



信达证券
CINDA SECURITIES

Research and
Development Center

奢侈品珠宝：时光淬炼，奢华典藏

轻工制造

2025 年 11 月 27 日

并购家 免费行业报告网

IPOIPO.CN 每日更新 不用注册会员 无广告 永久免费

证券研究报告

行业研究

行业深度研究

轻工制造

投资评级

看好

上次评级

姜文镗 新消费行业首席分析师

执业编号：S1500524120004

邮箱：jiangwenqiang@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区宣武门西大街甲127号金隅大厦
B座

邮编：100031

奢侈品珠宝：时光淬炼，奢华典藏

2025 年 11 月 27 日

本期内容提要：

- **奢侈品行业增长放缓，但结构性韧性突出。**贝恩数据显示，2024 年全球个人奢侈品市场规模为 3640 亿欧元，同比微降 1%，但珠宝品类依然展现强大抗压能力。行业集中，**重奢珠宝品牌**凭借高溢价、高壁垒和**品牌沉淀主导市场**，CR5 提升至 42.6%，头部效应进一步加强。渠道层面，专卖店依然为主要销售阵地，但线上渗透率持续提升。**消费群体结构分化明显**。“Beyond Money”高净值客户贡献超过 20% 销售额，展现出极强的消费韧性和对经济周期的抗性，成为行业稳定器。以中产阶级为主的“**Aspirational**”群体在经济上行周期贡献突出，但对经济下行高度敏感，导致业绩波动加大。
- **奢侈品是梦想的贩卖者，满足消费者的精神需求。**奢侈品不仅是财富和社交地位的象征，更是情感、文化与个人品味的承载体。奢侈品通过满足消费者的社交需求和个人需求以发挥价值，精神价值在奢侈品消费中的占比持续提升。高净值人群更偏好品牌背后的历史传承、手工匠艺与独特美学，对品牌的情感认同日益成为购买决策的核心。与此同时，奢侈品牌通过严格的渠道管控、限量发售、持续提价等策略有效强化稀有性和独特性，在市场扩容与品牌稀缺性之间实现精细平衡。
- **奢侈品珠宝公司延续百年，历史沉淀造就雄厚壁垒。**通过对全球四大重奢珠宝品牌——蒂芙尼、宝格丽、卡地亚与梵克雅宝的发展脉络、品牌运营和财务特征的系统梳理，**当前奢侈品珠宝行业已形成极高的品牌壁垒和不可复制的历史积淀**。上述品牌凭借与权贵群体的深度绑定、经典产品的持续创新、工艺与设计的不断突破，以及对品牌独特性的极致维护，实现了百年品牌的长盛不衰，并持续引领行业审美和价值体系。当前，头部品牌在全球高净值人群中的影响力不断增强，品牌溢价能力突出，毛利率远高于大众珠宝企业。与此同时，四大品牌均在通过明星效应、艺术合作、限量发售等多元化手段，不断提升品牌稀缺性与文化价值，保证其在高端消费市场的主导地位。年轻化战略使其能够不断拓展新生代消费群体，提升客户粘性与复购率。**财务层面，龙头奢侈品集团**凭借品牌护城河和全球渠道掌控力，估值显著高于区域性珠宝企业。
- **中国悠久历史为本土奢侈品牌发展奠定坚实基础。**当前中国具备孕育本土奢侈珠宝品牌的多重有利条件，行业正处于由量变到质变的关键阶段。中国经济总量持续增长，人均收入和高净值人群数量稳步提升，2024 年中国消费者奢侈品消费金额维持万亿规模，2020-2024 年复合增长率近 5%。消费群体结构层面，**Z 世代崛起推动消费理念升级，更加青睐品牌文化、产品设计和个性化体验**，为本土高端品牌的成长提供了坚实基础。文化自信与传统工艺复兴为品牌价值注入独特内涵。中国历史悠久、非遗工艺丰富，消费者对国潮和传统文化认可度不断提升。以**老铺黄金**为代表的新兴高端品牌，通过非遗工艺与现代设计

的结合，实现了品牌溢价与市场认可，上市后表现抢眼，成为本土奢侈珠宝品牌突围的典型案列。未来行业发展重点关注四大方向：一是持续深耕中华文化内涵与工艺创新，打造差异化产品壁垒；二是加快品牌建设和高端渠道渗透，提升品牌认知度与忠诚度；三是注重客户体验，实现高质量客户管理；四是权衡可得性与稀缺性、独特性的关系，如何在发展前期打响品牌知名度的同时维持品牌形象不滑落，是每一个新进玩家都要经历的考验。随着我国经济结构优化和文化自信增强，中国有望在未来孕育出具有全球影响力的奢侈品牌。

- **投资评级：**看好
- **风险因素：**消费复苏不及预期，国情差异导致奢侈品牌发展路径不同，行业竞争加剧。



目录

一、奢侈品的前世今生	9
1. 因社会分层而诞生，成为阶级的象征	9
2. 奢侈珠宝作为核心品类，市场表现稳健	10
二、消费者为何购买奢侈品？谁在买奢侈品？	12
1. 精神需求为购买奢侈品珠宝的主要原因	12
2. 高端消费群体构成基本盘，进取型消费者构成增量	12
三、奢侈品的本质——梦想贩卖者	15
1. 奢侈品是梦想的象征	15
2. 稀有性和独特性铸就高端定位	18
3. 奢侈品牌价值的开发	21
四、奢侈品珠宝品牌如何打造各自的品牌价值	24
1. 蒂芙尼 (Tiffany)：世界知名的美国钻石品牌	24
2. 宝格丽 (Bvlgari)：罗马顶级珠宝商，意大利艺术的象征	29
3. 卡地亚 (Cartier)：高端珠宝之王	33
4. 梵克雅宝 (Van Cleef & Arpels)：诗意设计的典范	37
5. 四大重奢珠宝品牌如何确保长盛不衰	40
五、奢侈品公司的财务特点与估值	46
六、中国能否诞生自己的奢侈珠宝品牌	48
1. 国际奢侈品牌蓬勃发展的外部条件	48
2. 中美发展阶段对比分析	53
3. 中国能否诞生自己的奢侈品牌	55
风险因素	61

表目录

表 1：部分奢侈品牌诞生时间	9
表 2：LVMH、历峰集团、开云集团旗下部分奢侈品牌	10
表 3：LV 于 25 年 8 月又一次提价	21
表 4：2024 年世界品牌 500 强中，排名前 200 名的奢侈品企业	25
表 5：1900-1910 年法、英、德三国工业指标变化 (%)	49
表 6：法国、意大利部分奢侈品牌诞生时间	49

图目录

图 1：日本个人奢侈品市场规模、YoY VS GDP-YoY (十亿日元, %)	10
图 2：中国个人奢侈品市场规模、YoY VS GDP-YoY (亿元, %)	10
图 3：全球个人奢侈品市场规模及 YoY (十亿欧元, %)	11
图 4：个人奢侈品细分品类表现及 YoY (十亿欧元, %)	11
图 5：奢侈珠宝品牌竞争格局 (%)	11
图 6：奢侈珠宝品牌 2024CR 于 2019-2024 年占比变化 (%)	11
图 7：奢侈珠宝各渠道销售占比 (%)	12
图 8：马斯洛需求理论	12
图 9：消费者购买奢侈品对应需求	12
图 10：奢侈品消费群体划分及变化	13
图 11：不同类型消费品“Aspirational”群体占比 (%)	13
图 12：引起 VIC 客户反感的原因	14
图 13：VIC 客户购物过程中得到的负反馈 (%)	14
图 14：Beyond Money 和 Aspirational 对经济波动的感知 (%)	15
图 15：消费者未来购买奢侈品计划 (%)	15
图 16：Beyond Money 和 Aspirational 的奢侈品消费金额波动 VS GDP-YoY (%)	15
图 17：奢侈品整体业绩波动 VS GDP-YoY (%)	15

图 18: 香奈儿、YSL 的大 logo 手袋	16
图 19: 消费者对大 logo 产品的看法 (%)	16
图 20: 格蕾丝·凯莉与爱马仕	17
图 21: 唐·皮埃尔·培里侬和唐培里侬香槟	17
图 22: 拉夫劳伦赞助“盖茨比”和其店铺布置	17
图 23: 手工制作的马仕	18
图 24: LV 涨价前夕多处门店排队	18
图 25: 爱马仕限量款铂金包, 采用珍贵巨蜥皮	19
图 26: 爱马仕“喜马拉雅”铂金包, 对鳄鱼皮级染色, 难度极高	19
图 27: 香奈儿创始人加布里埃尔·香奈儿	19
图 28: 保时捷官网宣传图	20
图 29: LV 面向核心客户的非公开活动 (LV 于蔡氏中心云楼发布 2023 高级腕表)	20
图 30: 杰尼亚于 2024 年在上海推出“杰尼亚私邸”项目仅对受邀嘉宾开放一周	20
图 31: LV、香奈儿旗下部分产品提价历史 (美元)	21
图 32: LV、香奈儿 2022 年价格 VS 通胀调整后价格 (美元)	21
图 33: 改变品牌知名度和顾客范围创造梦想的方式的四种情形	22
图 34: 奢侈品品牌结构图	22
图 35: 香奈儿最经典的 5 号香水 (左: 1912 年 5 号香水漫画, 右: 新款 5 号香水)	23
图 36: 爱马仕经典凯莉包	23
图 37: 香奈儿推出滑雪套装 (左) 施华洛世奇推出雪镜 (右)	23
图 38: LV 入门款 POCHETTE ACCESSOIRES, ¥10800	24
图 39: 香奈儿入门级产品 WOC, 价格\$4650	24
图 40: 宝格丽 2024 年月发布 Octo Finissimo Ultra	24
图 41: 保时捷新款 911 Turbo S 刷新纽北圈速纪录	24
图 42: 蒂芙尼全球珠宝销售额及 YoY (亿美元, %)	25
图 43: 蒂芙尼中国珠宝销售额及 YoY (亿元, %)	25
图 44: 蒂芙尼美国市场表现 (%)	25
图 45: 蒂芙尼消费者年龄分布 (%)	25
图 46: 蒂芙尼消费者性别构成 (%)	26
图 47: 蒂芙尼消费者收入分布 (%)	26
图 48: 蒂芙尼蓝邮购目录	26
图 49: 蒂芙尼黄钻	26
图 50: Tiffany Setting 六爪钻戒	27
图 51: 老蒂芙尼收购的法国珠宝	27
图 52: 1929-1980 美国 GDP 及 YoY (十亿美元, %)	27
图 53: 1980-2000 日本 GDP 及 YoY (千亿日元, %)	27
图 54: Jean Schlumberger 的多款经典设计	27
图 55: 《蒂芙尼的早餐》	27
图 56: 蒂芙尼为美网公开赛打造的奖杯	28
图 57: Tiffany T 系列	28
图 58: 蒂芙尼 FY2003-FY2014 业绩 (百万美元)	28
图 59: Tiffany Knot 系列	29
图 60: Tiffany Lock 系列	29
图 61: 翻修后的蒂芙尼纽约旗舰店	29
图 62: Jay-z、碧昂斯出演蒂芙尼宣传片, 碧昂斯佩戴蒂芙尼黄钻	29
图 63: 宝格丽全球珠宝销售额及 YoY (亿美元, %)	29

图 64: 宝格丽中国珠宝销售额及 YoY (亿元, %)	29
图 65: 宝格丽美国市场表现 (%)	30
图 66: 宝格丽消费者年龄分布 (%)	30
图 67: 宝格丽消费者性别构成 (%)	30
图 68: 宝格丽消费者收入分布 (%)	30
图 69: 宝格丽旗舰店 1905 (左) 现状 (右)	31
图 70: 宝格丽于 20 世纪初推出的珠宝饰品	31
图 71: 早期的宝格丽 Serpenti 系列腕表	31
图 72: 伊丽莎白泰勒拍摄《埃及艳后》佩戴宝格丽 Serpenti 腕表	31
图 73: 宝格丽在 1950-1960 年代推出的珠宝饰品	32
图 74: 宝格丽括号系列	32
图 75: 宝格丽 B.zero1 戒指	32
图 76: Bvlgari Bvlgari 系列腕表	33
图 77: 宝格丽香水	33
图 78: 宝格丽巴里岛度假村	33
图 79: 宝格丽 Octo 系列腕表	33
图 80: 翻修后的宝格丽旗舰店	33
图 81: 卡地亚全球珠宝销售额及 YoY (亿美元, %)	34
图 82: 卡地亚中国珠宝销售额及 YoY (亿元, %)	34
图 83: 卡地亚美国市场表现 (%)	34
图 84: 卡地亚消费者年龄分布 (%)	34
图 85: 卡地亚消费者性别构成 (%)	34
图 86: 卡地亚消费者收入分布 (%)	34
图 87: 路易-弗朗索瓦·卡地亚	35
图 88: 玛蒂尔德·波拿巴公主	35
图 89: 卡地亚巴黎精品店 (左) 纽约精品店 (右)	35
图 90: 爱德华七世的皇室认证	35
图 91: “三位一体” Trinity 系列戒指	36
图 92: 卡地亚埃及风格藏品 (左) 充满印度风情的 Tutti Frutti 系列 (右)	36
图 93: 卡地亚含有猎豹元素的腕表 (左) 和胸针 (右)	36
图 94: 卡地亚 Santos 腕表 (左) TANK 腕表 (右)	36
图 95: 卡地亚 Love 手镯 (左) 和 Nail 手镯 (右)	37
图 96: 卡地亚 Les Must de Cartier 系列	37
图 97: 卡地亚新款 TANK 系列	37
图 98: 卡地亚新款 Trinity 系列	37
图 99: 翻修后的卡地亚巴黎精品店	37
图 100: 梵克雅宝全球珠宝销售额及 YoY (亿美元, %)	38
图 101: 梵克雅宝中国珠宝销售额及 YoY (亿元, %)	38
图 102: 梵克雅宝美国市场表现 (%)	38
图 103: 梵克雅宝消费者年龄分布 (%)	38
图 104: 梵克雅宝消费者性别构成 (%)	38
图 105: 梵克雅宝消费者收入分布 (%)	38
图 106: 梵克雅宝法国门店	39
图 107: 梵克雅宝装饰艺术运动的几何造型与埃及元素的融合后的作品	39
图 108: 梵克雅宝 Cadenas 腕表	39
图 109: 为爱德华八世打造的珠宝 (左 1, 2) 为埃及公主法伊莎设计的胸针 (右 1)	39

图 110: 梵克雅宝纽约门店	40
图 111: 梵克雅宝小精灵 (左) 芭蕾舞女 (右) 发夹	40
图 112: 梵克雅宝经典的四叶草系列问世	40
图 113: 梵克雅宝 Frivole 系列	40
图 114: 梵克雅宝 Perlee 系列戒指	40
图 115: 梵克雅宝中国香港太子门店	40
图 116: 摩纳哥亲王兰尼埃三世为格蕾丝·凯利挑选卡地亚订婚戒指	41
图 117: Paola Senni 伯爵夫人和 Dorothy di Frasso 伯爵夫人都是宝格丽的客户	41
图 118: 林肯为妻子购买的蒂芙尼项链和耳环/杰奎琳·肯尼迪钟爱的蒂芙尼手镯	41
图 119: 伊丽莎白与奢侈珠宝	41
图 120: 卡地亚品牌大使	41
图 121: 宝格丽代言人	41
图 122: 蒂芙尼为众多赛事打造奖杯	42
图 123: Lady Gaga 佩戴蒂芙尼传奇黄钻出席奥斯卡颁奖典礼	42
图 124: 卡地亚当代艺术基金会	42
图 125: 威尼斯影展与卡地亚联合颁发《卡地亚电影人荣誉奖》	42
图 126: 托洛尼亚收藏馆中希腊和罗马大理石雕像	42
图 127: 梵克雅宝同芭蕾舞团合作芭蕾舞剧	42
图 128: 卡地亚经典设计: 猎豹 (左), 几何与鲜艳色彩的结合 (右)	43
图 129: Tank 腕表经典设计的延续与创新	43
图 130: 梵克雅宝四叶草元素的不断变种	43
图 131: 蒂芙尼从历史中挖掘设计灵感	43
图 132: 蒂芙尼蓝 (左) 蒂芙尼独有的钻石检验标准 (右)	44
图 133: LV 与梵克雅宝的“侵权”官司	44
图 134: 早期蒂芙尼六爪镶嵌钻戒	44
图 135: 卡地亚花环风格饰品	44
图 136: 蒂芙尼参与设计的美国国徽, 以及在南北战争中为将领打造的佩剑	45
图 137: 卡地亚在二战前后根据法国现实所设计的笼中鸟 (左) 和自由鸟 (右) 胸针	45
图 138: 宝格丽从罗马建筑中选取设计元素	45
图 139: 蒂芙尼不同类别珠宝占比 (%)	46
图 140: 蒂芙尼不同类别珠宝均价 (美元)	46
图 141: 卡地亚珠宝学院	46
图 142: 梵克雅宝巴黎艺术学院	46
图 143: 毛利率对比 (%)	47
图 144: 净利率对比 (%)	47
图 145: 销售费用率对比 (%)	47
图 146: 管理费用率对比 (%)	47
图 147: 不同公司估值对比	47
图 148: 美国人均 GDP 和人均珠宝首饰及钟表消费金额 (美元)	48
图 149: 美国人均 GDP—YoY 和人均珠宝首饰及钟表消费金额 YoY (%)	48
图 150: 1948-1955 意大利工业指数及 YoY (1938=100, %)	49
图 151: 意大利人均 GDP 和全要素生产率累计增长率 (1890=1)	49
图 152: 奢侈品需求收入弹性	50
图 153: 日本人均可支配收入 (日元, 右) 与奢侈品销售额 (百万日元, 左)	50
图 154: UHNW 女性 (内) 和男性 (外) 的资产配置比例 (%)	50
图 155: 传统女性服饰 (左) 与香奈儿粗花呢西装 (右)	51

图 156: YSL “吸烟装”	51
图 157: 奢侈品行业的“粉红税”(美元, 2016)	51
图 158: 1967-2023 年美国基尼系数	52
图 159: 1971-2023 美国不平等情况(%)	52
图 160: 基尼系数与品牌搜索趋势的相关性	52
图 161: 福布斯 CLEWI 指数	53
图 162: 中美 GDP 总量及 YoY 对比(万亿美元, %, 汇率采用统计局发布的年平均汇率) ..	53
图 163: 中美人均 GDP 对比(美元, 汇率采用统计局发布的年平均汇率)	54
图 164: 中美按购买力平价计算 GDP(千亿国际元)	54
图 165: 中美按购买力平价计算人均 GDP(国际元)	54
图 166: 中美女性就业率对比(%)	54
图 167: 1971-2023 美国不平等情况(%)	55
图 168: 1995-2023 年我国收入结构(%)	55
图 169: 1997-2023 年, 中、美两国基尼系数对比	55
图 170: 中国消费者年奢侈品支出金额及 YoY(十亿元, %)	55
图 171: 被认为是奢侈品的中国消费品(%)	56
图 172: 《诸神之宴》(局部)中的中国瓷器	56
图 173: 周大福盛世华彩·传承系列, 采用篆刻等唐代工艺	56
图 174: 老铺黄金非遗工艺(锤揲, 花丝)	56
图 175: 中国本土品牌的优势(%)	57
图 176: 什么样的品牌可以被定义为中国本土奢侈品牌(%)	57
图 177: 中国居民人均可支配收入、人均消费支出及 YoY(元, %)	57
图 178: 个人可投资资产超 1 千万的人数及 YoY(万人, %)	58
图 179: 高净值人群可投资资产规模及 YoY(万亿元, %)	58
图 180: 我国奢侈品消费者构成(按消费金额, %)	58
图 181: 我国奢侈品消费者构成(按年龄, %)	58
图 182: Z 世代消费者关注哪类奢侈品(%)	59
图 183: 使 Z 世代对品牌产生好感的因素(除设计好看外, %)	59
图 184: 能引起共鸣的品牌理念(%)	59
图 185: 对待涨价的态度(%)	59
图 186: 消费者了解的中国奢侈品牌(%)	60
图 187: 老铺黄金经营数据(亿元, %)	60

一、奢侈品的前世今生

1. 因社会分层而诞生，成为阶级的象征

奢侈品指的是超出人们生存与发展需要范围的、具有独特、稀缺、珍奇等特点的消费品。广义上的奢侈品包含个人奢侈品、豪华汽车、豪华酒店、高端酒水、高端餐饮、高品质家具家居、私人飞机/游艇，豪华游轮和艺术品，其中，个人奢侈品一般为消费者日常生活中所经常提及的主要奢侈品类。

奢侈品在社会分层与民主化的双重作用下，从贵族专属转变为大众可及的身份象征，成为新的社会分层标签。奢侈品最初因社会分层而服务于少数贵族，随着民主化进程，社会分层减弱，但奢侈品却更加繁荣，成为更多人通过消费实现自我定位的方式。尽管阶级界限模糊，人们对分层的需求却未消失，奢侈品逐渐成为新的社会标签，代表新的社会分层的表现形式。

奢侈品从皇室贵族专属逐渐转变为现代富裕阶层的身份象征，其普及与工业革命和社会结构变革密切相关。奢侈品的发展伴随着社会阶层的变迁与民主化进程。自人类历史早期，领导者或团体专属的奢侈品便已出现，如法老的香水和皇帝的贡品。到了 19-20 世纪，**西方民主思想和工业革命推动了奢侈品的普及**，欧洲著名品牌如爱马仕、卡地亚、LV 等相继诞生。原本只属于皇室的奢侈品开始被新兴富豪阶级消费，用以展示身份和财力。奢侈品成为上流社会的象征，也承载了人们跨越阶级的梦想。工业革命不仅带来生产力提升，也使**奢侈品牌逐步由手工作坊转向企业化经营**，满足了日益增长的市场需求

表 1：部分奢侈品牌诞生时间

奢侈品牌	诞生时间	诞生地点	主营产品类
爱马仕（Hermes）	1837	法国	皮具、手袋
蒂芙尼（Tiffany）	1837	美国	珠宝
卡地亚（Cartier）	1847	法国	珠宝、腕表
路易威登（Louis Vuitton）	1854	法国	手袋
宝格丽（Bvlgari）	1884	意大利	珠宝
梵克雅宝（Van Cleef & Arpels）	1906	法国	珠宝
香奈儿（Chanel）	1910	法国	时装、香水
迪奥（Dior）	1946	法国	服饰、手袋

资料来源：各公司官网，信达证券研发中心

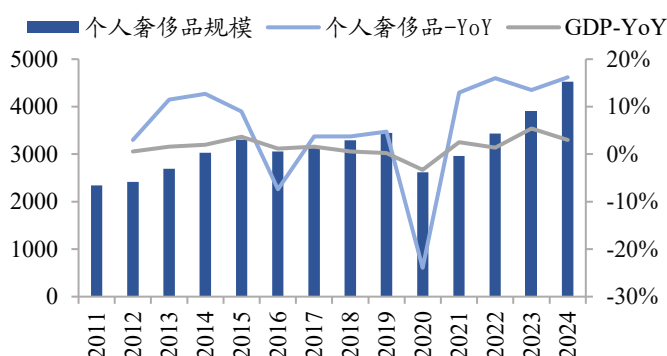
二战后，经济发展和中产阶级的崛起推动了奢侈品消费的扩张。二战后，随着经济不断发展和消费者收入提升，奢侈品消费群体进一步扩大，美国崛起为全球中心，诞生拉夫劳伦、蔻驰等新奢侈品牌。同时，好莱坞对时尚界的影响加大，品牌通过明星提升知名度。

20 世纪 80 年代后，奢侈品行业通过集团化并购和全球化扩张实现了快速发展。该时期，奢侈品行业进入合并整合阶段，LVMH、历峰、开云等奢侈品集团相继成立并开启各自的扩张步伐，**行业重心转向大集团**。随着新兴市场经济发展，日本、中国等成为奢侈品牌业绩的重要增长点，推动了奢侈品行业的全球化布局。

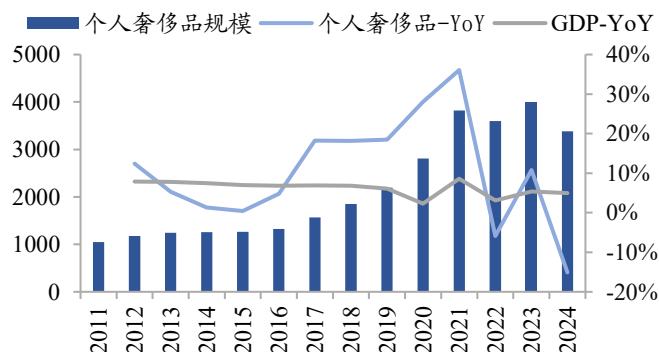
表 2: LVMH、历峰集团、开云集团旗下部分奢侈品牌

集团名称	业务分类	品牌名称	集团名称	业务分类	品牌名称
LVMH	时装与皮具	赛琳 (Celine)	历峰	腕表	梵克雅宝 (Van Cleef & Arpels)
		迪奥 (Dior)			积家 (Jaeger-Le Coultre)
		芬迪 (Fendi)			江诗丹顿 (Vacheron Constantin)
		纪梵希 (Givenchy)			万国 (IWC Schaffhausen)
		KENZO			名士 (Baume & Mercier)
	珠宝与腕表	罗意威 (Loewe)		时尚&配饰/其他	登喜路 (Dunhill)
		路易威登 (Louis Vuitton)			蔻依 (Chloe)
		日默瓦 (Rimowa)			Peter Millar
		宝格丽 (Bvlgari)		珠宝	宝曼兰朵 (Pomellato)
		蒂芙尼 (Tiffany)			宝诗龙 (Boucheron)
历峰	珠宝	尚美巴黎 (Chaumet)	开云	时装及皮具	古驰 (Gucci)
		泰格豪雅 (TAG Heuer)			圣罗兰 (Saint Laurent)
		布契拉提 (Buccellati)			巴黎世家 (Balenciaga)
开云	珠宝	卡地亚 (Cartier)			葆蝶家 (Bottega Veneta)

资料来源: 各公司官网, 信达证券研发中心

图 1: 日本个人奢侈品市场规模、YoY VS GDP-YoY (十亿日元, %)


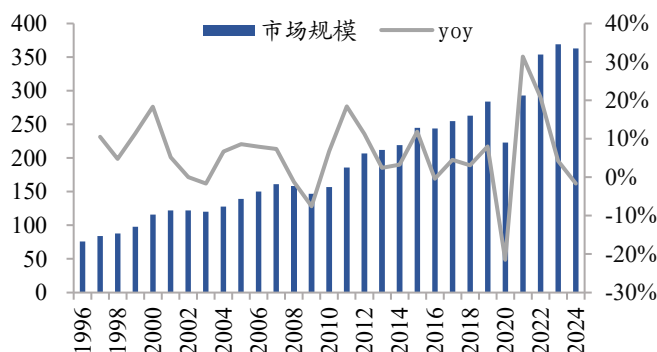
资料来源: iFind, 欧睿, 信达证券研发中心

图 2: 中国个人奢侈品市场规模、YoY VS GDP-YoY (亿元, %)


