

评级： 增持（维持）

分析师：张潇

执业证书编号：S0740523030001

Email: zhangxiao06@zts.com.cn

分析师：郭美鑫

执业证书编号：S0740520090002

Email: guomx@zts.com.cn

分析师：邹文婕

执业证书编号：S0740523070001

Email: zouwj@zts.com.cn

分析师：吴思涵

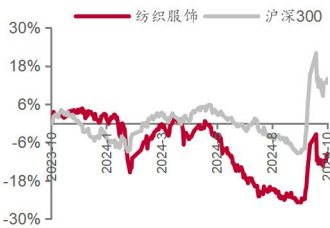
执业证书编号：S0740523090002

Email: wush@zts.com.cn

### 基本状况

上市公司数	105
行业总市值(亿元)	5,802.95
行业流通市值(亿元)	5,318.58

### 行业-市场走势对比



### 相关报告

- 1、《家居补贴持续落地中，运动板块业绩符合预期》2024-08-26
- 2、《海澜&京东开展奥莱全域运营，印尼拟加增纺织品关税》2024-07-08
- 3、《关注 618 大促品牌表现，5 月 纺织出口数据回暖》2024-06-17

### 重点公司基本状况

简称	股价	EPS				PE				评级
	(元)	2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E	
爱马仕	15900.62	317.24	335.16	369.21	414.30	50.12	47.58	43.19	38.49	--
开云集团	1781.78	192.95	100.82	115.79	137.89	9.23	17.60	15.33	12.87	--
PRADA	51.43	2.02	2.41	2.72	3.03	25.44	20.79	18.38	16.51	--
比音勒芬	21.19	1.60	1.92	2.27	2.65	19.86	10.46	8.85	7.57	--
亚玛芬体育	125.63	-2.50	2.84	4.88	6.55	-	46.16	26.86	19.99	--
安踏体育	78.40	3.32	4.38	4.63	5.22	23.12	17.51	16.58	14.70	买入

备注数据来源：盈利预测比音勒芬来自 WIND 一致预期，亚玛芬体育、PRADA、爱马仕、开云集团来自彭博一致预期，安踏体育来自中泰证券研究所，股价截止自2024年10月24日收盘价

### 报告摘要

- 我们认为奢侈品需求的底层逻辑是“个体在民主社会中的自我定位”需求。奢侈品商业模式本质是：提供符号，满足顶尖用户在社会中的定位需求，以获得回报及变现。奢侈品的供给可以理解为发行社交货币，维持币值稳定，最大的原则是维持“稀缺”。奢侈品的需求总是供给（即销量）的负函数，克制供给，营造供不应求的卖方市场，是维护定价权的关键。而供给-需求缺口越大的奢侈品牌，越不容易在需求的波动中脱离卖方定价权区域，韧性越强。
- 立足当下，随着中国增长斜率放缓，全球奢侈品行业进入存量“新常态”，行业分化将愈发剧烈。体现于核心及非核心客户的分化：1%的核心顾客贡献了21%的需求，收入对其消费的影响极小，消费波动率比非核心客户低5倍；99%的非核心顾客贡献了79%的需求，但其在宏观经济中波动极大。核心客户认可度高的品牌，在下行期韧性更强，也更容易在下行期不变形，更易取得平缓穿越周期的效果。
- 我们发现奢侈品赛道上最好的“单品牌”公司爱马仕，反而比最好的“多品牌”公司 LVMH 更加稳健。爱马仕过去 14 年间取得了行业中最高的收入、利润增速、ROE，且波动率均最小。因为多品牌公司在增加品牌的同时，往往增加了非核心客户占比，并不能“分散风险”。时尚驱动的品牌，往往短期增长快，但也容易在退流期陷入买方市场的窘境。因而奢侈品最稳健的增长模式是放弃时尚，持续提升声望，引导需求曲线缓慢而持续的外移，以远低于买/卖方市场分割点的量克制供给，以实现品牌符号在时空中的最大化变现。
- 爱马仕如何打造奢侈品运营典范？1) 不断强化品牌声望，实现需求曲线的可持续外移；2) 克制供给，稀缺性强化符号价值。我们测算，爱马仕核心款 Birkin 的保有人数只占有奢侈品消费者的 0.04%。极致的供不应求带来的超强定价权，使得爱马仕可以抵御周期，在门店数量减少时增长完全由同店驱动。通过“配货”引导顾客进行非核心品类消费，运营成果优异。
- 如何把握奢侈品投资机会？1) 长期维度，建议在周期底部等待合适价格，关注爱马仕 (RMS.PA) 的机会；2) 短期维度，交易时尚弹性。品牌从停滞到引领时尚的趋势性很强，因此可以捕捉短期右侧弹性机会。关注右侧的 Prada (1913.HK)、左侧的 Gucci (开云集团 KER.PA)；3) 我们认为奢侈品门槛虽高，但坚守“原则”的重要性，远远大于品牌的“资源禀赋”。从品牌历史来看，真正使爱马仕出类拔萃的是洞察逻辑后的克制运营。中国企业有成功操盘奢侈品牌的战绩，未来亦有望继续证明自己的潜力。建议关注比音勒芬、亚玛芬体育、安踏体育。
- 风险提示：奢侈品品牌需要密切关注宏观经济、消费者需求、市场竞争和汇率波动、信息更新不及时等因素带来的风险。

## 内容目录

<b>1、奢侈品产业的底层逻辑</b> .....	<b>4</b>
1.1、奢侈品满足的是“个体在民主社会的自我定位需求”.....	4
1.2、奢侈品产业发展新常态：分化.....	4
1.3、客户和受众：奢侈品的非凡与平凡.....	6
1.4、奢侈品的供给：社交货币发币权.....	7
<b>2、分化：从爱马仕看奢侈品商业模式的典范</b> .....	<b>11</b>
2.1、爱马仕如何打造不同于其他奢侈品牌的声望？.....	13
2.2、坚持手工打造的一石二鸟：稀缺性.....	16
<b>3、如何把握奢侈品投资机会？</b> .....	<b>19</b>
3.1、以合适价格买入并长期持有优等生：爱马仕.....	20
3.2、把握时尚周期弹性：势能向上的 Prada.....	20
3.3、寻找中国的奢侈品机遇.....	23
<b>核心结论</b> .....	<b>26</b>
<b>风险提示</b> .....	<b>27</b>

## 图表目录

图表 1：全球个人奢侈品行业发展复盘.....	4
图表 2：按地区划分的个人奢侈品市场规模（十亿欧元）及年复合增长率.....	5
图表 3：按地区划分的奢侈品市场规模占比及年复合增长率.....	5
图表 4：日本市场奢侈品销售规模于 1996 年见顶（单位：百万日元）.....	5
图表 5：国内近十年中高收入消费者数量变化及新兴市场未来增长趋势.....	6
图表 6：分人群奢侈品市场规模占比.....	7
图表 7：品牌表现在周期中的分化.....	7
图表 8：奢侈品供求情况.....	8
图表 9：奢侈品供求曲线移动.....	9
图表 10：奢侈品供求变化.....	9
图表 11：奢侈品供求变化.....	10
图表 12：Gucci 爆款.....	10
图表 13：Gucci 与爱马仕增速对比.....	11
图表 14：奢侈品牌增速及波动率对比.....	12
图表 15：LVMH 与爱马仕指标对比.....	12
图表 16：爱马仕增长模型：靠缓慢的需求外移、克制的少量增加供给获得可持续增长.....	13
图表 17：爱马仕 1923 年冬季海报.....	13
图表 18：Jane Birkin 使用藤编菜篮子.....	14
图表 19：Kelly Bag（凯丽包）.....	14
图表 20：其他经典款式.....	14
图表 21：爱马仕的款式坚守经典简约的法式风格.....	15
图表 22：纪录片《Hearts and Crafts》展示了爱马仕核心皮具手工制作流程.....	16
图表 23：爱马仕丝巾的打造采用古法丝网印刷工艺，制作周期为 18 个月.....	16
图表 24：爱马仕核心产品产量测算.....	17
图表 25：品牌二奢市场保值率对比（横轴为零售价，纵轴为二手价/零售价）.....	18
图表 26：2023 年爱马仕各业务部门收入占比.....	19
图表 27：爱马仕和其他奢侈品公司的存货周转天数对比.....	19
图表 28：爱马仕门店数量和单店收入.....	19
图表 29：2008~2024H1 Prada 总营收/净利润情况.....	20

图表 30: 2014~2023 Prada 分品类销售收入 (百万欧元) .....	21
图表 31: Prada 自有产能变化趋势 .....	21
图表 32: 2020、2021 年奢侈品牌价值 .....	22
图表 33: 奢侈品牌收入及净利润对比 .....	22
图表 34: 比音勒芬收入、净利润及增速 .....	24
图表 35: 比音勒芬和其他品牌价格对比 .....	24
图表 36: Amer Sports 分品牌营收 (百万美元) .....	24
图表 37: 始祖鸟活动公告 .....	25

## 1、奢侈品产业的底层逻辑

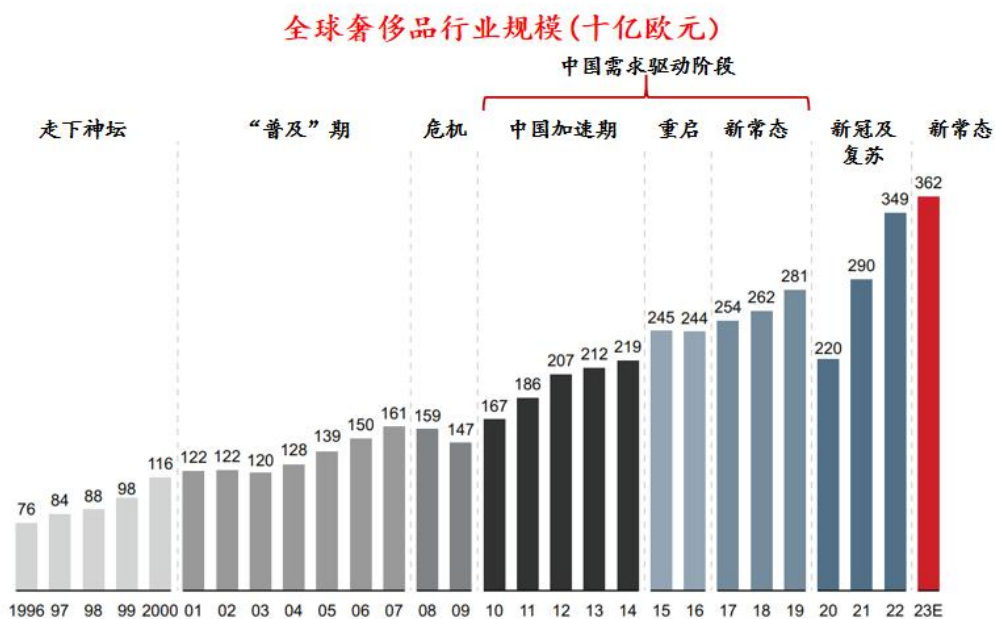
### 1.1、奢侈品满足的是“个体在民主社会的自我定位需求”

- 在阶级社会，人们通过与生俱来的阶级认知实现自我定位，每个人遵从符合其阶级的生活方式。进入民主社会，与生俱来的阶级体制崩塌，贵族逐渐消失。但个体的自我定位需求没有消失。每个人的生活方式不再取决于天然阶级，而取决于他的经济实力，人们通过“衣食住行”不同门槛的消费构建现代社会定位坐标系。每个人都有权利通过消费实现个人地位的提升。
- 随着工业化大生产的推广，曾经稀缺的消费品门槛不断降低，曾经代表身份的“衣食住行”消费，因普及而逐渐丧失定位功能。一个新的坐标系：品牌价值坐标系开始出现。商品在使用价值、交换价值以外，“**符号价值**”开始彰显，消费者通过消费“符号”，实现社会中的自我定位，或者伪装成渴望的阶级。奢侈品牌作为社会顶层生活方式的象征，成为消费坐标系的新塔尖。**奢侈品商业模式的本质是：满足顶尖用户在社会中的定位需求，以获得回报及变现。**

### 1.2、奢侈品产业发展新常态：分化

- **奢侈品行业的大发展受益于供给和需求的共振**：1) 需求增长：随着北美、日本（89-90年代）、中国（2010年至今）三大经济体轮番崛起，创造了大量富裕人群及需求。2) 供给侧：1980-1990年代并购潮后，存活下来的品牌从小作坊转型为现代化企业，开始全球扩张，向全世界输出“符号”。

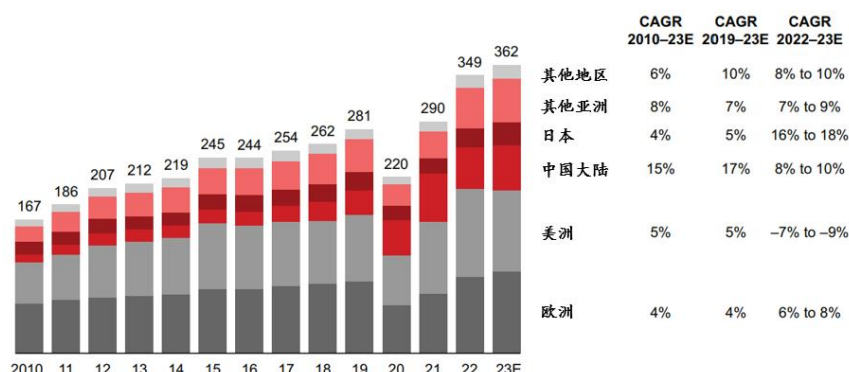
图表 1：全球个人奢侈品行业发展复盘



来源：贝恩、中泰证券研究所

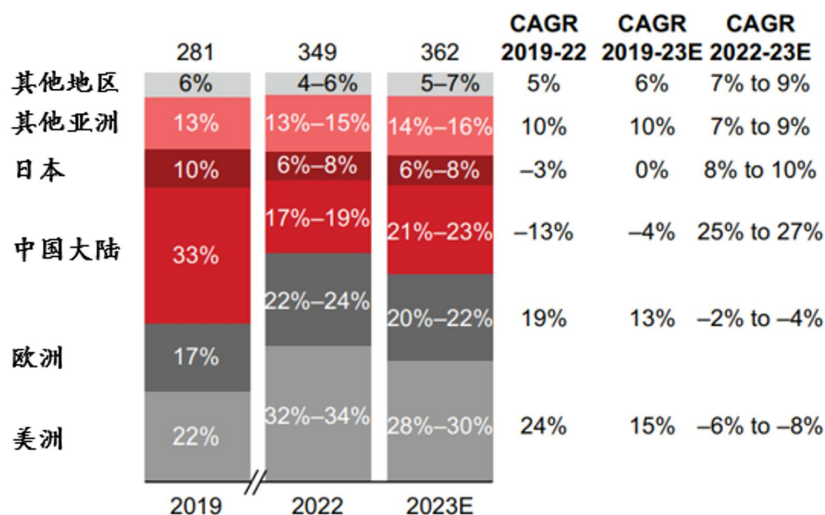
- **2010-2019年，奢侈品产业最主要的增长引擎为中国需求爆发式崛起**。而遵从历史规律。中国市场需求增速下行符合预期：随着宏观经济增速新常态，中国消费者在人口、收入分配结构的调整将使需求放缓不可避免。结合日本及美国的奢侈品历史规律来看，可预见中国奢侈品需求将在更缓和的斜率上增长。

**图表 2：按地区划分的个人奢侈品市场规模（十亿欧元）及年复合增长率**



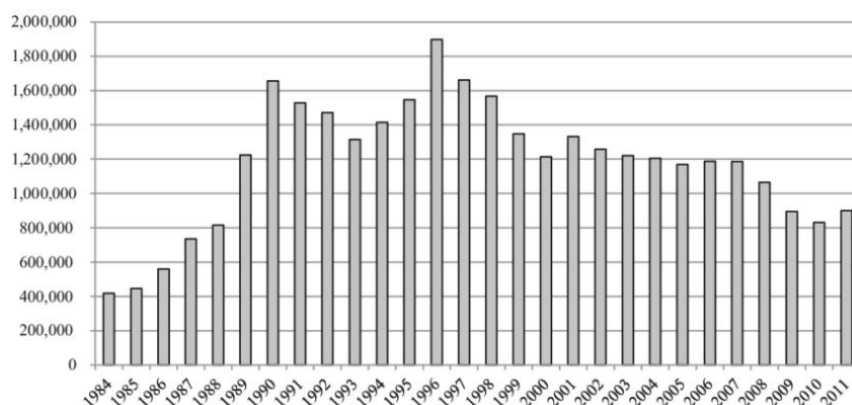
来源：贝恩、中泰证券研究所

**图表 3：按地区划分的奢侈品市场规模占比及年复合增长率**



来源：贝恩、中泰证券研究所

**图表 4：日本市场奢侈品销售规模于 1996 年见顶（单位：百万日元）**



来源：Yano Keizai Kenkyusho (2011)、中泰证券研究所

■ **奢侈品进入发展新常态。**预计印度、东南亚及其他新兴市场，未来 8 年可贡献的中高收入客户数量，仅为中国过去 8 年所贡献的 40%。鉴此，全球奢侈品产业或已进入平缓增长的存量新常态。顶奢品牌竞争可能更为拥挤，分化更为常见。因此我们试图通过奢侈品底层逻辑的分析，来筛选出最具持续增长能力的奢侈品经营范式，同时积极寻找周期中的阶段性投资机会。

**图表 5：国内近十年中高收入消费者数量变化及新兴市场未来增长趋势**


来源：贝恩、中泰证券研究所

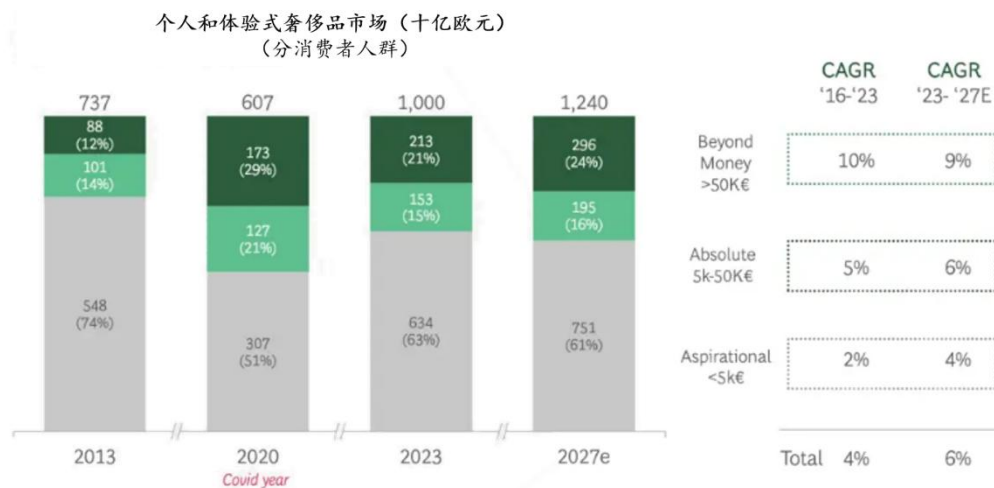
### 1.3、客户和受众：奢侈品的非凡与平凡

- **聚焦客户：奢侈品是“非凡之人的平凡”及“平凡之人的非凡”。**奢侈品的分层效果来源于社会心理和消费行为的共振。奢侈品的客户是社会中的少数人，2023年奢侈品顾客约占全球人口的5.4%，包括以下三类：

  - **核心客户“Beyond Money”。**这类消费者是社会中极少数的最富裕人士，典型画像是通过中大型企业 IPO 实现财富自由的家族。一个人所拥有的财富可以数不尽，但一生所能消耗的消费品却是有限的。在这类客户眼中，最为稀缺的是时间。因此，这类客户对价格的敏感度低，对奢侈品的美学、故事感、时间价值认同度高。这类客户通常是某个品牌或者数个品牌的 VIC/MIC。大多头部奢侈品牌将 VIC 的门槛设置在年累计消费 100 万以上。
  - **中坚消费者“Absolute”。**典型画像为社会高产群体：企业高管、高级技术人员，以及通过产业红利期实现小富的个体：小企业主、网红、主播等。此类消费者更加注重尊重需求的满足，这类消费者中有成为 beyond money 的潜力，但由于生活方式和核心客户依然有较大差异，如果不加以区分，可能侵蚀核心客户对品牌的认可度。
  - **向往型消费者“Aspirational”。**包括“阶级伪装”型消费者。这类消费以满足尊重需求为主要目的。这类购买能力只能支撑偶尔的购买行为，对富裕人群的生活抱有向往，通常“拥有几件能撑得起场面的单品”，作为社会尊重的筹码。这部分人群涵盖面较广，例如：1) 社会中的“中产”，以性价比消费为主，偶尔低频消费奢侈品。2) 随着城镇化来到大城市的“新城市居民”，渴望通过拥有一件奢侈品获得“社会认同”，通过节约其他消费而低频次购买。这部分客群的消费行为极其容易受到宏观经济的冲击，且购买频次较低。
- **除了顾客之外，奢侈品还需要在非顾客中构建认知。**社会中大多数人并不购买奢侈品：有些无法达到购买门槛，有些则是不认同奢侈品的价值观。但这些人无意之间其实也成为了奢侈品的受众，因为品牌需要他们能读懂符号，这些非客户对奢侈品的消费门槛有认知，才能满足付费客户的社会定位需求，构建奢侈品的社会分层坐标系。因此奢侈品品牌往往耗费巨量的营销成本对远大于目标客群的用户群体进行营销和沟通。营销花费的门槛，也成为奢侈品经营的一个主要门槛之一。
- 我们再进一步看奢侈品的客户结构，有以下发现：
- 从经济学视角出发：**奢侈品是“非凡之人的平凡”：对核心客户，奢侈品消费适用“必需品需求函数”，即需求的收入弹性处在“0-1”之间，消费随收入波动的幅度较小。**

- 奢侈品又是“平凡之人的非凡”：对非核心客户，奢侈品消费适用“优质品需求函数”，即需求的收入弹性>1,消费波动大于收入波动幅度。
- 实证数据：非凡的“核心客户”的增长最快且需求最为稳定。参考BCG描述的“Beyond Money”随心所欲消费者，平均每年花费35万欧元用于购买奢侈品。全球一共有约60万人，占奢侈品消费者总量的约0.14%；消费金额则达2130亿欧元，占奢侈品总消费金额的21%，且呈不断上升趋势。这类消费者一年的平均消费额是普通奢侈品消费者的200到250倍。同时，这些客户每年的消费支出波动性是普通客户的五分之一，几乎不经受宏观经济扰动的影响。

