

普拉达 (01913)

证券研究报告
2024年05月13日

奢侈品行业领军，中国引领市场增长

奢侈品行业全球领军者，旗下多个时尚品牌重新定义当代奢华。Prada 集团是奢侈品行业的全球领军者，也是在不同文化领域与当代社会进行非传统对话的先驱。公司旗下拥有 Prada、MiuMiu、Church's、CarShoe、Marchesi1824 和 LunaRossa 等享誉盛名的品牌。

2023 年公司收入 47.26 亿欧元，同增 12.5%，净利润 6.71 亿欧元，同增 44.3%，业绩高增。2019-2023 年营业收入分别为 32.26/24.23/33.66/42.01/47.26 亿欧元，GAGR 为 10.02%。2019-2023 年净利润分别为 2.56/-0.54/2.94/4.65/6.71 亿欧元，CAGR 为 27.2%，业绩稳步向好。2023 年，公司旗下品牌持续创新势头的支持下取得优异表现，公司业绩增长主要系其在策略、组织及数字化发展道路上取得重大进展。截至 23 年，公司连续 12 个季度取得零售增长，乃受全价及同比销售额所带动，销量及均价皆有正面贡献。

中国引领市场增长，境外消费占比降低。中国消费者是全球奢侈品市场的主要驱动力之一，消费额在全球市场中的占比不断增长。华经产业研究院测算，2011-2021 年中国奢侈品市场规模由 15 百亿美元扩大至 41 百亿美元，CAGR 为 14.4%。要客研究院数据显示，2023 年，中国人奢侈品消费走出 2022 年压力，恢复增长至 10420 亿元人民币，达到 2019 年水平，重新回归万亿元市场规模。中国人奢侈品消费占全球奢侈品消费的比重仍然是 38%左右，并没有大的变化，中国消费者依然是全球奢侈品消费的最重要力量。

奢侈品行业强者恒强，头部品牌更受青睐。在整体消费意愿下降、整体市场竞争更为激烈的情况下，奢侈品牌间的马太效应也被进一步放大，头部奢侈品牌迎来新一轮拓展潮。顶级奢侈品牌正通过更大、更高端的差异化空间，打造更私密和尊贵的购物体验，其扩张挤占了一些高档品牌的空间。更知名、规模更大的奢侈品牌，在未来将会得到更多的市场机会。德勤报告显示，2023 年全球百强奢侈品公司中，销售额超 50 亿美元的 17 家公司为总销售额贡献了约 70%，而销售额在 10 亿美元及以下的 43 家公司贡献率仅为 6.4%。

根据 Interbrand 公布的《2022 年全球最佳品牌》排名，Prada 连续两年录得同比价值增速超过 20%，跻身十五大价值增长最快品牌之列。此外，在 Lyst 公布的二零二二年十月至十二月季度排行榜中，Prada 荣登榜首，而 Miu Miu 位列第四。Lyst 是一个数据分析工具，基于对全球 2 亿多消费者的购买习惯分析，每个季度发布当下最受欢迎的品牌及产品报告。根据 Lyst 的数据，Miu Miu 获评为「2022 年度品牌」：2022 秋冬时装秀大获成功，受到评论家及公众高度赞扬，并推出标志性产品，提升品牌于社交媒体的知名度，这也有赖于明星达人的支持。

首次覆盖，给予“增持”评级。2023 年，有赖于不断优化的组织及严格的执行力，Prada 持续获得青睐。有赖于持续创新及成功诠释当代风尚的能力，均衡的产品类别组合可推动增长及维持稳健。我们预计公司 24-26 年收入分别为 51.06/55.25/60.01 亿欧元，净利润分别为 7.36/8.00/8.73 亿欧元，EPS 为 0.29/0.31/0.34 欧元/股，对应 PE 分别为 27/25/23x。

风险提示：人才管理及挽留风险；知识产权及品牌保护风险；商业吸引力及受欢迎程度风险；企业形象风险；供应链管理风险；业务稳健性风险；流动性风险；外汇风险；利率风险；测算具有主观性风险等。

投资评级

行业 非必需性消费/纺织及服饰

6 个月评级 增持（首次评级）

当前价格 64.9 港元

目标价格 港元

基本数据

港股总股本(百万股)	2,558.82
港股总市值(百万港元)	166,067.68
每股净资产(港元)	13.01
资产负债率(%)	49.09
一年内最高/最低(港元)	66.80/40.00

作者

孙海洋 分析师
SAC 执业证书编号: S1110518070004
sunhaiyang@tfzq.com

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

内容目录

1. 奢侈品行业全球领军者	4
1.1. 旗下多个时尚品牌重新定义当代奢华	4
1.2. 股权架构稳定，实控人持有股份占比高	5
1.3. 营收规模逐年增加，业绩稳步向好	6
2. 市场成熟扩张，头部品牌优势明显	8
2.1. 百亿级成熟市场，中国消费者主导增长	8
2.2. 行业马太效应强，头部品牌更受青睐	10
3. 坚持工匠精神，各类展览活动短片拍摄赢得国际知名度	11
3.1. 不断创新以提升技能及专业知识，以及坚持工匠精神	11
3.2. 服装展、广告及媒体报道使得 Prada 赢得国际知名度	14
3.3. 推出系列高象征价值单品，拍摄 Miu Miu 系列短片	15
3.4. 持续举办展览及各类文化活动	17
4. 盈利预测与估值	19
5. 风险提示	21

图表目录

图 1: 公司发展历程	5
图 2: 公司股权结构（截至 2023 年 12 月 31 日）	6
图 3: 2019-2023 年公司营业收入（亿欧元）、yoy	6
图 4: 2019-2023 年公司净利润（亿欧元）、yoy	6
图 5: 2019-2023 年公司毛利率（%）、净利率（%）	7
图 6: 2019-2023 年公司各项费用率（%）	7
图 7: 2019-2023 分品牌营业收入（亿欧元）	8
图 8: 2019-2023 年分地区营业收入（亿欧元）	8
图 9: 全球奢侈品市场规模（单位：百亿美元）	9
图 10: 中国奢侈品市场规模（单位：百亿美元）	9
图 11: 中国人境内外奢侈品消费额（单位：亿元）及奢侈品消费总额 yoy	9
图 12: 中国人境内奢侈品消费额（单位：亿元）及 yoy	10
图 13: 中国人境外奢侈品消费额（单位：亿元）及 yoy	10
图 14: 2020 年奢侈品品牌价值排行榜前十品牌（单位：亿美元）	11
图 15: 公司业务模式	12
图 16: Prada 品牌宣传活动	14
图 17: 于米兰 Fondazione 公司	15
图 18: 美国 NASA 宇航员将穿着 PRADA 登月	15
图 19: 《Miu Miu 女人心事》系列短片	16
图 20: 2022 年上海荣宅 Michael Wang [太湖] 展览现场	17
图 21: 2022 年东京青山 Fujiwara [Who the Bær]	17

表 1: Prada 集团品牌介绍.....	4
表 2: 2023 年全球前 20 大奢侈品公司排行榜（数据截至 2022 财年）.....	10
表 3: 分品牌店铺数量（个）.....	12
表 4: 分地区店铺数量（个）.....	13
表 5: 主要设计师资料.....	13
表 6: 公司近 6 年主要并购行为及新成立公司.....	18
表 7: 收入拆分及预测.....	19

1. 奢侈品行业全球领军者

1.1. 旗下多个时尚品牌重新定义当代奢华

Prada 集团是奢侈品行业的全球领军者，也是在不同文化领域与当代社会进行非传统对话的先驱。公司旗下拥有 Prada、MiuMiu、Church’s、CarShoe、Marchesi1824 和 LunaRossa 等享负盛名的品牌。

公司拥有 26 家自有工厂及超 14800 名雇员，公司设计和生产成服、皮具用品、鞋履及珠宝系列，产品分销透过 606 家直营店、电子商务渠道及精选电子零售商及百货公司于超过 70 个国家进行。

表 1: Prada 集团品牌介绍

品牌	品牌介绍	品牌图示
Prada	自一九一三年起，Prada 即是先锋潮流的代名词。它的智慧结合了理念、结构和图象，超越了潮流趋势。它的风格高于产品，将概念转化为一个宇宙，这已成为敢于挑战传统的基准。如今，Prada 的系列体现并传播联席创意总监 Miuccia Prada 及 Raf Simons 的远见卓识及求知欲。	
Miu Miu	Miu Miu 诞生于一九九三年，忠实演绎着 Miuccia Prada 的独立与前卫精神。该品牌肆意描刻着设计师的奇思妙想。设计师对当今世界的独特诠释及译码乃是该品牌的驱动力。在充满探索与创新的宇宙中，Miu Miu 多变的本质反映品牌背后进取而冲动的女性特质。Miu Miu 个性直接、出于本能且桀骜不驯。凭借淡雅而精致的风格，该品牌引领时尚潮流，勇于冒险，并可对当代时尚及文化变迁作出敏锐反应。	
Church's	Church’s 手工制作的鞋履代表永恒优雅与手工质量。Church’s 的历史可追溯至一六一七年，其将顶级皮革及出类拔萃的工匠精神与完美英伦风尚相结合，秉承数百年传统，重新定义当代奢华。	
CarShoe	自一九六三年起，CarShoe 因其带有橡胶鞋钉及解构式鞋底的标志性乐福鞋而驰名。对赛车和高级手工鞋的无限激情使这款经典鞋履成为旅行和赛车的象征。	
Marchesi1824	PasticceriaMarchesi 自一八二四年起成为米兰的标志，因其优雅的氛围、无可挑剔的服务及出色的糕点而驰名。门店位于米兰历史悠久的 ViaSantaMariaallaPorta、蒙提拿破仑大街、埃玛努埃尔二世拱廊，于伦敦梅菲尔区亦设有分店。	
LunaRossa	LunaRossa 是一支意大利帆船队，将挑战第 37 届美洲杯帆船赛。LunaRossa 超越团队的定义，代表着体育精神和技术创新的最高境界，多年来其项目赢得了意大利人和世界各地帆船爱好者的爱。	

