

奢侈品销售业绩再超预期，国人购买力持续释放

近期，全球各大奢侈品最新财报陆续公布，整体销售业绩稳健增长，亚太区维持高速增长，成为奢侈品商业绩的主要支撑。自2018年3季度起，在经济增速放缓的大背景下，市场对中高端消费增速普遍抱悲观预期，但奢侈品三季报及最新财报却频超预期，这一结果正验证了我们在2018年9月发布的重磅行业深度报告《奢侈品与宏观经济：从社零增速放缓说起》中的主要结论，我们认为奢侈品市场短期仍存在两大支撑：18年房价高位增长带来的财富效应支撑；奢侈品行业内在动力的切换。

核心观点

- 各大奢侈品商2018年全球销售增长稳健，未有显著放缓现象：18年LVMH/Kering/Hermes/Loreal/Estee Lauder/Shiseido 2018年营收同比增9.83%/26.34%/7.5%/3.51%/15.72%/9.15%，整体增长稳健；分季度数据看，LVMH/Kering/Loreal/Estee Lauder/Shiseido 单季度增速相比上期变动-0.4pct/-0.8pct(18年S2)/2.4pct/-0.6pct/-0.7pct，未有显著放缓现象
- 亚太地区营收业绩亮眼，成为奢侈品商业绩主要支撑且增长显著加快，其中中国市场贡献主要部分：LVMH/Kering/Hermes/Loreal/Estee Lauder/Shiseido 亚太地区18年全年销售增速为13.75%/27.67%/14%/20.38%/29.06%/32.25%（中国区），整体增速均显著高于同期全球销售增速；分季度看，除Estee Lauder（上期增速基数高）以外，LVMH/Kering/Loreal/Shiseido 相比上期增速分别提升6.7pct/0.7pct(18年S2)/3.1pct/-0.5pct（上期增速29.7%），亚太地区销售增长显著加快。
- 2018年三季度起，市场对奢侈品消费存在普遍悲观预期，但三季报及最新财报数据均远超市场预期，我们认为短期看奢侈品消费仍存在两大主要支撑：
 - (1) 奢侈品消费的财富效应确实存在，房价提升为核心幻觉来源，对奢侈品消费带动存在1-2年的滞后效应，18年二手房价格指数中高速增长为奢侈品消费提供中短期支撑（具体分析请见18年9月发布的重磅深度报告《奢侈品与宏观经济：从社零增速放缓说起》）；
 - (2) 奢侈品行业结构调整带来的内生动力切换，包括用户的扩充、频次的提升以及新生代中产阶级推动的消费升级。

投资建议与投资标的

- 鉴于奢侈品销售业绩的持续超预期，市场对中高端消费旺盛的需求依旧，这将进一步利好免税市场稳固和快速发展，我们继续坚定看好中国免税行业龙头中国国旅(601888, 买入)，后续公司将持续受益于规模及垄断效应下毛利率等经营效率的大幅提升以及海南、市内、海外、国产品退税、代购收紧等多项政策突破下规模翻番以上的机会。

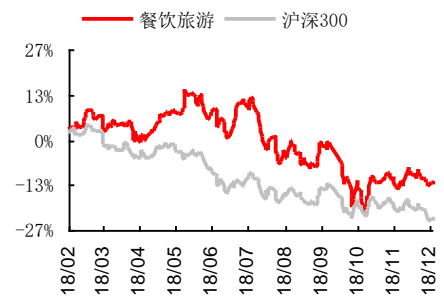
风险提示

- 经济增长谨慎预期下奢侈品消费支撑弱化；一二线城市房价下跌；政策落地效果不及预期。



行业评级 **看好** 中性 看淡 (维持)
 国家/地区 中国/A股
 行业 餐饮旅游
 报告发布日期 2019年02月20日

行业表现



资料来源: WIND

证券分析师 **王克宇**
 021-63325888-5010
 wangkeyu@orientsec.com.cn
 执业证书编号: S0860518010001

联系人 **董博**
 021-63325888-3045
 dongbo1@orientsec.com.cn
徐椰香
 021-63325888-6129
 xuyexiang@orientsec.com.cn

相关报告

海南新股东会冲击免税吗 2019-02-19
 板块强势反弹，关注优质龙头及超跌个股 2019-02-17
 春节旅游市场稳中有增 海南免税表现继续亮眼！ 2019-02-10

