

美股消费策略：可选的困境与现实

马川琪(证券分析师)
S0350523050001
macq@ghzq.com.cn

丁婧欣(联系人)
S0350124040002
dingjx@ghzq.com.cn

- ◆ **关税动荡叠加移民政策加码，通胀强化背景下美国消费市场承压。**当前美国宏观政策对消费市场的传导效应显著。（1）特朗普政府提出的“关税政策2.0”增强全球贸易不确定性，通过量化分析可见，若贸易成本提升10个百分点，首年将直接推升通胀0.8个百分点。据the budget lab测算，在其他国家不采取报复措施的情况下，若美国对全球进口商品征收10%关税、对中国商品征收60%关税，美国每户家庭每年可支付收入将减少2421美元。（2）特朗普政府的大规模驱逐移民政策打破现有劳动力市场平衡，可能引发食品和住房成本反弹并加剧通胀压力，同时冲击税收收入。上述两项政策通过抬升贸易成本与减少低端劳动力供给，强化美国通胀粘性，对消费市场形成持续性冲击。
- ◆ **亚太奢侈品市场持续疲软，Coach“重奢平替”策略精准承接中产时尚需求。**（1）宏观经济不确定性和奢侈品品牌频繁涨价背景下，全球奢侈品市场面临结构性降温。贝恩公司预计2024年全球个人奢侈品销售额同比下降2%，消费人群较2022年减少约5000万人（年轻消费群体为主），仅占总客户群2%多点的VIC客户的购买量占总购买量的45%，较2021年增长10pct。中国市场奢侈品需求尤其疲软，LVMH、开云集团等奢侈品公司最新财季亚太（除日本）营收占比均出现显著下降。（2）Tapestry旗下Coach品牌年轻化转型抓住新兴消费人群，其FY2025Q3北美新增的120万客户中约三分之二为Z世代/千禧一代；“轻奢价位+潮流设计”精准承接部分中产消费降级后的时尚需求，FY2025Q3 Coach单品牌销售额同比+15%至12.94亿美元。同时，Coach通过控折扣及增加时尚曝光等方式带动品牌调性提升，盈利能力亦随之增强，FY2025Q3集团毛利率76.1%，较上年同期+1.4pct。
- ◆ **“专业性能+圈层文化”带动小众品牌蚕食市场份额，关税壁垒抬高挤压盈利空间。**（1）NIKE新任CEO提出的“Win Now”战略与公司现状及年轻一代消费者价值观相悖，且考虑到产品研发周期及新兴品牌在批发渠道的市占率侵蚀，业绩修复仍需时间。复古潮流推动下Adidas及Asics营收实现阶段性高增，但2024Q3后社交平台热度显著衰减，呈现典型潮品生命周期特征。（2）小众品牌凭借“专业性能+圈层文化”双轮驱动，精准切入垂直客群，满足中产身份认同需求，持续蚕食巨头市场份额。据Euromonitor数据，2024E ON在美国运动鞋服市场份额同比增加0.3pct至1.7%，HOKA市场份额同比增加0.2pct至1.2%。（3）运动鞋服零售商产能多分布于东南亚及中国地区，关税壁垒抬高将挤压其盈利空间，需密切关注关税政策后续进展。
- ◆ **通胀压力下Costco会员经济模式凸显韧性，价值观驱动客流迁移。**（1）在供应链成本攀升与消费降级双重影响下，Costco依托“低价精选+会员费核心盈利”的商业模式（FY2025Q2会员费占净利润66.7%），通过远低于行业的商品加价率构筑护城河。2024年9月会员费上调后，FY2025Q2付费会员数逆势同比增长6.8%，全球续费率维持90%以上，印证其对抗通胀的独特优势。（2）在众多零售商纷纷取消DEI（多元化、公平、包容）背景下，Costco坚持DEI战略强化品牌认同感，推动部分Target等传统零售商客群向其迁移（据Placer.ai数据，Target 3月10日当周客流量同比-7.1%，Costco同比+7.0%），FY2025Q2 Costco美国门店客流同比+5.6%。
- ◆ **风险提示：**宏观环境风险；行业竞争风险；消费者偏好风险；供应链风险；市场开拓及推广风险；重点关注公司业绩不达预期风险；汇率风险；贸易政策风险；测算偏差。

宏观

特朗普关税政策2.0：“美国优先”为核心，全球贸易秩序面临不确定性

日期	内容
1月20日	《关于“美国优先”贸易政策的总统备忘录》 美国总统特朗普发布《关于“美国优先”贸易政策的总统备忘录》，并要求财政部、商务部和美国贸易代表于2025年4月1日就备忘录中规定的议题向其汇报。
2月1日	对加拿大、墨西哥和中国的关税政策 美国总统特朗普签署行政令，自2月4日起对加拿大和墨西哥进口商品征收25%关税，对中国进口商品征收10%关税，以应对芬太尼危机和非法移民进入美国的“国家紧急状态”。
2月1日	加拿大反制 加拿大总理特鲁多宣布将对价值1550亿加元的美国输加产品加征25%的关税，以应对美国对加拿大产品加征关税。首批报复性关税将于2月4日起征收，涵盖价值300亿加元的美国产品。在此21天后，加方将对价值1250亿加元的美国产品征收报复性关税。
2月3日	对墨西哥和加拿大的关税暂缓 美国总统特朗普宣布对加拿大和墨西哥的加征关税措施暂缓30天实施，并继续进行谈判。根据这一决定，相关加征关税措施将于3月4日生效。
2月4日	对华关税生效，终止中国低值包裹免税待遇 美国总统特朗普针对中国进口商品加征额外10%关税正式生效，与此同时，取消了针对进口包裹免征关税的“小额豁免”（de minimis）条款。
2月4日	中国首次进行关税反制 国务院关税税则委员会发布公告，自2025年2月10日起，对原产于美国的部分进口商品加征关税：对煤炭、液化天然气加征15%关税，对原油、农业机械、大排量汽车、皮卡加征10%关税。
2月5日	恢复中国低值包裹免税待遇 美国总统特朗普签署行政令，美国恢复针对中国小包裹（价值低于800美元）的“最低限度”免税门槛，直到“建立足够的系统来全面、迅速地处理和收取关税收入”。
2月10日	对进口钢铝征收25%关税 美国总统特朗普签署两份公告，恢复对所有国家/经济体的进口钢铁征收25%关税，并提高进口铝材的关税至25%（除非另有指明），由2025年3月12日起生效。
2月13日	《对等贸易与关税备忘录》 美国政府发布《对等贸易与关税备忘录》，宣布将对贸易伙伴征收对等关税（reciprocal tariff）。
3月3日	美方将中国输美商品额外关税上调至20% 美国以“芬太尼问题”为由，将中国输美商品的额外关税从10%上调至20%，部分商品综合税率超40%。
3月4日	中国上调部分美国进口食品关税 中国宣布自2025年3月10日起对原产于美国的部分进口商品加征关税。其中，对鸡肉、小麦、玉米、棉花加征15%关税；对高粱、大豆、猪肉、牛肉、水产品、水果、蔬菜、乳制品加征10%关税。
3月12日	美国对所有进口钢铁和铝征收25%关税 特朗普政府出台的关税措施正式生效，对所有进口至美国的钢铁和铝征收25%关税。
4月2日	特朗普签署“对等关税”行政令，对中国实施34%对等关税 美国总统特朗普在白宫签署两项关于所谓“对等关税”的行政令，对所有贸易伙伴设立10%的“最低基准关税”，并对数十个贸易伙伴征收更高关税。对中国实施34%的对等关税，对欧盟实施的对等关税为20%，对越南实施46%的对等关税。特朗普重申，对外国汽车征收25%的关税将在4月2日午夜生效。特朗普政府当天还宣布，将对所有进口啤酒征收25%的关税，并将啤酒和空铝罐列入征收铝关税的衍生产品清单。

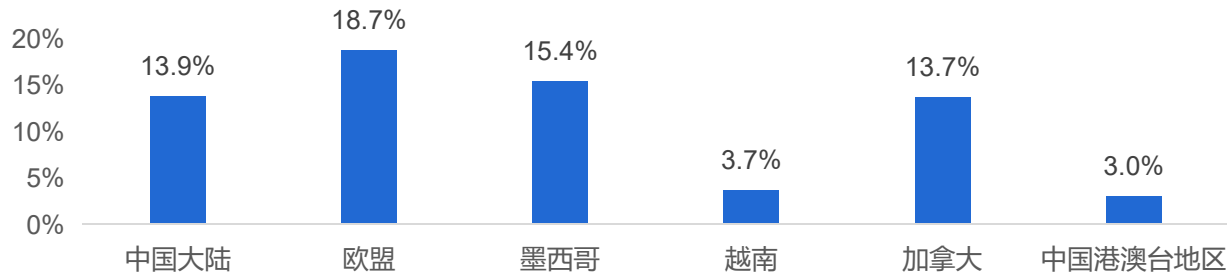
注：上表日期均为2025年，仅罗列部分关税政策。

特朗普关税政策2.0：“美国优先”为核心，全球贸易秩序面临不确定性

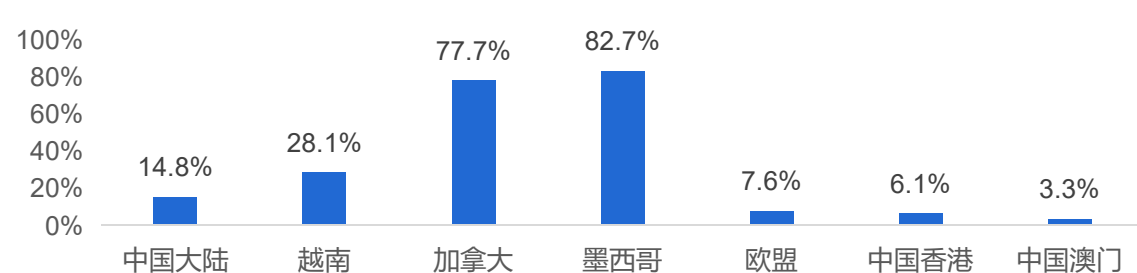
日期	内容
4月4日	中国宣布对美加征34%关税 中国宣布，自2025年4月10日12时01分起，对原产于美国的所有进口商品，在现行适用关税税率基础上加征34%关税。现行保税、减免税政策不变，此次加征的关税不予减免。商务部公告，决定将斯凯迪奥公司等11家实体列入不可靠实体清单，将16家美国实体列入出口管制管控名单。海关总署公告，暂停1家美国涉事企业高粱输华资质，3家美国涉事企业禽肉骨粉输华资质，并暂停2家美国涉事企业禽肉产品输华。
4月8日	美国再次提高对中国的关税，将对药品征收关税 美国将对对中国输美产品加征的34%“对等关税”，进一步提高50%至84%。叠加此前税率，部分商品综合税率飙升至104%。同日，美国总统特朗普发表讲话称，美国将对药品征收关税。
4月9日	中国提高反制措施 国务院关税税则委员会发布调整对原产于美国的进口商品加征关税措施的公告，调整对原产于美国的进口商品加征关税措施，由34%提高至84%。商务部公告，将美国12家美国实体列入出口管制管控名单，禁止向上述12家美国实体出口两用物项；将6家美国实体列入不可靠实体清单。
4月9日	欧盟将对一系列美国产品征收25%关税 欧盟成员国投票通过首轮对美关税反制措施，将对一系列美国产品征收高达25%关税。本轮反制主要针对美方钢铝关税。欧盟反制措施分阶段实施，首轮将于4月15日生效。据了解，首轮反制措施涉及的商品价值约为210亿欧元。
4月10日	东盟承诺不对美采取报复措施 东盟经济部长发表声明称，东盟承诺不对美国关税采取报复性措施。
4月10日	美国总统特朗普宣布90天关税暂停期，对华关税提高至145% 美国总统特朗普宣布，已授权对不采取报复行动的国家实施90天的关税暂缓，但10%的“基础关税”不能少，涉及75个国家。同时，将对中国商品的关税提高至145%（20%“芬太尼税”叠加125%的“对等关税”）。
4月11日	中国提高反制措施 国务院关税税则委员会公告，自4月12日起，调整原产于美国的进口商品加征关税税率，由此前的84%提高至125%。
4月29日	进口汽车将免于再被征收铝和钢的单独关税 美国总统特朗普签署行政令，进口汽车将免于再被征收铝和钢的单独关税，以避免征收重叠关税产生的累积效应。同时允许对进口汽车零部件、在美国组装汽车的汽车生产商进行一定程度的补偿。
5月1日	加拿大和墨西哥制造的汽车零部件将免于25%的关税 美国海关和边境保护局证实，加拿大和墨西哥制造的汽车零部件属于《美加墨协议（USMCA）》的一部分，将免于25%的关税，该关税将于5月3日生效。
5月4日	美国计划对国外制作电影征收100%关税 美国总统特朗普表示，他已授权商务部和美国贸易代表立即启动程序，对所有在国外制作的进入美国的电影征收100%的关税。
5月8日	英美就关税贸易协议条款达成一致 英美就关税贸易协议条款达成一致。美国将对英国制造的汽车关税降至10%，英国汽车制造商将获得10万辆车的出口配额，并享受较低的关税。此外，美英协议下，将把牛肉关税降至“接近零”。
5月12日	中美日内瓦经贸会谈联合声明 中美双方发表联合声明，由5月14日前相互下调关税，中国对美国进口货品将由125%降至10%；美国对中国进口货品将由145%降至30%。由4月2日起的90天内暂缓实施加征关税措施。

注：上表日期均为2025年，仅罗列部分关税政策。

美国主要进口地区分布：2023年美国进口金额各地区占比

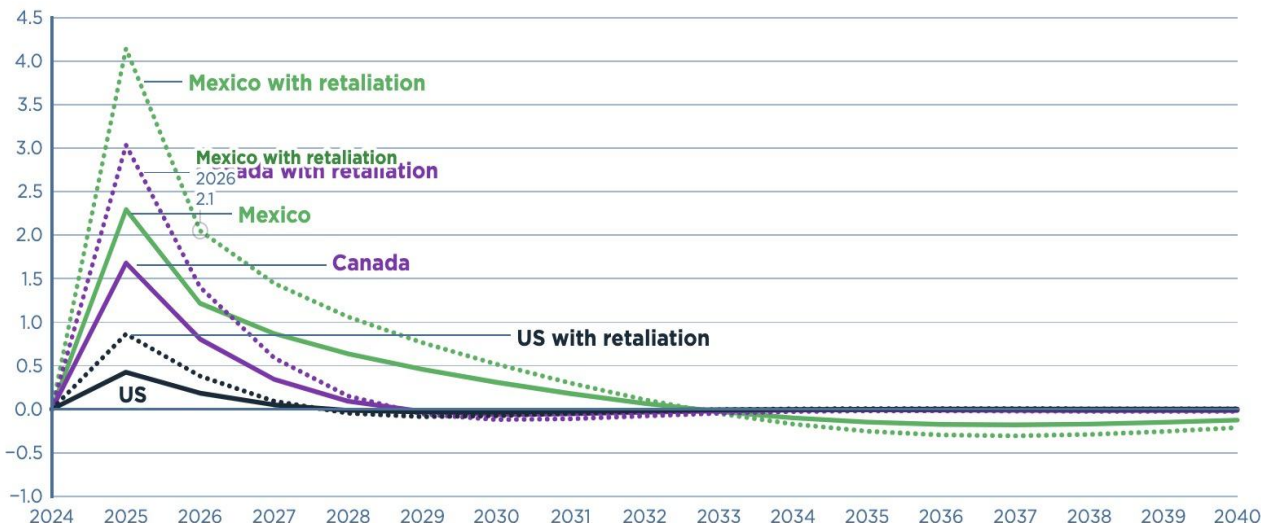


主要地区对美出口依存度：2023年各地区出口金额美国占比



加拿大和墨西哥关税反制措施预计将推高美国、加拿大和墨西哥的通胀率

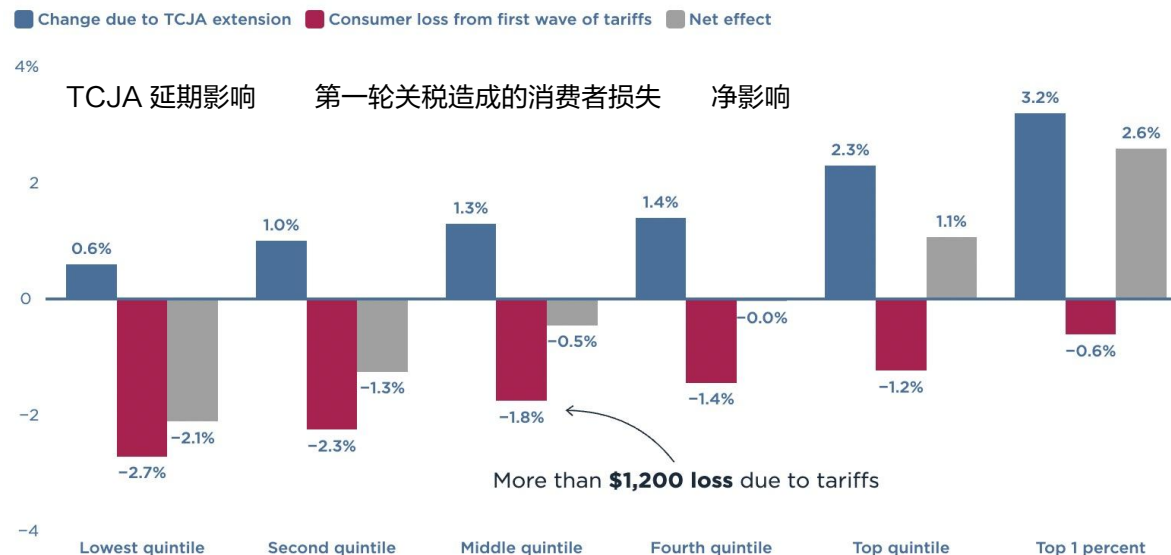
- 美国对加拿大和墨西哥加征关税将直接推高三国物价水平，反制措施将进一步加剧通胀。PIIE预计，2025年，加拿大和墨西哥的通胀率将较基准预测分别高出3至4个百分点；2028年，加拿大的整体物价水平将比基准高出5.2%，墨西哥则高出8.7%。这表明贸易战带来的成本上升，将在较长时期内影响经济运行和居民消费。



注：关税估算考虑美国对加拿大和墨西哥所有进口商品征收25%关税，加拿大和墨西哥同样对美征收25%关税。

特朗普关税政策将使美国普通家庭每年额外支出超1200美元

- 2025年2月1日宣布的特朗普对加拿大、墨西哥和中国的关税及《减税和就业法案》(TCJA)延期对不同收入美国家庭税后收入的影响。整体来看，消费者将承担大部分关税成本，尽管特朗普政府计划延续2017年税改，但中低收入群体仍面临净损失，高收入群体受益。



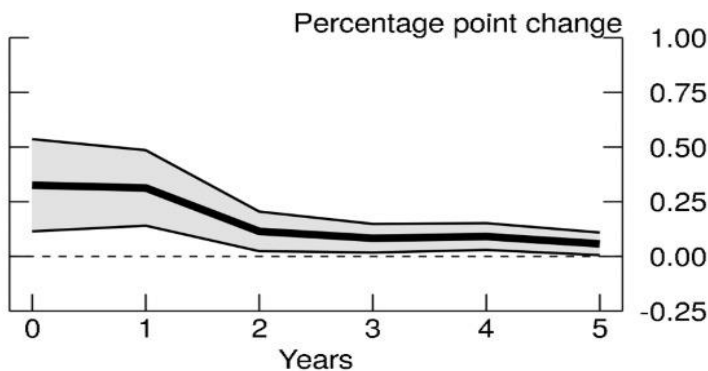
注：关税估算考虑对加拿大和墨西哥大部分商品征收25%关税，对加拿大能源进口征收10%关税，对中国进口商品征收10%增量关税。

关税造成的通胀量化分析：贸易成本+10pct则首年通胀+0.8pct

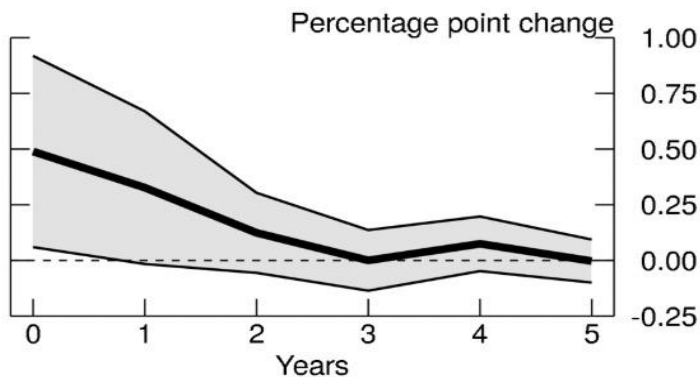
● 据the budget lab测算，在其他国家不采取报复措施的情况下，若美国对全球进口商品征收10%关税、对中国商品征收60%关税，2025-2034年美国可增加2.6万亿美元关税收入，占GDP的0.7%；若其他国家采取报复措施，预计美国关税收入较无报复情况将减少12%-26%。

● 下图为贸易成本增加10pct对CPI的影响。若中间品和最终消费品贸易成本均上升10pct，将导致CPI通胀首年上升0.8个百分点。（实线为平均影响，阴影为70%置信区间）

中间品贸易成本上升10pct，CPI通胀首年增加0.3pct



最终消费品贸易成本上升10pct，CPI通胀首年增加0.5pct



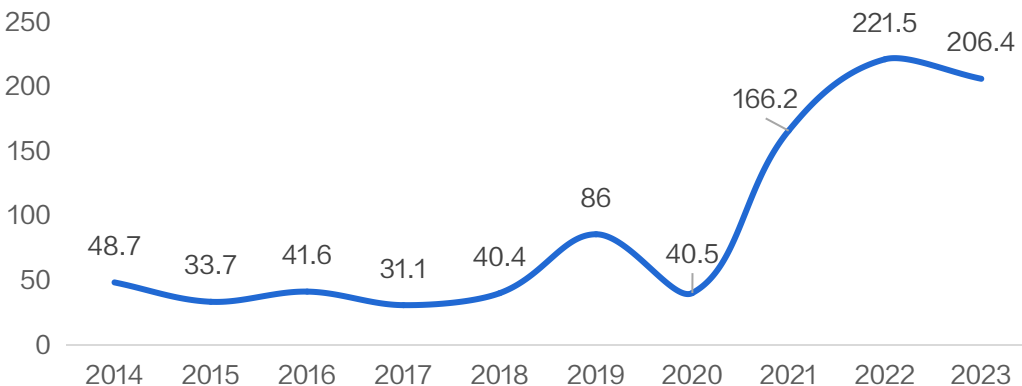
关税政策	传统测算方法***			额外动态效应		
	2025-2034年		个人消费支出价格 (PCE) 变化率 (%) *	均衡状态		实际GDP水平变化 (%)
通过关税政策获得的收入 (十亿美元)	占国内生产总值 (GDP) 百分比*	每户实际可支配收入减少额 (2023\$) *		额外有效关税税率 (PP) **		
所有国家						
全球10%/中国60%						
无反制	2,568	0.7%	1.56%	-2,421	11.41	-0.5%
有反制	2,166	0.6%	1.66%	-2,576	11.35	-0.6%
全球20%/中国60%						
无反制	4,399	1.2%	2.35%	-3,624	21.49	-0.6%
有反制	3,369	1.0%	2.51%	-3,855	21.35	-1.0%
额外对墨西哥征税						
全球10%/中国60%/墨西哥200%						
无反制	2,606	0.7%	4.11%	-6,222	15.98	-1.0%
有反制	2,107	0.6%	4.38%	-6,610	16.60	-1.1%
全球20%/中国60%/墨西哥200%						
无反制	4,347	1.2%	4.77%	-7,175	26.28	-1.2%
有反制	3,206	0.9%	5.08%	-7,620	26.83	-1.4%
自由贸易协定国家豁免						
全球10%/中国60%						
无反制	1,371	0.4%	1.23%	-1,912	6.56	-0.5%
有反制	1,203	0.3%	1.31%	-2,035	6.43	-0.6%
全球20%/中国60%						
无反制	1,990	0.6%	1.69%	-2,620	10.40	-0.7%
有反制	1,661	0.5%	1.80%	-2,787	10.01	-0.8%

注：*替代效应前，**替代效应后，***宽松的传统假设下。

非法移民：拜登任期非法移民数量显著增长，加州为主要聚集地

- 2021-2024年期间，拜登政府放宽移民政策，美国境内非法移民总数出现显著增长，尤其是南部边境非法越境人数激增。据参考消息，截至2025年1月，美国境内非法移民总数约为1100万人。根据美国国土安全部，2022年非美国出生非法移民约43.8%来自墨西哥，南部边境州（如得克萨斯州、加利福尼亚州）为非法移民主要聚集地。

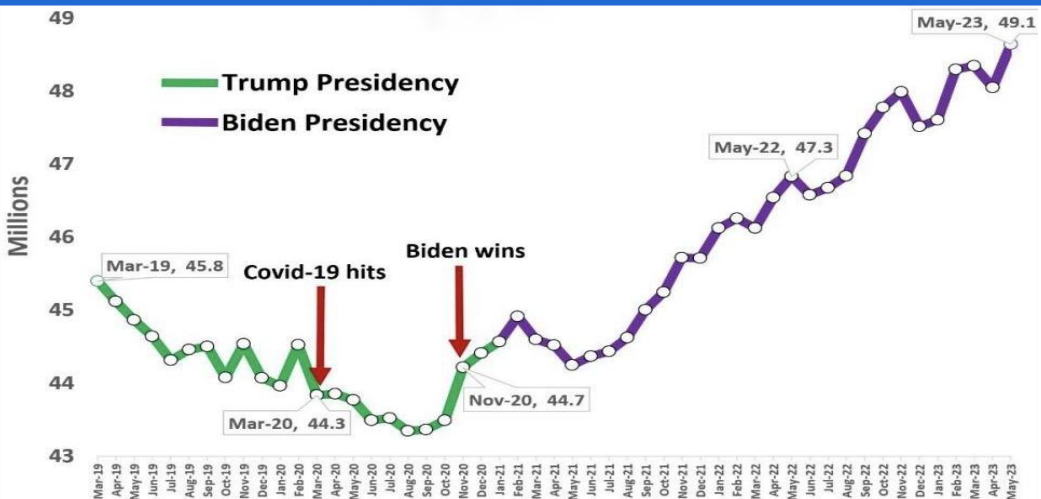
2014-2023美国边境巡逻局记录的逮捕和驱逐事件（万件）：2021-2022年数量激增



按居住州划分的无证移民人口（人）：主要分布在加利福尼亚和得克萨斯，2022年合计占比42.4%

	2018	2019	2020	2022
总计	11,570,000	11,110,000	10,510,000	10,990,000
加利福尼亚	2,640,000	2,620,000	2,410,000	2,600,000
得克萨斯	1,950,000	1,950,000	1,900,000	2,060,000
佛罗里达	680,000	650,000	610,000	590,000
新泽西	460,000	390,000	400,000	490,000
伊利诺伊	460,000	440,000	370,000	420,000
纽约	600,000	510,000	370,000	410,000
北卡罗来纳	360,000	340,000	360,000	360,000
乔治亚	390,000	360,000	360,000	340,000
华盛顿	310,000	330,000	340,000	340,000
亚利桑那	340,000	330,000	340,000	290,000
其他或未知	3,380,000	3,200,000	3,040,000	3,090,000

