



德邦证券
Topsperity Securities

证券研究报告 | 行业专题
商业贸易
2023年12月2日

奢侈品行业： 穿越周期，稀缺性管理打造品牌资产

——商社组奢侈品专题研究

证券分析师

姓名：赵雅楠

资格编号：S0120523070002

邮箱：zhaoyan@tebon.com.cn

研究助理

姓名：张望

资格编号：S0120123070046

邮箱：zhangwang@tebon.com.cn



核心观点

奢侈品发展=经济化+工业化+全球化。奢侈品为可满足社交需求与悦己需求的高价非必需品，由品牌力与稀缺性支撑高加价倍数，复盘百年以来奢侈品成长史，其背后是工业化、经济化、与全球化的缩影。行业成长的物质基础是经济增长带来的消费需求分化，工业化进程使奢侈品牌开拓多品类产线并提升制造效率，由家族工坊转向现代化生产企业，收并购下的集团式发展开启全球化扩张。

消费属性：穿越周期，顶奢具备风险抵御能力。奢侈品行业成长与经济周期正向高度关联，对于经济变化具备较高敏锐度以及波动趋势放大的弹性，而在下行周期中顶奢品牌由于灵活定价权、全球化布局、多品牌布局平滑经济扰动，强溢价支撑下具备抗风险性与防御性。至2022年全球奢侈品市场规模达1.38万亿欧元，其中个人奢侈品市场规模达3530亿欧元。1) 分区域看，北美以1129亿欧元位居第一大市场，亚太市场整体消费潜力可观；2) 分渠道看：分销渠道管控加强，行业直营渠道占比提升至2022年的50%；3) 分品类看：提价支撑皮具品类高增，硬奢类消费韧性凸显。

竞争要素：稀缺性管理与品牌资产运营。品牌营运与稀缺性管理是奢侈品竞争的核心壁垒，价值沉淀与定位塑造决定品牌的价值高度，卓越的产品品质是奢侈品的展现载体，核心竞争在于以严格的定价体系、渠道管理、与营销运营持续维护其稀缺的品牌特征，传递象征价值，至2022年奢侈品集团CR5达40.2%，其中LVMH/Kering/Richemont市占率分别达16.8%/7.4%/7.0%。

他山之石，奢侈品龙头对比。品牌为上，奢侈品集团具备高毛利与高费用投放模式，整体毛利率达60%以上，其中Prada集团2022年毛利率达79%，品牌塑造须高昂费用投放，销售费用率约35%-40%左右，净利率处于10%-20%区间，整体盈利模式以高杠杆、低周转打造强ROE盈利能力。从估值水平来看，品牌资产与稳健复利是奢侈品的投资溢价，PE估值水平领先大众消费品。

风险提示：宏观经济波动风险，集团收并购管理风险，全球化经营与政策风险，品牌形象风险

目录 CONTENTS



1.奢侈品成长史=经济化+工业化+全球化

2.消费属性：穿越周期，顶奢品牌抵御风险

3. 竞争要素：稀缺性管理与品牌资产运营

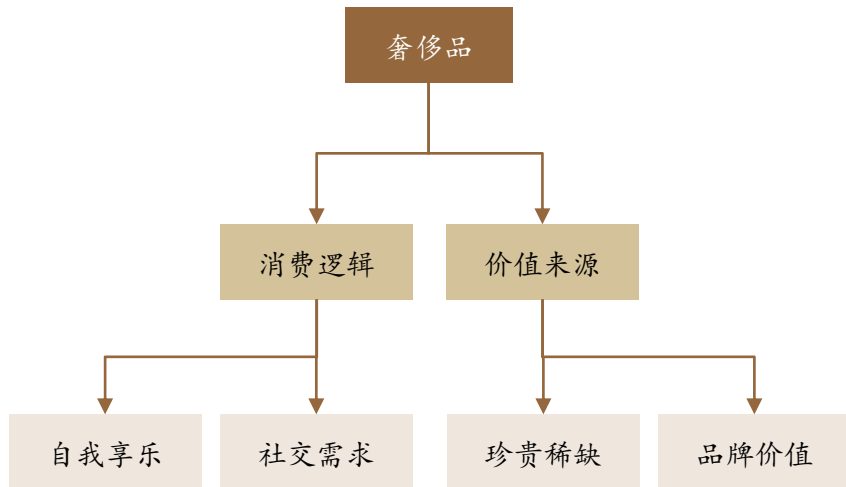
4. 他山之石，四大顶奢巨头复盘

1.奢侈品成长史=经济化+工业化+全球化

1.1 奢侈品的诞生：稀缺性，社会地位与自我实现

- **奢侈品核心消费逻辑：社交与自悦享乐需求。**其社交需求主要源于社会地位及财富象征效用，自悦需求则源于珍稀度和设计美学价值。奢侈品需求直接与产品品牌力和稀缺性挂钩，参考学者 Dubois Paternault 的文献《Understanding the world of international luxury brands: The “dream formula” 》，奢侈品梦想公式=0.58*品牌知名度-0.59*消费者购买-8.6。奢侈品收入弹性 > 1，消费者对奢侈品的需求增速大于收入增速。
- **高加价倍数：品牌力与稀缺性引导驱动。**奢侈品较高的效价涵盖了美学诱惑力和社交形象等附加价值：据Vogue统计，奢侈服饰出厂后的利润率的行业标准是2.2-2.5x，经由零售商销售后则终端消费者价格为出厂价的4.84-5.5x。据纽约时报统计，大多数劳力士零售商在销售劳力士手表时的利润率为 40%。

图：奢侈品消费逻辑及价值来源



1.2 复盘成长史：起源于19世纪，二战后走向繁荣

- **奢侈品行业增长的驱动因素是经济增长与生产制造效率的提升。**经济增长是奢侈品行业的物质基础，如二战后的欧美、上世纪80年代的日本、与近年中国、东南亚及印度等新兴市场均能印证经济基础之上，稀缺性消费追求与凡勃伦效应逐步显现；工业化程度的提升将大部分奢侈品品牌由家族工坊的形式转化为现代化的集团，生产效率的提升使得奢侈品品牌可以拓展更多的产品线，从高级定制到成衣、配饰、化妆品，多产线结合带来供给的增加，推动奢侈品品牌走向全球市场。
- **19世纪-20世纪初：奢侈品牌的集体降临。**19世纪以来，德尔沃、爱马仕、百达翡丽、浪琴等大量奢侈品品牌相继诞生于欧洲。初期奢侈品牌主要以家庭工坊及手工匠人等经营形式服务于权贵阶层，于19世纪后期工业革命提升生产效率，奢侈品受众逐步扩大至企业家、银行家等新富人阶层，推动已有奢侈品牌进一步成长与新品牌诞生。
- **二战后-70年代：工业化与经济性驱动的繁荣。**受益于世界经济战后高速增长与居民收入提升，奢侈品行业迅速发展逐步进入半工业/半手工时代，各品牌开始扩大产品条线和生产规模，例如由手工制作的高级定制服装拓展到批量生产大众化的成衣系列。

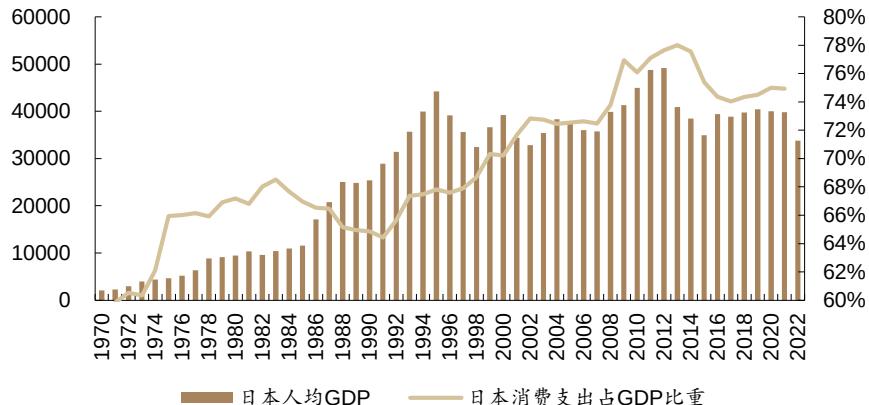
图：诞生于19世纪的奢侈品品牌



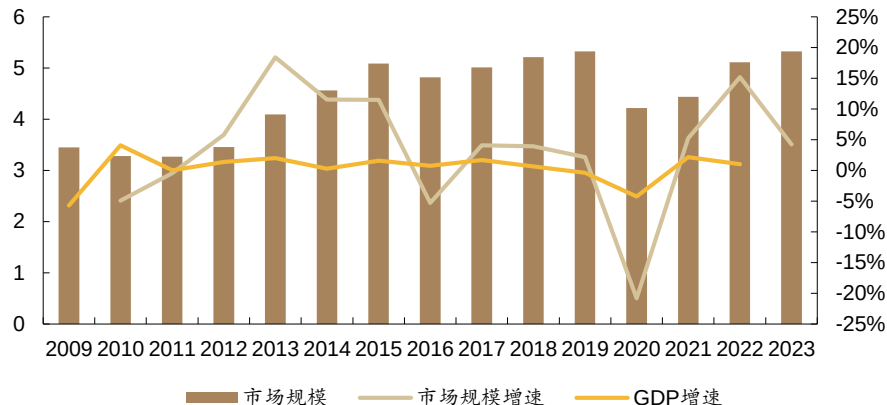
1.2 复盘成长史：20世纪80年代进入集团化发展与全球化扩张

- **20世纪80年代开启集团化发展**：多个奢侈品牌进行资源整合与吞并，进入集团化模式开启全球扩张，于上世纪八十年代相继诞生3大奢侈品集团Swatch（1983）、LVMH（1987）、Richemont（1988）。主流奢侈品牌已经初具规模并进行品牌延伸和业务扩展，例如爱马仕在此时已经从经营马具拓展到皮包、行李袋、丝巾、手套、珠宝首饰、香水等，其中最为知名的铂金包诞生于1984年。
- **人均GDP突破1万美元，奢侈品迈入消费渠道发展阶段**。世界经济复苏提供奢侈品全球化土壤，以日本为例，人均GDP于1981年突破1万美元，消费占GDP比重增加提供坚固经济基础，日本奢侈品市场规模由1985年的4463亿日元提升至1990年的1.65万亿日元，期间年复合增速接近30%，远超同时期人均GDP复合增速的17%。

图：1970-2022年日本人均GDP（美元）及消费支出占比



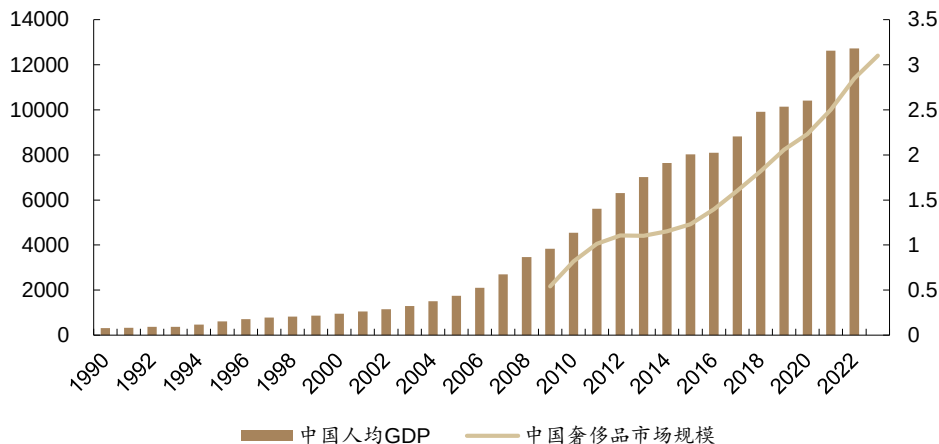
图：日本奢侈品市场规模与GDP增速对比（万亿日元）



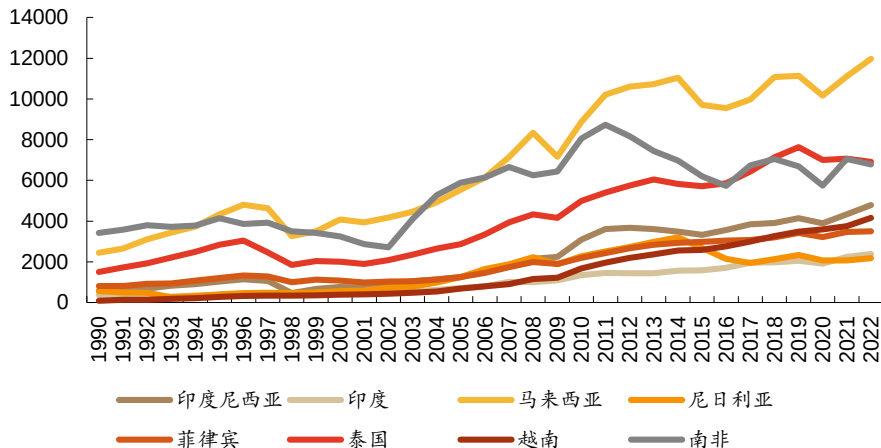
1.2 复盘成长史：21世纪至今，中印等新兴市场接力增长

- **21世纪奢侈品打开中国市场新起点**：以LVHM为首的奢侈品集团于全球范围内不断并购拓展商业版图，旗下品牌LV于1992年在北京开设中国首家门店，高速成长的中国市场逐步获奢侈品集团青睐与重视，至2022年我国人均GDP1.27万美元，奢侈品行业规模已达2.84万亿元（2018-2022年CAGR近11.8%）。
- **印度、东南亚等新兴市场有望接力新增长**。近年以来印度、东南亚及部分非洲国家等新兴市场经济增速显著，其中马来西亚人均GDP已近1.2万美元，经济体量的持续扩容与发展质量的提升孕育丰厚的消费升级潜力，有望开启奢侈品行业的新增长点。