资料来源：公司公告，天风证券研究所

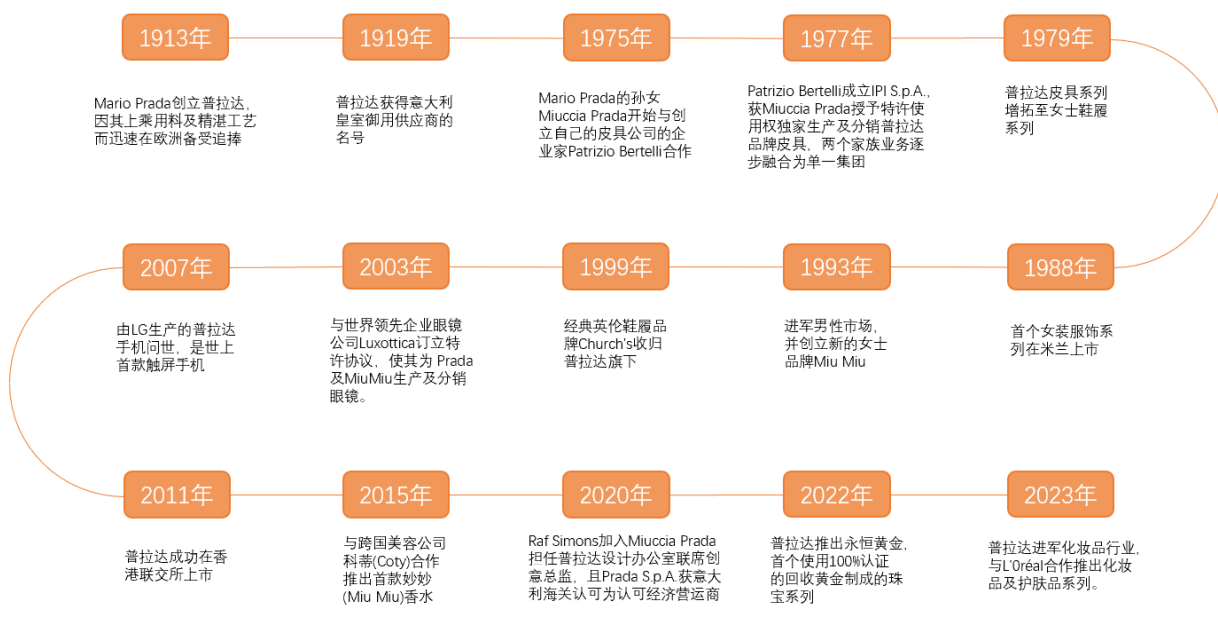
公司发展历程可分为如下阶段：

1913-1970 年代品牌初创与早期发展：1913 年，Mario Prada 创立普拉达；1919 年，普拉达获得意大利皇室御用供应商的名号。

1975-1999 年品牌扩展与国际化：1975 年，普拉达开始与 Patrizio Bertelli 家族合作。1979 年，皮具系列增拓女士鞋履系列；1988 年，首个女装服饰系列在米兰上市；1993 年，集团进军男性市场，并创立新的女士品牌 Miu Miu；1999 年，经典英伦鞋履品牌 Church's 收归普拉达旗下。

2000 年至今跨界发展与创新化：2003 年，与世界领先企业眼镜公司 Luxottica 订立特许协议；2007 年，LG 生产的普拉达手机问世；2011 年，普拉达成功在香港联交所上市；2015 年，与跨国美容公司 Coty 合作推出首款 Miu Miu 香水；2022 年，推出永恒黄金，成为首个使用 100%认证的回收黄金制成的珠宝系列；2023 年，进军化妆品行业，与 L'Oréal 合作推出化妆品及护肤品系列。

图 1：公司发展历程

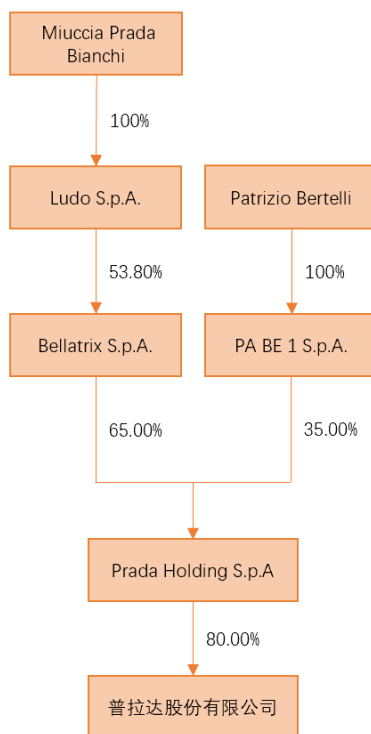


资料来源：公司公告，天风证券研究所

1.2. 股权架构稳定，实控人持有股份占比高

股权架构稳定集中。公司主要股东 Prada Holding S.p.A 占 80% 的股权，实际控制人 Miuccia Prada Bianchi 最终受益股占比约为 27.98%，另一名重要股东 Patrizio Bertelli 最终受益股占比 28.00%，股权结构稳定集中。

图 2：公司股权结构（截至 2023 年 12 月 31 日）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

1.3. 营收规模逐年增加，业绩稳步向好

2023 年公司收入 47.26 亿欧元，同增 12.5%，净利润 6.71 亿欧元，同增 44.3%，业绩高增。2019-2023 年营业收入分别为 32.26/24.23/33.66/42.01/47.26 亿欧元，GAGR 为 10.02%。2019-2023 年净利润分别为 2.56/-0.54/2.94/4.65/6.71 亿欧元，CAGR 为 27.2%，业绩稳步向好。其中，2020 年收入及净利润短期减少主要系受到新冠疫情对奢侈品消费造成的影响所致。2021 年，公司净利润同增 643.5%，业绩增加主要系盈利能力更高的销售组合、取消折扣及全面精简批发分销渠道的商业策略所致，以及自有电商平台的贡献，增长主要是来自新客户。2023 年，公司旗下品牌持续创新势头的支持下取得优异表现，公司业绩增长主要系其在策略、组织及数字化发展道路上取得重大进展。截至 23 年，公司连续 12 个季度取得零售增长，乃受全价及同比销售额所带动，销量及均价皆有正面贡献。

公司 2024 年的首要任务仍然是进一步提高品牌吸引力及零售业绩，坚定地致力于实现稳健、可持续、高于市场水平的增长。

图 3：2019-2023 年公司营业收入（亿欧元）、yoy

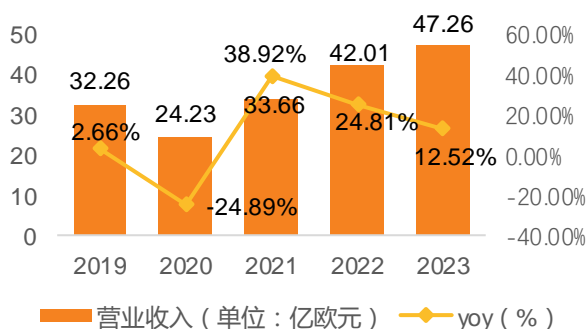
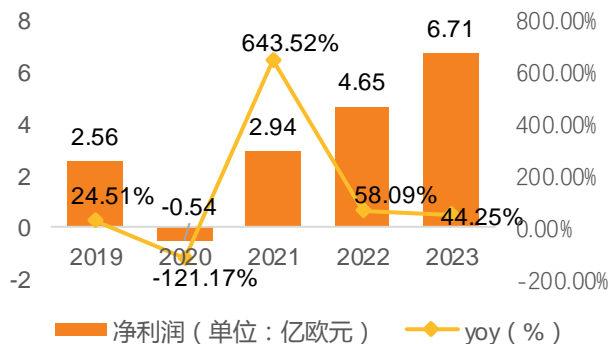


