

超配

纺织服装海外跟踪系列二十八

露露乐檬2022财年收入增长30%，库存去化加速

行业研究 · 行业快评

◆ 纺织服饰

◆ 投资评级：超配（维持评级）

证券分析师： 丁诗洁 0755-81981391 dingshijie@guosen.com.cn
联系人： 关竣尹 0755-81982834 guanjunyin@guosen.com.cn

执证编码：S0980520040004

事项：

公司公告：2023年3月28日，Lululemon披露截至2023年1月29日的2022财年暨第四季度业绩，全年公司收入同比增长30%至81亿美元，归母净利润8.5亿美元，同比下滑12.4%，经调整EPS同比增速29%；年末库存金额同比增加50%至14.5亿美元，且环比三季度下降17%。

国信纺服观点：1) **Lululemon业绩一图概览：**全年业绩和库存去化好于管理层前次指引。2) **FY2022业绩：**收入增长30%，汇率因素和折扣加深令毛利率下降；库存增长50%好于指引，预期加速去化。3) **FY2022Q4业绩：**Q4发展势头强劲，收入同比增长30%至28亿美元，毛利率下降2.9pct。4) **FY2022分地区：**首次单独拆分中国市场，2022财年中国收入增长31%（占比8.4%），北美增长29%。5) **指引和展望：**2023财年收入指引增长15-16%，下半年库存增速预计与收入增长匹配，折扣水平维持与2019年基本一致。6) **风险提示：**疫情持续反复；海外通胀影响大于预期；供应链受阻；品牌声誉受损。7) **投资建议：**库存加速去化、拐点即将显现，中国市场持续亮眼，看好中国运动鞋服产业链龙头企业。2022财年四季度Lululemon折扣加深处理库存，库存增速超预期回落，公司预计库存增速进一步放缓，到下半年与销售增长基本一致，且全年业绩增长指引保持乐观。目前看行业趋势逐步向好，我们看好国际品牌库存回落后市场对运动品牌核心供应商订单信心的恢复，建议把握底部加仓良机，重点推荐申洲国际、华利集团、台华新材。中国市场方面，2022年即使受到严格疫情封控影响，公司仍然实现靓丽的增长，公司持续看好中国的中长期市场潜力，我们看好消费复苏背景下运动赛道保持成长优势，看好本土运动品牌快速增长与份额提升，重点推荐李宁、安踏体育、特步国际，同时看好与国际品牌深度合作、核心零售商估值修复的机会，重点推荐滔搏。

评论：

◆ Lululemon 业绩一图概览：全年业绩和库存去化好于管理层前次指引

FY2022 公司实现收入 81.1 亿美元，同比增长 30%，CAGR3=26.8%，实现净利润 8.55 亿美元，同比减少 12%，CAGR3=9.8%，净利润下滑主要由于四季度确认了与 MIRROR 相关减值，实际上经调整经营利润增长 30%。单四季度实现收入和调整后 EPS 均小幅好于前次指引。

从库存角度而言，2022 年年末库存数量的增幅和金额低于前次预期（前次指引增长 60%），体现库存去化。

中国市场即使受到疫情影响但仍然维持强劲增长，在单四季度实现增长 30%，CAGR 3=50%。

图1: Lululemon业绩和指引汇总图

【lululemon】2022财年业绩及指引一览							
单位: 百万美元		2021财年	2022Q4-指引	2022Q4-实际	2022财年实际	2023Q1指引	2023财年指引
	项目	2022/1/30	2023/1/30	2023/1/30	2023/1/30	2023/4/30	2024/1/30
总收入	金额	6257	2605-2655	2772	8111	1890-1930	9300-9410
	YOY	42%	23%-24%	30%	30%	17%-20%	15%-16%
分地区收入							
美国	金额	4346		2009	5654		
	YOY	40%		32%	30%		
加拿大	金额	954		378	1163		
	YOY	34%		16%	22%		
北美以外	金额	436		385	1293		
	YOY	75%		35%	35%		
其中: 中国	金额	520			682		
	YOY	75%		30%	31%	> 30%	
	CAGR3	Q4 CAGR 2>60%		50%			
财务比率							
	毛利率	57.7%	58.2%-58.3%	55.1%	55.4%	增加2.9-3.2pct	增加1.4-1.6pct
	SG&A	35.6%	29.7%-29.9%	29.0%	34.0%	增加0.6-0.8pct	增加1.2-1.4pct
	OPM	21.3%	28.1%-28.4%	11.3%	16.4%	增加2.0pct	增加0.2-0.4pct
	经调整OPM	22.0%		28.3%	22.1%		
经营利润	金额	1333	732-754	314	1328	343-350	1544-1581
	YOY	63%	24%-28%	-47%	0%	32%-34%	16%-19%
经调整经营利润	金额	1376		785	1789		
	YOY	62%		33%	30%		
净利润	金额	975		120	855		
	YOY	66%		-72%	-12%		
经调整EPS	数值	7.8	4.0	4.4	10.1	1.93-2.00	
	YOY	66%	25%-28%	31%	29%	30%-35%	
库存	金额	966	1546	1447	1447	1658-1721	
	YOY	49%	60%	50%	50%	30%-35%	

