

# Farfetch：从买手店电商，到时尚零售技术供应商 ——电商对比研究系列

**许荣聪**

021-68407349

xurc@cmschina.com.cn

S1090514090002

**宁浮洁**

021-68407349

ningfujie@cmschina.com.cn

S1090518090002

**报告日期：2018年9月24日**

---

# 一、十年磨一剑，优质的技术服务商

---



图片来源：公司官网

- ❑ **Farfetch是一家享誉全球的奢侈品时尚电商平台。**由José Neves于2008年创办，总部位于伦敦。
- ❑ **公司以实体买手店为基础，逐步引进品牌商零售。**平台集聚了超过3200个国际品牌和设计师品牌，涵盖女装、男装、童装、复古、高端珠宝腕表等多个品类，共计33.5万件单品。Farfetch的快捷配送服务通达190多个国家,其中在中国已送达465个城市，让时尚爱好者尽享“一站式”购遍全球时尚精品的高端体验。
- ❑ **与此同时，Farfetch企图成为一家创新型时尚技术供应商。**公司的Black & White商家解决方案，Store of the Future门店系统等业务为旗下品牌与合作伙伴提供技术端的支持，正在借助技术创新和模式创新优势，积极推动时尚电商和时尚行业形态的变革。

- ❑ 买手店是指针对目标客户群独特的品味和审美鉴赏水平，挑选不同品牌的服装、饰品、珠宝、包袋、鞋履等商品将其融合在一起的店面。买手店自欧洲诞生起，便与“时尚”、“独特”、“个性化”等含义联系在一起。而传统的买手店在时尚电商的冲击下，自身发展受到限制。
- ❑ Farfetch上线时，与YNAP等奢侈品电商买断自营的方式不同，**它专注于集合买手店，充当平台角色**。起初引入巴黎著名买手店L'Eclaireur之后，陆续有更多的买手店加入Farfetch。

图：Farfetch早期的slogan——“300家买手店，1个平台”



资料来源：公司官网

# Farfetch上的著名买手店

图：L'Eclaireur



资料来源：公司官网

- L'Eclaireur最早是香榭丽舍大街上的一间艺术画廊，1980年代之后逐渐转型成一间集合时尚、设计、和生活方式的买手店，现在巴黎拥有6间店。

图：Verso



资料来源：公司官网

- 在时装迷们津津乐道的“安特卫普六君子”的故乡，创立于二十多年前的Verso是安特卫普当地最具魅力的买手店之一。

图：Antonioli



资料来源：公司官网

- Antonioli买手店是暗黑系的天堂，创办人Claudio Antonioli于1987年在米兰开设其第一家买手店，迅速累积的好名声使其成为必访购物标的。

图：Restir



资料来源：公司官网

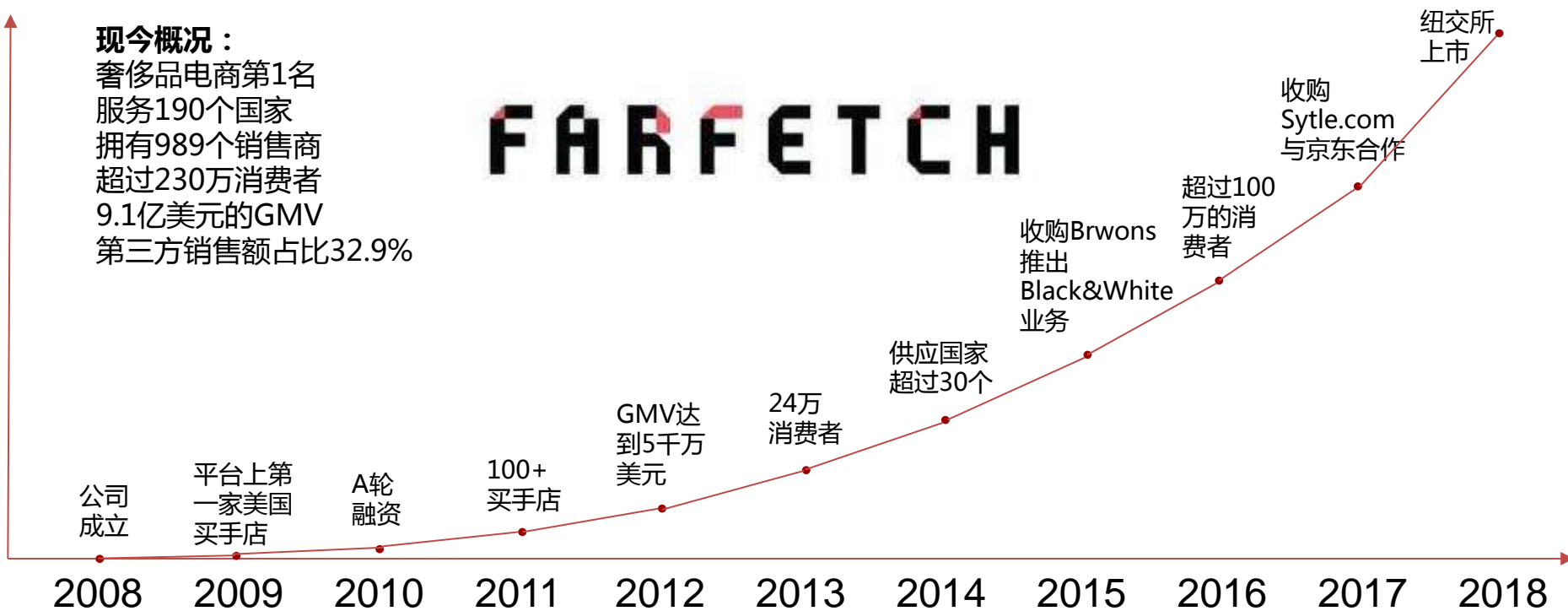
- Restir位于东京的六本木区，是摄影师、设计师和艺术总监们聚集交流的地方也是名副其实的创意大熔炉。

# 公司健劲稳步发展

## 现今概况：

奢侈品电商第1名  
 服务190个国家  
 拥有989个销售商  
 超过230万消费者  
 9.1亿美元的GMV  
 第三方销售额占比32.9%

# FARFETCH



资料来源：招股说明书

表：Farfetch历年融资情况

融资时间	领投方	轮次	投资金额
2010年7月	Advent Venture Partners	A轮	4500万美元
2012年1月	Index Ventures	B轮	1800万美元
2013年3月	Condé Nast	C轮	2000万美元
2014年5月	Vitruvian Partners	D轮	6600万美元
2015年3月	DST Global	E轮	8600万美元
2016年5月	Eurozeo、IDG、Temasek Holdings	F轮	1.1亿美元

资料来源：公司公告

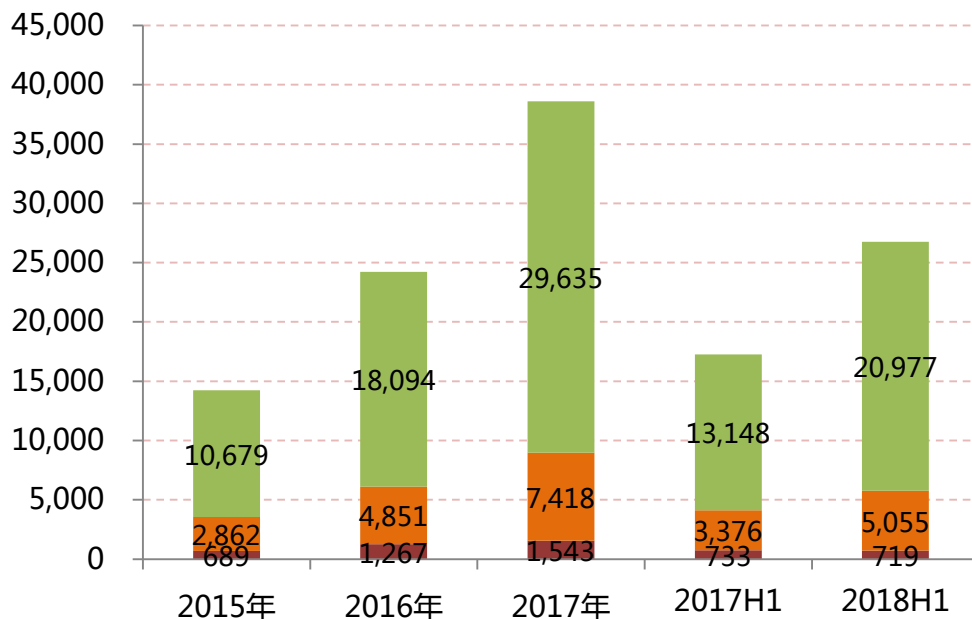
---

## 二、技术驱动，搭建全球精选购物时尚平台

---

- ❑ Farfetch主要采取买手店机制，货品从买手店送出，Farfetch通过收取成交金额30%以上的佣金来获利。
- ❑ 在买手店销售上，Farfetch不持有库存。在品牌直销和Browns店上，Farfetch会持有库存，但是这两部分的GMV占比仅到6%。**因此库存成本和存货周转压力非常小。**
- ❑ 2017全年GMV为9.1亿美元，除去Browns店和服务性收入后，买手店贡献的GMV为7.8亿美元，而品牌直销贡献的GMV仅为0.4亿美元。

图：Farfetch近三年收入情况(万美元)

