

商贸零售行业深度报告

全球奢侈品集团业绩总览: 2023Q3 亚太区香化、酒类疲软，日本精品表现亮眼

增持（维持）

2023 年 12 月 06 日

证券分析师 吴劲草

执业证书: S0600520090006

wujc@dwzq.com.cn

证券分析师 石旻瑄

执业证书: S0600522040001

shiyx@dwzq.com.cn

关键词: #稀缺资产

投资要点

■ 2022 年全球个人奢侈品消费市场规模为 3530 亿欧元，中国大陆市场规模为 590 亿欧元，奢侈品行业是可选消费景气度的风向标。本文针对上市奢侈品集团的三大品类香水化妆品、精品和酒水，着重梳理其报表中中国所在区域的 2023 年 Q3 业绩趋势，以理解当前的奢侈品市场：

■ 香水化妆品：销售走弱，中国所在区域收入普遍负增长。2023Q3 香化集团全球收入同比增速普遍放缓。其中中国所在区域增速低于全球水平，雅诗兰黛亚太/欧莱雅北亚/资生堂中国/爱茉莉亚太的可比收入同比分别-3%/-5%/-9%/-13%，增速普遍转负，主要受亚洲旅游零售市场变化和中國大陸市场复苏不及预期拖累。雅诗兰黛、资生堂等下调指引。

■ 精品：亚太（除日本）表现优于公司整体，日本表现亮眼。2023Q3 精品集团收入增速亦整体放缓，Hermès/LVMH/历峰/开云/Prada/Tapestry 中国所在地区收入同比分别增长 11%/10%/8%/1%/13%/4%，好于公司整体，主要由于基数效应。与此同时，Hermès/LVMH/历峰/开云/Prada 日本销售规模同比分别增长 24%/30%/12%/28%/42%。中国市场复苏和中國大陸客群对周边（包括日本）旅游消费市场的拉动作用明显。全球范围内奢侈品牌表现分化明显，顶奢品牌核心爆品供求关系紧张，部分重奢及轻奢品牌消费者意愿减退，增长停滞或负增长。奢侈品集团管理层对公司中长期发展保持乐观态度。

■ 酒水：价涨量跌 Q3 收入下滑，中国表现好于整体，管理层预期 FY2025 改善。2023Q3 收入均下滑，呈现产品提价、销量下滑的特征，系由于美国市场疲软。2023Q3 保乐力加中国/LVMH 酒类可比收入同比下滑 8%/14%。管理层预期 FY2025 有所改善。

■ 结合奢侈品集团和咨询机构对奢侈品行业的预期，展望未来发展趋势：

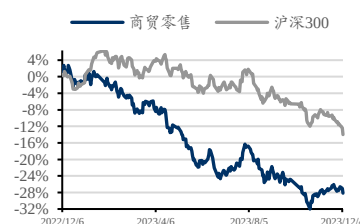
● 奢侈品集团：Q3 奢侈品集团收入增速放缓，品牌表现分化明显，中国所在销售区域呈现精品、酒水强于香化的趋势。短期看，部分公司下调 FY2024 年业绩指引；中长期看，管理层对未来销售增长和集团发展保持积极态度。

● 咨询机构：贝恩咨询下调 2023/2024 年全球个人奢侈品市场规模增速为 4%/4%（此前 2023 年为 5%~12%，2022-2030 年 CAGR 增长 5%~7%）；2023/2024 年中国市场规模预计增长 9%/8%（此前预期增速均为 9%）。下调中国/全球个人奢侈品消费市场规模短期预期。

● 未来展望：1）短期有压力，预计 2023-2024 年全球市场规模中低个位数增长，2025 年后有所改善。2）中长期看好，预计 2030 年全球个人奢侈品消费规模为 5300~5700 亿欧元，较 2022 年增长 50%~61%；中国本土市场规模为 1325~1539 亿欧元，中国是全球奢侈品市场主要增长动力。3）核心观察指标：国际地缘政治局势变化、主要消费市场宏观经济波动、汇率走势、旅游零售政策等。

■ 投资建议：推荐奢侈品行业见底后有望走出复苏行情的免税龙头中国中免、万宁离岛免税放量且有望受益于市内免税政策的老牌标杆零售集团王府井，建议关注正在整合或将整合免税资产的格力地产、海汽集团和海南发展。

行业走势



相关研究

《商社行业 2024 年年度策略：同比基数归常首年，遴选强势方向，拥抱机会！》

2023-12-03

《后“双减”时代教培复苏需求强韧，可参考酒店行业供给侧改革逻辑》

2023-12-03

■ 风险提示：消费意愿走弱，地缘政治冲突，汇率波动风险等

表 1：重点公司估值（截至 2023 年 12 月 5 日）

代码	公司	总市值 (亿元)	收盘价 (元)	EPS (元)			PE			投资评级
				2022A	2023E	2024E	2022A	2023E	2024E	
601888.SH	中国中免	1,737.84	84.00	2.53	3.31	4.91	33.23	25.38	17.11	买入
600859.SH	王府井	192.96	17.00	0.17	0.73	1.06	98.84	23.29	16.04	增持

数据来源：Wind，东吴证券研究所
注：以上公司预测值来源均为东吴证券研究所

内容目录

1. 香化品类：全球范围走弱，中国所在区域拖累明显	6
1.1. 雅诗兰黛.....	6
1.2. 欧莱雅.....	7
1.3. 资生堂.....	8
1.4. 爱茉莉太平洋.....	10
1.5. LVMH.....	11
1.6. 宝洁.....	12
1.7. 小结.....	13
2. 精品品类：顶奢需求仍在高位，重奢、轻奢需求普遍萎缩，日本表现亮眼.....	14
2.1. 顶奢.....	14
2.1.1. Hermès	14
2.1.2. LVMH	16
2.1.3. Chanel	17
2.2. 重奢.....	17
2.2.1. Richemont	18
2.2.2. Kering	19
2.2.3. Prada	20
2.3. 轻奢.....	21
2.3.1. Tapestry	21
2.4. 小结.....	22
3. 酒类：美国销量下滑拖累，全球普遍疲软	23
3.1. 保乐力加.....	23
3.2. 帝亚吉欧.....	24
3.3. 人头马君度.....	24
3.4. LVMH.....	25
3.5. 小结.....	26
4. 投资建议	26
5. 风险提示	27

图表目录

图 1: 雅诗兰黛分地区收入结构 (亿美元)	6
图 2: 雅诗兰黛分品类收入结构 (亿美元)	6
图 3: 雅诗兰黛分地区季度有机收入同比增速	7
图 4: 欧莱雅分地区收入结构 (亿欧元)	8
图 5: 欧莱雅分品类收入结构 (亿欧元)	8
图 6: 2022Q1-2023Q3 欧莱雅北亚及整体可比收入同比增速	8
图 7: 资生堂分地区收入结构 (十亿日元)	9
图 8: 2023Q1-Q3 资生堂各品牌可比净销售额同比增速 (十亿日元)	9
图 9: 2022Q1-2023Q3 资生堂分地区季度可比收入同比增速	10
图 10: 爱茉莉太平洋分地区收入结构 (十亿韩元)	10
图 11: 爱茉莉太平洋分地区季度表观收入同比增速	11
图 12: LVMH 分品类收入结构 (亿欧元)	11
图 13: LVMH 分品类季度有机收入同比增速	12
图 14: 宝洁分品类收入结构 (亿美元)	12
图 15: 宝洁化妆品和整体季度有机收入同比增速	13
图 16: Hermès 分地区收入结构 (亿欧元)	15
图 17: Hermès 分品类收入结构 (亿欧元)	15
图 18: Hermès 分地区恒定汇率季度收入同比增速	15
图 19: Hermès 分品类恒定汇率季度收入同比增速	15
图 20: LVMH 分地区收入结构 (亿欧元)	16
图 21: LVMH 分地区季度有机收入同比增速	16
图 22: Chanel 分地区收入结构 (亿美元)	17
图 23: Chanel 分地区收入增速 (报表端)	17
图 24: 历峰分地区收入结构 (亿欧元)	18
图 25: 历峰分品类收入结构 (亿欧元)	18
图 26: 历峰分地区恒定汇率季度收入同比增速	18
图 27: 历峰分品类恒定汇率季度收入同比增速	18
图 28: 开云分地区收入结构 (亿欧元)	19
图 29: 开云分品牌收入结构 (亿欧元)	19
图 30: 开云零售收入分地区季度同比可比增速	20
图 31: 开云零售收入分品牌季度同比可比增速	20
图 32: Prada 零售收入分地区结构 (亿欧元)	20
图 33: Prada 零售收入分品牌结构 (亿欧元)	20
图 34: Prada 分地区恒定汇率季度收入同比增速	21
图 35: Prada 分品牌恒定汇率季度收入同比增速	21
图 36: Tapestry 分地区收入结构 (亿美元)	22
图 37: Tapestry 分品牌收入结构 (亿美元)	22
图 38: Tapestry 分地区季度收入同比报表增速	22
图 39: 保乐力加收入分地区结构 (亿欧元)	24
图 40: 保乐力加分地区季度有机收入同比增速	24
图 41: 帝亚吉欧收入分地区结构 (亿欧元)	24
图 42: 帝亚吉欧分地区年度收入有机增速	24

图 43: 人头马君度收入分地区结构 (亿欧元)25

图 44: 人头马君度季度有机收入同比增速.....25

图 45: LVMH 酒类收入 (亿欧元) 及占比25

图 46: LVMH 酒类和整体有机收入同比增速25

表 1: 香化品牌最新销售规模 (亿元) 及季度同比增速情况..... 14

表 2: 精品品牌亚太 (除日本) 销售规模 (亿元) 及季度同比增速情况..... 23

表 3: 酒类品牌最新销售规模 (亿元) 及季度同比增速情况..... 26

奢侈品行业是居民可选消费的重要组成部分。2022 年全球个人奢侈品消费市场规模为 3530 亿欧元，中国大陆为 590 亿欧元。奢侈品消费增速代表了居民对中高端产品的消费需求和意愿，是可选消费景气度的风向标。

本篇报告将奢侈品分为香水化妆品、精品及酒类三部分，分别选取代表公司观察其销售结构、增长趋势和中国所在区域情况，以理解当前的奢侈品市场；并根据各公司指引和第三方预测，推测奢侈品行业未来增长趋势。

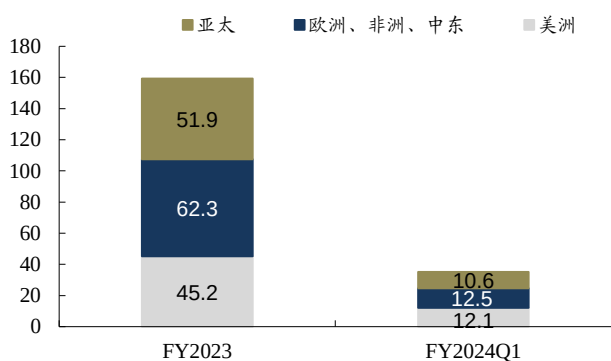
1. 香化品类：全球范围走弱，中国所在区域拖累明显

雅诗兰黛、欧莱雅、资生堂、爱茉莉太平洋、LVMH 和宝洁 6 大香化集团/部门 2023 年 Q3 香水化妆品销售走弱，各品牌均出现收入下滑或增速放缓，表现有分化；其中中国所在区域的销售增速低于整体水平，据公司披露，亚洲旅游零售市场和中國大陸市场复苏不及预期或为重要因素。