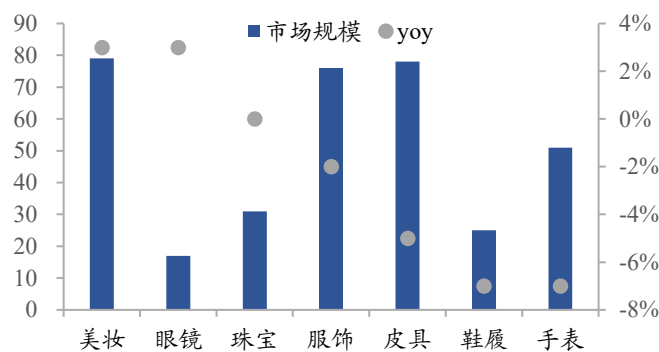
资料来源: iFind, 欧睿, 信达证券研发中心

2. 奢侈珠宝作为核心品类, 市场表现稳健

2024 年, 全球个人奢侈品市场遭遇 15 年来首度下降 (排除疫情期间业绩), 珠宝品类展现强劲韧性。根据贝恩咨询发布数据, 2024 年全球个人奢侈品市场规模达 3640 亿欧元, 相较 2023 年同比减少 1.36%, 2019-2024 的 CAGR 为 5%。2024 年全球个人奢侈品市场为 15 年内首次下降 (不考虑疫情影响下的 2022 年), 其中美妆个护、眼镜和珠宝品类相较 2023 年表现相对优异。

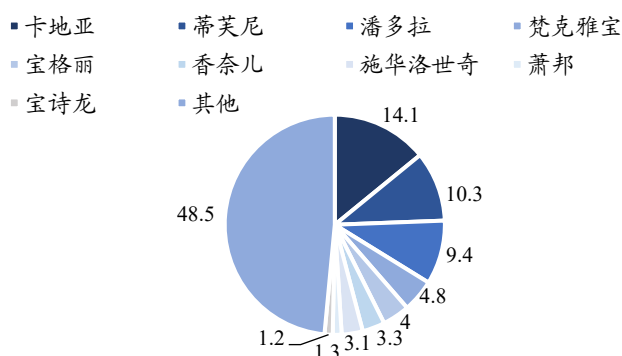
图 3：全球个人奢侈品市场规模及 YoY（十亿欧元，%）


资料来源：贝恩，Altagamma，信达证券研发中心

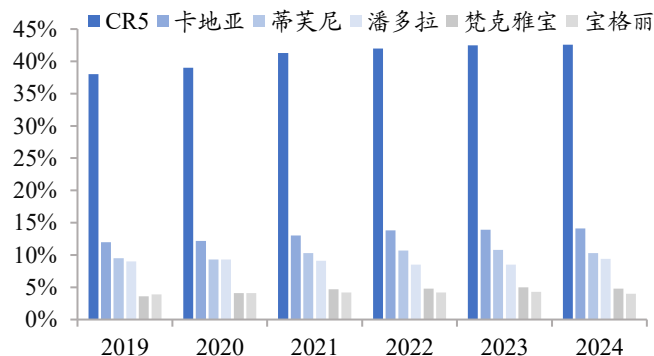
图 4：个人奢侈品细分品类表现及 YoY（十亿欧元，%）


资料来源：贝恩，Altagamma，信达证券研发中心

竞争格局层面，重奢珠宝品牌占据奢侈珠宝品类的主要份额。根据产品价格、材质，消费群体等因素，可以将奢侈珠宝分为重奢珠宝和轻奢珠宝。重奢珠宝定价更为高昂，其消费群体消费能力和社会地位均强于轻奢珠宝。在全球奢侈品珠宝市场中，重奢珠宝品牌占据主要份额。排名前五的品牌中，仅有潘多拉为轻奢品牌，其余四家皆为重奢品牌。奢侈珠宝行业的集中度近些年持续提升，2024 年奢侈珠宝 CR5 达 42.6%。

图 5：奢侈珠宝品牌竞争格局（%）


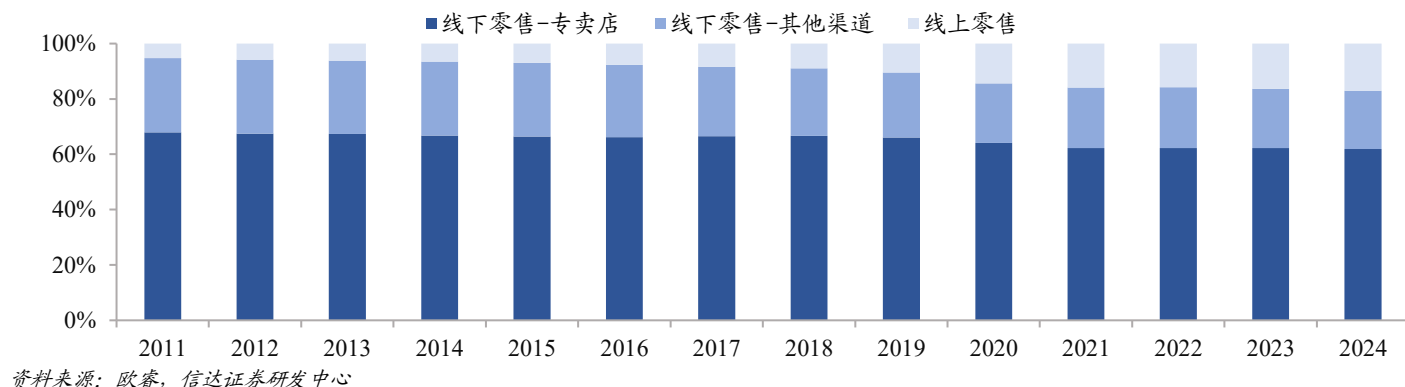
资料来源：欧睿，信达证券研发中心

图 6：奢侈珠宝品牌 2024CR 于 2019-2024 年占比变化（%）


资料来源：欧睿，信达证券研发中心

分渠道看，线下渠道占据主要地位，专卖店是奢侈珠宝销售的主要途径。受奢侈品高端品牌形象和维护稀缺性的经营策略影响，线下渠道依旧是奢侈珠宝销售的主要途径。根据欧睿，2024 年奢侈珠宝线下渠道销售占比为 83%，其中，专卖店渠道占比 62%，百货公司零售渠道占比 21%。受益于疫情，线上渠道占比自 2020 年来显著提升，2024 年线上渠道占比达 17%，相较 2019 年提升 7pct。

图 7：奢侈品珠宝各渠道销售占比（%）



二、消费者为何购买奢侈品？谁在买奢侈品？

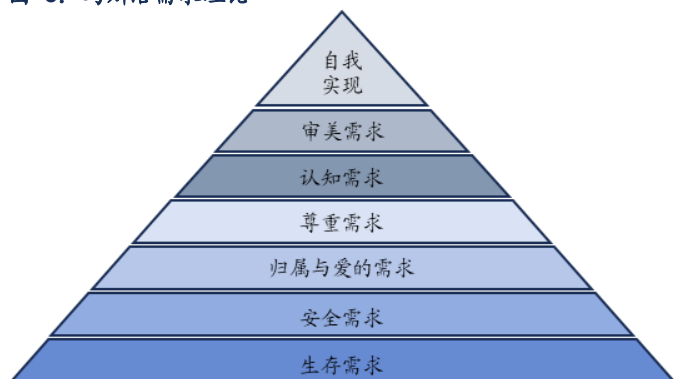
1. 精神需求为购买奢侈品珠宝的主要原因

奢侈品具备双重性，分别是“给他人的奢侈品”和“给自己的奢侈品”。奢侈品的双重性分别对应消费者的社交需求（外在动机）和个人需求（内在驱动）。社交需求注重同外部环境的交流，消费者借助奢侈品彰显社会地位或是获得他人在社交层面的认可。个人需求则更注重借助奢侈品凸显个人特色、表达品味。

消费者最初购买奢侈品时，社交需求是主要驱动力，追求的是与社会地位相关的社会利益。根据马斯洛的需求层次理论，消费者对奢侈品的社交需求和个人需求分别对应尊重需求和审美需求。在最开始，消费者寄希望于通过奢侈品获得他人的尊重和认可，满足自身的尊重需求。奢侈品此时扮演着社会标签的角色，象征着人们对上流社会的渴望。

消费者在社会需求得到一定满足后，开始寻求个人需求的满足。随着个人财富的不断积累和自我认知的不断提升，在顶尖阶层中，社交层面基本不再拥有更大的上升空间。此时，财富不再是衡量个体的唯一尺度，品味或价值观的重要性不断凸显。奢侈品牌开始向个人符号转变，消费者在购买奢侈品时，更看重品牌的特色、理念或是文化背景等要素。

图 8：马斯洛需求理论



资料来源：攻硬营销，信达证券研发中心

图 9：消费者购买奢侈品对应需求

社交需求	个人需求
彰显身份、地位 赢得尊重、认同 阶级跨越象征	彰显个人品味 享乐主义 追求高质量生活 投资、保值需求

资料来源：Hua-Chuan Chang 《Value-Based Segmentation of Luxury Consumption Behavior》，信达证券研发中心

2. 高端消费群体构成基本盘，进取型消费者构成增量

“Beyond Money”和“Aspirational”消费者是奢侈品牌的主要消费群体构成。根据BCG发布的《全球奢侈

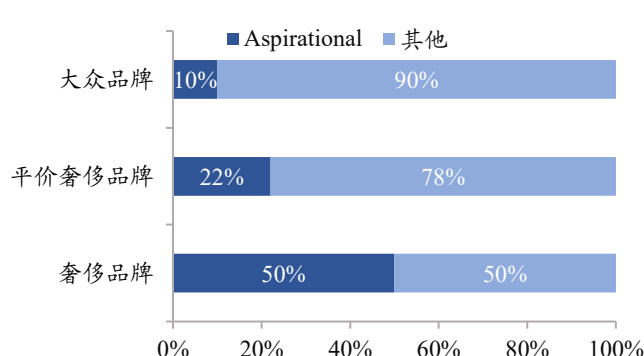
品消费者洞察》，根据每年在奢侈品上的支出金额不同，将奢侈品消费者分为“Beyond Money”、“Absolute”以及“Aspirational”三类。“Beyond Money”指的是奢侈品年消费金额大于5万欧元的消费群体，该群体年平均消费金额为35万欧元。“Aspirational”为奢侈品年消费金额低于5000欧元的消费群体，该群体年平均消费金额为1.5万欧元。“Absolute”群体的奢侈品年消费金额介于5000到5万欧元之间。

图 10：奢侈品消费群体划分及变化

客群		人数（百万）			消费金额（十亿欧元）		
		2013	2023	2024	2013	2023	2024
50k€	Beyond Money	0.3	0.6	0.6	88	215	236
		0.1%	0.1%	0.1%	12%	21%	23%
20k€	Top Absolute	1.3	1.7	1.8	24	44	48
		0.3%	0.4%	0.4%	3%	4%	5%
5k€	Entry Absolute	14	16	17	77	106	115
		4%	4%	4%	11%	11%	11%
2k€	Top Aspirational	19	24	22	69	66	60
		5%	6%	5%	9%	7%	6%
<2k€	Other Aspirational	354	392	383	479	569	563
		91%	90%	90%	65%	57%	55%

资料来源：BCG，信达证券研发中心

图 11：不同类型消费品“Aspirational”群体占比（%）

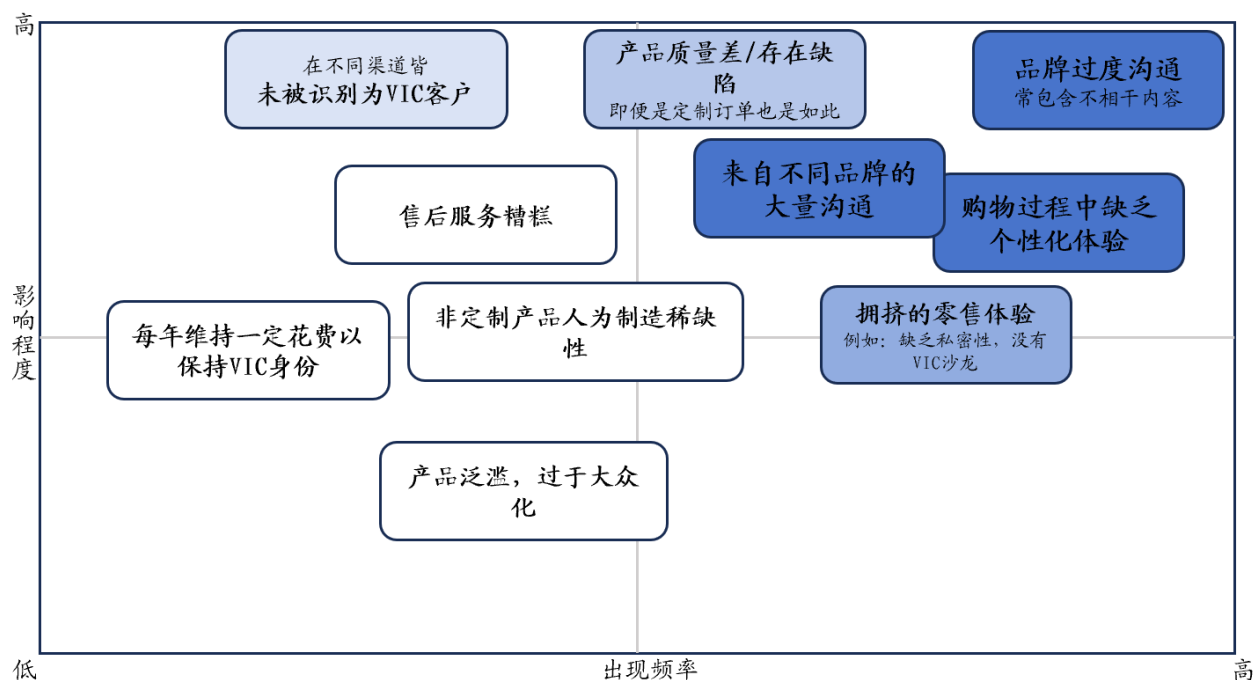


资料来源：McKinsey，信达证券研发中心

“Beyond Money”是奢侈品牌的定海神针，保证奢侈品牌在经济下行周期业绩的稳定。“Beyond Money”是奢侈品牌最稳定、核心的消费群体，构成奢侈品牌业绩的核心支撑。该群体在数量上虽然仅占0.1%，但在销售额上却贡献23%的份额，且销售额占比近些年不断提升。“Beyond Money”代表的是位于全球消费市场顶端的一类群体。此类群体在全球人口中仅占3%，但却拥有全球40%的财富，这一群体中2/3的成员构成了奢侈品牌的“Beyond Money”。

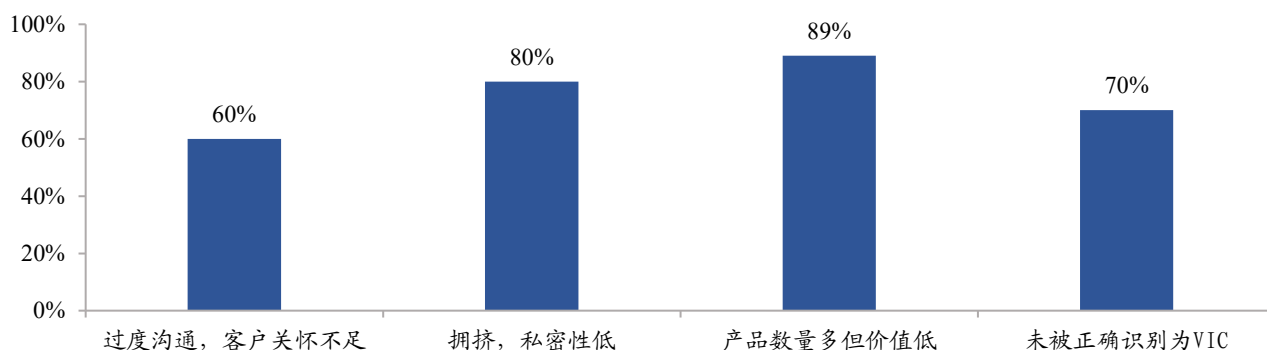
经济周期的波动很难对“Beyond Money”的财富、地位造成实质性影响，使得需求的价格弹性很低。雄厚的财富也使得他们不需要通过奢侈品来作为社会地位的证明，奢侈品在“Beyond Money”的消费观念里更多的是一种基础型消费。“Beyond Money”在购买奢侈品时，看中的不再是社交价值，而更多是满足个人需求，注重品牌的服务质量，精美材质，以及品牌理念是否符合其品味和价值观。其在购物中重视一对一的交流和私密性，产品的质量表现以及对其身份的精准识别，但近些年奢侈品为快速扩张，在上述方面没有很好的满足其对应需求。

图 12: 引起 VIC 客户反感的原因



资料来源: BCG, 信达证券研发中心

图 13: VIC 客户购物过程中得到的负反馈 (%)

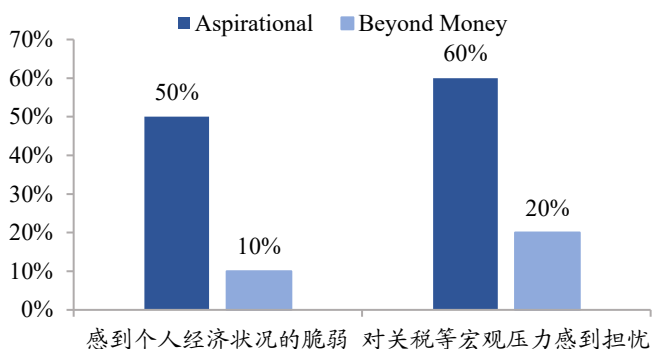


资料来源: BCG, 信达证券研发中心

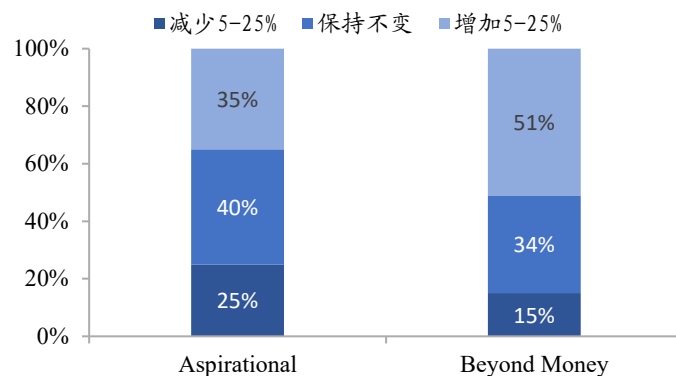
“**Aspirational**”是奢侈品牌的波动来源，为奢侈品牌在经济上行周期业绩贡献增量。此类群体是奢侈品牌消费群体中数量最多的群体，占比达95%，销售额占比为61%。抛开财富上的差距，“**Aspirational**”与“**Beyond Money**”的不同在于，“**Beyond Money**”的心态为“作为上流社会的一份子，我本就该拥有奢侈品”，而“**Aspirational**”则是“我需要购买奢侈品，来证明我实现了阶级跨越的梦想”。“**Aspirational**”的奢侈品消费需求对经济波动的敏感性很高。经济处于上行周期，此类群体将购买奢侈品作为阶级跨越的佐证。经济下行时，奢侈品这类不具备实用价值的消费品成为其优先放弃的领域。根据 BCG 发布的《全球奢侈品消费者洞察》，“**Aspirational**”消费者的消费金额占比由 2023 的 64%下降至 2024 年的 61%。

面对经济波动的脆弱性使得“**Aspirational**”群体的消费需求随着经济周期而波动，其波动放大了 GDP 波动对奢侈品业绩的影响，但又因“**Beyond Money**”群体的存在，使得奢侈品在经济下行周期的下限得到保证。

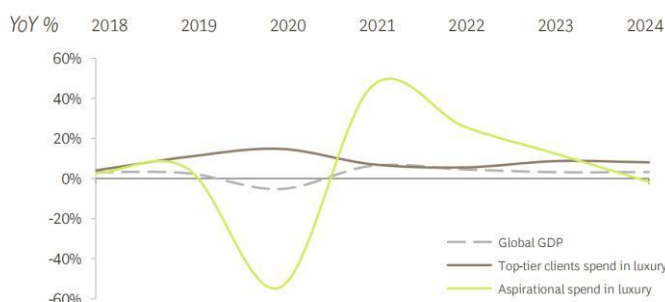
“**Aspirational**”中有 35%的人群在过去 12 个月内减少或停止了在奢侈品上的花费，有 25%的人群表示在未来会减少在奢侈品上的消费。

图 14: Beyond Money 和 Aspirational 对经济波动的感知 (%)


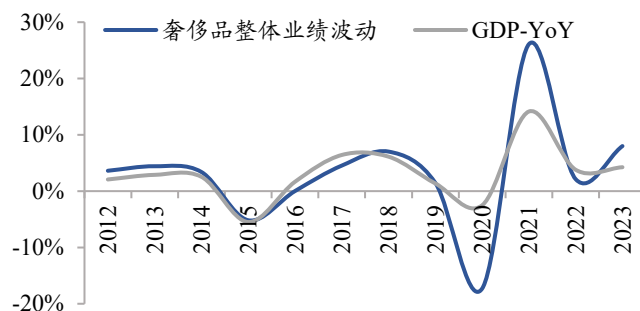
资料来源: BCG, 信达证券研发中心

图 15: 消费者未来购买奢侈品计划 (%)


资料来源: BCG, 信达证券研发中心

图 16: Beyond Money 和 Aspirational 的奢侈品消费金额波动 VS GDP-YoY (%)


资料来源: BCG, 信达证券研发中心

图 17: 奢侈品整体业绩波动 VS GDP-YoY (%)


资料来源: 欧睿, 信达证券研发中心

三、奢侈品的本质——梦想贩卖者

1. 奢侈品是梦想的象征

奢侈品是消费者梦想的载体, 蕴含着消费者对阶级跨越和美好生活的向往。同其他消费品的差别在于, 实用价值是消费者购买其他消费品时的首要考量因素, 而购买奢侈品时, 消费者更注重其带来的精神价值。这使得消费者对奢侈品的评价非常主观, 比如: 不同个体生活环境和经济水平各有差异, 同一款商品对一个人来说可能唾手可得, 算不上奢侈品, 但在别人中这可能就是他认定的奢侈品。不同品类的奢侈品呈现不同的特点, 通过对比总结, 我们可以发现**奢侈品具备以下关键特征:**

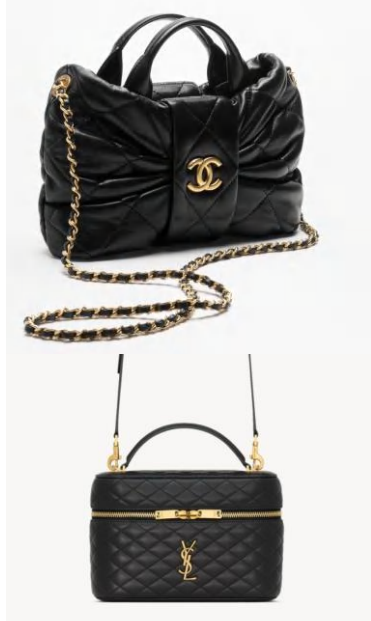
- 1. 独特性。**奢侈品从不强调定位, 而是注重打造独特品牌形象。独特性是使得单一奢侈品牌有别于普通消费品或其他奢侈品同行的关键。
- 2. 稀有性。**奢侈品是服务于少数人的商品。奢侈品牌通过稀有性控制产品供应, 并借此体现其消费者的社会地位。
- 3. 价格高昂。**相较其他消费品, 奢侈品价格非常昂贵。高昂的价格来自于其精神价值的加成。实用价值可以衡量, 而精神价值却是无限的。
- 4. 品质上乘。**奢侈品采用优质原料, 在此基础上叠加品牌经典工艺或设计。
- 5. 与历史、文化相连。**奢侈品牌都拥有悠久的历史或是传奇故事, 并借此塑造品牌形象。
- 6. 顶尖服务。**奢侈品牌借助优质的服务, 为顾客提供情绪加成, 塑造品牌认同。

奢侈品借助上述特点，发挥社会分层的作用。接下来我们会对与奢侈品挂钩的概念进行探讨，进一步明确究竟奢侈品为何能被称之为奢侈。

1.1 注重情感价值的满足

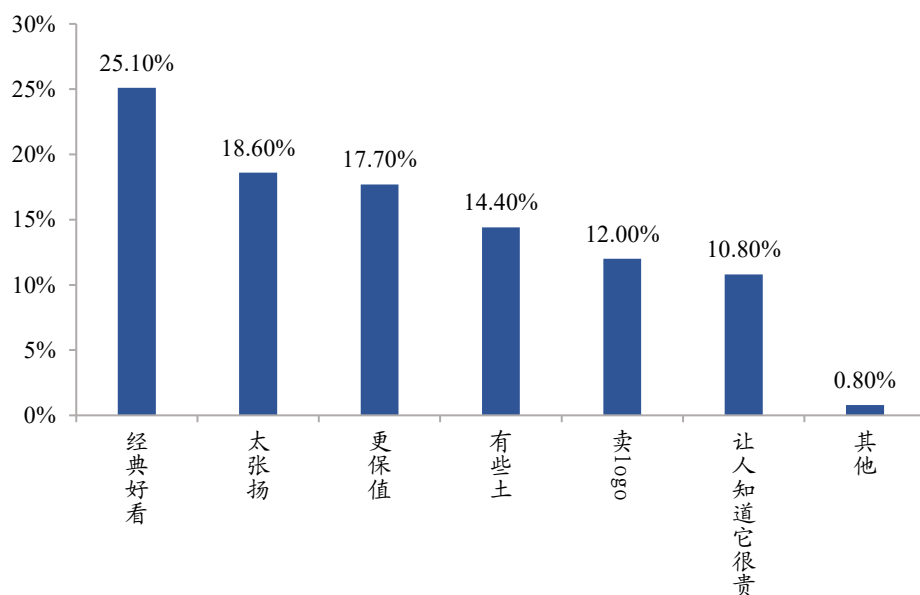
品牌标志是展现奢侈品的直接途径。民主化和资本主义的发展使得经济实力不需继承，每个人都可以通过奋斗获得。普通人通过对权力的效仿满足其希望超越现状的梦想。奢侈品为所有人提供一种短暂的愉悦，即不需要真正富有也可获得财富象征的符号。**奢侈品通过引人注目的品牌标志，激起来自其他人的艳羡。**通常配有大 logo 的产品多为非顶级产品，有能力购买此类产品的消费者相对更多。同时此类产品本身的色彩不够浓重，需显眼的图案或标志作为补充。

图 18: 香奈儿、YSL 的大 logo 手袋



资料来源：香奈儿、YSL，信达证券研发中心

图 19: 消费者对大 logo 产品的看法 (%)



资料来源：PCG 朴睿铂尔，信达证券研发中心

产品注重情感满足，处处体现奢华感。奢侈品追求超越质量外的情感：通过产品体现品牌的想象力与美感，为消费者提供亲密感和满足感。奢侈品借助满足感实现核心客群和新进客群的区分：品味无法用金钱买到的，只有真正欣赏并体会产品美感的人才能获得这种满足感。对奢侈品的核心客群（主要是社会精英、富豪阶层等）而言，奢侈品应当是真正的奢华，其注重的不再是功能性，而是对美、文化、神圣等因素的追求。

