

2020年05月10日

证券研究报告·行业研究·传媒

奢侈品系列研究



TIFFANY 陶醉在那一抹慑人心魄的粉蓝

投资要点

- **公司历史回顾：**蒂芙尼自 1837 年创立以来，秉承品质为本，文化提升，和创新驱动的发展之道，从最初的工艺品小店发展成为今天享誉全球的珠宝巨头。在职业经理人取代蒂芙尼家族，对公司实行现代企业化管理之后，公司的经营业绩总体处于稳定的增长状态，近几年收入均保持 40 亿美元以上；自 2010 到 2019 年，毛利率一直维持在 50-60% 左右，净利率维持在 4-14% 左右。现在，蓬勃发展的亚太市场和大本营所在的美洲市场构筑起稳健双擎，2019 年分别提供了占公司总收入 43%、28% 的利润份额，支撑起公司的珠宝产品销售。
- **珠宝行业格局：**全球的珠宝市场规模平稳增长，在 2004 年为 1540 亿美元，发展到 2018 年已达 3564 亿美元。行业整体集中度较低，2018 年 CR5 为 8% 左右，CR10 为 12% 左右，竞争激烈。高端市场和中低端市场的壁垒显著，头部公司的国际一线品牌在高端市场的地位稳固，卡地亚、蒂芙尼、宝格丽的在高端市场占有率总计超过 50%。中国的珠宝市场规模持续扩大，2018 年，我国珠宝首饰行业市场规模达到 6965 亿元。国际、香港、内地品牌三足鼎立，各有竞争；但国际品牌定位高端，目前市占率不高，在中国市场的份额均在 1% 以下，整体销售规模尚不足以和本土品牌相比，有充分的提升空间。
- **产品和营销：**公司传承经典，推陈出新，以珠宝为核心，尝试跨界，建立多级丰富的产品体系针对各级市场和消费群体。截至 2019 年末，蒂芙尼官网产品子系列约 40 种，下属品类约 1500 种，分布于珠宝、手表、家居、配饰以及香水等 5 个不同的产品种类。在产品生产上采取闭环管理，把全产业链纳入监督之下，严格标准保证产品品质，聘请顶级设计师铸就高级艺术品质，打造极致审美价值。因地制宜，采用多渠道的营销方式对应不同市场。对线下门店精心设计和布局，传承品牌百年艺术风格，营造互动氛围，强化体验与品牌；在线上电商玩转社交媒体，以紧跟时代的宣传触达受众，快速实现从流量到销量。
- **优势与竞争力：**严格的生产体系和丰富的产品类别保证品质，让产品在竞争中脱颖而出，以实现领先同行的盈利能力。公司对营销极为重视，不惜加大投入，以此提高知名度，2019 财年营销费用达到 3.8 亿美元，占销售净额的 8.6%，以巩固高端市场定位。经济周期对公司珠宝销售的营销微弱，营收保持增长的核心逻辑在于公司长期积累的历史文化内涵，赋予产品非同寻常的附加价值。
- **文化内涵：**历史积淀和时代创新带来超过产品本身的附加价值。经典的蒂芙尼蓝有着爱情美好和家庭幸福的象征意义，加上蓝皮书里所甄选的珍稀珠宝的流光溢彩和小蓝盒只送不卖的独特魅力，给客户营造出想要拥有的渴望。在发展历史中的辉煌荣耀烘托出品牌的高端形象，加上优选代言人，借助名流和政要的影响力为品牌背书，以及电影中的植入恰到好处，都让蒂芙尼成为时尚潮流的引领者。公司在新时代继续拥抱创新，充满朝气，向周边跨界，开设咖啡馆与体验店彰显新时代奢侈品的生活方式与文化艺术。
- **风险提示：**消费文化出现改变的风险、全球经济出现衰退的风险、产品定位出现错误的风险。

西南证券研究发展中心

分析师：刘言

执业证号：S1250515070002

电话：023-67791663

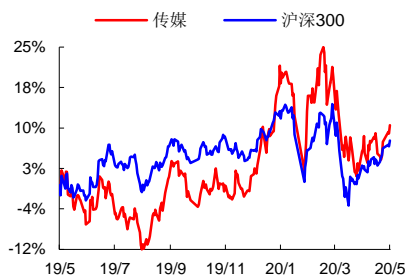
邮箱：liuyan@swsc.com.cn

联系人：张闻宇

电话：021-58351917

邮箱：zwy@swsc.com.cn

行业相对指数表现



数据来源：聚源数据

基础数据

股票家数	170
行业总市值(亿元)	18,794.90
流通市值(亿元)	18,746.99
行业市盈率 TTM	39.83
沪深 300 市盈率 TTM	12.2

相关研究

1. 影视传媒行业周报 (0420-0426)：短剧迎爆发期，字节跳动加大游戏投入 (2020-04-28)
2. 影视传媒行业周报 (0413-0419)：短剧抢占新赛道，电视剧迎来“复工热” (2020-04-20)
3. 影视传媒行业周报 (0330-0405)：腾讯控股虎牙，手握电竞直播行业半壁江山 (2020-04-06)
4. 影视传媒行业周报 (0323-0329)：半衰期推动 VR 产业，4 月多部网剧定档 (2020-03-30)
5. 影视传媒行业周报 (0309-0315)：2020 首批进口游戏过审，腾网 B 站获得版号 (2020-03-16)

请务必阅读正文后的重要声明部分

目 录

1 百年经典蒂芙尼：打造高端品牌，缔造不凡传奇	1
1.1 从最初的工艺品小店到如今享誉全球的珠宝巨头，蒂芙尼走过一段不凡旅程	1
1.2 现代企业管理模式取代家族经营，公司财务业绩喜人	3
1.3 美洲和亚太市场双擎驱动，珠宝收藏产品贡献稳中有升	6
2 全球珠宝行业高度分散，高端品牌竞争激烈，中国市场消费潜力待挖掘	7
2.1 全球珠宝市场规模平稳增长，行业整体集中度较低，头部品牌在高端市场地位稳固	7
2.2 中国市场崛起	8
3 丰富的产品体系覆盖各层次市场定位，多渠道营销拓展体验式奢侈品消费	9
3.1 传承经典，推陈出新，以珠宝为核心，尝试跨界，建立丰富的产品体系以渗透各级市场	9
3.2 闭环管理生产流程，严格标准保证产品质量，顶级设计师铸就高级艺术品质	13
3.3 线下门店精心设计，强化体验与品牌，线上电商紧跟时代，从流量到销量有望产生更多贡献	15
4 着力突出自身优势，打造核心竞争能力	17
4.1 严格的生产体系培育领先的盈利能力	17
4.2 重视营销扩大产品知名度，瞄准顶级城市高消费人群	17
4.3 经济周期影响微弱，品牌文化驱动珠宝销售	19
5 蓝色梦想里的文化内涵	20
5.1 蒂芙尼蓝的象征意义与蓝皮书里的流光溢彩造就对小蓝盒的渴望	20
5.2 历史沉淀的辉煌荣耀烘托出品牌的高端形象	20
5.3 甄选名人背书，巧妙植入电影，突出品牌影响力，传达潮流价值	21
5.4 咖啡馆与体验店彰显新时代奢侈品的生活方式与文化艺术	22
6 结语	23

图 目 录

图 1: 蒂芙尼公司创始人 Charles Lewis Tiffany	1
图 2: 蒂芙尼公司早期的蓝皮书	1
图 3: 蒂芙尼公司成长阶段	2
图 4: 蒂芙尼经典的“六爪镶嵌法”钻戒	3
图 5: 电影《蒂芙尼的早餐》宣传画	3
图 6: 公司 2005-2019 年营业收入	4
图 7: 公司 2005-2019 年归母净利润	4
图 8: 2010-2019 年公司营销费用情况	5
图 9: 2010 年以来公司盈利能力情况	5
图 10: 2010-2019 年蒂芙尼各地区及全球店铺数量	5
图 11: 2010-2019 年蒂芙尼员工数量	5
图 12: 国家门店分布及地区销售额占比	6
图 13: 2012-2019 年公司分地区营收占比情况	6
图 14: 2016-2019 年公司各类产品营收占比情况	6
图 15: 全球珠宝市场规模已超 3500 亿美元	7
图 16: 2018 年全球珠宝行业市场规模两倍于游戏	7
图 17: 2010-2018 年全球珠宝公司市场集中度	7
图 18: 2018 年头部公司在全球高端珠宝市场份额	7
图 19: 2004-2018 年国内珠宝行业市场规模及增长情况	8
图 20: 2012-2018 中国珠宝市场本土品牌市场份额及变动	8
图 21: 2012-2018 中国珠宝市场国际品牌市场份额及变动	8
图 22: 蒂芙尼金字塔型产品体系（包含珠宝收藏、除订婚钻戒外订婚珠宝、手表、家居、配饰等）	9
图 23: 蒂芙尼近五年珠宝收藏、订婚珠宝与设计师珠宝系列营业收入	10
图 24: 蒂芙尼钻戒生产流程图	13
图 25: 蒂芙尼钻石标准	14
图 26: 蒂芙尼纽约第五大道旗舰店圣诞橱窗设计	15
图 27: 蒂芙尼上海香港广场的直营店外景	15
图 28: 蒂芙尼北京国贸精品店	15
图 29: 2019 年蒂芙尼上海“奇珍屋”展览	15
图 30: Paper Flower 系列在天猫 Luxury Pavilion 平台广告	16
图 31: 蒂芙尼官方在线精品店	16
图 32: 公司 2005 财年以来营销费用及占比均呈提升趋势	18
图 33: 公司 2005 财年以来销售费用占 SG&A 的比例逐年提升	18
图 34: 珠宝公司 SG&A 费用对比情况（亿美元）	18
图 35: 珠宝公司 SG&A 费用占营收的比例情况	18
图 36: 公司产品销售额与全球 GDP 增长率的关系	19
图 37: 犹如知更鸟蛋般的蒂芙尼蓝	20
图 38: 用于包装的蒂芙尼小蓝盒	20
图 39: 位于纽约总店展览的 Tiffany Diamond	21

图 40：蒂芙尼在 19 至 20 世纪所获设计奖项	21
图 41：蒂芙尼在《蒂芙尼的早餐》中的植入	21
图 42：蒂芙尼在《了不起的盖茨比》中的植入	21
图 43：全球首家蒂芙尼咖啡店（纽约第五大道旗舰店）	22
图 44：亚洲首家蒂芙尼咖啡店（日本东京原宿）	22
图 45：中国首家蒂芙尼咖啡店（上海香港广场）	22
图 46：蒂芙尼首家新零售体验店（伦敦考文特花园）	22

表 目 录

表 1：蒂芙尼公司股权结构（前十大股东，截至 2020 年 4 月 24 日）	4
表 2：蒂芙尼历年推出新产品系列、价格与特色意义	10
表 3：蒂芙尼现有产品系列	12
表 4：蒂芙尼设计师介绍	14
表 5：与卡地亚、周大福、老凤祥的产品与生产体系对比分析	17
表 6：各珠宝品牌销售渠道对比	19

我们认为，之所以为奢侈品，其核心价值在于商品之中蕴含的文化，这也是奢侈品价格之所以能超脱于商品本身价值的根本所在。研究奢侈品核心在于研究企业传承的文化和价值观，这也是区别于一般产品的核心。所以，我们将推出以文化为卖点的奢侈品行业系列研究专题，本文为第一份，蒂芙尼（Tiffany）专题研究。