图：中国人均GDP(左轴：美元)及奢侈品市场规模(右轴：万亿元)



图：1990-2022新兴国家人均GDP (美元)

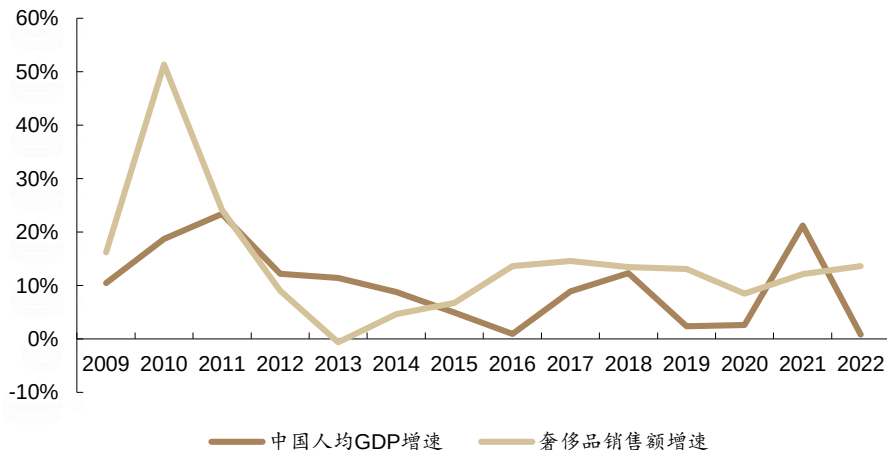


2.消费属性：穿越周期，顶奢品牌抵御风险

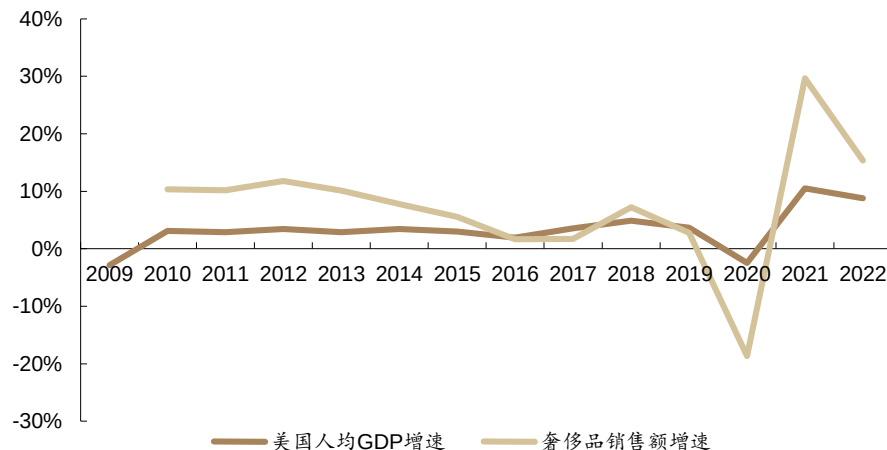
2.1 顺周期性：与GDP增速强相关，人均突破1万美元后快速增长

- **奢侈品市场规模与GDP增速正向关联且具备高敏感度。**奢侈品市场发展与经济周期紧密关联，对于经济变化具备较高敏锐度以及波动趋势放大的弹性，以主要消费市场日本、美国和中国为例：1）日本：80年代的经济上行周期中，人均GDP于1981年突破1万美元，奢侈品市场随之迅速增长，由1985年的4500亿日元增长至1990年的1.65万亿日元，期间CAGR近30%，远超同时期人均GDP增速（CAGR~17%）；2）美国：2020年全球疫情，美国经济表现疲软，2020年人均GDP增速负增2.44%，同期奢侈品市场规模增速为-18.7%；3）中国：政策红利支撑经济增速，同期中国因刺激内需政策催化，GDP增速仍维持高位，2009年中国奢侈品市场增速为16.2%。

图：2009-2022年中国人均GDP增速和奢侈品销售额增速对比



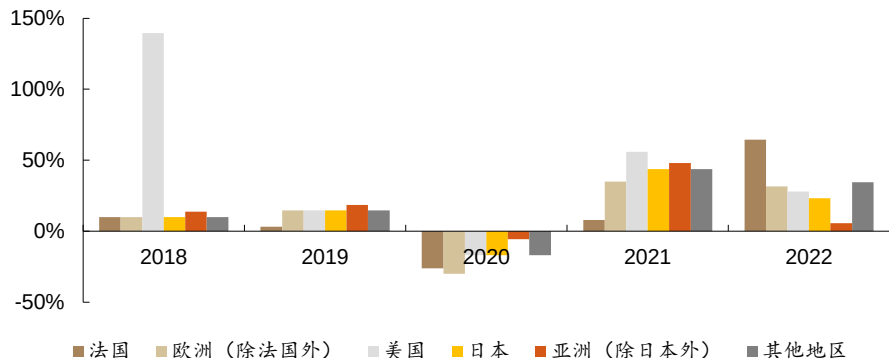
图：2009-2022年美国人均GDP增速和奢侈品销售额增速对比



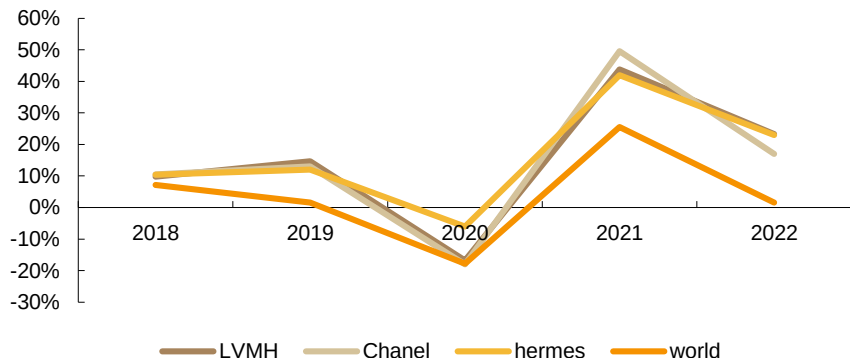
2.1 抗周期性：品牌溢价支撑抗风险与防御性

- **下行周期顶修品牌业绩体现抗风险能力。**顶奢品牌受周期扰动较小，具备更强的溢价能力与防御性，2022年主要奢侈品集团业绩均超预期增长，如LVMH2022年营收达792亿欧元/+23%，香奈儿2022年营收172亿美元/+17%，均创下历史新高，主要原因：
 - **1) 品牌力赋能灵活定价。**顶奢品牌具备极高溢价权，可灵活提价强化商品稀缺性与独特性，维护富裕阶层客群消费利益。（香奈儿表示2022年收入增长的一半原因来自于商品价格的提升）。
 - **2) 全球化渠道布局。**各国经济周期具有不一致性，奢侈品集团全球化布局可保障业绩韧性。（以LVMH为例，2022年亚洲市场增速较弱，但法国市场增长强劲弥补了中国市场的缺失）。
 - **3) 品牌矩阵多元化。**奢侈品通过价格划分为入门级、顶奢级品牌，可在不同经济周期侧重不同客群，以保障整体业绩增速。

图：2018-2022LVMH各地区营收增速



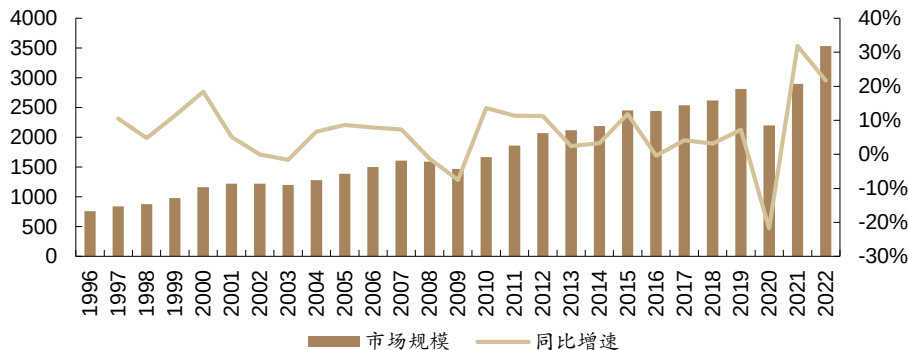
图：2018-2022年全球奢侈品市场规模/三大集团营收增速



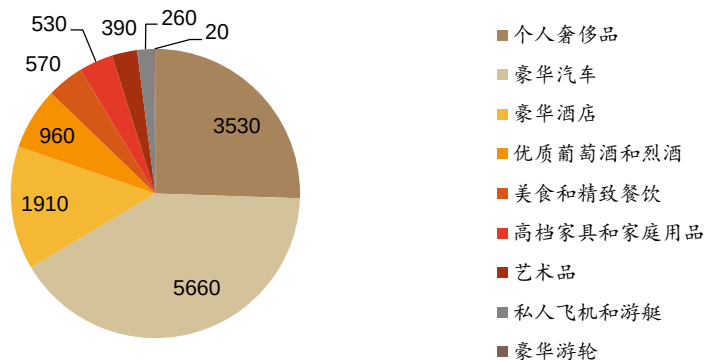
2.2 市场规模：个人奢侈品规模超3500亿欧元，占行业比超25%+

- **2022年全球个人奢侈品市场规模3530亿欧元，较疫情前增长25.6%。**奢侈品可细分为豪华汽车、个人奢侈品、豪华酒店、美酒和烈酒、美食和高档餐饮、高档家具和家庭用品、艺术品、私人飞机和游艇以及豪华游轮等九大市场，其中个人奢侈品占整个市场的25%以上，当前规模已达3530亿欧元，并可划分为软奢（服装、箱包配饰、化妆品等）和硬奢（腕表和珠宝）。
- 1996年-2000年：CAGR ~ 11.2%，奢侈品品牌开启全球化时代
- 2000年-2009年：CAGR ~ 2.7%，行业增速因经济周期影响放缓（互联网危机、次贷危机）
- 2010年-2019年：CAGR ~ 6%，2010年后中国市场开始加速增长
- 2020年-2022年：CAGR ~ 26.7%，2021年后奢侈品市场开始V型反弹

图：全球个人奢侈品市场规模（单位：亿欧元）



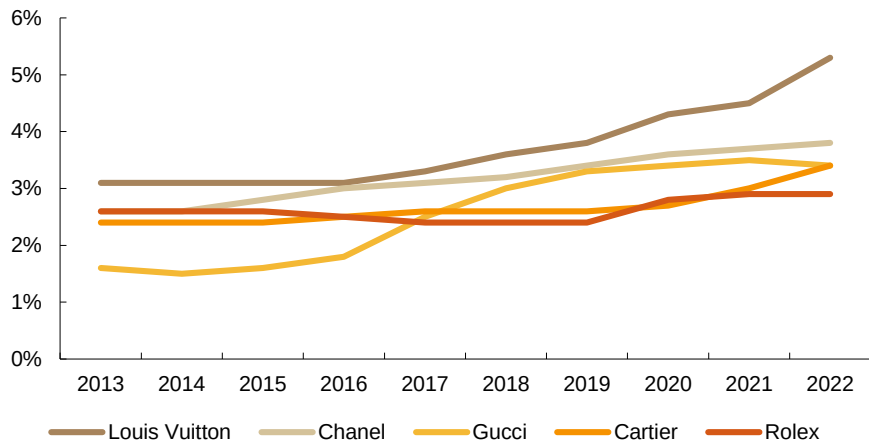
图：2022年全球奢侈品细分市场（亿欧元）



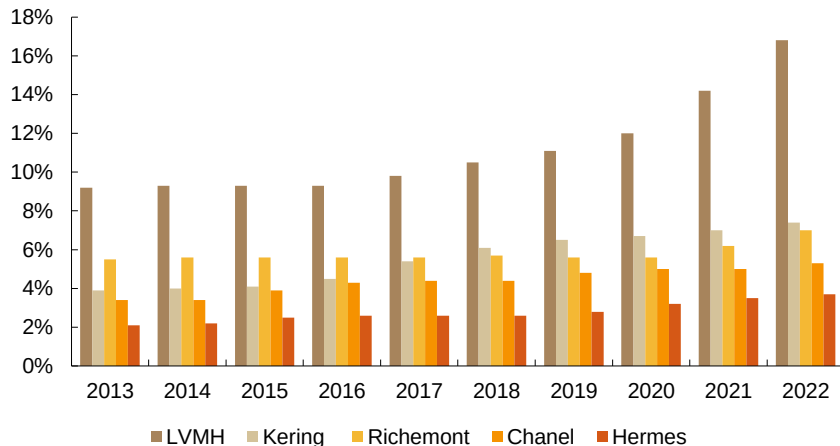
2.2 竞争格局：龙头集中度持续提升，品牌吸引与营运构筑核心壁垒

- **品牌&营运稀缺性壁垒构筑竞争护城河。**奢侈品的核心壁垒在于稀缺性的塑造，品牌资产是奢侈品的基因，其价值沉淀与定位塑造的象征意义决定品牌的高度，卓越的产品品质与设计是奢侈品的基本展现形式，竞争核心模式在于通过严格的定价体系、渠道管理以及进阶营销等营运模式建造并持续维护其稀缺性，传递象征意义与价值。
- **行业兼并浪潮不止，奢品龙头集中度持续提升。**大型奢侈品集团在渠道建设、市场营销、成本控制方面已积累可复用的管理经验与规模化优势，逐步掀起行业内收并购的浪潮。参考欧睿数据测算，至2022年全球奢侈品品牌CR5已达18.8%，其中LV、Chanel、Gucci市占率分别达5.3%/3.8%/3.4%，奢侈品集团CR5达40.2%，其中LVMH、Kering、Richemont市占率分别达16.8%/7.4%/7.0%。