顾客的名望和品味也是奢侈品在情感上的重要体现。当人们认同这些追随者时，也认可了他们所热衷的对象。就像爱马仕的凯莉包，因由象征着财富与荣耀、美貌与魅力、旧制度与新世界、传统与传奇多方面结合的女性格蕾丝·凯莉（好莱坞明星出身的摩纳哥皇后）所选择而闻名，受到诸多富豪、名人的追捧。凯莉包在实用性上与其他同类产品几乎没有差别，但在情感满足上，二者之间的差距较大。

图 20：格蕾丝·凯莉与爱马仕



资料来源：pursuitist，信达证券研发中心

1.2 注重历史蕴含的时间价值

历史是奢侈品牌的根基，赋予品牌内涵。价格只是奢侈品的表面构成因素，构建奢侈品牌还需要文化层面的支撑。奢侈品的文化资产由品牌的历史、传奇故事和声望等因素所塑造。**奢侈品牌是在历史上书写了某种传奇的品牌，并在其基础上构建出品牌的独特性。**历史让品牌拥有深度，也让产品成为经典，历史强调的不是当下，而是血缘和传承。传奇色彩浓厚的悠久历史使得奢侈品牌可以依托经典进行创新，与时俱进的同时实现品牌文化的传承。

奢侈品牌“历史”有三种类型：第一种为真正的、足以衍生“传奇”的历史。欧洲的奢侈品牌基本都拥有悠久的历史，这些品牌经过长久积累建立起独特的品牌形象。这些奢侈品牌的历史均具备传奇色彩，这些色彩来自于在历史上留下了浓墨重彩一笔的人物或物品，使得奢侈品牌可以在此基础上构造独属于自己的“神话”故事。**第二种方式为关联历史符号，彰显品牌定位。**这种方式多为新兴品牌所采用，即将品牌同历史上的特定元素相联系，如：创立于 1936 年的“唐·培里依”香槟品牌，其在命名上使用了被视为“香槟之父”的 17 世纪修道士唐·皮埃尔·培里依的名字。**第三种是创造“历史”，即创造自己的故事。**这一方式多为没有悠久历史的奢侈品牌所采用。如：拉夫劳伦将自己比作现代版的盖茨比，借此强化其代表美国上层社会生活方式的品牌形象，此外拉夫劳伦的店铺在设计上多仿照贵族宅邸的样式，深化品牌在客户中的形象认知。

图 21：唐·皮埃尔·培里依和唐培里依香槟



资料来源：唐培里依，信达证券研发中心

图 22：拉夫劳伦赞助“盖茨比”和其店铺布置



资料来源：拉夫劳伦，信达证券研发中心

展现“时间”的价值。奢侈品注重强调时间维度上的“漫长”。在产品制作上，奢侈品大多保留手工制作环节。手工制作不仅在客观维度上需要花费大量的时间，同时手工艺也是上一个时代的代表。奢侈品希望通过手工制作凝聚时间的力量。**时间也是销售和购买的重要部分：**奢侈品牌会控制每个地区的店铺数量，使得消费者需要花时间去前往店铺所在地；某些经典、爆款产品通常需要等待较久的时间。**时间上的等待可以加强客户对产品的渴望，进而提升其在获得产品时的满足感。**且在重视时间价值的当代社会，购买奢侈品代表着消费者有能力并且愿意将时间浪费在购买一件商品上，在某种程度上也是一种社会地位的体现。

与历史和时间的联系，并不等同于传统。品牌一旦和传统完全绑定，就会面临僵化和裹足不前的风险。历史和传统只有和今天建立联系才有价值。奢侈品在保持永恒性的同时，也需兼具时尚感。二者的结合可以弥补产品风格怀旧部分的同时避免过于时尚而导致的肤浅或是昙花一现，这也是奢侈品和时尚产品的区别。

图 23：手工制作的爱马仕



资料来源：爱马仕，信达证券研发中心

图 24：LV 涨价前夕多处门店排队



上海恒隆广场买 LV
德基 | 南京消费力风向标 LV 都是这样排队的！
万象城 LV 门口排队的人...
LV 排长队
年初四去杭州万象城逛了一圈，只有 LV 排长队，是要涨价了吗？ #lv

资料来源：每日经济新闻，信达证券研发中心

2. 稀有性和独特性铸就高端定位

稀有性和独特性是奢侈品的核心特征，但随着时代变化，此核心特征面临诸多挑战。奢侈品之所以能够维持其本身的高端地位，就在于其十分稀有，足够独特。随着世界经济的发展，全球富裕阶层的规模不断提升，为满足其需求，奢侈品牌纷纷扩大产量。亚洲市场的奢侈品消费者十分看重一致性。奢侈品牌需要满足特定阶级群体对产品的一致性追求，太过稀少反而会招致该群体的恶感，破坏品牌价值。目前诸多奢侈品集团的商业模式已不再是销售真正的奢侈品，而是转为销售贴着奢侈品牌标签的大众消费品。为了支撑其对品牌资本的大规模利用，奢侈品集团需保持品牌的独特定位，开始采取诸多手段用以维持其品牌的稀有和独特。

2.1 奢侈品牌如何打造自己的稀有性

稀有性可以分为两种类型，一种是客观事实上的稀有，只有真正的奢侈品才具有；第二种是人为制造的、主观上的稀有，通过宣传等手段进行维持。客观上的稀有主要为原料的稀缺以及制作工艺的繁琐导致的稀有。这一层面主要为大自然的限制，如：对皮具品牌而言，每年能够获得的优质皮料有限，尤其是某些数量相对较少的动物。

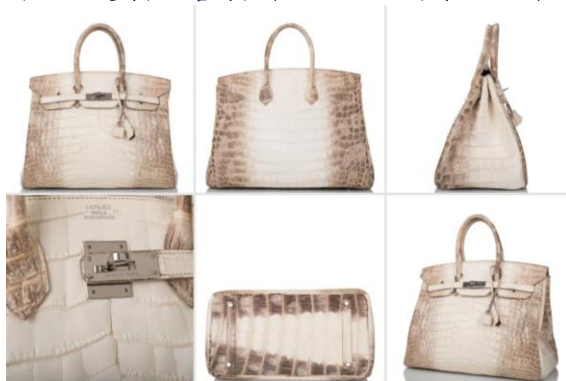
主观上的稀有则更加多样化。生产数量的稀少是典型的人为控制的稀有。奢侈品牌通过控制生产数量以进一步煽动人们的购买欲望：试图通过炫耀而在阶级内部竞争中获得优越感的群体会竞相购买。稀有的分销渠道也是塑造品牌稀有性的有效手段。奢侈品牌对分销渠道的掌控力极强，其仅在核心城市的核心地段设置直营店。渠道的稀有构筑了人们对买不到的物品的幻想，同时也进一步反补品牌形象，强化其在渠道上的话语权。

图 25: 爱马仕限量款铂金包, 采用珍贵巨蜥皮



资料来源: Sotheby, 信达证券研发中心

图 26: 爱马仕“喜马拉雅”铂金包, 对鳄鱼皮级染色, 难度极高



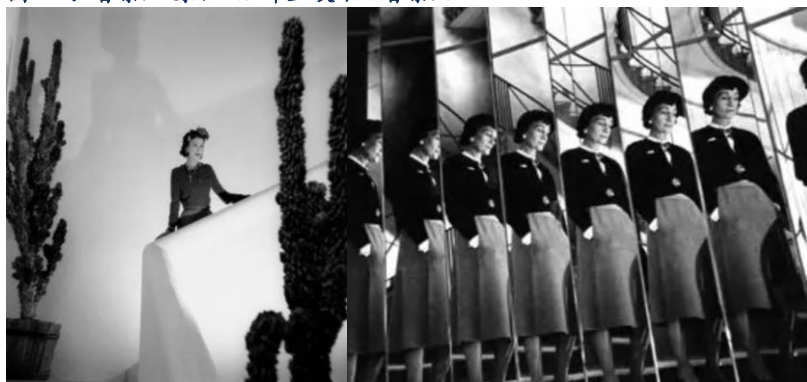
资料来源: Sotheby, 信达证券研发中心

2.2 奢侈品如何打造自己的独特性

奢侈品牌要使自己看起来独特。独特性虽然不是奢侈品获得价值的首要因素, 但却是导致价值缺失的首要元素。因为奢侈品一旦不再独特, 就会沦落成为大众产品。奢侈品的独特性体现在: 唯一拥有, 以及别人无法得到。针对独特性的塑造, 奢侈品牌所做的工作可以分为两个方面: 针对品牌的独特性和针对客户的独特性。

品牌的独特性体现: 注重打造品牌形象和身份。奢侈品的品牌形象或身份赋予其自身的独特性。奢侈品牌强调的永远是本身的形象身份而不是定位, 奢侈品是顶尖的, 不可比较的, 其更担心的是被复制, 而不是没有特点。如香奈儿, 其代表的是优雅、成熟而有吸引力的女性形象。

图 27: 香奈儿创始人加布里埃尔·香奈儿



(注: 加布里埃尔·香奈儿作为品牌创始人出现在公众场合时十分注重对个人优雅、成熟形象的打造)

资料来源: 香奈儿, 信达证券研发中心

客户层面, 奢侈品在营销上遵循“不以需求为导向”, 社会层面, 奢侈品追求发挥“栅栏”作用, 实现群体的划分。奢侈品牌从不贴近缺乏热情者。普通品牌为提高市场渗透率, 会不断扩张品牌覆盖群体。奢侈品则与之相反, 扩大产品受众会稀释奢侈品牌的价值, 丢失掉自身的独特性。相较于主动扩张, 奢侈品更偏好于被动吸引, 如: 奢侈品牌很少通过促销以吸引更多人群购买; 广告中从不对产品进行介绍。只有吸引而来的客户, 才能够对奢侈品牌的理念、形象产生认同, 并逐步发展成品牌的拥趸。

图 28：保时捷官网宣传图



（注：不具体显示驾驶者形象，不针对具体人群宣传，而是吸引看到广告后联想到自身的消费者）

资料来源：保时捷，信达证券研发中心

追求主导客户，而不是被客户所主导。奢侈品从不迎合消费者。奢侈品牌不会像大众消费品公司，倾听消费者愿望并转化为实际产品，而是由设计师根据品牌理念对产品进行设计，通过产品向消费者灌输奢侈品牌的品牌理念。**奢侈品牌的主导是文化和品味的主导**，即使部分消费者并不懂奢侈品，也能通过奢侈品牌消耗的大量资源而推断出这样的产品才能称之为奢侈品。**通过这种主导，奢侈品牌实现与客户保持距离，既不做慢疏离，也保留了品牌的气质。**

注重对客户与非客户，大客户与小客户的区分。奢侈品牌作为社会分层的体现，其在实际操作中完全摒弃社会民主原则，扮演着隔离主义者的角色。通过这种手段，奢侈品牌实现对消费群体的划分。如：奢侈品牌在店铺内设置不同的区域服务不同类型的客户；奢侈品的广告、推广虽然面向公众，但在只针对特定人群进行客户管理。

图 29：LV 面向核心客户的非公开活动（LV 于蔡氏中心云楼发布 2023 高级腕表）



资料来源：蔡中心云楼，信达证券研发中心

图 30：杰尼亚于 2024 年在上海推出“杰尼亚私邸”项目仅对受邀嘉宾开放一周



资料来源：Vogue，信达证券研发中心

与非客户进行沟通。奢侈品牌有两个价值面，一面来自自己，一面来自他人。要实现“他人”所提供的价值，需要**保证熟悉品牌的人群多于有购买能力的人群**。只有这样才能为真正买得起奢侈品牌的消费者提供因他人艳羡而产生的情绪价值。**奢侈品牌通过名人在高关注度场合的亮相实现于非客户的沟通。**在此过程中，奢侈品牌依旧注重维持其主导地位，一般的品牌参与此类活动需要向主办方支付赞助费用，而奢侈品牌不仅不需花费费用，反而主办方需得到品牌的授权才可使用相应产品。

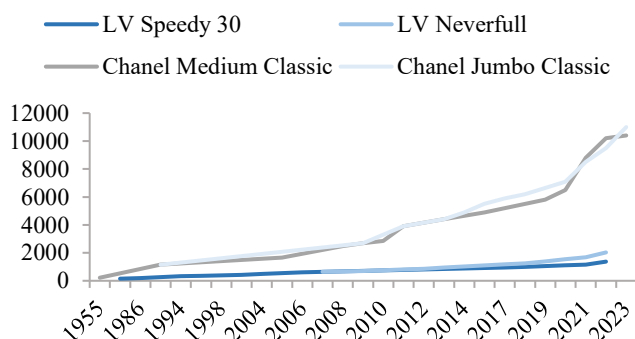
不断提高产品价格。提高产品价格，不仅能够提高产品的需求，也能通过提高价格门槛实现与其他产品的距离和等级划分，维持产品的独特性。**奢侈品是典型的凡勃伦商品，价格越高越受消费者喜欢，需求随价格增长而提升。**提价满足了核心消费群体希望同其他群体形成区分的需求，价格越高能买到的群体越少，保证产品不会因过于泛滥而丧失自己的独特性。**与通胀对比，我们可以发现 LV 和香奈儿提价后的实际价格为通胀调整后价格的 2-3 倍。**

表 3: LV 于 25 年 8 月又一次提价

	2025 年 4 月 24 日前价格	25 年 8 月后价格	价格变动	提价幅度
Nano Speedy	\$1880	\$1920	\$40	2.10%
Speedy 35	\$1700	\$1735	\$35	2.10%
Speedy Banddoulriere 25	\$1900	\$1940	\$40	2.10%
Speedy Banddoulriere 30	\$1980	\$1980	\$0	0.00%
Speedy Banddoulriere 35	\$2050	\$2090	\$40	2.00%
Speedy Banddoulriere 40	\$2120	\$2160	\$40	1.90%

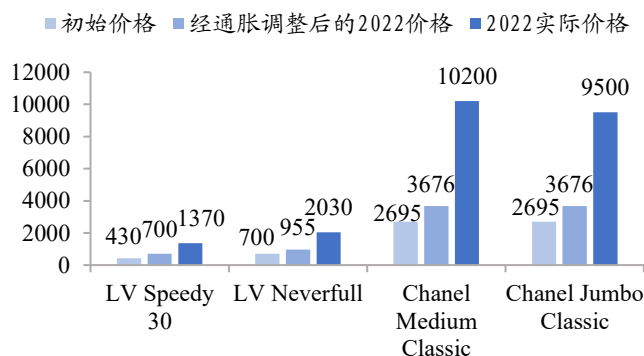
资料来源: Pursebop, 信达证券研发中心

图 31: LV、香奈儿旗下部分产品提价历史 (美元)



资料来源: LUXEFRONT, INTELLIGENT INVESTOR, BAGHUNTER, THE HANDBAG CLINIC, HAVREdeLUXE, 信达证券研发中心

图 32: LV、香奈儿 2022 年价格 VS 通胀调整后价格 (美元)



(注: LV Speedy 30 初始价格为 2002 年价格, 其余三者为 2009 年价格)
资料来源: LUXEFRONT, INTELLIGENT INVESTOR, BAGHUNTER, THE HANDBAG CLINIC, HAVREdeLUXE, iFind, 信达证券研发中心

3. 奢侈品牌价值的开发

品牌是奢侈产品及经营的重要组成部分，是梦想的结晶。在奢侈品行业，品牌处于优先位置。消费者在购买奢侈品时，首先会基于品牌进行选择，然后才会选择具体的产品。在本节，我们会对奢侈品牌价值的开发进行探讨。

3.1 奢侈品牌的价值

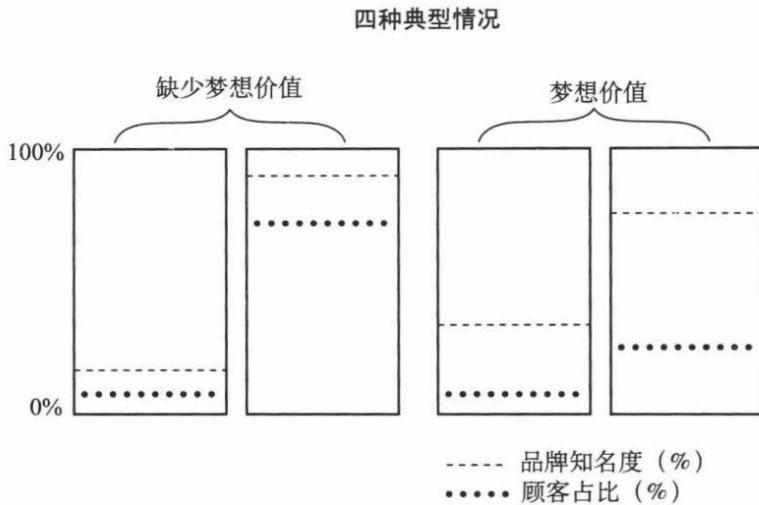
奢侈品牌的价值由梦想而产生，梦想使人购买，但购买也会粉碎梦想。梦想是可以测量的，Dubois 和 Paternault 在 1995 年提出了梦想方程式: $\text{梦想} = -8.6 + 0.58 \times \text{知名度} - 0.59 \times \text{购买行为}$ 。梦想方程式的出现使得衡量品牌梦想的实现程度成为可能。根据梦想方程式我们可以发现，**梦想由品牌的知名度和拥有度所决定，梦想的价值与品牌的知名度呈正相关，与拥有度呈负相关。**这表明奢侈品的梦想是由认识奢侈品和买得起奢侈品的人所定义。

没有知名度就没有梦想。品牌需要广为人知，才能拥有象征性的力量，激起人们的购买欲望。如果一件商品是所有人都不知道的，消费者根本不会对其产生渴望。**如果知名度很高，创造梦想的就是知晓品牌的人数和真正购买品牌人数之间的差距。**

梦想的创造会被广泛销售而影响。广泛销售使得奢侈品不再具备独特性，进而失去划分阶层和刺激欲望的作用。**为了维持梦想的价值，奢侈品牌会主动缩小销售的范围，为购买设置障碍。**奢侈品牌一般通过大幅提价实现此目

的。提价是将真正的奢侈品客户和追赶潮流的客户区分开来的最简单直接的手段。此外也还有其他途径，如限定发售、限制购买数量等。

图 33: 改变品牌知名度和顾客范围创造梦想的方式的四种情形

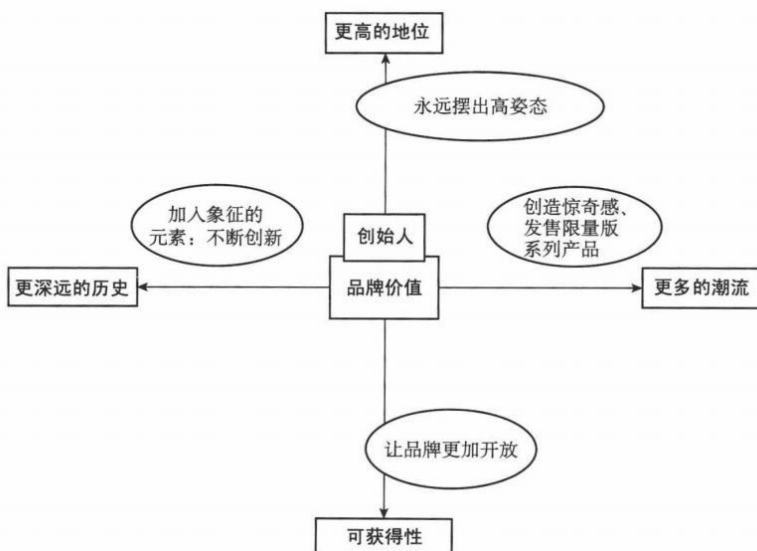


资料来源: Vincent Bastien, Jean-Noel Kapferer 《奢侈品战略: 揭秘世界顶级奢侈品的品牌战略》，信达证券研发中心

3.2 奢侈品牌的管理

奢侈品牌的管理主要涉及四个方面，分别为：历史感；追求地位和声望；现代化特征；可得性。在这四个方面中，历史感和现代特征、地位声望和可得性属于两组对立矛盾的概念。奢侈品牌需要在这些概念中，追求长期的平衡。为实现这一目的，需要遵循一定的规则。

图 34: 奢侈品品牌结构图



资料来源: Vincent Bastien, Jean-Noel Kapferer 《奢侈品战略: 揭秘世界顶级奢侈品的品牌战略》，信达证券研发中心

奢侈品要保证自身的象征感。奢侈品牌要拥有象征性的经典产品，代表着品牌的价值。此类产品多诞生于品牌的早期阶段。如爱马仕的凯莉包，香奈儿的 5 号香水、蒂芙尼的六爪钻戒等。此类象征性产品是受人尊崇的，奢侈品牌的其他系列可能会为了追赶时代潮而推出变种，但经典款式只会进行微调，其整体风格和产品理念一直延续。

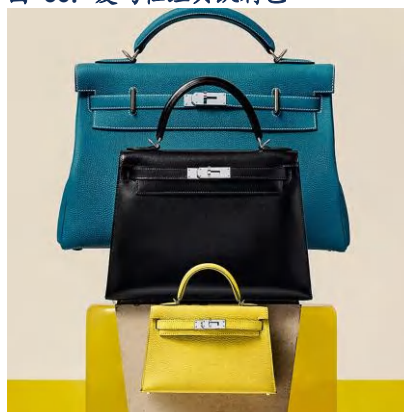
奢侈品牌通过这种方式汲取时代发展力量的同时保持自身的品牌形象。

图 35: 香奈儿最经典的 5 号香水 (左: 1912 年 5 号香水漫画, 右: 新款 5 号香水)



资料来源: 香奈儿, 信达证券研发中心

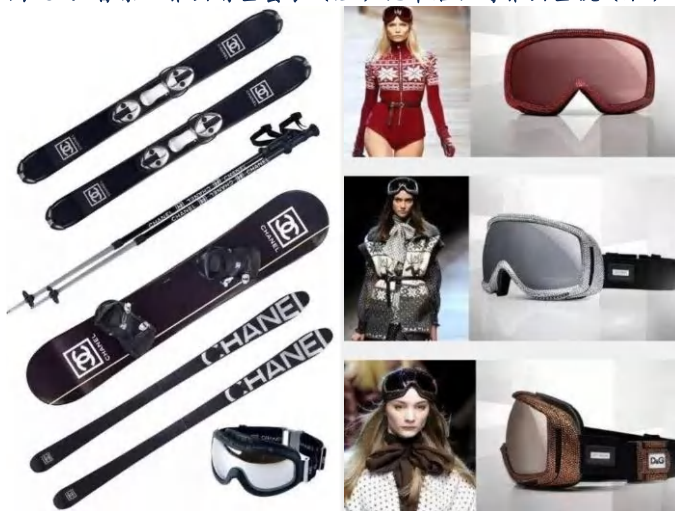
图 36: 爱马仕经典凯莉包



资料来源: 爱马仕, 信达证券研发中心

奢侈品牌要与时俱进, 成为潮流的引导着和未来品味的先驱。奢侈品需要根据时下潮流推出一些新品, 这样做的目的是为提升品牌的存在感, 使得代表当下时代观念前沿的群体能够熟悉自身的品牌形象。

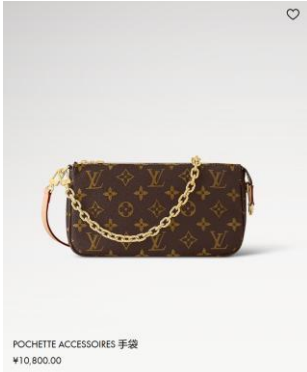
图 37: 香奈儿推出滑雪套装 (左) 施华洛世奇推出雪镜 (右)



资料来源: 滑雪族, 信达证券研发中心

奢侈品牌要有入门级产品。入门级产品是奢侈品牌开拓新客户的重要手段, 其中部分客户会逐渐发展为品牌的忠实客户, 购买更高级、昂贵的产品。如果忠实客户数量不能持续提升, 则无法将品牌的理念升华为“信仰”。但如果奢侈品牌只有忠实客户, 则会面临边缘化的风险, 因为其已无法发挥社会分层的功能。奢侈品需要通过入门级产品, 提升消费者对品牌的熟悉度。

图 38: LV 入门款 POCHETTE ACCESSOIRES, ¥10800



资料来源: LV, 信达证券研发中心

图 39: 香奈儿入门级产品 WOC, 价格\$4650



资料来源: 香奈儿, 信达证券研发中心

奢侈品牌要不断提升自身地位和声望。奢侈品牌在发展过程中,会遇到很多品牌试图挑战其奢侈品的定位。面对竞争,奢侈品牌需要提高明星产品的地位,进而提升品牌在精英阶层和主流媒体中的地位。明星产品需要不断向着其所在领域的至高点进发,追求卓越的精神培育了奢侈品牌的梦想和至高地位。

图 40: 宝格丽 2024 年月发布 Octo Finissimo Ultra



(注: 厚度仅 1.7 毫米, 代表宝格丽对技术的极致追求)

资料来源: 腕表之家, 信达证券研发中心

图 41: 保时捷新款 911 Turbo S 刷新纽北圈速纪录



(注: 较前代提升近 14 秒, 彰显保时捷对速度的追求)

资料来源: 保时捷, 信达证券研发中心

四、奢侈品珠宝品牌如何打造各自的品牌价值

在前文我们提到,目前奢侈珠宝品牌的 CR5 中,有四家为重奢品牌,分别为卡地亚、蒂芙尼、梵克雅宝和宝格丽。接下来我们将对这四个品牌的发展历程进行梳理,探讨其为何能够成为当今世界的顶尖奢侈珠宝品牌。

1. 蒂芙尼 (Tiffany): 世界知名的美国钻石品牌

蒂芙尼以珠宝为主要产品线,同时涉及腕表、居家及配饰等多个领域,是当今世界著名的珠宝品牌之一。蒂芙尼成立于 1837 年,于 2020 年被 LVMH 集团所收购。根据世界品牌实验室于 2024 年发布的世界品牌 500 强,蒂芙尼在珠宝与钟表行业中排名第三,仅次于劳力士和卡地亚。

图 42: 蒂芙尼全球珠宝销售额及 YoY (亿美元, %)


资料来源: 欧睿, 信达证券研发中心

图 43: 蒂芙尼中国珠宝销售额及 YoY (亿元, %)