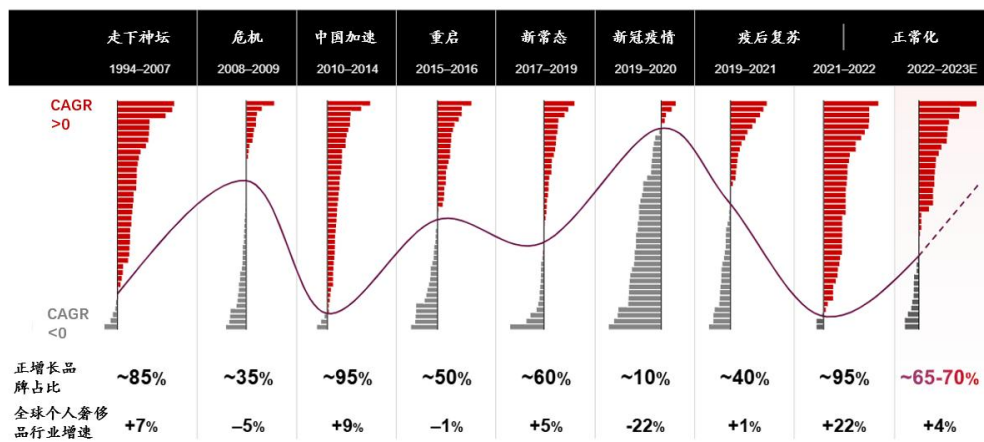
**图表 6：分人群奢侈品市场规模占比**



来源：BCG、中泰证券研究所

- 上行期“渴望型消费者”自然会贡献增量，下行期则需要抱紧核心用户。我们会看到：在经济上行期，会有更多新客达到门槛，涌入奢侈品门店进行消费，因此宏观上行期的增长往往由向往型新客拉动。而在经济下行阶段，核心客户消费具有最强的韧性。因此我们会看到行业下行期，奢侈品牌更加注重VIC的顾客，提高门槛来取悦核心客户。历史来看，门槛更高、核心客户认可度更高的品牌，在下行期的韧性更强，也更容易保持战略姿态在下行期不变形，更易取得平缓穿越周期的效果。

**图表 7：品牌表现在周期中的分化**



来源：贝恩、中泰证券研究所

#### 1.4、奢侈品的供给：社交货币发币权

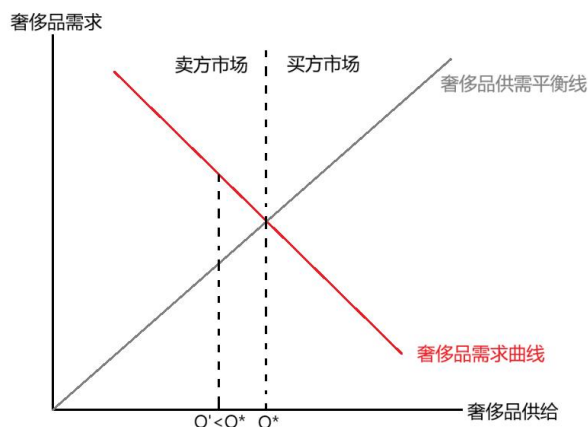
### ■ 1.4.1、控制社交货币供给量

- 把奢侈品的“符号”理解为一种社交货币，不失为一种精准的比喻。现代奢侈品产业的雏形出现在波旁王朝路易十四时代的法国（约 1638-1715 年）。路易十四在年幼时遭遇过贵族叛乱，成年后为了控制贵族实力，开始了“奢侈品治国”：通过自己的阶级优势，引领奢华消费风气，使得贵族们模仿国王持续进行高昂消费。而同时，路易十四掌控皇家工厂（皇家制镜厂、皇家花边厂等）和奢侈品产业的税收。在无法对贵族征税的情况下，路易十四掌握着社交货币发行权，实现从贵族阶层到皇家的财富转移，消耗贵族实力。
- 在绝对阶级优势之下，“需求”可以被发行方控制。路易十四如何调节需求？通过变化自己服装的款式即可，贵族们会蜂拥去购买新的类似款。现代奢侈品公司没有阶级优势，如何去把握奢侈品需求及“符号”的定价权？最关键的是控制社交货币供给量。

### ■ 1.4.2、奢侈品需求的反规模效应：供给反向抑制需求

- 种种迹象表明，奢侈品的供给量是需求重要的决定因素。在任何价格点上，只要卖得太多，需求都会被反噬；即奢侈品的需求总是供给（也就是销量）的负函数，克制的供给量，营造供不应求的卖方市场，是决定定价权的关键。
- 我们假设以奢侈品需求量为 Y 轴，供给量为 X 轴，可以绘制出一条向下倾斜的奢侈品需求曲线。这条曲线与 45° 供需平衡线的交点为量的“买卖双方市场分割点”  $Q^*$ 。若供给量大于  $Q^*$ ，市场处于供大于求的买方市场，奢侈品牌丧失定价权。若供给量小于  $Q^*$ ，市场属于供不应求的卖方市场，奢侈品牌可以主导定价权。

图表 8：奢侈品供求情况

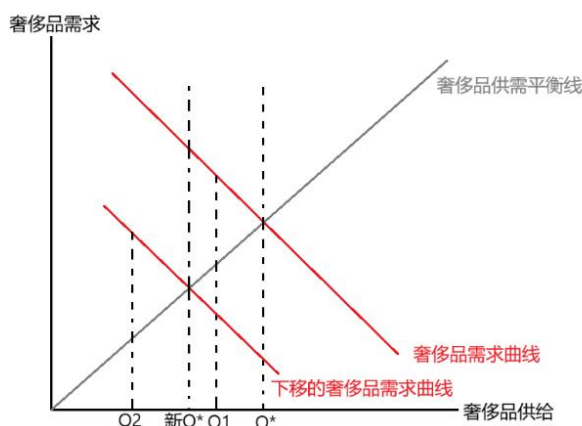


来源：中泰证券研究所

- 理想的奢侈品供给量为低于  $Q^*$  的卖方市场区域的  $Q'$ 。 $Q'$  离  $Q^*$  的距离越远，韧性越强。因为在宏观经济下行期，奢侈品需求可能下降，奢侈品需求曲线出现向下移动，形成新的买卖双方市场分割点“新  $Q^*$ ”。如果品牌 A 在较大的量  $Q_1$  处供给，那么此时他将进入买方市场区域，容易丧失定价权。而在供给量处于较小的  $Q_2$  的品牌 B 依然能够把握买方市场的定价权，实现从容增长。因而我们看到控量越严格的品牌，在下行期的韧性越强。



**图表 9：奢侈品供求曲线移动**



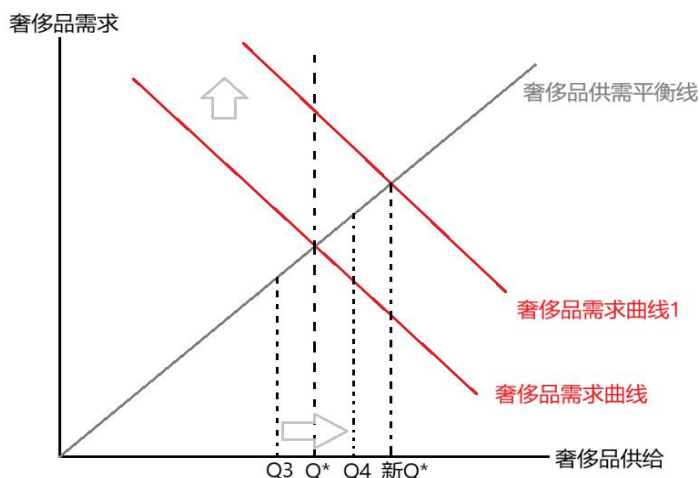
来源：中泰证券研究所

- **奢侈品牌的长期增长驱动，没有放量这个选项。**无论任何原因的快速放量，都是稀缺性的下降，带来社交货币的贬值：人均消费金额是普通顾客 200 倍的核心顾客，并不希望和更多人群共享同样的符号，一旦感觉“品牌的用户画像配不上自己”，消费者就会停止购买，品牌就会在坐标系中滑落。这在奢侈品历程中屡见不鲜：例如皮尔·卡丹：因为授权失控，从奢侈品滑落到中高档品；Hugo Boss:主动从奢侈品调整为高档品定位。
- 以上简单的模型仅从关键变量“供给量”的维度探讨了奢侈品需求量和供给量的关系。还有很多因素对奢侈品的需求带来影响：如流行时尚、品牌声望、宏观经济带来的消费力变化等，这些都会带来需求曲线的上下平移。毋庸置疑，时尚是驱动高档成衣皮具销售的一个重要变量，接下来我们探讨时尚对奢侈品销售及长期价值的影响。

■ **1.4.3、经济学视角看待奢侈品的时尚周期**

- **从经济学视角看品牌成功引领时尚潮流后短期的供需情景。**假设某一品牌的初始需求曲线形成的买卖双方市场分割量为  $Q^*$ ，品牌以小于  $Q^*$  的量  $Q_3$  在进行供给。当品牌成功引领时尚潮流，短期内需求函数会快速向上移动，形成更大的供给空间。此刻大部分企业往往认为这些增加的客户是企业正确战略的回报，不愿意错过销售机会，将供给量增加到略低于新均衡点的  $Q_4$ 。在这个阶段，品牌能实现 2-3 年的爆发式增长。

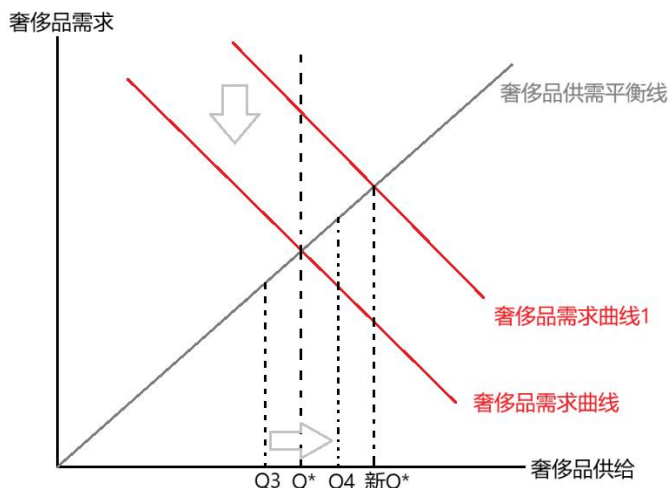
**图表 10：奢侈品供求变化**



来源：中泰证券研究所

- 如奥斯卡王尔德所说：时尚就是一种丑，以至于我们不得不每六个月就更改一次。一个品牌无法永远引领时尚潮流，褪流不可避免。需求曲线终将重新回移。而此前如果过度激进放量的品牌，面临供过于求，丧失定价权。如果不能尽快压缩供给量，则有品牌遭遇不可逆滑落的风险。在这个阶段的品牌通常只有两个选择：1) **不变形的打法**：控制销量，承受下滑。提升门店和品牌声望，尽量使短期红利成为品牌长期声望，例如 2020 年至今的 Gucci；2) **变形的打法**：无法管控销量，最终放弃奢侈品定位，定位下移到高档或大众市场，例如皮尔卡丹和 Boss。

**图表 11：奢侈品供求变化**



来源：中泰证券研究所

- 1.4.4、从 GUCCI 看时尚周期的影响：2014-2024**
- 开云集团旗下品牌 Gucci 创立于 1921 年。1993 年，经过 10 余年的家族内斗，Gucci 家族卖掉了所有股份，投资公司 Investcorp 实现了对 Gucci 的 100% 控股。1999 年，Gucci 被开云集团前身 PPR 收购。也是从 1993 年开始，Gucci 成为了一家时尚驱动的公司，经历了两次时尚驱动的脉冲增长。
- 最近的一次发生在 2015-2018 年：期间收入 CAGR 达到 29%，3 年收入实现了翻倍。主要因为短期扩大需求的策略：1) **更换对时尚更敏锐的设计师**，新上任的设计师 Alessandro Michele 极繁风格成功引领了潮流；2) **战略选择积极拥抱社交媒体**，取悦更多年轻人。
- 在设计和传播两头拉动下，Gucci 成功实现了需求曲线的快速外移，打造了一系列爆款成功出圈：酒神包 (2015)、Sylvie 包 (2016)、Marmont 包 (2016)、珍珠鞋 (2016) 等。年轻女孩在社交媒体上大肆讨论如何才能买到断货王 Sylvie，一时间风头无两。但业绩的狂飙只持续了 3 年，2018 年之后增速开始放缓。

**图表 12：Gucci 爆款**



来源：Gucci 官方网站、中泰证券研究所

- 为什么增长不动了？** 因为时尚不会永远停在原点。在“过于受欢迎”后，Gucci 的产品开始出现了供过于求的尴尬：设计过于鲜明，曾经的爆款变成了“时

代的眼泪”，Gucci 奥莱店也可以看到 Marmont 等曾一包难求的款式在打折。二手市场的价格全线崩盘，侵蚀了品牌价值。

图表 13: Gucci 与爱马仕增速对比

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024H1
Gucci收入增速	12.7%	41.9%	33.4%	16.2%	-22.7%	30.8%	8.0%	-6.0%	-20.0%
开云集团净利润增速	16.9%	119.5%	108.1%	-37.9%	-6.9%	47.7%	13.8%	-17.5%	-50.8%
爱马仕收入增速	7.5%	6.7%	7.5%	15.4%	-7.2%	40.6%	29.2%	15.7%	12.0%
爱马仕净利润增速	13.1%	11.0%	15.0%	8.7%	-9.3%	76.5%	37.7%	28.0%	6.4%

来源：公司公告、中泰证券研究所

- 20-24 年至今，Gucci 严重跑输行业增速，在 2024 年上半年收入下滑幅度达到 20%，母公司开云集团的利润下滑幅度达到 50%。目前来看，开云并不打算让 Gucci 就此滑落至大众赛道：在更换了 CEO 和设计师后，品牌设计开始重新回经典，并主动控量、积极提价，投入门店体验。承受短期的大幅下滑，来维持品牌奢侈品的定位，是 Gucci 留在奢侈品殿堂难而唯一的选择。
- 用爱马仕前 CEO Blanckaert 的话来说：快速拉动营业额的策略，是“筑沙之堡，转瞬即逝”。而老品牌，在快速享受了红利后，必定要牺牲在这短期雄心的祭坛上。
- 不同于大众服装赛道的快时尚思路，我们发现：1) 时尚对奢侈品不是必须。相反，金字塔尖的顶奢品牌并不追求时尚，往往是最基础的设计一次次诠释品牌标志性元素；2) 第二梯队奢牌往往难以克制寻找时尚加持一飞冲天的冲动：通过换设计师、提升消费者的渴望度，来快速提升业绩。3) 时尚周期中，客户渴望的对象不是品牌，而是流行趋势，退流后的被迫减法往往要付出巨大代价。
- 我们认为：奢侈品最稳健的增长模式，是持续提升声望来引导需求曲线缓慢而持续的外移，以远低于市场分割点的量克制供给，维持增长与价值的平衡，实现品牌符号在时空中的最大化变现。是否有品牌有能力实现这种平衡？爱马仕塑造出了现代奢侈品典范商业模式。

## 2、分化：从爱马仕看奢侈品商业模式的典范

- 一个反直觉的发现：奢侈品行业最好的多品牌公司，稳健度并不如最好的单品牌公司。从历史表现复盘来看，爱马仕作为单品牌公司，在业绩增速和稳健度、舆论形象、高净值客户认可度上均一骑绝尘。我们横向对比了 2010-2023 年的经营关键指标，发现爱马仕在这 14 年间，取得了最高的收入、利润复合增速，且波动率均最小。2010-2023 年 13 年收入复合增速达到 14%，同期 LVMH 为 12%；净利润复合增速达到 20%，同期 LVMH 为 13%。盈利指标来看，爱马仕的 ROE 水平及波动率也远优于其他公司。

**图表 14：奢侈品牌增速及波动率对比**

收入增速及波动率	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	增速标准差	13年CAGR
爱马仕收入增速	25.4%	18.3%	22.6%	7.8%	9.7%	17.5%	7.5%	6.7%	7.5%	15.4%	-7.2%	40.6%	29.2%	15.7%	0.12	15%
LVMH收入增速	19.2%	16.4%	18.8%	3.7%	5.6%	16.4%	5.4%	13.4%	9.8%	14.6%	-16.8%	43.8%	23.3%	8.8%	0.13	12%
开云集团收入增速	7.5%	11.1%	20.8%	0.1%	4.0%	15.4%	6.9%	25.0%	26.3%	16.2%	-17.5%	34.7%	15.3%	-3.9%	0.14	3%
历峰集团收入增速	33.2%	28.7%	14.5%	4.9%	3.9%	6.4%	-3.9%	3.1%	27.0%	1.8%	-7.7%	45.9%	19.1%	3.3%	0.16	9%
利润增速及波动率	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	增速标准差	13年CAGR
爱马仕利润增速	46.0%	40.9%	24.5%	6.8%	8.7%	13.3%	13.1%	11.0%	15.0%	8.7%	-9.3%	76.5%	37.7%	28.0%	0.22	21%
LVMH利润增速	72.8%	1.1%	11.7%	0.4%	64.4%	-36.7%	11.4%	28.8%	18.4%	12.9%	-34.4%	156.0%	17.0%	7.7%	0.48	17%
开云集团利润增速	1.4%	2.3%	6.3%	-95.3%	966.3%	31.6%	16.9%	119.5%	108.1%	-37.9%	-6.9%	47.7%	13.8%	-17.5%	2.60	9%
历峰集团利润增速	82.0%	41.7%	30.4%	2.9%	-35.6%	66.9%	-45.7%	0.9%	128.0%	-66.5%	39.4%	59.4%	-84.9%	654.6%	1.81	6%
ROE及波动率	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	ROE标准差	平均ROE
爱马仕-ROE	19.6%	25.7%	31.6%	28.0%	24.9%	26.0%	25.1%	24.2%	25.5%	23.3%	18.8%	26.0%	27.1%	28.4%	0.0	25%
LVMH-ROE	17.6%	13.7%	13.9%	12.9%	26.0%	14.7%	15.1%	17.8%	19.7%	19.6%	12.6%	25.5%	25.6%	24.9%	0.1	19%
开云集团-ROE	9.1%	9.0%	9.2%	0.5%	5.0%	6.4%	7.2%	14.9%	37.5%	22.5%	18.2%	23.8%	25.8%	19.6%	0.1	15%
历峰集团-ROE	15.6%	17.9%	19.7%	17.3%	9.3%	14.8%	7.8%	8.4%	16.4%	5.4%	7.3%	10.5%	1.7%	11.5%	0.1	12%

备注：历峰集团数据为覆盖对应年份4月到次年3月的财年年报数据

来源：WIND，中泰证券研究所

- 我们将 LVMH 的关键指标和爱马仕做单独对比，发现 LVMH 以爱马仕 9.7 倍的员工数量，21 倍的门店数量，仅创造了爱马仕 6.4 倍的收入，3.5 倍的利润。而人均指标来看，LVMH 的人均创收为爱马仕的 70%，人均创利仅为爱马仕的 40%，而这一切还是建立在爱马仕约 47% 为作坊中的生产工匠的前提下。

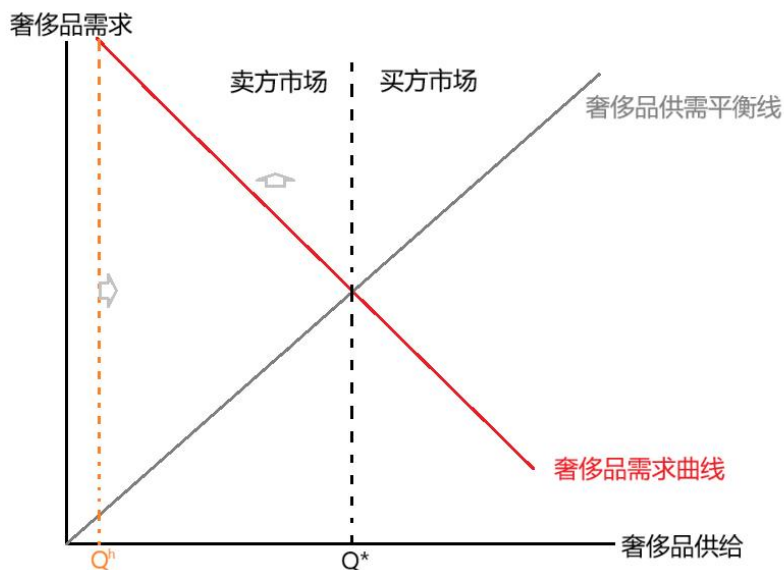
**图表 15：LVMH 与爱马仕指标对比**

LVMH指标/爱马仕指标	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
收入	7.2	7.7	7.8	7.8	7.0	7.1	6.8	6.4
利润	3.6	4.2	4.5	4.7	3.4	4.9	4.2	3.5
员工人数	9.1	9.5	9.6	9.6	8.9	9.0	10.0	9.7
人均创收	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8	0.7	0.7
人均创利	0.4	0.4	0.5	0.5	0.4	0.5	0.4	0.4
市值	2.2	2.6	2.6	3.0	2.8	2.3	2.3	1.8

来源：Wind、中泰证券研究所

- 为什么多品牌公司的经营效果不如爱马仕？因为他们覆盖了过多非核心客户。其一，品牌可以很多，但是核心客户所认可的品牌是有限的。多品牌扩张往往是顶尖品牌+不那么顶尖的品牌的加法，导致非核心客户占比提升。其二，无论有多少品牌，他们的非核心客户在宏观经济中的消费波动是同向的，在下行阶段很难激发他们的购买行为，难以起到“分散风险”的效果。其三，在上行期，核心客户会因为太多渴望型消费者的参与而抛弃一些品牌，上移到更有声望的品牌，带来顶尖品牌超越非顶尖品牌的复苏斜率。
- 而爱马仕筛选出了最顶尖的客群，并拒绝了他们中的大多数：始终把产品的供给量控制在最大供给量之下很远的位置，便可以自己掌控增长的阀门。
- 爱马仕模式有两个关键点：1) 不断强化品牌声望，实现需求曲线的可持续外移：从不碰时尚潮流及流量明星，而时尚达人、流量明星都以拥有一个爱马仕为荣；2) 克制供给，拒绝了大量可以消费得起的人，这种稀缺性强化了符号价值，进一步激发了需求，形成了正向循环。