图 4：2019-2023 年公司净利润（亿欧元）、yoy



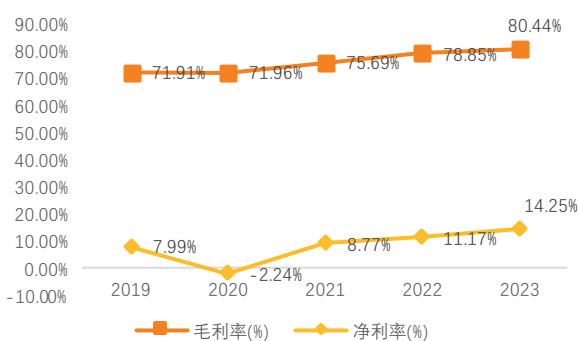
资料来源：公司公告，天风证券研究所

资料来源：公司公告，天风证券研究所

公司毛利率逐年增加，盈利能力逐渐提升。2019-2023年，公司毛利率分别为71.9%/72%/75.7%/78.9%/80.4%，毛利率逐年提升。期间，公司净利率由2019年的8.0%提升至2023年的14.3%，盈利能力有所提升。其中，2021年，公司毛利率较2020年的72%大幅增长，主要系产品、渠道及国家组合更佳。2022年，公司毛利率78.9%，同增3.2pct；2023年毛利率80.4%，同增1.6pct，主要系生产费用承担增加、物流成本降低、分销渠道的销售组合优化及平均价格上升。

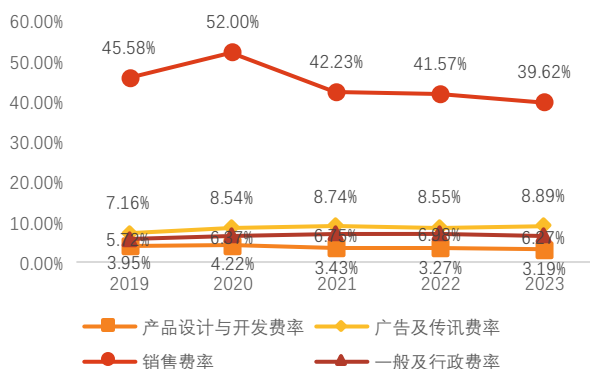
费率优化，降本增效成果显著。公司费用管控精细，经营开支总额占营收比例从2019年的62.4%优化至2023年的58.0%。其中，销售费率从2019年的45.6%下降至2023年的39.6%。公司费用优化，降本增效成果显著。

图 5：2019-2023 年公司毛利率 (%)、净利率 (%)



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 6：2019-2023 年公司各项费用率 (%)



资料来源：公司公告，天风证券研究所

分品牌：

- Prada:** 2019-2023年，Prada 品牌收入分别为 26.43/20.13/28.58/36.48/39.12 亿欧元，GAGR 为 10.3%。全品牌中，Prada 品牌贡献较高销售额，占总收入比重约 81%-87%。2023 年，Prada 取得优质、稳健的表现，2023 年 prada 品牌收益净额同增 7.2%，在全价及同比销售额的带动下实现高质量增长。
- MiuMiu:** 2019-2023 年，MiuMiu 品牌收入分别为 4.50/3.29/4.0/4.89/7.53 亿欧元，GAGR 为 13.7%。全品牌中，MiuMiu 收入占比约为 11%-16%。2023 年，MiuMiu 收益净额同增 54.1%，出色业绩证实该品牌在所有产品类别及地区的强大吸引力。
- Church' s:** 2019-2023 年，Church' s 品牌收入分别为 0.70/0.37/0.40/0.42/0.36 亿欧元。2020 年，Church' s 品牌经历收入下跌，原因为其市场位于欧洲及批发渠道占较大比重。2023 年，Church' s 收益净额同减 14.7%。
- 其他收入:** 2019-2023 年其他收入分别为 0.2/0.12/0.18/0.22/0.25 亿欧元，GAGR 为 6.2%。

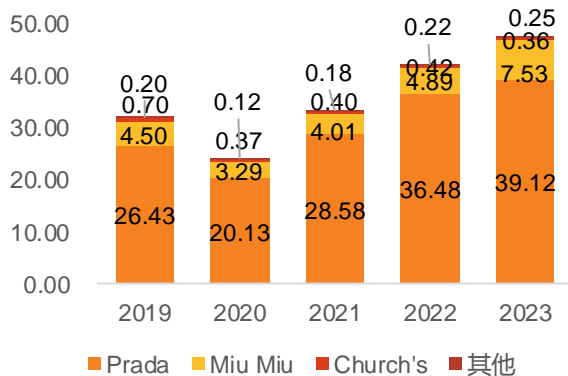
分地区：

- 亚太地区:** 亚太地区贡献主要销售额，2019-2023 年亚太地区营业收入分别为 10.18/9.64/12.73/12.32/14.46 亿元，GAGR 为 9.2%。所有地区中，亚太地区占比约 30%-40%。其中，2023 年亚太地区收入取得稳健增长，零售销售净额同增 17.4%，其中中国内地、香港及澳门增长率最高。
- 欧洲地区:** 2019-2023 年欧洲地区营业收入分别为 12.28/7.41/9.71/11.87/13.12 亿元，GAGR 为 1.7%。所有地区中，欧洲地区占比约在 30%左右，其中 2019 年占总 38%，主

要原因系当地客户及旅客以及正价销售增加所致。2020 年欧洲方面，由于旅游人潮对该市场至关重要，多次长时间封城加上实施限制个人活动自由的措施带来不良影响。2023 年，欧洲地区零售销售净额同增 10.5%，在当地客户及游客强劲需求的支持下，欧洲的零售销售净额增加。上半年度增长显著，第一季度尤为突出，此后的表现较为正常但保持稳健。

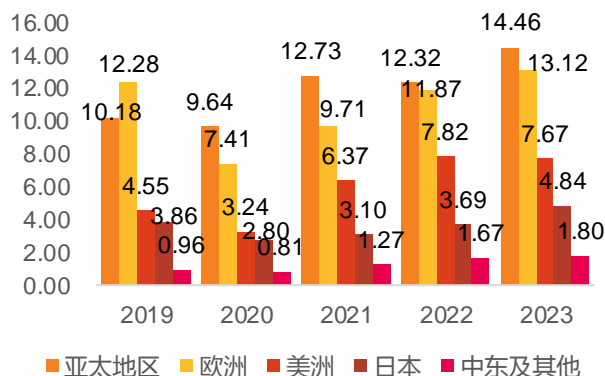
- 3) **美洲：**2019-2023 年美洲地区收入分别为 4.55/3.24/6.37/7.82/7.67 亿欧元，GAGR 为 13.9%。其中，所有地区中，美洲地区收入占比约为 13-19%。2020 年，美洲零售渠道于二月底前仍有双位数字增长，其后于疫情爆发时大跌并于年内下半年回升。美洲的店铺重开时，销售恢复程度较为强劲，原因为当地客户结构比例上较游客为多。2022/2023 年美洲地区零售销售净额分别同增 22.7%/同减 1.85%，2022 年最后数月美洲地区出现连续改善。
- 4) **日本：**2019-2023 年日本地区收入分别为 3.86/2.80/3.10/3.69/4.85 亿欧元，GAGR 为 5.8%。所有地区中，日本地区占比约为 8%-12%。2020 年，日本旅游人流不足，夏威夷、关岛及塞班岛封城延长，由当地消费的积极趋势部分抵销了上述不良影响。2023 年，日本地区零售销售净额同增 31.2%，日本仍为表现最突出的地区，主要系日本国内支出及日益由游客所带动。
- 5) **中东及其他：**2019-2023 年中东及其他地区收入分别为 0.96/0.81/1.27/1.67/1.80 亿欧元，GAGR 为 17.1%。期间，所有地区中，中东及其他地区收入占比约为 2%-3%。2020 年，下半年因当地消费者消费推动而取得双位数增长。2023 年，中东零售销售净额同增 7.8%，虽然地缘政治局势有所恶化，但中东的零售销售净额亦取得稳健表现。

图 7：2019-2023 分品牌营业收入（亿欧元）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 8：2019-2023 年分地区营业收入（亿欧元）



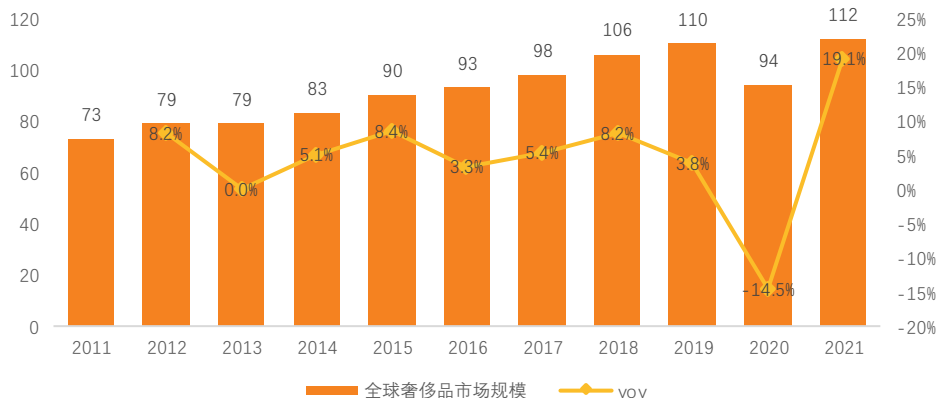
资料来源：公司公告，天风证券研究所

2. 市场成熟扩张，头部品牌优势明显

2.1. 百亿级成熟市场，中国消费者主导增长

行业历史悠久，市场发展成熟。十九世纪下半叶到二十世纪初，工业革命带来中产阶级的崛起，奢侈品从权贵化走向平民化，奢侈品真正进入品牌化发展。20 世纪 80-90 年代，奢侈品走向产业化发展，奢侈品也逐渐成为个人展示或私有化的产品。20 世纪 90 年代以后，中国等新兴经济体成为奢侈品行业的增长新引擎。目前，全球奢侈品市场已经发展到相对成熟的阶段。华经产业研究院数据显示，2011-2021 年全球奢侈品市场规模由 73 百亿美元扩大至 112 百亿美元，CAGR 为 4.4%。

