

品牌服饰困境反转系列之四：Gucci 年轻化复苏之路



核心观点

- Gucci 是开云集团的绝对核心品牌，公司于 1999 年收购 Gucci42%的股权，目前持股比例 100%。2018 财年，开云集团销售额同比大涨 29.4%至 136.65 亿欧元，奢侈品部门收入连续 8 个季度增长率逾 20%，其中 Gucci 销售额同比增长 33.4% 至 82.85 亿欧元，占整个集团奢侈品业务收入的 63%。
- 根据公司的历史业绩情况和二级市场表现，我们大致可以将 Gucci 品牌发展分为四个阶段：（1）**股权争夺期（1999~2004）**：开云集团前身 PPR 和 LVMH 争夺 Gucci 股权，最终以 80 亿美元的价格收购 Gucci 集团，Tom Ford 被任命为 Gucci 创意总监，品牌以性感风绝处逢生；（2）**平稳发展-低迷期（2005~2013~2015）**：初期 Gucci 品牌增速基本维持在 15%-17%之间，但因设计过时、大环境低迷等因素，销售额自 13 年开始掉头向下。（3）**强势崛起期（2016-2017）**：Alessandro Michele 接任品牌创意总监的位置，Gucci 被打造成一个年轻化、揉合了复古及文青气息的时尚品牌，市场认可度迅速提升，两年时间股价上涨幅度超过 3.3 倍。（4）**稳健增长期（2018 年~至今）**：品牌增速相对放缓至双位数左右增长，逐渐步入“常态化”阶段。开云集团股价目前处于震荡调整的状态。
- **Gucci 此轮困境反转的主要原因分析**：（1）设计年轻化，重塑品牌价值观，华丽复古、活泼怪诞带来凸显个性的价值观（2）数字化营销亲近年轻消费者（3）门店全面换新，供应链同步提升（4）深度挖掘中国市场。
- **Gucci 本轮困境反转对国内中高端时尚品牌的启示**：（1）紧贴主流消费人群，持续提升品牌价值（2）拥抱创新与变化是时尚品牌公司生存的不二法则（3）稳定优良的公司治理和管理是品牌持续增长的重要保障（4）多品牌、多品类发展是时尚品牌公司做大做强的必经之路（5）中高端时尚品牌做好中国本土市场大有可为。

投资建议与投资标的

- 在国内经济持续减速的大环境下，现阶段国内消费呈现越来越明显的分层趋势，高端奢侈与平价消费共存共荣，有品牌优势的消费品呈现相对更高的稳定性。中长期看，国内时尚行业马太效应明显，具备稳健扎实的经营基础、核心品牌优势明显，叠加多品牌、多品类集团化战略方向的企业，有望在穿越周期过程中进一步提升市场份额。我们建议关注中高端消费领域的老凤祥(600612, 买入)、丸美股份(603983, 未评级)、上海家化(600315, 增持)、地素时尚(603587, 买入)、歌力思(603808, 买入)等公司。

风险提示

- 经济持续减速对可选消费零售终端的压力、时尚潮流变化对相关品牌销售的影响等。

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测，每股收益使用最新股本全面摊薄计算，（上表中预测结论均取自最新发布上市公司研究报告，可能未完全反映该上市公司研究报告发布之后发生的股本变化等因素，敬请注意，如有需要可参阅对应上市公司研究报告）

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

行业评级

看好 中性 看淡 (维持)

国家/地区

中国

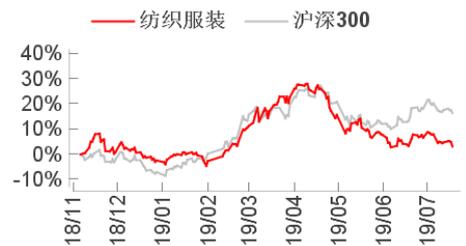
行业

纺织服装行业

报告发布日期

2019 年 11 月 05 日

行业表现



资料来源：WIND、东方证券研究所

证券分析师

施红梅

021-63325888*6076

shihongmei@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860511010001

证券分析师

赵越峰

021-63325888*7507

zhaoyuefeng@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860513060001

联系人

张维益

021-63325888-7535

zhangweiyi@orientsec.com.cn

联系人

朱炎

021-63325888-6107

zhuyan3@orientsec.com.cn

相关报告

- 品牌服饰困境反转系列之三：快时尚浪潮退去之下 优衣库如何重新崛起： 2019-08-13
- 品牌服饰困境反转系列之二：露露柠檬如何从小众品牌升级至运动服饰巨头： 2019-07-16
- 品牌服饰困境反转系列之一：李维斯如何两度走出困境，重获新生： 2019-04-24

目 录

Gucci 与开云集团的故事	4
Gucci 品牌成长史	5
股权争夺期（1999~2004）	7
平稳发展-低迷期（2005~2013~2015）	8
强势崛起期（2016-2017）	10
稳健增长期（2018年~至今）	12
Gucci 本轮困境反转的原因分析	14
设计年轻化 重塑品牌价值	14
数字化营销亲近年轻消费者	15
门店全面换新 供应链同步提升	15
深度挖掘中国市场	16
Gucci 本轮困境反转对国内中高端时尚品牌的启示	17
紧贴主流消费人群 持续提升品牌价值	17
拥抱创新与变化是时尚品牌公司生存的不二法则	17
稳定优良的公司治理和管理是品牌长青的重要保障	17
多品牌、多品类发展是时尚品牌公司做大做强的必经之路	18
中高端时尚品牌做好中国本土市场大有可为	18
投资建议	18
风险提示	18

