

19H1 奢侈品销售：亚太区继续强势拉动增长，Q2 单季增速略有回落

——奢侈品及高端香化 19H1 经营总结

根据国际奢侈品及高端化妆品商最新一季财报显示：19 年上半年奢侈品商销售整体增长仍维持中速向上的良好态势，LVMH /Hermes /Loreal /Prada 等品牌营收增速同比环比均提升显著；其中，亚太区拉动显著，各品牌（除 Prada）亚太增速均高于全球平均增速。

核心观点

- 从全球范围看，2019 上半年，各奢侈品商仍保持中速向上的良好增长态势；同时，除三家奢侈品商在去年高增长基数上增速稍有放缓外，其余奢侈品营收增速均有所提升。2019 S1，LVMH /Kering/Prada /Hermes /LoReal /Estee Lauder /Amore /Shiseido 全球营收同比增长 15.32% /18.76% /2.26% /15.1% /10.61% /10.08% /2.49% /6.01%，增速同比变动 4.99 /-8.0 /3.5 /9.93/12.2/-5.81 /2.45 /6.8pct，增速环比变动 5.92/-7.19/-4.69/5.35/3.20/2.80/-4.01/0.11 pct。其中 Kering/Estee Lauder/Shiseido 增速同比略有放缓，但主要是基于去年同期的高增带来的高基数。
- 亚太区域仍是全球的主要增长引擎：2019 上半年，除 Prada 增速不及全球增速外，其余品牌均保持显著高于全球增速的增长水平，且平均维持 15%以上中高速水平。2019 S1，LVMH /Kering /Prada /Hermes /LoReal /Estee Lauder /Amore /Shiseido 亚太营收同比增长 21.47% /25.39% /-4.04% /19.92% /30.39% /21.40% /8.77% /15.94%，增速同比变动 3.7 /-1.93 /-16.70 /14.7 /17.22 /-12.26 /2.12 /-19.36 pct，环比变动 11.43 /-2.62 /-4.79 /7.93 /2.51 /1.29 /4.33 /-13.55pct，尽管 Kering/Prada/Shiseido 亚太区增速出现略微放缓现象，但除 Prada 以外，其余品牌亚太区增速依旧显著高于全球平均增长水平。
- 从单二季度数据看，奢侈品全球业绩出现环比放缓现象，亚太区除 Amore & Shiseido 亦出现增速环比放缓现象。（1）2019Q2 LVMH /Hermes /LoReal /Estee Lauder /Amore /Shiseido 全球营收同比增长 15.1% /14.7% /9.8% /9.0% /3.7% /8.3%，增速同比变动 4.2pct /7.5pct /9.1pct /-4.9pct /-7.8pct /-3.9pct，环比变动-0.4/-7.2/-4.7/-0.8/-1.6/-2.2 pct；（2）2019Q2 LVMH /Hermes /LoReal /Estee Lauder /Amore /Shiseido 亚太营收同比增长 20.3% /19.5% /30.3% /17.5% /14.3% /16.8%，增速同比变动 1.5pct /13.1pct /13.6pct /-11.7pct /16.6pct /-25.5pct，增速环比变动-2.2/-0.8/-0.1/-7.5/10.8/1.8pct。
- 如何看待后续奢侈品消费及国内奢侈品销售市场：（1）从国人整体奢侈品消费来看，我们主要跟踪房价带来的财富幻觉效应及 PPI 价格指数带来的奢侈品消费能力提升，18-19 年整体房价增速趋于平缓，19 年初至今 PPI 同比增速相比前期亦有所下滑，预计国人奢侈品消费后续增速或略有放缓；（2）但随着国内奢侈品销售渠道，尤其是免税渠道的日益成熟，海内外奢侈品价差逐步缩窄，后续海外奢侈品消费回流将持续推进，免税将承接主要回流消费后续仍有规模翻番的空间。

投资建议与投资标的

- 我们继续坚定推荐中国国旅(601888, 买入)，作为奢侈品销售的重要渠道及后续消费回流的主要承接者，免税行业有望受益后续奢侈品消费市场的增长及后续国内销售市场的高速扩张，中国国旅作为国内免税行业龙头将首先受益。