图：全球奢侈品品牌格局与市占率（%）



图：全球奢侈品集团格局与市占率（%）

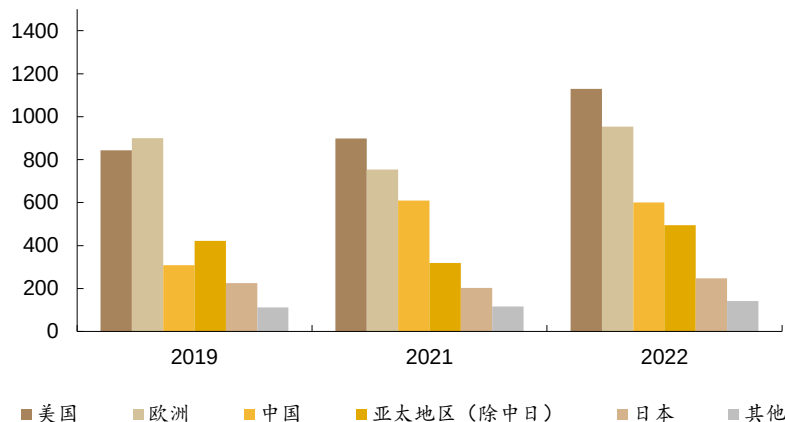


2.3 分区域：美国地区销售份额重回全球第一，亚太市场消费潜力可观

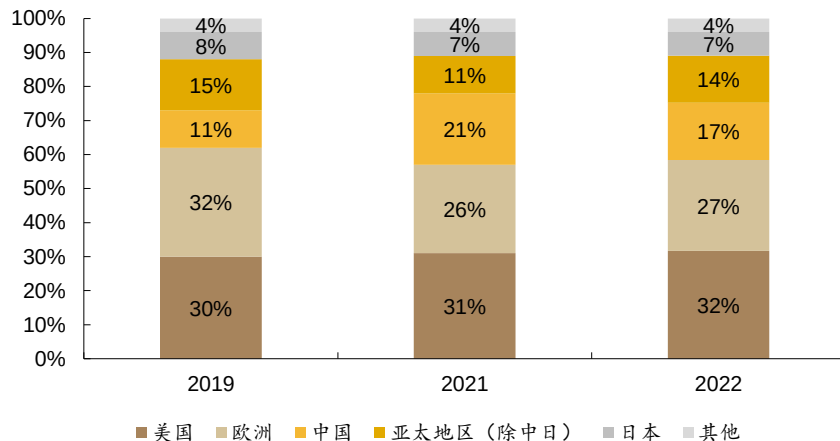
■ 2022年除中国受消费环境疲软等原因小幅下降外，其他地区均保持双位数增长，其中亚太增速+51%。

- 美国市场受益于经济强势复苏表现最为强劲，本土奢侈品市场规模约为1129亿欧元，同比+26%，占全球比重达32%。
- 中国市场规模约600亿欧元，同比-1%，因消费环境影响与经济增速放缓等原因小幅下降。
- 欧洲市场规模约为953亿欧元，同比+26%，受益于疫情解除后，中东和美国游客增加带动消费增加。
- 日本市场规模约为247亿欧元，同比+22%，受益于本土经济复苏及消费强劲，旅游业放开后的游客消费增加。
- 亚太地区市场规模约为494亿欧元，同比+55%，受益于东南亚经济增速较快，具备强大消费升级潜力。

图：个人奢侈品分地区销售金额（亿欧元）



图：个人奢侈品分地区销售金额占比



2.4 分渠道：全渠道直营占比提升，二手交易市场表现活跃

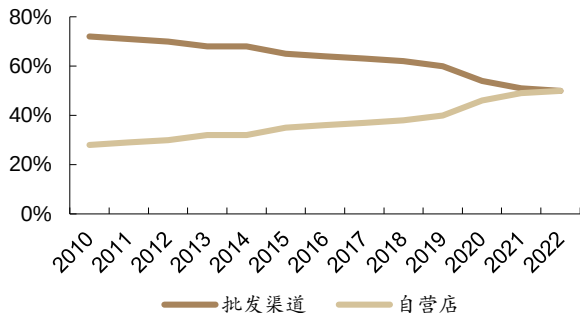
■ **强化分销渠道管控，转向直营体系建设。**直营渠道相较于批发渠道有更高的利润率，并利于维护品牌形象和吸引力，当前奢侈品自营渠道占比已提升至2022年的50%。

■ **线上渠道优化，官网销售占比提升。**2022年行业线上销售额约750亿欧元，同比+19%，其中品牌官网/其他平台销售额为337/413亿欧元，同增25%/15%，品牌官网销售金额占比较2019年增10pcts达45%。

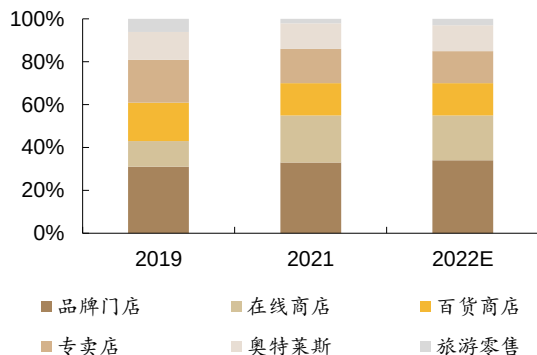
■ **品牌门店占比提升，旅游零售仍有承压。**2022年品牌门店销售占比提升至34%，旅游零售渠道受全球出行影响受限，占比仅为3%，尚未恢复至疫情前6%的水平。

■ **二手奢侈品市场增速快于新货市场。**以2017年为基数，2022年二手奢侈品市场指数达212，二手手表需求驱动下已实现翻倍增长，高于新货市场指数的139。

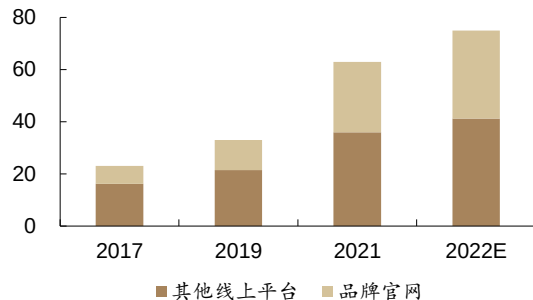
图：个人奢侈品市场分渠道销售额占比



图：个人奢侈品市场全渠道销售额占比



图：线上渠道分平台销售金额（十亿欧元）



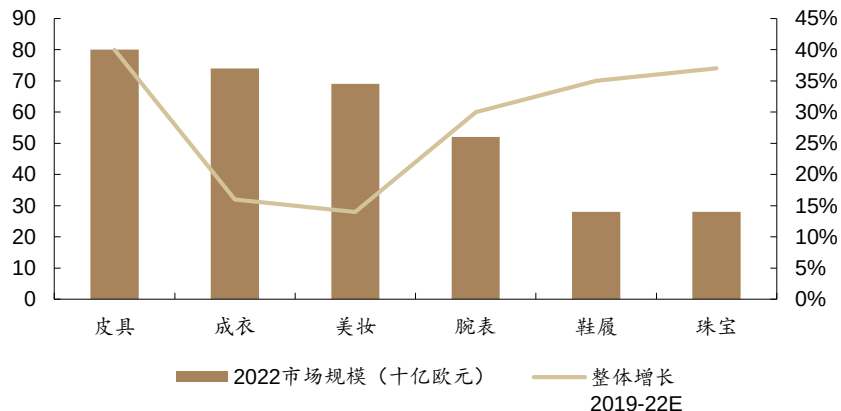
图：二手奢侈品市场指数提升



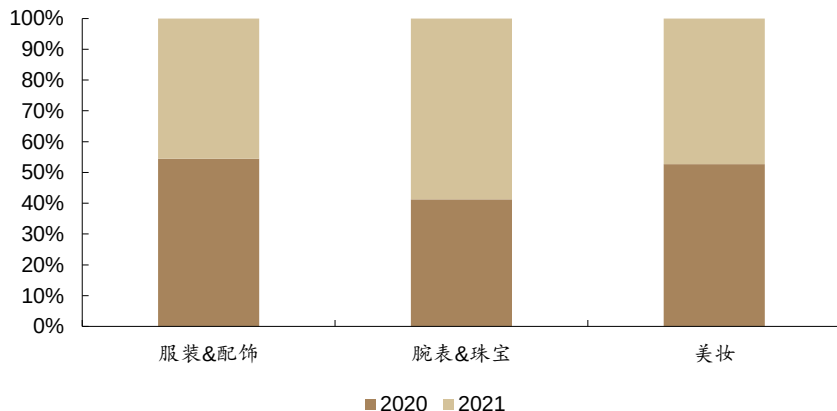
2.5 分品类：提价支撑皮具增速领跑，硬奢类消费韧性凸显

- **皮具：提价硬逻辑支撑，品类增速领跑全品类。**2020年起各大奢侈品品牌接连开启多轮提价，其中皮包类产品涨价幅度和频次较高，例如中国官网上，LV的Speedy 30自2019年的7800元涨到2023年的12100元，涨幅超过55%，香奈儿中国官网上的经典CF手袋自2019年的3.81万元涨到2023年的8.05万元，涨幅超过110%。皮具类销售额因此享受较高增速，2019-2022年整体增长达40%左右。
- **硬奢类珠宝与腕表增速亮眼，二手奢侈品交易或为新增长点。**2019-2022年珠宝和腕表的总销售额CAGR为10%，高级珠宝和顶级款式手表的平均单价高于鞋履、美妆、服装等品类，对于高净值消费者而言更具备稀缺度、社会属性及投资保值价值。其中，二手手表或成为奢侈手表的新增长点，预计2022年二手手表市场达到250-300亿欧元，最高有望占奢侈手表市场销售额约为39%，较2019年提升9.3pcts。

图：2019-2022年各品类销售额增速



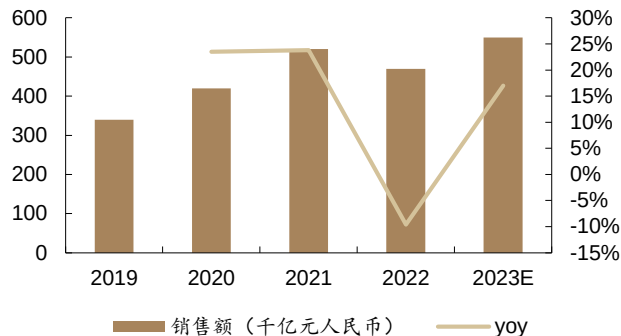
图：2021-2022年个人奢侈品品类EBITDA占比



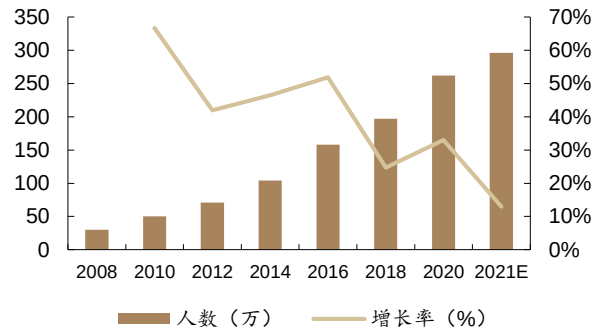
2.6 中国市场：贝恩预计至2030年成为全球最大的奢侈品市场

- **经济基础：中高收入人群基础扩张。**至2021年我国拥有个人可投资资产超千万元的人数近300万人，同比增长13%，2021年高净值人群价格指数为4.4，远高于整体居民消费指数0.9。
- **代际趋势：奢侈品消费低龄化。**参考腾讯营销洞察《中国奢侈品市场数字化趋势洞察报告》，90%的中国消费者首次购买奢侈品年龄不足30岁，预计在2023年，新购买奢侈品的客户数量将占总购买人数的13%，其中平均年龄仅27.6岁，年轻化消费趋势有助于拉长品牌生命周期。
- **国际消费回流，奢侈品市场延续高增。**至2022年我国奢侈品市场达4724亿元，贝恩预计至2030年中国消费者将成奢侈品主力消费群体（约占39%），中国将成为全球最大奢侈品市场（约占26%）。