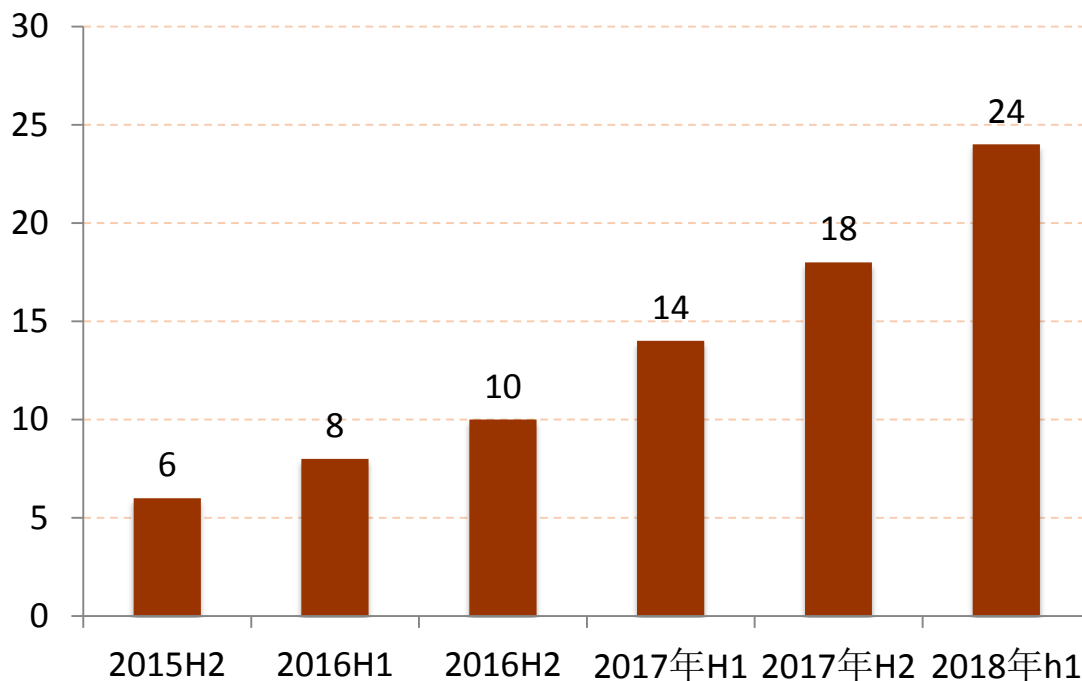


资料来源：招股说明书，招商证券

备注：  
总收入等于GMV减去买手店从Farfetch获得的收入；  
服务性收入：向消费者提供海关、送货等服务的收入，对公司没有直接收益。

- 众多买手店接入Farfetch平台后，销售额都有可观的增长。创始人透露，**目前买手店的45%销售额均来自Farfetch。**
- **同时Farfetch还为买手店提供技术支持**，通过大数据让其库存更加合理，同时通过客户满意度调查及后台的管理系统将客户体验及时反馈给店铺，让其改进。
- 如此共赢的合作方式，增强了双方的黏性。

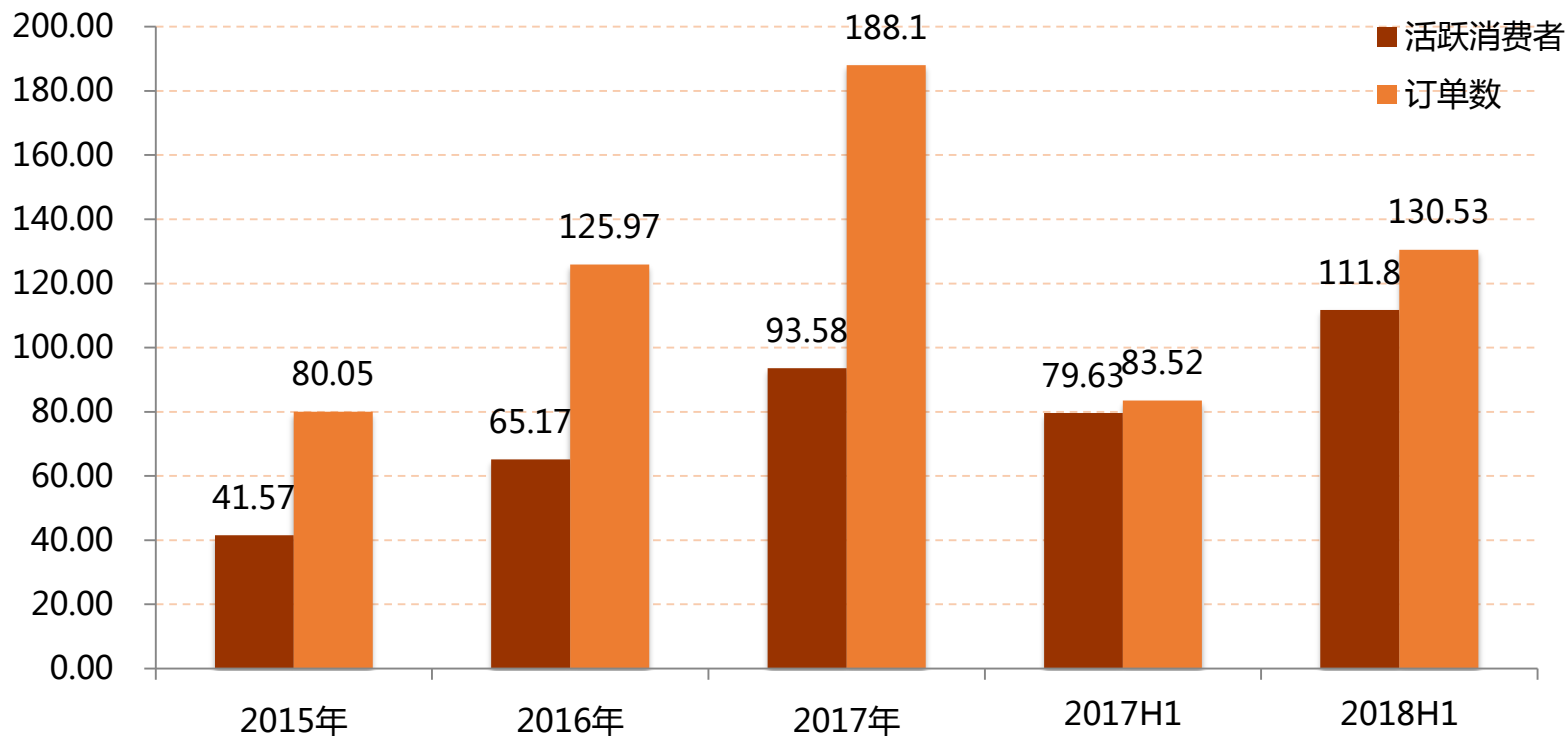
图：Farfetch商城上的商品总价值(亿美元)



资料来源：招股说明书，招商证券

- ❑ **Farfetch网上商城自带流量**，网站月访问量约为2100万，同时有60%的订单来自于手机与平板电脑。目前共有来自190个国家，230万的消费者。
- ❑ **2017年6月收购全球最大时尚媒体集团——康泰纳仕集团的style.com**，并直接导流至Farfetch。旗下的杂志《VOGUE服饰与美容》、《GQ智族》等内容会与Farfetch商品之间无缝衔接，实现“即读即购”，为消费者创造更佳的购物体验。
- ❑ **移动端的流量逐渐提升，未来还有巨大成长空间**。从2016年到2017年，APP在GMV的份额从13%上升到27%。截止2018年6月30日，APP占到了总访问量的21%。

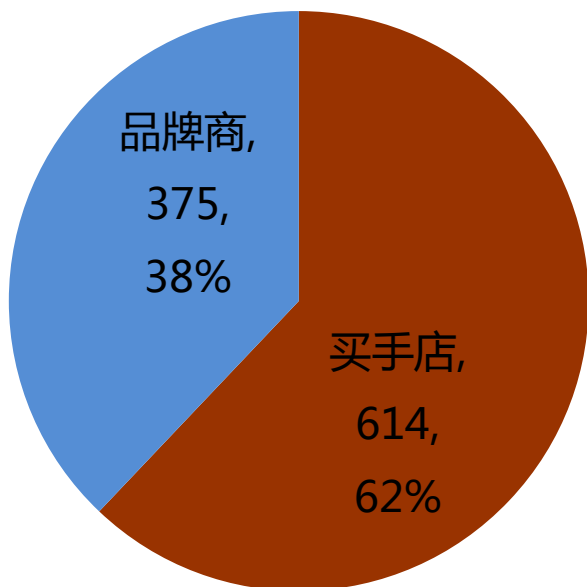
图：Farfetch近三年活跃消费者和订单数情况(万)