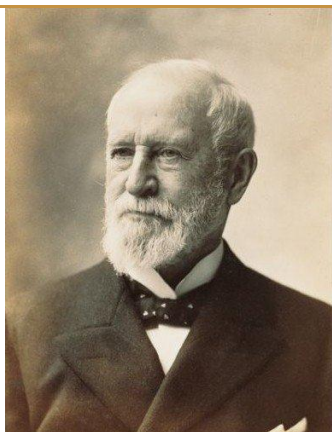
在种类万千的珠宝品牌中，蒂芙尼的品质和地位都很突出，其六爪镶嵌钻戒更是永恒经典，一直被模仿，从未被超越，这种优势自然也在价格上得到体现。以 0.5 克拉，颜色 D-E，净度 VS，切割为 3EX 的钻石，配上铂金戒托构成的钻戒来看，一枚蒂芙尼 Setting 系列钻戒价格不低于 78000 元，同等条件周大福 T-MARK 系列钻戒的价格约在 4 万元，而其他经济品牌价格甚至低于 2 万。同样的材质，不同的价格，这即是凝结在商品中的文化的价格，也即是我们探索的根本。

1 百年经典蒂芙尼：打造高端品牌，缔造不凡传奇

1.1 从最初的工艺品小店到如今享誉全球的珠宝巨头，蒂芙尼走过一段不凡旅程

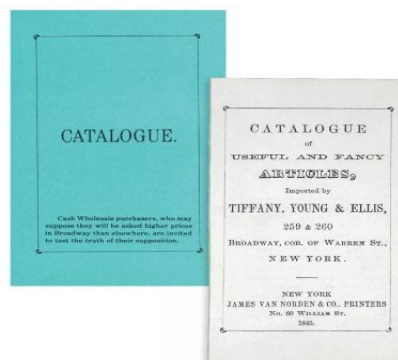
1837 年，蒂芙尼公司由查尔斯·刘易斯·蒂芙尼（Charles Lewis Tiffany）和约翰·杨（John B. Young）于纽约市成立。经历了近两个世纪的风风雨雨，蒂芙尼以其独具匠心的设计加之精湛的产品工艺，将其从最初的文具工艺品店逐渐打造成为如今享誉全球的以钻石和银饰著称的珠宝品牌。诞生于 1845 年首本蒂芙尼蓝皮书（Tiffany Blue Book）封面上的蒂芙尼蓝（Tiffany Blue）是蒂芙尼的标志色，现已成为永恒经典。之后，在奥黛丽·赫本主演的电影《蒂凡尼的早餐》中的首次银幕秀更让其名噪一时。在陆续推出了多款订婚戒指、珠宝、腕表系列产品后，蒂芙尼也于 2017 年开始进军居家精品、香水、咖啡店等领域，以谋求跨界业务的多元化长足发展。不仅如此，企业的可持续发展也逐步开始融入公司的发展理念之中。

图 1：蒂芙尼公司创始人 Charles Lewis Tiffany



数据来源：Getty Images，西南证券整理

图 2：蒂芙尼公司早期的蓝皮书

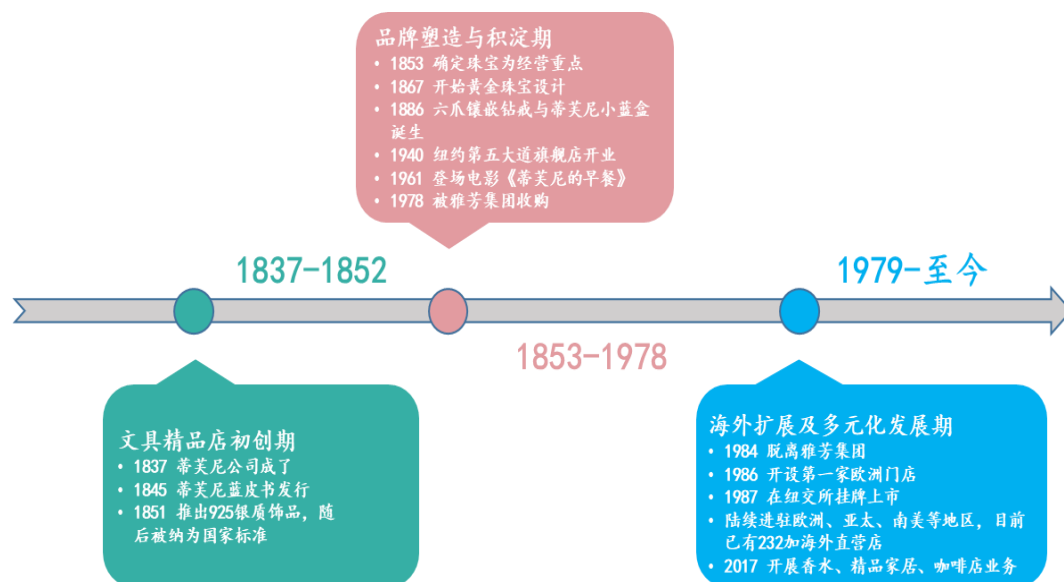


数据来源：Getty Images，西南证券整理

经过了近两个世纪的积淀及设计的不断创新，蒂芙尼如今已走过 183 个年头。根据其品牌发展和战略方向的分析，可以大致将蒂芙尼的成长之路划分为 3 个阶段：文具精品店初创期、品牌塑造与积淀期、海外扩张及多元化发展期。既 1853 年以珠宝为主营业务的经营方

向的确定，蒂芙尼珠宝届皇后的加冕之路由此开启。自 1987 年公司宣布上市之后，蒂芙尼开始把焦点对准国际市场的发展，不仅陆续在全球多个城市设立门店，还于 2017 年开始高调进军奢侈品周边市场，逐步发展品牌多元化业务。

图 3：蒂芙尼公司成长阶段

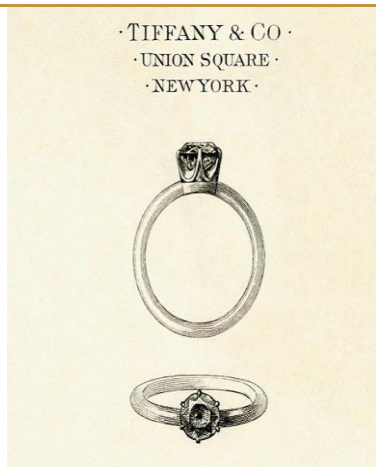


数据来源：公司官网、Forbes、纽约时报，西南证券整理

对美感与工艺的极致追求，为品牌扎根高端市场打下坚实基础（1837-1852）。1837 蒂芙尼公司年建立之初主要销售文具及高档礼品为主。在 1845 年，公司发布了全美第一本直邮商品目录，该目录收录了当时商店所有的商品并以蒂芙尼蓝作为封面色，该目录启发了其他珠宝收藏册发行的同时也由此诞生了品牌的经典标志色-蒂芙尼蓝。之后，蒂芙尼开始销售银制商品，公司当时采用的 925 银制标准被美国政府采纳为官方标准。不同于当时其他同类商店，蒂芙尼采用明码标价的形式，坚守应有的高品质不在价格上做任何让步。此举让蒂芙尼逐渐建立了奢华高质量的品牌形象和口碑。

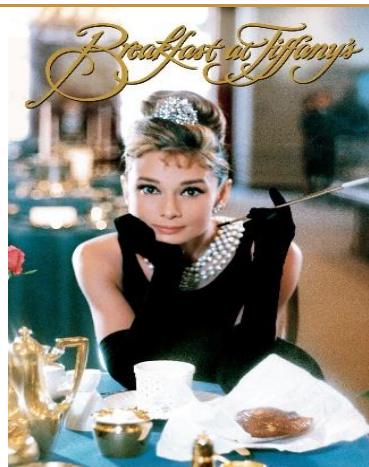
紧跟时代步伐，坚持不懈创作，卓越的产品与设计赢得百年经典（1853-1978）。1853 年，查尔斯·刘易斯·蒂芙尼全权掌管公司业务，重新审视了公司的价值主张，正式确定了将珠宝作为主营业务并改名为 Tiffany & Co（即现在的蒂芙尼公司）。在 1886 年，蒂芙尼推出了经典 Tiffany Setting 系列订婚钻戒及第一代蒂芙尼小蓝盒包装，采用“六爪镶嵌法”用铂金把钻石镶在戒环上，最大限度地衬托出了钻石，使其光芒得以全方位折射。面世后，立刻成为订婚钻戒镶嵌的国际标准。TS 系列钻戒仍是现在的热门商品，蒂芙尼蓝包装也沿用至今，被应用到所有商品的包装上，成为蒂芙尼的经典标志之一。1940 年代蒂芙尼全球旗舰店搬迁至第五大道，随后，1961 年蒂芙尼在奥黛丽·赫本主演电影《蒂凡尼的早餐》中的荧幕首秀让其名噪一时。1978 年，蒂芙尼公司被雅芳集团收购。

图 4：蒂芙尼经典的“六爪镶嵌法”钻戒



数据来源：Getty Images，西南证券整理

图 5：电影《蒂芙尼的早餐》宣传画



数据来源：Getty Images，西南证券整理

凤凰涅槃，浴火重生，灵活的市场策略带领品牌走出困境（1979-至今）。虽然该阶段的初期蒂芙尼被当时的珠宝大鳄雅芳集团收入麾下，但是由于雅芳集团对蒂芙尼的定位不明确使其销售业绩长期没有起色，最终蒂芙尼于 1984 年脱离雅芳集团开始了追求设计的重生之旅。1987 在纽交所年正式挂牌上市后，蒂芙尼逐渐开始放眼海外市场并不断地进行产品的设计与创新。公司逐渐在欧洲、亚太、南美等各大城市设立品牌直营店，期间也推出了 Tiffany Key、Tiffany T、Tiffany HardWear 等多种热门系列产品。公司也于 2017 年开始了香水、精品家居、主题咖啡店等跨界业务以谋求多元化的可持续发展。截止 2020 年 1 月底，蒂芙尼海外直营店已达 232 家。

1.2 现代企业管理模式取代家族经营，公司财务业绩喜人

蒂芙尼家族退出，公司逐步走向现代企业之路。1955 年，一个持股 30% 的股东 Harry Maidman 想把自己的股份出售给宝路华手表公司（Bulova Watch Co.），蒂芙尼家族为避免此事发生，将 51% 的股份出售给豪温公司（Hoving Co.），沃尔特·豪温也因此成为蒂芙尼公司当时的主席。随后 1978 年，蒂芙尼公司被出售给雅芳集团（Avon Products Inc.），这时蒂芙尼公司已经脱离蒂芙尼家族的控制，后来 1987 年蒂芙尼公司上市，逐渐在现代企业管理模式下经营，蒂芙尼家族也没有重掌公司。现在蒂芙尼公司的董事长为 Roger N. Farah 先生，于 2017 年 3 月加入公司董事会，同年 10 月成为董事长；首席执行官为 Alessandro Bogliolo 先生，于 2017 年 10 月 2 日成为公司董事，同一天开始担任首席执行官。现在的公司高管都有着丰富的奢侈品行业管理和领导经验。