图表目录

图 1：开云集团旗下主要品牌	4
图 2：开云集团旗下主要品牌最新持股比例	4
图 3：2018 年开云集团旗下品牌收入占比	5
图 4：开云集团和 Gucci 的历史沿革	5
图 5：2014–2018 年开云集团收入及增速情况（欧元）	5
图 6：2014–2018 年 Gucci 品牌收入及增速情况（欧元）	5
图 7：2012–至今开云集团股价表现（欧元）	6
图 8：2012–至今开云集团市值表现（百万欧元）	6
图 9：2012–至今开云集团 PE 表现	7
图 10：2004–2018 年 Gucci 品牌收入占比集团总收入情况（%）	7
图 11：2010–2018 年 Gucci 品牌 EBITDA（欧元）及增速情况	7
图 12：Gucci 1995 SS 系列	8
图 13：Gucci 1996 SS 系列	8
图 14：Tom Ford	8
图 15：Gucci 前创意总监 Frida Giannini 和前 CEO Patrizio di Marco	9
图 16：Gucci2006 秋冬系列	9
图 17：Gucci 2009 春夏系列	9
图 18：Alessandro Michele	11
图 19：Gucci2017 春夏系列	11
图 20：2012 年至今开云集团股价和 PE 情况	12
图 21：16Q1–19Q2Gucci 品牌收入增速情况	12
图 22：Gucci 口红系列在社交平台上的推广	14
图 23：Gucci 全新彩妆系列	14
图 24：Gucci 新品	14
图 25：Gucci 新品	14
图 26：Gucci 北美官网	15
图 27：Gucci Garden 线上服装系列	15
图 28：Gucci 成都门店形象	16
图 29：Gucci 中国花鸟系列产品	17
图 30：Gucci 中国地区代言人李宇春	17

Gucci 与开云集团的故事

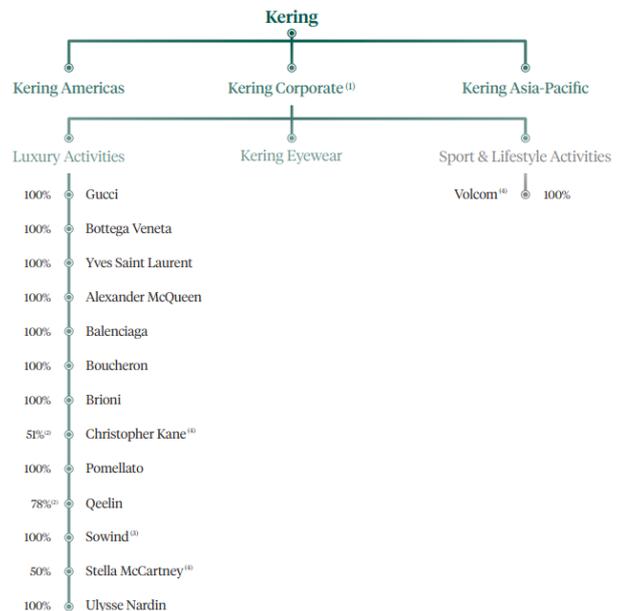
开云集团 (Kering) 成立于 1963 年, 旧称为碧诺-春天-雷都集团, 后更名为 PPR 集团, 是一家国际控股的法国奢侈品集团, 公司于 1963 年由弗朗索瓦·皮诺 (François Pinault) 创立, 现由他的儿子弗朗索瓦-亨利·皮诺 (François-Henri Pinault) 管理经营, 2013 年集团名称正式更改为 Kering。公司旗下拥有一系列国际知名品牌(包括奢侈品、生活时尚用品以及零售品牌), 如古驰(Gucci)、葆蝶家(Bottega Veneta)、圣罗兰 (Saint Laurent)、亚历山大-麦昆(Alexander McQueen)、巴黎世家 (Balenciaga)、布里奥尼 (Brioni)、克里斯凯恩 (Christopher Kane) 等等, 销售覆盖 120 多个国家。公司股票早在 1988 年于巴黎泛欧交易所上市。

图 1: 开云集团旗下主要品牌



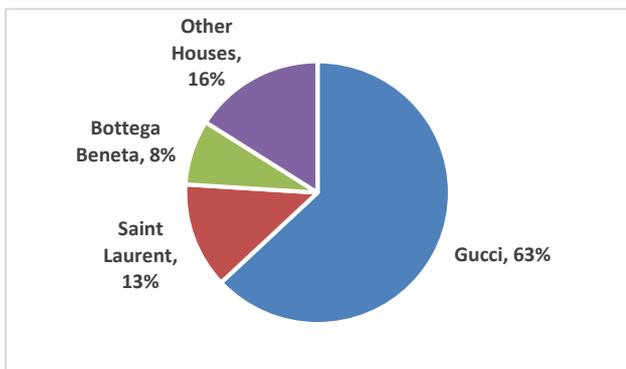
数据来源: 百度图片、东方证券研究所

图 2: 开云集团旗下主要品牌最新持股比例



数据来源: 公司年报、东方证券研究所

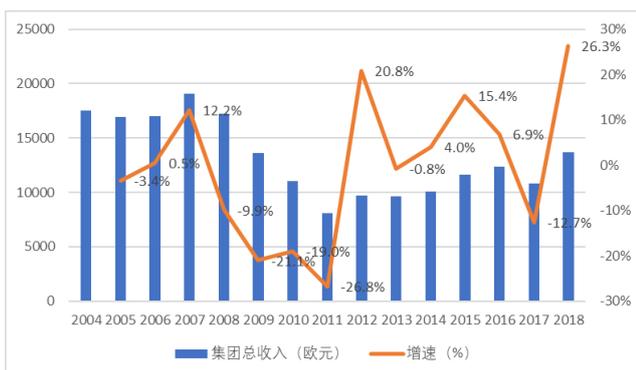
Gucci 是目前开云集团的绝对核心品牌, 公司于 1999 年收购 Gucci 42% 的股权, 至 2004 年持股比例上升至 99.4%, 目前持股比例 100%。2018 年开云集团销售额同比大涨 29.4% 至 136.65 亿欧元, 营业利润则同比大涨 46.6% 至 39.44 亿欧元, 奢侈品部门收入连续 8 个季度增长率逾 20%。其中, Gucci 全年销售额同比增长 33.4% 至 82.85 亿欧元, 占整个集团奢侈品业务的 63%, 按不变汇率计算同比增长 36.9%, 所有地区销售额都有所增长, 包括中国的亚太市场和北美市场的零售额增幅分别高达 45% 和 43.6%, 其中, 直营门店销售额同比增长 38.3%, 线上渠道销售额同比增长 70.1%。公司最新 2019 年三季度报告显示, 三季度开云集团实现销售 38.846 亿欧元, 较去年同期 34.02 亿欧元上涨 14.2%, 可比增长从一季度的 17.5% 和二季度的 15.2% 放缓至 11.6%, 主要因为为集团贡献逾六成收入的 Gucci 古驰增速放缓至 10.8%。

