

# 国际奢侈时尚品牌跟踪专题

## 高端品牌的资产韧性，K型复苏下的业绩弹性

行业研究 · 行业专题

商贸零售

投资评级：优于大市（维持）

证券分析师：张峻豪

021-60933168

zhangjh@guosen.com.cn

S0980517070001

证券分析师：孙乔容若

021-60375463

sunqiaorongruo@guosen.com.cn

S0980523090004

证券分析师：柳旭

0755-81981311

liuxu1@guosen.com.cn

S0980522120001

- **26Q2国际美奢集团收入增速普遍改善，核心盈利能力总体保持稳健。**我们跟踪的爱马仕/LVMH/历峰/开云/Prada/Puig/欧莱雅/资生堂等9家国际美奢集团中，收入端有7家公司可比增速较Q1提升，行业逐步走出年初低点，但当前仍属于高端需求、区域复苏及低基数共同推动的结构性改善。盈利方面，多数企业通过提价、产品结构优化、费用控制及组织调整保持了较强的经营韧性，部分公司报表利润承压，主要受到汇率、并购整合及一次性费用影响。
- **结构特征：高端品类与优势区域共同支撑行业复苏。**品类方面，珠宝表现领先，三大集团相关珠宝业务Q2可比增速达到11%—24%，基本均为集团内部领先品类；时装皮具由普遍下滑转向品牌分化，优势品牌率先恢复；美妆中专业美发、皮肤科学美容和高端彩妆表现较好。地区方面，美洲由于本地高净值客户需求支撑，日本受益于本地消费、游客恢复及较低基数，均成为主要增长市场；中东冲突则对当地销售和旅游零售形成拖累。
- **中国市场：由普遍承压转向结构性复苏，细分高端消费率先改善。**2026年以来，中国高净值客户消费意愿逐步恢复，珠宝、高端成衣及注重工艺与稀缺性的产品表现较好，Brunello Cucinelli中国市场收入增长超过20%，历峰中国内地、香港及澳门合计实现双位数增长，爱马仕大中华区继续保持增长。美妆市场亦有所改善，欧莱雅皮肤科学美容和专业美发在中国均实现中双位数增长，花王中国内地增长9.5%，资生堂中国及旅游零售业务在Q2恢复小幅增长。整体来看，当前中国消费复苏主要集中于高端客户、优势品牌、核心产品和高端商业渠道，尚未扩展至全部品类和消费群体。
- **总结国际美奢品牌的业绩，我们可以看到虽然当下消费基本面有所承压，但仍有结构性机会的呈现：**1) K型分化下高端品牌消费展现复苏弹性。整体国内外消费均呈现出K型分化的特征，随着资产价格企稳和复苏带来的财富效应也正逐步向高端消费传导，国内目前的高端品牌以及高端商业均已呈现出相关趋势，而国际美奢品牌以时间和资金换取的品牌高端化的底蕴，在这一复苏过程中展现出了更强的经营韧性。2) 多元化布局进一步强化集团经营韧性。从前文分析可以看出，国际美奢品牌的复苏过程分化也较为明显，但集团化及全球化的布局总能让企业在不同的品类和不同区域找到增长点，从而实现长期稳定，以及可持续的增长抓手。
- **投资建议：**国际美奢集团的复苏也为国内消费投资带来中长期布局新思路，我们主要从渠道端和品牌端两大维度寻找潜在投资机会：一是渠道侧，首先布局与上述高端品牌深度合作的奢侈品商场业态，以及高端线下连锁业态。二是品牌侧，重点关注具备品牌高端化或是产品升级能力的国货龙头，如美妆赛道下的毛戈平、珀莱雅、若羽臣、水羊股份等，以及黄金珠宝赛道下的老铺黄金、周大福、潮宏基等。
- **风险提示：**消费复苏不及预期，品牌新品推出不及预期，竞争加剧影响企业盈利能力等。

表：重点公司盈利预测及投资评级

| 公司<br>代码   | 公司<br>名称 | 投资<br>评级 | 收盘价<br>08-18 | 总市值（亿元）<br>08-18 | EPS   |        | PE     |        |
|------------|----------|----------|--------------|------------------|-------|--------|--------|--------|
|            |          |          |              |                  | 2026E | 2027E  | 2026E  | 2027E  |
| 6181. HK   | 老铺黄金     | 优于大市     | 342. 80      | 606              | 34. 8 | 43. 59 | 9. 18  | 7. 33  |
| 1318. HK   | 毛戈平      | 优于大市     | 48. 80       | 239              | 3. 29 | 4. 22  | 13. 80 | 10. 77 |
| 002345. SZ | 潮宏基      | 优于大市     | 10. 25       | 91               | 0. 75 | 0. 87  | 13. 67 | 11. 78 |

资料来源:Wind、国信证券经济研究所整理预测，注：巨子生物、毛戈平价格为港元

- [ 01 ] 全球主要美奢品牌集团业绩整体表现及特征分析
- [ 02 ] 全球美妆香化集团重点公司详细业绩分析
- [ 03 ] 全球时尚奢侈品集团重点公司详细业绩分析
- [ 04 ] 投资建议

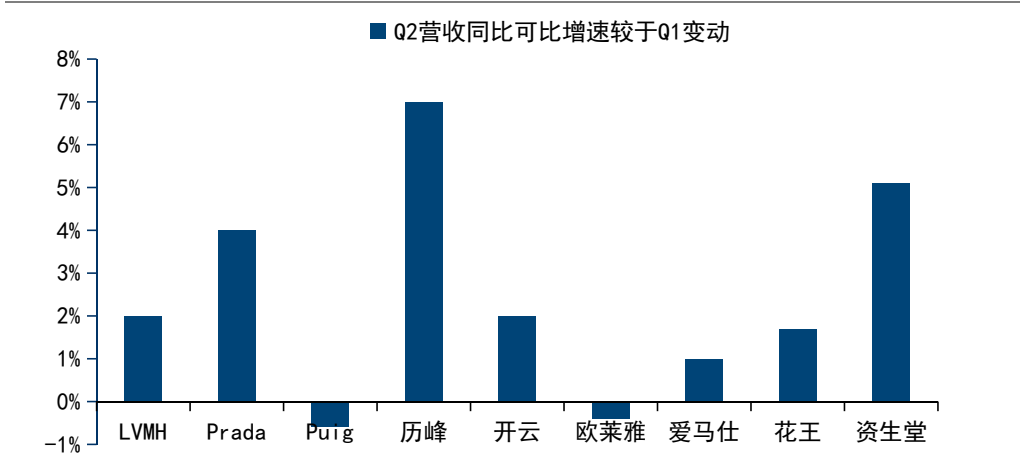
## 一、全球主要美奢品牌集团业绩整体表现及特征

# 1.1 国际美奢集团：Q2收入边际回暖，成本优化推动部分集团盈利能力好转



- 26Q2全球美奢集团收入表现较Q1普遍改善。Q2行业收入修复趋势进一步明确，具备完整季度数据的9家公司中有7家可比增速较Q1提升。其中，路威凯腾LVMH由Q1的+1%提升至Q2的+3%，普拉达Prada由+3%提升至+7%，开云Kering由持平改善至+2%；资生堂则由-3%转为+2.1%。行业已走出年初低点，但当前仍属于高端需求、区域复苏及低基数共同推动的结构性改善，而非全面需求反转。
- H1利润端整体比收入更具韧性，主要受益于提价兑现、产品结构升级及费用效率改善。其中花王、资生堂、Brunello Cucinelli、开云、欧莱雅的经营利润率均同比提升，LVMH和基本稳定。值得注意的是，多数企业并未以大幅削减品牌投入换取业绩增长：欧莱雅广告及促销费用率同比提升0.7个百分点，但营业利润率仍提升0.2个百分点；资生堂和花王则受益于结构改革、成本压降及高附加值产品占比提升，利润增速显著快于收入。部分企业报表利润率承压更多来自汇率、并购范围及一次性因素，而非核心经营能力恶化。如普拉达Prada H1调整后EBIT率下降至17.4%，主要受到Versace并表初期摊薄及汇率影响，剔除二者后原有业务利润率与上年基本持平；开云Kering归母净利润下滑则主要受到资产处置损失、门店减值及重组费用影响。

图1：Q2营收同比可比增速较Q1有所提升



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理，注：26Q1、26Q2为调整后可比增速

表1：26H1营收和归母净利润调整后可比增速

|       | 公司                 | 26H1 营收可比增速 | 26H1 净利润增速 |
|-------|--------------------|-------------|------------|
| 美妆集团  | 欧莱雅                | 7%          | 5%         |
|       | 花王                 | 3%          | 32%        |
|       | 资生堂                | 0%          | 211%       |
|       | Puig               | 4%          | 5%         |
| 奢侈品集团 | 爱马仕                | 6%          | 0%         |
|       | Brunello Cucinelli | 13%         | 2%         |
|       | LVMH               | 2%          | 0%         |
|       | Prada              | 5%          | -15%       |
|       | 开云                 | 1%          | -12%       |
|       |                    |             |            |

