

赫美集团：踏准行业向上拐点 强势发力国际奢侈品牌运营

为抓住中国消费升级大趋势所带来的历史性机遇，赫美集团(002356)正在快速将战略重心向品质消费领域转移。在连续收购上海欧蓝、崇高百货、彩虹集团中国大陆地区业务(包括臻乔时装、彩虹深圳、彩虹珠海、盈彩拓展 4 家子公司)以及即将收购的奢侈品电商平台尚品网后，赫美集团成为国内最大的线上线下国际奢侈品牌运营服务商之一，同时也是 A 股市场上唯一的一家。

赫美集团作为一家经营稳健，已连续三年实现业绩高速增长的上市公司，之所以会选择集中资源全力进军国际奢侈品牌运营领域，主要原因是中国的高端品质消费市场正在步入黄金发展期。

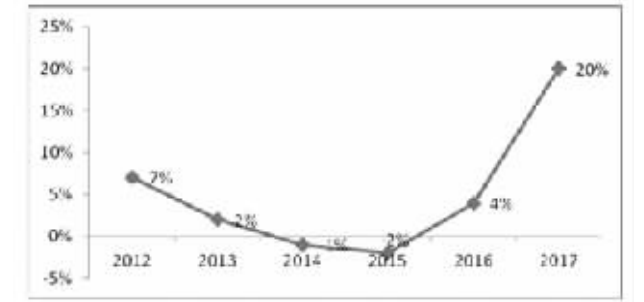
1、“市场扩容+海外消费回流”，中国奢侈品市场迎来最佳增长期

1.1 中国奢侈品消费市场 2016 年开始强劲复苏

贝恩公司最新发布的《2017 年中国奢侈品市场研究》报告显示,中国内地的奢侈品消费市场在 2017 年实现了 20%的强劲增长,创下了近 6 年来的新高。在经历了连续多年的减速期后,中国内地的奢侈品消费在 2016 年首次迎来反弹，增速从 2015 年的同比-2%转正为 4%，虽然市场此前普遍预测 2016 年的增长态势会延续,但 2017 年能够实现高达 20%的增速仍超出了所有人的预期。

伴随着中国反腐和经济增速下降，中国的奢侈品消费市场自 2012 年后便一路下滑,并于 2014 年和 2015 年经历了连续两年的负增长。2016 年开始,受中国消费升级、品牌商调低中国市场定价、鼓励消费升级政策出台等多重因素影响,我国的奢侈品市场于 2016 年开始触底反弹,并于 2017 年实现强劲增长。

图 1:2012–2017 中国内地奢侈品市场增速走势图



数据来源：根据贝恩公司历年发布的《中国奢侈品市场研究》整理

我们认为，中国目前的奢侈品市场发展趋势与前几年高端白酒市场高度相似。过去,包括茅台、五粮液等在内的高端白酒主要用于送礼、公务接待及少部分精英阶层消费,在 2012 年前后,国家出台了一系列反腐、限制三公消费等政策,导致政府官员及公务消费人群对高端酒的需求迅速降低,茅台、五粮液等高端白酒的市场热度也因此一落千丈。受此影响,贵州茅台(600519.SH)和五粮液(000858.SZ)的股价从 2012 年 11 月份开始,经历了长达一年多的持续下跌,股价整体跌幅达到 40%以上。

然而，随着国民收入的持续提高以及消费升级趋势的逐步形成,1000 元–2000 元的高端白酒对普通中产阶级来说已不再难以承受,茅台、五粮液等高端白酒也因此大量端上了寻常百姓的酒桌,进入了“全民消费”时代。以贵州茅台为例,在国家反腐、限制三公消费政策等因素的影响下，公司在 2014 年和 2015 年的销售收入仅分别增长了 3.69%和 3.82%，刷新了贵州茅台上市后销售增长的最低记录,之后受国内消费升级趋势的推动,贵州茅台的销售业绩自 2016 年开始触底回升,2016 年和 2017 年前三季度的销售额分别增长了 20.06%和 61.58%，贵州茅台的股价也因此屡创新高,市值直逼万亿。