图表目录

表 1: 2018 年 Q4/2018S2 主要奢侈品商全球营业收入及增速情况.....	3
表 2: 2018 年 Q4/2018S2 主要奢侈品商亚太营业收入及增速情况.....	3
图 1: LVMH2010-2018 亚太地区营收增速 (季度)	4
图 2: Kering2005-2018 营业收入及增速 (半年度)	4
图 3: Loreal2009-2018 营业收入及增速 (季度)	5
图 4: Estee Lauder2008-2018 营业收入及增速 (季度)	5
图 5: Shiseido2009-2018 营业收入及增速 (季度)	6
图 6: 2015-2018 年 70 个大中城市住宅价格指数 (当月同比)	6

表1: 2018年Q4/2018S2 主要奢侈品商全球营业收入及增速情况

数据指标	单位	最新数据季度	营收	同比增速	环比增速	2017Q4/2017S2 同	2018Q3/2018S1 同
						比增速	比增速
LVMH	百万 EUR	Q4 2018	13697.0	9.2%	20.4%	11.2%	9.6%
Kering	百万 EUR	S2 2018	7233.3	26.0%	12.5%	-14.2%	26.8%
LoReal	百万 EUR	Q4 2018	7073.4	8.6%	9.3%	-4.1%	6.2%
Estee Lauder	百万 USD	Q4 2018	4005.0	7.0%	13.6%	16.7%	7.6%
Shiseido	十亿 JPY	Q4 2018	289.1	5.5%	5.8%	20.3%	6.3%

资料来源：公司财报，东方证券研究所整理

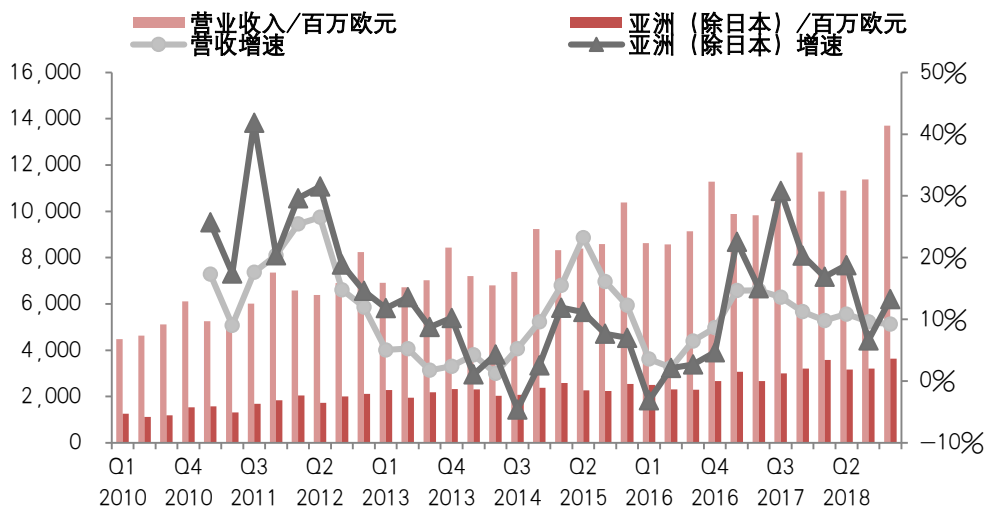
表2: 2018年Q4/2018S2 主要奢侈品商亚太营业收入及增速情况

数据指标	单位	最新数据季度	分区营收	同比增速	环比增速	2017Q4/2017S2 同比	2018Q3/2018S1 同比
						增速	增速
LVMH	百万 EUR	Q4 2018	3637.3	13.3%	13.7%	20.3%	6.6%
Kering	百万 EUR	S2 2018	2880.3	28.0%	6.8%	-5.6%	27.3%
Loreal	百万 EUR	Q4 2018	2063.3	29.4%	15.0%	10.3%	26.2%
Estee Lauder	百万 USD	Q4 2018	1020.0	16.7%	19.3%	32.6%	24.5%
Shiseido	十亿 JPY	Q4 2018	50.3	29.3%	5.7%	24.6%	29.7%