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理，部分公司不披露归母净利润以净利润增速代替

1.2 特征1：中国市场—普遍承压转向分化修复，高端珠宝与功效美护领先



- 中国市场呈现结构性复苏，高端奢侈品表现领先，美妆修复相对温和。今年以来，高净值客群消费意愿率先回升，Brunello Cucinelli 中国市场增长超过20%，历峰中国内地、香港及澳门合并市场实现双位数增长，珠宝、高端成衣及低标识度、高工艺产品表现突出，显示高端需求的韧性与复苏斜率均优于行业整体。但同时开云Kering旗下部分品牌及历峰集团下专业制表业务仍然承压，反映中国奢侈品市场内部同样存在明显分化。
- 相比之下，美妆板块虽已出现改善，但增速整体弱于头部奢侈品，其中欧莱雅H1皮肤科学美容和专业美发在中国均实现中双位数增长、花王中国公司增长9.5%，资生堂Q2中国内地消费者购买仅恢复低个位数增长，复苏主要集中于高端美妆、功效护肤、核心单品及头部品牌，尚未扩散至全部品类和客群。

表2：各公司中国区表现

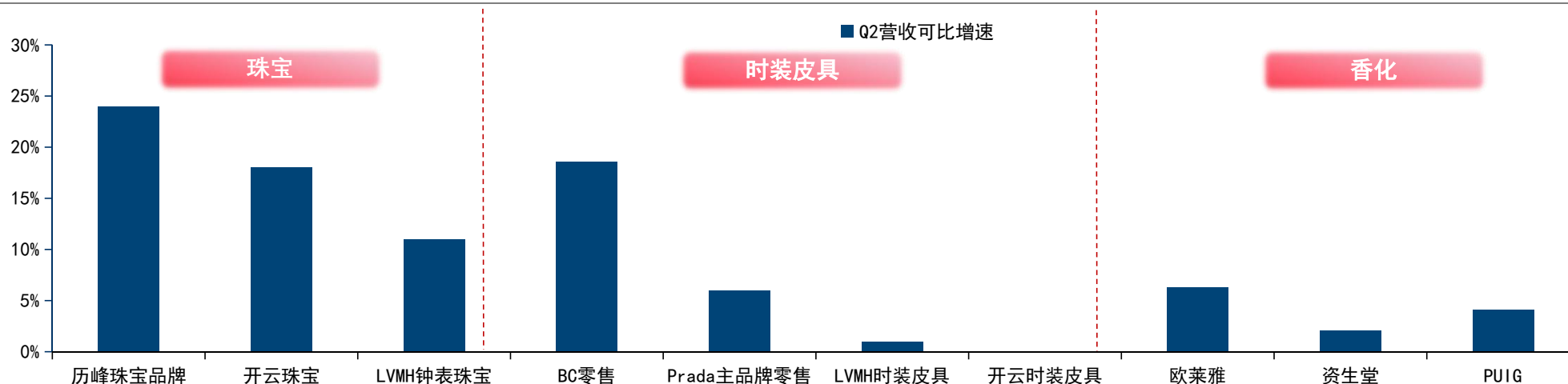
| 公司                 | 26H1中国区表现                             | 管理层提及                                                                                                         |
|--------------------|---------------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| Brunello Cucinelli | 中国增长超过20%                             | 管理层称中国与美洲均实现20%以上增长，中国对集团收入的贡献约13%—14%，绝对零售贡献逐季变得更重要。                                                         |
| LVMH               | 未披露                                   | 管理层指出中国干邑市场出现复苏迹象，Hennessy在中国呈积极势头。Sephora中国趋势逐步改善。                                                           |
| 历峰集团               | 内地、香港及澳门合并固定汇率双位数增长                   | 组合市场实现双位数增长，主要由香港和澳门的强劲需求推动。珠宝品牌在组合市场保持强劲。专业制表品牌在组合市场仍下降。                                                     |
| 开云                 | 未披露                                   | 管理层称中国内地仍具挑战，但季度内趋势有所改善。                                                                                      |
| 欧莱雅                | 未披露                                   | 管理层明确称中国市场正在复苏，L'Oréal增速约为市场的三倍。高档化妆品是中国增长的最大贡献者，LFL+10%。皮肤科学美容和专业美发在中国均实现中双位数增长。旅游零售仍受中国内地市场环境的影响，但公司表现优于市场。 |
| 爱马仕                | 继续增长                                  | 管理层称大中华区继续增长，体现高端客户需求韧性。北京三里屯店新店开业，体现集团对中国长期市场的投入。                                                            |
| 花王                 | 中国内地LFL+9.5%                          | 中国业务保持较快增长。管理层称中国重点业务Q2增长超过20%。                                                                               |
| 资生堂                | 中国及旅游零售合并分部销售额LFL-0.1%；核心营业利润同比+22.7% | 收入基本持平，但盈利改善明显。单Q2中国及旅游零售合并分部恢复小幅LFL增长。线下与电商同步改善，线下中个位数增长；电商低个位数增长。                                           |

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

### 1.3 特征2：品类—硬奢维持高景气，香化向中高端及功效型产品集中

- 硬奢仍是本轮复苏中表现最强、确定性最高的品类。Q2历峰集团珠宝业务固定汇率增长24%，连续第七个季度实现双位数增长；LVMH钟表珠宝有机增长11%，开云珠宝可比增长18%，均显著高于所在集团整体增速。爱马仕Q2固定汇率增长7%，在大中华区尚未全面恢复的情况下仍保持稳健，进一步体现稀缺供给和高价值产品对高净值客户需求的支撑作用。
- 时装皮具从全面承压转向品牌分化，强品牌及高端客群的公司表现更优。Brunello Cucinelli的Q2零售固定汇率增长18.6%，Prada主品牌零售有机增长6%；LVMH时装皮具由Q1下降2%改善至Q2增长1%。相比之下，开云时装皮具可比持平，其中Gucci仍下降2%，一定程度上也表明行业复苏并非普遍性反弹，品牌势能、新品周期和直营零售效率仍是决定增长差异的核心变量。
- 香化整体表现相对一般，但中高端香水、专业美发和功效护肤仍保持较快增长。二季度LVMH香水化妆品有机下降1%，Puig香水及时尚LFL增长3.7%、护肤下降0.3%，显示大众香化与传统高端护肤需求仍偏温和；欧莱雅专业产品和皮肤科学美容调整后LFL分别增长10.1%和11.1%，Puig彩妆增长9.1%，当前美妆需求并非简单向“贵价”集中，而是更偏向具有明确品牌价值、功效验证和产品创新能力的中高端细分品类。

图2：不同品类Q2营收可比增速



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理，注：26Q1、26Q2为调整后可比增速

1.3 特征3：其他区域—美洲与日本成为奢侈品核心增量，中东冲突压制游客消费



- 美洲是本季度奢侈品整体增长趋势最强劲的区域。历峰、Prada、开云及LVMH美洲/北美Q2固定汇率或有机增速分别达到27%、19%、10%和6%，增长主要由本地高净值客户需求、直营渠道拓展和珠宝品类拉动。相较之下，美护集团在美洲表现更为分化，Puig增长3.2%，花王基本持平，资生堂下降8%，再次反映奢侈品高端客群韧性明显强于传统大众美妆消费。
- 日本市场在本地消费、游客回流和低基数作用下普遍改善。历峰Q2日本固定汇率增长36%，LVMH、开云和Prada分别增长14%、9%和8%；花王、资生堂日本LFL分别增长5.4%和3%。
- 中东冲突成为Q2最明确的外部拖累，并通过旅游零售和游客消费向欧洲市场传导。Prada中东零售Q2有机下降26%，爱马仕中东下降2.4%；历峰中东及非洲固定汇率仅增长3%，本地需求增长被游客消费显著下降抵消。Puig披露中东局势对Q2 EMEA收入影响约600万欧元，主要集中于旅游零售；LVMH亦表示中东冲突拖累集团Q2有机增速约1个百分点。

表3：各公司美洲、日本、中东相关地区Q2营收可比增速

| 公司      | 美洲/北美 | 日本    | 中东/相关区域                |
|---------|-------|-------|------------------------|
| 历峰集团    | 27%   | 36%   | 中东及非洲+3%               |
| Prada零售 | 19%   | 8%    | -26%                   |
| 开云零售    | 10%   | 9%    | 其他地区-8%                |
| LVMH    | 6%    | 14%   | 冲突拖累集团约1pct            |
| 爱马仕     | 13.7% | 12.3% | -2.4%                  |
| Puig    | 3.2%  | /     | EMEA+2.1%；中东影响约-600万欧元 |
| 花王      | 0.2%  | 5.4%  | 未披露                    |
| 资生堂     | -8%   | 3%    | EMEA+8.6%，但中东存在风险      |