图 3：2018 年开云集团旗下品牌收入占比


数据来源：公司年报、东方证券研究所

图 4：开云集团和 Gucci 的历史沿革


数据来源：公司年报、东方证券研究所

图 5：2014–2018 年开云集团收入及增速情况（欧元）


数据来源：公司年报、东方证券研究所

图 6：2014–2018 年 Gucci 品牌收入及增速情况（欧元）

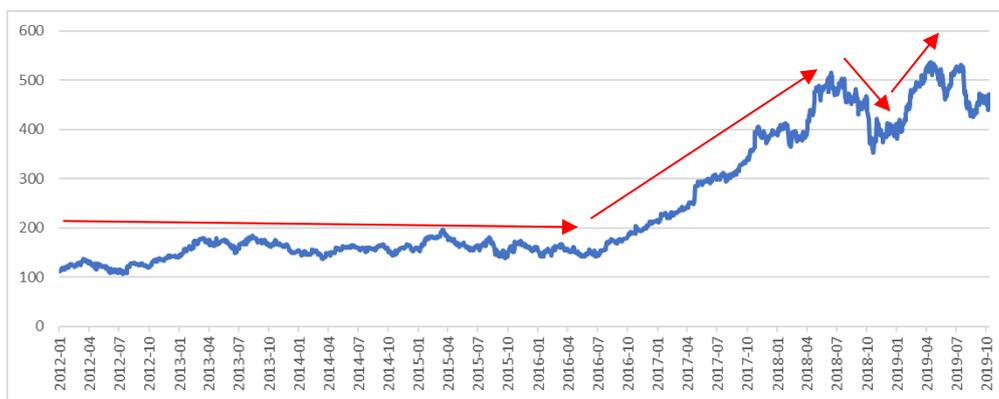

数据来源：公司年报、东方证券研究所

作为公司的核心品牌，Gucci 的表现与开云集团的业绩和股价休戚相关。考虑到开云集团历史较为悠久（1963 年创立），上市时间较长（1988 年上市），主营业务、品牌阵营、经济环境等各方影响因素复杂，本文仅截取最近一轮困境反转，把 Gucci 作为重点研究对象，以期对当下服饰市场研究提供一定的借鉴参考。

Gucci 品牌成长史

- 股权争夺期（1999~2004）**：开云集团前身 PPR 和 LVMH 开始了一场争夺 Gucci 股权的持久战，最终 PPR 以 80 亿美元的价格收购了 Gucci 集团。Tom Ford 被任命为 Gucci 创意总监，一手挽救了这个当时已陷入绝境品牌。
- 平稳发展-低迷期（2005~2013~2015）**：前创意总监 Frida Giannini 任职的 10 年间，初期 Gucci 品牌增速基本维持在 15%-17% 之间，但因设计过时、产品定位模糊等因素，销售额自 13 年开始掉头向下。

- (3) **强势崛起期 (2016-2017)**：Alessandro Michele 接任品牌创意总监的位置，Gucci 被打造成一个年轻化、揉合了复古及文青气息的时尚品牌，市场认可度迅速提升，两年时间股价上涨幅度超过 3.3 倍。
- (4) **稳健增长期 (2018 年~至今)**：Gucci 品牌增速相对放缓，逐渐步入“常态化”阶段。品牌开始持续做加法，连续推出美妆，珠宝以及家具等类别，股价目前处于震荡调整的状态

图 7：2012-至今开云集团股价表现（欧元）


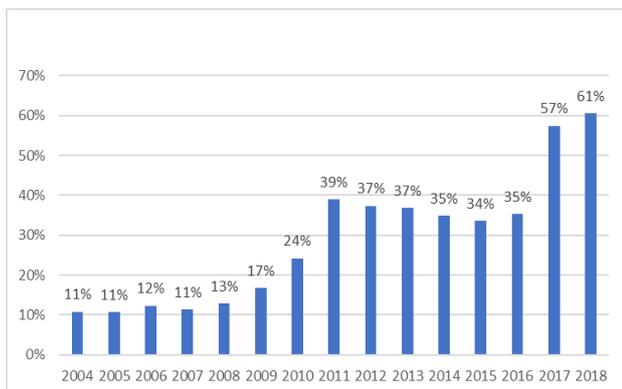
数据来源：Wind、东方证券研究所

图 8：2012-至今开云集团市值表现（百万欧元）


数据来源：Wind、东方证券研究所

图 9：2012–至今开云集团 PE 表现


数据来源：Bloomberg、东方证券研究所

图 10：2004–2018 年 Gucci 品牌收入占比集团总收入情况 (%)


数据来源：公司年报、东方证券研究所

图 11：2010–2018 年 Gucci 品牌 EBITDA (欧元) 及增速情况


数据来源：公司年报、东方证券研究所

股权争夺期 (1999~2004)

Guccio Gucci 于 1923 年创立 Gucci，起初只是在佛罗伦萨经营小的皮具店。开云集团（当时集团名称为 PPR）与 Gucci 的故事始于 1999 年，当时，Gucci 家族内部关系岌岌可危，管理不善而导致品牌陷入困境濒临破产。开云集团前身 PPR 和 LVMH 开始了一场争夺 Gucci 股权的持久战。最终在 2001 年，LVMH 同意将 Gucci 集团的所有股份转让给 PPR。PPR 终于以 80 亿美元的价格收购了 Gucci 集团。

1999 年至 2004 年的股权争夺期也是著名的创意总监 Tom Ford 的主要任期。1994 年，Tom Ford 临危受命，被任命为 Gucci 创意总监，一手挽救了这个当时已陷入绝境品牌。Tom Ford 否定了 Gucci 原有的市场定位，一改过去的华丽、拘谨的风格，用颓废和性感取而代之，在 1995 年米兰秋冬时装周上，诞生了轰动时尚界的天鹅绒与绸缎系列，Gucci 品牌从此起死回生，几乎成为了当代最性感的品牌。

图 12: Gucci 1995 SS 系列



数据来源：搜狐、东方证券研究所

图 13: Gucci 1996 SS 系列



数据来源：搜狐、东方证券研究所

图 14: Tom Ford



数据来源：搜狐、东方证券研究所

股权更替不久后，内部权力争斗迫使创意总监 Tom Ford 与当时的首席执行官 Domenico de Sole 双双于 2004 年离职，随后创立了同名品牌 Tom Ford。至此，Gucci 的 Tom Ford 时代谢幕，2005 年 3 月，当时 Gucci 的配饰设计师 Frida Giannini 被委以重任，开启新 Gucci 时代。

平稳发展-低迷期（2005~2013~2015）

在 Gucci 前任创意总监 Frida Giannini 任职的 10 年间（2005-2015），其设计视角从独立女性出发，既体现了意式华丽，又突出工作女性干练的美学风格，同时将摇滚音乐作为长期的灵感来源，

更新了人们对 Tom Ford 时代 Gucci 性感的固有印象。2009 年，Patrizio di Marco 加盟 Gucci，并与创意总监 Frida Giannini 成为恋人，2011 年接任 Gucci 品牌 CEO。

图 15: Gucci 前创意总监 Frida Giannini 和前 CEO Patrizio di Marco



数据来源：百度图片、东方证券研究所

图 16: Gucci2006 秋冬系列



数据来源：百度图片、东方证券研究所

图 17: Gucci 2009 春夏系列



数据来源：百度图片、东方证券研究所

Frida Giannini 任职的前期，除去 07-09 年间因金融危机导致的收入增速放缓，Gucci 品牌增速基本维持在 15%-17% 之间。然而，随着时间的推移，Frida Giannini 起初的创意方向开始模糊不清，加上品牌 CEO 的不断转换，导致内部管理出现混乱。Gucci 销售额自 13 年开始掉头向下，2012 年 Gucci 销售增速为 15.78%，而到了 2013 年增速由正转负至 -2.14%；Gucci 单品牌 EBITDA 增速则从 2012 年的 17.7% 迅速下滑至 1.2%，14 年甚至出现了负增长。

然而，从二级市场的表现来看，开云集团在 2013 年-2015 年的股价基本在 120-160 欧元的区间震荡，总市值维持在 200 亿欧元上下，PE 估值也在 15-20 倍之间，市场表现并没有明显的动荡，究其原因，我们认为主要有以下几点：（1）单品牌收入占比不高。尽管 Gucci 是开云集团的第一奢侈品牌，但由于集团走多品牌路线，13-15 年的时候 Gucci 销售收入占比整个集团的收入在 35% 左右，单品牌的下滑并不会对集团造成巨大的影响；（2）整体零售环境不佳，市场包容度较高。2012 年起，无论国内外都开始经历服饰销售寒冬，该时期作为三大奢侈品集团之一的 LVMH 2012 年收入增速为 18.78%，到了 2013 年则增速下滑至 3.72%。在整个市场较为疲软的情况下，开云集团的业绩下滑在市场预期之内，因此并未造成股价大幅下滑。

Frida Giannini 任职后期 Gucci 品牌步入低迷我们认为主要有以下几点原因：

（1）中国市场销售表现疲软

大中华地区已成为各大国际奢侈品品牌的重要销售市场，以中国为首的亚太地区占据开云集团超过三分之一的销售额。然而，2012 年起，在经济增速放缓、持续的反腐的宏观环境以及产品库存积压、零售低迷的行业背景情况下，加之外界对品牌在华翻版假货过多的负面印象的影响，Gucci 在中国市场的表现持续疲软。

（2）去 LOGO 化的消费趋势导致品牌失去溢价

随着消费者的日趋理性和审美意识的不断提高，纯粹通过品牌 LOGO 炫富的消费观念已逐渐褪去，而当时布满 LOGO 的产品一度占到 Gucci 销售的 85%，Gucci 向来宣扬的也都是它的 Logo，去 LOGO 化的消费趋势使得品牌失去一定的溢价能力。同时，加上山寨产品的泛滥，使得品牌价值受到一定的损伤。

（3）品牌定位摇摆影响整体销售

在 Gucci 的前 CEO Mark Lee 时期，大量地增加入门级产品数量，使得 Gucci 品牌配饰的稀缺性大大下降，同时，过多的零售店以及无所不在的、提供折扣的布满 LOGO 入门级产品的平行市场，大大削弱 Gucci 的形象，消费者的产品体验感开始变差。在 Patrizio di Marco 接任 CEO 后，试图通过减少使用标志性双 G 标志、缩小产品范围、以豪华的用料重新引入经典款式促使品牌进军更高端的市场。然而，品牌大众化趋势明显已是不争的事实，想要通过提高产品档次来改善品牌形象的做法并未奏效，甚至在短期对 Gucci 的业绩造成了负面影响。

（4）设计老化导致品牌竞争力下降

Frida Giannini 在 Gucci 任职长达 10 年之久，初期 Frida Giannini 的加入给 Gucci 带来了新鲜的血液，如果说 Tom Ford 挽救了 Gucci，那么 Frida Giannini 则是将 Gucci 带向盈利的那个人，Frida Giannini 将华丽摇滚风注入当时陈旧的 Gucci，多种高级面料的繁复组合给人深刻印象。然而，在后期，许是江郎才尽的 Frida Giannini 选择回归 Gucci 早期风格，这并不被市场所认可，且给消费者品牌设计过时老旧的印象，无法紧跟时下潮流，整体品牌竞争力开始下滑。

强势崛起期（2016-2017）

时尚奢华品牌的命运往往与创意总监的更替紧紧结合。在 Gucci 显现颓势的情况下，开云集团选择启用新的创意总监来拯救品牌，2016 年时任 Gucci 配饰设计师的 Alessandro Michele 接任品牌创意总监的位置，Gucci 开始进入了 Alessandro Michele 时代。

Alessandro Michele 2002 年加入 Gucci 的设计团队，2011 年升任为 Frida Giannini 的助理，直接负责皮具、鞋履、珠宝和家居系列。在 Alessandro Michele 手下，Gucci 一改以往陈旧的风格，被打造成一个年轻化、揉合了复古及文青气息的时尚品牌，市场认可度迅速提升。复古美学、“LOOK 拆解”、多元文化、创意企划、艺术家的跨界合作等等成为了新时代 Gucci 身上的标签，这些要素吸引着无数年轻人云集景从，为品牌树立起坚实的资本市场和文化理念，打破了奢侈品牌与千禧一代之间的壁垒。

图 18: Alessandro Michele

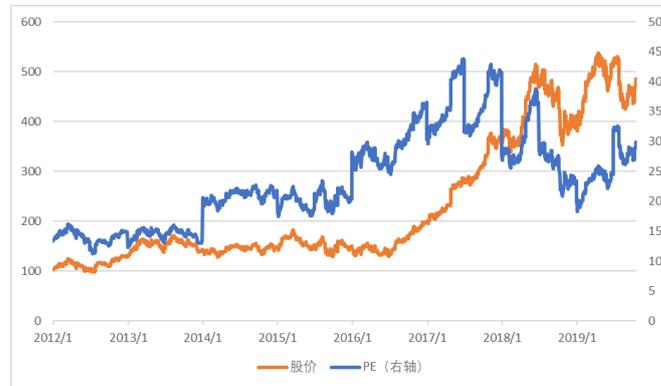

数据来源：百度图片、东方证券研究所

图 19: Gucci2017 春夏系列


数据来源：百度图片、东方证券研究所

回顾 Gucci 品牌此轮困境崛起，Gucci15 年更换创意总监和 CEO 后，开始加快品牌的革新，推出的战略举措在 16 年开始获得回报，其复苏信号在 16 年二季度已开始显现。16 财年第一季度，Gucci 品牌销售额增长 3.1%，第二季度则呈现加速发展态势销售额录得 7.4% 的强劲增长。16 年上半年，Gucci 营业收入录得 19.48 亿欧元，同比增长 3.9%，有机收入涨幅为 5.4%，增长速度超过奢侈品市场平均水平两倍以上。Gucci 再次进入发展快车道，16-18 年 Gucci 品牌收入增速分别为 12.3%、41.9% 和 33.4%，而此前 14-15 年的收入增速为 -1.8% 和 11.5%，盈利表现上看，Gucci 品牌 16-18 年 EBITDA 增速分别为 18.1%、63.6% 和 50.8%，而此前 14-15 年的 EBITDA 增速分别为 -6% 和 0.6%。在 Gucci 品牌带领下，开云集团 16-18 年收入增速分别为 35%、57% 和 61%，盈利方面，集团 EBITDA 增速分别为 12.7%、34.7% 和 42.0%。在 Gucci 强势崛起之下，整个开云集团业绩得到提振。

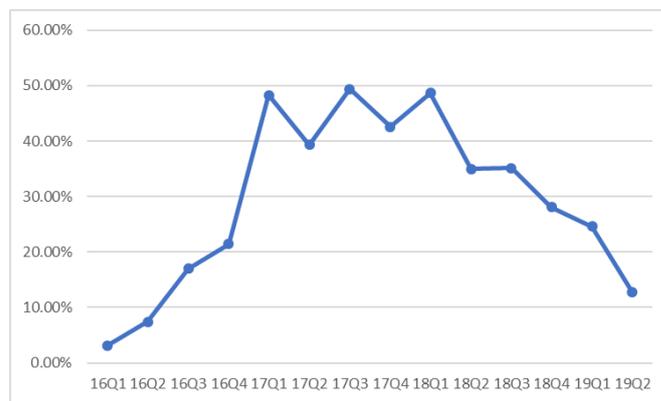
在资本市场上，开云集团 16 年 6 月之前股价维持在 150 欧元左右，总市值在 200 亿欧元左右，16 年半年报发布后，Gucci 品牌释放出明确的复苏信号，公司股价开启一路向上，至 18 年 6 月，公司股价一度达到 500 欧元的高点，总市值接近 650 亿欧元，两年时间市值增长了 2.25 倍。估值方面，16 年 6 月公司 PE 估值在 24 倍左右，此后的两年里，PE 估值一度上涨至 40 倍以上。戴维斯双击之下，开云集团成为了近两年二级市场上耀眼的明星之一。

图 20：2012 年至今开云集团股价和 PE 情况


数据来源：Bloomberg、东方证券研究所

稳健增长期（2018 年~至今）

Gucci 带来的开云集团股价推高神话终结于 18 年 6 月，其披露的 18 年二季度数据显示，Gucci 可比销售增幅环比下跌 760 个基点，该季度的表现为近四个季度以来最差，为近六个季度来次差，仅好于 2017 财年二季度的 39.3%。同时，根据最新发布的 2019 年三季报显示，三季度开云集团实现销售 38.846 亿欧元，较去年同期 34.02 亿欧元上涨 14.2%，可比增长从一季度的 17.5%和二季度的 15.2%进一步减慢至 11.6%，主要因为为集团贡献逾六成收入的 Gucci 古驰增速放缓至 10.8%，而去年同期的增速高达 35.1%。相对于前两年的爆发式增长，Gucci 得品牌增速已相对放缓，逐渐步入“常态化”阶段，但对于一个规模体量已超 80 亿欧元的老牌奢侈品牌而言，尤其在经历了连续几年的高速增长后，仍能保持双位数的增长，已是非常难能可贵了。

图 21：16Q1-19Q2Gucci 品牌收入增速情况


数据来源：公司财报、东方证券研究所

在二级市场上，Gucci 的销售表现与开云集团的股价表现紧密相关。18 年 6 月披露 Gucci 销售增速开始放缓后，公司股价开始向下，由 500 欧元的高点一路向下至 19 年初的 390 欧元，半年时间下跌幅度超过 20%，总市值由 650 亿欧元下跌至 500 亿以下，PE 估值也由 18 年 6 月的 28 倍跌至 19 年初的 20 倍。

19年2月，开云集团发布2018年财报，集团总销售额同比增长26.3%至136.65亿欧元，按不变汇率计算同比增长29.4%，所有地区都实现了增长，中国市场表现亮眼，持续营业利润同比增长46.6%至39.44亿欧元，创下历史新高；Gucci品牌销售额同比增长33.4%至82.85亿欧元，按不变汇率计算同比增长36.9%，所有地区销售额都有所增长，营业利润同比增长54.2%至32.75亿欧元，营业利润率为39.5%达到了历史最高点。尽管2018年三四季度Gucci品牌收入增速开始放缓，但18年全年抢眼的业绩表现掩盖了其颓势，也给了市场短暂信心。19年1月至19年4月，开云集团股价重回500欧元高点，总市值也达到了670亿欧元的历史高点，估值也得到了**一定的修复**。然而，随着19年一季度财报的发布，印证了Gucci开始进入平稳发展期，此后开云集团股价处于震荡调整的状态。

经过巅峰后，如何适应增速放缓的落差，维持品牌设计新鲜感，是每一个成功奢侈品牌所需要面临的考验。而作为Gucci本轮复苏的最大功臣创意总监Alessandro Michele似乎也有“江郎才尽”之嫌，其在最新发布的Gucci 2020年假系列中，主题为“自由的赞歌”，旨在赞扬女性的健康与生育自由，整体风格以70年代为主，但被业界认为有效仿Dior宣扬“女性主义”的嫌疑。

所谓“成也萧何，败也萧何”，对于善变的年轻消费者而言，曾经为之追逐的魔幻华丽复古风，却也出现了**审美疲劳，开始逐渐对这种热闹新鲜的元素感到厌倦**。据时尚商业快讯监测，近半年来GUCCI在百度上的搜索指数同比下滑30%。正如CEOMarco Bizzarri所言：“时尚行业无时无刻都充满了变数，传统和规则随时都会被推翻，消费者才是真正的主导者，Gucci永远像是一个初创企业，才能保持品牌持久不衰。”

另一方面，**品牌的营销力度减弱也是其销售增速放缓的一个原因**。近期，Gucci在中国地区的广告投放力度有所下滑，在核心商圈的门店位置以及新媒体（包括朋友圈）和传统广告渠道的投放，都直接影响到品牌在一个区域内的品牌印象。而Gucci近期的营销力度与其他品牌相比有所减少，影响了消费者的消费意愿。此外，**Gucci在价格问题上反反复复，导致消费者购物体验变差**，19年4月，Gucci宣布价格下调，但到6月又宣布进行新一轮提价，而面对涨价后的Gucci，更高的预算也使得消费者有了更多的品牌选择。

为了获得新增长，**Gucci开始持续做加法，连续推出美妆、珠宝以及家具等类别**。今年5月4日，Gucci发售了全新口红系列，并在美洲、欧洲、东南亚、中国、中东和澳大利亚等地区进行了推广。此举在12年品牌业绩下滑时便曾实施过，2012年起，Gucci年销售额增速急速下滑，2013首次出现负增长，Gucci于2014年推出了首个彩妆产品线。如今，同样地面对增长放缓，Gucci在这一关键节点推出全新美妆系列，有助于品牌进一步巩固自身在全球奢侈品行业中的领先地位。

另外公司不断加强个性化服务，优化客户体验。今年4月，Gucci在佛罗伦萨总部开设了全新的全球客户服务中心Gucci 9，将人性化的沟通方式带入远程服务管理。Gucci 9面积达2300平方米，超过150名多语种客户顾问，通过多种沟通方式（电话、E-mail和实时聊天），为26个国家的Gucci实体店及电商客户提供个性化的服务。通过使用尖端科技，为每位客户创建完整的体验情景，以此为客户提供高效、愉悦和先进的体验。

图 22：Gucci 口红系列在社交平台上的推广


数据来源：小红书、东方证券研究所

图 23：Gucci 全新彩妆系列


数据来源：百度图片、东方证券研究所

Gucci 本轮困境反转的原因分析

设计年轻化 重塑品牌价值观

品牌价值依托于产品而存在，因此产品的设计改革在整场品牌重塑中非常关键。1994 至 2004 年，Tom Ford 时代的 Gucci 以性感为中心，剪裁利落、颜色多以深色调为主，是一种冷艳的、具有高级感的性感，Gucci 在当时 Tom Ford 的带领下恢复繁荣，之后接任的 Frida Giannini 基本延续了这样的思路。然而，在互联网经济兴起后，消费者早已开始发生变化，审美变得更加碎片化、多元化和个性化，视觉传播变得异常重要。同时，年轻人、中产阶级的消费能力在不断上升，在时尚消费上占据了更多话语权。如果说 Tom 时代的消费者，是把性感视为神，去崇拜她、渴望成为她的样子，那么，现在消费者更加以自我为中心，希望自己就是神，既可以是街头涂鸦，又可以是温柔感性的女神。Alessandro Michele 敏锐地嗅觉到这一点变化，街头涂鸦、繁复的动物图腾开始在 Gucci 的产品上频频出现。华丽复古、动物图腾、对比撞色、细节丰富是 Michele 设计中的几个突出特色，这一设计颠覆了 Gucci 之前高冷、低调的风格，用活泼与怪诞带来一种凸显个性的价值观，也吸引了大量的年轻消费群体。

图 24：Gucci 新品

图 25：Gucci 新品


数据来源：百度图片、证券研究所

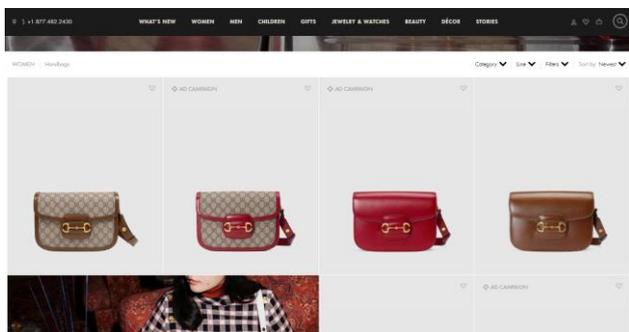
数据来源：百度图片、东方证券研究所

联名款打造年轻化品牌。和潮人/艺术家、潮牌的合作推出联名款是品牌年轻化的惯用手法，例如LV和村上隆、草间弥生的合作，LV与Supreme的合作等等。Alessandro Michele同样也与纽约音乐艺术家Trevor Andrew设计了Gucci Ghost小精灵系列，街头涂鸦在Gucci产品上的出现，一改品牌从前的高冷形象，迅速拉近与年轻消费者的距离。在整个2016年财年，千禧一代几乎贡献了Gucci品牌一半的销售额。

数字化营销亲近年轻消费者

为了把全新的个性化价值观推出去，Gucci也在数字营销上做了不少尝试。社交网站已成为年轻人交流分享时尚穿搭的重要平台，Gucci通过社交媒体，品牌全新的价值推广给年轻人，Gucci曾在Instagram账号上推出活动#24HourAce，邀请24位艺术家在平台上玩创意秀，而这24位艺术家内不乏很多熟悉的潮人或网红。此外，Gucci拓宽广告渠道，把新拍摄的品牌短片放在千禧一代用户居多的音乐网站Pitchfork上，让品牌更贴近年轻人。CEO Marco Bizzarri与市场营销主管Jacopo Venturini甚至构建了专业营销团队，特别设立了一个名为独立委员会的千禧一代顾问团，成员均在30岁以下，专注于从数字化视角提供产品的营销。

图 26: Gucci 北美官网



数据来源：公司官网、东方证券研究所

图 27: Gucci Garden 线上服装系列



数据来源：百度图片、东方证券研究所

品牌想要亲近年轻消费者，拥抱电商也是必经的道路。随着电商渠道的地位日益上升，Gucci也开始涉足电商销售。Gucci与全球奢侈品线上专卖店Net-A-Porter合作，由Michele设计出20款新品在Net-A-Porter平台上出售。2015年Gucci在北美重新推出品牌官网，推出了“Gucci Garden”线上服装系列，只在品牌官网上出售，吸引大量消费者前往官方网站。

门店全面换新 供应链同步提升

Alessandro Michele接任以后，Gucci不仅在产品设计上颠覆传统，突破创新，与之配套的在门店、包装、官网等各方面都进行了革新。一方面，门店产品更新速度加快，时装秀之后消费者能立刻在门店看到同款服装，并且能够马上定制购买。另一方面，门店进行重新装修。Alessandro Michele在2015年重新设计了Gucci的米兰旗舰店，内部设计充满反差对比，以沿袭Michele及其产品的风格。此后的几年，Gucci不断加快翻新门店形象，逐步翻新全球所有门店的装修。翻新之后的门店，吸引了大量消费者前往参观、购物，门店销售额不断创新高。

图 28：Gucci 成都门店形象



数据来源：百度图片、东方证券研究所

此外，在 Gucci 品牌显现颓势后，开云集团做出迅速反应，甚至提前让前创意总监 Frida Giannini 离开，以迎接新的核心团队，公司仅用了 6 个月的时间，迅速改革供应链，推出新产品以翻新品牌形象，其背后显然离不开强有力的供应链保障。

深度挖掘中国市场

相对于成熟的欧美、日本奢侈品市场，新兴成长中的中国市场成为了奢侈品销售的一个重要增长点，甚至可以说“得中国消费者得天下”。德意志银行得数据显示，2017 年中国市场占全球奢侈品总需求量得 31%，到 2020 年将达到三分之一，奢侈品巨头纷纷加大在中国的布局。Gucci 显然也深谙此道，将中国市场作为重点区域进行打造建设。

在产品方面，Alessandro Michele 持续推出中国风系列产品，拉近与中国消费者距离，比如，2016 年 Gucci 春夏系列推出了“Tian（天）”系列，以中国传统的天堂镜像、18 世纪的中国山水画为灵感，设计出大量具有中国象征和代表意义的图案。**在渠道方面**，针对中国消费者成熟的线上购物消费习惯，Gucci 在中国官网推出了在线购物服务，并在微信上线小程序，加码数字化营销。之后，中国下调包括服装鞋帽等进口日用消费品的关税，Gucci 也随之调整了中国内地所有直营零售门店的商品零售价格，包括新款及经典款，平均降幅 5%，以进一步缩小中国与国际其它地区之间的差价。**品牌营销方面**，对中国市场的重视还体现在代言人上，除了全球代言人，Gucci 同时还邀请国内影响力较大且符合品牌形象的明星作为品牌代言人，以进一步拉近与中国消费者的距离。

在 Gucci 的引领下，开云集团近年在中国市场表现持续靓丽，2016-2018 财年，集团在亚太地区（除日本外）销售额增幅分别达到 34.4%、32.7%和 33.8%，显著高于全球其他地区。

图 29: Gucci 中国花鸟系列产品



数据来源：百度图片、东方证券研究所

图 30: Gucci 中国地区代言人李宇春



数据来源：百度图片、东方证券研究所

Gucci 本轮困境反转对国内中高端时尚品牌的启示

紧贴主流消费人群 持续提升品牌价值观

在本轮复苏中，表面上看起来是 Alessandro Michele 天马行空的鬼才创意挽救了处在下坡路上的 Gucci，更深层的其实是 Gucci 通过输出年轻化的品牌价值观牢牢锁定住了目标群体。Alessandro Michele 设计的很多爆款：刺绣夹克、皮草乐福鞋、酒神包等等，夸张复古的图腾固然吸引了不少年轻人，但新消费者也并不总是奔着新品而来，Gucci 的传统经典产品——例如旧款双 G logo 皮带和经典乐福鞋的销售也在不断增长。Gucci 翻新的不只是产品系列，更是整个品牌理念的焕然一新。所以，想要赢得年轻消费者，就需要抓住消费者当下的诉求心理，甚至将这一群体纳入到内容创作的范围中，以相契合的品牌价值观来绑定自己的消费群体。

拥抱创新与变化是时尚品牌公司生存的不二法则

互联网浪潮下，时代潮流变化正处于飞速更新中，尤其是在时尚行业，只有时刻不断持续创新和自我颠覆，才能充分感知或引领消费者心理和需求的变化。对企业而言，只有在产品、渠道、传播、内部管理和供应链等方面持续创新和变化才是其自我裂变和保持生机的不二法则。

稳定优良的公司治理和管理是品牌长青的重要保障

如果说在此轮复苏中是 Alessandro Michele 赋予了 Gucci 全新的品牌价值观，那么 CEO Marco Bizzarri 无疑是让 Gucci 重焕生命力的那个人。在 Marco Bizzarri 上台后，力排众议内部提拔设计师 Alessandro Michele 为品牌创意总监，并给予其最大化的信任与授权，Alessandro Michele 用吸引年轻人的创意驱动品牌实现连续增长的背后，是经营管理层配合品牌调性，进行了大范围的广告营销、门店翻新、供应链保障等举措，经营管理的稳定性使得品牌形象能够不断在消费者心中强化、标记，从而快速有效地实现品牌的复苏崛起。反之，在 2013-2015 年之间，品牌的衰落与设计老化有关，也与 CEO 等核心管理层持续动荡有很大关系。

多品牌、多品类发展是时尚品牌公司做大做强的必经之路

一个品牌，一种风格，在当前激烈的服饰市场竞争中，是无法满足日益更新的年轻消费者的。时尚品牌的基因和输出价值观决定了其必然只能吸引特定的消费群体，尤其是奢侈品，价格便已排除了大批的普通消费者。因此，单品牌增长较易遇到瓶颈，多品牌、多品类发展是时尚品牌公司发展行之有效的路径，成功的典型如几大奢侈品集团 LVMH、历峰、开云等等。

中高端时尚品牌做好中国本土市场大有可为

历数近几年国际各大奢侈品品牌的财报可以发现，即使品牌在北美受挫、欧洲低迷，但往往在以中国为主的大中华区区域取得了显著高于西方成熟市场的销售增速，中国市场已经成为全球各大高端奢侈品增长的核心动力。尽管当前国内宏观经济放缓、零售相对低迷，但在消费分层之下，奢侈品的价格敏感性不高，仍有大量的年轻消费者愿意为其钟爱的品牌价值买单。对中高端时尚品牌而言，国内市场仍具备较大的成长空间。本土品牌相对于海外品牌，其能最大限度地接近消费者，感知消费者变化，且不会出现文化冲突等问题。后续随着整体国力的提高和国潮消费趋势的持续深化，本土中高端时尚品牌如果能潜心提升品牌设计调性和经营管理水平等能力，他们在国内市场仍然大有可为。

投资建议

在国内经济持续减速的大环境下，现阶段国内消费呈现越来越明显的分层趋势，高端奢侈与平价消费共存共荣，有品牌优势的消费品呈现相对更高的稳定性。中长期看国内时尚行业马太效应明显，具备稳健扎实的经营基础、核心品牌优势明显，叠加多品牌、多品类集团化战略方向的企业，有望穿越周期进一步提升市场份额。我们建议关注中高端消费领域的老凤祥、丸美股份、上海家化、地素时尚和歌力思等公司。

风险提示

国内经济持续减速对可选消费零售终端的压力。公司处于与消费者直接相关的零售行业，经济的不景气影响到消费者的收入，进而直接影响其购买行为。

时尚潮流变化对相关品牌销售的影响。时尚行业的变化日新月异，尤其是作为标杆公司，若稍有款式设计过时的表现，则直接会被消费者淘汰。

信息披露

依据《发布证券研究报告暂行规定》以下条款：

发布对具体股票作出明确估值和投资评级的证券研究报告时，公司持有该股票达到相关上市公司已发行股份1%以上的，应当在证券研究报告中向客户披露本公司持有该股票的情况，

就本证券研究报告中涉及符合上述条件的股票，向客户披露本公司持有该股票的情况如下：

截止本报告发布之日，东证资管仍持有老凤祥(600612)股票达到相关上市公司已发行股份1%以上。

提请客户在阅读和使用本研究报告时充分考虑以上披露信息。

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

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本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn

