

企业何以长青？——全球消费企业二代接班深度复盘

证券分析师：吴劲草

执业证书编号：S0600520090006

联系邮箱：wujc@dwzq.com.cn

证券分析师：张家璇

执业证书编号：S0600520120002

联系邮箱：zhangjx@dwzq.com.cn

证券分析师：郗越

执业证书编号：S0600524080008

联系邮箱：xiy@dwzq.com.cn

- **国内多数家族企业代际传承进入抉择时期。**国内第一批家族企业创始人平均出生年份为1950年代末，经过几十年的风雨搏击，国内的家族企业也迎来交班时代。截至2021年中国百强家族企业担任董事长或CEO的创始人平均年龄已超60岁，代际传承势在必行。
- **代际传承是一个长期复杂的过程，没有标准答案。**企业传承是一个全面系统工程，只有适配的选择，没有标准答案。我们可以简化为【要不要传】-【传给谁】-【传什么】-【如何传】-【传承最终结果】几个维度进行研究。创始人逐渐经历年龄、精力或知识老化的危机，传承的人选包括子承父业&内生培养&外聘经理等多种选择，其中超80%的中美百强家族企业选择子承父业或内部培养，传承的内容包括公司所有权（董事长）以及经营权（CEO），如何传承包括财富、事业和精神等维度，涉及到企业系统同步变革，是个动态长期的过程，业绩表现和股价表现等外部结果也会持续影响传承全阶段。
- **我们关注传承变化的四个维度：能力、战略、治理、人才**，其中个人能力是根基，包括接任意愿、内外部关系网络、企业家精神等，决定企业发展是倾向变革还是稳健；战略是设计图纸，是继任经营理念的具象化，关注如出海、收并购、新业务新渠道拓展等；治理机制是决定权责分配，确保企业运转的稳定性和运营效率，通常关注代际传承后扁平化或去中心化等变化；同时需要核心人才管理团队执行战略。
- **复盘不同接班模式下优秀公司表现，代际传承后公司有望长期健康成长。**根据【子承父业】、【内部培养】、【外聘经理】以及【多种模式混合】（如二代+外聘经理等）四种代际传承方式，我们分别针对性复盘海澜之家、美的集团、欧莱雅、安踏体育及雅诗兰黛，我们发现优秀公司在经历代际传承期间，因为经营理念不同，变革在所难免，但变革后企业核心文化仍在延续，如欧莱雅的“技术创新”和“高品质产品”核心文化、美的集团的创新文化，同时高管变动、新人才引入亦是非常常见的现象，在稳健的制度保障和合理的人才激励制度下，平稳运营过渡能够保持公司健康稳定成长。
- **风险提示：**经济复苏不及预期、战略变革致业绩大幅波动、代际传承中导致企业人才流失。



- 为什么消费行业关注传承？
——民企进入代际传承关键节点
- 二代接班实例复盘
- 复盘总结与风险提示

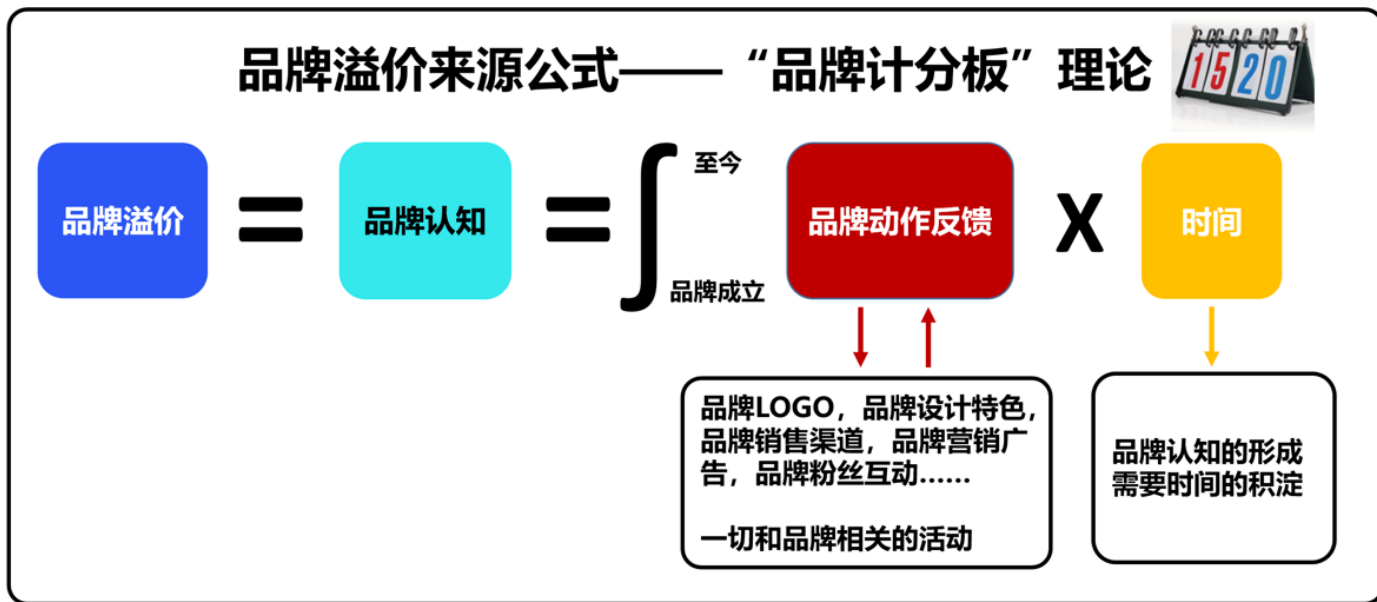
一、为什么消费行业关注传承？

——民企进入代际传承关键节点

□ 品牌溢价是品牌在时间维度的累积，代际传承是重要影响因素之一。

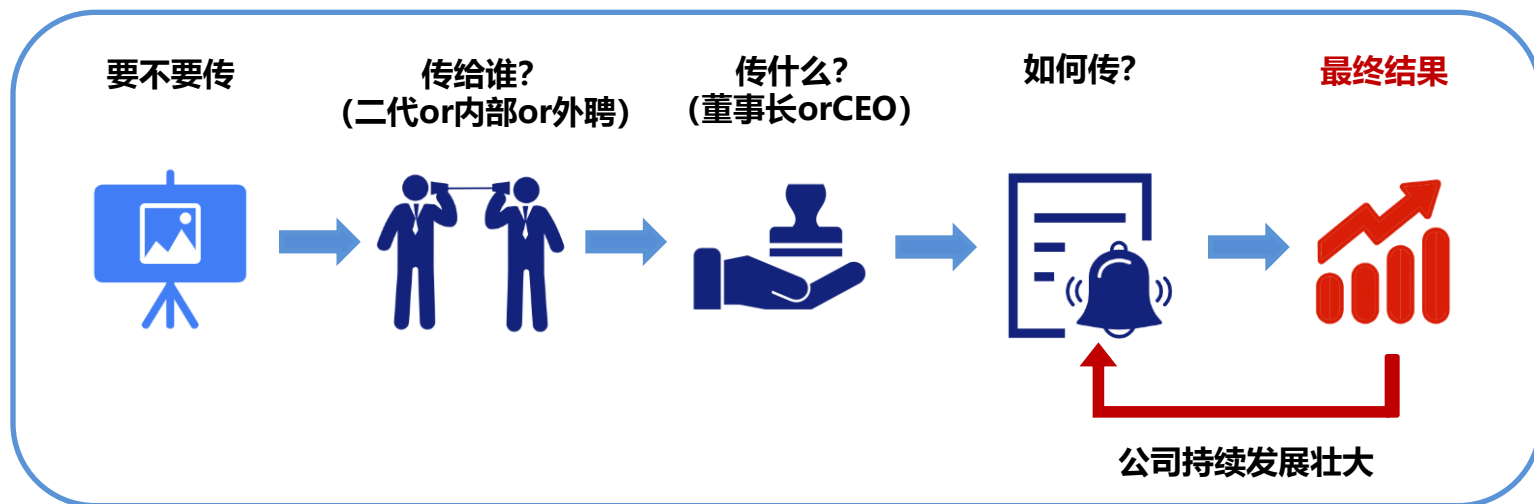
- ✓ 消费品公司通常具备现金流入稳定，现金分红能力较强的特点，与其稳定的业务模式、品牌溢价等有关。
- ✓ **品牌溢价**是有时间维度的，需要时间积淀，如果将品牌认知想象成一个计分板，最终品牌认知是所有时间下品牌动作反馈的累积，是有时间维度的，不仅仅是动作。核心是让品牌在对的时候做对的事，才能多得分。已经得到的分数，其本身就是壁垒，代表着“它拥有把事情做对的能力”。
- ✓ **代际传承**不仅是企业生命周期的延续，并且代际传承期间企业的决策、变革等也会影响消费者对品牌的认知，并购等行为可能也会改变企业业务模式及现金流，因此代际传承在消费品公司中是重要影响因素之一。

图：品牌计分板理论



- 代际传承是一个长期复杂的过程，没有标准答案。企业传承是一个全面系统工程，只有适配的选择，没有标准答案。我们认为可以简化为【要不要传】-【传给谁】-【传什么】-【如何传】-【传承最终结果】几个维度进行研究。
- ✓ 创始人逐渐经历年龄、精力或知识老化的危机，
 - ✓ 传承的人选包括子承父业&内生培养&外聘经理等多种选择，
 - ✓ 传承的内容包括公司所有权（董事长）以及经营权（CEO），
 - ✓ 如何传承包括财富、事业和精神等维度，涉及到企业系统同步变革，是个动态长期的过程，
 - ✓ 业绩表现和股价表现等外部结果也会持续影响传承全阶段。