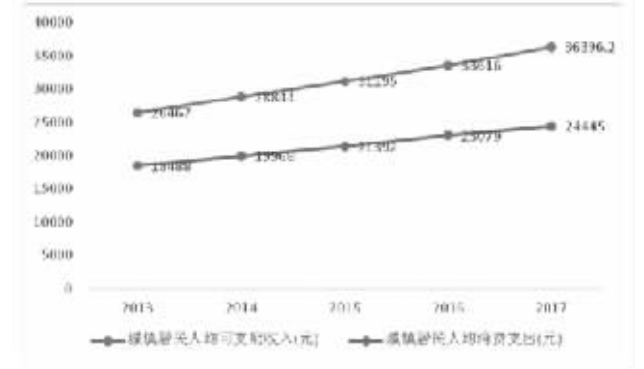
和高端白酒相似，过去中国奢侈品的消费群体也主要集中在少部分精英阶层,以及送礼需求,受中国反腐及限制三公消费等政策的冲击,从 2012 年市场增速迅速下滑,2014 年和 2015 年甚至出现了连续两年的负增长,从 2016 年开始,受国内消费升级等因素的影响,整个奢侈品市场才迎来了新一轮上升周期。

1.2 中国奢侈品市场强势复苏的动因分析

(I) 居民收入提升+中产阶级壮大”是中国奢侈品市场复苏的基础

近年来中国城镇居民人均可支配收入及人均消费支出持续增长,城镇居民人均可支配收入从 2013 年的 26,467 元增长到了 2017 年的 36,396.2 元,年均复合增长率为 8.29%;城镇居民人均消费支出从 2013 年的 18,488 元增长到了 2017 年的 24,445 元,年均复合增长率为 7.23%。

图 2：我国城镇居民人均可支配收入及人均消费支出持续增长



数据来源:国家统计局网站

居民收入增长是消费升级的基础，收入水平的高低决定着消费能力的高低,并直接影响着居民的消费信心、消费欲望和消费潜能。依据相关经济学原理,在收入水平较低时,居民消费主要集中在食品、居住等基本生活消费品,当收入达到较高水平时,居民将有更多的资金用于文教娱乐、高端服饰、医疗保健等享受型消费。近几年我国居民收入持续增长无疑为中国奢侈品市场此轮复苏提供了坚实的基础。

在居民收入持续增长的同时,我国的中产阶级也迅速崛起。据麦肯锡预测,中国到 2018 年百万富翁的数量将跃居世界首位,并将在 2021 年成为全球小康家庭数量最多的国家。中产阶层的崛起为奢侈品市场的增长提供了源源不断的客户群体。经麦肯锡机构追踪数据显示,中国富裕人群(家庭年收入超过 30 万元人民币)的消费占比与日俱增,2008 年至今,中国富裕人群在奢侈品客群中的比例从三分之一上升到了 50%，其支出占中国奢侈品消费的 88%，平均每个家庭奢侈品开销达 7.1 万元人民币，



是法国或意大利家庭的两倍。

(2)年轻消费群体崛起为中国奢侈品市场复苏增添动力

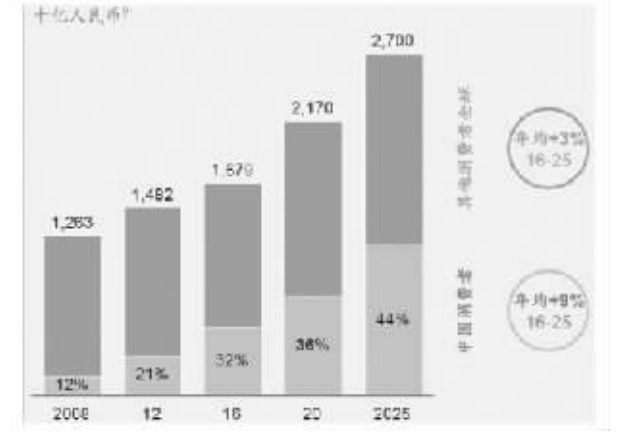
随着我国劳动力人口占比开始呈现下降趋势，人口红利的逐渐消失，使得劳动力资源成本上升，劳动力的主力人群——80、90、00 后的收入水平得以大幅提升，这一消费群体的购买力与消费倾向显著高于中老年人群。在消费特征上, 80、90、00 后也与父辈存在明显的区别,他们具有教育水平高、品牌意识强、品质和时尚观念强等特征。

贝恩公司报告也认为，中国奢侈品消费此一轮的上升周期与以往有所不同,因为“千禧一代”推动了奢侈品消费的加速增长。“千禧一代”一般指在 2000 年以后成年的人群,年龄约为 20–34 岁,相比他们的前辈,这一代的年轻群体更愿意追求时尚和高品质的生活方式，对奢侈品品类也有更加深入的了解。随着千禧一代人群的扩大及购买力增强,加上品牌商大力推动数字化营销、更多品牌商削减全球的地域价差，中国内地政府继续推动消费升级，相信中国内地奢侈品市场的内生增长动力仍然强劲。