资料来源：招股说明书，招商证券

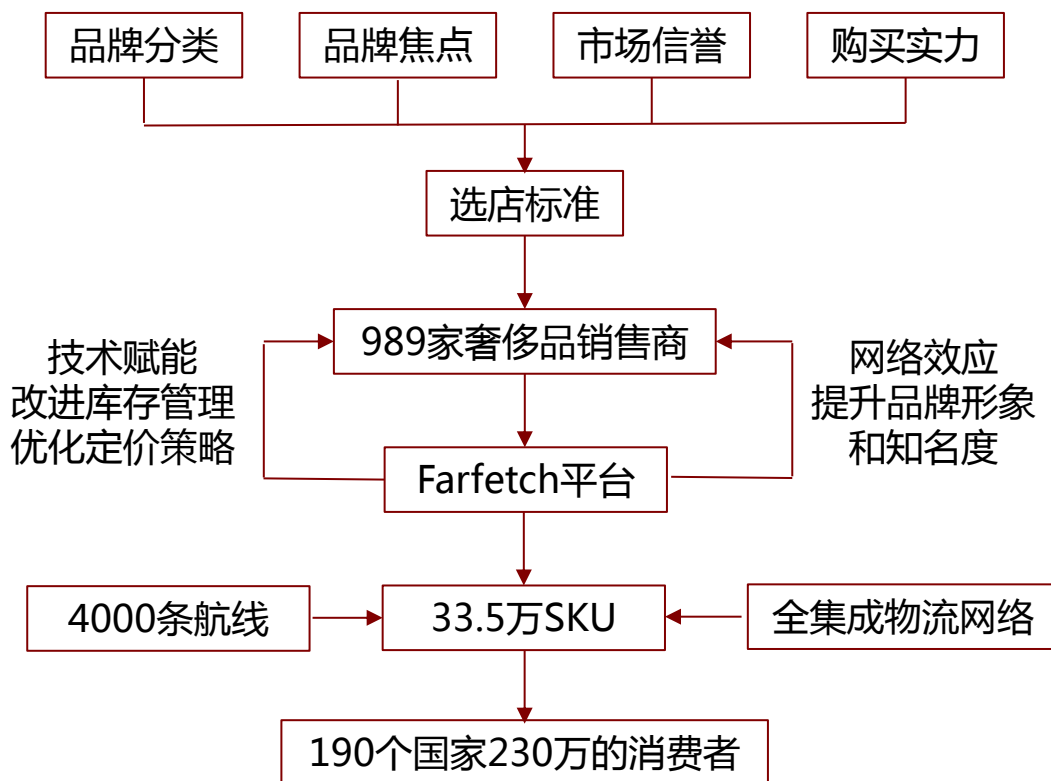
- ❑ **奢侈品行业供应链分散。**全球规模最大的20家奢侈品品牌中，有19家总部位于欧洲。行业供应链高度分散，稳定的供应链是长期发展的保障。
- ❑ **截止2018年6月30日，Farfetch上共有来自超过40个国家的989个奢侈品销售商。**过去三年，公司保留了前100个买手店和前100个品牌商（除了有一个因业绩不佳被剔除）的供应关系。

图：Farfetch奢侈品销售商分布数量(个)



资料来源：招股说明书，招商证券

图：Farfetch供应链概览



资料来源：招商证券

- 平台拥有超过3200个品牌，包括著名国际品牌和设计师品牌，SKU接近34万，平台商品总价值逐年递增。如此海量的商品品类能满足不同消费者的各式需求。

图：Farfetch满足消费者的各式需求

•最新系列	•未满足需求	•个性化	定制化
<ul style="list-style-type: none"><li>• 每季Farfetch会根据市场数据来选择合作品牌最新系列的产品，通常会分别向不同买手店预订同一品牌最新系列中的不同产品。</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>• 在Farfetch，即使用户想要的商品未被呈现在Farfetch平台上，只要与Farfetch的VIP服务人员联系，Farfetch会通过自身庞大的品牌网络，为用户买到所需商品。</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>• 许多消费者更偏爱小众的、稀缺的品牌和产品，而与Farfetch合作的买手店和小众品牌恰好能够满足他们这方面的需求。</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>• 就现阶段来看，Farfetch是全球唯一一家拥有定制服务的奢侈品时尚购物平台，目前可在线定制的品牌有Toga Pulla、Nicholas Kirkwood等。</li></ul>

资料来源：公开访谈，招商证券

图：Farfetch发起的#The one线上活动



资料来源：公司官网

# 同种商品，价格更具吸引力

- 与供应商的良好合作关系赋予了Farfetch较强的议价能力，从而能够让商品的价格更低，更具吸引力。

Farfetch价格



GUCCI

Ophidia牛皮水桶包

¥13,925



FENDI

FF小羊皮过膝靴

¥12,280



FENDI

FF皮革短靴

¥7,980

同类价格



香港 自营 直降

GUCCI/古驰 18秋冬新款Ophidia 女士米色帆布抽绳单肩水桶包

¥15048



FENDI

Rockoko 标志提花弹力针织皮革过膝长靴

\$2,140



FENDI

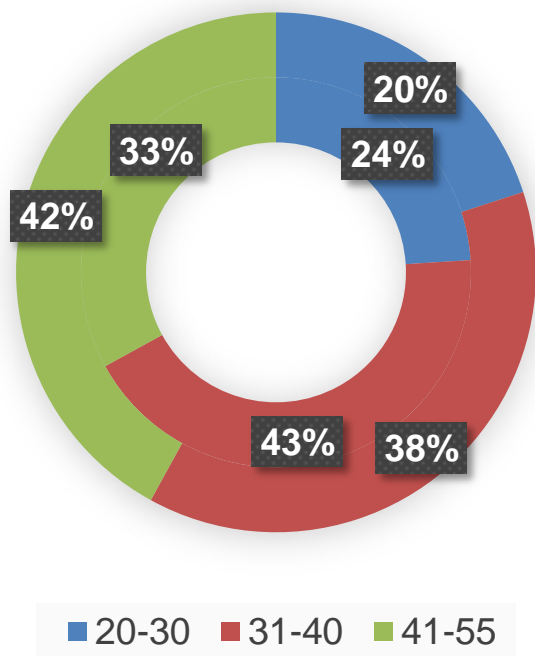
Rockoko 标志提花弹力针织皮革踝靴

\$1,345

# 消费者更年轻，客单价更高

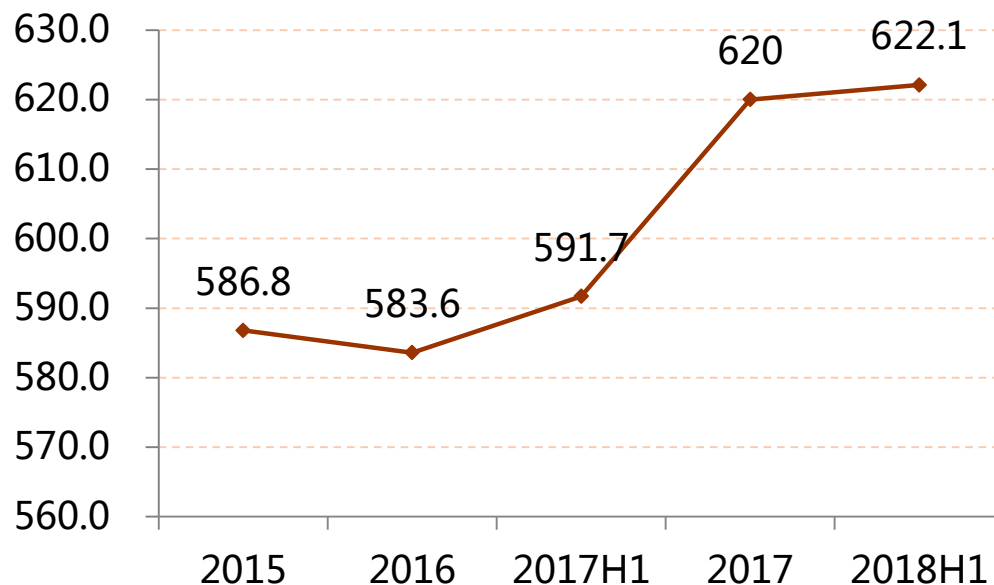
- 和奢侈品行业平均对比，**Farfetch消费者更加年轻化**，商品更受年轻人喜爱。
- 2018年3月公司调查显示，消费者平均年龄为36岁，女性占比66%，平均家庭收入为12.15万美元，**客单价保持在较高水平**。

图：Farfetch(内)和奢侈品行业(外)消费者年龄分布



资料来源：招股说明书，招商证券

图：Farfetch客单价变化(美元)

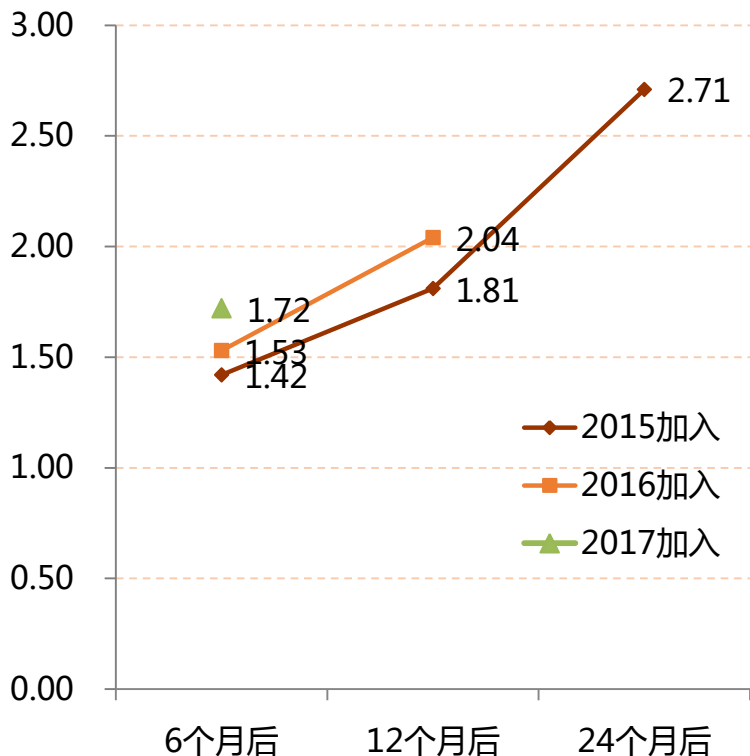


资料来源：招股说明书，招商证券

# 消费者忠诚度增加，顾客价值得以沉淀 CMS 招商证券

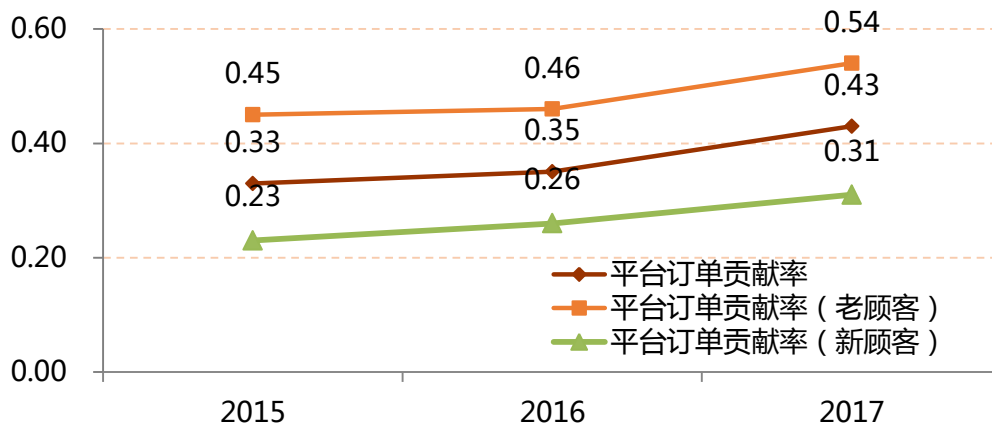
- ❑ 老顾客在GMV的比例逐渐增加，复购率增加，且老顾客的平台订单贡献率更高。
- ❑ 顾客终身价值LTC/获客成本CAC的比值随着时间的推移增加，意味着老顾客的价值沉淀。同时，最近加入的客户，其LTV/CAC比值更为理想。