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

# 1.4 特征4：盈利—汇率成为集团报表表现的共同变量

- 欧元升值普遍压低欧洲奢侈品集团的报表收入增速，并对利润端形成进一步压力。Brunello Cucinelli H1报表增速为9.5%，较固定汇率增速低3.8个百分点；爱马仕报表增速较固定汇率低4.5个百分点；历峰季度实际汇率增速较固定汇率低3个百分点。LVMH H1有机增长2%，但报表收入下降3%，尽管两者差异同时包含汇率及范围变化，欧元走强仍是主要负面因素之一。
- 日元相对偏弱则显著增厚日本企业的报表收入，使报表增长明显高于真实经营增速。花王Q2报表收入增长9.4%，其中汇率折算贡献5.3个百分点，LFL实际增长4.2%；资生堂Q2报表增长10.5%，但FX-neutral及LFL仅分别增长1.7%和2.1%。因此，若仅比较报表增速，容易高估日本美护集团的内生复苏幅度。

表4：汇率对不同公司营收增速影响

| 公司                 | 期间   | 报表增速   | 固定汇率增速          | 口径差/汇率贡献           |
|--------------------|------|--------|-----------------|--------------------|
| 爱马仕                | 26H1 | 1.60%  | 6.10%           | -4.5pct            |
| Brunello Cucinelli | 26H1 | 9.50%  | 13.30%          | -3.8pct            |
| 欧莱雅                | 26H1 | 5.80%  | 调整后LFL+6.5%     | 汇率贡献-2.8pct，另含范围影响 |
| 历峰集团               | 26Q2 | 17%    | 20%             | -3.0pct            |
| 开云集团               | 26Q2 | 1%     | 2%              | -1.0pct            |
| 花王                 | 26Q2 | 9.40%  | LFL+4.2%        | 汇率贡献+5.3pct        |
| 资生堂                | 26Q2 | 10.50% | FX-neutral+1.7% | 两口径差+8.8pct        |
| Puig               | 26Q2 | 4.10%  | LFL+4.1%        | 当季无明显差异            |

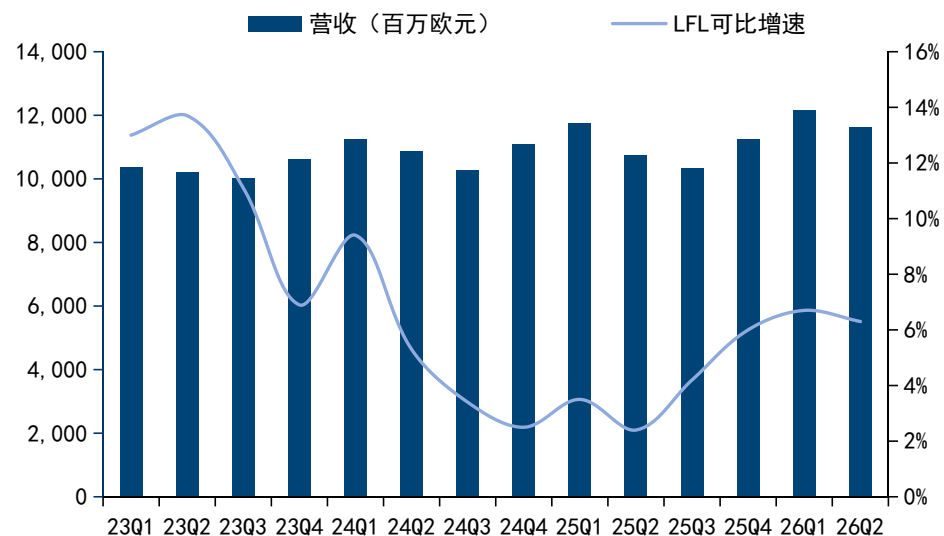
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

## 二、全球美妆香化集团重点公司业绩

## 2.1 欧莱雅：Q2内生增长彰显韧性，品牌投入与经营提效共促盈利改善

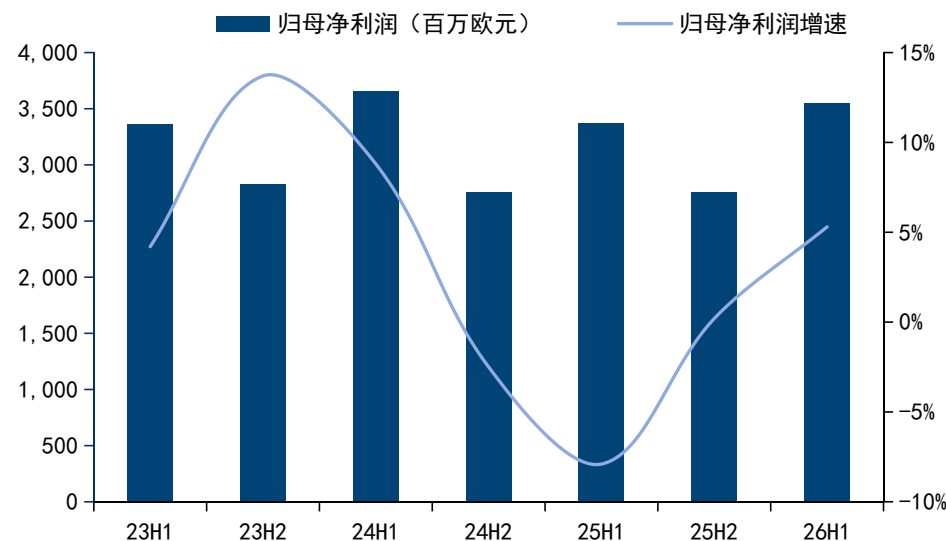
- 26Q2收入延续稳健增长，内生动能保持较强韧性。公司单季度实现营收116.2亿欧元，同比+8.2%，调整后LFL增长增长6.3%，较26Q1的6.7%仅小幅回落，在高基数及部分市场需求仍偏温和的背景下表现亮眼。
- 盈利端在加大品牌投入的同时仍实现稳步改善。26H1公司毛利率同比提升0.1个百分点至74.8%，营业利润同比增长6.8%至50.6亿欧元，营业利润率提升0.2个百分点至21.3%；归母净利润约35.5亿欧元，同比增长约5.3%。上半年广告及促销费用率同比提升0.7个百分点，但销售及管理费用率同步下降0.7个百分点，因此利润率改善并非建立在削减品牌投入之上，而主要来自产品结构优化、经营规模扩大及后台效率提升。

图3：欧莱雅营收及调整后有机可比增速



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理，注：26Q1、26Q2为调整后可比增速

图4：欧莱雅净利润及增速



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

## 2.1 欧莱雅：分部动能顺畅切换，区域增长多点支撑



- 26Q2分部增长延续此前强者恒强特征。专业美发、皮肤科学美容经调整同口径分别增长10.1%、11.1%，高端护发及功效护肤需求旺盛，卡诗、Redken、理肤泉、适乐肤等核心品牌持续放量；大众化妆品增速环比提升至4.6%，受益于巴黎欧莱雅、Garnier等品牌的护发新品贡献。奢华化妆品增长4.7%，虽有所放缓，但Prada、YSL等高端香水延续双位数增长，护肤亦呈改善趋势。我们认为，欧莱雅Q2的核心亮点在于其多品牌矩阵间增长动能的顺利切换：专业美发与皮肤科学美容贡献弹性，大众业务接力提速，较好消化奢华业务增速波动。
- 26Q2区域表现分化，但整体增长基础进一步拓宽。欧洲、北美分别增长6.7%、5.9%，成熟市场保持稳健；北亚增长4.5%，中国业务伴随高端美妆及功效护肤需求回暖逐步修复，并继续显著跑赢行业；SAPMENA-SSA增长12.2%，成为最具弹性的区域增量。公司增长并非依赖行业全面复苏，而是凭借全球品牌组合、本土化创新和渠道效率持续获取份额；其中电商增长18%、收入占比升至约31%，既加快新品放量，也强化了对单一市场波动的抵御能力。

表5：欧莱雅26Q2收入按地区分拆

| 地区          | 26Q2营收（百万欧元） | 收入占比   | 调整后LFL增速 | 环比加/减速（pct） |
|-------------|--------------|--------|----------|-------------|
| 欧洲          | 3,768.5      | 32.4%  | 6.7%     | 1.2         |
| 北美          | 3,034.8      | 26.1%  | 5.9%     | -1.7        |
| 北亚          | 2,827.5      | 24.3%  | 4.5%     | -0.3        |
| SAPMENA-SSA | 1,037.3      | 8.9%   | 12.2%    | -3.2        |
| 拉丁美洲        | 955.7        | 8.2%   | 5.3%     | 0.2         |
| 合计          | 11,623.9     | 100.0% | 6.3%     | -0.4        |