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

◆ 全年业绩: 收入增长 30%, 汇率因素和折扣加深令毛利率下降; 库存增长 50%好于指引, 预期加速去化

2022 财年收入增长 30%, 净利润减少 12%, 经调整经营利润增长 30%。截至 2023 年 1 月 29 日的 2022 财年报表收入增长 30%至 81 亿美元, CAGR 3=26.8%, 净利润下跌 12%至 8.55 亿美元, 主要由于四季度确认了与 MIRROR 相关减值, 实际上经调整经营利润增长 30%、经调整 EPS 同比增长 29%, CAGR 3=26.9%, 收入和利润增长势头强劲。

1) 分渠道看, 电商增长更快。线下直营/电商/其他渠道收入占比分别为 45%/46%/9%。线下直营收入增长了 29%至 36.5 亿美元, 电商增长了 33%至 37.0 亿美元, 其他渠道收入增长 15%至 7.6 亿美元。

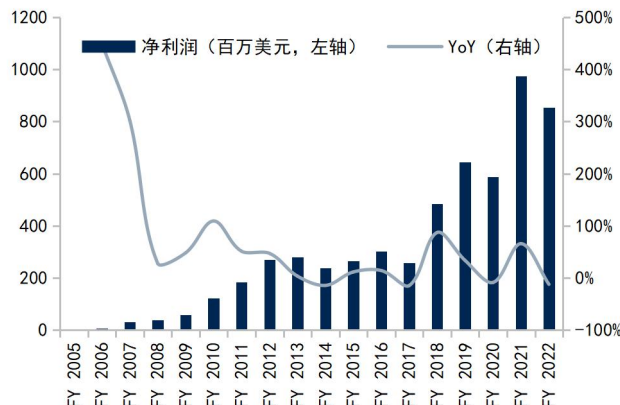
2) 分品类看, 男子产品表现更佳。女子产品增长 26%至 52.6 亿美元, 男子产品增长 27%至 19.6 亿美元, 配件增长 63%至 8.9 亿美元。

图2：公司历年收入与变化情况



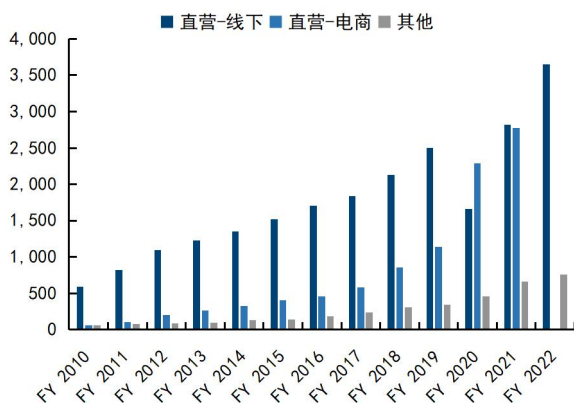
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理；

图3：公司历年净利润与变化情况



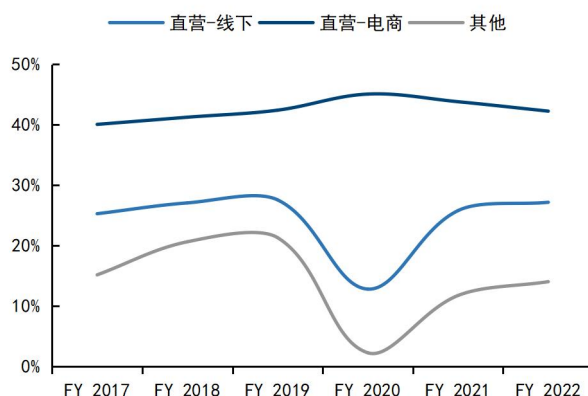
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图4：公司历年分渠道收入情况（百万美元）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图5：公司分渠道经营利润率



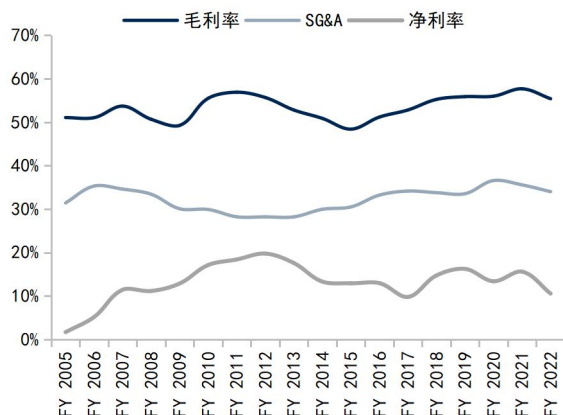
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理；备注：各渠道经营利润率未包括总部亏损