图：LTC/CAC比值变化



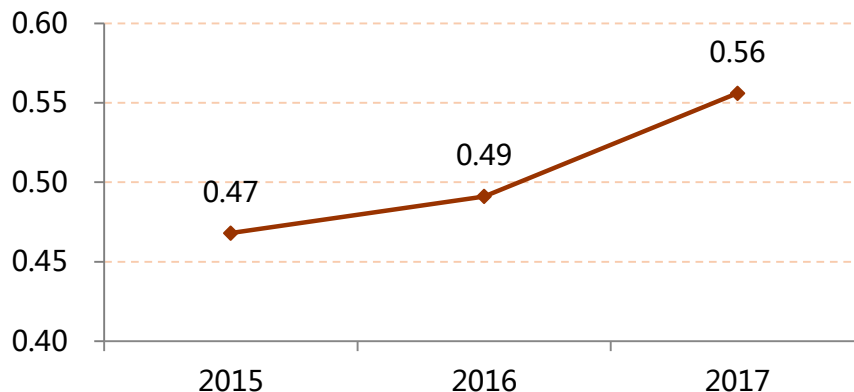
资料来源：招股说明书，招商证券

图：平台订单贡献率变化



资料来源：招股说明书，招商证券

图：老顾客在GMV中的占比



资料来源：招股说明书，招商证券

- ❑ 创世人José Neves八岁学会编程，大学期间就创办了Grey Matter，专门为服装厂提供软件服务。后来还独立还创立B Store买手店。**他对时尚和技术方面有深刻的理解。**同时创始人持有每股拥有20票投票权的B股，对公司有绝对的主导权。
- ❑ 行业大咖坐镇Farfetch董事会，**指导经营决策。**
- ❑ 公司在过去8年进行了六轮融资，包括淡马锡、IDG等顶级风投机构的投资。

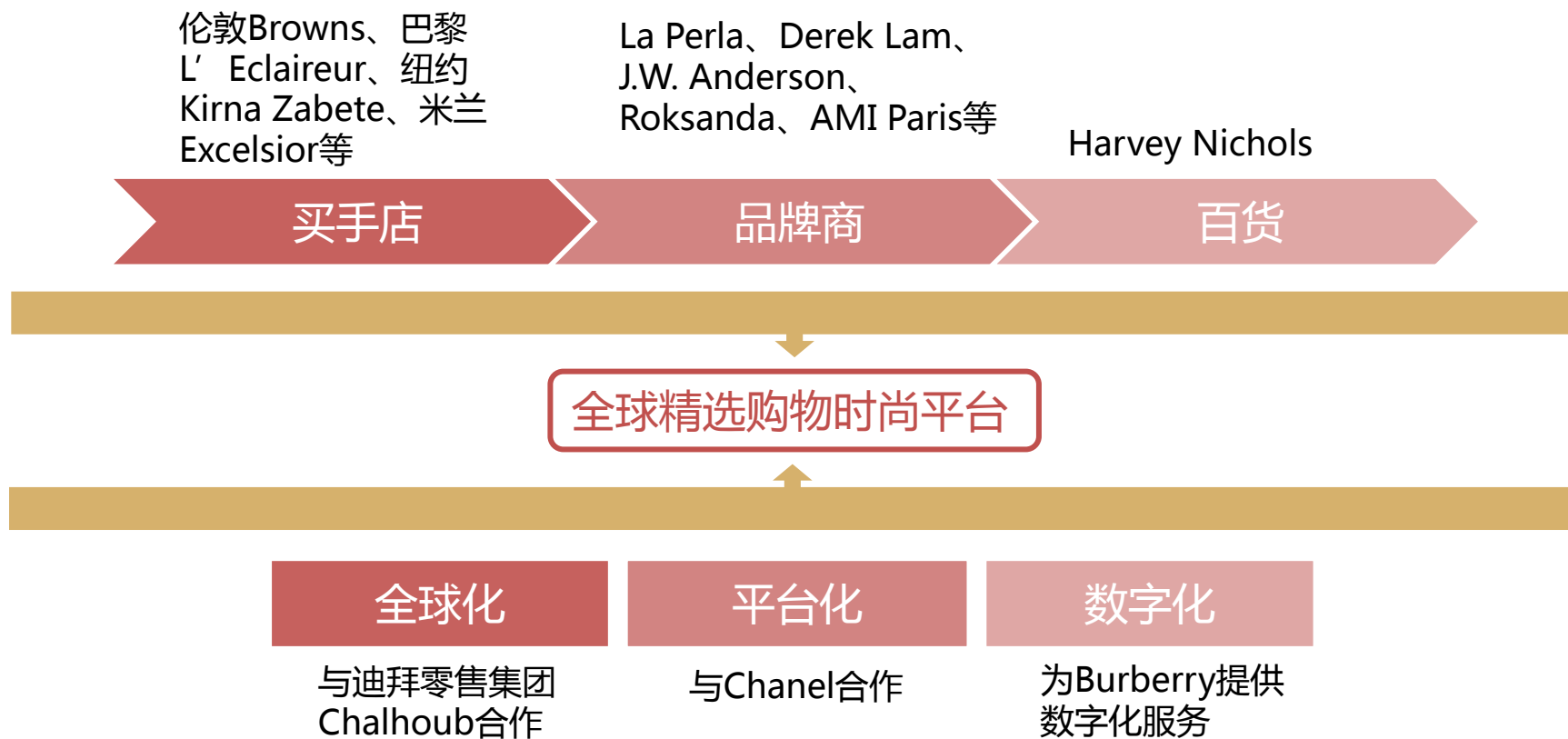
表：Farfetch董事会主要成员情况

加入时间	姓名	介绍
2010年4月	Frederic Court	Felix Capital创始人，Advent Ventures合伙人。在技术行业有超过20年的投资经验
2015年4月	Dana Evan	在技术和媒体部门的全球金融和业务管理方面拥有超过25年的行政领导经验
2015年6月	Jon Kamaluddin	在创意消费品牌和相关技术赋能投资、电子商务方面拥有超过16年的管理经验
2017年6月	刘强东	京东创始人、董事长兼CEO
2017年2月	Dame Natalie Massenet, DBE	NetAPorter创始人
2017年7月	Jonathan Newhouse	康泰纳仕集团董事长

资料来源：招股说明书，招商证券

- ❑ 创立初期，Farfetch靠和全球买手店合作卖货；业务成熟之后，又引入品牌直接销售；**今年3月，引进首个奢侈品百货——Harvey Nichols。**
- ❑ 高端百货商场是极佳的时尚品牌孵化场地，Farfetch计划推动这些传统地产商进行变革。

图：Farfetch发展阶段



表：Farfetch和寺库、YNAP的对比

	寺库	YNAP	Farfetch
品类	腕表、包袋、服装鞋靴、珠宝首饰、美妆	服饰、包袋、腕表、珠宝首饰，18年将增加鞋靴占比	服装、鞋履、包袋、配饰、首饰、古着等
进货渠道	直采+中国经销商	品牌直签，从品牌商直采	不自持有库存，货来源于买手店和品牌商
线上平台	单个网站	经营4个不同的网站	单个网站
移动端占比	83%(2016)	超过50%(2017)	21%(18H1)
品牌合作	无额外资源	隶属于历峰集团，在品牌上具有天然优势	Black&White业务专门服务于品牌商，为香奈儿等多家品牌提供技术支持
自有品牌	将陆续推出自有品牌	今年将在线上推出自己的品牌；	Browns线下买手店
售价	售价为国内专柜价的85-90%，过季产品六至七折；	Net-a-Poter负责正价商品的应季销售；Yoox通过闪购等方式清理库存；	品牌官网价的80%-90%
2017年收入	37亿元	21亿欧元	3.86亿美元
亚太区销售额	大陆91%，香港8%	亚太区17%(2017)	27%(2017)
最主要的市场	中国	北美	欧洲
订单量	45.6万(18Q2)	950万(2017)	130万(18H1)
客单价	3750元(18Q2)	328欧元(2017)	622美元(18H1)
活跃用户数	25.5万(18Q2)	313万(2017)	112万(18H1)
2018年战略	品牌直签比例增加；线下新开30家店	在米兰开设新的当季产品展示空间；增加位于Bologna的Interporto物流中心的空间	和百货合作；持续推进全渠道战略，定位奢侈品技术提供商
市值	6.8亿美元	私有化估值53亿欧元	预计55亿美元