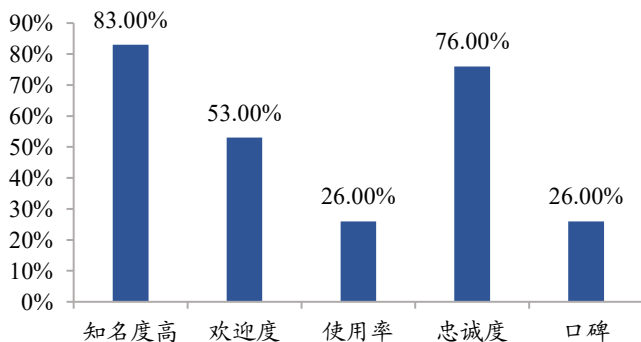

资料来源: 欧睿, 信达证券研发中心

表 4: 2024 年世界品牌 500 强中, 排名前 200 名的奢侈品企业

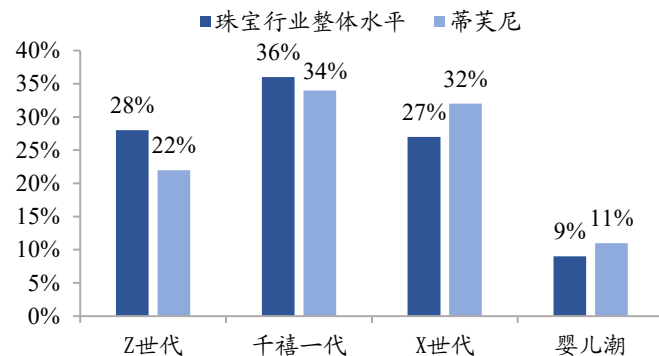
名次	品牌名	国家/地区	行业
38	路易威登 (Louis Vuitton)	法国	奢侈品
45	劳力士 (Rolex)	瑞士	钟表与珠宝
46	香奈儿 (Chanel)	法国	奢侈品
64	迪奥 (Dior)	法国	奢侈品
109	卡地亚 (Cartier)	法国	钟表与珠宝
163	蒂芙尼 (Tiffany)	美国	钟表与珠宝
169	古驰 (Gucci)	意大利	奢侈品
171	普拉达 (Prada)	意大利	奢侈品
177	葆蝶家 (Bottega Veneta)	意大利	奢侈品
179	万国 (IWC Schaffhausen)	瑞士	钟表与珠宝
188	拉夫·劳伦 (Ralph Lauren)	美国	服装服饰

资料来源: 世界品牌实验室, 信达证券研发中心

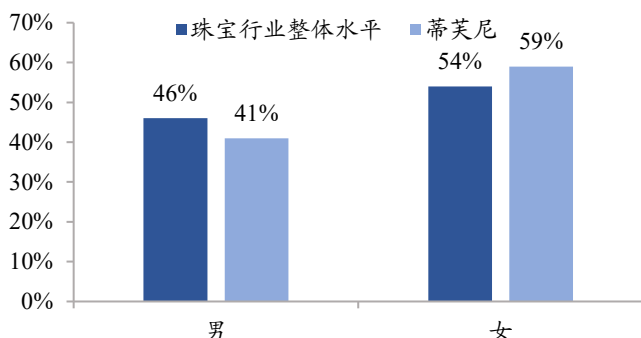
女性、中年群体为蒂芙尼的主要消费群体。蒂芙尼在美国消费者中拥有极高的知名度，消费者忠诚度高。消费者构成中，**年龄上**，千禧一代和 X 世代为消费者群体主要组成部分，且 X 世代占比为 32%，高于行业整体水平。**性别上**，女性消费者占据主要地位。**收入划分上**，高等收入群体虽占主要成分，但其比例要低于行业水平。

图 44: 蒂芙尼美国市场表现 (%)


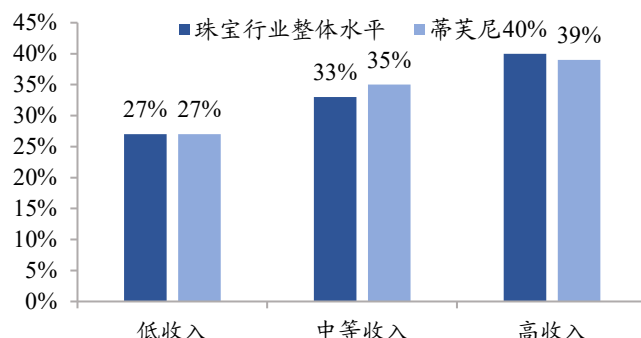
资料来源: Statista, 信达证券研发中心

图 45: 蒂芙尼消费者年龄分布 (%)


资料来源: Statista, 信达证券研发中心

图 46：蒂芙尼消费者性别构成（%）


资料来源：Statista，信达证券研发中心

图 47：蒂芙尼消费者收入分布（%）


资料来源：Statista，信达证券研发中心

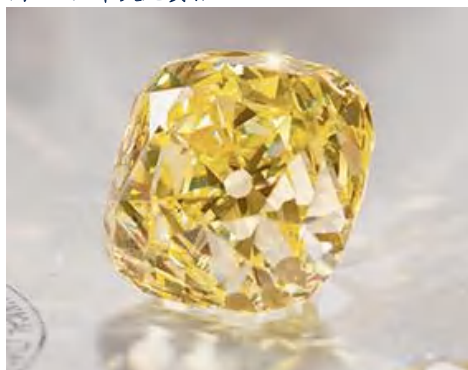
蒂芙尼作为美国著名的珠宝品牌，相较于其他美国奢侈品牌，其拥有悠久的历史。其发展历史可划分为以下四个阶段：①**初创期（1837-1902）**，由杂货店逐渐发展成为钻石行业的领军者；②**繁荣发展期（1903-1980s）**，受益于战后美国经济的快速恢复和繁荣发展，蒂芙尼开始进入辉煌发展期，各种经典款式相继诞生；③**焕发新生（1980s-2014）**，蒂芙尼在短暂被雅芳收购后重新被钱尼再次收购，资源整合重新上阵。④**动荡调整与 LVMH 收购（2015 至今）**，公司管理层调整导致业绩不断波动，难以延续增长趋势。2019 年 LVMH 与蒂芙尼达成收购协议，并于 2020 年完成收购，蒂芙尼进入 LVMH 时代。

1.1 初创期（1837-1902）：杂货店起家，逐步向高端珠宝商转型，确立了蒂芙尼在钻石行业的地位。

老蒂芙尼于 1837 年在纽约百老汇大街 259 号成立了蒂芙尼杂货店，主要售卖文具等商品。1845 年，蒂芙尼推出邮购目录，并采用延续至今的经典品牌颜色——蒂芙尼蓝。1848 年老蒂芙尼在法国爆发二月革命时期，从流亡至美国的贵族手中收购大量珠宝并举办展览，奠定了蒂芙尼高端珠宝的形象。切入银饰空白市场，1851 年，蒂芙尼成为第一家制定 925 纯银标准的美国公司，该标准后来被美国采用。1878 年，老蒂芙尼购得世界上最大、最著名的黄钻之一，并将其命名为蒂芙尼黄钻，使得蒂芙尼彻底和顶尖钻石建立深刻联系。1886 年，推出 Tiffany Setting 六爪镶嵌钻戒，从此蒂芙尼钻戒成为爱情的象征。1887 年老蒂芙尼又购入法国王室的珠宝，彻底奠定蒂芙尼“钻石之王”的称号。

图 48：蒂芙尼蓝邮购目录


资料来源：蒂芙尼，信达证券研发中心

图 49：蒂芙尼黄钻


资料来源：蒂芙尼，信达证券研发中心

图 50: Tiffany Setting 六爪钻戒



资料来源：蒂芙尼，信达证券研发中心

图 51: 老蒂芙尼收购的法国珠宝

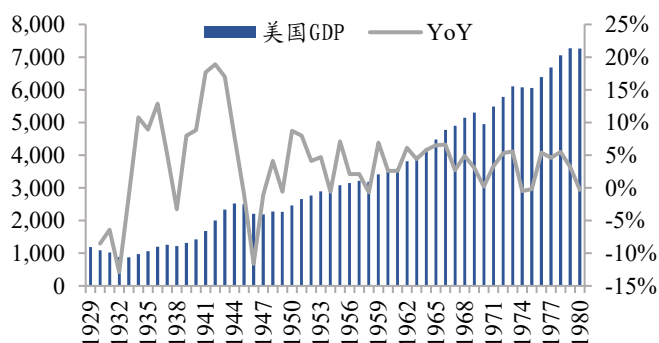


资料来源：蒂芙尼，信达证券研发中心

1.2 繁荣发展期（1903-1980s），全面快速发展，经典款式频出。

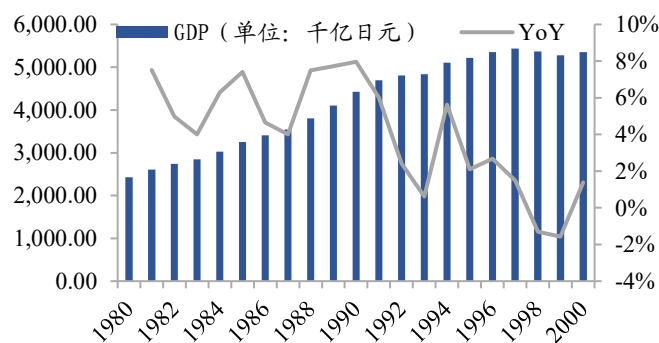
二战后，随着美国经济的蓬勃发展，蒂芙尼逐渐摆脱战时的挣扎期，重新焕发蓬勃生机。1940 年蒂芙尼旗舰店在纽约第 57 街和第五大道的拐角处开业。1956 年传奇设计师 **Jean Schlumberger** 加入蒂芙尼，打造出诸多经典产品。1961 年由奥黛丽赫本主演的《蒂芙尼的早餐》全美热映，品牌知名度进一步提升。1969 年，推出 **Return to Tiffany** 钥匙扣设计，该标志性设计在日后成为蒂芙尼的灵感来源。70 年代美国经济陷入滞胀，大环境的变化使得蒂芙尼向外寻求突破。蒂芙尼通过代理模式积极布局日本市场，借助全球化扩张推动品牌增长。

图 52: 1929-1980 美国 GDP 及 YoY（十亿美元，%）



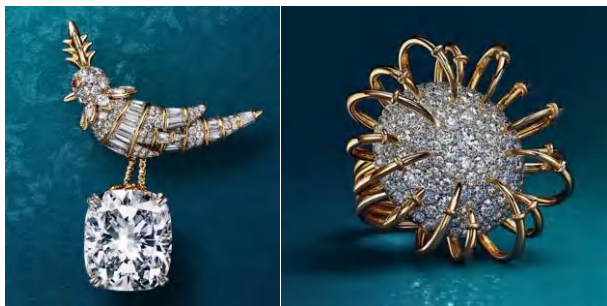
资料来源：iFind，美国经济分析局，信达证券研发中心

图 53: 1980-2000 日本 GDP 及 YoY（千亿日元，%）



资料来源：iFind，日本内阁府，信达证券研发中心

图 54: Jean Schlumberger 的多款经典设计



（注：从左至右依次为：石上鸟胸针、阿波罗胸针、Croisillon 珉琅手镯）

资料来源：蒂芙尼，信达证券研发中心

图 55: 《蒂芙尼的早餐》



资料来源：蒂芙尼，信达证券研发中心

1.3 焕发新生（1980s-2014），蒂芙尼开始进行资源整合，稳步对外扩张。

Tiffany 在 1979-1984 短暂被雅芳收购后，因经营理念的错位导致品牌形象受损，后被钱尼联合管理层重新收购。蒂芙尼于 1987 年成功上市后，在钱尼等管理层的带领下快速发展。在此期间，蒂芙尼为美国网球公开赛打造奖杯，网球运动的受众群体以富裕群体为主，蒂芙尼通过这一行为提高品牌在富豪阶层中的知名度的同时重塑品牌高端地位。2014 年推出 Tiffany T 系列作为新时代的标志。

图 56：蒂芙尼为美网公开赛打造的奖杯



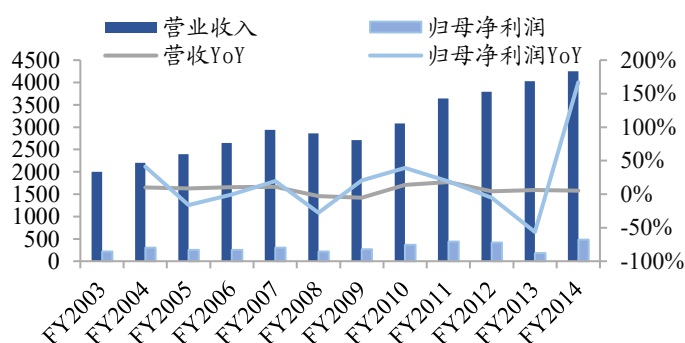
资料来源：蒂芙尼，信达证券研发中心

图 57：Tiffany T 系列



资料来源：蒂芙尼，信达证券研发中心

图 58：蒂芙尼 FY2003-FY2014 业绩（百万美元）

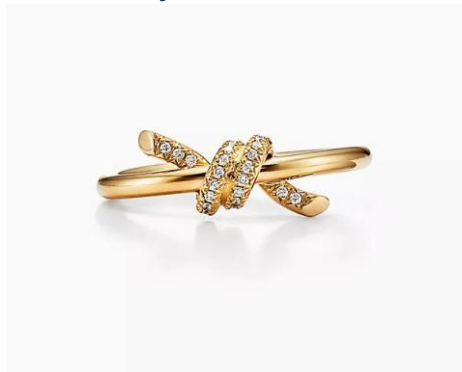


资料来源：iFind，信达证券研发中心

1.4 动荡调整与收购（2015 至今）

2015 年后蒂芙尼业绩进入波动期，经营受挫使得 LVMH 看中时机，于 2019 年达成对蒂芙尼的收购协议。LVMH 接手蒂芙尼后，进行了一系列变革，推动品牌年轻化潮流化。2021 年推出碧昂丝和 JAY-Z 主演的“ABOUT LOVE”宣传活动，影片中碧昂斯佩戴著名的蒂芙尼黄钻项链。于 2021、2022 年推出 Tiffany Knot 和 Lock 系列。2023 年蒂芙尼位于纽约的 The Landmark 旗舰店在返修后重新揭幕，展现全新的品牌形象。

图 59: Tiffany Knot 系列



资料来源：蒂芙尼，信达证券研发中心

图 60: Tiffany Lock 系列



资料来源：蒂芙尼，信达证券研发中心

图 61: 翻修后的蒂芙尼纽约旗舰店



资料来源：蒂芙尼，信达证券研发中心

图 62: Jay-z、碧昂斯出演蒂芙尼宣传片，碧昂斯佩戴蒂芙尼黄钻



资料来源：蒂芙尼，信达证券研发中心

2.宝格丽 (Bvlgari): 罗马顶级珠宝商，意大利艺术的象征

宝格丽以银质饰品起家，逐步延伸至高级珠宝领域，目前已涵盖高级珠宝、腕表、包袋、配饰、香水、酒店业等多个领域。宝格丽由索蒂里奥·宝格丽于 1884 年创立，其设计风格深受意大利文化以及希腊和罗马古典主义的影响。几十年来，该品牌已在世界范围内享有盛誉，成为罗马顶级珠宝商和意大利生活艺术的象征。

图 63: 宝格丽全球珠宝销售额及 YoY (亿美元, %)



资料来源：欧睿，信达证券研发中心

图 64: 宝格丽中国珠宝销售额及 YoY (亿元, %)

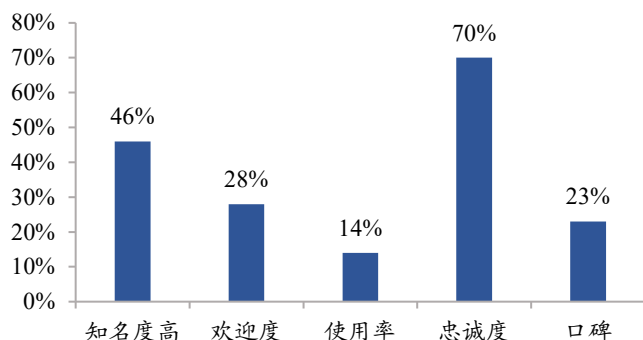


资料来源：欧睿，信达证券研发中心

男性、高收入群体、千禧一代为宝格丽的主要消费客群。宝格丽在美国拥有很高的消费者忠诚度。消费者画像中，年龄上，千禧一代与品牌联系紧密，占比达 51%，远高于行业整体水平。性别上，男性消费者更易对品牌产生认

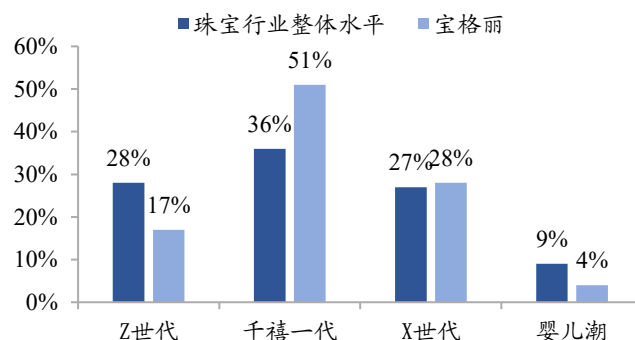
可，在品牌爱好者中占据主要地位。收入划分上，高收入群体占主要比例，且其比例要高于蒂芙尼及行业整体水平。

图 65：宝格丽美国市场表现（%）



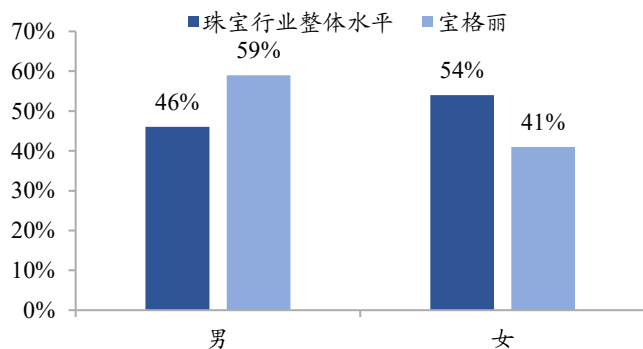
资料来源：Statista，信达证券研发中心

图 66：宝格丽消费者年龄分布（%）



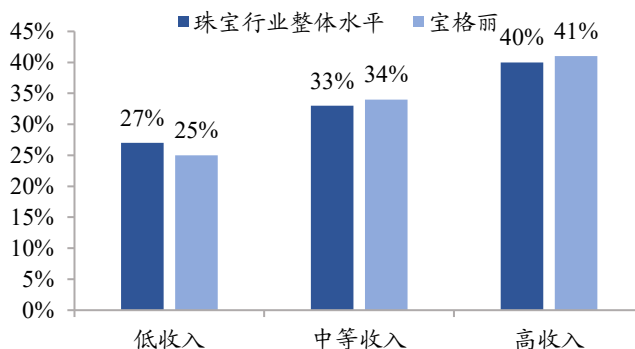
资料来源：Statista，信达证券研发中心

图 67：宝格丽消费者性别构成（%）



资料来源：Statista，信达证券研发中心

图 68：宝格丽消费者收入分布（%）



资料来源：Statista，信达证券研发中心

宝格丽的历史可划分为以下阶段：①**初创期（1884-1932）**，最初售卖银器与罗马风格的购买，后逐渐涉及高级珠宝领域；②**繁荣发展期（1932-1976）**，宝格丽开始探索独属于自己的品牌设计理念，将罗马、意大利风格与珠宝相融合，同时开始涉足腕表业务；③**扩张期（1976-2011）**，宝格丽开始全球化布局，同时不断扩张业务范围。④**LVMH 时代（2011 至今）**，宝格丽于 2011 年被 LVMH 所收购，开始全新旅程。

2.1 初创期（1884-1932），银饰店起家，主打地中海风格，为品牌未来发展奠定基础。

1884 年，索蒂里奥（Sotirio · Bulgari）在罗马开设自己的第一家精品店，以售卖银饰为主。索蒂里奥在设计上采用“新希腊”风格，融合希腊、拜占庭和伊斯兰的设计元素。独特的风格吸引了大量的顾客，索蒂里奥的生意开始蒸蒸日上。

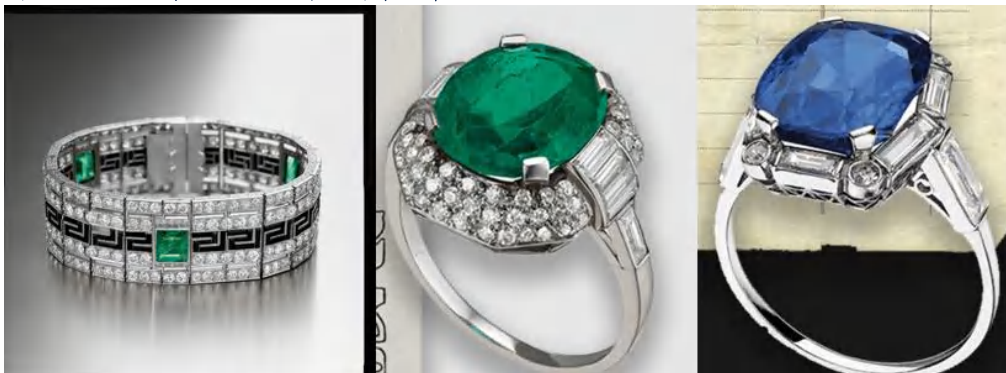
1894-1905 年期间，索蒂里奥在意大利各地开设了多家门店，其中于 1905 年在西班牙台阶前开设的门店（康多提大道 10 号）至今仍是宝格丽的旗舰店。进入 20 世纪，宝格丽开始不断向高端珠宝领域迈进。顺应时代特色，将几何和风格化设计与铂金相结合。

图 69: 宝格丽旗舰店 1905 (左) 现状 (右)



资料来源: 宝格丽, 信达证券研发中心

图 70: 宝格丽于 20 世纪初推出的珠宝饰品



资料来源: 宝格丽, 信达证券研发中心

2.2 繁荣发展期 (1932-1967), 真正确立地中海风格的品牌设计语言, 开始涉足腕表业务。

宝格丽开始踏足腕表领域, 同时不断探索品牌风格一融入罗马、希腊等地中海文化。索蒂里奥于 1932 年逝世。两个儿子继承了他的事业, 将宝格丽发扬光大。兄弟二人变更品牌名, 使用传统的罗马字母, 由 “Bulgari” 更改为 “Bvlgari”, 加深品牌同罗马文化的联系。腕表方面, 宝格丽于 1948 年推出第一款标志性腕表——Serpenti 手镯腕表。20 世纪 60 年代, 随着意大利魅力席卷美国, Serpenti 腕表成为真正的经典。Serpenti 系列实现了古罗马神话中 “蛇” 的形象与 Tubogas 工艺的完美结合, 其在银幕历史中的多次出现, 扩张了品牌知名度, 奠定了该系列的地位。

图 71: 早期的宝格丽 Serpenti 系列腕表



资料来源: 宝格丽, 信达证券研发中心

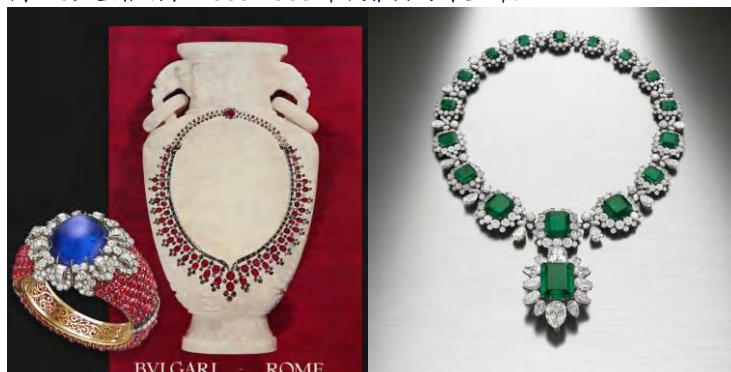
图 72: 伊丽莎白泰勒拍摄《埃及艳后》佩戴宝格丽 Serpenti 腕表



资料来源: Bazaar, 信达证券研发中心

宝格丽独特的地中海风格不断发展，以惊艳的色彩组合与和谐造型而闻名。1950-60 年代是宝格丽的标志性时期。这一时期，宝格丽开始尝试凸圆形切割，这种技术成为宝格丽的独特特征。该技术使产品更显圆润，让人联想到罗马天际线周围的圆顶。在色彩上，宝格丽突破性地将宝石与半宝石相融合，大胆的色彩使用开始成为宝格丽的代名词。

图 73：宝格丽在 1950-1960 年代推出的珠宝饰品



资料来源：宝格丽，信达证券研发中心

2.3 扩张期（1967-2011），全球化布局，多业务协同发展。

宝格丽取得的成功为品牌赢得国际认可，在此背景下宝格丽开始了全球化历程。1970s，宝格丽进一步拓展业务，在纽约、蒙特卡洛、日内瓦和巴黎开设精品店，使其全球奢侈品偶像的地位不断巩固。

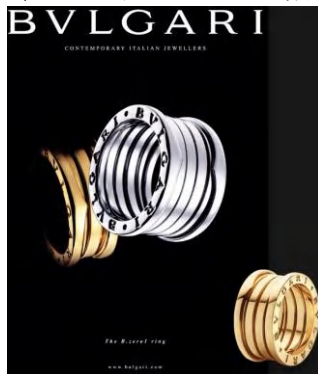
珠宝业务上，宝格丽率先提出模块化珠宝概念，通过将独特设计元素不断重复并以无限的组合形式进行变换，打造出百搭易戴的全新珠宝产品。1999 年宝格丽推出又一款经典产品——**B.zero1 戒指**。该款戒指融合了 Tobogas 图案和宝格丽标志，迅速成为畅销单品。

图 74：宝格丽括号系列



资料来源：宝格丽，信达证券研发中心

图 75：宝格丽 B.zero1 戒指



资料来源：宝格丽，信达证券研发中心

业务多元化，进军配饰、香水、酒店业等多个领域。1977 年推出 **Bvlgari Bvlgari** 系列腕表，创新的将品牌标识作为关键设计元素。表圈上镌刻品牌双标识的灵感来自于古罗马钱币铭文，表壳则采用圆柱造型，使人联想起罗马神庙的柱子。1990s，宝格丽推出诸多丝绸、皮革配饰。1992 年推出品牌旗下的首款香水——宝格丽绿茶香氛，首次在香水界推出绿茶色调。涉足酒店业务，2004 年宝格丽在米兰开设第一家酒店，2006 年在巴厘岛卡设了一座宏伟的度假村。

图 76: Bvlgari Bvlgari 系列腕表



资料来源：宝格丽，信达证券研发中心

图 77: 宝格丽香水



资料来源：宝格丽，信达证券研发中心

图 78: 宝格丽巴厘岛度假村



资料来源：宝格丽，信达证券研发中心

2.4 LVMH 时代（2011 至今），宝格丽于 2011 年被 LVMH 所收购，开始全新历程。

2012 年，宝格丽 **Octo** 腕表的问世。Octo 腕表的在设计上采用独特的八角形造型，融合了方与圆，呼应古罗马建筑的平衡与和谐。2014 年，宝格丽对康多提大道 10 号标志店铺进行翻新，同时出资修复西班牙台阶，实现宝格丽同罗马的历史完美融合。

