

方正证券研究所证券研究报告

行业深度报告

行业研究

商业贸易行业

2019.08.20/推荐

首席商贸零售分析师 倪华
 执业证书编号： S1220517070003
 TEL:
 E-mail: nihua@foundersec.com

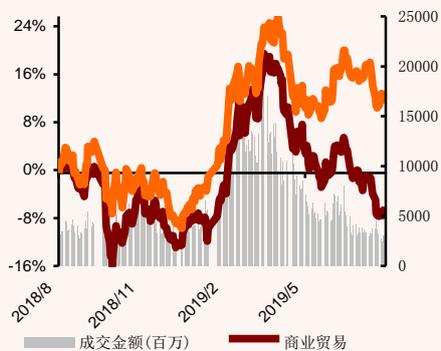
联系人： 吴丛露

TEL:
 E-mail: wuconglu@foundersec.com

重要数据：

上市公司总家数	98
总股本(亿股)	1129.98
销售收入(亿元)	4414.74
利润总额(亿元)	176.28
行业平均 PE	399.25
平均股价(元)	8.11

行业相对指数表现：



数据来源：wind 方正证券研究所

相关研究

请务必阅读最后特别声明与免责条款

奢侈品不仅是一种商品，也是一种稀缺资源的象征、一种社会身份标签。因此用“性价比”来要求奢侈品是不合适的，这种特质也注定了奢侈品品牌在运营和增长过程中采用的策略，和大众消费品是区别的。本篇报告就从奢侈品的定义开始，对全球奢侈品行业的不同发展阶段进行了回顾，并分析了奢侈品品牌在产品体系搭建、渠道拓展、营销的特质。

2018 年全球奢侈品行业规模接近 1.2 万亿欧元，其中商品占比 80%。而本篇报告重点探索的个人奢侈品（服装/箱包/手表首饰/彩妆香水）市场规模为 2600 亿欧元，近 4 年复合增速为 4%。其中，中国是近十年来奢侈品消费增长最快的，2018 年中国消费者贡献了 33% 的奢侈品消费金额，为世界第一。

通过对奢侈品行业发展的四个阶段的回顾，可以发现：

1) 奢侈品行业的每一轮发展高峰都是伴随着一个新兴经济体的崛起：从二战后的美国，到 80 年代的日本，再到 21 世纪的中国。此外可以发现的规律是，相比绝对的财富量，人们对财富增速的预期对奢侈品消费的影响更大：中国（人均）GDP 和高净值人群数量都不是全球最高的，却是近 10 年来财富累积最快的国家之一，而中国人的奢侈品消费金额也是全球最高的。

2) 奢侈品产业的发展伴随着从绝对的高端化到逐渐“平民化”的过程，大量品牌都经历了品类扩张的过程，形成了金字塔式的产品结构，而金字塔底部的、客单相对较低的产品，反而是一些品牌的主要利润来源。

3) 集团化运营让品牌得到更好的发展：目前除了 Chanel 和 Hermès 等少数品牌，大部分的品牌都不再由创世家运营，三大奢侈品集团（LVMH、开云、历峰）的控股家族虽然没有创立任何品牌，但在商业经营和资本市场运作方面都有丰富经验，在他们的管理下，奢侈品品牌资产得到了进一步放大。集团内部品牌的协同效应来自于多方面，包括部分资源的内部共享、管理经验的跨品牌复制等。

奢侈品品牌的价值来自于：优质的商品和服务、广泛的品牌知名度与适当的稀缺性。回顾各大品牌的发展历程可以发现，1) 成功的品牌对从设计生产到销售的各环节都进行了强掌控，近年来的趋势是，奢侈品品牌通过自营渠道销售的比例在加大；2) 品牌在增长和稀缺性之间需要维持一定平衡，不少品牌均经历过，由于对业绩的过分追求导致产品泛滥、品牌形象下滑的过程，而在这方面做的较好的爱马仕，是近 10 年来品牌价值增长最快的奢侈品品牌。

风险提示 经济增速放缓对奢侈品消费产生负面影响，贸易壁垒给奢侈品企业的跨国经营增加难度

目录

1	奢侈品的理解：是一种商品，也是一种社会文化符号.....	5
2	奢侈品产业的发展回顾：始于法国，扩散全球.....	5
2.1	第一阶段：19世纪~20世纪初，奢侈品集中在欧洲诞生.....	6
2.2	第二阶段：二战后~70年代，西方经济体崛起，奢侈品进入繁荣发展阶段.....	7
2.3	第三阶段：20世纪80~90s，奢侈品集团全球扩张，迎来并购、上市高峰，大型集团化经营逐步取代传统家族经营.....	7
2.4	第四阶段：21世纪以来，新型经济体的崛起为奢侈品行业带来新一轮发展机会.....	10
2.5	奢侈品产业发展历程的小结.....	11
3	奢侈品行业现状：处于平稳增长阶段，中国消费者是主力军.....	13
3.1	全球奢侈品市场：规模达2600亿欧元，进入平稳增长阶段.....	13
3.2	中国奢侈品行业：增速趋于平稳，消费结构在变化.....	14
3.3	奢侈品产业发展的驱动因素.....	15
3.3.1	财富的预期增速是更重要的因素.....	15
3.3.2	贫富差距.....	16
4	奢侈品品牌经营特点：在增长和品牌价值维系之间寻找平衡.....	17
4.1	衡量奢侈品品牌的价值：梦想方程式.....	17
4.2	产品和品类的开发与管理.....	18
4.2.1	品牌和产品的延伸：金字塔模式为主.....	18
4.2.2	设置入门款产品.....	19
4.3	渠道扩张：提升零售渠道比例是趋势.....	20
4.3.1	授权经销：充分利用当地渠道商资源.....	20
4.3.2	授权许可(Licensing)：进入新市场及经营非核心品类常用方法.....	22
4.3.3	自营店：对终端的掌控能力最强.....	24
4.3.4	电商：是销售渠道，也是赋能线下的数字化营销和服务平台.....	25
4.4	营销：广告触达人群大于目标客群，加大数字化营销投入.....	27
4.5	多品牌奢侈品集团的协同效应.....	28
4.5.1	渠道拓展方面的协同.....	29
4.5.2	产品的交叉供应及内部资源共享.....	29
4.5.3	品牌管理战略协同：成功品牌的经验可以复制.....	29
	风险提示.....	31

图表目录

图表 1:	全球奢侈品市场规模(分品类)	5
图表 2:	部分 19 世纪~20 世纪初诞生的部分奢侈品品牌	6
图表 3:	二战后奢侈品行业迎来品牌诞生的又一高峰期	7
图表 4:	日本奢侈品销售规模(百万日元)	8
图表 5:	日本各品类奢侈品销售额(百万日元)	8
图表 6:	1998 年大量奢侈品企业亚洲地区的收入占比超过 30%	8
图表 7:	LVMH 集团的形成经过	9
图表 8:	KERING 集团的形成经过	9
图表 9:	RICHEMONT 集团的形成经过	10
图表 10:	奢侈品龙头公司的市值变化(亿欧元)	10
图表 11:	奢侈品消费构成(按消费者国籍分)	11
图表 12:	LVMH 集团的收入构成和门店分布	11
图表 13:	法国出口皮具金额(百万欧元)及分布(%)	11
图表 14:	瑞士出口钟表金额(百万瑞士法郎)及分布	11
图表 15:	2013 年全球奢侈品消费者群体数量及消费金额占比	12
图表 16:	全球个人奢侈品市场规模及增速	13
图表 17:	奢侈品消费的地域分布	14
图表 18:	中国消费者奢侈品消费规模	14
图表 19:	中国内地奢侈品消费市场规模	14
图表 20:	中国奢侈品消费的构成	15
图表 21:	中国奢侈品消费的品类构成	15
图表 22:	全球高净值人群及财富	15
图表 23:	中国奢侈品消费与收入增速	16
图表 24:	日本奢侈品消费与收入增速	16
图表 25:	中美日法前 10% 人群收入占总收入比例	16
图表 26:	中美法前 10% 人群资产占总资产比例	16
图表 27:	奢侈品价格的上涨速度快于 CPI(美国)的增长速度	17
图表 28:	奢侈品品牌的梦想方程式	18
图表 29:	2009、2018 年进入 INTERBRAND 前 100 名的奢侈品品牌	18
图表 30:	奢侈品进行产品和品牌延伸的两种模式	19
图表 31:	ARMANI 集团的品牌矩阵	19
图表 32:	爱马仕的入门款和经典款	20
图表 33:	日本奢侈品零售商 SUN MOTUYAMA 开设的门店	21
图表 34:	香港奢侈品零售商妙思集团的业务流程	21
图表 35:	香港奢侈品零售商妙思集团的毛利率和净利率	21
图表 36:	奢侈品品牌使用授权许可制度的案例	22
图表 37:	DIOR 80 年代加强对授权许可的监管后业绩高速增长	23
图表 38:	爱马仕上海旗舰店	24
图表 39:	全球奢侈品行业零售渠道占比在提升	25
图表 40:	全球奢侈品线上渠道渗透率	26
图表 41:	中国奢侈品线上渠道渗透率	26
图表 42:	奢侈品品牌在中国线上渠道的布局情况	26
图表 43:	各类型奢侈品电商平台概况	27
图表 44:	中国消费者决策/购买奢侈品的方式	28
图表 45:	用户最喜爱的朋友圈广告 TOP 10 中有多个奢侈品品牌	28
图表 46:	不同品类的奢侈品在不同环节的协同效应的大小	29
图表 47:	KERING 集团利用重振 GUCCI 的经验来重振 YSL 品牌	30

图表 48: “TOM-AND-DOM”组合上任后 GUCCI 品牌“起死回生” 30

1 奢侈品的理解：是一种商品，也是一种社会文化符号

对奢侈品的理解是多方面的，因为它不仅仅是一种商品，同时也是一种社会文化符号，人类社会诞生以来，奢侈品就始终存在（即使表现形式有所差异），且奢侈品始终和社会分层、财富分配等问题联系在一起：

从商品的功能和价格的角度来看：奢侈品是品质上乘的、心中渴望的、价格昂贵的、有稀缺性（事实稀缺或有意而为之的稀缺）的商品，而且奢侈品的消费通常伴随着人性化相关服务；此外，奢侈品的“功能性价值”在其价格中占比较低，实用性价值只是一部分，更重要的是满足人们情感上的愉悦。

从社会意义的角度看：奢侈品是一种体现社会地位的优越性、使所有者深感与众不同的商品。民主、全球化和男女平等思潮打破了封建时代的固有社会阶级，人们已找不到体现社会层次的符号，但人类对于社会分层表现形式的需求却得以保留，奢侈品就在重建社会分层的过程中起到了重要作用，购买奢侈品其实不止是购买商品，而是购买一种社会身份。

从经济学的角度来看：奢侈品是指收入需求弹性大于1的商品，即商品需求的增长幅度高于消费者收入的增长幅度；此外，在一定范围内，奢侈品的价格和需求呈现正相关，即商品价格更高，购买的人反而更多，是韦伯伦商品（Veblen Good）的一种。

广义的奢侈品，除了实体商品，还包含豪华酒店、高档餐饮等高端服务，根据 Bain 公司的统计，2018 年全球奢侈品（广义）市场规模达 1.17 万亿欧元，其中商品占比约 80%，服务占比 20%；而狭义的奢侈品通常是指高档皮具、服饰、珠宝配饰和化妆品等个人奢侈品，这部分商品 2018 年的市场规模约 2600 亿欧元。

图表1：全球奢侈品市场规模（分品类）

	2018 规模(亿欧元)	占比%	14-18 CAGR%
Personal luxury goods	2,600	22.2%	3.9%
Luxury cars 豪车	4,950	42.3%	9.0%
Luxury hospitality 酒店	1,900	16.2%	6.1%
Fine wines& spirits 酒	710	6.1%	5.2%
Gourmet food & fine dining 餐饮	500	4.3%	6.4%
Fine art 艺术品	410	3.5%	
Furniture & housewares 家居	410	3.5%	22.9%
Private jets & yachts 飞机游艇	210	1.8%	-5.2%
Luxury cruises 邮轮	20	0.2%	18.9%
Total	11,710		7.9%

资料来源：Bain，方正证券研究所

2 奢侈品产业的发展回顾：始于法国，扩散全球

奢侈品是一个古老又年轻的行业。目前主流的奢侈品品牌大多有非常长的经营历史，最早的可以追溯到 18 世纪（如江诗丹顿手表、酩悦香槟等），但与此同时奢侈品产业其实是一个年轻的产业，因为在很长一段时间内，这些品牌均是以家族为单位来经营，奢侈品行业真正形成产业化、进入现代企业化管理的阶段其实只有 30~40 年的时