资料来源：公开财报，招商证券

---

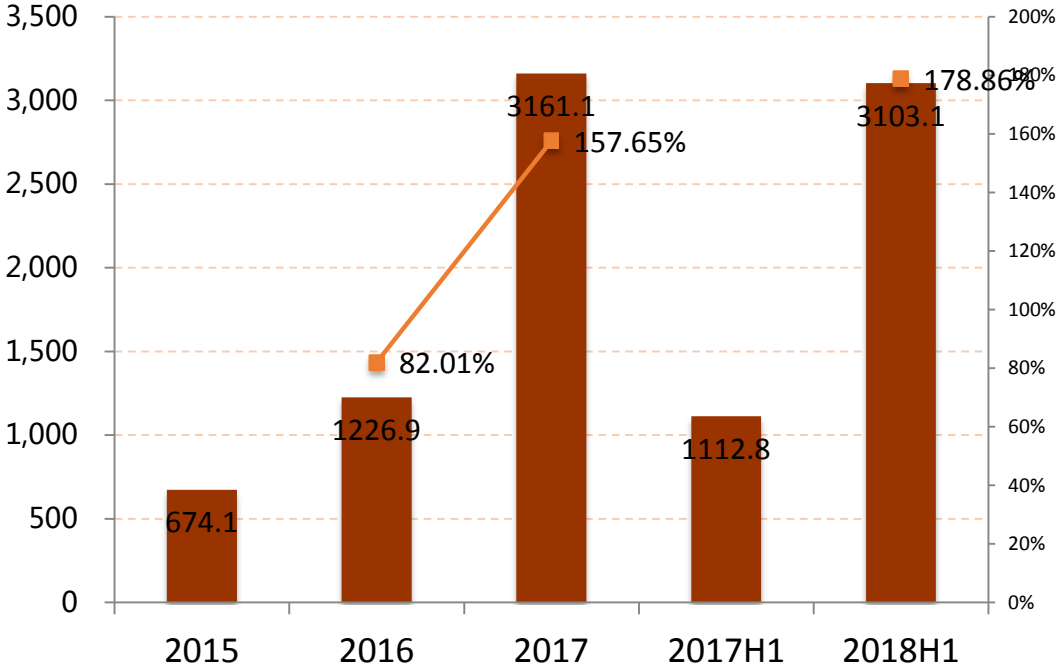
## 三、数据驱动全渠道协同，提升效率

---

# 加码技术投资，构造数据护城河

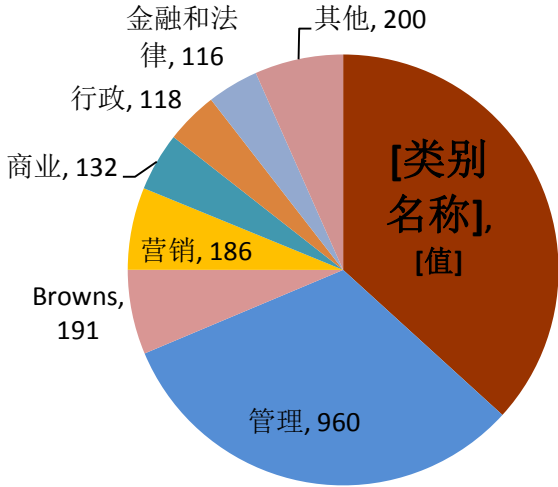
- 平台化的商业模式能让Farfetch从触摸点收集大量的独特数据，包括实时库存、浏览、销售、退货数据以及定价数据等，**团队的600多名数据科学家们利用这些数据指导经营决策**。通过加强数据交互，持续改进数据分析方法和算法，使公司能够进一步优化营销策略和消费者体验，以增强平台收益和合作伙伴的收益。
- **公司技术投资持续上升**，将继续投资于人员、产品和基础设施，推动奢侈品行业的技术创新。
- 2018年7月Farfetch宣布**收购数字技术公司Curiosity China**，后者为80多个奢侈和高端品牌提供数字业务拓展和管理服务。

图：Farfetch技术费用投入(万美元)



资料来源：招股说明书，招商证券

图：Farfetch员工构成(名)



资料来源：招股说明书，招商证券

- ❑ Black & White是Farfetch的独立业务，模式为与品牌和销售商合作，**提供完整且定制电子商务解决方案**，直接挑战YNAP一直拿手的品牌旗舰店代运营业务。此举能提升合作方品牌形象，巩固其合作关系。
- ❑ 早前，Farfetch与Manolo Blahnik合作推出后者的自建电商平台，还与著名鞋履品牌Nicholas Kirkwood合作，通过数码技术为品牌经典Beya乐福拖鞋提供定制化服务。

图：Farfetch为奢侈品销售商提供的管理工具

## STORM

- STORM提供包括数据管理、库存管理、订单管理等服务，提升销售商效率。

## FFLINK

- FFLINK是API平台，允许合作方将Farfetch平台与自己的系统或着如Magento、Shopify等其他第三方电子商务服务商集成在一起。

资料来源：招股说明书，招商证券

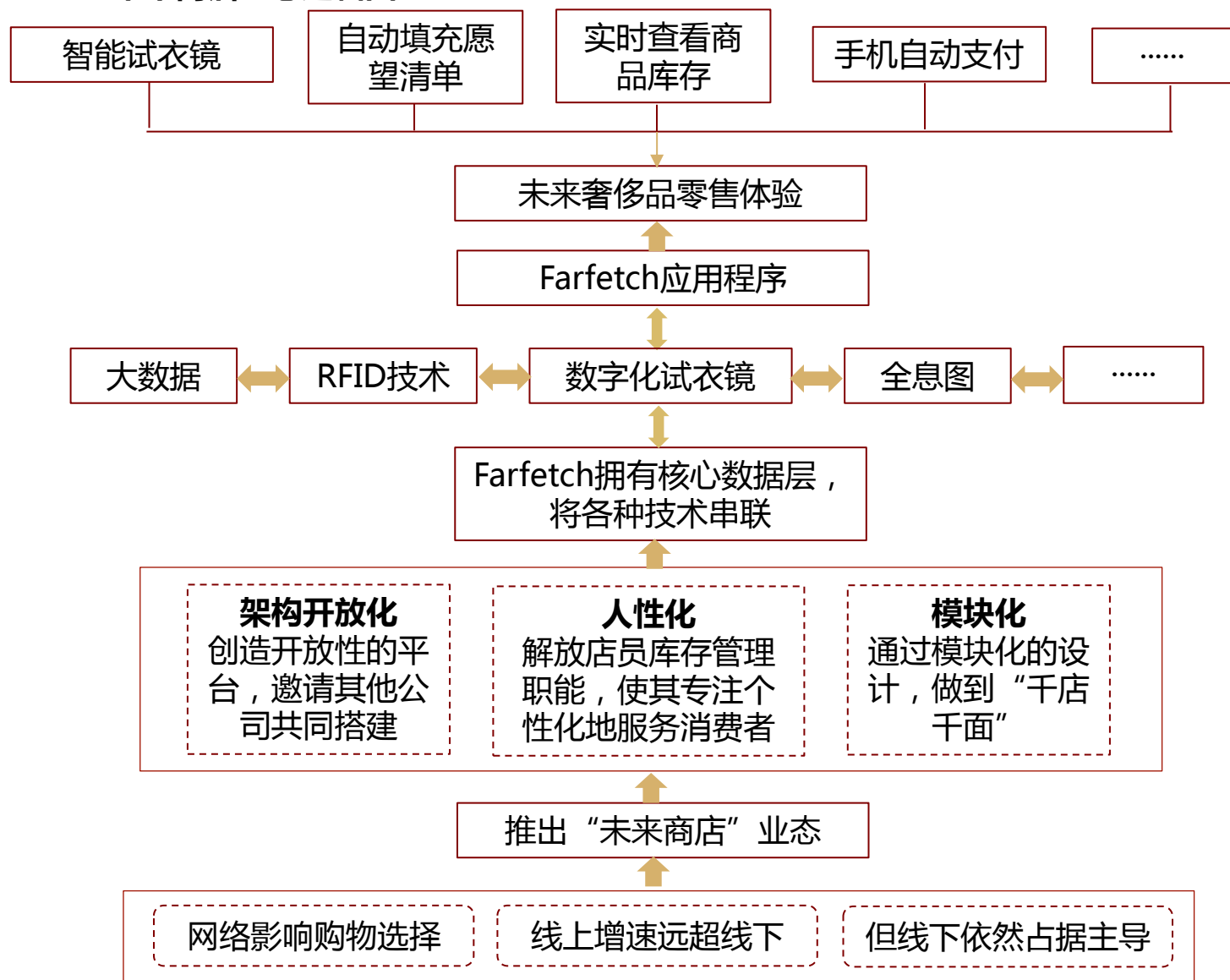
- ❑ 奢侈品行业线上线下也是在融合的过程。贝恩预计，奢侈品线上份额在25%时达到天花板。在新零售的背景下，不同于寺库在线下直接开店的模式，**Farfetch更多地**在技术端发力，以未来商店的形态呈现。
- ❑ **未来商店并不意味着无人商店**。未来商店中所提供的新兴科技将有助于销售人员更好地了解消费者，为消费者提供更加人性化的定制的体验与互动。
- ❑ **Browns作为未来商店的试点**，已经于去年10月推出。未来将推广至Farfetch旗下合作的买手店与品牌店铺中。

图：Farfetch未来商店



# 增强线下体验，塑造未来奢侈品零售业态 CMS 招商证券

图：Farfetch未来商店业态逻辑图



---

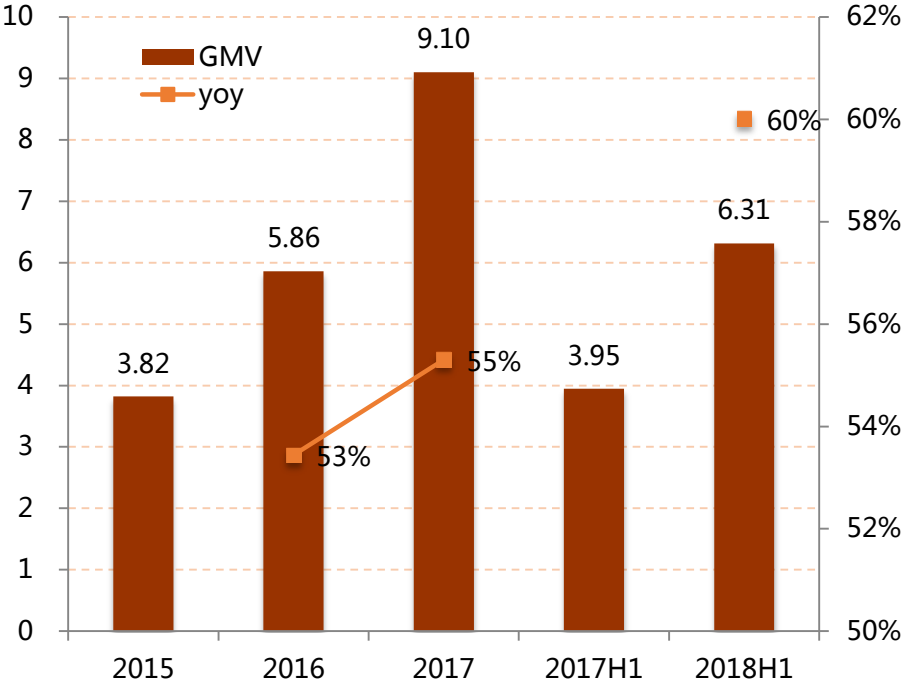
## 四、财务数据：业绩强劲增长，盈利可期

---

# 规模持续扩张，收入高速增长

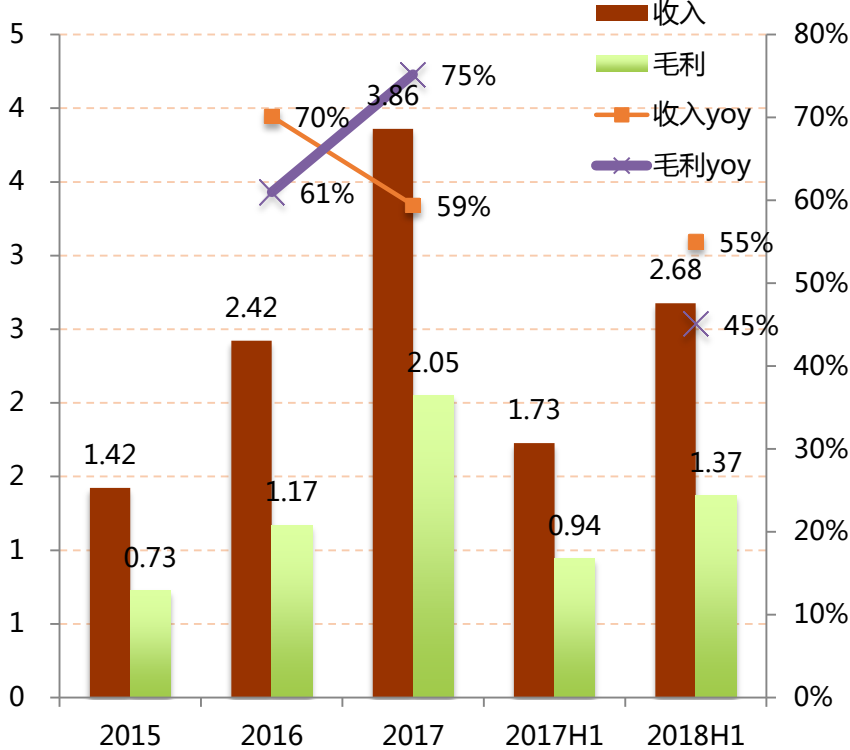
- 客单价的提升伴随着新消费者和活跃消费者数量增加，带来了GMV、收入、毛利的大幅增速。
- 亚太等新兴市场占2017年收入的比重为26%，具有较大增长活力。

图：Farfetch近三年GMV (亿美元)



资料来源：招股说明书，招商证券

图：Farfetch近三年收入和毛利(亿美元)

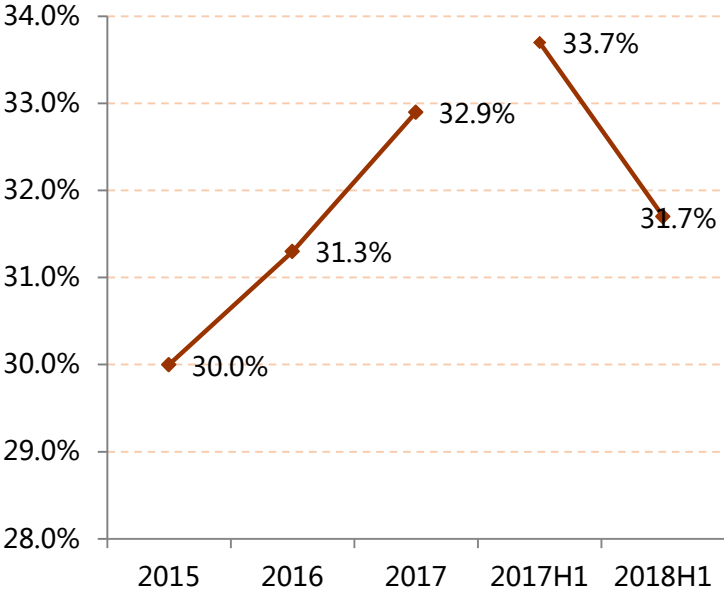


资料来源：招股说明书，招商证券

# 规模持续扩张，收入高速增长

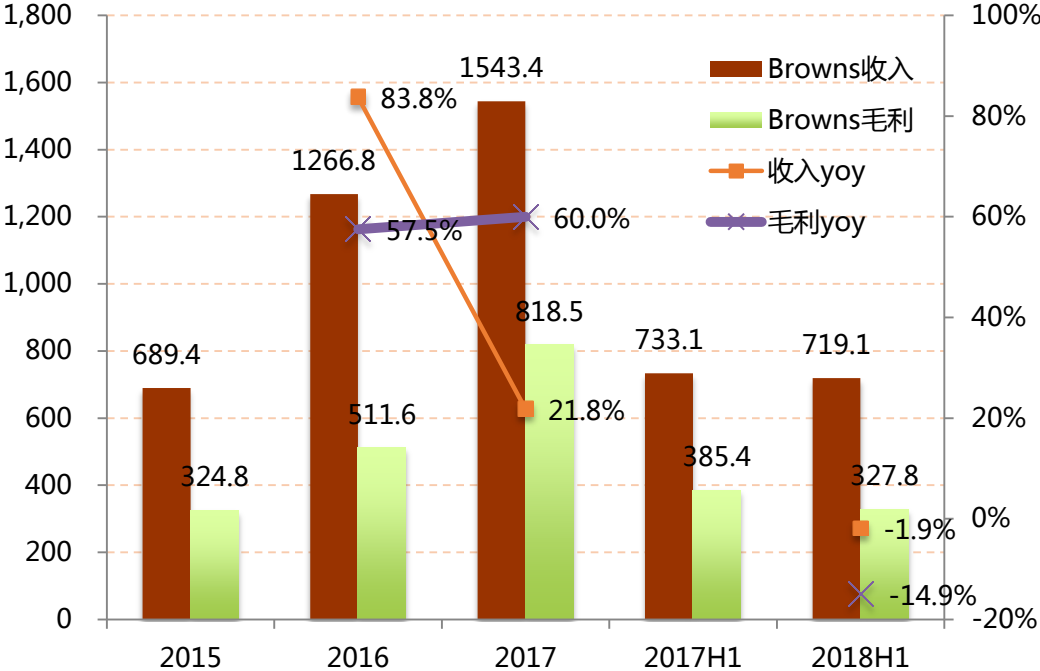
- 2018年上半年由于买手店和品牌商的供应组合发生了变化，买手店佣金抽成占比略微下降，但仍然维持在30%以上的高位。
- Browns店的收入在前三年均有大幅提升。2018年上半年一家商店的倒闭导致收入下滑。

图：Farfetch买手店佣金抽成占比



资料来源：招股说明书，招商证券

图：Browns店收入和毛利(万美元)