随着 80、90 后、00 后成为新一代的消费主力,他们较高的消费能力和强烈的消费欲望成为消费升级的主要推动力,而其展现出的特有的消费特征和消费习惯，将成为消费升级的方向。

基于良好的预期，麦肯锡预测,2016–2025 年中国消费者奢侈品市场规模将以 9%的 CAGR 增长,远高于其他国家(3%),到 2025 年,760 万户中国富裕家庭的奢侈品消费将达 1 万亿元人民币,占全球奢侈品市场的 44%。麦肯锡同时认为,2016–2025 年 65%的全球奢侈品市场增长将由中国市场驱动。

图 3:全球个人奢侈品市场演变



资料来源:麦肯锡报告

(3) 海外奢侈品消费回流也是国内奢侈品市场复苏的主因之一

尽管我国居民奢侈品消费能力突出，但过去的很长一段时间,中国消费者的奢侈品却主要发生在海外。据财富品质研究院数据,2016 年中国消费者占全球个人奢侈品销售的 46%，其中 77%的消费发生在海外，总额高达 928 亿美元 (约 6400 亿人民币),截至 2016 年,中国消费者在海外消费奢侈品的比例已连续 5 年超过 70%。国人在海外大肆购买国际品牌奢侈品的背后，是过去国际品牌企业一直以来在中国大陆地区定价过高,加上关税等因素影响,导致国际奢侈品品牌海内外价格存在巨大价差,致使国内高端消费大量流向境外。

目前，国内奢侈品消费外流的现象正在随着国内外市场奢侈品差价收窄而发生改变,2016 年中国消费者在本土购买奢侈品的增速首次超过境外,2017 年奢侈品消费回流国内的趋势更加明显。一方面,全球各大奢侈品牌在中国市场竞争加剧及业绩连续多年下滑，各大国际奢侈品品牌纷纷放低姿态,调整品牌定价战略,降低在中国市场的产品定价,其中伯爵、百达翡丽、江诗丹顿、香奈儿等 8 个国际品牌将国内手表售价下降 5–25%不等,Burberry、Prada 等时尚品牌降价幅度最高到 20%;另一方面,为刺激高端消费,减少资金和税收外流,中国大幅下调了包括服装、鞋、护肤品、化妆品、香水等多个品类的进口关税和进口消费税，如西装、毛皮服装等的进口关税由 14%–23%降低到 7%–10%，部分鞋履的关税由 24%降至 12%，部分箱包关税由 20%降至 10%，与此同时,政府还调整了“行邮税”，制定多项规定加强对灰色代购市场的管控,海关截查明显趋严,极大地限制了走私、代购等方面的交易量。上述因素的双重作用,致使我国居民的高端消费逐渐转移到国内市场。

2.市场环境巨变,资本整合时代到来,奢侈品运营行业面临“洗牌”

回顾历史,中国的奢侈品市场在 2002 年–2011 年经历了 10 年的黄金增长期,在此轮增长过程中,彩虹集团、上海欧蓝、崇高百货等传统国际奢侈品牌代理商扮演了重要作用。因为那时候奢侈品消费主要集中在三公消费和高端群体，对价格并不敏感,出境游购物也没有现在火热，导致那一阶段中国内地市场奢侈品定价普遍较高,代理运营商也因此获得了较高的超额利润。用一位从事多年国际时尚品牌运营业务的业内人士的话说，那个阶段的奢侈品行业是“躺着挣钱”的年代。

然而,2012 年至 2015 年期间，中国的奢侈品行业迅速陷入低迷，让许多前期快速扩张的奢侈品品牌代理商陷入经营困难,有的甚至难以继。尽管从 2016 年开始中国的奢侈品行业开始复苏,但那些中、小国际品牌代理商依然占不到太多便宜,因为此轮复苏是由大量中产阶级及年轻群体推动起来的，这类消费群体的需求具有更多的个性化、多样化特征,市场环境以往大不相同。新的市场环境对运营商的运营能力和管理能力要求更高,在粗放型市场环境成长起来的国际品牌代理商自然难以适应。

从全球来看,除了 LVMH、历峰、开云三大奢侈品集团以及爱马仕、香奈儿、Prada 等顶级品牌直营外,其余奢侈品品牌多以代理模式,或采用直营+代理模式扩张。从香港的经验看,品牌运营权资源大多集中在诸如九龙仓集团(旗下有俊思、华懿)、新世界集团(旗下有志品)、冯氏集团(旗下有利标品牌)等大集团手中,相比中小代理商，大集团在运营管理能力、资金实力、市场影响力、线上线下一体化能力等方面均具备更强的实力,自然能够更好地帮助国际品牌的市场推广。

我们认为，中国内地的奢侈品运营行业也将走香港模式，品牌运营权资源将逐步向大集团集中,奢侈品品牌运营行业也将迎来大规模“洗牌”，具备一定实力和资源的传统代理商逐步被大集团收购,而竞争实力和资源较弱的代理商将逐步被市场淘汰。

3.赫美集团携资本优势强势介入,已跻身奢侈品运营行业第一阵营

实际上,中国内地奢侈品品牌运营行业洗牌在 2017 年就已经开始,A 股上市公司赫美集团(002356.SZ)凭借其资本优势,开始了对国内奢侈品品牌运营行业的强势整合。先后收购了上海欧蓝、崇高百货、彩虹集团的中国大陆地区业务(包括臻乔时装、彩虹深圳、彩虹珠海、盈彩拓展 4 家企业)等多家国内领先的国际时尚奢侈品牌线下运营企业,并于 2018 年初公告计划收购国内领先的垂直奢侈品电商“尚品网”90%股权以及“和诚宇信”100%股权。

其中,上海欧蓝是国内老牌国际奢侈品牌代理商,拥有近 15 年的供应链管理经验,是全球一线品牌 Armani 在中国大陆的第一个代理商，至今已在各大城市拥有 60 多家不同品牌线的 Armani 店铺和多家 Armani 的折扣奥特莱斯店铺，并与 MCM、Ture Religion、Jil Sander、Dsquared2、Masion Martin Margiela、Furla 等国际知名品牌有着良好合作关系;崇高百货也是中国内地较早一批从事国际知名品牌服饰授权零售业务的公司，拥有逾 20 年的国际品牌运营管理经验,在温州、杭州、无锡、长沙、武汉、长春等地区代理 Armani、Hogan、DOLCE & GABBANA 等多个国际品牌，拥有数十家不同品牌线的 Armani、Hogan、DOLCE & GABBANA、BOSS 等店铺及奥特莱斯店铺。

彩虹集团则是中国奢侈品品牌零售领域的先锋，有着超过 30 年的国际奢侈品品牌运营和管理经验,总部设在中国澳门,在中国内地有 20 多年经营历史，目前彩虹时代在中国内地 22 个城市设立了 100 多间零售店，建立了中国最大的欧洲高级品牌零售网络。本次收购彩虹集团旗下的臻乔时装、彩虹深圳、彩虹珠海、盈彩拓展 4 家企业后,赫美集团完整承接了彩虹集团的中国大陆地区的业务。

“尚品网”则是中国做得最成功的垂直奢侈品电商之一,总部位于北京的尚品网在欧洲设有办事处,在香港拥有全球采购团队,目前尚品网拥有注册用户约 1000 万,10%为活跃用户,移动端使用率达到 85%。凭借良好的成长预期，尚品网”曾获得过雷军、高瓴资本、晨兴创投、成为资本等顶级 VC/PE 资本的投资。

对上述标的收购完成后，赫美集团在全国 50 多个城市的 150 多家高端商场中拥有 250 家左右的线下实体店网络,掌握的国际品牌运营权资源达到 40 个左右。以 Armani 品牌为例,赫美集团在完成上述收购后独占国内 80%的市场份额，渠道优势和话语权凸显。更重要的是,未来赫美集团还可将庞大的线下渠道及品牌运营权资源与“尚品网”的线上平台相融合,形成国内奢侈品品牌运营领域最具竞争力的线上、线下一体化平台。短短一年左右的时间，赫美集团凭借其资本优势经过一系列的行业

整合,已跻身中国奢侈品运营行业第一阵营。

4.掌握品牌运营权关键资源,线上线下资源整合打开未来成长空间

在收购多家国际奢侈品牌运营行业线上、线下优质渠道后,赫美集团下一步的任务是将这些渠道和品牌资源进行有效整合,形成合力,并在此基础上建立行业领先的竞争优势,目标是成为国内奢侈品品牌运营行业绝对的龙头企业。

为此,赫美集团不仅吸收了大批奢侈品品牌运营人才,还任命在国际奢侈品品牌运营领域有着 20 多年从业经验的于阳为公司总经理和董事。新管理层的上任,将帮助赫美集团通过各方面的资源整合,建立一套更加高效的运营和管理体系,将所收购的国际品牌运营领域的相关资产和资源捏合在一起,最大程度激活这些资产的经济效益和增长潜力。