图：代际传承研究范式



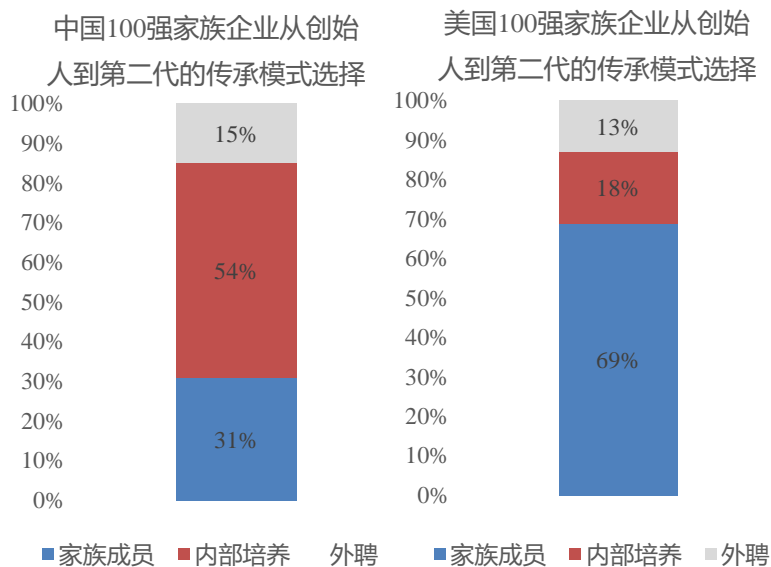
- **国内多数家族企业代际传承进入抉择时期。**根据2023年《中国家族企业与共同富裕研究报告》，中国民营企业数量已占企业总量的90%以上，其中家族企业占民营企业数量的80%以上。国内第一批家族企业创始人平均出生年份为1950年代末，经过几十年的风雨搏击，创一代面临着年龄或知识老化的危机，国内的家族企业也迎来交班时代。截至2021年中国百强家族企业担任董事长或CEO的创始人平均年龄已超60岁，代际传承势在必行。

图：中国百强家族企业创始人年龄情况

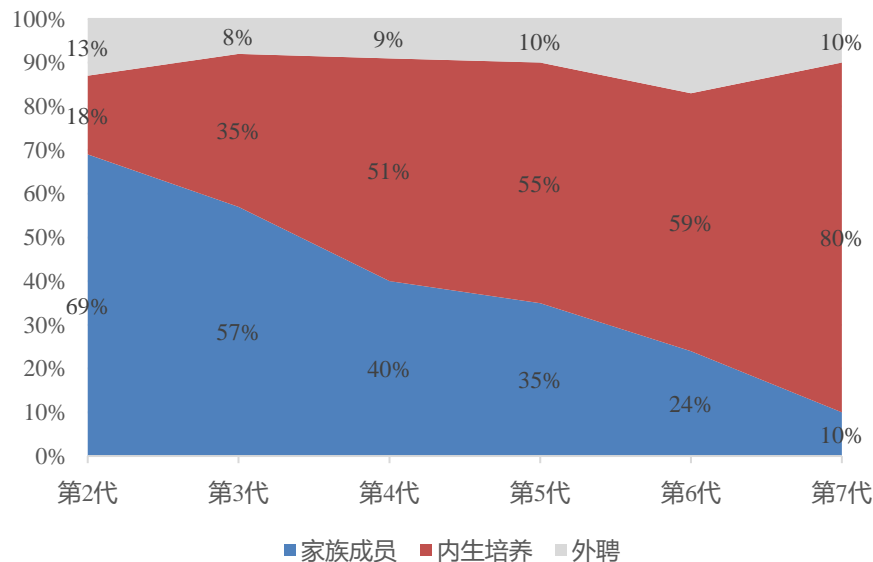


□ **第二代传承通常为子承父业或内生培养，随着代际传承增加，内生培养比例逐渐提升。**主流传承方式分为二代接班、企业内部培养与外聘经理人三种，综观国内外企业，从创始人到第二代传承时，子承父业和内部培养均占较高比例，是最为主流的选择。随着代际逐渐增加，内生培养比例逐渐提升。

图：国内外民企创始人到第二代传承的选择（2017年）



图：美国100强家族企业不同传承代际模式选择比例



■ **传承是创业的一部分，各种传承模式各有利弊。**从企业内生成长看，发展是创业者依据自身特殊禀赋（知识、经验、价值观念等）与现实条件整合创新的过程。代际更迭不是僵化的传承，而是跨越创业者、企业、产品、产业和经济等生命周期阶段的过程，传承本身就是创业的一部分。从不同传承方式上看，各种传承方式各有利弊：

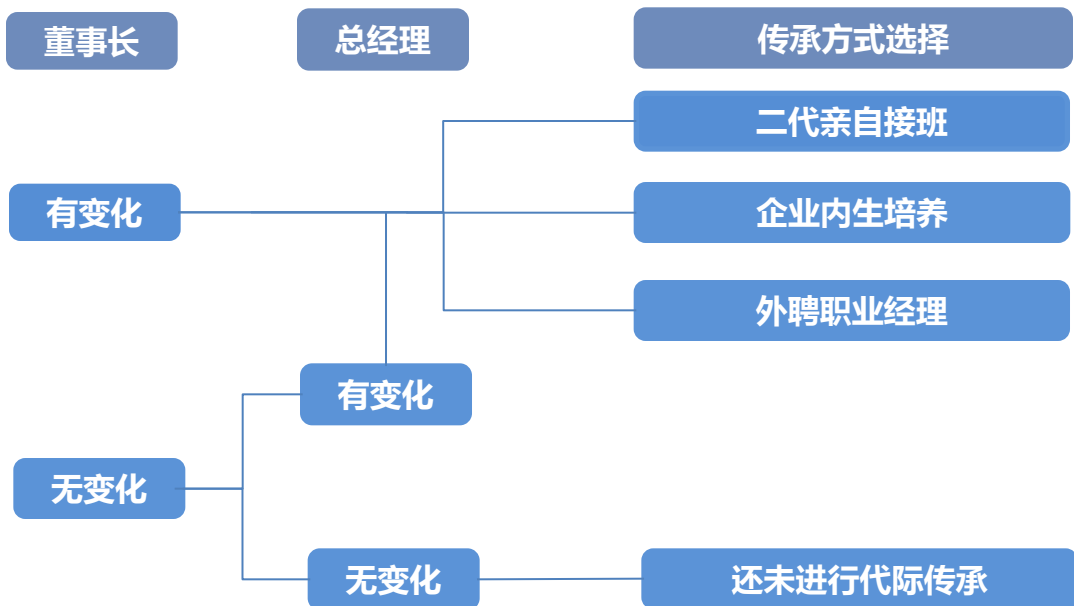
- **二代子承父业：**通常为首选，委托代理成本较低且内外部关系处理较为容易；
- **内部培养：**子女亲戚没有合适人选或出于产业专业需要，内部有能力的老臣也能够带领企业继续前进；
- **外聘经理：**产业需要或家族企业成长规模较大时，职业经理人接手有望带来国际化视野和活力。

图：国内企业传承模式比较分析

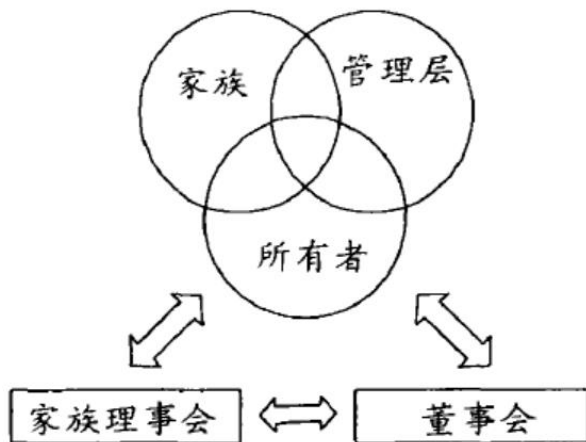
传承模式	优点	缺点
子承父业	①忠诚度高，家族成员有较高凝聚力，较高的稳定度 ②委托代理成本较低 ③企业文化不易流失 ④经营权与管理权合一	①候选人员范围较小 ②兴趣与能力不尽然相称 ③需处理好家族成员间的冲突
内部培养	①对企业文化和价值观有强烈的认知 ②对高层人员起到激励，提升团队的凝聚力 ③绩效提升	①人选比子承父业多 ②内部复杂人脉关系和习惯势力带来约束 ③有包袱压力
外聘经理	①人选范围广泛 ②满足对接班人的能力要求 ③没有历史的包袱 ④习惯势力约束较少 ⑤为企业带来活力	①融入企业文化的时间短 ②忠诚度较低 ③文化的差异 ④水土不服 ⑤降低内部高层的向心力

- **经营权传承对公司未来发展影响较为深远。** 家族企业权力继任问题，包括所有权和经营权的继任两个方面。对于家族企业所有权继任问题而言，线索是清晰的，一般是在家族内部进行所有权的转移，而经营权的继任即企业总经理的继任，对企业未来经营管理和发展影响同样较为深远。
- **企业传承发展为管理层、所有者、家族内部有效整合的结果。** 根据家族企业经典模型，家族企业可以看成【管理层】、【所有者】、【家族】三个独立且互相交叉的子系统，每个个体均有一个明确区域，但职责和立场完全不同，传承即在管理者、家族、所有者之间有效整合。

图：上市民企目前代际传承情况分类



图：家族企业三环模式管理模型



- **成功传承意味着一个或几个独特的核心要素的留存或转移**, 我们认为可以概括为【默会知识】、【关系网络】、【企业家精神】三个方面。根据《管理世界》的调查, 管理经验、企业外部关系、敬业&创新精神为企业家子女和企业家在传承中最为关注的三个要素。
- **传承不是一蹴而就, 需要“扶上马, 送一程”**。企业传承是一个全面系统工程, 涉及到个人和企业的同步变革, 需要几年甚至几十年的时间, 如方太集团创始人茅理翔传给刚研究生毕业的儿子茅忠群时制定“三三制”战略——带三年、帮三年、看三年的交接班计划, 交接班时主动、彻底, 期间适度监督、引导。

图：传承中各要素出现频率统计情况

类目	概念	企业家子女重视比例	企业家重视比例
企业家默会知识	技术诀窍	3.33%	5.80%
	管理经验	16.11%	11.60%
	专家见解或心得体会	9.44%	10.14%
	经营理念	6.67%	11.59%
	价值观	8.33%	7.25%
	愿景	3.89%	4.35%
企业家关系网络	企业内部关系	5%	4.35%
	企业外部关系	18.89%	27.54%
企业家精神	创新精神	8.33%	1.45%
	冒险精神	1.11%	1.45%
	开拓精神	7.22%	5.80%
	敬业精神	8.33%	8.70%
	合作精神	0	0

图：不同传承方式接班人培养模式也不同

接班人来源	培养内容	培养时期
子承父业	家庭教育、学校教育、留学进修	35岁 (历程10年)
	基层或高层做起, 轮调磨练	
	概念上不断学习	
	或到其他的公司工作(培养独立性、建立自己的想法)	
内部选拔	确定接班人的领导风格要符合企业文化	依职级加 年资 3-5年
	确定接班人的品德忠诚、知识、技术和能力是否符合, 用轮调方式	
外部拔擢	信用(良好的声誉)	至少1-3 年
	尽快适应企业文化和其他成员的关系	
	超前的眼光、积极的心态、健康的身体	

*统计要求每人只能选择3项重视的因素

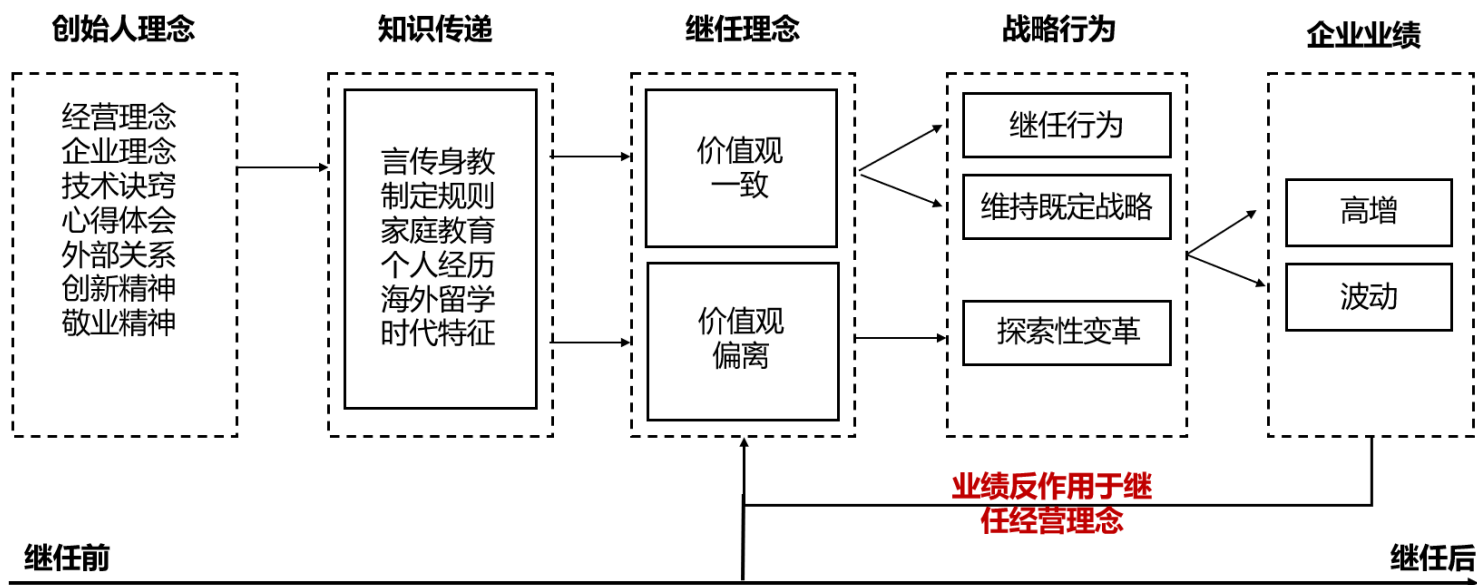
□ 企业的绩效结果会反作用于继任者的理念和决策。

经历传承后，继任者经营理念不同，进而会影响公司的战略规划，我们认为业绩是评价战略变革的直接标准之一，高增业绩加强当前经营理念的信心，长期业绩波动将反作用于继任者，并调整管理理念和方向。

□ 继任探索性变革倾向于国际化、数字化与年轻化。

面对科技发展和市场变化，消费者需求升级，二代企业家尝试引入大数据、人工智能、电商直播等新兴技术，在延续家族原有行业的基础上，进入新的业务领域，开发新产品，拓展新市场。

图：传承过程中企业业绩反作用于继任战略行为



□ 继承人能力是代际传承的底层基础

继任者的个人能力（默会知识、关系网络、企业家精神等方面）是企业发展和传承的地基，支撑企业长期发展。

□ 战略规划是体现继任理念的设计图纸

战略规划呈现继任者如何传承创始人的经营理念，并结合市场变化进行创新，是继任者目标和理念的具象化，关注如出海、收并购、新业务新渠道拓展等。

□ 治理机制是企业内部运作的框架结构

决定权责分配，确保企业运转的稳定性和运营效率，通常关注代际传承后【扁平化】或【去中心化】等变化。

□ 团队是保证战略落地的重要补充

传承并非单一岗位的变动，继任者需要构建合理的人才梯队、激励机制，并依赖核心人才管理团队执行战略。

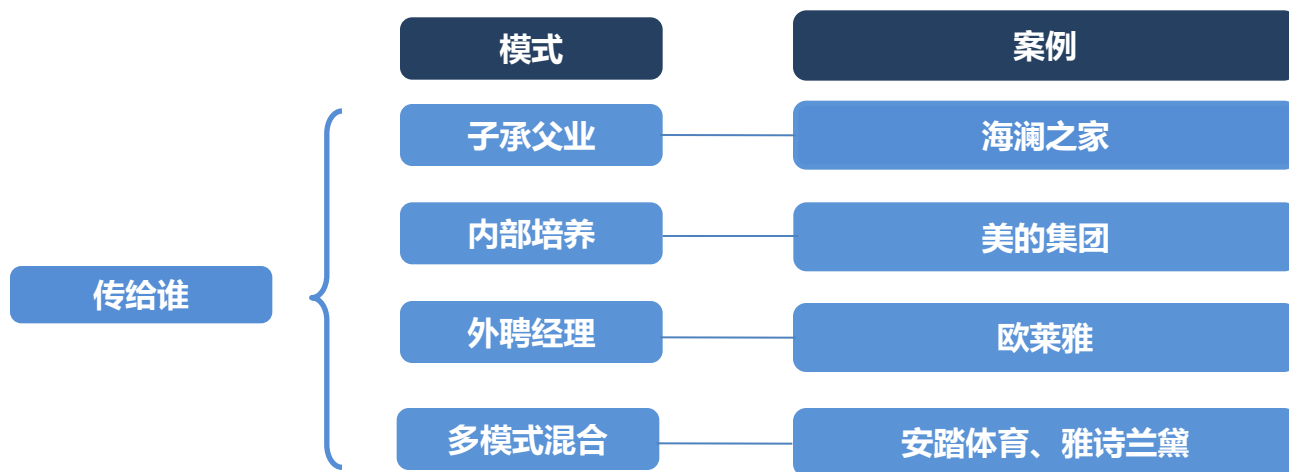
图：我们在代际传承主要关注的问题



二、二代接班实例复盘

□ **复盘不同接班模式下优秀公司表现，代际传承后公司有望长期健康成长。**由于“传给谁”是传承过程最初的核心问题，在不同传承方式中，经营权传承对企业未来经营影响较为深远，因此本章我们主要根据企业传承方式不同，区分为【子承父业】、【内部培养】、【外聘经理】以及【多种模式混合】（如二代+外聘经理等）四种方式，并分别针对性复盘海澜之家、美的集团、欧莱雅、安踏体育及雅诗兰黛，试图探寻优秀公司在经历代际传承期间，如何运营过渡以保持公司健康稳定成长。

图：不同传承方式案例复盘





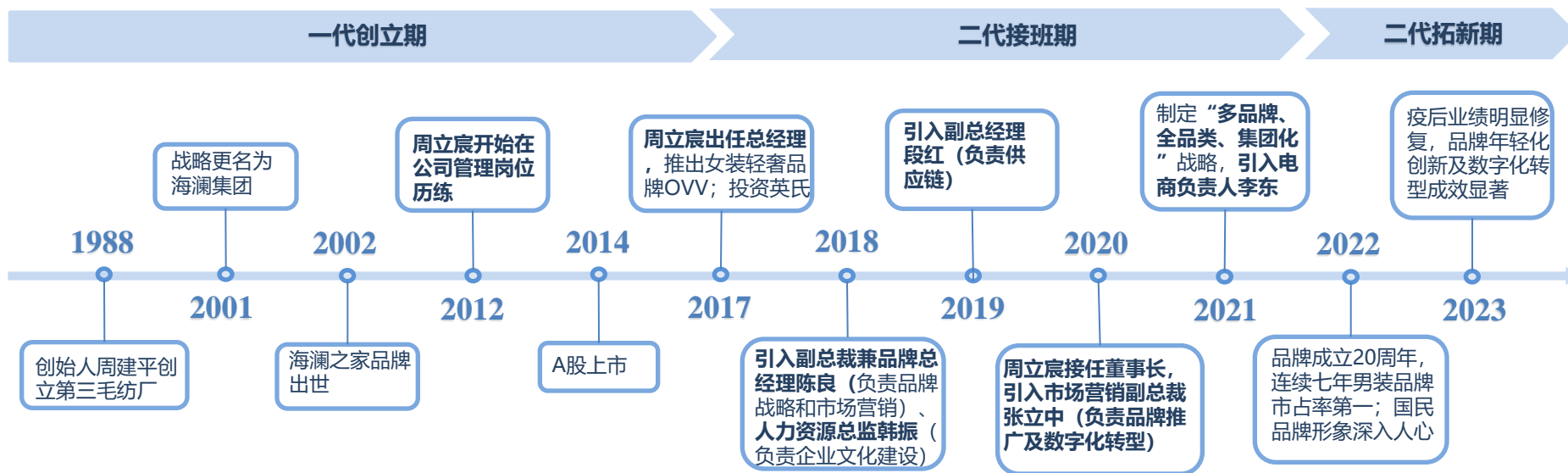
海澜之家：子承父业，稳中求变

2.2 海澜之家：子承父业，从“男人的衣柜”到“全家人的衣柜”

□ 海澜之家涵盖男装、女装、童装及生活家居，经历代际管理更迭，仍近10年稳居中国男装品牌龙头。复盘海澜之家二代接班历程，可将其分为三个阶段：

- **一代创立期(1998-2016年)**: 1988年公司创始人周建平创立新桥第三毛纺厂，2001年战略性更名为海澜集团。“海澜之家”品牌诞生于2002年，南京中山北路首家店铺标志着海澜集团正式进军男装零售。凭借高性价比与创新经营模式，公司业绩实现飞跃，并于2014年顺利完成重组上市。
- **二代接班期(2017-2021年)**: 2017年周立宸出任海澜之家总经理，标志正式接班开始，18-21年连续引入多位高管人员，辅助周立宸管理团队。2020年末，周立宸接任海澜集团董事长，实施“多品牌、全品类、集团化”战略，加大对线上渠道投入。
- **二代拓新时期(2022年至今)**: 疫后业绩明显修复，品牌年轻化创新及数字化转型成效显著。