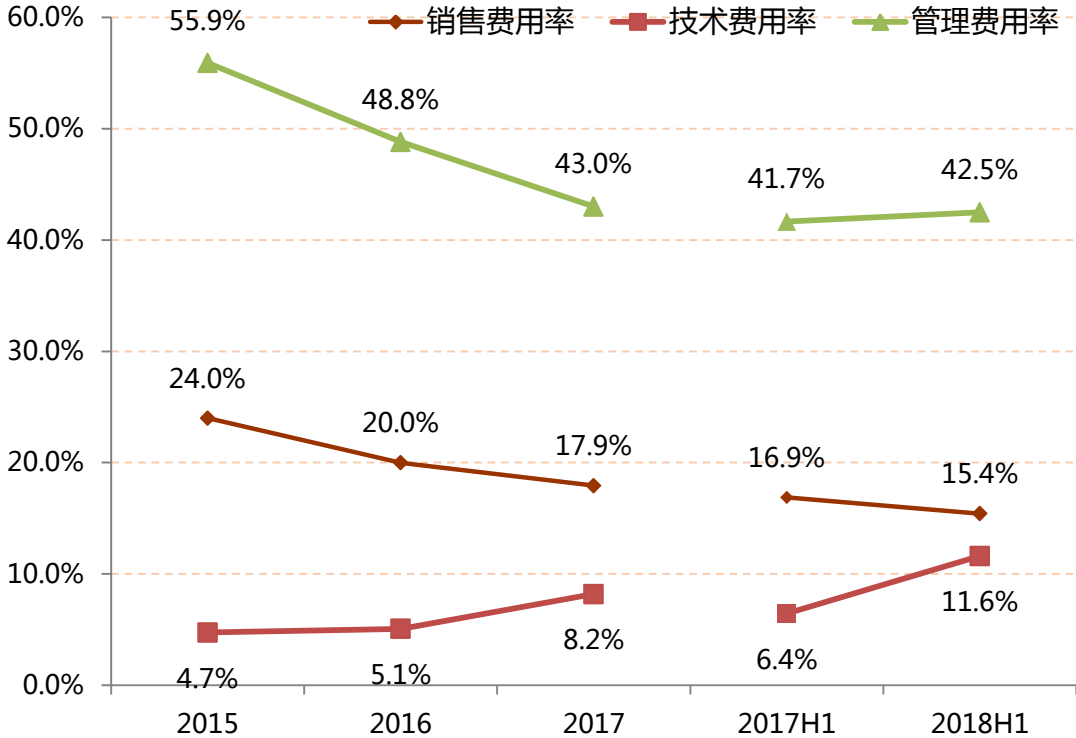


资料来源：招股说明书，招商证券

# 控费能力提升，继续加大技术投入

- ❑ 管理费用率占据了大部分收入。2018年上半年公司规模大幅扩张，人员同比增加81.2%，大致管理费用率略有提升。**但是近三年整体趋势在减少。**
- ❑ 在收入增长的背景下，销售费用率持续降低，**反映了营销效率的提升。**
- ❑ **公司继续加码技术投资**，技术费用率上升到11.6%的高位。

图：Farfetch销售技术管理费用率

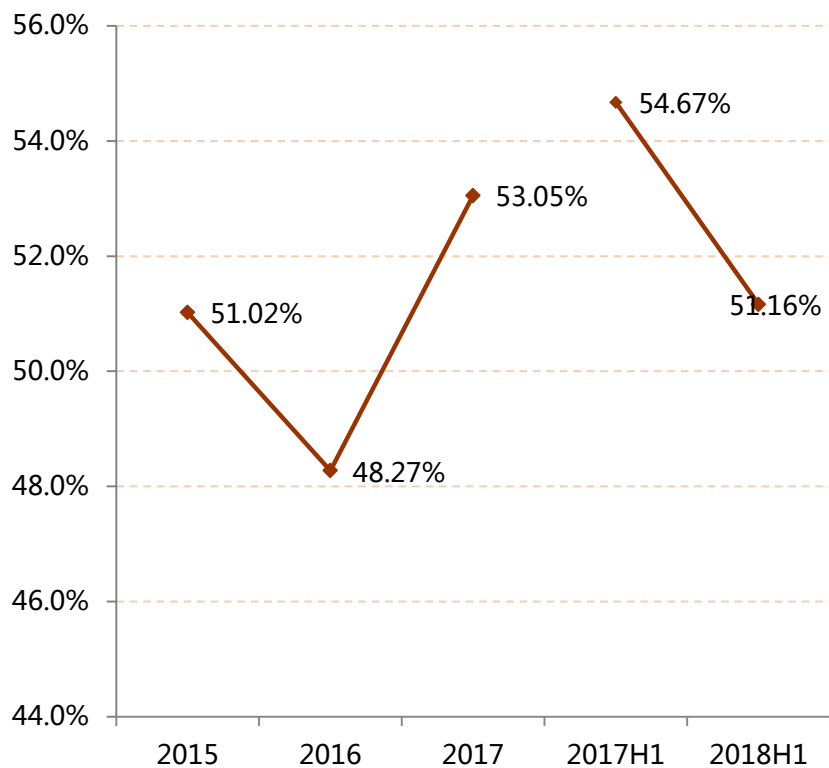


资料来源：招股说明书，招商证券

# 毛利率维持高位，盈利拐点尚未达到

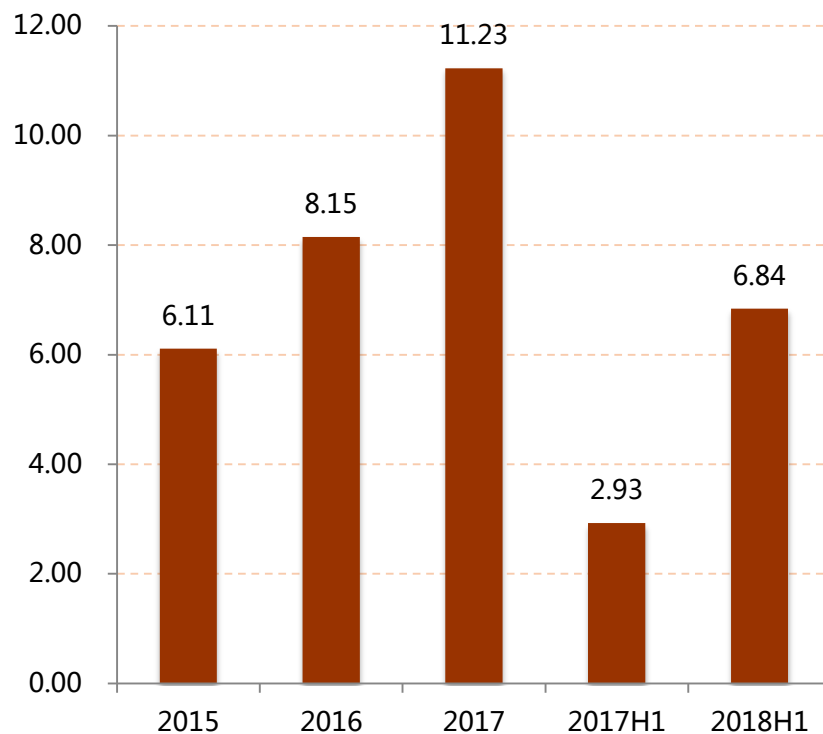
- 以平台化为主的模式，使得公司整体毛利率维持在50%以上的高位，期间略有波动。2018年上半年品牌商直销的比例增加，导致了成本增加，从而影响了毛利率。
- 净亏损额近年持续扩大，盈利拐点尚未达到。

图：Farfetch近三年毛利率



资料来源：招股说明书，招商证券

图：Farfetch近三年净亏损(千万美元)

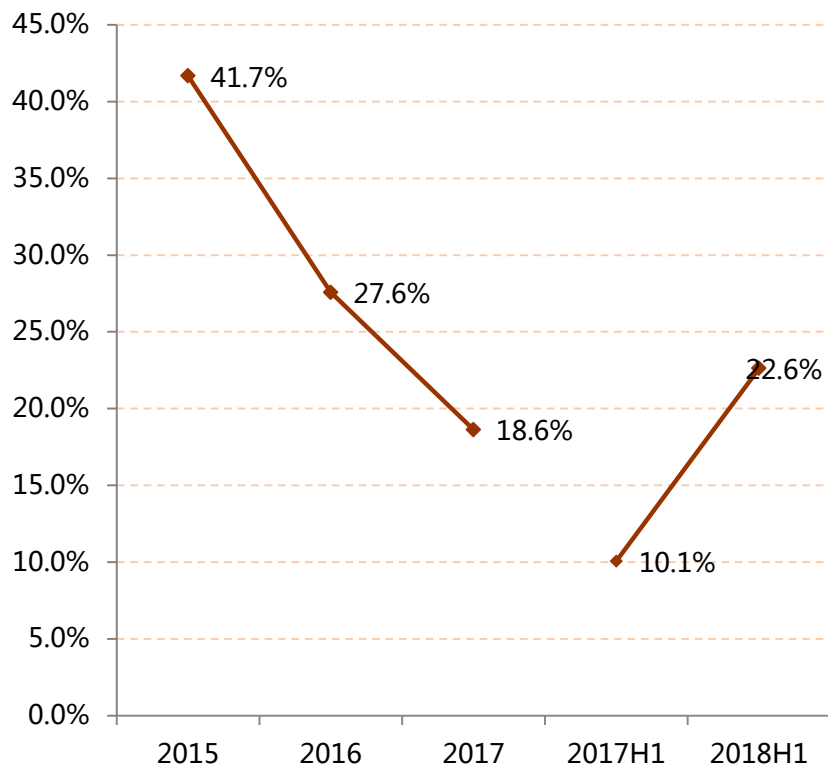


资料来源：招股说明书，招商证券

# 亏损率趋势收窄，未来盈利可期

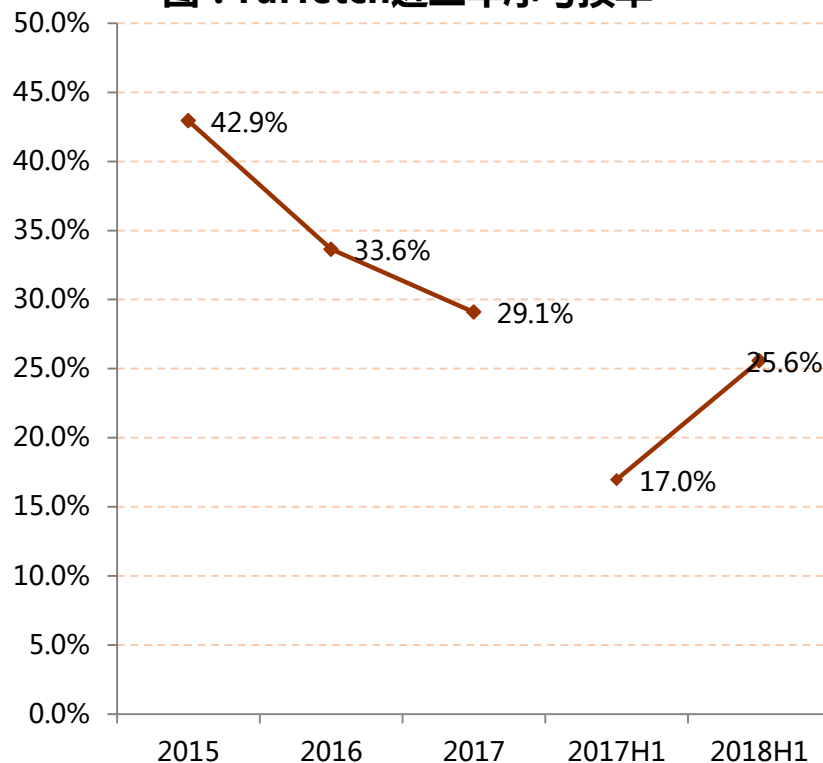
- ❑ 亏损额持续增加，但是趋势持续收窄。
- ❑ 调整后EBITDA亏损率和净亏损率近三年均持续下降。由于公司在18年上半年的大幅扩张，亏损率略有回调。