毛利率下降 2.3pct 至 55.4%，主要是存货拨备、产品降价、物流等成本增加及汇率不利波动所致。2022 财年全年毛利率下降 2.3pct 至 55.4%，主要是受存货拨备、产品折扣加深处理库存、物流等成本增加以及汇率的波动所驱动（全年折扣率与 2019 年基本持平）。具体来看，这 2.3pct 中有 0.8pct 是受四季度存货拨备影响、0.6pct 是受物流、产品等成本增加影响、0.4pct 是受外汇影响、0.3pct 是受固定成本提升影响，其余毛利率下降部分被低空运费等因素所抵消。

加强费用管控，经调整经营利润率增加 0.1pct 至 22.1%。全年公司继续谨慎费用投资，SG&A 总费用金额同比增长 23.9%至 27.6 亿美元，SG&A 费用率下降 1.6pct 至 34.0%。经调整经营利润率/净利率分别 +0.1/-5.1pct 至 22.1%/10.5%，净利率的下降主要来自于四季度确认的与 MIRROR 相关的减值。

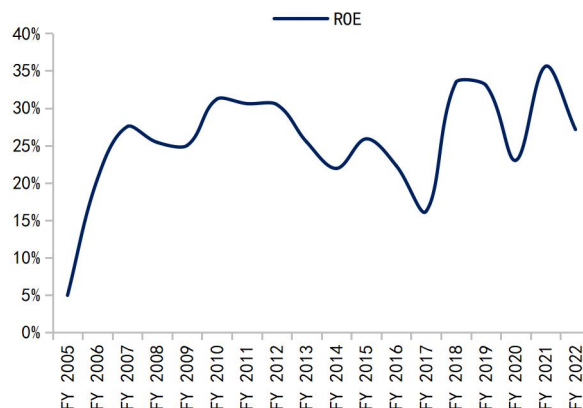
分渠道看，电商继续贡献大部分营业利润。线下直营/电商/其他渠道经营利润（未扣除总部费用分摊）金额分别为 9.9/15.62/1.07 亿美元，分别增长 36%/29%/39%，经营利润率分别为 27.2%/42.2%/14.0%（去年同期为 25.8%/43.8%/11.8%）。

图6：公司历年毛利率、费用率与净利率水平



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图7：公司历年ROE水平



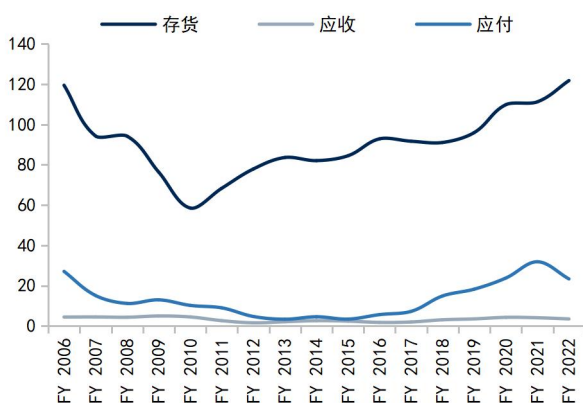
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

年末库存金额同比增长50%（前次指引增长为60%）至14.5亿美元，且环比Q3下降17%。Q4末的库存金额同比增长50%至14.5亿美元，三年复合金额增速41%，其中核心无季节款式库存占比达到45%，因此季节性降价的风险有限；存货周转天数122天，同比增长11天。管理层认为库存符合预期（对库存水平感到满意），2021年库存不足，因此2022年制定了增加库存的战略计划，库存的增长很好地支持了公司收入增长。同时管理层预计2023年库存增长将继续放缓，到2023年下半年时库存增长将与销售增长相对一致，预计2023Q1库存金额同比增长30-35%达到16.6-17.2亿美元。

在门店方面，2022全年公司在全球共拥有655家门店，同比增加了81家新门店，总面积同比增加了21%。

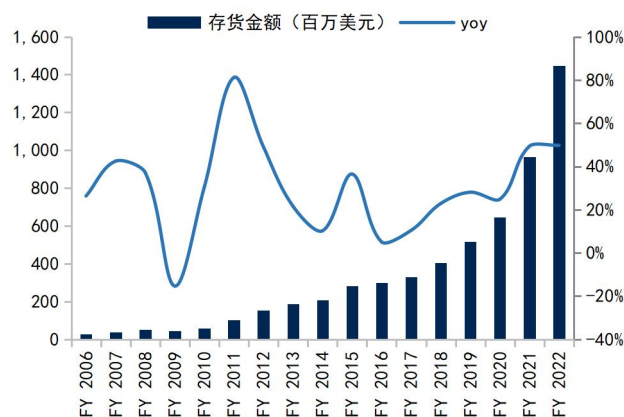
在品牌知名度方面，去年4月以来，公司在澳大利亚的无提示认知度（unaided awareness）增加了5%，从19%增加到24%；在中国增加了2%，从7%增加到9%；在英国增加了2%，使公司的市场认知度达到16%。品牌影响力持续提升。

图8：公司历年营运资金周转天数



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图9：公司历年库存金额（左）及同比增长（右）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

◆ 分地区：首次单独拆分中国市场，2022财年中国收入增长31%（占比8.4%），北美增长29%

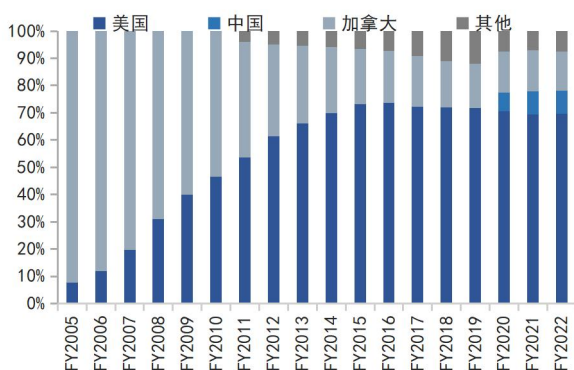
1、中国市场：收入占比8.4%，受到严重疫情冲击，但全年仍然同比增速31%，拥有117家门店。本次年报公司首次单独拆分中国市场的收入情况，即使全年疫情影响实体经济受冲击严重（尤其是9-10月各地的

疫情管控对线下客流和线上物流影响），中国全年仍然实现收入同比增长 31%至 6.8 亿美元，目前占公司收入比重 8.4%；单四季度增长 30%，CAGR3=50%。截至年末共拥有 117 家门店，去年同期只有 86 家门店，净增加了 31 家门店。中国市场表现强劲主要由于商店渠道和网络渠道持续强劲增长，即使面临挑战，门店出现关闭或平均营业时间缩短，但是优秀的管理团队促成了良好的生意增长。管理层预期中国市场疫情管控放松将带来线上和线下强劲增长，中国将在“未来 5 年国际市场翻 4 倍”目标的实现中扮演重要角色。

2、北美市场：加拿大和美国合计占比 84%，同比增长 29%。北美是公司核心销售区域，2022 全年美国和加拿大分别贡献收入占比的 70%/14%，合计 84%，美国和加拿大分别实现收入增长 30%/22%，合计增长 29%。从渠道角度，美国/加拿大分别同比净增门店 26/6 家至 350/69 家。

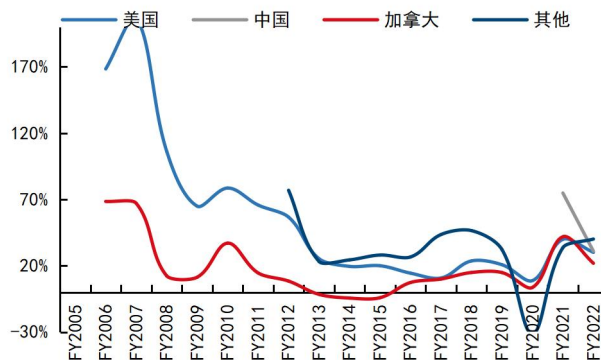
3、其他地区：占比 8%，同比增长 40%。全年北美和中国以外的市场收入增长 40%至 6.1 亿美元。从渠道拆分角度，合计 119 家门店，同比净增 18 家。根据公司规划，2021-2026 财年，北美以外的国际市场收入将实现收入增长至原来的 4 倍。

图10：公司分地区收入占比



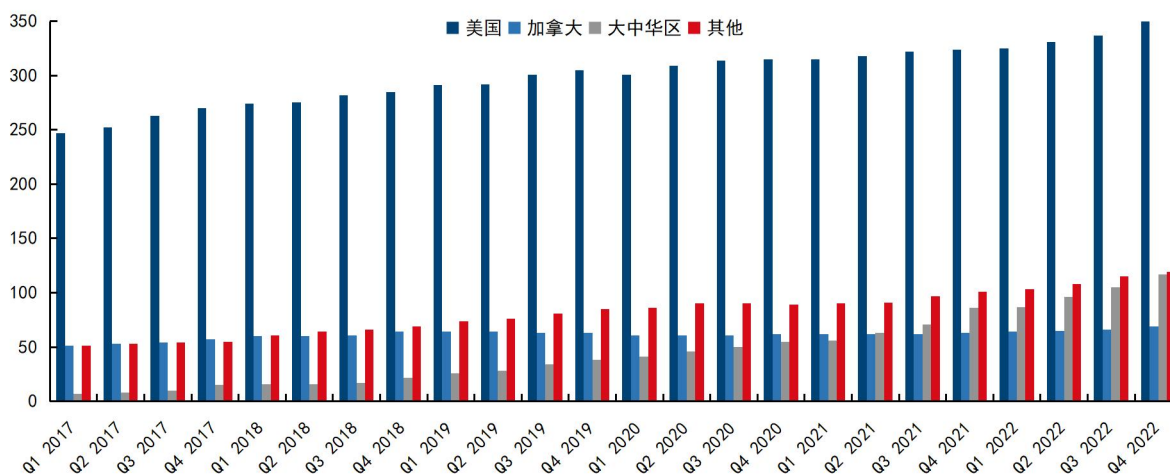
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图11：公司分地区收入增速