**图表 16：爱马仕增长模型：靠缓慢的需求外移、克制的少量增加供给获得可持续增长**



来源：中泰证券研究所

## 2.1、爱马仕如何打造不同于其他奢侈品牌的声望？

### ■ 2.1.1、核心产品及故事

- 爱马仕的品牌故事其实在奢侈品中并不算特殊，特殊的是家族六代的坚定传承。爱马仕于 1837 年由蒂埃利·爱马仕在巴黎创立，爱马仕家族曾为拿破仑三世提供皮革马具。爱马仕最初的核心品类是马鞍、缰绳等皮革制品。

**图表 17：爱马仕 1923 年冬季海报**



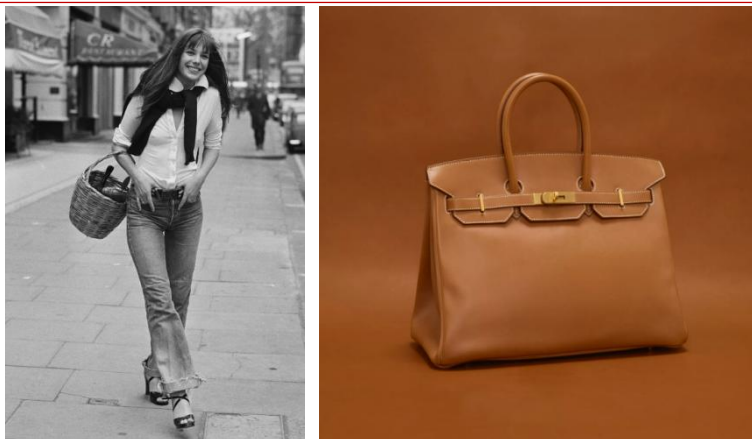
来源：wikipedia、中泰证券研究所

- 经历六代家族传承，爱马仕在坚持品牌基因的基础上，完成了：1) 核心品类从马具到包袋的转移；2) 构建了现代公司治理体系；3) 品牌的全球化，在 45 个国家开设了 294 家门店。爱马仕和杜马斯家族始终保持着对企业的绝对控制权。六代继承人从未脱轨，前赴后继秉持传承，这在奢侈品牌史中是很罕见的，也使爱马仕能以长期主义的姿态不急不慢地践行自己的生意理念。
- 声望载体来看，爱马仕在过去 100 年中成功打造了两个极具声望的经典皮具单品，所代表的社交币值在过去几十年中从未贬值：

**1. Birkin Bag（铂金包）** 推出于 1984 年。铂金包除了凝聚了爱马仕最顶尖的匠人工艺外，还有一个与 Jane Birkin 有关的诞生叙事。Jane Birkin 事业有成、随心所欲、“不费力的时尚感”和标志性的“法国女孩”风格，符合爱马仕定位的用户画像。而这款包因实用性、优雅设

计和精致工艺迅速受到了顶级奢侈品消费者的追捧。而后因为爱马仕的运营，铂金包声望越来越高，远超 Jane Birkin 本人的知名度，成为现代奢侈品金字塔尖的象征。

**图表 18: Jane Birkin 使用藤编菜篮子**



来源：爱马仕官网、Vogue、中泰证券研究所

**2. Kelly Bag (凯丽包)** 是爱马仕历史最久远的包之一，原型是马鞍袋，在 1930 年代改良为女士手提包。1956 年，摩纳哥王妃格蕾丝·凯利用这款包遮挡孕肚的照片登上《LIFE》杂志封面，使得 Kelly 包声名大噪。格蕾丝·凯利的使用本是自愿行为，但爱马仕顺水推舟：取得摩纳哥王室许可后，将这款包改名为“Kelly”，成就了皇室加持声望的经典。

**图表 19: Kelly Bag (凯丽包)**



来源：爱马仕官网、Vogue、中泰证券研究所

除此之外 Constance (1959)、Lindy (2007)、Picotin (2002) 等包袋也是经久不衰的款式。

**图表 20: 其他经典款式**



来源：爱马仕官网、中泰证券研究所

- **不追求时尚和著名设计师，只追求品牌声望积累。**设计来看，爱马仕只延续极简、沉稳经典设计，主动屏蔽了时尚周期的波动。此外，不同于其他品牌设计师对品牌造成决定性影响，如 Karl Lagerfeld 之于 Chanel、Phoebe Philo 之于 Celine、Tom Ford 之于 Gucci，**爱马仕的首席创意官（设计师）常年处于籍籍无名的状态**，消费者只接触爱马仕这个品牌符号，剔除了关键人物对公司声望的影响。

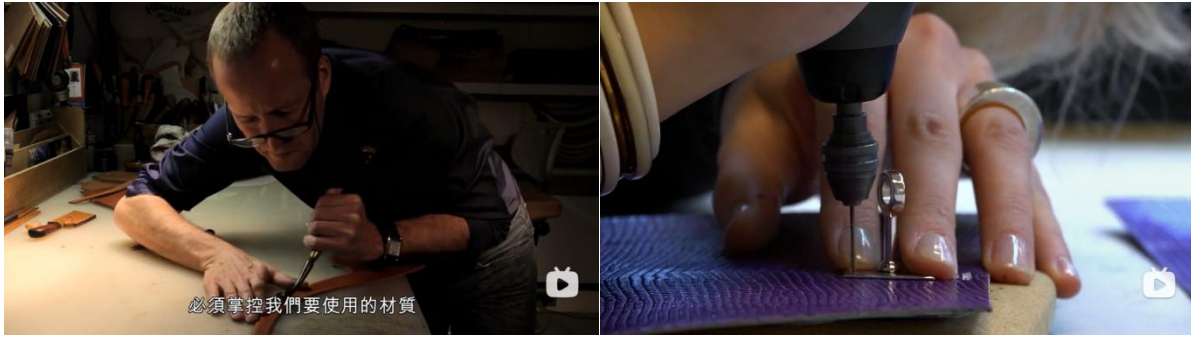
**图表 21：爱马仕的款式坚守经典简约的法式风格**


来源：爱马仕官网、中泰证券研究所

### ■ 2.1.2、稀缺的“无用功”：坚持工匠手工制作

- 自称为“始于 1837 年的当代工匠”，爱马仕所定义的品质带有一定哲学含义：**追求成果，也追求过程，更追求极致和稀缺**。爱马仕前 CEO Blanckaert 在回忆录《奢侈》中描述爱马仕的“品质”：“我花了很长时间才真正理解爱马仕所谓的品质，品质在所有阶段都存在，**品质铭刻在时间之中，从而让物品能以一种超越我们自身的完美比其主人存在得更久**。品质本身可以看到，可以摸到，却不自我辩解。”
- 爱马仕的品类经历了多次扩张，最早的核心品类已经几乎消失了，而坚持手工打造，对过程及工艺的极致追求却刻在了品牌的基因里。反观其他奢侈品牌，虽然创立初期均为手工生产，但随着时代的变迁，供应链已经逐步优化为半手工甚至纯工业化。只有爱马仕坚守了古法的纯手工生产传统。这个看上去有点傻的坚持，成就了爱马仕声望主要的护城河之一。因为这**需要对生意本质深刻的理解，极强的定力，更需要长期的工艺传承和匠人培养**。
- 截止 2023 年，爱马仕一共有 75 个工坊，60 个位于法国境内，15 个分散在意大利、葡萄牙、英国、瑞士、美国、澳大利亚 6 个国家。法国境内的 60 个工厂负责生产也同时进行学徒培训。截止 2023 年，爱马仕约有 7300 位工匠，根据 2021 年的数据来看，爱马仕工匠中约 68% 是皮具工匠。
- 爱马仕的工坊里没有流水线：工匠的平均资历 9 年，每件核心皮具都由一位精湛的工匠从头到尾手工制作。平均制作一个包需要 18-48 工时。一位工匠曾经如此描述：“我认为每一个包都有一丝我的灵魂”。

图表 22：纪录片《Hearts and Crafts》展示了爱马仕核心皮具手工制作流程



来源：Hearts and Crafts、中泰证券研究所

- 即便是门槛相对低的丝巾，制作流程也体现了追求极致的“无用功”。爱马仕的丝巾采用古法丝网印刷工艺手工制作，这种工艺把图案以颜色区分单独制版，每个颜色都需要手工印染一次。一件丝巾从设计、选材、制作到完工的周期为 18 个月：设计稿推敲需要 6 个月，手工调色需要 1 个月，印刷需要 1000 个小时。，体现着爱马仕对品质和艺术性追求，远大于“效率”。而这种追求没有丝毫的作假。

图表 23：爱马仕丝巾的打造采用古法丝网印刷工艺，制作周期为 18 个月



来源：私藏奢侈品公众号、中泰证券研究所

- 以古老的方式制作精品，以现代化的方式培养匠人。爱马仕创办的爱马仕工艺学校 (L'École Hermès des savoir-faire) 每年系统化招募和培养 600 个匠人。每年新增的 600 位匠人决定了爱马仕产能扩张的速度。
- 在时间的洪流中，唯一不变稀缺的是顶级匠人的时间，手工打造赋予了产品真实的稀缺感，也锁定了核心品类的产量。

## 2.2、坚持手工打造的一石二鸟：稀缺性

- 爱马仕的核心包款有多稀缺？我们根据工匠人数和耗时测算：爱马仕 2023 年 Birkin 的产量约为 7.41 万；Kelly 的产量约为 9.26 万。从存量来看，假设皮具平均保有时长为 10 年，过去 10 年每年匠人增加 7%，不考虑损耗，Birkin 累计存量为 56 万只，Kelly 累计存量为 70 万只。通常拥有 Birkin 或 Kelly



的用户为重度收藏用户，假设平均一位拥有 3 件 Birkin，那么普皮 Birkin 的保有顾客约为 18.5 万人，占全球奢侈品顾客的 0.043%，占全球人口 0.0023%，占 Beyond Money 人群的 31%。稀有皮、限量款则更为稀缺。