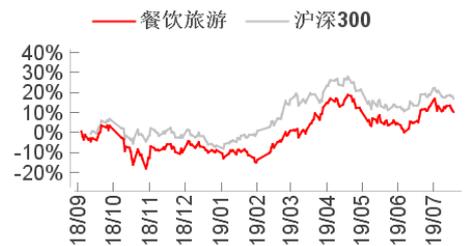
风险提示

- 市内店政策放开不及预期，PPI 下滑，房价因政策等带来的可能波动



行业评级	看好	中性	看淡 (维持)
国家/地区	中国		
行业	餐饮旅游行业		
报告发布日期	2019 年 09 月 03 日		

行业表现



资料来源：WIND、东方证券研究所

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

联系人 徐椰香
021-63325888-6129
xuyexiang@orientsec.com.cn

相关报告

出境游月报：航空客运及订座景气持续，泰国游低基数上增速转正：	2019-09-02
酒店板块领涨，旺季来临期待板块相对收益：	2019-09-01
中免再增两家市内免税店，旅游板块旺季值得关注：	2019-08-25

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

图表目录

图 1: 2015-2019 年 LVMH 全球/亚太营收增速季度数据	5
图 2: 2010-2019 年 Kering 全球/亚太营收增速半年度数据	5
图 3: 2013-2019 年 Prada 全球/亚太营收增速半年度数据	6
图 4: 2015-2019 年 Hermes 全球/亚太营收增速季度数据	6
图 5: 2015-2019 年 LoReal 全球/亚太营收增速季度数据	6
图 6: 2015-2019 年 Estee Lauder 全球/亚太营收增速季度数据	6
图 7: 2017-2019 年 Shiseido 全球/亚太营收增速季度数据	7
图 8: 2015-2019 年 Amore 全球/亚太营收增速季度数据	7
图 9: 2011-2019 年百城住宅月度价格指数	7
图 10: 2010-2019 年 PPI 同比增速	7
表 1: 奢侈品商上半年全球营收及增速	3
表 2: 全球奢侈品商 2019Q2 全球营收及增速	3
表 3: 奢侈品商上半年亚太/中国营收及增速	4
表 4: 奢侈品商 2019Q2 亚太营收及增速	4

从全球范围看，2019上半年，各奢侈品商仍保持中速向上的良好增长态势，受全球经济波动影响较小，表现靓丽；同时，除三家奢侈品商在去年高增长基数上增速稍有放缓外，其余奢侈品营收增速均有所提升。2019 S1，LVMH/Kering/Prada/Hermes/LoReal/Estee Lauder/Amore/Shiseido 营收同比增长 15.32%/18.76%/2.26%/15.1%/10.61%/10.08%/2.49%/6.01%，增速同比变动 4.99%/-8.03%/3.5%/9.93%/12.2%/-5.81%/2.45%/6.8pct，增速环比变动 5.92%/-7.19%/-4.69%/5.35%/3.20%/2.80%/-4.01%/0.11 pct。其中 Kering/Estee Lauder/Shiseido 增速同比略有放缓，但主要是基于去年同期的高增速增长。

表 1：奢侈品商上半年全球营收及增速

数据指标	单位	报告区间	营收	去年同期营收	上期营收	同比增速	去年同期同比增速	上期同比增速	增速同比变动	增速环比变动
LVMH	百万 EUR	H1 2019	25082.0	21750.0	25076.0	15.32%	10.33%	9.40%	4.99%	5.92%
Kering	百万 EUR	H1 2019	7638.40	6431.90	7233.30	18.76%	26.79%	25.95%	-8.03%	-7.19%
Prada	百万 EUR	H1 2019	1570.10	1535.33	1606.80	2.26%	-1.21%	6.96%	3.48%	-4.69%
Hermes	百万 EUR	H1 2019	3284.20	2853.40	3112.70	15.10%	5.17%	9.75%	9.93%	5.35%
LoReal	百万 EUR	H1 2019	14811.5	13390.7	13546.7	10.61%	-1.61%	7.41%	12.22%	3.20%
Estee Lauder	百万 USD	H1 2019	7337.00	6665.00	7529.00	10.08%	15.89%	7.28%	-5.81%	2.80%
Amore	十亿 KRW	H1 2019	2844.40	2775.19	2502.60	2.49%	0.04%	6.50%	2.45%	-4.01%
Shiseido	十亿 JPY	H1 2019	564.60	532.59	562.30	6.01%	12.81%	5.90%	-6.80%	0.11%

数据来源：公司财报，东方证券研究所

从 Q2 单季度数据看，除 Hermes 和 Shiseido 以外，其余品牌增速同比均提升，但环比上有一定放缓趋势。2019Q2 LVMH/Hermes/LoReal/Estee Lauder/Amore/Shiseido，营收同比增长 15.1%/14.7%/9.8%/9.0%/3.7%/8.3%，增速同比变动 4.2pct/7.5pct/9.1pct/-4.9pct/-7.8pct/-3.9pct，环比变动-0.4%/-7.2%/-4.7%/-0.8%/-1.6%/-2.2 pct。Kering、Estee Lauder、Shiseido、Amore 增速相比去年同期放缓。

表 2：全球奢侈品商 2019Q2 全球营收及增速

数据指标	单位	报告区间	营收	去年同期营收	上期营收	同比增速	去年同期同比增速	同比增速变动	增速环比变动
LVMH	百万 EUR	Q2 2019	12544.0	10896.0	12538.0	15.1%	10.9%	4.2%	-0.4%
Hermes	百万 EUR	Q2 2019	1674.5	1459.6	1609.7	14.7%	7.2%	-8.0%	-7.2%
LoReal	百万 EUR	Q2 2019	7261.0	6612.1	7550.5	9.8%	0.7%	3.5%	-4.7%
Estee Lauder	百万 USD	Q2 2019	3591.0	3295.0	3746.0	9.0%	13.9%	7.5%	-0.8%

Amore	十亿 KRW	Q2 2019	1393.1	1343.6	1451.3	3.7%	11.5%	9.1%	-1.6%
Shiseido	十亿 JPY	Q2 2019	291.0	268.8	273.6	8.3%	12.2%	-4.9%	-2.2%

数据来源：公司财报，东方证券研究所

亚太区域仍是全球的主要增长引擎：2019 上半年，除 Prada 增速不及全球增速外，其余品牌均保持显著高于全球增速的增长水平，且平均维持 15%以上中高速水平。2019 S1, LVMH /Kering /Prada /Hermes /LoReal /Estee Lauder /Amore /Shiseido 营收同比增长 21.47% /25.39% /-4.04% /19.92% /30.39% /21.40% /8.77% /15.94%，增速同比变动 3.7 /-1.93 /-16.70 /14.7 /17.22 /-12.26 /2.12 /-19.36 pct，环比变动 11.43/-2.62/-4.79/7.93/2.51/1.29/4.33/-13.55pct，Kering/Prada/Shiseido 亚太区增速环比均出现放缓现象，但除了 Prada 以外，其余品牌亚太区增速依旧高于全球平均增长水平。

表 3：奢侈品商上半年亚太/中国营收及增速

数据指标	单位	最新数据季度	分区营收	去年同期分区营收	上期分区营收	同比增速	去年同期同比增速	上期同比增速	增速同比变动	增速环比变动	数据分类
LVMH	百万 EUR	H1 2019	8190	6742.5	6837	21.47%	17.77%	10.04%	3.70%	11.43%	亚太
Kering	百万 EUR	H1 2019	3382.4	2697.5	2880.3	25.39%	27.32%	28.01%	-1.93%	-2.62%	亚太
Prada	百万 EUR	H1 2019	498.6	519.59	515.5	-4.04%	12.66%	0.75%	-16.70%	-4.79%	亚太
Hermes	百万 EUR	H1 2019	1700	1417.6	1473.1	19.92%	5.23%	11.99%	14.70%	7.93%	亚太
LoReal	百万 EUR	H1 2019	4626.4	3548.1	3857.5	30.39%	13.17%	27.88%	17.22%	2.51%	亚太
Estee Lauder	百万 USD	H1 2019	1798	1481	1875	21.40%	33.66%	20.12%	-12.26%	1.29%	亚太
Amore	十亿 KRW	H1 2019	1050.7	966.004	968.1	8.77%	6.65%	4.44%	2.12%	4.33%	亚太
Shiseido	十亿 JPY	H1 2019	107.7	92.895	97.9	15.94%	35.30%	29.48%	-19.36%	-13.55%	中国

数据来源：公司财报，东方证券研究所

单季度看，除 Amore 及 Shiseido 以外，二季度奢侈品商营收均出现一定环比放缓。LVMH /Hermes /LoReal /Estee Lauder /Amore /Shiseido 营收同比增长 20.3% /19.5% /30.3% /17.5% /14.3% /16.8%，增速同比变动 1.5pct /13.1pct /13.6pct /-11.7pct /16.6pct /-25.5pct，增速环比变动-2.2/-0.8/-0.1/-7.5/10.8/1.8pct。Shiseido 和 Estee Lauder 亚太区增速在 18 年高基数基础上同比有所放缓，增速环比变动看，除 Amore 和 Shiseido 以外，二季度主要奢侈品商亚太营收增速均出现了一定程度的放缓。

表 4：奢侈品商 2019Q2 亚太营收及增速

数据指标	单位	最新数据季度	分区营收	去年同期分区营收	上期分区营收	同比增速	去年同期同比增速	上期同比增速	增速同比变动	增速环比变动	地区分类
------	----	--------	------	----------	--------	------	----------	--------	--------	--------	------

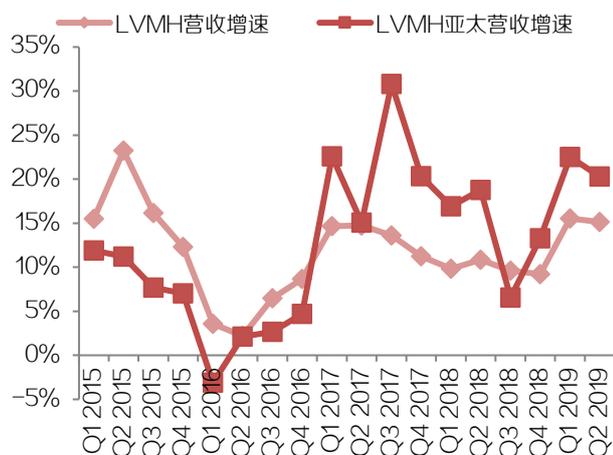
有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

LVMH	百万 EUR	Q2 2019	3801.7	3160.7	4388.3	20.3%	18.8%	22.5%	1.5%	-2.2%	亚太区
Hermes	百万 EUR	Q2 2019	839.9	702.9	860.1	19.5%	6.4%	20.3%	13.1%	-0.8%	亚太区
LoReal	百万 EUR	Q2 2019	2228.4	1709.6	2398.0	30.3%	16.8%	30.4%	13.6%	-0.1%	亚太区
Estee Lauder	百万 USD	Q2 2019	832.0	708.0	966.0	17.5%	29.2%	25.0%	-11.7%	-7.5%	亚太区
Amore	十亿 KRW	Q2 2019	521.4	456.2	529.3	14.3%	-2.3%	3.8%	16.6%	10.5%	亚太区
Shiseido	十亿 JPY	Q2 2019	55.2	47.3	52.5	16.8%	42.3%	15.0%	-25.5%	1.8%	中国区

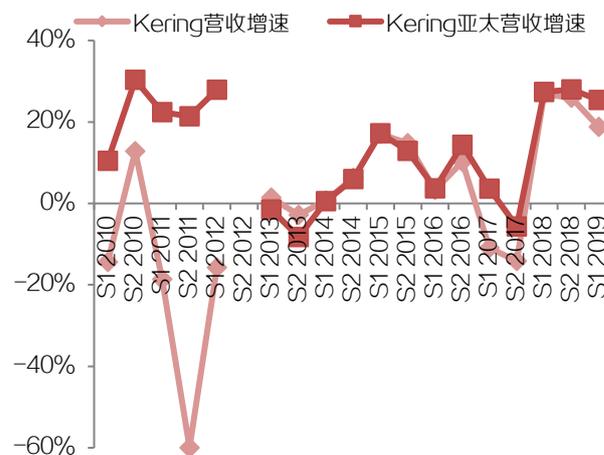
数据来源：公司财报，东方证券研究所

我们对比分析奢侈品商全球业绩增速及亚太或中国区业绩增速水平，发现：

1. 从增速绝对水平看，除 Prada 以外，各大奢侈品商在亚太/中国区的营收增速高于全球平均增速水平；
2. 从增速相对波动看，除 Amore 和 Shiseido 以外，其余奢侈品商二季度全球及亚太区业绩均出现了一定的环比下滑：

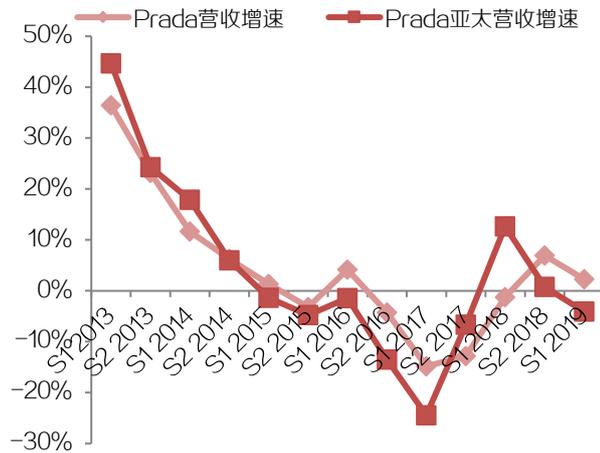
图 1：2015-2019 年 LVMH 全球/亚太营收增速季度数据


数据来源：公司财报，东方证券研究所

图 2：2010-2019 年 Kering 全球/亚太营收增速半年度数据


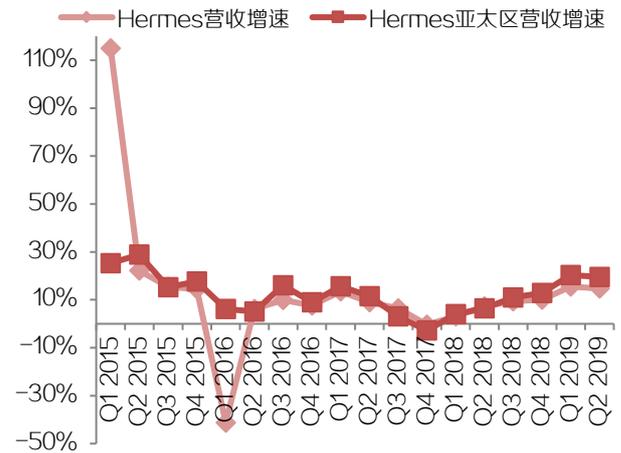
备注：财报频率为半年度

数据来源：公司财报，东方证券研究所

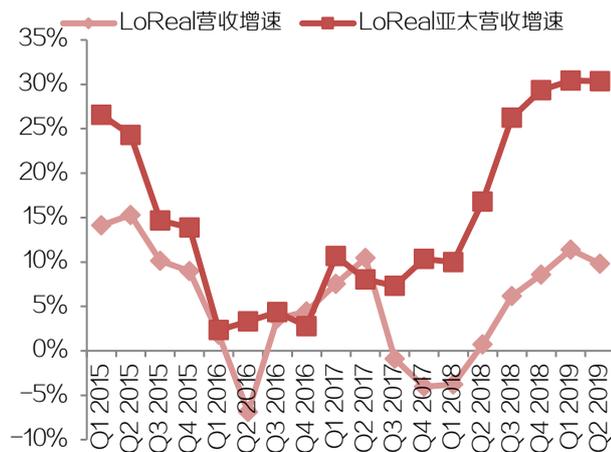
图 3：2013-2019 年 Prada 全球/亚太营收增速半年度数据


备注：财报频率为半年度

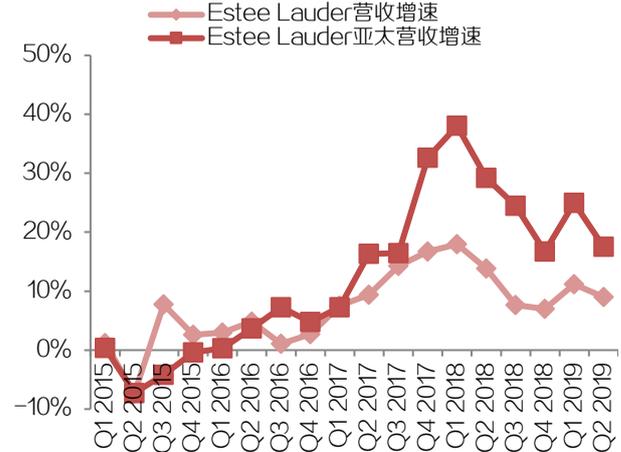
数据来源：公司财报，东方证券研究所

图 4：2015-2019 年 Hermes 全球/亚太营收增速季度数据


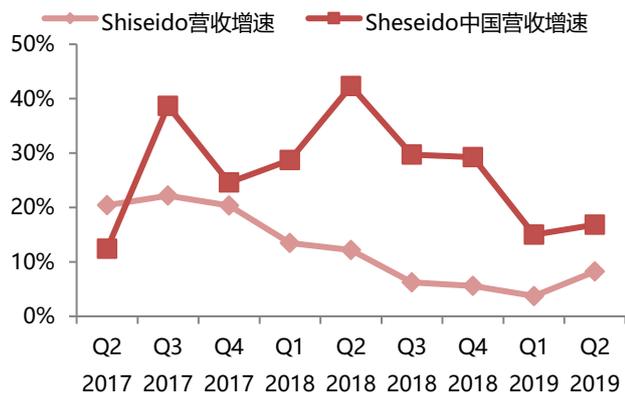
数据来源：公司财报，东方证券研究所

图 5：2015-2019 年 LoReal 全球/亚太营收增速季度数据


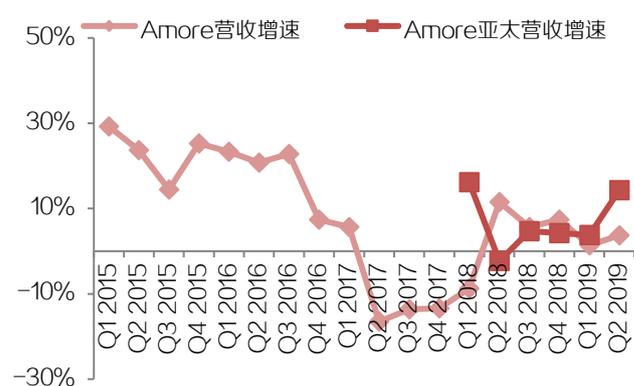
数据来源：公司财报，东方证券研究所

图 6：2015-2019 年 Estee Lauder 全球/亚太营收增速季度数据


数据来源：公司财报，东方证券研究所

图 7：2017-2019 年 Shiseido 全球/亚太营收增速季度数据


数据来源：公司财报，东方证券研究所

图 8：2015-2019 年 Amore 全球/亚太营收增速季度数据


数据来源：公司财报，东方证券研究所

对于后续奢侈品市场的发展，我们认为：（1）房价上涨带来的财富幻觉是奢侈品消费的重要影响因素，且具有 1-2 年的滞后效应，15-17 年房价高增长对 18、19 年整体奢侈品消费提供强支撑，18-19 年房价增速趋于平缓，后续财富幻觉效应的支撑力将有所削弱；（2）从高频指标跟踪上，我们认为奢侈品消费的关键跟踪指标为 PPI，制造业繁荣有利于奢侈品消费能力的整体提升，19 年以来，PPI 同比逐步回调，对于奢侈品消费的支撑亦有所减弱。

图 9：2011-2019 年百城住宅月度价格指数


数据来源：Wind，东方证券研究所

图 10：2010-2019 年 PPI 同比增速


数据来源：Wind，东方证券研究所

由于财富效应和收入效应均边际有所削弱，我们预计国人奢侈品消费总量增速将有所放缓，但由于国内奢侈品购买渠道的逐步成熟，尤其是免税渠道快速壮大，国内外奢侈品价差正逐步缩小，后续海外市场回流，免税市场将作为首先受益的销售渠道，规模空间仍有翻番以上的空间，国内奢侈品销售整体增速无需太过担忧。

投资建议

我们继续坚定推荐中国国旅(601888, 买入)作为奢侈品销售的重要渠道，免税行业将有望受益于整体国人奢侈品销售市场的后续增长以及海外奢侈品消费的回流，中国国旅作为国内免税行业龙头将首先受益。

风险提示

市内店政策放开不及预期，PPI 下滑，房价单边上涨行情结束

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

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告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要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的，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