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图12：公司分地区门店数



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

◆ FY2022Q4 业绩：Q4 发展势头强劲，收入同比增长 30%至 28 亿美元，毛利率下降 2.9pct

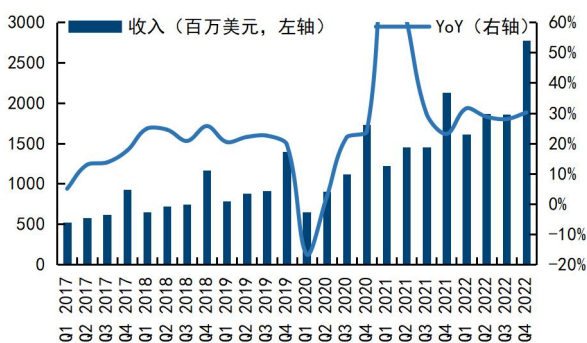
四季度公司固定汇率收入增长 30%，净利润 1.2 亿美元。截至 2023 年 1 月 30 日的 3 个月，公司实现报表收入增长 30%至 28 亿美元，三年复合增长率为 26%，调整后的经营利润约为 7.85 亿美元，营业利润率为 28.3%（去年同期为 27.8%）。经调整 EPS 为 4.4 美元，增速 31%，经调整 EPS 增长小幅超过管理层前次预期（前次经调整 EPS 指引同比增速 25-28%）。

1) 分渠道看，线下客流和线上流量增长驱动全渠道零售增长。2022Q4（均按三年复合增长率）公司线下直营店同比增长 10%，电商同比增长了 46%，贡献了 14 亿美元的收入，占总收入的 52%。本季度线下直营店/电商的流量同比增加了 30%/45%以上，在三年的复合年增长率基础上商店/电商的流量增长了 7%/40%。

2) 分品类看，女子产品表现更佳。本季度男子产品收入与去年相比增长 22%，按三年复合增长率计算增长 26%，女子产品同比增长 30%，CAGR3=23%，配件同比增长 69%，CAGR3=44%。

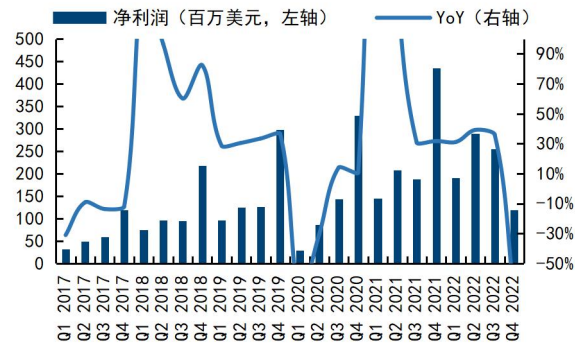
3) 分地区看：单四季度美国/加拿大/北美以外分别增长 32%/16%/35%，其中中国市场增长 30%，CAGR3=50%。

图13：公司单季度收入与变化情况



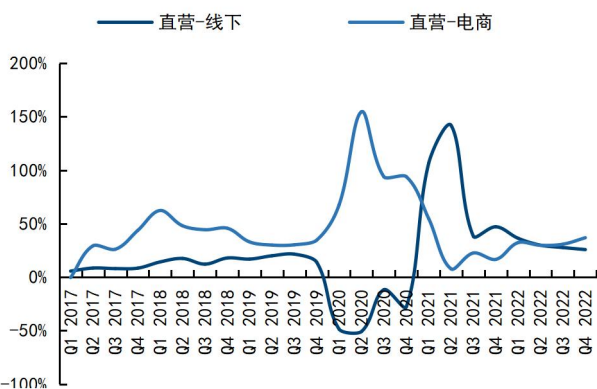
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理；FY2022Q4区间为2022/11/1-2023/1/30，下同

图14：公司单季度净利润与变化情况



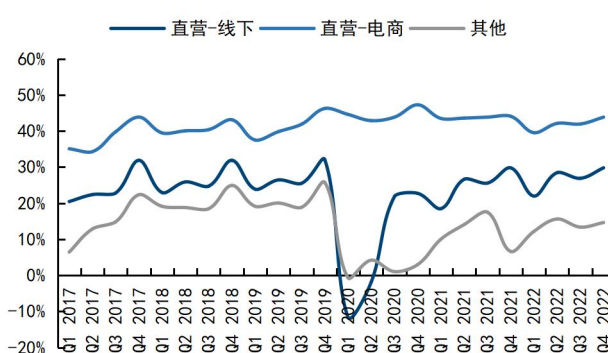
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图15：公司单季度分渠道收入增长



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图16：公司分渠道经营利润率



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理；备注：各渠道经营利润率未包括总部亏损

毛利率下降 2.9pct 至 55.1%，反映降低折扣去化库存。2022 财年四季度，毛利率下降 2.9pct 至 55.1%，主要是受外汇和折扣加深所影响，四季度公司折扣同比 2019 年同期加深 40 基点（但全年与 2019 年基本持平）。

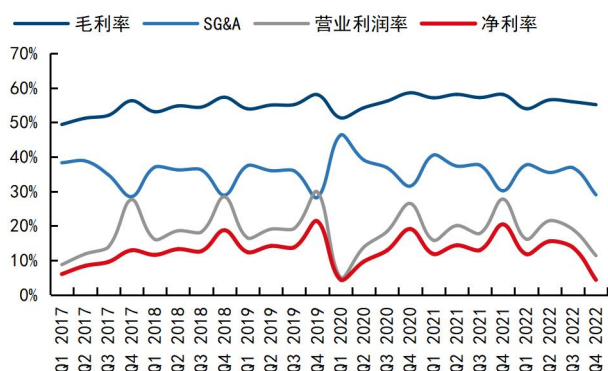
费用率同比下降，经调整经营利润率为 28.3%。本季度 SG&A 费用约为 8.03 亿美元，占收入的 29%，去年为 30.2%，同比减少 1.2pct。具体来看，公司渠道成本降低导致下降 1.8%，外汇变动导致下滑 0.5%，然后被战略投资增加的 0.9% 和折旧摊销增加的 0.2% 抵消了部分。

分渠道看，电商继续贡献大部分利润，经营利润率同比有所下降。线下直营/电商/其他渠道经营利润（未扣除总部费用分摊）金额分别为 11.1/14.4/2.3 亿美元，分别增长 26%/37%/14%，经营利润率分别为 29.8%/43.8%/14.6%（去年同期为 29.8%/44.1%/6.6%）。

四季度的资本支出为 2.07 亿美元，去年同期为 1.28 亿美元。第四季度的支出主要与支持业务增长的投资有关，包括配送中心项目、新门店搬迁和翻新、技术投资等。

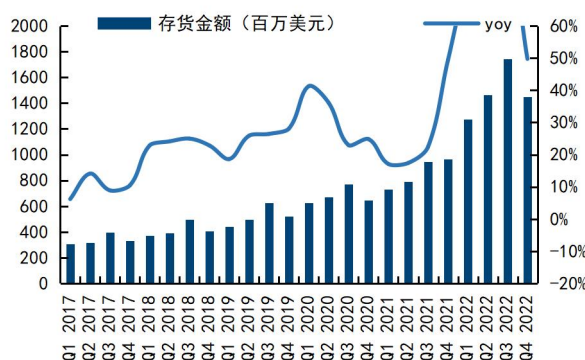
库存方面，Q4 库存较 Q3 有所改善。Q4 存货金额环比下跌 16.9%，存货周转天数环比下跌 28 天。

图17：公司单季度毛利率、费用率与净利率水平



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图18：公司单季度库存金额及同比增长



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

◆ 指引和展望：2023 财年收入指引增长 15-16%，下半年库存增速预计与收入增长匹配，折扣水平维持与 2019 年基本一致

1) 2023 财年一季度指引：收入增长 17-20%，经调 EPS 增长 30-35%，库存同比增幅回落至 30%-35%

- **收入：**预计收入在 18.9 亿至 19.3 亿美元之间，同比增长 17%至 20%。
- **毛利率：**毛利率将同比增加 2.9pct 至 3.2pct，这将由较低的空运费用所驱动，并在一定程度上被供应链和分销中心的战略投资以及外汇所抵消。
- **SG&A：**预计 SG&A 率将同比增加 0.6pct 到 0.8pct。
- **营业利润率：**营业利润率预计将扩大约 2%。
- **经调整每股收益：**每股收益将在 1.93 美元至 2 美元之间（去年同期每股收益为 1.48 美元）。
- **库存：**Q1 按固定美元算，预计库存相对于去年同期将增加约 30%至 35%。
- **有效税率：**预计为 30%。

2) 2023 财年指引：收入增长 15-16%，经营利润增长 16-19%，折扣水平维持与 2019 年基本一致

- **收入：**预计收入将在 93 亿美元至 94.1 亿美元之间，同比增长 15%至 16%，符合或略高于 Power of Three x2 增长计划。
- **开店：**预计在 2023 年新开 45 至 50 家公司经营的门店，并完成大约 25 个联合改造项目，有助于整体面积的低双位数增长。在 2023 年新开的门店将包括国际市场上的 30 至 35 家门店，其中大部分计划

在中国。

- **毛利率**：毛利率将同比增加 1.4pct 至 1.6pct，主要是由较低的空运费驱动的，预计空运费将同比下降 1.50%。2023 年将继续投资分销网络项目，包括在大洛杉矶地区建立一个新的配送中心，同时在哥伦布和多伦多的两个现有配送中心。
- **费用率**：SG&A 同比将增加 1.2pct 至 1.4pct，主要用于增加投资来支持市场扩张。此外预计折旧会增加。
- **经营利润率**：2023 年营业利润率预计将同比增加 0.2pct 到 0.4pct。经营利润金额增长 16-19%。
- **有效税率**：预计为 30%，与 Power of Three x2 计划提供的长期税率预期一致，并反映了预期因计入加拿大预扣税而导致的增长。
- **调整后每股收益**：预计 11.50 美元至 11.72 美元，同比增长 14-16%，不包括任何未来股票回购的影响。
- **资本开支**：预计 2023 年的资本支出约为 6.6 亿至 6.8 亿美元，用于投资分销中心扩张、新门店的搬迁和翻新以及技术投资。资本支出约为收入的 7%，符合 Power of Three x2 目标的 7%至 9%。
- **库存**：2023 年库存增长将继续放缓，预计 2023 年下半年，库存增长将与销售增长相对一致。
- **折扣**：2022 财年折扣与 2019 年基本持平，预计 2023 年延续这样的趋势。

◆ 投资建议：库存加速去化、拐点即将显现，中国市场持续亮眼，看好中国运动鞋服产业链龙头企业

2022 财年四季度 Lululemon 折扣加深处理库存，库存增速超预期回落，公司预计库存增速进一步放缓，到下半年与销售增长基本一致，且全年业绩增长指引保持乐观。目前看行业趋势逐步向好，我们看好国际品牌库存落后市场对运动品牌核心供应商订单信心的恢复，建议把握底部加仓良机，重点推荐申洲国际、华利集团、台华新材。

中国市场方面，2022 年即使受到严格疫情封控影响，公司仍然实现靓丽的增长，公司持续看好中国的中长期市场潜力，我们看好消费复苏背景下运动赛道保持成长优势，看好本土运动品牌快速增长与份额提升，重点推荐李宁、安踏体育、特步国际，同时看好与国际品牌深度合作、核心零售商估值修复的机会，重点推荐滔搏。

◆ 风险提示

疫情持续反复；海外通胀影响大于预期；供应链受阻；品牌声誉受损。

相关研究报告：

- 《纺织服装品牌力跟踪月报 202303 期-品牌上新营销积极，国内运动品牌热度提升》——2023-04-03
- 《纺织服装 3 月投资策略暨一季报前瞻-品牌服饰增长环比提速，海外品牌去库进展良好》——2023-04-03
- 《纺织服装海外跟踪系列二十七-耐克三季度收入增长 19%，库存预期财年末回归正常》——2023-03-22
- 《纺织服装双周报（2306 期）-服装社零同比转正，看好复苏下景气赛道成长》——2023-03-19
- 《纺织服装双周报（2305 期）-品牌服饰线上增长亮眼，板块回调后买点显现》——2023-03-12

