23%  | 8.74%   | 11.07%  | 13.57%  | 14.14%  | 14.37%  |

**核心假设1:** Prada主品牌疫后迎来增速回暖,而后增速恢复常态,23H1主品牌净零售同比增速达14.55%,在其渠道优化以及提升触达战略下,增速有望维持,我们假设2023/2024/2025主品牌营收增速分别为14%/13%/12%。

**核心假设2:** MiuMiu得益于亚洲曝光度的提升,23H1净零售同比增速达45.13%,其年轻化战略有望持续为增长赋能,我们假设2023/2024/2025MiuMiu营收增速分别为45%/38%/31%。

| 按品牌拆分 (百万欧元)              | 2020    | 2021    | 2022    | 2023E   | 2024E   | 2025E   |
|---------------------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| <b>收入</b>                 | 2422.74 | 3365.67 | 4200.67 | 4939.44 | 5762.63 | 6639.68 |
| yoy                       |         | 38.92%  | 24.81%  | 17.59%  | 16.67%  | 15.22%  |
| <b>净零售 (直营+电商) (百万欧元)</b> |         |         |         |         |         |         |
| 收入                        | 2390.87 | 3316.62 | 3736.97 | 4394.21 | 5119.96 | 5893.59 |
| yoy                       |         | 38.72%  | 12.67%  | 17.59%  | 16.52%  | 15.11%  |
| 占比                        | 98.68%  | 98.54%  | 88.96%  | 88.96%  | 88.85%  | 88.76%  |
| <b>Prada</b>              |         |         |         |         |         |         |
| 收入                        | 2012.62 | 2857.69 | 3252.03 | 3715.92 | 4199.82 | 4699.86 |
| yoy                       |         | 41.99%  | 13.80%  | 14.26%  | 13.02%  | 11.91%  |
| 占比                        | 83.07%  | 84.91%  | 77.42%  | 75.23%  | 72.88%  | 70.78%  |
| <b>MiuMiu</b>             |         |         |         |         |         |         |
| 收入                        | 329.50  | 401.22  | 431.77  | 626.63  | 867.48  | 1139.91 |
| yoy                       |         | 21.77%  | 7.61%   | 45.13%  | 38.44%  | 31.41%  |
| 占比                        | 13.60%  | 11.92%  | 10.28%  | 12.69%  | 15.05%  | 17.17%  |
| <b>Church's</b>           |         |         |         |         |         |         |
| 收入                        | 36.96   | 39.55   | 29.40   | 24.76   | 22.34   | 19.92   |
| yoy                       |         | 7.00%   | -25.66% | -15.78% | -9.79%  | -10.82% |
| 占比                        | 1.53%   | 1.18%   | 0.70%   | 0.50%   | 0.39%   | 0.30%   |
| <b>其他品牌</b>               |         |         |         |         |         |         |
| 收入                        | 11.79   | 18.16   | 23.78   | 26.90   | 30.31   | 33.89   |
| yoy                       |         | 54.07%  | 30.94%  | 13.14%  | 12.70%  | 11.80%  |
| 占比                        | 0.49%   | 0.54%   | 0.57%   | 0.54%   | 0.53%   | 0.51%   |
| <b>批发销售额</b>              |         |         |         |         |         |         |
| 收入                        |         |         | 387.62  | 422.65  | 463.75  | 509.84  |
| yoy                       |         |         |         | 9.04%   | 9.72%   | 9.94%   |
| 占比                        | 0.00%   | 0.00%   | 9.23%   | 8.56%   | 8.05%   | 7.68%   |
| <b>特许权收入</b>              |         |         |         |         |         |         |
| 收入                        | 31.87   | 49.05   | 76.08   | 122.58  | 178.93  | 236.25  |
| yoy                       |         | 53.88%  | 55.12%  | 61.11%  | 45.97%  | 32.04%  |
| 占比                        | 1.32%   | 1.46%   | 1.81%   | 2.48%   | 3.10%   | 3.56%   |

## 4.2 按地区及品类收入预测拆分

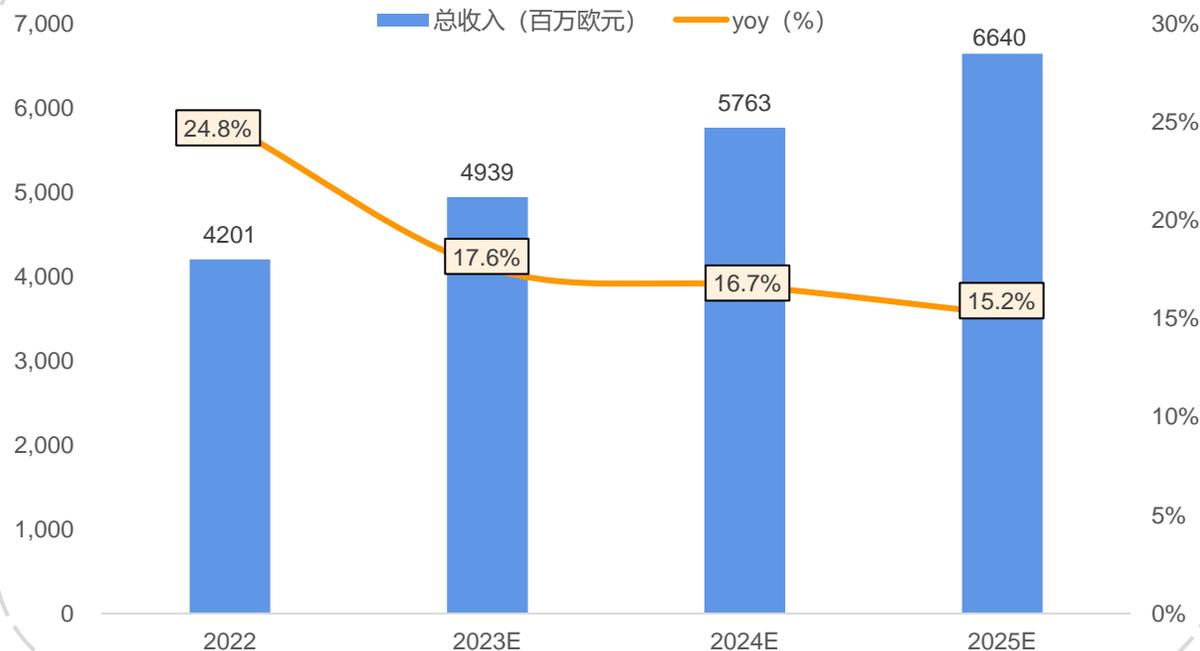
| 地区净销售 (百万欧元)   | 2020    | 2021    | 2022    | 2023E   | 2024E   | 2025E   |
|----------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| <b>收入</b>      | 2390.87 | 3316.62 | 3736.97 | 4394.21 | 5119.96 | 5893.59 |
| yoy            |         | 38.72%  | 12.67%  | 17.59%  | 16.52%  | 15.11%  |
| 占比             | 98.68%  | 98.54%  | 88.96%  | 88.96%  | 88.85%  | 88.76%  |
| <b>亚太地区</b>    |         |         |         |         |         |         |
| 收入             | 963.85  | 1272.53 | 1231.66 | 1609.06 | 2109.71 | 2618.37 |
| yoy            |         | 32.03%  | -3.21%  | 30.64%  | 31.11%  | 24.11%  |
| 占比             | 39.78%  | 37.81%  | 29.32%  | 32.58%  | 36.61%  | 39.44%  |
| <b>欧洲地区</b>    |         |         |         |         |         |         |
| 收入             | 741.13  | 970.64  | 1187.47 | 1286.76 | 1422.61 | 1515.82 |
| yoy            |         | 30.97%  | 22.34%  | 8.36%   | 10.56%  | 6.55%   |
| 占比             | 30.59%  | 28.84%  | 28.27%  | 26.05%  | 24.69%  | 22.83%  |
| <b>美洲地区</b>    |         |         |         |         |         |         |
| 收入             | 324.48  | 636.96  | 781.83  | 815.32  | 842.95  | 908.54  |
| yoy            |         | 96.30%  | 22.74%  | 4.28%   | 3.39%   | 7.78%   |
| 占比             | 13.39%  | 18.93%  | 18.61%  | 16.51%  | 14.63%  | 13.68%  |
| <b>日本地区</b>    |         |         |         |         |         |         |
| 收入             | 280.23  | 309.70  | 368.74  | 500.52  | 594.33  | 706.46  |
| yoy            |         | 10.52%  | 19.06%  | 35.74%  | 18.74%  | 18.87%  |
| 占比             | 11.57%  | 9.20%   | 8.78%   | 10.13%  | 10.31%  | 10.64%  |
| <b>中东及其他地区</b> |         |         |         |         |         |         |
| 收入             | 81.18   | 126.78  | 167.28  | 182.56  | 150.36  | 144.39  |
| yoy            |         | 56.17%  | 31.94%  | 9.13%   | -17.64% | -3.97%  |
| 占比             | 3.35%   | 3.77%   | 3.98%   | 3.70%   | 2.61%   | 2.17%   |