蒂芙尼公司股权结构较分散，以机构股东为主。机构股东持股合计占比达 98.26%，共有四家机构持股占比在 4% 以上。截至 2020 年 4 月 24 日，蒂芙尼公司发行流通股总数达 1.21 亿股，其中第一大股东是领航投资（也称先锋集团，The Vanguard Group, Inc.），持股占比 10.86%，为它是美国最大的基金公司之一，也是全球最大的共同基金和第二大的交易所基金提供商。第二大股东是卡塔尔投资管理局（Qatar Investment Authority），持股占比为 9.76%，它是卡塔尔主权财富基金，也是中东地区最大的主权财富基金。第三大股东是普信集团公司（也称普莱斯地产基金，T. Rowe Price Associates, Inc.），持股占比为 4.72%。第四大股东是贝莱德投资集团（也称黑岩集团，BlackRock Fund Advisors），持股占比 4.54%，它是美国目前规模最大的上市投资管理集团。

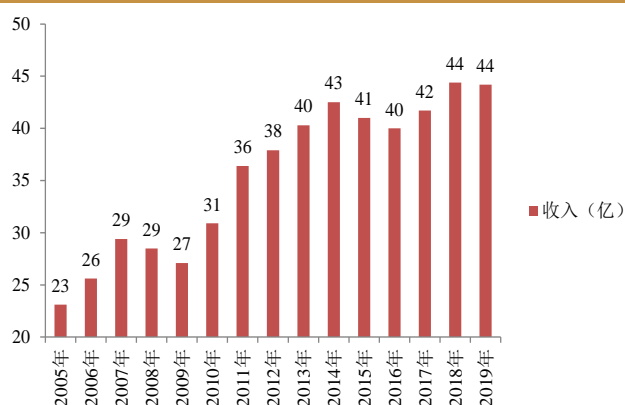
表 1：蒂芙尼公司股权结构（前十大股东，截至 2020 年 4 月 24 日）

股东名称	持股占比	持股数量	持股总值（美元）
The Vanguard Group, Inc.	10.86%	13,155,426	1,703,627,667
Qatar Investment Authority (Investment management)	9.76%	11,822,436	1,531,005,462
T. Rowe Price Associates, Inc. (Investment management)	4.72%	5,714,192	739,987,864
BlackRock Fund Advisors	4.54%	5,496,995	711,860,853
SSgA Funds Management, Inc.	3.83%	4,637,503	600,556,639
Goldman Sachs & Co. LLC (Private banking)	3.28%	3,978,595	515,228,053
JPMorgan Investment Management, Inc.	2.64%	3,202,405	414,711,448
Franklin Advisers, Inc.	1.59%	1,925,174	249,310,033
First Eagle Investment Management LLC	1.45%	1,751,051	226,761,105
Geode Capital Management LLC	1.43%	1,734,376	224,601,692

数据来源：CNN Business，公司公告，西南证券整理

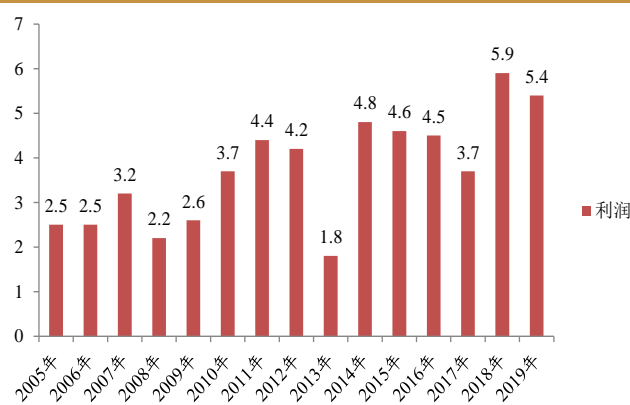
公司业绩状况：营业收入总体保持稳定增长。近十五年来，蒂芙尼营业收入总体保持稳定增长的态势。2019 财年，公司实现营收 44.2 亿美元，同比略微降低 0.4%，实现归母净利润 5.4 亿美元，同比降低 7.7%。公司业绩稍逊于 2018 财年，但整体保持稳定。2013 年蒂芙尼归母净利润仅为 1.8 亿美元，同比下降 56.4%，这是由于蒂芙尼被裁定赔偿斯沃琪 4.5 亿美元。2014 至 2016 年，蒂芙尼出现业绩大幅下滑的严峻形势，营收从 42.5 亿美元降低至 40.0 亿美元，归母净利润从 4.8 亿美元降至 4.5 亿美元。品牌过时老化是导致业绩疲软的主要原因，在实施一系列年轻化策略后，蒂芙尼业绩逐渐回暖，2018 财年蒂芙尼以高达 44.4 亿美元的营收取得创纪录业绩，实现归母净利润 5.9 亿美元，同比提升 58.4%。2019 年 11 月 25 日 LVMH 集团宣布将以 162 亿美元收购 Tiffany，消息一经发布，蒂芙尼股价暴涨创历史新高。未来 LVMH 集团将为蒂芙尼的可持续发展提供更多的支持和资源，助力蒂芙尼进军更高端的奢侈品市场。

图 6：公司 2005-2019 年营业收入



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 7：公司 2005-2019 年归母净利润

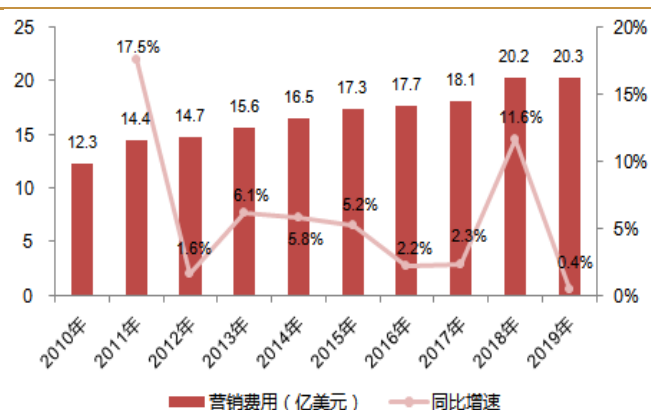


数据来源：公司公告，西南证券整理

公司毛利率始终保持较高水平。随着珠宝行业的竞争逐渐激烈，蒂芙尼在营销品牌方面投入了更多的资金来扩大和发展品牌影响力。公司营销费用从 2010 年 12.3 亿美元增长至 2019 年 20.3 亿美元，其中 2018 年营销费用高达 20.2 亿美元，同比 2017 年提升 11.6%。自 2010 到 2019 年，公司毛利率一直维持在 50%-60% 左右，净利率维持在 4%-14% 左右。

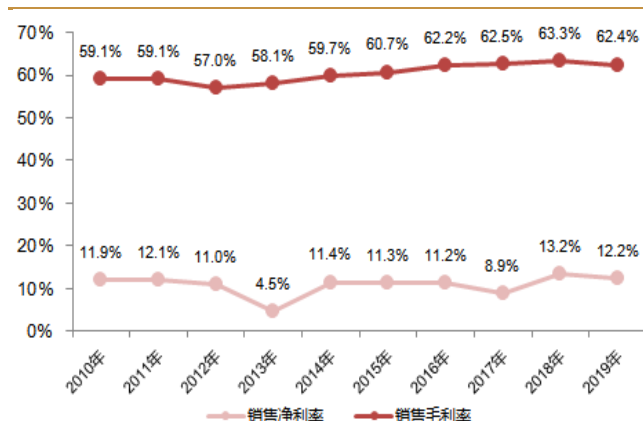
2012 年毛利率同比下降 2.1%，主要是由于贵金属和钻石成本居高不下。2012 年至 2018 年毛利率稳中有升，从 57.0%增至 63.3%，2019 年略微下滑 0.9%。部分原因是蒂芙尼 2019 年主推高单价产品，销售组合向价格更高的珠宝的转变。2019 年营销费用占据 73.5%的毛利，是公司主要毛利来源。蒂芙尼受益于良好的品牌价值和领先的市场地位，毛利率和净利率一直处于行业较高水平。

图 8：2010-2019 年公司营销费用情况



数据来源：公司公告，西南证券整理

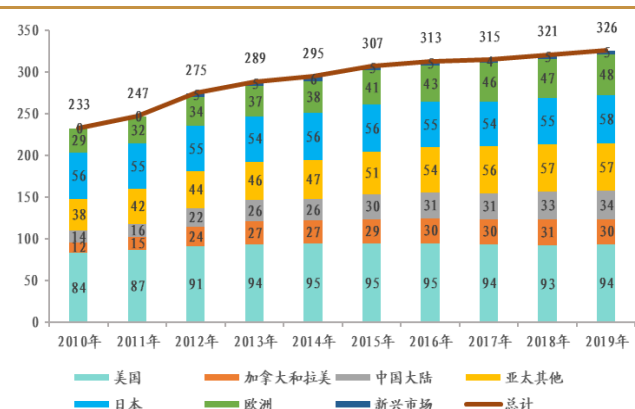
图 9：2010 年以来公司盈利能力情况



数据来源：公司公告，西南证券整理

公司店铺规模持续扩张，员工数量超 1.4 万。截至 2019 年蒂芙尼在全球 20 多个国家拥有 326 家门店，其中美洲地区门店数最多，高达 124 家。亚太地区门店数排名第二，共 91 家。未来公司将继续探寻新店的潜在市场以及翻新、搬迁或关闭现有店面来扩大和优化其全球店面。公司还将通过电子商务网站寻找机会来增加销售，并利用这些网站来推动商店流量。此外，公司雇用了高素质的销售和客户服务专业人员，致力于与客户建立有效的全渠道关系，截至 2018 年公司员工总数创新高达到 14200 名。通过专注于加强营销传播，产品开发以及优化门店基础和数字能力，公司的目标是成为珠宝市场的行业领导者。

图 10：2010-2019 年蒂芙尼各地区及全球店铺数量



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 11：2010-2019 年蒂芙尼员工数量

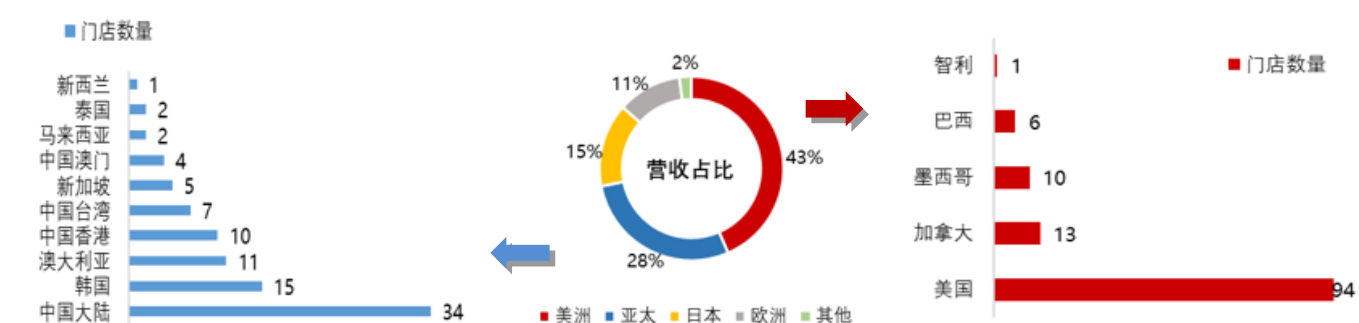


数据来源：公司公告，西南证券整理

1.3 美洲和亚太市场双擎驱动，珠宝收藏产品贡献稳中有升

美洲大本营贡献稳定收入，亚太地区业绩表现抢眼。公司业务主要集中在美洲地区，亚太地区成为蒂芙尼第二大市场，二者分别提供了占总收入 43%、28% 的利润份额。自 2015 年至 2019 年公司在美洲地区的营收占比逐年下降，从 47.4% 降低至 43.5%。与之相反，五年期间亚太地区的营收占比呈逐年增长的态势，从 2015 年 24.4% 提升至 2019 年 28.4%。根据蒂芙尼 2019 年第三季度披露的数据，中国市场销售业绩实现了双位数增长，这个成绩在蒂芙尼全球各区域市场内非常亮眼，中国市场依然拥有巨大的增长潜力。美国作为蒂芙尼直营门店最多的国家，为其在美洲地区提供了超过 86% 的利润。此外，拥有 34 家直营门店的大中华区为公司在亚太市场提供了高达 60% 的利润份额。在日本地区，蒂芙尼品牌的运作主要交由四家优秀的日本本土大型百货集团经营，分别是“伊须丹三越有限公司”、“高岛屋株式会社”、“J. Front 零售集团(大丸和松阪屋百货公司)”以及“七一控股”有限公司(崇光百货和西武百货公司)。