赫美集团董事长王磊也曾向外部表示,公司未来的目标是打造奢侈品的垂直商业模式，利用已有的 20 多万优质会员的庞大体系,打造奢侈品领域线上线下融合发展的新模式。未来,赫美集团还将建设自己的大数据系统,利用互联网大数据挖掘寻找更多的潜在大客户,同时借助现有渠道网络搭建品牌互通的会员消费体系,通过整合各运营商原有会员,形成拥有超过 20 万高端消费人士的会员体系,打通品牌间、商场间资源渠道的共享协同,降低国际品牌在国内的购买成本，缩小品牌境内境外的差额空间,增强品牌在境内对国人的消费吸引力，引导海外高端消费回流国内。在时机成熟时,赫美集团还将拓展其他消费领域,如箱包、珠宝、红酒,以及未来培育的自由品牌产品等。

我们认为,除遍布全国的线下渠道以及高影响力的线上平台外，赫美集团一个最重要的核心优势就是其掌握的 40 个国际品牌运营权资源,因为全世界有影响力的国际奢侈品品牌是非常有限的,新进入者拿到国际奢侈品品牌运营权的难度非常大,一家公司掌握的品牌运营权越多,就意味着未来发展的主动权更大。

5.奢侈品运营板块有望在 2018 年大规模贡献业绩

从时间上看，赫美集团在 2017 年–2018 年上半年主要处在线上、线下渠道布局及品牌运营权资源整合阶段,加上崇高百货在 2017 年尚未完成股权过户，因此判断公司的国际奢侈品品牌运营板块 2017 年对上市公司的业绩贡献不会太大，但随着崇高百货和尚品网在 2018 年完成过户，以及公司的各项资源整合逐步推进，预计国际奢侈品品牌运营业务将从 2018 年下半年开始为赫美集团大规模贡献收入和利润。

依据公告，交易对方承诺崇高百货 2017 年–2019 年扣除非经常性损益的净利润分别为 3500 万元、5250 万元和 7875 万元;承诺彩虹集团(包括臻乔时装、彩虹深圳、彩虹珠海、盈彩拓展) 2018 年–2020 年扣除非经常性损益的净利润分别为 6900 万元、9960 万元和 1.35 亿元;虽然上海欧蓝未做利润承诺，但该公司 2016 年的 5.02 亿元营业收入要明显高于崇高百货的 4.31 亿元,谨慎估计上海欧蓝的利润实现情况与崇高百货相当。在不考虑资源融合效应的情况下,简单计算难得出赫美集团奢侈品运营板块 2018 年、2019 年扣除非经常性损益的净利润分别为 2.05 亿元和 2.92 亿元,这个数字还没考虑“尚品网”可能的盈利情况。

6.同类企业 Farfetch 估值 350 亿,赫美集团价值几何?

从全球范围内的同行对比来看，赫美集团的发展模式与英国知名奢侈品电商“Farfetch”较为相似。资料显示,Farfetch 总部位于伦敦,是一个享誉全球的时尚购物电商平台,与其他纯电商平台不同的是,Farfetch 高度认同实体店是零售体验的核心,并于 2015 年收购英国时装精品店 Browns，尝试开拓线下零售,旗下已拥有全球约 550 家合作买手集合店和 200 个合作品牌入驻,建立了全球性的线下实体店网络,形成了线上线下一体的全渠道布局。

凭借其爆发式的增长速度和良好的成长前景,Farfetch 早在 2016 年的估值就达到 15 亿美元,吸引了包括淡马锡、IDG 资本、Eurazeo 等在内的全球顶级创投机构参与投资;2017 年初，Farfetch 还获得了来自中国电商巨头京东的近 4 亿美元投资。据金融时报 3 月 11 日报道，Farfetch 目前正与摩根大通、高盛接触,筹备在美股上市,预期的上市后的估值达到 40 亿英镑(约 350 亿元人民币)。

我们认为,赫美集团与 Farfetch 的相同之处在于二者都采用了线上线下一体化的发展模式,且都掌握了大量的品牌运营权资源,不同之处是 Farfetch 面向全球客户,赫美集团目前还仅服务于中国客户。但考虑到全球奢侈品消费者 40%以上都集中在中国,赫美集团作为更了解中国消费者的本土企业,未来的发展空间未必会比 Farfetch 小。相比而言,赫美集团目前的二级市场市值仅为 90 亿元人民币,远远低于 Farfetch 的预期估值。从这个角度对比,是否意味着赫美集团的价值被市场低估? (CIS)