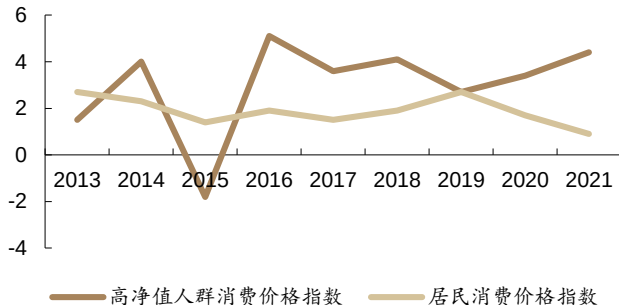
图：中国境内个人奢侈品市场销售额（亿元）



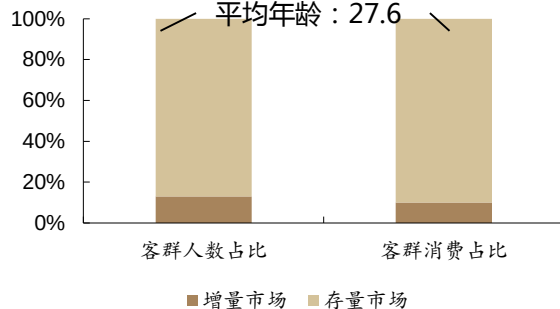
图：中国个人可投资资产超过1000万的人数



图：中国高净值人群消费价格指数变化



图：存量/增量市场客群结构/贡献2023E



2.6 中国市场：产品优化与价差缩窄，本土消费竞争力持续凸显

■ 逐步缩窄的价差、货品供应优化、以及优质线下服务是中国奢侈品消费者选择在本土消费的主要原因：

- 价差缩窄：奢侈品牌定价策略动态优化、进口关税降低以及汇率浮动致国内外奢侈品差价进一步缩窄，其中部分美妆品牌价格已低于海外价格，以皮具为例，按人民币汇率计算2023年LV经典款Nerverfull中号手袋于中国大陆、中国香港及美国零售价差已基本消除。
- 货品优化：奢侈品牌持续加大中国市场在产品端与渠道端的投入，渠道方面2021年55%的新开门店均位于中国，从产品来看，品牌逐步优化国内供货结构与SKU，并在新年、七夕等节日推出中国限定款式，当前国内奢侈品市场的货品供应较为齐全。
- 服务为重：奢侈品消费的另一大核心在于，它提供了基于稀缺性和非必需性消费背后的独特服务体验，并且满足了个人寻求愉悦的需求，本土消费可享受品牌的营销活动和优质服务，如门店附带的下午茶等餐饮，品牌门店定期为重要顾客举办的订货会、宴会等活动。

图：2021年各地区奢侈品新开门店数量份额



图：2023年11月各品牌经典款式价格对比（元）

品牌	产品	中国香港	中国大陆	澳大利亚	美国
LV	 NEVERFULL 中号手袋	15222	14800	14165	14801
GUCCI	 MARMONT 小号肩背包	18863	19500	17119	18593
DIOR	 Lady Dior My ABC Dior 小号手袋	46691	47000	43221	43747



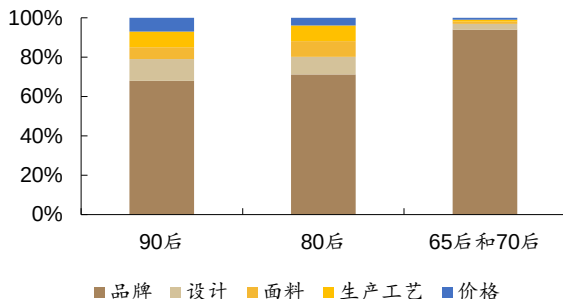
3. 竞争要素：稀缺性管理与品牌资产营运

3.1 品牌价值：时间沉淀与精神内涵决定品牌价值

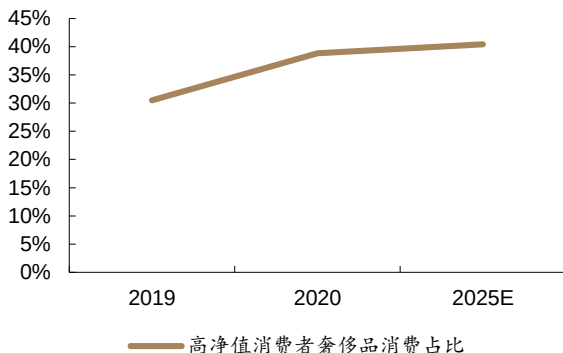
- **品牌基因与价值沉淀必备要素：1) 品牌历史与LOGO设计**：传递品牌价值，链接消费者认同；**2) 品牌延伸和正统性**。奢侈品牌通常由单品类逐步延展至多品类产品，并保持产品定位的一致性；**3) 卓越品质与美学价值**：成功的奢侈品品牌可打造出经久不衰的经典款式，设计尤为重要；**4) 精神内涵的丰富**：契合潮流和时代精神迎合消费喜好，如Gucci添加年轻化、色彩丰富的定位。

- **精准定位高净值人群为核心用户**。2022年全球前1%人口的财富份额已上升至46%，据贝恩数据2%的VIC客户贡献全球奢侈品市场销售额的40%，锚定优质消费群体，以风格、品类、设计为切入是成功奢侈品的必经之路。在2021interbrand全球百大品牌价值排行榜中，全球前十名奢侈品公司的销售额/总利润占前100名的56.2%/84.7%，贡献了百强企业销售额同比增长的81.4%。

图：各年龄段奢侈品消费者购买影响因素



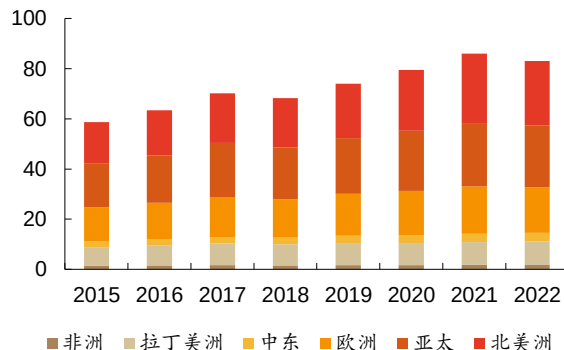
图：高净值消费者奢侈品消费占比



图：Interbrand奢侈品品牌价值

14 Louis Vuitton +21% 44,508 \$m	22 Chanel +32% 29,259 \$m	23 Hermès +27% 27,398 \$m	30 Gucci +23% 20,417 \$m	74 Cartier +17% 9,521 \$m
LOUIS VUITTON	CHANEL	HERMÈS PARIS	GUCCI	Cartier
77 Dior +27% 8,919 \$m	88 Tiffany & Co. +19% 6,552 \$m	89 Prada +21% 6,548 \$m	96 Burberry +14% 5,917 \$m	
DIOR	TIFFANY & CO.	PRADA	BURBERRY LONDON ENGLAND	

图：全球分地区高净值人群数量（百万人）



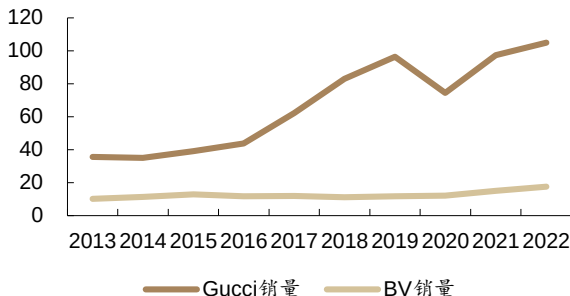
3.2 产品稀缺性——大师工艺与价格纪律

设计的稀缺：殿堂级大师手笔引领潮流。奢侈品的直接表现载体是其具备个性化、阶级意识、艺术性的设计产品，由顶尖大师匠艺打造，是奢侈品牌短期的业绩驱动，如Gucci/BV于2015年/2018年更换创意总监后均开启现象级增长。

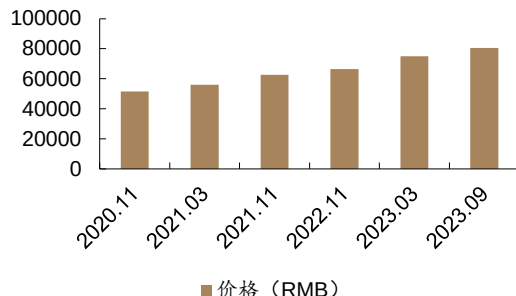
品质的稀缺：供应链能力与尖端原料选材。奢侈品往往由高级珠宝、稀缺皮具制造而成，需掌控供应链环节的关键资料。如LV“深时之旅”高级珠宝系列展超过95余件匠心臻品，精选稀有20.93克拉帕拉依巴碧玺、168克拉的芬达石、12克拉的海蓝宝石等珍稀宝石。

定价的纪律：不打折、定期提价维护品牌调性。奢侈品定价需符合品牌形象和所代表的阶层，以LV、Chanel等为代表的品牌坚持不打折不促销的定价模式，并以逐年提价战略凸显产品投资属性与稀缺性，维护高端客户群体的消费心智与品牌形象。

图：Gucci和BV品牌销售额（亿欧元）



图：香奈儿CF中号手袋中国大陆价格（元）



图：以爱马仕为例，奢侈品设计选取珍稀与尖端原料

鳄鱼皮：

爱马仕最常用的三种鳄鱼皮为 Porosus 尼罗鳄鱼皮、短吻鳄鳄鱼皮，其中根据工艺的不同，又分为亮面与哑光。

Togo 小牛皮：

Togo 皮是最经典及普及的 Birkin 用皮，表面呈现不规则的圆粒荔枝纹，触感柔软，较轻薄。

Clemence 牛皮：

取自雌性牛皮革，颗粒感较细腻，皮质松软，较厚重。

Box 皮：

选用小牛皮胚，做工复杂，表面光滑细腻，具有油质感，皮质坚韧；

蜥蜴皮：

爱马仕的蜥蜴皮只选用印度尼西亚热带大蜥蜴皮，光泽感强，颜色多样，纹路清晰细致，带雨滴状圆点的天然纹理。

鸵鸟皮：

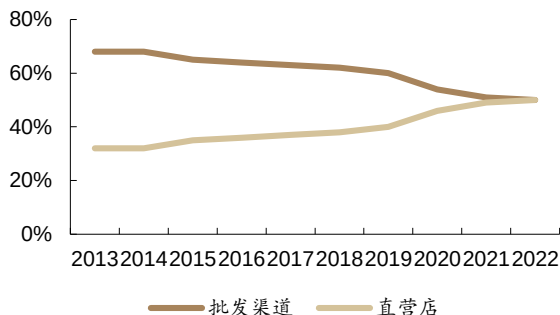
Ostrich 鸵鸟皮是爱马仕最常见的特种皮革之一，也是珍稀皮里最轻的皮革，经过几年使用后会变得更柔软，但仍能保持形状。



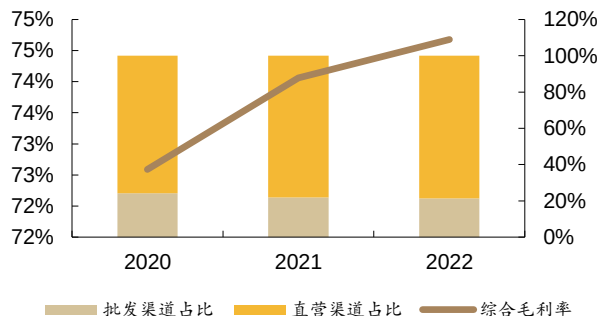
3.3 渠道稀缺性——缩紧代理与批发，集中建设直营品牌门店

■ **缩减代理与批发，提升直营门店占比。**在早期进入全球市场时，奢侈品通过代理渠道来进行区域扩张，但代理对于产品管控力较弱，近年奢侈品行业加码质量成长，缩减批发渠道，奢侈品市场自营占比提升至2022年的50%，2020-2022年开云集团直营占比已提升至79%。

图：个人奢侈品市场分渠道销售额占比

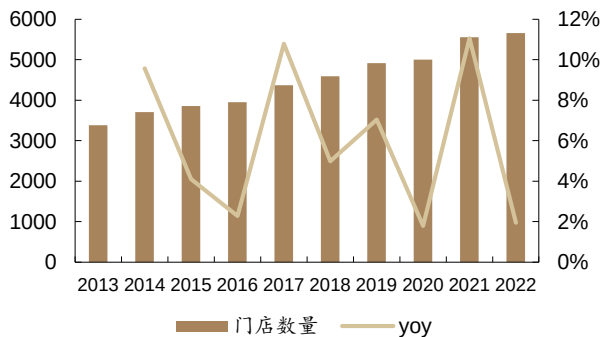


图：Kering各渠道销售占比及毛利率



■ **严控直营扩张，维护渠道稀缺性。**从直营角度看，品牌仍需严格控制直营门店扩张速度并升级质量达到品牌合理触达与消费心智的平衡，LVMH至2022年门店数达5664家，同比仅增长1.94%，过去15年复合增速仅5.9%。

图：LVMH门店数量（家）



图：爱马仕之家——奢侈品牌门店建设

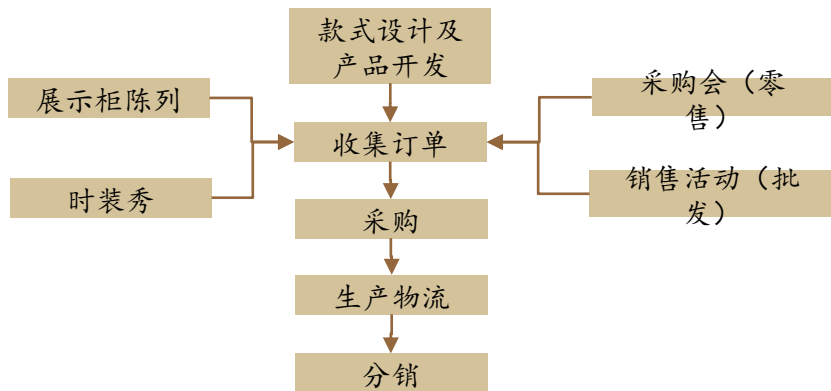


■ **渠道体系的纪律性，保持渠道定位统一。**顶奢品牌注重维护渠道定位，旗下产品不进入奥特莱斯、电商平台等，严格管理体系建设，维护渠道稀缺性。

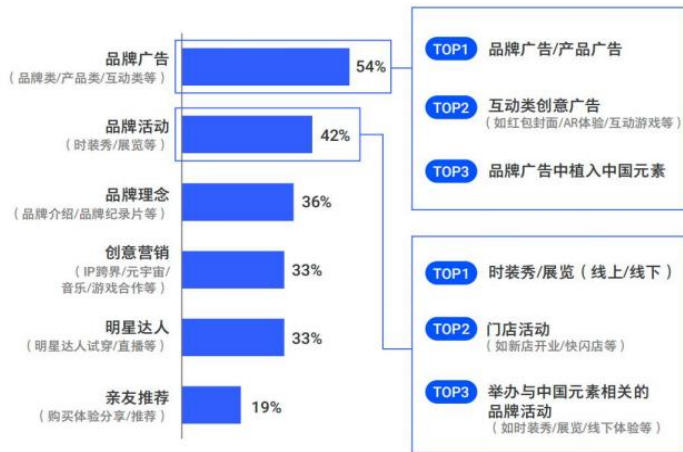
3.4 营销软实力：品牌造梦与“稀缺性”营销策略

- **深挖客群的精神需求，以品牌造梦：**奢侈品消费是自我追求与精神消费，意在满足根植于消费者深处的渴望与幻想，不同奢侈品牌把握精神需求进行造梦，如腕表品牌Rolex多以“为伟大而活”等标语刻画“成功”的形象，Tiffany通过电影蒂凡尼的早餐营销爱情的追求。
- **坚定品牌资产，基于价值观的内容营销：**奢侈品牌历史沉淀丰厚是最为牢固的核心壁垒，营销打法上坚守百年品牌资产，避免品牌定位的漂移，如Chanel官网的介绍围绕创始人可可香奈儿的故事，坚定传递女性独立、优雅、现代价值观。
- **拥抱数字化转型，跟紧潮流营销步伐。**疫情对线下零售产生重大影响，奢侈品品牌纷纷开设网络销售渠道，线上零售比例不断上升。线下渠道紧跟潮流，各大品牌纷纷开设“时尚+咖啡”品牌快闪店，打造线下营销新风向。

图：Prada运营流程



图：激发消费者兴趣的内容形式



4. 他山之石，四大顶奢巨头复盘

4.1 LVMH：以收并购聚合多品牌，打造全球奢侈品航母

■ 全球最大奢侈品集团，构建五大奢品版图。

LVMH由1987年路易威登与酩悦轩尼诗合并而来，当前已为全球最大的奢侈品集团，旗下囊括LV、Dior、Bvlgari、Fendi等75个殿堂级品牌，全面覆盖葡萄酒与烈酒、时装与皮具、香水与化妆品、手表和珠宝、精品零售等五大品类，已建设超5000家门店的渠道网络布局全球。

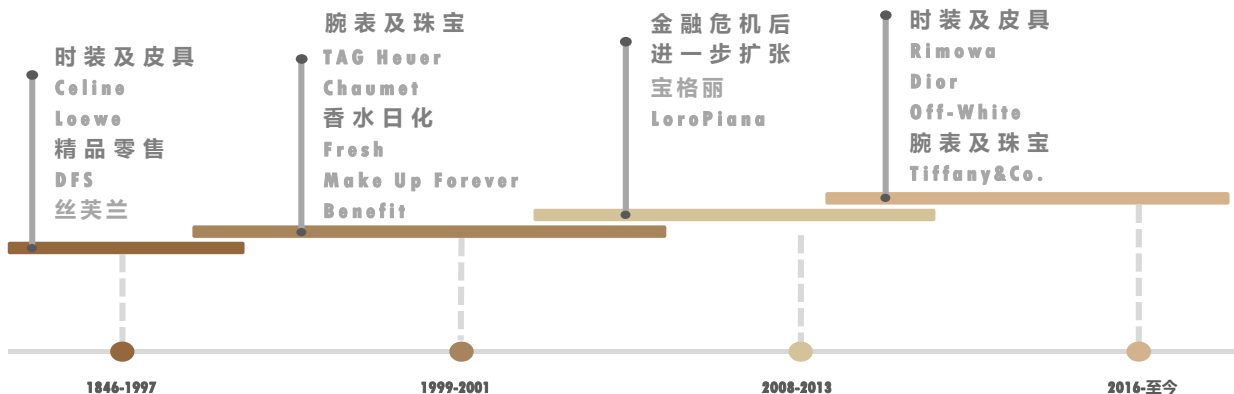
■ 以资本运作与兼并收购构建的奢侈品帝国。

品牌资产是奢侈品最为核心的价值要素，过往的历史沉淀与阶级象征具备高度稀缺与不可再生的属性，行业垂直整合与跨品类并购是LVMH构建业务版图提升协同效应的主要手段，自90年代以来，LVMH陆续开展时装皮具、腕表珠宝等版图建设，其中2021年以158亿美元收购珠宝巨头Tiffany&Co进一步加速资源整合。

图：LVMH品牌矩阵



图：LVMH发展历程



4.1 LVMH：全球化与全品类经营韧性，业绩表现稳健增长

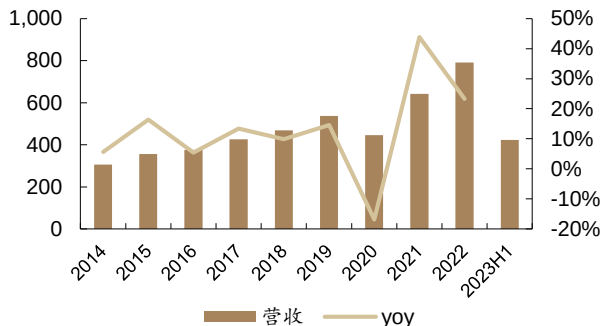
■ 业绩成长稳健，全球化布局展现高防御性。

除个别宏观环境影响年份有所回调以外，LVMH整体营收保持稳健增长趋势，2022年实现收入792亿欧元（近10年CAGR达11.8%），净利润141亿欧元（近10年CAGR达16.97%），全球化与全品类布局下具备更强经营韧性，盈利能力稳健成长。

■ 优化产品条线并坚定提价，业绩高速反弹。

整体来看，公司多版图营运中持续优化品类结构并提振毛利率水平，同时定期提价策略维持品牌盈利能力的稳定。2020年以来海外疫情影响之下，公司仍多次调价提升品牌价值与稀缺性，巩固核心高净值客群基础，2021/2022年收入逆势同增43.8%/23.3%至642/792亿欧元，创历史收入新高，至2023H1毛净利率水平上行至69.4%/20.1%，盈利能力进一步提升。

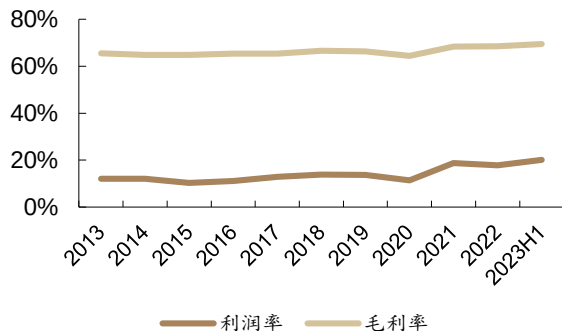
图：LVMH收入（亿欧元）及增速



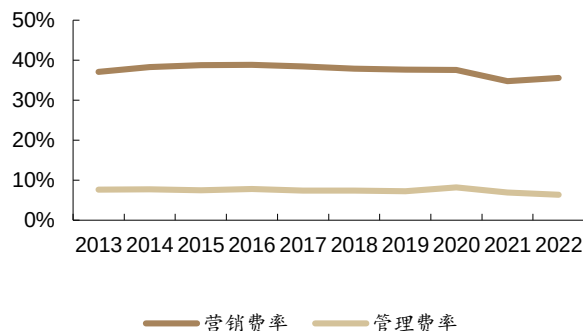
图：LVMH净利润（亿欧元）及增速



图：LVMH利润率变化（%）



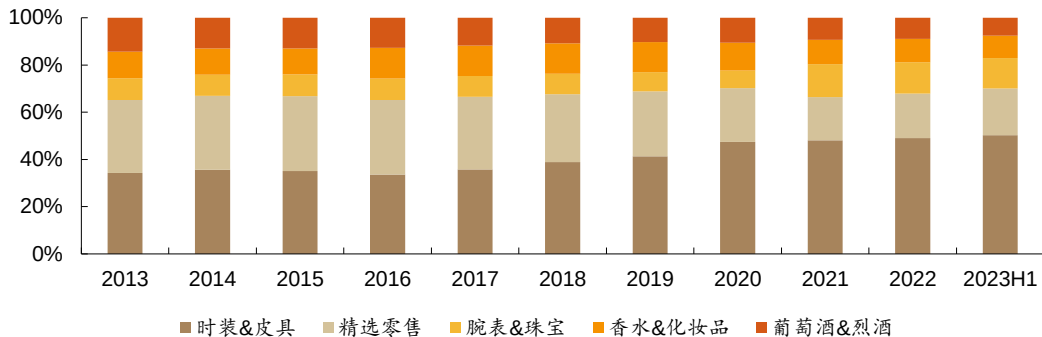
图：LVMH费用率情况（%）



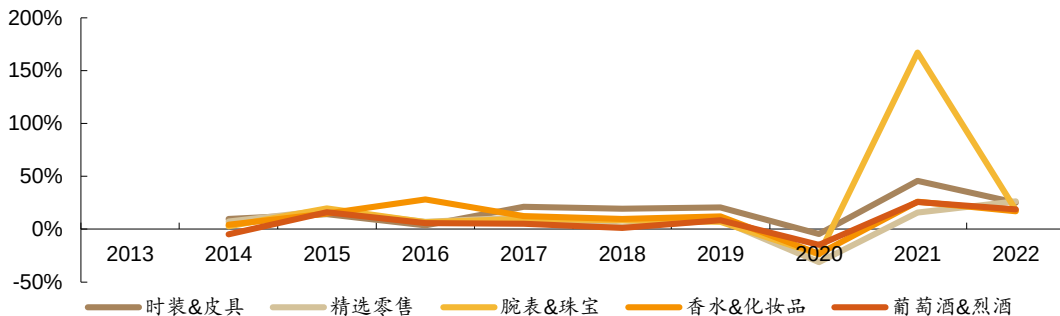
4.1 LVMH：多元业务布局，资本营运与并购管理赋能二次成长

- **平衡多元化业务布局，构建宽广品牌护城河。**单一奢侈品牌存在品类上的扩张限制，而LVMH通过收购和并购策略实现了多条业务线的均衡发展，当前首要收入来源为时装和皮具部门，2022/23H1占总营收比重为49%/50%，旗下拥有LV、Dior、Celine、Fendi、Loro Piana、Loewe等多个品牌，2023H1线下零售复苏，精选零售部门营收同比增长2%。
- **品牌焕新能力强，Tiffany收购后增强珠宝条线竞争力。**LVMH于2021年完成Tiffany收购后，在战略规划与市场策略的调整使老牌珠宝品牌再发生机，2021年LVMH钟表与珠宝部门实现收入89.64亿欧元，营业利润16.79亿欧元，其中Tiffany实现营业利润7.8亿欧元，带动整体经营利润率同增7.57pcts至26.69%。

图：2013-2023H1 LVMH各业务营收占比



图：2013-2022 LVMH各业务部门营收增速



4.1 LVMH：全球化业务布局平滑经济周期波动风险

■ 业务布局全球化，平滑经济周期波动。

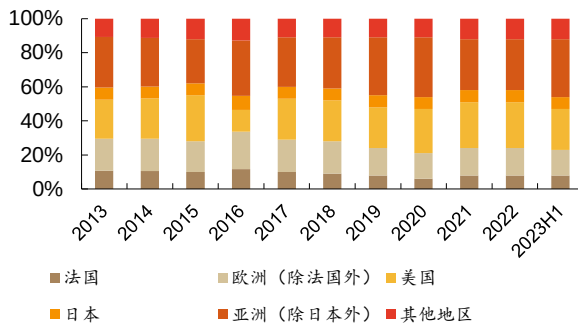
LVMH为全球第一大奢侈品巨头，业务范围遍及全球，整体分区域收入结构相对均衡，至2022年，公司亚洲/美国/欧洲营收占比分别为37%/27%/24%。

■ 2022年以来法国本土消费高增，全球业务加速复苏。

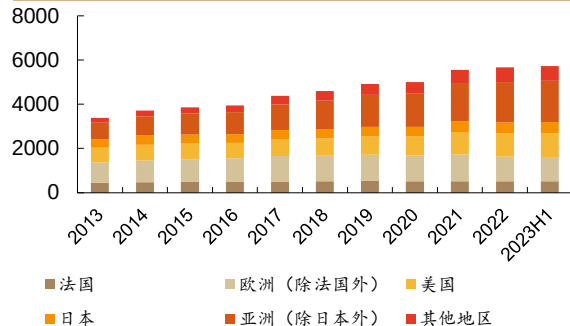
2022年以来法国本土消费修复趋势良好，年度营收增速超64%，领跑全球。2023年延续复苏态势，上半年各主要地区营收维持在15% - 24%区间内。

■ 品牌门店谨慎扩张，更重品质发展。至2023H1，LVMH已于全球设有线下门店5720家，近年仍保持谨慎扩张策略，上半年新增门店主要集中于美国与亚洲地区（除日本），分别较2022年增长20/44家，而欧洲门店缩减净关闭5家。