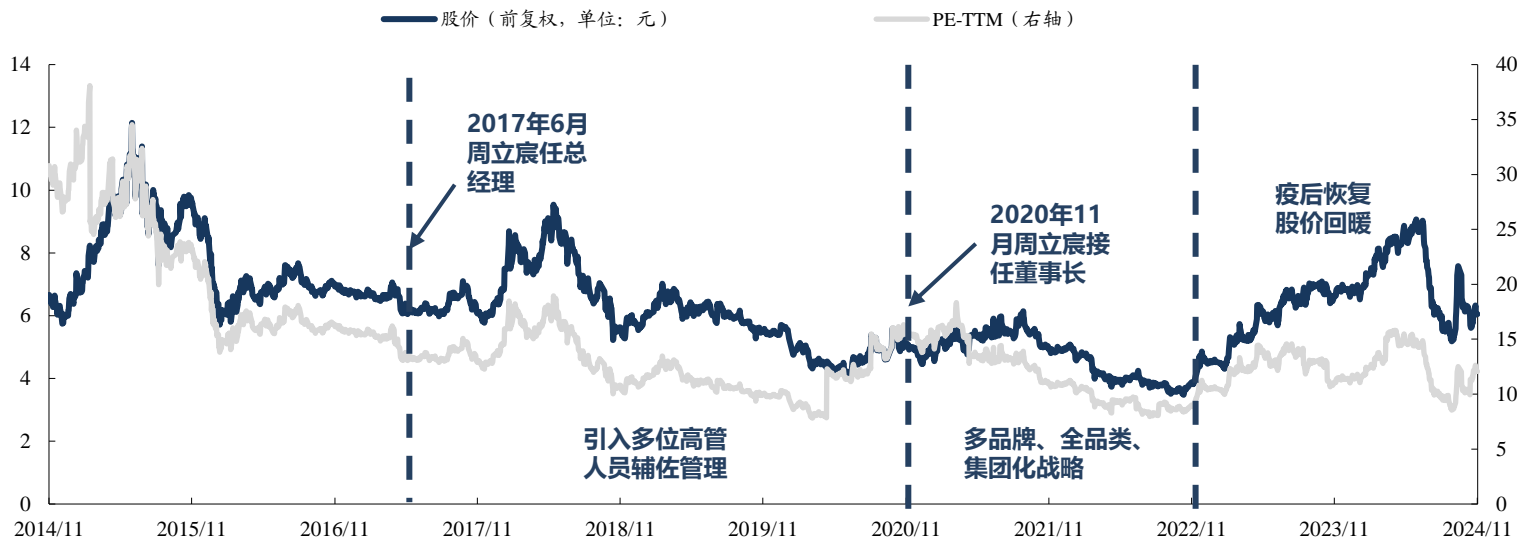
图：海澜之家二代接班期发展历程



2.2 海澜之家：子承父业，经营理念稳中求进

- 2012年周立宸回归海澜之家，逐步接管了广告部、商品中心及电子商务等多个关键部门，2020年11月出任海澜集团董事长，传承期间稳健经营为先，积极引领品牌年轻化进程，推行多品牌战略和数字化转型，在稳定经营下公司股价相对较为稳定。
- **公司文化**：在稳健经营及坚持质量管控基础上，推进品牌年轻化，如进行IP联名、英雄联盟电竞主题合作、国潮风设计等。
- **战略变革**：实行“多品牌、全品类、集团化”战略，除主品牌外，通过自主孵化和收购建立了全品类品牌矩阵，同时推动公司集团化资源整合及数字化转型，将“互联网+”思维全面渗透到研发设计、生产、物流、销售服等各个环节，提高整体运营效率。
- **管理机制及团队搭建**：去中心化，引入年轻化的新专业高管团队，搭建好的人才体系较为稳定。

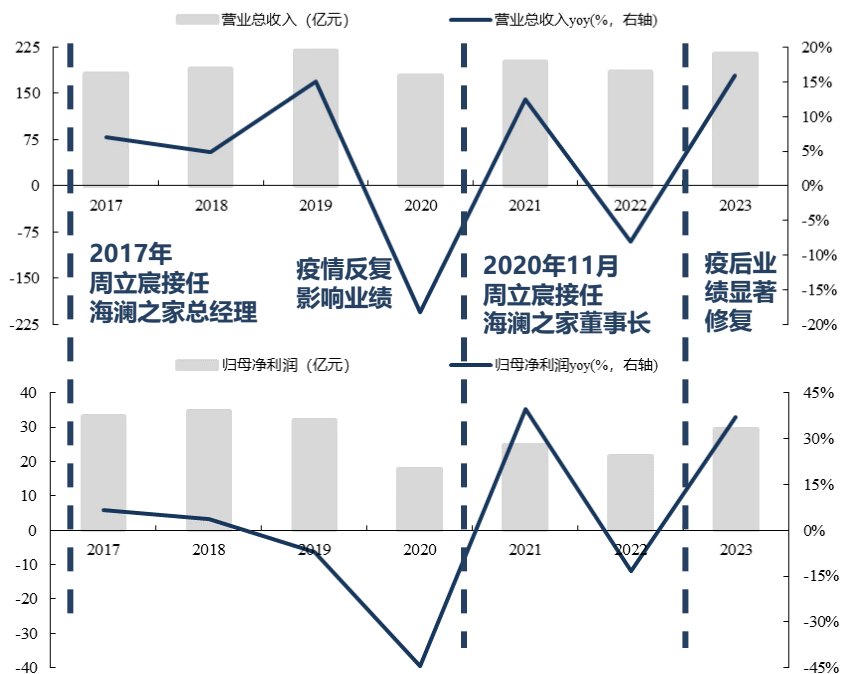
图：海澜之家历史股价与PE估值



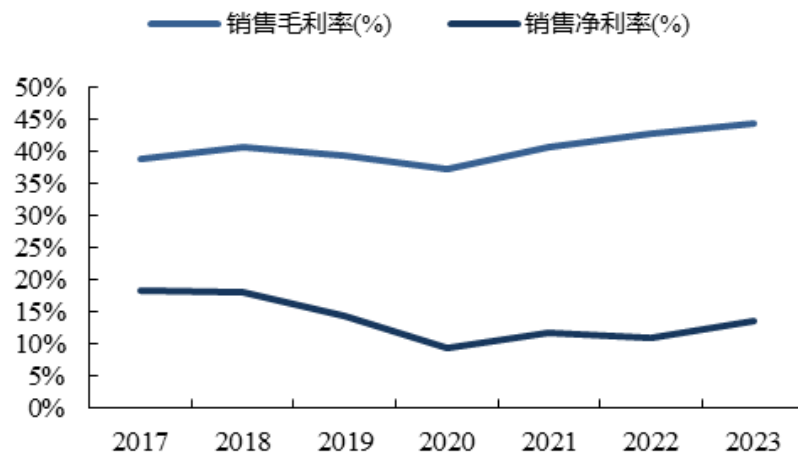
2.2 海澜之家：子承父业，业绩稳健增长

- 自小周总接任以来，企业坚持深化集团化运营，推动品牌与业务的多元化发展，业绩呈现稳健增长。2018-2023年营收/归母净利CAGR达2.84%/-1.98%，至2023年营收/归母净利分别215.28/29.52亿元。
- 销售毛利率、净利率 2021 年起重启向上通道，费用管控持续优化。疫情期间盈利能力略受损，疫后重启盈利增长通道，毛利率稳定增长，期间费用持续优化。2020年以来毛利率&净利率保持稳定增长趋势，至2023年分别达44.47%/13.56%。

图：海澜之家历年营业总收入、归母净利润及增速



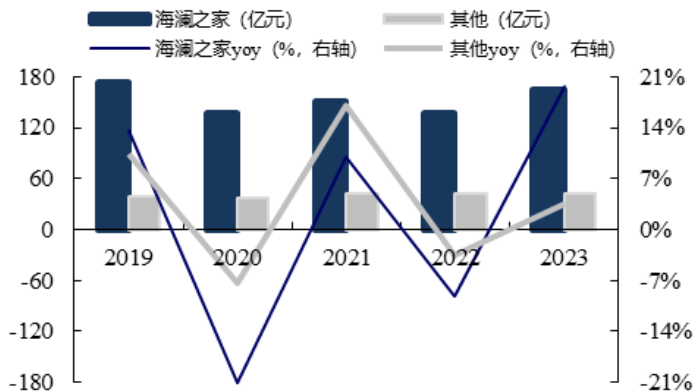
图：海澜之家历年毛利率与净利率



2.2 海澜之家：稳中有变，全渠道多品牌发展

- **持续探索新领域，多品牌协同发展。**自周立宸2021年提出“多品牌、全品类、集团化”战略后，公司在维持海澜之家主品牌贡献80%左右的同时，加速女装OVV、婴童品牌英氏、运动品牌海德等其他品牌布局，2023年以来通过投资收购斯搏兹（主要授权代理阿迪达斯等国际运动品牌）51%股权继续加码运动赛道，丰富产品矩阵。

图：海澜之家近年分品牌营收及同比增速情况



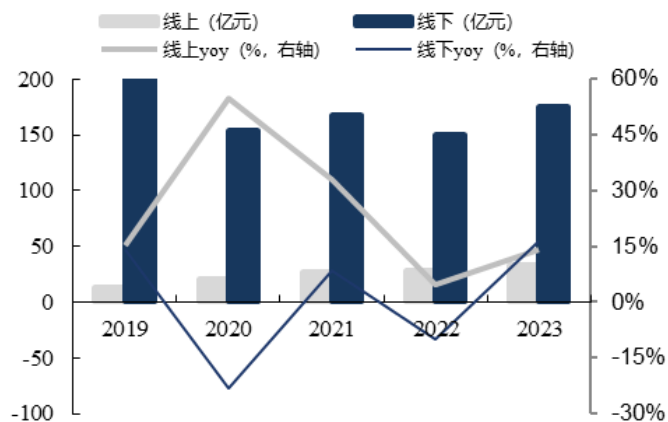
图：海澜之家多品牌矩阵布局



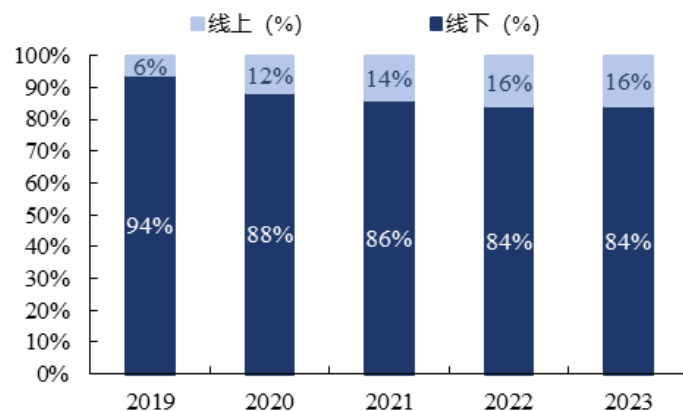
2.2 海澜之家：稳中有变，全渠道多品牌发展

□ **线上渠道快速发展，探索全球化布局，进行零售业态探索。**周立宸接任后，注重线上渠道拓宽，线上比重不断上升，由19年6%提升至23年16%。疫情期间公司积极拥抱电商转型，推出线上独家产品系列，同时在电商平台构建自主直播网络，强化产品力输出。2022年，公司进一步拓展国际市场，发展马来西亚、新加坡等东南亚市场。2024年9月，海澜之家与京东合作，打造线上线下融合的京东奥莱全渠道零售模式，探索新零售业态。

图：海澜之家分渠道营收及同比情况



图：海澜之家分渠道营收占比



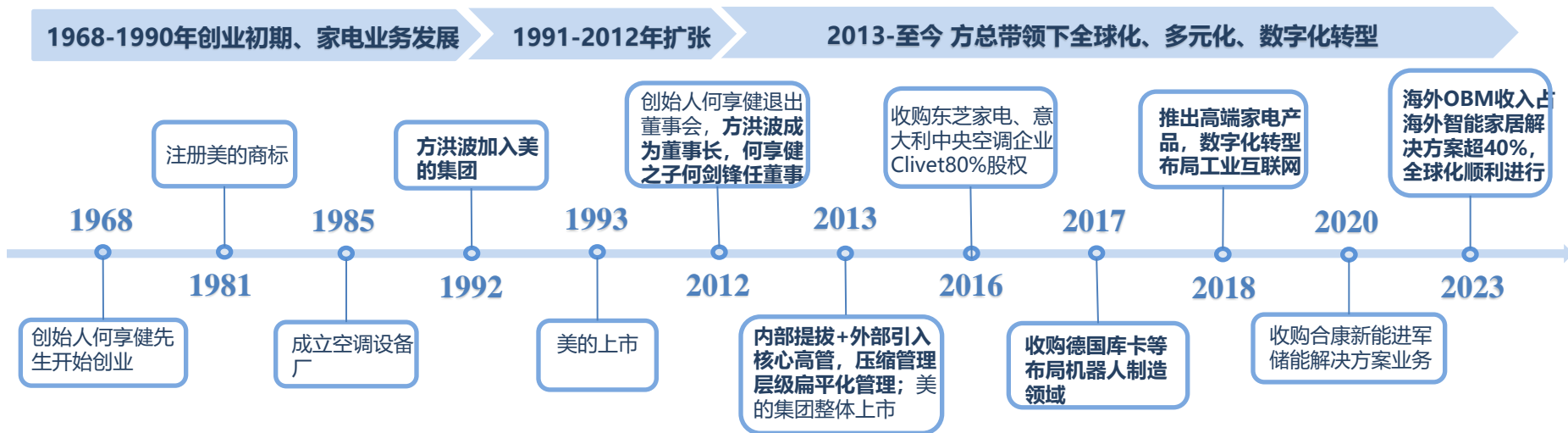
美的集团：内部传承驱动战略转型

2.3 美的集团：内部培养，向全球化、多元化、数字化转型

美的集团作为全球领先的家电企业，实现从何享健创一代的家族管理到所有权和经营权分离的平稳过渡，内部培养逐渐成长为经理人掌舵，是中国家族企业传承典范之一。复盘美的集团二代接班历程，可将其分为三个阶段：

- **创业初期(1968-1990年):奠基与发展。** 1968年公司创始人何享健先生带领23位顺德北滘居民开始创业，1980年抓住改革开放政策机遇进入家电行业，并于1992年上市。
- **内部培养期(1991-2012年):多元化与人才储备基础。** 方洪波于1992年11月开始在美的集团工作，陆续担任空调事业部总经理（期间美的从区域市场走向全国，并初步开拓国际市场）、制冷家电集团CEO（期间拓展冰箱等多元化业务）等职位，展现卓越管理能力和改革魄力，2012年方洪波就任美的集团董事长，创始人何享健之子何剑锋任董事，并未直接接管美的集团的日常运营，2024年并未连任美的的董事。
- **全球化数字化发展期(2013年至今):创新与全球化驱动。** 方洪波主导推动产品技术升级、智能制造、工业机器人等新兴领域布局；通过收购德国库卡机器人、日本东芝白电等推进全球化业务发展；引入智能工厂、数字化供应链和电商渠道，提升运营效率。

图：美的集团代际传承情况复盘



□ 从股价表现看，方洪波接手整体上市后，股价呈现长期稳定增长态势。美的集团通过“四大战略主轴”+“五大业务架构”，在国际化、多元化、数字化等多维度齐头并进，自2012年起美的集团股价累计涨幅超600%。从战略、治理、人才等维度看：

- **经营理念**：方总整体倾向变革，高度重视创新、效率提升及全球化转型。
- **战略变革**：①推进海外并购整合和市场拓展，设立欧洲、美洲和东南亚研发生产基地，②同时推动智能化工厂和工业互联网建设，核心家电产品不断深化，③布局工业自动化、智能家居等业务增量，并于2020年末全面升级战略主轴和业务架构为四大战略主轴+五大业务架构。
- **管理机制**：实行扁平化管理，大幅削减中间管理层，减少层级冗余；去中心化，推动事业部制改革，各业务单元独立运营自负盈亏；
- **人才团队**：内部提拔集团副总裁袁总、国际业务负责人吴总等，同时引入首席技术官甘总，以及多名来自德国库卡的高管。部分创始高管退居幕后。

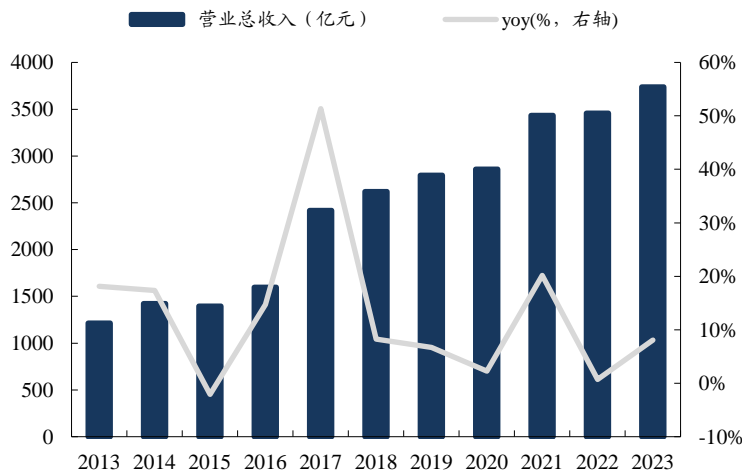
图：美的集团历史股价与PE估值

2012年8月方洪波接任董事长，2013年合并美的电器整体上市

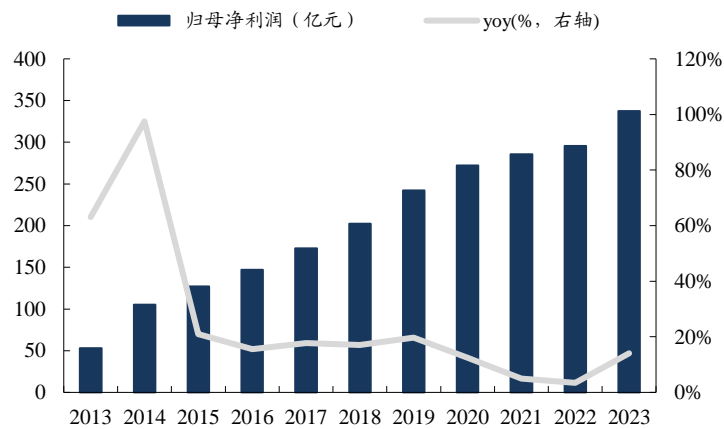


□ **业绩稳健增长，10年来营收/归母净利CAGR达10%/20%**。在接班后的十多年间，美的集团的营收及归母净利润持续增长，从传统家电业务逐步扩展到智能家居、工业机器人、智能制造解决方案等领域。在智能家居、国际化等战略推动下，2013-2023年美的集团营收/归母净利CAGR分别达10%/20%。

图：美的集团历年营业总收入及增速

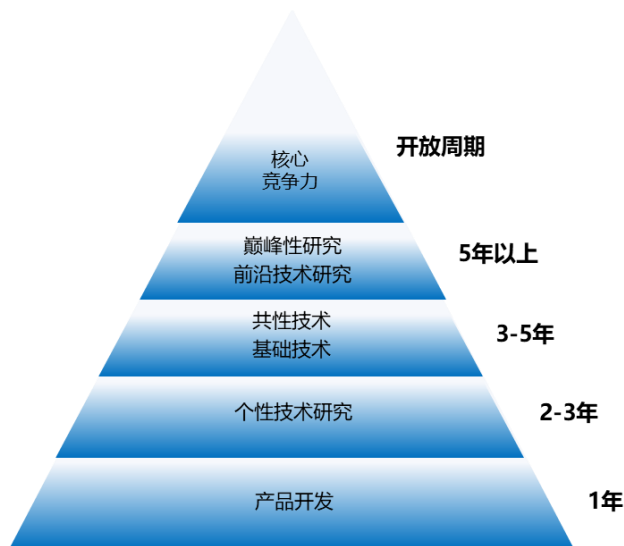


图：美的集团历年归母净利润及增速

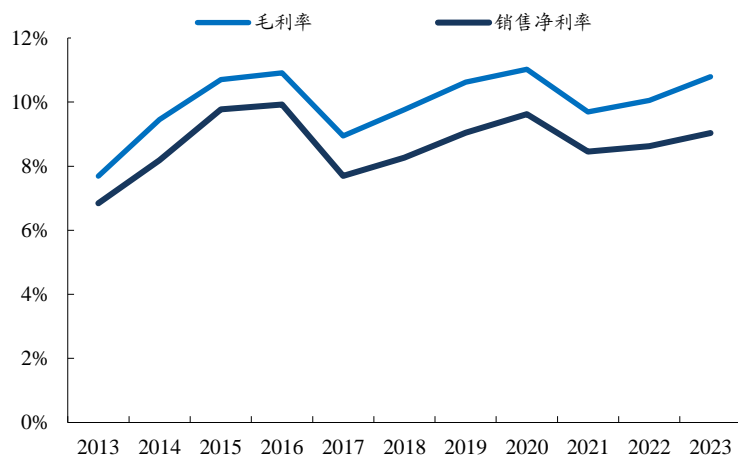


- **产品结构升级，供应链及费控管理能力优秀，盈利能力趋势向上。**美的集团盈利能力受原材料价格、供应链波动等影响，但长期看公司通过优化供应链提升生产效率，研发布局前沿技术，产品结构上持续创新升级，毛利率呈现出长期稳定增长趋势，同时费用精细管理程度较好，净利率同步上行。

图：美的集团全球创新研发体系



图：美的集团历年毛利率与净利率



L'ORÉAL
PARIS

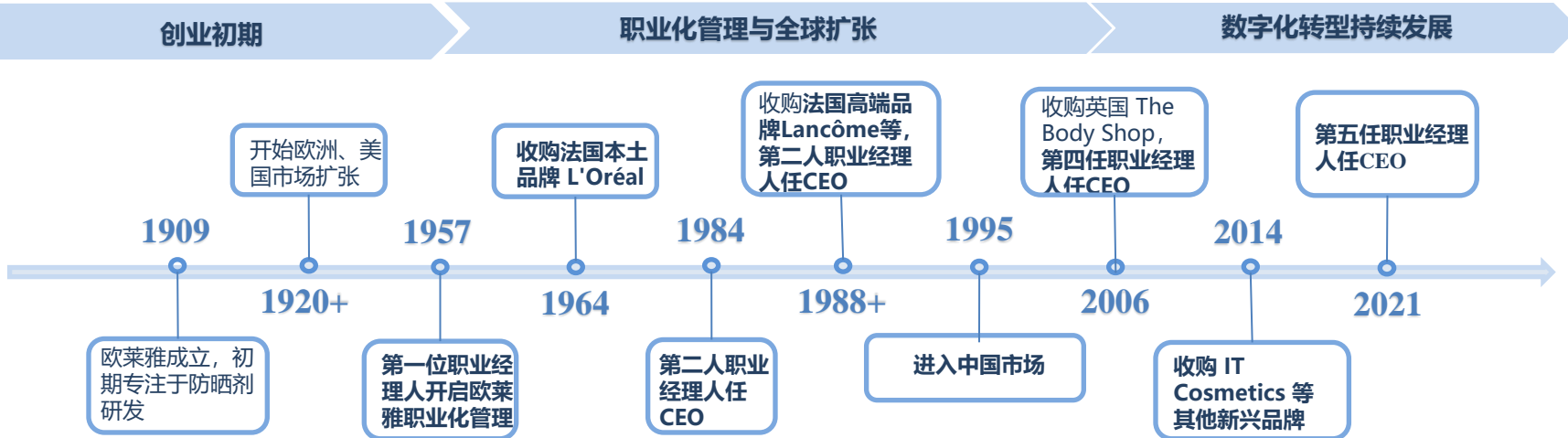
**欧莱雅：
全球美妆帝国的职业化传承之路**

2.4 欧莱雅：全球美妆帝国的职业化传承之路

□ 欧莱雅至今经历过五代CEO传承，均为职业经理人。在职业经理人制度下，经营平稳过渡，多名职业经理人带领欧莱雅成为全球美妆龙头，成就全球美妆帝国。

- **创业初期(1909年 - 1957年, CEO: 欧仁·舒勒)**：1909年欧仁·舒勒创立欧莱雅，初期只是一个小实验室，主要聚焦法国市场，逐步扩展至欧洲其他国家。
- **职业化管理与全球扩张 (1958年 - 2005年, CEO: 弗朗索瓦·达勒等)**：期间欧莱雅由家族控制转向职业化管理，全球化扩张成为核心战略，重点拓展美国和亚洲市场，开始进行品牌收购（如 Lancôme等），补充高端品牌。
- **数字化转型持续发展 (2006年 - 至今, CEO: 让·保罗·安巩等)**：开始注重线上运营，并深化数字化转型，继续收购多个创新型品牌。

图：欧莱雅代际传承情况复盘



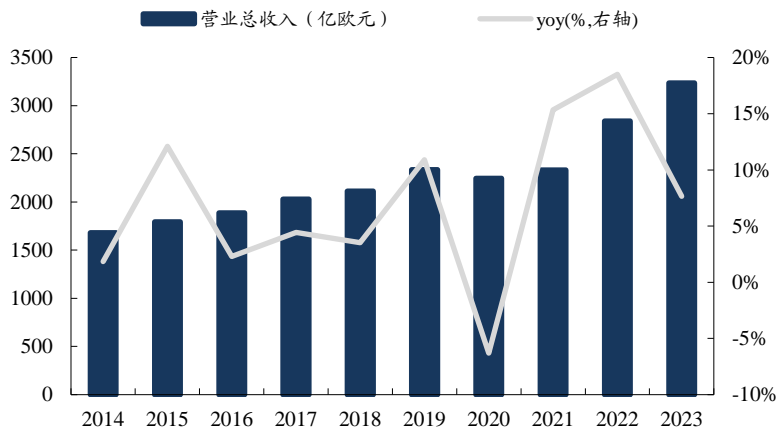
- 我们复盘最近两任职业经理人接任后股价表现，稳健经营下股价持续走高。
- **Paul Agon为数字化改革者。**2011年Paul Agon接任欧莱雅CEO，期间大力发展电商，并继续推动欧莱雅在亚洲（尤其是中国和印度）和拉美市场发展。股价表现从2006年的约100欧元上涨至2020年突破300欧元。
- **叶鸿慕相对较为保守，继续推动数字化和可持续发展。**2021年叶鸿慕接任进一步强化数字化转型，加强线上平台销售。期间随着全球经济逐步复苏及需求回暖，欧莱雅的股价继续上涨，创股价历史新高。

图：欧莱雅股价复盘（单位：欧元）

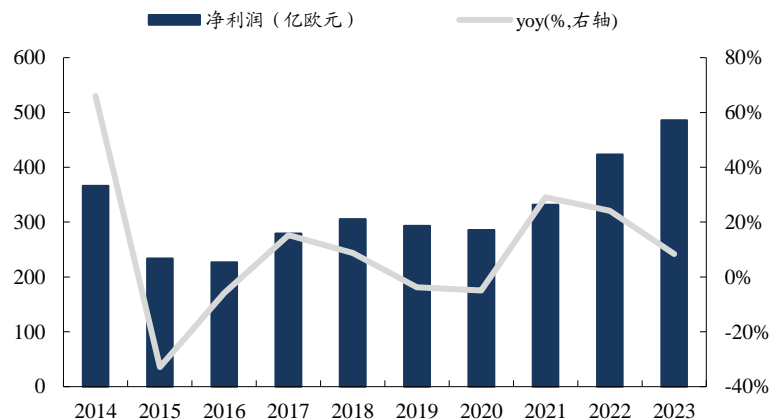


□ **正确经营策略下，欧莱雅业绩稳健增长。** 受益于全球化布局、数字化转型以及高端品牌强劲表现，2013-2023财年欧莱雅业绩稳健增长，营收/净利润CAGR分别约6%/9%。同时欧莱雅加强了在奢侈品和高端美容领域的布局，收购了如IT Cosmetics、ModiFace等创新品牌，同时持续进行数字化转型，投资虚拟试妆技术等。

图：欧莱雅2014-2023财年营业总收入及增速



图：欧莱雅2014-2023财年净利润及增速



- **加速品牌多元化，实现快速成长。** 通过多个职业经理人不断努力，欧莱雅的品牌矩阵覆盖从高端奢侈品牌到大众消费品牌的广泛产品线，高档化妆品部专注于奢华护肤、彩妆和香水；大众化妆品部，提供性价比较高的高质量护肤、彩妆及染发产品；专业品牌主要集中在发型、美容院产品以及皮肤科医美产品；同时通过收购或自主研发推出了多款医药及皮肤护理产品，服务于敏感肌肤或有专业护肤需求的群体。
- **全球化布局成效显著，助推公司稳健成长。** 截至FY23 欧莱雅海外营收占比已接近70%，尤其是在新兴市场和发展中国家贡献较大业绩增量。

图：欧莱雅品牌矩阵丰富





**安踏体育：
职业经理人主导，二代接班进行时**

2.5 安踏体育：职业经理人主导，二代接班进行时

□ 安踏从运动鞋起家，逐步发展为国内龙头运动鞋服品牌，并通过外延并购不断丰富品牌矩阵。从股权结构看安踏体育为家族控股，由丁世忠和丁世家先生及其两者家庭成员控制。管理体系上目前职业经理人经营为主，职业经理人赖世贤与吴永华先生担任联席 CEO，其中吴总分管 Fila 品牌、赖总分管安踏以及其他品牌，职业经理人郑捷先生担任亚玛芬 CEO，二代接班人不断成长：

- 2017年创始人丁世家先生之子丁思榕正式负责可隆品牌，负责华东零售大区，目前任可隆品牌负责人。疫情期间捕捉精致露的热潮，可隆快速增长，同时树立可隆“小众、专业、都市”精准品牌定位，奠定健康高增基础。
- 2017年，创始人丁世忠先生之子丁少翔先生正式接手迪桑特品牌管理，目前任迪桑特副总裁，不断发力迪桑特高端运动品牌定位、市场推广和零售渠道拓展，同时通过与国际赛事合作，进一步提升迪桑特品牌影响力。

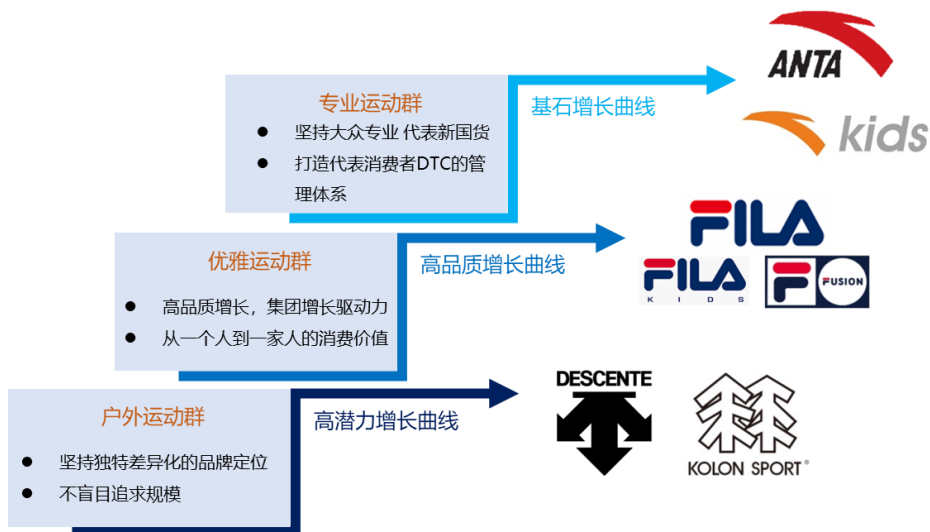
图：安踏体育多品牌战略



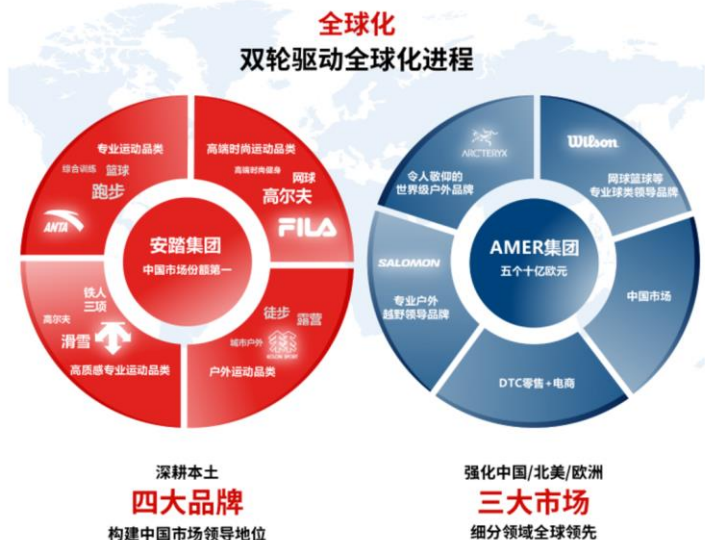
2.5 安踏体育：职业经理人主导，二代接班进行时

- **平台式管理架构赋能效率提升，充分发挥各品牌之间的协同功能。**自2021年进入“单聚焦、多品牌、全球化”发展阶段后，管理架构赋能效率提升，由事业部管理变为平台式管理架构，成立专业运动品牌群+时尚运动品牌群+户外运动品牌群矩阵，即以主品牌安踏为核心的“大众、专业、新国货”的基石增长曲线，以 Fila 优雅运动为核心的高品质高增长曲线，以 Descente 等国际户外品牌为核心的高潜力增长曲线。
- **逐步开拓国际市场，深度参与全球运动市场竞争。**2019年在收购 Amer 后，安踏针对其发展提出“5个10亿欧元”的计划，即力争2024年 Arc'teryx 始祖鸟、Wilson 威尔森、Salomon 萨罗蒙、中国市场、DTC 渠道分别实现10亿欧元的销售额。

图：安踏体育平台式管理架构



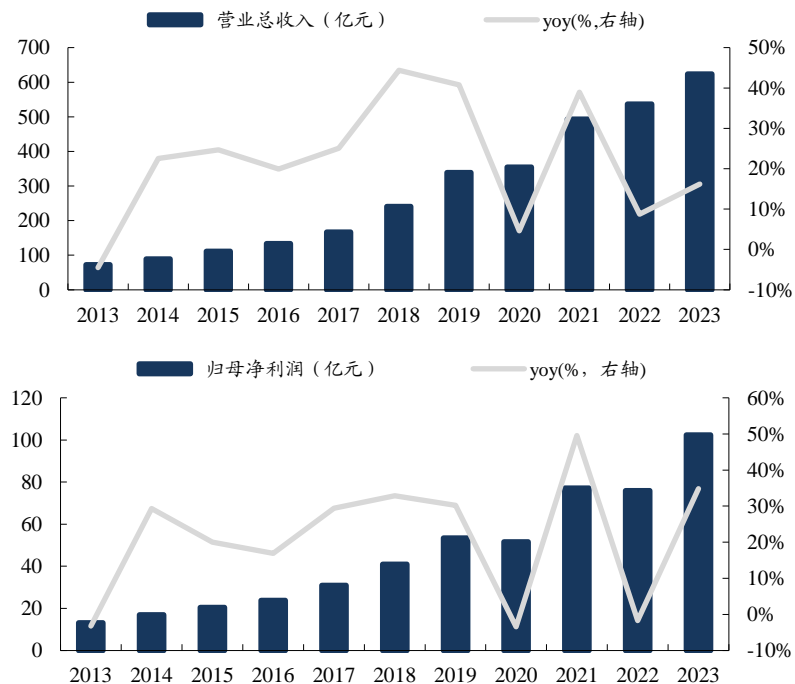
图：安踏体育全球化进程



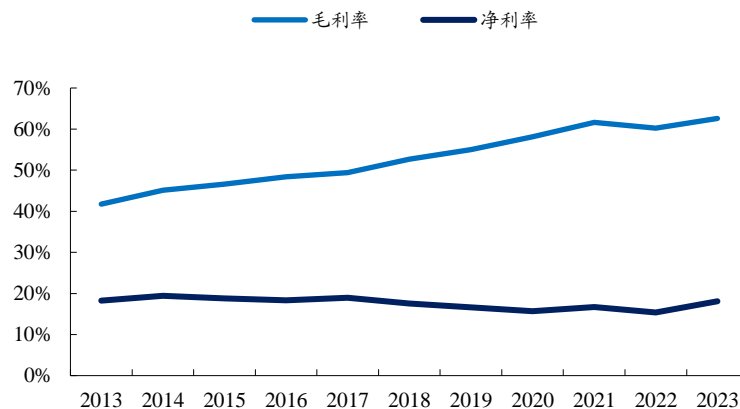
2.5 安踏体育：职业经理人主导，二代接班进行时

- **职业经理人经验丰富，提升经营效率及稳定性，持续推动多元品牌布局。** 2018-2023年业绩实现大幅提升，并保持稳定增长，期间营收/净利润CAGR达21%/20%，保持较快增长，2023年营收/净利分别为624/102亿元。
- **毛利率、净利率保持稳定。** 自2021年以来，毛利润维持60%以上，且有进一步增长趋势，凸显DTC转型及多品牌战略下公司盈利能力提升。随着公司全球化战略推进，盈利能力有望进一步提升。

图：安踏历年营业总收入、净利润及增速



图：安踏历年毛利率与净利率





ESTÉE LAUDER

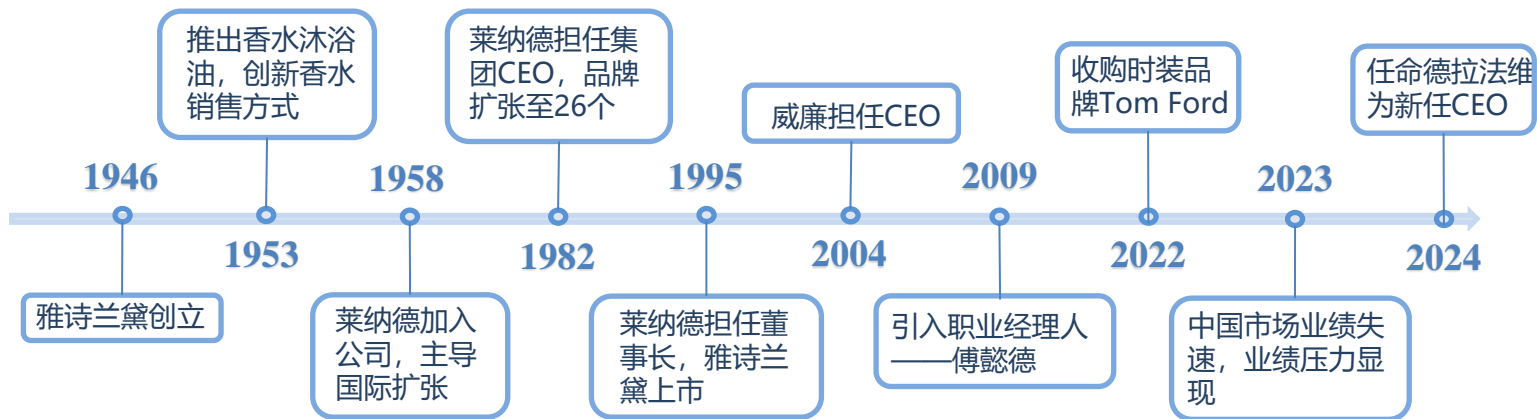
雅诗兰黛：传承78年，迎代际更替 与市场变革的双重考验

2.6 雅诗兰黛：传承78年，迎代际更替与市场变革的双重考验

□ 雅诗兰黛从四款原创产品起步，逐步成为多品牌、国际化公司，其发展经历四代领导人：

- **一代初创期(1946-1981年)**:公司创立于1946年，雅诗·兰黛夫人从四款原创产品起步。1953年，她推出了Youth-Dew，一款兼作香水的沐浴油。这一创新改变了香水的销售方式，使雅诗兰黛公司迅速崛起。
- **全球化、多元化发展 (1982年 - 1999年)**。1958年，莱纳德加入公司，推行多品牌战略和国际化市场发展，1982年，雅诗兰黛的品牌数扩张到26个。1999年，莱纳德担任集团董事长，成功推动雅诗兰黛正式上市，并通过双重股权结构，使家族一直控制着超过85%的投票权。
- **数字化转型与创新扩展期 (2004年 - 2023年)** 2004年，威廉继任公司CEO。2009年，威廉开创性引入了第一个真正意义上的职业经理人--傅懿德。进一步推动了公司的国际化和品牌多元化发展。
- **现代化挑战与战略调整期 (2024年 - 至今)**。傅懿德预计将于2025年6月正式卸任，德拉法维将成为雅诗兰黛集团新任CEO，由于竞争加剧、渠道产品调整滞后等因素，雅诗兰黛中国区营收2023年下滑29%，平稳交接和变革调整成为雅诗兰黛主要的考验。

图：雅诗兰黛代际接班复盘



2.6 雅诗兰黛：传承78年，迎代际更替与市场变革的双重考验

- **全球化、多品牌、数字化战略下傅懿德接任前期股价稳步提升。**傅懿德接任后的最初几年，在全球化战略+多品牌战略+数字化与电商布局下，雅诗兰黛的股价大致呈现上涨趋势，在2009年傅懿德接任时的大约45美元左右，2020年初最高达到200美元以上。
- **2022年以来先后受疫情、中国区销售下滑等影响，股价大幅回撤。**2023年，雅诗兰黛股价经历了一定波动，整体维持在250美元 - 300美元区间。2024年，股价开始显示出一定的下滑趋势，反映出中国市场的销售放缓和全球经济不确定性对其业绩的影响

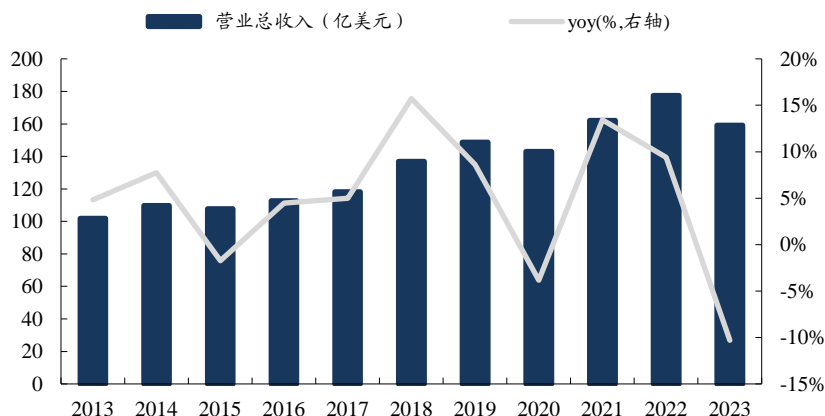
图：雅诗兰黛历史股价（单位：美元）



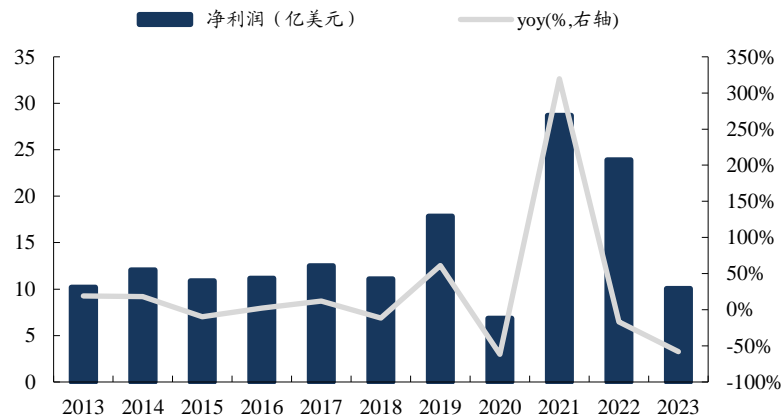
2.6 雅诗兰黛：传承78年，迎代际更替与市场变革的双重考验

- **2013-2022财年业绩稳步增长。** FY2013-2022营收/GAAP净利CAGR为6%/10%，保持较快增长，利润提升明显，主要系雅诗兰黛在亚太地区，尤其是中国市场表现强劲，中国市场的中产阶级崛起和消费升级推动了雅诗兰黛护肤品、彩妆等品类的强劲增长，同时通过收购多个高端品牌（如Tom Ford、Too Faced、Le Labo等），扩展高端和年轻市场的布局
- **2022财年后受疫情、高端市场遇冷、中国区营收下滑影响，业绩大幅波动。** FY2022年以来雅诗兰黛业绩大幅波动，主要受疫情和高端护肤品需求放缓的影响。2023年，雅诗兰黛中国区净销售额下降了约29%，且公司预计2024财年仍然面临10%-15%的下滑。

图：雅诗兰黛2013-2023财年营业总收入及增速



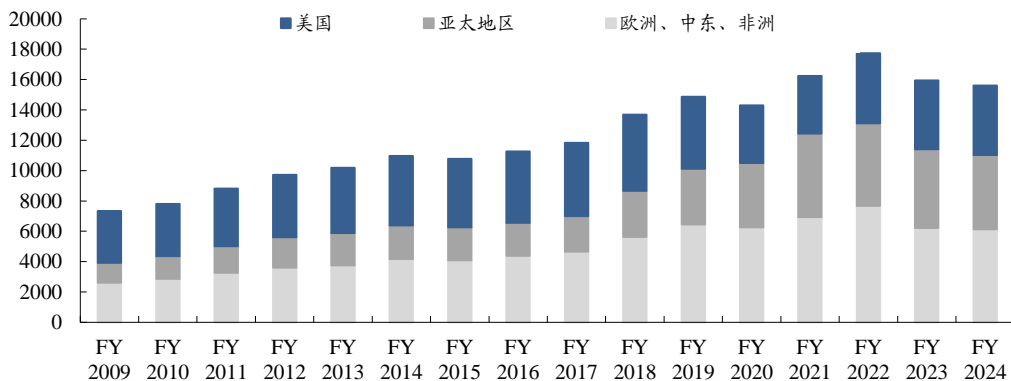
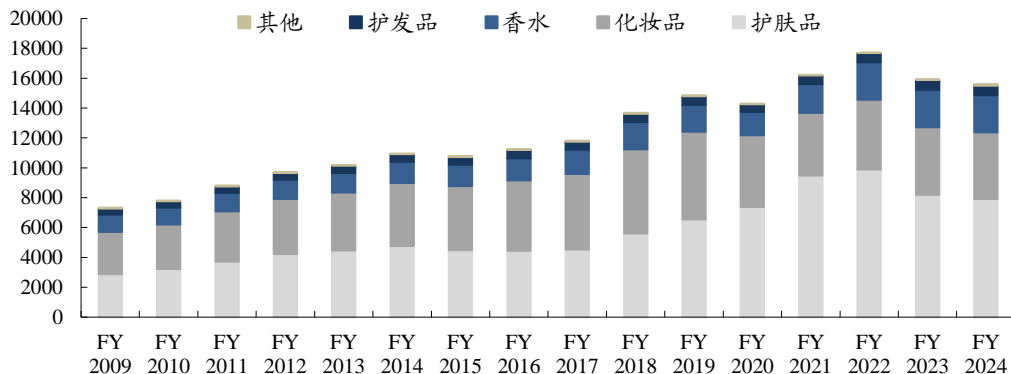
图：雅诗兰黛2013-2023财年净利润及增速



2.6 雅诗兰黛：传承78年，迎代际更替与市场变革的双重考验

□ **护肤品业务及亚太地区曾为增长引擎，目前遇挑战。** 雅诗兰黛集团共有31个品牌，业务覆盖多个领域：护肤、彩妆、香水、护发等。护肤品为雅诗兰黛集团主要产品，护肤品牌占旗下品牌近一半。护肤品营收自2009年稳定增长，占比不断提升，但2022年以来受限于高端定位、渠道等问题出现下滑。海外方面，2009年威廉接任后持续推进全球化战略，并注重发展亚太地区。FY2009-2021亚太地区营收快速增长，CAGR达13%，但2022年以来受中国地区业绩影响，FY2022-2024亚太地区营收CAGR -5%。

图：雅诗兰黛分产品/分地区营收情况



复盘总结和风险提示

- **国内多数家族企业代际传承进入抉择时期。**国内第一批家族企业创始人平均出生年份为1950年代末，经过几十年的风雨搏击，国内的家族企业也迎来了交班时代。截至2021年中国百强家族企业担任董事长或CEO的创始人平均年龄已超60岁，代际传承势在必行。
- **代际传承是一个长期复杂的过程，没有标准答案。**企业传承是一个全面系统工程，只有适配的选择，没有标准答案。我们认为可以简化为【要不要传】-【传给谁】-【传什么】-【如何传】-【传承最终结果】几个维度进行研究。创始人逐渐经历年龄、精力或知识老化的危机，传承的人选包括子承父业&内生培养&外聘经理等多种选择，其中超80%的中美百强家族企业选择子承父业或内部培养，传承的内容包括公司所有权（董事长）以及经营权（CEO），如何传承包括财富、事业和精神等维度，涉及到企业系统同步变革，是个动态长期的过程，业绩表现和股价表现等外部结果也会持续影响传承全阶段。
- **我们关注传承变化的四个维度：能力、战略、治理、人才**，其中个人能力是根基，包括接任意愿、内外部关系网络、企业家精神等，决定企业发展是倾向变革还是稳健；战略是设计图纸，是继任经营理念的具象化，关注如出海、收并购、新业务新渠道拓展等；治理机制是决定权责分配，确保企业运转的稳定性和运营效率，通常关注代际传承后扁平化或去中心化等变化；同时需要核心人才管理团队执行战略。
- **复盘不同接班模式下优秀公司表现，代际传承后公司有望长期健康成长。**根据【子承父业】、【内部培养】、【外聘经理】以及【多种模式混合】（如二代+外聘经理等）四种代际传承方式，我们分别针对性复盘海澜之家、美的集团、欧莱雅、安踏体育及雅诗兰黛，我们发现优秀公司在经历代际传承期间，因为经营理念不同，变革在所难免，但变革后企业核心文化仍在延续，如欧莱雅的“技术创新”和“高品质产品”核心文化、美的集团的创新文化，同时高管变动、新人才引入亦是非常常见的现象，在稳健的制度保障和合理的人才激励制度下，平稳运营过渡能够保持公司健康稳定成长。

- **经济复苏不及预期。**若宏观经济复苏进程低于市场预期，可能导致公司业务增长放缓或营收压力加剧，对整体经营表现造成不利影响。
- **战略变革导致业绩大幅波动。**公司管理层若发生重大变动，可能因战略调整或执行力下降引发业绩波动。
- **代际传承中导致企业人才流失。**若关键人才出现流失或团队稳定性不足，可能对公司核心竞争力和长期发展战略产生不利影响。

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，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。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

资评级基于分析师对报告发布日后6至12个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普500指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证50指数），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来6个月个股涨跌幅相对基准在15%以上；

增持：预期未来6个月个股涨跌幅相对基准介于5%与15%之间；

中性：预期未来6个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与5%之间；

减持：预期未来6个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来6个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来6个月内，行业指数相对强于基准5%以上；

中性：预期未来6个月内，行业指数相对基准-5%与5%；

减持：预期未来6个月内，行业指数相对弱于基准5%以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街5号
邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

东吴证券 财富家园