图 79: 宝格丽 Octo 系列腕表



资料来源：宝格丽，信达证券研发中心

图 80: 翻修后的宝格丽旗舰店



资料来源：宝格丽，信达证券研发中心

3.卡地亚（Cartier）：高端珠宝之王

卡地亚以其标志性腕表、高级珠宝、璀璨夺目的彩色宝石而闻名全球。卡地亚由路易-弗朗索瓦·卡地亚于 1847 年创立。凭借独特的设计语言和完美的工艺，卡地亚为诸多欧洲皇室所青睐，曾为 19 个皇室家族提供御用珠宝。卡地亚品牌目前涵盖高级珠宝、腕表、香水、手袋和配饰等业务。

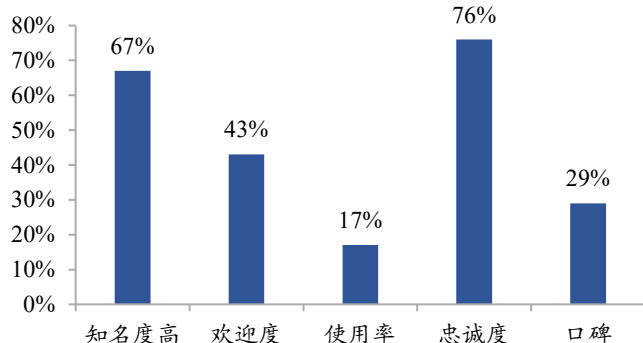
图 81：卡地亚全球珠宝销售额及 YoY（亿美元，%）


资料来源：欧睿，信达证券研发中心

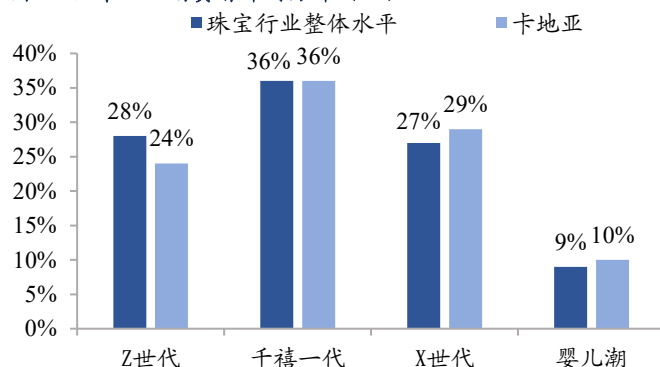
图 82：卡地亚中国珠宝销售额及 YoY（亿元，%）


资料来源：欧睿，信达证券研发中心

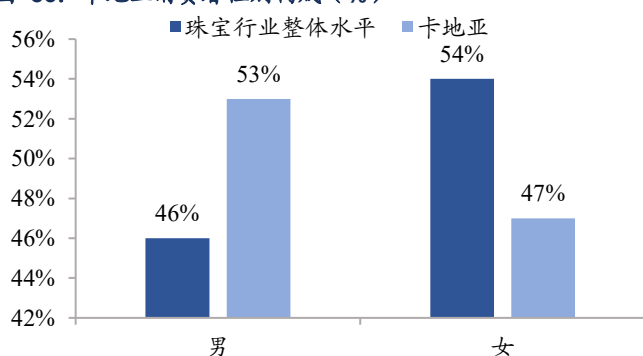
中年、高收入、男性为卡地亚主要消费群体的典型特征。卡地亚在美国拥有很高的消费者忠诚度，知名度同样较高。消费者构成中，年龄上，X 世代与千禧一代同品牌联系更紧密。性别上，男性消费者更易对品牌产生认可，在品牌爱好者中占据主要地位。收入划分上，高收入群体占比进一步提升。

图 83：卡地亚美国市场表现（%）


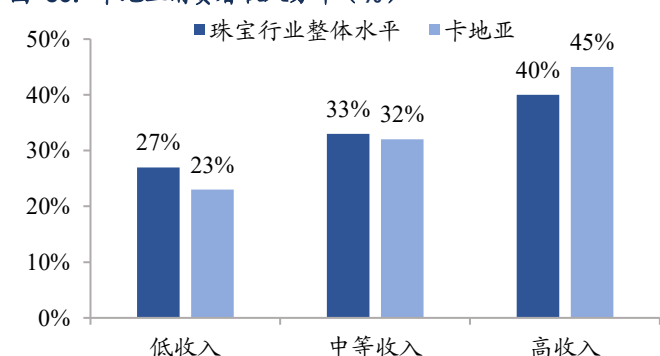
资料来源：Statista，信达证券研发中心

图 84：卡地亚消费者年龄分布（%）


资料来源：Statista，信达证券研发中心

图 85：卡地亚消费者性别构成（%）


资料来源：Statista，信达证券研发中心

图 86：卡地亚消费者收入分布（%）


资料来源：Statista，信达证券研发中心

卡地亚的发展历史可划分为以下阶段：①**初创期（1847-1898）**，最初售卖银器与罗马风格的古董，后逐渐涉及高级珠宝领域；②**高速发展期（1898-1964）**，卡地亚开始形成品牌自己的风格，同时开始全球化扩张；③**动荡分离期（1964-1998）**，该时期卡地亚位于巴黎、伦敦、纽约的独立业务先后被出售，后又收购合并，在这期间卡地亚的所有权不断变动。④**历峰时代（1998 至今）**，1988 年历峰集团实现对掌握卡地亚多数股权的 Vendôme

Luxury Group 的完全收购，卡地亚成为历峰集团旗下成员。

3.1 初创期（1847-1898），由珠宝工坊发展成为高端珠宝、腕表商。

皇室认证确立品牌高端地位。路易-弗朗索瓦·卡地亚于 1847 年开启了自己的事业。1856 年，玛蒂尔德·波拿巴公主请路易-弗朗索瓦为她修复一条项链，其后玛蒂尔德成为了卡地亚的忠实客户，卡地亚就此获得了品牌的第一张皇家认证。不久之后，卡地亚又获得了欧仁妮皇后的青睐。在接下来的 20 年里，卡地亚成为了所有名人的首选。此时的卡地亚虽然在业界独树一帜，但其珠宝作品却以其精湛的工艺而非独创的设计而著称。此时的卡地亚主要销售哥特式和文艺复兴式珠宝，反映当时的流行品味。

图 87：路易-弗朗索瓦·卡地亚



资料来源：卡地亚，信达证券研发中心

图 88：玛蒂尔德·波拿巴公主



资料来源：卡地亚，信达证券研发中心

3.2 高速发展期（1898-1964），探索品牌风格，全球化扩张。

家族企业发展成为全球现象，卡地亚迎来品牌辉煌发展的巅峰时期。卡地亚先后于巴黎、伦敦、纽约开设精品店。精品店的开设和卡地亚的声誉吸引了众多世界皇室和富豪贵族的目光。1904 年，卡地亚获得爱德华七世的御用委任状，为英国皇室供应珠宝，并在其后成为西班牙、俄国等多国皇室的御用供应商。

图 89：卡地亚巴黎精品店（左）纽约精品店（右）



资料来源：卡地亚，信达证券研发中心

图 90：爱德华七世的皇室认证



资料来源：卡地亚，信达证券研发中心

珠宝产品设计上，卡地亚不断结合时代特征进行创新，探索自己的风格。20 世纪初，卡地亚将法国“美好年代”的奢华新古典主义与纯铂金镶嵌技术融为一体。“三位一体”Trinity 系列戒指是卡地亚在这一时期的经典之作。1910-1930s，随着世界各国间的交流愈发频繁，卡地亚开始将装饰艺术与异域风情相结合。卡地亚创始人的孙子雅克在世界旅行中收集了许多印度雕刻宝石，这些宝石被大量用于卡地亚的珠宝设计中，1923 年，卡地亚创造出经典的、充满印度风情的 Tutti Frutti 系列珠宝。

图 91：“三位一体” Trinity 系列戒指



资料来源：REBAG，信达证券研发中心

图 92：卡地亚埃及风格藏品（左）充满印度风情的 Tutti Frutti 系列（右）



资料来源：AJU，信达证券研发中心

卡地亚标志性元素——猎豹诞生。1914 年，卡地亚推出首款圆形豹纹女表，1933 年著名设计师妮·杜桑成为卡地亚创意总监，并继续以猎豹这一标志性造型进行创作。1948 年，温莎公爵为妻子定制了一枚胸针，该胸针是卡地亚首次完整地在珠宝上呈现立体的美洲豹形象。

腕表业务上，卡地亚秉持品牌独特的设计语言，结合时代特征，推出多款经典产品。1904 年，路易受巴西航空先驱阿尔伯特·山度士·杜蒙（Alberto Santos-Dumont）所托，设计出可以佩戴在手腕上的腕表，并将这款腕表命名为 Santos Dumont，该表成为第一款男士腕表和飞行员腕表。1917 年，第一次世界大战爆发后，卡地亚基于法国雷诺 FT17 坦克的俯视图推出了 TANK 腕表，成为经久不衰的经典。

图 93：卡地亚含有猎豹元素的腕表（左）和胸针（右）



资料来源：卡地亚，信达证券研发中心

图 94：卡地亚 Santos 腕表（左）TANK 腕表（右）



资料来源：卡地亚，信达证券研发中心

3.3 动荡分离期（1964-1998），卡地亚的家族王朝走向终结，转变为现代化企业。

卡地亚品牌仍然是珠宝和腕表领域的领军品牌，但与卡地亚家族的联系不复存在。1964 年后，卡地亚家族相继出售纽约、巴黎伦敦分公司。1972 年，罗伯特·霍克 (Robert Hocq) 收购了卡地亚巴黎分公司。1974 年和 1976 年，又分别回购卡地亚伦敦分公司和卡地亚纽约分公司，重新连接卡地亚的全球业务。1979 年，卡地亚集团合并为 Cartier Monde。

分离期间依旧坚持品牌理念，经典设计不断推出。卡地亚纽约于 1969 年、1971 年分别推出 Love 和 Nail 手镯，为卡地亚的经典设计增添新成员。Love 手镯在佩戴时需要用螺丝刀拧紧，不易拆卸。这种革命性的设计象征着永恒的承诺。卡地亚将它赠送给诸多名人夫妇，打响系列知名度。

多领域发展，凭借入门产品扩张客群规模。1973 年，卡地亚推出 Les Must de Cartier（卡地亚必备系列），将

业务范围扩张至其他领域。该系列涵盖钢笔、手表、皮具和太阳镜等产品。**Les Must de Cartier** 让卡地亚更加平民化，不再局限于王公贵族，工薪阶层也能买得起它的产品。

图 95：卡地亚 Love 手镯（左）和 Nail 手镯（右）



资料来源：卡地亚，信达证券研发中心

图 96：卡地亚 Les Must de Cartier 系列



资料来源：卡地亚，信达证券研发中心

3.4 历峰时代（1998 至今），经典设计不断重现

1993 年，历峰集团拥有 70% 股权的旺多姆奢侈品集团收购了卡地亚的多数股权。1998 年，历峰集团收购了旺多姆剩余的 30% 股份。1998 年至 2012 年间，历峰集团将其对卡地亚的持股比例提升至 100%。卡地亚自此彻底成为历峰集团的全资子公司，继续在全球闪耀光芒。

注重品牌生命力的延续。2022 年卡地亚对位于巴黎和平路 13 号的精品店进行翻修。2023 年卡地亚推动了 **TANK** 系列的回归。2024 年卡地亚延续 **Trinity** 的独特设计，融入现代特点，推出创新造型、轮廓与图案。

图 97：卡地亚新款 TANK 系列



资料来源：卡地亚，信达证券研发中心

图 98：卡地亚新款 Trinity 系列



资料来源：卡地亚，信达证券研发中心

图 99：翻修后的卡地亚巴黎精品店



资料来源：卡地亚，信达证券研发中心

4. 梵克雅宝 (Van Cleef & Arpels)：诗意设计的典范

梵克雅宝以标志性腕表、高级珠宝、璀璨夺目的彩色宝石而闻名全球。梵克雅宝由埃丝特·雅宝与阿尔弗雷德·梵克于 1906 年创立，是珠宝领域的知名品牌之一，自创立以来一直为富豪名流提供珠宝。梵克雅宝将艺术、创新和精湛工艺融为一体，诠释了“创造的不仅仅是珠宝，更是杰作”的真谛。梵克雅宝的设计灵感多源于自然，设计上巧妙运用不对称元素，营造流畅灵动的视觉效果。

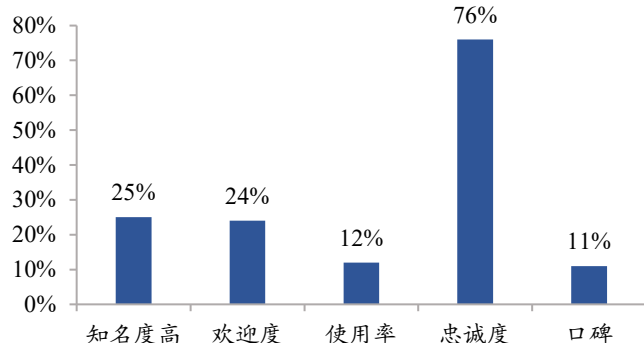
图 100: 梵克雅宝全球珠宝销售额及 YoY (亿美元, %)


资料来源: 欧睿, 信达证券研发中心

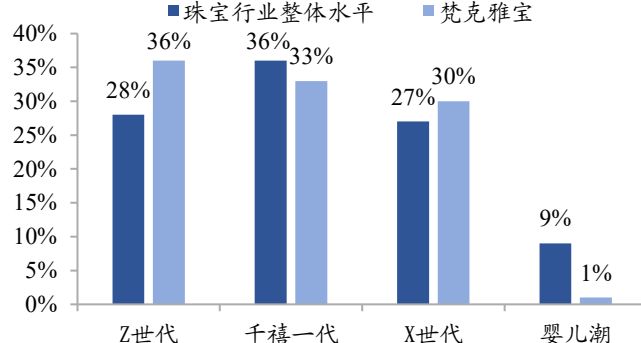
图 101: 梵克雅宝中国珠宝销售额及 YoY (亿元, %)


资料来源: 欧睿, 信达证券研发中心

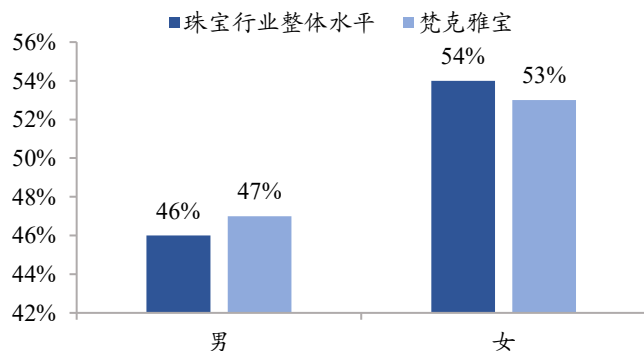
女性、年轻消费者、高收入构成梵克雅宝消费者群体的主要特征。梵克雅宝在美国拥有很高的消费者忠诚度。消费群体构成中，**年龄上**，Z 世代和 X 世代与品牌联系更紧密。**性别上**，女性消费者占据主要地位。**收入划分上**，高收入群体占比接近 50%，远高于行业和其他三家珠宝品牌。

图 102: 梵克雅宝美国市场表现 (%)


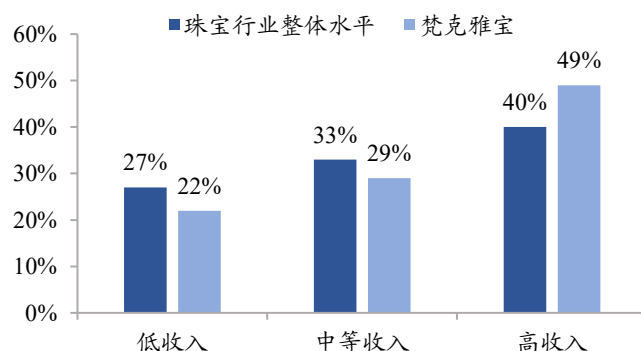
资料来源: Statista, 信达证券研发中心

图 103: 梵克雅宝消费者年龄分布 (%)


资料来源: Statista, 信达证券研发中心

图 104: 梵克雅宝消费者性别构成 (%)


资料来源: Statista, 信达证券研发中心

图 105: 梵克雅宝消费者收入分布 (%)


资料来源: Statista, 信达证券研发中心

梵克雅宝的发展历史可划分为以下阶段：①**初创期（1906-1925）**，在巴黎开设门店，标志着品牌珠宝传奇的开始；②**形象确立时期（1926-1940）**，梵克雅宝开始逐渐形成自身的设计风格，确立品牌的设计语言；③**繁荣扩张期（1940-1999）**，开启全球扩张步伐，经典款设计不断涌现；④**历峰时代（1999 至今）**，1999 年被历峰集团所收购，开启新的征程。

4.1 初创期（1906-1925），起源于爱情故事的珠宝品牌

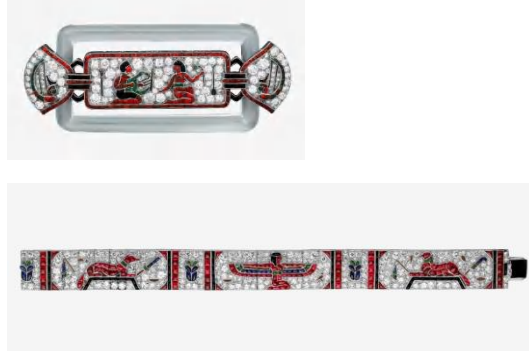
诞生于巴黎，初期设计语言跟随时代风潮。1895 年，埃丝特与阿尔弗雷德·梵克结婚，两人均出身于珠宝商世家。1906 年，阿尔弗雷德·梵克与其妹夫查尔斯·雅宝在巴黎旺多姆广场 22 号开设了第一家梵克雅宝精品店。1920s，梵克雅宝在设计语言上多采用当时蓬勃发展的装饰艺术运动。同时受欧洲东方文化的浪潮的影响，梵克雅宝也从埃及文化，日本、中国和印度风格中汲取灵感。

图 106：梵克雅宝法国门店



资料来源：梵克雅宝，信达证券研发中心

图 107：梵克雅宝装饰艺术运动的几何造型与埃及元素的融合后的作品



资料来源：梵克雅宝，信达证券研发中心

4.2 形象确立时期（1926-1940），逐渐形成自身的设计风格，诞生诸多经典设计

品牌独特风格逐渐形成，标志性产品相继诞生。1933 年，梵克雅宝获得隐秘式镶嵌工艺的专利，这项创新技术将切割精美的宝石镶嵌于隐秘镶嵌槽中，打造出近乎浑然一体的表面，展现出产品的纯净色彩和璀璨光芒。1935 年，梵克雅宝推出经典的 **Cadenas** 腕表。1936 年，爱德华八世向梵克雅宝订购珠宝：一条领结项链、一条红宝石和钻石手镯，以及一个由隐秘镶嵌红宝石制成的胸针。在此时期，梵克雅宝开始从自然界中选取设计要素，花卉等元素开始在产品中出现。1937 年，梵克雅宝为埃及公主法伊莎设计出双牡丹胸针。

图 108：梵克雅宝 Cadenas 腕表



资料来源：梵克雅宝，信达证券研发中心

图 109：为爱德华八世打造的珠宝（左 1，2）为埃及公主法伊莎设计的胸针（右 1）

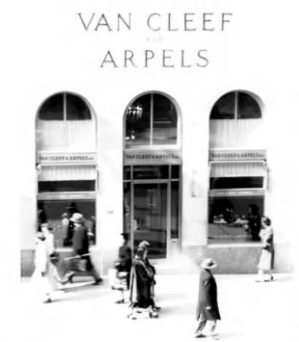


资料来源：梵克雅宝，信达证券研发中心

4.3 繁荣扩张期（1940-1999），经典设计不断涌现，开启对外拓张

四叶草、小精灵等经典设计诞生，业务范围向全球拓展。1940 年，梵克雅宝在第五大道开设精品店。1941 年推出首款芭蕾舞女演员和仙女发夹，开创梵克雅宝的标志性设计。1950 年，梵克雅宝推出第一条可转换为手链的 Zip 项链。1968 年，梵克雅宝的经典设计 **Alhambra** 诞生，该系列以四叶草为灵感，名字源自西班牙格拉纳达的阿尔罕布拉宫。这一具有象征意义的设计一经推出便获得成功，成为全世界公认为幸运象征的象征。1979 年在日本开设精品店。

图 110: 梵克雅宝纽约门店



资料来源: 梵克雅宝, 信达证券研发中心

图 111: 梵克雅宝小精灵(左) 芭蕾舞女(右) 发夹



资料来源: 梵克雅宝, 信达证券研发中心

图 112: 梵克雅宝经典的四叶草系列问世



资料来源: 梵克雅宝, 信达证券研发中心

4.4 历峰时代 (1999 至今), 开启新的旅程

坚持品牌设计理念, 不断推出新品, 全球化步伐向前迈进。2003 年推出 **Frivole** 系列, 镜面抛光的黄金赋予心形花瓣独特的光泽, 不对称的构图彰显了梵克雅宝经典设计。2008 年, 推出 **Perlee** 系列戒指, 以黄金打造, 镶嵌钻石或珍贵宝石, 可根据佩戴者的喜好进行混搭组合。2011 年, 继巴黎和纽约之后, 梵克雅宝在中国香港置地太子开设了专卖店。2016 年, 梵克雅宝在旺多姆广场的第三家店面正式落成, 设立“传承画廊”用于举办展览。旺多姆广场 20、22 和 24 号也因此更名为“旺多姆沙龙”。同年, 标志性的东京银座 **Maison** 精品店开设。

图 113: 梵克雅宝 Frivole 系列



资料来源: 梵克雅宝, 信达证券研发中心

图 114: 梵克雅宝 Perlee 系列戒指



资料来源: 梵克雅宝, 信达证券研发中心

图 115: 梵克雅宝中国香港太子门店



资料来源: 梵克雅宝, 信达证券研发中心

5. 四大重奢珠宝品牌如何确保长盛不衰

上文我们对四大珠宝品牌的历史进行了简要介绍, 接下来我们会根据四大品牌的发展历程, 探讨其为何能够历经百年依旧生机蓬勃。

5.1 持续推升品牌知名度及高度

为权贵人士服务, 塑造品牌高端定。宝格丽、卡地亚、梵克雅宝三者皆是为皇室、贵族服务打开名气后, 逐步吸引到诸多富豪名流; 而蒂芙尼则因为美国社会环境与欧洲的不同, 并不曾专门为皇室贵族定制珠宝, 其主要通过服务美国社会的富豪、官员等奠定品牌的高端地位。

图 116: 摩纳哥亲王兰尼埃三世为格蕾丝·凯利挑选卡地亚订婚戒指



资料来源: 观潮, 信达证券研发中心

图 117: Paola Senni 伯爵夫人和 Dorothy di Frasso 伯爵夫人都是宝格丽的客户



资料来源: 宝格丽, 信达证券研发中心

图 118: 林肯为妻子购买的蒂芙尼项链和耳环/杰奎琳·肯尼迪钟爱的蒂芙尼手镯



资料来源: 蒂芙尼, THE BACK VAULT, 信达证券研发中心

借助明星客户，拓张品牌知名度。伊丽莎白·泰勒作为狂热的宝石爱好者，是四家品牌共同的忠实客户。格蕾丝·凯莉作为当时的著名人物，卡地亚、宝格丽、梵克雅宝皆是其珠宝供应商。四大珠宝商借助名人在影片或是公共场合对自己产品的佩戴，极大的提升了品牌的知名度。进入 21 世纪，四大珠宝品牌依然通过明星代言实现知名度的扩张。

图 119: 伊丽莎白与奢侈珠宝



(注: 由左至右依次为: 伊丽莎白泰勒佩戴梵克雅宝, 宝格丽, 以及迈克·托德送其的卡地亚红宝石)

资料来源: WWD115, 信达证券研发中心

图 120: 卡地亚品牌大使



资料来源: 卡地亚, 信达证券研发中心

图 121: 宝格丽代言人

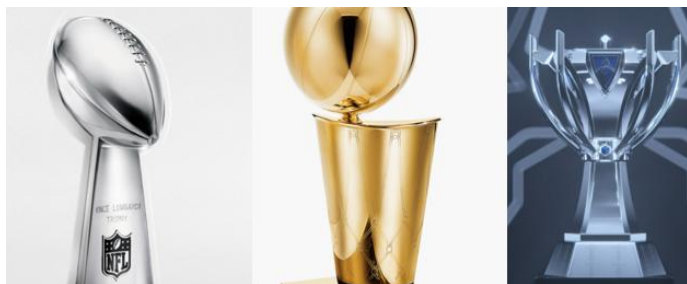


资料来源: 宝格丽, 信达证券研发中心

品牌地位决定品牌价值。品牌地位越高，其所吸引到的客户群体就越高端，品牌价值也越强。蒂芙尼在这方面做出诸多努力。1.同诸多赛事合作，将品牌同“冠军”“第一”相联系； 2.限制传奇钻石曝光次数。蒂芙尼黄钻自成为其品牌的象征以来，其在公共场合曝光次数屈指可数。蒂芙尼通过上述方式塑造品牌在消费者心目中的高端

形象。

图 122: 蒂芙尼为众多赛事打造奖杯



(注: 由左至右依次为: NFL 奖杯, NBA 奖杯, 英雄联盟奖杯)

资料来源: 蒂芙尼, 英雄联盟官方, 信达证券研发中心

图 123: Lady Gaga 佩戴蒂芙尼传奇黄钻出席奥斯卡颁奖典礼



资料来源: Vogue, 信达证券研发中心

卡地亚是与艺术建立联系先驱。卡地亚于 1984 年成立卡地亚当代艺术基金会, 资助当代艺术的发展。同时卡地亚还同威尼斯电影节合作, 彰显卡地亚对当代创作和现今电影业的关注。通过与艺术的联系, 卡地亚在保证品牌的新鲜感同时, 淡化品牌商业气息, 借助艺术的神圣性维护品牌神话。此外, 宝格丽与托洛尼亚基金会合作, 成为修复托洛尼亚收藏馆中希腊和罗马大理石雕像的主要赞助商之一。与罗马国立二十一世纪博物馆合作, 设立“宝格丽奖”, 支持新兴艺术家。梵克雅宝同芭蕾舞团进行合作。以与梵克雅宝的邂逅为灵感, 创作芭蕾舞剧三部曲《宝石》。

图 124: 卡地亚当代艺术基金会



资料来源: 卡地亚, 信达证券研发中心

图 125: 威尼斯影展与卡地亚联合颁发《卡地亚电影人荣誉奖》



资料来源: 卡地亚, 信达证券研发中心

图 126: 托洛尼亚收藏馆中希腊和罗马大理石雕像



资料来源: 宝格丽, 信达证券研发中心

图 127: 梵克雅宝同芭蕾舞团合作芭蕾舞剧



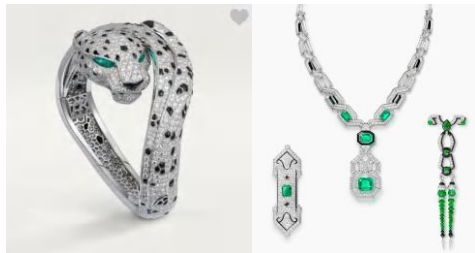
资料来源: 梵克雅宝, 信达证券研发中心

5.2 经典系列为品牌增添生命力

历史赋予品牌以深度，使其产品变得经典。悠久的历史为其积累了诸多经典款产品。四大品牌在经典设计的框架内不断创新，将设计元素与时代特征相融合，经典产品不断更新，并将经典元素运用到各类产品中，延续设计语言的生命力，实现历史与现代的结合。

卡地亚的设计语言包括动植物等自然元素以及几何造型与鲜艳色彩的结合，TRINITY、LOVE、Panthere 猎豹系列等极具品牌辨识度。Tank 腕表在经典设计的基础上不断进行细微改动，实现经典设计的与时俱进。宝格丽将罗马元素融入珠宝设计，开创了 Serpenti、B.zero 等多个经典系列。梵克雅宝坚持以大自然、舞蹈等为品牌灵感设计来源（花/果实/蝴蝶等），创造出 Alhambra 四叶草、小精灵、芭蕾舞女等多款经典产品。针对四叶草系列，梵克雅宝进行了诸多变种，不断延续经典设计的生命力。蒂芙尼旗下经典款式众多，Tiffany Setting，Return to Tiffany 钥匙扣，石上鸟等。蒂芙尼从历史中挖掘灵感，为历史设计添加时代语言。

图 128: 卡地亚经典设计: 猎豹 (左), 几何与鲜艳色彩的结合 (右)



资料来源: 卡地亚, 信达证券研发中心

图 129: Tank 腕表经典设计的延续与创新



(注: 从左至右对应年份: 1919, 1922, 1936, 1946, 2013, 2023)

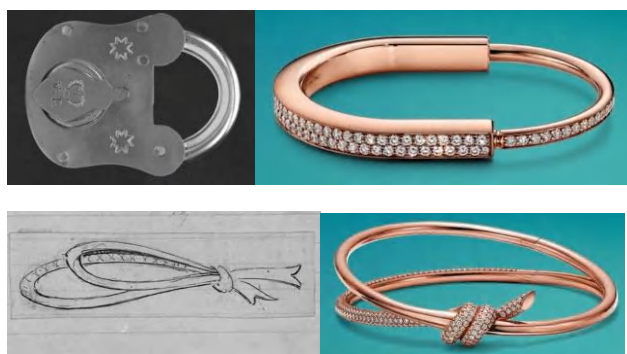
资料来源: 卡地亚, 信达证券研发中心

图 130: 梵克雅宝四叶草元素的不断变种



资料来源: 梵克雅宝, 信达证券研发中心

图 131: 蒂芙尼从历史中挖掘设计灵感



资料来源: 蒂芙尼, 信达证券研发中心

蒂芙尼打造专属颜色，原料采用自定标准。蒂芙尼蓝作为蒂芙尼典型的品牌象征，自 1998 年起，蒂芙尼蓝就被蒂芙尼注册为颜色商标。在钻石标准上，由其旗下的 Tiffany Gemological Laboratories 对钻石进行鉴定，掌握钻石鉴定话语权的同时，同其他钻石品牌作出区分。

图 132: 蒂芙尼蓝 (左) 蒂芙尼独有的钻石检验标准 (右)



资料来源: 蒂芙尼, 信达证券研发中心

梵克雅宝十分重视维护自身独有的经典设计语言。为保护四叶草设计的独特性, 历峰集团与 LVMH 针对“四叶草”设计进行了长达数年的博弈。历峰集团声称路易威登在其 Color Blossom 系列中抄袭梵克雅宝标志性的四叶草设计, 在定价策略上与四叶草系列高度趋同, 且在营销时刻意模糊两个品牌的界限。

图 133: LV 与梵克雅宝的“侵权”官司

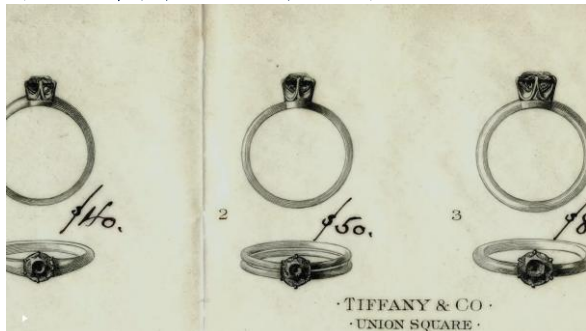


(注: 左 1: 路易威登 Color Blossom 珠宝系列, 左 2: 梵克雅宝 Alhambra 四叶草经典设计; 左 3: 梵克雅宝, 左 4: 路易威登,)

资料来源: 澎湃新闻, 信达证券研发中心

在经典工艺、设计上各有创新。蒂芙尼推出了六爪镶嵌工艺, 使得宝石的夺目色彩效果可以更好的展现; 卡地亚推出花环风格的创新设计; 梵克雅宝有独创的隐匿式镶嵌工艺; 宝格丽则创造出独特的凸圆形切割工艺。这些创新使得其展现出有别于其他珠宝品牌的特色, 打响品牌名声的同时, 积累了丰富的设计遗产, 可以在未来不断复用。

图 134: 早期蒂芙尼六爪镶嵌钻戒



资料来源: 蒂芙尼, 信达证券研发中心

图 135: 卡地亚花环风格饰品



资料来源: 卡地亚, 信达证券研发中心

5.3 同历史建立联系，积累品牌底蕴

蒂芙尼在发展过程中深度参与美国历史：1885 年蒂芙尼重新设计了美国国徽。南北战争期间，蒂芙尼为多名将领打造勋章、礼仪佩剑以及其他物品。卡地亚则不断参与到法国和世界重大历史事件中。Tank 腕表基于法国 FT17 所设计；1942 年设计出「笼中鸟」胸针，象征德国占领时期的法国。1944 年，「自由鸟」胸针面世，作为法国解放的象征。

图 136: 蒂芙尼参与设计的美国国徽，以及在南北战争中为将领打造的佩剑



资料来源：蒂芙尼，TARGET，信达证券研发中心

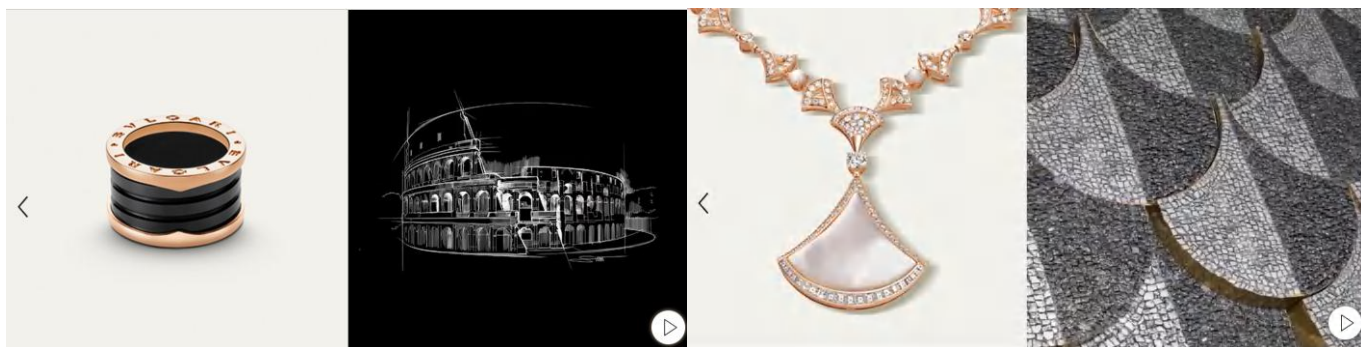
图 137: 卡地亚在二战前后根据法国现实所设计的笼中鸟（左）和自由鸟（右）胸针



资料来源：SOR JEWELERS，信达证券研发中心

宝格丽不断传承罗马、雅典等地中海文化，将品牌打造成地中海文化的代表。宝格丽成功地将永恒之城——罗马的悠久历史及象征意义与全新设计巧妙融合，以现代设计致敬罗马的悠久历史。宝格丽始终秉持着精致优雅、意大利品质与风格的理念，实现经典与现代的完美融合。此外，四家品牌都对各自地标性的精品店进行翻修或扩建，加深品牌同创始地的联系。

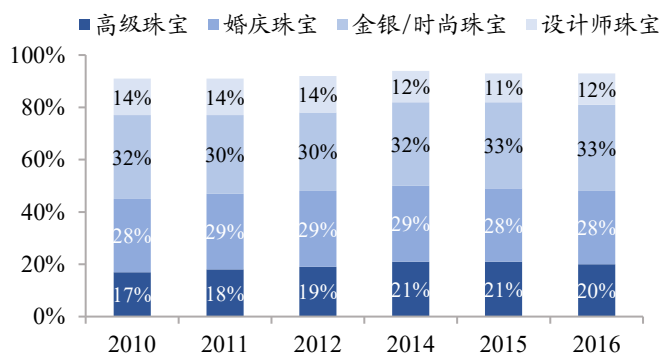
图 138: 宝格丽从罗马建筑中选取设计元素



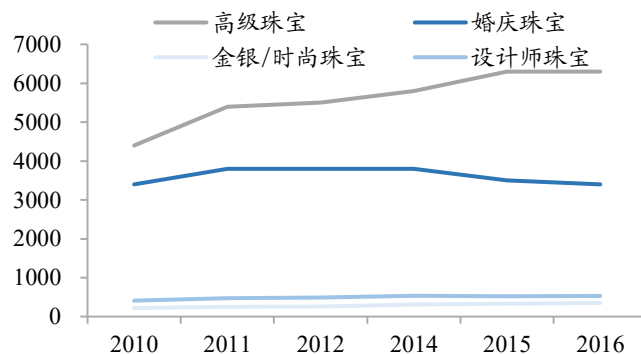
资料来源：宝格丽，信达证券研发中心

5.4 平衡稀缺性和易得性

卡地亚通过 Les Must 系列实现品牌稀缺性与易得性的平衡。次要品牌如香水、皮带、打火机、眼镜等，皆在卡地亚精品店以外出售，高级珠宝和腕表系列则在精品销售店展示，维护产品的稀缺性。Tiffany 的产品系列中，婚庆珠宝以及金银饰品占据着相当主要的份额，金银饰品的价格在产品线中处于较低水平，为蒂芙尼的入门级产品，吸引着众多新进消费者；钻石品类等高档珠宝则精准地面向品牌的核心消费群体，满足其对高品质珠宝的追求。

图 139: 蒂芙尼不同类别珠宝占比 (%)


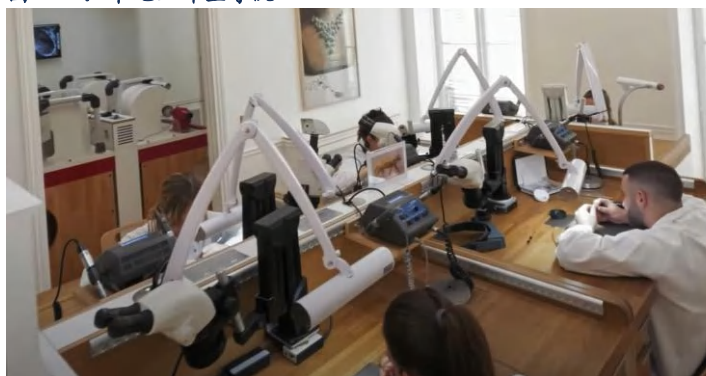
资料来源: 蒂芙尼公司公告, 信达证券研发中心

图 140: 蒂芙尼不同类别珠宝均价 (美元)


资料来源: 蒂芙尼公司公告, 信达证券研发中心

5.5 注重同客户的情感联结, 打造独特的消费者体验

重视对消费者体验的打造, 致力于为客户提供最好的服务。卡地亚和梵克雅宝尝试将传统的奢侈品零售转化为沉浸式的品牌故事, 从多个感官和情感层面吸引顾客。卡地亚、梵克雅宝创立各自的学院, 培养自身工匠的同时, 也向普罗大众传递珠宝艺术文化。通过组织消费者游览学院、体验工艺流程, 建立深厚连接, 加深消费者与品牌间的情感联系。

图 141: 卡地亚珠宝学院


资料来源: 卡地亚, 信达证券研发中心

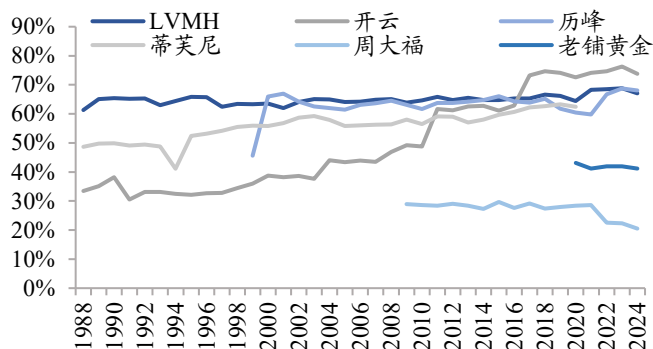
图 142: 梵克雅宝巴黎艺术学院


资料来源: 梵克雅宝, 信达证券研发中心

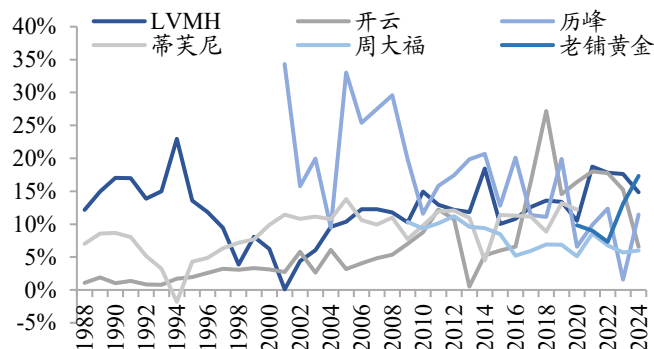
五、奢侈品公司的财务特点与估值

奢侈品牌的高品牌价值使其拥有较高的毛利率。奢侈品公司通过塑造品牌形象, 打造独特的护城河, 为公司创造了高额的品牌溢价。品牌溢价使得奢侈珠宝公司的毛利率要明显高于其他珠宝品牌。但为维护品牌价值, 奢侈品牌花费了大量的营销费用以及管理费用, 用于品牌形象的打造和服务质量的提升, 使得奢侈品牌的净利率同一般消费品牌之间的差距没有毛利率那般悬殊。

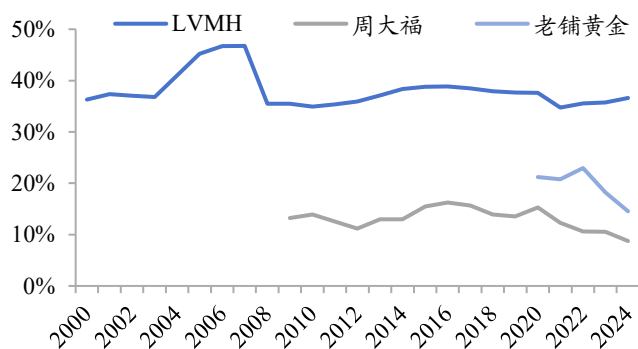
奢侈品公司之间, 因经营范围的不同, 其毛利率表现也有所不同。历峰公司因其以珠宝业务为主, 原料成本更高, 故其利润水平在三家奢侈品集团中最低, 而以皮具、鞋服等为主要业务的开云集团的利润水平最高, LVMH 的经营范围更多样, 其利润水平位于二者之间。蒂芙尼在被收购前的利润水平也低于开云集团和 LVMH。

图 143: 毛利率对比 (%)


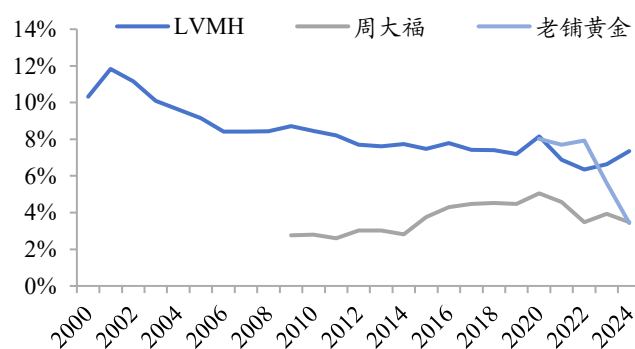
资料来源: Bloomberg, 各公司公告, iFind, 信达证券研发中心

图 144: 净利率对比 (%)


资料来源: Bloomberg, 各公司公告, iFind, 信达证券研发中心

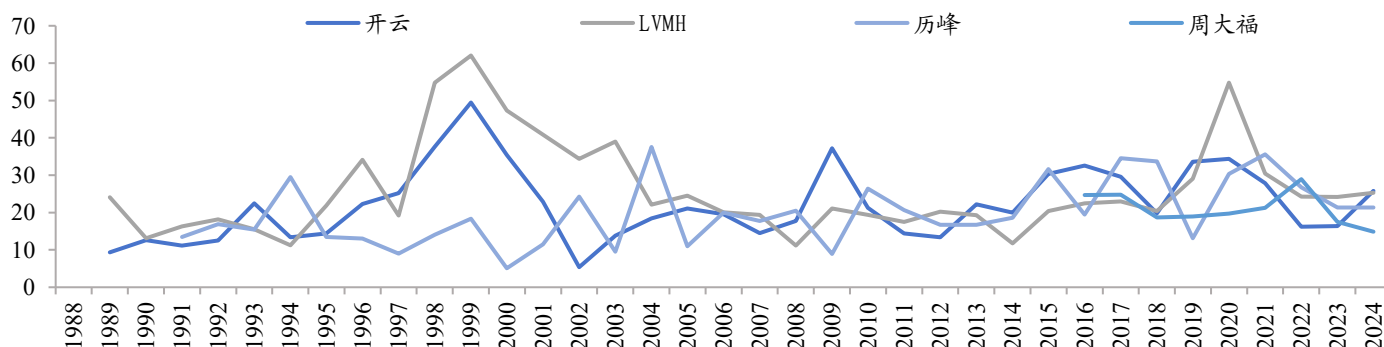
图 145: 销售费用率对比 (%)


资料来源: Bloomberg, iFind, 信达证券研发中心

图 146: 管理费用率对比 (%)


资料来源: Bloomberg, iFind, 信达证券研发中心

奢侈品公司借助强大的品牌形象提升自身竞争力,从而拥有更高的估值溢价空间。LVMH 作为全球典型的奢侈品集团,其近 9 个财年的平均估值为 28.2X,高于周大福的平均估值 (21.0X)。LVMH 收购蒂芙尼时,给出的收购金额为 158 亿美元,对应 PE 为 29.2X。针对奢侈品公司,LVMH、开云、历峰在过去近 20 年间的估值水平基本接近,表明公司产品结构对奢侈品公司估值的影响较小,决定溢价空间的主要为品牌价值。

图 147: 不同公司估值对比


资料来源: Bloomberg, iFind, 信达证券研发中心

六、中国能否诞生自己的奢侈珠宝品牌

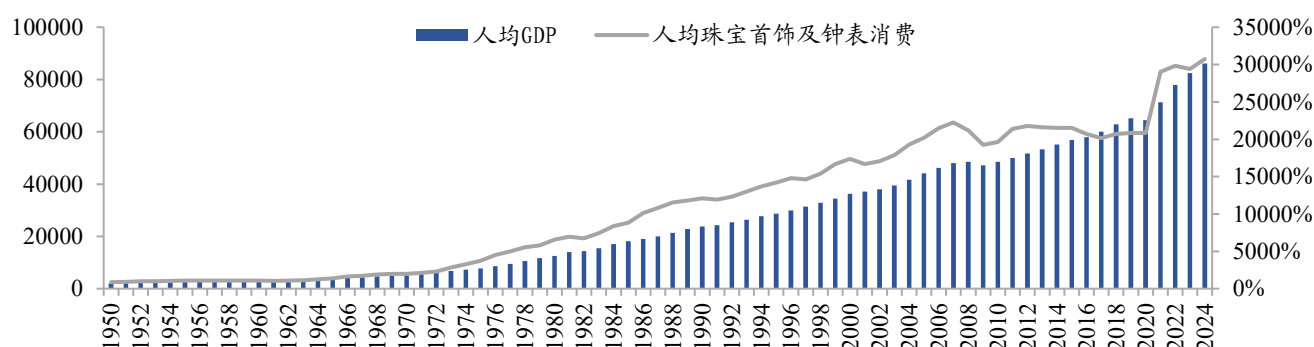
1. 国际奢侈品牌蓬勃发展的外部条件

1.1 本土经济的不断发展

本土市场的不断发展是奢侈品牌实现蜕变的关键助力。在梳理蒂芙尼的发展历程中，我们提到美国经济在战后的不断发展，蒂芙尼随之一同不断扩张。实际上，上述四大市场珠宝品牌的蜕变都依赖于本土经济的发展。

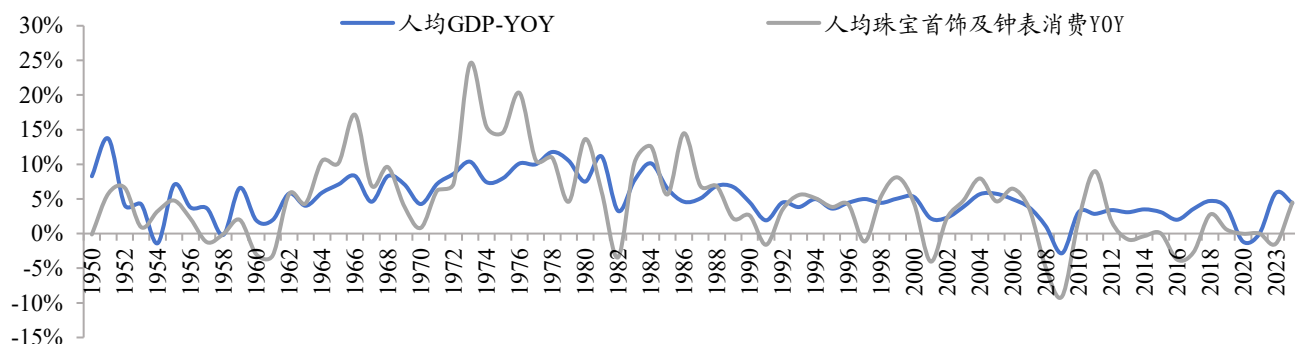
伴随人均 GDP 的提升，珠宝消费不断增长。美国经济在战后快速增长，人均 GDP 持续攀升。乐观预期刺激消费需求变化，经济的常年增长使得人们对未来的生活充满乐观，珠宝作为可选消费品代表，在乐观预期的刺激下逐渐被更多消费者购买。1972 年，人均 GDP 突破 6000 美元，同时珠宝消费也于该时点开启快速增长阶段。这一增长趋势一直持续到 2008 年经济危机前，危机后逐渐趋于稳定。2021 年因疫情限制的解除，珠宝行业迎来报复性增长，随后重回稳定状态。

图 148：美国人均 GDP 和人均珠宝首饰及钟表消费金额（美元）



资料来源：iFind，美国经济分析局，信达证券研发中心

图 149：美国人均 GDP—YoY 和人均珠宝首饰及钟表消费金额 YoY (%)



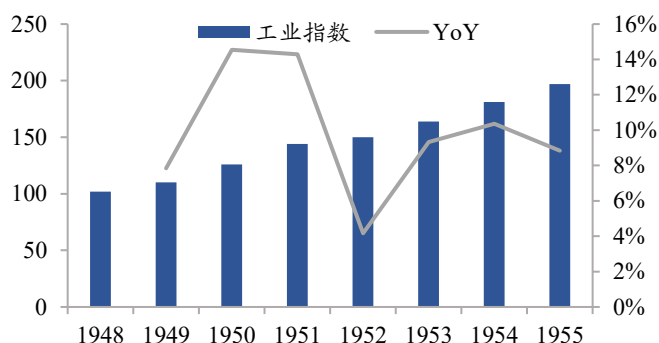
资料来源：iFind，美国经济分析局，信达证券研发中心

法国、意大利奢侈品牌的蓬勃发展同样依托于本土经济的快速增长。欧洲于 19 世纪末至一战前后，大约 1871 年至 1914 年，迎来了被称之为“美好年代”的时期。依托工业革命带来的技术爆炸，工业的快速发展使得法国经济不断增长，居民收入不断提升。意大利在二战后，受益于战后重建等因素，也迎来了一段经济快速发展的时期。诸多著名的法国、意大利奢侈品牌也纷纷诞生于上述时期。

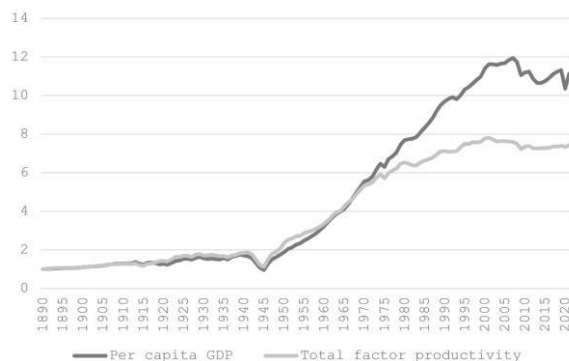
表 5: 1900-1910 年法、英、德三国工业指标变化 (%)

工业指标	法国/%	英国/%	德国/%
农业产能	10	4	14
棉纺品的粗消耗量	33	6	17
铸铁产量	54	-4	54
钢铁产量	130	20	100
煤炭消耗量	24	0	20
汽车产量	60	无数据	62

资料来源:《1900-1914 年的法国社会》，信达证券研发中心

图 150: 1948-1955 意大利工业指数及 YoY (1938=100, %)


资料来源: Luigi De Rosa 《战后意大利经济》，信达证券研发中心

图 151: 意大利人均 GDP 和全要素生产率累计增长率 (1890=1)


资料来源: Nicola Rossi 《Reframing Italian Economic History, 1861-2021: Creative Destruction and the Italian Society》，信达证券研发中心

表 6: 法国、意大利部分奢侈品牌诞生时间

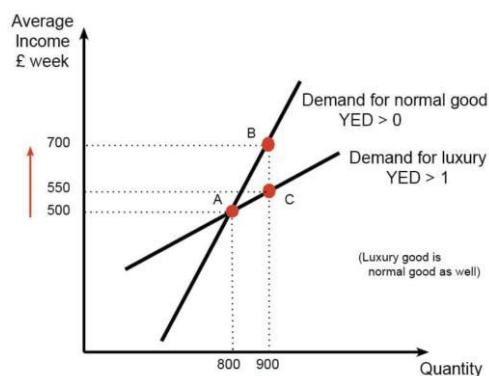
国家	品牌名称	创立时间
法国	都彭 (dupont)	1872
	梦特娇 (Montagut)	1880
	伯尔鲁帝 (Berluti)	1895
	梵克雅宝 (Van Cleef & Arpels)	1906
	欧莱雅 (L'oreal)	1909
	香奈儿 (Chanel)	1910
	巴黎世家 (Balenciaga)	1917
意大利	璞琪 (Emilio Pucci)	1947
	MaxMara	1959
	华伦天奴 (Valentino)	1960
	葆蝶家 (Bottega Veneta)	1966
	宝曼兰朵 (POMELLATO)	1967
	阿玛尼 (Armani)	1975
	范思哲 (Versace)	1978

资料来源: 各公司官网, 信达证券研发中心

1.2 女性收入和地位的提升

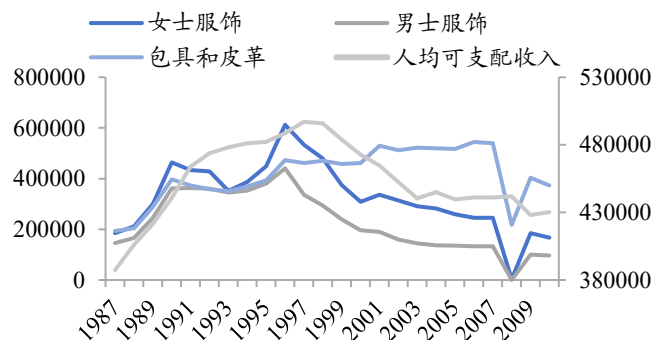
女性社会地位和劳动率不断提升，消费能力增强。随着经济的快速发展，思潮的解放和企业的劳动率需求开始推动女性开始进入职场，女性收入不断增加。收入的提升使得女性的消费能力随之增强。根据奢侈品的定义，其需求收入弹性大于1，即潜在消费者收入的增加会导致其需求的增长，且需求增长幅度大于收入增长幅度。以日本为例，根据 Rika Fujioka (2018) 等人对日本奢侈品市场的研究，人均可支配收入对销售额有正面影响。而根据 Stokburger-Sauer (2013) 的研究显示，相较于男性，女性对奢侈品的态度更为积极。Wealth-X 在 2022 年发布的《2022 年世界超级财富报告》对超高净值人群（UHNW，个人净资产超过 3000 万美元）进行深入分析，在该人群中，女性在资产配置上，投资于房地产和奢侈品的比例为 12.7%，而男性仅有 4%。而根据贝恩发布的全球奢侈品研究显示，女性构成奢侈品市场的消费主力。通过上述分析，我们可以初步判定，女性收入的提升会提高其对奢侈品的需求，推动奢侈品市场的增长。

图 152：奢侈品需求收入弹性



资料来源：economicshep，信达证券研发中心

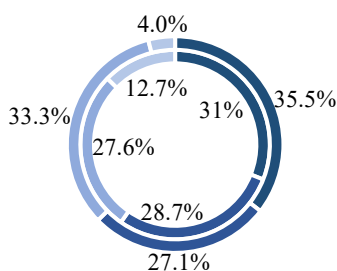
图 153：日本人均可支配收入（日元，右）与奢侈品销售额（百万日元，左）



资料来源：Rika Fujioka, Zhen Li & Yuta Kaneko 《The Democratisation of Luxury and the Expansion of the Japanese Market, 1960-2010》，信达证券研发中心

图 154：UHNW 女性（内）和男性（外）的资产配置比例（%）

■ 流动资产 ■ 私人持股 ■ 公众持股 ■ 房地产和奢侈品



资料来源：Wealth-X，信达证券研发中心

奢侈品行业是女性赋权进程的重要推动者，也受益于“女性赋权”进程。伴随收入的增加，女性对平等社会地位和社会权利的追求也在不断提升。根据 Wiedmann 等人的研究（Value-Based Segmentation of Luxury Consumption Behavior），相较于男性而言，社会价值是女性在购买奢侈品时的重要考量因素。奢侈品在“女性赋权”这一社会进程中，通过服饰去性化、融入男装元素等方式，顺应时代潮流，发挥重要的推动作用的同时，实现了品牌的扩张和形象的构建。香奈儿、圣罗兰（YSL）等品牌是该进程的主要参与者：可可·香奈儿借鉴男士服装设计，推出经典的女士粗花呢西装，同时将裤装引入女性衣橱，打破过去以束腰、长裙为代表的女性服饰传统，使女性的穿着更加自由、舒适；YSL 的创始人伊夫·圣罗兰于 1966 年推出“吸烟装”，肩部采用宽肩设计，这一设计在过去为男性西装采用，象征力量与权力；下装采用裤装，解放了当时女性的着装规范。

图 155: 传统女性服饰（左）与香奈儿粗花呢西装（右）



资料来源: TALIVERA, 信达证券研发中心

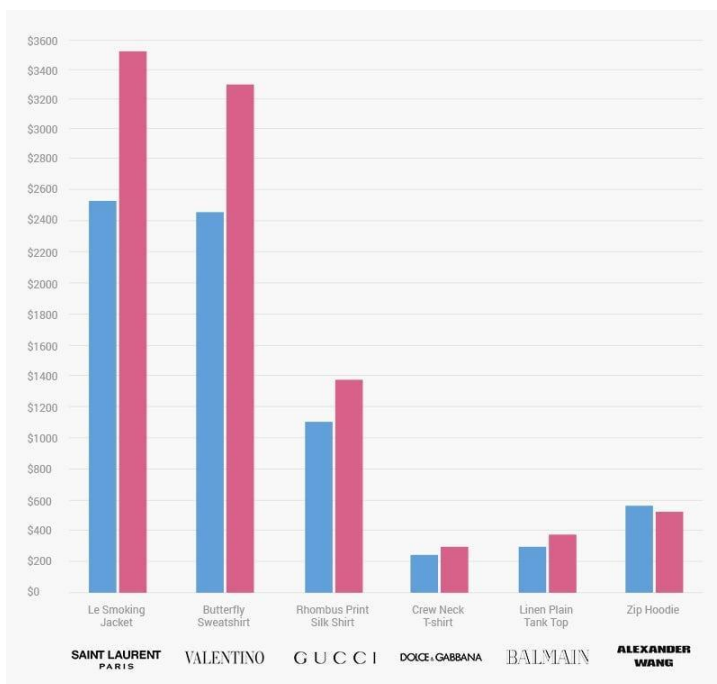
图 156: YSL “吸烟装”



资料来源: Point of References, 信达证券研发中心

奢侈品行业的“粉红税”。“粉红税”广义上指的是女性消费者为那些本质上相同、但专门针对女性营销的产品和服务而多支付的费用。在奢侈品行业中，存在明显的“粉红税”现象。根据 Business of Fashion 于 2016 年针对 Saint Laurent, Valentino, Gucci, Dolce & Gabbana, Balmain 和 Alexander Wang 的调查显示，有 17 个案例中的女性服装比男性服装更贵（男、女两个版本在设计、颜色和原料上完全相同）。在接受调查的六个品牌中，Saint Laurent 的同款男、女产品显示出最大的价格差异，而该公司将价格差异归因于女装制造所需的额外工艺。男、女价格的不同对奢侈品的销售额产生一定影响。

图 157: 奢侈品行业的“粉红税”（美元，2016）

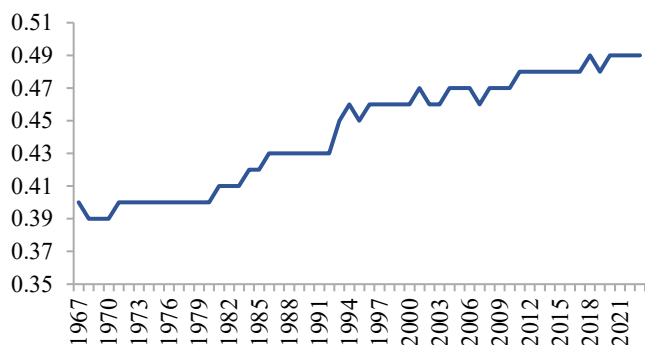


资料来源: Svasti Pant 《UnPinking Discrimination: Exploring the Pink Tax and its Implications》, BoF, 信达证券研发中心

1.3 贫富差距不断扩大

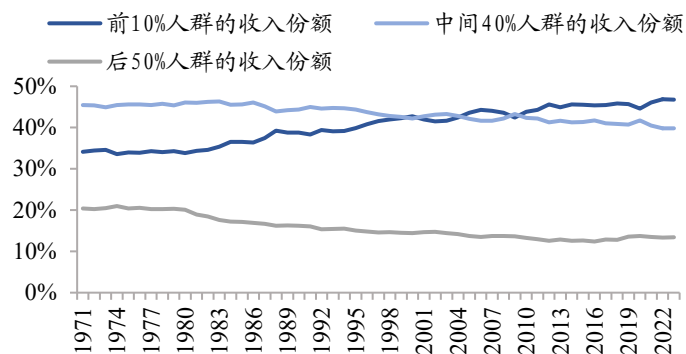
对美国珠宝行业的发展进行复盘，我们可以发现在其高速发展时期，贫富差距不断分化也是当时典型的社会背景。从 1970 年至今，美国基尼系数持续攀升，前 10% 人群的收入份不断提高，收入不平等现象加剧。

图 158: 1967-2023 年美国基尼系数



资料来源: iFind, 美国经济分析局, 信达证券研发中心

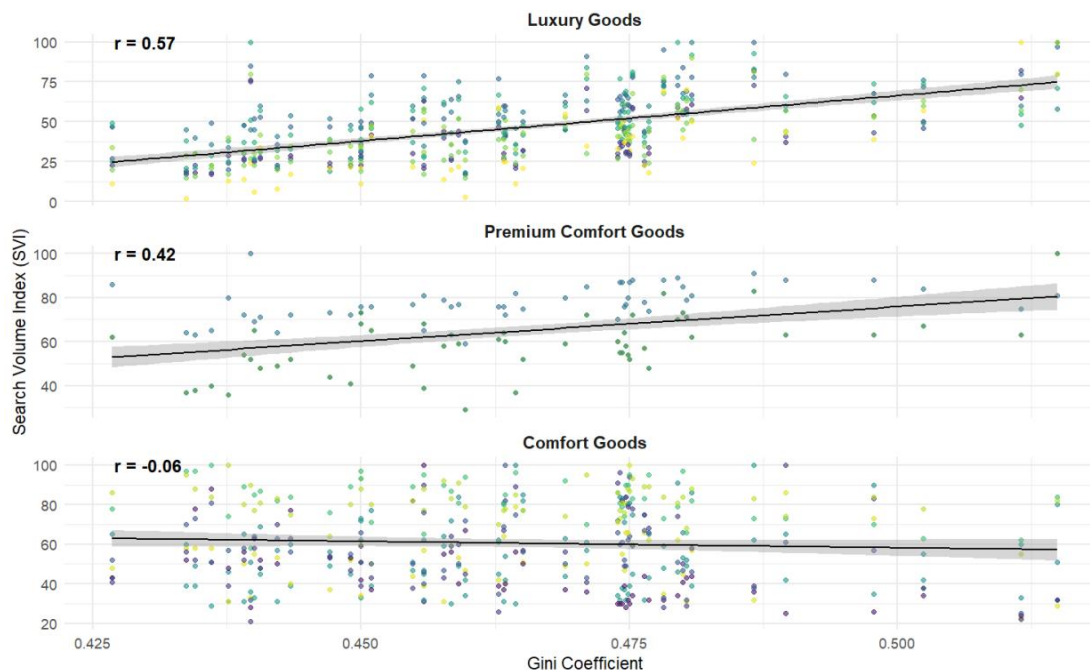
图 159: 1971-2023 美国不平等情况 (%)



资料来源: iFind, 世界银行, 信达证券研发中心

贫富差距加剧, 消费者对地位的追逐提升。根据 Walasek 等人提出的**社会等级理论**, 收入差距决定了人们对与收入相关的社会地位的关注程度。当社会中最贫困和最富裕阶层的收入差距过大时, 收入成为衡量个人地位(社会等级)的指标。在收入不平等程度更高的社会中, 人们会投入更多精力进行地位竞争, 这一竞争部分体现在对**地位商品的兴趣不断提升**。地位商品是展现个人收入和财富的标志, 象征着更高的社会地位。**不平等会导致人们增加对地位商品的消费, 而奢侈品是典型的地位商品**。根据 Akarsu (2023) 针对收入不平等和奢侈品需求的研究, 其将商品分为三组, 分别是奢侈品(包含 Chanel, David Yurman, Dior, Gucci, Jaguar, Louis Vuitton, Mercedes, Ralph Lauren, Rolex), 高档舒适品(iPhone, Adidas, Nike) 以及舒适品(Blizzard, Chevrolet, Ford, Motorola, Samsung, Levi's, Kia, Walmart), 研究美国各州收入不平等(基尼系数)与上述三类商品的谷歌搜索趋势之间的联系。研究结果显示, 基尼系数同奢侈品的谷歌搜索趋势存在明显的正相关关系, 表明**贫富差距对奢侈品消费有着明显的正向影响**。

图 160: 基尼系数与品牌搜索趋势的相关性

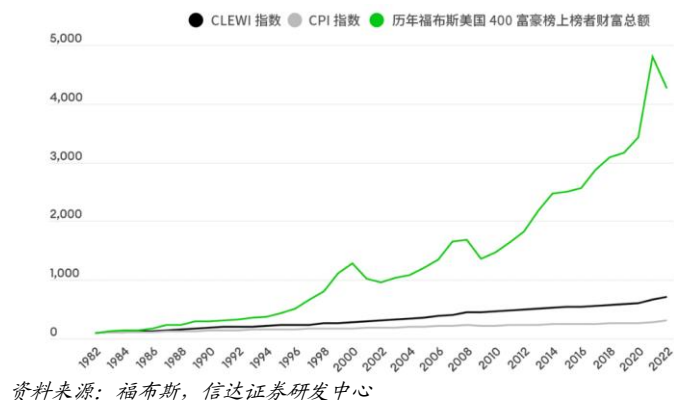


资料来源: Mahmut Zeki Akarsu, I. Erdem Seçilmiş 《The Price of Status: How Income Inequality Drives Luxury Demand》, 信达证券研发中心

高收入人群受贫富差距影响, 增加对奢侈品的消费。国外诸多学者针对收入不平等和地位焦虑进行了大量研究, 研究表明在不平等的环境中, 收入的不平等反映地位等级差距的扩大, 进而引发人们对地位的焦虑。在收入分配

越不平等的国家，各个收入阶层的地位焦虑都越高，使得所有生活在不平等社会中的个体都会追求更高的地位，并更加关注他人对自己的看法。人们对地位商品的不断追求使得地位商品变得普及，高收入群体为了避免地位的滑落，以及和低收入群体形成区分，其对更高价格地位产品的需求不断提升。根据福布斯发布的奢侈生活价格指数（CLEWI, Cost of Living Extremely Well Index），选取 40 种面向富裕阶层的商品与服务，衡量富豪阶层为维持奢华的生活方式而付出的成本。自 1982 年开始追踪以来，CLEWI 平均高出通胀率 2.3%，在一定程度上表明富豪阶层对奢侈品的支出不断提升。

图 161：福布斯 CLEWI 指数



2.中美发展阶段对比分析

我国的 GDP 总量等同于美国 2016 年水准，人均 GDP 则同美国 1980 年代初相近。GDP 总量方面，2024 年我国 GDP 为 18.95 万亿美元，近似相当于美国 2016 年的 GDP 总量（18.80 万亿美元）。人均 GDP 方面，因 2024 年我国人口数量为 14.08 亿人，为美国的 4 倍以上（3.40 亿人），人口上的极大悬殊使得 2024 年我国人均 GDP 水平 1.34 万美元近似等同于美国在 1980 年代初的水平，人均 GDP 差距明显大于 GDP 总量水平。若考虑到实际购买力，根据国家统计局公布数据，2022 年我国按购买力平价计算的 GDP 达 343 千亿美元，高于美国同期及历史数据。人均 GDP 方面，按购买力平价计算，2022 年我国人均 GDP 为 23960 国际元，同美国 1990 年水平相近（23914 国际元）。根据上述数据，可换算得出 1 美元的购买力约等于 3.28 元人民币的购买力。

图 162：中美 GDP 总量及 YoY 对比（万亿美元，%，汇率采用统计局发布的年平均汇率）

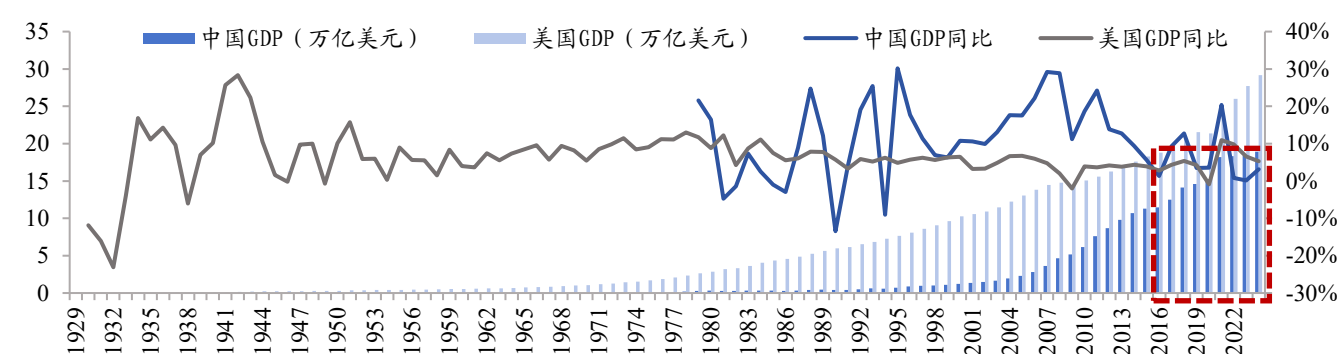
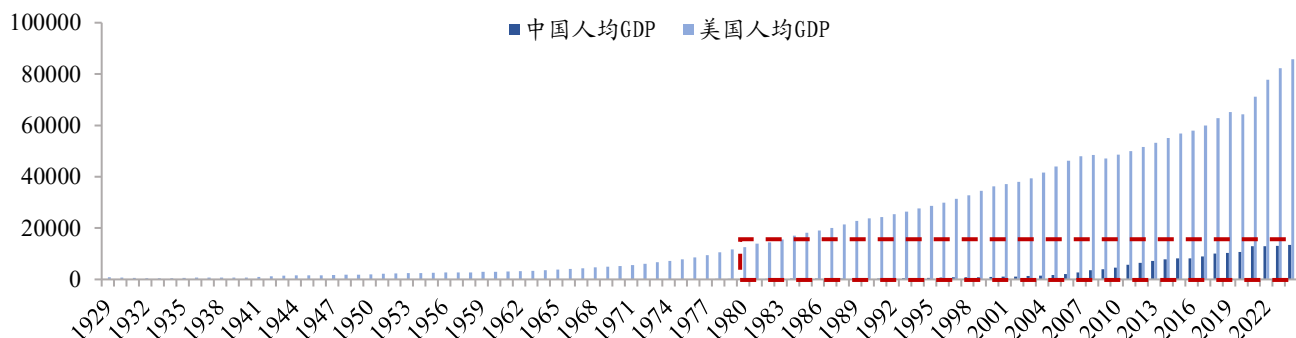
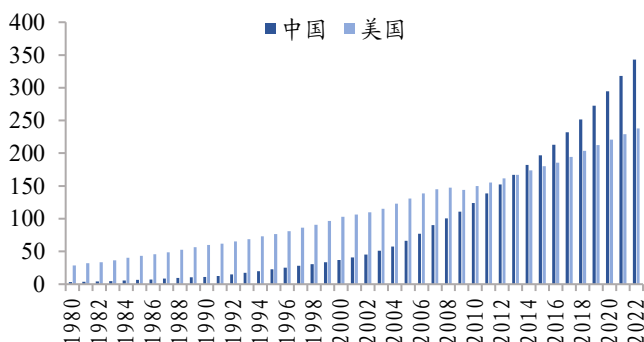


图 163: 中美人均 GDP 对比 (美元, 汇率采用统计局发布的年平均汇率)



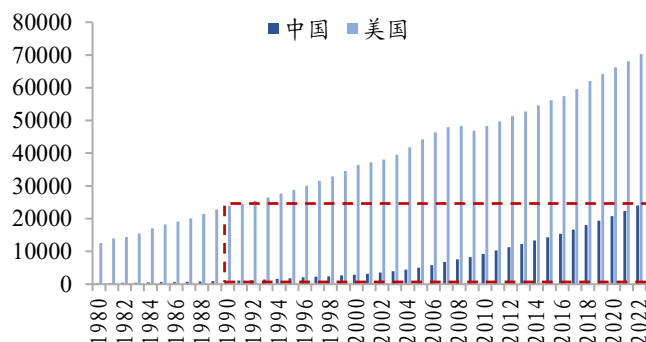
资料来源: iFind, 国家统计局, 美国经济分析局, 信达证券研发中心

图 164: 中美按购买力平价计算 GDP (千亿国际元)



资料来源: iFind, 国家统计局, 信达证券研发中心

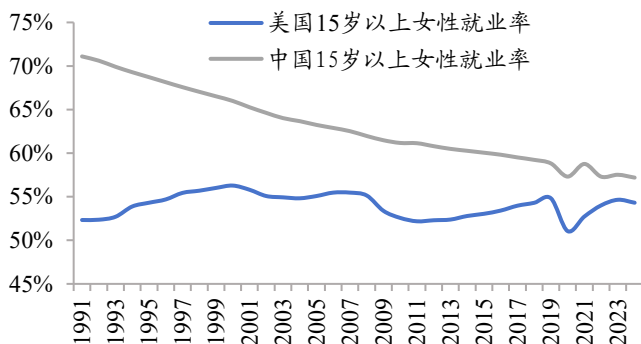
图 165: 中美按购买力平价计算人均 GDP (国际元)



资料来源: iFind, 国家统计局, 信达证券研发中心

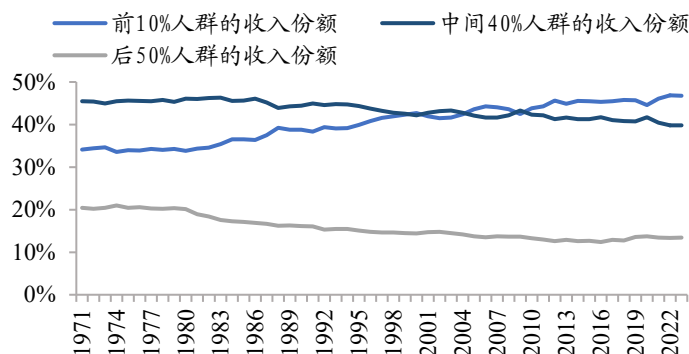
女性就业率上, 根据国际劳工组织估算, 我国 15 岁以上女性就业率一直高于美国。2024 年, 我国 15 岁以上女性就业率为 57.19%, 高于美国历史水平。美国 15 岁以上女性就业率最高的年份为 2000 年, 为 56.28%。

图 166: 中美女性就业率对比 (%)

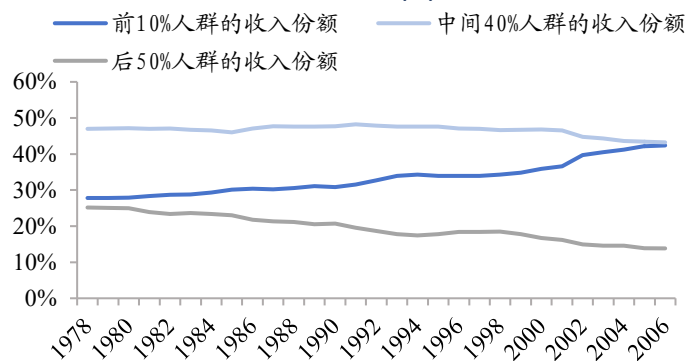


资料来源: iFind, 国际劳工组织, 信达证券研发中心

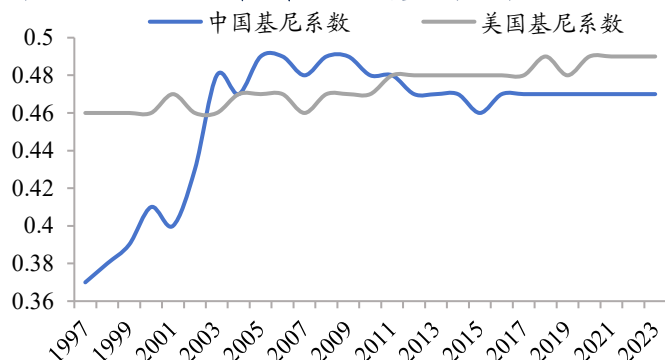
贫富差距上, 我国同样呈现出和美国不同的特点。我国收入不平等现象虽自 1978 年以来不断加剧, 前 10%群体的收入份额不断提升, 但中间 40%群体依旧占据主要份额, 直至 2023 年才被前 10%群体反超。2023 年, 我国前 10%群体的收入份额为 43.46%, 中间 40%群体的收入份额为 43.04%, 后 50%群体的收入份额为 13.51%, 同美国 2008-2009 年情况较为接近。基尼系数上, 目前我国情况同样与美国 2008-2009 年情况类似。

图 167: 1971-2023 美国不平等情况 (%)


资料来源: iFind, 世界银行, 信达证券研发中心

图 168: 1995-2023 年我国收入结构 (%)


资料来源: iFind, 世界银行, 信达证券研发中心

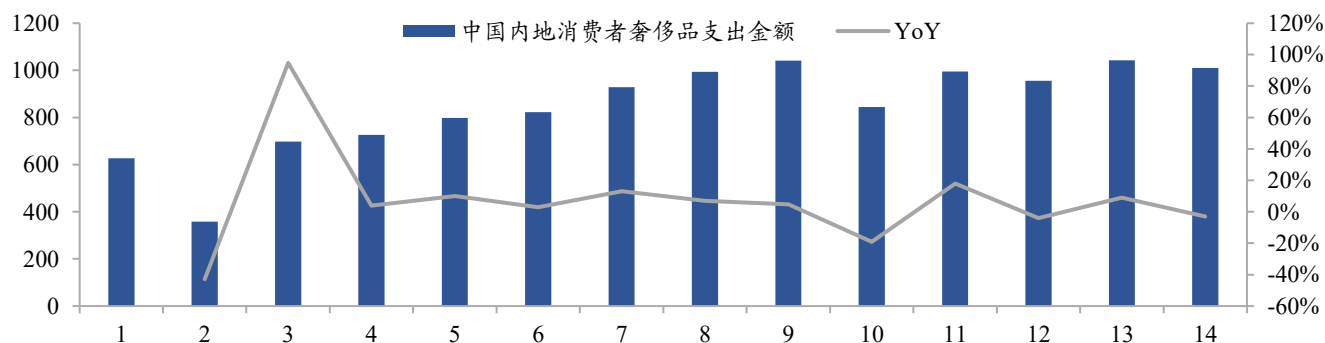
图 169: 1997-2023 年, 中、美两国基尼系数对比


资料来源: iFind, 美国经济分析局, 世界银行, 信达证券研发中心

经济体量上的大致相似使得我们可以将美国的发展经验作为参考, 女性就业率和贫富分化上的差距则要求我们不能刻舟求剑, 要结合中国的实际情况, 对行业、品牌的未来发展做出判断。经过上述分析, 我们对奢侈品行业及品牌已经有了初步了解, 接下来我们将对中国有无诞生本土奢侈品牌的可能性进行分析

3.中国能否诞生自己的奢侈品牌

中国奢侈品市场规模不断提升。根据要客研究院发布的《2024 中国奢侈品报告》, 2024 年我国奢侈品消费者的支出金额为 10107 亿元, 稳定在万亿规模, 2011-2019 年的 CAGR 为 6.55%, 2020-2024 年的 CAGR 为 4.61%。