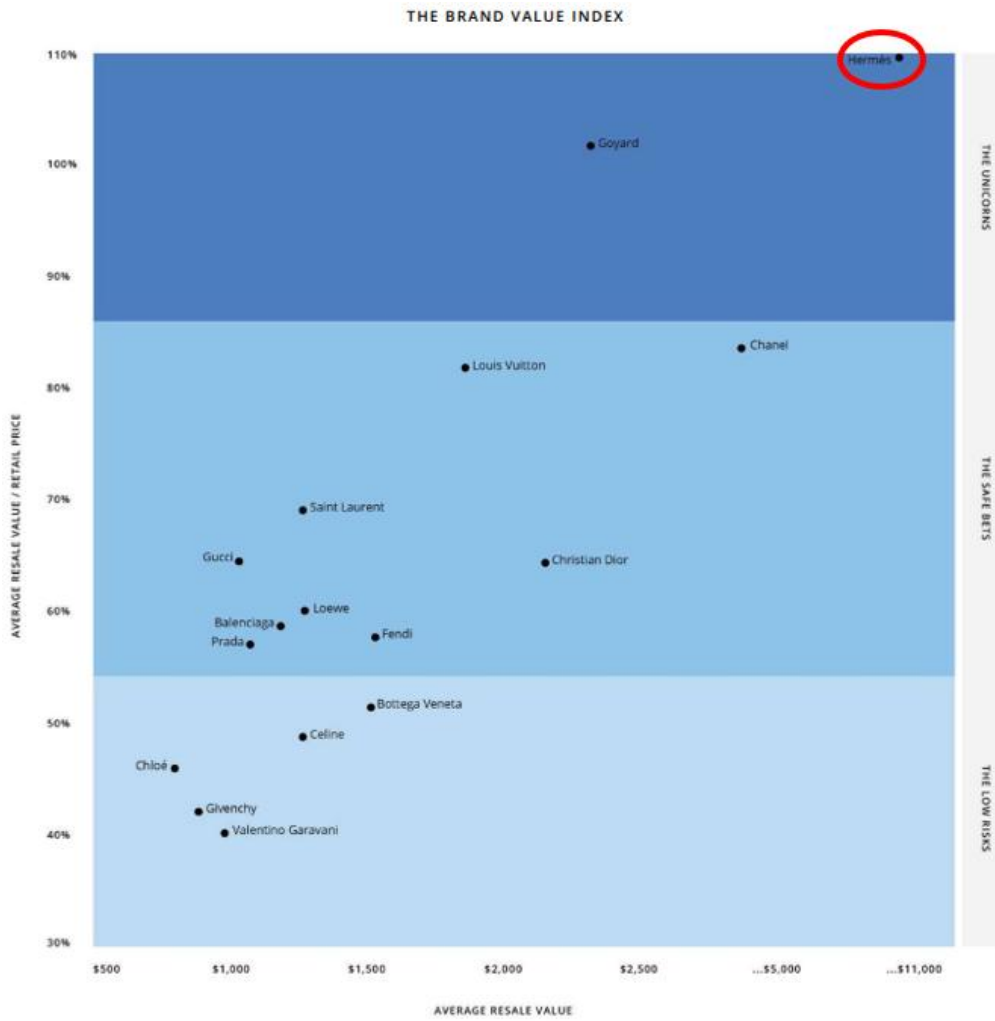
**图表 24：爱马仕核心产品产量测算**

爱马仕核心产品产量测算	
法国平均年工作时长（小时）	1407
2021年底皮革工匠数量	4300
2023年底皮革工匠数量（以年增7%估计）	5266
假设工匠用于制作BIRKIN的时间占比	30%
BIRKIN制作平均耗时（小时/个）	30
<b>BIRKIN一年产出数量（个）</b>	<b>74,093</b>
birkin过去10年存量（假设每年产量增长7%）	556,823
假设工匠用于制作KELLY的时间占比	25%
KELLY制作平均耗时（小时/个）	20
<b>KELLY一年产出数量（个）</b>	<b>92,616</b>
KELLY过去10年存量（假设每年产量增长7%）	696,029

来源：OECD、爱马仕年报、中泰证券研究所

- 极端的供不应求之下，爱马仕拥有超强的定价权，因而诞生了配货机制。以爱马仕 Birkin 25cm 为例，目前专柜零售价为 9-10 万（不同皮质工艺略有不同，非稀有皮质）。但顾客需要先积累门店消费，也就是所谓的“配货”，才能获得潜在购买机会。爱马仕会结合自身经营需求进行调节配货“规则”，不做任何承诺。顾客只能摸索其中“潜规则”持续消费，在熟悉店员的引导下消费指定非核心商品，直到爱马仕认为这个顾客值得拥有一个包。目前行情来看，平均积累约 1: 2 倍左右配货消费，可以获得 Birkin 的 25cm 普通皮质款的购买资格，即顾客付出的总成本约在 27-30 万左右，是单品售价的 3 倍。
- 但这还不是所有的成本，还需要等待。达到配货额度后，客户依然需要排队等候她想要的产品。爱马仕并不承诺客户什么时候能拿到货品，一切只能根据通盘放货安排进行。客户经常可能需要妥协颜色和皮质，否则就只能继续无期限等待，有时候长达半年至一年。
- 除了 Kelly 和 Birkin，Constance、Lindy、Picotin、Verrou 等次核心包袋也需要不同金额的消费积累才可以购买。几乎没有人能在没有消费记录的情形下，进店只买走一个爱马仕包袋，顾客只会听到的店员礼貌地表示：“抱歉，都没有货”，直到顾客成为品牌的“朋友”。这种配货+等候模式是爱马仕极致定价权的体现。
- 因为极其稀缺，爱马仕的二手市场价格也远高于其他品牌。考虑到每年 7% 的提价，消费者甚至可以在 Birkin、Kelly 上获得收益，而一些稀缺皮、限定款甚至能拍卖至数百万级别。因此消费者可以有安全感地“投资”于爱马仕的社交货币。

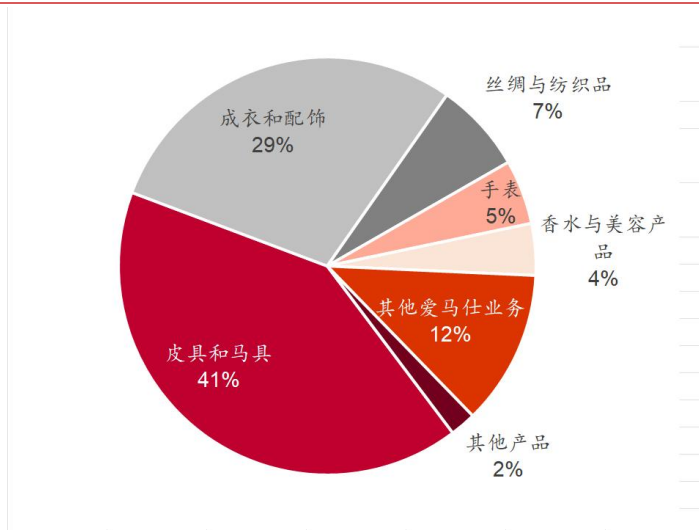
图表 25：品牌二奢市场保值率对比（横轴为零售价，纵轴为二手价/零售价）



来源：Rebag Clair Report 2020、中泰证券研究所

- **配货的效果：爱马仕把核心款的稀缺传导到其他非核心品类的销售。**有实力的“养马人”会尽量在爱马仕购买家庭的所有消费品。2023年爱马仕核心皮具的销售占比约为41%，成衣占比29%，丝巾占比7%，其他品类合计占比23%。配货也使得产品库存极容易管理，爱马仕的周转速度显著高于其他奢侈品牌。

图表 26：2023 年爱马仕各业务部门收入占比



来源：爱马仕年报、中泰证券研究所

图表 27：爱马仕和其他奢侈品公司的存货周转天数对比

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
爱马仕	227	204	200	196	187	178	217	191		
LVMH	301	281	285	261	269	260	303	261	266	290
开云集团	194	177	181	173	266	235	291	244	274	350
历峰集团	504	490	498	482	375	411	442	338	410	412

来源：Wind、中泰证券研究所

- **在卖方市场紧握增长的阀门：**因为供给远远小于已触达顾客的需求，爱马仕的增长不需要靠自己扩张门店覆盖更多客户，只需要自己控制放货节奏：卖多少，怎么卖，拒绝哪些客户，如何拒绝。因此**爱马仕的增长完全靠同店增长拉动**：爱马仕门店总数量从 2013 年的 315 家，至 2023 年减少了 21 家至 294 家，但平均单店收入从 2013 年的 2554 万美元上升到 2023 年的 6622 万美元。

图表 28：爱马仕门店数量和单店收入

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
直营店	203	207	210	210	212	219	223	221	221	222	225
代理店	112	104	97	97	92	91	88	85	82	78	69
总计	315	311	307	307	304	310	311	306	303	300	294
门店数量同比		-1%	-1%	0%	-1%	2%	0%	-2%	-1%	-1%	-2%
单店收入 (万美元)	2554	2424	2519	2610	3125	3115	3458	3556	4602	5570	6622
同比		-5%	4%	4%	20%	0%	11%	3%	29%	21%	19%

来源：公司官网、中泰证券研究所

- 爱马仕的品牌价值从未被稀释，因为没有其他品牌能做到像他一样克制和平衡。在 1970-1980 年代，爱马仕也曾因为人造材料热潮而坐过“冷板凳”，经历过增长的低迷期，但爱马仕从未选择追求短期利益而妥协天然材料和品质的坚持，使产品成为穿越周期的永恒经典。**爱马仕每年产量增加 7%，提价、非核心品类销售增加，支撑过去 14 年 15% 的收入复合增长。其 ROE 远高于行业，ROE 标准差远低于行业。**我们认为爱马仕的模式是当代奢侈品经营的典范，在可以预见的将来，爱马仕将持续占据奢侈品价值链的顶端。

### 3、如何把握奢侈品投资机会？

- 接下来我们探讨如何去把握奢侈品赛道的投资机会，从三个维度出发：

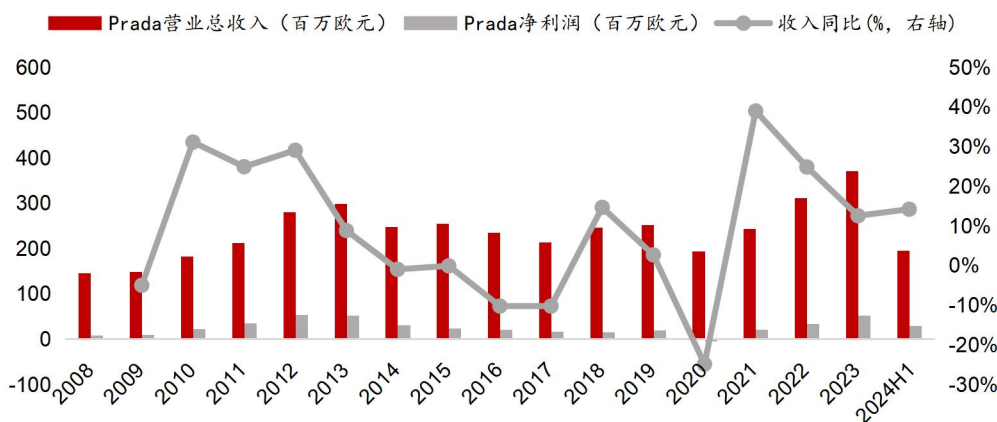
### 3.1、以合适价格买入并长期持有优等生：爱马仕

- 爱马仕占据着品牌金字塔尖的位置，通过克制的供给及声望驱动实现增长：1) 只要民主社会形态继续存在，消费者的自我定位需求就会存在，奢侈品行业就会继续存在；2) 爱马仕所占据的金字塔尖，立足于一个蓝血品牌故事，及数十年如一日的品质坚持和客户筛选。一切皆是阳谋，但难以被模仿，更难被超越。
- 但我们认为奢侈品行业并不是免疫于周期，从 2024H1 开始，随着中国市场需求的下行，奢侈品行业亮起了寒冬预警。我们建议在宏观下行期积极等待以好价格买入落难公主的时机。