1.1. 雅诗兰黛

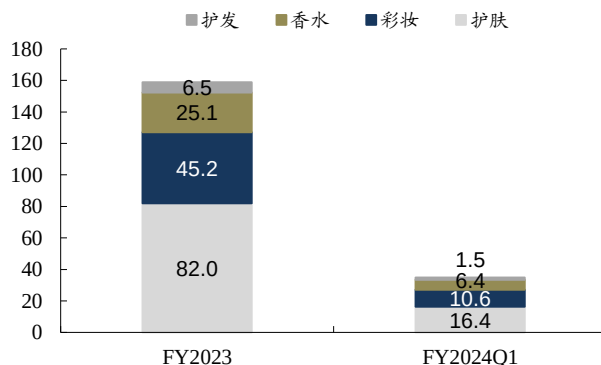
亚太地区占比收缩，护肤品销售下滑。雅诗兰黛 (ESTÉE LAUDER) 披露最新报表季度是 FY2024Q1，当季截止日期为 2023 年 9 月 30 日，即自然季度 2023Q3。分地区来看，FY2019-FY2023 集团/亚太地区收入 CAGR 分别为+1.8%/+9.0%，亚太地区为收入增长的主要动力。FY2024Q1 公司实现收入 35.18 亿美元，有机增速同比-11%，亚太/欧非中东的净销售额占比为 30%/36%，较 FY2023 全年水平-3pct/-4pct。分品类看，FY2024Q1 护肤品净销售额为 16.4 亿美元，同比-22%，占总体比重从 FY2023 的 52%下滑至 47%，其他品类比重有所提升。

图1：雅诗兰黛分地区收入结构（亿美元）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图2：雅诗兰黛分品类收入结构（亿美元）

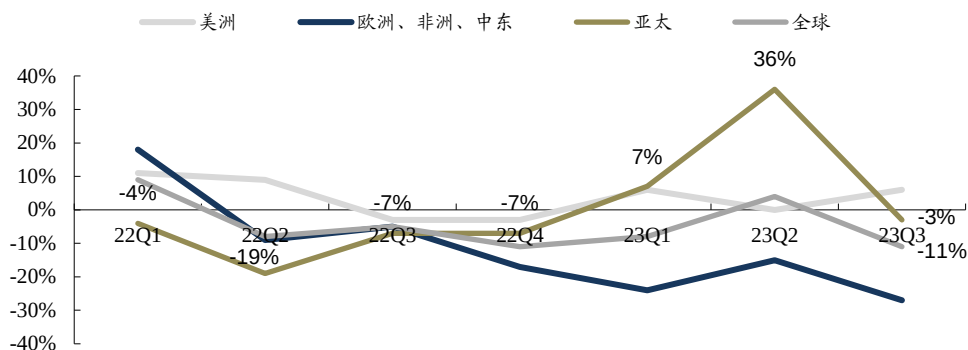


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

Q3 除美洲外收入同比均负增长，中国大陆高档品销售下滑拖累亚太表现。公司季度有机收入同比增速自 2022 年下半年起承压，Q3 除美洲市场外收入均为同比负增长。随着中国大陆市场的恢复，2023 上半年亚太地区季度收入同比增速环比大幅提升，带动整体增速逐季上移至 2023Q2 的 4%。据公司分析，2023Q3 中国大陆高档护肤品销售明

显下滑，拖累亚太有机收入同比增速至-3%，整体有机增速-11%；受亚洲旅游零售业务影响，欧洲·中东·非洲分部下滑幅度增大；得益于收购 TOM FORD 的特许权使用费贡献收入增量，美洲增速中枢转正。

图3：雅诗兰黛分地区季度有机收入同比增速



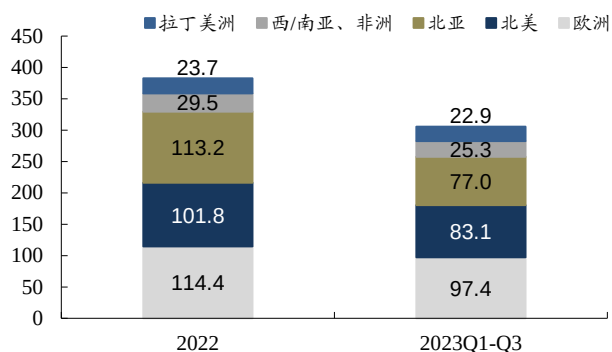
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

FY2024Q2 预计持续负增长，下调 FY2024 业绩指引。由于中国市场预期增速放缓，公司下调对中国大陆及亚洲旅游零售预期；同时由于地缘政治和货币汇率波动等因素，下调 FY2024 的业绩指引。公司预计 FY2024 收入有机同比-1%~+2%（前值为+6%~+8%），FY2024Q2 收入有机同比-10%至-8%。公司计划在 FY24Q3 优化亚洲旅游零售商的库存，预计 FY2024 下半年收入恢复增长，利润率逐步改善；在收入增速放缓的情况下，FY2025/FY2026 公司将实施“加速和扩大利润恢复计划”，提高毛利率、降低费用率。

1.2. 欧莱雅

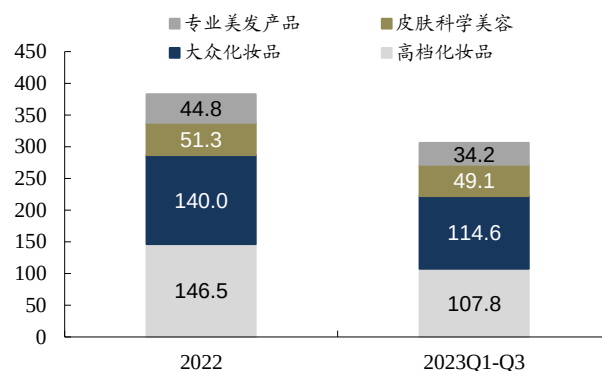
北亚地区占比下滑，大众化妆品收入创新高。欧莱雅（L'Oreal）披露最新财报季度为 2023Q3，当季截止日期为 2023 年 9 月 30 日，与自然季报一致。2022 年集团实现销售额 382.6 亿欧元，可比口径同比+10.9%，为 15 年来最高增幅，2019-2022 年报表收入 CAGR 为+8.6%；2023Q1-Q3 实现销售额 305.8 亿欧元，可比口径同比+11.1%。分地区来看，2023 年以来北亚收入占比下滑至 Q3 的 20.4%（2022 年为 29.6%）；分品类来看，大众化妆品和皮肤科学美容两个部门维持两位数增长，大众化妆品收入创新高；高档化妆品 2023Q3 报表端同比增速-3.2%，公司分析剔除代购政策对亚洲旅游零售市场的影响后，该分部前三季度仍有双位数增长。

图4：欧莱雅分地区收入结构（亿欧元）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

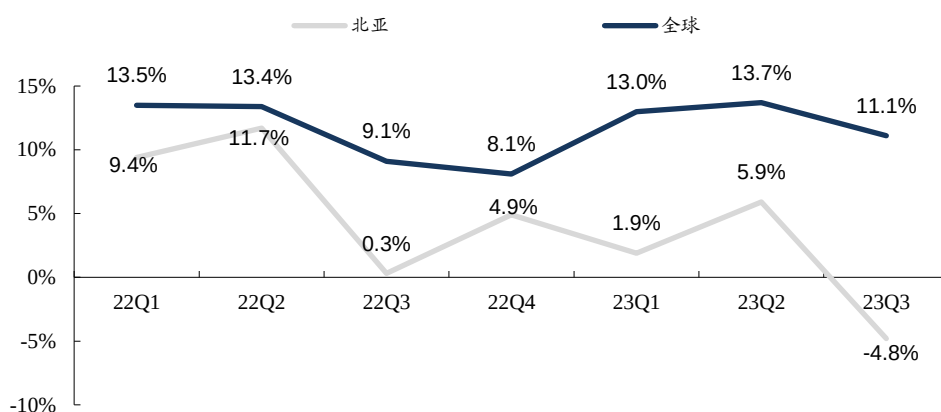
图5：欧莱雅分品类收入结构（亿欧元）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

前三季度中国大陆同比+7.7%，旅游零售市场拖累北亚收入同比下滑。Q3 各地区收入同比增速均下滑，但公司整体保持两位数增速，受亚洲旅游零售市场影响，北亚地区可比收入同比-4.8%。在中国大陆弱复苏的情况下，欧莱雅 2023 年前三季度在中国大陆收入实现同比+7.7%（可比口径），超越行业平均水平，并扩大了各品类市场份额；中国香港旅游活动恢复带动当地销售修复，大众及高端化妆品驱动日本市场份额提升。

图6：2022Q1-2023Q3 欧莱雅北亚及整体可比收入同比增速



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

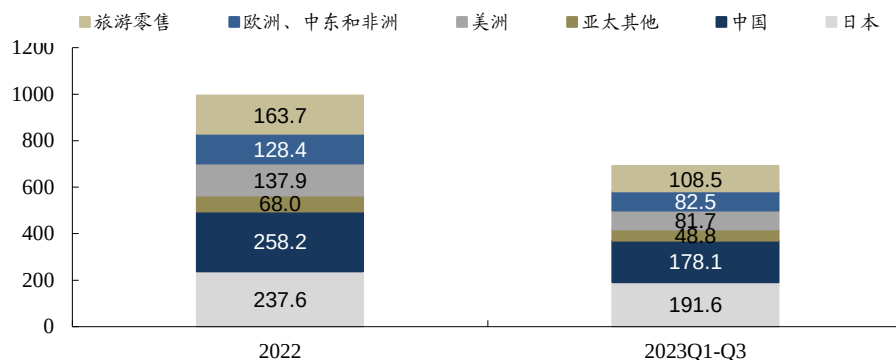
公司表现优于行业，对未来持乐观态度。欧莱雅 CEO 表示，美容市场仍然非常活跃，欧莱雅将继续巩固其全球领导地位，公司实现两位数增长得益于广泛布局的全球市场、成功的渠道创新和对高成长市场的快速投资。公司有信心持续领先行业，并对美容市场的未来保持乐观态度。

1.3. 资生堂

中国市场退居第二大市场。资生堂（SHISEIDO）披露最新财报季度为 2023Q3，当季截至 2023 年 9 月 30 日，与自然季度一致。资生堂 2023Q1-Q3 实现营收 7224 亿日元，同比-5.3%（可比口径+5.0%）；单 Q3 营收同比-15.3%（可比口径-1.6%）显著降速。分

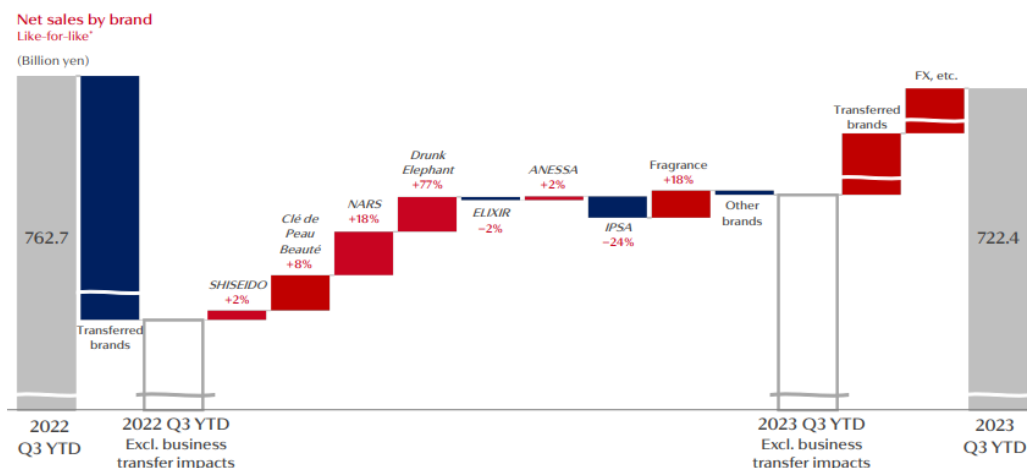
地区看,中国市场前三季度收入占比约为 25%,退为资生堂第二大市场;分品牌看,CPB、NARS、醉象和香水等品牌增长较快,抵消了中国和旅游零售市场的拖累。

图7: 资生堂分地区收入结构 (十亿日元)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

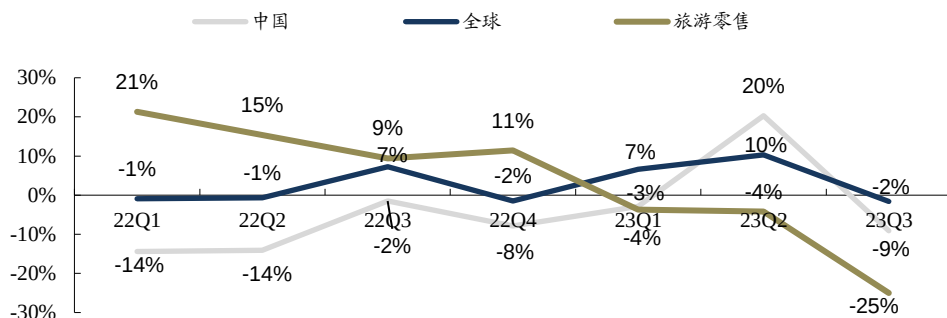
图8: 2023Q1-Q3 资生堂各品牌可比净销售额同比增速 (十亿日元)



数据来源: 公司公告, 公司业绩 PPT, 东吴证券研究所

Q3 各地区收入同比全面下滑, 中国市场及海南旅游零售下滑 9.1%/11%-13%。核废水事件影响消费者购买日系产品意愿, 报表端看, 2023Q3 除日本和亚太其他 (除日本及中国) 市场同比有个位数增长外, 其余均为两位数负增长。公司认为, 2023Q3 销售额同比下滑的主要原因是中国市场和旅游零售市场乏力, 同时日本核废水事件影响消费者需求。可比口径看, 中国市场 Q3 同比增速环比大幅下滑至-9.1%; 其中中国大陆收入同比下滑 11%-13%, 中国香港下滑 21%-23%。随着海南岛和韩国的监管政策收紧, 旅游零售商库存调整, 旅游零售市场同比下滑幅度加大, Q3 亚洲旅游零售收入同比下滑 17-19%, (其中海南下滑 11%-13%, 韩国下滑超 30%)。

图9：2022Q1-2023Q3 资生堂分地区季度可比收入同比增速



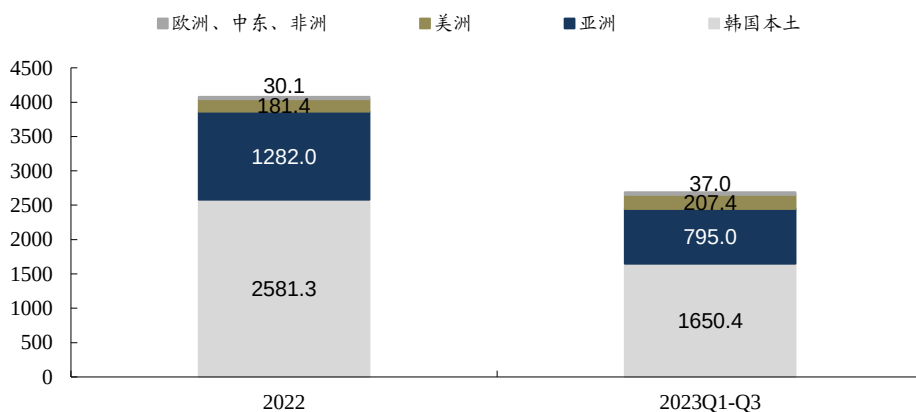
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

资生堂下调 2023 年业绩指引，核废水负面影响预计于 2024Q1 消除。基于 Q3 业绩下滑，资生堂下调全年业绩指引，预计 2023 年净销售额为 9800 亿日元（前值为 10000 亿日元，下调 2%），同比-8.2%（可比口径+2%）；核心营业利润 350 亿日元（前值为 600 亿日元，下调 42%），同比-31.8%。公司预计排放核废水的负面影响将于 2024Q1 消除，海南岛和韩国的旅游零售存货预计分别于 2023 年底和 2024Q1 恢复正常水平。中国市场仍具有重要战略意义，公司将推出中期战略——SHIFT 2025 and Beyond，核心目标是“构建可持续增长之路”。针对中国市场，资生堂将注重日常销售，减少对大型促销节的依赖；投资“高端”和“功效”产品；加速在 3-5 线城市的推广，战略性涨价等。

1.4. 爱茉莉太平洋

中国市场收入占比约为 15%。爱茉莉太平洋（Amore Pacific）披露最新财报季度为 2023Q3，当季截至 2023 年 9 月 30 日，与自然季度一致。2023Q3 公司实现营收 3177 亿韩元，同比-13%。分地区看，亚洲（除韩国）收入占比约为 30%，其中 2023Q3 中国区销售收入约占亚洲（除韩国）的 50%（2022 年约为 60%）。

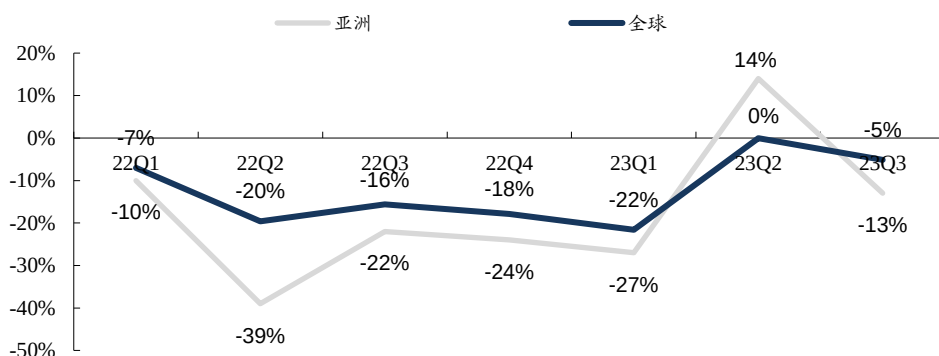
图10：爱茉莉太平洋分地区收入结构（十亿韩元）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

Q3 中国区收入同比下滑 14%-16%，韩系化妆品销售疲软。亚洲营收同比增速基本低于公司水平，2023Q1/Q2/Q3 分别为-27%/+14%/-13%，其中中国市场 Q1/Q2/Q3 收入同比分别下滑 40%+（韩元）、增长 20%+（人民币）、下滑 14%-16%（人民币）。韩系化妆品在中国市场销售疲软，公司通过线上线下营销、引入当地品牌大使、改进产品和渠道组合以及增强顾客参与感来提升品牌竞争力。

图11：爱茉莉太平洋分地区季度表现收入同比增速

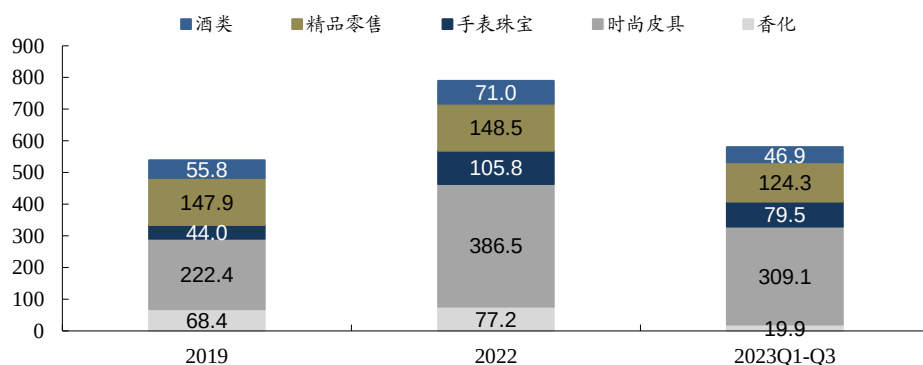


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

1.5. LVMH

香化+精品零售（主要为 Sephora+DFS）占比平稳，精品品类驱动销售规模扩张。酩悦·轩尼诗·路易·威登集团（LVMH）披露最新财报季度为 2023Q3，当季截至 2023 年 9 月 30 日，与自然季度一致。2023Q1-Q3 公司实现收入 622.05 亿欧元，有机同比+14%。分品类看，2019-2022 公司收入 CAGR 为+13.8%，香化/精品零售/时尚皮具/手表珠宝 CAGR 分别为+4.2%/+0.1%/+20.2%/+33.9%，精品（含时尚皮具+手表珠宝）驱动收入增长。香化+精品零售占整体份额相对稳定。

图12：LVMH 分品类收入结构（亿欧元）

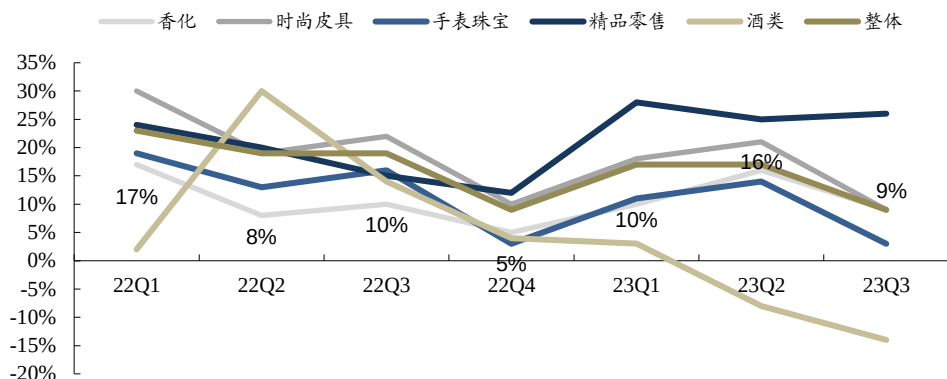


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

Q3 营收同比增速放缓，香化增速低于整体。2023Q3 以前，LVMH 有机收入维持双位数的高速同比增长，2023Q3 各品类有机收入同比增速均下滑，Q1/Q2/Q3 整体有机收

入同比增速分别为 17%/17%/9%。Q3 有机收入同比正增长的品类中，时尚皮具/香化/精品零售报表增速为正，手表珠宝报表增速为负。香化品类收入同比增速中枢低于公司整体水平；受益于 DFS 和丝芙兰的强劲销售，精品零售季度收入同比增速超 25%。

图13: LVMH 分品类季度有机收入同比增速



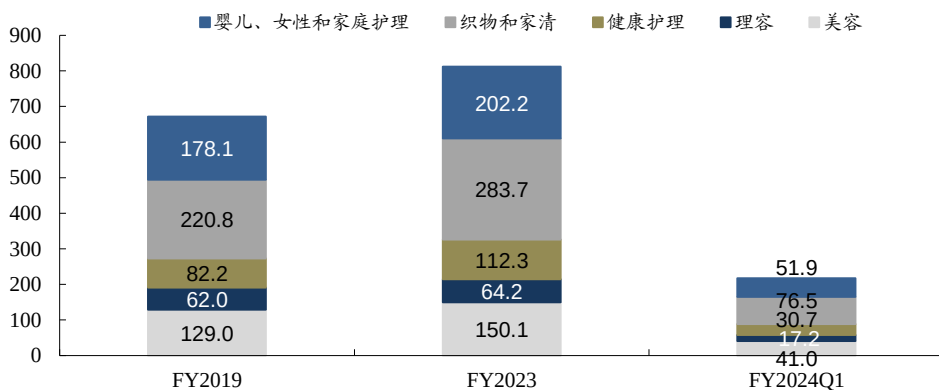
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

未来增长将回归历史平均水平。得益于分销渠道和促销策略，香化收入于 Q2 加速增长。精品零售高速增长，丝芙兰在北美、欧洲和中东市场表现出色，市场份额持续增长；旅游零售 DFS 主要受益于中国香港和中国澳门旅游业的复苏。集团 CFO 表示，过去 3 年 LVMH 保持高速增长，未来集团销售增速将回归历史平均水平。

1.6. 宝洁

涨价带动 FY2024Q1 业绩超预期，中国区销售占比约为 9%。宝洁 (Procter & Gamble, P&G) 披露最新季报的季度是 FY2024Q1，当季截止日期为 2023 年 9 月 30 日，按业务划分为 5 大板块，美容占据营收比例约为 19%。FY2019-FY2023 化妆品净销售额 CAGR 为 3.9%，低于整体 4.9%。分地区来看，大中华区占据集团总销售额比例约为 9%，FY2019-FY2023 大中华区销售额 CAGR 为 3.5%。

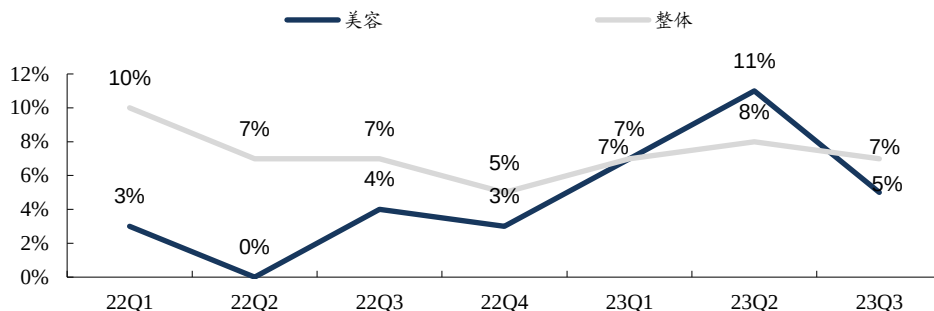
图14: 宝洁分品类收入结构 (亿美元)



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

美容增速中枢低于整体，大中华区美容产品销量下降。 FY2024Q1 美容净销售额表观同比+3%，其中有 7%的定价上涨和 1%收购收益，另有 3%的外汇波动和 2%的高端品牌 SK-II 销售下滑抵消增长；有机销售额同比增速为 5%，低于整体 7%。细分美容品类，护发有机收入同比增长 7%-9%，其中大中华区下降 7%-9%，涨价致大中华区销量下降；皮肤和个护有机收入同比增长 1%-3%，其中大中华区受 SK-II 品牌销量下降影响约下滑 4%-6%。美容产品的全球市场份额+0.3pct，护发/皮肤和个护同比-0.2pct/+0.6pct。

图15：宝洁化妆品和整体季度有机收入同比增速



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

下调 FY2024 销售额指引，未来出货量恢复增长。 宝洁预计 FY2024 销售额同比增长 2%-4%（前值为 3%-4%），有机销售额增长 4%-5%，预计摊薄后每股净利润将增长 6%-9%。管理层表示未来当价格不再是驱动因素，出货量将恢复增长，公司将通过创新提升利润率，推动品类增长。

1.7. 小结

2023Q3 香化集团销售走弱，中国所在地区普遍负增长。 2023Q3 香化集团收入出现增速放缓或负增长，可能由于全球经济承压带来的中产消费降级。分地区看，除 LVMH 未披露中国区香化增速外，雅诗兰黛亚太/欧莱雅北亚/资生堂中国/爱茉莉太平洋亚洲的可比收入同比增速分别为-3%/-5%/-9%/-13%，增速普遍转负且低于公司整体水平，亚洲旅游零售市场和中國大陸市场复苏不及预期成为拖累品牌表现的重要因素；同集团内品类横向比较，LVMH 及宝洁集团内部香化部门收入增速低于精品部门。

品牌表现出现分化。 雅诗兰黛、资生堂和爱茉莉太平洋 Q3 整体收入出现负增长，雅诗兰黛、资生堂和宝洁下调全年业绩指引。欧莱雅、LVMH 仍保持高个位数增长，市场份额扩大，势能高的品牌稳健增长，市场份额有望进一步提升。

表1：香化品牌最新销售规模（亿元）及季度同比增速情况

公司	部门	上 财 年 销售额	本财年累 计销售额	自然季度同比增速						
				22Q1	22Q2	22Q3	22Q4	23Q1	23Q2	23Q3
雅诗兰黛	亚太	375.31	77.23	-4%	-19%	-7%	-7%	7%	36%	-3%
欧莱雅	北亚	8176.28	5947.09	9%	12%	0%	5%	2%	6%	-5%
资生堂	中国	143.10	86.17	-14%	-14%	-2%	-8%	-3%	20%	-9%
爱茉莉太平洋	亚洲	70.81	42.73	-10%	-39%	-22%	-24%	-27%	14%	-13%
LVMH	香化	1715.05	1537.83	17%	8%	10%	5%	10%	16%	9%
宝洁	美容	1084.45	299.06	3%	0%	4%	3%	7%	11%	5%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

注 1：各公司销售额根据期末汇率换算为人民币口径；最新季报披露截止日期均为 2023 年 9 月 30 日，除雅诗兰黛和宝洁最新季报期为 FY2024Q1 外，其余公司均为 2023Q3；除爱茉莉太平洋外，自然季度增速均采用可比口径。

注 2：2023 年 Q3 表中增速大于 0 的标红底，小于 0 的标灰底。

2. 精品品类：顶奢需求仍在高位，重奢、轻奢需求普遍萎缩，日本表现亮眼

精品包括时装、皮具、手表和珠宝等细分品类，与香化品类充分线上化不同的是，精品销售是极度依赖线下场景的，一方面由于其大额消费的特性，消费者需要线下试穿、试戴；另一方面奢侈品集团策略上也更重视线下场景以运营客户粘性。根据核心产品价格带及消费者认可度，将精品从高到低分为顶奢、重奢和轻奢三类，分别选取代表上市公司进行分析。

由于地缘政治、经济弱复苏等宏观因素，奢侈品行业增长整体放缓，2023Q3 精品销售额增速明显下滑。中国所在亚太地区作为第一大市场，表现普遍好于公司整体水平，主要受益于线下销售场景的重启。品牌表现有所分化，顶奢品牌力更强，销售额稳健增长；受中产消费降级等因素影响，部分重奢和轻奢品牌 Q3 出现收入增长停滞或收入下滑。

2.1. 顶奢

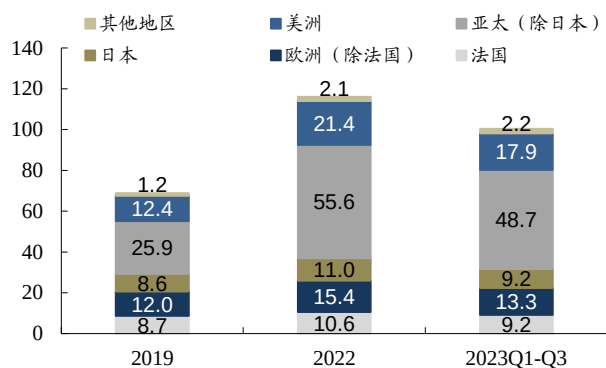
顶奢集团主要有爱马仕（Hermès）、酩悦·轩尼诗-路易·威登集团（LVMH）和香奈儿（Chanel），分别持有代表顶奢品牌爱马仕、LV、香奈儿，品牌目标客户定位高净值人群，核心产品具有一定保值属性，品牌力突出，在奢侈品行业增速放缓阶段销售依然强劲。

2.1.1. Hermès

保值属性顶奢增长强劲领先行业，亚太（除日本）是最大增长动力。爱马仕（Hermès）披露最新季报的季度是 FY2024Q1，当季截止日期为 2023 年 9 月 30 日，2023Q1-Q3 公

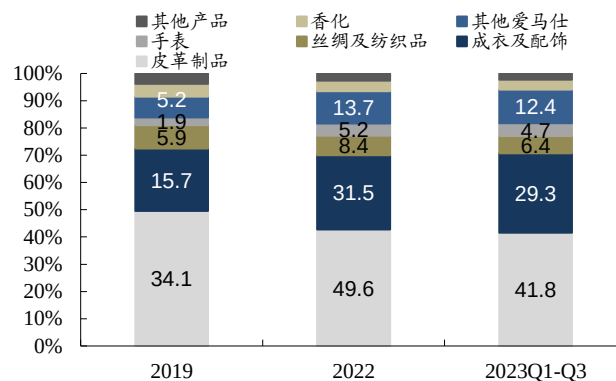
司实现收入 100.6 亿欧元，按恒定汇率同比+21.7%，显著领先同行业公司，品牌力强、具有保值属性的顶奢产品依然供不应求。2019-2022 年爱马仕收入 CAGR 为 19.0%，领先同行业公司增速，其中亚太（除日本）收入 CAGR 为 29.0%，是公司内增长最快的地区，收入占比从 2019 年的 38% 提高到 2023 前三季度的 48%；分品类看，皮革制品和成衣配饰占比超 7 成，成衣配饰占比显著提高。

图16: Hermès 分地区收入结构（亿欧元）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

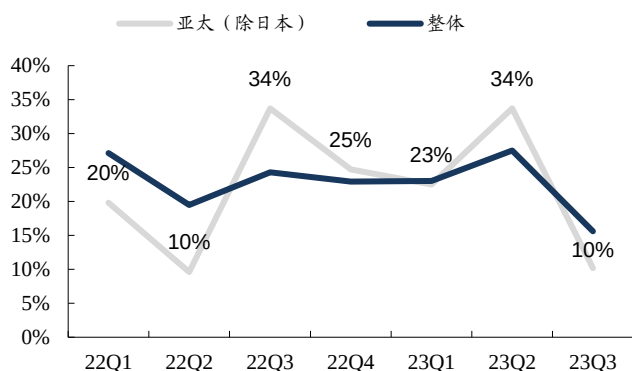
图17: Hermès 分品类收入结构（亿欧元）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

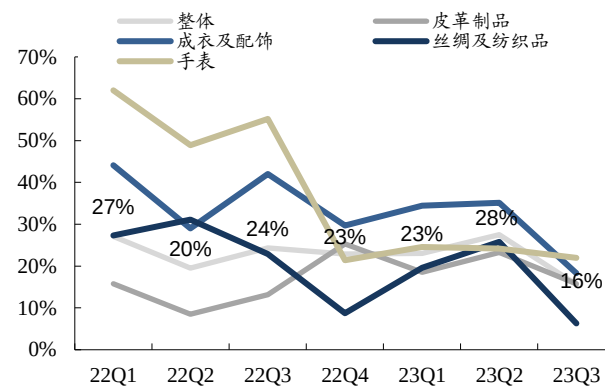
Q3 收入同比增速放缓，亚太（除日本）收入报表端负增长。Hermès 整体营收同比增速 2023Q3 放缓，恒定汇率口径季度同比增速从超 20% 下滑至 16%。分地区看，亚太（除日本）2023 前三季度收入按恒定汇率同比+21.1%，低于整体，Q3 报表端收入同比-0.1%，恒定汇率口径+10.2%，拖累整体增速。分品类看，皮具增速放缓，成衣配饰、手表高增长，Q3 丝绸及纺织品报表端收入同比-1.7%。

