

1913 HK
PRADA
Rating: OUTPERFORM
Target Price: HK\$81.87

Kai Sheng
k.sheng@htisec.com

Xi Liang
xi.liang@htisec.com

Xiaorui Hu
amber.xr.hu@htisec.com

首次覆盖：品牌活力焕新，业绩成长可期

投资要点：

- **百年品牌活力焕新，近年净利润 CAGR 居前。**公司于 1913 年在米兰创立，目前旗下有 Prada、MIU MIU、Church's 三个主要品牌，2011 年港股上市，2014-2017 年因销售疲软市值一度低迷，2016 年公司开始战略转型，2018 年至 2024 年底已回升 113%，公司近年净利润年均增速在行业内居前。
- **经营战略全面调整，转型卓有成效。**2016 年后，公司对其商业模式和经营战略进行了全面调整：①精简直营门店，2016-2022 年直营门店从 620 家减少至 612 家，2019 年收购 Fratelli Prada 实现对零售网络的完全控制，2022 年直营收入占比回升至 88%。②拓展电商渠道，在全球多地上线官方自有平台及第三方渠道；③优化仓储物流能力，建立物流中心。2020 年起进行较大幅度人事调动，首次外聘 CEO，专人独立管理 MIU MIU。
- **Raf Simons 焕活 Prada，MIU MIU 热度崛起，疫后业绩增长强劲。**Raf Simons 于 2020 年加入 Prada 担任创意总监，是继 1975 年 Miuccia Prada 担任首席设计师后，Prada 首次加入新任首席设计师，为品牌带来了活力和话题度，22Q4 Prada LYST 热度达第一名。MIU MIU 2020 年起首次拥有品牌主管，成长为拥有多款爆品的独立品牌，LYST 品牌热度 21Q4 到 22Q3 从第 20 名跃居第 5 后始终保持前列，蝉联 2022、2023 年年度品牌，24Q3 居第一。收入端 2023 年以来逆市保持高增并持续提速，2021-2023 年盈利指标持续较快增长，创多年新高。
- **奢侈品行业有望进一步增长，我们判断短期内欧美将领涨。**2024 年因高通胀、地缘政治危机等宏观经济不利影响，高端消费信心疲软，中国尤其承压。高单价+保值属性高的奢侈品相对韧性较强，我们认为超高净值人士奢侈品消费意愿稳定。亚太和欧洲是奢侈品公司最大的市场，我们预测欧美有望受惠宏观改善+美国大选结果落地，短期内领涨全球奢侈品市场，长期中国仍是奢侈品消费引擎。头部奢侈品店效持续增长，LVMH、Hermès 均于 2024 年扩张产能，奢侈品行业有望进一步增长，Prada 近三年已布局增速较高的珠宝及美妆赛道。
- **盈利预测及估值。**我们预计公司 2024-2026 年营业总收入为 54.44、60.17、66.41 亿欧元，归母净利润 8.24、9.4、10.64 亿欧元，同比增长 22.8%、14.1%、13.2%；给予 2025 年市盈率估值 25X，按照 8.91 港元=1 欧元兑换，对应目标价 81.87 港元，首次覆盖给予“优于大市”评级。
- **风险提示。**疫情反复，店效和线上增速不及预期，零售环境疲软，公司产品上新不及预期。

本研究报告由海通国际分销，海通国际是由海通国际研究有限公司，海通证券印度私人有限公司，海通国际株式会社和海通国际证券集团其他各成员单位的证券研究团队所组成的全球品牌，海通国际证券集团各成员分别在其许可的司法管辖区内从事证券活动。关于海通国际的分析师证明，重要披露声明和免责声明，请参阅附录。(Please see appendix for English translation of the disclaimer)

主要财务数据及预测

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万欧元)	4201	4726	5444	6017	6641
(+/-)YoY(%)	24.8%	12.5%	15.2%	10.5%	10.4%
净利润(百万欧元)	465	671	824	940	1064
(+/-)YoY(%)	58.1%	44.2%	22.8%	14.1%	13.2%
全面摊薄 EPS(欧元)	0.18	0.26	0.32	0.37	0.42
毛利率(%)	78.85%	80.44%	80.64%	80.64%	80.64%
净资产收益率(%)	13.36%	17.41%	19.34%	19.90%	20.27%

资料来源：公司年报（2022-2023），HTI

备注：净利润为归属母公司所有者的净利润

目 录

1. 公司概况：百年品牌活力焕新，疫后估值涨幅居前	6
1.1 历史沿革	6
1.2 历史市值表现	6
2. 行业地位：收入规模处行业中游，近年利润增速居前	7
3. 经营回顾：疫后业绩增长强劲，战略转型卓有成效	10
4. Prada 焕发活力，MIU MIU 热度崛起	12
4.1 Raf Simons 加盟，焕活 Prada	12
4.2 “少女”MIU MIU 初长成，热度显著提升	14
5. 奢侈品行业有望进一步增长，短期内欧美将领增	17
5.1 头部奢侈品近 2 年增长持续放缓，Prada 逆势提速	17
5.2 中国高端消费信心承压，超高净值人群高端消费意愿稳定	18
5.3 亚洲及欧洲是奢侈品最大市场	19
5.4 短期内欧美将领增，珠宝皮具美妆等品类增速快于整体	19
5.5 中长期中国仍将是奢侈品市场增长引擎	21
5.6 头部奢侈品店效持续增长，判断定价策略稳定。	22
6. 盈利预测与估值	22
7. 风险提示	23
财务报表分析和预测	25

图目录

图 1	公司历史沿革	6
图 2	公司历史市值表现	7
图 3	历史主要奢侈品公司 PE(FY1) (倍)	7
图 4	2023 年奢侈品公司皮具市占率及产品定价分布	9
图 5	Prada 分地区奢侈皮具市占率 (%)	10
图 6	MIU MIU 分地区奢侈皮具市占率 (%)	10
图 7	公司历史 SKU 及目标 (个)	11
图 8	公司收入分渠道情况	11
图 9	2009-2024 年九月公司收入拆分增速	11
图 10	Prada 历史盈利水平变化	12
图 11	2023 年主要奢侈品上市公司 EBIT Margin (%)	12
图 12	2023 年主要奢侈品上市公司直营店效对比 (百万欧元)	12
图 13	Prada 历史直营店效 (百万欧元)	12
图 14	Raf Simons 加入前后成衣产品对比	13
图 15	Raf Simons 加入前后手提包产品对比	13
图 16	Prada LYST 品牌热度排名	14
图 17	2020 年前后 MIU MIU 成衣产品对比	14
图 18	近年 MIU MIU 走秀及宣传图	15
图 19	MIU MIU LYST 品牌热度排名	15
图 20	MIU MIU 近 5 年各品类爆款	16
图 21	MIU MIU 品牌历史收入表现	16
图 22	MIU MIU 直营店效 (百万欧元)	17
图 23	MIU MIU 直营店铺数	17
图 24	头部奢侈品公司单季收入增速表现	18
图 25	瑞士腕表出口金额当月同比 (%)	18
图 26	2023 年各公司亚太地区收入占比	19
图 27	2023 年各公司欧洲收入占比	19
图 28	中国大陆出境按目的地拆分 (人次)	21
图 29	2019-2025E 奢侈品消费场景分布	21
图 30	历史欧元汇率表现	21

图 31	预计 2030 年中国中高收入消费者翻番	21
图 32	同业近五年店效表现（百万欧元）	22

表目录

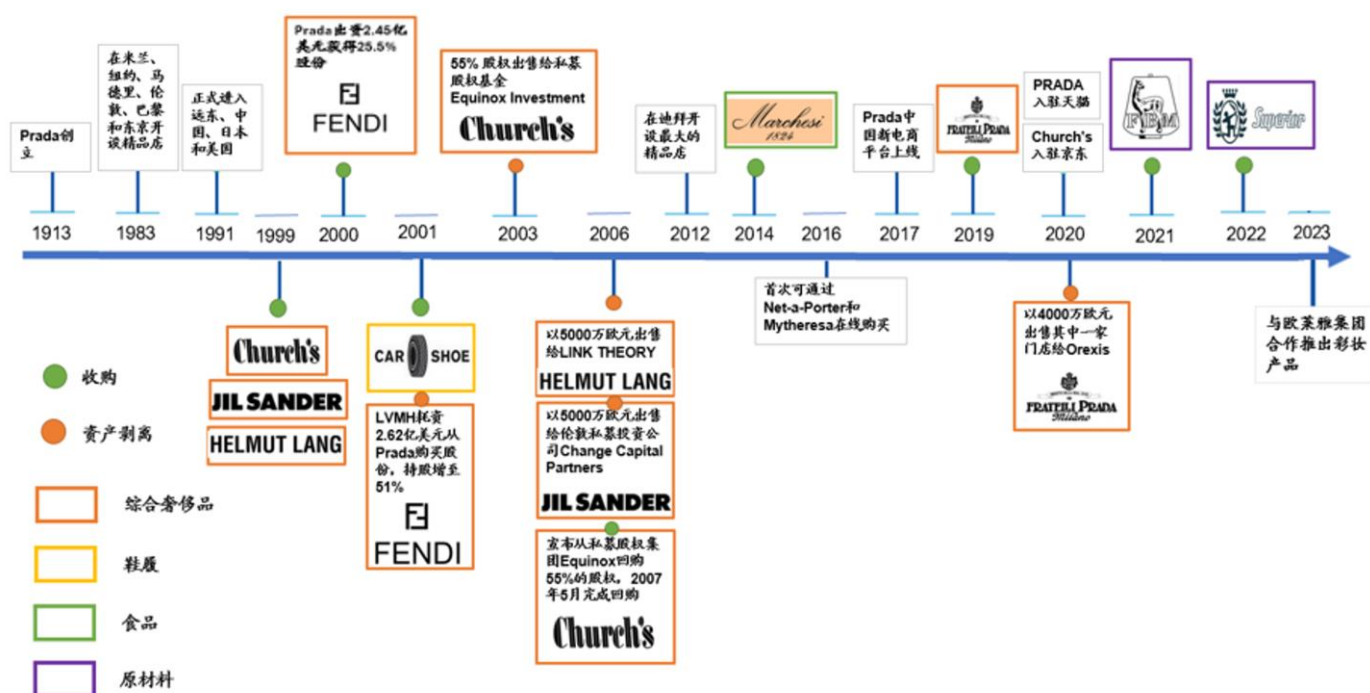
表 1	2019-2022 年主要奢侈品上市公司历年 FY1 PE 中位数 (倍)	8
表 2	奢侈品公司主营业务及财务情况 (百万欧元)	8
表 3	2023 年主要奢侈品公司最新年度皮具收入	9
表 4	2023 年主要中高端品牌门店数量	17
表 5	2019-2024 年奢侈品市场规模 (亿美元)	19
表 6	头部奢侈品公司分地区收入增速	20
表 7	分项盈利预测表	22
表 8	可比公司估值表	23

1. 公司概况：百年品牌活力焕新，疫后估值涨幅居前

1.1 历史沿革

公司于 1913 年在米兰创立，以皮具起家，1919 年成为意大利皇室御用供应商。1978 年，现任首席设计师 Miuccia Prada 继承公司。公司在 90 年代开展一系列收购，但由于债务问题，2000 年代多数收购品牌被逐一售出，目前公司旗下主要为 Prada、MIU MIU、Church's 三个品牌。2021 年，公司和 Zegna 联手收购意大利羊绒制造商 Filati Biagioli Modesto，占 40% 股份。2022 年 9 月，公司宣布收购意大利斯卡纳家族制革工厂 Superior 43.65% 的股权，该公司是小牛皮加工领域的头部公司。2023 年，Prada 与欧莱雅集团合作上线彩妆及护肤产品，拓展仅有香水产品的美妆线。

图1 公司历史沿革



资料来源：各公司官网，VOGUE，HTI

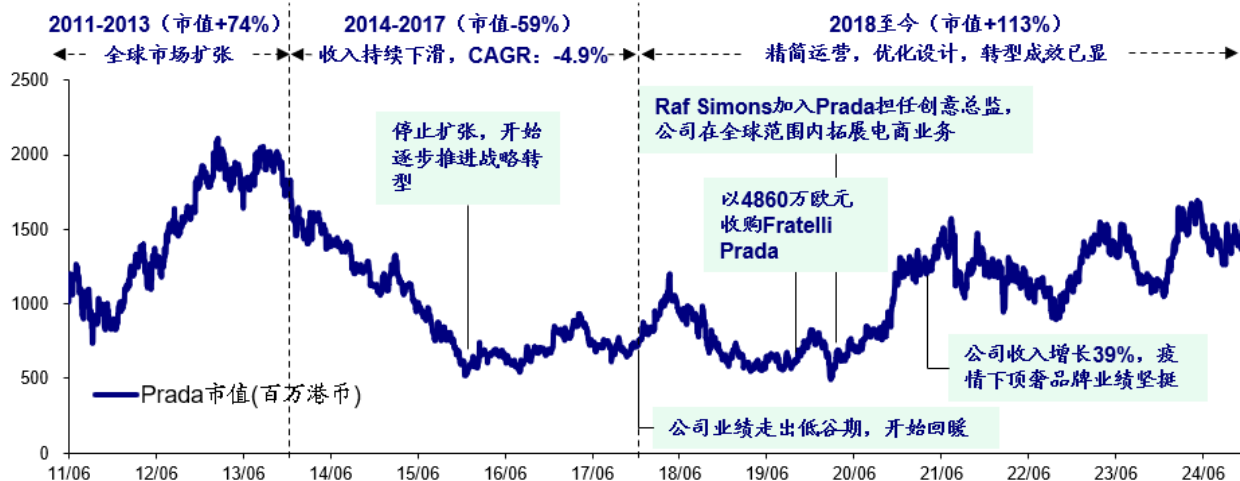
1.2 历史市值表现

2009-2013：上市伊始，全球扩张。实施长期的全球市场扩张战略，持续推进地域扩张和门店扩张，FY2008-2012，直营店铺数以年均 14.8% 的速度由 265 家增至 461 家，亚太地区收入规模翻超四倍至 11.6 亿欧元，收入占比由 17% 提升至 35%。公司 2011 年港股上市，2011-2013 年市值上涨 74%，FY2010-2012 各主要地区收入均实现双位数增长。FY2008-2012，亚太地区收入年均增速 42.3%，为增长最快的地区。

2014-2017：产品力不佳，销售疲软，市值低迷。2014 年后，公司市值显著下滑，至 2017 年市值下降 59%，期间公司收入逐年下降，收入 CAGR -4.9%，皮具产品销售疲软，核心欧亚市场表现不佳。2016 年公司终止全球扩张计划，开始逐步推进战略转型。FY2014-2016 直营店铺数年均增速约 4.8%，FY2016 末直营店铺数为 652 家。亚洲收入于 FY2014 中断增长趋势，持续下滑，FY2013-2017 CAGR-6.9%。日本收入 FY14、15 高单位数增长，FY2017 双位数下降，FY2017 收入降至低于 FY2012 水平。

2018 至今：精简运营，优化设计，转型成效已显。 2018 年公司业绩有所回暖，收入同比增长 3%，2019 年 10 月，公司以 4860 万欧元收购 Fratelli Prada，实现对零售网络的完全控制。2020 年 2 月，Raf Simons 加入公司旗下 Prada 品牌，与 Miuccia Prada 共同担任品牌的创意总监，2018 年至 2024 年底市值回升 113%。直营店铺年均增速放缓，2017-2019 年均增速 1.0%。亚太提速，收入 17-21 年 CAGR 6.9%，零售收入 21-23 年 CAGR 10.1%。日本收入 17-21 年 CAGR -2.1%，于 21 年起恢复双位数增长，21-23 年零售收入 CAGR 27.7%。