图 9：全球奢侈品市场规模（单位：百亿美元）



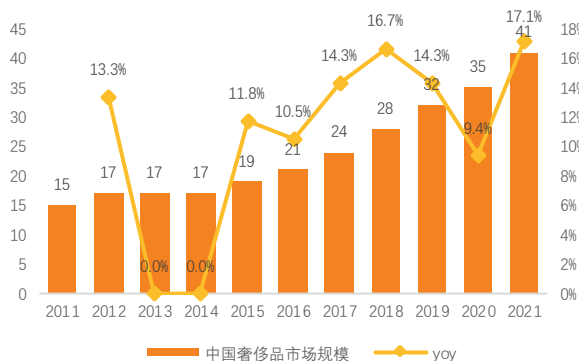
资料来源：华经产业研究院，天风证券研究所

中国引领市场增长，境外消费占比降低：

中国消费者是全球奢侈品市场的主要驱动力之一，消费额在全球市场中的占比不断增长。华经产业研究院测算，2011-2021 年中国奢侈品市场规模由 15 百亿美元扩大至 41 百亿美元，CAGR 为 11.4%。要客研究院数据显示，2023 年，中国人奢侈品消费走出 2022 年压力，恢复增长至 10420 亿元人民币，达到 2019 年水平，重新回归万亿元市场规模。中国人奢侈品消费占全球奢侈品消费的比重仍然是 38%左右，并没有大的变化，中国消费者依然是全球奢侈品消费的最重要力量。

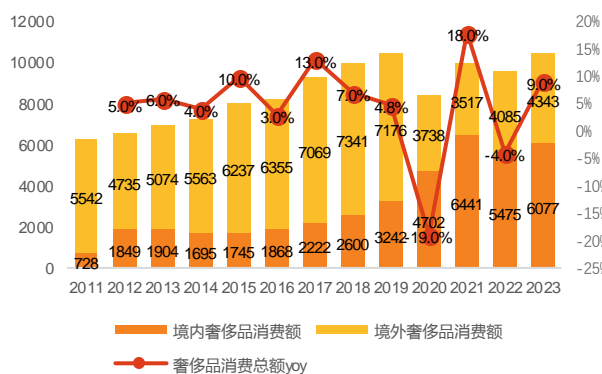
由于旅游成本增加，出国游人群进一步高端化，但是购物率相对降低 15%，出国人数减少，购物率降低，双重打击下，境外奢侈品购物风光不再，中国人境外奢侈品消费占比由 2011 年的 88.4%降至 2023 年的 41.7%。根据要客研究院的观点，未来 3-5 年，中国消费者在全球奢侈品行业的贡献力将进一步凸显，大部分品牌在中国市场将打折常态化，中国将成为全球购买奢侈品最便宜的地方。据要客研究院统计，2024 年，中国奢侈品市场增速预计在 12%左右，将略等于全球奢侈品行业增速，中国消费者奢侈品消费外流状态将进一步得到遏制，中国奢侈品市场占中国人奢侈品市场的比重未来几年将进入常态化区间 60%-65%。

图 10：中国奢侈品市场规模（单位：百亿美元）



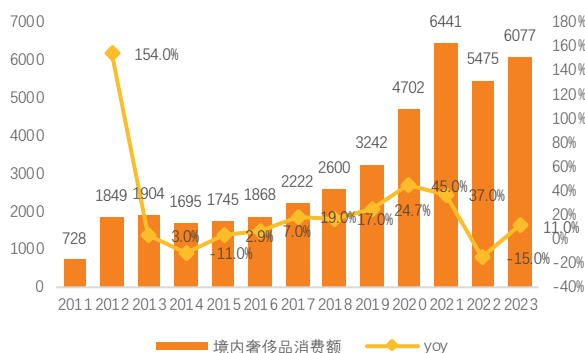
资料来源：华经产业研究院，天风证券研究所

图 11：中国人境内外奢侈品消费额（单位：亿元）及奢侈品消费总额 yoy



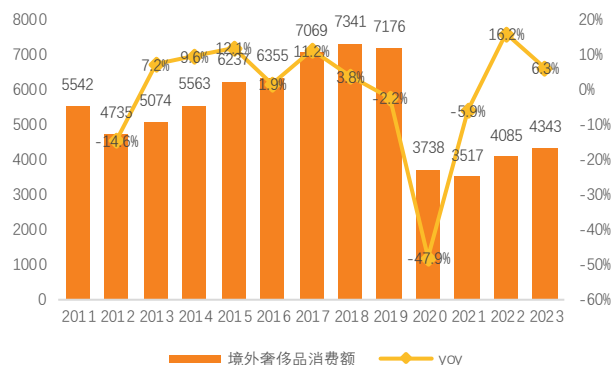
资料来源：要客研究院，天风证券研究所

图 12：中国人境内奢侈品消费额（单位：亿元）及 yoy



资料来源：要客研究院，天风证券研究所

图 13：中国人境外奢侈品消费额（单位：亿元）及 yoy



资料来源：要客研究院，天风证券研究所

2.2. 行业马太效应强，头部品牌更受青睐

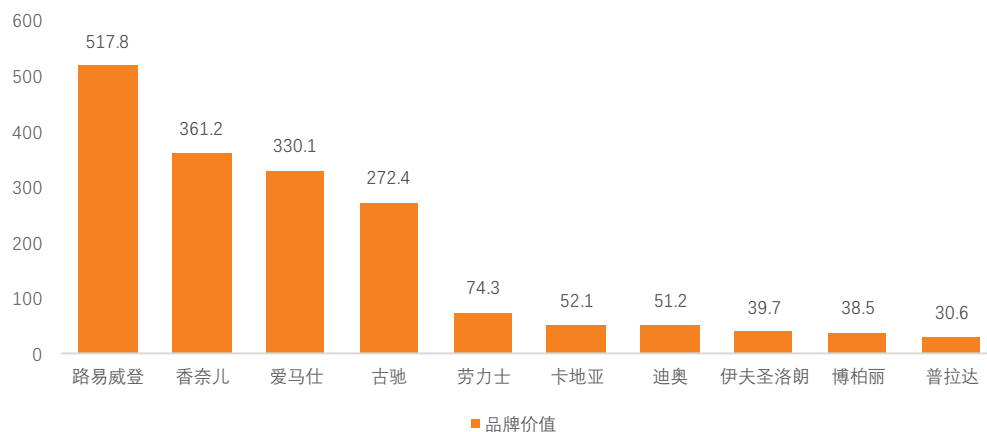
行业强者恒强，市场集中度较高。强者恒强的“马太效应”在奢侈品行业显得尤为突出。在整体消费意愿下降、整体市场竞争更为激烈的情况下，奢侈品牌间的马太效应也被进一步放大，头部奢侈品牌迎来新一轮拓展潮。顶级奢侈品牌正通过更大、更高端的差异化空间，打造更私密和尊贵的购物体验，其扩张挤占了一些高档品牌的空间。德勤报告显示，2023 年全球百强奢侈品公司中，销售额超 50 亿美元的 17 家公司为总销售额贡献了约 70%，而销售额在 10 亿美元及以下的 43 家公司贡献率仅为 6.4%。

表 2：2023 年全球前 20 大奢侈品公司排行榜（数据截至 2022 财年）

排名	公司	总部所在地	奢侈品年销售额（单位：亿美元）	公司总营收（单位：亿美元）
1	路威酩轩	法国	598.69	832.41
2	开云集团	法国	213.94	213.94
3	历峰集团	瑞士	192.48	222.76
4	雅诗兰黛	美国	177.37	177.37
5	香奈儿	英国	172.24	172.24
6	欧莱雅	法国	153.88	153.88
7	周大福珠宝集团	中国香港	125.63	127.09
8	爱马仕国际	法国	121.96	121.96
9	劳力士	瑞士	103.36	103.36
10	PVH Corp.	美国	83.64	91.55
11	老凤祥	中国	74.80	93.59
12	斯沃琪集团	瑞士	74.78	78.53
13	中国黄金集团黄金珠宝	中国	69.34	69.99
14	泰佩思琦	美国	66.85	66.85
15	拉夫劳伦	美国	62.19	62.19
16	Capri Holdings Limited	美国	56.54	56.54
17	资生堂	日本	53.60	81.21
18	普拉达集团	意大利	44.16	44.16
19	Malabar Gold & Diamonds	印度	40.24	40.24
20	博柏利	英国	38.59	38.59

