

一般零售

证券研究报告

2021 年 12 月 27 日

KK 集团：国内领先的潮流零售企业，重新定义在店场景交互模式

投资评级

行业评级

上次评级

强于大市(维持评级)

强于大市

作者

刘章明

分析师

SAC 执业证书编号：S1110516060001

liuzhangming@tfzq.com

公司专注于潮流零售店的运营，通过 DTC 模式向终端消费者提供各具特色的商品。商品横跨美妆、潮玩、食品饮料、家居日用、文具等主要核心生活用品的 18 个主要品类，潮流单品 SKU 超 20000。过去几年集团品牌矩阵不断拓展，当前主要经营四个潮流零售品牌，「KK 馆」、「KKV」、「THE COLORIST 调色师」和「X11」，旨在满足国内消费者的不同市场需求。

财务数据方面，集团品牌矩阵不断拓展，持续盈利能力逐步凸显。营收从 2018 年的 1.55 亿元增至 2020 年的 16.46 亿元，CAGR 高达+225.5%，远超潮流零售行业增速，于 2020 年跻身“中国三大潮流零售商”。公司盈利能力表现亮眼，剔除港股上市因会计处理问题导致的账面亏损，2020 年调整 EBITDA 为 0.68 亿元，扭亏为盈。其中 KK 馆增速有所放缓，KKV 成为公司底盘，收入及利润贡献占比逐步提升，新锐品牌 THE COLORIST、X11 均迅速破圈为公司持续贡献边际增量。

新商业生态已然成型，潮流零售行业规模快速扩张。按 GMV 口径计算，潮流零售市场规模由 2016 年 1298 亿元增至 1952 亿元，CAGR 10.7%。具体来看，精品集合零售在细分市场中占比最大，2020 年约 46.7%。潮玩零售行业增速 CAGR 26.5%，远高于潮流零售市场整体增速。美妆及精品集合零售复合增速与行业增速基本持平，约 10%。细分赛道公司集中涌入开店，其核心驱动力在于：1) 疫情影响使线下零售承压，虽然整体消费疲软但国民对于生活品质和层面的需求在稳步提升，2) 依托于重构人货场达到的效率升级。3) 瞄准特定消费圈层，以市场需求为起点，精准匹配商品提高转化。

独特的加盟商机制解决线下门店试错成本高的问题。KK 集团与加盟商签订协议，通过参股形成强绑定关系，实现区域快速扩张渗透，降低经营风险。实现双赢局面。截至 2021 年 6 月末，集团有股权投资安排的加盟店占总加盟店数量的 78.69%；同时向加盟商提供财务支持，保证加盟商有充足的动力去开店；保留转让股权权利，合适时间进行回购。做到开店风险有限，收益上限放开，同时达到了直营模式比较高的管理效率和加盟模式加盟商资源的利用。运营模式上，公司根据对不断变化的消费者偏好的观察投资多项试点计划以探索预期将出现的机遇，利用高度标准化的运营方式，门店经营迅速复制，实现不同区域快速扩张，并持续优化产生协同效应。

KKV 大店模式卡位线下集合零售空档，聚能线下提高坪效。不同于“搜索”的只有在需要时才会发生的购物行为，“逛”是随时都可以发生的，且选购时消费者的购物心情是截然不同的。在线下零售市场存量博弈的时代，KKV 通过提供体验式的消费场景，以大门店拉长消费者的逗留时间，给商品提供了“被看到”和“被选择”的可能性。结合数字化基础的线下渠道用户运营策略，最大程度降低人为决策因素影响，实现经营决策智能化，注重基于品质和体验所产生的消费者口碑。品牌自创立以来始终推行 0 中台费用及买断制运营方式，既缩短了品牌方的入账周期、减少采购过程中可能出现的腐败行为，同时线下渠道不再只作为品牌商的流量通道，更易形成良好深层的合作。

创始团队深刻理解新人群 Z 世代，锁定客群细分需求孵化对应品牌矩阵，以快速的市场反应和拥抱变化构建核心竞争优势，夯实潮流零售领军者地位。线上种草营销释放了“在线新经济”的消费潜力，高势能流量向线下转化效率虽低于线上，但具备更高的连带购买。

投资建议：作为潮流零售行业的头部公司，KK 集团在精品集合零售、美妆集合零售与潮玩等细分赛道上持续发力，依托独特的加盟商机制、迅速复制的门店运营模式、新营销模式下的用户思维与多元互补的品牌矩阵不断提升经营效率与抗压能力。在新商业生态成型、细分赛道行业增速均持平或高于市场整体增速的背景下，公司有望在未来继续升级产品与用户策略，积极应对市场变化、快速响应 Z 世代用户需求，持续构筑自身核心竞争力，从而拉动盈利，实现可观的业绩增长。

风险提示：公司产品无法满足消费者偏好的风险；公司经营持续亏损的风险；公司无法保持行业内竞争地位的风险。

行业走势图



资料来源：聚源数据

相关报告

- 《一般零售-行业研究简报:后疫情时代抑制需求引爆，门店持续扩张下营收增速恢复强劲，持续看好行业龙头品牌的渠道开拓保持高增》2021-09-10
- 《一般零售-行业专题研究:21Q1 双节引领行业疫后复苏，头部品牌营收高速增长》2021-05-07
- 《一般零售-行业专题研究:电商内容化篇一：如何看待当下不同电商和内容平台的发展方向？》2021-03-22

内容目录

1. KK 集团：国内领先的潮流零售企业，重新定义在店场景交互模式	4
1.1. 历史沿革：成立 7 年迅速破圈，打造潮流零售品牌馆矩阵	4
1.2. 股权架构：股权结构清晰，资本持续加码	4
1.3. 融资历程：先后经历 13 轮融资，最近一轮由京东领投	5
2. 公司概况：专注于潮流零售店的运营，旨在满足国内消费者的不同需求	6
2.1. 门店情况：疫情影响线下购百整体承压，零和竞争中逆市展店扩张	6
2.2. 财务数据：各品牌单店盈利能力表现可喜，供应链规模效应有望逐步凸显	8
3. 行业情况：新商业生态已然成型，潮流零售行业规模快速扩张	11
3.1. 行业规模：潮流零售行业乘风而上，赛道规模迅速扩张	11
3.2. 竞争格局：市场集中度偏低，KK 集团各品牌市占率快速提升	12
3.2.1. 精品集合行业：行业复合增速 9.0%，成本效益+产品性价比+供应链优势+种草等营销手段更易占据消费者心智	12
3.2.2. 美妆集合零售行业：行业整体集中度较低，国货崛起催化美妆集合零售增长	13
3.2.3. 潮玩行业：国内潮玩发展尚不成熟，丰富 SKU+创新玩法+社群运营多维度驱动行业高增，CAGR 26.5%	14
3.3. 产业链：以 DTC 为营销模式的潮流零售商相对上游供货商具备更高议价	15
4. 核心竞争力：以 KK 集团为例，看潮流零售如何破局线下零售难题	16
4.1. 独特的加盟商体制解决线下门店试错成本高的问题	16
4.2. 大店模式卡位线下集合零售空档，高运营效率带动盈利提升	17
4.3. 从渠道思维转向为用户思维，锁定核心客群+新媒体营销完成销售闭环	18
4.4. 多元互补的品类品牌组合+顺应国内可选消费潮流趋势的选品策略	20
5. 投资建议	20
6. 风险提示	20

图表目录

图 1：KK 集团发展时间轴	4
图 2：KK 集团股权结构图	4
图 3：四个品牌馆矩阵	6
图 4：KKV 自有门店和加盟店数量（家）	7
图 5：KK 馆 自有门店和加盟店数量（家）	7
图 6：KKV 和 KK 馆 GMV（百万）及增速（%）	7
图 7：The COLORIST 品牌合作伙伴	8
图 8：THE COLORIST 自有门店和加盟店数量（家）	8
图 9：THE COLORIST GMV（百万）及增速（%）	8
图 10：X11 自有门店和加盟店数量（家）	8
图 11：X11 GMV（百万）及增速（%）	8
图 12：KK 集团营业收入（百万元）及增速（%）	9

图 13: KK 集团经营利润及经调整净利润 (百万元) 及增速 (%)	9
图 14: KKV 营业收入 (百万元) 及增速 (%)	9
图 15: KKV 经营利润率及 EBITDA 率	9
图 16: KK 馆营业收入 (百万元) 及增速 (%)	10
图 17: KK 馆 经营利润率及 EBITDA 率	10
图 18: THE COLORIST 营业收入 (百万元) 及增速 (%)	10
图 19: THE COLORIST 经营利润率及 EBITDA 率	10
图 20: X11 营业收入 (百万元) 及增速 (%)	10
图 21: X11 经营利润率及 EBITDA 率	10
图 22: 国内潮流零售及细分市场规 模 (十亿元)	11
图 23: 精品集合零售行业规 模及增速	12
图 24: 2020 年精品集合零售行业市占率情况	12
图 25: 精品集合零售行业公司对比	13
图 26: 美妆集合零售行业规 模及增速	13
图 27: 2020 年美妆零售行业市占率情况	13
图 28: 美妆零售行业公司对比	13
图 29: 潮玩行业规 模及增速	14
图 30: 潮玩零售行业公司对比	14
图 31: 中国潮流零售市场价值链	15
图 32: KK 集团加盟商模式和传统线下加盟店模式区别	16
图 33: 2020 年全国购物中心客流回暖率 (%)	17
图 34: 社零同比下降, 实物商品网上零售同比增 14.8%, 线下承压	17
图 35: “逛” 拉长消费者逗留时间	17
图 36: KKV 沉浸式购物场景	17
图 37: 向第三方品牌合作伙伴采购商品入选流程	18
图 38: 来自 OEM 及 ODM 合同商的自有品牌商品入选流程	18
图 39: Z 世代选购商品影响决策的因素	19
图 40: 喜欢的品牌线下展示形式	19
图 41: 小红书图文+短视频种草	19
图 42: 抖音短视频种草	19
图 43: KK 集团品牌矩阵	20
表 1: KK 集团高级管理层	5
表 2: KK 集团融资历程	5
表 3: KK 集团与加盟商签订的合作协议	16