| 品类净销售 (百万欧元) | 2020    | 2021    | 2022    | 2023E   | 2024E   | 2025E   |
|--------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| <b>收入</b>    | 2390.87 | 3316.62 | 3736.97 | 4394.21 | 5119.96 | 5893.59 |
| yoy          |         | 38.72%  | 12.67%  | 17.59%  | 16.52%  | 15.11%  |
| 占比           | 98.68%  | 98.54%  | 88.96%  | 88.96%  | 88.85%  | 88.76%  |
| <b>皮具</b>    |         |         |         |         |         |         |
| 收入           | 1310.94 | 1698.47 | 1862.45 | 2104.01 | 2441.28 | 2729.88 |
| yoy          |         | 29.56%  | 9.65%   | 12.97%  | 16.03%  | 11.82%  |
| 占比           | 54.11%  | 50.46%  | 44.34%  | 42.60%  | 42.36%  | 41.11%  |
| <b>服装</b>    |         |         |         |         |         |         |
| 收入           | 604.57  | 908.04  | 1085.66 | 1340.41 | 1600.62 | 1966.82 |
| yoy          |         | 50.20%  | 19.56%  | 23.46%  | 19.41%  | 22.88%  |
| 占比           | 24.95%  | 26.98%  | 25.84%  | 27.14%  | 27.78%  | 29.62%  |
| <b>鞋履</b>    |         |         |         |         |         |         |
| 收入           | 442.79  | 655.80  | 690.71  | 814.29  | 914.31  | 992.75  |
| yoy          |         | 48.11%  | 5.32%   | 17.89%  | 12.28%  | 8.58%   |
| 占比           | 18.28%  | 19.48%  | 16.44%  | 16.49%  | 15.87%  | 14.95%  |
| <b>其他类</b>   |         |         |         |         |         |         |
| 收入           | 32.57   | 54.31   | 98.15   | 135.51  | 163.75  | 204.14  |
| yoy          |         | 66.75%  | 80.72%  | 38.06%  | 20.84%  | 24.67%  |
| 占比           | 1.34%   | 1.61%   | 2.34%   | 2.74%   | 2.84%   | 3.07%   |

