

# 海外顶奢消费跟踪

## 压制需求释放后，明年增长常态化

奢侈品行业全球增长于三季度以快于市场预期的速度常态化。特别是欧洲本地消费者在大部分压抑需求消化后已体现阶段性饱和，品牌季度出现平均低单下降。美国消费群体整体表现不温不火，增长势头从1Q后转负并逐渐收窄。亚洲依然为增长提供亮点；中国内地增长继续受益于低基数，而日本（20%+）得益于其汇率优势吸引全球游客。进入四季度传统旺季，中国市场低基数效益会更明显，但其他地区可实现增长惊喜的空间依然有限。上述各区域情况将延续到至少2024年上半年。因此，我们预计明年的行业增速将从过去3年双位数增长回落至历史平均高单位数水平。往细处看，考虑到2023年内基数的波动，2024年增长态势或出现先低后高的情况。上半年的弱增长在销量放缓叠加规模扩张趋势减弱下将更依赖于销售组合的优化以至于单价的提升。低位过后，基数红利将在下半年更亮眼，并拉动行业低双位数的反弹。

- **按地区来看。** **欧洲：**到访旅客量在重启后3年将步入常态化周期，对收入贡献将略微下降。**中国：**航空客运能力恢复和及护照/签证审批放松或持续提升客群在欧洲消费，但宏观挑战或进一步中和国内消费意愿。**美国：**强美元外汇优势意味着美国消费者更愿意到海外市场购物。不少顶奢公司在三季报中预料美国中产消费力在过去一年多以来持续受宏观经济影响而有所缩减，但我们认为这也暗示该消费层能更有弹性地在低基数上反弹。另外，Global Blue同时也指出该国高净值人士消费力将维持高抗周期性。**日本：**弱日元政策仍然利好奢侈品区域价差而其地理位置（相对欧洲较短途旅程）亦受亚洲旅客青睐。中国地区的增长高位放缓，但亦足够拉动亚洲整体增长。
- **按品牌来看。**我们认为奢侈品品牌的两极分化趋势将愈发明显。爱马仕和路威酩轩等具有明显品牌壁垒及优越产品创新的品牌/公司有望在亚洲区凸显低基数的增长优势，并在其他增长放缓的市场中表现出较好的韧性。以年轻化为主题的普拉达和TUMI将继续吸纳年轻客群，而品牌重新定位中的开云集团和巴宝莉等受压情况或更明显。
- **行业估值。**目前的行业估值水平具有吸引力，行业平均EV/EBIT约为14.8x，低于5年历史平均水平约9%。然而，考虑到历史股价更偏向反映盈利周期和预期修正势头，且未来上半年中或出现盈利放缓瓶颈，我们认为行业在明年上半年将维持区域交易。

### 估值表

公司	代码	评级	目标价	收市价	市值	Upside	市盈率(x)		市净率(x)		收益率(%)		ROE(%)	
			(LC)	(LC)	USD Mn	(%)	FY23E	FY24E	FY23E	FY24E	FY23E	FY24E	FY23E	FY24E
<b>奢侈品</b>														
新秀丽	1910 HK	买入	30.0	25.0	4,627	20.2	11.8	10.0	3.4	2.6	n.a.	n.a.	27.3	25.1
普拉达	1913 HK	买入	70.2	45.4	14,890	54.6	21.4	19.1	3.5	3.2	n.a.	n.a.	16.3	17.0
盟可睐	MONC IM	NR	n.a.	55.9	16,736	Not rated	25.1	23.0	4.7	4.2	n.a.	n.a.	19.5	19.3
巴宝莉	BRBY LN	NR	n.a.	1523.5	6,927	Not rated	14.2	13.1	4.1	3.6	n.a.	n.a.	29.5	27.3
开云集团	KER FP	NR	n.a.	417.9	56,202	Not rated	15.9	15.1	3.3	3.0	n.a.	n.a.	22.3	21.0
历峰集团	CFR SW	NR	n.a.	121.9	82,779	Not rated	20.0	19.6	3.7	3.5	n.a.	n.a.	13.6	18.6
路威酩轩	MC FP	NR	n.a.	748.4	409,474	Not rated	23.7	22.4	5.9	5.1	n.a.	n.a.	26.1	23.9
爱马仕	RMS FP	NR	n.a.	2023.5	232,803	Not rated	52.8	47.8	14.2	11.9	n.a.	n.a.	28.8	26.4

资料来源：公司资料，招银国际环球市场预测

同步大市  
(维持)

### 海外消费

#### 黄铭谦

(852) 3900 0838

josephwong@cmbi.com.hk

#### 李昀嘉

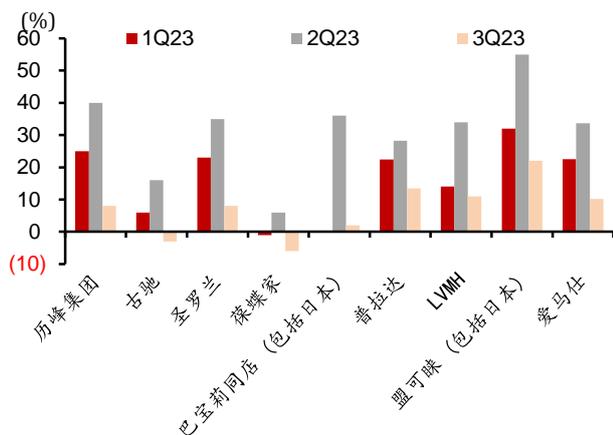
(852) 3757 6202

bellali@cmbi.com.hk

#### 相关报告：

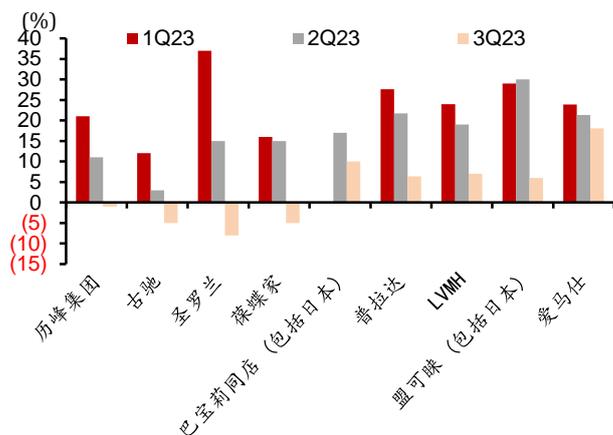
- [1. Botanee Biotech \(300957 CH\) – Headwinds endure – Nov 27](#)
- [2. 周大福 \(1929 HK\) – 上半年收入/核心净利+6%/+38%，全年目标不变 – Nov 24](#)
- [3. Samsonite \(1910 HK\) – 3Q Rev/NP +21%/94%；low-teen growth for 2024E – Nov 14](#)
- [4. Prada SpA \(1913 HK\) – 3Q reported/cFX rev +3%/+10%；Miu Miu +48% – Nov 1](#)
- [5. Shanghai Jahwa \(600315 CH\) – 3Q rev/np -11%/40%；a significant miss – Oct 26](#)

图 1: 各品牌亚洲 (除日本) 市场季度销售额内生增速



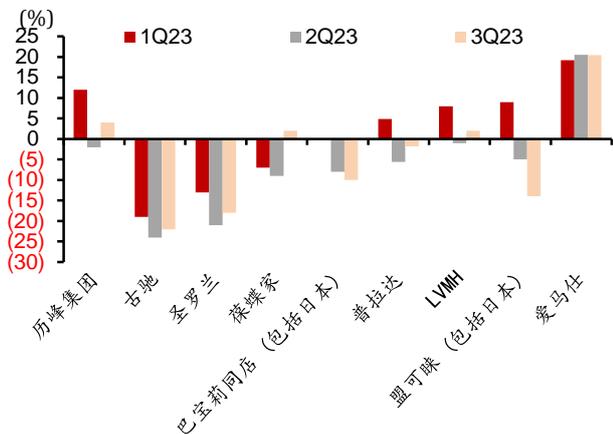
资料来源: 公司资料, 招银国际环球市场

图 2: 各品牌欧洲市场季度销售额内生增速



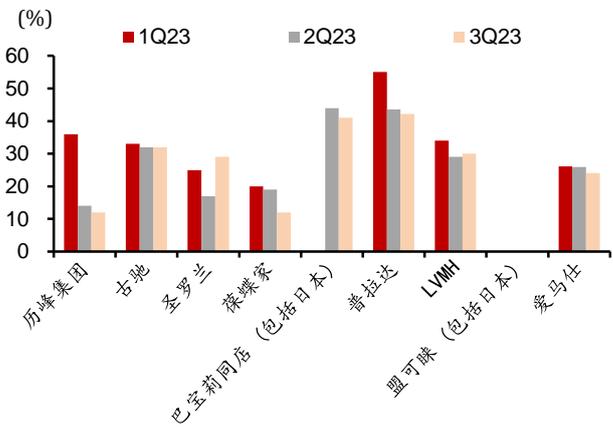
资料来源: 公司资料, 招银国际环球市场

图 3: 各品牌美国市场季度销售额内生增速



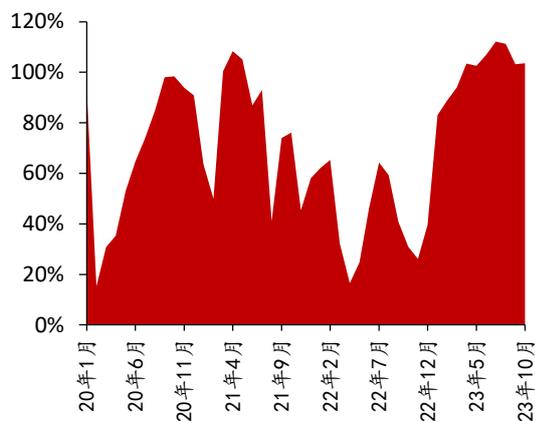
资料来源: 公司资料, 招银国际环球市场

图 4: 各品牌日本市场季度销售额内生增速



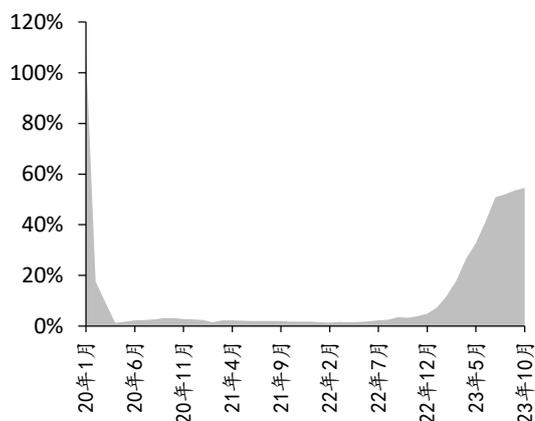
资料来源: 公司资料, 招银国际环球市场

图 5: 内地航线客运量对比 2019 年恢复情况



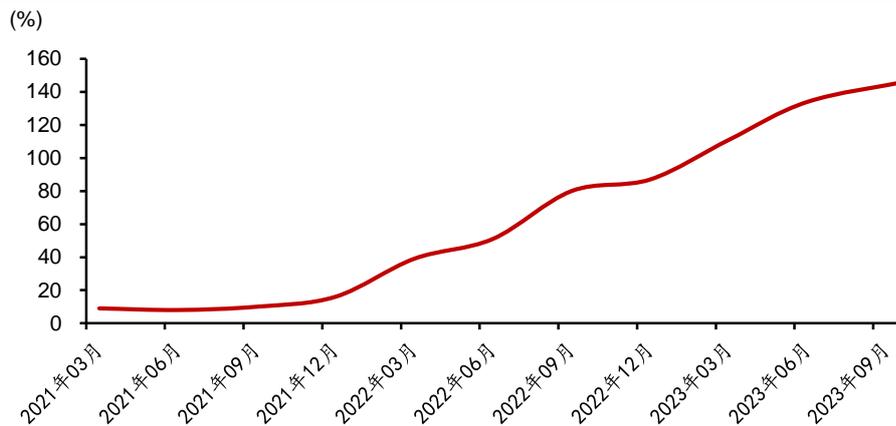
资料来源: 万得, 招银国际环球市场

图 6: 国际航线客运量对比 2019 年恢复情况



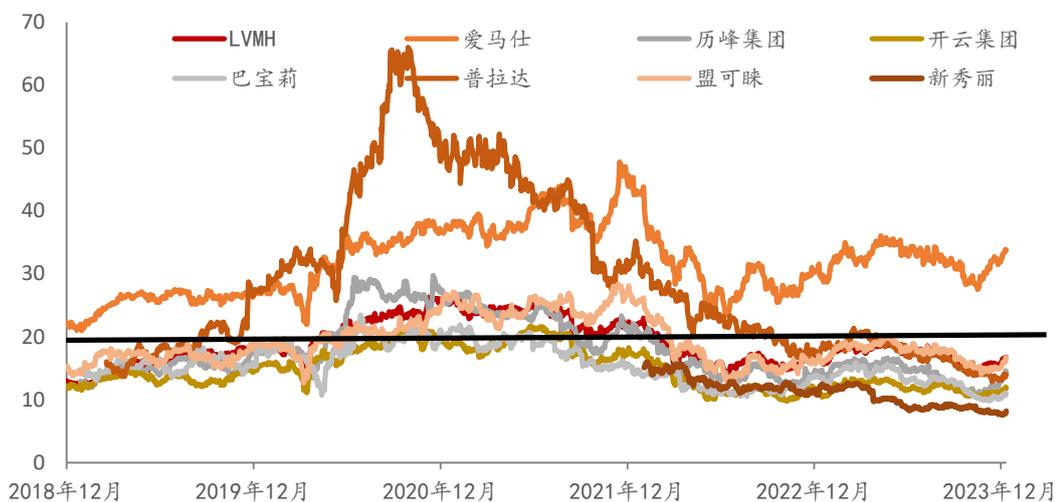
资料来源: 万得, 招银国际环球市场

图 7: 亚洲地区免税消费复苏率趋势



资料来源: Global Blue, 招银国际环球市场

图 8: EV/EBIT 历史走势图



资料来源: 彭博, 招银国际环球市场

## 免责声明及披露

### 分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映有关他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告 30 日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告 3 个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

### 招银国际环球市场投资评级

买入	: 股价于未来 12 个月的潜在涨幅超过 15%
持有	: 股价于未来 12 个月的潜在变幅在-10%至+15%之间
卖出	: 股价于未来 12 个月的潜在跌幅超过 10%
未评级	: 招银国际证券并未给予投资评级

### 招银国际环球市场行业投资评级

优于大市	: 行业股价于未来 12 个月预期表现跑赢大市指标
同步大市	: 行业股价于未来 12 个月预期表现与大市指标相若
落后大市	: 行业股价于未来 12 个月预期表现跑输大市指标

### 招银国际环球市场有限公司

地址: 香港中环花园道 3 号冠君大厦 45 楼 电话: (852) 3900 0888 传真: (852) 3900 0800

招银国际环球市场有限公司(“招银国际环球市场”)为招银国际金融有限公司之全资附属公司(招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司)

### 重要披露

本报告内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。招银国际环球市场不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受目标资产表现以及其他市场因素影响。招银国际环球市场建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决定。

本报告包含的任何信息由招银国际环球市场编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视为证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律上责任。任何使用本报告信息所作的投资决定完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银国际环球市场可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他投资银行相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。如需索取更多有关证券的信息，请与我们联系。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)不时修订之英国 2000 年金融服务及市场法令 2005 年(金融推广)令(“金融服务令”)第 19(5) 条之人士及(II) 属金融服务令第 49(2) (a) 至(d) 条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，未经招银国际环球市场书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美国投资者

招银国际环球市场不是在美国的注册经纪交易商。因此，招银国际环球市场不受美国就有研究报告准备和研究分析员独立性的规则的约束。负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，未在美国金融业监管局(“FINRA”)注册或获得研究分析师的资格。分析员不受旨在确保分析师不受可能影响研究报告可靠性的潜在利益冲突的相关 FINRA 规则的限制。本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法(经修订) 规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易，都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

对于在新加坡的收件人

本报告由 CMBI (Singapore) Pte. Limited (CMBISG) (公司注册号 201731928D) 在新加坡分发。CMBISG 是在《财务顾问法案》(新加坡法例第 110 章)下所界定，并由新加坡金融管理局监管的豁免财务顾问公司。CMBISG 可根据《财务顾问条例》第 32C 条下的安排分发其各自的外国实体，附属机构或其他外国研究机构编制的报告。如果报告在新加坡分发非《证券与期货法案》(新加坡法例第 289 章)所定义的认可投资者，专家投资者或机构投资者，则 CMBISG 仅会在法律要求的范围内对这些人士就报告内容承担法律责任。新加坡的收件人应致电 (+65 6350 4400) 联系 CMBISG，以了解由本报告引起或与之相关的事宜。