特朗普和拜登任期非美国出生的人口数量变化：拜登任期非美国出生人口迅速增长



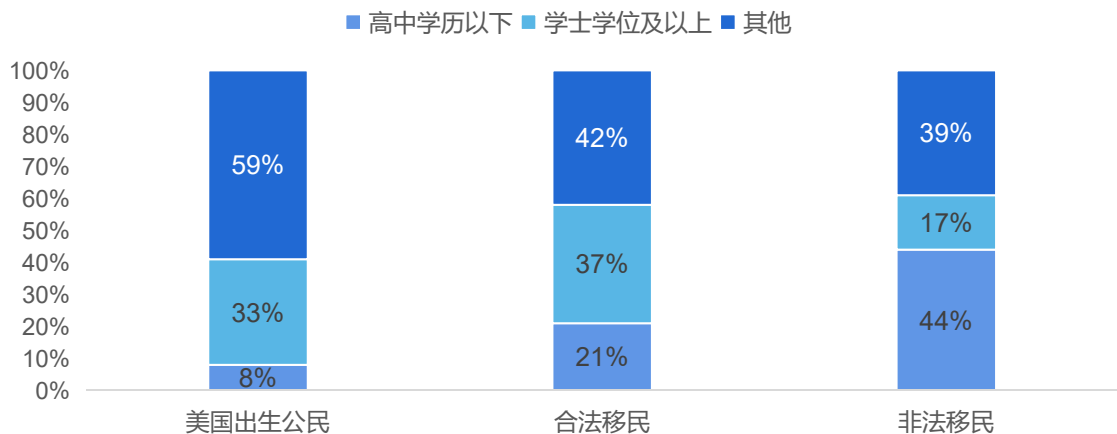
按出生国划分的无证移民人口（人）：主要来自墨西哥，2022年占比43.8%

	2018	2019	2020	2022
总计	11,570,000	11,110,000	10,510,000	10,990,000
墨西哥	5,540,000	5,350,000	4,970,000	4,810,000
危地马拉	620,000	670,000	780,000	750,000
萨尔瓦多	730,000	750,000	750,000	710,000
洪都拉斯	450,000	450,000	550,000	560,000
菲律宾	370,000	360,000	340,000	350,000
委内瑞拉	190,000	220,000	260,000	320,000
哥伦比亚	210,000	190,000	190,000	240,000
巴西	190,000	180,000	190,000	230,000
印度	480,000	390,000	340,000	220,000
中国（包括港澳）	390,000	330,000	270,000	210,000
其他国家	2,400,000	2,220,000	1,870,000	2,600,000

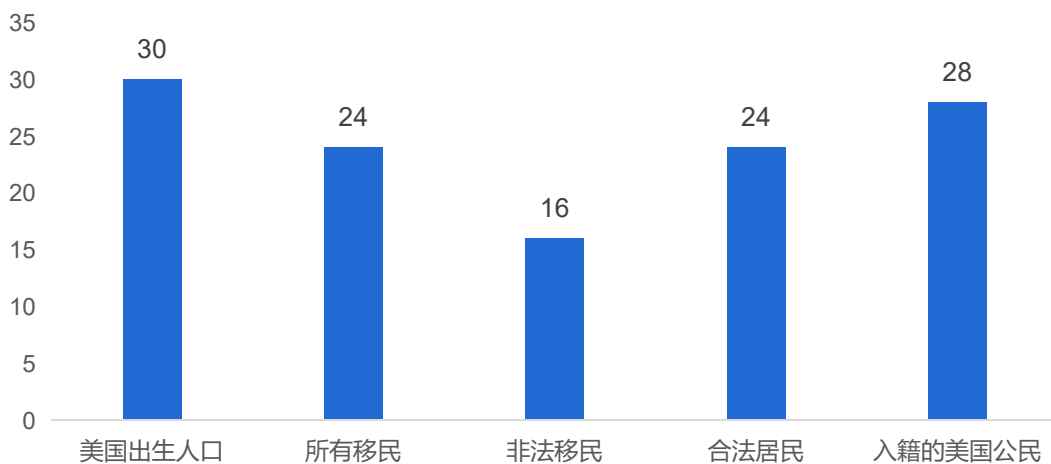
非法移民影响：低技能岗位供大于求，用工成本大幅降低

- 美国非法移民主要集中于劳动密集型及低技能行业。其大规模涌入导致低技能岗位劳动力供给增速显著超过市场需求，抑制相关行业工资增长。由于身份限制，非法移民被迫接受低薪；且企业通过雇佣非法移民规避医疗保险、失业保险等法定福利支出，用工成本大幅降低。

2016年25-64岁美国出生公民、合法移民与非法移民不同学历占比：非法移民教育水平较低



2021年加利福尼亚平均时薪（美元）：非法移民平均时薪约为美国出生公民的53%



非法移民占比最高十大职业：低技能、高劳动强度职业中非法移民占比最高

职业	非法移民占比	合法移民占比	本土工人占比	本土工人数量 (人)	非法移民数量 (人)
抹灰工及灰泥工	31%	27%	42%	14,797	10,832
农产品分级与筛选工	30%	32%	38%	27,593	21,993
石膏板安装工、吊顶安装工及修补工	28%	20%	51%	80,702	44,761
农业工人、动物饲养员	28%	23%	49%	451,512	258,484
服装、纺织及相关材料熨烫工	26%	22%	52%	25,394	12,911
屋顶工	24%	18%	58%	139,662	56,912
缝纫机操作员	22%	30%	48%	97,777	45,908
油漆工、建筑及维修工	21%	21%	59%	378,866	132,961
地毯、地板及瓷砖安装工	21%	19%	60%	104,023	35,565
女佣及清洁工	20%	29%	51%	873,439	351,434
总劳动人口	5%	12%	83%	133,452,383	7,655,428

非法移民人数最多的十大职业：服务工作为主，如女佣及清洁工、厨师等

职业	非法移民人数 (人)	非法移民占比	合法移民占比	本土工人占比	本土工人数量 (人)
女佣及清洁工	351,434	20%	29%	51%	873,439
厨师	336,363	13%	16%	71%	1,840,832
建筑工人	332,258	17%	18%	65%	1,275,355
农业工人、动物饲养员	258,484	28%	23%	49%	451,512
场地维护工	255,066	17%	17%	66%	1,000,518
门卫及建筑清洁工	243,608	9%	18%	73%	2,010,226
司机/销售人员及卡车司机	191,777	5%	12%	83%	3,009,564
收银员	191,306	5%	10%	85%	3,319,122
木匠	178,254	14%	14%	72%	926,980
搬运工、货运工、仓库工	153,790	6%	9%	85%	2,110,123
总劳动人口	7,655,428	5%	12%	83%	133,452,383

注：表格数据基于American Community Survey 五年期（2012-2016）公开文件。

大规模驱逐开始：对美国劳动力市场和税收造成冲击，或加剧通胀

□ 自上任以来，特朗普签署多道行政令，宣布南部边境进入紧急状态，全面制止非法移民入境，宣布将废除非法移民或合法临时居留者在美出生子女的“出生公民权”等。据第一财经（2025/3），美国移民委员会预估，未来四年每年驱逐100万移民，需雇用大约3万名新执法人员，并须将其现有拘留能力提升24倍。

□ 劳动力市场冲击：

● 美国目前已然处于劳动力供应紧张的环境，大规模驱逐非法移民将导致劳动力短缺、工资上涨和通货膨胀，打击经济增长。根据澳大利亚国立大学教授沃里克·麦基宾的研究，从一个经济体中剔除大量工人会导致GDP下降。如有130万人被驱逐，美国GDP将下降1.2%；如果有750万人被驱逐，GDP将下降7.4%。

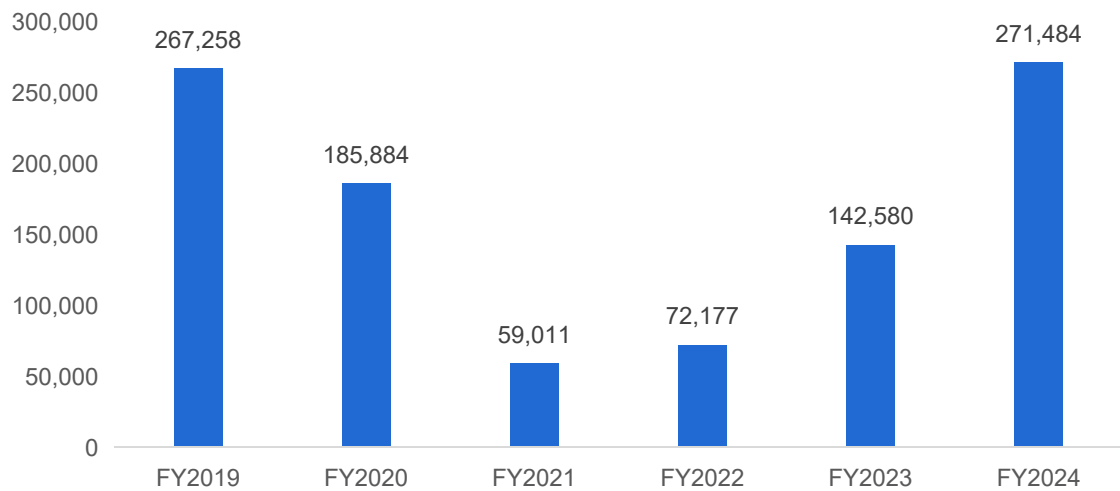
□ 食品和住房成本或因劳动力短缺而上升：

● 据American Community Survey 数据（2012-2016），农业行业中，非法移民占农业工人/动物饲养员的28%，占农产品分级与筛选工的30%；美国农业行业已发出警告称，驱逐计划可能会导致大规模劳动力短缺，导致农场瘫痪并提高食品价格。建筑行业中，非法移民占全美建筑工人的17%，占抹灰工及灰泥工的31%，大规模驱逐非法移民将导致美国建筑成本上涨。

□ 大规模驱逐移民成本高昂：

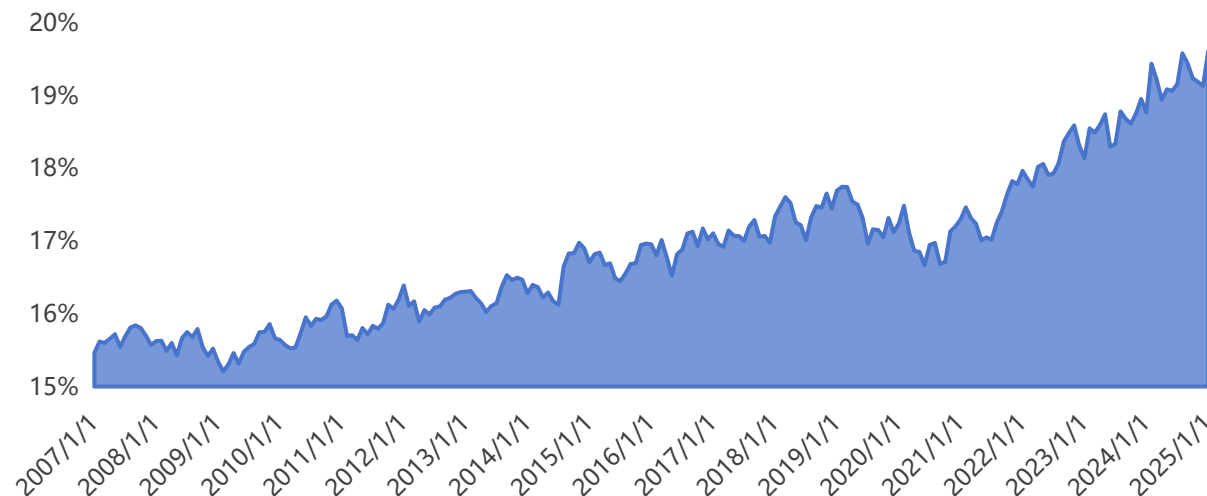
● 大量关押、庭审及遣返非法移民所需成本高昂。据ICE2023年国会作证称，一次遣返航班的平均费用约为每小时17000美元；且需要雇佣大量的执法人员和法官来完善拘留能力和庭审效率。
● 据税收和经济政策研究所的数据，无证移民每年缴纳的联邦、州和地方税接近千亿美元，其中大部分税款归联邦政府所有。因为有工作的非法移民向这些系统付费，但无资格获得任何福利。州和地方政府须负责提供学校教育、医疗保健和其他公共服务，而未能获得相应而充分的税收回报。这就形成了无证移民有利于联邦预算，而往往会给州和地方政府带来压力的局面。因此，驱逐非法移民出境将直接冲击税收收入并增加社会保障和医疗保险系统的支出压力。

ERO遣返人数（人）：FY2024遣返人数同比增长90.4%，创FY2014以来新高



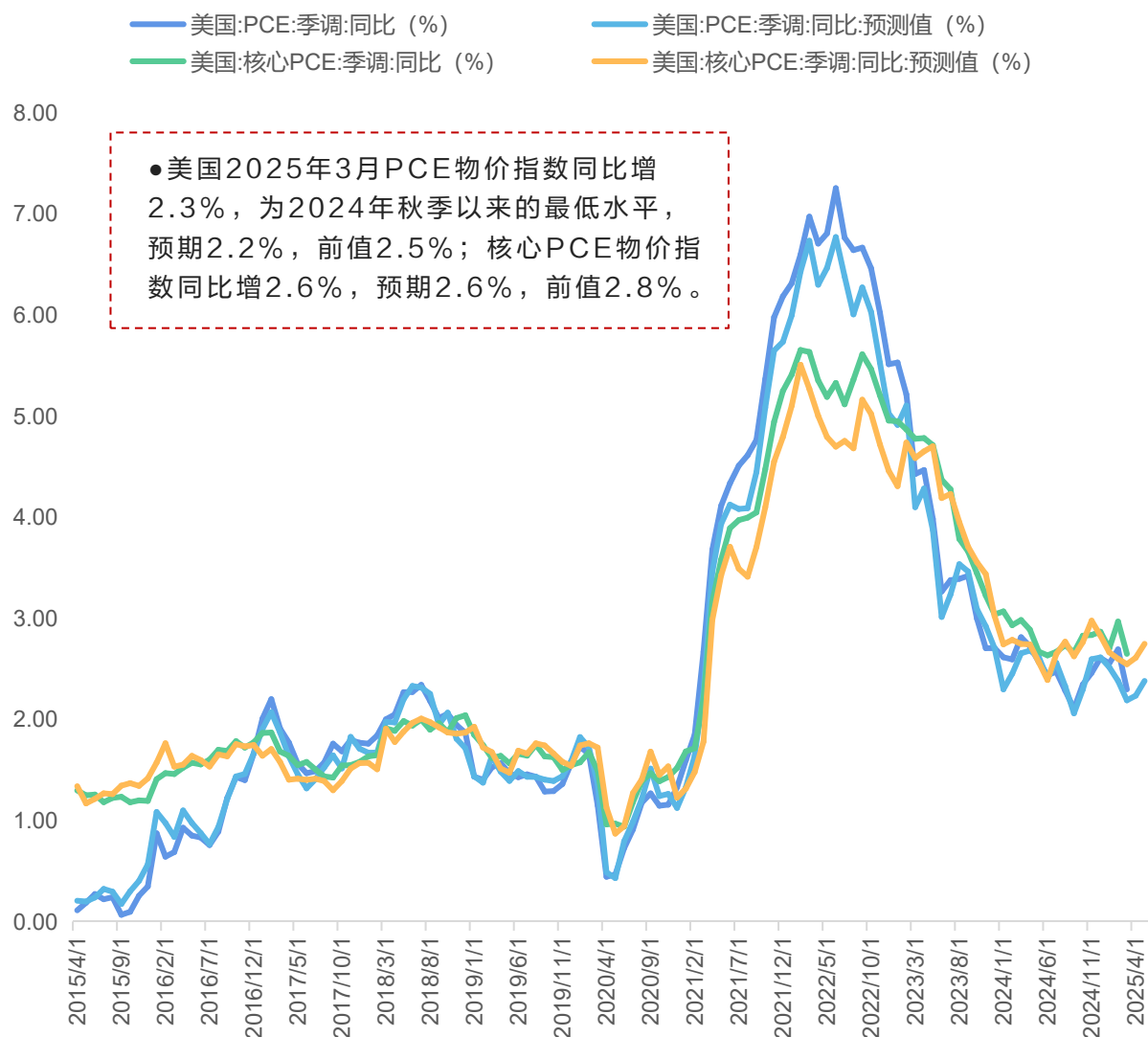
注：ERO（Enforcement and Removal Operations）指美国移民和海关执法局（ICE）负责的移民执法和遣返行动。FY2024 数据截至2024年9月30日。

移民占美国劳动力比重：截至2025/01/01占比为19.61%，大规模驱逐或造成低技能行业劳动力缺口

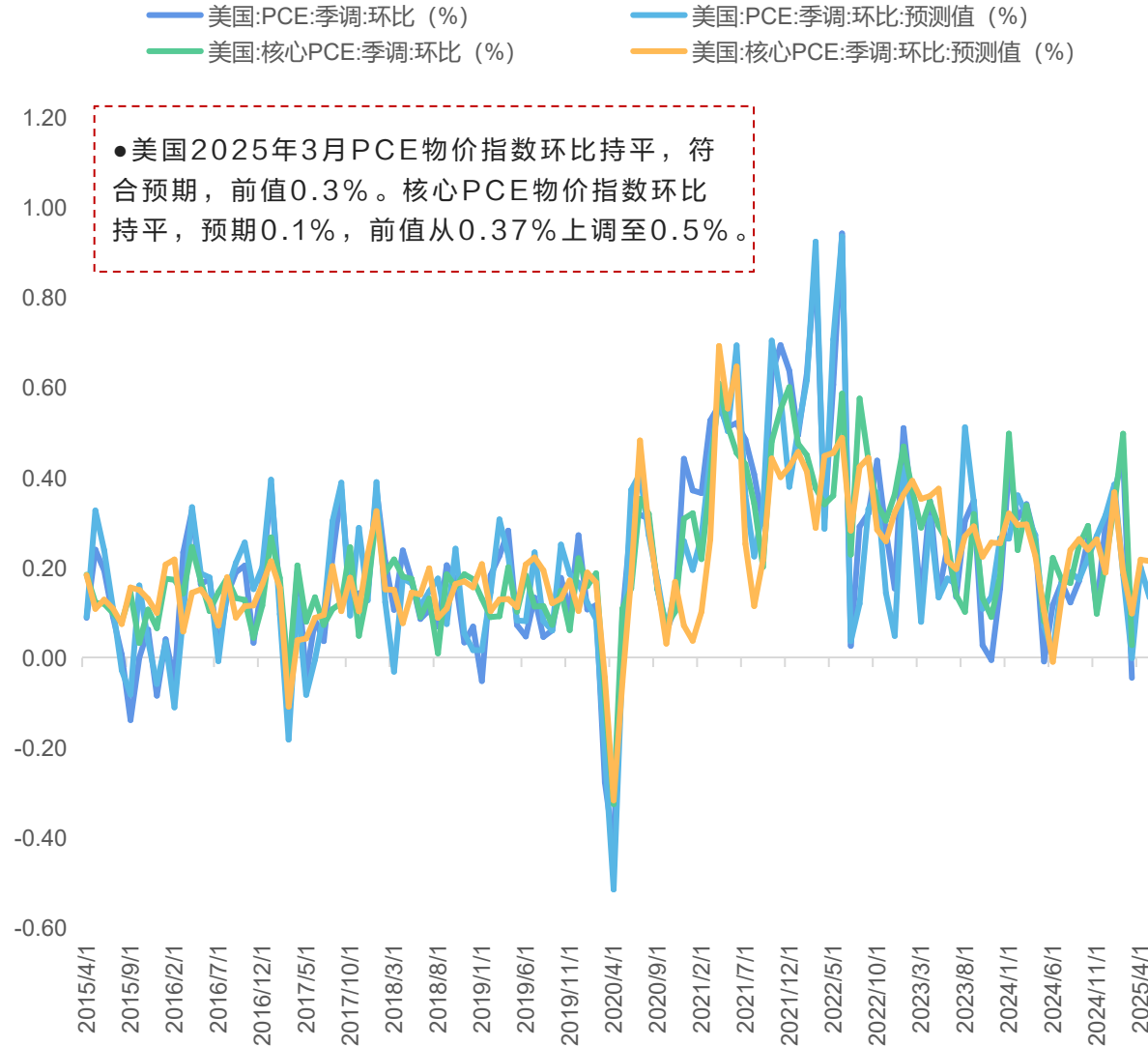


PCE及核心PCE数据：2025年3月核心PCE物价指数同比增2.6%

美国季调月度PCE/核心PCE (同比) 实际值及预测值 (%)



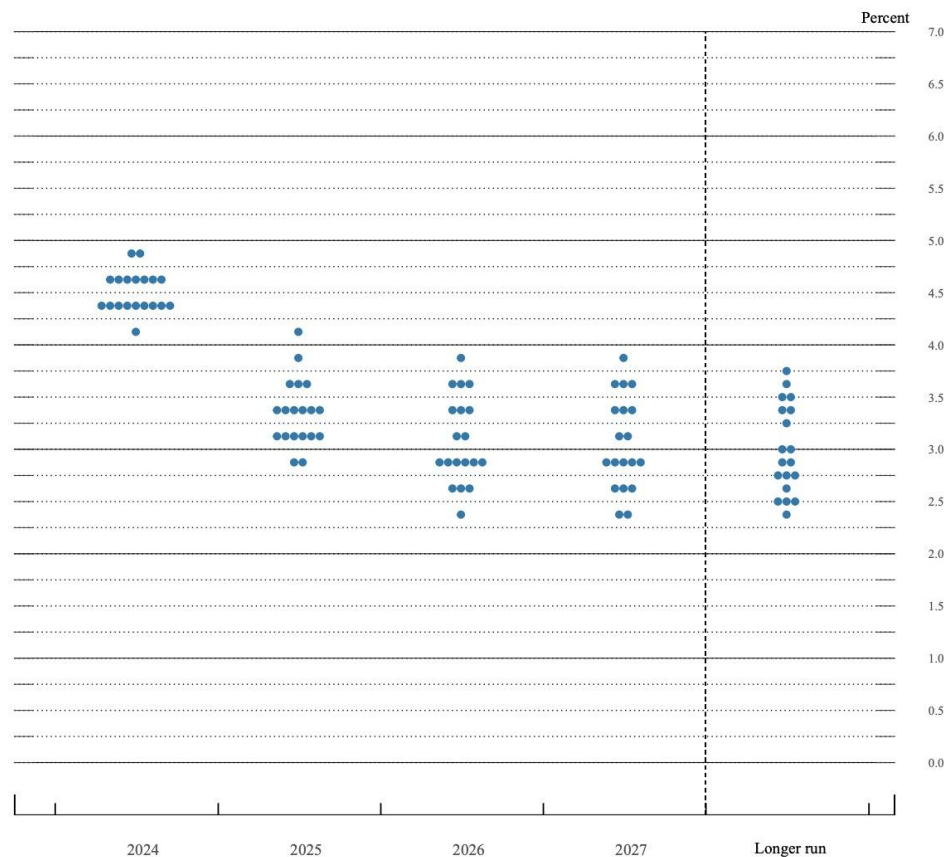
美国季调月度PCE/核心PCE (环比) 实际值及预测值 (%)



2024年9月美联储点阵图：货币政策“再校准”，保持鹰派立场

For release at 2:00 p.m., EDT, September 18, 2024

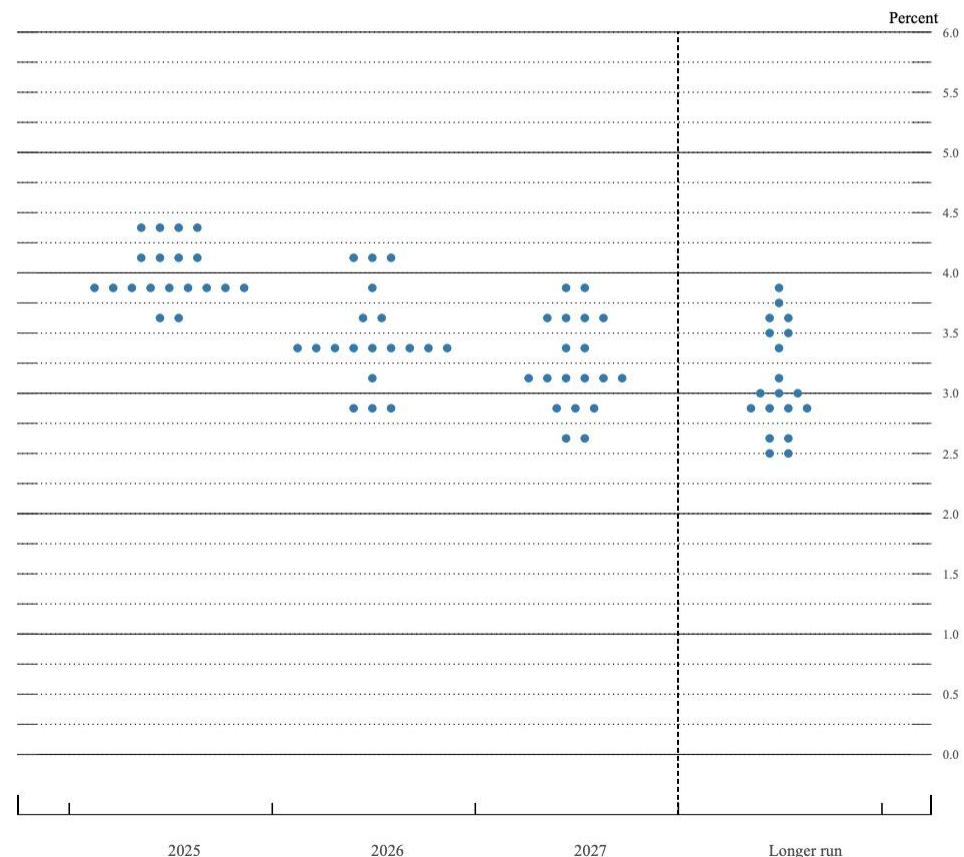
Figure 2. FOMC participants' assessments of appropriate monetary policy: Midpoint of target range or target level for the federal funds rate



2025年3月美联储点阵图：预计2025年降息两次，2024年9月时的预期为降息四次

For release at 2:00 p.m., EDT, March 19, 2025

Figure 2. FOMC participants' assessments of appropriate monetary policy: Midpoint of target range or target level for the federal funds rate



奢侈品行业

- 面对宏观经济不确定性和奢侈品品牌频繁涨价，全球奢侈品消费者开始削减非必需品支出。全球个人奢侈品市场面临自大萧条时期以来的首次萎缩（不包括疫情期间）。贝恩公司预计，2024年全球个人奢侈品销售额与2023年相比将下降2%，奢侈品消费人群较2022年减少约5000万人，尤其是以Z世代为代表的年轻消费群体；与此同时，2024E仅占总客户群2%多点的VIC客户的购买量占全球奢侈品购买量的45%，较2021年的35%增长10pct。

地区	2024E个人奢侈品市场规模	2023-24E CAGR	占比	2024年奢侈品市场现状
中国大陆	436亿欧元	下降20%-22%	12%	受消费者信心不足、出境游复苏、消费外流加剧等因素影响，奢侈品消费急剧放缓。2024Q3降幅最大，Q4有所改善，主要由于一系列刺激经济的措施出台，带动消费升温。
欧洲	1089亿欧元	增长3%-4%	30%	入境旅游需求增长，尤其是南欧的一线城市和度假胜地；季度增长有所放缓，但呈正常化趋势。
美洲	1016亿欧元	下降1%至持平	28%	尽管美国主要城市的消费者信心波动且客流量放缓，但美洲市场业绩仍呈现出复苏迹象；部分向往型的消费者因财务压力转向性价比更高的奢侈品或非奢侈品牌，个性化服务和独特产品需求不断增长。
日本	327亿欧元	增长12%-13%	9%	日元汇率走低引发赴日旅游消费激增，随着各大品牌开始在日本进行不同程度的价格上调，下半年旅游消费势头减缓。当地高收入消费群体对珠宝和软奢侈品品牌需求强劲。
亚太其他地区	508亿欧元	下降1%-2%	14%	得益于有利的同比数据以及旅游业逐渐增长，韩国市场表现有所好转，但本地消费仍然低迷；中国香港/澳门和东南亚市场受内地游客流入有限及当地需求波动影响，表现不佳。

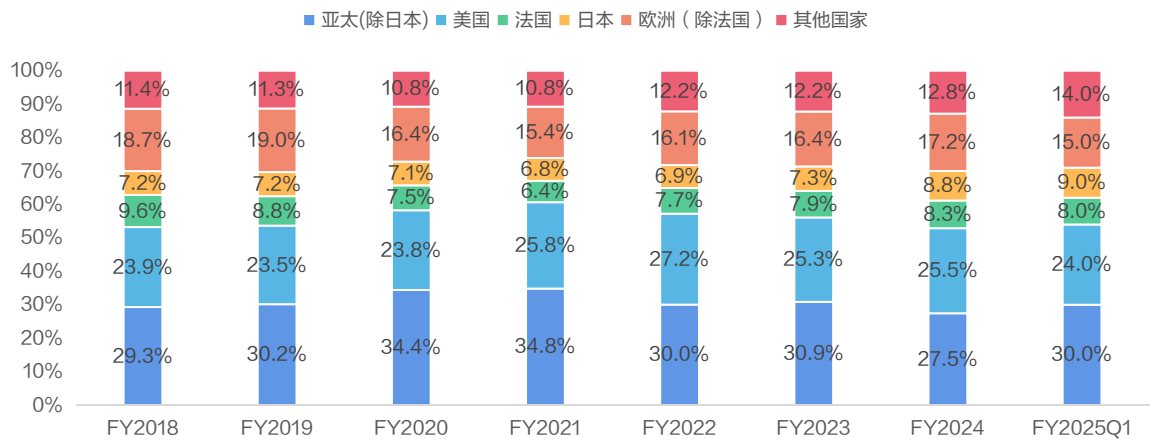
奢侈品公司最新财季总结（分地区）

财季	公司	营收及是否超市场预期	亚太（除日本）占比及同比变化	欧洲/西欧	美洲/北美/美国	日本	亚洲（除日本）
FY2025Q1	LVMH	203.11亿欧元 (miss)	30% (-3pct)	销售额同比+2%，各业务板块在创新推动下持续发展。	销售额同比-3%，Sephora 上年同比两位数增长导致高基数。	销售额同比-1%，上年同期高速增长后现处回调阶段。	销售额同比-11%，中国市场需求持续疲软；中国消费者日本旅游消费需求仍强劲，但由于高基数，今年不再贡献增长。
FY2025Q1	Kering	38.83亿欧元 (miss)	31% (-3pct)	销售额同比-13%，较FY24Q4降幅扩大。游客和本地消费者的消费趋势疲软。	销售额同比-13%，市场两极分化持续存在，Bottega Veneta表现出色，零售销售额同比+19%；Gucci 则面临挑战。	销售额同比-11%，呈持续减速态势。由于价格差距缺乏吸引力，旅游消费疲软，本地市场持续低迷。	销售额同比-25%，与FY24Q4降幅一致。大中华区趋势环比略有改善，超70%的中国消费者在国内市场消费。
FY2025Q1	爱马仕	41.29亿欧元 (miss)	48% (-3pct)	销售额同比+13%，当地需求持续旺盛和活跃的旅游消费共同推动增长。	销售额同比+11%，Q1初因气候、火灾以及低库存原因，增长较为缓慢，但随着3月库存补充，销售表现好转。	销售额同比+17%，主要得益于当地客户的忠诚度。	销售额同比+1%，大中华区Q1末客流量下降。
FY2025Q1	Prada	13.41亿欧元 (beat)	36% (-1pct)	销售额同比+14%，增长得益于本地消费和游客消费的双重推动。	销售额同比+10%，尽管年初以来市场波动加剧，但当地需求持续强劲。	销售额同比+18%，延续积极发展态势。2024 H1因当地消费和大量游客流入实现超常增长，预计增速会进一步放缓。	销售额同比+10%，整体市场环境变化不大且比较基数较高。
FY2025Q3	Richemont	61.50亿欧元 (beat)	31% (-7pct)	销售额同比+19%，得益于当地需求增加以及游客消费增长，主要国家销售额同比均有所上升。	销售额同比+22%，各业务领域同比均增长，主要得益于强劲的本地需求。	销售额同比+19%，游客和本地居民的消费持续推动销售额长。	销售额同比-7%，中国大陆及港澳地区合计销售额同比-18%，需求持续疲软；其他地区表现有所改善，多数国家实现同比正增长，其中韩国同比增长两位数。
FY2025Q3	Tapestry	15.85亿美元 (beat)	18% (-1pct)	销售额同比+35%，各渠道均实现增长，得益于当地消费者支出的增加以及新客户（尤其是Z世代）的增长。发展势头良好，未来增长潜力较大。	销售额同比+9%，由Coach 的两位数增长带动。毛利率和营业利润率均有提升，发展态势良好。	销售额同比-2%	销售额同比+4%，其中大中华区同比+5%，数字渠道和实体店均实现增长。

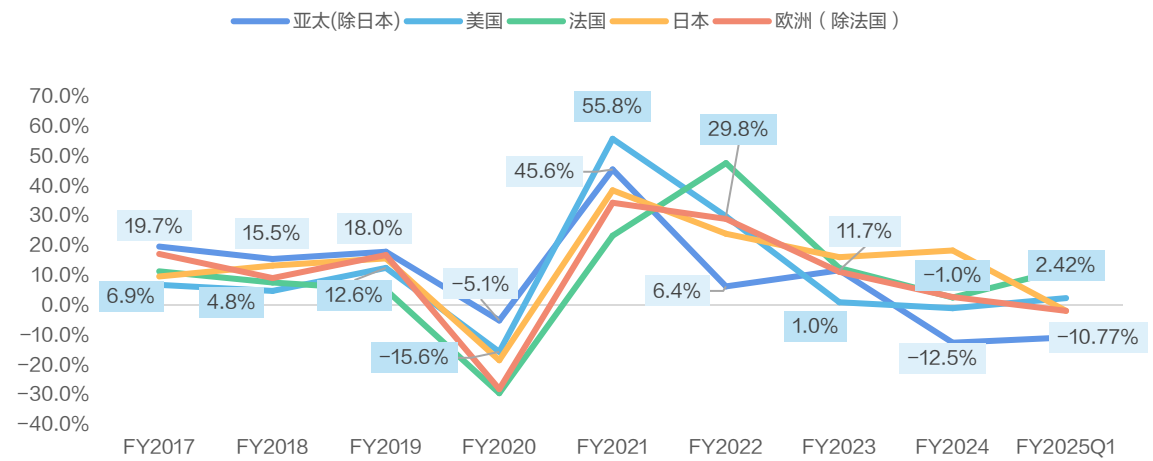
注：Tapestry会计年结日为6月29日，Richemont为3月31日，其余为12月31日。“亚太（除日本）占比及同比变化”列中Tapestry为大中华区占比及同比变化。

LVMH: FY24亚太（除日本）占比较上财年-3.4pct, 时装和皮具占比-0.5pct

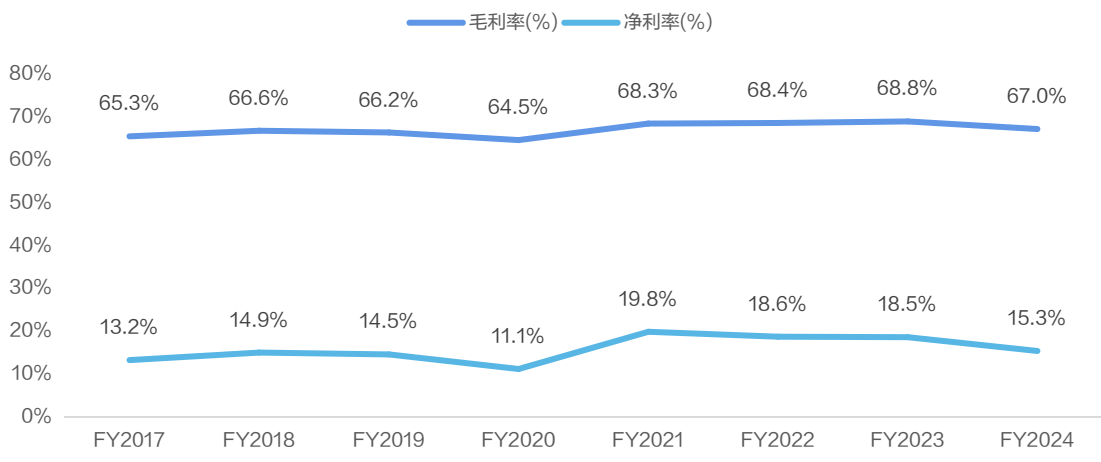
各地区销售额占比(%)：FY2024亚太（除日本）占比较上财年下降3.4pct



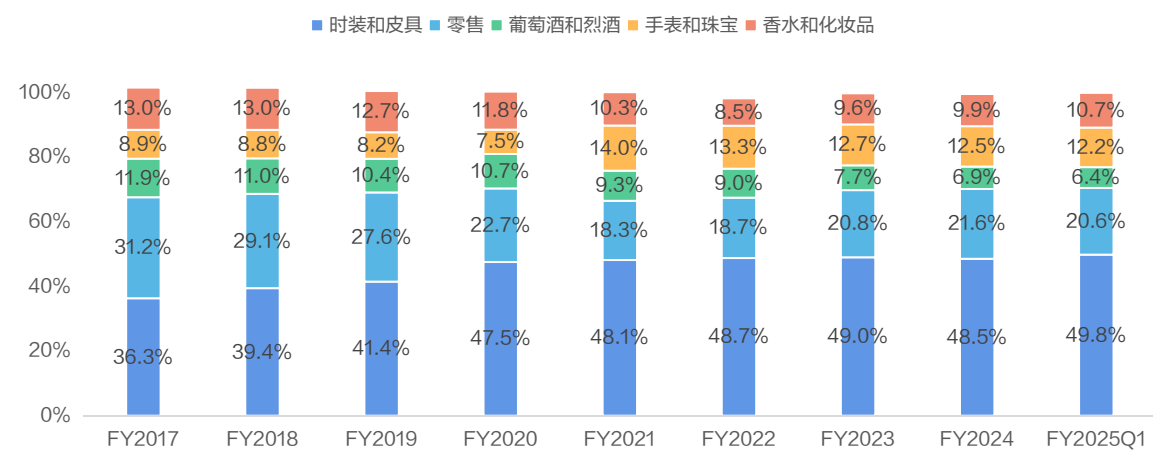
各地区销售额同比增速(%)：FY2024亚太（除日本）同比-12.5%，美国同比-1%



毛利率及净利率(%)：FY2024净利率15.3%，较上财年下降3.2pct



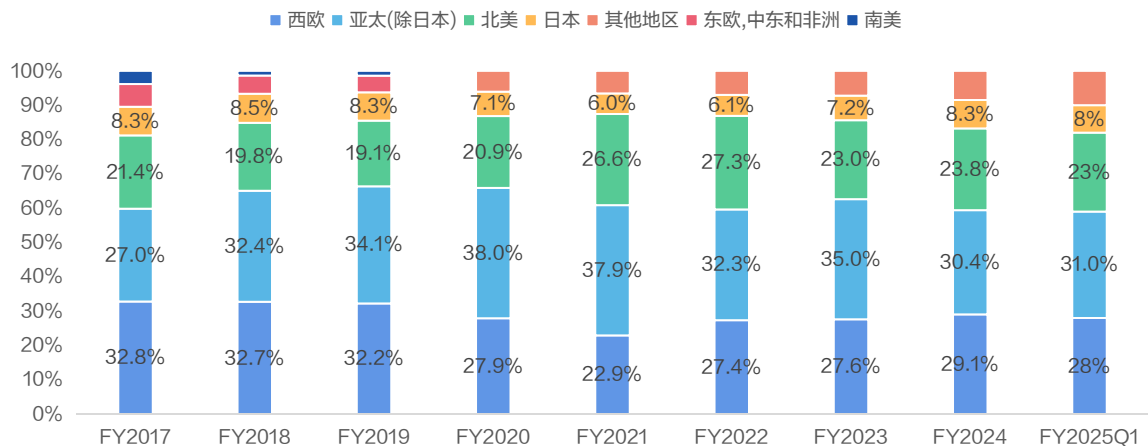
各部门销售额占比(%)：FY2024时装和皮具部门占比48.5%，较上财年下降0.5pct



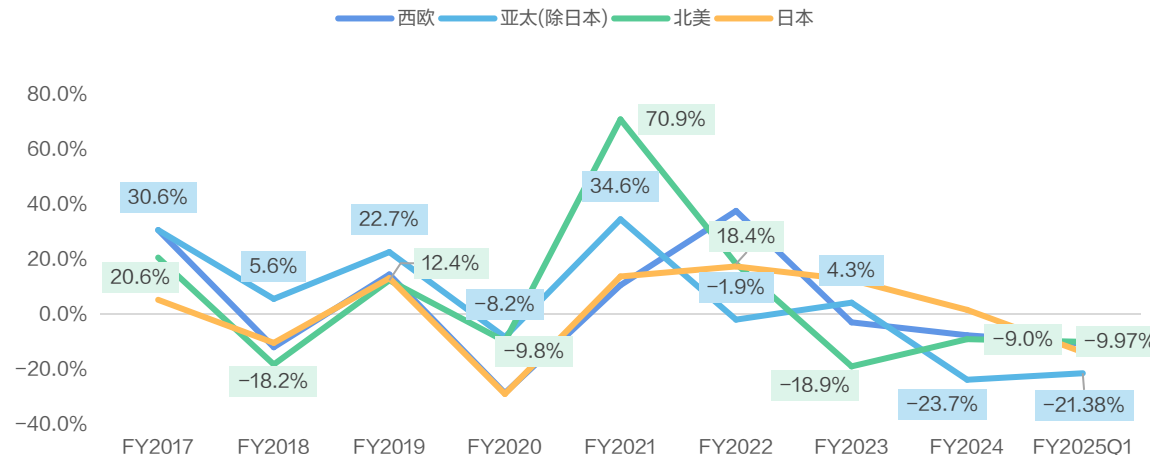
注：会计年结日为12月31日。

开云集团：FY24亚太（除日本）占比较上财年-4.6pct，Gucci占比-6pct

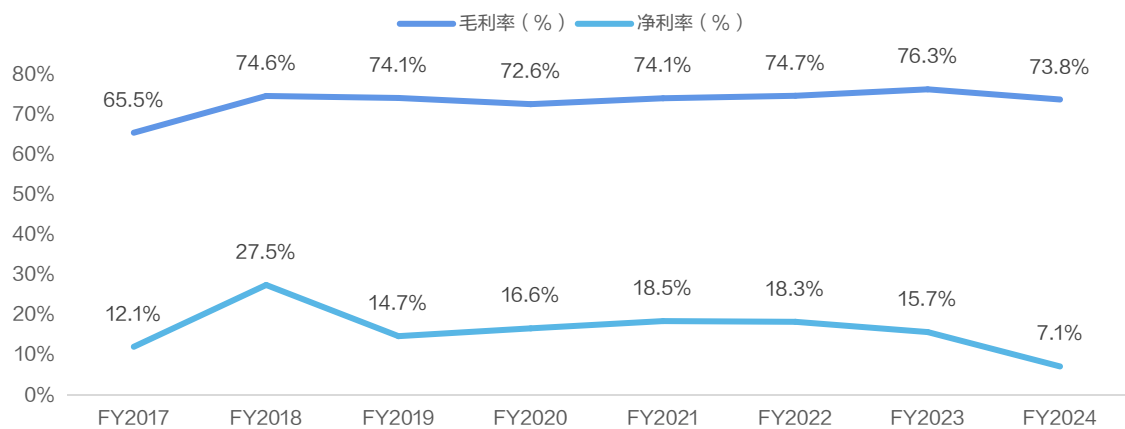
各地区销售额占比(%)：FY2024亚太（除日本）占比较上财年下降4.6pct



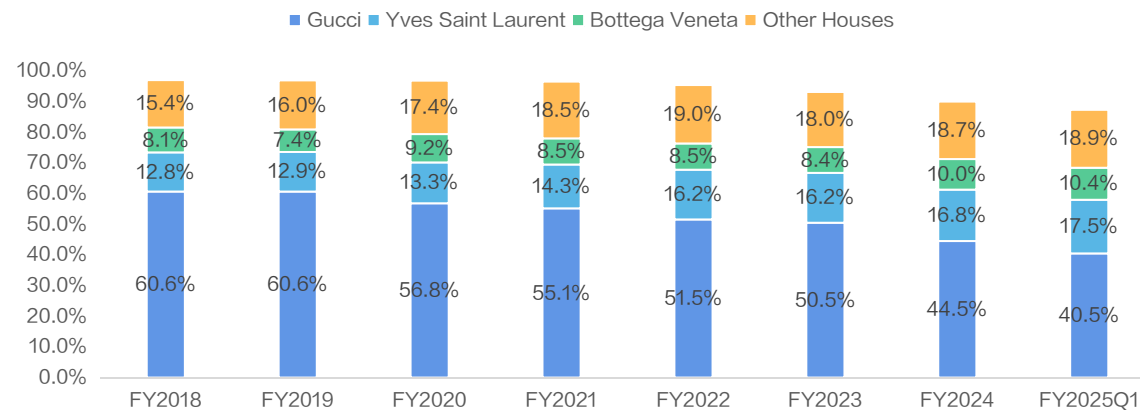
各地区销售额同比增速(%)：FY2024亚太（除日本）同比-23.7%，北美同比-9%



毛利率及净利率(%)：FY2024净利率较上财年下降8.6pct

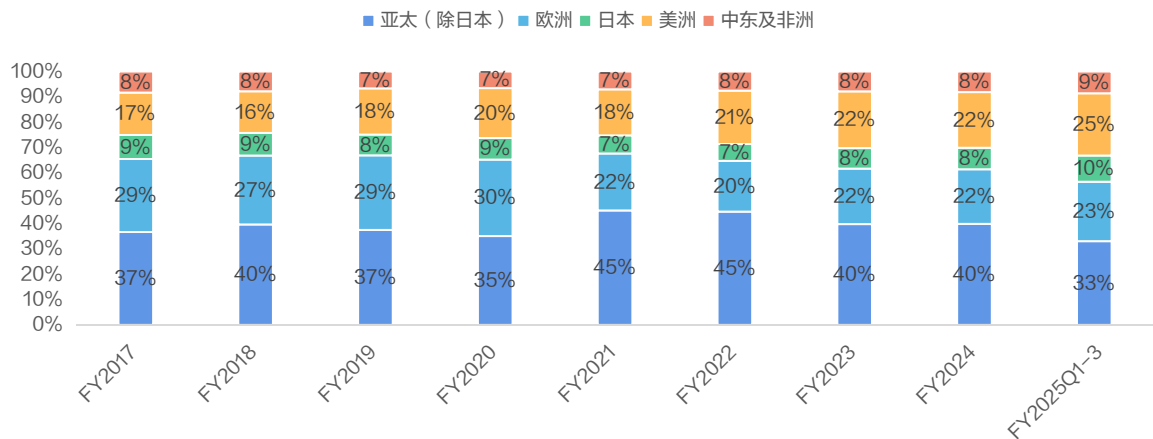


各奢侈品部门销售额占比(%)：Gucci占比自FY2020起逐年下降，FY2024较上财年下降6pct

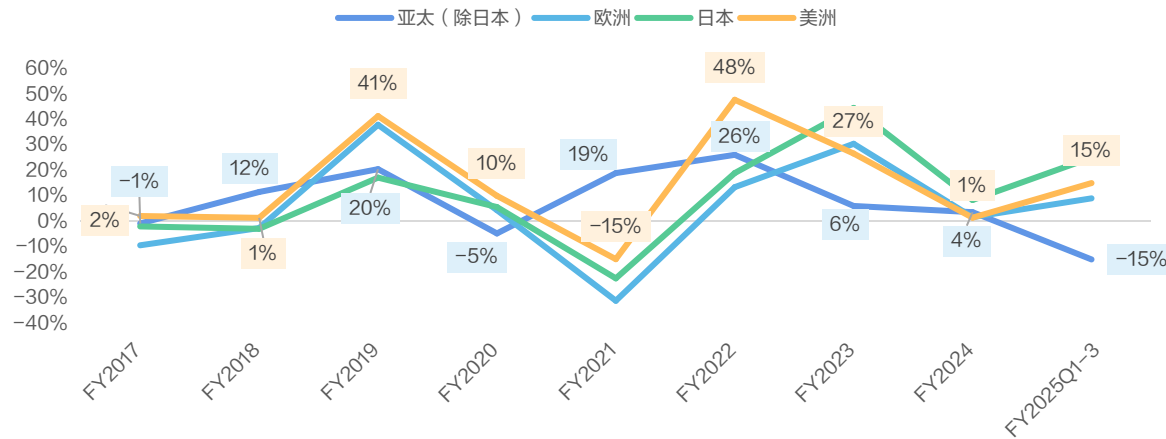


注：会计年结日为12月31日，右下图因为只统计奢侈品部门所以合计不是100%。

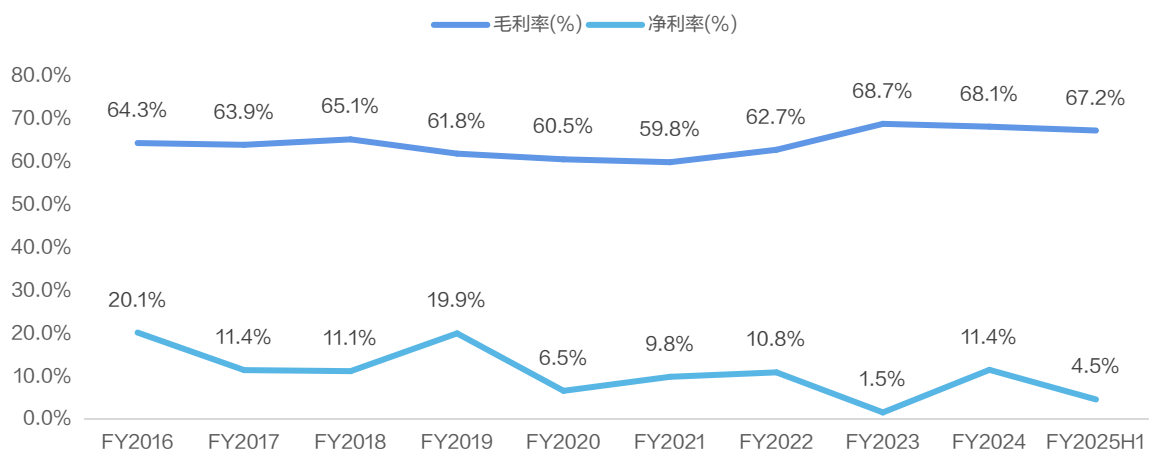
各地区销售额占比(%)：FY25前三季度亚太（除日本）占比较上财年同期下降7pct



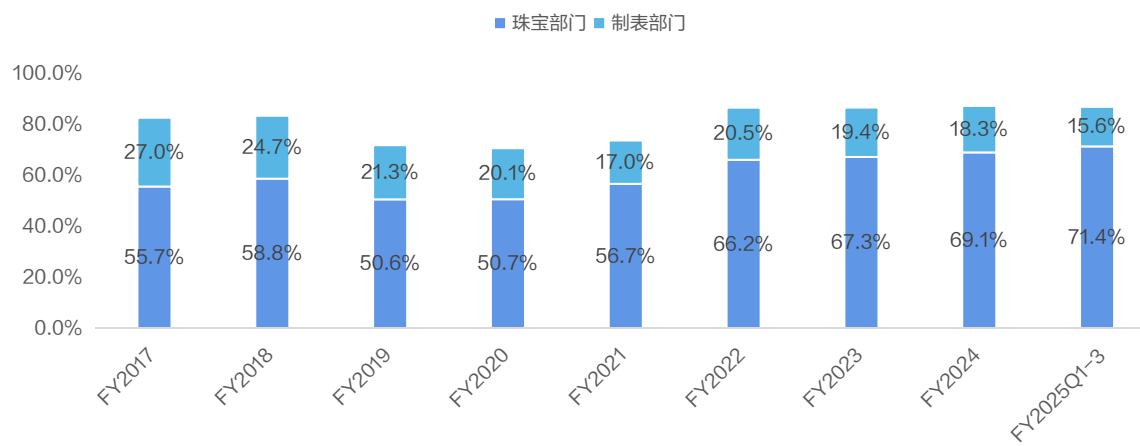
各地区销售额同比增速(%)：FY25前三季度亚太（除日本）同比-15%



毛利率及净利率(%)：FY25H1净利率4.5%，较上财年同期下降10.2pct



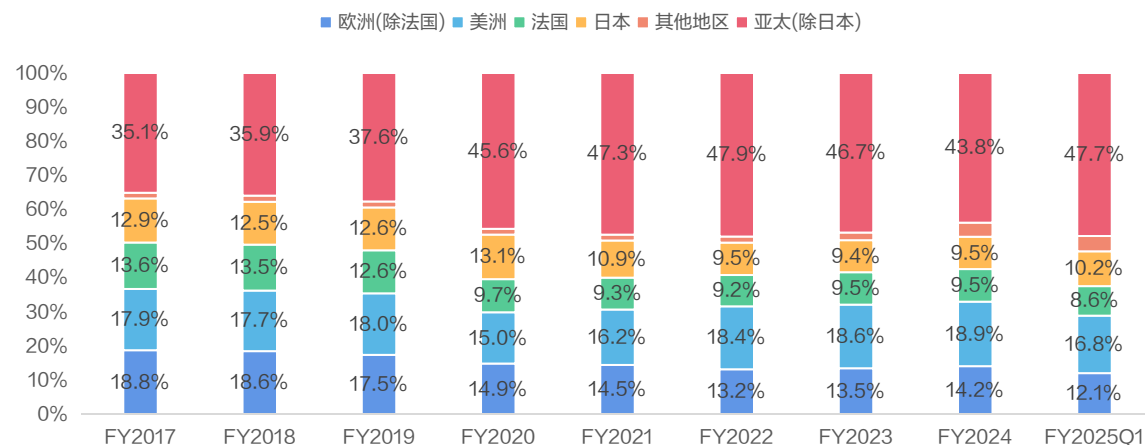
各部门销售额占比(%)：FY25前三季度珠宝部门销售额同比+6%，占比71.4%