图18: Hermès 分地区恒定汇率季度收入同比增速



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图19: Hermès 分品类恒定汇率季度收入同比增速



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

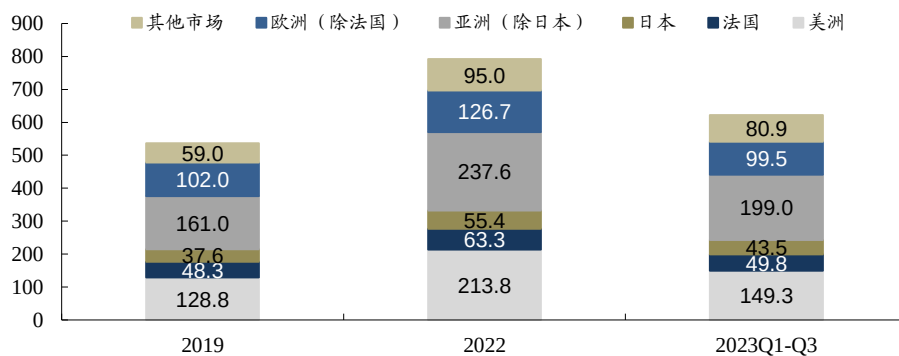
中国市场 2022 年 Q3 高基数，未来中国区将持续开店。由于 2022 年 Q3 亚洲市场高基数，Q3 增速显著下滑。中期看，尽管存在经济、地缘政治和汇率等不确定性因素，但集团确认了以恒定汇率实现收入增长的目标；长期角度，公司将凭借其独特的商业模式，追求以创造力为基础的长期发展战略。公司管理层认为中国中长期发展潜力依然强

劲，经济恢复增长，中等收入群体将进一步壮大；公司今年推进成都和北京 SKP 的门店开业和扩建，未来在中国地区将保持每年开设 1-2 家新店的节奏，持续进行投资。

2.1.2. LVMH

亚洲（除日本）收入占比 32%，精品收入占比持续提升。LVMH 披露最新报表季度是 2023Q3，当季截止日期为 2023 年 9 月 30 日，与自然季度一致。2023Q1-Q3 公司收入为 622.05 亿欧元，有机同比+14%，时尚皮具和手表珠宝为精品，二者收入占比持续提升至 62.5%，精品品类收入占比提升。分地区看，2019-2022 年亚洲（除日本）/日本/美洲/法国/欧洲（除法国）收入 CAGR 为+13.8%/+13.8%/+18.4%/+9.5%/7.5%，公司整体 CAGR 为+13.8%，亚洲+美洲驱动收入增长，2023Q1-Q3 亚洲（除日本）收入占比为 32%。

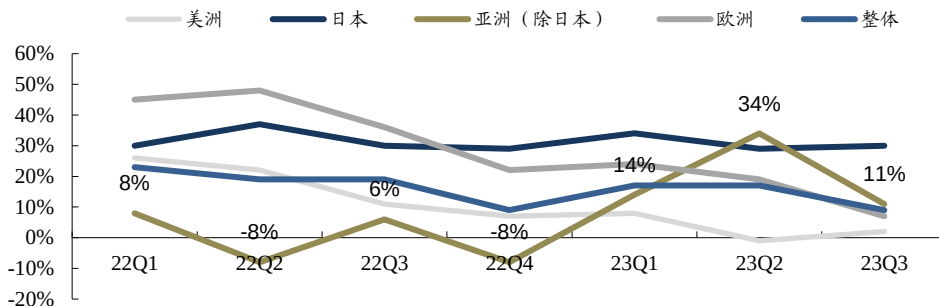
图20: LVMH 分地区收入结构（亿欧元）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

Q3 营收同比增速放缓，亚洲同比增速高于整体。2023Q3 时装皮具/手表珠宝收入有机同比+9%/+3%，手表珠宝报表增速为负；时装及皮革品类中，2023H1 亚洲市场（除日本）营收占比为 41%，较 2019 年提升 10pcts，亚洲地区贡献精品增长动力。Q3 除日本外其他地区有机收入同比增速均下滑，亚洲（除日本）Q1/Q2/Q3 有机收入同比增速分别为 14%/34%/11%，Q3 降速明显，但 Q1-Q3 平均同比增速+19%仍高于公司整体，仅次于日本的 31%。

图21: LVMH 分地区季度有机收入同比增速



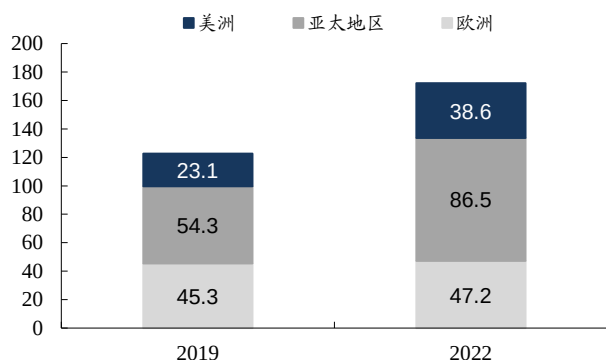
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

巩固市场地位，中国区时装皮具表现突出。集团在对当前宏观经济和地缘政治保持谨慎的前提下，集团对旅游市场复苏持乐观态度，未来将进一步巩固 LVMH 在奢侈品领域的市场地位。时装皮具方面，集团通过设计标志性优质产品，建设零售网络，实现可持续增长；手表珠宝方面，通过直营店扩店提高市场份额。CFO 表示对于 2024 年中国地区的消费前景难以预料，但 2023 年前三季度中国市场持续恢复，皮具品类较 2021 年同期表现突出。

2.1.3. Chanel

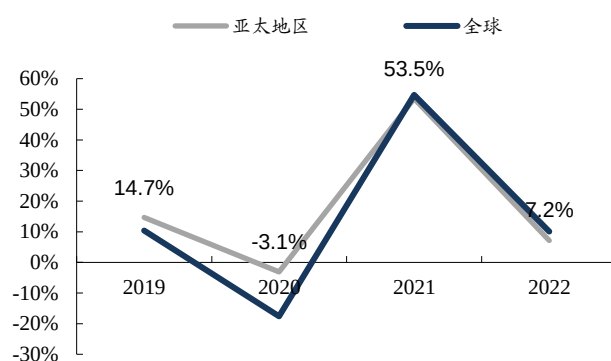
提价、量涨体现品牌势能，亚太市场收入增速大于整体。由于香奈儿（Chanel）未上市，仅披露年报，最新披露期为 2022 年，截止日期 2022 年 12 月 31 日。香奈儿过去 3 年多次调价，提价+量涨驱动销售额加速增长，2019-2022 年营收 CAGR 为 12.0%，2022 年香奈儿实现销售额 172 亿美元，按恒定汇率计同比+17.0%，所有品类均实现两位数增长，各市场业绩超越 2019 年水平，体现强劲品牌力。按地区分，亚太地区 2022 年销售额为 86.5 亿美元，恒定汇率计同比+14.3%，2019-2022 年 CAGR 为 16.8%，高于集团整体水平，亚太地区收入占比提高至 50% 水平。2023 年随着中国市场的复苏，有望贡献更多销售额。

图22: Chanel 分地区收入结构 (亿美元)



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图23: Chanel 分地区收入增速 (报表端)



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

中国市场提供高品质服务，谨慎规模化扩张速度。香奈儿于 11 月 2 日在深圳举办 2023/24 早春度假系列发布会，是自 2020 年以来在中国举办的首个大型活动，深圳大秀是推进中国业务发展、与本土消费者取得更深情感联结的重要一环。全球精品部总裁、香奈儿 SAS 总裁 Bruno Pavlovsky 表示，香奈儿选择通过完善服务和提供高端产品等方式实现在中国的精细化发展，2022 年起推出预约制的香奈儿尊享沙龙，目前已开业三间位于北京、上海和深圳，香奈儿短期内对规模化扩张速度较为谨慎。

2.2. 重奢

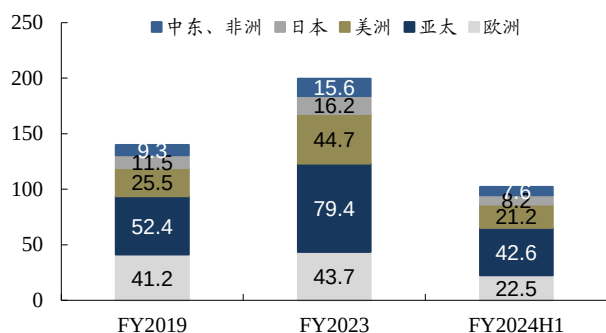
2023Q3 重奢品牌同比增速下滑，区别于顶奢销售仍在增长的态势，重奢公司表现分化明显。受销售网络布局、品牌定位等因素影响，重奢品牌 Q3 收入呈现同比从两位

数增长到个位数下滑的差异化增长态势；亚太地区 Q3 收入同比增速均高于同公司整体水平，主要由于中国去年低基数和今年旅游和消费复苏。

2.2.1. Richemont

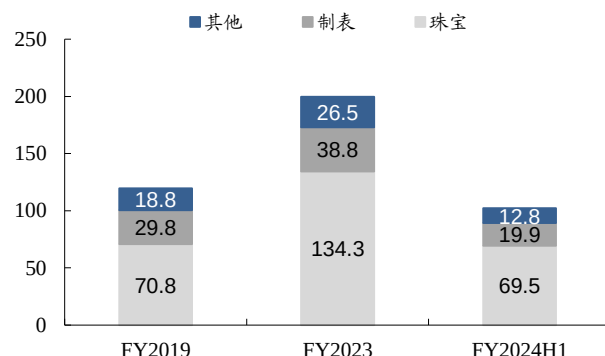
中国市场是收入增长主要动力，珠宝品类占比近 7 成。历峰 (Richemont) 披露最新季报的季度是 FY2024Q2，当季截止日期为 2023 年 9 月 30 日。FY2024H1 公司实现收入 102.2 亿欧元，同比+6%，按恒定汇率计+12%，除美洲市场收入下滑外，其余市场收入继续增长。亚太 (除日本) 同比+14%(恒定汇率+23%)，收入占比提高到 FY2024H1 的 42%，其中中国大陆、中国香港和中国澳门合计销售额同比+23% (恒定汇率+34%) 全市场增速最快，中国是历峰收入增长的主要动力。分品类看，珠宝占比近 7 成，增速显著高于整体，驱动公司收入增长。

图24: 历峰分地区收入结构 (亿欧元)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

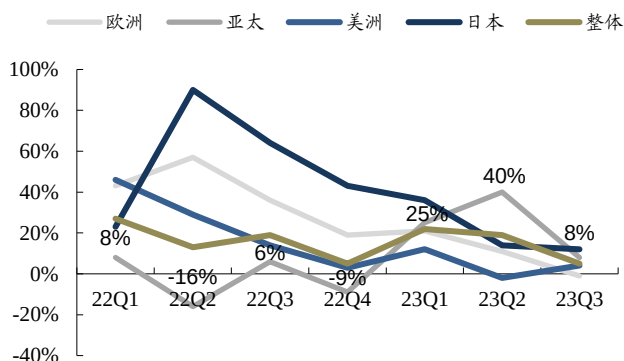
图25: 历峰分品类收入结构 (亿欧元)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

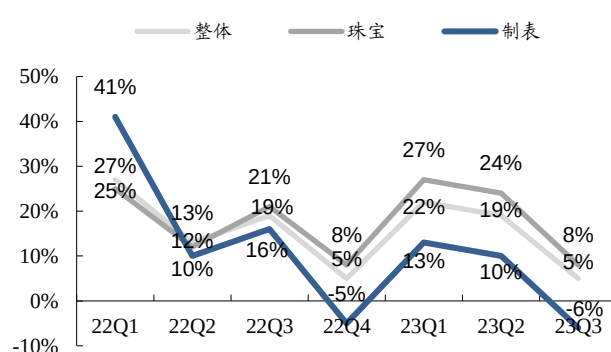
Q3 报表端收入全区域下滑，亚太拉动销售。2023Q2 业绩超预期，Q3 表观收入整体同比-2%，恒定汇率计+5%，全区域收入报表端下滑，亚太 (除日本) /日本可比增速表现相对较好，Q3 收入同比-2%/-1%，恒定汇率计+8%/12%。分品类看，Q3 仅珠宝收入同比+1% (恒定汇率+8%)，专业手表和其他销售下滑。

图26: 历峰分地区恒定汇率季度收入同比增速



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图27: 历峰分品类恒定汇率季度收入同比增速



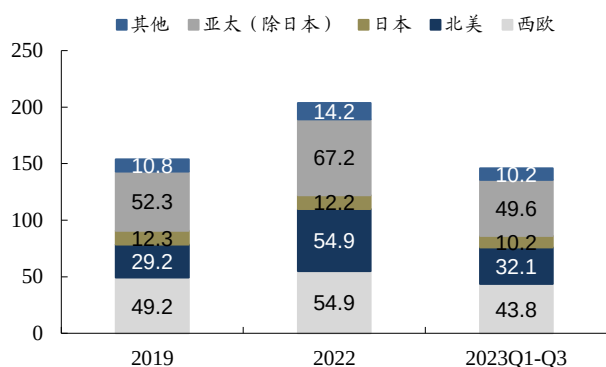
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

港澳地区网络布局密集，FY2024H1 收入翻倍带动中国区增长。历峰在中国香港和中国澳门（合称港澳地区）的销售网络布局较密集，销售去年低基数今年随旅游市场快速复苏，FY2024H1 港澳地区实现收入 8.91 亿欧元，同比+120.5%，带动中国区收入大幅增长；此外，日本主要受益于游客消费，特别是来自中国大陆的游客。公司认为 Q3 收入下滑可能因为通胀、经济增速放缓和地缘政治紧张，主要经济体普遍存在软着陆情况，但受益于刺激政策，中国经济的预期增速可能会更高，管理层对集团远景充满信心。

2.2.2. Kering

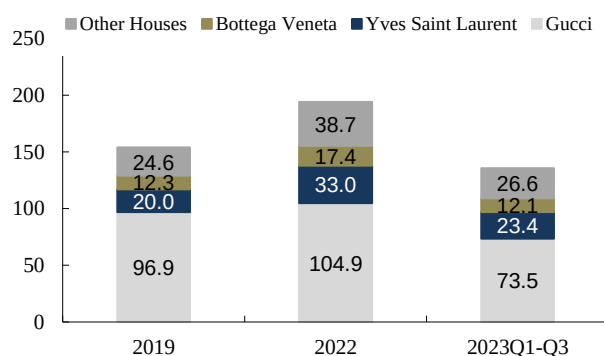
亚太占比约 4 成，主品牌拖累增长停滞。开云 (Kering) 披露最新报表季度是 2023Q3，当季截止日期为 2023 年 9 月 30 日，与自然季度一致。2023Q1-Q3 公司实现收入 146.0 亿欧元，收入同比-3%（可比口径-2%）。分地区看，亚太地区（含日本）合计收入占比约 4 成，2019-2022 年公司收入 CAGR 为 9.8%，亚太（除日本）/北美分别为 8.7%/23.4%，北美市场驱动增长。分品牌看，Gucci 收入占比从 2019 年 63% 下滑至 2023Q1-Q3 的 50%，2019-2022 年 CAGR 仅为 2.7%，主品牌增长停滞，Gucci/YSL/BV 主品牌 2023 前三季度收入同比-5%/-2%/-5%，可比口径-2%/+0%/-1%。

图28: 开云分地区收入结构（亿欧元）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

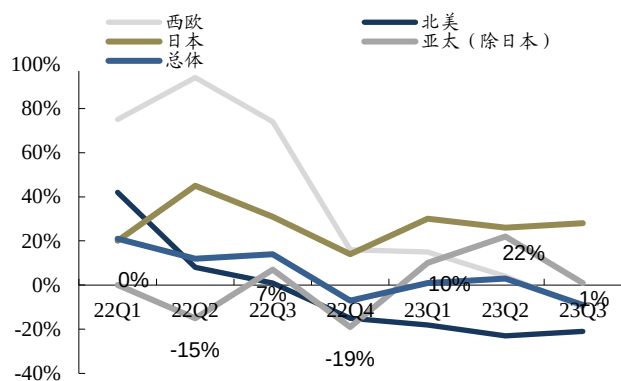
图29: 开云分品牌收入结构（亿欧元）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

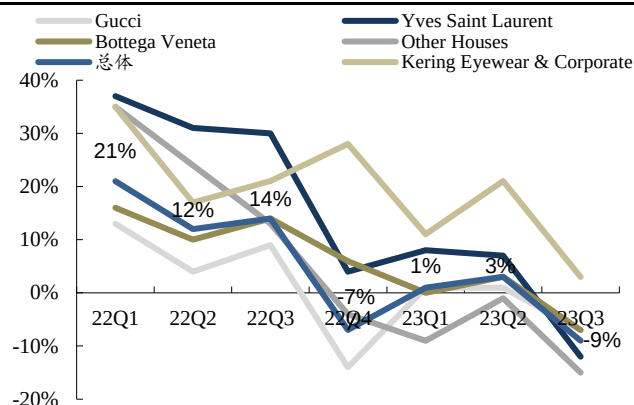
全品牌全区域下滑，表现差于同行业。开云 2023Q1/Q2/Q3 收入同比+2%/+2%/-13%，可比口径同比+1%/+3%/-9%，增长停滞，表现差于同行业公司。按渠道可分为零售/批发及特许经营，Q3 可比收入同比分别-6%/-20%；零售渠道收入占比 78%，拆分到不同地区，日本/亚太（除日本）Q3 可比收入同比+28%/+1%，其余市场负增长。按品牌看，主品牌 Gucci/YSL/BV 收入增速全线转负，或因中产消费降级拖累销售表现，品牌势能弱于顶奢。

图30: 开云零售收入分地区季度同比可比增速



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图31: 开云零售收入分品牌季度同比可比增速



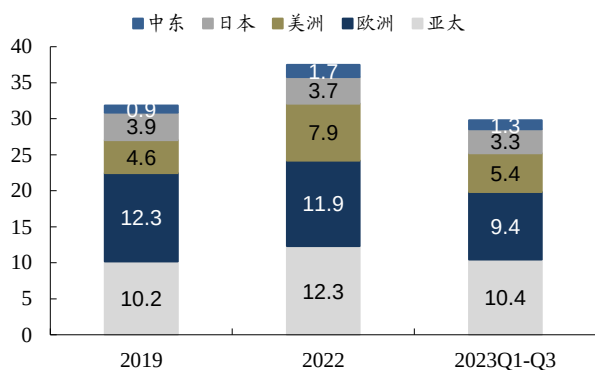
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

中国消费者推动亚太收入增长, 预计 2024 年 Gucci 利润率仍待改善。公司管理层表示, 虽然存在地缘政治、经济不确定等因素, 但 Q3 中国客群贡献收入同比+20%, 其中 25%的需求来自前往韩国和欧洲等中国大陆以外地区游客, 其余销售仍主要来自中国大陆。中国客群推动了亚太 (包括日本) 收入的增长, 珠宝业务受益明显, 但中国市场表现未达到年初预期。核心品牌 2023 年 Gucci 利润率将下滑, 且 2024 年不会明显改善, 因为集团需要加大广告投放和店铺活动力度保持品牌发展。

2.2.3. Prada

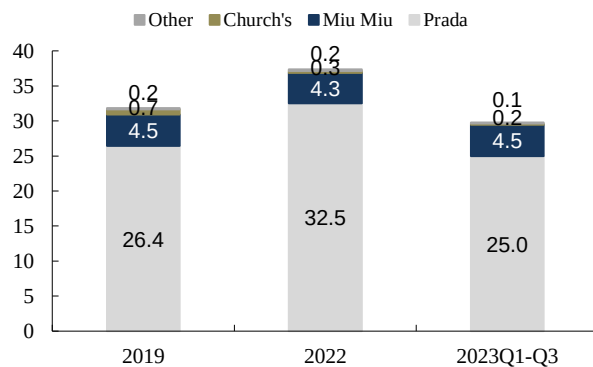
亚太复苏带动收入增长, 主品牌 Prada 收入占比超 8 成。普拉达 (Prada) 披露最新财报季度是 2023Q3, 当季截止日期为 2023 年 9 月 30 日, 与自然季度一致。2023Q1-Q3 公司实现净收入 33.44 亿欧元, 其中零售渠道收入 29.79 亿欧元, 同比+12%, 恒定汇率口径+17%, 占比 89%。零售收入分地区看, 2023Q1-Q3 亚太 (除日本) /日本收入同比+15%/+34%, 恒定汇率计+21%/+47%; 亚太 (除日本) 地区为第一大收入来源, 2019-2022 年收入 CAGR 为 6.6% (零售渠道整体为 5.5%), 收入占比提升至 2023 前三季度的 35%。公司同名品牌 Prada 收入占比超 8 成, 2019-2022 年收入 CAGR 为 7.2%, 是公司营收规模扩张的核心驱动。

图32: Prada 零售收入分地区结构 (亿欧元)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

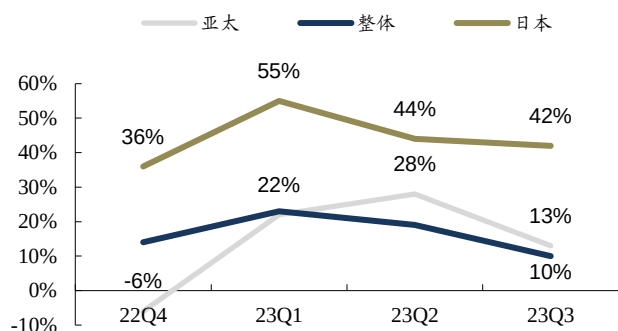
图33: Prada 零售收入分品牌结构 (亿欧元)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

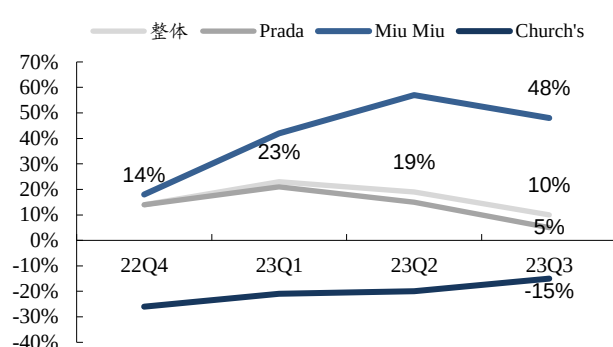
Q3 收入保持两位数增长，亚太增速领先全行业。2023Q3 公司恒定汇率口径净收入同比+10%，在全行业增长放缓阶段仍保持两位数增长，恒定汇率口径收入增速仅低于 Hermès 的 16%。分地区看，亚太（除日本）/日本 Q3 恒定汇率计收入同比+13%/42%，均领先全行业。分品牌看，Q3 主要品牌 Prada/Miu Miu/Church's 同比+5%/48%/-15%（恒定汇率计），得益于全价商品的可比销售额的稳健，Prada 保持增长；Miu Miu 在全地区和品类保持强劲增长。分品类看，Q3 皮具/成衣/鞋履收入同比增长 1%/25%/10%。

图34: Prada 分地区恒定汇率季度收入同比增速



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图35: Prada 分品牌恒定汇率季度收入同比增速



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

中国市场持续反弹，量价齐升支持收入增长。中国大陆、中国香港和中国澳门市场在低基数下持续反弹；日本市场高增长受益于零售网络和组织架构的改善、稳定的国内需求和增长的旅游流量，其中中国消费者贡献重要增量。此外，受益于品牌战略的成功，2023 年以来 Prada 和 Miu Miu 提价 4%~6%，量增价涨支持收入持续增长。公司管理层表示，对 10 月业绩满意，涨价趋势可能会延续到 2024 年，未来将继续强化旗下品牌吸引力，并按计划加速投资。

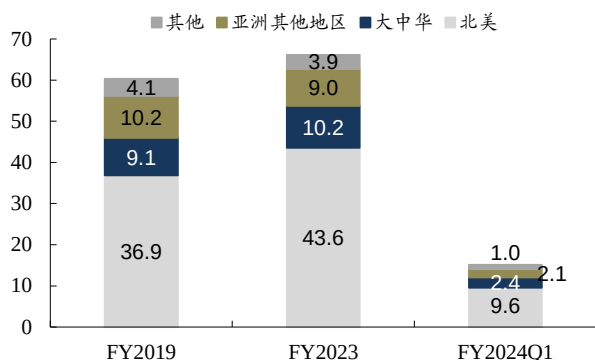
2.3. 轻奢

轻奢选取品牌 Coach 所在公司 Tapestry 作为代表，轻奢销售受中产消费降级影响显著，收入增长停滞。

2.3.1. Tapestry

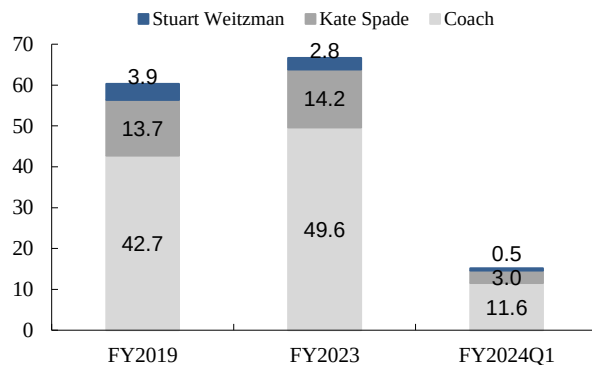
北美市场为主要增长动力，核心品牌 Coach 收入占比近 8 成。泰佩思琦 (Tapestry) 披露最新季报的季度是 FY2024Q1，当季截止日期为 2023 年 9 月 30 日，FY2024 公司净销售额为 15.07 亿美元，同比+0.4%，恒定汇率口径+1.7%。Tapestry 收入增长缓慢，FY2019-FY2023 的收入 CAGR 为+2.5%，低于行业水平；其中，北美/大中华区收入分别 CAGR 为+4.3%/+2.7%，FY2024Q1 北美/大中华区收入占比为 64%/16%，北美市场是第一增长动力。分品牌看，Coach/Kate Spade/Stuart Weitzman 表现分化，FY2019-FY2023 的收入 CAGR 分别为+3.8%/+0.9%/-7.8%，核心品牌 Coach 收入占比提升至 FY2024Q1 的 76%。

图36: Tapestry 分地区收入结构 (亿美元)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

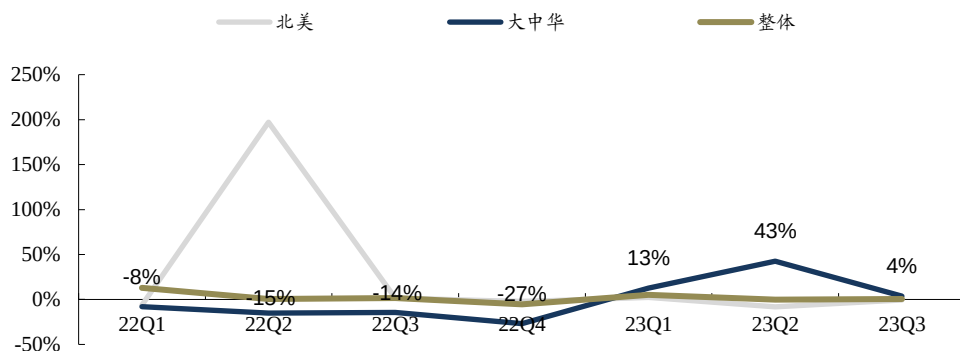
图37: Tapestry 分品牌收入结构 (亿美元)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

Tapestry 收入增长停滞, 部分地区和品牌持续下滑。在外部环境动荡下, Tapestry 收入增长停滞, 分地区看, 2023Q3 (FY2024Q1) 大中华区收入为 2.45 亿美元, 同比+4%, 恒定汇率口径下, 大中华区/日本收入+9%/+12%, 高于整体增速。分品牌看, Coach 恒定汇率下收入同比+4.9%, 其中销售量+3.4%, 其余品牌销售量和销售额持续下滑。

图38: Tapestry 分地区季度收入同比报表增速



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

略下调 FY2024 销售目标。公司观察到, Q3 中国市场复苏和日本旅游消费推动收入增长, 北美市场需求疲软。公司下调 FY2024 收入预期为 67 亿美元 (前值为 69 亿美元), 维持 EPS 预测值 4.1~4.15 美元, 同比增长 6%~7%; 预计未来收入增长更加温和。2023 年公司推出“未来速度”2025 年增长战略, 旨在扩大和延伸其品牌的竞争优势。

2.4. 小结

2023Q3 精品销售同比增速环比下滑, 由于线下场景恢复, 中国所在地区表现优于公司整体。2023Q3 精品集团收入同比增速放缓, 开云收入表观增速为负, 可能因为地缘政治、宏观经济不确定、汇率波动等影响。分地区看, Q3 除爱马仕因去年同期基数高拉低增速外, 中国所在亚太 (除日本) 或大中华区的收入同比增速表现均好于公司整体水平, Hermès/LVMH/历峰/开云/Prada/Tapestry 中国所在地区可比收入同比分别增长

11%/10%/8%/1%/13%/4%。与此同时，Hermès/LVMH/历峰/开云/Prada 日本销售规模同比分别增长 24%/30%/12%/28%/42%，中国大陆客群对周边（包括日本）旅游消费市场的拉动作用明显。

品牌表现明显分化，顶奢需求仍在高位，部分重奢和轻奢增长停滞或销售下滑。在奢侈品行业增速放缓阶段，品牌表现分化明显。顶奢品牌爱马仕、LV 由于核心产品供不应求，品牌势能支持销售增长，Q3 中国所在区收入同比仍保持两位数增长，此外重奢 Prada 受益于品牌战略的成功收入高增；部分重奢和轻奢定位更倾向大众化路线，经济弱复苏下，中产阶级奢侈品消费意愿走弱，Q3 收入报表端出现增长停滞或收入下滑。

表2：精品品牌亚太（除日本）销售规模（亿元）及季度同比增速情况

公司	2019 财年 销售额	上财年销 售额	本财年累 计销售额	自然季度同比增速						
				22Q1	22Q2	22Q3	22Q4	23Q1	23Q2	23Q3
LVMH	1258.4	1715.1	1537.7	8%	-8%	6%	-8%	14%	34%	11%
爱马仕	202.4	401.1	376.4	20%	10%	34%	25%	23%	34%	10%
历峰	396.4	594.8	329.3	8%	-16%	6%	-9%	25%	40%	8%
开云	408.8	484.9	383.5	0%	-15%	7%	-19%	10%	22%	1%
Prada	79.5	88.9	80.6				-6%	22%	28%	13%
Tapestry	62.8	73.4	17.9	-8%	-15%	-14%	-27%	13%	43%	4%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

注 1：各公司销售额根据期末汇率换算为人民币口径；最新季报披露截止日期均为 2023 年 9 月 30 日，除历峰、Tapestry 最新季报期为 FY2024Q2、FY2024Q1 外，其余公司均为 2023Q3；除 Tapestry 收入增速为报表口径外，自然季度增速均采用可比口径；除 Tapestry 收入采用大中华区外，其余公司收入均为亚太（除日本）部门数据。

注 2：2023 年 Q3 表中增速大于 0 的标红底，小于 0 的标灰底。

3. 酒类：美国销量下滑拖累，全球普遍疲软

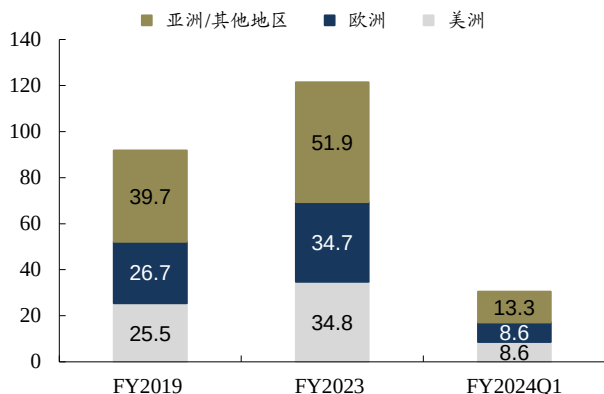
选取保乐力加、帝亚吉欧、人头马和 LVMH 作为代表，分析酒类集团分地区收入结构，以及近期销售趋势。Q3 收入均下滑，且呈现产品提价、销量下滑的特征；美国市场销量下滑拖累收入，中国表现优于公司整体水平。

3.1. 保乐力加

Q3 各区域收入均下滑，预计 FY2024 净销售额实现有机增长。保乐力加（Pernod Ricard）披露最新财报季度是 FY2024Q1，当季截止日期为 2023 年 9 月 30 日。FY2019-FY2023 公司收入 CAGR 为+7.2%，其中亚洲和其他地区收入 CAGR 为+7.0%。Q3 公司实现收入 30.42 亿欧元，同比-8%，有机增速-2%；各地区收入报表端均下滑，美洲/亚洲/欧洲及其他收入同比-10%/-11%/-1%（有机-9%/+0%/+1%）。汇率波动、美洲下滑、中国需求疲软拖累收入表现，亚洲除中国外增长强劲，Q3 中国有机增速-8%，消费需求疲软叠加去年同期高基数，2023 年 5 月价格上涨后价格效应稳固。公司预计 FY2023-FY2025 实现净销售额有机增长 4%~7%；预计 FY2024 实现收入有机增长，美国和中国市场前景

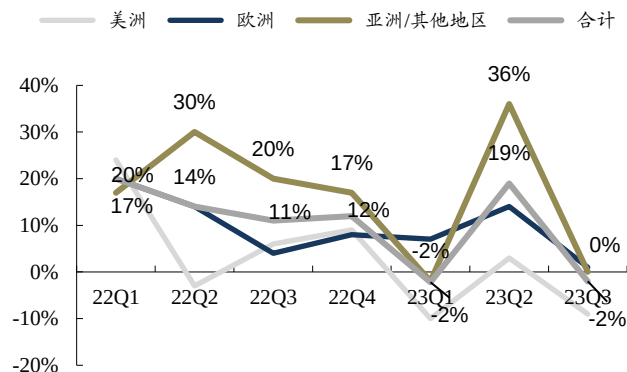
乐观，旅游零售和印度市场增长强劲。

图39: 保乐力加收入分地区结构 (亿欧元)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图40: 保乐力加分地区季度有机收入同比增速

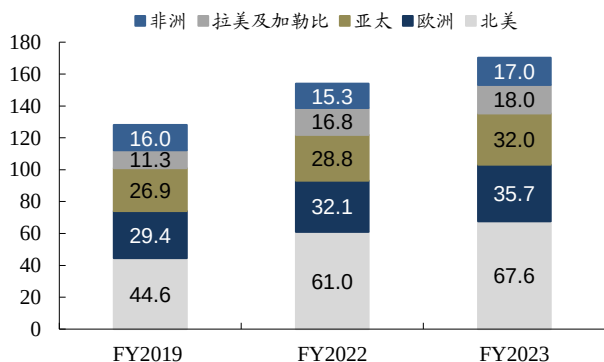


数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

3.2. 帝亚吉欧

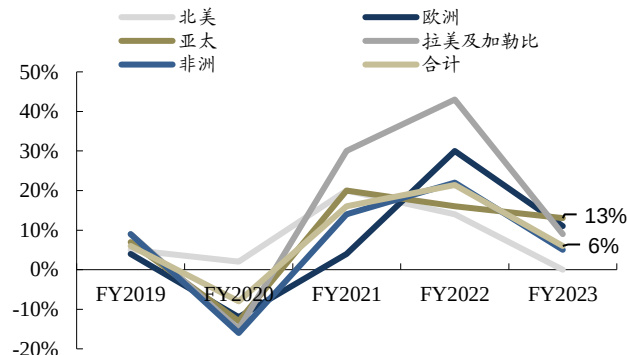
大中华区 FY2023 收入-4%，预计 FY2024 收入实现有机增长。帝亚吉欧 (Diageo) 只披露年报和半年报，最新披露期为 FY2023，截止日期 2023 年 6 月 30 日。FY2019-FY2023 公司收入 CAGR 为 7%，其中北美/欧洲/亚太收入 CAGR 为 +11%/+5%/+4%，北美驱动增长。FY2023 公司实现收入 1117.13 亿英镑，同比+11%，有机增长 6%，上半年的净销售增长强劲，下半年有所放缓；销量同比-7.4%，有机-0.8%；量跌价涨，强品牌力、市场多元化和高端化产品组合支撑收入增长。分地区看，FY2023 北美/欧洲/亚太收入同比均+11%，有机口径分别-/+11%/+13%，亚洲除中国外高速增长，大中华区有机收入-4%，销量-2%。公司预计 FY2023-FY2025 净销售额实现有机增长 6%~9%，高于行业水平，FY2024 实现收入有机增长，下半年增长加速。

图41: 帝亚吉欧收入分地区结构 (亿欧元)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图42: 帝亚吉欧分地区年度收入有机增速



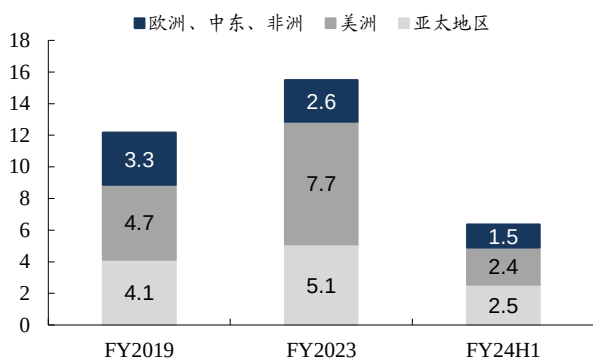
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

3.3. 人头马君度

Q3 收入下滑速度收窄，亚太成为第一大市场。人头马君度 (Rémy Cointreau) 披露最新季报的季度是 FY2024Q2，当季截止日期为 2023 年 9 月 30 日。FY2024H1 实现收

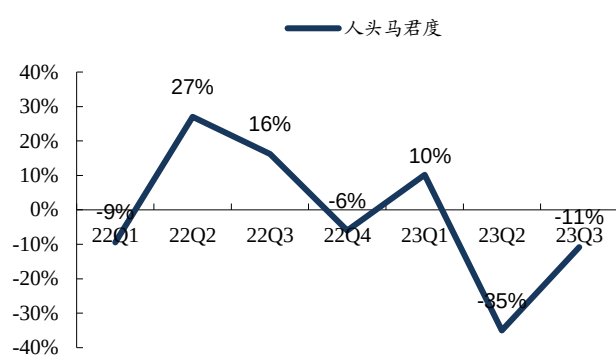
入 6.37 亿欧元, 同比-26.6%, 有机口径-22.2%, 拆分到量价, 销量/价格同比贡献-39.0%/+8.9%, 价涨量跌; FY2024Q2 实现收入 3.79 亿欧元, 同比-17.1%, 有机口径-10.8%, 下滑速度边际收窄。分地区看, FY2024H1 美洲/亚太/欧洲·中东·非洲收入同比-49.9%/+8.9%/+16.6%, 收入占比为 37%/40%/23%, 亚太成为第一大市场, 美国零售商持续去库存和竞争对手高折扣策略导致 Q2 收入继续下滑。公司下调业绩指引, 预期 FY2024 收入有机同比下滑 15~20%, 美国收入反弹时间预计从 FY2024Q3 (2023Q4) 推迟至 FY2025, 中国收入增速低于预期。

图43: 人头马君度收入分地区结构 (亿欧元)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图44: 人头马君度季度有机收入同比增速

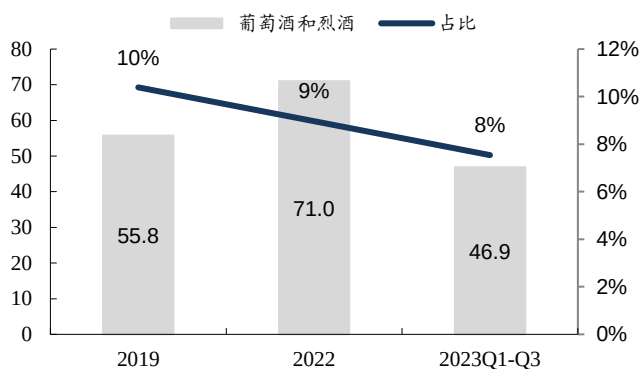


数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

3.4. LVMH

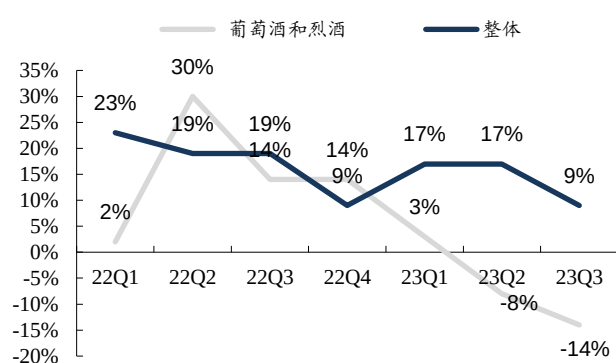
酒类季度增速持续下滑至-14%，收入占比持续下滑。LVMH 披露最新季报的季度是 2023Q3, 当季截止日期为 2023 年 9 月 30 日。2023Q1-Q3 葡萄酒和烈酒实现收入 46.9 亿欧元, 收入占比持续下滑至 8%, 季度增速持续下滑至 2023Q3 的-14%, 是集团唯一收入下滑品类, 可能是需求平淡和去年同期高基数所致, 其中葡萄酒涨价带来收入增长, 烈酒受美国需求下滑和亚洲逐渐复苏影响下滑。2023H1 亚太 (除日本) 收入占葡萄酒烈酒收入比例下滑至 23%。

图45: LVMH 酒类收入 (亿欧元) 及占比



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图46: LVMH 酒类和整体有机收入同比增速



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

3.5. 小结

价涨量跌 Q3 收入下滑，中国表现好于整体，管理层预期 FY2025 改善。Q3 各酒水集团收入均下滑，产品提价但销量下滑，主要因为美国市场疲软，销量下滑拖累收入。中国表现优于公司整体水平，但复苏仍低于预期。保乐力加和帝亚吉欧预计 FY2024 收入增长，人头马君度预计 FY2025 美国市场反弹。

表3：酒类品牌最新销售规模（亿元）及季度同比增速情况

公司	部门	上财年 销售额	本财年累 计销售额	自然季度同比有机增速						
				22Q1	22Q2	22Q3	22Q4	23Q1	23Q2	23Q3
保乐力加	整体	956.04	235.01	20%	14%	11%	12%	-2%	19%	-2%
LVMH	酒	512.53	362.25	2%	30%	14%	14%	3%	-8%	-14%
人头马君度	整体	116.05	49.19	-9%	27%	16%	-6%	10%	-35%	-11%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

注 1：各公司销售额根据期末汇率换算为人民币口径；最新季报披露截止日期均为 2023 年 9 月 30 日，保乐力加、LVMH、人头马君度对应最新财报期为 FY2024Q1、2023Q3、FY2024Q2。

注 2：2023 年 Q3 表中增速大于 0 的标红底，小于 0 的标灰底。

4. 投资建议

奢侈品集团层面：Q3 奢侈品集团收入增速放缓，可能受全球经济承压、地缘政治等因素影响。品牌表现分化明显，品牌势能强的集团销售情况更好。香化品类上，各大品牌 Q3 普遍降速，其中中国所在区域低于整体增速；精品及烟酒品类上，中国所在地区表现普遍优于公司整体。多个奢侈品集团反映中国市场复苏弱于预期，但仍是主要增长动力。短期看，部分公司下调 FY2024 年业绩指引；中长期看，管理层对未来销售增长和集团发展保持积极态度。

专业咨询机构层面：2023 年 11 月，贝恩咨询发布最新奢侈品行业报告，预计 2023 年全球个人奢侈品市场规模为 3620 亿欧元，落在年初报告预测规模的 3600-3800 亿欧元区间下限；下调 2023/2024 年市场规模增速为 4%/4%（此前 2023 年预计增长 5%~12%，2022-2030 年 CAGR 增长 5%~7%）；预计 2023/2024 年中国市场规模增长 9%/8%（此前预期增速均为 9%）。

未来展望：

1) **短期有压力**，受地缘政治冲突、宏观经济走弱、消费意愿下降和汇率波动等因素影响，2023-2024 年全球奢侈品消费承压降速，市场规模预计维持中低个位数增长，预计 2025 年后情况有所改善。

2) **中长期看好**，根据贝恩咨询，预计 2030 年全球个人奢侈品消费规模为 5300~5700 亿欧元，较 2022 年有 50%~61% 的增长，奢侈品行业发展空间可观；中国消费者将贡献

1855~2280 亿欧元的销售额，其中中国本土市场规模为 1325~1539 亿欧元，较 2022 年有 124%~160% 的增长，届时将占全球 25-27% 的奢侈品市场份额。中国仍是全球奢侈品市场的主要增长动力。

3) 核心观察指标：主要消费市场宏观经济波动、汇率走势、国际地缘政治局势变化、旅游零售政策出台等。

相关标的：推荐奢侈品行业见底后有望走出消费复苏行情的免税龙头**中国中免**、万宁离岛免税放量且有望受益于市内免税政策的老牌标杆零售集团**王府井**，建议关注正在整合或将整合免税资产的**格力地产**、**海汽集团**和**海南发展**。

5. 风险提示

消费意愿走弱：由于宏观经济波动，居民储蓄意愿增加，中产消费意愿走弱，奢侈品消费需求端或承压。

地缘政治冲突：国际局势动荡，地缘政治冲突引发区域消费倾向波动，同时消费者避险情绪增加，影响奢侈品消费意愿。

汇率波动风险：奢侈品集团均为全球多元化销售，主要市场汇率波动可能显著影响公司收入和利润水平。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“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客户。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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中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投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也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报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>