间，且目前世界上三大奢侈品集团（LVMH、Kering 和 Richemont）都是在 1980~1990 年成立或切入奢侈品行业的。

法国是奢侈品的重要发源地，在 2018 年 Interbrand 公布的全球百强品牌里，上榜的 9 个品牌中有 5 个来自法国。法国成为重要发源地的原因可以追溯到 17 世纪的路易十四执政期间，他建立了凡尔赛宫、大力发展艺术、在吃穿用度各个方面追求极致精致，法国当前的时装、香水、美食、艺术、建筑、音乐等都受到那个年代的影响；1954 年成立的法国精品行业联合会（Comité Colbert）就是以路易十四任内的财政大臣科尔贝（Jean-Baptiste Colbert）命名的，他是当时的皇家建筑、艺术与制造业总督。

我们把现代奢侈品产业的发展分成四个阶段来逐一回顾。

2.1 第一阶段：19 世纪~20 世纪初，奢侈品集中在欧洲诞生

19 世纪上半叶，欧洲处于封建统治阶段的末期，大量奢侈品品牌诞生，主要服务于贵族阶层。箱包、服装、香水、珠宝等品牌多诞生于法国和意大利，钟表多是诞生于瑞士（百达翡丽、积家、浪琴、伯爵等都诞生于 19 世纪），这些品牌最初是服务于皇室贵族阶级，创始人多为某一领域的匠人。例如路易威登是为贵族提供旅行用行李箱，卡地亚也获得了欧洲多个国家宫廷的供货许可，爱马仕为贵族阶层提供马具。虽然服务于皇室和贵族，但这些品牌、店铺和作坊是属于品牌创始人个人的（欧洲皇室采取指定供应商制度），因此即使后来皇室贵族消失，这些品牌仍能延续和传承。

19 世纪下半叶到一战前，工业革命、殖民主义带来大量财富，正是欧洲的“美好时代（Belle Époque）”。企业家、银行家等人群积累了大量财富，开始效仿贵族生活方式，奢侈品受众扩大。同时这也是欧洲艺术发展的高峰之一，该时期诞生众多艺术流派，如印象主义、野兽派、超现实主义等艺。财富积累、艺术发展、工业技术进步又促成了一批品牌的诞生，同时部分奢侈品品牌也在逐步扩大经营地域范围，例如 Cartier 在 1902 年于伦敦和纽约开设分店。但是这个阶段，大多数品牌仍然是以家族为单位进行小规模的生产与销售。

图表2：部分 19 世纪~20 世纪初诞生的部分奢侈品品牌

品牌	创始人	创立时间	发源地	产品
Guerlain (娇兰)	Pierre-Francois-Pascal-Guerlain	1828 年	法国	为拿破仑皇室等多个欧洲皇室研制香水，后将产品延伸到护肤品、美妆领域。
Hermès (爱马仕)	Thierry Hermès	1837 年	法国	马具起家，曾任拿破仑皇室、俄国沙皇的供应商，后将品类扩大到皮包、丝巾、时装等领域
Cartier (卡地亚)	Louis-François Cartier	1847 年	法国	主要生产珠宝、钟表，是法国、英国等多个国家皇室的珠宝供货商
LV (路易威登)	Louis Vuitton	1854 年	法国	曾是拿破仑皇室的御用工匠，生产旅行箱，后将产品延伸到其他皮具、时装等领域
BVLGARI (宝格丽)	Sotirio Bulgari	1884 年	意大利	最开始是银器的制作销售，Sotirio 的儿子接手后开始珠宝制作
Van Cleef & Arpels (梵克雅宝)	Estelle 和 Alfred Van Cleef 夫妇	1906 年	法国	珠宝品牌

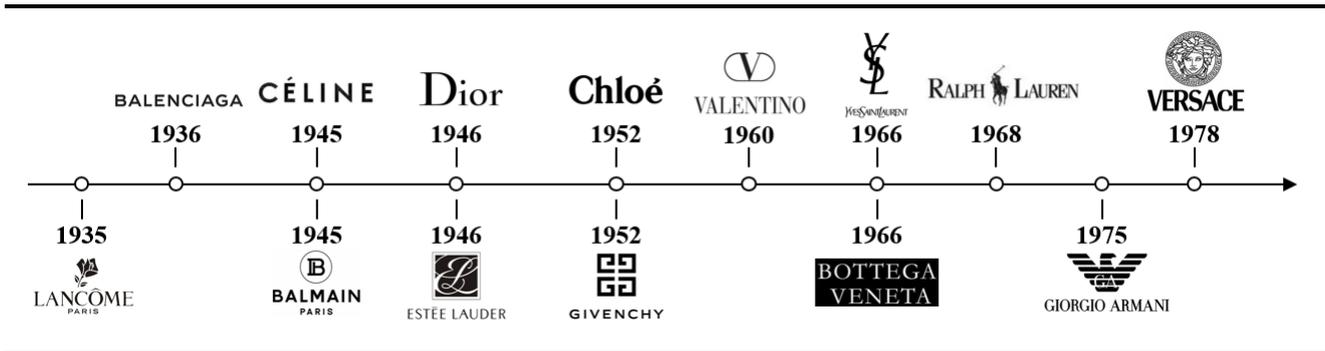
Chanel (香奈儿)	Gabrielle Chanel	1913 年	法国	最开始是制造帽子，后来向时装、香水领域发展。
Prada (普拉达)	Mario Prada	1913 年	意大利	最初生产布袋、旅行箱等，曾是意大利皇室供应商，后涉足时装领域。

资料来源：《欧洲品牌演进研究》，方正证券研究所

2.2 第二阶段：二战后~70 年代，西方经济体崛起，奢侈品进入繁荣发展阶段

西方经济体都在战后经历了经济的快速增长，交通和工业技术的进步促进了规模生产和全球贸易。居民收入的增长驱动可选消费需求的增加，促成了奢侈品产业的繁荣发展，大量奢侈品品牌开始进入美国市场，在美国快速增长的需求及纺织工业技术的影响下，奢侈品品牌除了高级定制服装 (Haute Couture)，(50~60 年代) 还推出了相对平民化、可批量生产的高级成衣 (Prêt-à-porter; Ready-to-Wear)。40~70 年代行业的繁荣发展催生了大批设计师品牌，如 Dior、Givenchy、Balmain 等(Dior、Givenchy 和 Balmain 创始人曾为 Lucien Lelong 服装室的设计师，YSL 创始人曾为 Dior 的设计师)；意大利时尚产业也开始崛起 (Valentino、Versace 和 Armani 均为意大利品牌)。

图表3： 二战后奢侈品行业迎来品牌诞生的又一高峰期

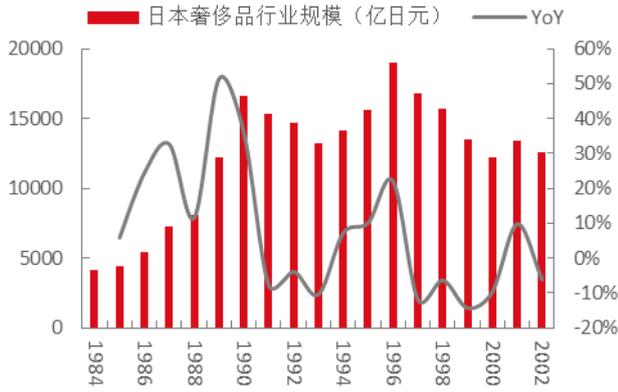


资料来源：法国精品行业联合会，公司公告，方正证券研究所

2.3 第三阶段：20 世纪 80~90s，奢侈品集团全球扩张，迎来并购、上市高峰，大型集团化经营逐步取代传统家族经营

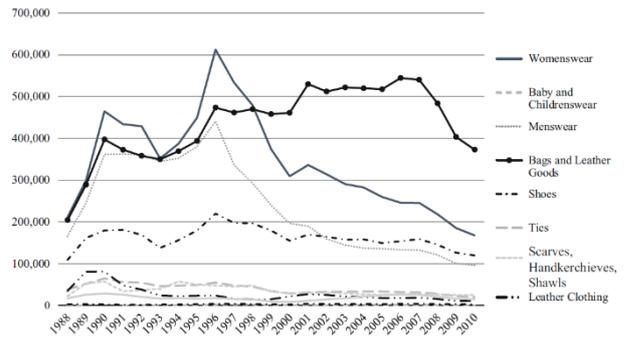
日本奢侈品市场迅速增长，促使品牌开始全球扩张。70 年代后期到 90 年代末，日本的人均收入已达较高水平，经济以平稳速度增长，人均 GDP 从 1970 年的 1.29 万美元增长到 1990 年的 2.65 万美元 (以 1990 年购买力平价换算)，奢侈品需求增长迅速：1985 年时日本的奢侈品市场规模不到 4500 亿日元，到了 1990 年泡沫经济破裂前，规模达到约 1.65 万亿日元，年复合增速接近 30%。在奢侈品品牌正式进驻日本之前，出现过大规模的代购现象，即一些日本的经销商去欧洲、美国进行大批采购再回国销售 (有时国内外的价差可达三倍)，同样也有大量日本人去欧洲旅游采购，把门店买空，欧洲很多奢侈品门店都训练店员说日语 (Thomas, 2007)。

图表4： 日本奢侈品销售规模（百万日元）



资料来源：Yano Research Institute, 方正证券研究所

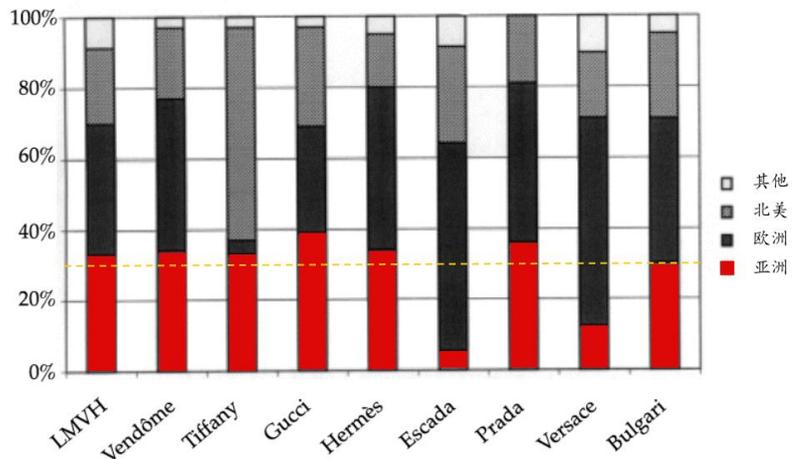
图表5： 日本各品类奢侈品销售额（百万日元）



资料来源：Yano Research Institute, 方正证券研究所

LV 和 Gucci 是第一批意识到日本市场重要性的品牌，Gucci 于 1972 年在日本开设第一家直营门店，LV 于 1978 年进驻日本市场（创始人的孙女婿 Racamier 任 CEO 的第二年）。随后其他品牌也开始开拓欧美以外的市场。由于亚洲市场的快速增长，路易威登的销售规模由 1970 年代中期的 1000 万欧元左右，增长到 1985 年的 2.13 亿欧元（亚洲市场贡献了 44% 的收入）。到了 90 年代末，多数主流奢侈品企业亚洲地区的收入占比都超过了 30%。

图表6： 1998 年大量奢侈品企业亚洲地区的收入占比超过 30%



备注：Vendome 为历峰集团

资料来源：公司公告, 方正证券研究所

在全球化的过程中，面对日益庞大的经营体系，不少家族运营的品牌面临资本和管理架构上的压力，发展遇到瓶颈，奢侈品品牌迎来了收购兼并和上市高峰期：LVMH（1987）、历峰集团（1988）和开云集团（1988）都是在这段时期成立或切入奢侈品行业并上市（目前三个集团的管理家族均不是奢侈品品牌的创立家族），Tiffany（1987）和爱马仕（1993）也于该阶段上市。从这个时候开始，奢侈品行业进入新的发展阶段，盈利能力和投资回报率也成为了奢侈品公司发展的重要指标。

图表7: LVMH 集团的形成经过

时间	事件
LV、酩轩集团条线:	
1743 年	香槟品牌酩悦 (Moët & Chandon) 成立;
1854 年	Louis Vuitton 成立;
1870 年	干邑品牌轩尼诗 (Hennessy) 成立;
1971 年	酩悦 (Moët & Chandon) 先收购了 Dior 的香水业务, 后与轩尼诗 (Hennessy) 合并组成了酩悦轩尼诗集团 (Moët Hennessy), 成为了当时法国最大的奢侈品集团;
1986 年	LV 集团收购了 Givenchy 香水业务和香槟品牌 Veuve Clicquot;
1987 年	Louis Vuitton 和 Moët Hennessy 两家企业合并成 LVMH 集团, 两个创始家族合计持有新公司 37% 的股份和 55% 的投票权, 合并后的集团当年收入 23 亿欧元, 是当时世界上最大的奢侈品集团;
Arnault 家族条线:	
1985 年	Bernard Arnault 收购了濒临破产的纺织集团 Boussac, 当时 Boussac 旗下拥有迪奥的时装业务 (Couturier Christian Dior) 和百货公司 Bon Marché;
1987 年	收购了服装品牌 Celine, 又与设计师联合创立了服装品牌 Christian Lacroix;
1988 年	由于 Louis Vuitton 和 Moët Hennessy 两个集团的管理层不和 (因为轩尼诗家族式贵族出身, 而 Louis Vuitton 家族出身平民; 且在两家公司合并的同时 Moët Hennessy 又和英国啤酒集团 Guinness 结成联盟, 引起 Louis Vuitton 家族的不满), 原本是小股东的 Bernard Arnault 趁着 1987~1988 年股票市场的崩盘、LVMH 集团需要新股东注资的契机, 通过各种方式的增持和收购, 最终获得了 LVMH 的控股权。