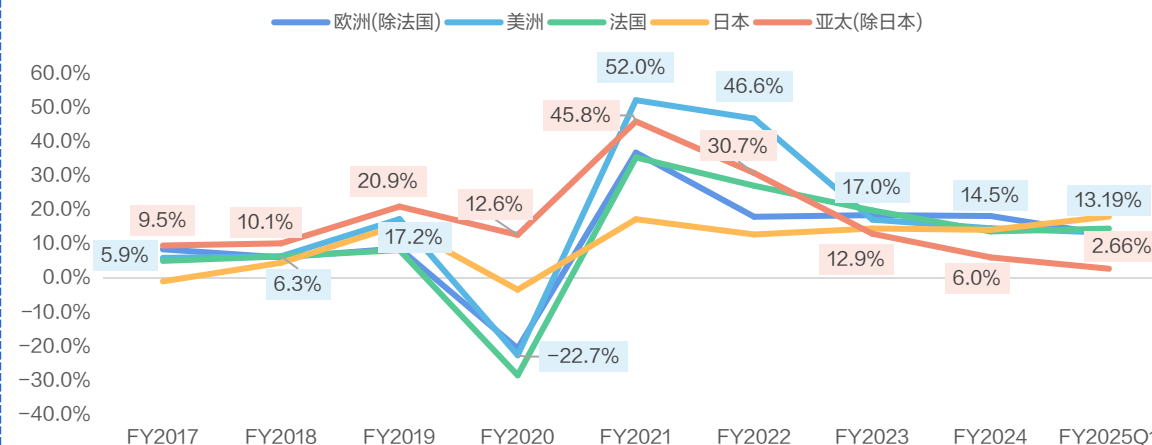
注：会计年结日为3月31日。

爱马仕：FY24亚太（除日本）占比较上财年-2.9pct，皮具&马具占比+1.3pct

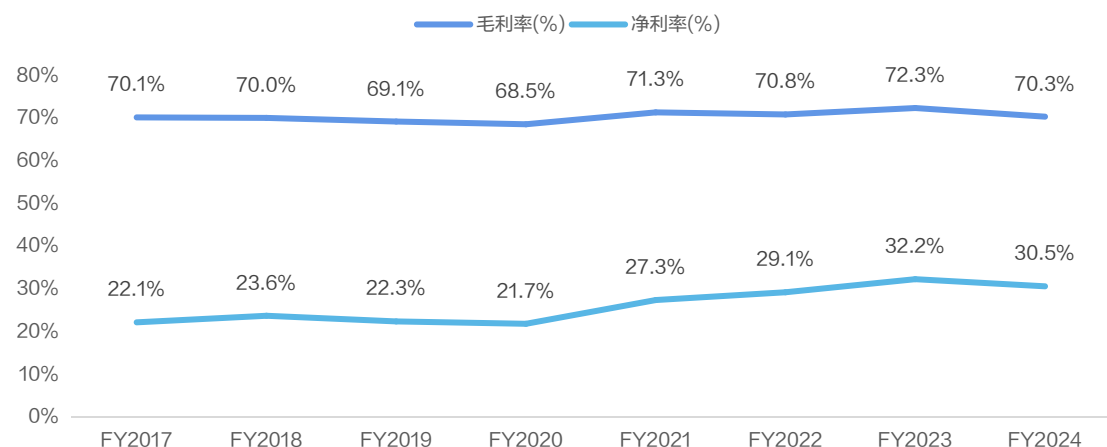
各地区销售额占比(%)：FY2024亚太（除日本）占比较上财年下降2.9pct



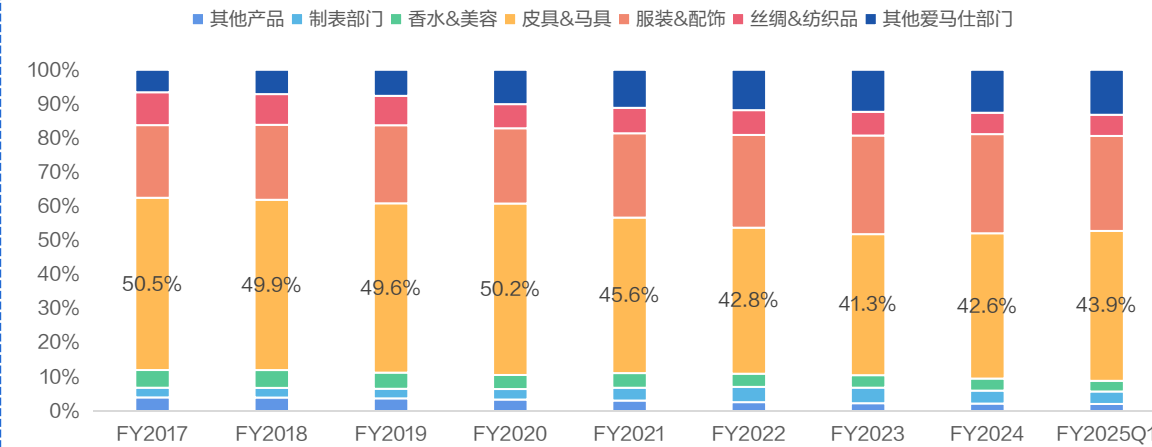
各地区销售额同比增速(%)：FY2024亚太（除日本）同比+6%，增速放缓



毛利率及净利率(%)：FY2024净利率30.5%，较上财年下降1.7pct

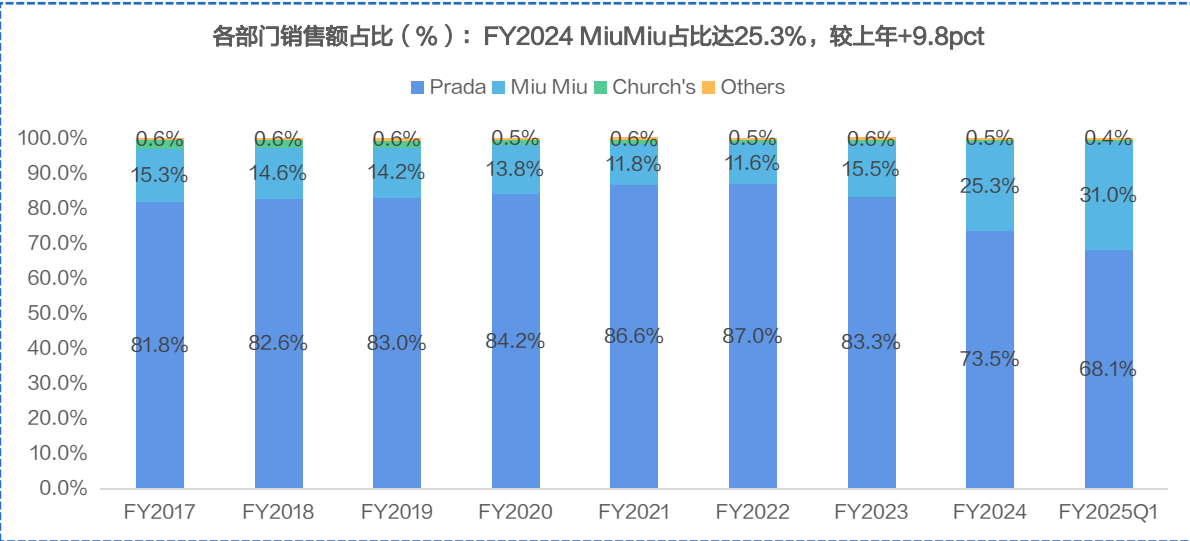
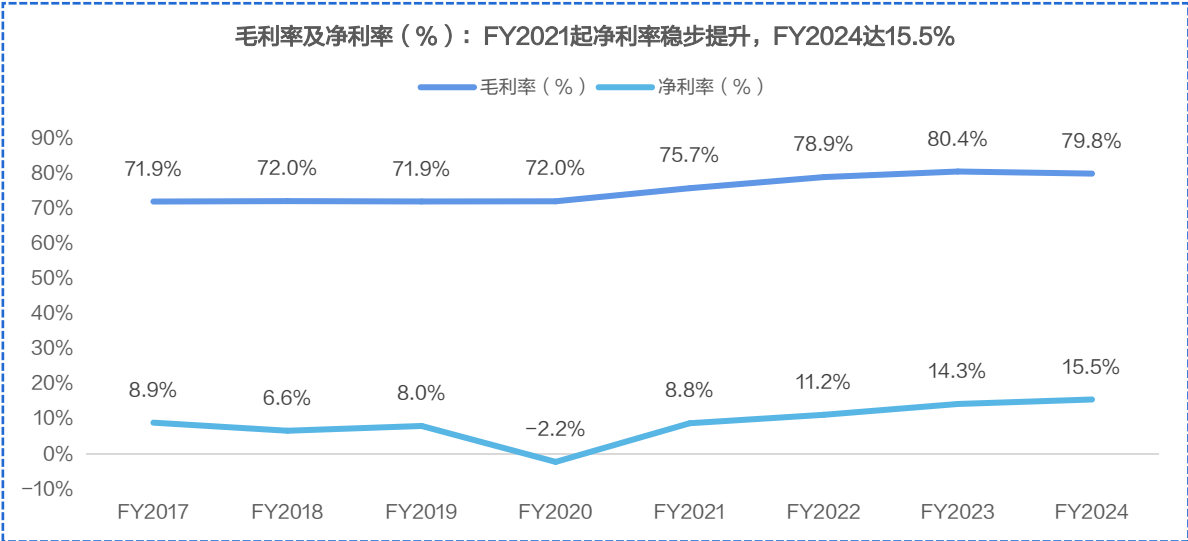
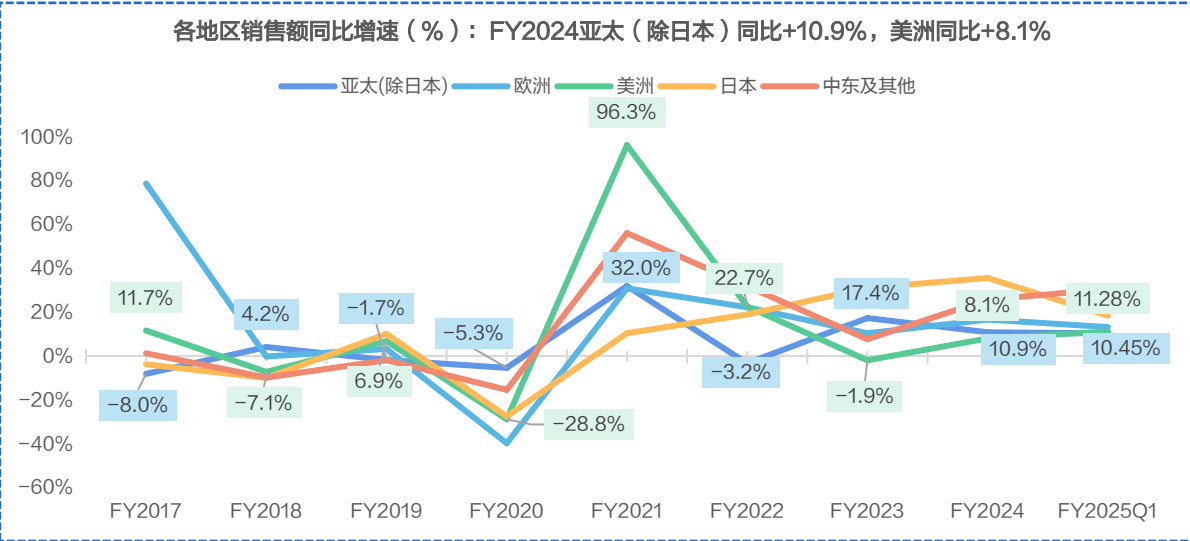
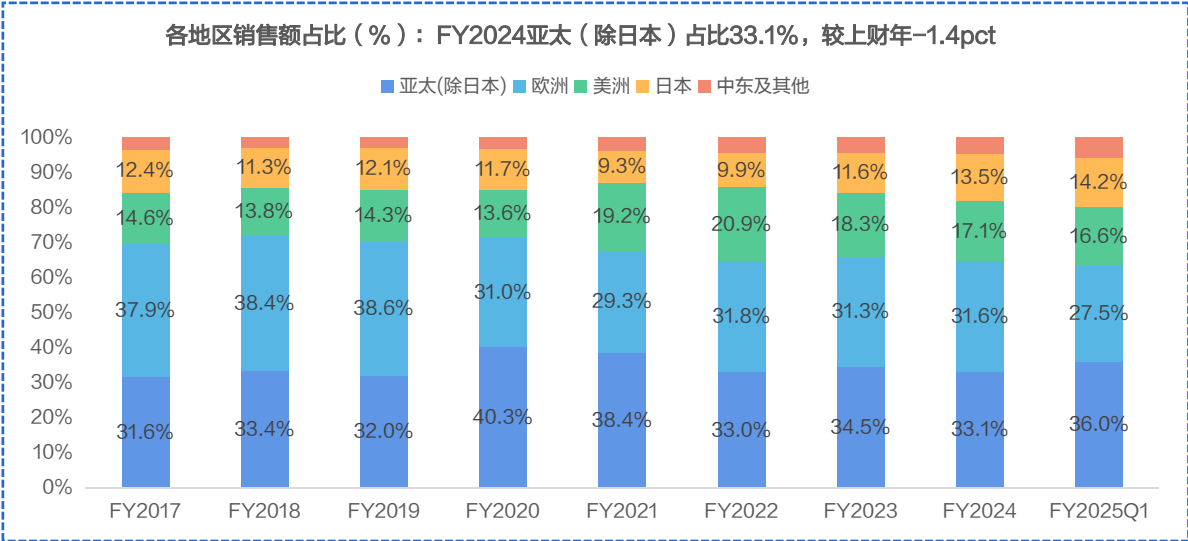


各部门销售额占比(%)：FY2024皮具&马具占比42.6%，较上财年+1.3pct



注：会计年结日为12月31日。

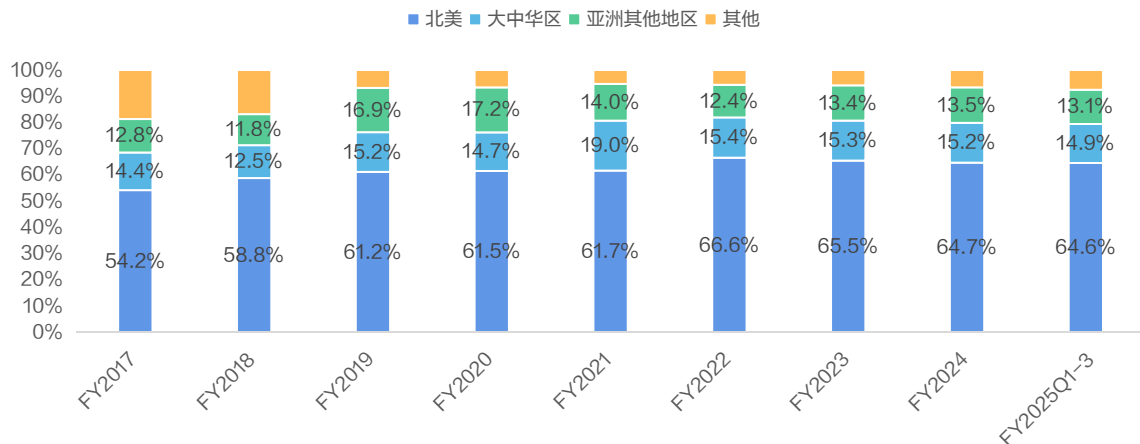
Prada: FY24亚太（除日本）占比较上财年-1.4pct, MiuMiu占比+9.8pct



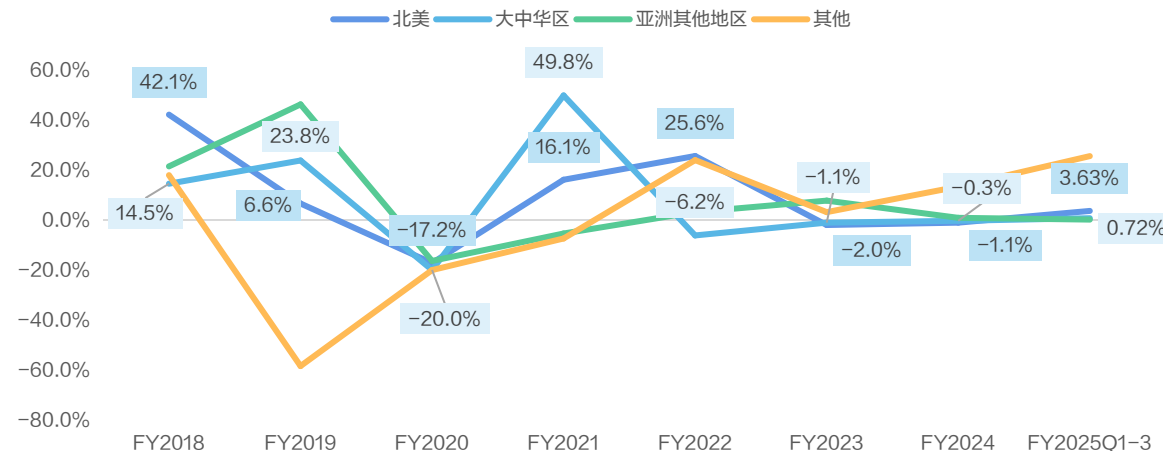
注：会计年结日为12月31日。

Tapestry: FY24北美占比较上财年-0.8pct, FY23起毛利率持续改善

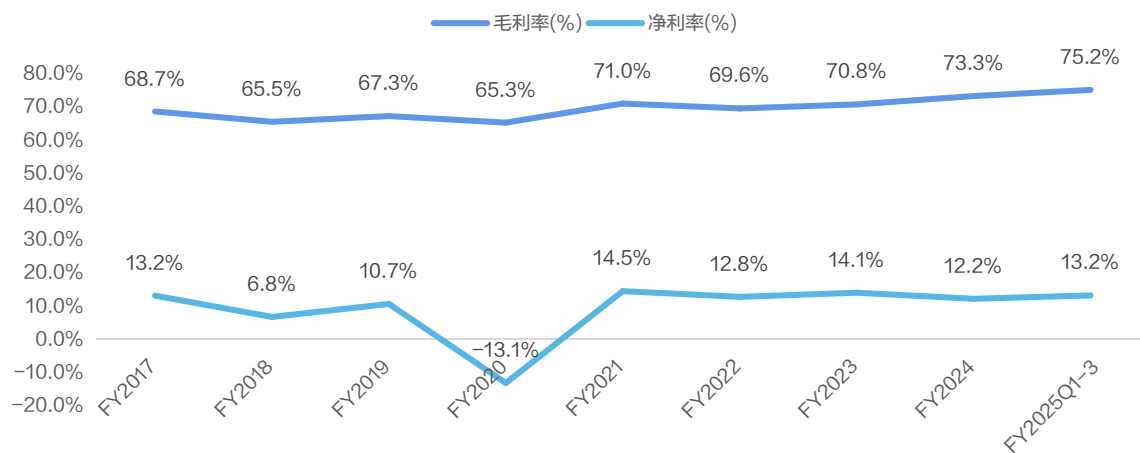
各地区销售额占比(%)：FY25前三季度北美占比64.6%，大中华区占比14.9%



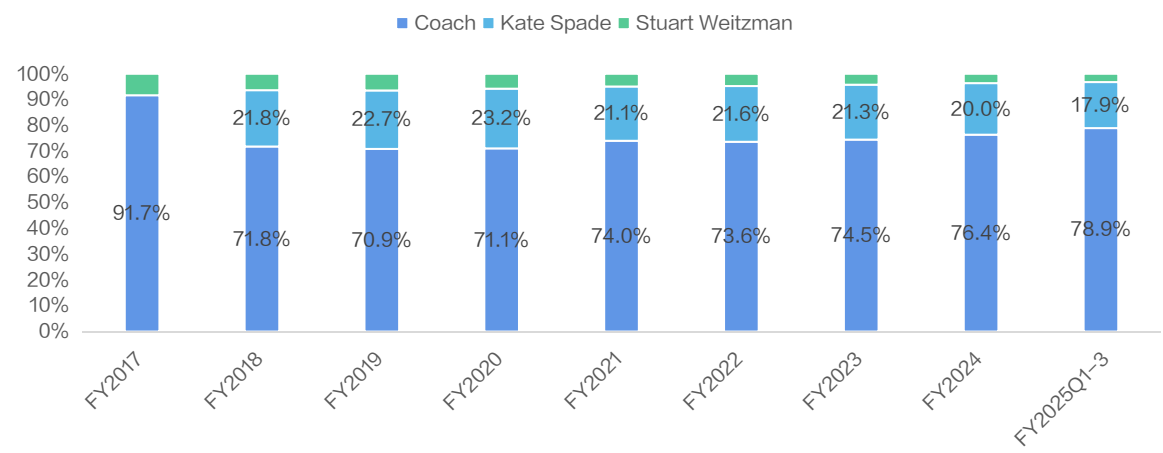
各地区销售额同比增速(%)：FY25前三季度北美同比+3.63%



毛利率及净利率(%)：FY25前三季度毛利率75.2%，较上财年同期+2.4pct



各部门销售额占比(%)：FY25前三季度Coach占比78.9%，较上财年同期+3.2pct



注：会计年结日为6月29日，图表中FY2017及FY2018“亚洲其他国家”为日本数据，“北美”为美国数据。

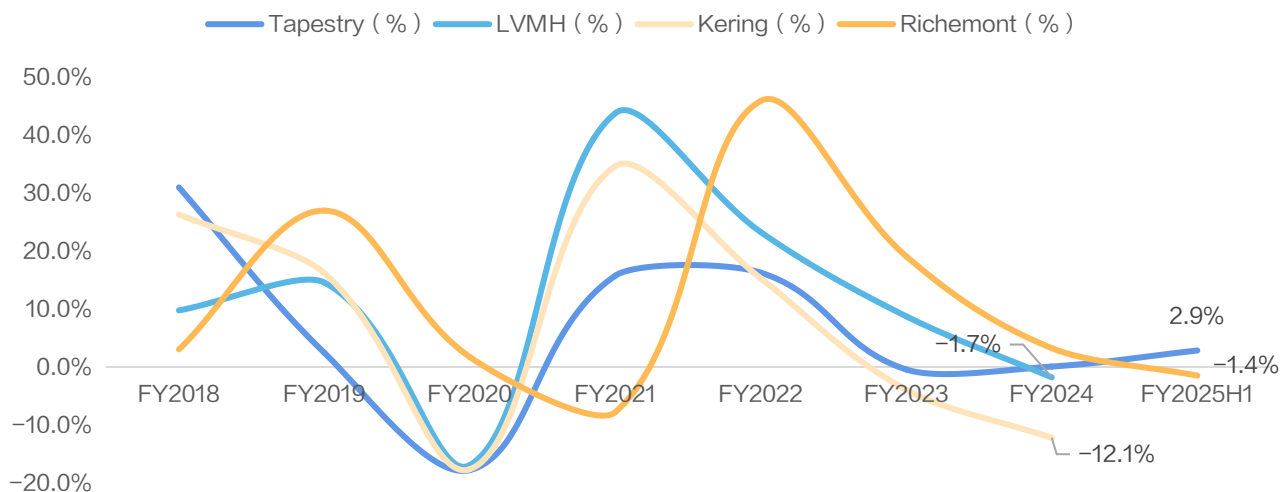
□ 竞争优势：

- **品牌年轻化转型，抓住新兴消费群体。**旗下核心品牌Coach实现年轻化转型，吸引新兴消费群体。2025财年第三季度，Coach单品牌销售额同比+15%至12.94亿美元；北美市场新增超120万客户，其中客户群体中留存率最高的Z世代和千禧一代占比约为三分之二。
- **品牌调性升级与盈利优化。**集团通过控制折扣率、焕新门店形象及增加时尚曝光，提高品牌调性，同时高端产品占比提升，带动品牌AUR增长。2025财年第三季度集团毛利率76.1%，较上年同期+1.4pct。
- **新奢定位承接中产时尚需求。**在全球奢侈品行业疲软且多个品牌密集调价背景下，Tapestry凭借轻奢价格带及潮流设计承接部分中产消费降级后的时尚需求。根据全球时尚搜索引擎Lyst发布的2024Q4热门品牌榜单，Coach排名大幅上升至第五位，品牌需求量同比+332%，环比+65%，其Brooklyn手袋为Lyst最热门单品之一。

□ 成长驱动：

- **多元化产品线降低单一爆款依赖风险。**据Tapestry集团中国团队表示，目前Coach品牌无单一产品系列销售额占比超10%。巩固Ace Tote、Parker、Tabby等爆款核心地位，同时推出Brooklyn等新系列，产品覆盖不同价位段与使用场景，降低单一爆款依赖风险，强化品牌生命周期管理。
- **门店扩张与单店效益提升。**客流量提升推动单店效益增长同时，Coach也在持续拓展渠道，预计在中国三四线城市增设更多门店，进一步扩大品牌的市场覆盖。目前中国三四线城市中奢侈品牌入驻率仍处低位，Coach或保持规模优势，满足下沉市场奢侈品消费需求。

各公司销售额同比增速（%）：Tapestry逆周期韧性凸显，FY2024以来增速稳步回升








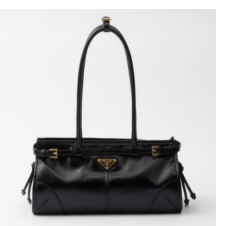







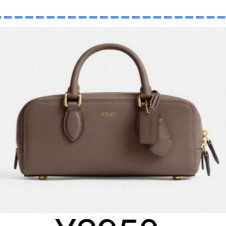








注：LVMH和Kering会计年结日为12月31日，Tapestry和Richemont分别为6月29日和3月31日。

全球时尚搜索引擎Lyst 2024Q4热门品牌榜单:Coach排名大幅上升至第五位

HOTTEST BRANDS		Q4-24	
01	MIU MIU	—	
02	SAINT LAURENT	^ +2	
03	PRADA	—	
04	LOEWE	v -2	
05	COACH	^ +10	
06	BOTTEGA VENETA	—	
07	ALAÏA	v -2	
08	MONCLER	^ +5	
09	THE ROW	—	
10	UGG	NEW	
11	SKIMS	^ +1	
12	GUCCI	v -4	
13	JACQUEMUS	v -6	
14	VERSACE	v -3	
15	BALENCIAGA	^ +2	
16	VALENTINO	v -6	
17	COS	NEW	
18	RALPH LAUREN	v -4	
19	CHLOÉ	^ +1	
20	TOTÊME	v -4	

Coach产品列示：重奢“平替”，消费降级下的性价比之选

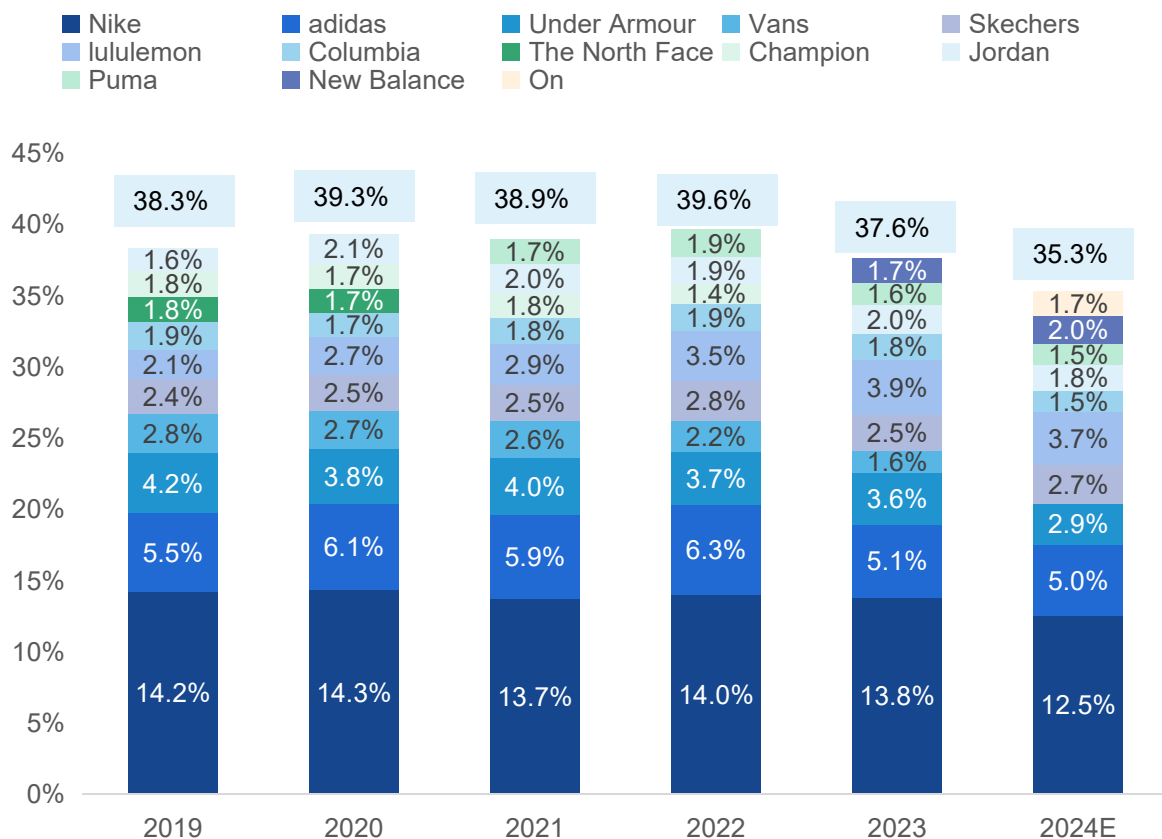
coach产品	 ¥3600	 ¥4950	 ¥4950	 ¥5600	 ¥4950	 ¥3600
外观相似产品	 LV ¥29100	 Prada ¥22500	 GUCCI ¥20000	 Chanel ¥49468*	 Celine ¥12500	 YSL ¥17500
coach产品	 ¥2950	 ¥5950	 ¥2090	 ¥2950	 ¥1500	
外观相似产品	 miumiu ¥33700	 miumiu ¥22000	 miumiu ¥22000	 miumiu ¥23800	 miumiu ¥7500	

注：*标Chanel为二手产品价格，按1USD=7.2961CNY计算；图中价格采集日期为2025年3月3日；货币单位为人民币元。

运动鞋服行业

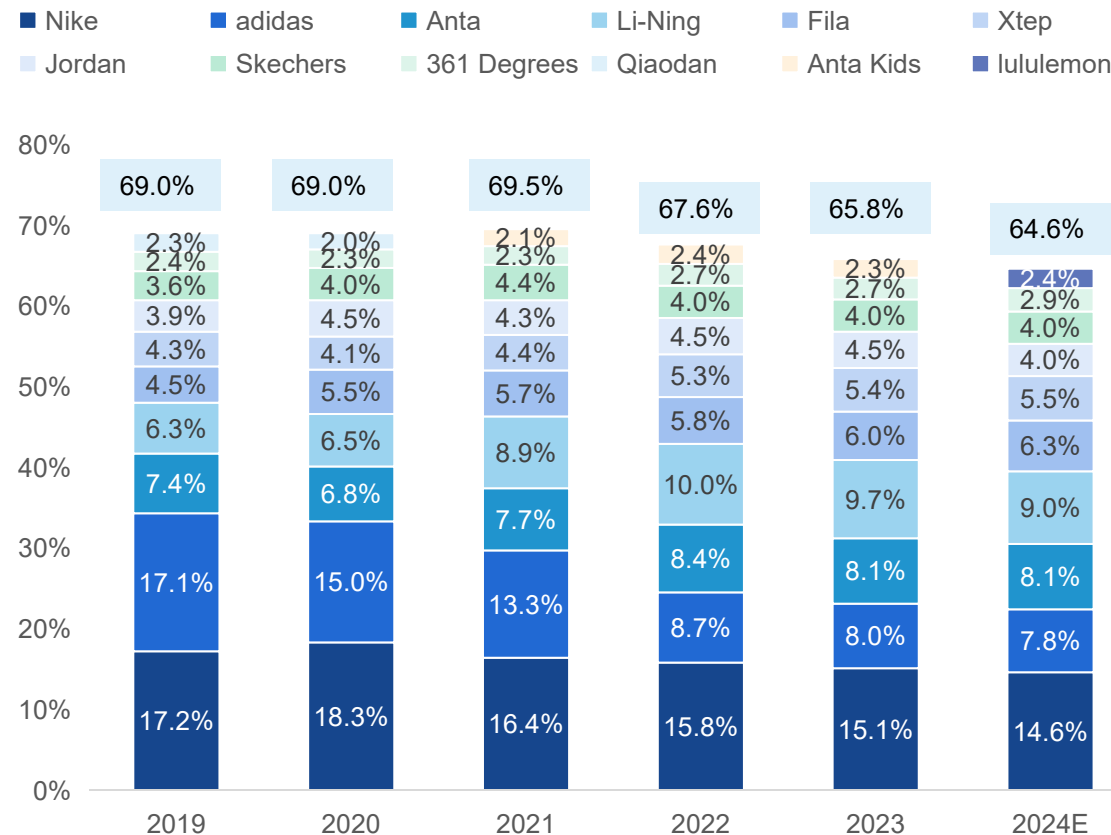
运动鞋服市场集中度下降，小众品牌市占率提升

2019-2024E美国运动鞋服TOP10品牌市占率&CR10(%)



- 美国运动鞋服市场集中度2023年起逐年下降。
- ON市占率由2019年的0.2%有望增至2024年的1.7%，跻身全美市占率前十的运动鞋服品牌；HOKA市占率由2019年的0.5%有望增至2024年的1.2%，增速较ON略显逊色。

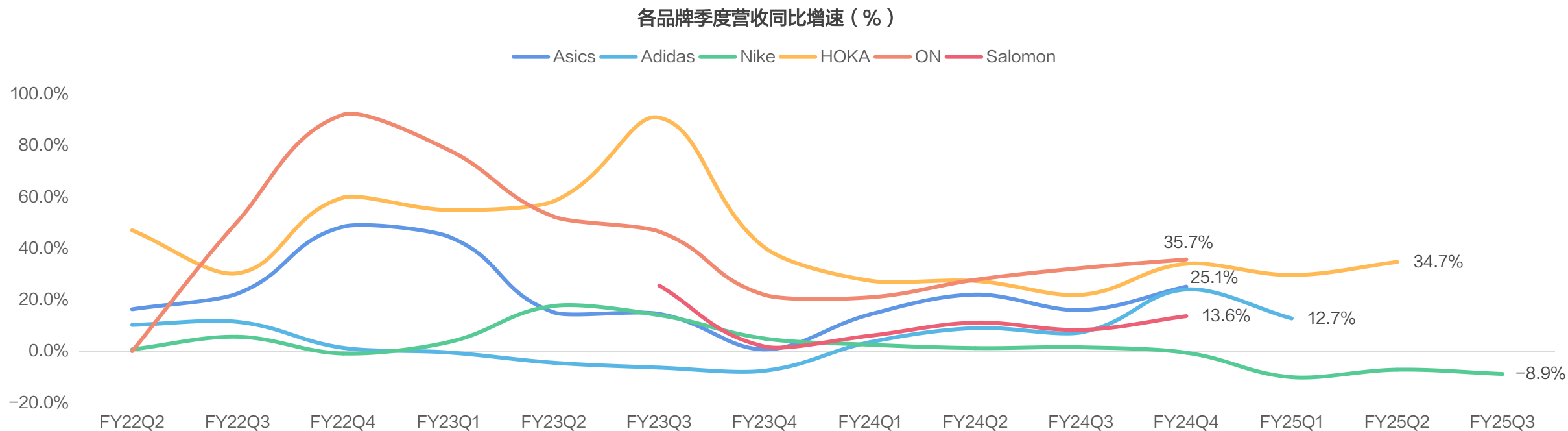
2019-2024E中国运动鞋服TOP10品牌市占率&CR10(%)



- 中国运动鞋服市场集中度2022年起逐年下降，但较美国仍较高。
- 2024年ON市场份额有望达到0.2%，HOKA市场份额预计仍不及0.1%。

运动巨头业绩修复仍需时间，复古潮流热度逐步减退

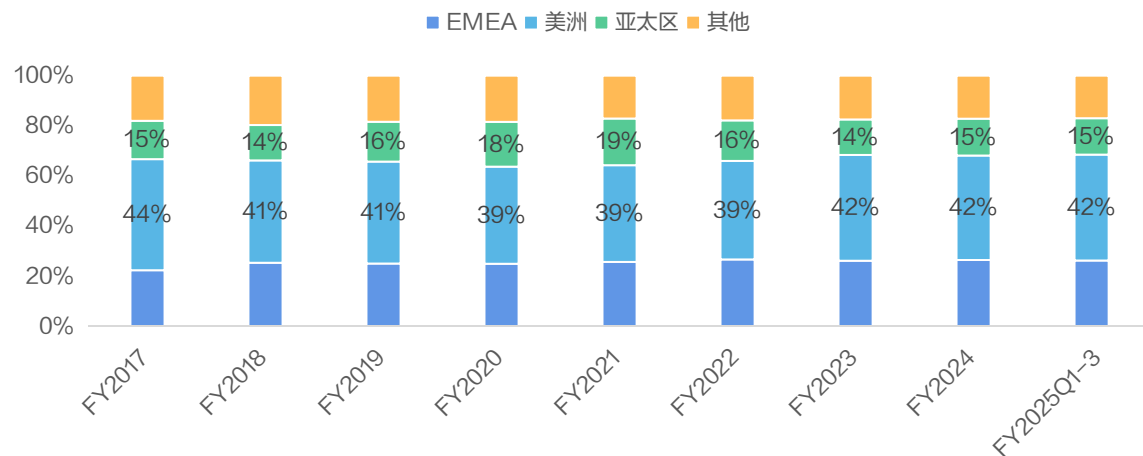
- **NIKE多维承压，战略调整后业绩修复仍需时间。**1) 渠道层面，2020年起推动的DTC加速计划进一步削弱传统批发体系效能，据Euromonitor数据显示Nike品牌美国市场份额较2020年下降4pct；2) 产品方面，前CEO唐若修过度聚焦经典款，导致品牌价值稀释；3) 客群方面，唐若修取消按品类划分的部门，按照人群划分为男装/女装/儿童，从而错失部分细分市场消费人群，同时品牌对潮流形象的营销亦使其部分专业性能消费者流失。尽管2024年10月新任CEO贺雁峰上任后公司已在渠道与产品方面进行多项变革，但其“Win Now”战略与公司现状及年轻一代消费者价值观相悖，同时考虑到产品研发周期及新兴品牌在批发渠道的市占率侵蚀，业绩修复仍需时间。
- **复古潮兴起，头部品牌借势实现阶段性增长。**宏观环境不确定性增强背景下，消费决策呈现明显的“经典偏好”特征，据BoF统计，2023年Pinterest上“grandpacore”搜索量同比+65%，“retro streetwear”同比+55%。在此趋势下Adidas的Samba、Spezial和Campus等经典运动鞋款销量高增，推动公司2024年营收同比+12%至236.8亿欧元；Asics亦凭借其复古鞋款2024年营收同比+18.9%。**但需注意潮流驱动的增长持续性存疑**，时尚媒体BoF数据显示Samba鞋款热度自2024年夏季达到高点后回落，小红书Samba热门笔记大多停留2024Q3及以前。



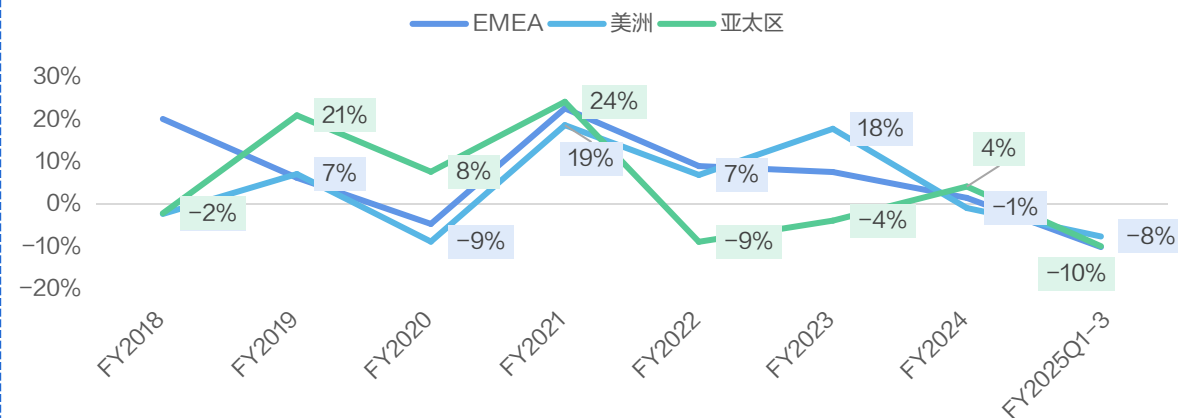
注：NIKE会计年结日为5月31日，DECK为3月31日，其余均为12月31日；Salomon营收同比增速采用部门营收同比增速。

Nike: FY25前三季度销售额同比-9%，公司预计Q4销售额同比下降约15%

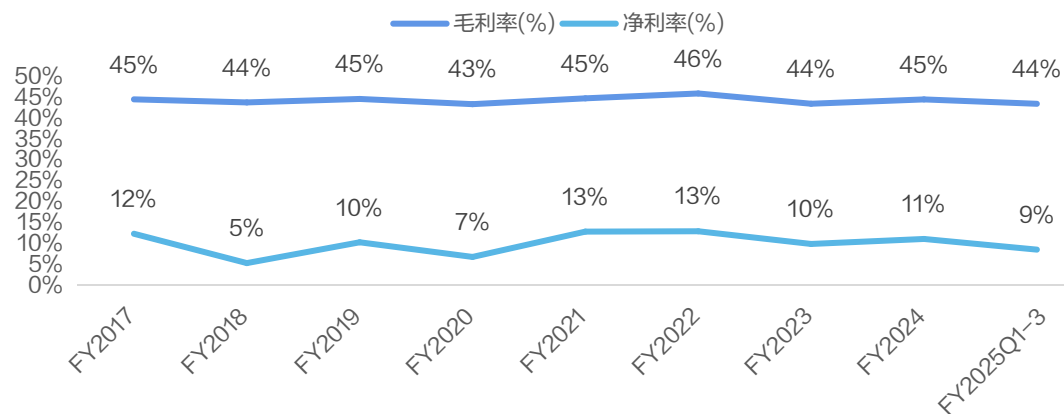
各地区销售额占比(%)：FY2025前三季度美洲占比42%，亚太15%



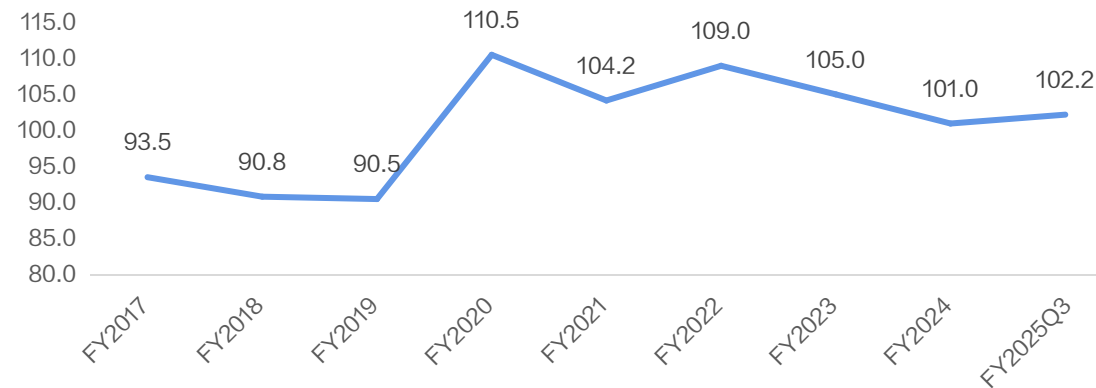
各地区销售额同比增速(%)：FY2025前三季度美洲同比-8%，亚太同比-10%



毛利率及净利率(%)：FY2025前三季度净利率9%，较上财年同期-2.3pct



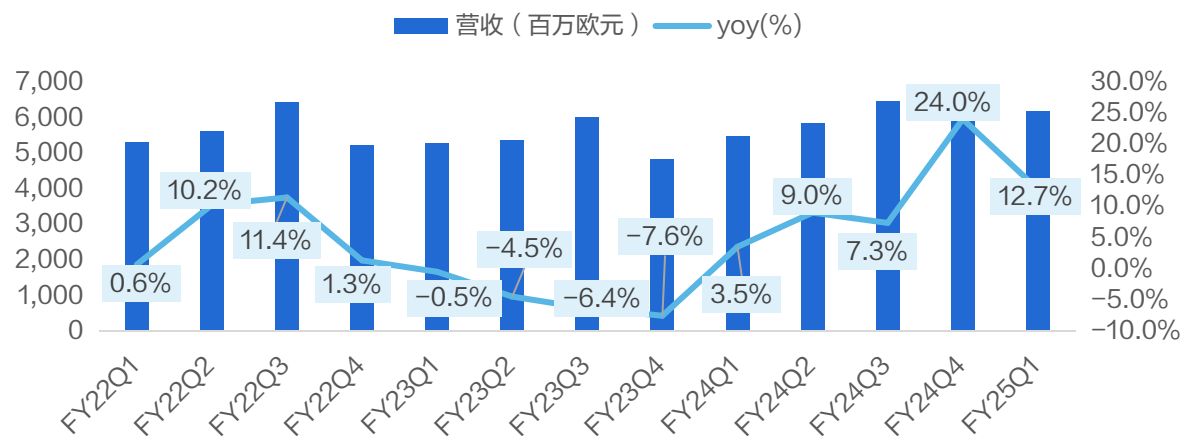
存货周转天数(天)：FY2023-2024存货稳步改善，截至FY2025Q3末周转天数102.2天



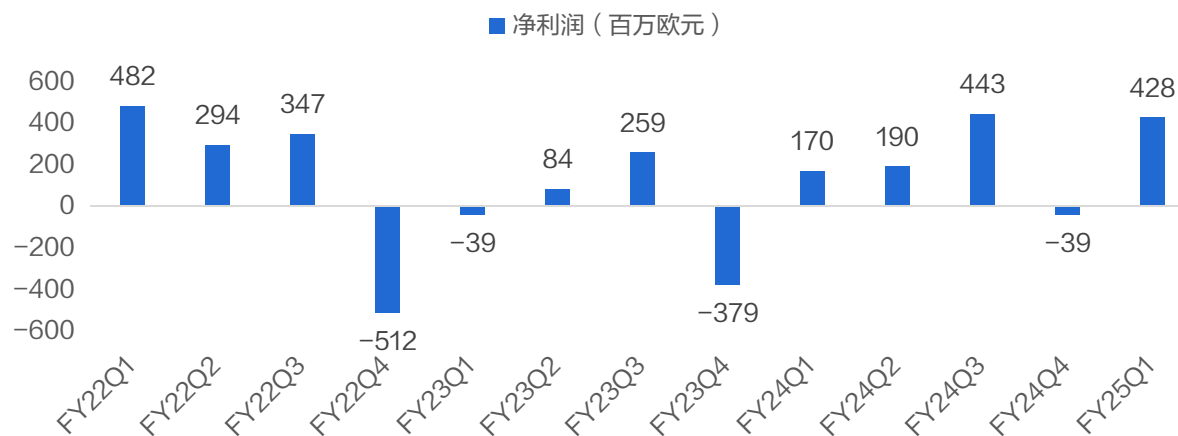
注：会计年结日为5月31日。

阿迪达斯：FY23Q3起库存周期逐步修复，FY24Q1营收同比重回正增长

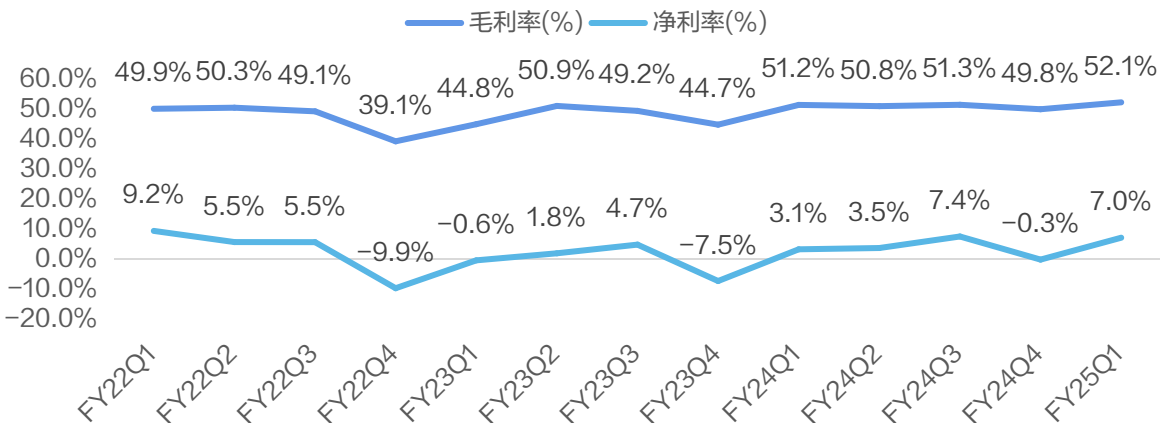
FY24Q1营收同比重回正增长，FY24Q4同比高增24%



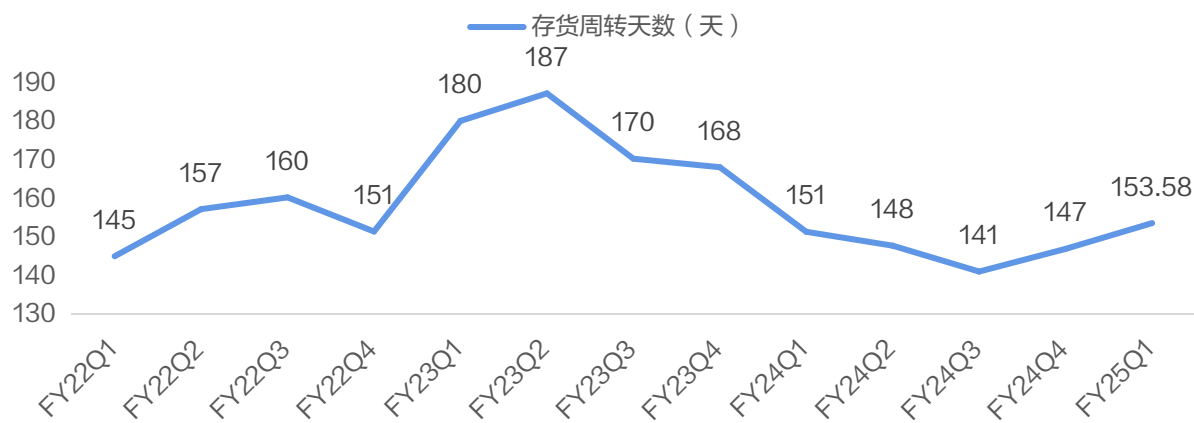
FY25Q1净利润4.28亿欧元，同比+151.8%



FY25Q1毛利率52.1%，较上财年同期+0.9pct



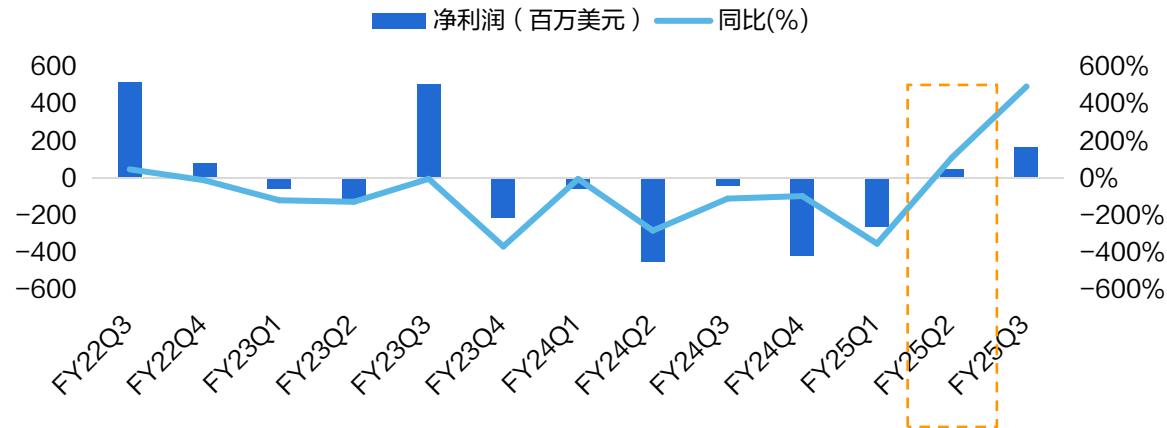
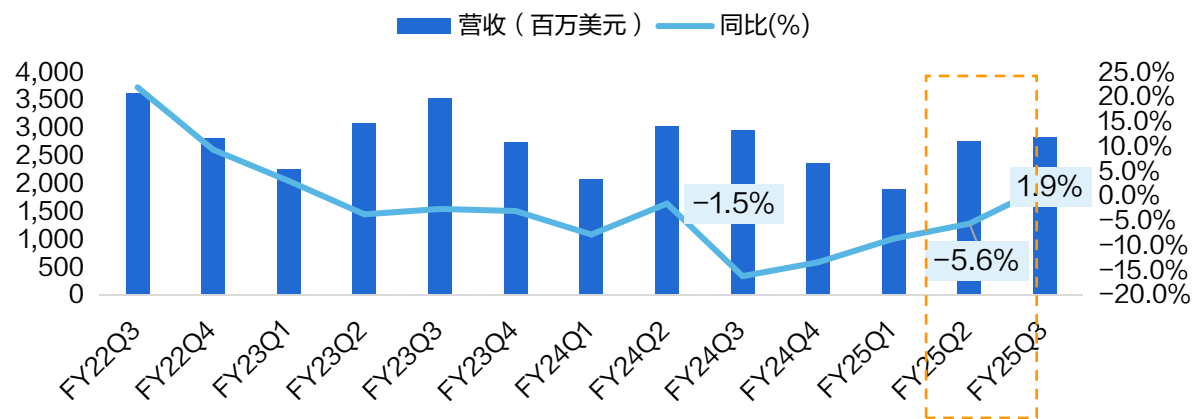
FY23Q3起库存显著改善，FY24Q4Yeezy库存清理完成



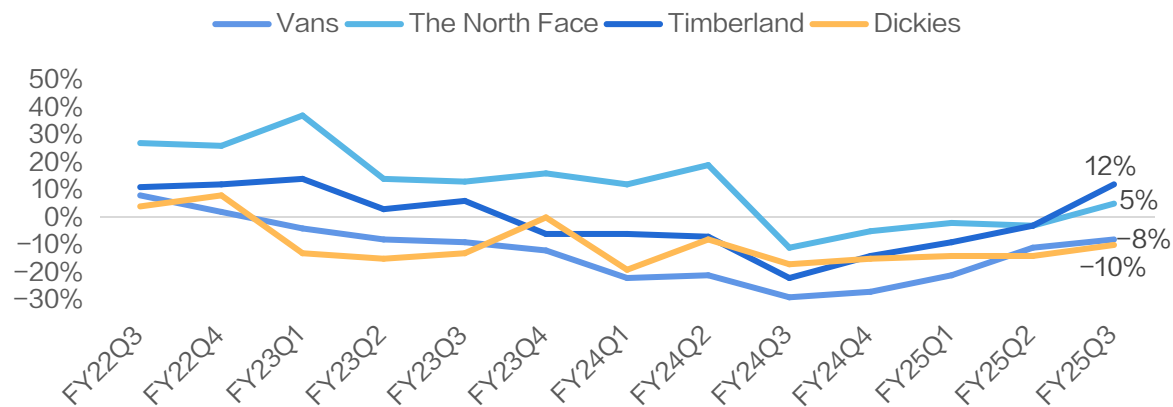
注：会计结账日为12月31日。

VFC: FY25Q2迎来盈利拐点, Vans降幅收窄

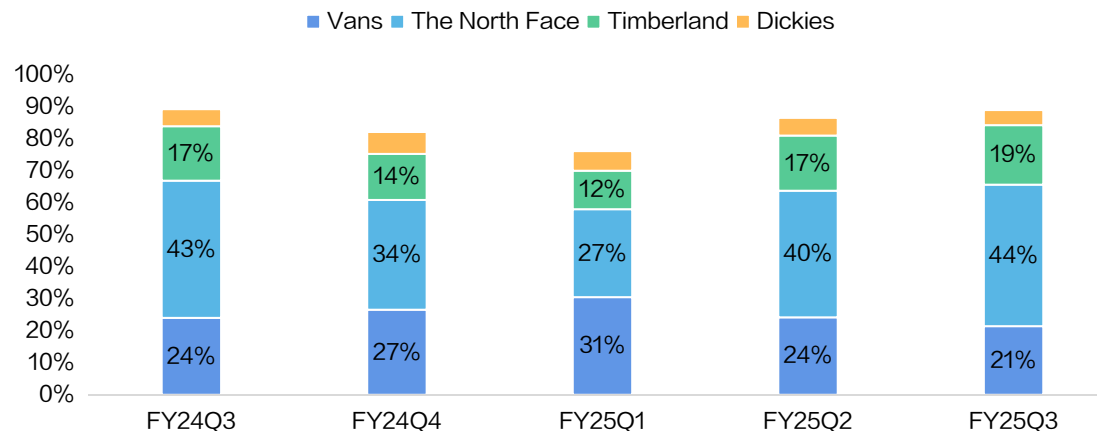
□ FY25Q2迎来盈利拐点, 市场短期悲观预期有所修正: FY2025Q2净利润0.52亿美元, 连续六季度亏损后实现扭亏为盈, 调整后EPS 0.60美元, 超出市场预期的0.38美元; 此后FY2025Q3 营收同比+1.9%, 连续九个季度同比下降后首次迎来增长, 调整后EPS为0.62美元, 超出市场预期的0.34美元。据Bloomberg统计, FY2025Q3业绩发布后, 做空股数比率自2024/11/29的7.10%下降至2025/01/31的2.76%。



各品牌营收同比增速 (%) (固定汇率)



各品牌营收占比 (%)



注: 会计年结日为3月30日, 占比仅统计四大主要品牌故总计不为100%。

Lululemon: FY24中国大陆营收同比+41%，北美增长乏力

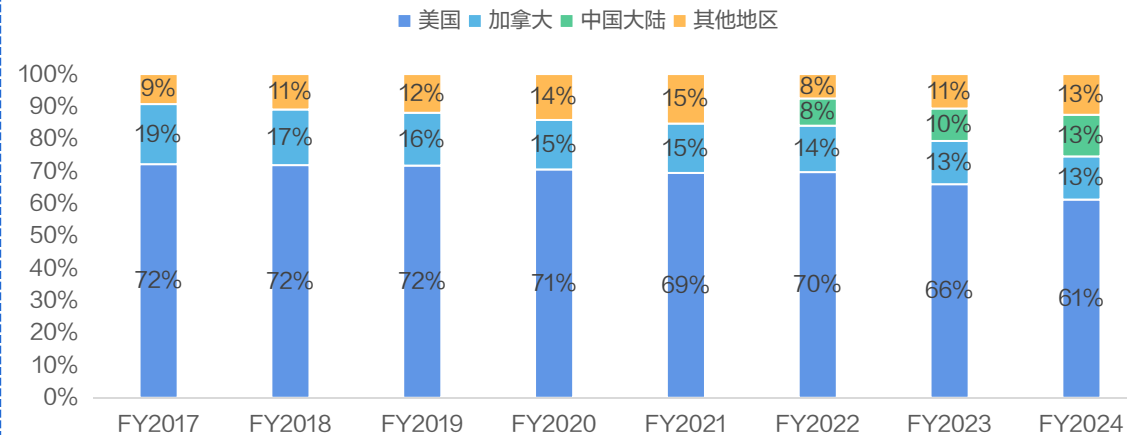
□ 受益于新产品推出24H2业务趋于稳定，宏观影响下美国市场客流下降。

- 2024年H2新品市场渗透率提高，到店顾客对于新品及创新产品反应积极，整体业务较上半年趋于稳定。
- 受宏观经济和通胀问题影响，消费者支出减少。在美国，Lululemon和同行均面临客流量下降问题。但得益于新品系列积极的市场反馈，平均订单价值（AOV）和客单价（UPTs）均有所提升。

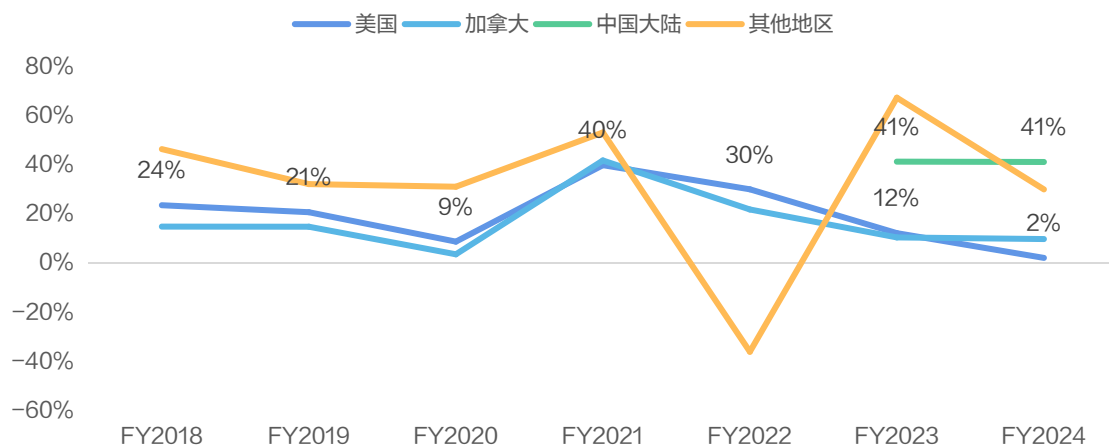
□ 业绩指引疲软，预计中国市场增速将放缓。

- 公司预计FY25Q1收入23.35-23.55亿美元（同比+6%~7%），不及市场预期的23.9亿美元；摊薄EPS 2.53-2.58美元，不及市场预期的2.72美元。公司预计FY25收入111.5-113亿美元（同比+5%~7%），不及市场预期的113.1亿美元；摊薄EPS 14.95-15.15美元，不及市场预期的15.31美元。
- 预计2025年北美地区收入同比增低至中个位数，其中美国市场处于该区间内较低水平，加拿大市场相对较高；中国市场收入同比增长 25% - 30%；世界其他地区收入同比增约 20%。

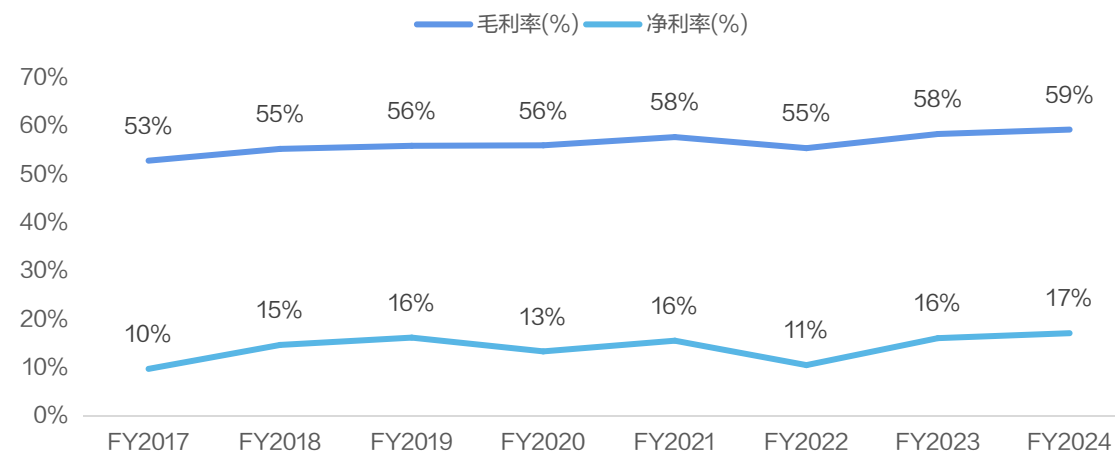
各地区营收占比（%）：FY2024中国大陆占比13%，较上年+3pct



各地区营收同比增速（%）：FY2024中国大陆同比+41%，美国+2%



毛利率及净利率（%）：FY2024毛利率59%，较上年+0.9pct



注：会计年结日为2月2日。

Puma: 品牌定位模糊致高端化转型不及预期, 成本效率计划或削弱品牌增长动能

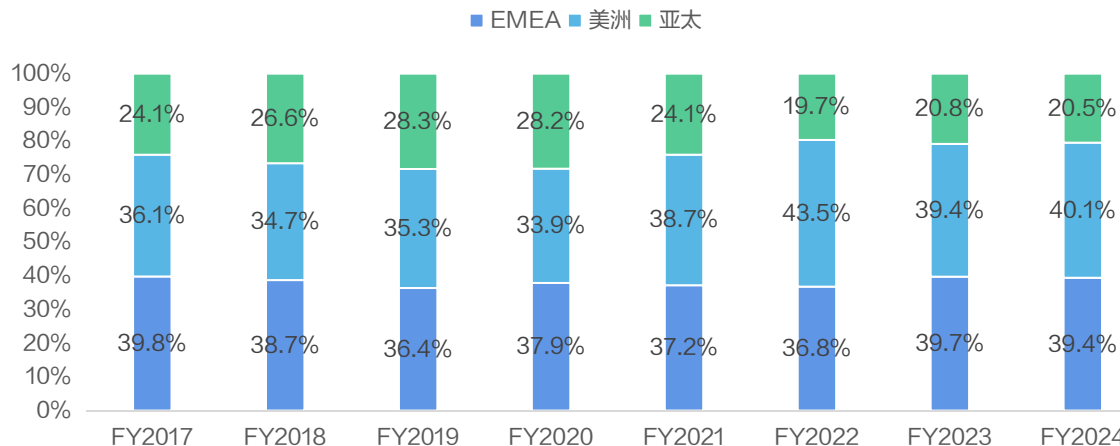
□ Puma面临增收不增利困境, 预计FY2025销售额同比低至中位数增长。

- FY2024 Puma销售额按固定汇率同比+4.4%至88.17亿欧元; 净利润同比-7.6%至2.82亿欧元, 同比下降主因报告期内净利息支出和非控股权益的增加。公司预计FY2025销售额按固定汇率同比低至中位数增长, 息税前利润4.45-5.25亿欧元, 低于FY2024水平; 且受中国大陆和美国需求疲软影响, 预计FY2025Q1营收同比增速将低于上年同期。

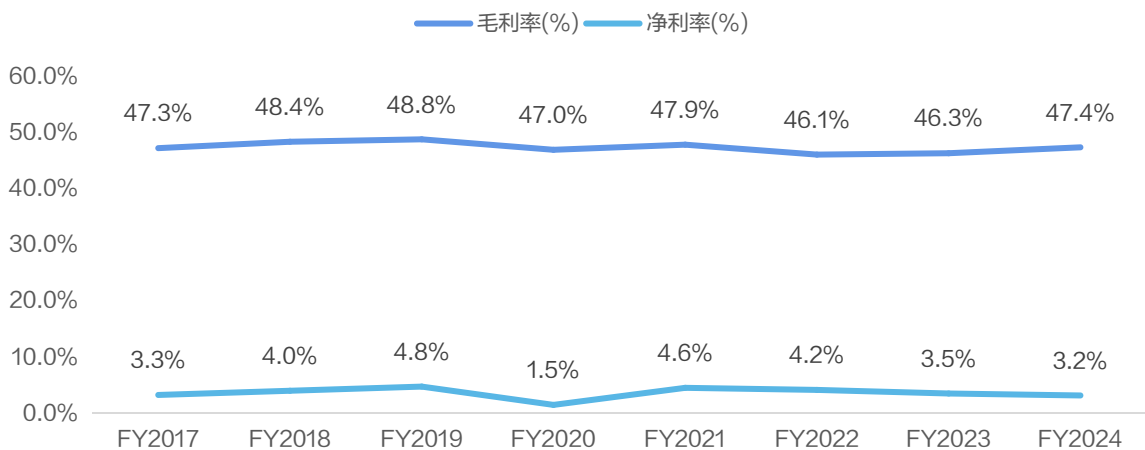
□ 品牌定位模糊致高端化转型不及预期, 成本效率计划或削弱品牌增长动能。

- Puma营销策略兼顾专业运动与潮流时尚, 品牌定位模糊, 且在两个赛道均未形成强势护城河, 导致其高端化战略推进受阻。
- Puma于2025年2月启动“Nextlevel”成本效率计划, 目标在2027年将息税前利润率提升至8.5%。考虑到目前Nike增长疲软释放市场空间, 运动鞋服品牌竞争激烈, 成本削减措施或削弱Puma产品曝光度与渠道扩张动能, 进一步压缩其市场份额。

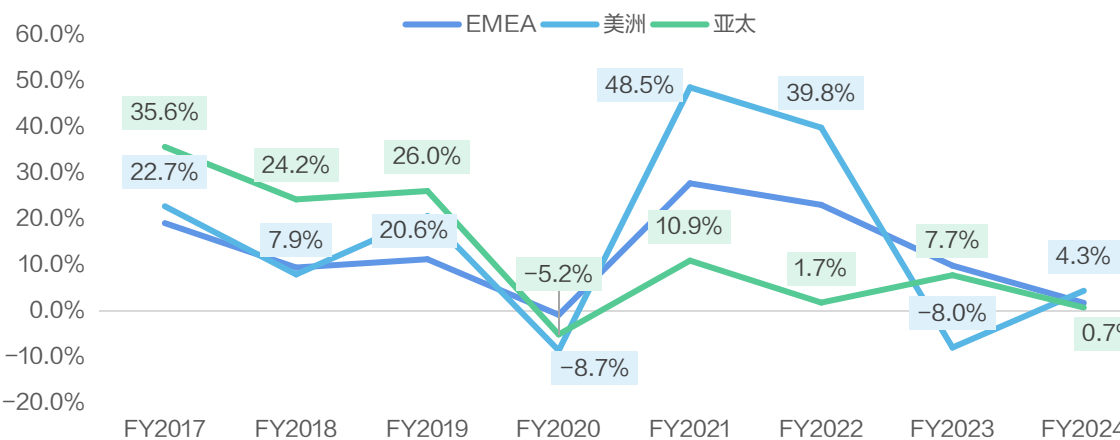
各地区销售额占比(%) : FY2024亚太占比20.5%, 较上年-0.3pct



毛利率及净利率(%) : FY2024毛利率47.4%, 较上年+1.1pct



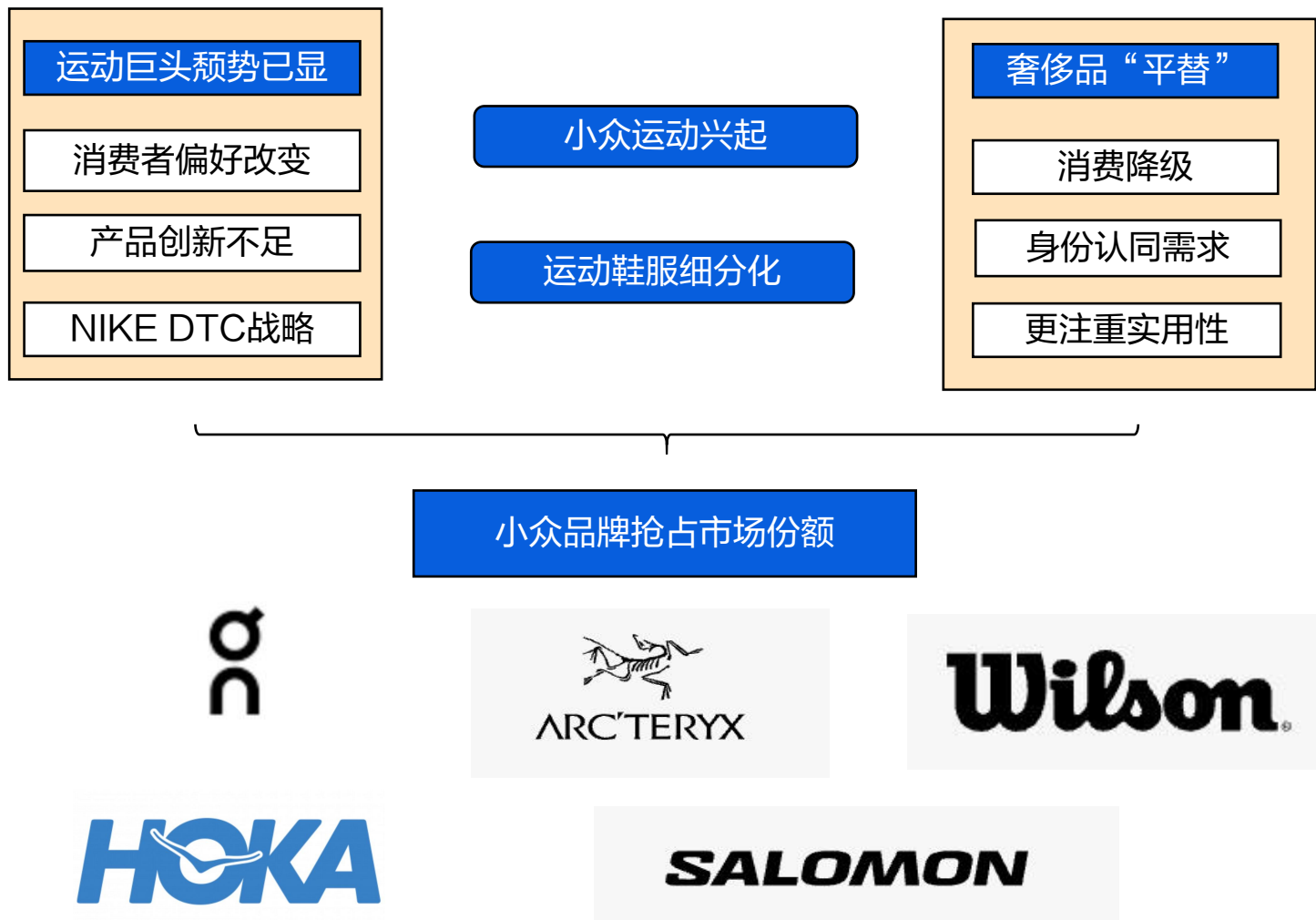
各地区销售额同比增速(%) : FY2024亚太同比+0.7%, 美洲同比+4.3%



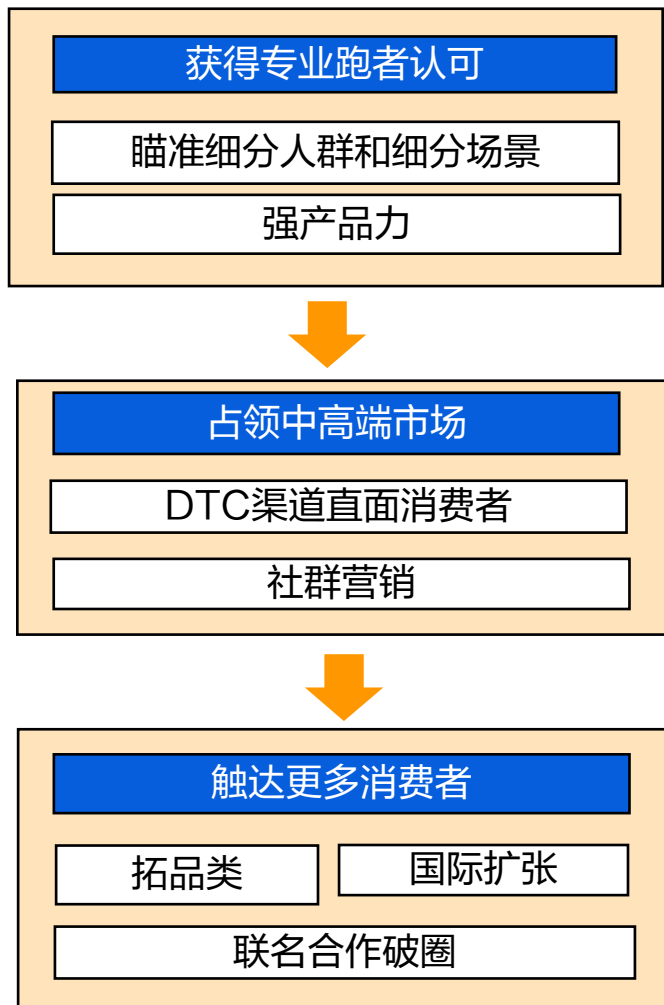
注: 会计年结日为12月31日。

小众运动品牌：兼具性能与“身份认同感”

运动鞋服市场：小众品牌冲击传统运动巨头，打破维持多年的竞争格局



小众品牌：深耕垂直领域，建立品牌知名度，后扩展至更广泛受众



折扣率：HOKA和ON较同行折扣力度更小，有效维持品牌力

- 根据各品牌官网（2025/4/11），HOKA与ON相较同行折扣力度更小，能够维持其专业跑鞋的品牌力度与形象。对比HOKA、ON、Salomon以及Nike的官网折扣商品来看，HOKA和ON折扣力度较小，分别为78.5%以及73.0%，Salomon为70.5%，Nike为64.4%。

HOKA打折商品折扣率

名称	原价(\$)	折后价	折扣率
Mach 6	140	112	80.0%
Mafate Speed 2	170	135.99	80.0%
Transport X	200	159.99	80.0%
Skyline-Float X	175	139.99	80.0%
Kaha 2 GTX	240	167.99	70.0%
Clifton L	150	111.99	75.0%
Restore TC	110	87.99	80.0%
Solimar	125	100	80.0%
Challenger 7	145	116	80.0%
Speedgoat 6	155	123.99	80.0%
整体折扣率均值			78.5%

ON打折商品折扣率

名称	原价(\$)	折后价	折扣率
Cloud 5	137.50	110	80.0%
Cloudmonster	168.75	135	80.0%
Cloudaway	133.34	80	60.0%
Cloudeasy	125	75	60.0%
Cloud X 3 AD	150	105	70.0%
Cloud 5 Coast	150	105	70.0%
Cloud 5 Waterproof	168.75	135	80.0%
Cloudtilt	157.14	110	70.0%
Cloud 5 Coast	150	120	80.0%
Cloudmonster NYC	187.5	150	80.0%
整体折扣率均值			73.0%

Nike打折商品折扣率

名称	原价(\$)	折后价	折扣率
Giannis Immortality 4	85	59.97	71.0%
Air Max 1 Essential	140	91.97	66.0%
Free Metcon 6	120	83.97	70.0%
Revolution 7	70	48.97	70.0%
Air Max SC	90	63.97	72.0%
Dunk Low Retro Premium	125	81.97	66.0%
KD Trey 5 X	100	50.97	51.0%
Oregon Nike Air Max Solo	110	66.97	61.0%
Air Max 1 '86 OG G	160	88.97	56.0%
Texas Nike Air Max Solo	110	66.97	61.0%
整体折扣率均值			64.4%

Salomon打折商品折扣率

名称	原价(\$)	折后价	折扣率
S/LAB GENESIS	200	150	75.0%
SPEEDCROSS 6	145	101.5	70.0%
X ULTRA 360 EDGE	135	101.25	75.0%
GENESIS	150	112.5	75.0%
X ULTRA 360	125	93.75	75.0%
RX MOC 3.0	110	66	60.0%
OUTWAY CLIMASALOMON™ WATERPROOF	65	48.75	75.00%
ULTRA GLIDE 2	150	97.5	65.0%
THUNDERCROSS	140	105	75.0%
XT-PATHWAY	130	78	60.0%
整体折扣率均值			70.5%

注：数据采集日期为2025年4月11日。

供应商分布：Tier 1 鞋类供应商主要位于越南，中国多为服装配饰供应商

ON Tier 1 Supplier: 鞋类产品供应商集中于越南，中国均为配饰供应商

Tier 1 Supplier 数量	供应产品类型
中国	3 配饰成品 (3)
越南	22 鞋类成品 (11)、服装成品 (10)，配饰成品 (1)
印度尼西亚	2 鞋类成品 (1)，配饰成品 (1)
葡萄牙	1 服装成品 (1)
斯洛文尼亚	1 配饰成品 (1)
土耳其	4 样品开发 (2)，服装成品 (2)

Deckers Tier 1 Supplier: 鞋类供应商集中在越南，服装和配饰类供应商集中在中国

Tier 1 Supplier 数量	鞋类	服装和配饰
中国	3	13
越南	14	2
菲律宾	1	/
马来西亚	/	1
柬埔寨	2	/
多明尼加共和国	1	/
泰国	1	/
印度尼西亚	1	3

Amer主要成品供应商：约4/5的产品外包生产，其中产能约1/3来自中国大陆，约1/2来自亚太其他地区，其余来自欧洲和美洲

Outdoor 数量 Supplier	Ball Spo 数量 Supplier	合计	
中国大陆	54	41	95
越南	37	22	59
孟加拉国	8	3	11
中国台湾	7	6	13
印度尼西亚	5	3	8
其他地区	23	13	36

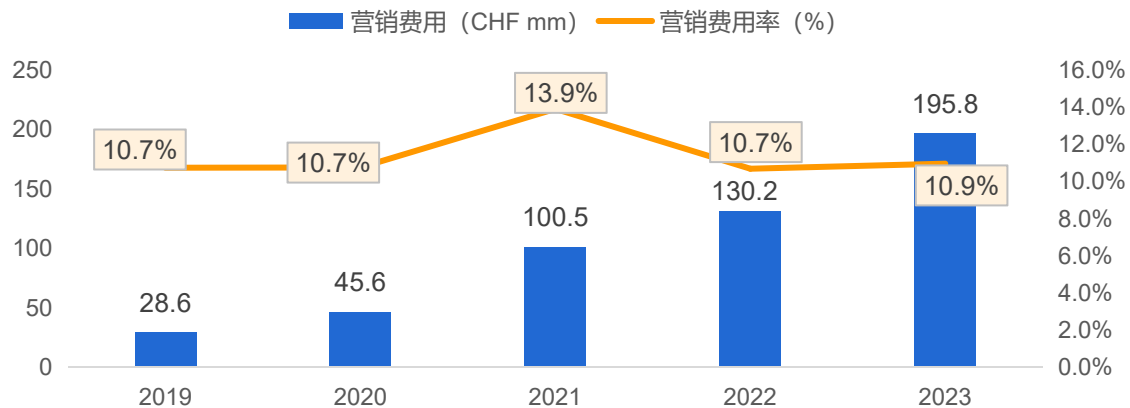
Deckers Tier 2 Supplier: 中国大陆供应商占55%，越南占30%

Tier 2 Supplier 数量	占总数比重
中国大陆	125 55.1%
中国台湾	18 7.9%
越南	68 30.0%
韩国、德国、澳大利亚、印度、意大利、英国、美国	均为1 合计3.1%
德国	1 0.4%
柬埔寨	3 1.3%
印度尼西亚	5 2.2%

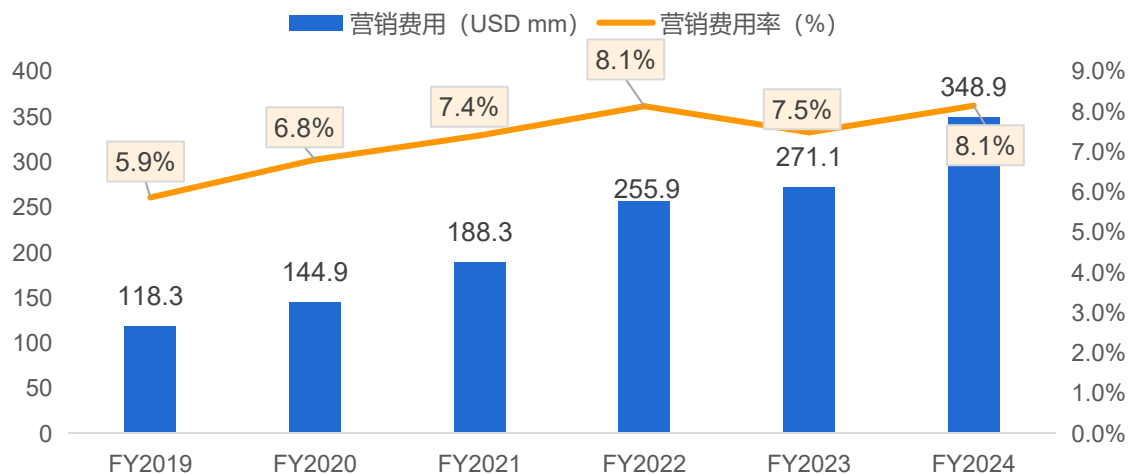
注：ON供应商数据截至2024年6月，Deckers供应商数据截至2024年4月，Amer供应商数据截至2024年2月。

营销费用：DECK持续加大营销投入，专业人群认可度高

ON：营销费用率稳定，2021年数字获客及活动投入增加至费用率高增



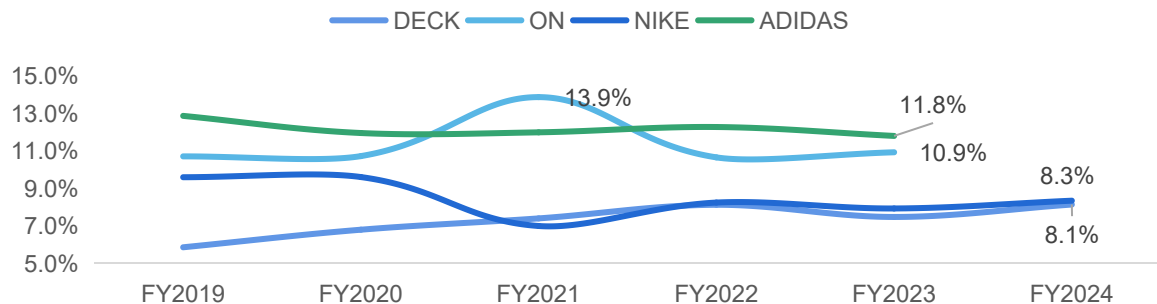
DECK：FY2024营销费用率8.1%，较FY2019上升2.2pct



注：DECK会计年结日为3月31日，NIKE为5月31日，其余为12月31日。

公司	营销费用报表口径
DECK	Advertising, Marketing, and Promotion Expenses
ON	Marketing Expenses
NIKE	Demand creation expense
ADIDAS	Marketing and point-of-sale Expenses

各品牌营销费用率：ON费用率处行业高位，DECK与NIKE费用率相近



2022年UTMB赛事：各品牌穿着率

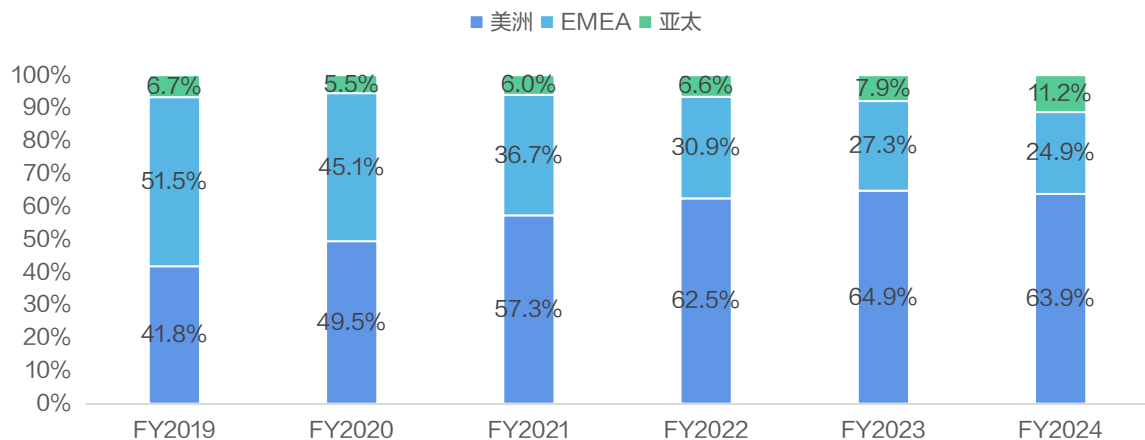
品牌	占比
HOKA	44.4%
ALTRA	8.6%
NEW BALANCE	7.4%
SALOMON	7.4%
MERRELL	6.2%
LA SPORTIVA	4.9%
ASICS	3.7%
EVADICT	3.7%
NNORMAL	3.7%
BROOKS	2.5%
TOPO ATHLETIC	2.5%
NIKE	1.2%
SCARPA	1.2%

2023年360° THE CHALLENGE：各品牌穿着率

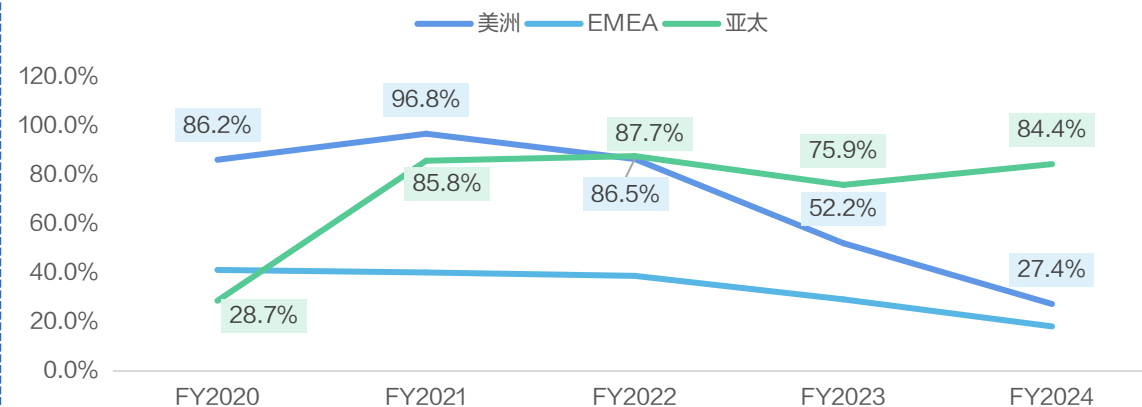
品牌	占比
HOKA	33.9%
SALOMON	19.6%
LA SPORTIVA	7.4%
ALTRA	7.2%
BROOKS	4.6%
SAUCONY	3.7%
NEW BALANCE	2.9%
INOV-8	2.7%
ASICS	2.5%
THE NORTH FACE	2.5%
EVADICT	2.0%
NIKE	1.9%
SCOTT	1.7%

ON: FY24亚太销售额同比+84.4%，连续四年维持高增长

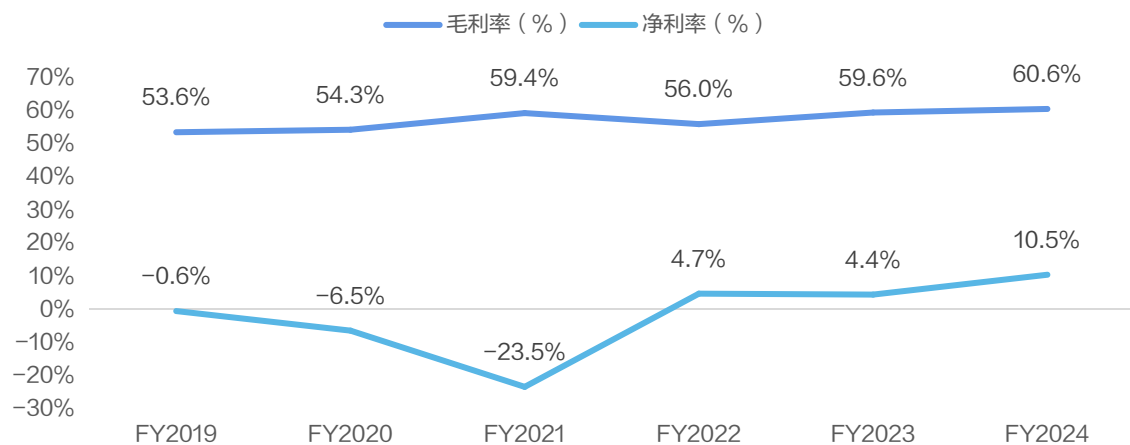
各地区销售额占比(%)：FY2024亚太占比11.2%，较上年+3.3pct



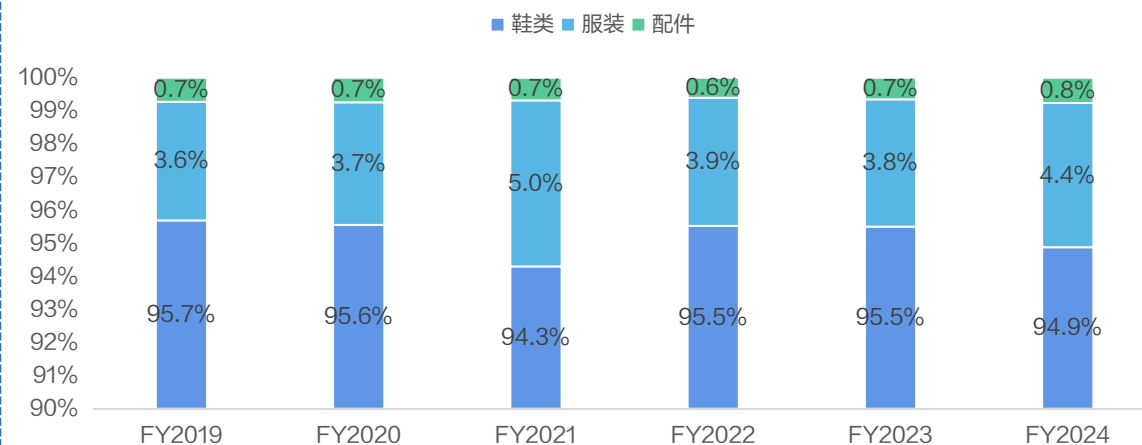
各地区销售额同比增速(%)：FY2024亚太同比+84.4%，美洲及EMEA增速放缓



毛利率及净利率(%)：FY2024毛利率60.6%，较上年+1pct

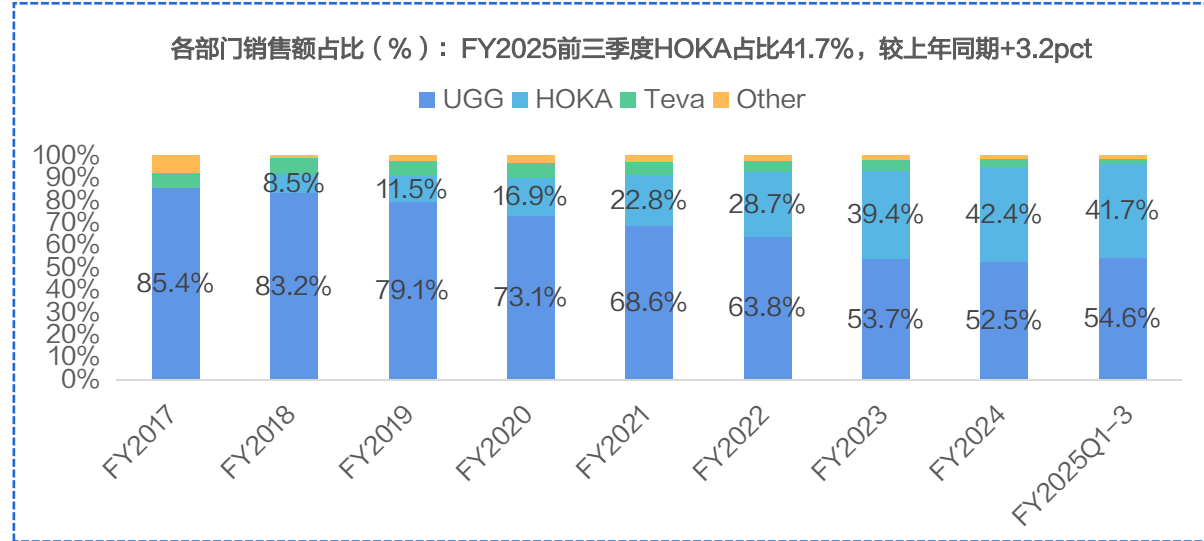
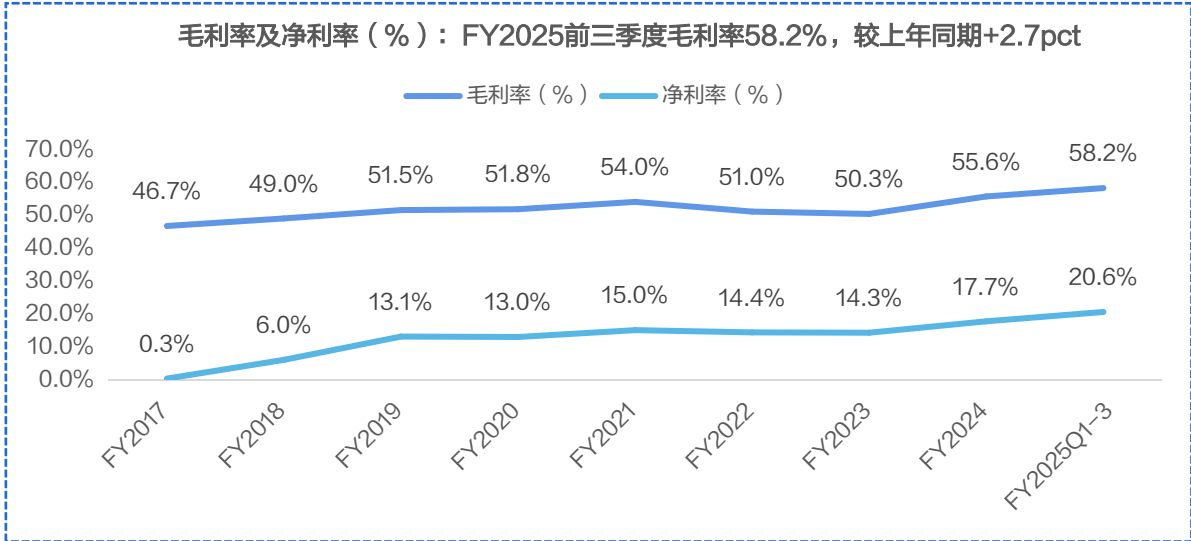
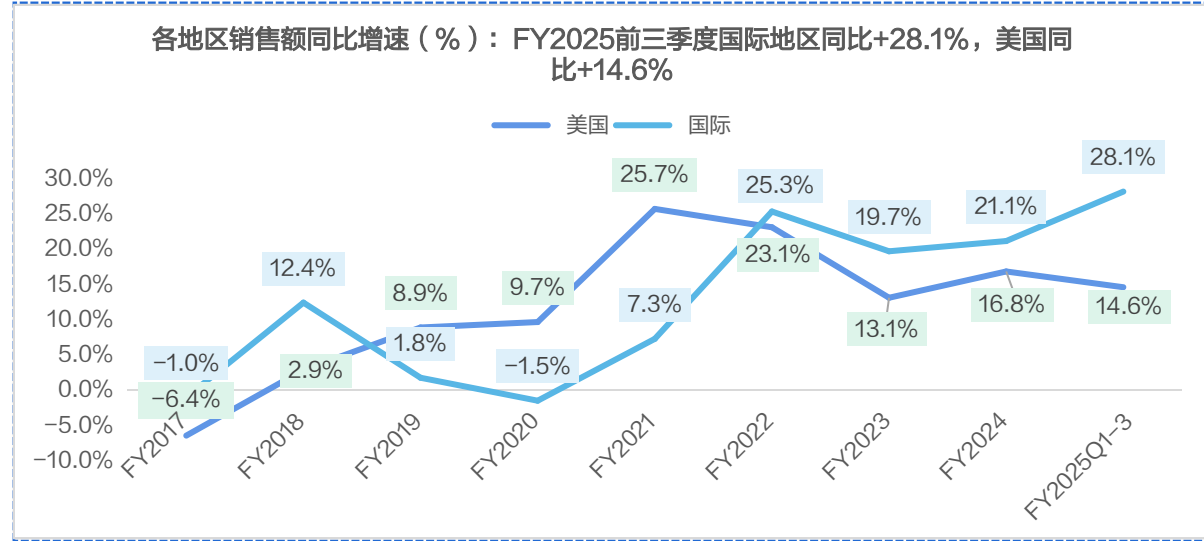
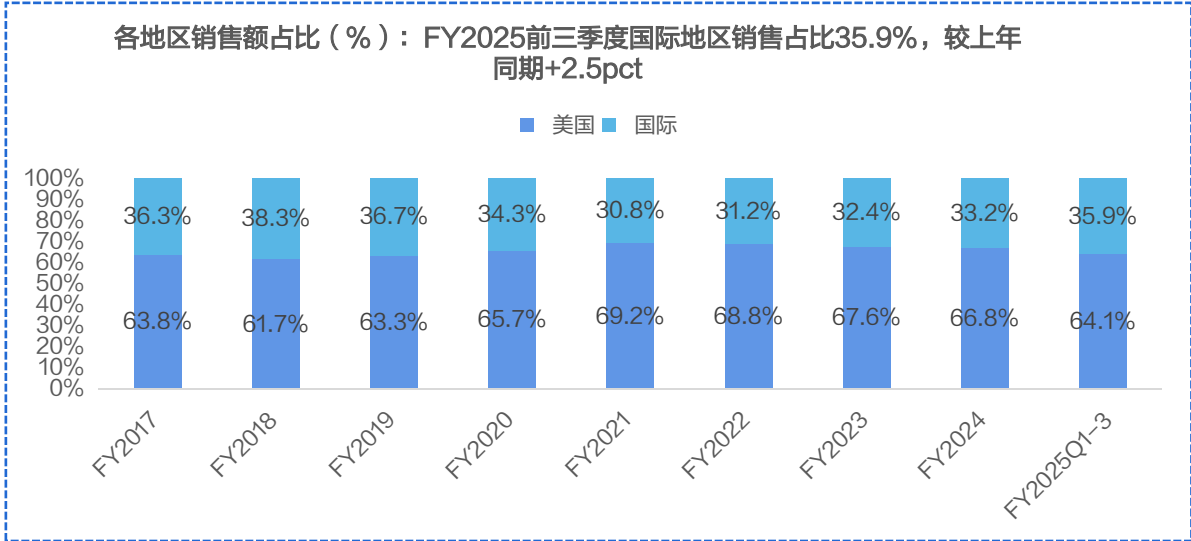


各部门销售额占比(%)：FY2024鞋类占比94.9%，较上年-0.6pct



注：会计年结日为12月31日，图表中FY2019-2021“美洲”为北美数据，“EMEA”为欧洲+其他国家数据。

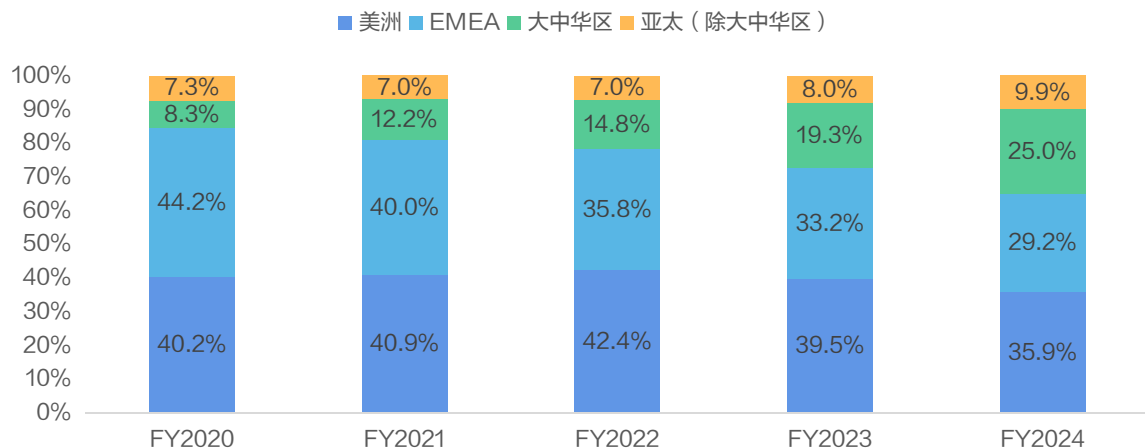
DECK: FY25前三季度国际地区销售额同比+28.1%，利润率稳步提升



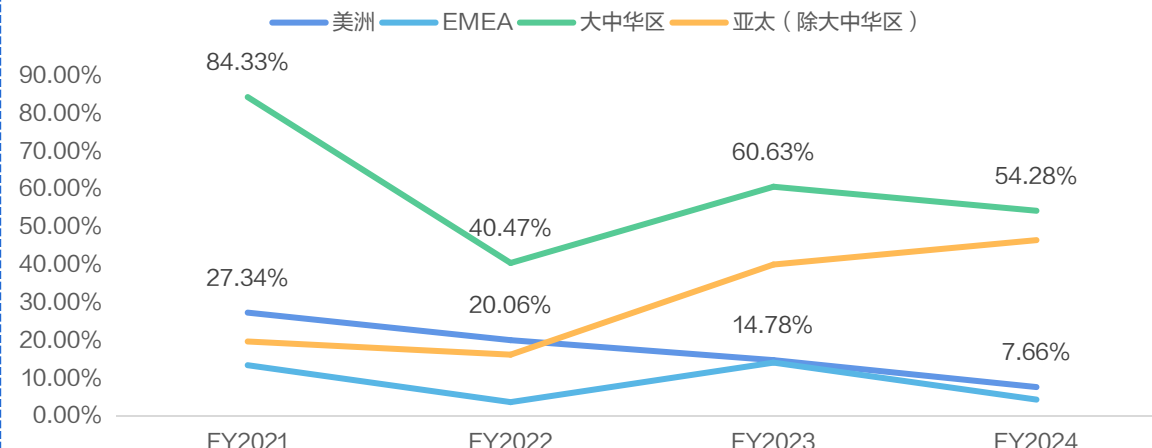
注：会计年结日为3月31日。

Amer: FY24大中华区销售额同比+54%，占比+5.8pct

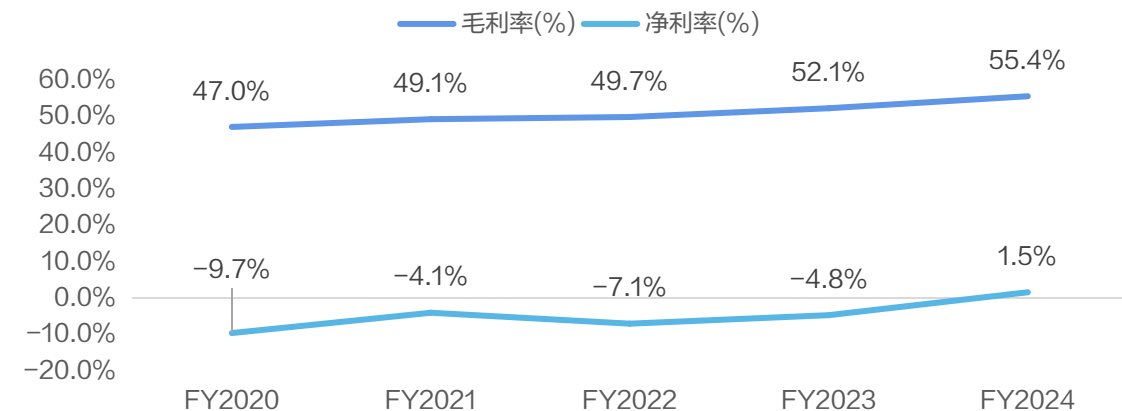
各地区销售额占比(%)：FY2024大中华区占比25%，较上年+5.8pct



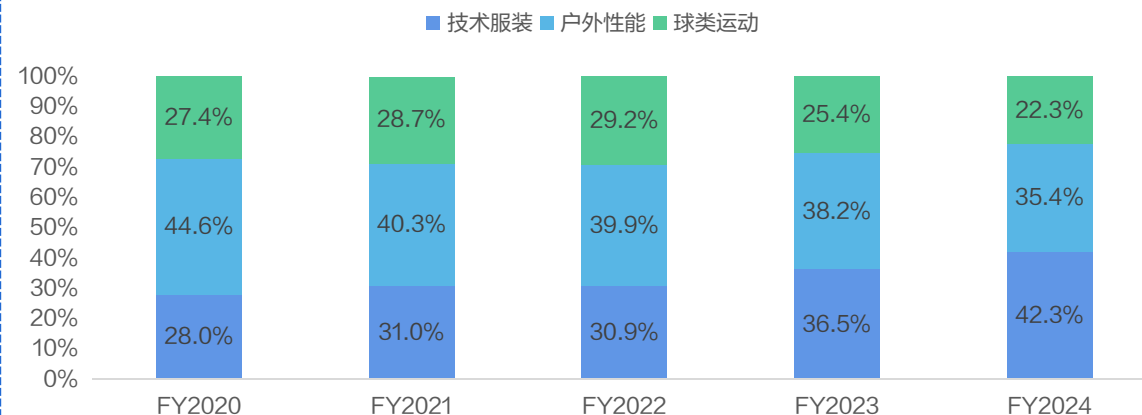
各地区销售额同比增速(%)：FY2024大中华区同比+54.28%，美洲+7.66%



毛利率及净利率(%)：FY2024毛利率55.4%，较上年+3.3pct



各部门销售额占比(%)：FY2024始祖鸟所在技术服装部门占比42.3%，较上年+5.9pct

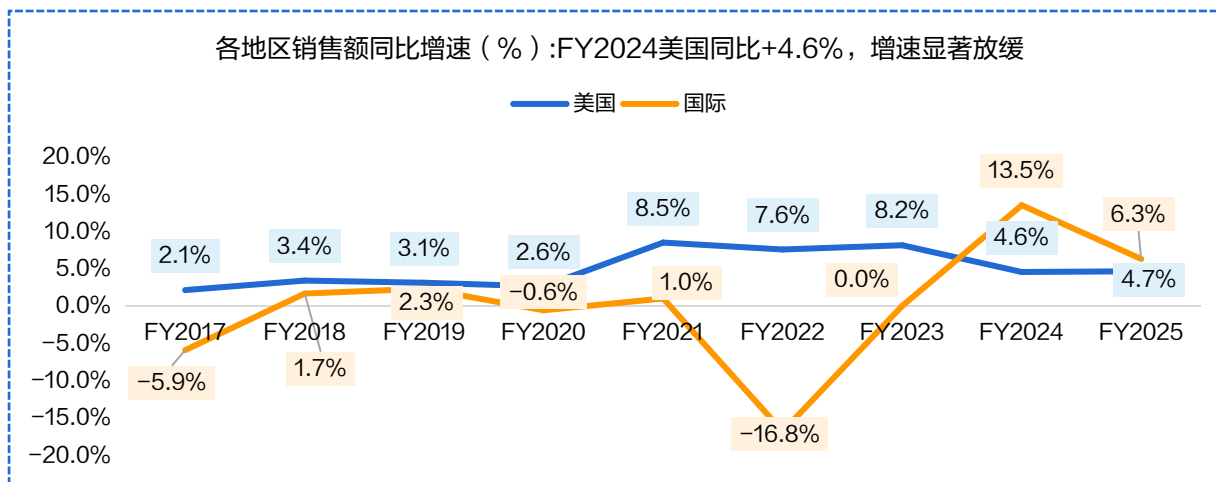
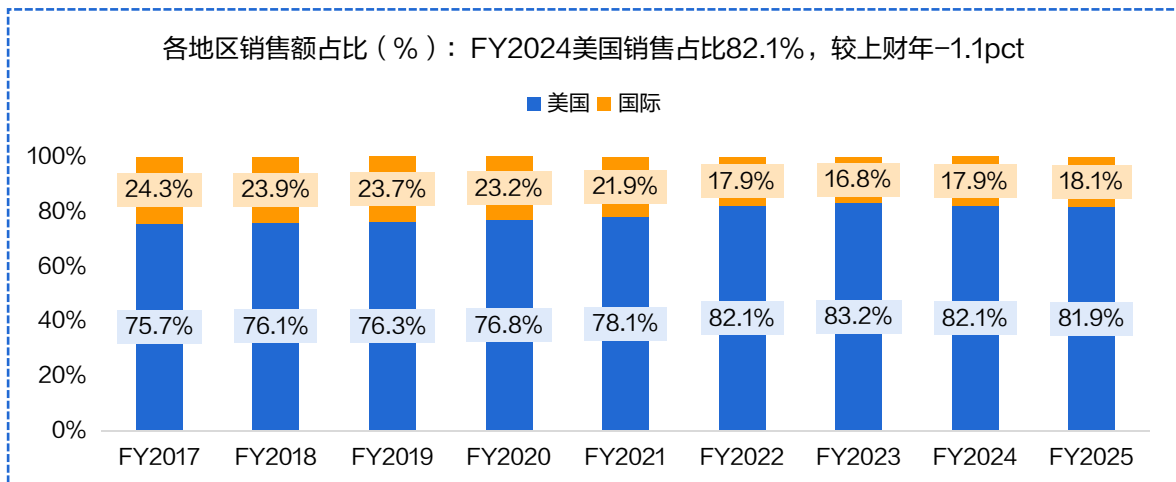
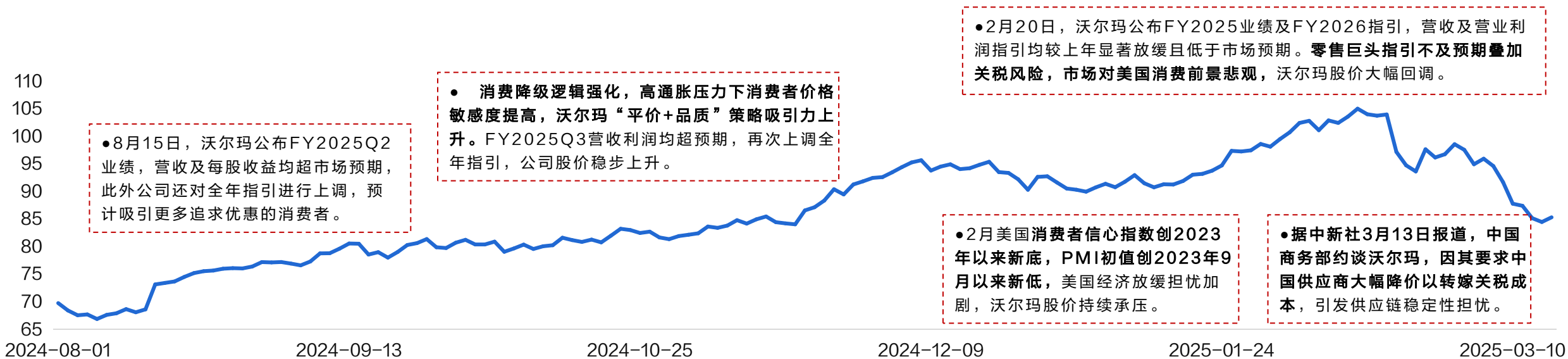


注：会计年结日为12月31日。

零售行业

沃尔玛：经济放缓担忧叠加关税风险，股价一度承压

沃尔玛股价复盘（美元）：2024年消费降级逻辑下股价稳步上升，2025年2月20日起，因指引疲软+经济放缓担忧+关税风险，股价承压



注：会计年结日为1月31日。

Costco: 会员制护城河, 抗风险能力强

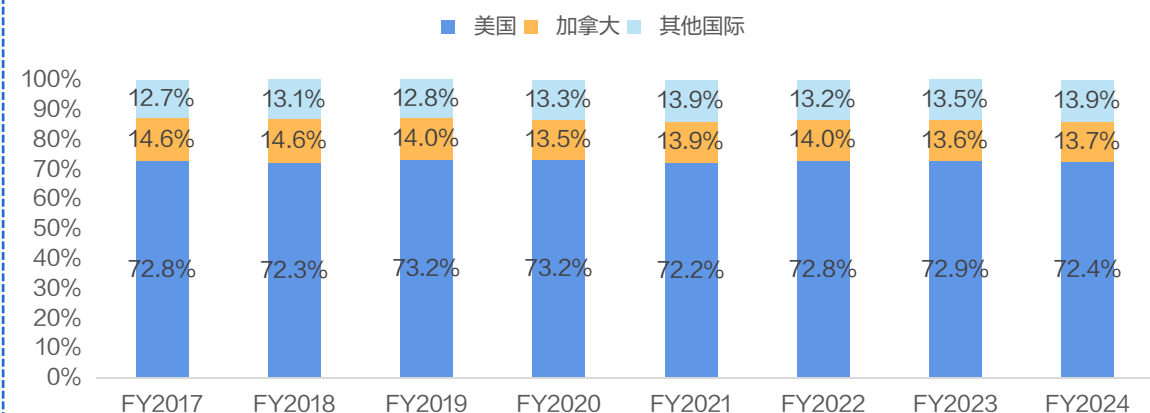
会员费为主要利润来源, 会员黏性高, 上调会员费后续费率仍保持高位

- 不同于大部分零售商依靠商品销售获利为主的模式, Costco会员费为核心利润来源 (FY25Q2会员费占净利润比重为66.7%), 故其可以以远低于同行的商品加价率销售产品, 以高性价比及完善会员福利维持客户忠诚度。
- 为应对供应链成本上升及通胀压力, 2024年9月Costco进行自2017年以来首次会员费上调, 调价后FY25Q2付费会员数同比+6.8%, 全球会员续费率90.5%, 美国/加拿大续费率高达93%, 高级会员占销售额比重持续提升至73.8%, 显示出会员的高黏性。

2024年9月Costco会员费调价表

	Old Fee	New Fee
Gold Star	\$60	\$65
Business	\$60	\$65
Business Add-on/Affiliate	\$60	\$65
*Executive	\$120	\$130

各地区销售额占比 (%) : FY2024美国占比72.4%, 较上年-0.5pct



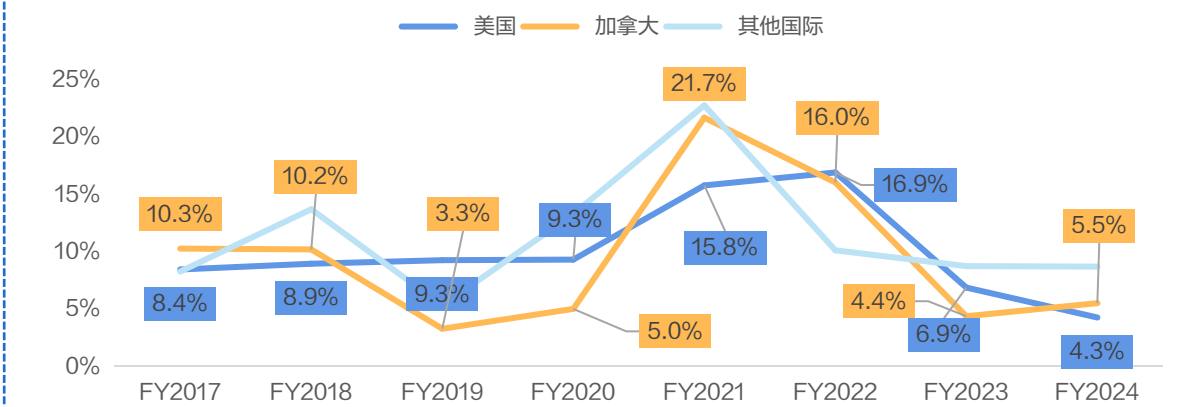
严选模式与零售电商错位竞争, 大幅降低运营成本, 提高商品周转率

- Costco采用严选模式, SKU数量远低于其他传统零售商。在传统零售时代, 沃尔玛曾凭借everything store脱颖而出; 但在互联网时代, 传统零售无法依赖“大而全”模式与零售电商进行竞争, 相反严选模式可以为客户提供良好的产品过滤服务, 节省用户购物时间。同时较低的sku也大幅降低Costco运营成本, 提高产品周转率。

	SKU	SG&A费用率	库存周转率	毛利率	净利率
Costco	约4000个	9.1%	12.60	12.6%	2.9%
沃尔玛	超140000个	20.7%	9.19	24.9%	2.5%
Target	超80000个	20.6%	6.21	28.2%	3.8%

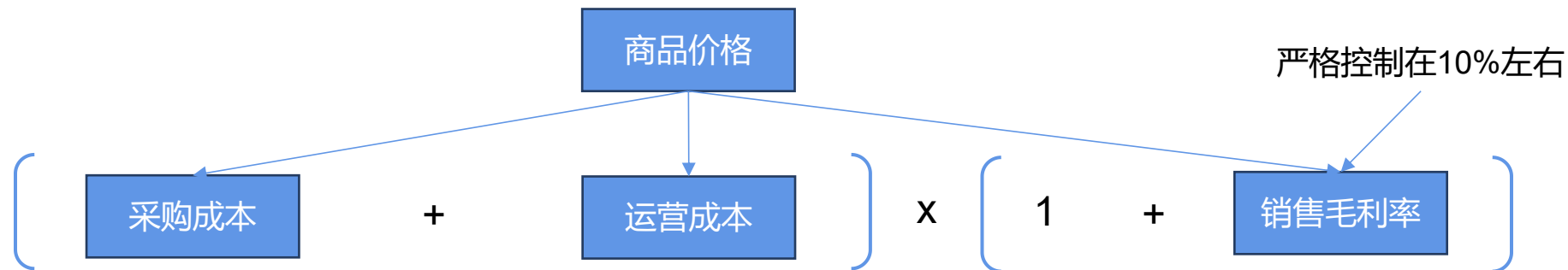
注: Costco库存周转率、SG&A费用率、净利率、毛利率为FY2024年数据, Target及沃尔玛为FY2025年数据。

各地区销售额同比增速 (%) : FY2024美国同比+4.3%, 较上年增速放缓



注: Costco会计年结日为9月1日, Target为2月1日, 沃尔玛为1月31日。

商品价格构成：Costco商品低价主要源自于低成本与低毛利率

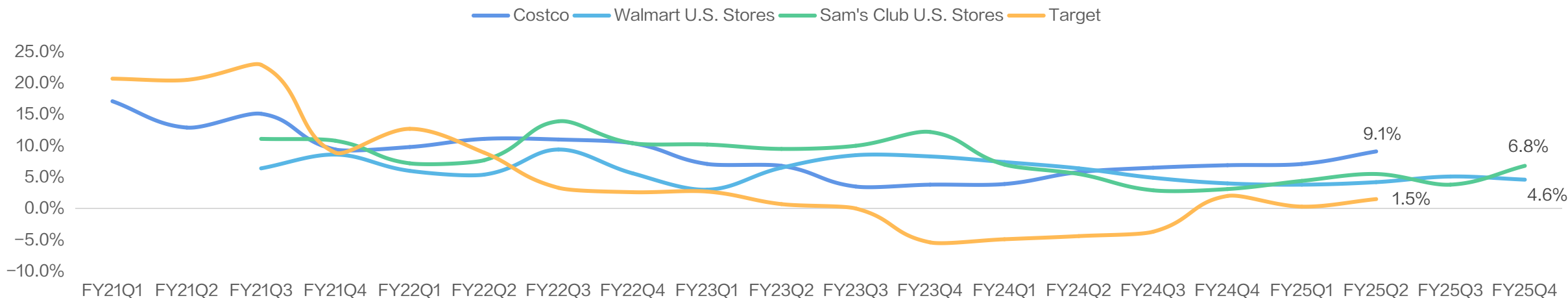


同品类产品价格对比 (数据截至2023年12月28日)：Costco在食品类具有明显价格优势

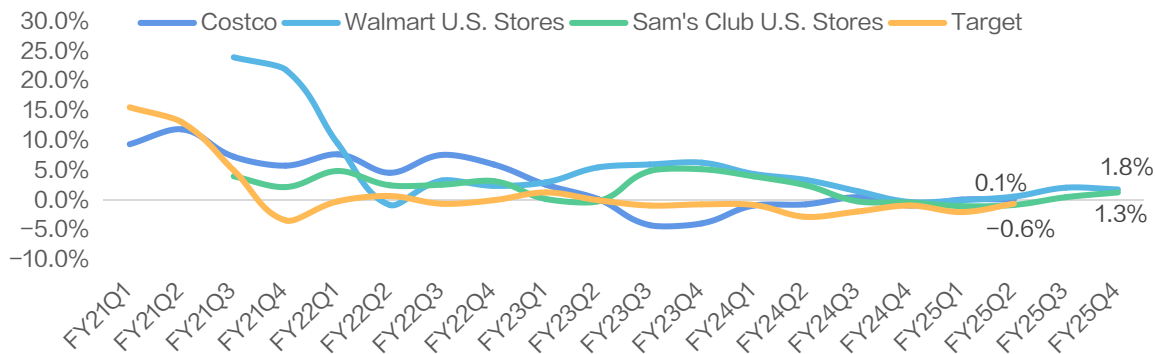
商品类别	Costco价格(\$)	Walmart价格(\$)	Target价格(\$)	低于Walmart	低于Target
Jif Peanut Butter花生酱/oz	0.15	0.26	0.21	-43.4%	-31.2%
Pure Protein蛋白棒	1.22	1.37	1.42	-11.4%	-14.0%
Quaker燕麦片/lb	1.50	2.55	2.28	-41.2%	-34.3%
Cheerios燕麦圈/oz	0.25	0.27	0.45	-10.4%	-45.2%
Palmolive洗碗液/oz	0.11	0.12	0.11	-10.0%	-5.6%
Softsoap洗手液/oz	0.08	0.12	0.12	-32.0%	-32.2%
Quest Chips薯片	0.23	0.32	0.56	-29.5%	-59.3%
Folgers Coffee咖啡/oz	0.30	0.40	0.39	-26.1%	-24.3%
Tide洗衣凝珠/个	0.28	0.43	0.35	-35.0%	-21.1%
Scotch Brite清洁海绵/个	0.77	0.95	1.03	-18.9%	-25.4%

同店量价拆分：Costco客流稳步增长，FY25Q2美国客单价同比+2.6%

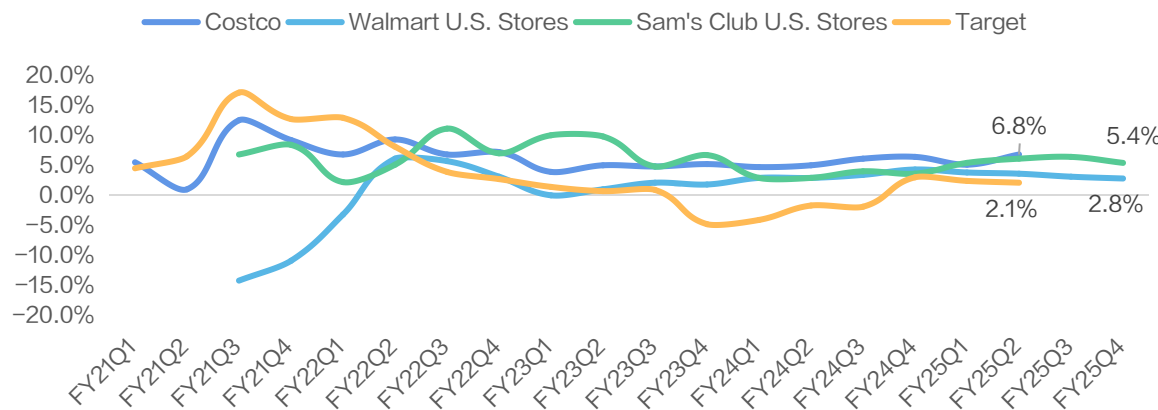
同店销售额同比变化：FY25Q2 Costco同店销售额同比+9.1%，Target中端定位受挤压，同店表现逊于同行



客单价同比变化：FY25Q2 Costco同比+0.1%，其中美国同比+2.6%，消费通胀压力或加剧



客流量同比变化：Costco客流量稳步增长，FY25Q2同比+6.8%，其中美国同比+5.6%，Walmart增速连续四季度放缓



注：Costco会计年结日为9月1日，Target为2月1日，沃尔玛为1月31日。

DEI立场不同：Target取消DEI后部分客流转移到Costco

何为DEI政策：多元化（Diversity）、公平（Equity）和包容（Inclusion），简称DEI，最初源于1960年代美国开展的民权运动，旨在推动不同种族、性别和社会背景群体在教育、职场等领域获得公平的机会。

特朗普发布反DEI行政命令：拜登2020年入主白宫后，投入大量联邦资金扩展DEI政策，使得政府、军队、高校和企业纷纷设立DEI部门，通过划分群体的方式招聘和招生。特朗普则持相反立场，就职首日禁止DEI，抨击它“按种族划分美国人，浪费纳税人的钱，并导致可耻的歧视”，其打破DEI的行动得到了众多大企业和联邦机构的响应，Meta和Alphabet等互联网巨头先后放弃DEI计划。

特朗普取消DEI后各零售商态度及对客流的影响

沃尔玛及Target均取消DEI，Costco坚持多元化：

沃尔玛在竞选结果公布前就宣布取消DEI政策，Target在2025年1月24日亦宣布终止DEI，Costco则坚持DEI。

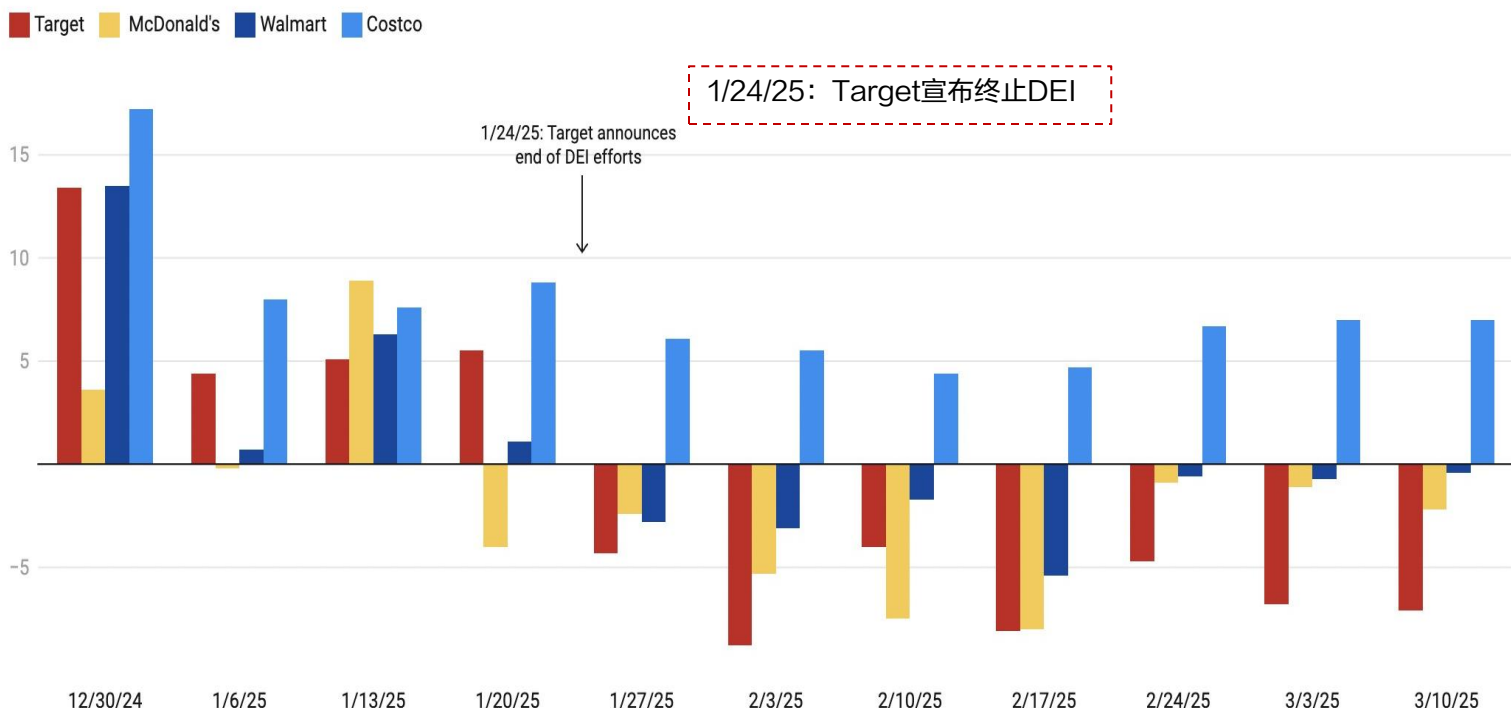
部分客流从Target转向Costco，以黑人和西班牙裔/拉丁裔家庭为主：据 Placer.ai，Target 3月10日当周客流量同比下降7.1%，沃尔玛同比下降0.4%。部分重视DEI的客户从Target转向Costco，这种转变在黑人和西班牙裔/拉丁裔家庭中最为明显。

同样取消DEI，为何沃尔玛表现较Target更稳健：

Costco和Target长期将企业社会责任作为其品牌形象的重要组成部分，沃尔玛则并不强调这方面。据 Numerator 统计，经常去Target的顾客比经常去沃尔玛购物的顾客更关心DEI和社会公正问题。

12/30/24开始的一周-3/10/25开始的一周各零售商客流量同比变化（%）

导致客流量变化因素多样，DEI仅为可能的影响因素之一



关税策略

部分美股消费公司关税策略解读：多元化供应链政策为主

公司	业绩会日期	最新财季业绩会关税相关内容
Lowe's	26-Feb-25	并未明确纳入业绩指引。面对不确定性，已针对已颁布的关税采取行动，持续密切关注。
Walmart	20-Feb-25	没有直接提及关税影响，预计2025年通胀率正常，食品杂货和日用百货商品通胀率约1%-2%。
Costco Wholesale	6-Mar-25	目标是将相关成本增加对会员的影响降至最低。约三分之一的美国销售额来自进口商品，其中不到一半来自中国、墨西哥和加拿大。将继续凭借全球购买力、强大的供应商关系和创新来应对这一挑战。
Target Corporation	4-Mar-25	致力于生产国多元化，一直在将生产从中国转移到世界其他地区，比如亚洲其他国家以及西半球。不确定关税连锁反应是否会影响消费者需求，这也是指引宽泛的原因。自有品牌中国采购比例已从2017年的约60%降至30%左右，计划在明年年底前降至25%以下（比原计划提前4年实现这一目标）。
O'Reilly Automotive	6-Feb-25	关税影响不考虑在全年指引内。目前约25%-26%零部件从中国采购，墨西哥占比百分之十几高端，加拿大占比低个位数。自有品牌收入占比超50%，管理自有品牌组合使其有能力从多个供应商、多个原产国采购，并根据形势变化做出调整。
AutoZone	4-Mar-25	公司此前已努力将采购多元化，将通过供应商协商、多元化采购、定价调整等方式维持利润率，且公司业务需求相对刚性，受关税影响有限。
Williams-Sonoma	20-Nov-24	受关税影响不确定，已将中国采购占比从50%降至25%。将依情况调整采购策略，可能通过转移产地、前装货物、与供应商协商及合理让消费者承担部分成本等方式应对。
RH	12-Dec-24	预计2025年关税对利润率影响不大，过去几年已逐步减少从中国采购，计划Q2末完全停止从中国采购，并调整墨西哥采购策略，重新布局以保障供应链稳定。
Academy Sports and Outdoors	10-Dec-24	自有品牌的销售额约占总业务的21%，过去几年稳步使供应商多元化，从中国采购比例约为50%（2019年70%以上），没有从墨西哥或加拿大采购，即大约有10%业务面临关税风险。将加快收货，并与品牌商共同应对，保障盈利与服务。
Dick's Sporting Goods	11-Mar-25	指引没有考虑关税政策变化。过去几年自有品牌与合作品牌均进行多元化采购布局，未来将灵活应对。墨西哥和加拿大关税变化的影响可以忽略不计，自有品牌采购已大幅减少对中国的依赖。
Floor & Decor	20-Feb-25	过去五年积极实现供应链多元化。2024财年中国生产产品占比约为18%（2023财年约25%，2018财年约50%），其中Q4为16%，预计未来将继续降低对中国依赖；加拿大和墨西哥占比较低。美国是最大制造国，在2024财年约占27%（2018财年约20%）。后续将通过与供应商协商、拓展采购地、合理提价等方式应对。
Dollar Tree	4-Dec-24	预计关税影响不确定，曾通过与供应商协商、调整产品规格/包装尺寸以及剔除不经济的产品项目以缓解影响，此次仍将采用类似策略。
Wayfair	20-Feb-25	供应链一直在实现多元化，有来自多个地区的20000多家供应商。
Best Buy	4-Mar-25	中国和墨西哥是第一和第二大采购地，直接进口商品仅占总商品品类的2%-3%，预计全品类供应商将转嫁部分关税成本给零售商，从而导致美国消费者面临价格上涨。如果2月4日生效的针对中国商品的关税维持在10%左右，将对可比销售额产生大约1个百分点的负面影响（主要影响Q2-Q4）。
Five Below	4-Dec-24	通过与供应商协商、调整产品设计、采购多元化、提高价格等方法应对，Five Beyond和印度全球采购办公室也有助于降低关税影响。目前中国进口占比接近60%。

部分美股消费公司最新财年/季营收及指引

财年/财季	公司	货币单位	营收 (亿)	预期营收 (亿)	是否超预期	指引
FY2024	ON	CHF	23.18	23.06	beat	预计2025财年销售额29.4亿瑞士法郎 (按固定汇率, 力争全年同比+27%), 略低于市场预期的29.6亿瑞士法郎; 调整后EBITDA利润率17% - 17.5%, 略低于市场预期的17.5%。
FY2024	Amer	USD	51.83	51.28	beat	预计2025财年营收同比增长13%-15%, GPM 56.5%-57%, 摊薄EPS 0.64-0.69美元, 略低于市场预期的0.70美元; FY2025Q1营收同比增长14%-16%, GPM 56.5%-57%, OPM约11%-11.5%, 摊薄EPS 0.14-0.15美元, 不及市场预期的0.17美元。
FY2025Q1	Adidas	EUR	61.53	61.04	beat	预计2025财年公司销售额同比高个位数增长, 其中阿迪达斯品牌保持同比双位数增长; 营业利润17-18亿欧元。
FY2024	Puma	EUR	88.17	88.17	in line	预计2025财年销售额同比增长低至中个位数, 调整后息税前利润 5.2-6 亿欧元, 资本支出约为3亿欧元。
FY2205Q3	Deckers	USD	18.27	17.29	beat	2025财年销售额指引自48亿美元上调至49亿美元 (同比+15%); GPM自55%-55.5%上调57%及以上; OPM自20%-20.5%上调至22%; 摊薄EPS 自5.15-5.25美元上调至5.75-5.80美元。
FY2025Q3	Nike	USD	112.69	110.29	beat	预计2025财年Q4销售额同比降幅处于“15%左右区间”的低端, 该降幅超出市场预期的12.22%; 由于大力清理过剩库存和过时款式, 预计GPM同比下降4-5pct。
FY2025Q2	Costco	USD	637.23	630.02	beat	/
FY2025	沃尔玛	USD	6809.85	6807.01	beat	预计2026财年销售额同比增长3%-4%, 略低于市场预期的4%, 调整后EPS 2.5-2.6美元, 不及市场预期的2.77美元; 预计2026财年Q1调整后EPS 0.57-0.58美元, 不及市场预期的0.65美元。
FY2025	Dollar General	USD	406.12	405.47	beat	预计2026财年销售额同比增长3.4%-4.4%; 同店销售额同比增长1.2% - 2.2%, 低于市场预期; 摊薄EPS 5.10-5.80美元, 低于市场预期的5.85美元。
FY2025	Target	USD	1048.20	1049.90	miss	预计2026财年销售额同比增长约1%, 可比销售额同比持平, 低于市场预期的1.86%的同比增幅; 调整后 EPS 8.8-9.8美元, 符合市场预期; Q1受消费者不确定性和关税变化等因素影响, 利润或同比承压。
FY2025Q1	LVMH	EUR	203.11	211.39	miss	/
FY2025Q1	Kering	EUR	38.83	40.89	miss	/
FY2025Q1	爱马仕	EUR	41.29	41.57	miss	/
FY2025Q1	Prada	EUR	13.41	13.24	beat	/
FY2025Q3	Richemont	EUR	61.50	56.37	beat	/
FY2025Q3	Tapestry	USD	15.85	15.30	beat	2025财年营收指引自同比增3%上调至4%; Non-GAAP OPM 较上年+1pct; Non-GAAP EPS指引自4.85-4.90美元上调至5.00美元。

注: Nike会计年结日为5月31日, Deckers为3月31日, Tapestry为6月29日, Richemont为3月31日, Costco为9月1日, 沃尔玛和Dollar General为1月31日, Target为2月1日,其余为12月31日。

- **宏观环境风险**：突发公共卫生事件，线下销售受影响风险；
- **行业竞争风险**：行业竞争加剧，竞争格局恶化风险；
- **消费者偏好风险**：消费者喜好改变，产品销量不及预期风险；
- **供应链风险**：受突发事件影响，上游工厂关闭影响供应链带来的风险；
- **市场开拓及产品推广风险**：开拓新市场、新客户、推广新产品带来的不确定性风险；
- **重点关注公司业绩不达预期风险**：业绩不及市场及指引预期风险；
- **汇率风险**：外币汇率波动影响以外币结算的出口公司账面收益的风险；
- **测算偏差**；
- **贸易政策风险**。

海外消费&纺织服装小组介绍

马川琪，资深分析师，美国西北大学硕士，英国布里斯托大学学士。专注于大消费产业研究，全球视角。

廖小慧：分析师，复旦大学硕士，从事海外消费、纺服行业研究，全球视角。

刘毅：研究助理，香港中文大学硕士，西南财经大学学士，主要覆盖美股消费，全球视角。

丁婧欣：研究助理，伦敦国王学院硕士，主要覆盖港美股消费，全球视角。

分析师承诺

马川琪，本报告中的分析师均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，以勤勉的职业态度，独立，客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，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收取到任何形式的补偿。

国海证券投资评级标准

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深300指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深300指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深300指数。

股票投资评级

买入：相对沪深300 指数涨幅20%以上；

增持：相对沪深300 指数涨幅介于10%~20%之间；

中性：相对沪深300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深300 指数跌幅10%以上。

免责声明

本报告的风险等级定级为R4，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

风险提示

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

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。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

郑重声明

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。

国海证券 · 研究所 · 海外研究团队

心怀家国，洞悉四海



国海研究上海

上海市黄浦区绿地外滩中心C1栋
国海证券大厦

邮编：200023

电话：021-61981300

国海研究深圳

深圳市福田区竹子林四路光大银
行大厦28F

邮编：518041

电话：0755-83706353

国海研究北京

北京市海淀区西直门外大街168
号腾达大厦25F

邮编：100044

电话：010-88576597