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

表6：欧莱雅26Q2收入按部门分拆

| 部门     | 26Q2营收（百万欧元） | 收入占比   | 调整后LFL增速 | 环比加/减速（pct） |
|--------|--------------|--------|----------|-------------|
| 专业产品   | 1,458.8      | 12.6%  | 10.1%    | -3.0        |
| 大众消费品  | 4,274.4      | 36.8%  | 4.6%     | 0.5         |
| 高档化妆品  | 3,890.3      | 33.5%  | 4.7%     | -0.9        |
| 皮肤科学美容 | 2,000.4      | 17.2%  | 11.1%    | 0.9         |
| 合计     | 11,623.9     | 100.0% | 6.3%     | -0.4        |

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

2.2 资生堂：重点品牌与区域共振，结构性改革释放利润弹性

- 资生堂26H1实现收入4990亿日元，同比+6.2%，可比口径基本持平；其中Q2收入2670亿日元，同比+10.5%、可比口径+2.1%，较Q1的-3%明显提速。**Q2改善并非单一市场拉动，而是重点区域和优势品牌形成共振**：日本、中国及旅游零售、亚太及EMEA可比收入分别增长2.9%、0.9%、5.3%和8.6%，中国市场受益于“618”期间资源向明星单品集中、线下消费恢复及价格体系改善，亚太则主要由怡丽丝尔在韩国、越南等市场快速放量驱动；品牌端肌肤之钥、怡丽丝尔分别增长6%、10%，成为收入转正的主要增量。与此同时，SHISEIDO和NARS均下降1%，美洲下降7.6%，表明本季度增长更多来自优势品牌扩张及区域经营改善，核心品牌的全面复苏尚未形成。
- Q2核心营业利润314亿日元，同比+107.7%，核心营业利润率提升5.5pct至11.8%，利润增速显著快于收入。本季度公司利润高增的核心并非单纯依靠收入放量，而是前期结构性改革进入集中兑现期：人员及外包费用压降、营销资源聚焦、库存拨备转回以及美洲组织和渠道调整共同释放利润弹性。

图5：资生堂集团Q2各品牌的增速

| 同比变化%* |                           | 全球净<br>销售额占比 | 全球    | 日本      | 中国及旅游零售 | 亚太      | 美洲      | 欧洲、中东及非洲 |
|--------|---------------------------|--------------|-------|---------|---------|---------|---------|----------|
| 核心     | SHISEIDO                  | 23%          | -1%   | + 中个位数% | - 中个位数% | - 低个位数% | - 中个位数% | + 高个位数%  |
|        | Clé de Peau Beauté        | 20%          | + 6%  | - 高个位数% | + 低双位数% | + 高个位数% | + 高个位数% | + 超40%   |
|        | NARS                      | 11%          | -1%   | - 中双位数% | + 高个位数% | + 低个位数% | - 高双位数% | + 中个位数%  |
| 成长     | ELIXIR                    | 7%           | + 10% | + 高个位数% |         | + 超50%  |         |          |
|        | ANESSA                    | 8%           | - 6%  | + 低个位数% | - 低双位数% | + 高个位数% |         |          |
|        | 香水                        | 8%           | + 12% |         |         | + 超30%  | + 高双位数% | + 低双位数%  |
|        | Dr. Dennis Gross Skincare | 1%           | - 5%  |         |         |         | - 中个位数% |          |
| 新兴     | BAUM                      | 0%           | - 0%  | + 低个位数% |         |         |         |          |
|        | d program                 | 1%           | + 1%  | + 低个位数% |         |         |         |          |
| 改善     | Drunk Elephant            | 1%           | - 9%  |         |         |         | - 高个位数% | + 高双位数%  |
|        | IPSA                      | 2%           | - 4%  | - 低个位数% | - 低个位数% |         |         |          |

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

2.3 PUIG：Q2增长动能有所分化，盈利稳中有升



- 收入增长稳健，盈利改善更多来自费用节奏和非经营性因素。PUIG 26H1公司收入23.54亿欧元，LFL+4.4%；单Q2收入11.38亿欧元，LFL+4.1%，增长保持稳定。26H1毛利率受汇率影响下降0.3个百分点至75.5%，但广告投放后置、财务费用改善及联营收益增加，推动调整后净利润同比增长5.2%、净利率提升0.3pct至11.1%。
- Q2增长仍由彩妆、亚太和小众香水驱动，但护肤转负及EMEA放缓限制了整体增速。具体来看，Q2收入LFL增长4.1%，较Q1的4.7%略有放缓。分业务看，香水及时尚增长3.7%，受Carolina Herrera及小众香水需求支撑；彩妆增长9.1%，Charlotte Tilbury动销、新品及渠道扩张继续贡献主要增量；护肤则由H1增长2.3%转为Q2下降0.3%，核心拖累来自高端护肤需求偏弱及产品线调整，Uriage的强劲表现仅形成部分对冲。分地区看，美洲Q2 LFL加速至3.2%，受北美香水和彩妆动销改善推动；亚太增长16.1%，虽较Q1高增有所回落，仍是最强区域；EMEA放缓至2.1%，主要受中东局势及旅游零售承压影响。

表7：PUIG 26H1核心财务指标

| 指标          | 表现      |
|-------------|---------|
| 收入（百万欧元）    | 2,353.7 |
| 收入同比可比增速    | 4.4%    |
| 毛利率         | 75.5%   |
| 毛利率同比变动     | -0.3pct |
| 经调归母净利润     | 260.3   |
| 经调净利润同比可比增速 | 5.2%    |
| 经调净利率       | 11.1%   |
| 经调净利率变动     | +0.3pct |

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

表8：PUIG收入分拆

|     | 业务板块         | 261H收入<br>(百万欧元) | LFL可比增<br>速 | 261H收入占<br>比(百万欧元) | 26Q2收入<br>(百万欧元) | LFL可比增<br>速 | Q2收入占比 |
|-----|--------------|------------------|-------------|--------------------|------------------|-------------|--------|
| 分品类 | 香水&时尚        | 1,716.1          | 3.8%        | 72.9%              | 818.9            | 3.7%        | 71.9%  |
|     | 彩妆           | 358.8            | 9.1%        | 15.2%              | 188.0            | 9.1%        | 16.5%  |
|     | 护肤           | 278.8            | 2.3%        | 11.8%              | 131.6            | -0.3%       | 11.6%  |
| 分地区 | EMEA         | 1,221.1          | 2.6%        | 51.9%              | 565.2            | 2.1%        | 49.6%  |
|     | Americas     | 859.2            | 2.6%        | 36.5%              | 430.8            | 3.2%        | 37.8%  |
|     | Asia-Pacific | 273.4            | 20.9%       | 11.6%              | 142.4            | 16.1%       | 12.5%  |
|     | 合计           | 2,353.7          | 4.4%        | 100.0%             | 1,138.4          | 4.1%        | 100.0% |

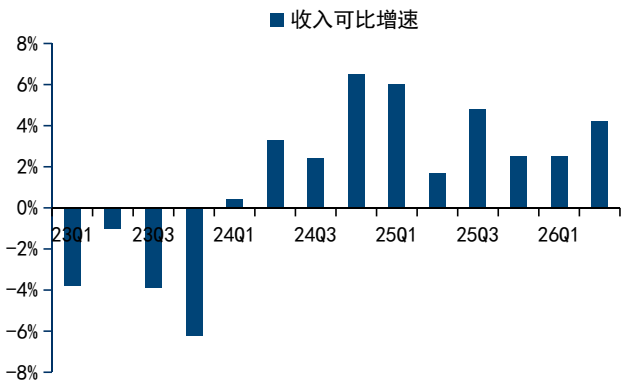
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