资料来源：浙江贾促公众号，天风证券研究所

图 14：2020 年奢侈品品牌价值排行榜前十品牌（单位：亿美元）



资料来源：KANTAR，前瞻产业研究院，天风证券研究所

头部品牌更受青睐，吸引高净值人群。奢侈品行业疫情后走势两极分化的情况，与富裕消费者更愿意为头部品牌产品买单，以及中产消费者减少非必需品支出有关。摩根士丹利指出，品牌在金字塔的等级越高，超高净值客户的消费集中度也就越高，因此越来越多的奢侈品品牌开始提高产品价格。更知名、规模更大的奢侈品品牌，在未来将会得到更多的市场机会。贝恩的数据显示，2021 年顶级客户数量占比为 1.5%，但消费的奢侈品总值占比 35%；2022 年顶级客户的数量增加至 2%，而消费占比提高至 40%。

各品类销售增长，单品牌专卖店主导渠道：

品类方面：由于价格上涨，部分奢侈品品类的销量有所下滑，但推动了所有品类的销售额增长。珠宝品类尤其高级珠宝成为不确定环境下的投资热点，2023 年，珠宝品类的销售额有望达到 300 亿欧元；成衣品类尤其超高价成衣受到头部消费者的青睐，表明消费者对于卓越、耐用产品的需求不断扩大；美洲和欧洲市场的“口红效应”凸显，推动美妆品类尤其彩妆和香水两大子品类取得正增长；腕表品类持续向好，但两极化的趋势加剧，只有少数品牌成为赢家；皮具品类在近几年取得卓越表现，但目前增长速度有所放缓。

渠道方面：随着消费者对实体购物体验的追求增长，以及客户服务在销售中的重要性不断提高，单一品牌专卖店成为经销体系的主导。此外，实体和数字体验逐步融合，要求品牌在客户旅程的每一个环节提供卓越的体验。相比之下，以百货店和奢侈品专营店为代表的多品牌销售业态增长急剧放缓。

3. 坚持工匠精神，各类展览活动短片拍摄赢得国际知名度

3.1. 不断创新以提升技能及专业知识，以及坚持工匠精神

公司的制造方法建基于两大支柱：不断创新以提升技能及专业知识，以及坚持工匠精神，既是生产的要素，亦是每个品牌的价值所在。

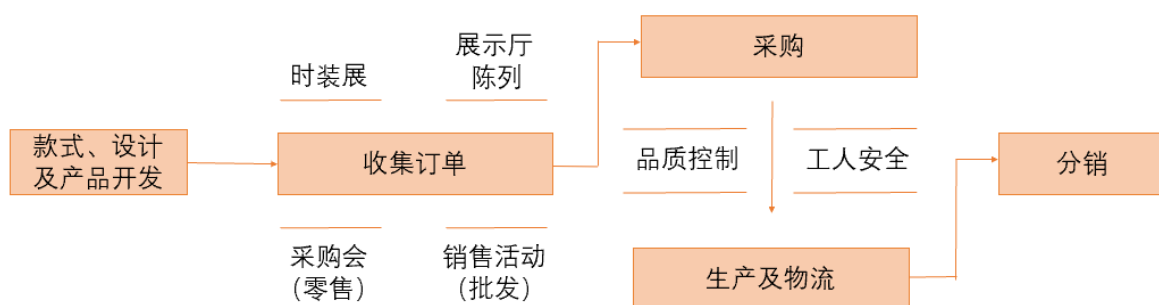
原材料质量是打造卓越产品的基础，品牌通常采用独家定制的面料及皮革，严格遵循技术及款式规格，从而确保产品品质上乘。公司产品在自有的 26 处生产设施（其中 23 处在意大利、1 处在英国、1 处在法国、1 处在罗马尼亚）生产，亦会由经过精选并受监察的工业制造商网络利用向公司提供的原材料、设计及样衣制作，从而能够紧密监控每个生产阶段。此方法旨在为生产组织带来优质工艺及提供显著灵活性。

产品品质为公司带来竞争优势的同时，对物料及技术的持续研究及实验加强竞争优势。对

供应链及人员的投资亦起到至关重要的作用。公司大部分生产人员已在 Prada 集团工作多年，由此可确保极高水平的专业化和对组织的深厚的知识积累。公司致力于透过 Prada 集团学院，将其制作技术和工艺技术薪火相传至后代，从而保存其企业传承的核心价值。

结合成熟的传统工艺与创新工业制造程序的业务模式为 Prada 集团品牌成功的基础。该业务模式使得公司将创新理念转化为成功的产品，同时在专有知识、质量与可持续发展标准及生产成本方面维持灵活性及控制权。

图 15：公司业务模式



资料来源：公司公告，天风证券研究所

扩大分销网络，直营店与电子商务相结合。2019-2023 年，在大型国际购物中心最繁华地段的直营店分别为 641/633/635/612/606 家，配合各品牌的形象、传承及独特性。这一庞大网络是持续研究及创新的对象，可陈列新系列，故为公司的战略性资产，亦是多渠道策略的支点。除主要承担的销售功能外，直营店亦是重要的传播方式：一位一贯且坚定传播各品牌形象的真正的品牌推广大使。直营店与电子商务策略整合，亦可以让公司实时监察各品牌及产品种类在不同市场的销售表现。公司的电子商务网站完善客户流程，配合实体店提供不断进化的购物体验。

2020 年，零售渠道于年初在欧洲、美洲及中东均录得双位数字增长，而二月正值中国公共医疗紧急事故高峰期时则开始出现下跌。疫情随后在全球蔓延，导致须在近乎所有国家关闭店铺。2021 年，零售空间及流程的投资提高了店铺生产率，这对加强品牌认知度而言实属重要。单独就 2021 年而言，已完成逾 120 家店铺翻新及已设置 80 个期间限定装置，促使店铺客流量上升并建立持续优化的零售形象。Prada Outdoor、Prada Holiday、Miu Miu Upcycled 及 Miu Miu Nuit 期间限定店在部分最尊尚的百货公司及商场巡回，引起巨大回响。2022 年，公司零售投资步伐加快，一年来完成 191 个项目，集中于现有店铺的翻新及装修以及选择性开设新店铺。透过众多独特装置、近 130 家概念店及期间限定店，提升客户体验。Prada Tropicco 为当中最成功的快闪店系列之一：以「天马行空」的遥远国度的色彩和氛围为灵感的全新景观，配合现代流行词汇重新演绎了 Prada 的视觉特质。截至 2023 年末，公司当年开设 26 家店铺及关闭 32 家店铺。2023 年批发渠道的销售较 2022 年同期增加 13%，其中独立批发的发展可控，与公司的战略一致，而免税店渠道取得大幅增长。

公司对建筑的浓厚兴趣在与 Rem Koolhaas 及 Herzog & deMeuron 等领先建筑公司共同开发的若干革命性零售概念中得到体现。这些独特的商店名为 Epicenters，位于纽约、洛杉矶及东京，亦用于举办文化讨论及活动。

近年，公司选择性精简包括百货公司、多品牌商店、特许经营方及电子商务零售商在内的批发渠道，确保最大限度地提高合作伙伴的素质及实施更具针对性的方针。

表 3：分品牌店铺数量（个）

	2019		2020		2021		2022		2023	
	直营	特许经营	直营	特许经营	直营	特许经营	直营	特许经营	直营	特许经营
Prada	410	19	410	20	420	21	422	21	428	20
MiuMiu	160	6	152	6	146	5	145	5	141	5
Church's	62	-	62	-	61	-	37	-	28	-
CarShoe	3	-	3	-	2	-	2	-	2	-
Marchesi1824	6	-	6	-	6	-	6	-	7	-
总计	641	25	633	26	635	26	612	26	606	25

资料来源：公司公告，天风证券研究所

表 4：分地区店铺数量（个）

	2019		2020		2021		2022		2023	
	直营	特许经营	直营	特许经营	直营	特许经营	直营	特许经营	直营	特许经营
欧洲	229	-	222	-	228	-	209	-	200	-
亚太	198	20	194	21	193	21	190	21	196	23
美洲	107	-	108	-	105	-	104	-	102	-
日本	85	-	88	-	88	-	86	-	85	-
中东	22	5	21	5	21	5	23	5	23	2
总计	641	25	633	26	635	26	612	26	606	25

资料来源：公司公告，天风证券研究所

设计师眼光独到，独特创作方式捕捉影响潮流。 Miuccia Prada 的求知欲，其对新理念孜孜不倦的探索，以及对文化社会的独特理解及解读是 Prada 集团创作的基石。其独特愿景造就了一套真正的设计文化，而当中自有其方法及规条，指导每位致力为公司创新变革的人员。

这套独特的创作方式，令 Prada 总能捕捉并影响潮流，不断实验运用新颖设计、布料及制作工艺。这实验过程和意念交流为公司设计过程中的不可或缺部分。花在画板及试身室的时间见证着设计研究和风格开发过程，是打造每个系列的重要步骤，从而使每件成服、鞋履及配饰均能互相完美配搭并营造出一个清晰的品牌形象。

Prada 眼光独到，公司传统及高标准吸引力较大，不断吸引世界各地的精英份子与他们合作，在多个不同领域擦出创意火花，锻炼出一支非凡团队，照顾到创作领域上每个环节：从设计到制作、从建筑到通信及摄影以及 Prada 集团所参与的所有独家特别项目。