资料来源: Global Luxury, 公司公告, 方正证券研究所

图表8: Kering 集团的形成经过

时间	事件
Gucci 集团条线:	
1923 年	Gucci 成立;
20 世纪 60~70s	Gucci 推出多个经典产品, 并在全球迅速扩张, 业绩飞速成长;
1979 年后	品类品牌授权过于泛滥、渠道管理松散, 品牌形象开始走下坡路;
1989 年	Gucci 家族内斗严重, 投资集团 Investcorp 购入 Aldo (创始人 Guccio 孙子之一) 派系持有的全部股份;
1993 年	Maurizio (创始人 Guccio 另一个孙子) 派系将其持有股份转售 Investcorp, 至此 Gucci 正式脱离其创始家族的经营;
1994 年	Tom Ford 升任创意总监;
1995 年	Domenico De Sole 被任命为 Gucci 集团总裁, 和 Tom Ford 组成“Tom-and-Dom”团队, Tom 管设计, Dom 管经营, 将 Gucci 推上新的的发展高峰, 在销售和 design 奖项方面都取得了良好成绩; 同年, Gucci Group NV 在阿姆斯特丹联交所上市, Investcorp 减持所有股权;
Pinault 家族条线:	
1963 年	François Pinault 成立了 Pinault SA, 主要做建材贸易生意;
1988 年	Pinault SA 上市, 收购了 CFAO (一个法国和非洲的贸易公司);
1991 年	收购 Conforama (一个家具零售商);
1992 年	收购 Au Printemps SA (控股巴黎春天百货、食品零售商 Prisunic、邮购服饰零售商 Redoute 等);
1994 年	更名为 Pinault-Printemps-Redoute (PPR); 收购了 Fnac (法国文化产品和电器产品零售商);
1999 年	以 29 亿美元收购意大利公司 Gucci 42% 的股权, 开始进军奢侈品领域 (其中还涉及到了和 LVMH 的收购战争, Pinault 家族最终取得胜利); 接下来还进行了一系列收购: 1999 年收了 YSL Beauté、意大利鞋品牌 Sergio Rossi, 2000 年收了 Boucheron、瑞士钟表品牌 Bedat & Co

和 Alexander McQueen, 2001 年收了 Balenciaga、Stella McCartney 和 Bottega Veneta。

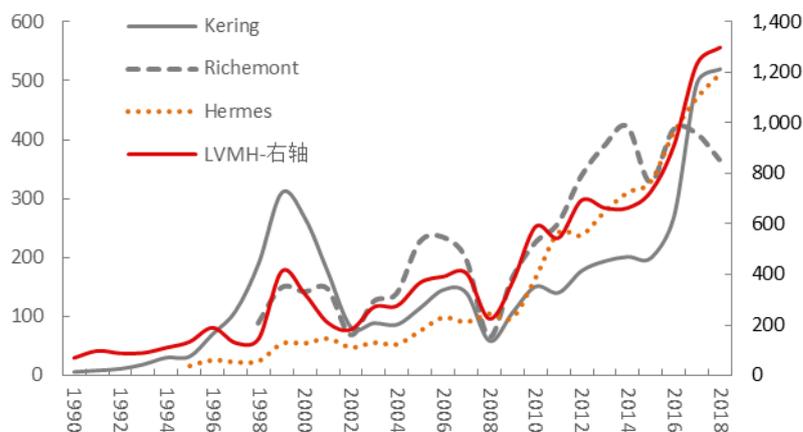
资料来源: Global Luxury, 公司公告, 方正证券研究所

图表9: Richemont 集团的形成经过

时间	事件
1847 年	Cartier 成立, 一直是以家族企业模式运营, 且该模式一直持续了一个多世纪;
1960 年代	Cartier 面临盈利的问题和财务危机;
1972 年	Robert Hocq (发明了高级打火机, 并以卡地亚的品牌销售) 和 Joseph Kanoui 等投资人接手了 Cartier 在巴黎的业务;
1979 年	Joseph Kanoui 收购了 Cartier 在美国和英国的销售公司, 并在瑞士建立工厂生产珠宝首饰; Cartier 家族退出经营;
1988 年	南非的 Ruppert 家族 接手了 Cartier (Ruppert 家族是依靠矿业、烟草和金融行业积累财富); 同年成立 Richemont 集团, 在苏黎世证券交易所上市, 上市时集团还拥有 Dunhill、Montblanc 和 Chloé 品牌; 同年收购了手表品牌 Piaget 和 Baume & Mercier;
1994 年	收购了枪械制造商 Purdey (普莱德);
1996 年	收购了手表品牌 Vacheron & Constantin (江诗丹顿) 和 Panerai, 和皮具品牌 Lancel;
1998 年	收购了中国品牌上海滩;
1999 年	收购了 Van Cleef & Arpels (梵克雅宝);
2000 年	收购了手表品牌 Jaeger-LeCoultre (积家)、IWC (万国)、Lange and Sohne (朗格);

资料来源: Global Luxury, 公司公告, 方正证券研究所

图表10: 奢侈品龙头公司的市值变化 (亿欧元)



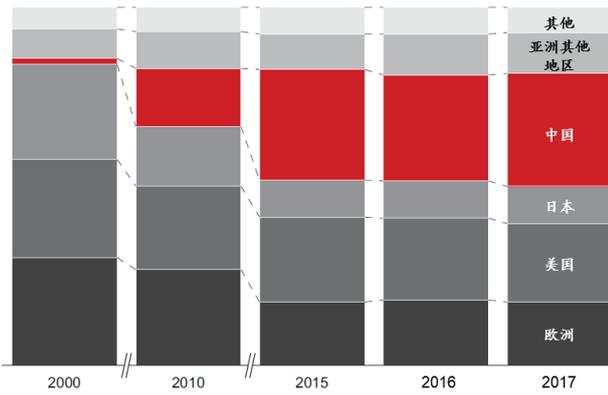
备注: Kering 在 2002~2003 年出售了大量非奢侈品业务

资料来源: Bloomberg, 方正证券研究所

2.4 第四阶段: 21 世纪以来, 新型经济体的崛起为奢侈品行业带来新一轮发展机会

21 世纪开始, 以中国为代表的新型经济体成为奢侈品品牌重点拓展市场: 根据 Bain 咨询的数据, 中国消费者的奢侈品消费金额占全球的份额从 2000 年的 1% 左右提升到 2017 年的 33%。各大奢侈品集团也将业务重心向中国市场转移, LVMH 在过去的 18 年里, 新增的 3000 多家门店有 1/3 以上开在除日本以外的亚洲地区 (主要是中国); 亚洲 (除日本) 地区的收入占比也从 2002 年的 12% 提升到了 2018 年的 29%。

图表11：奢侈品消费构成（按消费者国籍分）



资料来源：Bain，方正证券研究所

图表12：LVMH集团的收入构成和门店分布

地区	收入占比%		门店数(家)	
	2002	2018	2001	2018
法国	12%	10%	266	514
欧洲(除法国)	26%	19%	372	1,153
美国	38%	24%	365	783
日本	10%	7%	215	422
亚洲(除日本)	12%	29%	226	1,289
其他	2%	11%	57	431
合计	100%	100%	1,501	4,592

资料来源：公司公告，方正证券研究所

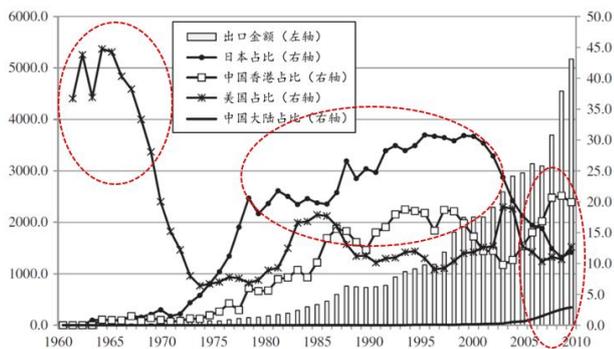
2.5 奢侈品产业发展历程的小结

第一、奢侈品的每一轮的发展基本都是基于不同经济体的崛起——从美国到日本、再到中国等新兴经济体：

在60年代早期的时候，在法国出口的皮具中，出口到美国的份额是最高的（1961~1967年占比40.7%）；70年代之后，亚洲市场的需求快速增长，出口到日本的份额由1970年的2.5%提升到90年代的30%以上，中国香港市场的份额也由70年代的不到1%提升到90年代的15%以上（很多购买者是来自日本的游客）。而21世纪开始，中国内地市场的份额开始提升，从2005年的0.3%提升到2012年的2.9%，而且有很大一部分内地消费者是在香港地区购买奢侈品的，因此香港地区所占份额也持续提升，甚至在2009年之后超过了日本。

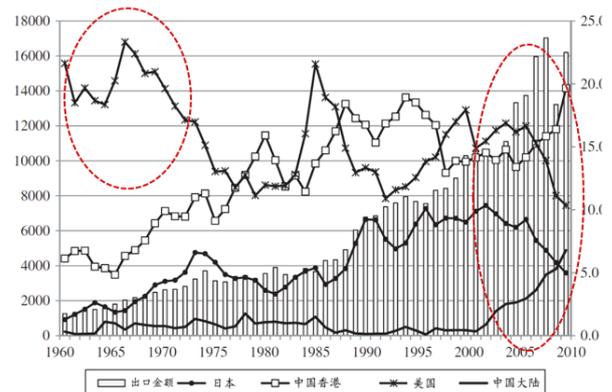
瑞士钟表的出口情况显示，60年代时最大的出口国也是美国（占比20%左右），后来份额逐渐被新兴市场所取代：比如中国香港地区的份额由1960年的6%上升到90年代的接近20%（部分原因是香港有瑞士钟表的组装厂，出口额里有一部分是零部件），日本的钟表份额虽然没有皮具的高（是因为日本本地钟表品牌Seiko和Citizen也很有竞争力），但是份额也在提升。2000年之后，出口到中国内地市场的份额有明显的提升，由2000年之前的1%不到提升到2010年的6.8%，同样内地顾客的大量购买行为是在香港地区产生的，香港市场的份额2005年之后持续提升，超过了美国。

图表13：法国出口皮具金额(百万欧元)及分布(%)



资料来源：Statistiques du commerce extérieur de la France，方正证券研究所

图表14：瑞士出口钟表金额(百万瑞士法郎)及分布



资料来源：Federation of the Swiss Watch Industry，方正证券研究所

第二、奢侈品产业的发展伴随着从绝对的高端化到逐渐“平民化”（Democratization）的过程。奢侈品品牌最初是集中在少量品类，面向的消费人群比例较小，但在全球化过程中，奢侈品的品类逐步扩大，覆盖的消费人群在不断扩大：不少法国奢侈品品牌最早是做高级定制时装的，后来进入了美国市场，高定时装的市场需求不大且面临来自美国本土对手的竞争，于是各高定品牌推出了相对大众化的高级成衣系列，高级成衣后来成为了各品牌的核心品类；到了80~90年代，亚洲市场的兴起，不少品牌以授权许可的方式跨国经营，在授权合作方的协助下，不少品牌推出了手帕、太阳镜和配饰等单价稍低的非核心品类，可以负担得起的人群继续扩大。

绝对高端的奢侈品和大众化的奢侈品都是行业的重要构成。根据Bain公司2013年的统计和估算，他们把奢侈品的消费者根据平均消费金额的不同分为七类：首先，绝对高端的奢侈品消费群体仍然占据1/3的市场份额：年人均消费1万欧元以上的消费者人数占比不到1.5%，但贡献了34.9%的市场份额；中产消费群体的需求同样也是奢侈品市场的重要构成：年人均消费金额在500欧元及以下的消费者人数占比86.5%，消费总金额的占比为36.5%。

图表15：2013年全球奢侈品消费者群体数量及消费金额占比

消费者群体		人数占比%	人均消费金额 (千欧元)	贡献市场规模 占比%
True luxury consumer	Top (Ultimate)	0.05%	100	6.8%
	Top (Ultra)	0.27%	25	10.3%
	Top (Superhigh)	1.17%	10	17.8%
	Top (High)	3.02%	2.5	11.5%
	Core	9%	1.25	17.1%
	Entry	32%	0.5	24.0%
Occasional consumers	Premium to Luxury	55%	0.15	12.5%
合计		3.3亿人	0.66	2,170亿欧元

备注：True luxury consumer是指会持续性、经常性的购买奢侈品产品/服务的消费者；Occasional consumers是指希望购买奢侈品，但只购买入门级产品、设计师的二线品牌或化妆品等非核心产品的消费者。

资料来源：Bain，方正证券研究所

第三、集团化可以使奢侈品品牌享受协同发展效应，并得到更专业的企业管理，促进了品牌的发展。早期成立的奢侈品品牌，其创始人家族多是某一领域的匠人或设计师，他们在创造力、工艺技术和审美方面的能力是毋庸置疑的，但未必是好的企业管理者，此外家族成员之间的股权利益纠纷也成为了品牌发展的阻碍，所以不少品牌发展到一定规模，或传承到第二、第三代的时候会开始出现衰败的迹象（如Gucci、Cartier、Dior等）。此时被大集团收购，引入外部的职业经理人进行管理可能是更好的选择（例如LVMH和开云集团都曾引入过宝洁和联合利华的管理人员任高管，取得了较好的效果），且可以在财务、渠道拓展、战略制定方面得到更多支持，不同品牌之间也会有协同效应。因此可以发现，除了少数品牌（如Chanel、Hermès等），大多数品牌目前的管理运营者都不是品牌的创始家族：三大奢侈品集团——LVMH、Kering和Richemont，目前的控股家族并不是任何品牌的创立者，虽然他们在收购奢侈品品牌之前没有相关领域的经验，但他们在其他行业的商业经营都取得了成功。

3 奢侈品行业现状：处于平稳增长阶段，中国消费者是主力军

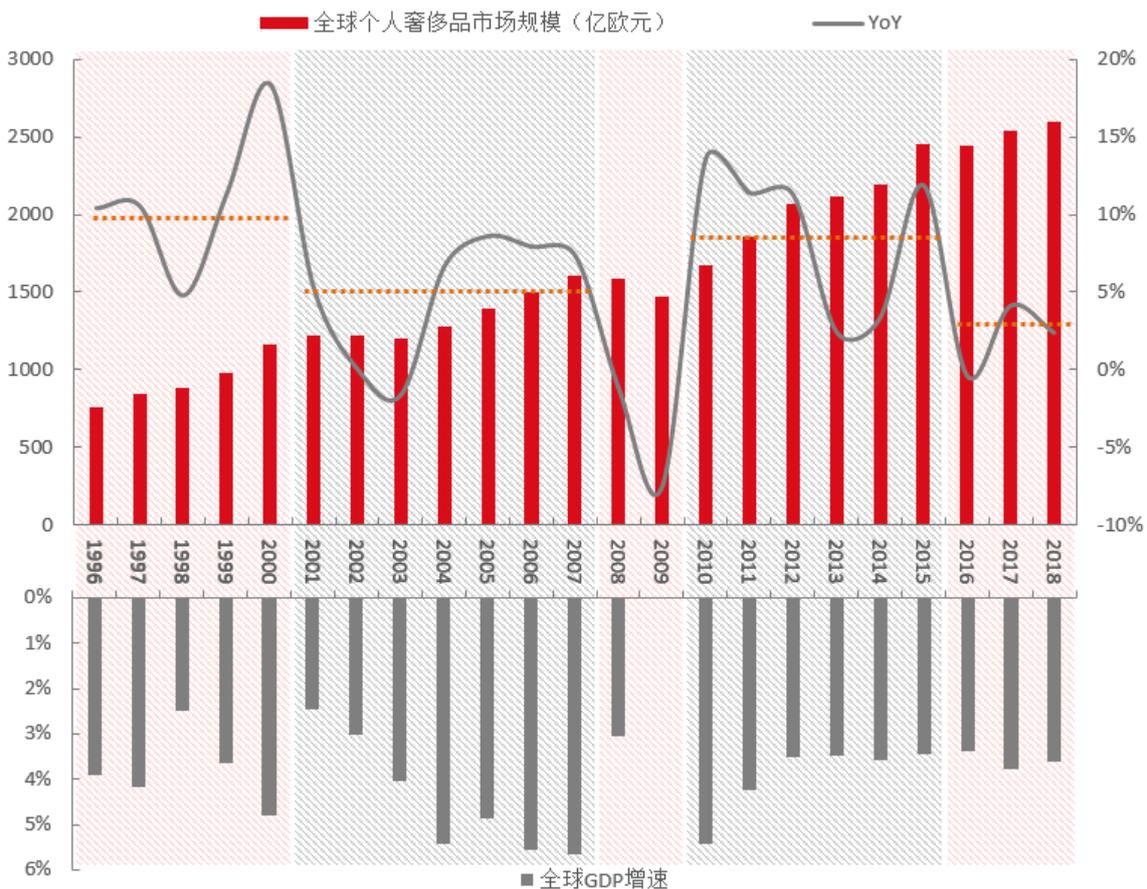
3.1 全球奢侈品市场：规模达 2600 亿欧元，进入平稳增长阶段

（本节探讨的奢侈品市场规模主要是指个人奢侈品，不含豪车、游艇、酒店和餐饮等。）

奢侈品属于典型的可选消费品，因此全球奢侈品市场的增速和 GDP 增速呈现显著的正相关，且波动性比 GDP 增速的波动性更强：

1995~2000 年，行业的 CAGR 为 10.6%。除了 1998 年受到亚洲金融危机的影响，这 5 年行业的增速均在两位数以上，这段时间也是各奢侈品集团在快速全球扩张的阶段；2001~2007 年，根据 Bain 公司，这段时期是奢侈品行业“平民化”的阶段，行业维持 5% 左右的中等增速；2010~2015 年中国消费者需求的高速增长拉动了全行业进入新一轮新的增长周期，行业的 CAGR 重回 8%（中国客户的奢侈品消费 CAGR 达 19%）；2016 年及之后，中国奢侈品市场需求受反腐的影响有所下降，行业增速放缓，进入平稳增长阶段。

图表16： 全球个人奢侈品市场规模及增速

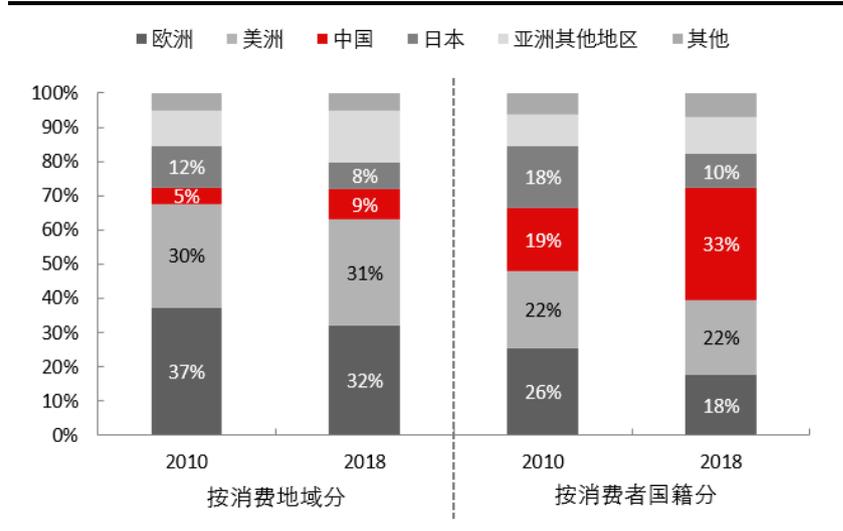


资料来源：Bain, IMF, 方正证券研究所

奢侈品消费的主战场仍是品牌发源地的欧洲和美国，中国消费者奢侈品消费规模全球第一。分地域看，奢侈品的消费地主要集中在欧美国家，2018 年欧洲和美洲奢侈品市场规模占比 60%，因为那里是绝大多数品牌的发源地，一般情况下产品类型最丰富，价格也相对较低，但是新型经济体的崛起也吸引着品牌的跨国扩张，从 2010 年到 2018 年，欧洲、美洲和日本以外地区的奢侈品市场规模占比增长了 9 个百

分点；分消费者国籍看，过去 10 年是中国消费者收入和财富快速增长的 10 年，奢侈品消费总量超过了美国、日本成为全球第一，至 2018 年贡献了全球 1/3 的奢侈品消费。

图表17： 奢侈品消费的地域分布



资料来源: Bain, 方正证券研究所

3.2 中国奢侈品行业：增速趋于平稳，消费结构在变化

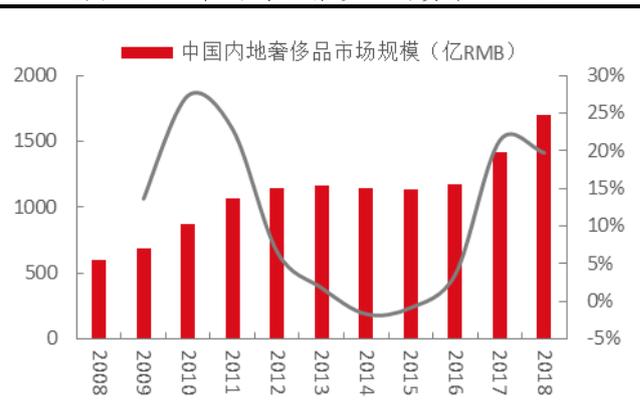
2018 年中国消费贡献了 850 亿欧元的奢侈品消费规模，只有不到 30% 的消费是发生在内地市场。过去 15 年，中国 GDP 处于快速增长阶段，居民收入的增长叠加地产价格上涨带来的财富增值，促进了奢侈品消费达到了空前的高潮，和日本 80~90 年代的情况非常相似，除了在中国内地购买，大量消费者通过代购或者旅游在境外购买奢侈品，中国消费者贡献的奢侈品消费规模由 2005 年的不到 60 亿欧元增长到 850 亿欧元，而这其中仅有不到 30%（约 1700 亿人民币）的消费是发生在内地市场的。

图表18： 中国消费者奢侈品消费规模



资料来源: Bain, 方正证券研究所

图表19： 中国内地奢侈品消费市场规模

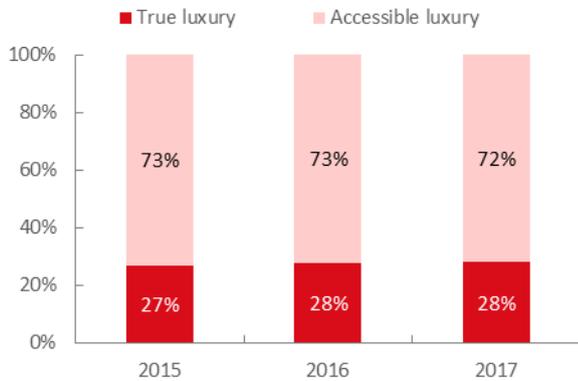


资料来源: Bain, 方正证券研究所

中国内地市场“平价型”奢侈品占据 70% 市场份额，女性相关产品占比在提升。根据 BCG 的数据，我国 70% 以上的奢侈品消费是由相对平价的产品构成，也侧面说明了中产阶级是我国奢侈品消费的主力军，品类上来看也可以发现，香水和化妆品等单价较低的产品在中国市场占比达 34%，高于全球的平均水平 22%。此外，中国奢侈品品类变化的另一个特点是男性相关的消费占比在降低，如男装的占比从

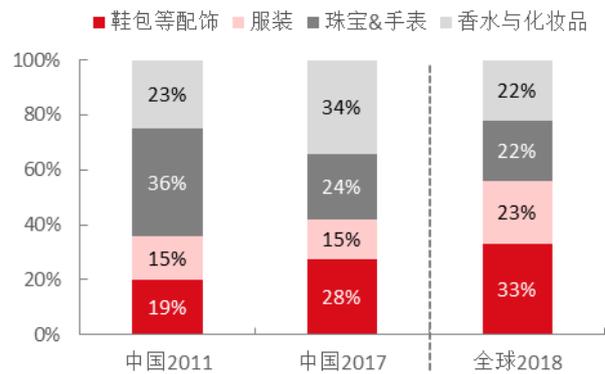
2010年的10%降到了2017年的8%，腕表的占比从26%降到了15%，而女性相关的女装、鞋包、化妆品等占比在提升，一定程度上说明了奢侈品的消费属性由礼品属性逐渐向自我需求属性转移。

图表20：中国奢侈品消费的构成



资料来源：BCG，方正证券研究所

图表21：中国奢侈品消费的品类构成



资料来源：Bain，方正证券研究所

3.3 奢侈品产业发展的驱动因素

3.3.1 财富的预期增速是更重要的因素

收入水平和收入增速无疑都是奢侈品消费的重要影响因素，收入水平越高，购买力越强，也越倾向于消费奢侈品这样无形价值远大于有形价值的商品。但相比绝对的财富量，财富的增速有可能是影响奢侈品消费的更重要的因素：中国目前的个人奢侈品消费量是全球最多的，而中国的高净值人群（HNWI）数量与其财富总量并不是全球最高的，但却是近10年来增长最快的；日本目前的收入水平是高于上世纪80~90年代的，但是奢侈品消费规模却不及那个年代。背后的原因可能是，1) 在收入上行的周期里，大家对未来有更好的期待，因此也更舍得购买奢侈品，尤其对于人数众多的中产阶级人群；2) 欧美与日本的奢侈品市场发展了多年，奢侈品有一定的保值属性，因此这些地区的奢侈品二手交易市场非常活跃，根据Frost & Sullivan的估算，美国目前潜在的可用于二次交易的奢侈品规模达1,980亿美元。