2.4 花王：Q2盈利弹性加速释放，化学品业务贡献核心增量



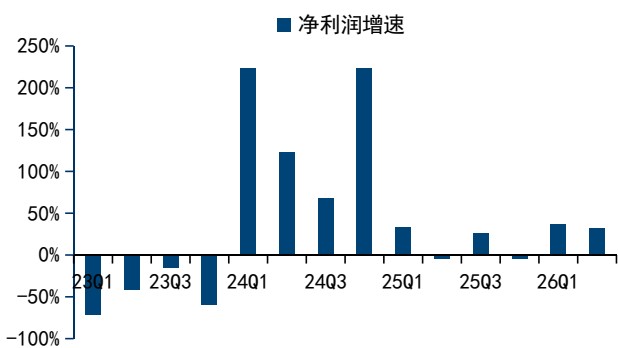
- 花王26Q2收入稳健增长，盈利弹性显著释放。单季度实现收入4587亿日元，同比增长9.4%，剔除汇率影响后可比增长4.2%，其中销量、价格分别贡献0.9%、3.3%；净利润349亿日元，同比增长32.0%。公司的利润增速明显快于收入，主要源于其提价兑现、产品结构升级、成本改善的共同推动：公司持续推广高附加值产品并实施价格传导，带动毛利率同比提升2.0pct至41.1%；同时TCR降本措施和业务组合优化进一步放大利润弹性，显示前期盈利能力改革已逐步由阶段性改善转化为更稳定的经营机制。
- 分业务看，化学品利润修复是当季最大增量，消费者护理业务则构成盈利基本盘。26Q2化学品业务收入可比增长4.2%，营业利润同比增加82亿日元至145亿日元，约贡献集团营业利润增量的65%，主要受益于油脂化学品价格传导加快、需求恢复以及半导体和硬盘相关电子材料维持较快增长；全球消费者护理业务营业利润同比增加43亿日元至361亿日元，其中织物及家居护理保持17.6%的高利润率，化妆品收入可比增长8.4%、营业利润增至37亿日元，其中亚洲化妆品收入增长17.9%，成为重要增长引擎。

图6：花王单季度收入可比增速



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图7：花王单季度利润可比增速



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

表9：花王Q2收入可比增速分拆

| 业务      | 日本    | 亚洲     | 美洲    | 欧洲    | 合计    |
|---------|-------|--------|-------|-------|-------|
| 织物及家居护理 | 6.3%  | 3.2%   | -6.1% | -     | 5.9%  |
| 卫生用品    | -8.2% | 6.0%   | -     | -     | -0.9% |
| 卫生生活护理  | 3.6%  | 5.1%   | -6.1% | -     | 3.9%  |
| 健康美容护理  | 3.7%  | 10.0%  | 0.5%  | -4.5% | 2.2%  |
| 化妆品     | 8.3%  | 17.9%  | -5.1% | -3.9% | 8.4%  |
| 业务互联    | 8.1%  | 125.2% | -     | -     | 8.9%  |
| 化学品*    | 9.0%  | 1.8%   | 0.1%  | 3.3%  | 4.2%  |
| 合并      | 5.4%  | 5.8%   | 0.2%  | -0.3% | 4.2%  |

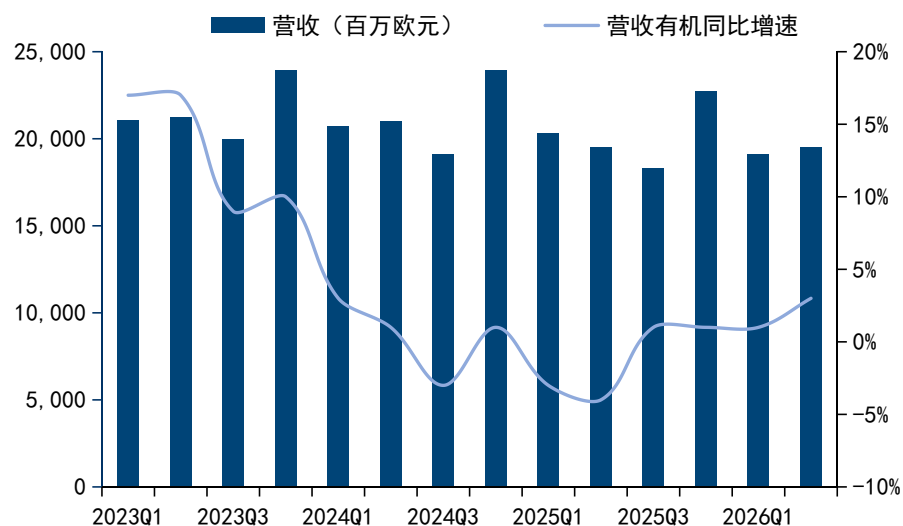
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理，注：化学品收入含分部间交易

### 三、全球时尚奢侈品集团重点公司业绩

### 3.1 LVMH：二季度营收增长提速，盈利韧性增强

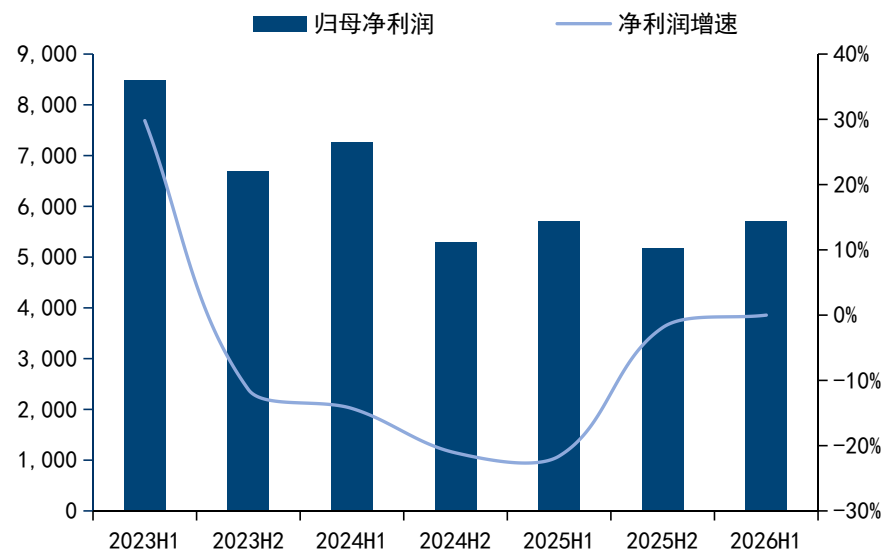
- 2026上半年LVMH 公司实现收入386.4亿欧元，有机增长2%；其中Q2收入195.2亿欧元，有机增长3%，较Q1的1%明显提速。利润端，26H1归母净利润57.0亿欧元，同比基本持平，盈利表现好于预期。
- 收入端改善主要得益于消费需求较一季度边际回暖及新品、门店焕新逐步贡献，但中东冲突拖累Q2有机增速约1个百分点，同时欧元走强导致H1报告口径收入仍然下滑，并对经营利润形成较大汇率压力；另一方面，公司费用管控较为审慎，叠加净财务费用明显减少，支撑归母净利润保持稳定。

图8：LVMH营收及有机可比增速



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图9：LVMH净利润及增速



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

### 3.1 LVMH：业务企稳分化，区域复苏不均

- 分业务看，2026Q2钟表珠宝有机增长11%，为增速最快的板块，主要受珠宝品牌标志性产品及门店升级带动；精品零售增长6%，延续稳健表现；葡萄酒烈酒增长5%，较前期低迷状态有所修复。核心时装皮具由Q1下降2%转为增长1%，实现近两年来首次单季度正增长，新品上市和创意焕新带动增量，但恢复幅度仍较有限。香水化妆品下降1%，表现相对承压。
- 分地区看，美国有机增长6%，较Q1的3%进一步提速，高端消费需求保持韧性；日本增长14%，改善显著，但包含上年同期低基数影响；亚洲除日本增长4%，延续修复趋势。欧洲由Q1下降3%改善至持平，但旅游消费疲弱及中东冲突仍形成拖累。
- 品牌端呈现“珠宝零售强劲、时装皮具改善、酒类修复、美妆平稳”的特征。Tiffany与Bvlgari在标志性系列、高级珠宝及门店升级带动下实现强劲增长，成为当前最主要的业绩增量来源；Dior受益于Jonathan Anderson新品上市及东京、大阪新店开业，增长明显提速；Louis Vuitton品牌依靠核心系列及北京、首尔旗舰店维持稳健表现，时装皮具业务初步企稳；Sephora延续较快增长并持续拓展新市场，盈利能力同步改善。酒类方面，Hennessy受益于中国春节销售及需求修复，经营趋势边际向好；DFS则继续出售资产、收缩业务。

表10：LVMH 26Q2收入按业务分拆

| 分业务     | 2026Q2收入<br>(百万欧元) | 2026Q2收入占比 | 可比同比 |
|---------|--------------------|------------|------|
| 葡萄酒和烈酒  | 1,324              | 6.8%       | 5%   |
| 时装和皮具   | 8,899              | 45.6%      | 1%   |
| 香水和化妆品  | 1,876              | 9.6%       | -1%  |
| 钟表和珠宝   | 2,782              | 14.2%      | 11%  |
| 精品零售    | 4,358              | 22.3%      | 6%   |
| 其他活动及抵销 | 284                | 1.5%       | /    |
| LVMH合计  | 19,524             | 100.0%     | 3.0% |