2020 年委任 Raf Simons 与 Miuccia Prada 携手出任 Prada 品牌联席创意总监，带来新的创意活力，再次展现出对话及合作的重要性与力量。持续的实验过程及意念交流为设计过程中的不可或缺部分。在画板、试身室及研究和开发过程所花费的时间对于打造每个系列至关重要。Prada 集团的创新精神不断吸引世界各地的精英人士与之合作。

表 5：主要设计师资料

设计师	年份	事迹/荣誉
Miuccia Prada	1978 年	接管家族生意
	1985 年	设计出全新黑色、耐用而细致的尼龙手袋系列，直至今日也是经典之一
	1989 年	发布首个成衣系列，立刻引起轰动
	1992 年	推出价位较低的品牌 Miu Miu，不久后推出男装系列
	1993 年	获美国时装设计师协会颁发的国际大奖
	1995 年	获年度“最佳时装设计师”
	2004 年	获 CFDA 颁发的 2004 年国际大奖
	2005 年	《时代周刊》将其评为世界上最具影响力的 100 人之一

	2013 年	获英国时尚大奖评选的首届年度国际设计师奖
	2018 年	获 2018 时尚大奖授予的“杰出成就奖”
Raf Simons	1990 年	于 Walter Van Beirendonck 工作室实习
	1995 年	创立个人同名男装品牌
	2006 年	加入 Jil Sander
	2012 年	加入 Dior，成为了 Dior 女装全线的创意总监
	2016 年	以首席创意官的身份入主 Calvin Klein
	2017 年	摘得 CFDA “年度女装设计师”和“年度男装设计师”两项大奖
	2020 年	加盟 Prada，和 Miuccia 共同担任品牌创意总监

资料来源：服装数字图书馆公众号，PRADA 集团人才计划公众号，穿针引线服装设计公众号，IMSZ 马兰戈尼深圳公众号，T 中文版公众号，华丽志公众号，天风证券研究所

3.2. 服装展、广告及媒体报道使得 Prada 赢得国际知名度

Prada 集团的传讯必须超越商业目标并使利益相关者融入品牌的理念及价值中。树立与各品牌认同一致的一贯及有力品牌形象是公司的策略核心。时装展、广告活动及媒体报道是展示品牌及在国际受众及行业评论家中赢得知名度的主要平台。公司利用社交网络、品牌电子商务网站、公司网站及数字平台为其受众提供直接即时的互动。品牌新颖非凡的特别活动是公司的另一个重要传讯工具，让公司可与不同当地市场的客户直接互动。

此外，Luna Rossa 自 2000 年以来参与著名的美洲杯比赛，显著提高了 Prada 于国际体育界的知名度，推动其在运动服装领域树立品牌信誉及提升技术专长。

图 16：Prada 品牌宣传活动



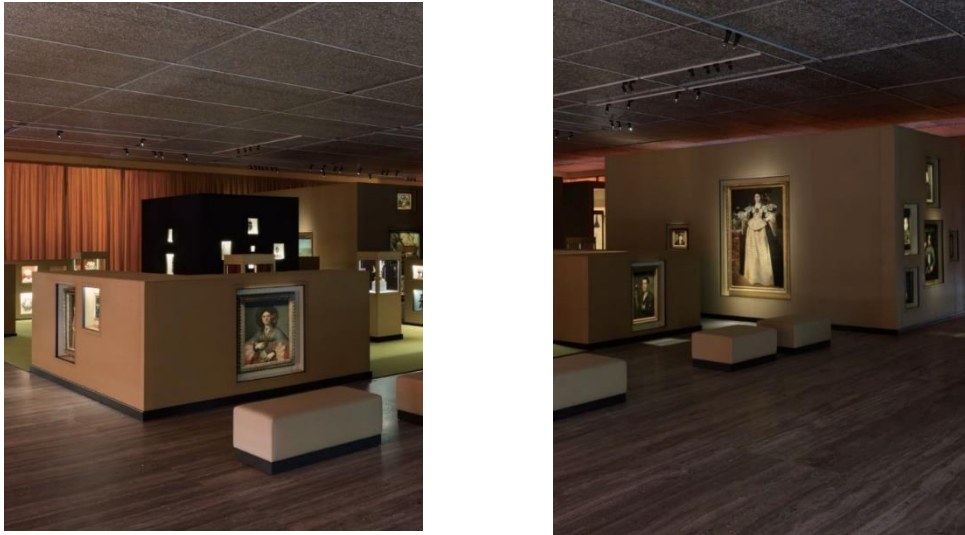
资料来源：公司公告，天风证券研究所

2019 年，芸芸极度重要项目之中，Fondazione Prada 与维也纳 Kunsthistorisches Museum 联手合作并由电影导演韦斯安德逊伙拍插画家兼作家 Juman Malouf 策划的「Il sarcofago di Spitzmaus e altritesori」展览。此项目包罗 538 件艺术品及珍稀品，反映收藏行为背后的动机，还有保存、呈现及体验藏品的方式。Fondazione Prada 影院每周末举办计划内活动，涵盖种类丰富的手法、视觉语言，以及一系列特别活动及公开会议。在「主观镜头」

（Soggettiva）一节，由两位导演 Nicolas Winding Refn、艾慕杜华以及艺术家 John 公司 Baldessari 呈献分享三部各显自家文化和智慧教育的精选电影。

由 Craig Richard 策划的音乐项目「I WANT TO LIKE YOU BUT I FIND IT DIFFICULT」第二版本在 Fondazione Prada 米兰户外区上演。此计划内三场活动探索多元音乐类型及语言，并招待众多国际艺术家。

图 17：于米兰 Fondazione 公司



资料来源：公司公告，天风证券研究所

2023 年，Prada 成功举办一系列活动，包括于曼谷举行的 Prada Extends 活动、Prada Mode 活动第 9 站及第 10 站、于上海举行的 Pradasphere II 展览以及于伦敦顺利开业的 Prada Caffè，亦有助于在全球提供独特的品牌体验。

2023 年，Prada 公布了令受众惊喜不已的独家合作，如「Adidas Football for Prada」系列以及就美国太空总署（NASA）阿尔忒弥斯 3 号（Artemis III）任务的登月宇航服与 Axiom Space 建立的开创性合作伙伴关系。

图 18：美国 NASA 宇航员将穿着 PRADA 登月



资料来源：Vogue Business 公众号，天风证券研究所

3.3. 推出系列高象征价值单品，拍摄 Miu Miu 系列短片

2019年,从产品角度而言,值得一提的是两个胶囊系列,即四月及五月推出的「Prada Invites」系列及十一月推出的「Prada for adidas Limited Edition」限量系列证明产品的象征价值高。与拥护二十一世纪设计的知名单位合作「Prada Invites」项目,推出一系列限量尼龙新商品。尼龙为品牌的标志性材料。「Prada for adidas Limited Edition」限量系列向两个品牌的传统致敬,并标志着两家公司建立重要业务联盟的起点。同时,「Prada Mode」的两个新版本先后在香港及伦敦呈现,「Prada Mode」为着重推广当代文化的流动俱乐部。电影作为当代艺术,令Miuccia Prada着迷,促成了其他宝贵的合作,如今已推出「Miu Miu女人的故事」系列的两部新短片。

《Miu Miu女人心事》集齐不同思想背景,探索女性内心世界。2019年,Miuccia Prada于电影(作为一种当代艺术)的个人兴趣产生了其他宝贵合作,如截至2019年12月制作了十八套短片,名为《Miu Miu女人心事》,由不同思想背景的国际知名导演开拓女人世界。

2020年,Prada基金会推出了两个数码项目:「恋爱故事(Love Stories)」及「有尽的怒吼(Finite Rants)」。2020年,Prada基金会展开针对脑部研究的「Human Brains」项目,其为结集展览、科学辩论、公共会议及出版活动的全球项目。《Miu Miu女人心事》的短篇电影其中两集分别为Mati Diop执导的《In My Room》及Małgorzata Szumowska执导的《Nightwalk》,两部作品均在2020年威尼斯电影节Giornate degli Autori活动中亮相。

2021年,《Miu Miu女人心事》当中两集分别为Isabel Sandoval执导的《Shangri-La》及Kaouther Ben Hania执导的《land the Stupid Boy》,两部作品均在2021年威尼斯电影节Giornate degli Autori活动中亮相。此电影系列由截至2021年12月前制作的二十二部电影所组成,齐集不同思想背景的国际知名导演探索女性的世界。

图 19:《Miu Miu女人心事》系列短片



资料来源: ACTIVATION 公众号, 天风证券研究所

荣获时尚创意大奖,协助推广慈善活动。2020年,Miuccia Prada荣获英国时装协会(British Fashion Council)颁发「二零二零年时尚大奖」创意类别奖项。Prada联席创意总监Miuccia Prada和Raf Simons年内为时尚界带来积极的变化,通过去年九月合作呈现的首场时装秀展现了创意的力量和对话的重要意义,也因此获得褒奖。

最后,在2020年9月,Prada基金会协助推广英国艺术家Damien Hirst策划的善举,鼎力支持救助儿童会在意大利开展名为「Riscriviamo il Futuro」的教育活动,透过出售由这位英国艺术家创作的四款限量版画作,筹得合共3.3百万欧元。

Prada及Miu Miu2021年春/夏时装展透过数字方式呈现,即使以新形式表达,仍因其原创性且完美无瑕的表现而受到注目。Miuccia Prada与Raf Simons共同管理的创作成品于九月初登Prada女装时装展,为两位设计大师打开重要合作之路,成为整个时装界监督创作模式转变的典范。

3.4. 持续举办展览及各类文化活动

艺术、哲学、建筑、文学及电影是持续为 Prada 提供灵感的主要文化领域。网络连接开阔了广度、颠覆常规、大胆挑战预期及创造偏离原始的情景。与明显不同文化领域的互动带来过去数年举办的多个特别项目，而这有助界定 Prada 世界的多元特征。于 2015 年，普立兹克建筑奖得主 Herzog & de Meuron 与公司于东京青山的品牌日本业务核心 Miu Miu 旗舰店合作。再早年，于 2000 年至 2004 年，Herzog & de Meuron 与另一名普立兹克奖得主 Rem Koolhaas 与 Prada 在纽约、洛杉矶及东京的「超级旗舰概念店」合作。这些超级旗舰店继续为 Prada 形象的关键，为有关购物概念、再思及重塑独特门店的创新思维成果，其中奢侈品、技术、设计及建筑完美结合，可提供广泛的专门服务以及感官及数字体验。超级旗舰店偶尔举办电影放映、展览、辩论及其他文化活动。

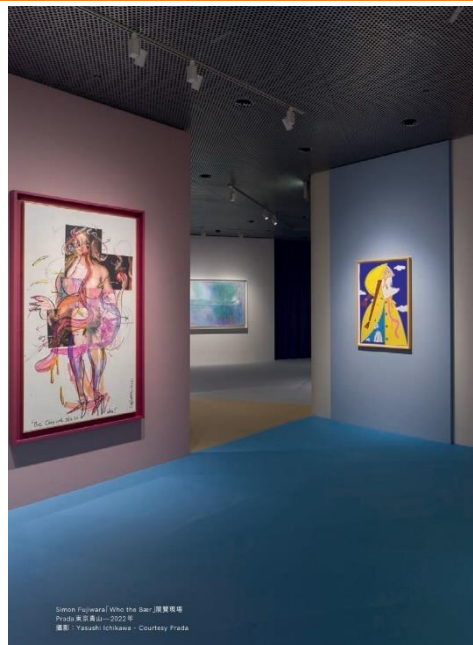
位于上海市中心的古宅荣宅经过六年一丝不苟的翻新，于 2017 年完成修复工程。荣宅是展现 Prada 集团对复修历史地标关注的另一个典范，其为与建筑师、历史学家及艺术家合作的丰盛成果，现已成为公司于中国的文化活动中中心场地。于上海 Prada 荣宅的项目包括于 2020 年 11 月获 Prada 基金会支持并由 Prada 集团呈献的 Alex DaCorte 场域特定活动。

图 20：2022 年上海荣宅 Michael Wang 「太湖」展览现场



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 21：2022 年东京青山 Fujiwara 「Who the Bær」



资料来源：公司公告，天风证券研究所

收购 Lunna Rossa Challenge S.r.l., 参与体育赛事，充分释放 Luna Rossa 商业潜质。2022 年，除了整体上涉足艺术、电影、建筑及文化世界外，Prada 集团在不断追求灵感的精神推动下，超过二十年来亦展现出对帆船世界及帆船界殿堂级赛事美洲杯帆船赛的热切喜爱。Prada 赞助的 Luna Rossa 船队于 2000 年、2003 年、2007 年、2013 年及 2021 年以挑战者身份竞逐赛事，其中于 2000 年及 2021 年胜出挑战者选拔赛，亦于 2007 年及 2013 年进入决赛。这份受益匪浅的经验使 Prada 品牌全球知名度提升，并成功为运动系列带来庞大商业贡献，促使公司于 2021 年 11 月收购负责管理船队的公司 Luna Rossa Challenge 公司 S.r.l.，其具有行内独特先进的技术及体育专业知识。随着此次收购，公司将 Luna Rossa 品牌的拥有权与船队的竞争能力结合，以参加第 37 届美洲杯帆船赛，并充分释放 Luna Rossa 品牌的商业潜质。

根据 Interbrand 公布的《2022 年全球最佳品牌》排名，Prada 连续两年录得同比价值增速超过 20%，跻身十五大价值增长最快品牌之列。此外，在 Lyst 公布的二零二二年十月至

十二月季度排行榜中，Prada 荣登榜首，而 Miu Miu 位列第四。Lyst 是一个数据分析工具，基于对全球 2 亿多消费者的购买习惯分析，每个季度发布当下最受欢迎的品牌及产品报告。根据 Lyst 的数据，Miu Miu 获评为「2022 年度品牌」；2022 秋冬时装秀大获成功，受到评论家及公众高度赞扬，并推出标志性产品，提升品牌于社交媒体的知名度，这也有赖于明星达人的支持。

公司所有主要产品类别（即皮具用品、成服及鞋履）均录得双位数增长。 Prada 方面，Prada 与 L'Oréal 合作打造的首款女士香水 Prada Paradoxe 已于八月上市；十月，Prada 推出 ETERNALGOLD，均使用 100% 认证的回收黄金制成，是品牌首个真正可持续精品珠宝系列。Paradoxe（采用可再填充瓶封装）及 ETERNAL 公司 GOLD 均应用了可持续概念，而可持续实践体现在公司业务的各个方面。

推进数字化建设：非同质化代币（NFT）。 2022 年，在数字领域，Prada Timecapsule 全面革新，从六月开始每月发布一款新品；每月推出独家限量产品并附赠非同质化代币（NFT），标志着公司首次进军 Web 3.0。同时，Prada 推出 Prada Crypted，是品牌在 Discord 上的全新社群平台，用户可在此互相交流想法和激发灵感，亦可联系时装与艺术、建筑、戏剧、音乐、Web3 等不同宇宙。Prada 亦进驻 Meta 名为 Avatars Store 的虚拟服装店，通过这家数字服装店，Facebook、Instagram 及 Messenger 的用户可为其虚拟形象购买时装。

2023 年，在数字领域，公司专注于一项多年转型计划，旨在完善整个技术基础设施以支持营运效率及收益增长。 该计划包括全渠道能力、产品生命周期、财务及零售 ERP、报告及规划流程整合等方面的举措。

收购 Conceria Superior S.p.A. 的 43.65% 股权。 2022 年，生产方面，公司持续投资工厂及供应链的垂直整合，以进一步提高制造的专业知识及提升流程各个环节的质量控制。为此，公司于八月收购 Conceria Superior S.p.A. 的 43.65% 股权，该公司以鞣制小牛皮革为专长，拥有 60 年经验。

收购位于米兰的关联公司 Fratelli Prada spa，与供应商建立重要合作伙伴关系。 公司 2019 年就完成旨在加强公司的形象及商店网络的重要项目进行投资，作为稳守西班牙关键位置的策略，公司在马德里购入一座著名建筑物，以及收购于米兰的关联公司 Fratelli Prada spa。与领先的技术供应商建立重要合作伙伴关系，以为营销及采购流程提供协助。同时，公司于 2019 年与意大利税务局签订《专利优惠税制协议》，据此，公司于 2015 年至 2019 年税期享有重大所得税优惠。

表 6：公司近 6 年主要并购行为及新成立公司

时间	并购及成立新公司
2018 年 12 月	收购了意大利制鞋厂 Les Femmes S.r.l. 的 40% 股本
2019 年 1 月	在意大利成立了 Figline S.r.l. 以推进皮革制品分部的生产活动
2019 年 10 月	向关联公司 Bellatrix 及 Bellatrix 的最终股东收购 Fratelli Prada spa 的附投票权股份的全部所有权，获得旗下位于米兰的零售网络的全面控制权
2020 年 4 月	PRADA S.p.A. 董事会批准借注册成立 Fratelli Prada S.p.A.（母公司于 2019 年 10 月 29 日向关联方收购的全资附属公司）的合并计划，同年 10 月签署合并协议
2021 年 1 月	与 DFS Group L.P. 签订合约收购 Travel Retail Shop 中余下少数股权。根据本次交易，自 2021 年 2 月 1 日起，Prada 集团已全资拥有 TRS Hong Kong Ltd、TRS Saipan llc、TRS Hawaii llc、TBS Okinawa kk 以及 TRS Guam Ltd（TRS Singapore pte ltd 已启动清盘程序且已于 2021 年 11 月完成，并不属于收购一部分）
2021 年 4 月	成立 PRADA S.M. S.r.l. 公司，以在意大利中心地区扩展业务；行使购股权以购买 Pelletteria Ennep i srl 余下 10% 股本，Prada 集团于协议后全资拥有该公司
2021 年 5 月	行使购股权购买 Hipic Prod Impex S.r.l 余下 20% 股本，Prada 集团于协议后全资拥有该公司
2021 年 6 月	Ermenegildo Zegna Group 签订协议以收购 Filati Biagioli Modesto S.p.A.。同年 7 月，两名新股东各自认购该公司 40% 股权