图2 公司历史市值表现

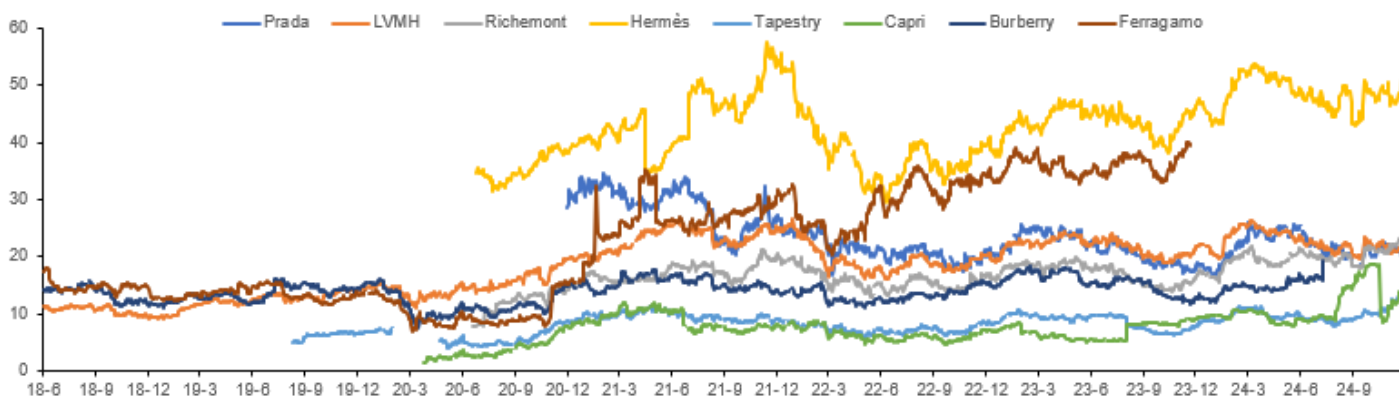


资料来源：公司 2014-2023 年年报，Bloomberg，HTI

2. 行业地位：收入规模处行业中游，近年利润增速居后

疫后奢侈品公司估值多数提升，公司 PE 下降 30%。我们统计了 8 个主要的奢侈品上市公司的历史 PE (FY1) 情况，从整体估值水平来看，Ferrogamo、Hermès、Prada、LVMH 处在高位。2023 年公司 PE (FY1) 中位数 21.5 倍，排名第 4，较 Hermès、Ferrogamo 分别折价 51.3%和 41.2%。

图3 历史主要奢侈品公司 PE(FY1) (倍)



资料来源：Bloomberg，HTI

从历年中位数上看，疫情后各公司 PE (FY1) 除 Prada 外均提升，Prada 2023 年 PE (FY1) 中位数较 2020 年下降 30%。公司 PE (FY1) 中位数自 22 年以来维持 21 倍左右水平。

表 1 2019-2022 年主要奢侈品上市公司历年 FY1 PE 中位数（倍）

	Prada	LVMH	Richemont	Hermès	Tapestry	Capri	Burberry	Ferragamo
2019 年 FY1 PE 中位数		12.60			6.51		13.52	13.36
2020 年 FY1 PE 中位数	30.73	14.91	12.67	35.20	5.41	3.49	11.15	9.15
2021 年 FY1 PE 中位数	29.40	23.89	17.16	44.38	9.62	8.24	15.24	26.41
2022 年 FY1 PE 中位数	20.77	18.87	15.73	37.82	7.24	6.23	13.31	30.05
2023 年 FY1 PE 中位数	21.50	22.17	17.72	44.18	9.24	6.98	15.79	36.53
至 24/12/6 FY1 PE 中位数	21.78	22.41	20.07	48.70	9.60	9.84	14.78	

资料来源：Bloomberg，HTI

收入规模处行业中游，品牌矩阵较为精简，近年净利润 CAGR 居前。我们统计了 13 个主要的奢侈品公司的财务情况，2023 年 Prada 收入规模 47.3 亿欧元，排名第 8，相较于旗下有数十个品牌的 LVMH、Richemont 等，Prada 品牌矩阵集中，旗下为 Prada、MIU MIU、Church's 三个品牌，排除品牌矩阵宽广的 LVMH、Richemont、Kering、Swatch 四家公司，Prada 在剩余九家公司中收入规模排名第 4。2019-2023 年 Prada 收入和净利润 CAGR 分别为 10%和 27.3%，在 13 个公司中分别排名第 3 和第 2，ROE 中位数排名第 8。

表 2 奢侈品公司主营业务及财务情况（百万欧元）

	旗下主要品牌	主要产品	2023 收入	2023 净利润	2019-2023 收入 CAGR	2019-2023 净利润 CAGR	2019-2023 ROE 中位数
LVMH	Louis Vuitton, Christian Dior, Celine, Loewe, Kenzo, Givenchy, Fendi, Emilio Pucci, Marc Jacobs, TIFFANY & CO., Guerlain,	时装、皮革制品、香水及化妆品、钟表、珠宝	86153	15174	12.6%	20.6%	26.1%
Richemont	Cartier, Van Cleef & Arpels, Piaget, Vacheron Constantin	珠宝、钟表	20616	2355	9.7%	26.1%	7.5%
Kering	Gucci,Yves Saint Laurent,Bottega Veneta,Balenciaga	服装、皮革制品、鞋类、钟表、香水及化妆品、珠宝	19566	2983	5.4%	6.6%	22.9%
Hermès	Hermès, Crystal Saint-Louis	皮革制品、成衣、配饰、丝绸、香水、钟表	13427	4311	18.2%	29.6%	29.1%
Swatch	Harry Winston, Blancpain, Longines, Omega, Tissot, Hamilton, Swatch	钟表、珠宝	8121	895	2.3%	8.1%	6.8%
Tapestry	Coach, Kate Spade, Stuart Weitzman	手提包、配饰	6369	895	4.8%	12.2%	30.1%
Capri Holdings	Versace, Jimmy Choo, Michael Kors	配饰、鞋类、服装	4768	-211	-1.2%	-	-2.9%
Prada	Prada, MIU MIU, Church's	皮革制品、服装、鞋类	4726	671	10.0%	27.3%	9.9%
Burberry	Burberry	服装、配饰	3440	313	3.4%	22.4%	25.0%
Hugo Boss	Boss, Hugo	服装、配饰	4197	258	9.8%	5.9%	20.5%
Tods	Tod's, Hogan, Fay, Roger Vivier	皮革制品、鞋类、服装	1127	50	5.3%	2.0%	2.3%
Ferragamo	Ferragamo	皮革制品、鞋类、服装、丝绸、配饰	1156	26	-4.3%	-26.1%	9.2%
Mulberry	Mulberry	皮革制品、配饰、鞋类、女性服装	184	15	2.5%	-	25.9%

资料来源：各公司官网，Bloomberg，HTI

Prada 品牌手提袋产品价位偏高。从皮具品类看，2023 年公司皮具收入 19.1 亿欧元，在 10 家奢侈品公司中排名第 5。

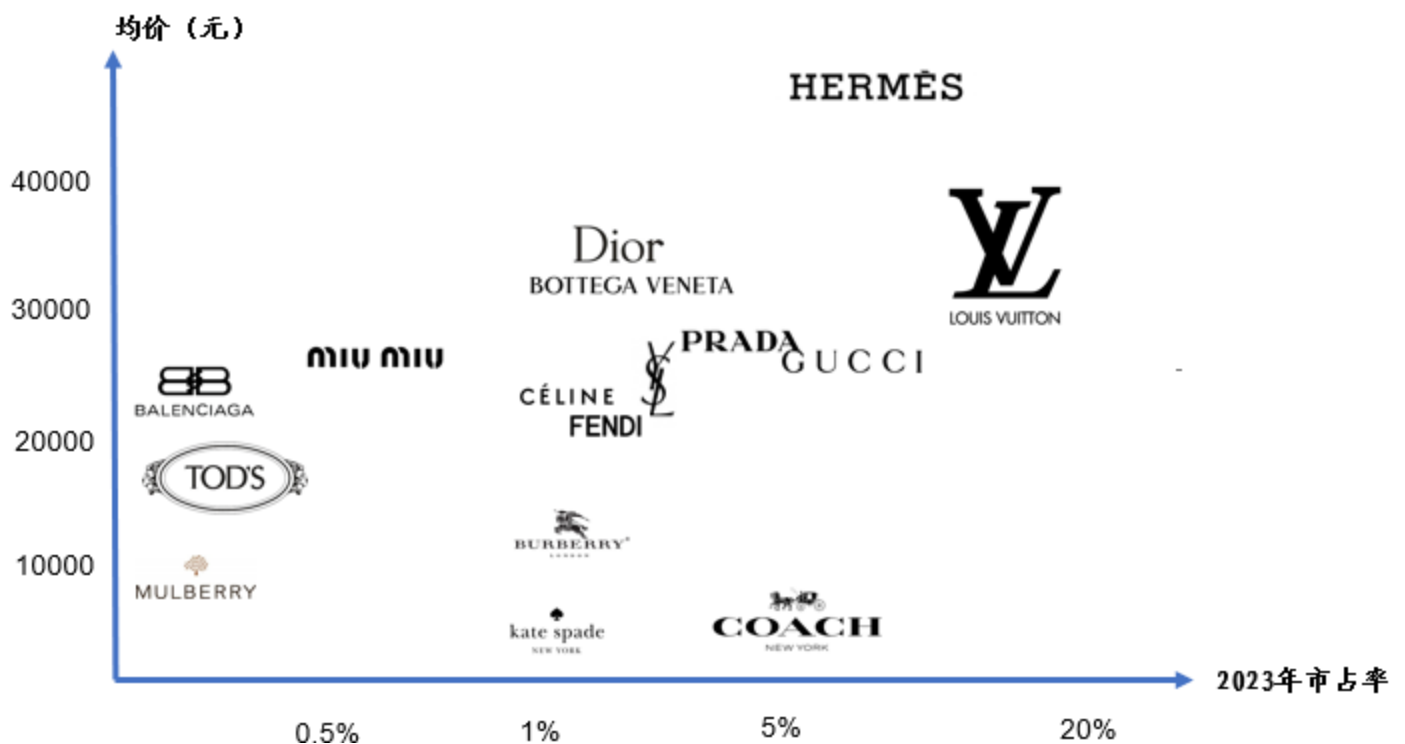
表 3 2023 年主要奢侈品公司最新年度皮具收入

公司名称	LVMH	Kering	Tapestry	Hermès	Prada	Burberry	Richemont	Ferragamo	Tod's	Mulberry
皮具收入 (百万欧元)	42169	10047	6101.4	5547	1910	1223	1025	451	187	184

资料来源：Bloomberg, HTI

手袋产品价位偏高，Prada 市占率居前。通过对各公司内部主要品牌的皮包产品进行价格统计来计算均价，我们估算 Prada、MIU MIU 的皮包产品均价在 2.7 万元左右，价格带在 8 家公司的 16 个品牌中排名第 5、6，市占率排名第 5、12 名，产品定价在奢侈品品牌中位居前列。

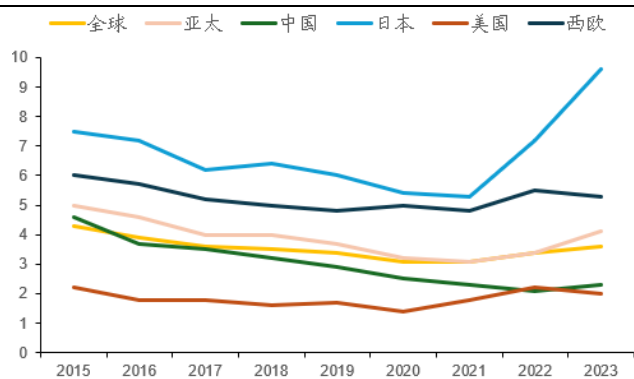
图4 2023 年奢侈品公司皮具市占率及产品定价分布



资料来源：Euromonitor，各品牌官方商城，HTI

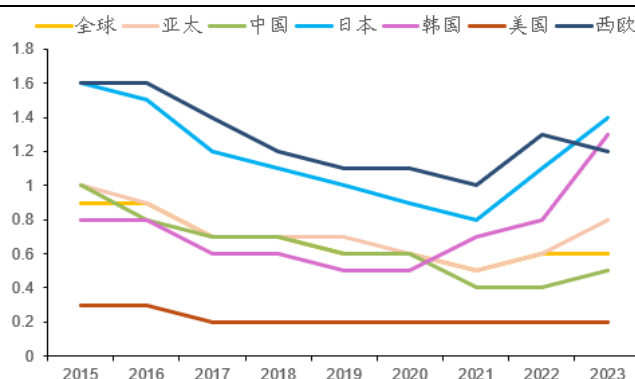
据欧睿数据库统计，近两年 Prada 市占率稳健提升，全球市占率 2020-2023 年提升 0.5pct 至 3.6%，排名第 7。2020-2023 年 MIU MIU 亚洲市占率提升，其中日/韩市占率提升显著（0.5/0.8pct），全球市占率持平于 0.6%，排名第 21。两个主要品牌 23 年市占率最高/最低地区均为日本/美国。

图5 Prada 分地区奢侈皮具市占率 (%)



资料来源: Euromonitor, HTI

图6 MIU MIU 分地区奢侈皮具市占率 (%)



资料来源: Euromonitor, HTI

3. 经营回顾：疫后业绩增长强劲，战略转型卓有成效

2014-2017：皮具产品走弱，各地市场表现疲软，门店扩张计划导致固定成本提升。2014-2017 年，公司收入逐年下降，CAGR -4.9%，各地区收入不同程度下降，大中华区降幅显著，CAGR -6%。主要增长引擎皮具产品收入连续四年下滑，CAGR -8.4%，渠道方面，2014-2015 年公司持续的零售扩张战略没有带来收入增长，反而提升了固定成本压力。

2016 年后，公司对其商业模式和经营战略进行了全面调整，包括以下几个方面：

(1) **精简直营门店，优化零售管理**：2016 年，公司停止多年来的零售网络地域扩张计划，开始精简直营店数量并优化管理，开店速度大幅放缓，2016-2023 年直营门店从 623 家减少至 606 家。2019 年 10 月，公司以 4860 万欧元收购 Fratelli Prada，收购后公司实现了对零售网络的完全控制，直营收入占比回升至 87%。

(2) **拓展电商渠道**：2016 年，Prada 成衣首次上线线上平台 Net-a-Porter 和 Mytheresa，2017 年，Prada 推出官方电商平台（LV/GUCCI 于 2017 年、DIOR 于 2019 年上线官方电商平台），2018 年公司自有平台电商业务实现双位数增长，2020 年公司在全球范围拓展电商业务，Prada 和 MIU MIU 正式上线天猫旗舰店，电子商务收入取得三位数增长。