图 170: 中国消费者年奢侈品支出金额及 YoY (十亿元, %)


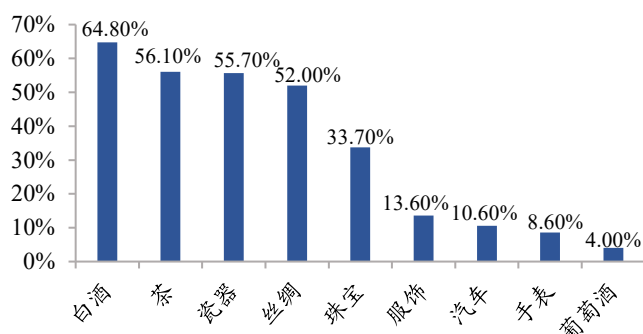
资料来源: 要客研究院, 信达证券研发中心

3.1 中国拥有诞生奢侈品牌的历史、文化土壤

中国拥有悠久的奢侈品历史，为中国奢侈品牌的诞生提供丰富土壤。在我国历史上，白酒、丝绸、瓷器、黄金饰品等商品皆可称之为奢侈品，且其均拥有悠久的发展历史。丝绸和瓷器经由丝绸之路或是西方商人通过海运到达欧洲后，受到了当地王公贵族的热烈追捧，成为世界级的奢侈品。在意大利著名画家乔瓦尼·贝利尼在 1514 年画的《诸神之宴》中，青花瓷成为神仙使用的器皿。

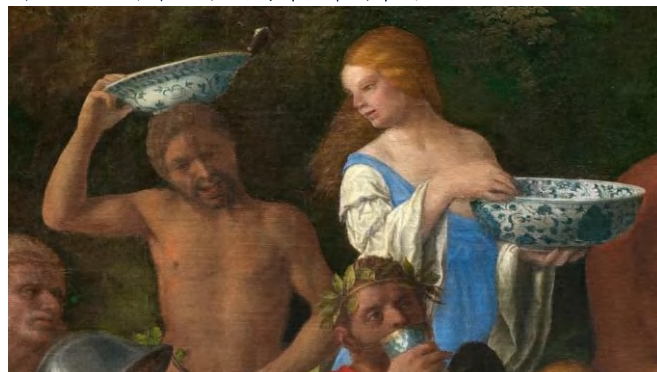
我国在珠宝领域同样拥有悠久的历史，金饰在中华文明史上占据着重要地位。自古以来，“金”一直是尊贵和权力的象征。中华文明在迈入国家文明形态的初期，便与黄金结下了不解之缘，数千年积淀下来的黄金历史与文化，至今仍闪烁着耀眼光芒。

图 171：被认为是奢侈品的中国消费品（%）



资料来源：Daxue，信达证券研发中心

图 172：《诸神之宴》（局部）中的中国瓷器



资料来源：名画墙，信达证券研发中心

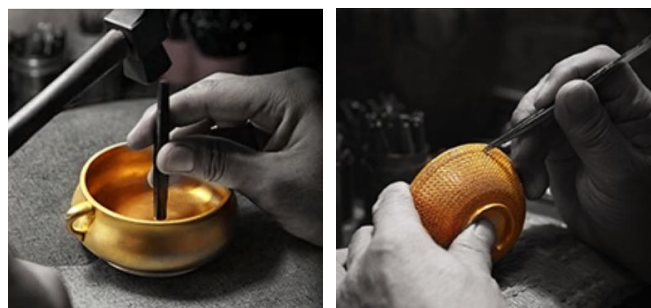
手工非遗工艺奠定高端基础。伴随着中国历史一同发展的，还有经典的非遗工艺。非遗工艺与奢侈品十分契合。非遗工艺作为手工业的明珠，十分符合奢侈品对工艺制作的要求，同时悠久的历史传承进一步提高了非遗工艺对品牌附加值的加成。近些年，随着国家对非遗工艺的保护和传承的重视，消费者对非遗工艺的认可度不断提升。

图 173：周大福盛世华彩·传承系列，采用篆刻等唐代工艺



资料来源：周大福，信达证券研发中心

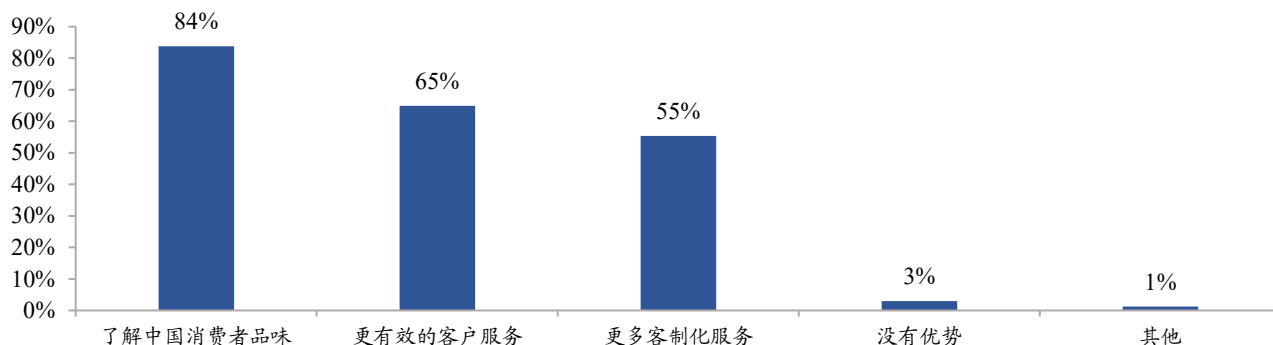
图 174：老铺黄金非遗工艺（锤揲，花丝）



资料来源：老铺黄，信达证券研发中心

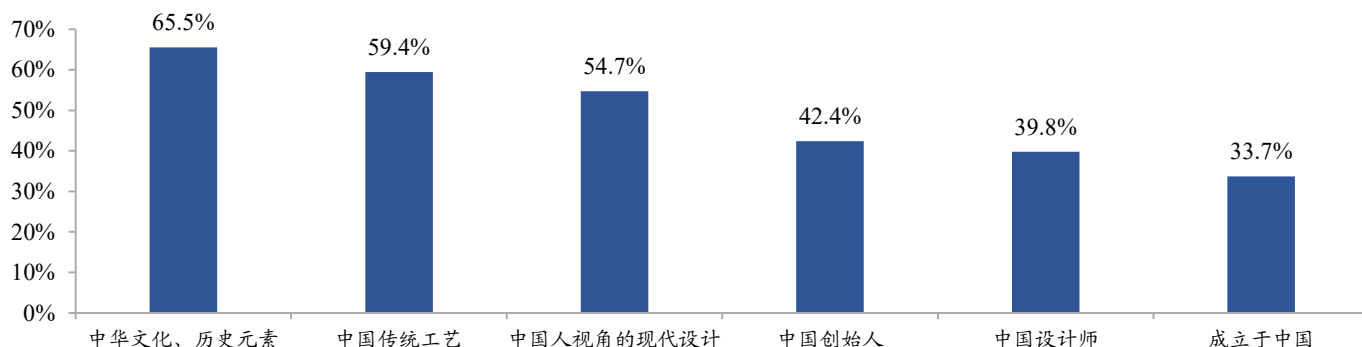
消费者对传统文化的热爱程度不断提升，推动传统文化的复兴。随着我国实力的提升和文化自信的增强，中国消费者已不再满足于做被动的接受者，而是希望得到品牌的尊重，成为时代潮流的参与者。中国消费者希望品牌能够从中国人的视角出发，真真切切的接纳并展现中国文化，而不是生硬、不符合大众审美的元素堆砌。针对中国市场，国际奢侈品牌的“在地化”动作存在一定欠缺或偏差，为本土品牌提供了“超车”空间。

图 175: 中国本土品牌的优势 (%)



资料来源: Daxue, 信达证券研发中心

图 176: 什么样的品牌可以被定义为中国本土奢侈品牌 (%)

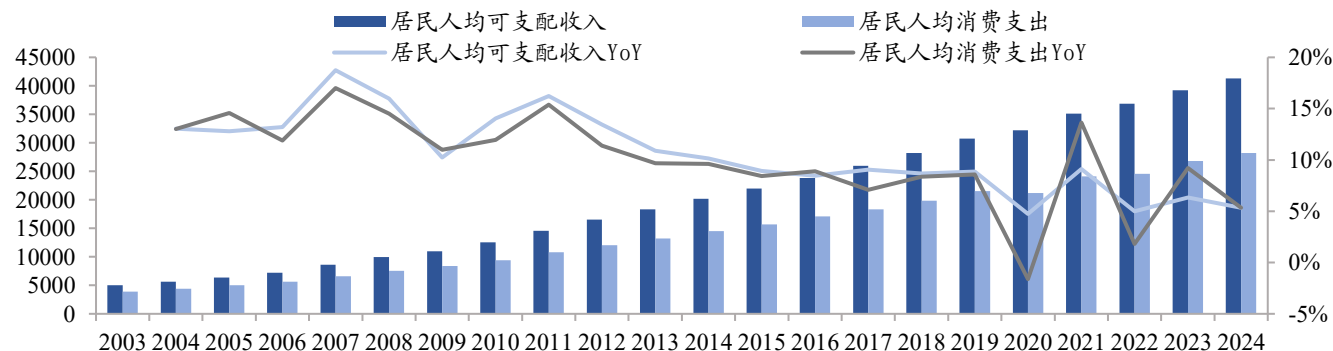


资料来源: Daxue, 信达证券研发中心

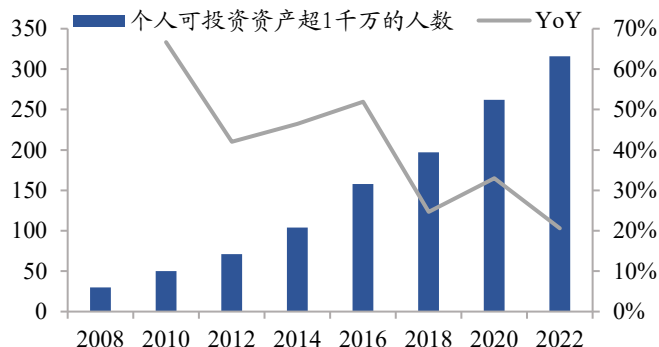
3.2 中国拥有充分的消费群体

消费水平方面, 经过多年发展, 目前中国已拥有大量的、具备消费能力的群体。进入 21 世纪以来, 我国居民人均收入和消费水平不断提升, 至 2024 年我国人均收入已达 4.13 万元, 同比增加 5.3%; 全国人均消费支出 2.82 万元, 同比增长 5.3%。根据招商银行联合贝恩发布的《2023 中国私人财富报告》, 2022 年, 中国的高净值人群 (资产超 1000 万人民币) 数量达 316 万, 相较 2020 年增加约 54 万, 2018-2022 的 CAGR 为 13%。从财富规模看, 2022 年中国高净值人群共持有 101 万亿人民币的可投资资产, 2018-2022 的 CAGR 为 13%。

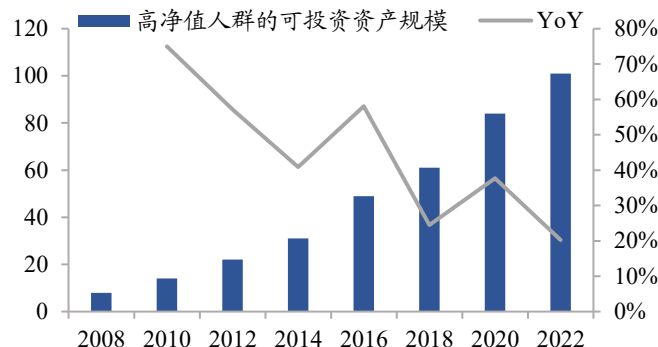
图 177: 中国居民人均可支配收入、人均消费支出及 YoY (元, %)



资料来源: iFind, 国家统计局, 信达证券研发中心

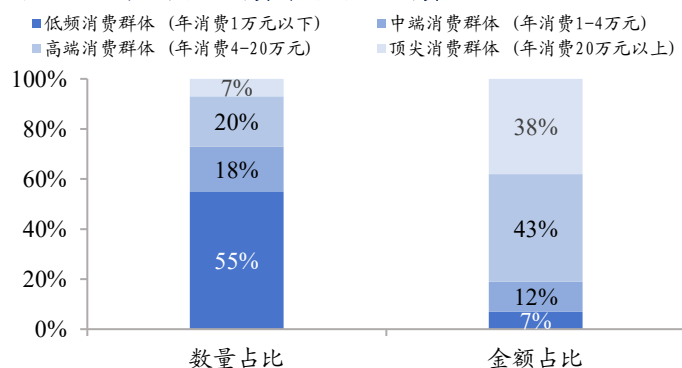
图 178：个人可投资资产超 1 千万的人数及 YoY（万人，%）


资料来源：招商银行，贝恩，信达证券研发中心

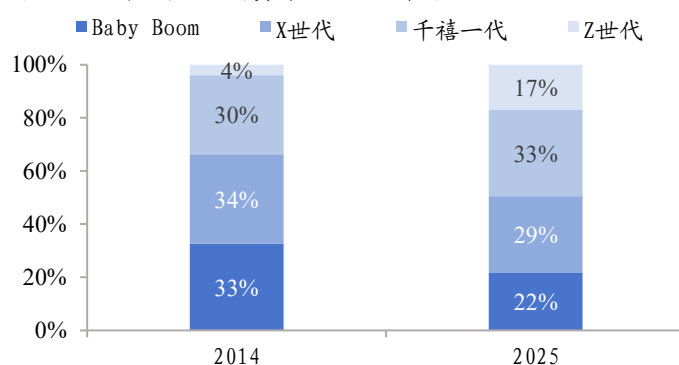
图 179：高净值人群可投资资产规模及 YoY（万亿元，%）


资料来源：招商银行，贝恩，信达证券研发中心

客群构成方面，中国奢侈品市场表现出同全球奢侈品相似的特征：富裕人群（顶尖消费群体和高端消费群体）为奢侈品市场提供了强有力的支撑。2021 年，我国奢侈品顶尖消费群体的数量占比仅为 7%，但在支出金额上的占比却达到 38%，高端消费群体的数量占比为 20%，支出金额占比 43%。年龄构成上，X 世代和千禧一代构成奢侈品消费的主力人群（占比 62%），Z 世代的占比不断提升，由 2014 年的 4% 提升至 2025 年的 17%。未来，随着 Z 世代不断步入社会以及收入的提升，其会逐渐成为奢侈品市场的消费主力。

图 180：我国奢侈品消费者构成（按消费金额，%）


资料来源：Daxue，信达证券研发中心

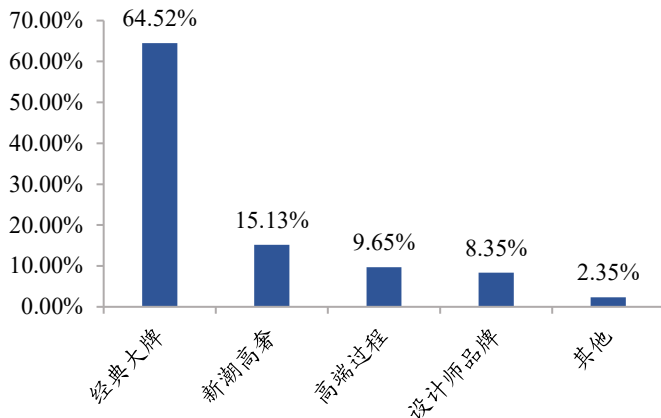
图 181：我国奢侈品消费者构成（按年龄，%）


资料来源：luxurysociety，信达证券研发中心

随着 Z 世代逐渐成为的消费力不断提升，其在消费理念及偏好层面增添诸多新变化。改革开放以来我国经济快速发展，科技不断进步，消费者的物质需求基本得到满足。在这一社会背景下成长起来的消费者追求精神需求的满足，偏好于能满足其个性化、多样化需求的优质产品和服务。同时随着我国经济由过去的高速发展转为中高速发展，以及社会阶层的固化，普通 Z 世代消费者在购物时会相对理性。

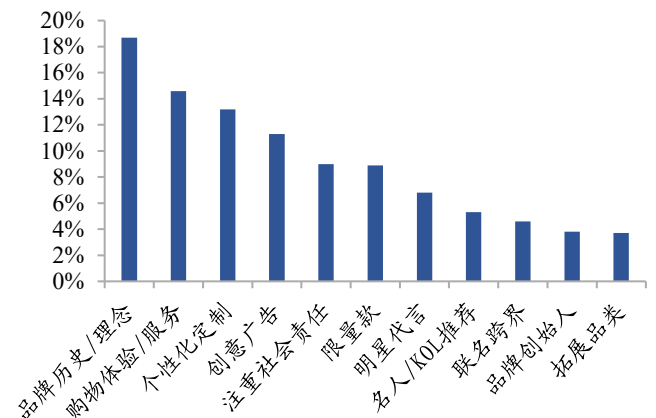
针对奢侈品消费市场，Z 世代呈现出以下特点：①**注重品牌，偏好经典款设计**。经典大牌是 Z 世代消费者购买奢侈品时关注的首要因素；②**注重情感表达**。消费者在购买奢侈品时，十分关注品牌内涵，品质、专业和传承是其看中的品牌理念。③**悦己主义**。悦己需求已成为 Z 世代消费者购买奢侈品的重要原因；④**理性消费**。Z 世代在购买奢侈品时秉持理性态度，对于奢侈品的涨价行为 Z 世代持负面态度居多，保值属性和多场合使用已成为其购买奢侈品时的重要考虑因素。

图 182: Z 世代消费者关注哪类奢侈品 (%)



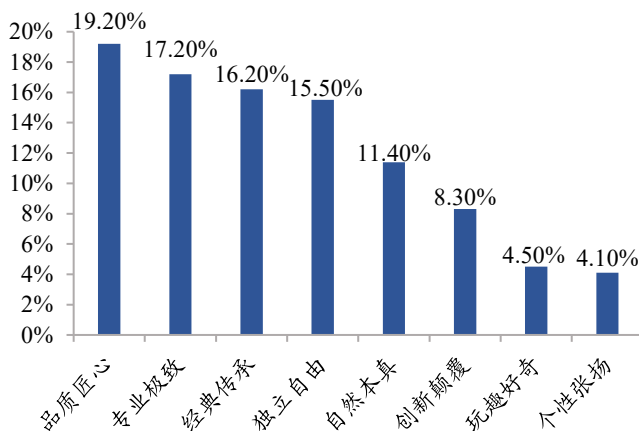
资料来源: PCG 朴睿铂尔, 信达证券研发中心

图 183: 使 Z 世代对品牌产生好感的因素 (除设计好看外, %)



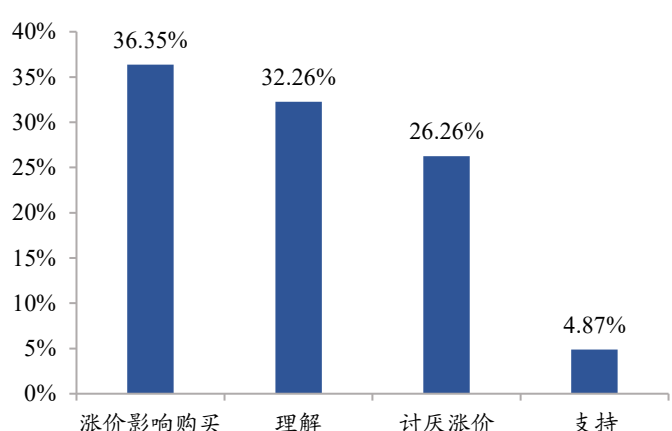
资料来源: PCG 朴睿铂尔, 信达证券研发中心

图 184: 能引起共鸣的品牌理念 (%)



资料来源: PCG 朴睿铂尔, 信达证券研发中心

图 185: 对待涨价的态度 (%)

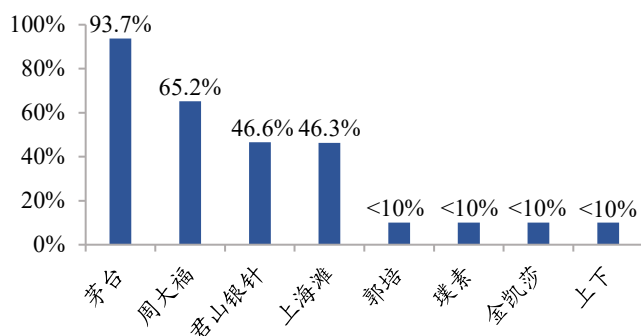


资料来源: PCG 朴睿铂尔, 信达证券研发中心

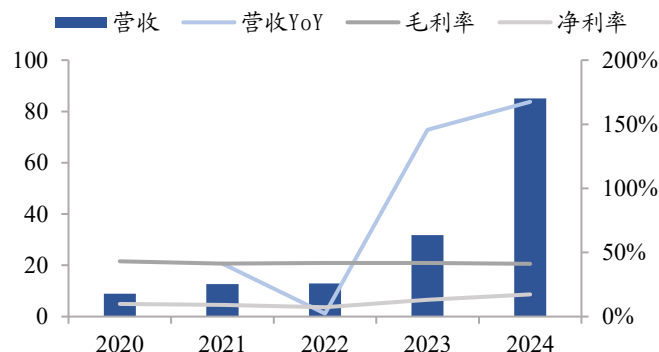
3.3 我国当前本土奢侈品牌现状

中国已有诸多品牌在向奢侈品方向发展和努力, 目前多以设计师品牌为主。当下我国能算的上奢侈品的品牌大多为设计师品牌, 如上下、璞素、松下有山等品牌, 其在品牌形象和知名度上同国际品牌存在差距, 距离成为真正的奢侈品牌还有一段路要走。

老铺黄金的出现为市场提供了可能。老铺黄金定位高端金饰赛道, 专注古法黄金珠宝。老铺黄金成立于 2009 年, 并于 2024 年在中国香港成功上市。其近两年的业绩大幅增长, 让市场看到诞生本土奢侈珠宝品牌的可能性。产品设计上, 将非遗工艺与原创设计理念相结合, 从中国传统文化中汲取设计灵感, 打造品牌经典设计语言, 推出如金刚杵、七宝葫芦等带有中国传统元素及寓意的产品。采取一口价模式, 摆脱黄金克重的限制, 使产品具有高溢价。渠道端, 不断向高端奢侈品牌靠拢, 布局高端商圈, 打造品牌高端定位。截至 2024 年 12 月, 老铺黄金旗下门店已有 36 家, 覆盖全国 15 个城市。

图 186：消费者了解的中国奢侈品牌（%）


资料来源：Daxue，信达证券研发中心

图 187：老铺黄金经营数据（亿元，%）


资料来源：iFind，信达证券研发中心

悠久的历史文化和已具规模的消费群体为本土奢侈品牌的诞生提供了坚实土壤。诸多品牌也在向着该目标不断前进。但本土品牌应该如何实现奢侈化，蜕变成为真正的奢侈品牌？综合上述分析，我们认为本土品牌需要做到以下几点：

拥抱中国传统文化，树立品牌高端定位。从悠久的历史文化中汲取设计灵感：将过去王公贵族使用的饰品、物件结合现代特点进行重新设计；将传统文化中的诸多具有象征意义的物品、图案融入产品当中；传承非遗工艺，使传统工艺在现代社会重新焕发光彩。从历史中发掘适合品牌的元素、工艺，打造品牌特色，树立品牌形象。

丰富产品矩阵，不同产品齐全。借助较低价的入门产品实现消费群体的扩张和品牌知名度的提升。入门级产品要同品牌特征、形象向一致，维护产品的一致性。核心高端品类要精益求精、在产品原料、设计上都要做到完美，定价上要树立价格锚定，打造品牌的高端形象。

注重业绩提升与稀有性、独特性之间的平衡。核心产品要控制销量，定期提价，提高购买门槛，更好的适配核心客群的需要。入门产品要在销量和品牌形象间做出权衡，避免因产品过于泛滥而拉低品牌调性。**严格控制渠道质量、数量。**在选址上，店铺要设立于核心商圈，牢固把控渠道体系，不可为扩大销量而盲目拓店。

提高产品、服务质量，迎合消费需求。核心重客决定品牌基本盘，年轻消费群体决定品牌的未来发展。针对**核心重客**，提供高质量服务：提高客户交流的质量，拉近同重客间距离的同时控制交流频次，减少无用沟通；注重私密性，设置单独面向重客的沙龙等服务区域；提高客户识别能力，做到及时、精确的识别核心客户。针对**年轻消费群体**，要构建独特的品牌设计语言，设计出能满足年轻群体多样化、个性化需求的产品，提供产品定制等服务。

营销是不可或缺的一环。在前文我们提到营销是品牌和广大消费者实现沟通的有效手段。针对不同消费群体，品牌的营销手段也需采取不同策略。针对**核心重客**，要控制营销的曝光度，避免大众化的社交媒体，采用私密的沟通渠道，如不对外公开的展览、发布会、秀场等对核心客户进行营销。针对**“Aspirational”**或是年轻消费群体，要打造能引发好奇、令人向往的宣传活动，保持品牌的吸引力，注重展现产品的魅力和独特品牌形象，吸引感兴趣的消费人群。借助明星、社会名流的影响力提升品牌知名度，在人选上要深思熟虑，其形象要符合品牌格调，避免因聘请不合适的人选而招致核心客群的反感。

风险因素

消费复苏不及预期：目前我国消费需求正处于恢复阶段。当前全球经济动荡，外部宏观环境的不确定性可能影响需求端的复苏。

国情差异导致奢侈品牌发展路径不同：不同国家拥有其独特的历史文化背景、社会环境，使得不同国家间的品牌发展路径并不完全可比。

行业竞争加剧：奢侈品行业目前正处于行业动荡期，行业竞争的加剧可能会对中国本土奢侈品牌的发展产生影响。

研究团队简介

姜文锬，信达证券研究开发中心所长助理，新消费研究中心总经理，上海交通大学硕士，第一作者发表多篇 SCI+EI 论文，曾就职于国盛证券，带领团队获 2024 年新财富最佳分析师第四名、2023/2024 年水晶球评选第四名、2024 年金麒麟最佳分析师第四名。

李晨，本科毕业于加州大学尔湾分校物理学院，主修数学/辅修会计；研究生毕业于罗切斯特大学西蒙商学院，金融硕士学位。2022 年加入国盛证券研究所，跟随团队在新财富、金麒麟、水晶球等评选中获得佳绩；2024 年加入信达证券研究开发中心，主要覆盖造纸、轻工出口、电子烟等赛道。

骆崢，本科毕业于中国海洋大学，硕士毕业于伦敦国王学院大学。曾就职于开源证券研究所，有 3 年左右消费行业研究经验，跟随团队在金麒麟、21 世纪金牌分析师等评选中获得佳绩。2025 年加入信达证券研究开发中心，主要覆盖跨境电商、黄金珠宝、两轮车等赛道。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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、意见及推测仅供参考，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做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 15% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~15%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者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、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。