附表：相关公司盈利预测及估值

公司 代码	公司 名称	投资 评级	收盘价	EPS			PE			PB
				2021	2022E	2023E	2021	2022E	2023E	2021
02020	安踏体育	买入	96.0	2.87	2.80	3.44	33.4	34.3	27.9	9.0
02331	李宁	买入	50.9	1.60	1.54	1.86	31.8	33.0	27.3	6.3
06110	滔搏	买入	6.1	0.39	0.35	0.41	15.6	17.3	15.0	3.6
03813	宝胜国际	买入	0.6	0.07	0.02	0.08	8.6	34.1	7.4	0.4
01368	特步国际	买入	8.3	0.36	0.35	0.42	22.8	23.6	19.7	2.7
01361	361度	无评级	3.3	0.29	0.32	0.35	11.4	10.3	9.4	1.0
03818	中国动向	无评级	0.3	-0.30	0.16	0.10	-1.0	1.9	2.9	0.2
NKE	耐克	无评级	850.8	25.79	20.91	26.50	33.0	40.7	32.1	13.1
LULU	露露乐蒙	无评级	2522.9	51.52	68.12	77.98	49.0	37.0	32.4	18.6
ADS	阿迪达斯	无评级	1228.6	56.31	72.19	87.44	21.8	17.0	14.1	4.3
02313	申洲国际	买入	69.1	2.24	3.04	3.16	30.8	22.7	21.9	3.7
00551	裕元集团	无评级	9.4	0.46	1.20	1.46	20.6	7.8	6.4	0.6
02232	晶苑国际	无评级	2.4	0.39	0.41	0.45	6.3	6.0	5.4	0.8
02678	天虹纺织	买入	5.1	2.93	1.97	2.12	1.8	2.6	2.4	0.5
300979	华利集团	买入	50.2	2.45	2.76	2.81	20.5	18.2	17.9	5.4
603055	台华新材	买入	10.4	0.55	0.41	0.79	18.9	25.4	13.2	2.5
002003	伟星股份	买入	9.1	0.58	0.47	0.48	15.7	19.3	18.9	2.7
605138	盛泰集团	买入	9.9	0.57	0.79	0.99	17.3	12.5	9.9	2.7
601339	百隆东方	增持	6.8	0.93	0.87	0.73	7.3	7.9	9.3	1.1
000726	鲁泰A	买入	8.1	0.39	1.07	1.03	20.8	7.6	7.9	0.9
300577	开润股份	增持	14.6	0.75	0.17	0.62	19.5	85.9	23.5	2.2
603558	健盛集团	买入	8.24	0.43	0.69	0.65	19.2	11.9	12.7	1.4
2199	维珍妮	买入	2.52	0.38	0.34	0.56	6.7	7.4	4.5	1.0
002042	华孚时尚	无评级	3.1	0.38	0.18	0.34	8.3	17.7	9.3	0.8
1476	儒鸿	无评级	119.1	4.32	6.24	6.01	27.6	19.1	19.8	6.7
1477	聚阳实业	无评级	52.0	2.70	3.21	3.31	19.3	16.2	15.7	4.0
9910	丰泰企业	无评级	46.5	1.19	2.27	2.40	39.2	20.5	19.4	9.8
300888	稳健医疗	买入	65.6	2.91	4.09	4.56	22.5	16.0	14.4	2.6
002563	森马服饰	增持	5.9	0.55	0.34	0.56	10.8	17.5	10.7	1.4
600398	海澜之家	增持	6.2	0.58	0.54	0.63	10.7	11.5	9.9	1.9
603877	太平鸟	增持	20.4	1.44	0.43	0.99	14.1	47.3	20.6	2.3
002154	报喜鸟	买入	5.2	0.32	0.36	0.45	16.1	14.3	11.5	1.5
002029	七匹狼	无评级	5.8	0.32	0.00	0.37	18.1	-	15.6	0.7
601566	九牧王	无评级	10.1	0.34	-0.16	0.44	29.7	-64.8	22.8	1.4
002293	罗莱生活	无评级	12.2	0.86	0.75	0.89	14.2	16.2	13.7	2.5
01234	中国利郎	买入	3.5	0.39	0.37	0.42	8.8	9.3	8.2	1.1
03998	波司登	买入	3.7	0.19	0.21	0.26	19.6	17.6	14.4	3.3
ITX.MA	Inditex	无评级	229.1	8.80	9.90	10.70	26.0	23.1	21.4	6.4
9983	迅销	无评级	1566.7	84.29	102.68	115.50	18.6	15.3	13.6	2.5
002832	比音勒芬	买入	34.0	1.15	1.38	1.71	29.5	24.6	19.9	5.8
603808	歌力思	增持	11.1	0.87	0.58	1.09	12.7	19.1	10.2	1.4
603587	地素时尚	买入	15.6	1.43	1.22	1.52	10.9	12.8	10.2	2.0
603839	安正时尚	无评级	6.7	0.18	0.00	0.00	37.4	-	-	1.0
03306	江南布衣	买入	7.7	1.08	0.94	1.18	7.1	8.2	6.5	2.3
03709	赢家时尚	无评级	9.5	0.84	1.11	1.28	11.3	8.5	7.4	1.7
01913	普拉达	无评级	48.1	0.83	1.01	1.21	58.0	47.5	39.7	5.5
MC.PA	LVMH	无评级	6414.5	154.81	172.33	191.60	41.4	37.2	33.5	9.5
KER.PA	Kering	无评级	4403.5	184.03	221.10	248.02	23.9	19.9	17.8	5.7
CFR.SIX	历峰集团	无评级	1102.5	17.31	27.00	32.52	63.7	40.8	33.9	4.1
RMS.PA	Hermes	无评级	14276.2	168.72	157.55	175.61	84.6	90.6	81.3	22.0

数据来源：公司公告、国信证券经济研究所整理。注：无评级公司盈利预测来自Bloomberg、公司公告一致预期。

免责声明

分析师声明

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。

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数20%以上
	增持	股价表现优于市场指数10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数10%以上

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中所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 层

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