1. KK 集团：国内领先的潮流零售企业，重新定义在店场景交互模式

1.1. 历史沿革：成立 7 年迅速破圈，打造潮流零售品牌馆矩阵

KK 集团创立于 2015 年，是国内领先的潮流零售企业，集团践行多品牌战略。2015 年 12 月推出集团首家门店——迷你生活方式集合店「KK 馆」，2019 年 5 月推出有综合性的生活方式潮流零售品牌「KKV」，9 月推出第三个品牌——大型美妆潮流零售品牌「THE COLORIST 调色师」，2020 年 1 月推出全球潮玩文化潮流零售品牌「X11」。作为潮流零售模式的代表企业和践行者，公司重新定义了在店场景交互模式。截止目前，集团旗下品牌已遍及北京、上海、广州、深圳、杭州、成都、苏州、天津、武汉、重庆等全国 31 个省 169 个重点城市以及印度尼西亚拥有 680 家线下门店，入驻所在城市各大顶级商圈及购物中心，为 Z 世代为主的消费者提供满足美好生活的休闲购物体验。

图 1：KK 集团发展时间轴

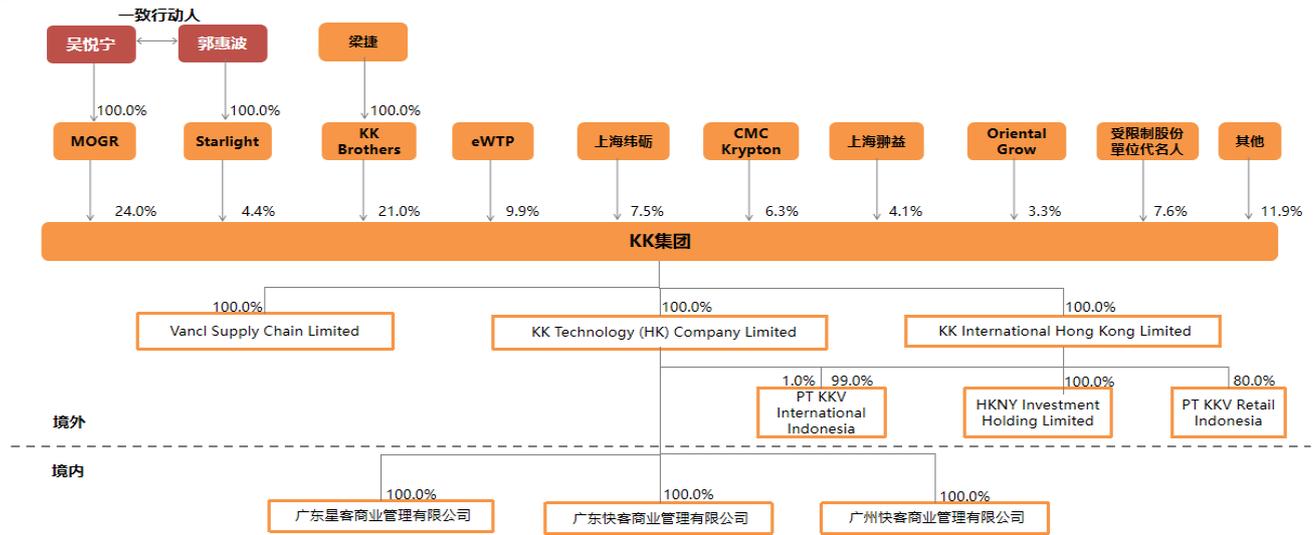


资料来源：公司官网，投资界，天风证券研究所

1.2. 股权架构：股权结构清晰，资本持续加码

吴悦宁和郭惠波为一致行动人，分别通过 MOGR 持股和 Starlight 合计间接持有公司 28.38% 股份，其中吴悦宁为公司创始人、执行董事兼 CEO，负责集团的整体管理、战略规划、业务既日常运营；郭惠波为公司联合创始人、执行董事兼总裁，负责集团的财务管理、法律及人力资源管理和国际业务管理。上市前梁捷通过 KK Brothers 间接持股 21.00%、eWTP 持股 9.88%、上海纬砺持股 7.52%、CMC Krypton 持股 6.30%、上海益持股 4.08%、Oriental Grow 持股 3.32%。

图 2：KK 集团股权结构图



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

表 1：KK 集团高级管理层

姓名	职务	简介
吴悦宁	集团创始人、首席执行官	负责集团的整体管理、战略规划、业务以及市场运营。在业务管理领域拥有逾 10 年的经验。2007 年获得软件工程学士学位，2008 年创立东莞市易得网络科技有限公司。
郭惠波	联合首席执行官	主要负责集团财务管理、法律、人力资源管理及国际业务管理。2017 年 1 月加入集团前，任职于中国光大银行。
舒艳芳	执行董事及副总裁	2015 年至今，先后担任 KK 集团全资子公司广东快客电子发展中心的副总经理及副总裁。主要负责管理业务发展以及扩张。于销售行业拥有超过 12 年的经验。
彭瑶	执行董事及副总裁	2019 年 8 月至今，任广东快客电子商品中心副总裁。主要负责集团整体商品管理，在企业管理领域拥有超过 10 年的经验。
陈世欣	执行董事及业务系统专家	2009 年 3 月至 2015 年 4 月任东莞市易得网路科技有限公司。2016 年 4 月至今，任 KK 集团业务系统专家，主要负责业务系统项目的开发。
刘鹏	供应链总监	2020 年 4 月至今任集团的供应链总监，主要负责供应链管理。曾任职于华为科技有限公司。
张力维	首席财务官	2021 年 3 月任 KK 集团首席财务官，主要负责整体财务管理，及资本市场。曾任职于 Macquarie Capital 及香港上海汇丰银行，负责提供投资银行服务。于伦敦政治经济学院取得经济学学士学位。
赵延超	人力资源总监	2020 年 4 月至今任 KK 集团人力资源总监，负责人力资源管理。曾任职于华为科技有限公司并从事人力资源领域工作。
黄朝晖	信息技术总监	2015 年 5 月至今任 KK 集团的信息技术总监，主要负责技术中心的整体管理。

资料来源：招股说明书，天风证券研究所

1.3. 融资历程：先后经历 13 轮融资，最近一轮由京东领投

KK 集团从 Pre-A 轮到 E 轮先后经历 13 轮融资，共计融资超 40 亿元，历史投资者包括深创投、经纬中国、CMC 资本、洪泰基金、黑蚁资本、璀璨资本等。最近一轮 F 轮融资 3 亿美元，投资方包括 京东、新天域资本、CMC 资本等。

表 2：KK 集团融资历程

时间	融资轮次	交易对价	投资方
2016 年 4 月	Pre-A 轮	1500 万元	深创投
2017 年 8 月	A 轮	1 亿元	璀璨资本、深创投
2018 年 4 月	B 轮	7000 万元	璀璨资本、经纬中国

2019年10月	C轮	4亿元	eWTP capital、洪泰基金
2019年12月	D轮	1亿美元	经纬中国、黑藻资本、eWTP capital
2020年10月	E轮	10亿元	CMC资本、经纬中国、黑蚁资本、漠策资本、洪泰基金、Kamet Capital
2021年6月	战略融资	3亿美元	京东、新天域资本、CMC资本

资料来源：企查查，招股说明书，天风证券研究所

2. 公司概况：专注于潮流零售店的运营，旨在满足国内消费者的不同需求

公司专注于潮流零售店的运营，通过 DTC 模式向终端消费者提供各具特色的商品。商品横跨美妆、潮玩、食品饮料、家居日用、文具等主要核心生活用品的 18 个主要品类，潮流单品 SKU 超 20000。过去几年集团品牌矩阵不断拓展，当前主要经营四个潮流零售品牌，「KK 馆」、「KKV」、「THE COLORIST 调色师」和「X11」，旨在满足国内消费者的不同市场需求。其中：

- 1) **KK 馆**：品牌定位为生活方式迷你卖场，为消费者提供契合生活日用场景的各种国内和进口的多元品类商品。
- 2) **KKV**：品牌定位为综合性生活方式潮流零售店，为 KK 馆融合沉浸式、场景化、大场地面积等多元素的升级版场馆，主要面向青少年和年轻人提供各种精致潮流生活用品。
- 3) **THE COLORIST 调色师**：品牌定位为美妆潮流零售集合店，为年轻消费者提供 185 个国内及 246 个进口的平价、轻奢的化妆品品牌，涵盖 SKU 超 5500 个。其中在售产品中彩妆占比较高，同时也涵盖护肤品、个护等品类。
- 4) **X11**：品牌定位为潮玩文化零售店，销售 16 个品类超 5500 SKU，涵盖手办、BJD 娃娃盲盒、公仔、拼装模型、潮流文创、艺术潮玩、高达系列等细分品类

图 3：四个品牌馆矩阵



资料来源：KK 集团官网，天风证券研究所

2.1. 门店情况：疫情影响线下购百整体承压，零和竞争中逆市展店扩张

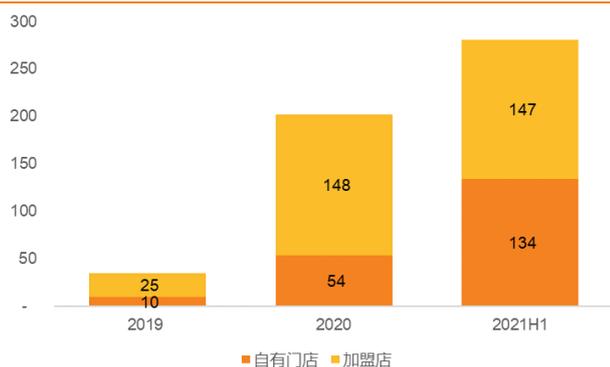
● KKV 和 KK 馆：

选址布局方面，KKV 和 KK 馆选址主要在一二线城市地标性或中高端核心购物中心，典型如武汉楚河汉街、南京夫子庙等知名购物街上。KKV 单一门店面积整体偏大 300-3500 平

方米，KK 馆单一门店面积 80-900 平方米不等。从选品上来看，作为现代小型超市，KK 馆提供各种国产、进口休闲食品、个人护理品等商品，主打性价比。而 KKV 通过超大的门店空间、强烈极致的美学吸引力（如：明黄色集装箱式门店装修、超大的门店空间、因地制宜且具有沉浸感的店内设计），叠加 KK 馆数字化筛选的流行爆款商品的竞争优势集于一身。

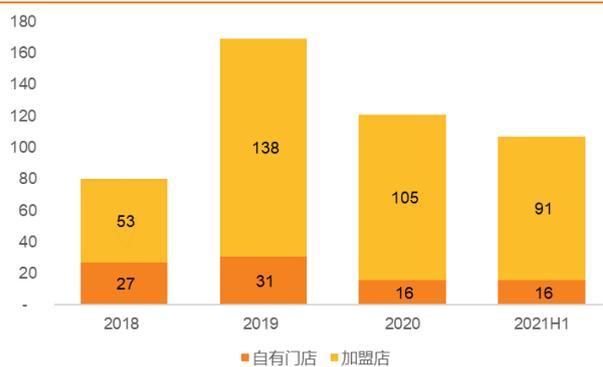
门店经营方面，KKV 受益于沉浸式的门店氛围和极佳的购物体验在疫情后迅速恢复，实现快速展店。2019-2021H1 KKV 分别拥有门店数量 35/202/281 家，实现 GMV 0.97/11.56/13.67 亿元，KKV 过去几年开店步伐强劲，GMV 迅速爬坡；2018-2021H1 KK 馆分别拥有门店数量 80/169/121/107 家，实现 GMV 1.88/5.35/4.79/186 亿元，KK 馆因疫情扰动及部分门店业绩不达标关店使整体增速承压。

图 4：KKV 自有门店和加盟店数量（家）



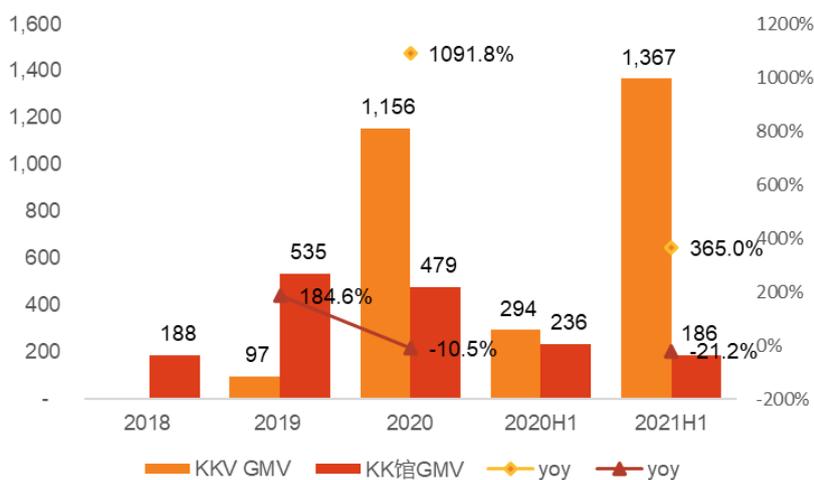
资料来源：招股说明书，天风证券研究所

图 5：KK 馆自有门店和加盟店数量（家）



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

图 6：KKV 和 KK 馆 GMV（百万）及增速（%）



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

● THE COLORIST:

选址布局方面，大众品牌彩妆集合店形成错位竞争，品牌首选线下分销渠道反哺自身竞争优势。THE COLORIST 经历两年内部筹备后于广州、深圳首发落地，THE COLORIST 以彩妆为突破点，与护肤品占比较高的丝芙兰和屈臣氏的成熟集合店形成错位竞争，创立首个聚焦年轻大众品牌的彩妆集合店业态，为年轻消费者提供 185 个国内及 246 个进口的平价、轻奢的化妆品品牌，涵盖 SKU 超 5500 个。截止至 2021 年 6 月末，门店覆盖全国 99 个城市，单一门店面积约 100-2100 平方米不等。THE COLORIST 以为美妆品牌提供线下体验式消费场景及庞大的全国线下分销网络为竞争优势，从而与第三方品牌建立了较为稳定的合作关系。THE COLORIST 多被品牌方选为线下产品分销渠道第一站，反哺企业自身竞争力。

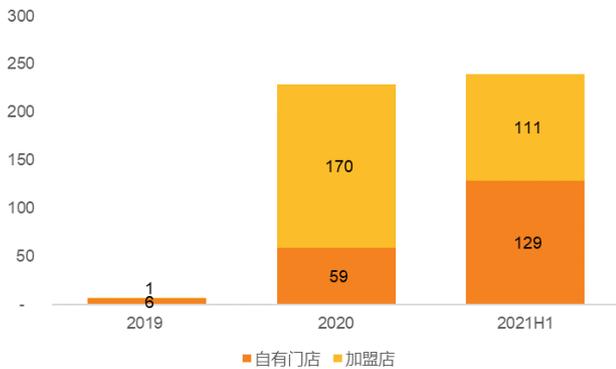
图 7: The COLORIST 品牌合作伙伴

KISSME 奇士美	ZEESEA 滋色	ETUDE 伊蒂之屋	CATKIN 卡婷	FOCALLURE 菲鹿儿	Mistine 蜜丝婷
UNNY CLUB 悠宜	CHOTURE 橙优乐	CANMAKE 青美	I'M MEME	MORPHE	
too cool for school 涂酷	PHYSICIANS FORMULA 医生配方	celebeau	Sis2Sis	PRAMY 柏瑞美	theSREM 得鲜
PONY EFFECT 宝伊菲	Holika Holika	lilybyred	CAREMILLE 珂莱	HEX3 韩妃贞	MAYBELLINE 美宝莲

资料来源: KK 集团官网, 天风证券研究所

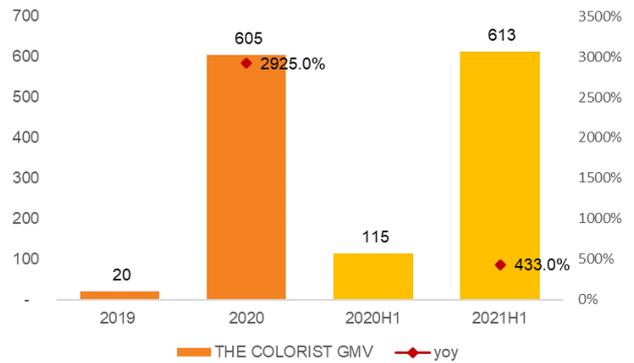
门店经营方面, 疫后恢复期加速低调抄铺, 两个月内新开 100 家门店。截止至 2021H1 THE COLORIST 已拥有门店数量 240 家, 实现 GMV 6.13 亿元。

图 8: THE COLORIST 自有门店和加盟店数量 (家)



资料来源: 招股说明书, 天风证券研究所

图 9: THE COLORIST GMV (百万) 及增速 (%)

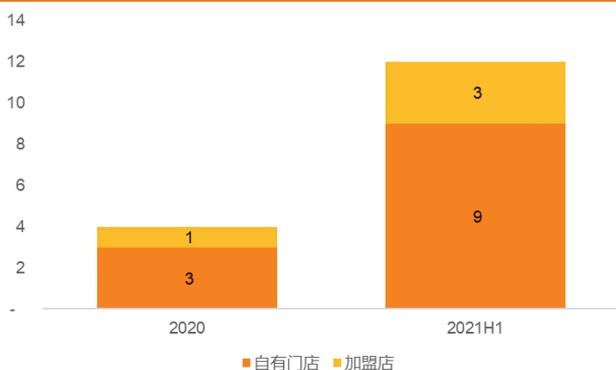


资料来源: 招股说明书, 天风证券研究所

● X11:

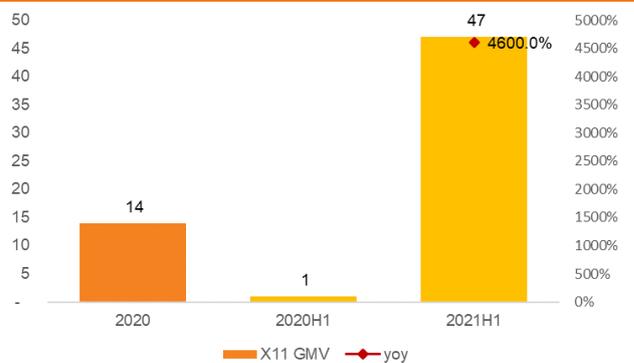
门店经营方面, X11 作为国内潮玩文化具有代表性的潮流零售品牌集合店, 销售 16 个品类超 5500 SKU, 涵盖手办、BJD 娃娃盲盒、公仔、拼装模型、潮流文创、艺术潮玩、高达系列等细分品类。2019-2021H1 X11 分别拥有门店数量 35/202/281 家, 2020 年和 2021H1 分别实现 GMV 0.14/0.47 亿元。

图 10: X11 自有门店和加盟店数量 (家)



资料来源: 招股说明书, 天风证券研究所

图 11: X11 GMV (百万) 及增速 (%)



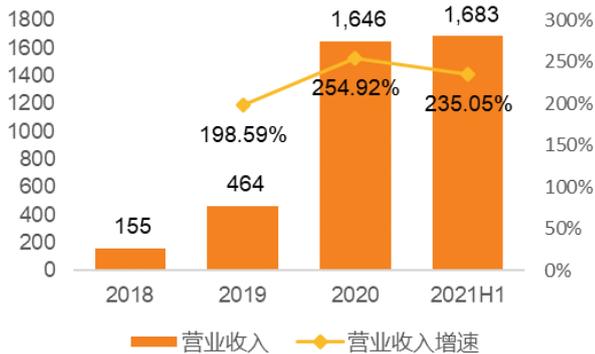
资料来源: 招股说明书, 天风证券研究所

2.2. 财务数据: 各品牌单店盈利能力表现可喜, 供应链规模效应有望逐步

凸显

集团品牌矩阵不断拓展，持续盈利能力逐步凸显。集团营业收入从 2018 年的 1.55 亿元增至 2020 年的 16.46 亿元，CAGR 高达+225.5%，远超潮流零售行业增速，于 2020 年跻身“中国三大潮流零售商”；2021 年上半年实现营收 16.83 亿元，超 2020 年全年。公司盈利能力表现亮眼，剔除港股上市因会计处理问题导致的账面亏损，2020 经调整 EBITDA 为 0.68 亿元，扭亏为盈，2021H1 经调整 EBITDA 进一步增长至 2.16 亿元。其中 KK 馆增速有所放缓，KKV 成为公司底盘，收入及利润贡献占比逐步拉升，新锐品牌 THE COLORIST、X11 均迅速破圈为公司持续贡献边际增量。

图 12: KK 集团营业收入 (百万元) 及增速 (%)



资料来源: 招股说明书, 风证券研究所

图 13: KK 集团经营利润及经调整净利润 (百万元) 及增速 (%)



资料来源: 招股说明书, 天风证券研究所

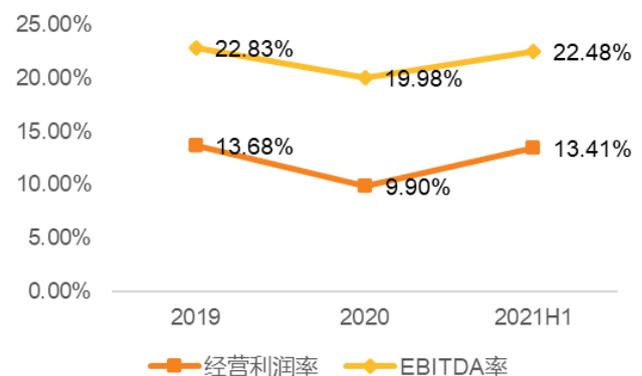
分品牌来看，KKV 迅速成长为集团拳头业务，门店业绩爬坡盈利能力有望进一步攀升。2019-2021H1 KKV 分别实现营业收入 0.82/8.35/10.49 亿元，2020 年同比增超 9 倍，2021H1 同比增近 4 倍，占比超 6 成，迅速成长为集团的拳头业务，为行业内新生代流量行主力品牌的领导者。2020 年经营利润 0.83 亿元，同比增 637.5%，2021H1 经营利润 1.41 亿元，同比增 1349.5%。2019-2021H1 EBITDA 分别为 0.19/1.67/2.36 亿元，EBITDA 率分别为 22.8%、20.0%、22.5%。粗略计算 2020 年和 2021H1 店均 EBITDA 分别为 6.88 万元/月、13.98 万元/月，考虑到部分门店为新店开业业绩仍处于爬坡期，未来步入成熟后单店盈利能力有望进一步攀升。

图 14: KKV 营业收入 (百万元) 及增速 (%)



资料来源: 招股说明书, 天风证券研究所

图 15: KKV 经营利润率及 EBITDA 率

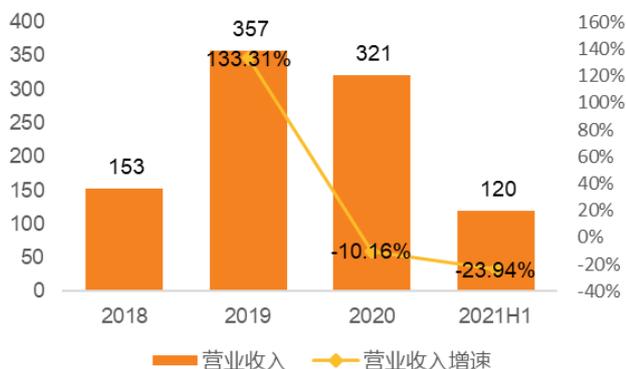


资料来源: 招股说明书, 天风证券研究所

KK 馆受制于日常家居用品行业的同质化竞争和疫情对线下商业的洗牌重塑，营收增长承压。2018-2021H1 KK 馆分别实现营业收入 1.53/3.57/3.21/1.20 亿元，其中 2020 年和 2021H1 同比转负，主要由于 KK 馆的渗透城市不同于 KKV，疫情的反复对三四线城市的线下购百商业恢复影响时间较长，导致同店收入增速承压，此外部分门店关闭对整体业绩有一定的负面影响；2018-2021H1 分别实现经营利润-0.05/0.14/0.22/0.07 亿元，同比 +381.3%、63.0%、-14.6%，近 2 年收入增速承压，但得益于集团全国性的网络优化及规模

效益，经营利润增速高于收入增速。2019-2021H1 EBITDA 分别为 0.23/0.42/0.42/0.13 亿元，EBITDA 率分别为 14.9%、11.8%、13.2%、10.8%。

图 16: KK 馆营业收入 (百万元) 及增速 (%)



资料来源: 招股说明书, 天风证券研究所

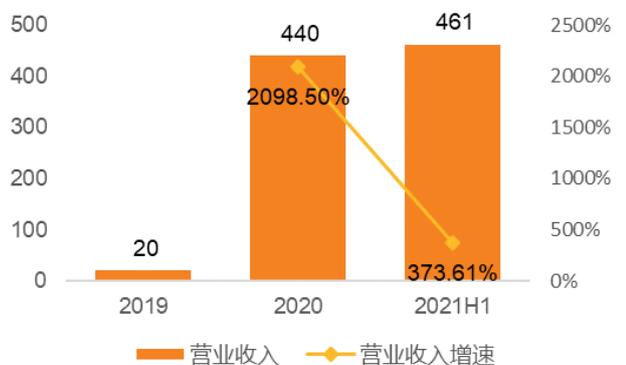
图 17: KK 馆 经营利润率及 EBITDA 率



资料来源: 招股说明书, 天风证券研究所

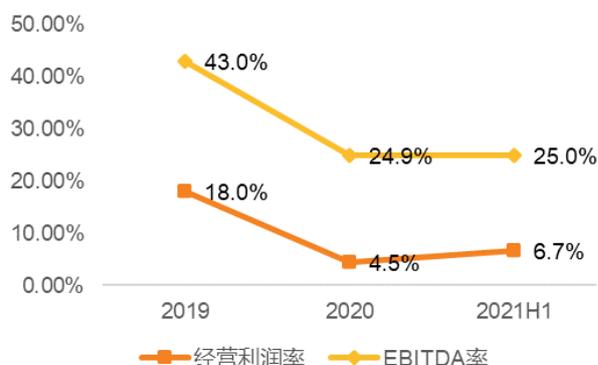
THE COLORIST 孵化以来盈利始终为正且持续拉升，门店精细化运营能力出色。2019-2021H1 THE COLORIST 分别实现营业收入 0.20/4.40/4.61 亿元，2020 年同比增 2098.5%，2021H1 同比增 373.6%，主要由于 THE COLORIST 选品上贴合国内消费者，能够快速满足日益剧增的美妆市场需求，同时自 THE COLORIST 孵化以来盈利始终为正且持续拉升，门店精细化运营能力出色，门店盈利模型趋于成熟能够快速复制；2019-2021H1 分别实现经营利润 0.04/0.20/0.31 亿元，2020 年同比增 447.2%，经营利润率分别为 18.0%、4.5%、6.7%。2019-2021H1 EBITDA 分别为 0.09/1.10/1.15 亿元，EBITDA 率分别为 43.0%、24.9%、25.0%。受益于公司战略资源的重新分配，着重发展 KKV 和 THE COLORIST 两个品牌，未来营业及利润有望得到进一步突破。

图 18: THE COLORIST 营业收入 (百万元) 及增速 (%)



资料来源: 招股说明书, 天风证券研究所

图 19: THE COLORIST 经营利润率及 EBITDA 率

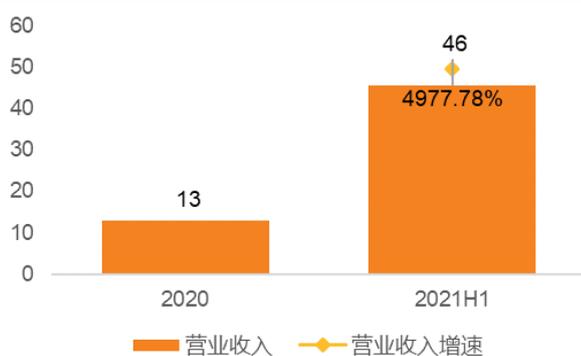


资料来源: 招股说明书, 天风证券研究所

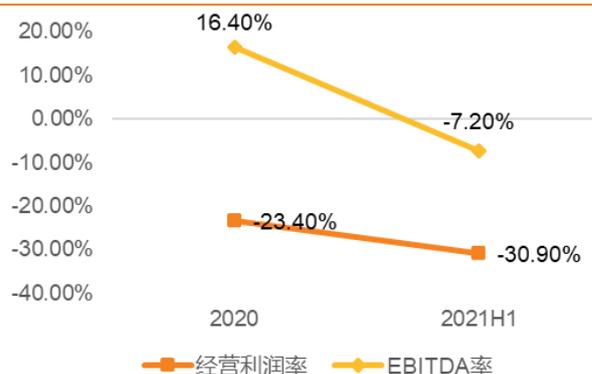
X11 新品牌入局潮玩不断破圈，贡献业绩增量。2020 年和 2021H1 X11 分别实现营业收入 0.13/0.46 亿元，2021H1 同比增 4977.8%，X11 为 2020 年公司孵化的新品牌入局，整体业绩仍处于爬坡放量阶段，营收同比增速较为迅猛；2020 和 2021H1 分别实现经营利润-0.03/-0.14 亿元。2020 和 2021H1 EBITDA 分别为 0.02/-0.03 亿元，EBITDA 率分别为 16.4%、-7.2%。随着产品与消费者需求的不断测试磨合，以及门店层面的精细化运营的提升，品牌盈利能力有望逐步释放。

图 20: X11 营业收入 (百万元) 及增速 (%)

图 21: X11 经营利润率及 EBITDA 率



资料来源：招股说明书，天风证券研究所



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

3. 行业情况：新商业生态已然成型，潮流零售行业规模快速扩张

3.1. 行业规模：潮流零售行业乘风而上，赛道规模迅速扩张

生活用品通常是指消费性家居品，包括美容品、护肤品、箱包、配饰、小型电子产品、纺织品、玩具、休闲食品、数码配件以及日常消费品。随着年轻一代的成长、中产阶级的扩增以及生活水平的提高，为满足年轻群体个性化和潮流品味需求，以及更好地营造融入社交基因的线下购物体验的新经济形态，国内生活用品零售市场发展较为迅速。根据 KK 集团报送的招股书，按 GMV 口径计算，中国生活用品零售市场规模从 2016 年的 2.83 万亿元增长至 2020 年 3.60 万亿元，CAGR 6.2%，整体增速高于中国零售市场 CAGR 4.2%，已成为国内零售市场增速最快的细分领域之一，截止至 2020 年生活用品零售约占中国零售市场的 9.2%。

其中，潮流零售以产品独特的概念及风格、设计上兼具创意和时尚的娱乐功能以及沉浸式的购物体验为特点的新零售市场。具体来看，潮流零售行业可进一步分为精品集合零售、美妆零售、潮流玩具零售等细分领域。根据弗若斯特沙利文报告，按 GMV 口径计算，截至 2020 年，潮流零售市场规模由 2016 年 1298 亿元增至 1952 亿元，CAGR 10.7%。具体来看，精品集合零售在细分市场中占比最大，2020 年约 46.7%。潮玩零售行业增速 CAGR 26.5%，远高于潮流零售市场整体增速。美妆及精品集合零售复合增速与行业增速基本持平，约 10%。

图 22：国内潮流零售及细分市场规模（十亿元）



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

以个性化需求为驱动，实为通过重构人货场达到的效率升级为行业迅速增长的本质。回

溯日本生活方式零售商无印良品的发展历程，无印良品于 1980 年诞生于西友百货公司旗下，之后独立经营。我们发现无印良品的崛起正值泡沫经济时期，日本遭遇能源危机，使得当地消费者期望买入价格低廉且品质较优的商品，以独特、简约风格著称的无印良品因此成为消费者追捧的对象。反观国内在疫情期间及前后居民消费能力面临下行压力，潮流零售行业内精品集合零售、美妆零售及潮玩等各细分赛道公司集中涌入开店，其核心驱动力在于：

- 1) 疫情影响使线下零售承压，虽然整体消费疲软但国民对于生活品质和精神层面的需求在稳步提升，生活集合零售恰好可以部分满足国内消费者对于“又好又便宜”的日用品需求。
- 2) 依托于重构人货场达到的效率升级。通过 DTC 模式极简供应链和门店场景化升级、信息流控品提高了货和场的效率，高流量聚集场景及高采购量让渠道对供应商具备高议价能力。
- 3) 瞄准特定消费圈层，以市场需求为起点，精准匹配商品提高转化。千禧一代及 Z 时代逐渐成为部分市场主力消费群体，其更倾向于商品具备美学设计、时尚，能够体现品牌多样性、个性化特点的商品，重场景、重体验。精准的目标人群定位和数字化的管理更易帮助企业提高转化。

3.2. 竞争格局：市场集中度偏低，KK 集团各品牌市占率快速提升

潮流零售市场集中度偏低，KK 集团各品牌市占率快速提升。根据弗若斯特沙利文的测算数据，精品集合零售行业第一市占率仅 9.9%；美妆集合零售行业第一市占率 15.6%。KK 集团各品牌市占率快速提升，按 GMV 口径计算，2018-2020 年 KKV+KK 馆市占率提升至 1.80%，2020 年 THE COLORIST 市占率提升至 0.89%。具体来看：

3.2.1. 精品集合行业：行业复合增速 9.0%，成本效益+产品性价比+供应链优势+种草等营销手段更易占据消费者心智

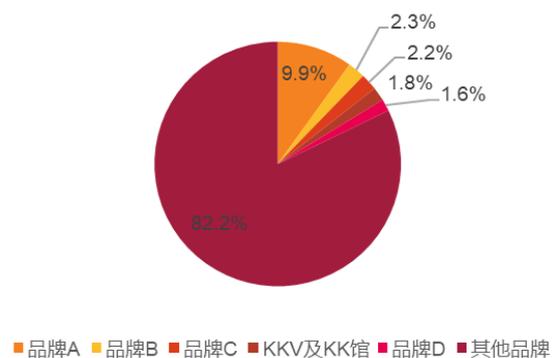
精品集合零售市场竞争激烈且难以形成较高壁垒，成本效益+产品性价比+供应链优势+种草等营销手段更易占据消费者心智。行业较为分散，过去 5 年行业规模由 2016 年的 644 亿元增长至 2020 年的 910 亿元，复合年增长率达到 9.0%。目前名创优品、KKV 等持续领跑，但头部公司总市场占有率较低；精品集合零售目标客群年龄较小，品牌馆多主打性价比较高的产品，同时不断拓宽的覆盖范围与单品 SKU 倒逼公司通过大数据、AI 供应链等加强供应链与选品管理。行业内公司如名创优品、MIDI 迷底、NOME 诺米等与漫威、HelloKitty 等热门 IP 合作推出特色产品，避免产品同质化，KKV 等借助标志性的门店风格与大力营销增强品牌印象，通过打造网红打卡地增强消费者体验。我们认为先入局者较难构筑护城河，但具备成本效益、产品性价比、供应链优势、种草等营销手段占据消费者心智程度高的公司更容易跑出来。

图 23：精品集合零售行业规模及增速



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

图 24：2020 年精品集合零售行业市占率情况



资料来源：招股说明书，弗若斯特沙利文，天风证券研究所

图 25：精品集合零售行业公司对比

	三福百货	中小型门店			大型门店
	1992	MIDI 迷底 2018	名创优品 2009	诺米NOME 2017	KKV 2019
成立时间	1992	2018	2009	2017	2019
主要经营区域	(主要) 二三线城市	一线、新一线及二、三线城市、国际	全国+海外	一二线城市	中国30个省97个城市+印度尼西亚雅加达
经营定位	年轻人休闲服饰行业自主品牌服饰零售商	创意生活美学的快时尚百货品牌	集时尚饰品、化妆品、化妆工具、精美小礼品、物流、营销、售后服务为一体的规模化产业	新潮有趣、讲究设计的生活潮牌	综合性的生活方式潮流零售品牌
经营特色	将AI植入商品全供应链	-	去BA	设计师合作	轻BA
选品模式	-	-	内测投票	大数据	大数据+内部买手
主营产品/品类	男女装、鞋包、内衣、生活百货等	康美容、生活百货、精品包饰、数码配饰、文体玩具、精选纺织、潮流饰品、季节产品等十大产品类别	家居、百货、美容、配饰、数码配件、食品、IP授权与获奖作品	以家居用品为主，同时经营服装、鞋子、箱包等品类	爆款进口品牌+潮流新国货品牌——品质日用、精美食品、进口酒类、匠心文具、3C小家电等18种主题
品牌/IP数量	-	500设计工作室，超级IP20+	-	-	UNNY (悠宜)、猫脱、坡野医生、canmake、kiss me、得鲜、稚优泉、wetwild等
主要合作伙伴	Jocoyee、卡姿兰、秀色物语、绵卡洛卡、火烈鸟等	星际熊	HelloKitty、裸熊、粉红豹、芝麻街、故宫宫廷文化、漫威、米奇米妮、可口可乐等	产品多由瑞典独立设计师及合作设计师组成；联名IP颐和园、M&M's等	-
门店选址	购物中心	商场、超市出入口、商业街、学校周边、大学城等	商场、Shopping mall、商业街、行人专用区、邻近地铁、中学等人流量较大区域	大型购物中心	中国一、二线城市中高端购物商场的显眼区域+全国知名购物街上的独立地标性商店
门店数量	1100+	-	5000 (全球)	600 (2019年底)	281 (2021/6/30)
门店面积	目前60-120, 计划拓展至100-200	-	要求 > 200	-	300-3500
开店方式	直营	联营加盟	直营+加盟	直营+加盟	自营为主，加盟为辅
目标客群	18-25岁的年轻消费者	以18-30岁人群为主，其中主力消费人群为20-30岁白领阶层	Z世代	25-35岁，对家居设计追求美感和仪式感的人群	Z世代
SKU	-	3000+	8000+ (核心)，门店均3000	-	20000+

资料来源：诺米家居官网，赢商网等，天风证券研究所

3.2.2. 美妆集合零售行业：行业整体集中度较低，国货崛起催化美妆集合零售增长

提供线下试用体验场景相对开价有强溢价能力，国货崛起催化美妆集合零售增长。近年美妆零售整体行业增速较高，市场规模由 2016 年的 451 亿元增长至 2020 年的 679 亿元，复合年增长率达到 10.8%。受益于线下适用体验的高度依赖、美妆集合店的多重选择性，以及开价产品的价格优势和低决策成本，国内美妆零售集合店发展迅速。从议价能力来看，开价品牌没有自身线下专柜开店的能力，但美妆仍需要线下试用体验场景，集合零售商正适合于品牌的线下 CS 渠道布局，叠加 DTC 模式直接接触消费者，快速引导占领消费者心智，故相对开价品牌有强溢价能力，本身业态具备存在必要性和可持续性。

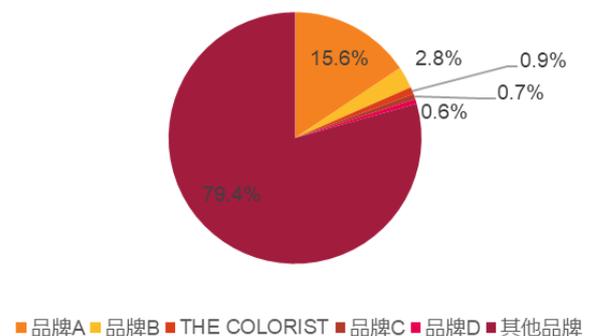
但行业整体集中度较低，竞争较为激烈，目前美妆零售行业在一二三线城市发展较为成熟，亦有部分公司计划进军下沉市场。行业原有头部公司主要包括老牌美妆连锁店屈臣氏、定位高端的全球美妆购物平台丝芙兰等，近年来随着国潮品牌迅速发展、Z 世代消费者理念发生变化，the colorist 调色师、HAYDON 黑洞、HARMAY 话梅等本国新兴品牌也正加速追赶，并借助不同手段构建自身特色。店面上，黑洞、话梅等注重以特色店面装潢构建“体验感”。渠道上，各公司均采用线上线下结合方式，着力运营私域流量。选品方面多数头部公司运用大数据选品，精准匹配消费客群、提升产品迭代速度。only write 独写、话梅等引入小样销售，拓宽消费者选择范围。人效上，区别于传统公司，调色师、wow colour、黑洞等采用去 BA 或轻 BA 模式；而丝芙兰等对 BA 进行升级，通过专业推荐与服务助力精准决策。

图 26：美妆集合零售行业规模及增速



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

图 27：2020 年美妆零售行业市占率情况



资料来源：招股说明书，弗若斯特沙利文，天风证券研究所

图 28：美妆零售行业公司对比

	中低端					中高端					
	the colorist	wow color	Only Write 缩写	当然	Noisy Beauty	Beauty Choice 东点西点	流梳	HAYDON 旗期	ushoni (Bonnie & Clyde)	屈臣氏	sephora
成立时间与地址	2019, 广东+深圳	2021	2020	2020, 广州	2018, 深圳	2018, 上海	2017	2020, 武汉	2020, 上海	1841, 香港	1970, 欧洲
主要经营区域	广州、深圳、北京、上海、西安、长沙、大连等	一二线城市及部分省会城市, 计划拓展四五线	全国15个省份及直辖市, 北、上、广、深及各重大省会城市	重点一二线, 看手二三线	三、四线城市	上海、江苏、浙江、安徽等	香港、上海、北京、成都、杭州、西安	立足一线及新一线, 覆盖更多二、三线城市及省会城市	上海	亚洲+欧洲, 中国共490+城, 多位于东南沿海	全球美妆购物平台
经营定位	新一代专业一站式美肤个护潮流零售品牌——“美肤一切可能”	年轻人一站式专业美肤个护零售者	数字化大众新型美妆零售店	聚焦功效护肤领域的潮流美妆品牌集合店	“中国版丝芙兰”, 一站式美妆乐园	社区场景的美妆新零售品牌	合线型新零售品牌	全球高端美妆一站式零售品牌	国际新零售品牌集团	保健及美妆产品零售连锁店	全球美妆购物平台
经营特色	1) 增长动能从门店数量转向运营质量 2) 去BA	轻BA	1) 美妆盲盒+创意组合 2) 前晚购为试用装 3) 100%扫码下单, 去BA 4) 前店后仓	专业BA	1) 自研ERP, 数字化 2) 专业BA	主打社区场景	1) 艺术性+趣味性, 打造城市文化与美学地标 2) 小样引流	1) 大量小样 2) 一城一品, 一品覆盖全城, 打造地标 3) 轻BA	1) 中国唯一自有品牌控制+线上线下生态打通的主理人 2) 全球仓储物流供应链建设+自研IT体系 3) 恒隆模式	闪电送、AR试妆、SPA服务等	专业BA、智能试妆
选品模式	大数据	大数据	数字化+内部买手+外部粉丝直选	-	大数据+买手	-	-	大数据+买手	大数据	大数据	大数据
主营产品	全球顶级彩妆品牌 (海外品牌+国货品牌): 护肤、彩妆、香水、防晒、3C和饰品	颜值彩妆、国际知名护肤及海外小众品牌, 洗护、香水、妆具	彩妆、护肤、香氛等	功效护肤品牌, 彩妆、香水、香氛、零食等	新、奇、酷, 高性价比的护肤、彩妆、香水、美容仪等品牌, 主打新国货品牌	海外服装、鞋帽、箱包、日用百货、化妆品等	世界精品彩妆、护肤、洗护、香水等品牌	国际大牌护肤、欧美专业彩妆、小众生活方式的品牌	国外顶级奢侈护肤与健康品牌 (黑珍珠品牌)	护肤、彩妆、洗护、沐浴、口腔护理、精品饮品、婴儿洗护、健康产品、家居、美容工具等	护肤、彩妆、美妆工具、香水、男士用品、洗护、彩妆等
品牌数量	美妆400+	300+	500+	300+	300+	-	200+	350+	15	5000+	化妆+护肤共104
主要合作伙伴	KISSME、蜜丝婷、菲鹿儿、碧欧泉、Spee、迪色、妮尔博士、森田、红地球、研璞	COLORKEY、VNK、LEEMEMBER、goricite、HOLD LIVE、韩熙贞、欧莱雅、欧尔佳等	珂拉琪、INTOYOU、橘朵、静色、稚优泉、MORCAYCOS等品牌、倩碧、兰芝、欧莱雅等	小奥汀、稚优泉、Hise、逐本、华熙生物、蒂诺露、玉泽	橘朵、Hedone、素士、后、菲洛露等	Whoo 后、Filaga 菲洛露、CIP 彩妆之朝、养生堂等	独家品牌 SG79STHLM, Salmair Hair, TANGENT GC, ICONIC LONDON.	SK-II、海蓝之谜、兰蔻、娇兰、黛珂诗、ARMANI、BOBBI BROWN等	CHANTECAILLE、SUOQU、RMK、ANASTASIA、ALLIANCE NATURELLE、EISENBERG、SHAY&BLUE、PHYTO	宝洁、联合利华、欧莱雅、妮维雅、资生堂、花王、露得清、德生美肌、森田药妆等	相宜本草、资生堂、雅诗兰黛、迪奥、BURBERRY、SK-II等
门店选址	一二线城市及省会城市的标杆购物中心	一二三线城市 (人口>30W) 的核心商圈	城市主流商圈	商业地产 (购物中心)	大型购物中心	一二线城市外围和三四线城市核心的购物中心	-	城市核心商圈	上海顶级一线商圈商场	购物场所和住宅区	城市核心商圈和高档mall
门店数量	300+	签约600	29	10+	20+	60+	5	-	5	亚洲+欧洲共8000, 中国4150+	300+
门店面积 (m²)	100-2100; 大师店1500+	最大700, 约300	200-500	-	50-300	旗舰店160	-	深圳店1000, 广州1000+	-	需求180-250	400
目标客群	14-35岁的Z世代	18-28岁大学生及白领女性群体	20-35岁的年轻消费者	Z世代	15-35岁的年轻女性群体	下沉市场人群	具有一定消费能力的女性群体	Z世代	高净值+高收入人群	18-35岁、月收入2500元以上女性	具有一定消费能力的已工作人群及大学生
SKU	5500 (大师店)	6000+, 单店2000+	15000+	4000+	地货4000, 县货2000, 最高5000+	流动4000+, 门店800-1000	单店4000+	5000+; 理想6500-7000+	-	10000+	-
开店方式	直营为主, 加盟为辅	计划开放加盟	-	-	直营为主	-	-	-	-	直营	-
开店计划	-	1000+海外市场	100 (90+标准店, 5旗舰店)	扩展至50个新城市	300 (截至2021年底)	未来5年保持高速增长	-	本年度开至25家	-	本年拓展400家	-

资料来源: 赢商网, 36 氪, 话梅官网, KK 集团官网等, 天风证券研究所

3.2.3. 潮玩行业: 国内潮玩发展尚不成熟, 丰富 SKU+创新玩法+社群运营多维度驱动行业高增, CAGR 26.5%

中国潮流玩具零售市场起步较晚, 目前发展尚不够成熟, 但行业整体维持 CAGR 26.5% 的高增速。市场规模由 2016 年的 7.4 亿元增长至 2020 年的 18.9 亿元, 2016-2020 年 CAGR 26.5%。店铺多坐落于北上广、华东、华南等较发达城市与地区的主流商圈, 通过直营店+智能机器人零售终端等多种形式实现坪效最大化, 并开拓海外市场。

行业整体集中度较低, 通过不断丰富 SKU、创新玩法刺激消费者购买欲+社群运营维持高用户黏性。代表性头部公司如: 泡泡玛特与迪士尼、环球等热门 IP 推出合作产品 (泡泡玛特已于 2020 年在港交所上市), TOP TOY 等在原创设计上发力, 推出多个自研 IP, 其他品牌所售产品种类由盲盒拓展至其他产品如 BJD 娃娃、拼装产品、玩具手办等。KK 集团独特的门店设计强化线下门店体验感, 相对 IP 化的泡泡玛特缺乏与品牌供货商更深层次的绑定, 但胜在产品的多元化和齐全度。潮玩品牌瞄准年轻潮玩消费者兴趣更迭迅速的特点, 着力产品创新, 通过不断丰富 SKU、创新玩法刺激消费者购买欲+社群运营维持高用户黏性。根据 36 氪消息, 对比亚洲成熟市场日本, 我国人均潮玩消费贡献度仅为日本 1/5, 新加坡 1/6, 仍有较大提升空间。

图 29: 潮玩行业规模及增速



资料来源: 招股说明书, 弗若斯特沙利文, 天风证券研究所

图 30: 潮玩零售行业公司对比

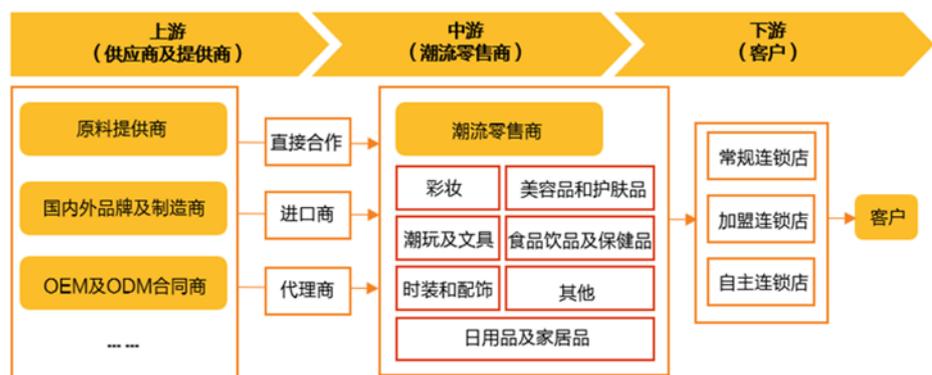
	TOP TOY	IP小站	X11	泡泡玛特	52toys	美盛文化
成立时间	2020	2017	2020	2010	2015	2002
经营区域	全国30城	全国79城，多华东和华南	华南、华东、华中、西南、东北	深覆盖全国103个城市，并入驻韩、日、美、加、英、新等23个海外国家和地区	中国大陆及港澳台、日本、北美、东南亚等	欧洲、美国、香港、北京、上海、深圳、杭州等
经营定位	潮玩全品类一站式购物的卖场	以IP品牌衍生、原创设计孵化、技术创新、生产制造、多元化销售渠道、潮流互动为品牌壁垒的潮玩企业	中国超大规模多元潮流文化潮玩集合零售品牌	中国最大且增长最快的潮流玩具公司，覆盖潮流玩具全产业链的综合运营平台	依托互联网，集内容、消费与社交一体的全新收藏玩具品牌	主营IP衍生品设计研发生产、动漫、宣发、游戏、影视等的全产业链生态型文化创意类公司
经营特色	-	1) NFT防伪潮玩 2) 无人零售	-	全产业链	-	自有IP+内容制作+内容发行和运营+新媒体运营+衍生品开发设计+线上线下零售渠道”的文化生态圈
选品模式	大数据	-	大数据+内部买手	-	-	-
主营产品	盲盒、手办、拼装高达、娃娃模型、积木、雕像、原创产品、潮流玩具等	盲盒、摆件等	盲盒、公仔、拼图、小雕像、球形关节人偶及毛绒玩具等	盲盒、BJD、手办、衍生品等	盲盒、变形机甲、超活化(文旅文创)、DREAMFAIR(合作高端品牌)、IN像(手办和景区)、闪电奇舞(可动人偶)以及BEASTPUNK(6寸人物玩偶)	IP衍生品、动漫、游戏等文化类产品及广告发行业务等
合作品牌/IP数量	合作品牌近200, IP200+	200+合作IP, 5自有IP	-	540品牌(葩趣社区), 总IP近100	-	16个IP
自研IP	Twinkle、Tammy、Yoyo等	EMMA(首个NFT潮玩)等	-	Molly、Dimoo、SKULLPANDA、Bunny等	KIMMY&MIKI、BOX系列、超活化、招财宇航员等	同道大叔、妖怪记等
主要合作IP/品牌	万代、漫威、迪斯尼等	Dream多丽梦、迪斯尼、漫威、52TOYS、阿狸、十二栋文化、ACTOYS、空想造物、POKEMON宝可梦等	星球熊、猫和老鼠、海贼王、龙珠、名侦探柯南、初音未来、奥特曼、复仇者联盟等	迪斯尼、环球、line friends、非人哉、王者荣耀、Hello kitty、盗墓笔记、粉豹等	迪斯尼、华纳、吾皇万睡、罐头猪LULU、蜡笔小新、樱桃小丸子等	“星球大战”、“冰雪奇缘”、“魔管”、“超级马里奥”、漫威英雄系列等
门店选址	目标全中国TOP100商圈	主流商业综合体+连锁影院	大型标杆店铺位于高端和高档购物中心, 人流最高的高端商业区域或艺术区	一二线城市主流商圈(零售店)+人流最大的购物中心(机器人店)	目标覆盖全国主要城市的核心商圈、博物馆、景点, 以及主要交通枢纽	公司经营非开店形式。 1) 动漫和影视作品主要通过电视台和网络渠道面向观众播放; 2) 游戏产品主要在国内大型游戏平台运营 3) 真趣网络从轻游戏服务平台向内容分发和数据服务平台转变
门店数量	70+	6直营+1982智能终端	12	2501门店+1687机器人店	10+	-
门店面积	梦工厂店500	直营店50-100	150-5500	100-150	-	-
目标客群	Z世代	年轻潮玩消费者	Z世代到成人以及各年龄段的潮玩收集者	年龄介于15至40岁、受过良好文化教育的年轻一代	Z世代	-
SKU	自有品牌SKU160+	1346	5500+(16个品类)	单个机器人店最多60	每年增长1000+	-
开店方式	直营(主)+计划+加盟+合	直营	直营+加盟	自营+合作+经销商	直营+经销	-
开店计划	(2021) 100线下+1000零售机+东南亚	-	-	400(全球, 2022)	100(2022)	-

资料来源: X11 京东旗舰店, 泡泡玛特官网, CCF A 特许加盟展, 中华网等, 天风证券研究所

3.3. 产业链：以 DTC 为营销模式的潮流零售商相对上游供货商具备更高议价

潮流零售市场的价值链主要由三个利益相关方组成，以 DTC 为营销模式的潮流零售商相对上游供货商具备更高议价。中国潮流零售市场的价值链主要由三个利益相关方组成：上游供货商、潮流零售商和客户。集团定位为价值链的中游参与者，主要从事向下游客户提供潮流产品零售服务及向上游供货商采购商品。上游主要由材料供货商、国内外品牌商及制造商，以及 OEM 及 ODM 合同商组成。通过直接合作，进口商及当地代理商和上游参与者向潮流零售商提供材料及产品。通过常规连锁店、加盟连锁店及自主连锁店，客户能够购买多种产品，如彩妆、潮玩及家居品。中游的潮流零售商自上游市场参与者完成采购后，向下游客户提供多种产品，其主要角色为采购、储存、加工、仓储、运输和配送。中游潮流零售商主要经营三类零售连锁店以接触下游客户，包括(i)潮流零售商拥有及管理的常规连锁店；(ii)由加盟商拥有及经营并获准使用潮流零售品牌和销售及营销服务或产品之业务模式的加盟连锁店；及(iii)由独立零售商拥有，并在潮流零售商的指引下运营的自主连锁店。提供给下游客户的产品包括但不限于化妆品、潮玩、文具、零食、饮料和家居品。

图 31：中国潮流零售市场价值链



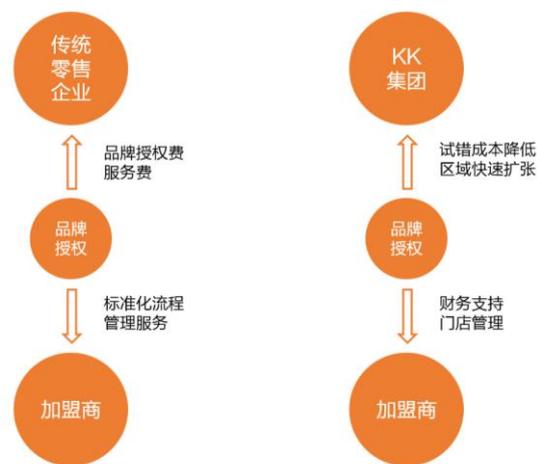
资料来源: 弗若斯特沙利文, 天风证券研究所

4. 核心竞争力：以 KK 集团为例，看潮流零售如何破局线下零售难题

4.1. 独特的加盟商体制解决线下门店试错成本高的问题

独特的加盟商机制解决线下门店试错成本高的问题。传统线下加盟店多为品牌授权，同时在门店管理过程中提供标准化流程及相关管理服务，并收取品牌授权费及服务费。但这种授权模式多适用于整体投入小且标准化程度高的快餐、便利店等领域。而对像 KKV、孩子王这种单店经营面积大、前期投入成本高且后期运营风险大的门店来说，试错成本很高。

图 32：KK 集团加盟商模式和传统线下加盟店模式区别



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

做到开店风险有限，收益上限放开，同时达到了直营模式比较高的管理效率和加盟商模式加盟商资源的利用。KK 集团通过与加盟商签订协议，与加盟商深度绑定，深入开展沟通合作，实现区域快速扩张渗透，降低经营风险。通过与资源强大的加盟商开展业务，专注于客户众多或增长空间大的门店并负责门店运营管理，集团实现了同加盟商的双赢局面。通过参股与加盟商之间绑定关系更强，使得沟通与合作更深入展开，截至 2021 年 6 月 30 日，集团有股权投资安排的加盟店占总加盟店数量的 78.69%；向加盟商提供的财务支持帮助集团培养筛选重要加盟商、快速扩张渗透关键区域，保证加盟商有充足的动力去开店；根据盈亏百分比计提损益，将加盟商业绩影响降至最低；保留转让股权权利，合适时间进行回购。

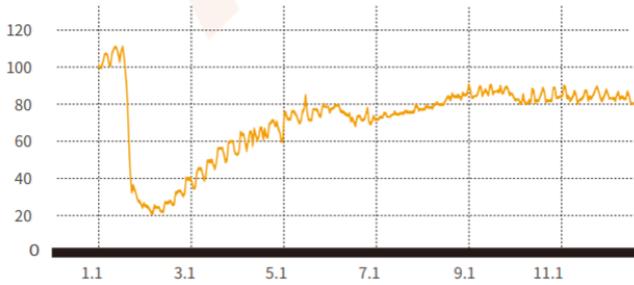
表 3：KK 集团与加盟商签订的合作协议

对加盟店股权投资	与加盟商签订股权投资协议，成立合资企业，根据各方贡献共担盈亏
想加盟店提供财务支持	以贷款和预付账款形式向加盟商提供财务支持，满足门店运营初期资金需求。贷款通常用于支付门店设立装修及运营相关开支，预付账款用于水电、租金。
集团根据盈亏百分比计提损益	集团向加盟商销售商品，当加盟商向终端客户销售产品时确认收入，根据门店产生的 GMV 百分比收取管理费和咨询服务收入，并于年末分享门店盈亏
保留转让加盟店股权权利	集团有权于加盟商未履行相关协议或门店发展需要转让相关加盟商下属门店

资料来源：招股说明书，天风证券研究所

疫情影响线下购百整体承压，零和竞争中逆市展店扩张。根据《汇客云中国实体商业客流桔皮书》2020 年度报告，截止至 2020Q4 全国购物中心客流回暖率在 82.4%，全国客流情况并未完全恢复至疫情前水平，城市内部行政区疫情严重程度不同，其客流受疫情影响程度及恢复时间也有所不同。2020 年社零同比为负，实物商品网上零售同比增 14.8%，线下购百整体承压，疫情催化了线下商业的重新洗牌。KK 集团疫后恢复能力较强，零和竞争中逆市展店扩张，自有门店及加盟店数量由 2019 年的 211 家门店增加至 2020 年末 556 家门店，且 2021 年上半年持续展店增至 640 家。

图 33：2020 年全国购物中心客流回暖率 (%)



资料来源：《中国实体商业客流桔皮书》，天风证券研究所

图 34：社零同比下降，实物商品网上零售同比增 14.8%，线下承压



资料来源：《中国实体商业客流桔皮书》，天风证券研究所

门店经营迅速复制，市占率逐步提升。公司根据对不断变化的消费者偏好的观察投资多项试点计划以探索预期将出现的机遇，利用高度标准化的运营方式，门店经营迅速复制，实现不同区域和城市的快速扩张，并持续优化产生协同效应。运营模式上，自营+加盟同步推进。自营保证运营质量+运营效率，而加盟多以参股形式，实现轻资产迅速扩张，并与加盟商签订协议在合适时机进行收购。公司所在潮流零售行业市场规模较大，且近些年基于新消费下的增速拉升显著，预计未来一段时间有望持续，公司将随着不断展店提升渗透率及市占率，业绩与利润有望同步增长。

4.2. 大店模式卡位线下集合零售空档，高运营效率带动盈利提升

KKV 大店模式卡位线下集合零售空档，聚能线下提高坪效。大店模式往往是沉浸式营销基本盘，既为消费者打造体验式购物场景，同时帮助品牌馆树立终端店面的形象。其成功的本质在于：不同于“搜索”的只有在需要时才会发生的购物行为，“逛”是随时都可以发生的，且选购时消费者的购物心情是截然不同的。在线下零售市场存量博弈的时代，KKV 通过提供体验式的消费场景，以大门店拉长消费者的逗留时间，给商品提供了“被看到”和“被选择”的可能性。

图 35：“逛”拉长消费者逗留时间



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

图 36：KKV 沉浸式购物场景

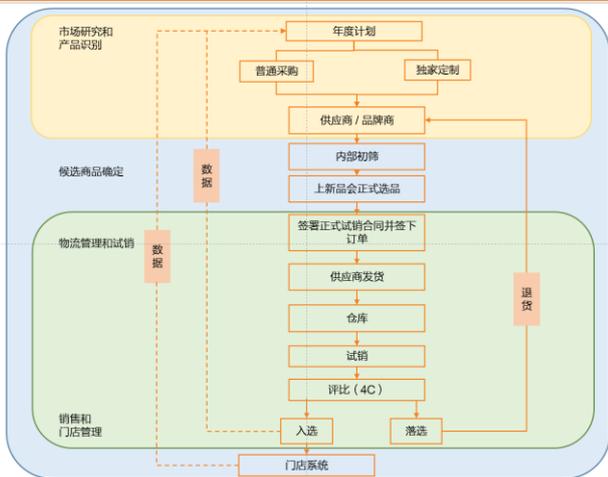


资料来源：KK 集团官网，天风证券研究所

高运营效率具备带动盈利提升。具体体现在：

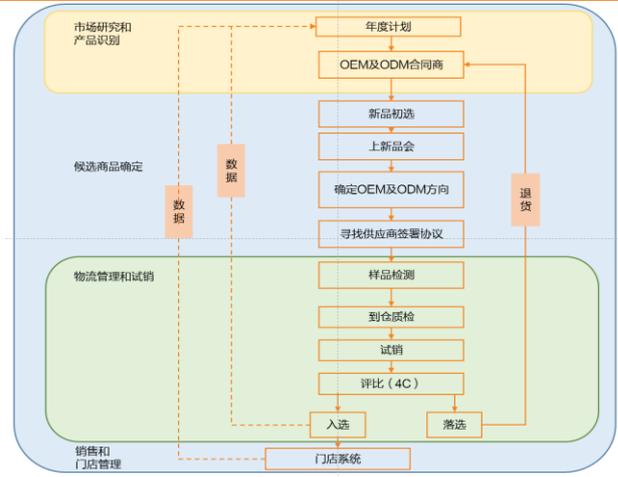
- 结合数字化基础的线下渠道用户运营策略，最大程度降低人为决策因素影响，实现经营决策智能化，注重基于品质和体验所产生的消费者口碑。选品方面，KK 集团通过四层过滤选品，以大数据完成决策。集团定期进行行业研究、参加行业交流会、投资开发专用数据分析软件，从而深入了解消费者行为及市场趋势，发现高潜力商品。集团同时持续投资产品设计研发，并聘请外部设计师设计潮玩产品，并完全由 OEM 及 ODM 合同商生产。商品筛选经过筛选库、商品投票及试销三个阶段，仅 KKV 的商品淘汰率约 30.9%。首先，内部商品买手通过 PSS 系统对市场上投放的大量新产品进行筛选，将合格商品记入筛选库；新品委员会从库中筛选候选商品，与第三方合作伙伴签订试用阶段采购协议或和 ODM 合同商签订试用制造协议。经过约两周的试销后，集团进一步采购或制造通过测试的商品。从效果上来看，以数据为支撑的选品能够快速测试出消费者偏好商品，更容易实现快速周转，甚至易出现“爆款”。通过科技赋能选品减少了因数据精准度差而导致的无法灵活触达到核心用户群体，真实测试消费者偏好。

图 37：向第三方品牌合作伙伴采购商品入选流程



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

图 38：来自 OEM 及 ODM 合同商的自有品牌商品入选流程



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

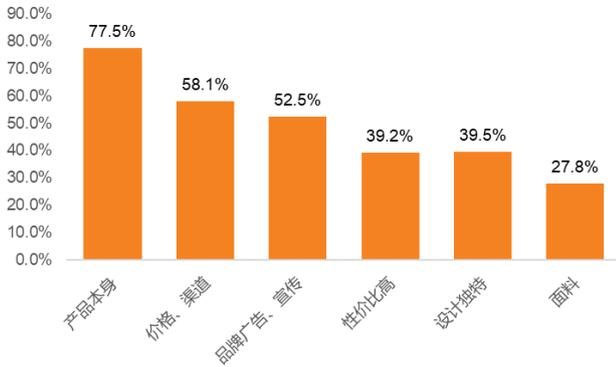
- 一改传统零供模式，推行 0 中台费用，对原有零售商业业态进行重塑。传统零售业经营思路一般以渠道思维为核心，通过获取高差价、赚取更多通道费用为线下实体零售商的主要经营诉求，极易忽略用户消费体验、售后，且较难与供应商绑定进行深度合作。回头来看，零售商的“通道费”部分压缩了自身的利润空间，且渠道费间接导致低动销产品无法轻易下架，而消费者也成为了零售商和品牌商博弈的买单者。KK 集团旗下品牌自创立以来始终推行 0 中台费用及买断制运营方式，既缩短了品牌方的入账周期、减少采购过程中可能出现的腐败行为，同时线下渠道不再只作为品牌商的流量通道，更易形成良好深层的合作。

4.3. 从渠道思维转向为用户思维，锁定核心客群+新媒体营销完成销售闭环

创始团队深刻理解新人群 Z 世代，锁定客群细分需求孵化对应品牌矩阵，以快速的市场反应和拥抱变化构建核心竞争优势，夯实潮流零售领军者地位。公司以 Z 世代为核心目标人群，具备年轻化的视角与市场洞察，通过媒体营销，结合线下独特的店面形态、产品样式与服务模式完成转化。成长中的 Z 世代逐渐成为零售行业销售增量主力客群，《2020 Z 世代消费态度洞察报告》显示，中国 Z 世代人群约 2.6 亿人，其中 00 后约 1.49 亿人，撑起了 4 万亿的消费市场，开销占全国家庭总开支的 13%。根据库润数据发布的《Z 世代消费观》报告，Z 世代人群在购物时主要考虑的因素包括产品外观、朋友推荐/种草、品牌、时尚潮流/流行趋势、心情、性价比等，其中前三项决策因素占比均超过

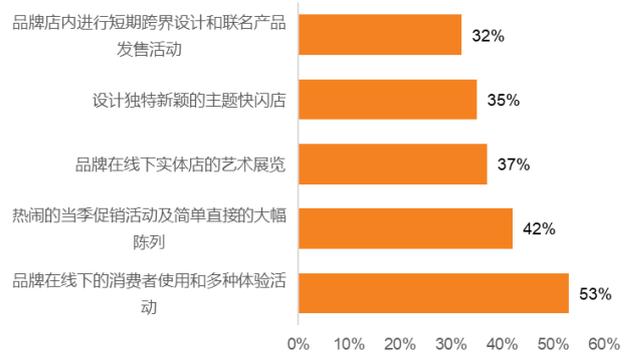
60%。我们能够看到“消费能力强劲”、“追求时尚个性化”、“追求精致生活方式”是 Z 世代消费群体的标签，可见此类目标人群在精神层面的需求和商品效用相对物质层面更富有弹性。这或意味着品牌及渠道零售商需要具备相对过去更加年轻化的视角和市场洞察，也将拥有更多的机遇通过快速匹配用户需求抢占市场。

图 39：Z 世代选购商品影响决策的因素



资料来源：CBNData，天风证券研究所

图 40：喜欢的品牌线下展示形式



资料来源：CBNData，天风证券研究所

红人营销+新媒体营销，打造线上种草线下拔草新消费闭环。承载短视频、图文的如抖音、小红书等内容平台带火了新式营销方法，核心优势类目着重 KOL/KOC 投放，通过线上分享消费体验，引发社区互动，并推动其他用户线下消费买单。线上种草营销释放了“在线新经济”的消费潜力，高势能流量向线下转化效率虽低于线上，但具备更高的连带购买。

图 41：小红书图文+短视频种草

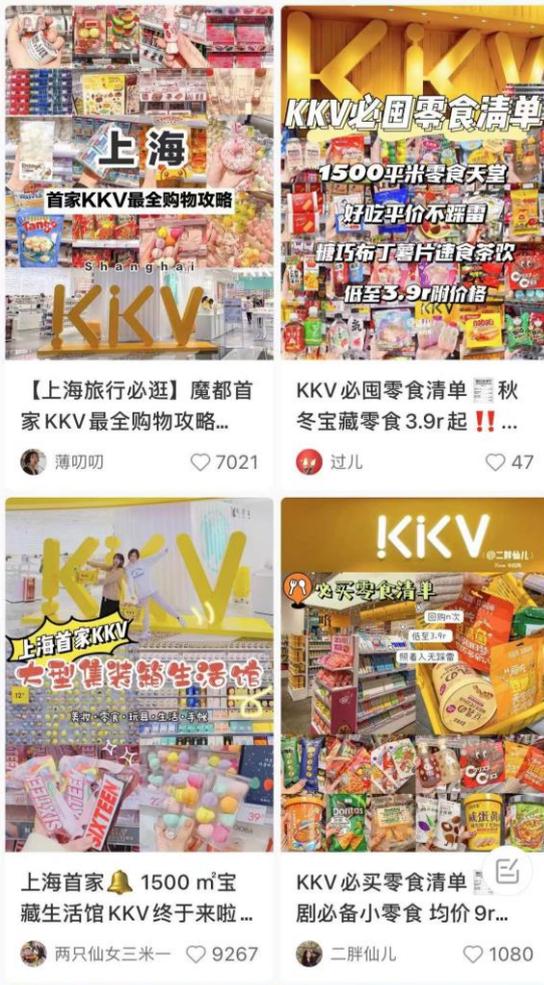


图 42：抖音短视频种草



资料来源：小红书 APP，天风证券研究所

资料来源：抖音 APP，天风证券研究所

4.4. 多元互补的品类品牌组合+顺应国内可选消费潮流趋势的选品策略

不断扩展新品牌馆破圈新领域，抵消单一品牌馆震荡带来的业绩承压。公司自 15 年创立以来持续推出新品牌，渗透新细分领域持续破圈，形成较为完整的且多元互补的品类品牌组合，包括精品集合零售 KKV、KK 馆，美妆集合零售 THE COLORIST、潮玩 X11，定位明确，有利于抵消单一品牌馆业绩震荡带来的业绩压力，抗压能力增强。

图 43：KK 集团品牌矩阵



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

实现品牌与渠道之间的双向赋能，避免对立损耗，帮助消费者不断尝试更多产品。某种程度上传统模式下的品牌与渠道之间是对立的，品牌为了使企业生命周期更长会持续开发新产品，而渠道为了保证效率和效益，通常只采购“大爆款”而拒绝尚未被广泛验证的新品，KK 通过全部买断制直采、价格让利实现品牌、渠道、消费者三方携手互惠。KK 集团的线下渠道逐渐成为承接新锐品牌的首选渠道，而 0 通道费、买断制、高流量、广渠道、采购数据反向赋能品牌。场景化、多元主题体验、强吸睛能力不断捕捉年轻人心智，并满足多样化个性化消费诉求，帮助消费者不断尝试更多产品，为公司持续贡献业绩。

5. 投资建议

作为潮流零售行业的头部公司，KK 集团在精品集合零售、美妆集合零售与潮玩等细分赛道上持续发力，依托独特的加盟商机制、迅速复制的门店运营模式、新营销模式下的用户思维与多元互补的品牌矩阵不断提升经营效率与抗压能力。在新商业生态成型、细分赛道行业增速均持平或高于市场整体增速的背景下，公司有望在未来继续升级产品与用户策略，积极应对市场变化、快速响应 Z 世代用户需求，持续构筑自身核心竞争力，从而拉动盈利，实现可观的业绩增长。

6. 风险提示

公司产品无法满足消费者偏好的风险：消费者偏好在社交媒体、经济环境与人口年龄特征等因素影响下不断变化，公司产品生命周期缩短；如果公司未准确预期行业趋势或消费者偏好并采取相应行动，则可能无法把握新兴增长机会、开发人气产品，将对品牌形象、客户忠诚度与经营业绩产生不利影响。

公司经营持续亏损的风险：公司自 2018 年至 2021H1 均处于亏损状态。若日后门店扩张、竞争格局、客户偏好、宏观经济与监管环境等发展不符合公司预期，公司收益增长或将

受到影响并持续产生亏损。

公司无法保持行业内竞争地位的风险：公司下设品牌所属精品集合、美妆集合零售与潮玩行业集中度均较低，各细分赛道市场新入公司较多，竞争均较为激烈。未来若竞争对手在财务和人力资源、门店位置、定价策略与品牌关系等方面拥有更大优势，则将对公司经营业绩与财务状况造成不利影响。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 邮编：200086 电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com