### 3.2、把握时尚周期弹性：势能向上的 Prada

- 如前文所述，时尚周期虽然必然回归，但以一年投资维度来看，依然是博得股价弹性的机会：通常时尚周期将持续 2-3 年，有望赚到 EPS 驱动的股价回报。以此标准来看，我们的目光不妨在 Prada 上停一停，Prada 是一家醒目地处在时尚势能向右侧的时尚奢侈品公司。
- Prada 由马里奥·普拉达（Mario Prada）创立于 1913 年。在 20 世纪 70 年代，马里奥的孙女缪西娅·普拉达及其丈夫接管了品牌，并将其转变为全球知名的奢侈品牌，旗下有主牌 Prada 及副牌 Miu Miu。
- 2013 年-2020 年，Prada 经历了低迷期：此前门店过度扩张，而 Prada 品牌声望拉力不足，导致店销收入被摊薄，门店的负经营杠杆侵蚀利润。而后陷入买方市场的 Prada 开始进行打折促销，进一步伤害了品牌价值。

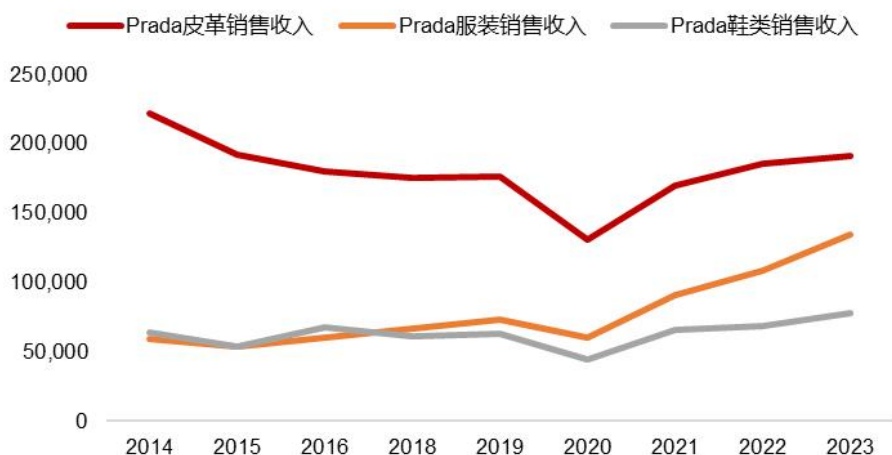
图表 29：2008~2024H1 Prada 总营收/净利润情况



来源：公司公告、中泰证券研究所

- 2021 年起，公司进行了管理层大换血，推进以下动作后开始重拾增长：
  - 1) 提升时尚度，2020 年加盟的联合创意总监 Raf Simons 同 Miuccia 一起打造的设计在随后几个季度成功获得市场认可，带来成衣、鞋履销售持续提升。

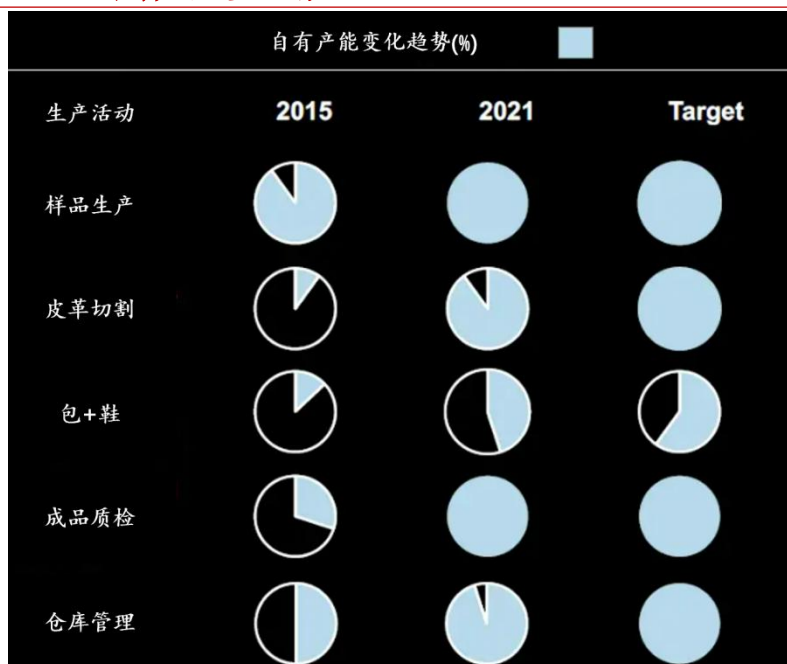
**图表 30：2014~2023 Prada 分品类销售收入（百万欧元）**



来源：公司公告、中泰证券研究所

- 2) 控渠道，重直营：压缩了批发和授权，重视直营门店的投入，提升品牌的声望和稀缺性。直营销售的规模从 2021 年的 2.93 亿欧元上升到 2023 年的 4.19 亿欧元，批发渠道则同期仅持平，授权渠道则有所收缩。
- 3) 供应链管控提升品质。2019 年至 2021 年之间，Prada 集团终止了与 30 家供应商的合作关系。自主产能制造比例显著提升，加强过程管控提升品质。

**图表 31：Prada 自有产能变化趋势**



来源：公司公告、中泰证券研究所

4) 大幅提价：巩固品牌门槛，重回第二梯队行列。Prada 提价提了多少？2019 年至 2024 年 10 月，经典 Prada Re-Edition 2000 尼龙迷你手袋价格从 5400 元提升至 10000 元，涨幅超 85%；Prada Re-Nylon 2005 迷你手袋的价格也从 2019 年的 8750 元涨至 15900 元，涨幅超 81%，是期间提价最快的奢侈品牌之一。在一系列战略调整之下，Prada 的品牌价值开始呈现修复趋势，第三方二手平台 Rebag 统计的奢侈品牌价值图表显示，从 2020 到 2021 年，Prada 品牌出现了显著的向上移动。

图表 32：2020、2021 年奢侈品牌价值



来源：Rebag Clair Report、中泰证券研究所

- 5) Prada 旗下副牌 Miu Miu 从 2022 年开始引领“富家千金风”，得到了年轻“老钱”女孩的认可。2023 年 Miu Miu 销售收入同比增长 58% 至 6.49 亿欧元。2024 年上半年，Miu Miu 的销售额又增长了 92.7%，达到 5.3 亿欧元。Miu Miu 或将在 2024 年迈入 10 亿欧元俱乐部。
- 从业绩来看 2021-2023 年公司一扫颓势取得显著增长，2023 年下半年开始体现出 Alpha，2024H1 取得一众奢侈品牌中最高的增速，主要得益于副牌 MIU MIU 的高增。其中 Prada 主牌同比增长 5.5%，副牌 MIU MIU 同比增长 92.7%。

图表 33：奢侈品牌收入及净利润对比

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024H1
Prada 收入增速	-10.3%	-10.3%	14.6%	2.7%	-24.9%	38.9%	24.8%	12.5%	14.2%
Prada 利润增速	-15.9%	-15.9%	-5.6%	24.5%	-121.2%	643.5%	58.1%	44.3%	25.7%
爱马仕收入增速	7.5%	6.7%	7.5%	15.4%	-7.2%	40.6%	29.2%	15.7%	12.0%
爱马仕净利润增速	13.1%	11.0%	15.0%	8.7%	-9.3%	76.5%	37.7%	28.0%	6.4%
Gucci 收入增速	12.7%	41.9%	33.4%	16.2%	-22.7%	30.8%	8.0%	-6.0%	-20.0%
开云集团净利润增速	16.9%	119.5%	108.1%	-37.9%	-6.9%	47.7%	13.8%	-17.5%	-50.8%

	LVMH	Kering	爱马仕	历峰集团 (4-6月)	Prada
24H1 收入 (百万欧元)	416.8	90.18	75.04	52.68	25.49
YoY (报表)	-1%	-11%	12%	-1%	14%
YoY (货币中性)	2%	-11%	15%	1%	17%
营业利润yoy	-8.00%	-42.00%	7.90%		17.00%
分地区	日本+26.9% 亚洲其他-13% 欧洲+5% 美国+2.8%	日本+22% 亚太-20% 西欧-8% 北美-12%	日本+22% 亚太+10% 欧洲+18% 美国+13%	日本+59% 亚太-18% 欧洲+5% 美国+10%	日本+55% 亚太+12% 欧洲+18.3% 美洲+7% 中东+19.8%
分产品/品牌	时装&皮革+1% 钟表&珠宝-3% 香水&化妆品+6%	Gucci-20% 圣罗兰-9% BV 0%	皮具&马具+19% 成衣配饰+15%	珠宝部门+4% 手表-13%	Prada +5.5% miu miu+92.7%

来源：公司公告、中泰证券研究所

- 如前文对时尚周期的描述，虽然在可以预见的未来，时尚必然开始新的轮回。但从1年以内持股维度来看，品牌从停滞到引领时尚，爆发及趋势性都很强。而品牌见顶褪流行的迹象亦比较容易捕捉，因此可以从容选择买点和卖点，捕捉短期右侧弹性机会。此外，对于前文所论述的开云集团旗下Gucci而言，目前依然处在左侧调整期，但品牌的收缩战略若能有效执行，新一轮增长依然蓄力可期。

### 3.3、寻找中国的奢侈品机遇

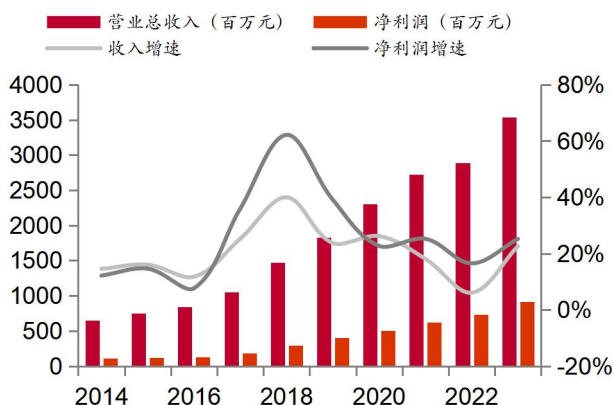
- 我们认为奢侈品门槛虽高，但坚守“原则”发挥的作用大于品牌的“资源禀赋”。从品牌历史来看，爱马仕并不绝对强于其他品牌，**真正使爱马仕出类拔萃的是洞察奢侈品底层逻辑后的克制运营：坚持匠心、打造声望、提高门槛。**从这个洞见出发，我们认为断言，只要把握奢侈品运营的道法，未来必将出现由中国玩家操盘的奢侈品牌。
- 而近年来看，一些中国企业的操盘水平初露锋芒：在捕捉用户痛点、坚持匠心、营造品牌联想上，逐渐开始展现从外资品牌手中切份额的能力。

#### ■ 3.3.1、切入“一块价钱三分货”的细分赛道：比音勒芬

##### ■ 从比音勒芬的T-恤小专家定位说起

**T-恤是一个不被奢品巨头重视的盲点品类。**奢侈品牌的核心产品通常是皮具，服装次之。而服装中，秋冬产品往往是收入及盈利的主要来源，**T-恤是夏秋冬最入门级的低单价服装产品，覆盖大量的渴望型消费者。因而大部分奢侈品牌并不会把T-恤作为产品力的抓手去做深度挖掘。**研发方面，奢牌通常重视感官设计和品牌露出，不重视产品的舒适和耐用，面料和用户体验均没有凸出优势。**市面上大多奢侈品牌的T-恤都是卖Logo的“一块钱三分货”：全棉面料+通用版型+Logo的简单配置，产品体验并不比高档甚至大众赛道的百元产品更优，但售价通常高达2000-5000元不等。中高端男装T-恤又是一个需求量较大的高频、刚需品类，2000元左右价位段的T-恤有较为充足的细分市场容量。**

- **比音勒芬抓住了这个奢牌的盲点：**比音勒芬定位于40岁以上成功男性的细分客群，以及T-恤这个细分品类，充分研究用户生活方式，深度打磨版型和设计。相比于大牌的“一块钱三分货”，比音选择用顶尖的材料和工艺来认真对待消费者：将国际化设计理念和高科技面料进行融合，推出了冰爽T、小领T、韩国速干、意大利欧怡、灵地思极细羊毛、BT-Jade黑科技等产品系列，为消费者带来了全新的差异化产品体验。
- **比音勒芬的深度用户思维，从拳头产品小领T可见一斑：**“小领”是比音勒芬独创的专利，微八小领型，5cm领叶、75度领角、长门襟，**能让亚洲人的脖颈显得挺拔、修长。**针对中年人发福的身材，比音勒芬还在细节上做升级，肚子附近的衣料，采用收缩性更强的材质，版型上，通过研究百万人体数据，腰线整体上移，即便有啤酒肚，也不会紧绷，反而更显儒雅。**因为具备深度用户思维，比音勒芬让用户产生了“量身定制”的产品认同感。**
- **高门槛的价格定位拒绝了一些客户，也满足了目标客群的“自我定位”需求。**比音勒芬将T-恤的价格点在600-2000元附近，正价店从不打折。这个价格带对T-恤而言直逼一线大牌，筛选了客户，**满足目标客群的自我定位需求。**相较溢价较高的重奢侈品牌，比音的产品对目标客群有着碾压式的产品力优势，价格则位于可比价格带的下沿，**展现出了突出务实的“质价比”。**因此比音T-恤在目标客群中口碑鹊起，在这个品类上吸引了大量奢侈品目标客户。而随着核心品类的确立，比音勒芬将正循环延伸到其他产品，并通过触达人群的有序增加，逐渐描绘出了优异的增长曲线。

**图表 34：比音勒芬收入、净利润及增速**


来源：WIND，中泰证券研究所

**图表 35：比音勒芬和其他品牌价格对比**

品牌	T 恤价格
比音勒芬	600 元-1500 元
Louis Vuitton	8000 元-9000 元
PRADA	8000 元-10000 元
BURBERRY	3000 元-5000 元

来源：京东，中泰证券研究所

- 历史来看，比音勒芬团队在细分人群需求挖掘、高端圈层运营上表现出了凸出能力，运营奢侈品的思维初露锋芒。从后续来看，随着收购品牌 Kent & Curwen 及 Cerruti 1881 开始推进布局，我们期待看到公司的模式进一步巩固优化，打造中国人运营的奢侈品牌矩阵。

### 3.3.2、奢侈品客户的特定场景需求：运动顶奢始祖鸟

- 安踏体育于 2019 年以 15.43 亿欧元收购 Amer Sports，持股 57.85% 成为其最大股东。旗下最大品牌为始祖鸟。在安踏主导的运营之下，始祖鸟实现了质的飞跃，3 年收入翻 3 倍，成为现象级的“运动顶奢品牌”。

**图表 36：Amer Sports 分品牌营收 (百万美元)**

	2020	2021	2022	2023
<b>专业服饰</b>	685.4	950.7	1095.5	1592.8
yoy		38.70%	15.20%	45.40%
Arc'teryx	547.7	783.1	952.6	1443.5
yoy		43.00%	21.60%	51.50%
Peak	137.7	167.6	142.9	149.3
yoy		21.70%	-14.70%	4.50%
<b>户外性能</b>	1091.6	1235.7	1416.5	1667.8
yoy		13.20%	14.60%	17.70%
Salomon	852.1	961.2	1073.5	1311.8
yoy		12.80%	11.70%	22.20%
Atomic	194.6	218.5	286	305.6
yoy		12.30%	30.90%	6.90%
其他品牌	44.9	56	57	50.4
yoy		24.70%	1.80%	-11.60%
<b>球类运动</b>	669.3	880.1	1036.7	1107.8
yoy		31.50%	17.80%	6.90%

来源：公司公告、中泰证券研究所

- 始祖鸟的定位：休闲场景的奢侈品。随着富裕阶层数量增加，富裕阶层在运动场景的服装需求成为了另一个盲区：大众运动及重奢品牌都无法满足，始祖鸟抓住了这个立足点。从 2019 年接手始祖鸟之后，安踏调整始祖鸟运营的手法，体现了安踏对奢侈品牌运营的理解。
- 管控渠道。在安踏接手之前，始祖鸟代理混乱，价格参差不齐。疫情期间，很多经销商面临现金流紧张，始祖鸟趁势收回了所有奥莱店铺和线上店铺的经营权，并统一了所有的库存配置，控制住了价格，转为直营为主的模式。



- **打造声望。**具体采用以下打法：**1) 提升门店体验。**关闭了年销售额低于千万的门店，将更多资金投入到了旗舰店的体验和服务打磨中。相比旧店铺，新店围绕 3 个关键词：**Bigger（更大面积）、Better（更好形象）、Lower（更低楼层），来打造奢侈品级门店体验。**2020 年始祖鸟确立了“亿元店”目标：到 2021 年，在中国区开出 1 家年销售额达到 1 亿元的门店，2022 年开出 5 家，2023 年开出 15 家。**2) 售后服务对标奢侈品，**主动提供清洗、修复等服务。**3) 通过艺术活动打造品牌声望，**扩大影响力。2023 年 2 月、2024 年 7 月，始祖鸟在青藏高原举办了两季节“向上致美”大秀。2023 年 4 月 26 日，始祖鸟与法国艺术家 Ivan Le Pays 合作，上线实验电影《A Line Alone》。影片由始祖鸟签约运动员 Ashima Shiraishi 主演，在加州沙漠取景，呈现艺术与攀岩的化学反应。此外，始祖鸟在《毒液》《谍影重重 4》《垂直极限》等电影中都能看到品牌露出。

图表 37：始祖鸟活动公告



来源：始祖鸟官方微博，中泰证券研究所

- **提高门槛。**奢侈品最重要的就是消费门槛，有了门槛，商品才有符号价值。在守住价格的基础上，始祖鸟开始主动定期提价，并通过限定款、联名款限量发售，进一步提升市场购买热情。
- **强调品牌 IP。**山地课堂是始祖鸟最重要的 IP 之一。2019 年，始祖鸟将其引入中国市场。针对不同客户进行分层服务：普通客户服务以享受普及户外知识的线上课，核心客户可以参与知名路线的户外体验，由专业向导带领。此外，在始祖鸟阿尔法中心，每周都会有专业户外人士前来与品牌会员进行交流。2022 年至今，始祖鸟举办了 135+ 场山地课堂线下活动，42 场直播，覆盖超过 60 万用户。

在始祖鸟的品牌资源禀赋之上，安踏通过纯熟的奢侈品运营手法，将始祖鸟重整旗鼓，打造成为运动赛道定价权最强的细分赛道奢侈品牌，完善了安踏品牌矩阵布局版图。

## 核心结论

我们认为奢侈品需求的底层逻辑是“个体在民主社会中的自我定位”需求。奢侈品商业模式的本质是：满足顶尖用户在社会中的定位需求，以获得回报及变现。奢侈品的供给可以理解为发行社交货币，维持币值稳定，最大的原则是维持“稀缺”。奢侈品的需求总是供给（即销量）的负函数，克制供给，营造供不应求的卖方市场，是维护定价权的关键。而供给-需求缺口越大的奢侈品牌，越不容易在需求曲线移动中脱离卖方市场区域，韧性越强。

时尚可以让奢侈品的需求函数快速移动，但也容易让品牌方在退流期陷入供过于求买方市场的窘境，有品牌币值下降的风险。奢侈品最稳健的增长模式是放弃时尚，持续提升声望，引导需求曲线缓慢而持续的外移，以远低于买/卖方市场分割点的量克制供给，以实现品牌符号在时空中的最大化变现。

中国增长斜率放缓，全球奢侈品行业进入存量“新常态”，行业分化将愈发剧烈。如何筛选存活力最强的商业模式？我们发现在奢侈品赛道上，最好的“单品牌”公司爱马仕，反而比最好的“多品牌”公司LVMH更加稳健。爱马仕过去14年间取得了行业中最高的收入增速、利润增速、ROE，且波动率均最小。

爱马仕如何打造奢侈品运营典范？1) 不断强化品牌声望，不触碰时尚元素，实现需求曲线的可持续外移；2) 克制供给，拒绝了大量可以消费得起的人，稀缺性强化符号价值。爱马仕核心款Birkin的保有人数只占奢侈品核心消费者的6%，占有奢侈品消费者的0.06%。爱马仕拒绝了客户，也拒绝了风险：极致的供不应求带来的超强定价权，使得爱马仕可以抵御周期波动。同时可以通过“配货”引导顾客进行非核心品类消费，优化非核心产品的运营。

如何把握奢侈品投资机会？1) 长期维度，我们建议在周期底部等待合适价格，关注爱马仕（RMS.PA）的机会；2) 短期维度，可以交易时尚弹性。品牌从停滞到引领时尚，爆发及趋势性都很强。而品牌见顶褪流的迹象亦比较容易捕捉，因此可以从容选择买点和卖点，捕捉短期右侧弹性机会。关注右侧的Prada（1913.HK）、左侧的Gucci（开云集团KER.PA）。3) 我们认为奢侈品门槛虽高，但坚守“原则”发挥的作用大于品牌的“资源禀赋”。从品牌历史来看，爱马仕并不碾压其他品牌，真正使爱马仕出类拔萃的是洞察逻辑后的克制运营。只要把握奢侈品操盘道法，中国企业依然可以成功操盘奢侈品牌，建议关注比音勒芬、亚玛芬体育、安踏体育。

## 风险提示

### ■ 1. 宏观经济波动风险

- 全球宏观经济的波动可能会影响奢侈品市场的表现。例如，高通胀和汇率上升对奢侈品销售的影响。

### ■ 2. 消费者需求恢复不及预期

- 奢侈品消费者群体趋于年轻化，高学历人群占比提升，但消费者需求的不确定性较高。如果消费者需求恢复不及预期，可能会影响奢侈品市场的增长。

### ■ 3. 行业竞争加剧

- 奢侈品行业竞争激烈，不仅有传统奢侈品牌，还有越来越多的新兴品牌进入市场。这可能会导致市场饱和度增加，影响奢侈品品牌的销售和利润。

### ■ 4. 信息更新不及时风险

**投资评级说明**

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15% 以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15% 之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 -10%~+5% 之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10% 以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10% 以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 -10%~+10% 之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10% 以上
备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。		

**重要声明**

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，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。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，且本报告中的资料、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。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权，任何机构和个人，不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。