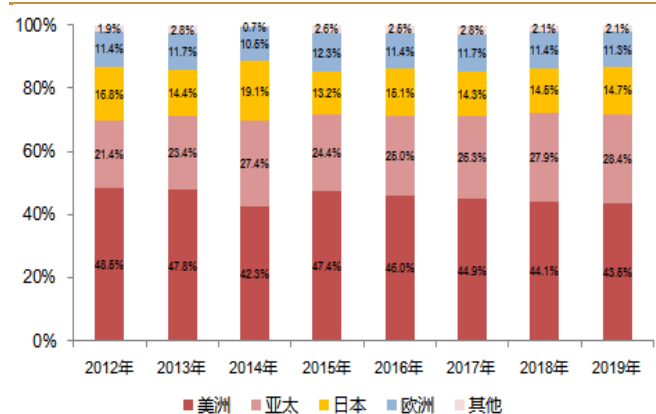
图 12：国家门店分布及地区销售额占比



数据来源：公司公告，西南证券整理

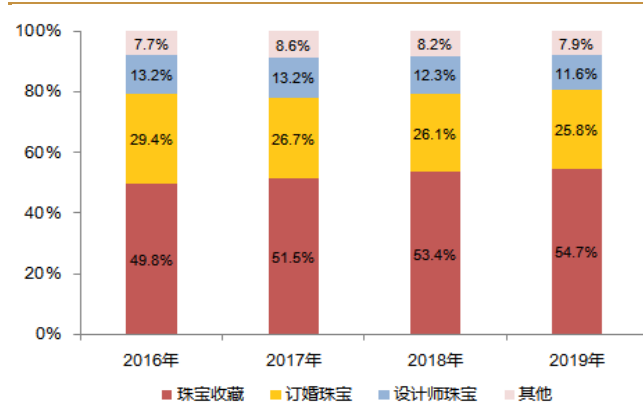
珠宝收藏业务占据营收半壁江山。从产品类别角度来看，自 2016 年起蒂芙尼将旗下珠宝分为珠宝收藏、订婚珠宝、设计师珠宝和其他四类。其中订婚珠宝和设计师珠宝业务营收占比在四年期间皆有所下滑，2019 年订婚系列营收占比较 2016 年降低 3.6 个百分点，设计师系列下降 1.6 个百分点。而珠宝收藏系列为公司贡献了一半的营收，其营收占比从 2016 年 49.8% 增长至 2019 年 54.7%，2019 年共录得 24.2 亿美元。珠宝收藏系列的销售增长主要是由 Tiffany T 系列和高级珠宝带动。

图 13：2012-2019 年公司分地区营收占比情况



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 14：2016-2019 年公司各类产品营收占比情况



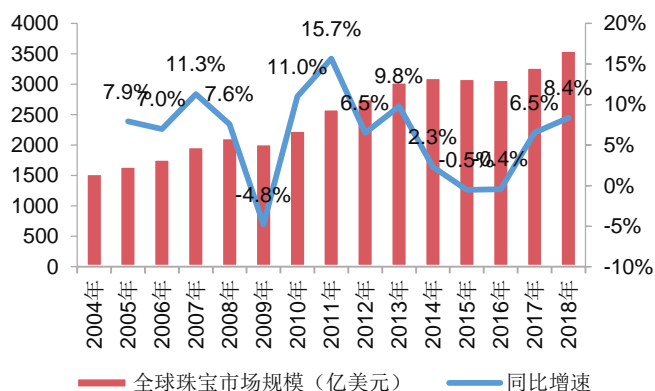
数据来源：公司公告，西南证券整理

2 全球珠宝行业高度分散，高端品牌竞争激烈，中国市场消费潜力待挖掘

2.1 全球珠宝市场规模平稳增长，行业整体集中度较低，头部品牌在高端市场地位稳固

珠宝是目前最让人愉悦的精神慰藉商品之一。全球珠宝行业市场规模在 2018 年超 3500 亿美元，是全球最大的、以给人带来快乐从而满足精神需要的商品领域之一。根据 Euromonitor 的数据，全球珠宝市场规模在 2004 年为 1540 亿美元，发展到 2018 年已达 3564 亿美元，14 年间 CAGR 为 6.2%，保持平稳增长态势。就行业规模比较来看，全球珠宝行业市场规模是全球游戏行业的 2.6 倍，是全球电影票房的 8.7 倍。

图 15：全球珠宝市场规模已超 3500 亿美元



数据来源：Euromonitor，西南证券整理

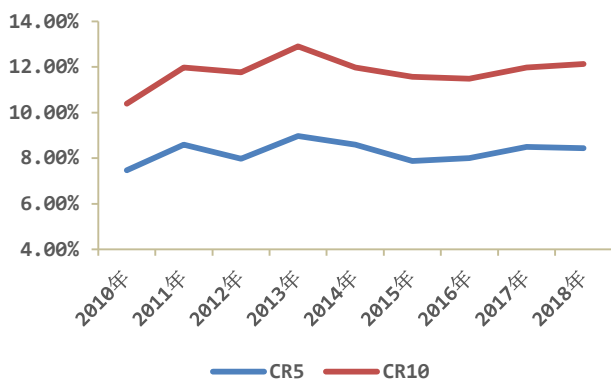
图 16：2018 年全球珠宝行业市场规模两倍于游戏



数据来源：艾媒咨询、Newzoo、Euromonitor、赛迪智库，西南证券整理

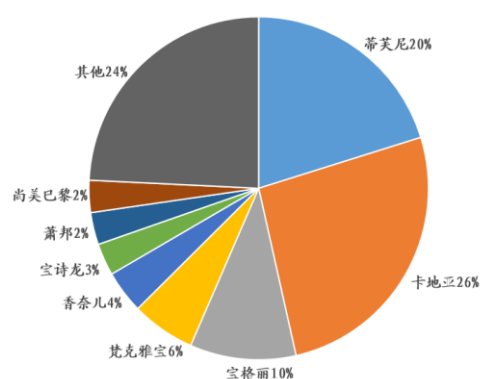
全球珠宝市场高度分散，集中度较低，竞争激烈，头部品牌在高端市场地位稳固，份额较高。根据 Euromonitor 的相关研究数据表明，全球三大珠宝公司：周大福、立峰集团和老凤祥，2018 年 CR5 达到 8% 左右，CR10 为 12% 左右，分散度较高；但是，在顶级奢侈品珠宝品牌维度，卡地亚、蒂芙尼、宝格丽的市场占有率就较高，分别为 26%、20% 和 10%，显示出在高端领域，行业集中度较为明显。

图 17：2010-2018 年全球珠宝公司市场集中度



数据来源：Euromonitor，西南证券整理

图 18：2018 年头部公司在全球高端珠宝市场份额

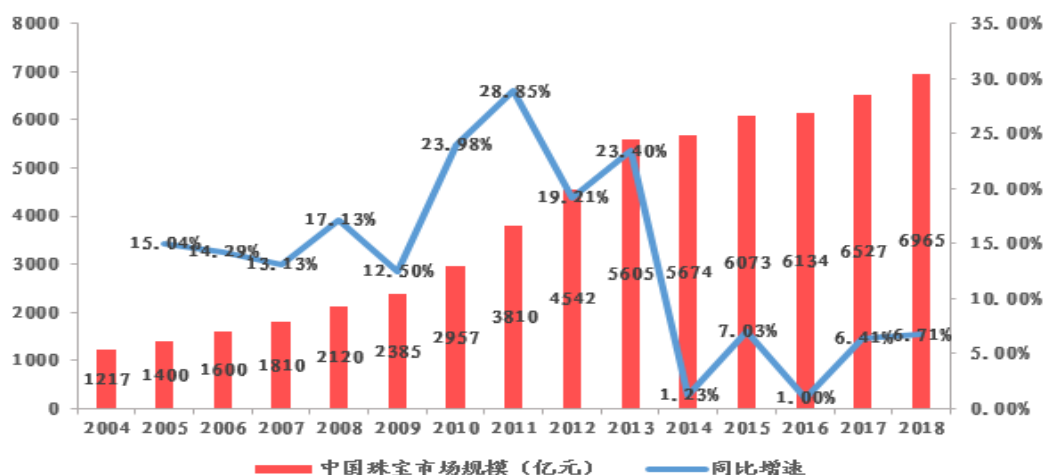


数据来源：Euromonitor，西南证券整理

2.2 中国市场崛起

中国珠宝市场规模在 21 世纪增长趋势明显，至今规模持续扩大。2004 年开始，我国珠宝行业进入高速发展的阶段，国内经济增长带动居民对美好事物的向往大大增加；直到 2014 年以后，需求达到一个稳定阶段，高速增长回落至稳健增长。Euromonitor 数据显示，2018 年，我国珠宝首饰行业市场规模达到 6965 亿元，同比增长 6.72%。

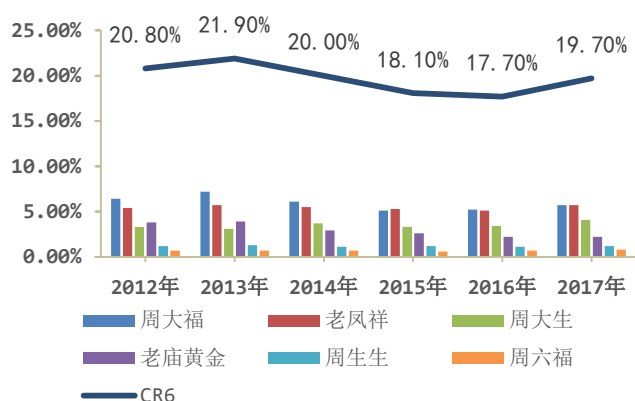
图 19：2004-2018 年国内珠宝行业市场规模及增长情况



数据来源：公司官网，公司公告，西南证券整理

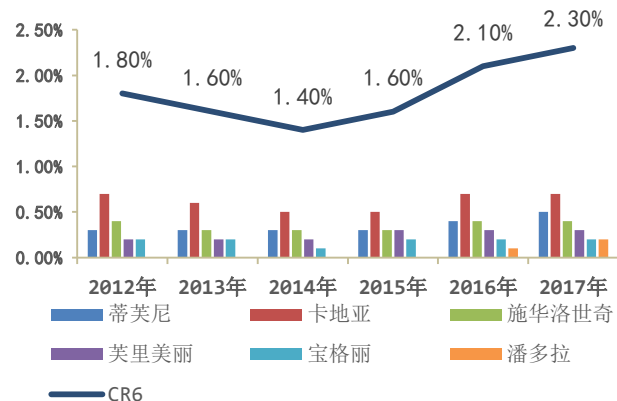
在中国市场，国际、香港和内地品牌呈现出三足鼎立的竞争格局。中高端市场、即大众市场竞争激烈，主要有传统香港品牌周大福、周生生、周六福等，以及内地品牌周大生、老凤祥、明牌珠宝、潮宏基等，在国内，本土品牌有着相当的竞争力，这种竞争力体现在渠道上。但是，高端品牌依旧被国外顶级奢侈品垄断，包括蒂芙尼、卡地亚、宝格丽、梵克雅宝等，只是因为价格问题，导致整体销售规模尚不足以和国内品牌相比。