(3) **精简 SKU**：2021 年 SKU 总数较 2019 年减少 28%，我们认为旨在提升营销质量，降低库存，提升单品效率。

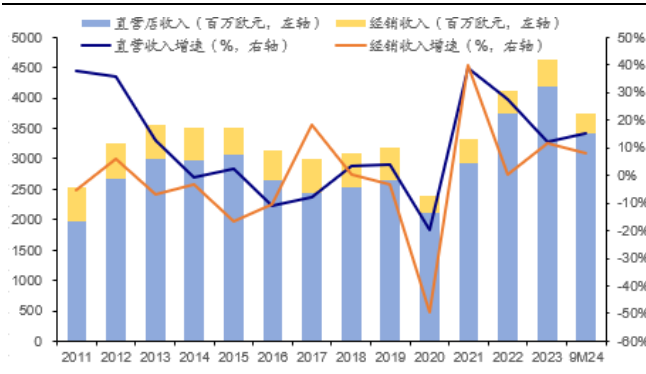
(4) **建立物流中心，优化仓储物流能力**：2016 年，公司在托斯卡纳完成了物流中心的一期建设，同时进行了诸多工业投资，强化在意大利的制造和物流能力。2018 年，物流中心二期建设完成。

图7 公司历史 SKU 及目标 (个)



资料来源：公司 2021 年 Capital Markets Day 公告，HTI

图8 公司收入分渠道情况



资料来源：Bloomberg, Wind, HTI

2018-2019：收入小幅回暖，改革成效初显。2018/2019 年公司收入同比增长 14.6%/2.8%，2018 年美洲收入降幅收窄，其余地区收入均回归增长，2019 年初亚太地区在高基数下收入小幅下滑，其余地区收入均取得增长，其中日本收入同比增长 10.2%，复苏最快。

2020-2022 年：疫后业绩强势反弹。2020 年受全球疫情冲击，业绩下滑显著，但随着全球零售环境的逐步改善，在奢侈品行业逆势增长的背景下，2021 年和 2022 年公司业绩增长强劲，收入分别增长 38.9%和 24.8%，21 年较 19 年/22 年同比 EBIT margin 提升 5.0/3.9pct。

图9 2009-2024 年九月公司收入拆分增速

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2022*	2023*	9M24*
分地区																	
意大利	-14%	19%	13%	19%	5%	0%											
欧洲	-15%	21%	20%	37%	5%	-5%	0%	-9%	-1%	2%	3%	-40%	31%	22%	59%	11%	18%
亚太	40%	55%	42%	33%	11%	-3%	-14%	-9%	-1%	6%	-2%	-5%	32%	-3%	3%	17%	12%
大中华		69%	46%	35%	12%	-6%	-9%	-13%	5%	5%							
美洲	-22%	44%	20%	12%	11%	1%	7%	-13%	-5%	-1%	7%	-29%	96%	23%	37%	-2%	8%
日本	1%	17%	16%	14%	16%	8%	11%	-3%	-15%	4%	10%	-27%	11%	19%	24%	31%	53%
中东					103%	14%	12%	-9%	-11%	1%	1%	-14%	56%	32%	38%	8%	24%
分品牌																	
Prada	-4%	31%	26%	33%	11%	-2%	-1%	-13%	-2%	4%	3%	-24%	42%	14%	28%	7%	4%
Miu Miu	5%	40%	25%	16%	1%	2%	8%	-2%	-11%	-1%	-1%	-27%	22%	8%	25%	50%	97%
Church's	-13%	22%	12%	16%	0%	8%	11%	9%	-12%	-3%	1%	-47%	7%	-26%	-1%	-14%	11%
分产品																	
Leather Goods	12%	43%	41%	43%	14%	-5%	-5%	-19%	-5%	3%	1%	-26%	30%	10%	22%	3%	
Clothing	-16%	22%	6%	10%	3%	2%	3%	0%	5%	7%	10%	-17%	50%	20%	32%	24%	
Footwear	-16%	23%	11%	12%	-5%	8%	13%	6%	-8%	-1%	2%	-29%	48%	5%	33%	13%	
Other	11%	37%	46%	23%	33%	42%	12%	4%	-3%	4%	2%	-46%	67%	81%	82%	40%	
Royalties	22%	-4%	9%	26%	-4%	-2%	14%	16%	8%	-9%	-4%	-25%	54%	55%			

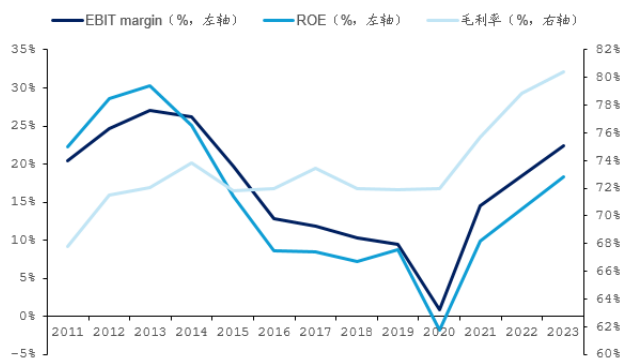
*注：2022、2023、9M2024 增速由零售口径可比数据计算

资料来源：Bloomberg, HTI

2020 年起公司大幅度管理结构变动，铺垫家族下一代接棒。GianFranco D'Attis 担任 Prada 品牌 CEO（前 Dior），Benedetta Petruzzio 任 MIU MIU 品牌 CEO（前 Kering 集团美国眼镜副总裁），2023 年实控人 Miuccia Prada 和丈夫 Patrizio Bertelli 分别卸任联席 CEO 和 CEO，前 Luxottica 总裁 Andrea Guerra 担任公司 CEO，为公司首次外聘 CEO。CFO、人力事务负责人亦产生变动。Prada 夫妇长子 Lorenzo Bertelli，Prada 家族第四代，未来将接管公司，曾是一名赛车手，2017 年加入公司后负责营销、数字化和可持续发展。

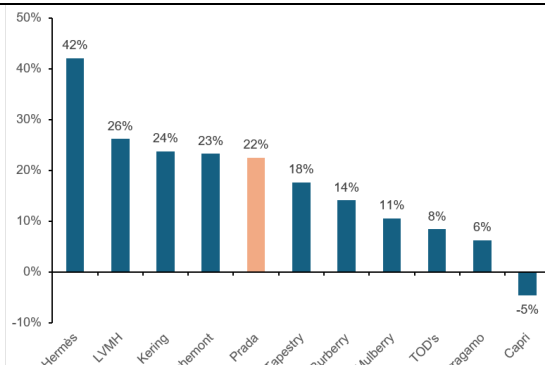
2021-2023 年盈利指标持续较快增长，盈利指标均创多年新高。2021 年公司盈利指标停止下滑趋势开始回升，毛利率同比增长 3.7pct 至 75.7%，EBIT Margin 同比增长 13.7pct 至 14.5%，ROE 同比增长 11.8pct 至 9.9%。2022/2023 年公司盈利指标维持增长势头，毛利率同比增长 3.2pct/1.6pct 至 78.8%/80.4%，创公司上市以来新高。EBIT Margin 同比增长 3.9pct/4pct 至 18.5%/22.5%，在 11 家主要奢侈品牌公司中排名第 5，与第 2-4 名水平相近。ROE 同比增长 4.2pct/4.2pct 至 14.1%/18.3%。2023 年 EBIT Margin 创 2015 年以来新高 22.5%，距历史最高水平 27%差 4.5pct。

图10 Prada 历史盈利水平变化



资料来源: Bloomberg, HTI

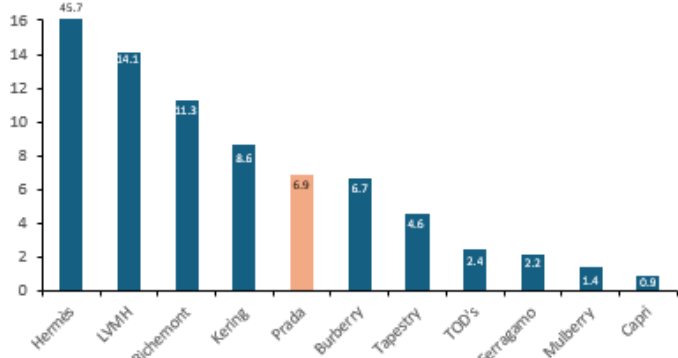
图11 2023 年主要奢侈品上市公司 EBIT Margin (%)



资料来源: Bloomberg, HTI

零售优化策略有成，直营店效快速增至上市以来新高。公司 2022、2023 年整体直营店效均创上市以来新高，2023 年直营店效约 690 万欧元，在 10 家主要奢侈品牌公司中排名第 5。整体直营店效 2021-2023 年 CAGR 22.4%，Prada/MIU MIU 品牌直营店效 CAGR 分别为 16.2%/39.2%。2021-2023 直营店铺数 CAGR-2.3%，由 635 家降至 606 家。

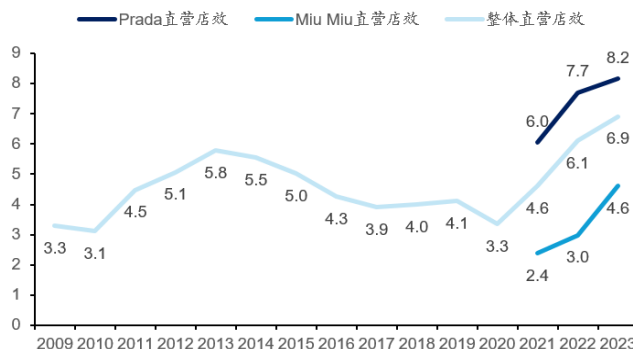
图12 2023 年主要奢侈品上市公司直营店效对比 (百万欧元)



资料来源: Bloomberg, HTI

注: Hermès、Tapestry、Capri 使用整体收入计算

图13 Prada 历史直营店效 (百万欧元)



资料来源: Bloomberg, HTI

4. Prada 焕发活力，MIU MIU 热度崛起

近年来 Prada 由 Miuccia Prada 与 Raf Simons 联合担任创意总监、MIU MIU 由 Miuccia Prada 独立设计的布局逐渐形成，两个主要品牌热度逐渐向好。

4.1 Raf Simons 加盟，焕活 Prada

Raf Simons 加入，注入潮流基因。2020 年 2 月，Raf Simons 加入 Prada，与 Miuccia Prada 共同担任品牌创意总监。Raf Simons 1991 年毕业于 LUCA 艺术学院，1995 年创立个人同名时装品牌，以前卫、先锋的设计风格受到关注，2005-2012 年担任 Jil Sander 创意总监，2012 年出任 Christian Dior 的创意总监，结束了 Dior 解雇 John Galliano 后的真空期，为 Dior 打造的首个 2012 秋冬高定系列，在保留 Dior 经典廓形的基础上进行更现代化的诠释，系列广受好评，讲述他打造该系列的纪录片《Dior and I》于 2014 年全球上映。2016 年 Raf Simons 出任 Calvin Klein 的首席创意官，对 CK 从 Logo 到产品风格进行全面改造，2017 年获得 CFDA 年度女装设计师和年度男装设计师两项大奖。

图14 Raf Simons 加入前后成衣产品对比



资料来源：VOGUE，HTI

2020 年 9 月，Raf Simons 与 Miuccia Prada 在 Prada 2021 春夏系列上发布合作首秀。这是继 1975 年 Miuccia 继承担任首席设计师后，Prada 首次加入新任首席设计师，Raf Simons 标志性的 Oversize 廓形、印花、撞色、叠穿等设计元素为 Prada 产品注入年轻活力和潮流属性，也为品牌带来了新的话题度。

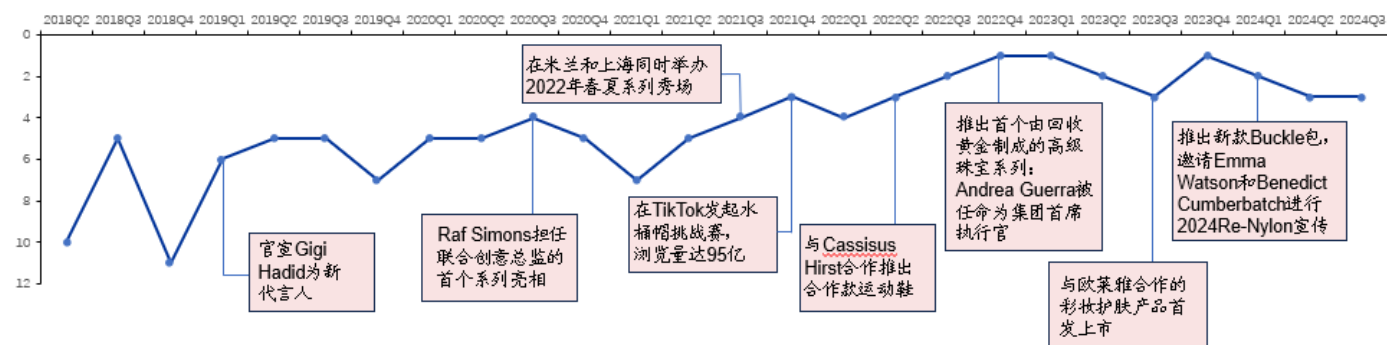
图15 Raf Simons 加入前后手提包产品对比



资料来源：Prada 官方商城，HTI

品牌力升温。2021/2022 年 Prada 品牌官网流量增 59%/33%，搜索引擎流量增 55%/26%。Prada 的 LYST 热度排名波动上涨，22Q2 后稳定在前三名。

图16 Prada LYST 品牌热度排名



资料来源：LYST 官网，Prada 官网，HTI

4.2 “少女”MIU MIU 初长成，热度显著提升

从“少女版 Prada”到独立品牌。MIU MIU 品牌诞生于 1993 年，品牌名称来源于设计师兼公司实控人 Miuccia Prada 女士的小名，代表 Prada 女士年轻、自由、更富有创意的一面，呈现叛逆、天真、解放的女性形，曾被广泛认为是少女版的 Prada。2020 年，MIU MIU 首次拥有品牌专属主管，前任 Kering 集团美国眼镜副总裁的 Benedetta Petruzzo 被任命为品牌 CEO，标志着 MIU MIU 品牌从 Prada 独立的开始。Prada 女士 2020 卸任集团联席 CEO，Raf Simons 担任 Prada 品牌创意总监后，Prada 女士得以将更多精力投入到 MIU MIU 的运营和设计上。同年，Lotta Volkov 任顾问造型师，与 Prada 女士合作运营品牌，她曾先后任职于 Balenciaga 和 Vetements，对两品牌成功发展改革发挥了不可或缺的作用，帮助 MIU MIU 建立独特美学风格。

图17 2020 年前后 MIU MIU 成衣产品对比



资料来源：VOGUE，HTI

拓宽受众人群，打破年龄和性别边界。因其少女品牌的定位，MIU MIU 过往客群普遍较年轻，约三分之二为千禧一代和 z 世代。MIU MIU 拓宽受众年龄层，让“年轻”不仅局限于生理年龄，衍生至有“年轻心态”的各年龄段人群，邀请各年龄层女性参与宣传、走秀，包括 63 岁英国女星 Kristin Scott Thomas、85 岁中国演员吴彦姝等。此外虽然 MIU MIU 男装线已于 2008 年停止、现有产品均属于女装线，MIU MIU 也并未排除男性消费者，24 春夏走秀中邀请男性明星及模特，24Q1 品牌男性搜索量增长 88%，此后 25 年春季发布会邀请 59 岁美国男星 Willem Dafoe 闭秀。

图18 近年 MIU MIU 走秀及宣传图

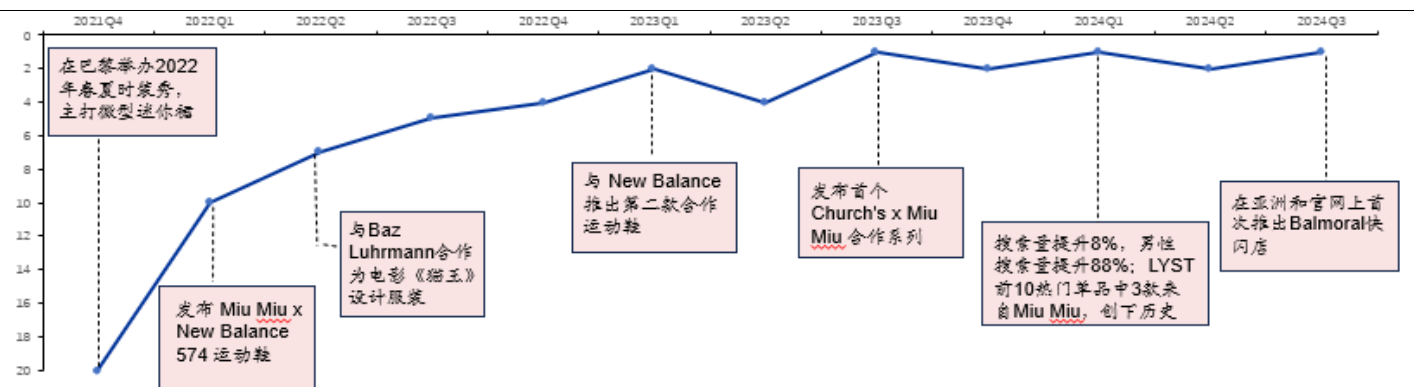


资料来源：Business Of Fashion，澎湃新闻，koktailmagazine 官网，HTI

“整体造型”着装艺术带动全品类消费需求。品牌贯彻“整体造型”的着装艺术，通过不同布料纹理质感的混合叠加打造独特创意的造型，一套造型中衣服、配饰及鞋子巧妙搭配，创造需求和推动销售，比起购买单件产品消费者更倾向于跨品类消费，锁定顾客品牌忠诚度。

易搭配的“职业风”符合奢侈品新客群需求。我们认为从事新兴行业管理或专业技术岗位的中产客群对奢侈品消费的贡献正在持续提升，判断该类客户较传统财富客群具有更“职业风”的品类偏好。此外在宏观不利环境下，我们认为轻度、中度奢侈品消费者理性化，造型兼容度较高的基础款具有更高的场景使用价值。

图19 MIU MIU LYST 品牌热度排名



资料来源：LYST 官网，MIU MIU 官网，Prada 官网，HTI

各品类爆品不断，维持高品牌热度。MIU MIU 以“与消费者开启对话”为目标，不断推出爆品争取媒体曝光，从而将品牌宣传给更多的潜在消费者。设计上在潮流性和实穿性强的学院风中找到平衡，各品类爆品不断，芭蕾平底鞋、超短迷你裙、毛线衫、Arcdie 皮包、和 New Balance 联名的运动鞋都曾引爆话题，品牌热度居高不下。2021/2022 年 MIU MIU 品牌官网流量增 13%/43%，搜索引擎流量增 35%/37%。2021 年 Q3 起进入 LYST 热度排名前列，排名由 24 名快速爬升，2022 年 Q3 后稳定在前五名，最高于 2023 年 Q3 达到第一名，后维持前二，蝉联 2022、2023 年年度品牌。

此前该榜单排名靠前的常客多为头部奢侈品品牌 GUCCI、Balenciaga、LV 等。

图20 MIU MIU 近 5 年各品类爆款

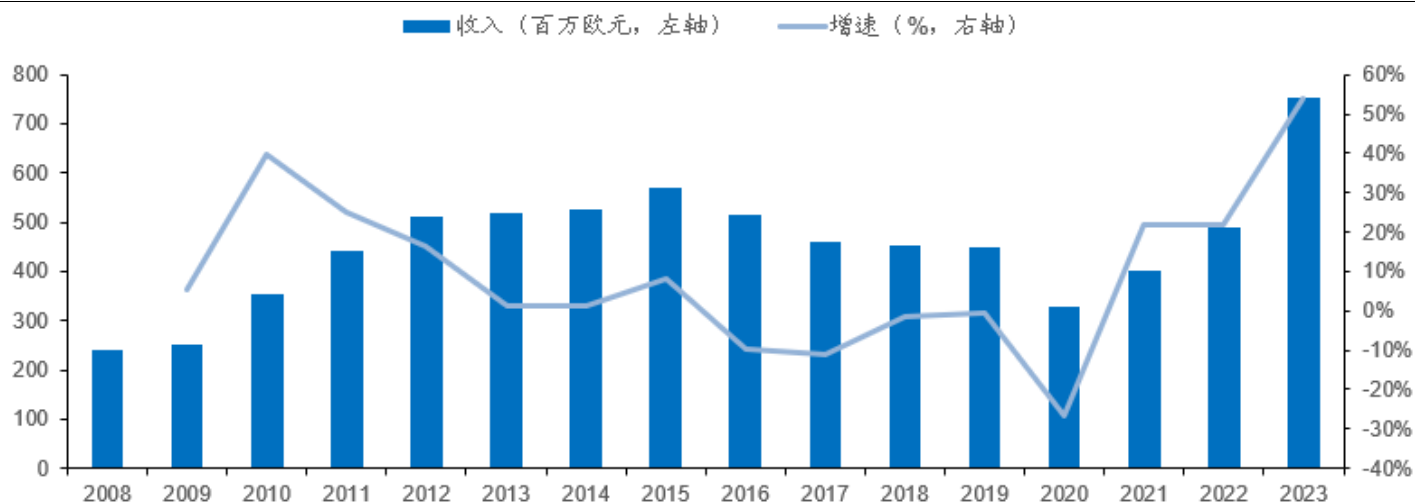


资料来源：公司官网，LYST，VOGUE，HTI

高速扩张后停滞数年，转型后收入持续高增。2008-15 年，MIU MIU 品牌收入年均增长 13%，2015 年收入较 2008 年增长 138%。16-19 年，公司整体因大中华区销售额连年下滑，MIU MIU 品牌收入年均下降 4.4%。管理结构调整及品牌转型后，2020-2023 年品牌收入年均增长 31.7%，2022 年收入修复至 2019 年水平后零售收入连续八季度环比提速，2023 年收入增长 54%至 7.5 亿欧元，达历史新高。9M24 品牌零售收入在高基数基础上实现 97%增长，显著高于 Prada 品牌收入的 4%。

2008-2020 年，MIU MIU 品牌收入占比稳定在 14%-17%区间，21-22 年品牌收入增速低于公司整体，占比下降至 12%。2023 年 MIU MIU 品牌收入占比回升至 16%。

图21 MIU MIU 品牌历史收入表现



资料来源：公司 2014-2023 年年报，Bloomberg，HTI

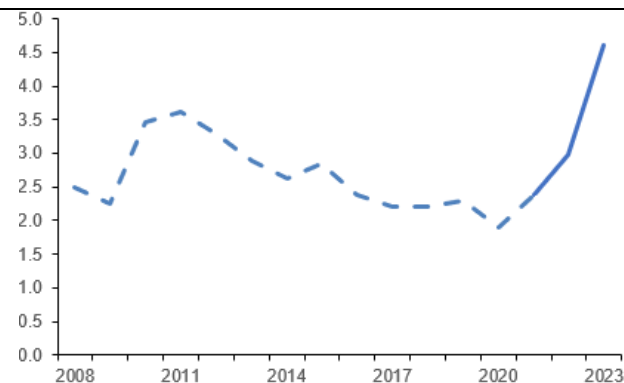
直营为主，近年店效带动收入高增，有较大开店空间。MIU MIU 品牌近三年品牌直营收入占比与公司整体相当，约 87%。2008-2012 年，MIU MIU 收入增长 114%，主为开店驱动，为开拓国际市场积极开店，店铺数年均增长 25%，2015 年起 MIU MIU 开店比例下降至低个位数。直营店铺数自 2017 年起持续下降，2016-2023 年均下降 3.4%，2023 年末自营店铺数 141 家，显著少于其他主要中高端品牌。2019 至 2023 年收入增长 67%，主由店效提升驱动，直营店效 2020-2023 年均增长 34.5%至 460 万欧元。2025 年预计将新开 10-15 店，同时对现有门店将翻新、扩大店面、搬迁到更优地点等，店效有望进一步提升。

表 4 2023 年主要中高端品牌门店数量（个）

公司名称	Gucci	Prada	Burberry	Kate Spade	Yves Saint Laurent	Hermès	Tod's	BV	MIU MIU	Mulberry
门店数	538	428	422	378	308	294	279	288	141	120

资料来源：Bloomberg，HTI

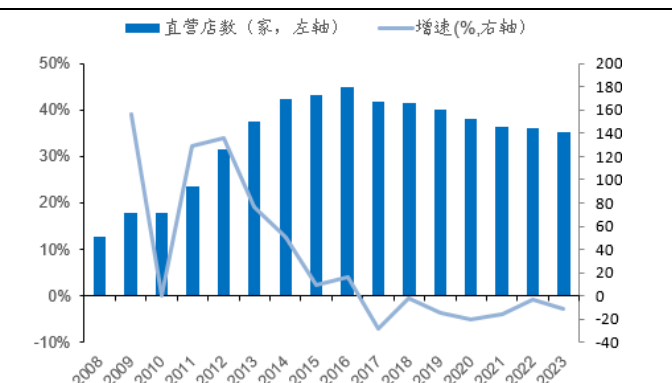
图22 MIU MIU 直营店效（百万欧元）



资料来源：Bloomberg，HTI

注：2021 年前直营店效使用整体直营收入占比估算

图23 MIU MIU 直营店铺数



资料来源：Bloomberg，HTI

5. 奢侈品行业有望进一步增长，短期内欧美将领增

5.1 头部奢侈品近 2 年增长持续放缓，Prada 逆势提速

受宏观经济不确定性影响，多数头部奢侈品公司近 2 年收入持续放缓，24Q1 以来仅 Hermès 及 Prada 保持收入同比增长，Hermès 季度增速现环比降速趋势，我们认为 Hermès 业绩具韧性主因客群中超高净值重客占比较高+部分产品保值属性较强+品牌忠诚度较高。在 23H2 增速基数远高于行业普遍水平基础上，Prada 24Q3 仍实现同业第一的双位数增长，9M24 收入同比增速居同业第一。

图24 头部奢侈品公司单季收入增速表现

	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3	24 9M 增速
Prada	-38.6%		204.8%		11.5%	16.6%	15.2%	14.5%
Hermès	22.2%	22.4%	7.3%	12.5%	12.6%	11.5%	10.1%	11.4%
Tepastry	5.0%	-0.3%	0.4%	2.9%	-1.8%	-1.8%	-0.4%	-1.3%
Richemont	5.6%	14.4%	-2.4%	12.2%	-1.5%	-1.0%	-1.8%	-1.4%
LVMH	16.8%	13.2%	1.1%	5.5%	-1.6%	-1.1%	-4.4%	-2.3%
Farragamo	-4.0%	-5.5%	-16.0%	-5.7%	-18.3%	-8.1%	-9.6%	-11.9%
Kering	2.4%	1.7%	-13.1%	-6.0%	-11.3%	-10.8%	-15.2%	-12.3%
Capri	-10.5%	-9.6%	-8.6%	-5.6%	-8.4%	-13.2%	-16.4%	-12.6%

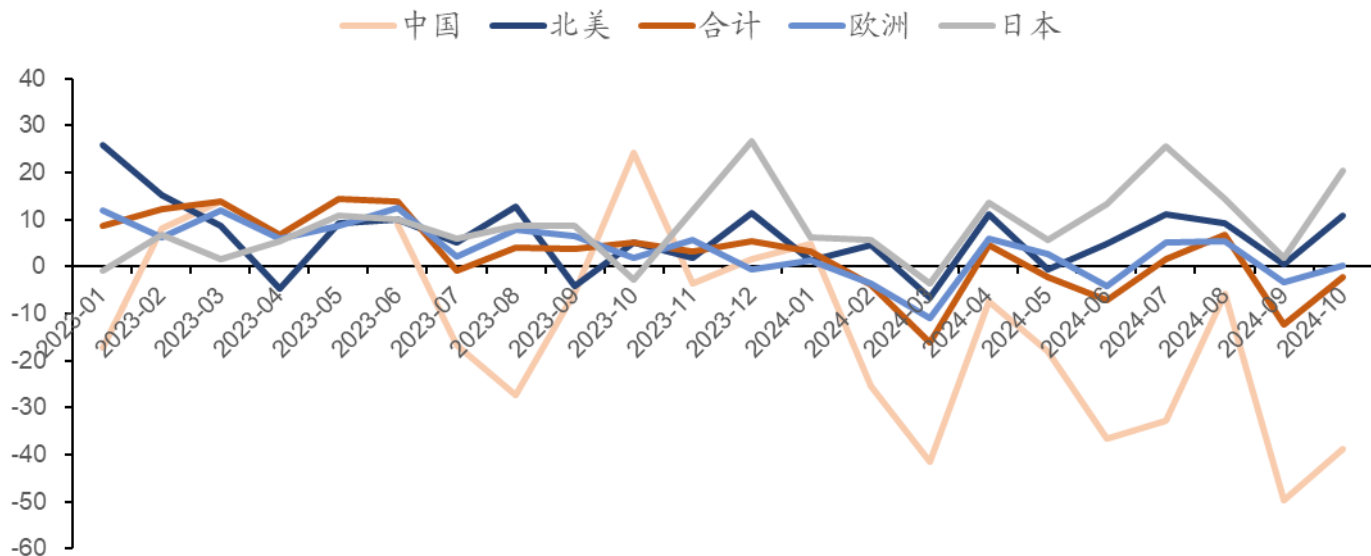
资料来源：Bloomberg，HTI

5.2 中国高端消费信心承压，超高净值人群高端消费意愿稳定

分地区看瑞士手表出口金额，2024 年截至 11 月合计/欧洲/北美/亚洲/日本/中国累计同比变动-3%/-0.2%/+5%/-7%/+10%/-26%，北美及日本地区实现较好增长。出口中国金额 23 年 4、5 月因开放后报复性消费实现 100%以上增速后常态化，自 24 年 2 月起持续同比下降，增速显著不及其他地区，我们认为 24 年中国地区高端消费意愿不强，对全球奢侈品销售造成较大拖累。

分价格带看，3000 瑞郎以上腕表出口韧性较强，是唯一 24 年 11 月累计同比实现同比增长的价格带。500-3000 瑞郎腕表承压，24 年 10 月累计出口金额同比下降 19.1%，我们判断主因中等价位腕表在中度、轻度消费者中面临平替竞争，超高净值人群高端消费意愿稳定。

图25 瑞士腕表出口金额当月同比 (%)



资料来源：wind，HTI

注：不含中国 23 年 3、4 月极值

5.3 亚洲及欧洲是奢侈品最大市场

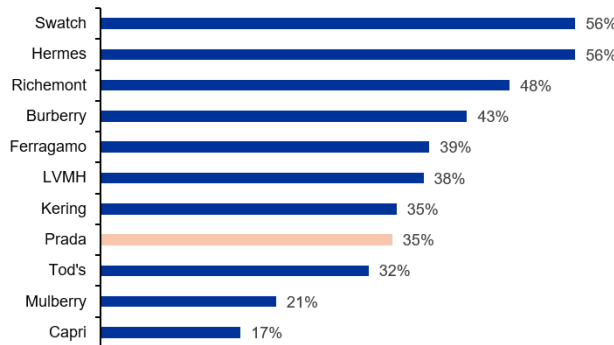
表 5 2019-2024 年奢侈品市场规模（亿美元）

	2019	2020	2021	2022	2023	2024	占比	CAGR10	CAGR5
全球	10253	9045	10681	11549	12763	13483	100%	5%	7%
亚洲	3732	2987	3636	4095	4563	4924	37%	5%	7%
中国	2978	3235	3931	4194	4432	4546	34%	10%	11%
日本	488	396	419	408	468	462	3%	1%	-1%
韩国	252	271	319	334	344	373	3%	7%	10%
欧洲	2977	2402	2593	2645	3067	3273	24%	2%	2%
德国	710	602	581	649	729	772	6%	3%	2%
英国	632	486	540	568	635	672	5%	2%	2%
法国	424	323	367	379	449	489	4%	3%	4%
北美	2260	1832	2385	2746	2985	3247	24%	6%	9%
美国	2053	1670	2184	2521	2751	2989	22%	6%	10%
加拿大	207	162	201	225	234	258	2%	5%	6%

资料来源：Euromonitor，HTI

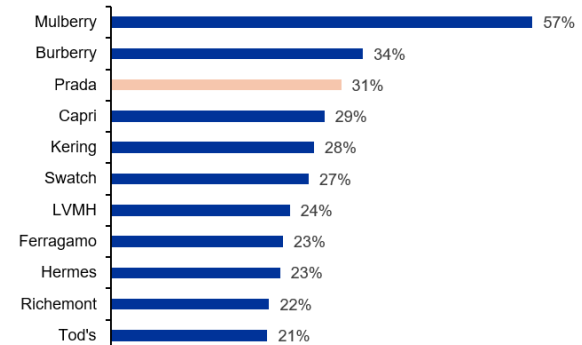
亚洲、欧洲、北美依次为 2024 年全球奢侈品市场规模前三，其中中国占 34%。2019-2024 年亚洲/中国/欧洲/北美奢侈品消费 CAGR 分别为+7%/+11%/+2%/+9%，中国是增速最快的地区。2023 年 Prada 亚太、欧洲收入占比在各奢侈品公司中分别居第 8、第 3 名，合计占公司收入 66%。

图26 2023 年各公司亚太地区收入占比



资料来源：Bloomberg，HTI

图27 2023 年各公司欧洲收入占比



资料来源：Bloomberg，HTI

5.4 短期内欧美将领增，珠宝皮具美妆等品类增速快于整体

预计三年内全球奢侈品美国领涨。据 Mckinsey 统计，美国奢侈品消费将在 24-25/25-27 年以 3-5%/4-6%的年均增速增长，均高于全球的 2-4%/2-4%。我们认为美国短期内将成为奢侈品消费的主要增长引擎，主因①通胀缓解叠加美元走强，中产消费能力提升，②超高净值人群 2023-2028 年年均增长 5%，③大选结果落地，不确定性减低。

表 6 头部奢侈品公司分地区收入增速

		23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4
欧洲	Prada	28%	22%	6%	7%	18%	19%	18%	
	LVMH	24%	19%	7%	5%	2%	4%	2%	
	Richemont	21%	11%	-1%	-3%	7%	5%	6%	19%
	Kering	15%	4%	-10%	-8%	-9%	-8%	-11%	
	Hermès	24%	21%	18%	19%	15%	18%	17%	
美洲/北美/美国	Prada	5%	-6%	-2%	4%	5%	9%	10%	
	LVMH	8%	-1%	2%	8%	2%	2%	0%	
	Richemont	12%	-2%	4%	8%	12%	10%	12%	22%
	Kering	-18%	-23%	-21%	-11%	-11%	-11%	-15%	
	Hermès	19%	21%	20%	22%	12%	13%	13%	
亚太（除日本）	Prada	22%	28%	13%	32%	16%	8%	12%	
	LVMH	14%	34%	11%	15%	-6%	-14%	-16%	
	Richemont	25%	40%	8%	13%	-12%	-18%	-18%	-7%
	Kering	10%	22%	1%	8%	-19%	-25%	-30%	
	Hermès	23%	34%	10%	12%	14%	6%	1%	
日本	Prada	55%	44%	42%	38%	46%	65%	48%	
	LVMH	34%	29%	30%	20%	32%	57%	20%	
	Richemont	36%	14%	12%	18%	41%	59%	25%	19%
	Kering	30%	26%	28%	13%	16%	27%	3%	
	Hermès	26%	26%	24%	26%	25%	20%	23%	
中东	Prada	15%	12%	7%	8%	15%	25%	36%	
	Richemont	20%	15%	3%	10%	15%	8%	16%	20%

资料来源：Bloomberg，HTI

注：增速均为汇率中性/有机口径，Prada 增速为零售口径，Kering 欧洲增速指西欧，LVMG 亚太（除日本）增速指亚洲（除日本），Richemont 中东增速指中东及非洲

美国多数头部奢侈品公司收入环比提速，24Q4 数据乐观。分地区看各头部奢侈品公司，多数公司亚太（除日本）收入显著下滑、日本虽保持高增但显著降速、欧洲增速稳健，Prada、Hermès、Richemont 美国收入增速持续环比提速，Richemont 24Q4 美国及欧洲增速显著环比改善，我们判断亚太（除日本）收入下滑主要受中国拖累。美国 2024 年 10 月起服饰零售流水增速环比显著改善，12 月 SpendTrend 美国奢侈品门店增速自 2022 年 4 月以来首月转正，我们预计 24Q4 将延续 24Q3 较好增长趋势。

最新季度交流中，多数公司表示美国、中东、欧洲销售趋势向好。Richemont、Hermès、Kering 均提及来自北美/美国及中东客户消费增长趋势，Prada 称 24Q3 美国及中东收入提速、欧洲籍客户占比提升，LVMH 称欧洲籍及美国籍客户消费增速高于整体，Hermès 称欧洲高增韧性较强，Kering 认为欧洲籍客户消费已筑底，Richemont 称欧洲本地消费者需求提升。

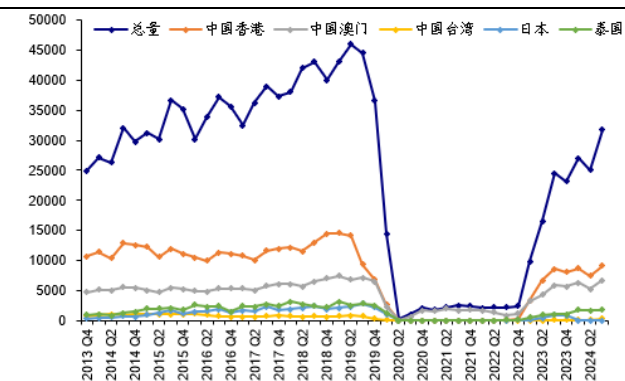
我们预测欧洲增长稳健，中国短期内承压，日本中东持续较好增长。据 McKinsey 统计，24Q1 欧洲外国旅客入境高于 2019 年水平 7.2%，2024-2026 年预计将年均增长 8%，叠加通胀缓解带动本地消费水平提升、消费者信心恢复，我们认为欧洲奢侈品消费将迎来稳健增长。因中国宏观仍有不确定性，亚洲增速将持续受负面影响，日本、中东等规模较小地区将持续实现较好增长。

珠宝皮具美妆等品类增速快于整体，Prada 已布局美妆及珠宝。珠宝、皮具、美妆等品类高于奢侈品其他品类，珠宝受益于①超高净值人群投资性需求提升，②消费者喜好由白牌珠宝向品牌珠宝转变，③客群年轻化、多元化。皮具受益于①保值属性较强，②适合作为礼品送出，③可通过定制产生独特性，④可作为奢侈品入门性消费。美妆受益于小件奢侈品满足轻度消费者“仰慕型”消费。Prada 于 2023 年推出彩妆护肤产品，2022 年开辟高级珠宝线。虽然规模仍较小，珠宝线 9M24 收入较 23 年同期翻倍，预计 25 年收入将翻番。

5.5 中长期中国仍将是奢侈品市场增长引擎

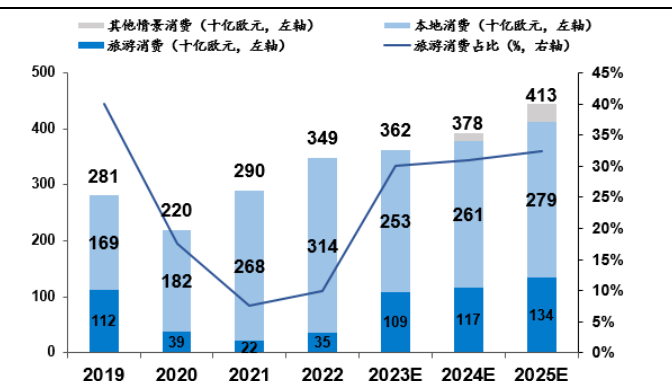
奢侈品消费旅游场景占比高，中国大陆出境游复苏有助增长。中国大陆出境游规模自 2020 年二季度后至今仍未得到恢复。由于中国市场与欧洲市场奢侈品之间存在差价，出境旅游恢复后，出国购买奢侈品对中国消费者而言依然颇具吸引力。据贝恩咨询统计，中国和欧洲的奢侈皮具价差达到了 25%-45%，入门级皮具高于高价皮具，鞋类的价差 25%-35%，珠宝和腕表的价差因全球统一定价相对价差较小。据 Bloomberg 研究数据，2019 年旅游消费占奢侈品消费场景的 40%，2020 年疫情冲击下奢侈品销售额同比 19 年下降 21.7%，下降的销售额均来自旅游消费场景，占比降至 18%，随着大陆出境游规模恢复，还有较大的修复空间。我们认为随着中国大陆出境旅游逐步复苏，奢侈品行业也将迎来一个新的增长机遇。

图28 中国大陆出境按目的地拆分（人次）



资料来源：Bloomberg, HTI

图29 2019-2025E 奢侈品消费场景分布

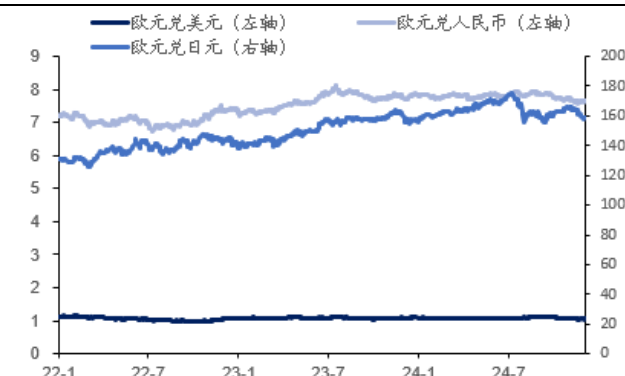


资料来源：Bloomberg, HTI

中国大陆消费者境外消费受汇率波动影响。截至 24H1，52%中国大陆消费者有过境外购买经历，24H1 中国大陆消费者境外支出高增，其中日本因货币贬值产生显著价差成为内地消费者的主要海外消费地之一。22 年以来欧元兑人民币及美元汇率稳定，日元持续贬值，24 年 7 月起日元汇率因日本央行加息趋稳，判断对 24H2 中国大陆游客海外消费产生一定负面影响。

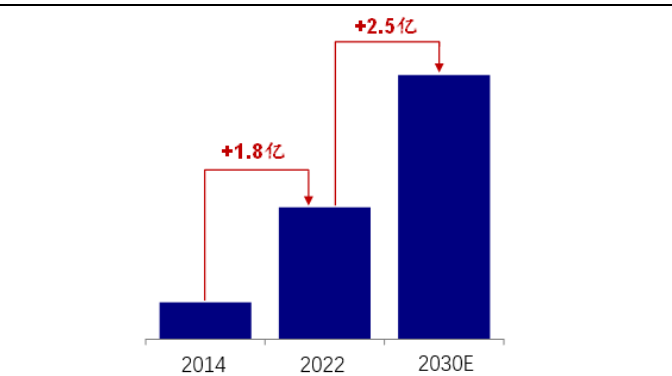
中高收入人均将翻倍，年轻人消费意愿强，长期看中国将领涨奢侈品市场。中高收入消费者具有潜力成为未来奢侈品消费增长的主要引擎。据贝恩咨询统计，与其他新兴市场相比，中国有更多中高收入消费者，预计 2030 年数量将会是 2022 年的两倍。此外全球千禧一代及 Z 世代奢侈品消费占比持续提升，中国千禧一代较全球其他地区更早更频繁地进行奢侈品消费，消费意愿是中国婴儿潮一代的三倍。据贝恩咨询统计，中国将在未来五年内贡献全球奢侈品增长的 50%。

图30 历史欧元汇率表现



资料来源：wind, HTI

图31 预计 2030 年中国中高收入消费者翻番

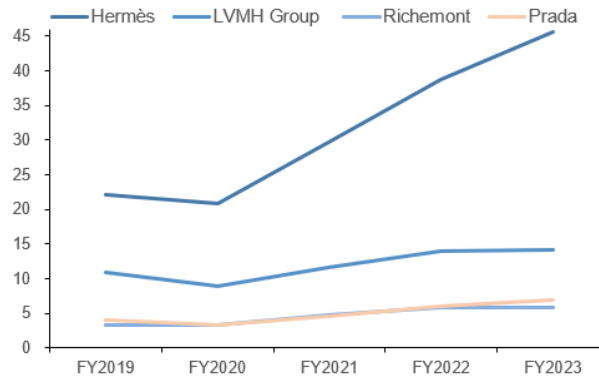


资料来源：贝恩咨询, HTI

5.6 头部奢侈品店效持续增长，判断定价策略稳定。

2019-2023 年，头部奢侈品店效持续提升，Hermès/LVMH/Richemont/Prada 年均提升 20%/7%/15%/14%，我们判断品牌定价策略不会有太大变化。Prada FY2023 店效居第三位，达 Hermès/LVMH 店效 15%/49%。

图32 同业近五年店效表现（百万欧元）



资料来源：Bloomberg, HTI

6. 盈利预测与估值

我们预计公司 2024-2026 年营业总收入为 54.44、60.17、66.41 亿欧元，归母净利润 8.24、9.4、10.64 亿欧元，同比增长 44.2%、22.8%、14.1%、13.2%；给予 2025 年市盈率估值 25X，按照 8.91 港元=1 欧元兑换，对应目标价 81.87 港元，首次覆盖给予“优于大市”评级。

表 7 分项盈利预测表

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
主营业务收入（百万欧元）	4201	4726	5444	6017	6641
yoy	24.8%	12.5%	15.2%	10.5%	10.4%
Europe Retail Revenue	1187	1312	1509	1660	1826
Asia Pacific Retail Revenue	1232	1446	1620	1830	2068
Americas Retail Revenue	782	767	821	870	923
Japan Retail Revenue	369	484	677	759	850
Middle East Retail Revenue	167	180	225	248	273
DOS (Direct Operated Stores)	3737	4190	4852	5367	5939
Independent Customers & Franchisees	388	433	464	496	521
Royalties	76	104	128	154	182

资料来源：公司年报（2022-2023），HTI

表 8 可比公司估值表

代码	简称	总市值 (亿欧元)	股价 (欧元)	净利润 (百万欧元)				PE (倍)			
				2023	2024E	2025E	2026E	2023	2024E	2025E	2026E
Richemont	CFR.SIX	1037	177.10	2362	2454	3958	4538	43.90	42.26	26.20	22.85
LVMH	MC.PA	3575	703.50	15174	13353	14086	15453	23.56	26.77	25.38	23.13
Hermès	RMS.PA	2856	2724.00	4311	4495	4972	5621	66.25	63.54	57.44	50.81
均值								44.57	44.19	36.34	32.27

注：收盘价为 2025 年 1 月 31 日价格，预测数为 Bloomberg 一致预期。

资料来源：Bloomberg，HTI

7. 风险提示

疫情反复，店效和线上增速不及预期，零售环境疲软，公司产品上新不及预期。

公司是全球最享负盛名的时装及奢侈品集团之一。公司透过 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。公司的 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。公司致力以新颖的设计及选材，结合公司对奢华及风格的独到见解，提供质量一流的创新产品，并自信因此而成为时装及时尚市场翘楚。公司拥有 13 个内部生产基地，其中有十一个位于意大利，一个位于美国，一个位于法国。

附表 前十大股东：

股东名称	占总股本比例(%)
Prada Holding S.p.A.	80.0000
合 计	80.0000

财务报表分析和预测

主要财务指标	2023	2024E	2025E	2026E	利润表（百万欧元）	2023	2024E	2025E	2026E
每股指标（欧元）					营业总收入	4726	5444	6017	6641
每股收益	0.26	0.32	0.37	0.42	营业成本	925	1054	1165	1286
每股净资产	1.51	1.67	1.85	2.05	毛利率%	80.44%	80.64%	80.64%	80.64%
每股经营现金流	0.45	0.64	0.70	0.65	营业税金及附加	0	0	1	2
每股股利（港元）	0.14	0.17	0.19	0.22	营业税金率%	0.00%	0.00%	0.02%	0.03%
价值评估（倍）					营业费用	0	2559	2816	3095
P/E	27.26	22.19	19.45	17.19	营业费用率%	0.00%	47.00%	46.80%	46.60%
P/B	4.75	4.29	3.87	3.48	管理费用	0	332	361	398
P/S	34.49	29.94	27.09	24.54	管理费用率%	0.00%	6.10%	6.00%	6.00%
EV/EBITDA	10.41	8.18	7.56	6.96	EBIT	1062	1326	1483	1650
股息率（%）	1.92%	2.35%	2.69%	3.04%	财务费用	52	51	34	16
盈利能力指标（%）					财务费用率%	1.10%	0.94%	0.57%	0.24%
毛利率	80.44%	80.64%	80.64%	80.64%	资产减值损失				
净利润率	14.20%	15.14%	15.63%	16.03%	投资收益				
净资产收益率	17.41%	19.34%	19.90%	20.27%	营业利润	971	1499	1675	1862
资产回报率	16.87%	18.79%	19.31%	19.66%	营业外收支	0	0	0	0
投资回报率					利润总额	971	1237	1411	1597
盈利增长（%）					EBITDA	1738	2114	2168	2254
营业收入增长率	12.52%	15.19%	10.52%	10.38%	所得税	298	408	466	527
EBIT 增长率	22.46%	24.35%	24.65%	24.85%	有效所得税率%	30.68%	33.00%	33.00%	33.00%
净利润增长率	44.25%	22.85%	14.09%	13.17%	少数股东损益	2	4	5	5
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	671	824	940	1064
资产负债率	49.09%	47.55%	45.55%	43.82%					
流动比率	1.49	1.96	2.36	2.65	资产负债表（百万欧元）	2023	2024E	2025E	2026E
速动比率	0.95	1.36	1.81	2.04	货币资金	690	1447	2295	2956
现金比率	0.48	0.89	1.31	1.53	应收款项	405	444	494	541
经营效率指标					存货	783	977	968	1179
应收帐款周转天数	28.07	28.07	28.07	28.07	其它流动资产	285	336	378	424
存货周转天数	300.46	300.46	300.46	300.46	流动资产合计	2163	3203	4136	5100
总资产周转率	0.63	0.69	0.71	0.73	长期股权投资	42	44	46	48
固定资产周转率	2.60	2.60	2.78	2.98	固定资产	2083	2160	2229	2291
					在建工程				
					无形资产	2821	2265	1821	1466
					非流动资产合计	5452	4976	4603	4312
现金流量表（百万欧元）	2023	2024E	2025E	2026E	资产总计	7615	8179	8739	9411
净利润	671	824	940	1064	短期借款	148	128	108	88
少数股东损益	2	4	5	5	应付账款	453	522	556	633
非现金支出	676	788	685	603	预收账款				
非经营收益	0	0	0	0	其它流动负债	849	981	1088	1204
营运资金变动	-194	26	163	-4	流动负债合计	1450	1631	1753	1926
经营活动现金流	1155	1643	1793	1669	长期借款	338	308	278	248
资产	-760	-310	-310	-310	其它长期负债	1949	1949	1949	1949
投资	0	-45	-45	-45	非流动负债合计	2288	2258	2228	2198
其他	0	0	0	0	负债总计	3738	3889	3980	4124
投资活动现金流	-759	-355	-355	-355	实收资本	2559	2559	2559	2559
债权募资	-70	-50	-50	-50	普通股股东权益	3854	4262	4727	5250
股权募资	0	0	0	0	少数股东权益	23	27	32	37
其他	-706	-495	-555	-618	负债和所有者权益合计	7615	8179	8739	9411
融资活动现金流	-776	-545	-605	-668					
现金净流量	-402	757	849	661					

备注：（1）表中计算估值指标的收盘价日期为 1 月 27 日；（2）以上各表均为简表

资料来源：公司年报（2023），HTI

APPENDIX 1

Summary

Investment Highlights:

Prada, founded in 1913, revitalized its brand, achieving a 113% market value increase from 2018 to 2024. The company's net profit CAGR leads the industry.

Post-2016, Prada restructured its strategy: reduced stores from 620 to 612, acquired Fratelli Prada, and increased direct sales to 88% by 2022. Expanded e-commerce and optimized logistics. Hired an external CEO in 2020.

Raf Simons, joining in 2020, boosted Prada's brand appeal. MIU MIU rose in popularity, maintaining top brand status in 2022 and 2023. Revenue growth accelerated post-pandemic, with strong profit growth from 2021 to 2023.

Luxury market growth is expected, with short-term gains in Europe and the USA. Despite economic challenges, luxury demand remains stable, especially in Asia and Europe. Prada is expanding in jewelry and beauty sectors.

Profit Forecast and Valuation: 2024-2026 revenue projected at 5.44, 6.02, 6.64 billion euros, with net profit at 0.82, 0.94, 1.06 billion euros, growing 22.8%, 14.1%, 13.2% YoY. 2025 PE ratio at 25X, target price 81.87 HKD, rated "Outperform".

Risk Warning: Epidemic resurgence, weaker than expected store and online growth, and retail environment challenges.

附录 APPENDIX

重要信息披露

本研究报告由海通国际分销，海通国际是由海通国际研究有限公司(HTIRL)，Haitong Securities India Private Limited (HSIPL)，Haitong International Japan K.K. (HTIJKK)和海通国际证券有限公司(HTISCL)的证券研究团队所组成的全球品牌，海通国际证券集团(HTISG)各成员分别在其许可的司法管辖区内从事证券活动。

IMPORTANT DISCLOSURES

This research report is distributed by Haitong International, a global brand name for the equity research teams of Haitong International Research Limited ("HTIRL"), Haitong Securities India Private Limited ("HSIPL"), Haitong International Japan K.K. ("HTIJKK"), Haitong International Securities Company Limited ("HTISCL"), and any other members within the Haitong International Securities Group of Companies ("HTISG"), each authorized to engage in securities activities in its respective jurisdiction.

HTIRL 分析师认证 Analyst Certification:

我，盛开，在此保证 (i) 本研究报告中的意见准确反映了我们对本研究中提及的任何或所有目标公司或上市公司的个人观点，并且 (ii) 我的报酬中没有任何部分与本研究报告中表达的具体建议或观点直接或间接相关；及就此报告中所讨论目标公司的证券，我们（包括我们的家属）在其中均不持有任何财务利益。我和我的家属（我已经告知他们）将不会在本研究报告发布后的 3 个工作日内交易此研究报告所讨论目标公司的证券。I, Kai Sheng, certify that (i) the views expressed in this research report accurately reflect my personal views about any or all of the subject companies or issuers referred to in this research and (ii) no part of my compensation was, is or will be directly or indirectly related to the specific recommendations or views expressed in this research report; and that I (including members of my household) have no financial interest in the security or securities of the subject companies discussed. I and my household, whom I have already notified of this, will not deal in or trade any securities in respect of the issuer that I review within 3 business days after the research report is published.

我，梁希，在此保证 (i) 本研究报告中的意见准确反映了我们对本研究中提及的任何或所有目标公司或上市公司的个人观点，并且 (ii) 我的报酬中没有任何部分与本研究报告中表达的具体建议或观点直接或间接相关；及就此报告中所讨论目标公司的证券，我们（包括我们的家属）在其中均不持有任何财务利益。我和我的家属（我已经告知他们）将不会在本研究报告发布后的 3 个工作日内交易此研究报告所讨论目标公司的证券。I, Xi Liang, certify that (i) the views expressed in this research report accurately reflect my personal views about any or all of the subject companies or issuers referred to in this research and (ii) no part of my compensation was, is or will be directly or indirectly related to the specific recommendations or views expressed in this research report; and that I (including members of my household) have no financial interest in the security or securities of the subject companies discussed. I and my household, whom I have already notified of this, will not deal in or trade any securities in respect of the issuer that I review within 3 business days after the research report is published.

我，Xiaorui Hu，在此保证 (i) 本研究报告中的意见准确反映了我们对本研究中提及的任何或所有目标公司或上市公司的个人观点，并且 (ii) 我的报酬中没有任何部分与本研究报告中表达的具体建议或观点直接或间接相关；及就此报告中所讨论目标公司的证券，我们（包括我们的家属）在其中均不持有任何财务利益。我和我的家属（我已经告知他们）将不会在本研究报告发布后的 3 个工作日内交易此研究报告所讨论目标公司的证券。I, Xiaorui Hu, certify that (i) the views expressed in this research report accurately reflect my personal views about any or all of the subject companies or issuers referred to in this research and (ii) no part of my compensation was, is or will be directly or indirectly related to the specific recommendations or views expressed in this research report; and that I (including members of my household) have no financial interest in the security or securities of the subject companies discussed. I and my household, whom I have already notified of this, will not deal in or trade any securities in respect of the issuer that I review within 3 business days after the research report is published.

利益冲突披露 Conflict of Interest Disclosures

海通国际及其某些关联公司可从事投资银行业务和/或对本研究中的特定股票或公司进行做市或持有自营头寸。就本研究报告而言，以下是有关该等关系的披露事项（以下披露不能保证及时无遗漏，如需了解及时全面信息，请发邮件至 ERD-Disclosure@htisec.com）

HTI and some of its affiliates may engage in investment banking and / or serve as a market maker or hold proprietary trading positions of certain stocks or companies in this research report. As far as this research report is concerned, the following are the disclosure matters related to such relationship (As the following disclosure does not ensure timeliness and completeness, please send an email to ERD-Disclosure@htisec.com if timely and comprehensive information is needed).

No Disclosure

评级定义（从 2020 年 7 月 1 日开始执行）：

海通国际（以下简称“HTI”）采用相对评级系统来为投资者推荐我们覆盖的公司：优于大市、中性或弱于大市。投资者应仔细阅读 HTI 的评级定义。并且 HTI 发布分析师观点的完整信息，投资者应仔细阅读全文而非仅看评级。在任何情况下，分析师的评级和研究都不能作为投资建议。投资者的买卖股票的决策应基于各自情况（比如投资者的现有持仓）以及其他因素。

分析师股票评级

优于大市，未来 12-18 个月内预期相对基准指数涨幅在 10%以上，基准定义如下

中性，未来 12-18 个月内预期相对基准指数变化不大，基准定义如下。根据 FINRA/NYSE 的评级分布规则，我们会将中性评级划入持有这一类别。

弱于大市，未来 12-18 个月内预期相对基准指数跌幅在 10%以上，基准定义如下

各地股票基准指数：日本 – TOPIX, 韩国 – KOSPI, 台湾 – TAIEX, 印度 – Nifty100, 美国 – SP500; 其他所有中国概念股 – MSCI China.

Ratings Definitions (from 1 Jul 2020):

Haitong International uses a relative rating system using Outperform,

评级分布 Rating Distribution

Neutral, or Underperform for recommending the stocks we cover to investors. Investors should carefully read the definitions of all ratings used in Haitong International Research. In addition, since Haitong International Research contains more complete information concerning the analyst's views, investors should carefully read Haitong International Research, in its entirety, and not infer the contents from the rating alone. In any case, ratings (or research) should not be used or relied upon as investment advice. An investor's decision to buy or sell a stock should depend on individual circumstances (such as the investor's existing holdings) and other considerations.

Analyst Stock Ratings

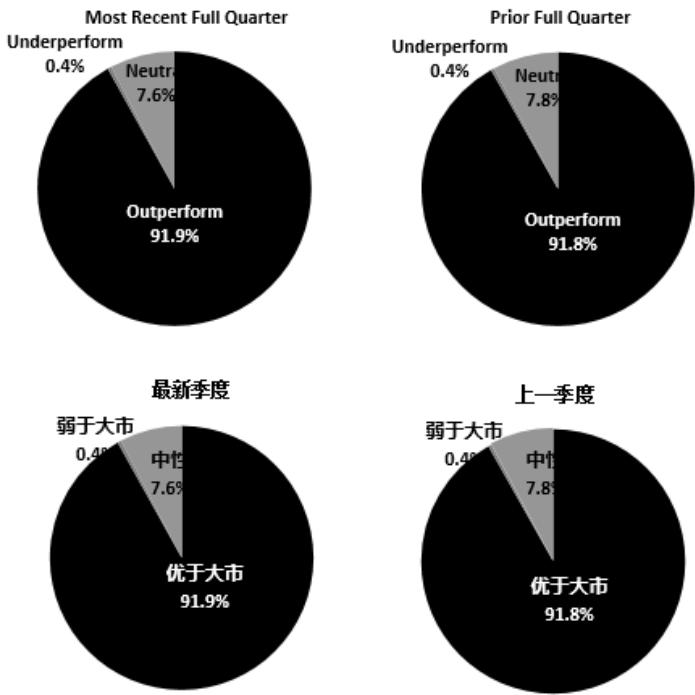
Outperform: The stock's total return over the next 12-18 months is expected to exceed the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below.

Neutral: The stock's total return over the next 12-18 months is expected to be in line with the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below. For purposes only of FINRA/NYSE ratings distribution rules, our Neutral rating falls into a hold rating category.

Underperform: The stock's total return over the next 12-18 months is expected to be below the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below.

Benchmarks for each stock's listed region are as follows: Japan – TOPIX, Korea – KOSPI, Taiwan – TAIEX, India – Nifty100, US – SP500; for all other China-concept stocks – MSCI China.

Ratings Distribution



截至 2024 年 12 月 31 日海通国际股票研究评级分布

	优于大市	中性 (持有)	弱于大市
海通国际股票研究覆盖率	91.9%	7.6%	0.4%
投资银行客户*	2.1%	2.2%	0.0%

*在每个评级类别里投资银行客户所占的百分比。

上述分布中的买入，中性和卖出分别对应我们当前优于大市，中性和落后大市评级。

只有根据 FINRA/NYSE 的评级分布规则，我们才将中性评级划入持有这一类别。请注意在上表中不包含非评级的股票。

此前的评级系统定义（直至 2020 年 6 月 30 日）：

买入，未来 12-18 个月内预期相对基准指数涨幅在 10%以上，基准定义如下

中性，未来 12-18 个月内预期相对基准指数变化不大，基准定义如下。根据 FINRA/NYSE 的评级分布规则，我们会将中性评级划入持有这一类别。

卖出，未来 12-18 个月内预期相对基准指数跌幅在 10%以上，基准定义如下

各地股票基准指数：日本 – TOPIX, 韩国 – KOSPI, 台湾 – TAIEX, 印度 – Nifty100; 其他所有中国概念股 – MSCI China.

Haitong International Equity Research Ratings Distribution, as of December 31, 2024

	Outperform	Neutral (hold)	Underperform
HTI Equity Research Coverage	91.9%	7.6%	0.4%
IB clients*	2.1%	2.2%	0.0%

*Percentage of investment banking clients in each rating category.

BUY, Neutral, and SELL in the above distribution correspond to our current ratings of Outperform, Neutral, and Underperform.

For purposes only of FINRA/NYSE ratings distribution rules, our Neutral rating falls into a hold rating category. Please note that stocks with an NR designation are not included in the table above.

Previous rating system definitions (until 30 Jun 2020):

BUY: The stock's total return over the next 12-18 months is expected to exceed the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below.

NEUTRAL: The stock's total return over the next 12-18 months is expected to be in line with the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below. For purposes only of FINRA/NYSE ratings distribution rules, our Neutral rating falls into a hold rating category.

SELL: The stock's total return over the next 12-18 months is expected to be below the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below.

Benchmarks for each stock's listed region are as follows: Japan – TOPIX, Korea – KOSPI, Taiwan – TAIEX, India – Nifty100; for all other China-concept stocks – MSCI China.

海通国际非评级研究：海通国际发布计量、筛选或短篇报告，并在报告中根据估值和其他指标对股票进行排名，或者基于可能的估值倍数提出建议价格。这种排名或建议价格并非为

Haitong International Non-Rated Research: Haitong International publishes quantitative, screening or short reports which may rank stocks according to valuation and other metrics or may suggest prices based on possible valuation multiples. Such rankings or suggested prices do not purport to be stock ratings or target prices or fundamental values and are for information only.

海通国际 A 股覆盖: 海通国际可能会就沪港通及深港通的中国 A 股进行覆盖及评级。海通证券 (600837.CH), 海通国际于上海的母公司, 也会于中国发布中国 A 股的研究报告。但是, 海通国际使用与海通证券不同的评级系统, 所以海通国际与海通证券的中国 A 股评级可能有所不同。

Haitong International Coverage of A-Shares: Haitong International may cover and rate A-Shares that are subject to the Hong Kong Stock Connect scheme with Shanghai and Shenzhen. Haitong Securities (HS; 600837 CH), the ultimate parent company of HTISG based in Shanghai, covers and publishes research on these same A-Shares for distribution in mainland China. However, the rating system employed by HS differs from that used by HTI and as a result there may be a difference in the HTI and HS ratings for the same A-share stocks.

海通国际优质 100 A 股 (Q100) 指数: 海通国际 Q100 指数是一个包括 100 支由海通证券覆盖的优质中国 A 股的计量产品。这些股票是通过基于质量的筛选过程, 并结合对海通证券 A 股团队自下而上的研究。海通国际每季对 Q100 指数成分作出复审。

Haitong International Quality 100 A-share (Q100) Index: HTI's Q100 Index is a quant product that consists of 100 of the highest-quality A-shares under coverage at HS in Shanghai. These stocks are carefully selected through a quality-based screening process in combination with a review of the HS A-share team's bottom-up research. The Q100 constituent companies are reviewed quarterly.

盟浪义利 (FIN-ESG) 数据通免责声明条款: 在使用盟浪义利 (FIN-ESG) 数据之前, 请务必仔细阅读本条款并同意本声明:

第一条 义利 (FIN-ESG) 数据系由盟浪可持续数字科技有限责任公司 (以下简称“本公司”) 基于合法取得的公开信息评估而成, 本公司对信息的准确性及完整性不作任何保证。对公司的评估结果仅供参考, 并不构成对任何个人或机构投资建议, 也不能作为任何个人或机构购买、出售或持有相关金融产品的依据。本公司不对任何个人或机构投资者因使用本数据表述的评估结果造成的任何直接或间接损失负责。

第二条 盟浪并不因收到此评估数据而将收件人视为客户, 收件人使用此数据时应根据自身实际情况作出自我独立判断。本数据所载内容反映的是盟浪在最初发布本数据日期当日的判断, 盟浪有权在不发出通知的情况下更新、修订与发出其他与本数据所载内容不一致或有不同结论的数据。除非另行说明, 本数据 (如财务业绩数据等) 仅代表过往表现, 过往的业绩表现不作为日后回报的预测。

第三条 本数据版权归本公司所有, 本公司依法保留各项权利。未经本公司事先书面许可授权, 任何个人或机构不得将本数据中的评估结果用于任何营利性目的, 不得对本数据进行修改、复制、编译、汇编、再次编辑、改编、删减、缩写、节选、发行、出租、展览、表演、放映、广播、信息网络传播、摄制、增加图标及说明等, 否则因此给盟浪或其他第三方造成损失的, 由用户承担相应的赔偿责任, 盟浪不承担责任。

第四条 如本免责声明未约定, 而盟浪网站平台载明的其他协议内容 (如《盟浪网站用户注册协议》《盟浪网用户服务 (含认证) 协议》《盟浪网隐私政策》等) 有约定的, 则按其他协议的约定执行; 若本免责声明与其他协议约定存在冲突或不一致的, 则以本免责声明约定为准。

SusallWave FIN-ESG Data Service Disclaimer: Please read these terms and conditions below carefully and confirm your agreement and acceptance with these terms before using SusallWave FIN-ESG Data Service.

1. FIN-ESG Data is produced by SusallWave Digital Technology Co., Ltd. (In short, SusallWave)'s assessment based on legal publicly accessible information. SusallWave shall not be responsible for any accuracy and completeness of the information. The assessment result is for reference only. It is not for any investment advice for any individual or institution and not for basis of purchasing, selling or holding any relative financial products. We will not be liable for any direct or indirect loss of any individual or institution as a result of using SusallWave FIN-ESG Data.

2. SusallWave do not consider recipients as customers for receiving these data. When using the data, recipients shall make your own independent judgment according to your practical individual status. The contents of the data reflect the judgment of us only on the release day. We have right to update and amend the data and release other data that contains inconsistent contents or different conclusions without notification. Unless expressly stated, the data (e.g., financial performance data) represents past performance only and the past performance cannot be viewed as the prediction of future return.

3. The copyright of this data belongs to SusallWave, and we reserve all rights in accordance with the law. Without the prior written permission of our company, none of individual or institution can use these data for any profitable purpose. Besides, none of individual or institution can take actions such as amendment, replication, translation, compilation, re-editing, adaption, deletion, abbreviation, excerpts, issuance, rent, exhibition, performance, projection, broadcast, information network transmission, shooting, adding icons and instructions. If any loss of SusallWave or any third-party is caused by those actions, users shall bear the corresponding compensation liability. SusallWave shall not be responsible for any loss.

4. If any term is not contained in this disclaimer but written in other agreements on our website (e.g. *User Registration Protocol of SusallWave Website*, *User Service (including authentication) Agreement of SusallWave Website*, *Privacy Policy of Susallwave Website*), it should be executed according to other agreements. If there is any difference between this disclaimer and other agreements, this disclaimer shall be applied.

重要免责声明:

非印度证券的研究报告: 本报告由海通国际证券集团有限公司 (“HTISGL”) 的全资附属公司海通国际研究有限公司 (“HTIRL”) 发行, 该公司是根据香港证券及期货条例 (第 571 章) 持有第 4 类受规管活动 (就证券提供意见) 的持牌法团。该研究报告在 HTISGL 的全资附属公司 Haitong International (Japan) K.K. (“HTIJK”) 的协助下发行, HTIJK 是由日本关东财务局监管为投资顾问。

印度证券的研究报告: 本报告由从事证券交易、投资银行及证券分析及受 Securities and Exchange Board of India (“SEBI”) 监管的 Haitong Securities India Private Limited (“HTSIPL”) 所发行, 包括制作及发布涵盖 BSE Limited (“BSE”) 和 National Stock Exchange of India Limited (“NSE”) 上市公司 (统称为「印度交易所」) 的研究报告。HTSIPL 于 2016 年 12 月 22 日被收购并成为海通国际证券集团有限公司 (“HTISG”) 的一部分。

所有研究报告均以海通国际为名作为全球品牌，经许可由海通国际证券股份有限公司及/或海通国际证券集团的其他成员在其司法管辖区发布。

本文件所载信息和观点已被编译或源自可靠来源，但 HTIRL、HTISCL 或任何其他属于海通国际证券集团有限公司（“HTISG”）的成员对其准确性、完整性和正确性不做任何明示或暗示的

不应被解释为对证券买卖的明示或暗示地出价或征价。在某些司法管辖区，本文件中提及的证券可能无法进行买卖。如果投资产品以投资者本国货币以外的币种进行计价，则汇率变化可能会对投资产生不利影响。过去的表现并不一定代表将来的结果。某些特定交易，包括设计金融衍生工具的，有产生重大风险的可能性，因此并不适合所有的投资者。您还应认识到本文件中的建议并非为您量身定制。分析师并未考虑到您自身的财务情况，如您的财务状况和风险偏好。因此您必须自行分析并在适用的情况下咨询自己的法律、税收、会计、金融和其他方面的专业顾问，以期在投资之前评估该项建议是否适合于您。若由于使用本文件所载的材料而产生任何直接或间接的损失，HTISG 及其董事、雇员或代理人对此均不承担任何责任。

除对本文内容承担责任的分析师除外，HTISG 及我们的关联公司、高级管理人员、董事和雇员，均可不时作为主事人就本文件所述的任何证券或衍生品持有长仓或短仓以及进行买卖。HTISG 的销售员、交易员和其他专业人士均可向 HTISG 的相关客户和公司提供与本文件所述意见相反的口头或书面市场评论意见或交易策略。HTISG 可做出与本文件所述建议或意见不一致的投资决策。但 HTIRL 没有义务来确保本文件的收件人了解到该等交易决定、思路或建议。

请访问海通国际网站 www.equities.htisec.com，查阅更多有关海通国际为预防和避免利益冲突设立的组织和行政安排的内容信息。

非美国分析师披露信息： 本项研究首页上列明的海通国际分析师并未在 FINRA 进行注册或者取得相应的资格，并且不受美国 FINRA 有关与本项研究目标公司进行沟通、公开露面和自营证券交易的第 2241 条规则之限制。

IMPORTANT DISCLAIMER

For research reports on non-Indian securities: The research report is issued by Haitong International Research Limited (“HTIRL”), a wholly owned subsidiary of Haitong International Securities Group Limited (“HTISGL”) and a licensed corporation to carry on Type 4 regulated activity (advising on securities) for the purpose of the Securities and Futures Ordinance (Cap. 571) of Hong Kong, with the assistance of Haitong International (Japan) K.K. (“HTIJK”), a wholly owned subsidiary of HTISGL and which is regulated as an Investment Adviser by the Kanto Finance Bureau of Japan.

For research reports on Indian securities: The research report is issued by Haitong Securities India Private Limited (“HSIPL”), an Indian company and a Securities and Exchange Board of India (“SEBI”) registered Stock Broker, Merchant Banker and Research Analyst that, inter alia, produces and distributes research reports covering listed entities on the BSE Limited (“BSE”) and the National Stock Exchange of India Limited (“NSE”) (collectively referred to as “Indian Exchanges”). HSIPL was acquired and became part of the Haitong International Securities Group of Companies (“HTISG”) on 22 December 2016.

All the research reports are globally branded under the name Haitong International and approved for distribution by Haitong International Securities Company Limited (“HTISCL”) and/or any other members within HTISG in their respective jurisdictions.

The information and opinions contained in this research report have been compiled or arrived at from sources believed to be reliable and in good faith but no representation or warranty, express or implied, is made by HTIRL, HTISCL, HSIPL, HTIJK or any other members within HTISG from which this research report may be received, as to their accuracy, completeness or correctness. All opinions expressed herein are as of the date of this research report and are subject to change without notice. This research report is for information purpose only. Descriptions of any companies or their securities mentioned herein are not intended to be complete and this research report is not, and should not be construed expressly or impliedly as, an offer to buy or sell securities. The securities referred to in this research report may not be eligible for purchase or sale in some jurisdictions. If an investment product is denominated in a currency other than an investor's home currency, a change in exchange rates may adversely affect the investment. Past performance is not necessarily indicative of future results. Certain transactions, including those involving derivatives, give rise to substantial risk and are not suitable for all investors. You should also bear in mind that recommendations in this research report are not tailor-made for you. The analyst has not taken into account your unique financial circumstances, such as your financial situation and risk appetite. You must, therefore, analyze and should, where applicable, consult your own legal, tax, accounting, financial and other professional advisers to evaluate whether the recommendations suits you before investment. Neither HTISG nor any of its directors, employees or agents accepts any liability whatsoever for any direct or consequential loss arising from any use of the materials contained in this research report.

HTISG and our affiliates, officers, directors, and employees, excluding the analysts responsible for the content of this document, will from time to time have long or short positions in, act as principal in, and buy or sell, the securities or derivatives, if any, referred to in this research report. Sales, traders, and other professionals of HTISG may provide oral or written market commentary or trading strategies to the relevant clients and the companies within HTISG that reflect opinions that are contrary to the opinions expressed in this research report. HTISG may make investment decisions that are inconsistent with the recommendations or views expressed in this research report. HTI is under no obligation to ensure that such other trading decisions, ideas or recommendations are brought to the attention of any recipient of this research report.

Please refer to HTI's website www.equities.htisec.com for further information on HTI's organizational and administrative arrangements set up for the prevention and avoidance of conflicts of interest with respect to Research.

Non U.S. Analyst Disclosure: The HTI analyst(s) listed on the cover of this Research is (are) not registered or qualified as a research analyst with FINRA and are not subject to U.S. FINRA Rule 2241 restrictions on communications with companies that are the subject of the Research; public appearances; and trading securities by a research analyst.

分发和地区通知：

除非下文另有规定，否则任何希望讨论本报告或者就本项研究中讨论的任何证券进行任何交易的收件人均应联系其所在国家或地区的海通国际销售人员。

香港投资者的通知事项： 海通国际证券股份有限公司（“HTISCL”）负责分发该研究报告，HTISCL 是在香港有权实施第 1 类受规管活动（从事证券交易）的持牌公司。该研究报告并不构成《证券及期货条例》（香港法例第 571 章）（以下简称“SFO”）所界定的要约邀请，证券要约或公众要约。本研究报告仅提供给 SFO 所界定的“专业投资者”。本研究报告未经过证券及期货事务监察委员会的审查。您不应仅根据本研究报告中所载的信息做出投资决定。本研究报告的收件人就研究报告中产生或与之相关的任何事宜请联系 HTISCL 销售人员。

美国投资者的通知事项： 本研究报告由 HTIRL、HSIPL 或 HTIJK 编写。HTIRL、HSIPL、HTIJK 以及任何非 HTISG 美国联营公司，均未在美国注册，因此不受美国关于研究报告编制和研究分析人员独立性规定的约束。本研究报告提供给依照 1934 年“美国证券交易法”第 15a-6 条规定的豁免注册的「美国主要机构投资者」（“Major U.S. Institutional Investor”）和「机构投资者」（“U.S. Institutional Investors”）。在向美国机构投资者分发研究报告时，Haitong International Securities (USA) Inc.（“HTI USA”）将对报告的内容负责。任何收到本研究报告的美国投资者，希望根据本研究报告提供的信息进行任何证券或相关金融工具买卖的交易，只能通过 HTI USA。HTI USA 位于 340 Madison Avenue, 12th Floor, New York, NY 10173, 电话（212）

351-6050。HTI USA 是在美国于 U.S. Securities and Exchange Commission (“SEC”) 注册的经纪商，也是 Financial Industry Regulatory Authority, Inc. (“FINRA”) 的成员。HTIUSA 不负责编写本研究报告，也不负责其中包含的分析。在任何情况下，收到本研究报告的任何美国投资者，不得直接与分析师直接联系，也不得通过 HSIPL, HTIRL 或 HTIJKK 直接进行买卖证券或相关金融工具的交易。本研究报告中出现的 HSIPL, HTIRL 或 HTIJKK 分析师没有注册或具备 FINRA 的研究分析师资格，因此可能不受 FINRA 第 2241 条规定的与目标公司的交流，公开露面和分析师账户持有的交易证券等限制。投资本研究报告中讨论的任何非美国证券或相关金融工具（包括 ADR）可能存在一定风险。非美国发行的证券可能没有注册，或不受美国法规的约束。有关非美国证券或相关金融工具的信息可能有限制。外国公司可能不受审计和汇报的标准以及与美国境内生效相符的监管要求。本研究报告中以美元以外的其他货币计价的任何证券或相关金融工具的投资或收益的价值受汇率波动的影响，可能对该等证券或相关金融工具的价值或收入产生正面或负面影响。美国收件人的所有问询请联系：

Haitong International Securities (USA) Inc.
340 Madison Avenue, 12th Floor
New York, NY 10173
联系人电话：(212) 351 6050

DISTRIBUTION AND REGIONAL NOTICES

Except as otherwise indicated below, any Recipient wishing to discuss this research report or effect any transaction in any security discussed in HTI’s research should contact the Haitong International salesperson in their own country or region.

Notice to Hong Kong investors: The research report is distributed by Haitong International Securities Company Limited (“HTISCL”), which is a licensed corporation to carry on Type 1 regulated activity (dealing in securities) in Hong Kong. This research report does not constitute a solicitation or an offer of securities or an invitation to the public within the meaning of the SFO. This research report is only to be circulated to “Professional Investors” as defined in the SFO. This research report has not been reviewed by the Securities and Futures Commission. You should not make investment decisions solely on the basis of the information contained in this research report. Recipients of this research report are to contact HTISCL salespersons in respect of any matters arising from, or in connection with, the research report.

Notice to U.S. investors: As described above, this research report was prepared by HTIRL, HSIPL or HTIJKK. Neither HTIRL, HSIPL, HTIJKK, nor any of the non U.S. HTISG affiliates is registered in the United States and, therefore, is not subject to U.S. rules regarding the preparation of research reports and the independence of research analysts. This research report is provided for distribution to “major U.S. institutional investors” and “U.S. institutional investors” in reliance on the exemption from registration provided by Rule 15a-6 of the U.S. Securities Exchange Act of 1934, as amended. When distributing research reports to “U.S. institutional investors,” HTI USA will accept the responsibilities for the content of the reports. Any U.S. recipient of this research report wishing to effect any transaction to buy or sell securities or related financial instruments based on the information provided in this research report should do so only through Haitong International Securities (USA) Inc. (“HTI USA”), located at 340 Madison Avenue, 12th Floor, New York, NY 10173, USA; telephone (212) 351 6050. HTI USA is a broker-dealer registered in the U.S. with the U.S. Securities and Exchange Commission (the “SEC”) and a member of the Financial Industry Regulatory Authority, Inc. (“FINRA”). HTI USA is not responsible for the preparation of this research report nor for the analysis contained therein. Under no circumstances should any U.S. recipient of this research report contact the analyst directly or effect any transaction to buy or sell securities or related financial instruments directly through HSIPL, HTIRL or HTIJKK. The HSIPL, HTIRL or HTIJKK analyst(s) whose name appears in this research report is not registered or qualified as a research analyst with FINRA and, therefore, may not be subject to FINRA Rule 2241 restrictions on communications with a subject company, public appearances and trading securities held by a research analyst account. Investing in any non-U.S. securities or related financial instruments (including ADRs) discussed in this research report may present certain risks. The securities of non-U.S. issuers may not be registered with, or be subject to U.S. regulations. Information on such non-U.S. securities or related financial instruments may be limited. Foreign companies may not be subject to audit and reporting standards and regulatory requirements comparable to those in effect within the U.S. The value of any investment or income from any securities or related financial instruments discussed in this research report denominated in a currency other than U.S. dollars is subject to exchange rate fluctuations that may have a positive or adverse effect on the value of or income from such securities or related financial instruments. All inquiries by U.S. recipients should be directed to:

Haitong International Securities (USA) Inc.
340 Madison Avenue, 12th Floor
New York, NY 10173
Attn: Sales Desk at (212) 351 6050

中华人民共和国的通知事项：在中华人民共和国（下称“中国”，就本报告目的而言，不包括香港特别行政区、澳门特别行政区和台湾）只有根据适用的中国法律法规而收到该材料的人员方可使用该材料。并且根据相关法律法规，该材料中的信息并不构成“在中国从事生产、经营活动”。本文件在中国并不构成相关证券的公共发售或认购。无论根据法律规定或其他任何规定，在取得中国政府所有的批准或许可之前，任何法人或自然人均不得直接或间接地购买本材料中的任何证券或任何权益。接收本文件的人员须遵守上述限制性规定。

加拿大投资者的通知事项：在任何情况下该等材料均不得被解释为在任何加拿大的司法管辖区内出售证券的要约或认购证券的要约邀请。本材料中所述证券在加拿大的任何要约或出售行为均只能在豁免向有关加拿大证券监管机构提交招股说明书的前提下由 Haitong International Securities (USA) Inc. (“HTI USA”) 予以实施，该公司是一家根据 National Instrument 31-103 Registration Requirements, Exemptions and Ongoing Registrant Obligations (“NI 31-103”) 的规定得到「国际交易商豁免」(“International Dealer Exemption”) 的交易商，位于艾伯塔省、不列颠哥伦比亚省、安大略省和魁北克省。在加拿大，该等材料在任何情况下均不得被解释为任何证券的招股说明书、发行备忘录、广告或公开发行。加拿大的任何证券委员会或类似的监管机构均未审查或以任何方式批准该等材料、其中所载的信息或所述证券的优点，任何与此相反的声明即属违法。在收到该等材料时，每个加拿大的收件人均将被视为属于 National Instrument 45-106 Prospectus Exemptions 第 1.1 节或者 Securities Act (Ontario) 第 73.3(1) 节所规定的「认可投资者」(“Accredited Investor”)，或者在适用情况下 National Instrument 31-103 第 1.1 节所规定的「许可投资者」(“Permitted Investor”)。

新加坡投资者的通知事项：本研究报告由 Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd (“HTISSPL”) 于新加坡提供。HTISSPL 是符合《财务顾问法》2001 (“FAA”) 定义的豁免财务顾问，可 (a) 提供关于证券，集体投资计划的部分，交易所衍生品合约和场外衍生品合约的建议 (b) 发行或公布有关证券、交易所衍生品合约和场外衍生品合约的研究分析或研究报告。本研究报告仅提供给符合《证券及期货法》2001 第 4A 条项下规定的机构投资者。对于因本研究报告而产生的或与之相关的任何问题，本研究报告的收件人应通过以下信息与 HTISSPL 联系：

Haitong International Securities (Singapore) Pte. Ltd

10 Collyer Quay, #19-01 - #19-05 Ocean Financial Centre, Singapore 049315

电话: (65) 6713 0473

日本投资者的通知事项: 本研究报告由海通国际证券有限公司所发布, 旨在分发给从事投资管理的金融服务提供商或注册金融机构(根据日本金融机构和交易法(“FIEL”))第 61 (1) 条, 第 17-11 (1) 条的执行及相关条款)。

英国及欧盟投资者的通知事项: 本报告由从事投资顾问的 Haitong International Securities Company Limited 所发布, 本报告只面向有投资相关经验的专业客户发布。任何投资或与本报告相关的投资行为只面对此类专业客户。没有投资经验或相关投资经验的客户不得依赖本报告。Haitong International Securities Company Limited 的分支机构的净长期或短期金融权益可能超过本研究报告中提及的实体已发行股本总额的 0.5%。特别提醒有些英文报告有可能此前已经通过中文或其它语言完成发布。

澳大利亚投资者的通知事项: Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd, Haitong International Securities Company Limited 和 Haitong International Securities (UK) Limited 分别根据澳大利亚证券和投资委员会(以下简称“ASIC”)公司(废除及过度性)文书第 2016/396 号规章在澳大利亚分发本项研究, 该等规章免除了根据 2001 年《公司法》在澳大利亚为批发客户提供金融服务时海通国际需持有澳大利亚金融服务许可的要求。ASIC 的规章副本可在以下网站获取: www.legislation.gov.au。海通国际提供的金融服务受外国法律法规规定的管制, 该等法律与在澳大利亚所适用的法律存在差异。

印度投资者的通知事项: 本报告由从事证券交易、投资银行及证券分析及受 Securities and Exchange Board of India (“SEBI”) 监管的 Haitong Securities India Private Limited (“HTSIPL”) 所发布, 包括制作及发布涵盖 BSE Limited (“BSE”) 和 National Stock Exchange of India Limited (“NSE”) (统称为「印度交易所」) 研究报告。

研究机构名称: Haitong Securities India Private Limited

SEBI 研究分析师注册号: INH000002590

地址: 1203A, Floor 12A, Tower 2A, One World Center

841 Senapati Bapat Marg, Elphinstone Road, Mumbai 400 013, India

CIN U74140MH2011FTC224070

电话: +91 22 43156800 传真: +91 22 24216327

合规和申诉办公室联系人: Prasanna Chandwaskar ; 电话: +91 22 43156803; 电子邮箱: prasanna.chandwaskar@htisec.com

“请注意, SEBI 授予的注册和 NISM 的认证并不保证中介的表现或为投资者提供任何回报保证”。

本项研究仅供收件人使用, 未经海通国际的书面同意不得予以复制和再次分发。

版权所有: 海通国际证券集团有限公司 2019 年。保留所有权利。

People's Republic of China (PRC): In the PRC, the research report is directed for the sole use of those who receive the research report in accordance with the applicable PRC laws and regulations. Further, the information on the research report does not constitute "production and business activities in the PRC" under relevant PRC laws. This research report does not constitute a public offer of the security, whether by sale or subscription, in the PRC. Further, no legal or natural persons of the PRC may directly or indirectly purchase any of the security or any beneficial interest therein without obtaining all prior PRC government approvals or licenses that are required, whether statutorily or otherwise. Persons who come into possession of this research are required to observe these restrictions.

Notice to Canadian Investors: Under no circumstances is this research report to be construed as an offer to sell securities or as a solicitation of an offer to buy securities in any jurisdiction of Canada. Any offer or sale of the securities described herein in Canada will be made only under an exemption from the requirements to file a prospectus with the relevant Canadian securities regulators and only by Haitong International Securities (USA) Inc., a dealer relying on the "international dealer exemption" under National Instrument 31-103 Registration Requirements, Exemptions and Ongoing Registrant Obligations ("NI 31-103") in Alberta, British Columbia, Ontario and Quebec. This research report is not, and under no circumstances should be construed as, a prospectus, an offering memorandum, an advertisement or a public offering of any securities in Canada. No securities commission or similar regulatory authority in Canada has reviewed or in any way passed upon this research report, the information contained herein or the merits of the securities described herein and any representation to the contrary is an offence. Upon receipt of this research report, each Canadian recipient will be deemed to have represented that the investor is an "accredited investor" as such term is defined in section 1.1 of National Instrument 45-106 Prospectus Exemptions or, in Ontario, in section 73.3(1) of the Securities Act (Ontario), as applicable, and a "permitted client" as such term is defined in section 1.1 of NI 31-103, respectively.

Notice to Singapore investors: This research report is provided in Singapore by or through Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd ("HTISSPL"). HTISSPL is an Exempt Financial Adviser under the Financial Advisers Act 2001 ("FAA") to (a) advise on securities, units in a collective investment scheme, exchange-traded derivatives contracts and over-the-counter derivatives contracts and (b) issue or promulgate research analyses or research reports on securities, exchange-traded derivatives contracts and over-the-counter derivatives contracts. This research report is only provided to institutional investors, within the meaning of Section 4A of the Securities and Futures Act 2001. Recipients of this research report are to contact HTISSPL via the details below in respect of any matters arising from, or in connection with, the research report:

Haitong International Securities (Singapore) Pte. Ltd.

10 Collyer Quay, #19-01 - #19-05 Ocean Financial Centre, Singapore 049315

Telephone: (65) 6713 0473

Notice to Japanese investors: This research report is distributed by Haitong International Securities Company Limited and intended to be distributed to Financial Services Providers or Registered Financial Institutions engaged in investment management (as defined in the Japan Financial Instruments and Exchange Act ("FIEL") Art. 61(1), Order for Enforcement of FIEL Art. 17-11(1), and related articles).

Notice to UK and European Union investors: This research report is distributed by Haitong International Securities Company Limited. This research is directed at persons having professional experience in matters relating to investments. Any investment or investment activity to which this research relates is available only to such persons or will be engaged in only with such persons. Persons who do not have professional experience in matters relating to investments should not rely on this research. Haitong International Securities Company Limited's affiliates may have a net long or short financial interest in excess of 0.5% of the total issued share capital of the entities mentioned in this research report. Please be aware that any report in English may have been published previously in Chinese or another language.

Notice to Australian investors: The research report is distributed in Australia by Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd, Haitong International Securities Company Limited, and Haitong International Securities (UK) Limited in reliance on ASIC Corporations (Repeal and Transitional) Instrument 2016/396, which exempts those HTISG entities from the requirement to hold an Australian financial services license under the Corporations Act 2001 in respect of the financial services it provides to wholesale clients in Australia. A copy of the ASIC Class Orders may be obtained at the following website, www.legislation.gov.au. Financial services provided by Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd, Haitong International Securities Company Limited, and Haitong International Securities (UK) Limited are regulated under foreign laws and regulatory requirements, which are different from the laws applying in Australia.

Notice to Indian investors: The research report is distributed by Haitong Securities India Private Limited ("HSIPL"), an Indian company and a Securities and Exchange Board of India ("SEBI") registered Stock Broker, Merchant Banker and Research Analyst that, inter alia, produces and distributes research reports covering listed entities on the BSE Limited ("BSE") and the National Stock Exchange of India Limited ("NSE") (collectively referred to as "Indian Exchanges").

Name of the entity: Haitong Securities India Private Limited

SEBI Research Analyst Registration Number: INH000002590

Address : 1203A, Floor 12A, Tower 2A, One World Center

841 Senapati Bapat Marg, Elphinstone Road, Mumbai 400 013, India

CIN U74140MH2011FTC224070

Ph: +91 22 43156800 Fax: +91 22 24216327

Details of the Compliance Officer and Grievance Officer : Prasanna Chandwaskar : Ph: +91 22 43156803; Email id: prasanna.chandwaskar@htisec.com

"Please note that Registration granted by SEBI and Certification from NISM in no way guarantee performance of the intermediary or provide any assurance of returns to investors".

This research report is intended for the recipients only and may not be reproduced or redistributed without the written consent of an authorized signatory of HTISG.

Copyright: Haitong International Securities Group Limited 2019. All rights reserved.

<http://equities.htisec.com/x/legal.html>

PRADA - 1913 HK