2021年11月	自关联方 PABE 1 S.r.l.收购 Luna Rossa Challenge S.r.l.的全部股本，该公司管理及统筹 Luna Rossa 帆船队参与美洲杯及其他瞩目帆船赛。Luna Rossa Challenge S.r.l.全资拥有 COR 36 S.r.l.，由于其业务仅与举办第 36 届美洲杯帆船赛有关，故其业务于 2023 年 1 月清盘
2022年8月	为进一步提高制造的专业知识及提升流程各个环节的质量控制，收购 Conceria Superior S.p.A.的 43.65%股权
2022年9月	成立 Prada Norway As 公司，以在挪威发展业务
2022年11月	购买 Caffè Principe S.r.l.的全部股本，其经营马尔米堡历史悠久、最负盛名的同名酒吧“Caffè Principe”；次年 5 月，Caffè Principe S.r.l.并入 Marchesi 1824 S.r.l.，以增加公司在餐饮业务的协同效应
2023年6月	Pelletteria Figline S.r.l.并入 Figline S.r.l.
2023年9月	Luna Rossa Challenge S.r.l.建立 Luna Rossa Challenge 2024 SI，以跟进 2024 年于西班牙巴塞罗那举办的下一届美洲杯帆船赛；与 Ermenegildo Zegna 集团签署协议，收购意大利针织品公司 Luigi Fedeli e Figlio S.r.l.的少数股权，Prada 集团与 Ermenegildo Zegna 集团各自收购 15%的股份
2023年10月	与 Store Specialist Inc.签署合资协议，成立名为 Prada Philippines Inc 的新公司，旨在发展菲律宾的商业活动，Prada S.p.A.拥有新公司的 60%股本；Pelletteria Ennepi S.r.l.并入 Prada S.p.A.，以合理化公司的生产工序

资料来源：公司公告，天风证券研究所

2023 年工业方面，公司持续投资工厂及供应链的垂直整合，进一步提高制造的专业知识及提升流程各个环节的质量控制。在此背景下，收购意大利家族企业 Luigi Fedeli e Figlio S.r.l.（其以优质的针织品及细纱而闻名于世）的少数股权，足证公司保护意大利专有技术的坚定承诺。

公司注重与供应商的关系，并以此作为成功的根本，双方的关系通过多年来的日常合作建立，并且不断增进。公司拥有广泛的原材料供应商及外部生产商，约 92%位于欧盟，当中绝大部分位于意大利。为达到最高的质量标准，公司设立了一套选择及保留供应商的程序，旨在与供应商建立长期业务关系。

4. 盈利预测与估值

2023 年，有赖于不断优化的组织及严格的执行力，Prada 持续获得青睐。男装及女装时装秀及时装系列大受欢迎，证实品牌的创意理念取得了持久成功，而具有影响力的活动及人才策略则提高了全球知名度及关注度。有赖于持续创新及成功诠释当代风尚的能力，均衡的产品类别组合可推动增长及维持稳健。

我们预计公司 24-26 年营收增长率分别为 8.04%/8.21%/8.61%，毛利率分别为 80.5%/80.6%/80.8%。分品牌，Prada 连续多年取得优质、稳健的表现，2023 年 prada 品牌收益净额同增 7.25%，在全价及同比销售额的带动下实现高质量增长，我们对 Prada 预期保持稳定，预计 24-26 年 Prada 收入分别为 41.37/43.73/46.29 亿欧元，分别同增 5.8%/5.7%/5.9%；2023 年，MiuMiu 收益净额同增 54.1%，出色业绩证实该品牌在所有产品类别及地区的强大吸引力，我们预计 MiuMiu 稳健增长，收入分别为 9.05/10.86/13.02 亿欧元，分别同增 20.2%/20.0%/19.9%；2023 年，Church's 收益净额同减 14.7%，我们保守预计 Church's 24-26 年增速分别为 -4.2%/-3.8%/-0.6%，Church's 收入分别为 0.34/0.33/0.33 亿欧元；预计其他收入分别为 0.29/0.33/0.37 亿欧元。

我们预计公司 24-26 年收入分别为 51.06/55.25/60.01 亿欧元，净利润分别为 7.36/8.00/8.73 亿欧元，EPS 为 0.29/0.31/0.34 欧元/股，对应 PE 分别为 27/25/23x，首次覆盖，给予“增持”评级。

表 7：收入拆分及预测

单位(亿欧元)	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	33.66	42.01	47.26	51.06	55.25	60.01

yoy (%)	38.92%	24.81%	12.50%	8.04%	8.21%	8.61%
Prada	28.58	36.48	39.12	41.37	43.73	46.29
yoy (%)	41.99%	27.65%	7.25%	5.75%	5.70%	5.85%
占比 (%)	84.90%	86.83%	82.78%	81.03%	79.15%	77.14%
MiuMiu	4.01	4.89	7.53	9.05	10.86	13.02
yoy (%)	21.77%	21.87%	54.05%	20.15%	20.02%	19.88%
占比 (%)	11.92%	11.64%	15.94%	17.72%	19.66%	21.70%
Church's	0.40	0.42	0.36	0.34	0.33	0.33
yoy (%)	7.00%	6.12%	-14.72%	-4.23%	-3.82%	-0.58%
占比 (%)	1.18%	1.00%	0.76%	0.67%	0.60%	0.55%
其他	0.18	0.22	0.25	0.29	0.33	0.37
yoy (%)	54.07%	20.87%	14.27%	17.49%	12.12%	11.98%
特许权费	0.49					

资料来源：公司公告，天风证券研究所

5. 风险提示

- (1) **商业吸引力及受欢迎程度风险：**公司成功与否，取决于公司在创造及影响时尚及产品潮流的能力、及时预测消费者口味及趋势转变的能力，以及满足甚至超越客户期望的能力。倘未能及时感知时尚需求或将其转化为造型、设计及开发阶段，则可能会对公司品牌的吸引力造成负面影响，从而影响其业绩及财务状况。
- (2) **知识产权及品牌保护风险：**公司的品牌及其他知识产权乃是基本资产。侵犯公司知识产权可能会对其业绩造成重大负面影响并损害其形象。
- (3) **人才管理及挽留风险：**公司的营运需要在设计、产品开发、生产、推广、采购、管理及公司等职能方面具备适当资格的管理人员、员工和工匠。因此，对公司而言，留住熟手员工及培育新一代员工是关键，特别是在充满活力及不断发展的就业市场中。人才及技术人员的流失、高流动率、高级管理人员的离职及传统工艺的消失可能会影响公司的营运、产品品质，从而影响业绩。
- (4) **企业形象风险：**在竞争激烈的环境中，公司的国际奢侈品业务成功与否有赖其品牌的形象及独特性。这些特性取决于多项因素，如产品的风格及设计、用料质量及制作工艺、直接经营店铺的形象及选址、业务合作伙伴精选、交流活动及整体公司形象。公司亦深明在其经营所在地区环境、社会及监管形势迅速转变的情况下，利益相关者亦对透明度及问责性有一定的要求。与上述有关的负面事件 – 例如不利或不准确的媒体报道、社交网络上的负面宣传、违背公司道德及诚信价值观的个人行为 – 可能会影响公司的形象及声誉，从而对业绩造成负面影响。
- (5) **供应链管理风险：**无法向符合质量要求及公司道德标准的供应商及时采购原材料、制造、采购及分销符合质量、数量及成本要求的制成品，或会导致生产中断、对公司业绩造成负面影响及/或损害公司声誉。尽管公司并非极度依赖任何一名制造商，但暂停或终止与部分最重要制造商的关系可能会对公司业务造成不利影响，从而影响其业绩。
- (6) **业务稳健性风险：**业务可能会因各种因素而中断，包括地缘政治或社会紧张局势升级、限制人员流动或出口、网络攻击、极端天气事件造成的财产损失、公共卫生事件、机器故障、劳资纠纷及业务营运过程中的质量控制失败。由此可能造成经济上的（如销售额下降、劳工成本增加、需要替换主要供应商、因自然灾害而导致潜在收入减少）及声誉上的损失。
- (7) **流动性风险：**流动性风险指公司在获取新资金方面可能遇到的困难，导致未能履行其财务责任。董事负责管理流动性风险，而公司财务总监（由公司财务副总监支持）则负责优化财务资源。
- (8) **外汇风险：**公司拥有广泛的国际布局，因而面对货币汇率变动可能对收益、开支、利润率及利润造成不利影响的风险。为对冲外汇风险，公司订立衍生合约，旨在确定已识别未来现金流量的欧元（或其他功能货币）价值。未来现金流量主要包括公司间应收贸易帐款及应收财务款项流入及公司间应付贸易帐款流出。该等款项主要涉及公司母公司以及 Prada 及 Miu Miu 品牌产品的全球分销商 Prada S.p.A.。
- (9) **利率风险：**利率风险指未来现金流量可能受利率变动影响的风险。为对冲此风险（主要涉及 Prada S.p.A.），公司使用衍生工具（如利率掉期或领式期权）以将浮动债务转变成定息债务或按特定利率范围内的利率计息的债务。
- (10) **测算具有主观性：**盈利预测具有主观性，仅供参考。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期恒生指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期恒生指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	A 栋 23 层 2301 房	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	邮编：570102	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	电话：(0898)-65365390	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com