图 20：2012-2018 中国珠宝市场本土品牌市场份额及变动



数据来源：Euromonitor，西南证券整理

图 21：2012-2018 中国珠宝市场国际品牌市场份额及变动



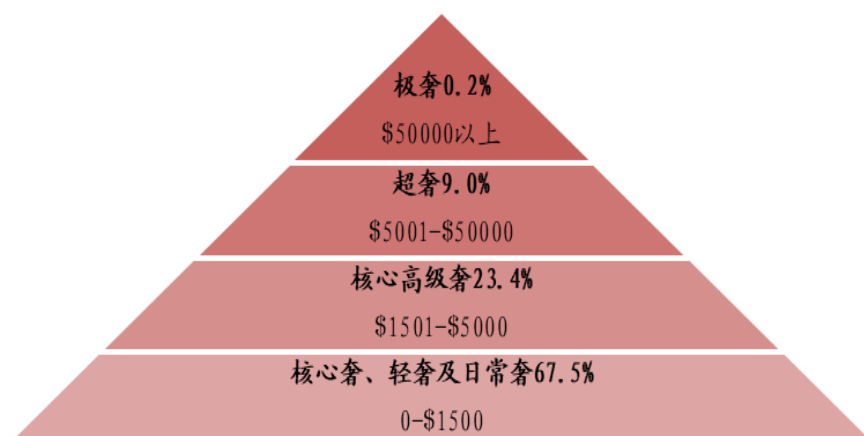
数据来源：Euromonitor，西南证券整理

3 丰富的产品体系覆盖各层次市场定位，多渠道营销拓展体验式奢侈品消费

3.1 传承经典，推陈出新，以珠宝为核心，尝试跨界，建立丰富的产品体系以渗透各级市场

公司由上至下、由极奢到轻奢设置不同定位类型。金字塔顶端为 50000 美元以上的极品奢侈品，共 3 种品类，分别为 Tiffany T T1 钻石项链 18k 玫瑰金、铂金 Tiffany Victoria® 钻石藤项链、Everyday Objects 纯银和 24k 金纯银国际象棋套装，占总产品品类数的 0.2%，其作为公司的形象产品，价值珍贵，知名度高，能大幅提升公司整体品牌的定位和档次；往下是占比为 9% 的 5001-50000 美元之间的超级奢侈品，共 141 种；其次，位于核心高级奢侈品定位的产品系列价格在 1501-5000 美元之间，品类数占比为 23.4%，合计 369 种；占比 67.5% 的为底部的核心奢侈品、可负担奢侈品及日常奢侈品，共 1063 种，随着金字塔层级的下降，公司产品的定价变低，可触达的受众愈加广泛。

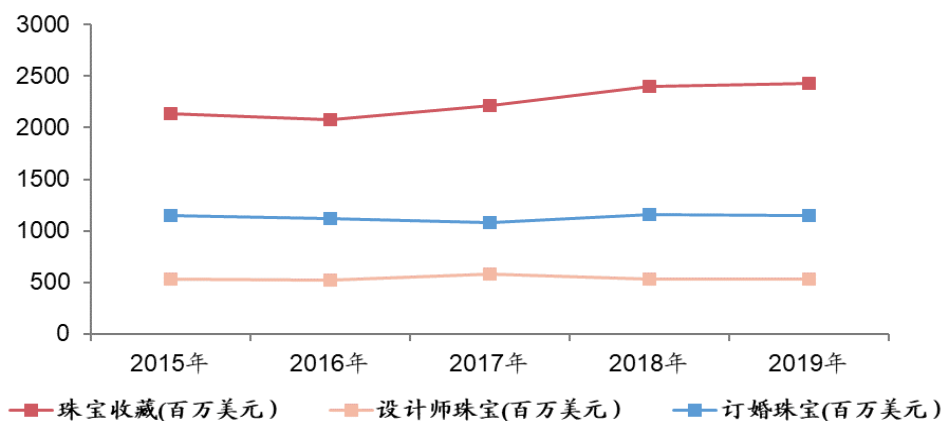
图 22：蒂芙尼金字塔型产品体系（包含珠宝收藏、除订婚钻戒外订婚珠宝、手表、家居、配饰等）



数据来源：公司官网，西南证券整理

产品种类持续更新、系列丰富。自 1837 年成立以来，蒂芙尼始终坚持更新公司产品这一战略重点，不断寻找新的灵感来源进行创作，如 1886 年的 Tiffany® Setting 六爪镶嵌钻戒，成为公司产品进化史上具有里程碑意义的经典系列。此外根据作品目录与业绩展示，公司一直保持作品系列的创新与更新，其中珠宝收藏类产品在近五年销量提升明显。其在 2019 年底推出的 Very, Very Tiffany Holiday 礼品，收到消费者的热烈回应。据统计，截至 2019 年末，蒂芙尼官网产品子系列约 40 种，包含 Tiffany Paper Flowers™、Tiffany T、Tiffany 1837® 等经典系列，下属品类约 1500 种，分布于珠宝、手表、家居、配饰以及香水等 5 个不同的产品种类。在未来，蒂芙尼将继续实践更新产品这一发展战略，把标志性建筑转变为未来产品形式，以期创作出珠宝范围内的新产品。

图 23：蒂芙尼近五年珠宝收藏、订婚珠宝与设计师珠宝系列营业收入



数据来源：公司官网，公司公告，西南证券整理

表 2：蒂芙尼历年推出新产品系列、价格与特色意义

推出时间	新产品系列	价格范围（美元）	特点及代表作品图片
2018 年	Tiffany Paper Flowers™ 花韵珠宝系列	3000-11500	力量与柔美并存 
	Tiffany True 订婚钻戒系列	根据重量等	线条隽朗，颇具几何美感 
2017 年	香水系列：Tiffany Signature, Tiffany Sheer 和 Tiffany Intense	50-142	
	奢华的居家精品系列	70-75000	将日常用品提升到非凡水准 
	Save the Wild 系列	—	该系列全部利润将捐献给野生动物保护网络，支持大象、犀牛、狮子的保护事业 
	Tiffany HardWear 系列	500-3100	彰显着纽约的力量与锋锐 

推出时间	新产品系列	价格范围（美元）	特点及代表作品图片
2015 年	Tiffany & Co.品牌手表系列	—	—
2014 年	Tiffany T 系列	珠宝系列：850-150000	字母设计风格强烈，彰显独特魅力 
		婚戒和对戒：900-7000	
2012 年	推出 Rubedo® 金属	225-1250	庆祝公司 175 周年纪念
2009 年	Tiffany Keys 系列	180-18500	开启无限可能，象征美好智慧的乐观人生 
2006 年	Frank Gehry 设计珠宝	—	Frank Gehry 是举世闻名的建筑师
2004 年	餐具和配饰系列	餐具：45-5500	
		配饰：65-7000	
2002 年	Roundel, Bubbles 和 Feathers 系列	—	—
	Tiffany Mark Timepieces 系列	—	Tiffany Mark Timepieces 系列是蒂芙尼精湛制表业的巅峰之作
	Tiffany Lace 系列	—	—
	Lucida*专利系列	1250-3600	
	Etoile 银质珠宝	450-17000	
	Archival cuff 系列	—	—
	Biscayne 系列黄金珠宝和有色宝石	—	—
2001 年	T-150 系列手表	—	限量版手表 T-150：为纪念 Tiffanys 与 Patek Philippe 成立 150 周年而推出
1980 年	Paloma Picasso 首个蒂芙尼系列	—	灵感源于纽约城市建筑涂鸦，别致生动，重现街头艺术形式 
1886 年	Tiffany® Setting 六爪镶嵌钻戒	据重量等	璀璨美钻高举于六爪爪镶之上，宛如凌空，熠熠生辉 

推出时间	新产品系列	价格范围（美元）	特点及代表作品图片
1969 年	Return to Tiffany™ 钥匙扣	150-200	每件出售的钥匙扣均有注册在案的序列号，一旦遗失，可交还至第五大道蒂芙尼旗舰店，以便与其主人重聚 

数据来源：公司官网，公司公告，西南证券整理

表 3：蒂芙尼现有产品系列

珠宝收藏	订婚珠宝	婚礼珠宝			手表	家居	配饰							香水
	订婚钻戒	男士婚戒	女士婚戒	结婚戒指套装			男士配饰	女士配饰	钥匙圈	钱夹	皮革	其他		
Tiffany Paper Flowers™	Tiffany® Setting	Tiffany T	Tiffany T	Tiffany T	Tiffany Metro Watches	Return to Tiffany®	Elsa Peretti®	Return to Tiffany®	Return to Tiffany®	Elsa Peretti®	Color Block	墨镜	Tiffany Signature	
Tiffany T	Tiffany True		Tiffany Victoria®	The Atlas® Collection	Tiffany 1837® Makers Watches	Elsa Peretti®	Paloma Picasso®	Elsa Peretti®	Elsa Peretti®	Tiffany 1837®			Diamond Point	
Tiffany HardWear	Tiffany Harmony®		Elsa Peretti®	Tiffany Victoria®	Tiffany CT60® Watches	Tiffany 1837®	Tiffany 1837®	Tiffany 1837®	Tiffany 1837®	Diamond Point				Tiffany Amper sand
Return to Tiffany®	Tiffany Soleste®	The Atlas® Collection	Tiffany® Setting	Elsa Peretti®	Tiffany East West® Watches	Everyday Objects	Everyday Objects	Everyday Objects	Tiffany 1837®	Tiffany Amper sand	宠物用品	Tiffany Sheer		
Tiffany Victoria®	Tiffany Novo®		Tiffany Soleste®	Paloma Picasso®	Atlas® Watches	Color Block	Diamond Point	Color Block	Leather Goods			Tiffany Amper sand	Tiffany Intense	
Tiffany Keys	Tiffany Fancy Shapes					Diamond Point								
Elsa Peretti®	Tiffany Three Stone	Tiffany 1837®	Tiffany& Co. Schlumberger®	Tiffany® Setting	Tiffany Cocktail Watches	Leather Goods	Leather Goods	Leather Goods	Tiffany Amper sand	Leather Goods			Tiffany& Love	
Paloma Picasso®	Tiffany Ribbon					Flora & Fauna								
Tiffany 1837®	Tiffany & Co. Schlumberger®		Tiffany Metro	Tiffany 1837®	Patek Philippe & Tiffany Watches	Wheat Leaf	Tiffany Ampersand	Tiffany Ampersand						

数据来源：公司官网，西南证券整理

3.2 闭环管理生产流程，严格标准保证产品质量，顶级设计师铸就高级艺术品质

垂直整合并运营生产设施，全产业链纳入监督之下，保障钻石质量。在整个产业链中，公司自行整合并运营各个环节的内部制造设施，保证原材料的严格监管和生产流程的直接监督，此举不仅加强了公司对核心生产环节的资源整合与控制能力，使公司处于产业链优势地位，从而降低生产成本，更为公司的产品输出建立了强大的质量保证体系，为打造世界一流珠宝品质奠定基础。2002年，蒂芙尼成立全资子公司 Laurelton Diamonds 以采购毛坯钻石，如今 100% 的未加工钻石和 99% 的贵金属可直接追溯到博茨瓦纳、加拿大、纳米比亚、俄罗斯和南非等主要原产地。采购完成后，工匠将根据钻石的大小、净度、颜色、荧光度进行挑选分类。之后钻石被运送到博茨瓦纳、毛里求斯、柬埔寨、越南和比利时的工作室，利用先进的激光技术以及人工专用砂轮技术进行切割和抛光。接着钻石被运送到纽约、肯塔基州和罗德岛州的先进工厂进行下一步的审查和制造，以确保符合蒂芙尼的严格标准。最后，钻石被运送到多米尼加共和国进行人工抛光和组装，完成制造。

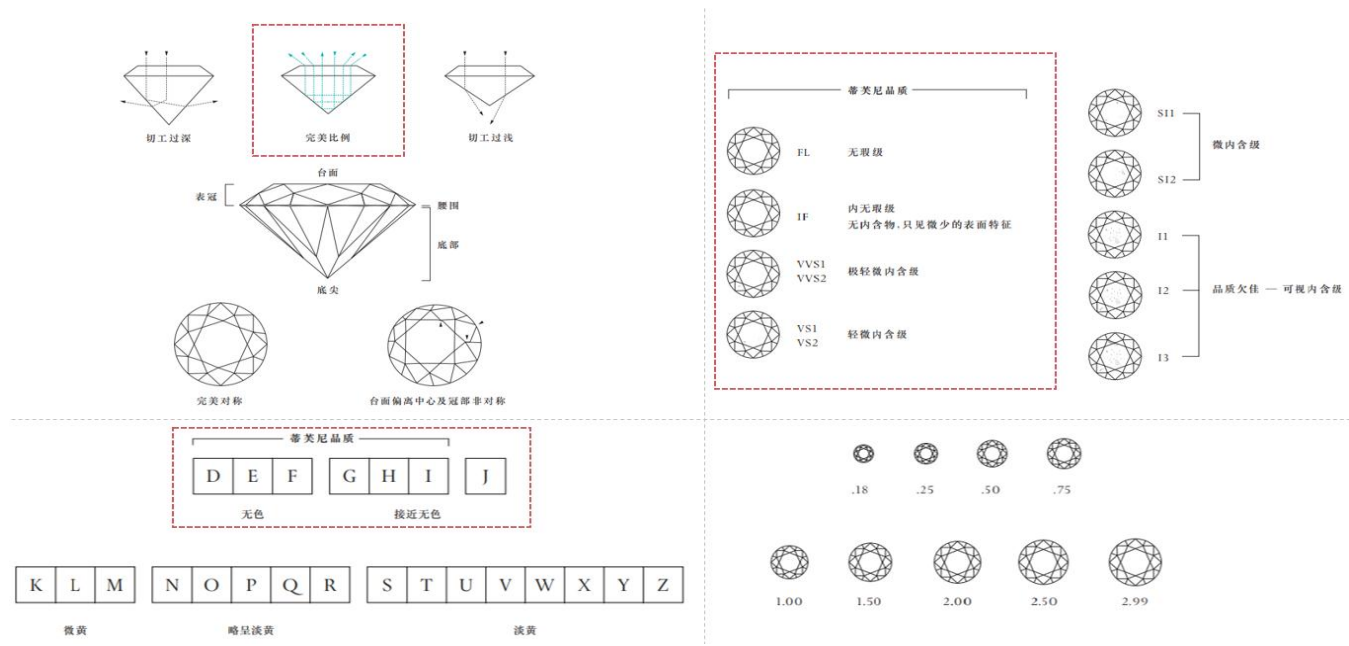
图 24：蒂芙尼钻戒生产流程图



数据来源：公司官网、公司公告、腾讯视频，西南证券整理

践行最严格的钻石标准，品质归属 4C 顶级。4C（颜色，净度，切工和克拉重量）是评估钻石质量的全球公认标准，在全球宝石级钻石中，蒂芙尼的钻石只接受前 0.04%。蒂芙尼采购到世界上最高品质的原石后，交给全球顶尖的钻石切割师按最佳比例进行切割，其钻石净度均在 VS2 以上，颜色等级在 I 以上，这代表纯度和稀有程度属于较高等级，而其重量并不作为切割时的首要考虑，切割师目的在于最大程度地释放钻石光芒，提高钻石价值。

图 25：蒂芙尼钻石标准



数据来源：公司官网，西南证券整理

世界顶尖珠宝设计师打造极致审美价值。公司聘用世界上首屈一指的设计师，为其提供专门的设计工作室沙龙以及丰富的高品质璀璨宝石，使其创意作品充溢于蒂芙尼的灵感设计和艺术工艺宝库。其中，Elsa Peretti® Diamonds by the Yard™ 系列、Elsa Peretti® Open Heart 系列、Elsa Peretti® Bean design 系列，Jean Schlumberger 的 Tiffany & Co. Schlumberger 系列和 Paloma Picasso 的 Paloma Picasso® Olive Leaf 系列、Paloma's Graffiti 系列等，均以创新设计与精致匠心铸造了蒂芙尼珠宝独特高级的审美品质，使蒂芙尼成为引领全球设计风格的知名品牌。

表 4：蒂芙尼设计师介绍

设计师	设计风格	代表作品图片	行业成就
Jean Schlumberger	对自然生灵有独特而妙趣横生的解读，有其浪漫睿智和意趣盎然的好奇心		1958 年成为首位赢得科蒂美国时尚评论家奖的珠宝设计师；1995 年，藏有其原创设计的巴黎装饰艺术博物馆为其举办了一场名为“城市中的钻石”的回顾展，成为有史以来第三位逝世后获得该博物馆此项殊荣的珠宝设计师
Elsa Peretti	淳朴自然、极富质感，如今仍然散发时尚气息，一如诞生之时的惊艳		获 1971 年科蒂美国时尚评论家奖、1981 年罗德岛设计学校校长学者奖、1996 年美国时尚设计师协会“年度配饰设计师”称号；其设计是英格兰伦敦大英博物馆、纽约市大都会艺术博物馆、马萨诸塞州波士顿美术馆和德克萨斯州休斯顿美术馆的永久馆藏
Paloma Picasso	富有表现力地运用明快色彩，善于发现意外之美，作品优雅华美、经典恒久		其作品被史密森学会国家自然历史博物馆和芝加哥菲尔德自然历史博物馆引进收藏；1988 年获国际时装集团时尚奖项；获 Hispanic Designers Inc. 的 MODA 大奖；跻身“国际最佳着装榜名人堂”之列；2011 年，在华盛顿特区国家女性艺术博物馆的作品展备受赞誉

数据来源：公司官网，西南证券整理

3.3 线下门店精心设计，强化体验与品牌，线上电商紧跟时代，从流量到销量有望产生更多贡献

门店精心设计和布局，传承品牌百年艺术风格。实体店一直是一个品牌文化的核心展示窗口，蒂芙尼的实体店将品牌元素和当代美学完美融合，体现出其独有的调性。在场景中，梦幻般的蒂芙尼蓝色氛围熠熠生辉，品牌百年传承和现代艺术互相融合；门店内，璀璨的珠宝和蓝色的世界互相辉映，让顾客很容易置身在百年传承之中怦然心动。

图 26：蒂芙尼纽约第五大道旗舰店圣诞橱窗设计



数据来源：搜狐网，西南证券整理

图 27：蒂芙尼上海香港广场的直营店外景



数据来源：公司官网，西南证券整理

深耕线下，拉近消费者距离，营造奢侈品互动式体验。集团首席执行官 Alessandro Bogliolo 认为，蒂芙尼依然需要重视传统线下门店的发展。因为珠宝的独特属性，与其他奢侈品成衣或是手袋类产品不同，广大消费者需要直观地去感受蒂芙尼所代表的精湛工艺和宝石品质。而回顾蒂芙尼近年的种种举措，也大都围绕线下体验展开的。

去年 5 月，蒂芙尼在北京国贸旗舰店开业，成为在中国最大的展示窗口。在原汁原味的第五大道模式中，让蒂芙尼蓝更加慑人心魄。同年 9 月，蒂芙尼 200 年历史的“珍奇屋”落户上海，350 余件家族传承珍宝集中展示，让蒂芙尼蓝在东方大国绽放出绚丽的异域美丽。这一切文化的互动已经脱离了传统的商品销售，更是一种文化展示和感染，这也是我们始终坚持的，奢侈品贵在文化的集中体现。

图 28：蒂芙尼北京国贸精品店



数据来源：中国宝石杂志，西南证券整理

图 29：2019 年蒂芙尼上海“奇珍屋”展览



数据来源：东方网，西南证券整理

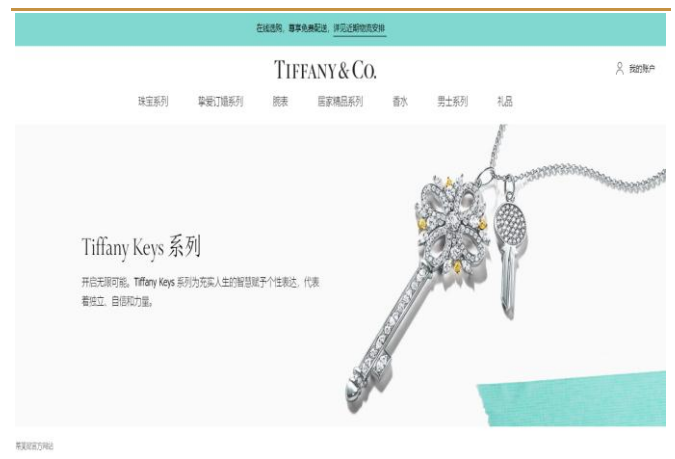
线上销售贡献升级，中国在线分销潜力凸显。在 2016-2019 年销售额中，电商渠道的收入在公司总收入中占比分别为 6%，7%，7%，8%，其贡献逐步上升，据蒂芙尼公司 CEO Alessandro Bogliolo 预计，未来线上销售的收入占比会提升至 10%，甚至 15%，其中中国市场的表现尤其值得期待。蒂芙尼于 2018 年 8 月登录天猫奢侈品平台 Luxury Pavilion，并开设快闪店，预售其最新推出的花韵（Paper Flowers）系列，而这也是蒂芙尼首次通过线上平台发布新款设计师首饰。不仅如此，2019 年“520”期间，蒂芙尼在品牌“微信官方公众号”中又上线了品牌精品限量店铺，200 条售价近 2 万元的 Modern Keys 系列项链在短短的 6 天之内被抢购一空。而这一系列举措也被显而易见的当作是蒂芙尼在开通直营电商业务前的小小试水。很快，2019 年 8 月 30 日，蒂芙尼中国宣布官方线上精品店正式开业。据了解，蒂芙尼此前虽在中国设有官网，但并未提供线上购买服务。而开通电商渠道后，品牌的绝大多数产品都可在线上店铺直接下单订购。

图 30：Paper Flower 系列在天猫 Luxury Pavilion 平台广告



数据来源：搜狐网，西南证券整理

图 31：蒂芙尼官方在线精品店



数据来源：公司官网，西南证券整理

线上宣传触达受众是核心，快速实现从流量到销量。传承百年的老店依旧不失其活力。随着流量时代的到来，蒂芙尼通过互联网也在积极推动其品牌文化的推广，无论是微信广告、小程序、官网销售等模式，都在通过互联网无时无刻的潜移默化这受众人群。线上线下模式的组合，让人看到一丝互联网公司的运作策略。

因地制宜，多种渠道对应不同市场。蒂芙尼公司针对不同国家和地区的国情推出了不同的具体渠道销售策略。譬如，通过知名代理公司销售的渠道只针对品牌拥有绝对议价权的北美市场（美国，加拿大）。在亚太地区市场（除日本外），蒂芙尼对中国和澳大利亚的特殊市场地位，同步推出了线下门店与线上网店共存这样一个更加灵活多变的销售模式。不仅如此，蒂芙尼通过与知名电商及公司平台的合作，在中国地区广泛成功运行了一整套以 B2B 模式运营的销售渠道。在中国市场公司将继续强化线上销售渠道，尤其是面向没有实体门店的二三线城市，未来线上市场将成为奢侈品的主要洼地。并且从目前的情况来看，蒂芙尼通过社交电商、对大数据的挖掘，以及结合品牌自身文化特质，已经牢牢抓住当代年轻消费者的心。此举不仅将产品推向下层市场，还提高了品牌整体知名度，反哺线下门店的销售。

4 着力突出自身优势，打造核心竞争能力

4.1 严格的生产体系培育领先的盈利能力

蒂芙尼的珠宝产品在生产模式与盈利能力方面优于同行业公司。通过与港资品牌周大福以及内地品牌老凤祥的对比发现，蒂芙尼的珠宝产品营收占比最高，为 92%，毛利率也最高，为 62.4%；此外，其产品较国内品牌更丰富，自产珠宝比例更高，证明蒂芙尼对珠宝生产的控制能力更强，更能把控产品质量，发挥生产环节的工艺及产品标准优势，放大产品价值。制造工艺与流程方面，在与国际品牌卡地亚的对比中，根据官网，卡地亚的设计草图制作完成后，直接送至工坊进行珠宝制作，相比之下，蒂芙尼更为详细地介绍了抛光、原材料筛选、挑选分类过程，以及产品等级标准，对生产环节有更严格的控制。在老凤祥的对比中发现，蒂芙尼的主要工艺与技术为钻石的切割和抛光，而老凤祥的特色是金银细工制作技艺，荣列“国家级非物质文化遗产”名录，包括创意设计、塑样、翻模、制壳、合拢焊接、灌胶整形、精雕、篆刻、镶嵌、脱胶、表面处理和总装等步骤，可见老凤祥拥有更为复杂的人工工序和浓厚的文化色彩。与周大福的自动打磨技术和镭射切割技术不同，蒂芙尼更注重通过人工切割与打磨保障产品工艺。

表 5：与卡地亚、周大福、老凤祥的产品与生产体系对比分析

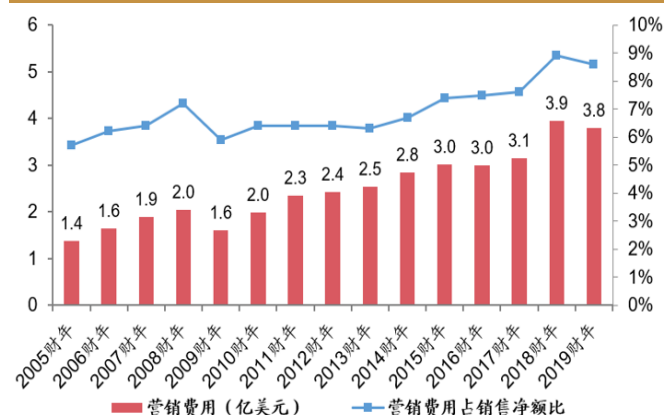
	品牌	总营收	毛利率	产品结构	丰富度	定位	珠宝生产模式
国际品牌	蒂芙尼	44.24 亿美元	62.4%	92%珠宝	6 种类别 超 40 个系列	高端	全产业链生产，自产比例 60%
	卡地亚	-	-	珠宝首饰为主	6 种类别 超 60 个系列	高端	全产业链生产
港资品牌	周大福	571.81 亿元	28%	61%黄金产品 23%珠宝镶嵌首饰	7 种类别 超 20 个子系列	高端	全产业链生产
内地品牌	老凤祥	401.6 亿元	8.2%	84%珠宝首饰	2 种类别 超 20 个子系列	中高端	全产业链生产，自产比例 53%

数据来源：公司官网、公司公告，西南证券整理（蒂芙尼最新财年区间为 2019 年 1 月 31 日-2020 年 1 月 31 日，周大福为 2018 年 4 月 30 日至 2019 年 3 月 31 日，老凤祥为 2018 年 1 月 1 日-2018 年 12 月 31 日）

4.2 重视营销扩大产品知名度，瞄准顶级城市高消费人群

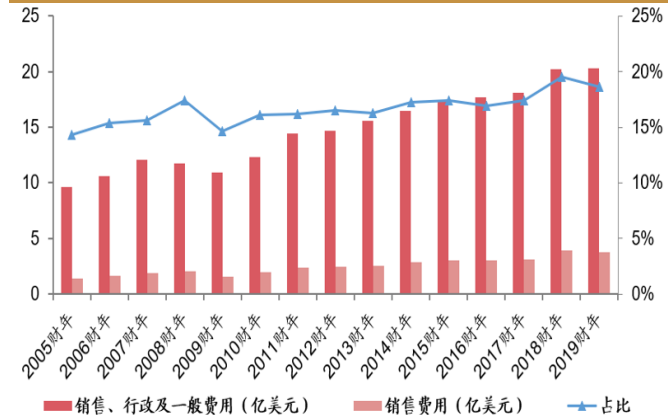
公司重视营销活动，营销费用和在销售额中占比提升。蒂芙尼 2019 财年营销费用达到 3.8 亿美元，占销售净额（Net sales）的 8.6%，占销售、行政及一般费用的约 20%左右，营销费用及占比均呈提升趋势。根据公司公告，蒂芙尼 2005 财年营销费用为 1.4 亿美元，占销售净额的 6.1%，占销售、行政及一般费用的 14%，十几年来，公司一直在营销上加码，到 2019 财年，营销费用达到 3.8 亿美元，14 年间 CAGR 为 7.5%，高于其营业收入 4.5% 的 CAGR。

图 32：公司 2005 财年以来营销费用及占比均呈提升趋势



数据来源：公司公告，西南证券整理

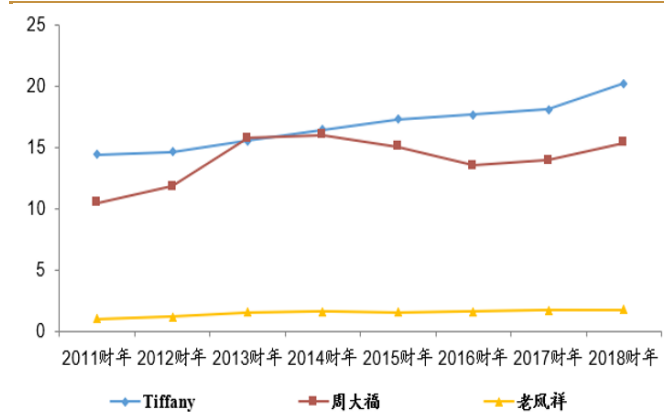
图 33：公司 2005 财年以来销售费用占 SG&A 的比例逐年提升



数据来源：wind，西南证券整理

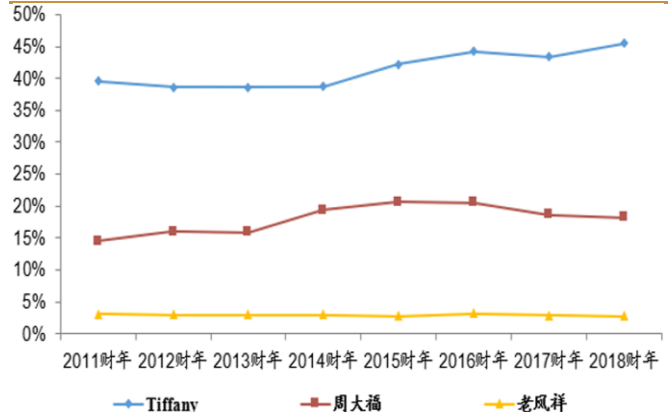
营销费用高于同行对手，巩固高端市场定位。2019 财年蒂芙尼的 SG&A 费用为 20.3 亿美元，自 2004 财年以来以 5.1% 的复合增速增长，蒂芙尼营销、管理费用的投入逐年提升。与香港珠宝品牌周大福、内地品牌老凤祥对比，蒂芙尼的 SG&A 费用最高，老凤祥最低，主要原因在于品牌定位的不同：蒂芙尼主要产品是高毛利率的核心奢、轻奢、日常奢珠宝，老凤祥则主要是毛利率较低的黄金产品，2018 年老凤祥综合毛利率仅为 8.2%，远低于蒂芙尼 2018 财年在 2018 财年 63.3% 的毛利率。在营收占比方面，蒂芙尼 SG&A 费用占营收的比例自 2011 财年的 40% 提升至 2019 财年的 46%，周大福这一比例在 14%-20% 之间波动，主要受周大福营收规模大于蒂芙尼的影响。

图 34：珠宝公司 SG&A 费用对比情况（亿美元）



数据来源：公司公告，西南证券整理（TIF、周大福财报周期为 4 月 1 日至次年 3 月 31 日，老凤祥财报周期为当年 1 月 1 日-12 月 31 日；周大福、老凤祥的 SG&A 包括营销、管理费用、研发费用）

图 35：珠宝公司 SG&A 费用占营收的比例情况



数据来源：wind，西南证券整理（TIF、周大福财报周期为 4 月 1 日至次年 3 月 31 日，老凤祥财报周期为当年 1 月 1 日-12 月 31 日；周大福、老凤祥的 SG&A 包括营销、管理费用、研发费用）

定位高端使蒂芙尼瞄准顶级城市的消费人群。一来是一二线城市的主流消费人群更加追求自我的消费态度，加之更加富裕的生活条件，使得消费者更多瞄准的是品牌的故事文化，而非简单的奢侈品属性；二来是传统的本土珠宝品牌本身对珠宝首饰过于功能化的定位，卖功能而非是售卖品牌文化故事，这对新时代都市人天然的吸引力不足，而在品牌文化上优势明显的蒂芙尼正好可以满足这一需求，与其瞄准顶级城市高消费人群的战略定位相吻合。