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理，注：公司官方仅披露H1具体绝对值，Q2为测算结果

表11：LVMH 26Q2收入按地区分拆

| 分地区     | 2026Q2收入(百<br>万欧元) | 2026Q2收入占比 | 2026Q2可比同比 |
|---------|--------------------|------------|------------|
| 欧洲      | 5,306.2            | 27.2%      | 0%         |
| 美国      | 5,289.2            | 27.1%      | 6%         |
| 日本      | 1,457.3            | 7.5%       | 14%        |
| 亚洲（除日本） | 4,940.3            | 25.3%      | 4%         |
| 其他市场    | 2,530.1            | 13.0%      | /          |
| LVMH合计  | 19,524             | 100.0%     | 3.0%       |

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理，注：公司官方仅披露H1具体绝对值，Q2为测算结果

### 3.2 爱马仕：核心品类稳健增长，多区域修复驱动收入提速



- 爱马仕26H1固定汇率收入同比增长6.1%，Q2进一步加速至6.7%，显示品牌终端需求仍具韧性；但欧元升值使报表端收入增速仅为1.6%。  
净利润略有下滑主要由于汇率、费用投入及法国大企业利润特别税等原因，毛利率反而提升0.4个百分点至71.1%。整体看，公司经营质量依然稳健，当前利润压力更多来自外部及阶段性因素，收入改善向利润增长的传导尚未充分体现。
- 拆分来看，核心品类稳健、部分区域逐步修复。皮具维持双位数附近增长，丝绸、成衣和腕表在Q2均有改善；地区端，日本和法国Q2分别增长12.3%和6.2%，较Q1的9.6%和-2.8%明显提速；美洲仍保持13.7%的较快增长，相比之下，亚太（不含日本）仅增长2.5%，中东下降2.4%，表明亚洲需求复苏仍不均衡。公司Q2在大中华区尚未显著回暖的情况下仍实现略有提速，验证了其依靠区域多元化和核心产品稀缺性抵御单一市场波动的能力。

表12：爱马仕26H1核心财务指标

| 指标        | 表现      |
|-----------|---------|
| 收入（百万欧元）  | 8163    |
| 收入同比（报表）  | 1.6%    |
| 收入同比可比增速  | 6.1%    |
| 毛利率       | 71.1%   |
| 毛利率同比变动   | +0.4pct |
| 净利润（百万欧元） | 2238    |
| 净利润同比     | -0.4%   |
| 净利率       | 27.4%   |
| 净利率同比变动   | -0.6pct |

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

表13：爱马仕收入分拆

|     |          | 2026H1   |        |        | 2026Q2   |        |        |
|-----|----------|----------|--------|--------|----------|--------|--------|
|     | 项目       | 收入（百万欧元） | 收入占比   | 同比可比增速 | 收入（百万欧元） | 收入占比   | 同比可比增速 |
| 分业务 | 皮具及马具    | 3,761    | 46.1%  | 9.8%   | 1,912    | 46.7%  | 10.2%  |
|     | 成衣及配饰    | 2,198    | 26.9%  | 2.0%   | 1,123    | 27.4%  | 3.6%   |
|     | 丝绸及纺织品   | 469      | 5.7%   | 9.7%   | 212      | 5.2%   | 12.2%  |
|     | 其他爱马仕业务  | 1,065    | 13.0%  | 5.4%   | 525      | 12.8%  | 4.0%   |
|     | 香水及美妆    | 233      | 2.9%   | -4.5%  | 107      | 2.6%   | -9.5%  |
|     | 腕表       | 269      | 3.3%   | 0.2%   | 134      | 3.3%   | 4.4%   |
|     | 其他产品     | 168      | 2.1%   | 2.8%   | 82       | 2.0%   | 1.9%   |
| 分地区 | 法国       | 753      | 9.2%   | 1.8%   | 407      | 9.9%   | 6.2%   |
|     | 欧洲（不含法国） | 1,165    | 14.3%  | 8.8%   | 627      | 15.3%  | 8.3%   |
|     | 日本       | 798      | 9.8%   | 11.0%  | 394      | 9.6%   | 12.3%  |
|     | 亚太（不含日本） | 3,533    | 43.3%  | 2.4%   | 1,651    | 40.3%  | 2.5%   |
|     | 美洲       | 1,585    | 19.4%  | 15.3%  | 846      | 20.7%  | 13.7%  |
|     | 其他（中东）   | 330      | 4.0%   | -4.2%  | 170      | 4.2%   | -2.4%  |
| 合计  |          | 8,163    | 100.0% | 6.1%   | 4,094    | 100.0% | 6.7%   |

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

3.3 历峰集团：珠宝主业与直营渠道共振，驱动26Q2业绩高增



■ 销售表现强劲，珠宝主业延续高景气，增长结构进一步集中。历峰集团1QFY27(自然年26Q2)实现销售收入63.29亿欧元，同比实际增长17%、按固定汇率增长20%。主要来自品牌、区域与渠道三方面共振：1) **核心品牌卡地亚、梵克雅宝等核心珠宝品牌**依托标志性产品、持续上新及较强定价能力，带动珠宝业务可比增长24%，收入占比达到75%，贡献集团近九成收入增量，成为本期业绩增长的核心驱动力；2) **高净值客群需求保持韧性**，美洲本地消费延续强势，亚太受香港、澳门需求回升及韩国、台湾市场增长带动，可比分别增长27%和21%，日本在本地需求、游客消费及低基数共同作用下增长36%，区域增长呈现多点支撑；3) **直营渠道能力持续增强**，零售收入可比增长24%，零售与线上合计的DTC收入占比同比提升2个百分点至77%，有助于公司强化客户触达、产品供给及品牌体验，并放大核心品牌增长势能。

表14：历峰集团业绩分拆

|     | 项目         | 1QFY27收入<br>(百万欧元) | 收入占比   | 可比增速  | 表现原因                                                                               |
|-----|------------|--------------------|--------|-------|------------------------------------------------------------------------------------|
| 分地区 | 欧洲         | 1,429              | 22.6%  | 11.0% | 本地需求及游客消费共同推动，北美和中东游客贡献突出；法国、英国和德国贡献显著；各业务板块均增长，以珠宝品牌领先。                           |
|     | 亚太         | 2,068              | 32.7%  | 21.0% | <b>珠宝品牌表现强劲</b> ，时装及配饰亦有贡献；香港和澳门需求强劲，推动中国内地、香港及澳门合计实现双位数增长；韩国和台湾表现突出。              |
|     | 美洲         | 1,670              | 26.4%  | 27.0% | 本地需求持续强劲，所有市场、渠道和业务板块广泛增长；珠宝品牌和专业制表表现尤为突出。                                         |
|     | 日本         | 632                | 10.0%  | 36.0% | 本地需求与游客消费强劲，且上年同期下降15%形成较低基数；所有业务板块均实现双位数增长，珠宝品牌领先。                                |
|     | 中东及非洲      | 530                | 8.4%   | 3.0%  | 强劲本地需求抵消地区冲突导致的游客消费显著下降；阿联酋销售略降，其他主要市场稳健增长；专业制表实现双位数增长。                            |
| 分渠道 | 零售         | 4,504              | 71.2%  | 24.0% | 增长由珠宝品牌带动；除中东及非洲外，各业务板块和地区均实现双位数增长。                                                |
|     | 线上零售       | 373                | 5.9%   | 18.0% | 多数地区强劲增长，日本、美洲和亚太增幅最大；珠宝品牌及时装配饰增长强劲。                                               |
|     | 批发及特许权     | 1,452              | 22.9%  | 9.0%  | 所有业务板块均增长，以珠宝品牌领先；所有地区均增长，美洲贡献最大；专业制表及时装配饰亦稳健增长。                                   |
| 分品类 | 珠宝品牌       | 4,732              | 74.8%  | 24.0% | <b>四个珠宝品牌、所有地区和渠道均广泛增长</b> ；珠宝与腕表产品线均强劲，持续创新支撑标志性产品吸引力； <b>连续第七个季度双位数增长</b> 。      |
|     | 专业制表       | 873                | 13.8%  | 8.0%  | 大多数品牌表现正面， <b>江诗丹顿、积家和朗格领先</b> ；美洲、日本及中东非洲强劲；亚太大致稳定，中国内地、香港及澳门疲弱由韩国等市场增长基本抵消。      |
|     | 其他（含时装及配饰） | 724                | 11.4%  | 9.0%  | 时装及配饰除中东非洲外各地区均增长；Peter Millar、Gianvito Rossi及Watchfinder实现双位数增长，万宝龙稳健增长，成衣品类表现强劲。 |
| 合计  |            | 6,329              | 100.0% | 20.0% |                                                                                    |

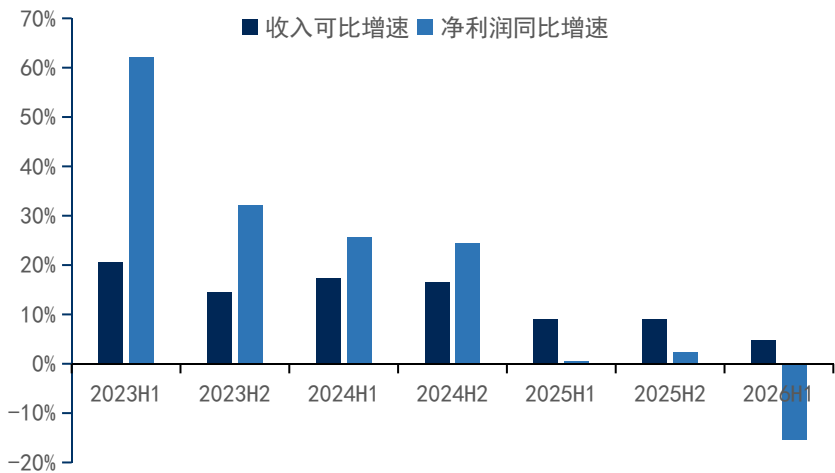
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理  
请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

3.4 PRADA：主品牌修复，核心盈利保持稳健



- PRADA集团26Q2内生增长环比提速，Prada主品牌修复带动收入改善，Versace并表及汇率影响拖累表观盈利。26H1公司实现收入30.5亿欧元，固定汇率同比+16.2%，剔除Versace后有机增长4.7%；其中Q2有机增速提升至6.7%，较Q1进一步加速。Q2收入改善主要由存量业务驱动：Prada品牌在产品、零售及传播端持续发力，Q2零售增速提升至6.3%，对冲Miu Miu高基数下的增速放缓；Versace并表则主要增厚报告口径收入。分地区看，除中东外各地区Q2均呈环比改善，叠加Prada主品牌回暖，公司增长驱动正由此前较为依赖Miu Miu，转向品牌、区域及渠道多点贡献，收入增长质量有所改善。
- 26H1公司毛利率同比-1.8pct至78.3%，经调整EBIT率为17.4%，归母净利润同比-15.3%至3.3亿欧元；但剔除Versace和汇率影响后，有机口径经调整EBIT率与上年同期22.6%基本持平。当前盈利压力主要来自Versace整合初期的利润率摊薄及汇率扰动，原有业务盈利能力保持稳健；后续随着Versace渠道调整、全价销售占比及零售效率提升，其对集团利润率的拖累有望逐步收窄。

图10：PRADA收入和利润增速



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

表15：PRADA 26H1和26Q2收入增速分拆

| 类别 | 指标       | 可比同比<br>(organic) | H1可比同比 | Q2较H1变化<br>(百分点) | 趋势判断   |
|----|----------|-------------------|--------|------------------|--------|
| 品牌 | Prada    | 6.3%              | 3.3%   | 3.0              | 明显加速   |
|    | Miu Miu  | 2.6%              | 2.5%   | 0.1              | 基本稳定   |
|    | Church's | 7.3%              | 4.6%   | 2.7              | 加速     |
|    | Other    | 6.9%              | 17.9%  | -11.0            | 放缓但仍增长 |
| 地区 | 亚太       | 7.9%              | 6.5%   | 1.4              | 加速     |
|    | 欧洲       | -1.6%             | -3.8%  | 2.2              | 改善但仍下降 |
|    | 美洲       | 19.1%             | 17.3%  | 1.8              | 加速     |
|    | 日本       | 7.6%              | 2.4%   | 5.2              | 明显加速   |
|    | 中东       | -26.2%            | -24.1% | -2.1             | 进一步承压  |
|    |          |                   |        |                  |        |

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

3.5 开云集团：Q2区域零售表现全面改善，日本与北美领跑

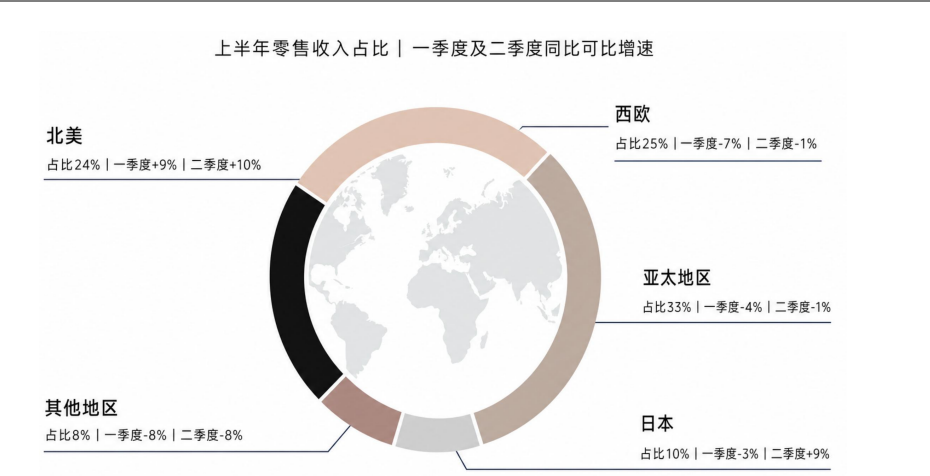
- 开云集团26Q2集团收入重回正增长，环比改善趋势进一步确立。26Q2实现收入36.52亿欧元，可比增长2%，较Q1的持平进一步提速。核心改善来自时装与皮具业务可比增速由Q1的-3%修复至持平，其中Gucci降幅由-8%收窄至-2%，反映新品上市、品牌曝光度提升及终端客流改善开始形成正向贡献；Saint Laurent重回增长，Bottega Veneta继续跑赢，进一步对冲Balenciaga仍处创意过渡期的压力。与此同时，珠宝和眼镜业务Q2分别可比增长18%和8%，成为集团增长的重要增量。分地区看，单Q2北美零售可比增长10%，延续强势表现，日本由Q1的-3%加速至+9%，西欧和亚太降幅分别收窄至-1%，较Q1的-7%和-4%明显改善，仅其他地区受中东市场影响仍下降8%。
- 26H1经常性营业利润9.21亿欧元、同比基本持平，经营利润率同比提升0.4个百分点至12.8%，但毛利率下降1.1个百分点至71.6%。利润改善主要来自费用压降和经营效率优化。归母净利润同比下降60%至1.89亿欧元，降幅显著高于经营利润，核心系米兰物业处置损失、渠道网络优化减值及重组费用等非经常项目拖累；剔除相关影响后，经常性归母净利润下降12%至3.55亿欧元，

表16：开云26H1业务拆分

| 业务/品牌                   | 收入（百万欧元） | 可比同比 | 经常性营业利润（百万欧元） | 经常性营业利润同比 | 经常性营业利润率 | 经常性营业利润率变动 |
|-------------------------|----------|------|---------------|-----------|----------|------------|
| Fashion & Leather Goods | 5800     | -1%  | 828           | -1%       | 14.3%    | 0.7 ppt    |
| 其中：Gucci                | 2757     | -5%  | 468           | -4%       | 17.0%    | 1.0 ppt    |
| Kering Jewelry          | 521      | 20%  | 32            | 106%      | 6.2%     | 2.7 ppt    |
| Kering Eyewear          | 965      | 8%   | 222           | 19%       | 23.0%    | 2.9 ppt    |
| Corporate & Other       | 65       | 1%   | -152          | /         | /        | /          |
| Eliminations            | -131     | /    | -9            | /         | /        | /          |
| 合计                      | 7220     | 1%   | 921           | 0%        | 12.8%    | 0.4 ppt    |

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图11：开云26H1各地区营收占比及同比可比增速



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

3.6 Brunello Cucinelli：零售驱动高增，经营盈利改善



- **收入端：零售渠道高增带动整体收入稳健增长，美洲及亚洲市场表现亮眼。**2026H1公司实现营业收入7.49亿欧元，可比口径同比增长13.3%。**分渠道看**，零售渠道收入可比口径增长19.3%至5.00亿欧元，收入占比提升至66.7%，主要受益于同店销售稳健增长、2025年下半年以来新店及扩店贡献逐步释放，以及新客拓展和存量客户客单价提升；批发渠道收入2.50亿欧元，可比口径增长2.7%。**分地区看**，美洲市场可比口径同比增长20.6%至2.79亿欧元，核心城市、度假区及更多二线城市需求均保持旺盛；亚洲市场可比口径增长14.1%至2.15亿欧元，其中中国市场增长超过20%，成为区域主要增长引擎；欧洲市场可比口径同比增长5.3%至2.56亿欧元，在本地客户需求稳健基础上，亦受益于美国游客消费贡献。**同时公司上调2026年固定汇率收入增长预期由10%至10%-11%，并维持2027年10%不变。**
- **盈利端：结构优化及费用管控推动经营利润率提升，财务费用拖累净利表现。**受零售及美洲、亚洲占比提升推动，毛利率同比提升50bp至75.0%；SG&A费用率下降30bp至44.8%，带动EBIT利润率提升50bp至17.1%。公司净利润同比增长2.0%至0.78亿欧元，净利率下降80bp至10.4%，主要因汇兑收益减少推动净财务费用升至1,840万欧元。

表17: Brunello Cucinelli 26H1收入分拆

| 类别 | 项目   | 26H1金额<br>(百万欧元) | 报表同比  | 可比增速<br>(固定汇率) | 占比     |
|----|------|------------------|-------|----------------|--------|
| 整体 | 营业收入 | 749.4            | 9.5%  | 13.3%          | 100.0% |
|    | 零售   | 499.8            | 14.7% | 19.3%          | 66.7%  |
| 渠道 | 批发   | 249.6            | 0.5%  | 2.7%           | 33.3%  |
|    | 欧洲   | 255.6            | 5.1%  | 5.3%           | 34.1%  |
| 地区 | 美洲   | 278.7            | 13.6% | 20.6%          | 37.2%  |
|    | 亚洲   | 215.2            | 10.0% | 14.1%          | 28.7%  |
| 整体 | 净利润  | 78.2             | 2.0%  | /              | 10.4%  |

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

表18: Brunello Cucinelli 26H1盈利水平及分析

| 指标       | 26H1表现 | 同比变动  | 26H1表现及主要原因                                |
|----------|--------|-------|--------------------------------------------|
| 毛利率      | 75.0%  | +50bp | 零售收入占比提高，以及渠道和地区销售结构改善，推动毛利率扩张             |
| SG&A费用率  | 44.8%  | -30bp |                                            |
| 人工费用率    | 18.5%  | +10bp | 员工数量由3,283人增至3,543人，主要来自精品店销售人员和工匠团队扩充     |
| 租赁费用率    | 4.9%   | +30bp |                                            |
| 营销及传播费用率 | 6.1%   | -40bp | 2026年大型传播活动更多集中于下半年，导致上半年费用率阶段性下降          |
| 折旧摊销率    | 13.1%  | +40bp |                                            |
| 净利率      | 10.4%  | -80bp | EBIT利润率改善，但净财务费用由6.5百万欧元增至18.4百万欧元，抵消经营端改善 |

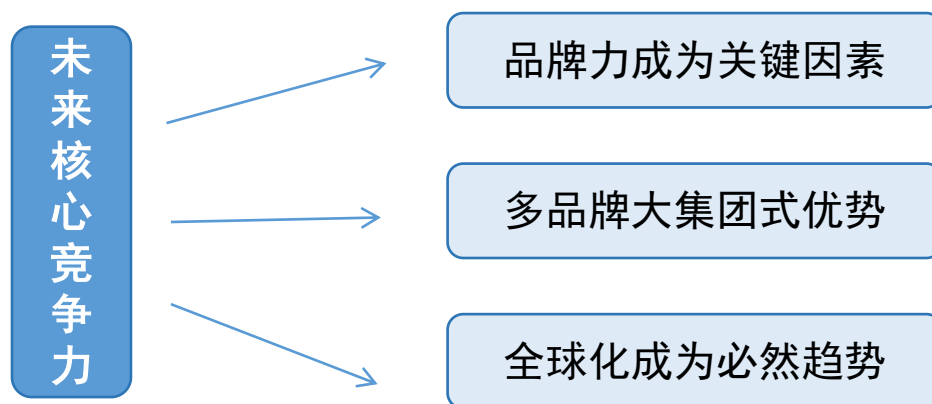
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理，注：人工费用率、租赁费用率、营销及传播费用率为SG&A费用率的细拆

## 四、投资建议

## 4.1 投资建议

- 总结国际奢侈品牌的业绩，我们可以看到虽然当下消费基本面有所承压，但仍有结构性机会的呈现：
- 一是，K型分化下高端品牌消费展现复苏弹性。整体国内外消费均呈现出K型分化的特征，随着资产价格企稳和复苏带来的财富效应也正逐步向高端消费传导，国内目前的高端品牌以及高端商业均已呈现出相关趋势，而国际奢侈品牌以时间和资金换取的品牌高端化的底蕴，在这一复苏过程中展现出了更强的经营韧性。
- 二是，多元化布局进一步强化集团经营韧性。从前文分析可以看出，国际奢侈品牌的复苏过程分化也较为明显，但集团化及全球化的布局总能让企业在不同的品类和不同区域找到增长点，从而实现长期稳定以及可持续的增长抓手。
- 而对于国货品牌而言，未来也必须全面跨越单点竞争的局限，从三大维度进行转型布局：1）深耕品牌力建设已成为跨越周期的最关键因素。2）向“多品牌大集团”模式跃升是打破规模天花板的必由之路。3）加速出海与全球化布局已成为寻找增量的必然趋势。

图12：未来品牌存量竞争市场核心竞争力



资料来源：青眼、国信证券经济研究所整理

# 4.1 投资建议



- 国际美奢集团的复苏也为国内消费投资带来新思路，我们主要从渠道端和品牌端两大维度寻找潜在投资机会。
- 一是渠道侧，首先布局与上述高端品牌深度合作的奢侈品商场业态，以及高端线下连锁业态。
- 二是品牌侧，重点关注具备品牌高端化或是产品升级能力的国货龙头，如美妆赛道下的毛戈平、珀莱雅、若羽臣、水羊股份等，以及黄金珠宝赛道下的老铺黄金、周大福、潮宏基等。

表19：重点公司盈利预测及估值

| 代码         | 公司名称 | 投资评级 | 收盘价<br>08-18 | 总市值（亿元）<br>08-18 | EPS    |        |        |        | PE     |        |        |        |
|------------|------|------|--------------|------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
|            |      |      |              |                  | 2025   | 2026E  | 2027E  | 2028E  | 2025   | 2026E  | 2027E  | 2028E  |
| 1318. HK   | 毛戈平  | 优于大市 | 48. 80       | 239              | 2. 46  | 3. 29  | 4. 22  | 5. 22  | 30. 04 | 13. 80 | 10. 77 | 8. 72  |
| 603605. SH | 珀莱雅  | 优于大市 | 56. 70       | 225              | 3. 78  | 4. 17  | 4. 68  | 4. 94  | 18. 10 | 13. 60 | 12. 12 | 11. 48 |
| 002345. SZ | 潮宏基  | 优于大市 | 10. 25       | 91               | 0. 57  | 0. 75  | 0. 87  | 0. 99  | 22. 35 | 13. 67 | 11. 78 | 10. 35 |
| 1929. HK   | 周大福  | 优于大市 | 12. 64       | 1247             | 0. 91  | 1. 01  | 1. 10  | 1. 17  | 11. 92 | 11. 66 | 10. 71 | 10. 07 |
| 6181. HK   | 老铺黄金 | 优于大市 | 342. 80      | 606              | 27. 54 | 34. 80 | 43. 59 | 50. 59 | 20. 23 | 9. 18  | 7. 33  | 6. 32  |

资料来源:Wind、国信证券经济研究所整理预测，注：毛戈平、周大福、老铺黄金价格为港元

- 一、消费复苏不及预期，居民消费意愿持续低位；
- 二、宏观经济、恶劣天气、重大自然灾害等系统性风险；
- 三、品牌新品推出不及预期，或新品牌推广不及预期；
- 四、渠道竞争加剧，营销投放成本上升影响企业盈利能力；
- 五、企业管理层出现变动调整导致经营能力受损；
- 六、收购整合可能低于预期及商誉减值风险。

## 国信证券投资评级

| 投资评级标准                                                                                                                                                                                                                                  | 类别     | 级别   | 说明                    |
|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|--------|------|-----------------------|
| 报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。 | 股票投资评级 | 优于大市 | 股价表现优于市场代表性指数10%以上    |
|                                                                                                                                                                                                                                         |        | 中性   | 股价表现介于市场代表性指数±10%之间   |
|                                                                                                                                                                                                                                         |        | 弱于大市 | 股价表现弱于市场代表性指数10%以上    |
|                                                                                                                                                                                                                                         |        | 无评级  | 股价与市场代表性指数相比无明确观点     |
|                                                                                                                                                                                                                                         | 行业投资评级 | 优于大市 | 行业指数表现优于市场代表性指数10%以上  |
|                                                                                                                                                                                                                                         |        | 中性   | 行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间 |
|                                                                                                                                                                                                                                         |        | 弱于大市 | 行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上  |

## 分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

## 重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

## 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。



国信证券  
GUOSEN SECURITIES

## 国信证券经济研究所

---

### 深圳

深圳市福田区福华一路125号国信金融大厦36层

邮编：518046      总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路1199弄证大五道口广场1号楼12楼

邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街6号国信证券9层

邮编：100032