备注：Shiseido 数据为中国区数据

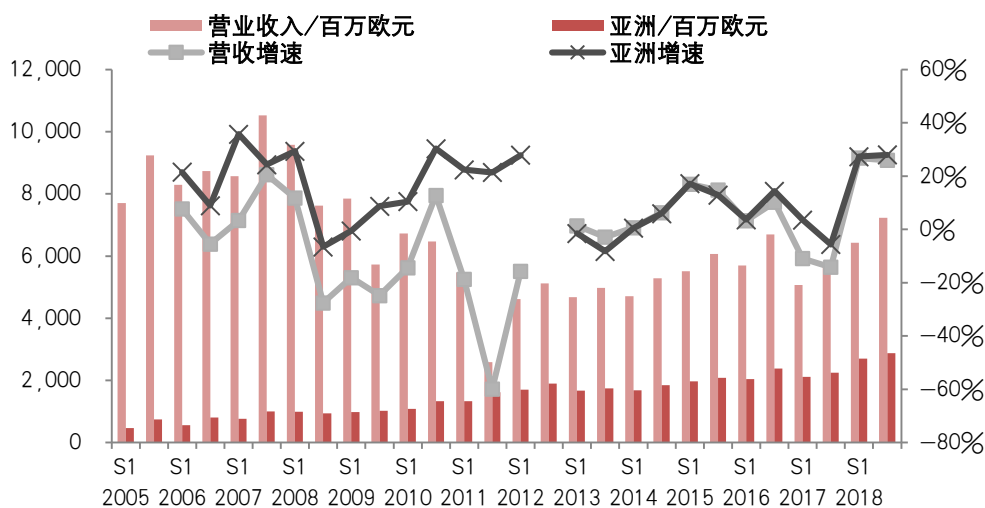
资料来源：公司财报，东方证券研究所整理

图1: LVMH2010-2018 亚太地区营收增速（季度）



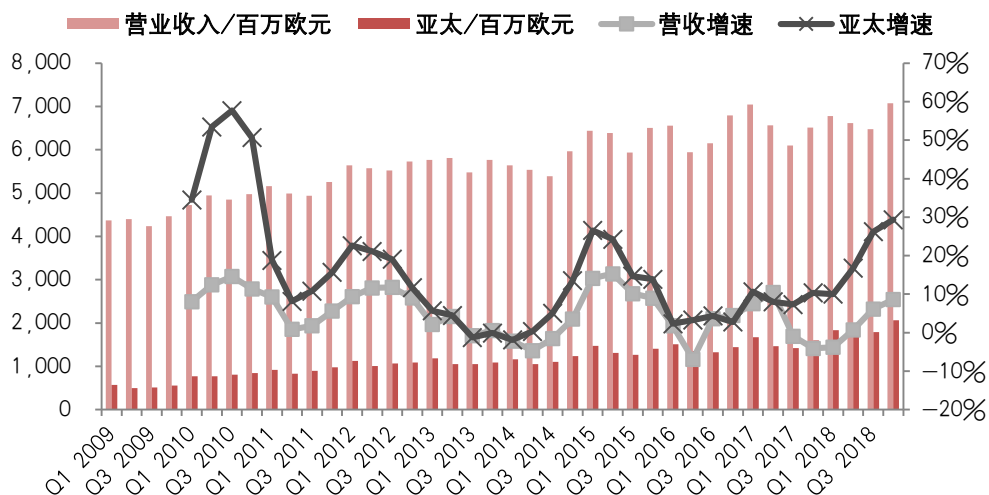
资料来源：公司财报，东方证券研究所

图2: Kering2005-2018 营业收入及增速（半年度）



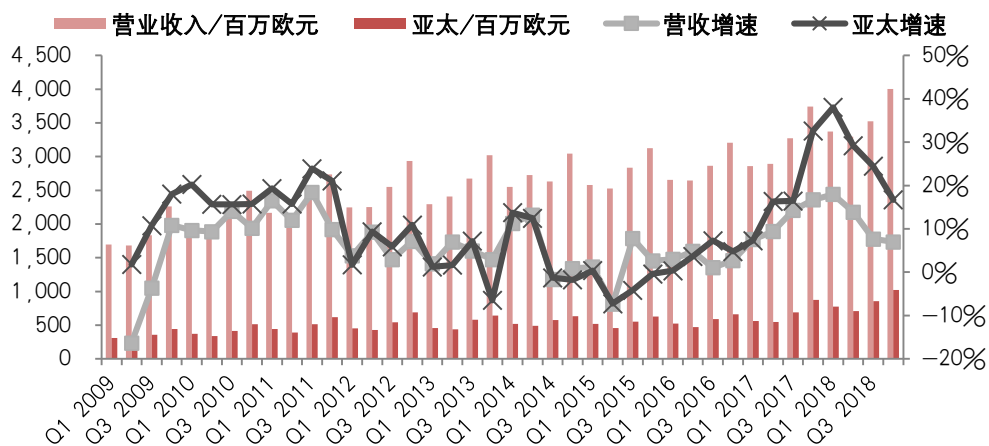
资料来源：公司财报，东方证券研究所

图3: Loreal2009-2018 营业收入及增速（季度）



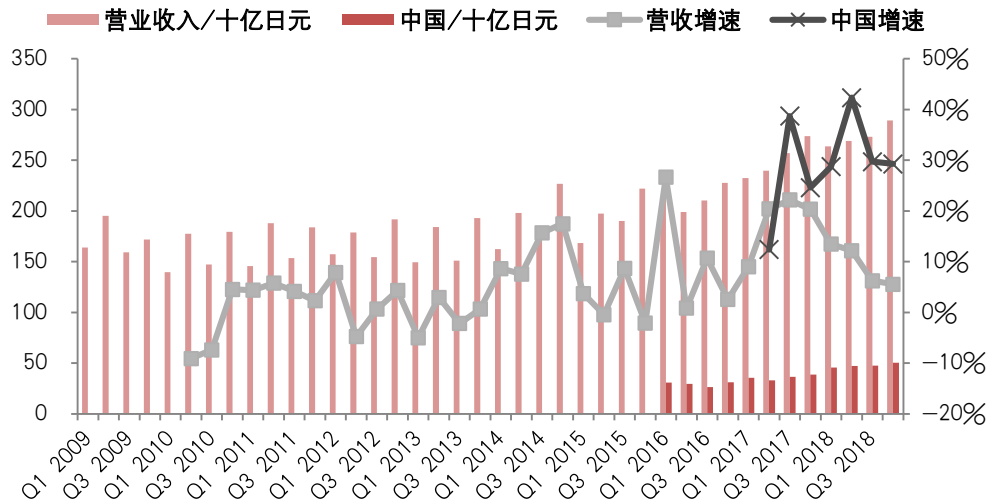
资料来源：公司财报，东方证券研究所

图4: Estee Lauder2008-2018 营业收入及增速（季度）



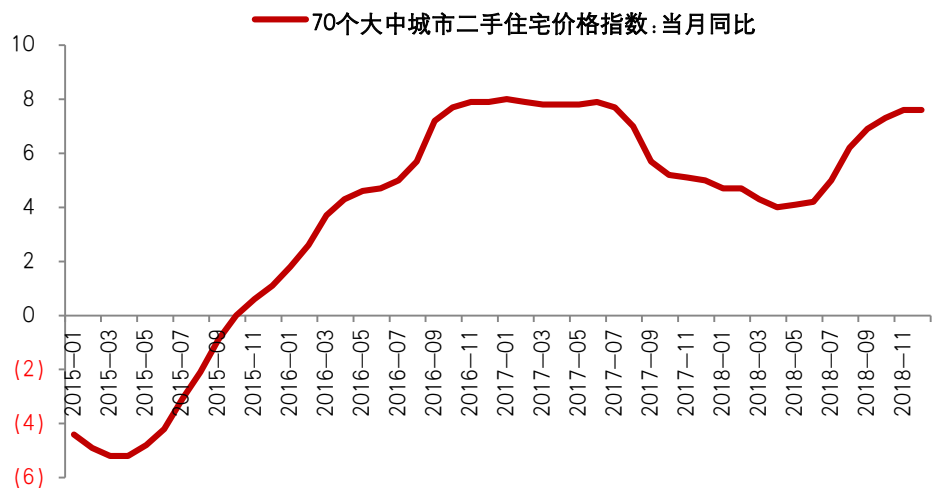
资料来源：公司财报，东方证券研究所

图5: Shiseido2009-2018 营业收入及增速 (季度)



资料来源：公司财报，东方证券研究所

图6: 2015-2018 年 70 个大中城市住宅价格指数 (当月同比)



资料来源：Wind，东方证券研究所

投资建议

鉴于奢侈品销售业绩的持续超预期，市场对中高端消费旺盛的需求依旧，这将进一步利好免税市场稳固和快速发展，我们继续坚定看好中国免税行业龙头中国国旅(601888, 买入)，后续公司将持续受益于规模及垄断效应下毛利率等经营效率的大幅提升以及海南、市内、海外、国产品退税、代购

收紧等多项政策突破下规模翻番以上的机会。公司 18-20 年 EPS 预测为 1.61/2.02/2.52 元，维持 19 年 36 倍市盈率，目标价 72.72 元。

风险提示

经济增长谨慎预期下奢侈品消费支撑弱化，一二线城市房价下跌，免税政策落地效果不及预期。

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

- 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
- 增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；
- 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

- 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；
- 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本研究报告由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必备措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn