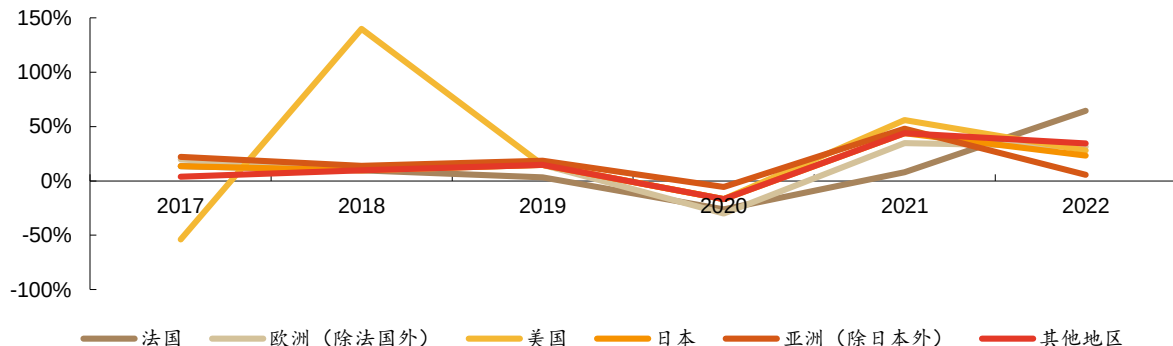
图：2013-2023H1 LVMH分地区营收占比



图：2013-2023H1 门店数量及分布



图：LVMH分地区营收增速



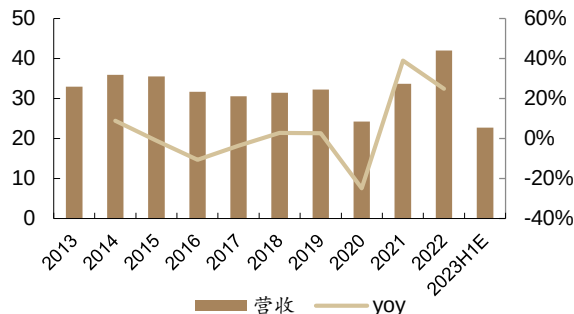
4.2 普拉达：意大利皮具与服饰奢侈品牌，精品制造独具匠心

■ 意大利奢侈品巨头，成衣与皮具引领摩登。

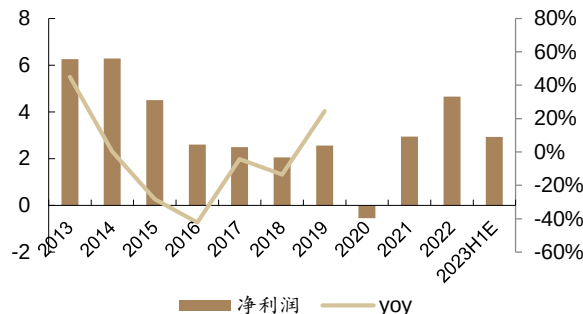
Prada集团为成立于意大利的国际性奢侈品巨头，主营各类皮具与高端服饰，拥有Prada、Miu Miu等享誉全球的奢侈品牌，已在70余个国家及地区拥有612家自营店。普拉达高度重视工艺传承与原料品质，自有24家制造工厂并与原材料供应商与制造商合作，打造精益求精的制造工艺与灵活的供应链生产模式。

■ 疫后复苏回暖驱动业绩高增，渠道优化带动盈利修复。2022年以来线下客流复苏与消费回暖带动收入进一步恢复，Prada2022年实现营收/净利润42/4.7亿欧元，同增24.8%/58.1%，期间公司优化渠道结构，2023H1直营渠道占比提升至89%，带动2022/23H1E毛利率提升至78.9%/78.6%，利润率提升至13.5%/12.9%，逐步稳定提升。

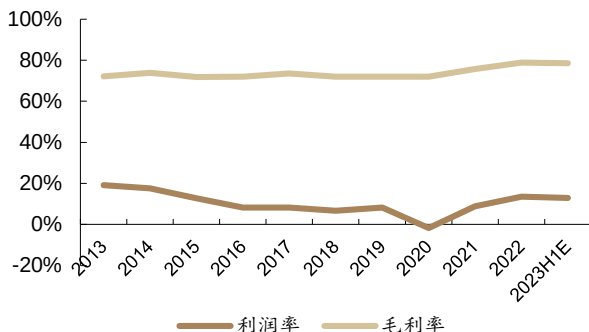
图：普拉达营收（亿欧元）及增速



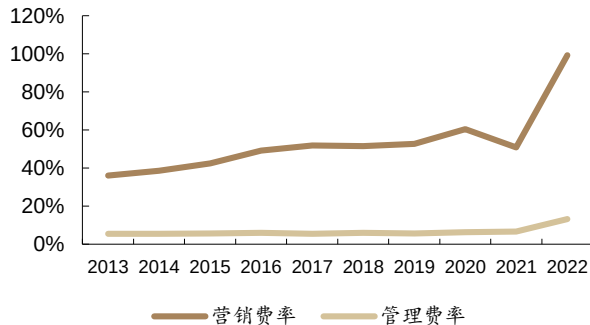
图：普拉达净利润（亿欧元）及增速



图：2013-2023H1E 普拉达利润率变化



图：2013-2022普拉达费用率情况



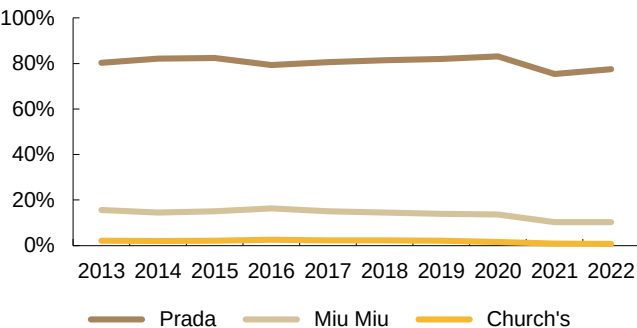
4.2 普拉达：品牌风格多样，业绩展现回暖

■ 皮具为主要收入来源，成衣占比逐步提升。

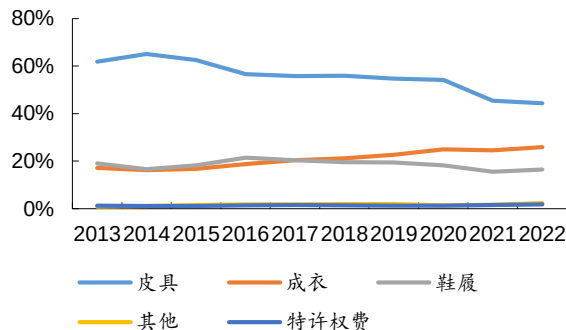
2022年公司皮具/成衣/鞋履/特许权费收入分别为18.62/10.86/6.91/0.76亿欧元，皮具产品为公司第一大收入来源，2022年营收占比达44.3%，近年以来成衣业务高速增长，2022/2023H1公司成衣业务营收增速达31.5%/36.1%，占总收入比由2018年的21.2%提升至2022年的25.8%。

■ **品牌风格多样，集团产品矩阵齐全。**公司旗下各大品牌受欢迎程度高，不同风格齐聚，推动零售渠道业绩增长，主品牌Prada与MiuMiu定位明确，风格多样，分别入选《Lyst指数2023年第一季度排行榜》第一/二位。2022年以来两大品牌增速明显回暖，Prada营收达32亿欧元（同比+28.2%），MiuMiu营收4.3亿欧元（同比+24.5%），短期可持续看好Prada与MiuMiu于亚洲市场的复苏。

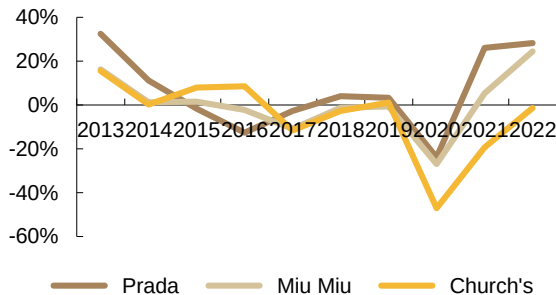
图：2013-2022部分品牌营收占比



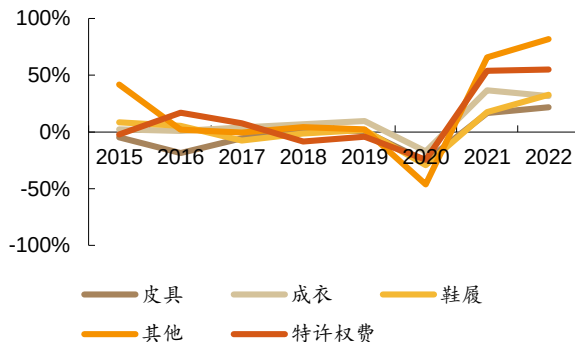
图：2013-2022普拉达分品类营收占比



图：2013-2022部分品牌营收增速



图：2013-2022普拉达分品类营收增速



4.2 普拉达：直营渠道优化驱动业绩复苏与提升

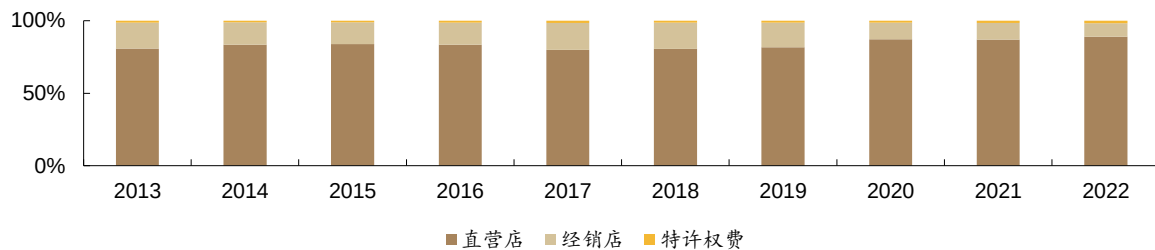
■ 直营渠道占比提升，业绩增速强势复苏。

2013年以来直营店营收占比由80.8%上升至2022年的89.0%，对应经销渠道占比缩减至9.23%。集团渠道体系强管理与优化下，直营门店增速表现优异，2021/2022 期间 直 营 渠 道 增 速 达 38.6%/27.5%，显著高出同期经销渠道收入增长速度。

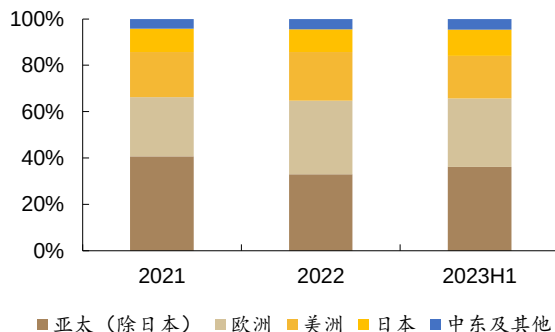
■ 欧美市场表现回暖，亚太仍为收入第一。

2022年公司于欧洲/美国地区直营渠道营收为 11.9/7.8 亿欧元，同比增长 59%/37%，远超出同时期亚太（除日本）增速的3%。至2023H1，普拉达集团于亚太市场营收占比达36%，其中日本占总营收的11%，仍为第一大收入来源，亚太区域战略地位仍然稳固，欧洲/美国地区收入占比分别达29%/18%，较上年末下降4pcts/3pcts。

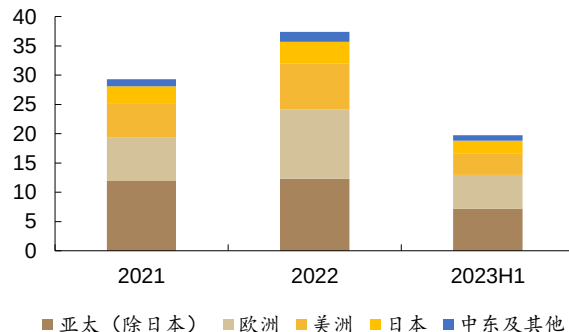
图：2013-2022普拉达分渠道营收占比



图：2021-2023H1普拉达直营渠道分地区营收占比



图：2021-2023H1普拉达直营渠道分地区营收 (亿欧元)



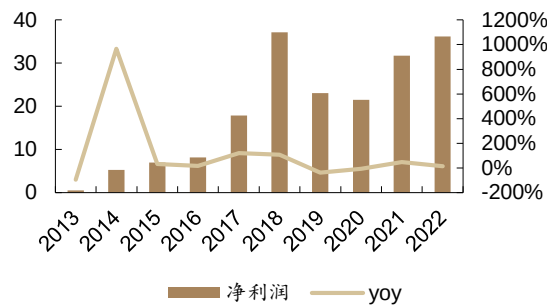
4.3 开云集团：法国高奢巨头，以GUCCI享誉全球

- **全球顶尖奢侈品集团，以Gucci名扬天下。**
自1963年创立以来集团奢侈品业务不断发展壮大，旗下拥有享誉全球的Gucci、YSL、BV、巴黎世家、Alexander McQueen、Brioni、Boucheron、Pomellato、DoDo、Qeelin等多个皮具时装及珠宝品牌。
- **剥离非奢业务，专精高奢带动营收高增。**公司原为综合性零售集团，于2008年起逐步剥离非奢侈品业务，并于2015年完成转型开启高增，收入规模由115.8亿欧元增长至2022年的203.5亿欧元，期间CAGR达8.4%。
- **业务调整与转型，业绩成长仍存压力。**2012年以来集团业绩波动明显，主要系期间出售服饰零售商La Redoute及Puma集团重组费用影响，以及2019年所受12.5亿欧元的税收罚款等原因。2022/2023H1受Gucci品牌拖累与眼镜部门培育，收入规模仅达204/103亿欧元，同比增加15%/3%。

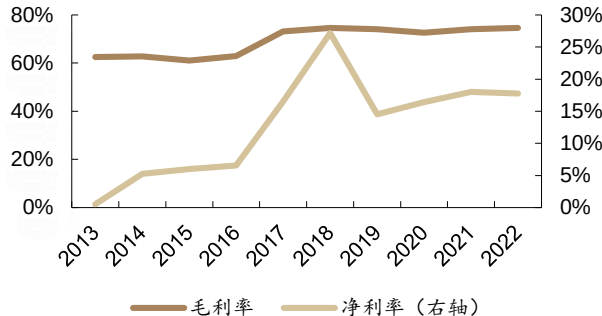
图：开云集团营收（亿欧元）变化



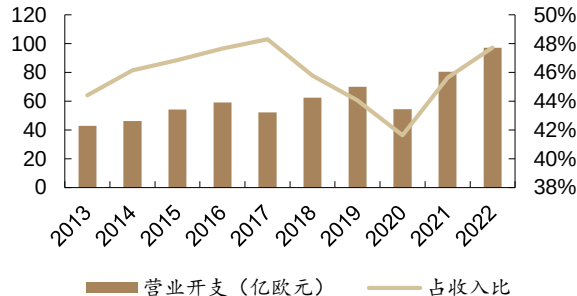
图：开云集团净利润（亿欧元）变化



图：开云集团利润率变化



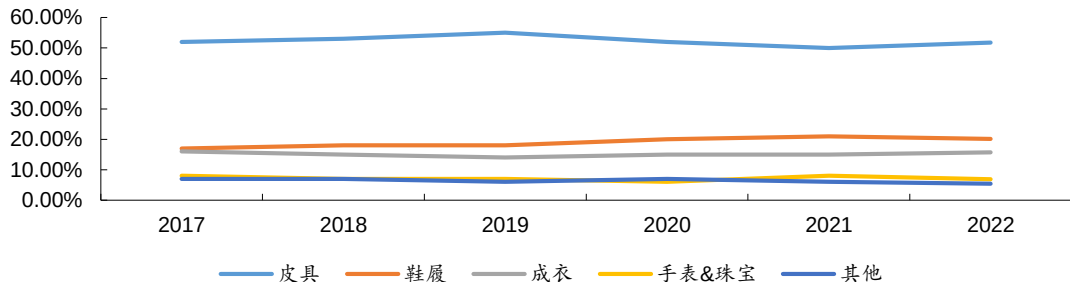
图：开云集团费用率变化



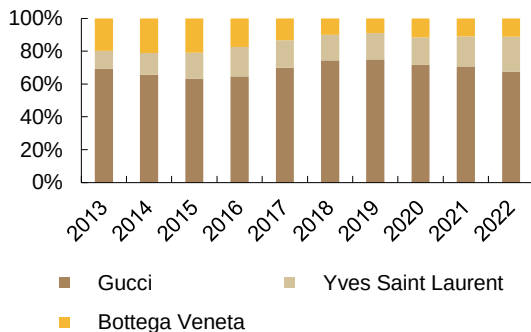
4.3 开云集团：皮具收入占比过半，珠宝与手表打造第二引擎

- **分品类看，皮具引领版图布局，手表珠宝与眼镜业务开启第二增长引擎。**公司收入增长由皮具部门主领，于FY2022营收占比已达51.79%，近年以来手表&珠宝及眼镜部门增速表现亮眼，2022年眼镜部门收购Maui Jim作为开云第二个自主眼镜品牌，并表后眼镜部门增速达46.2%。
- **分品牌看，Gucci收入占比达52%，YSL与BV增速稳健。**Gucci2022年营收104.9亿欧元，占集团总收入比重约52%，同比增长7.77%。增速承压主要系Q4业绩下滑，目前已任命Sabato De Sarno出任新创意总监，重塑品牌定位和形象，首次系列于2023年9月米兰时装周发布，有望迎来业绩回升。2022年YSL与BV品牌表现稳健，其中YSL营收33亿欧元（+30.9%），BV /其他品牌实现营收17.40/38.74亿欧元（+15.8%/18.7%）。

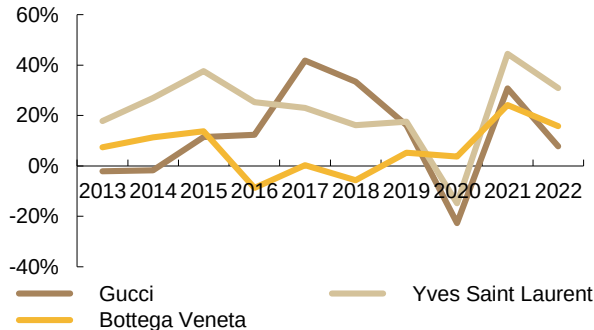
图：开云集团分品类业务营收占比加总



图：开云集团部分品牌营收占比



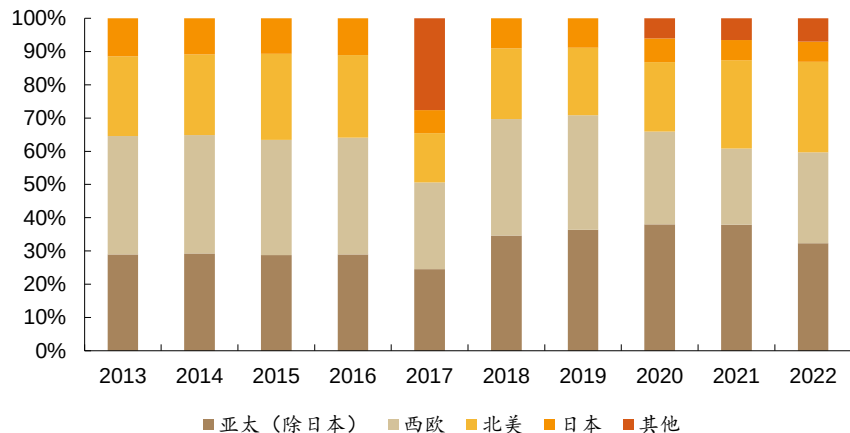
图：开云集团部分品牌营收增长率



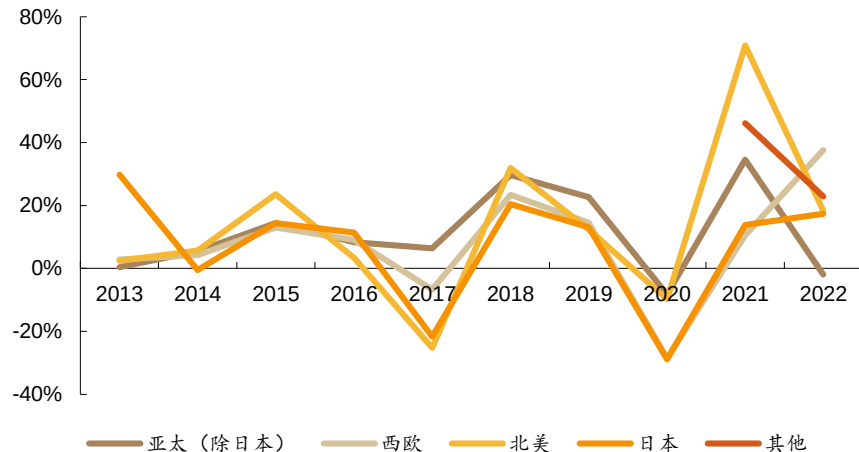
4.3 开云集团：亚太市场收入占比提升，23H1延续高增势头

- **2023H1亚太市场强势反弹，日本市场延续高增。**受全球疫情影响，开云集团收入增速表现短期承压，2023年以来线下客流复苏与消费环境回暖之下亚太市场展现强势反弹，2023H1亚太/日本区域实现收入37.1/6.8亿欧元，同比增长11%/18%，日本市场表现突出主要系日本游客访问量上升与本土消费恢复正常轨道，叠加日元汇率走低奢侈品消费表现亮眼。
- **消费转移致北美收入下滑明显：**受国内奢侈品消费需求疲软与部分消费转移至西欧影响，2023H1北美地区销售额同降16%至22.7亿欧元，占全球收入比重较上年末下降5pcts至22%。

图：2013-2022年开云集团分地区营收占比



图：2013-2022开云集团分地区营收增速



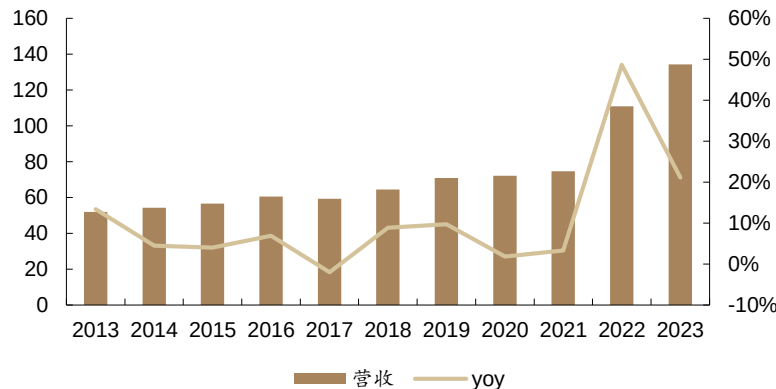
4.4 Richemont：瑞士硬奢集团龙头，以腕表与珠宝享誉世界

- **瑞士硬奢巨头，深耕腕表与珠宝品类。** 历峰集团于1988年创立于瑞士，成长基因偏好具备深厚历史底蕴、精致品质工艺的高阶品牌，以收并购方式涵盖珠宝与腕表行业内卡地亚、梵克雅宝、伯爵、江诗丹顿等极负盛名的品牌。
- **珠宝品线：第一大收入来源，占营收比近67%。** 旗下珠宝品牌梵克雅宝、卡地亚为收入主力，产品生命周期长，FY2023历峰集团珠宝部门营收达134.3亿欧元（同比+21%），近4年复合增速达14.7%，其中卡地亚Grain de Café 珠宝系列新品与梵克雅宝经典款及高端系列销售较优（卡地亚Panthère and Trinity珠宝和Panthère and Santos 腕表，梵克雅宝Alhambra and Fauna珠宝和布契拉提Opera Tulle）。

图：历峰集团三大业务部门及旗下品牌



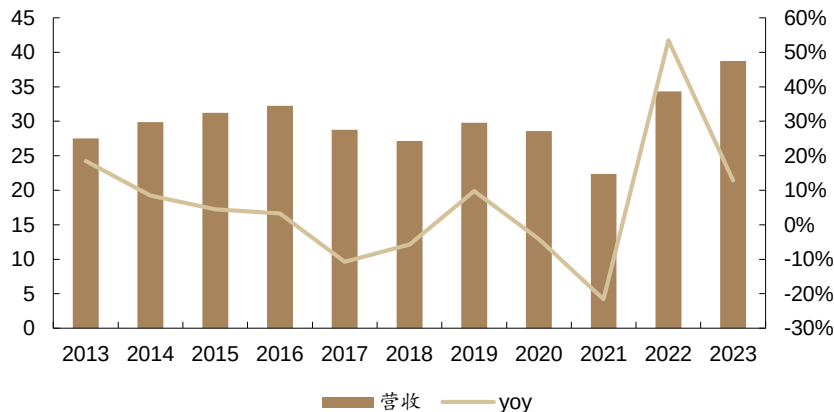
图：FY2013-2023珠宝部门营收（亿欧元）



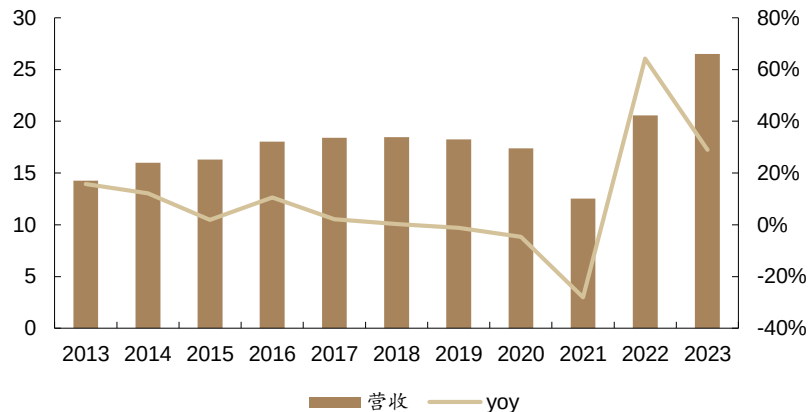
4.4 Richemont：腕表产品增长稳健，时装配饰拐点已现

- **专业制表部门：渠道结构优化，盈利能力显著恢复。**经济波动周期内硬奢品以稀缺性支撑提价策略，具备更强抗风险性，FY2023专业制表部门直营渠道占比提至56%，通过开设旗舰店、扩张Time Vallee综合概念店进一步提升客户体验与价格管控，FY2023部门营收达38.75亿欧元（同比+13%），经营效率显著提升（营业利润率提升1.7%至19%）。
- **时装和配饰部门：持续升级零售网络，翻新门店优化客户体验。**FY2022营收增速转正达20.56亿欧元（同比+64%），营业利润率-2.3%，小幅改善。FY2023以来旅游零售增长与新品发布推动销售进一步复苏，收入同增28.9%至27亿欧元，营业利润率转正至2.2%，其中万宝龙、Peter Millar、G/Fore、Chloe品牌表现优异，合计收入达6亿欧元。

图：2013-2023制表部门营收情况（亿欧元）



图：2013-2023时装和配饰部门营收情况（亿欧元）



4.4 Richemont：业绩维持高速增长，2023盈利能力显著修复

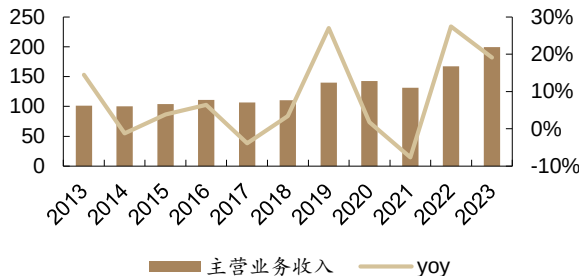
■ 营收增长稳健，业务调整致盈利能力波动。

公司营收增长表现稳健，FY2013-2023年营收整体CAGR达6.99%，期间盈利能力波动主要受业务分拆剥离及结构调整影响，整体毛利率达60+%，期间销售费用率维持在30%-40%，管理费用率维持在8%-11%左右。

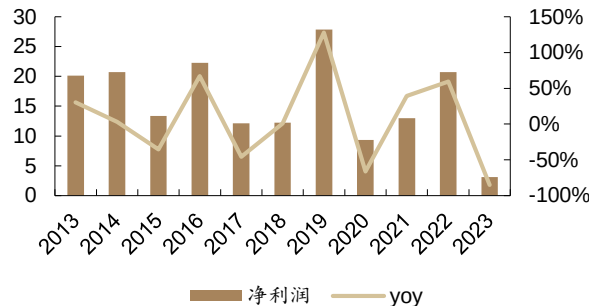
■ 提价驱动盈利修复，业务优化拐点显现。

FY2023实现营收199.5亿欧元，同比增长19%，其中内生驱动增长14%。集团直营店收入贡献明显，较去年同期上涨22%且各地区营收全线上涨。各业务部营业利润同增34%至50亿欧元，营业利润率25.4%；毛利率在客户零售驱动下同增2pcts至68.7%，净利率提升至19.7%，盈利能力明显复苏，但受集团YNAP业务终止经营造成36.1亿欧元计入非经常项目亏损影响，整体经调整净利率下降至1.57%。

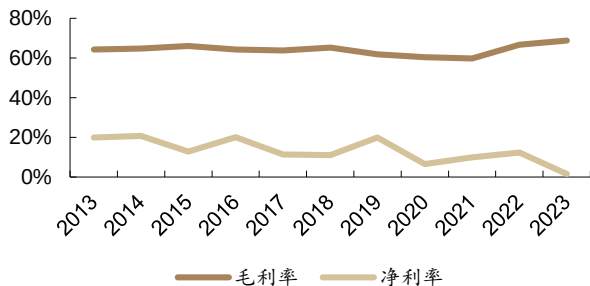
图：历峰集团2013-2023营业收入变化（亿欧元）



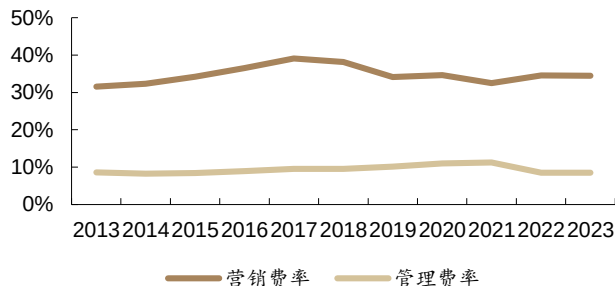
图：历峰集团2013-2023净利润变化（亿欧元）



图：历峰集团利润率变化



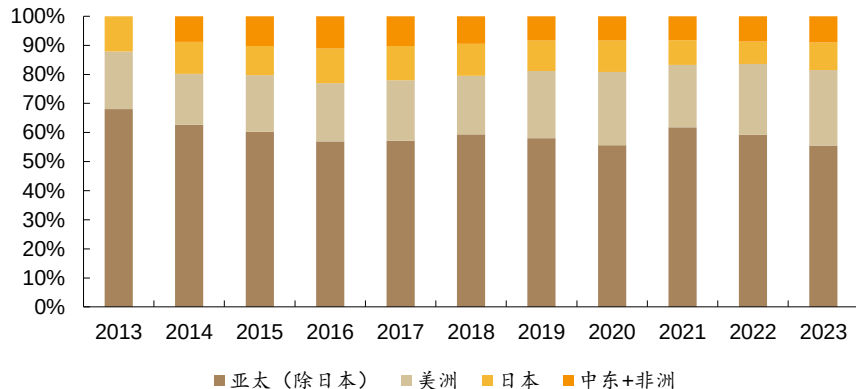
图：历峰集团费用率变化



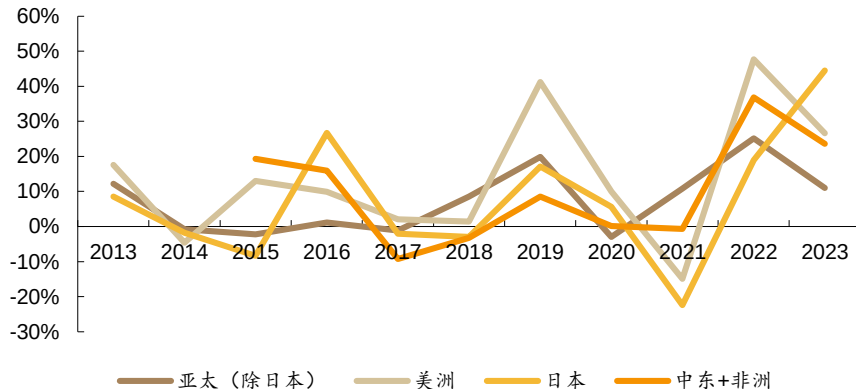
4.4 Richemont：亚太区成长弹性释放，发力新兴市场增长

- **亚太市场体占比超50%，中东与非洲等新兴市场增量可观。**亚太市场对于公司业务发展意义重大，FY2024H1亚太市场（除日本）占比达到42%，包括日本则占比过半；2023财年/2024Q1营收达到95.53/22.39亿欧元。FY2024H1，公司亚太（除日本）/欧洲/美洲/日本/中东+非洲营收占比分别为42%/22%/21%/8%/7%。
- **消费回暖复苏领先，亚太市场2024H1增速达23%。**2023财年，欧洲和日本受益于本土消费强劲和游客增加，增速高于2022财年，亚太地区（除日本）市场营收同比增速达11.0%，低于其他地区。随着以中国为首的亚太各国消费回暖，公司亚太市场占比有望进一步提高。

图：FY2013-2023历峰集团分地区营收占比



图：FY2013-2023历峰集团分地区营收增速



4.5 同业对比：四大奢侈品公司盈利能力拆解对比

- **品牌为上，高毛利与高费用投放模式。**奢侈品以品牌为核心壁垒，稀缺性资质具备高溢价，龙头奢侈品集团毛利率在60%以上，其中Prada集团2022年毛利率高达79%，品牌塑造与营运需昂贵费用投放，销售费用率投放约在35%-40%左右，净利率处于10%-20%区间。
- **高杠杆、低周转、高ROE的盈利能力：**奢侈品为资金密集产业，盈利模式具备高投放与高杠杆，平均权益乘数在2以上，其中LVMH2020年乘数为2.80，高定产品周转能力相对较弱，整体资产周转率约0.5-0.6的区间，高净利率驱动下ROE仍可维持在26%以上高位。

品牌	指标	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
LVMH	毛利率	65.5%	64.7%	64.8%	65.3%	65.3%	66.6%	66.2%	64.5%	68.3%	68.4%
	ROE	13.4%	23.3%	15.5%	15.7%	18.6%	20.8%	20.8%	12.7%	28.5%	27.6%
	净利率	13.5%	19.9%	11.2%	11.6%	13.2%	14.9%	14.5%	11.1%	19.8%	18.6%
	资产周转率	0.49	0.56	0.64	0.64	0.67	0.66	0.63	0.44	0.55	0.61
	权益乘数	2.01	2.32	2.23	2.14	2.27	2.19	2.52	2.80	2.56	2.38
Kering	毛利率	62.5%	62.7%	61.1%	62.9%	65.5%	74.6%	74.1%	72.6%	74.1%	74.7%
	ROE	0.5%	5.0%	6.4%	7.3%	15.4%	34.0%	22.9%	19.5%	25.2%	26.4%
	净利率	0.4%	5.5%	6.2%	7.0%	12.1%	27.5%	14.7%	16.6%	18.5%	18.3%
	资产周转率	0.41	0.44	0.49	0.52	0.62	0.58	0.65	0.48	0.60	0.63
	权益乘数	2.04	2.06	2.05	2.02	2.03	2.12	2.60	2.33	2.26	2.30
Prada	毛利率	72.1%	73.8%	71.8%	72.4%	74.1%	72.0%	71.9%	72.0%	75.7%	78.8%
	ROE	30.2%	25.1%	15.8%	10.9%	7.3%	7.2%	8.8%	-1.9%	9.9%	14.1%
	净利率	19.2%	17.8%	12.9%	9.4%	8.0%	6.6%	8.0%	-2.2%	8.8%	11.2%
	资产周转率	1.04	0.99	0.82	0.75	0.68	0.67	0.55	0.36	0.50	0.59
	权益乘数	1.45	1.44	1.57	1.54	1.50	1.62	2.36	2.29	2.22	2.11
Richemont	毛利率	64.2%	63.4%	66.1%	64.3%	63.9%	65.1%	61.8%	60.5%	59.8%	62.7%
	ROE	21.4%	18.7%	10.1%	15.1%	7.9%	8.1%	17.6%	5.5%	7.5%	11.0%
	净利率	19.8%	19.4%	12.8%	20.1%	11.4%	11.1%	19.9%	6.5%	9.8%	10.8%
	资产周转率	0.77	0.70	0.57	0.55	0.53	0.48	0.52	0.49	0.40	0.51
	权益乘数	1.42	1.33	1.42	1.34	1.30	1.75	1.65	1.76	1.98	2.01

4.5 同业对比：奢侈品&消费品公司估值水平对比

- **品牌资产与稳健复利构筑的奢侈品投资溢价，稀缺性下的估值水平领先大众消费品。**奢侈品集团具备高盈利与高费用模式，其品牌作为核心资产具备不可复制属性与高壁垒，全球化版图与多元业务布局下业绩增长具备更强稳定性，横向对比其他消费品公司，奢侈品在净利率相当的情况下PE/PS估值溢价更为突出，其中爱马仕2022年PE达59倍，PS达17倍，显著领先大众消费品。

公司名称	股票代码	营业收入	净利润	毛利率(%)	净利率(%)	市值	PE	PS
LVMH	LVMH.BSI	844	150	68.4	18.63	3,711	24.72	4.40
开云集团	KER.PA	217	39	74.7	18.27	522	13.54	2.41
历峰集团	CFR.SIX	214	23	62.7	10.84	619	26.76	2.89
爱马仕	RMS.PA	124	36	70.8	29.13	2,106	58.68	17.03
普拉达	1913.HK	45	5	78.8	11.17	147	29.67	3.29
雀巢	NSRGY.OO	1,023	100	45.2	10.16	2,949	29.37	2.88
宝洁	NOF.L	802	147	47.4	18.45	3,593	24.37	4.48
可口可乐	QZK.L	116	10	44.2	8.66	1,399	143.17	12.02
贵州茅台	600519.SH	157	90	90.4	59.95	3,088	34.29	19.72
百事可乐	PEP.O	864	89	53.0	10.39	2,307	25.89	2.67
联合利华	UL.N	640	81	40.2	13.76	1,212	14.88	1.89
耐克	NKE.N	467	60	46.0	12.94	1,586	26.23	3.40
欧莱雅	OR.PA	408	61	72.4	14.93	2,386	39.23	5.85
雅诗兰黛	EL.N	177	24	75.7	13.58	407	17.03	2.29
丰田汽车	TM.N	2,569	233	22.7	9.16	3,054	13.09	1.19

风险提示

- **宏观经济波动风险**：奢侈品消费与经济周期高度关联，宏观经济波动时期易对奢侈消费需求产生不利影响。
- **集团收并购管理风险**：奢侈品集团收并购业务丰富，收并购谈判或购后整合管理风险或影响品牌整体经营效益。
- **全球化经营与政策风险**：奢侈品经营涉及多国法律法规与税收等政策理解，不当的跨国经营行为易造成一定风险。
- **品牌形象风险**：品牌形象是奢侈品经营的核心，不当营销活动或造成品牌声誉受损与业务的负面影响。

分析师与研究助理简介

赵雅楠，德邦证券研究所商贸零售&社会服务首席分析师，复旦大学金融工程硕士、普林斯顿双学位，复旦大学财务管理学士，6年证券研究经验。2020年、2021年新财富第四团队成员，曾荣获水晶球、金麒麟等多个最佳分析师奖项。擅长公司及行业深度基本面研究和消费产业趋势分析，核心覆盖医美化妆品、珠宝电商、旅游餐饮、免税、人力资源、教育等多个板块。

投资评级说明

	类 别	评 级	说 明
1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准， 报告发布日后6个月内的公司股价（或行业指数） 的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	股票投资评级	买入	相对强于市场表现20%以上；
		增持	相对强于市场表现5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现5%以下。
2. 市场基准指数的比较标准： A股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场 以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳 斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平10%以下。

免责声明

分析师声明：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

法律声明：

本报告仅供德邦证券股份有限公司（以下简称“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。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。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。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。在法律许可的情况下，德邦证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。



德邦证券
Topsperry Securities

德邦证券股份有限公司

地 址：上海市中山东二路600号外滩金融中心N1幢9层

电 话：+86 21 68761616 传 真：+86 21 68767880
400-8888-128