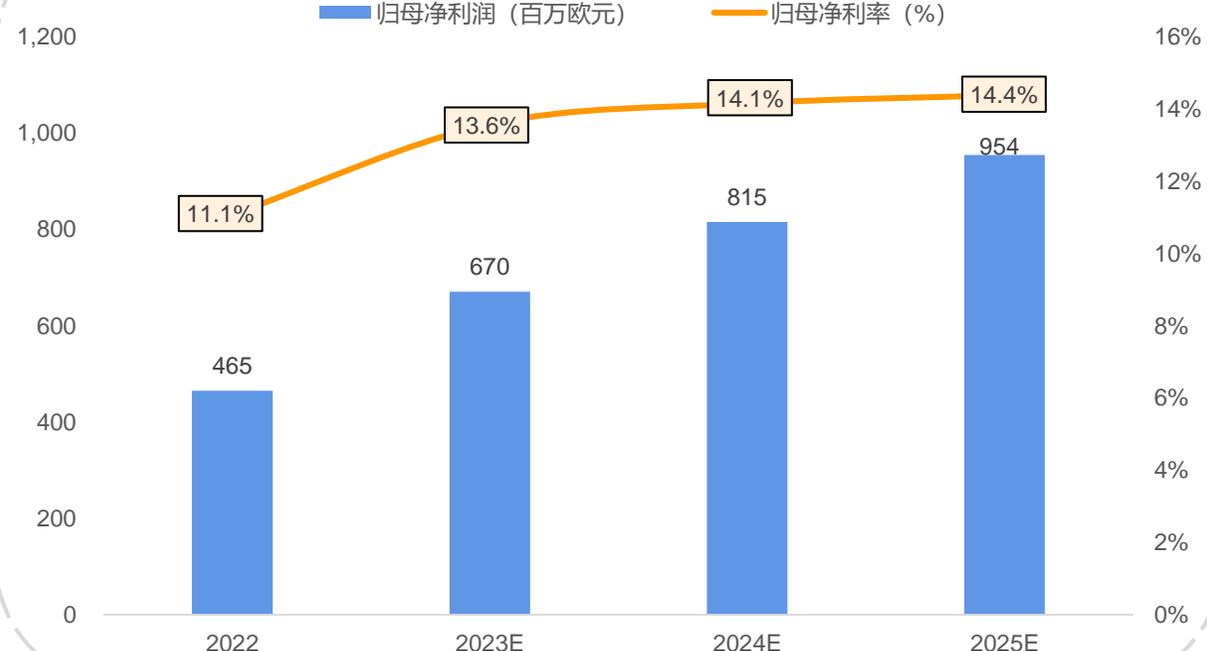
## 4.3 盈利预测与投资建议

**盈利预测和投资评级：**我们预计公司2023/2024/2025年实现收入49/58/66亿欧元，同比+17.6%/16.7%/15.2%，对应EPS为0.26/0.32/0.37欧元，归母净利润6.7/8.2/9.5亿欧元，同比+44.1%/+21.6%/+17.1%，2023年10月18日收盘价45.95港元，对应2023/2024/2025年PE为21/17/15X，我们看好集团Miu Miu品牌的年轻化新产品对新消费者的吸引力，消费者群体扩张或将进一步带动集团业务上行，首次覆盖，给予“买入”评级。

总收入预测



归母净利润及利润率预测



## 五. 风险提示

- 宏观环境风险：宏观经济下行导致海外消费需求疲软；
- 行业竞争风险：行业竞争加剧，竞争格局恶化风险；
- 消费者偏好风险：消费者喜好改变，产品销量不及预期风险；
- 原材料风险：原材料成本变动带来的风险；
- 市场开拓及产品推广风险：开拓新市场、新客户、推广新产品带来的不确定性风险；
- 公司业绩不达预期风险；
- 其他风险等。

# 1913.HK 盈利预测表

证券代码： 01913.HK

股价： 45.95港元

投资评级： 买入(首次覆盖)

日期： 20231018

| 资产负债表 (百万欧元)     | 2022A       | 2023E       | 2024E       | 2025E        | 利润表 (百万欧元)   | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E | 每股指标与估值 | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|------------------|-------------|-------------|-------------|--------------|--------------|-------|-------|-------|-------|---------|-------|-------|-------|-------|
| 现金及现金等价物         | 1092        | 1599        | 2612        | 3530         | 营业收入         | 4201  | 4939  | 5763  | 6640  | 每股指标    |       |       |       |       |
| 应收款项             | 332         | 489         | 530         | 597          | 营业成本         | 889   | 983   | 1138  | 1296  | EPS     | 0.18  | 0.26  | 0.32  | 0.37  |
| 存货净额             | 760         | 867         | 967         | 1118         | 营业税金及附加      |       |       |       |       | BVPS    | 1.36  | 1.51  | 1.82  | 2.18  |
| 其他流动资产           | 241         | 376         | 381         | 449          | 销售费用         | 2063  | 2400  | 2812  | 3273  | 估值      |       |       |       |       |
| <b>流动资产合计</b>    | <b>2425</b> | <b>3331</b> | <b>4489</b> | <b>5695</b>  | 管理费用         | 266   | 308   | 354   | 405   | P/E     | 29.2  | 21.2  | 17.4  | 14.9  |
| 固定资产             | 1608        | 1543        | 1478        | 1374         | 财务费用         | 40    | 67    | 54    | 59    | P/B     | 3.9   | 3.7   | 3.1   | 2.5   |
| 在建工程             |             |             |             |              | 其他费用/(-收入)   | 69    | 0     | 0     | 0     | P/S     | 3.2   | 2.9   | 2.5   | 2.1   |
| 无形资产及其他          | 2798        | 2592        | 2444        | 2465         | 营业利润         | 776   | 1087  | 1279  | 1466  | 财务指标    | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
| 长期股权投资           | 27          | 51          | 75          | 99           | 营业外净收支       |       |       |       |       | 盈利能力    |       |       |       |       |
| <b>资产总计</b>      | <b>7378</b> | <b>8040</b> | <b>9010</b> | <b>10156</b> | 利润总额         | 711   | 991   | 1191  | 1367  | ROE     | 13%   | 17%   | 18%   | 17%   |
| 短期借款             | 161         | 134         | 78          | 22           | 所得税费用        | 242   | 317   | 372   | 408   | 毛利率     | 79%   | 80%   | 80%   | 80%   |
| 应付款项             | 402         | 444         | 524         | 589          | 净利润          | 469   | 673   | 819   | 959   | 期间费率    | 59%   | 58%   | 58%   | 58%   |
| 预收帐款             |             |             |             |              | 少数股东损益       | 4     | 3     | 4     | 4     | 销售净利率   | 11%   | 14%   | 14%   | 14%   |
| 其他流动负债           | 927         | 1166        | 1309        | 1505         | 归属于母公司净利润    | 465   | 670   | 815   | 954   | 成长能力    |       |       |       |       |
| <b>流动负债合计</b>    | <b>1490</b> | <b>1744</b> | <b>1911</b> | <b>2115</b>  | 现金流量表 (百万欧元) | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E | 收入增长率   | 25%   | 18%   | 17%   | 15%   |
| 长期借款及应付债券        | 396         | 396         | 396         | 396          | 经营活动现金流      | 1124  | 1202  | 1544  | 1506  | 利润增长率   | 58%   | 44%   | 22%   | 17%   |
| 其他长期负债           | 1991        | 2025        | 2025        | 2025         | 净利润          | 465   | 670   | 815   | 954   | 营运能力    |       |       |       |       |
| <b>长期负债合计</b>    | <b>2387</b> | <b>2420</b> | <b>2420</b> | <b>2420</b>  | 少数股东权益       | 4     | 3     | 4     | 4     | 总资产周转率  | 0.59  | 0.64  | 0.68  | 0.69  |
| <b>负债合计</b>      | <b>3877</b> | <b>4164</b> | <b>4332</b> | <b>4536</b>  | 折旧摊销         | 662   | 604   | 601   | 507   | 应收账款周转率 | 12.70 | 12.04 | 11.32 | 11.78 |
| 股本               | 256         | 256         | 256         | 256          | 公允价值变动       | 122   | 37    | 42    | 49    | 存货周转率   | 1.25  | 1.21  | 1.24  | 1.24  |
| 股东权益             | 3501        | 3876        | 4678        | 5621         | 营运资金变动       | -130  | -112  | 83    | -10   | 偿债能力    |       |       |       |       |
| <b>负债和股东权益总计</b> | <b>7378</b> | <b>8040</b> | <b>9010</b> | <b>10156</b> | 投资活动现金流      | -250  | -296  | -397  | -445  | 资产负债率   | 53%   | 52%   | 48%   | 45%   |
|                  |             |             |             |              | 资本支出         | -241  | -333  | -388  | -424  | 流动比     | 1.63  | 1.91  | 2.35  | 2.69  |
|                  |             |             |             |              | 长期投资         | -20   | -30   | -29   | -41   | 速动比     | 1.12  | 1.41  | 1.84  | 2.16  |
|                  |             |             |             |              | 其他           | 11    | 67    | 20    | 19    |         |       |       |       |       |
|                  |             |             |             |              | 筹资活动现金流      | -787  | -382  | -117  | -125  |         |       |       |       |       |
|                  |             |             |             |              | 债务融资         | -608  | -27   | -56   | -57   |         |       |       |       |       |
|                  |             |             |             |              | 权益融资         | 0     | 0     | 0     | 0     |         |       |       |       |       |
|                  |             |             |             |              | 其它           | -180  | -355  | -61   | -69   |         |       |       |       |       |
|                  |             |             |             |              | 现金净增加额       | 110   | 507   | 1014  | 918   |         |       |       |       |       |

注：货币单位为：欧元；2023年10月18日1港币兑欧元收盘价：0.1207港元/欧元

请务必阅读报告附注中的风险提示和免责声明

## 海外消费&纺织服装小组介绍

杨仁文：国海证券总裁助理兼研究所所长，坚持产业研究导向，深度研究驱动，曾获新财富、水晶球、保险资管协会、WIND等最佳分析师第一名。

马川琪：资深分析师，美国西北大学硕士，英国布里斯托大学学士。专注于大消费产业研究，全球视角。

廖小慧：研究助理，复旦大学硕士，从事海外消费、纺服行业研究，全球视角。

## 分析师承诺

杨仁文, 马川琪, 本报告中的分析师均具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立，客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收取到任何形式的补偿。

## 国海证券投资评级标准

### 行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深300指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深300指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深300指数。

### 股票投资评级

买入：相对沪深300 指数涨幅20%以上；

增持：相对沪深300 指数涨幅介于10%~20%之间；

中性：相对沪深300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深300 指数跌幅10%以上。

## 免责声明

本报告的风险等级定级为R4，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

## 风险提示

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

## 郑重声明

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。

国海证券 · 研究所 · 海外消费研究团队

# 心怀家国，洞悉四海



## 国海研究上海

上海市黄浦区绿地外滩中心C1栋  
国海证券大厦

邮编：200023

电话：021-61981300

## 国海研究深圳

深圳市福田区竹子林四路光大银  
行大厦28F

邮编：518041

电话：0755-83706353

## 国海研究北京

北京市海淀区西直门外大街168  
号腾达大厦25F

邮编：100044

电话：010-88576597