图表22：全球高净值人群及财富

国家	HNWI 人数 (千人)			HNWI 财富 (USD BN)			HNWI 人均财富 (USD MN)	奢侈品消费规模 (EUR BN)
	2008	2017	增幅%	2008	2017	增幅%		
中国	364	1,256	244%	1,672	6,495	288%	5.17	85
美国	2,460	5,285	115%	8,441	18,594	120%	3.52	57
日本	1,366	3,162	131%	3,179	7,731	143%	2.45	26
欧洲	2,620	4,826	84%	8,322	15,851	90%	3.28	47

备注：1) HNWI (high net worth individual) 是指，拥有的可投资资产大于一百万美元的人群，资产不含自住房产、收藏品和耐用消费品；2) 奢侈品消费规模是指该国国籍的消费者消费金额的总规模，不限消费地域

资料来源：Capgemini，方正证券研究所

图表23： 中国奢侈品消费与收入增速



资料来源：国家统计局，Bain，方正证券研究所

图表24： 日本奢侈品消费与收入增速



资料来源：日本统计局，方正证券研究所

3.3.2 贫富差距

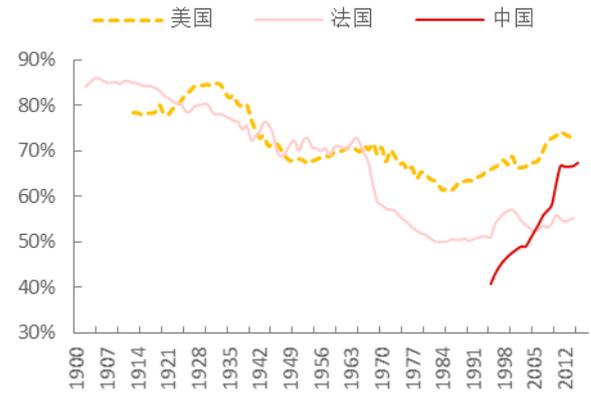
世界各国的经济发展，都伴随着贫富差距的增大。二战（1945年）后的美国、日本，改革开放后的中国等多个经历高速发展的经济体都体现出了相同的特点，即贫富差距的迅速增大。理论上，奢侈品属于收入需求弹性大于1的商品，因此在人均收入相同的情况下，贫富差距越大，奢侈品消费的支出占总支出的比例越高。CLEWI（Cost of Living Extremely Well Index）是由福布斯杂志发布的、衡量一篮子顶级奢侈品价格的指数，从1976年到2010年，（美国）CPI翻了4倍（日本1.6倍、中国5.5倍），但CLEWI翻了9倍，涨幅是CPI的两倍以上。意味着即使没有通胀，2010年维持同样程度的奢侈生活方式，相比1976年，所需付出的代价也是翻倍的，这估计是和贫富差距拉大、高收入阶层掌握的财富占比提升有关。

图表25： 中美日法前10%人群收入占总收入比例



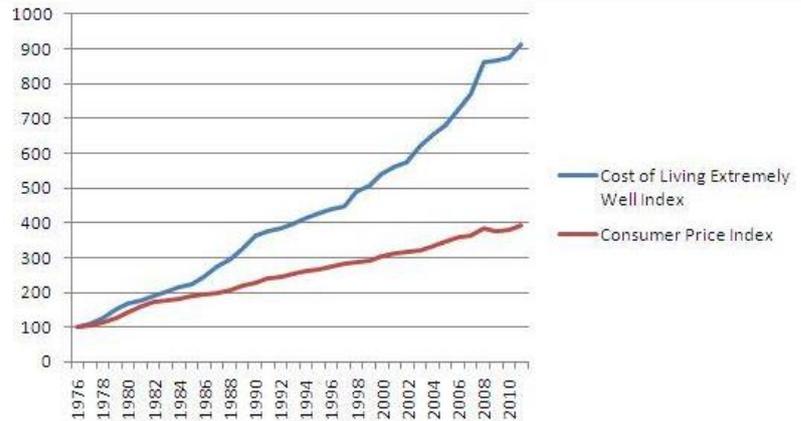
资料来源：世界财富与收入数据库，方正证券研究所

图表26： 中美法前10%人群资产占总资产比例



资料来源：世界财富与收入数据库，方正证券研究所

图表27： 奢侈品价格的上涨速度快于CPI(美国)的增长速度



资料来源：Forbes，方正证券研究所

但实际上，奢侈品企业提供的商品中，既有供给高净值客户的“绝对奢侈品（Absolute）”，也有大量面向中高端客户群、单价稍低的商品（Accessible）：年均消费奢侈品 500 欧元以下的人群仍贡献了近 1/3 的市场份额，而且通常这些更大众化的商品反而是奢侈品品牌的重要利润来源。因此如果贫富差距过大，中产阶级比例降低，对奢侈品行业来说未必是好事。有研究表示，21 世纪以来奢侈品行业的增长主要是来自于奢侈品的“大众化（democratization）”，即中产阶级相关支出的增加。

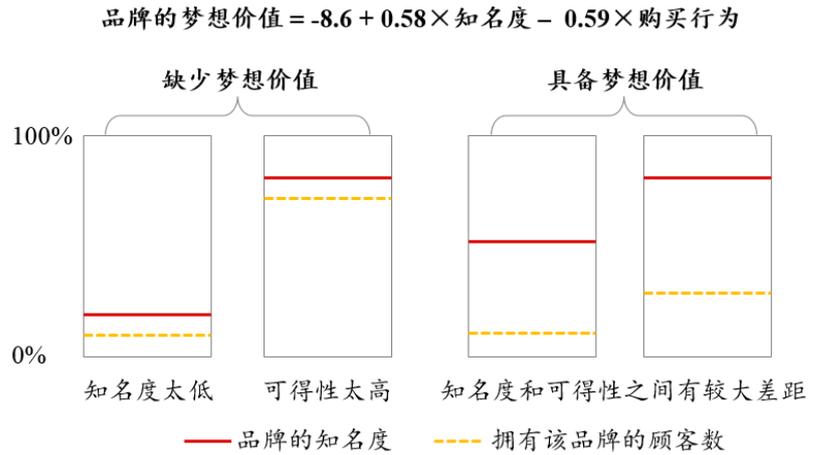
4 奢侈品品牌经营特点：在增长和品牌价值维系之间寻找平衡

4.1 衡量奢侈品品牌的价值：梦想方程式

奢侈品品牌的价值在于其知名度和可得程度之间的差距。Dubois 和 Patemault（1995）利用瑞士研究机构 RISC 1990 年在美国做的奢侈品消费相关调查数据（样本 3000 人），做了一个研究，他们将消费者对某个品牌奢侈品的渴望程度定义为奢侈品的品牌价值，称之为“梦想价值（Dream value）”，研究结果表明品牌的梦想价值和其“知名度（Awareness）”呈显著的正相关，而和品牌的“可得性（Purchase）”呈显著的负相关，即要提升品牌的梦想价值，就要提升知晓品牌的人数和真正购买品牌的人数之间的差距。

这个结果其实非常好理解，因为一个品牌必须知名度高才有象征性的力量，但如果该品牌被购买的容易程度很高，就失去了划分社会阶层的作用，也无法给客户带来独一无二的感觉。而且这个结论也在奢侈品品牌的实际运营过程中被验证：很多品牌在短期利益驱动之下，进行了过多的授权，导致了品牌产品的泛滥，反而影响了品牌形象和长期盈利能力。根据 Interbrand 发布的全球最具价值 Top 100 榜单中，上榜奢侈品品牌增值最快的 Chanel 和 Hermès 等都是知名度非常高的品牌，且把商品的传播范围控制得较好。

图表28： 奢侈品品牌的梦想方程式



资料来源：Dubois 和 Patemault (1995)，方正证券研究所

图表29： 2009、2018 年进入 Interbrand 前 100 名的奢侈品品牌

品牌	2009 年		2018 年		品牌价值增幅 %
	排名	品牌价值(百万美元)	排名	品牌价值(百万美元)	
Louis Vuitton	16	21,120	18	28,152	33%
Chanel	59	6,040	23	20,005	231%
Hermès	70	4,598	32	16,372	256%
Gucci	41	8,182	39	12,942	58%
Cartier	77	3,968	67	7,646	93%
Tiffany	76	4,000	83	5,642	41%
Dior	-	-	91	5,223	-
Burberry	98	3,095	94	4,989	61%
Prada	87	3,530	95	4,812	36%
Rolex	68	4,609	-	-	-
Armani	89	3,303	-	-	-

资料来源：Interbrand，方正证券研究所

4.2 产品和品类的开发与管理

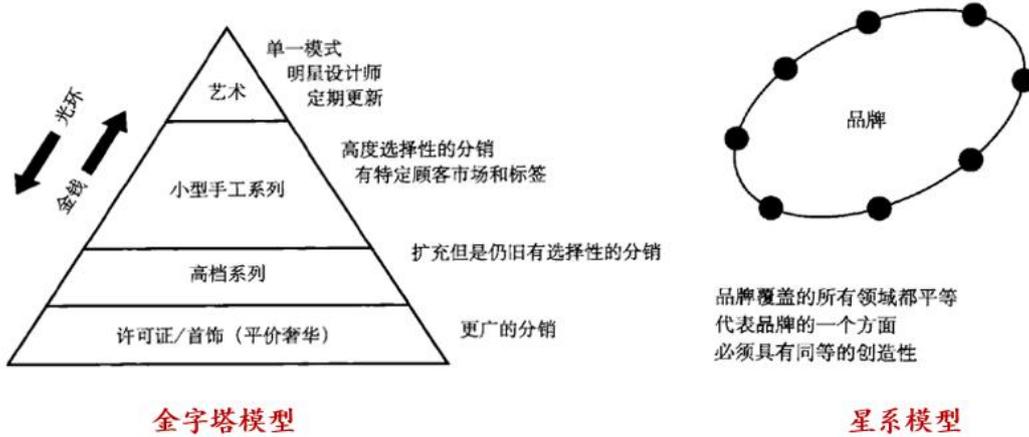
4.2.1 品牌和产品的延伸：金字塔模式为主

品牌在壮大的过程中通常都伴随着品类的扩张。大多数奢侈品品牌都是由单一品类、单一品牌起家，后来在发展的过程中，为了适应市场需求及扩大市占率，会逐步增加产品线，甚至有的品牌会根据品类和产品档次的不同设立不同的品牌线例如 LV 是从皮具起家，Gucci 和 Dior 是从服饰起家，现在而现代这些品牌基本都覆盖了奢侈品的全部核心品类。

通常品牌品类的延伸有两种模式：一种模式是**星系模式**，即围绕着一个主品牌延伸出不同的子品牌，各子品牌根据不同用途、场合提供不同产品，使用该模式最典型的是 Ralph Laurens，其 Polo 线是休闲运动系列、紫标系列满足更正式场合需求。另一种是**金字塔模式**，由上至下、由高端到低端设立不同产品及不同品牌副线，这是多数品牌采用的方法，通常金字塔顶端是最核心、价格最高的品类/品牌，知名度高但销量小，基本不盈利；金字塔底部是定价较低的产品，受众

广、销量大。多数奢侈品品牌采取的战略是，对顶端的产品给予最高的营销投入、最大的曝光量以提升品牌整体的定位和档次，从而提升金字塔底部产品的定价能力与销量，进而实现盈利。

图表30： 奢侈品进行产品和品牌延伸的两种模式



资料来源：《奢侈品战略》，方正证券研究所

Armani 是典型的以金字塔模式进行品牌延伸的企业。Armani 是以服装起家，处于其金字塔顶端的是其高级定制服装品牌 Armani Privé，虽然能购买的客户极少，利润微薄或不盈利的，但每年都要参加时装周广泛宣传；往下是高级成衣品牌 Giorgio Armani（美国官网价格：连衣裙 1~3 千美元），底部是时装品牌 Armani Exchange（连衣裙 100~150 美元）。Armani 集团在开拓新市场的时候，通常都是让更高端的品牌 Giorgio Armani 先进入，当 Armani 的品牌形象逐渐稳定以后，才会让定位更大众化的 Armani Exchange 进入（Stankeviciute & Hoffmann, 2010）。

图表31： Armani 集团的品牌矩阵

	Women's fashion	Men's fashion	Children's fashion	Watches	Beauty	Home	Services	Other
高端	Armani Privè			Armani Privè (incl. Jewelry)	Armani Privè Perfume		Armani Hotels & Resorts	
	Giorgio Armani	Giorgio Armani			GA Beauty (incl. Perfume)	Armani Ceea Armani Dada Armani Roca	Armani Spa Armani Risorante	Armani Mercedes
	Armani Collezioni	Armani Collezioni					Armani Bar	
	Emporio Armani EA7	Emporio Armani EA7	Armani Baby	EA Watches	EA Perfume		EA Caffè	EA Samsung Moblie
	Armani Jeans	Armani Jeans	Armani Junior				AJ Caffè	
			Armani Teen					Armani Dolci
								Armani Fiori
								Armani Libri
大众	Armani Exchange	Armani Exchange						

资料来源：Brand Leadership，方正证券研究所

4.2.2 设置入门款产品

奢侈品品牌通常会设立入门款产品来吸引新的客户，帮助他们进入到这个品牌世界。由于新顾客对于品牌没有全面的认识，入门产品

必须有着鲜明的品牌特点，且相对容易获得。入门产品的设置目标不是其本身的销量，而是让顾客对品牌有初步了解，了解了整个系列后买更贵的产品。例如爱马仕的经典款 Kelly 和 Birkin 系列价格通常在十几万、几十万元，且通常需要购买足够额度的爱马仕其他产品才有购买资格，而其入门款 Evelyne 和 Herbag 等价格仅为 2~4 万元，且 Herbag 在造型上和经典款 Kelly 非常相似，非常有品牌辨识度。

图表32：爱马仕的入门款和经典款



资料来源：寺库APP，方正证券研究所

4.3 渠道扩张：提升零售渠道比例是趋势

奢侈品品牌在扩张过程中对渠道的选择受多方面的影响，一是自身的能力和资源禀赋，比如 LVMH 和 Richemont 能执着地保持着高自营店比例和集团自身的实力有关；二是和新进市场的客观条件有关，例如在初进日本市场的时候，各品牌采取的是授权分销/经销的方式，当日本当地的生产工艺和设计能力提升到一定程度时，各品牌开始通过授权许可的方式把设计、生产和分销都外包给当地企业。但是**总体的变化趋势是：随着企业综合实力的增强及市场的成熟，他们更倾向于增加对终端渠道的掌控能力。**

4.3.1 授权经销：充分利用当地渠道商资源

授权分销主要是品牌将产品以批发的形式销售给经销商，由经销商来进行终端销售，或再进行下一级的分销。经销商通常是百货商店、（手表、酒类）专业连锁零售商等，终端销售的模式包括单品牌店和品牌集合店，通常终端的零售商会提前半年向品牌商或其授权分销商下采购订单。

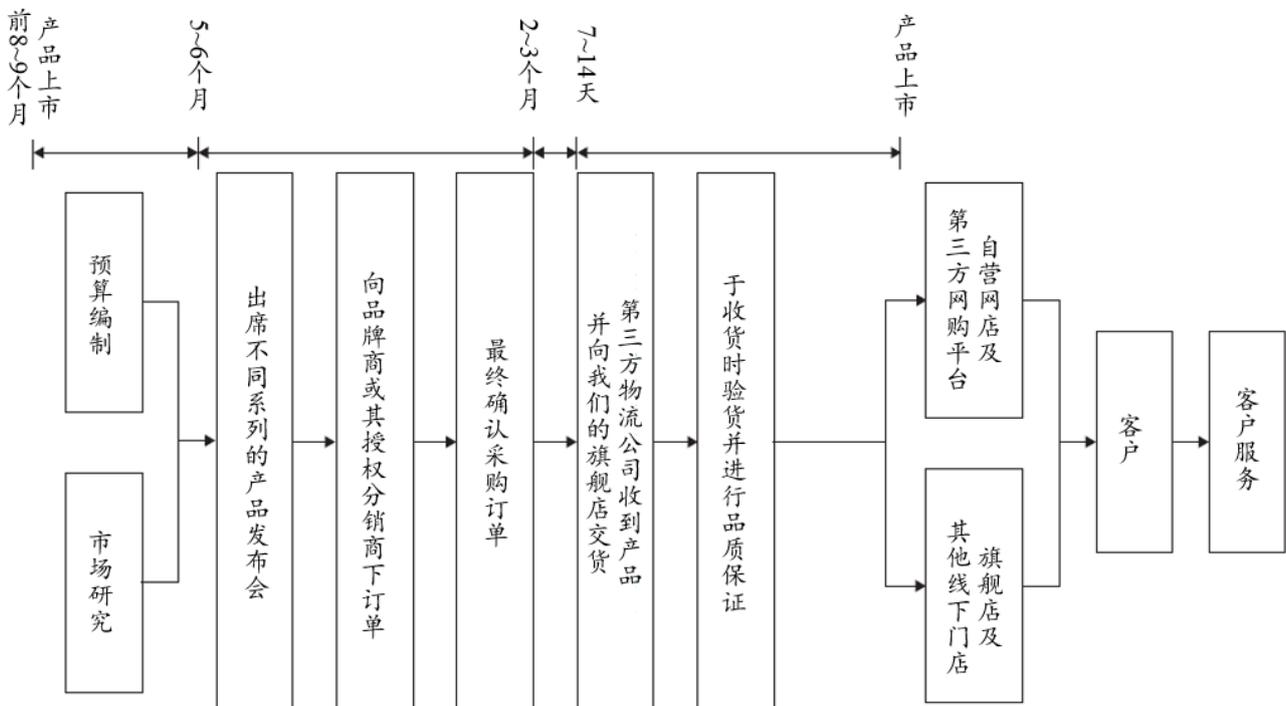
相比品牌商，当地的经销商通常可以拿到更优质的门店资源。不少品牌在进入新的市场时会和当地经销商合作，例如日本的 Sun Motoyama，创始人茂登山长市郎在上世纪 50 年代就去和欧洲的各品牌谈合作，在 60 年代在日本开出了第一批奢侈品门店（含单品牌店和多品牌店）：1961 年获得 Ferragamo 和 Bally 的销售权，1962 年获得了 Gucci 在日本的独家销售权，1964 年获得了 Hermès 在日本的独家销售权。而直到 80 年代，这些品牌才进入日本开设直营店。

图表33: 日本奢侈品零售商 Sun Motoyama 开设的门店



资料来源: 公司官网, 方正证券研究所

图表34: 香港奢侈品零售商妙思集团的业务流程



资料来源: 妙思集团招股书, 方正证券研究所

图表35: 香港奢侈品零售商妙思集团的毛利率和净利率

	FY2017	FY2018	FY2019
毛利率%	13.2%	14.3%	13.6%
净利率%	3.9%	4.5%	3.8%

资料来源: 妙思集团招股书, 方正证券研究所

手表和酒类产品是较多采用授权经销模式的品类。Swatch Group (之后简称 SG) 就是采取授权经销的方式拓展中国市场的。SG 集团在中国市场是和亨得利、英皇钟表珠宝及 Peace Mark (2008 年被周大福收购) 等钟表经销商/零售进行合作, 这些经销商经营的业务不止零售和批发, 还有房地产, 因此有丰富的门店资源: 例如亨得利的零售门店数由 2005 年的 51 家增长至 2016 年底的 446 家, 批发客户由 300 家增长到 400 家。SG 集团除了向亨得利分销产品, 还持有亨得利集

团 9.39% 的股份（截至 2018 年），并在亨得利的董事会占有一个席位；此外双方在 2003 年还成立了合资公司，负责 Rado 和 Omega 品牌手表在中国地区的分销。

4.3.2 授权许可(Licensing): 进入新市场及经营非核心品类常用方法

授权许可是上世纪 70~80 年代被奢侈品品牌广泛运用的方法，指的是品牌方（Licensors）把自己的品牌商标使用权授予另一方（Licensees），被授予方可以在一定的地域和品类范围内设计、生产、营销和分销该品牌的商品，同时会付给品牌方授权费（royalties），通常是销售收入的一定比例。授权许可通常是奢侈品品牌开拓新的市场或开发新的品类使用的方法，尤其是对于一些规模不大的品牌（例如 Tom Ford 和 Marc Jacobs 等设计师品牌）。授权许可开始被广泛使用是上世纪 50 年代 Dior 进入美国市场的时候，也是 Dior 最先建立起奢侈品行业的授权许可管理体系。

对于眼镜和化妆品等需要特定研发团队及生产设备的产品，多数成熟品牌仍会选择以授权许可的方式来经营。例如 Luxottica 集团是很多品牌的眼镜产品授权许可合作方，负责其品牌眼镜的研发、生产和销售，并要向合作品牌缴纳品牌授权费，截至 2018 年，向 Luxottica 授权眼镜业务的品牌包括 Giorgio Armani 旗下各品牌、Burberry、Chanel 和 Prada 等，2018 年，公司向各品牌缴纳的品牌使用费达 1.55 亿欧元；Coty 集团是众多品牌的香氛产品授权许可商，截至 2018 年 6 月，其合作的品牌达 31 个，包含 Gucci、Burberry、Tiffany 和 Chloe 等。

授权许可的益处：降低拓展新市场和新品类的难度与投资风险。通常进入一个新的国家，品牌商会面临各式关税/非关税壁垒，利用授权许可的方式，不用额外的资本投入，且当地的经销商/制造商有更丰富的渠道和供应链资源、对消费者更了解，是一种风险更低的选择；对于某些非核心品类需要专用生产工具和技术人员（如眼镜、美妆产品等），品牌商自己进行设备和研发的投入显然是不划算的；此外，以授权费的形式赚取收入可以显著改善品牌的盈利能力。

授权许可的缺陷：对商品、渠道和顾客的掌控能力下降。通过授权的方式做，品牌对品质和分销渠道进行监控的难度加大，难免会出现多重渠道、假货、产品泛滥的问题，严重了会影响品牌形象；此外，品牌对市场和消费者需求变化的敏感度会下降。

使用授权许可制度成功的关键：1) 保证授权合作方的产品设计调性和主题与品牌总部保持一致；2) 最好建立长期的授权合作关系，这样能保证品牌方和被授权方在长期利益上的一致性，授权合作方不会为了短期盈利做出损害品牌形象的事；3) 品牌方对授权合作方的战略、产品、渠道等多方面进行严格监控。

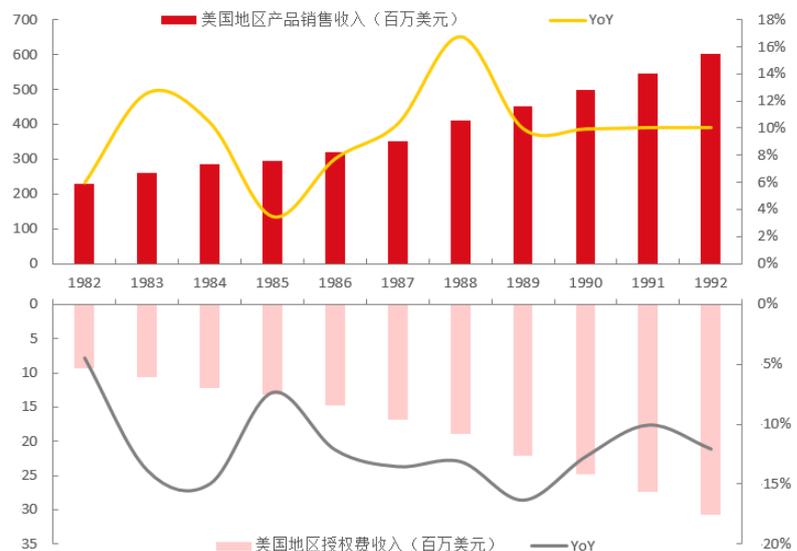
图表36： 奢侈品品牌使用授权许可制度的案例

品牌	案例
Dior	<ul style="list-style-type: none"> • Dior 是最早使用授权许可制度的品牌，其第一个授权的品类（1949 年）是在美国市场的男士领带，最初授权许可的产品是被严格管理的，Dior 先生本人或创意总监会亲自对授权许可的产品的设计风格和质量进行检查并提出建议； • 到了 60~70 年代管理逐渐松懈，品牌的价值也开始被稀释； • 80 年代开始，Dior 重新抓紧了对授权的产品的管理，首席设计师会定期去纽约对授权的产品进行检查，因此 80 年代 Dior 的产品销售收入和授权许可收入快速提升。

Burberry	<ul style="list-style-type: none"> Burberry 20 世纪 80 年代通过授权许可获得了收入和利润率的大幅改善，但是到了 80 年代末面临了授权泛滥和假货过多的问题； 1997 年新 CEO Rose Marie Bravo 上任，对品牌形象进行重新定位，也对公司的品牌授权许可进行整顿，在1998~2002 年间授权许可的数量从 32 个减少到 13 个（部分是通过收购的方式，例如 2000 年收购了西班牙地区的授权合作方），这 13 项授权被严格监管，主要分为两类：一个是在日本地区，和 Sanyo Shokai 公司（日本大型服饰生产和销售商）、Mitsui（日本大型贸易公司）签订了 10 年授权协议；另外一个针对一些战略性品类（例如香水、眼镜、手表、儿童服饰等 Burberry 不擅长的品类）做的授权。
Calvin Klein	<ul style="list-style-type: none"> CK 是授权许可使用的典型反面案例：品牌早期定位高端，但是由于授权的产品太多（1999 年 90% 的收入来自品牌授权费），逐步失去对产品和渠道的控制：2000 年时 CK 曾经起诉过他们的授权制造经销商 Warnaco（负责 CK 牛仔产品、内衣和泳衣的制造和分销），认为他们生产的 CK 品牌产品质量不达标，且销售渠道过于泛滥（例如通过 Costco、BJ's 等仓储超市销售 CK 品牌的牛仔系列产品），但最终败诉。2000 年左右 CK 的品牌在消费者心中的定位下滑，以至于当时美国部分奢侈品百货拒绝销售 CK 品牌的产品； 2003 年 PVH 公司收购了 CK 后，逐步收回部分授权，品牌形象有所改善（2012 年时 PVH 以 29 亿美元收购了 Warnaco），Bergdorf Goodman 和 Saks 5th Avenue 等精品百货也接受了 CK 旗下的高端系列 Calvin Klein Collection 的入驻，但CK 在消费者心中的形象已不再是奢侈品。

资料来源：Business History，方正证券研究所

图表37：Dior 80 年代加强对授权许可的监管后业绩高速增长



资料来源：Global Luxury，方正证券研究所

授权合作方对奢侈品品牌商的经营策略有较大影响，比如在 80 年代末，日本的设计和生产工艺改善了很多，当地的奢侈品授权合作方觉察到了当时中产消费者对于奢侈的狂热，所以主动进行了一些低客单的非核心品类开发，比如拖鞋、毛巾、雨伞等，并新设专卖店进行销售，日本奢侈品的用户基数和总体销售收入迅速扩大，可以说**授权合作方在 80~90 年代奢侈品“平民化”过程中扮演着重要的作用**。

由于授权许可的方法可以在短期内改善品牌的业绩，因此不少品牌在 80 年代的时候出现授权泛滥的问题（比如 Dior、Gucci、YSL 和 Burberry 等），然后 90 年代和 21 世纪初开始进行整改，开始收回授权。

目前大多数品牌都在对利润的追逐和品牌形象维护之间找到了一定平衡。

4.3.3 自营店：对终端的掌控能力最强

对品牌商的要求最高，投入和风险最大，要自己解决门店选址、选品和仓储物流等问题。通常品牌会在比较成熟的市场采取直营店的方式来进行拓展，比如欧洲的奢侈品品牌其实早在 1950s~1960s 就通过授权分销商或授权许可的模式进入日本市场了，但直到 1970s~1980s 才开始进入日本设立分公司、开设自营店：Gucci 1972 年设立第一家日本自营店，Chanel 1980 成立 Chanel K.K.，LV1981 年设立日本子公司，Hermès Japon 设立于 1983 年，Richemont Japan 成立于 1989。也有品牌会和当地的零售商成立合资公司进行直营店的开设，比如 Prada 就和中东地区的奢侈品零售商 Al Tayer Insignia 在迪拜成立合资公司，负责公司中东地区的直营店开设。

自营店是维系品牌形象最好的渠道拓展方式，因为品牌商在自营模式下可以对所有环节进行把控，而且自营店的增加也会增加品牌商对于渠道商的话语权。在各奢侈品企业中，LVMH 集团是对终端掌握要求最高的企业之一：在 LVMH 集团进驻日本开设子公司时，由于多样的分销渠道，会出现同一个产品不同价的情况，1981 年 LV 日本分公司设立后，LVMH 集团将所有的经销权、代理权和进口权全部收回，并自己来管理商品的生产供应和物流，保证日本国内 LV 产品价格的统一性，LVMH 在 2000 年收购 Fendi 时终止了和其日本制造商的授权合作协议以提升对品牌的掌控力。

自营店中有一个比较特殊的门店类型是旗舰店，是为了提升品牌的知名度和维持品牌形象的，这些门店往往开在某个地区最佳的商业区位，面积通常也比普通的自营店大，品类十分齐全，盈利不是目标，建立品牌形象是旗舰店的主要作用。比如 2014 年爱马仕在中国的第一家旗舰店“Hermès Maison”就开在上海最繁华的商圈淮海路上，建筑面积达 1,174 平米，共 4 层，是中国爱马仕产品最齐全的门店，涵盖了箱包、丝巾、家居等产品，且第四层为展示空间，定期会举办和爱马仕相关的不同主题展览。

图表38：爱马仕上海旗舰店

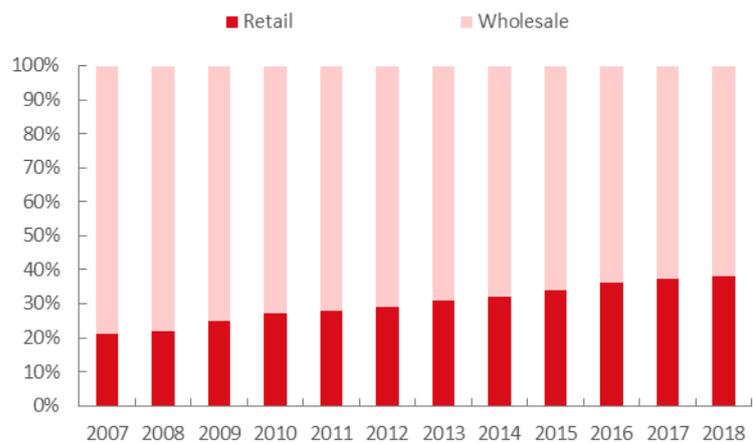


资料来源：搜狐，方正证券研究所

为了获得更好的门店资源，奢侈品集团会进行渠道商收购，或涉足地产业，典型的代表是 LVMH 集团和 Richemont 集团。Richemont 集团从 90 年代中期就开始有意识地提升自有零售渠道的比例，一方面是依靠自己开店，一方面是依靠收购，比如 2006 年集团收购了 Montblanc 在中国地区的 64 家门店；Richemont 的全资子公司 Richemont Asia Pacific 的众多管理层都有地产行业的从业经验或资源。LVMH 集团下的投资公司 L Capital Asia 2008 年的时候曾收购新加坡的腕表零售商先施表行 (Sincere Watch)，其帮助集团拓展了乌节路、金沙酒店等多个核心购物中心的门店；LVMH 旗下另一个公司 L Real Estate 则与何鸿燊旗下的澳娱集团共同投资建立了上海尚嘉中心 L'Avenue，LVMH 集团旗下的多个品牌入驻商场（虽然后续的经营情况不佳）。

随着奢侈品行业的逐渐成熟，奢侈品通过自营零售销售的比例在提升。根据 Bain 的数据，以自营零售方式销售的奢侈品占比由 2007 年的 21% 提升到了 2018 年的 38%（批发占比高的原因之一是手表品类通常是以批发的形式进行销售）。这一方面是和百货业态的逐步式微有关，同时也说明了当奢侈品品牌的运营能力逐步提升时，他们更倾向于去提升对终端渠道的掌控度，比如历峰集团和 Gucci 近年来零售模式的占比都在不断提升。

图表 39：全球奢侈品行业零售渠道占比在提升



资料来源：Bain，方正证券研究所

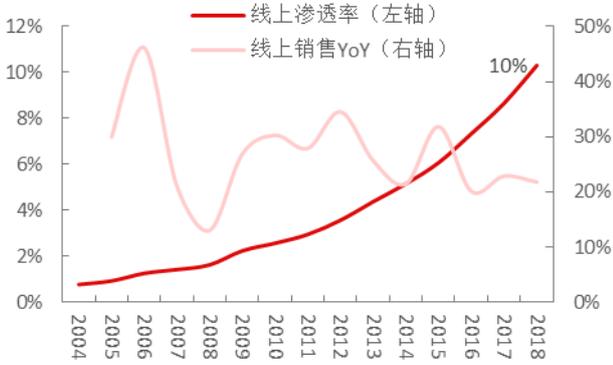
4.3.4 电商：是销售渠道，也是赋能线下的数字化营销和服务平台

绝对高端的奢侈品的属性其实和电商渠道的属性其实是不相容的：奢侈品消费的不仅是商品本身，服务也是消费的一部分，且有时服务带有专属性质（例如和门店的店员建立面对面的、长期的联系等），这是线上渠道目前较难实现的；此外，奢侈品还有刻意维持的稀缺性、价格体系模糊、不关注性价比等特点，这些和电商的便捷性、明码标价、以促销方式引流与自动化的非人工服务等特征是存在一定矛盾的。因此，一些绝对高端的奢侈品品牌，即使近年来并没有在线上渠道投入太多资源，同样实现高速增长，比如爱马仕。

但近年来，奢侈品的线上渠道占比出现较快的提升：全球奢侈品的电商渠道占比由 2008 年的 1.6% 提升到 2018 年的 10.3%，而中国的线上渗透率更高，达 18%。这是因为：1) 消费者花在线上的时间的增加，线上渠道为品牌和消费者沟通的沟通提供了新途径，因此品

牌涉足线上渠道的重要战略意义在于增加品牌和产品的曝光量，将电商作为一个新的营销平台；2) 对于香水彩妆等非核心品类，一些轻奢品牌以及非当季促销产品，对产品的配套服务要求不高，是适合线上销售的（比如说 Chanel 的官网及天猫旗舰店仅出售香水美妆产品，而对于服装、皮具和珠宝仅提供展示）；3) 线上渠道在供应链和客户信息数字化管理方面更有优势，可以帮助改善线下门店的体验。

图表40：全球奢侈品线上渠道渗透率



图表41：中国奢侈品线上渠道渗透率

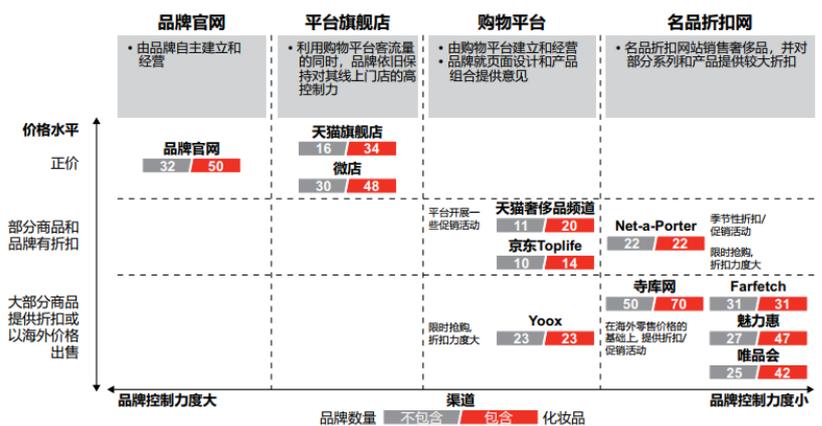


资料来源：Bain，方正证券研究所

资料来源：Bain，方正证券研究所

目前，奢侈品的线上渠道分为四种：第一种是品牌官网，目前各大奢侈品品牌几乎都有自己的官网；第二种是垂直型的电商网站，比如英国的 Farfetch、YNAP 集团旗下的几个网站、中国的寺库等；第三种是综合型电商中的奢侈品部门，例如天猫的 Luxury Pavilion、京东的 Toplife（后被合并进 Farfetch）等；第四种是二手奢侈品交易平台，例如美国的 The Realreal 和中国的红布林 Plum。其中，垂直型电商平台和综合电商平台，除了品牌入驻之外，也有一些买手店入驻（Farfetch），平台也会自己采购。此外，YNAP 旗下的 YOOX 和 THE OUTNET 不仅有自身的电商平台，同时也为品牌提供搭建/运营官网的服务，目前合作的品牌包括 Armani、Chloe 和 Balmain 等。

图表42：奢侈品品牌在中国线上渠道的布局情况



备注：截至 2019 年 2 月，统计含 76 个奢侈品品牌（20 个化妆品、26 个珠宝和腕表、30 个服装、鞋履和包袋）

资料来源：Bain，方正证券研究所

图表43： 各类型奢侈品电商平台概况

平台	描述
垂直型电商平台	
Farfetch	2008年成立，2018年平台GMV达14.1亿美元。以平台模式为主，收购的买手店 Browns 会产生部分自营收入，平台上的卖家包括奢侈品品牌商（382个），及买手店等奢侈品零售商（640个）。京东2017年3.97亿美元入股公司，2018年底持股16%，为最大股东，京东的奢侈品平台 Toplife 于2019年2月并入公司。2018年2月，Chanel入股公司，双方将展开长期合作，为消费者提供数字化的线上线下一体化服务。2018年9月公司上市，目前市值约35亿美元。
YNAP	2015年，由2000年成立的 YOOX 集团和 THE NET-APORTER 集团合并而成。旗下共有4个电商平台，其中 YOOX 和 THE OUTNET 同时也为奢侈品品牌提供官网运营服务，目前合作的品牌包括 Armani、Chloe、Balenciaga 和 Balmain 等。2017年集团实现收入20.9亿欧元。2018年6月公司被历峰集团收购后退市，目前为历峰集团全资子公司。2018年10月阿里和公司成立合资公司开展合作。
寺库	2008年成立，最初是提供奢侈品相关服务，2013年推出奢侈品线上商城。公司以自营模式为主，2018年线上渠道实现GMV 77.3亿元人民币（占中国奢侈品线上市场的25%）。2017年公司赴美上市，目前市值约4亿美元。2018年7月，LVMH集团旗下私募基金 L Catterton Asia、京东集团与公司宣达成战略合作，通过此次合作，寺库将获得1.75亿美元的投资。
综合电商平台	
天猫	2017年8月2日，天猫上线奢侈品频道 Luxury Pavilion，定向邀请奢侈品品牌入驻，只向部分达到特定消费标准的消费者开放（或在手淘搜索“Luxury Pavilion”也可进入）。截至2019年6月，入驻的奢侈品品牌超过110家，包括LVMH集团、Armani和Chanel等品牌的美妆产品。
京东	2017年10月上线奢侈品平台 Toplife（独立APP），京东为其开通了航空运输专线和京尊达白手套服务，但运营情况并不理想，2019年7月并入京东投资的 Farfetch。

资料来源：公司公告，方正证券研究所

4.4 营销：广告触达人群大于目标客群，加大数字化营销投入

奢侈品品牌广告的触达人群大于奢侈品品牌的核心目标客群。奢侈品的溢价主要来源于其知名度与其可得性之间的差异，因此奢侈品营销的目的，一是为了获取目标客群，二是尽可能地让更多的人对品牌有认知，即使这些客户并非奢侈品的消费者，这样奢侈品品牌“社会标签”的作用才得以发挥。因此品牌通常会选择明星或者对于其他大众消费品品牌来说性价比不高的“头部”KOL进行品牌的宣传。

数字化营销是趋势，尤其是社交媒体营销。由于服装、箱包等奢侈品同时又有时尚消费品的属性，因此信息的快速传递对于品牌来说是必要的。根据BCG与腾讯发布的调查数据，虽然中国消费者购买奢侈品的主要场景仍是线下，但是有近70%的消费者的消费决策是受线上信息影响的。根据Bain公司的数据，从2015~2018年，中国市场头部40个奢侈品品牌数字化营销的投入翻倍，占总营销投入的比例从35%提升到60~70%，而这其中的40~70%是投放在微信的。微信根据用户的互动行为及广告效果评选出的19Q1用户最喜爱的朋友圈广告Top 10中，有6个广告属于奢侈品品牌。

图表44： 中国消费者决策/购买奢侈品的方式

	一线城市	二线城市	三线及以下
线上决策线下购买	64%	56%	51%
纯线下	28%	29%	27%
纯线上	8%	9%	16%
线下决策线上购买	1%	5%	6%

资料来源：BCG × Tencent Luxury Study 2018，方正证券研究所

图表45： 用户最喜爱的朋友圈广告 Top 10 中有多个奢侈品品牌

19Q2	19Q1	18Q4	18Q3	18Q2	18Q1
GUCCI	微故宫	法拉利中国	雷克萨斯中国	Airbnb 爱彼迎	BYTON 拜腾
卡地亚 Cartier	刘涛	GUCCI	vivo	BYTON 拜腾	魅蓝手机
杨幂 (雅诗兰黛)	麦当劳	芬兰航空 Finnair	NextIdea 腾讯创新大赛	vivo	铂金 Platinum
别克	王者荣耀	JoMaloneLondon 祖玛珑	Tiffany 蒂芙尼	玛莎拉蒂中国	Apple
施华洛世奇	华为终端	HERMES	梅赛德斯-奔驰	雅诗兰黛	京东 JD.COM
Dyson 戴森	兰蔻 LANCOME	Tiffany 蒂芙尼	卡地亚 Cartier	IDo 官方	Tiffany 蒂芙尼
香奈儿 CHANEL	卡地亚 Cartier	ALIENWARE	杜蕾斯	Tiffany 蒂芙尼	绝地求生 全军出击
胡歌 (凯迪拉克)	VanCleef & Arpels 梵克雅宝	创益计划	一汽大众汽车	绝对 MINI	伊利牛奶
梅赛德斯-奔驰	雷军 (小米)	大疆灵眸 手持云台	Timberland 中国	Apple	星巴克中国
水井坊	瑞士天梭表 Tissot	卡地亚 Cartier	玛莎拉蒂中国	京东 JD.COM	雪花啤酒 勇闯天涯

备注：Top10 是基于用户的互动行为及广告效果数据指标选取；表格内的排名仅为投放的先后次序

资料来源：微信广告，方正证券研究所

4.5 多品牌奢侈品集团的协同效应

大部分情况下，奢侈品集团对品牌进行收购是一个双赢的过程：

对于品牌来说，可以利用集团在原料供应、渠道扩展、财务、后台管理方面的资源，特别是对于销售规模不大的品牌，通过自身的资源进行全球扩张难度很大，加入成熟的集团更利于将品牌资产变现；

对于集团来说，他需要不同的品牌来丰富自己的品类/产品/形象矩阵。有两个好处：第一，全球各地的消费者的喜好是多样化的，不同品牌代表的个性和形象不同，更多的品牌可以帮助集团获得更多的用户，从而改善盈利；第二，奢侈品通常有时尚产品的属性，行业热点变化很快，单一品牌很难做到每一季的产品都受欢迎，因此多品牌经营可以帮助集团降低业绩的波动性。

品牌经营的不同环节协同效应是不一样的，有些环节，例如设计创意方面，由于各品牌需要保持形象的独立性，因此品牌间合作的效益是不大的，甚至有的品牌因为共用设计师而产生负面影响（例如在 Tom Ford 同时担任 Gucci 和 YSL 成衣设计师的后期，就因两个品牌

风格过于相似引起争议);但在有的环节,品牌是可以通过共享资源来提升经营效率的,比如非核心原材料采购、仓储物流、后台管理等。

图表46: 不同品类的奢侈品在不同环节的协同效应的大小

	时装	皮具	钟表	珠宝	化妆品	酒	综合
生产制造							
采购							
供应链							
设计研发							
物流							
仓储							
售后							
人力资源							
IT和ERP							
营销							
媒体合作							
地产资源							
后勤							

备注: 黑色面积越大代表协同效应越强

资料来源: Marketing Review St Gallen, 方正证券研究所

4.5.1 渠道拓展方面的协同

对于一些非头部品牌,进入新的市场,想获得优质区位的门店是有难度的(尤其在自营模式下),但可以依靠集团内的明星品牌的溢价能力来和渠道商谈判。例如历峰集团下的一些珠宝/钟表品牌的渠道拓展受到了 Cartier 品牌的帮助, LV 品牌对于 LVMH 集团旗下其他品牌的渠道拓展也有正向效应。

4.5.2 产品的交叉供应及内部资源共享

奢侈品为了保持品牌的口碑和品质,核心品类的生产必须自己掌控,但非核心品类是可以由外部供应商供给的,因此同一个集团内擅长不同品类的品牌可以交叉供应,例如在 Kering 集团内, Sergio Rossi 向 YSL 供给鞋子, Gucci 向 YSL 供应皮具,向 YSL、Boucheron 供应手表, YSL Beaute 向 Boucheron、Stella McCartney 和 Alexander McQueen 供应化妆品。

仓储、物流及外部合作商等资源可以共享。例如 Stella McCartney、Alexander McQueen 和 Balenciaga 被收购后,利用集团资源进行产品开发并得到了集团在物流、仓储方面的支持; YSL Beaute 使用了 Gucci 在美国的仓储, Gucci 的眼镜授权合作方 Safolia 集团也为 YSL 和 Stella McCartney 提供眼镜。

4.5.3 品牌管理战略协同:成功品牌的经验可以复制

90年代初 Gucci 曾陷入困境,损失超过4000万美元,濒临破产,

但 1994 年以来在“Tom-and-Dom”组合的带领下，品牌的运营情况逐渐好转，净利润由 1993 年的-2200 万美元提升到 1998 年的 1.95 亿美元。1999 年 Kering 收购 YSL 时，YSL 同样面临授权许可泛滥、品牌走下坡路的局面，公司采用和重振 Gucci 品牌相似的战略来重振 YSL 品牌，并让 Tom 出任 YSL 的设计师，YSL 品牌的收入由 2001 年的 9000 万欧元增长到 2003 年的 1.5 亿欧元，虽然品牌仍然是亏损的，但是亏损率明显减小。

品牌战略和制定的过程中，管理层起到重要的作用，且优秀的管理人才是稀缺资源，有成功运营经验的品牌可以向集团其他的品牌输出人才；且经过不同品牌的历练，管理人员的经验也会更加丰富。

图表47： Kering 集团利用重振 Gucci 的经验来重振 YSL 品牌

措施	Gucci	Yves Saint Laurent
加强产品的设计和 质量把控	1996 年开始，Gucci 终止或是买回了成衣、鞋和珠宝等产品的 100 项品牌授权，将产品线从 2.2 万个减少到 7 千个，并把产品的生产集中到 45 个当地制造商（并以合伙人的形式和制造商合作以绑定双方利益提升产品质量）。品牌授权费收入占比从 1994 年的 9.7% 降低到 1999 年的 2.5%。	2000 年终止了超过 100 项授权（当时授权许可可达 167 项），并购回了重要品类的授权（女士成衣和珠宝等）；收购了 3 个授权合作的工厂；2003 年授权许可的数量减少到 6 项。
加强对 渠道的 掌控度	1996 年开始，Gucci 开始收购经销商门店，自营店数量占比由 1996 年的 38%（69/180，不含免税店）提升到 2000 年的 71%（131/184）	自营店数量从 2000 年 1 月的 15 家增加到 2004 年 1 月的 58 家，自营店贡献的收入从 2000 年的 32% 提升到 2003 年的 61%。
培育新的 核心品类	1996 年时成衣销售占比仅为 8.6%，公司购回女士成衣的品牌授权后，在 Tom Ford 的带领下 1999 年成衣占比提升至 14.6%，盈利能力大幅改善；皮具收入占比从 1996 年的 60% 降至 1999 年的 40%。	借助集团的资源，新增了 YSL 品牌的配饰、钟表和眼镜（授权）等品类；配饰的收入占比由 2001 年的 10% 提升至 2003 年的 32%。
加大品牌 营销	加大营销投放预算，将营销费率目标维持在 7~7.5%（1993 年时费率仅为 3%）	2001 年开始加大营销投放预算
改善购物 体验	对门店制定了新的主题，并对全球的旗舰店进行了改造	升级了旧的门店；并由 Tom Ford 和建筑师 William Sofield 为 2001 年后新开门店设计门店概念；
设计师	1994 年开始 Tom Ford 担任成衣系列设计师	2000 年开始 Tom Ford 担任所有品类设计师

资料来源：International Journal of Retail & Distribution Management, 公司公告, 方正证券研究所

图表48：“Tom-and-Dom”组合上任后 Gucci 品牌“起死回生”

单位：百万美元	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999
收入（百万）	199	203	264	500	881	975	1,042	1,236
YoY		2.0%	30.0%	89.4%	76.2%	10.7%	6.9%	18.6%
品牌授权费 收入占比%			9.7%	5.7%	4.4%	4.8%	2.5%	2.5%
运营利润	-29	5	32	121	239	237	240	270
利润率%	-14.6%	2.5%	12.1%	24.2%	27.1%	24.3%	23.0%	21.8%

资料来源：公司公告, 方正证券研究所

风险提示

经济增速放缓对奢侈品消费产生负面影响，贸易壁垒给奢侈品企业的跨国经营增加难度

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，保证报告所采用的数据和信息均来自公开合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。研究报告对所涉及的证券或发行人的评价是分析师本人通过财务分析预测、数量化方法、或行业比较分析所得出的结论，但使用以上信息和分析方法存在局限性。特此声明。

免责声明

方正证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司客户使用。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离制度控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“方正证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

公司投资评级的说明：

强烈推荐：分析师预测未来半年公司股价有20%以上的涨幅；

推荐：分析师预测未来半年公司股价有10%以上的涨幅；

中性：分析师预测未来半年公司股价在-10%和10%之间波动；

减持：分析师预测未来半年公司股价有10%以上的跌幅。

行业投资评级的说明：

推荐：分析师预测未来半年行业表现强于沪深300指数；

中性：分析师预测未来半年行业表现与沪深300指数持平；

减持：分析师预测未来半年行业表现弱于沪深300指数。

	北京	上海	深圳	长沙
地址：	北京市西城区阜外大街甲34号方正证券大厦8楼(100037)	上海市浦东新区浦东南路360号新上海国际大厦36楼(200120)	深圳市福田区深南大道4013号兴业银行大厦201(418000)	长沙市芙蓉中路二段200号华侨国际大厦24楼(410015)
网址：	http://www.foundersc.com	http://www.foundersc.com	http://www.foundersc.com	http://www.foundersc.com
E-mail：	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com