图：调整后EBITDA亏损率



资料来源：招股说明书，招商证券

图：Farfetch近三年净亏损率

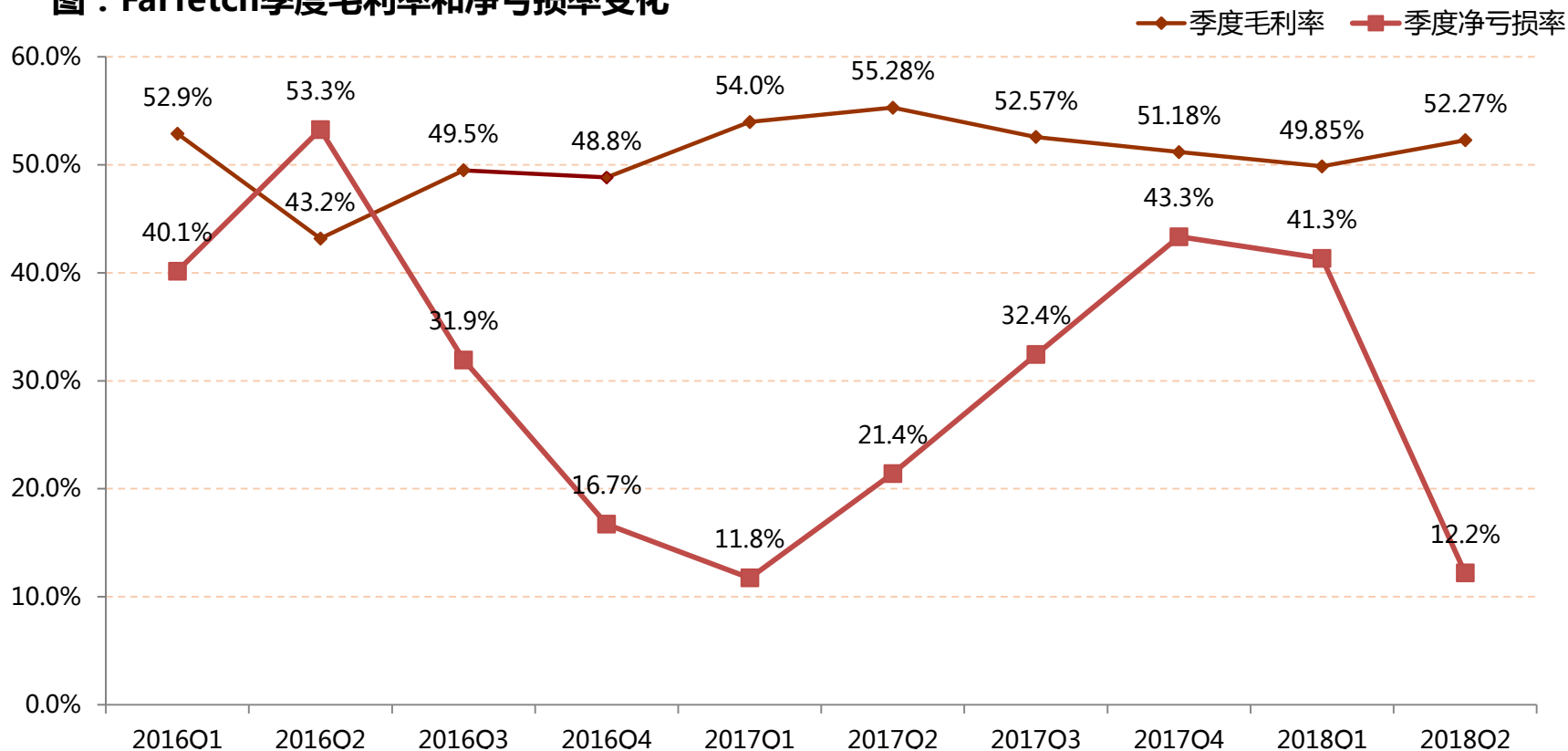


资料来源：招股说明书，招商证券

# 亏损率趋势收窄，未来盈利可期

- 季度毛利率在波动中有略微上升的趋势。
- 净亏损率有较大跳跃，可能由消费周期导致。在最新的季度，净亏损率下降到最低的12.2%。未来有望持续下降并产生盈利。

图：Farfetch季度毛利率和净亏损率变化

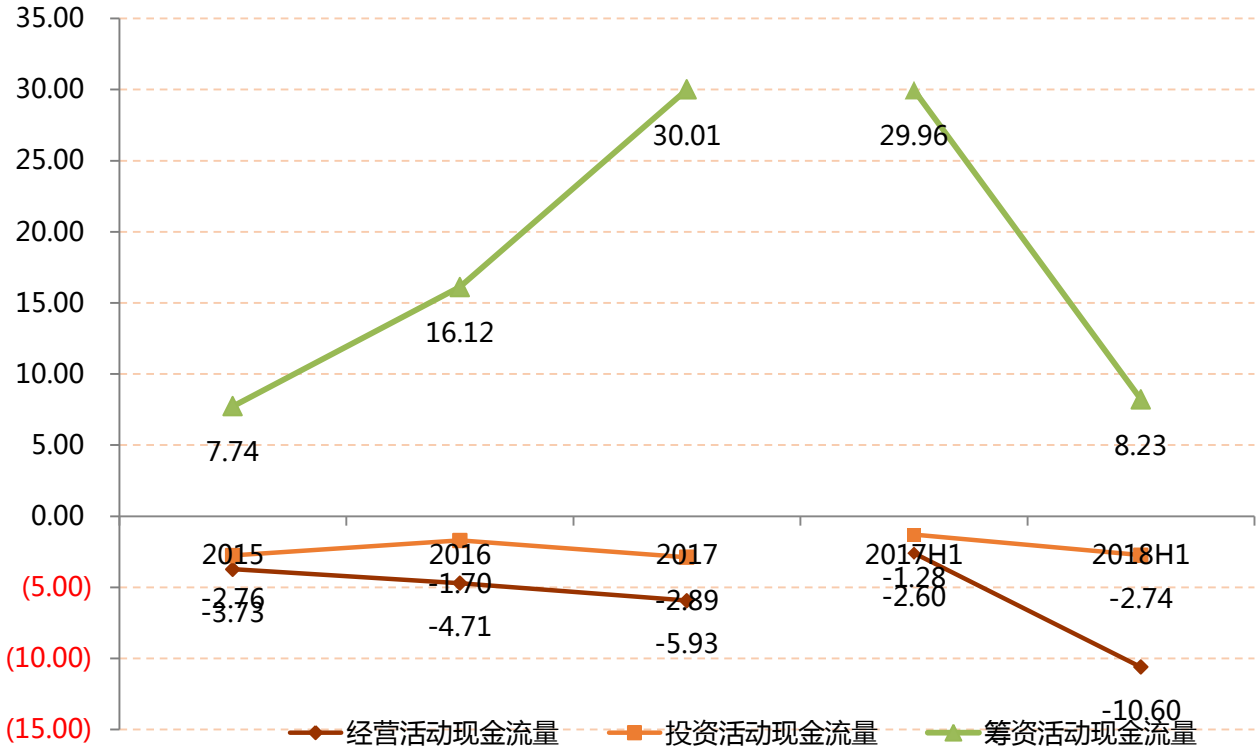


资料来源：招股说明书，招商证券

# 现金流弹药充足，前景向好

- ❑ 公司近几年来进行了多轮融资，现金流量主要来自资本的供血。
- ❑ **公司业务持续扩张**，品牌直销的增加必然带来库存的增加。在尚未盈利的前提下，仍会继续烧钱。
- ❑ 投资现金主要用于技术投资和办公设施。技术供应商的公司定位，**预示着未来在技术上的投入会持续增加。**

图：Farfetch现金流量(千万美元)



资料来源：招股说明书，招商证券

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

**许荣聪**，商贸零售首席分析师，武汉大学经济学硕士，厦门大学经济学、数学与应用数学双学士，曾任职于长江证券和湘财证券，逻辑推理能力强，产业人脉丰富。

**宁浮洁**，南京大学经济学硕士，曾任职于中泰证券零售组，覆盖商业零售行业，18年加盟招商证券，产业资源丰富，逻辑清晰，主要方向为超市和电商等。

**王凌霄**，上海交通大学硕士，同济大学学士，2018年加入招商证券，主要方向为新零售和百货。

## 公司短期评级

以报告日起6个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于 $\pm 5\%$ 之间

回避：公司股价表现弱于基准指数5%以上

## 公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

## 行业投资评级

以报告日起6个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。