表 6：各珠宝品牌销售渠道对比

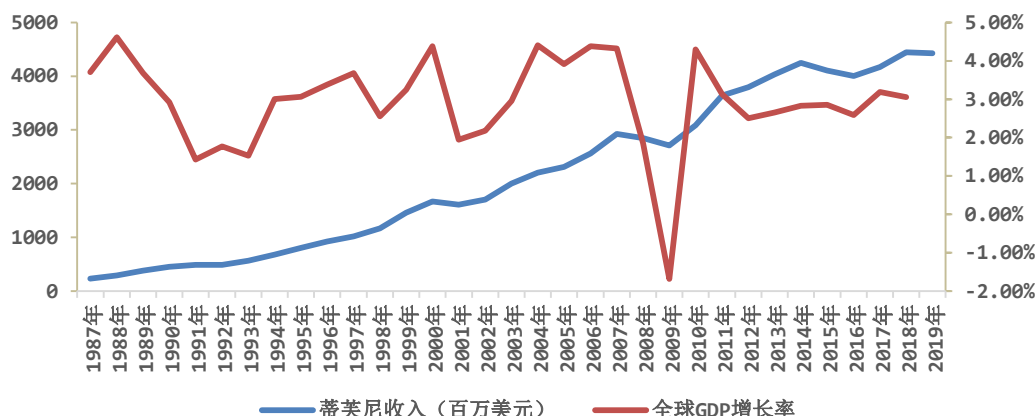
中国（含港澳台）	品牌	线下零售点	门店管理模式	未来开店计划	主要线上渠道
国际品牌	蒂芙尼	51 个	直营店为主	强化门店网络，尤其是北京、上海和香港三座关键城市。	官网
	卡地亚	-	直营店为主	目前在中国一二线城市均有零售点	官网、天猫奢品
港资品牌	周大福	3089 个	加盟和直营	未来三至五年内继续在中国内地较次级城市和县级城镇策略性地深化市场渗透。	官网、天猫旗舰店、京东旗舰店
内地品牌	老凤祥	3502 个	加盟为主	巩固一二线城市营销网络的基础上，逐步向三四线城市拓展，并稳步向境外市场拓展。	微信公众号仅支持相框定制

数据来源：公司官网、公司公告，西南证券整理（蒂芙尼最新财年区间为 2019 年 1 月 31 日-2020 年 1 月 31 日，周大福为 2018 年 4 月 30 日至 2019 年 3 月 31 日，老凤祥为 2018 年 1 月 1 日-2018 年 12 月 31 日）

4.3 经济周期影响微弱，品牌文化驱动珠宝销售

蒂芙尼销售收入与全球 GDP 增长率的关系较小，市经济期对珠宝销售影响微弱。通过对蒂芙尼上市以来每年的销售收入与同时期全球 GDP 增长率进行比较，发现二者相关性极低，相关系数仅为-0.035，表明全球整体经济周期对蒂芙尼公司的销售表现几乎没有影响，支撑珠宝销售提升的逻辑为蒂芙尼的品牌文化。

图 36：公司产品销售额与全球 GDP 增长率的关系



数据来源：Bloomberg，西南证券整

自上市以来，公司股价虽时而存在小幅震荡但整体呈上升趋势。对蒂芙尼自上市以来的股价和每股收益进行复盘，得出市盈率的历史走势，可大致将其分为两个阶段：

(1) 第一个阶段是 1987 年至 1998 年，在这一阶段蒂芙尼主要依靠多年来积累的丰富设计经验加之众多的品牌追随者，通过丰富产品价格区间，将原本定位于顶奢的品牌经营路线加以转化，使之适配了更广大的消费群体。而这一时期的积累与沉淀不仅为蒂芙尼中后期的蓬勃发展奠定了扎实的基础，更使得公司在美国本土经济衰退及亚洲新兴市场崛起的浪潮中及时转舵，开启了全球化的新时代。

(2) 第二阶段主要为 1998 年以后，随着蒂芙尼商业帝国的全球化推进，从总体来看，市盈率处于上行状态，但是具有较大波动。源于奢侈品行业的属性，整体股价随世界经济波动的影响极大，全球化将蒂芙尼带向了高位，但是同样放大了风险，任何地区，乃至国家的经济波动都或多或少的对公司股价和盈利带来影响。

5 蓝色梦想里的文化内涵

5.1 蒂芙尼蓝的象征意义与蓝皮书里的流光溢彩造就对小蓝盒的渴望

蒂芙尼蓝与知更鸟蓝的颜色十分接近，有着美好的象征意义。在欧美文化中，蓝色象征幸福，尤其是婚姻和家庭的幸福。知更鸟的特点符合女人对心目中理想丈夫的要求：英俊、可爱、忠贞，家庭是永远放在第一位的。因此和知更鸟蓝颜色很接近的蒂芙尼蓝也就象征着两个人相爱结合之后的爱情结晶，代表婚姻和家庭的幸福，为广大女性所向往。

蒂芙尼蓝源远流长，成为永恒经典，营造出想要拥有的渴望。自 1845 年蒂芙尼蓝问世起，该色彩被广泛应用于包装、广告和其他宣传材料中，建立起与其珠宝同等程度的美誉。自 1845 年起，蒂芙尼蓝皮书（Tiffany Blue Book）持续甄选珠宝杰作，以高级珠宝目录每年一次地投递给顾客。蓝皮书见证了蒂芙尼在珍罕宝石领域的悠久传承，具有奢华带来的高贵感和仪式感。每年蓝皮书系列的发布，都是珠宝收藏家和鉴赏家共同期待的年度盛事。用于包装的小蓝盒（Tiffany Blue Box）也给蒂芙尼蓝的带来独特魅力，蒂芙尼的创始人查尔斯·蒂芙尼先生定下规矩，不管顾客愿意出多少钱，小蓝盒绝不出售，只随商品附送，更加增强了其吸引力。

图 37：犹如知更鸟蛋般的蒂芙尼蓝



数据来源：公司官网，西南证券整

图 38：用于包装的蒂芙尼小蓝盒



数据来源：Newton Fashion MBA，西南证券整理

5.2 历史沉淀的辉煌荣耀烘托出品牌的高端形象

历史与荣耀加强品牌与稀缺和高端的联系。1877 年查尔斯·蒂芙尼从南非金伯利钻矿购得一枚堪称世界最大、最优质的黄钻。在蒂芙尼著名宝石学家乔治·坤斯博士指导下，工匠们将这枚 287.42 克拉的钻石切割成一枚具有 82 个切割面、128.54 克拉的精美宝钻（大多数明亮式切割钻石仅有 58 个切割面），被冠以“蒂芙尼黄钻”的头衔。在纽约第五大道蒂芙尼总店一楼的一座专用展示柜中，陈列着这颗品牌有史以来最大的天然黄钻供人们鉴赏，这颗著名黄钻至今仍是蒂芙尼纽约总店里的“镇店之宝”。1867 年到 1889 年，蒂芙尼的银器作品多次在巴黎、都灵、费城、芝加哥以及圣路易斯的世博会上获奖，其中多件奢华银质作品已被纽约大都会博物馆等世界各地博物馆永久馆藏，证明了蒂芙尼对珠宝和装饰艺术的不朽贡献。

图 39：位于纽约总店展览的 Tiffany Diamond



数据来源：NewtonFashionMBA，西南证券整理

图 40：蒂芙尼在 19 至 20 世纪所获设计奖项



数据来源：新浪网，西南证券整理

5.3 甄选名人背书，巧妙植入电影，突出品牌影响力，传达潮流价值

优选代言人，借助名流和政要的影响力为品牌背书。代言人包括 Lady Gaga、超模卡洛琳·莫菲、肯达尔·詹娜等，中国区采用青年偶像刘昊然作为品牌大使、古力娜扎作为风尚大使、赵又廷作为品牌文化大使、霍思燕和杜江作为中国区品牌挚爱大使、许魏洲作为品牌风格大使，抓住年轻人市场。1880 年蒂芙尼工作室重新设计了美国国徽；在美国内战期间，蒂芙尼曾负责打造仪式用剑；林肯总统在就职典礼上，赠送了林肯妻子一条蒂芙尼珍珠项链；还有美国国家橄榄球联盟的第一个奖杯，都是由蒂芙尼设计。名流政要和历史事件给蒂芙尼带来巨大的品牌加成。

电影中的植入恰到好处，形成或引领时尚的潮流。比如最著名的 1961 年由奥黛丽·赫本主演的《蒂芙尼的早餐》，让蒂芙尼蓝的形象深入人心，为女孩们在纽约第 57 街和第五大道的转角种下了一个梦。这一幕成为 20 世纪美国电影史上最具标志性的画面之一，一如那句“在蒂芙尼，永远只有好事发生”。2013 年莱昂纳多主演的电影《了不起的盖茨比》中均由女主佩戴蒂芙尼首饰做深度植入。借助电影的广泛传播和重大影响，蒂芙尼形成或引领起时尚潮流。

图 41：蒂芙尼在《蒂芙尼的早餐》中的植入



数据来源：公司官网，西南证券整理

图 42：蒂芙尼在《了不起的盖茨比》中的植入



数据来源：公司官网，西南证券整理

5.4 咖啡馆与体验店彰显新时代奢侈品的生活方式与文化艺术

跨界周边，奢侈品加咖啡店等于巨大吸引力，带来全新的奢侈体验。

17 年，美国纽约，第五大道，全球首家蒂芙尼咖啡店——‘The Blue Box Café’在纽约第五大道的旗舰店开业，让电影《Breakfast at Tiffany’s》中的场景变为现实。这一举措，迅速在互联网上发生裂变效应，一时门庭若市。

19 年 4 月，蒂芙尼在日本的第一家概念店——“Tiffany@Cat Street”正式开幕，同时这里还有继纽约店之后的全球第二家蒂芙尼咖啡店。蒂芙尼为此还设计了全新的 logo，把自家的名称、“蒂芙尼蓝”和猫结合在一起，组成了这个概念店的专属徽章。

19 年 12 月，全球第三家蒂芙尼咖啡店在上海香港广场开业。虽然蒂芙尼的定价较高，但是咖啡店相对亲民的价格，使得 Z 时代人群可以提前体验到公司的文化和氛围，在不以牺牲品牌格调的同时，储备未来的需求受众。

图 43：全球首家蒂芙尼咖啡店（纽约第五大道旗舰店）



数据来源：公司官网，西南证券整理

图 44：亚洲首家蒂芙尼咖啡店（日本东京原宿）



数据来源：公司官网，西南证券整理

跳出传统框架，用服务与体验彰显奢侈品牌所代表的生活方式与文化艺术。18 年 7 月，蒂芙尼在伦敦考文特花园（Covent Garden）开办了第一家体验店，温馨的氛围使得顾客完全感觉不到奢侈品高冷的气息，反而有一种家的温馨。在这，除了传统的销售模式以外，还推出了自动贩售机和定制化服务，后方还有具有更加具备社交属性的活动场馆，进一步体现出蒂芙尼独特的经营策略。

图 45：中国首家蒂芙尼咖啡店（上海香港广场）



数据来源：公司官网，西南证券整理

图 46：蒂芙尼首家新零售体验店（伦敦考文特花园）



数据来源：公司官网，西南证券整理

6 结语

蒂芙尼作为顶级的奢侈品珠宝供应商，享誉百年。我们认为，蒂芙尼的成功，初代创始人的匠心、后代的传承、职业经理人的专业性、积极的拥抱新事物、注重交互性，注重体验感，一系列眼花缭乱的组合策略，将这个百年品牌打造的朝气蓬勃，这也许就是凝结在蒂芙尼上那远超商品成本的价格所宣示的文化价格。

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间
卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下

行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	地区销售副总监	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	021-68415861	13166156063	ybz@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	付禹	销售经理	021-68415523	13761585788	fuyu@swsc.com.cn
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	王梓乔	销售经理	13488656012	13488656012	wzqiao@swsc.com.cn
	高妍琳	销售经理	15810809511	15810809511	gyl@swsc.com.cn
广深	王湘杰	销售经理	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	谭凌岚	销售经理	13642362601	13642362601	tll@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn