

# 纺织服装

## 深度分析当下中国的“消费升级”与“消费降级”

证券研究报告

2018年09月10日

投资评级

行业评级

强于大市(维持评级)

上次评级

强于大市

作者

吕明

分析师

SAC 执业证书编号: S1110518040001

lvming@tfzq.com

郭彬

分析师

SAC 执业证书编号: S1110517120001

guobin@tfzq.com

于健

分析师

SAC 执业证书编号: S1110518090002

yujian@tfzq.com

行业走势图



资料来源: 贝格数据

相关报告

1 《纺织服装-行业研究周报:消费风险偏好依然较低,推荐业绩确定性强的低估值标的》 2018-09-09

2 《纺织服装-行业专题研究:行业中报平淡,挑选三季度超预期个股》 2018-09-06

3 《纺织服装-行业研究周报:中报披露完毕,消费风险偏好较低,推荐业绩确定性强的低估值标的》 2018-09-03

今年,市场对于消费升级与消费“降级”的争辩很多,我们认为低线城市仍在消费升级,而一二线城市表现了非常明显的消费“降级”。我们首先要定义何为低线与一二线城市,何为升级与降级。在研究消费品时,我们认为不应纯粹以行政级别划分几线城市,而应该以消费能力划分。其次,我们不应该以价格绝对高低来判断是升级还是降级,同时应该考虑消费者的边际价格变化,以及对品质的追求、购买频次等因素。

### 1) 一二线城市的消费“降级”:

在过去几年,消费者大多追求高品质、高格调、大品牌、甚至通过高价格来彰显自己的品味与格调。由此在那段时期,中国游客到日本疯抢马桶盖和电饭煲的新闻屡见不鲜。但近两年,我们明显的发现,消费者似乎更青睐去品牌化的产品和价格更低廉的产品。如今身边越来越多的朋友喜欢上了新国货,开始使用小米、名创优品、网易严选等高性价比产品;使用华为手机的同事越来越多,物美价廉的国产汽车也受到越来越多消费者的喜爱;NOME生活馆一开就火;我们在家里网购的时候会到不同的电商平台货比三家,没事儿还帮朋友在拼多多上砍价;相比于以往追求高价高质的产品,如今的我们似乎越来越节省了。

其实,我们认为这正是一二线城市的一种消费“降级”的现象。通过参考90年代的日本市场,我们认为我国中产阶级“M型”的消费结构愈见明显,即消费者的消费习惯向高性价比和奢侈化两极分化。在过去的十几年间,我国中产阶级群体迅速壮大,而生活压力和成本也在与日俱增,其中房贷支出对于消费者财富的挤出效应最为明显;同时一二线城市医疗、教育等方面的成本也在逐年提升;加之今年P2P暴雷,消费数据持续走弱的情况下,消费者的购买力受到限制,消费透支开始显现,消费者在产品选择上更青睐于低价的产品。

但“由奢入俭难”,在体验过高质量的产品之后,消费者不会由于价格降低而在产品品质和质量上做出妥协和让步,这时既具有低廉的价格又拥有高品质的产品将更容易受到青睐。若单纯从产品价格降低的角度来看,这确实是一种消费降级,但是消费者对于产品本身的品质并没有降低要求,只是显现出更为理性更为成熟的消费观念,对于产品的选择上也不再盲从,对于品牌溢价的支付上面更显谨慎,从这一角度来看,是另一种形式的消费升级。

### 2) 三四线城市的消费升级:

以此同时,在一些县城或农村地区,以往人们日常的首饰、被褥、服装、婚床等物品大多是找当地口碑较好的个体小店进行购买,但是如今电视广告中经常见到的品牌都已经进驻进来:买内衣可以在都市丽人的店中选购;“男人的衣柜”海澜之家的旗舰店也开在街边;选购首饰不再去当地的金店,而是选择大品牌周大生;同时消费者的消费频次开始提升,以往作为奖励,父母会每月带着小朋友去当地的汉堡店大吃一顿,如今闲逛时到肯德基、麦当劳买些小吃已经习以为常;下班后去新入驻的万达广场的影院看电影成了低线城市消费者时尚的休闲方式;夫妻双方通过自己的努力买下一套小房子,开着十几万元的汽车,过段时间还可以带着父母出去游玩一番,日子过得比以往更丰富,似乎也更能舍得花钱了。

其实这正是一种消费升级的现象。那么何为消费升级?我们认为是消费者的消费习惯从杂牌过渡到有品牌;消费观念得到升级,即对产品的品牌和质量有了更高的要求;产品结构中高端产品的需求开始提高;消费频次由低频转向高频。究其原因,我们认为相比于一二线城市消费者的高生活成本,三四线城市的消费者所面对的负债压力较小,同时物价相对较低,生活成本较低,购买力提升较快,可挖掘的消费点更多。在信息高速发达的如今,消费者的消费观念和消费习惯也得到的升级,对于产品有了更高的要求。即产品除了需要满足消费者最基本的功能需求之外,还要满足消费者更高层次的需求,如对于产品的品质、品牌、设计、外观、品味等。其实,近年来,伴随着单价较低的必需品行业(乳制品、调味品行业)在低线城市逐步完成消费升级,单价相对较高的生活可选消费品行业(如珠宝、家纺等)也正在消费升级,并将在未来持续享受低线城市消费升级带来的增长红利。

一二线城市的“消费降级”，具有高性价比产品的品牌发展潜力较大。

目前我国新中产阶级群体迅速壮大，已达到 3.83 亿人。根据麦肯锡及 CBNDData 的预计，2020 年中国消费总量增长的 81%将来自于中产阶级，同时，根据《新中产报告 2017》显示，中产阶级在一二线城市的占比达到 72.94%，可见中产阶级作为一二线城市的消费主体，未来消费潜力巨大。根据《新中产报告 2017》的调查显示，中产阶级消费者青睐于质量过硬且价格合适的产品，以汽车为例，中产阶级偏好德系车和日系车，而价格区间分布最多的是 10-20 万元；同时有 2/3 的消费者认为性价比与产品品质同样重要，可见中产阶级的消费者消费观念趋于理性。

中产阶级更青睐于高性价比产品的一个推动因素在于其生活压力和成本的剧增，对于消费具有挤出效应。2010 年-2017 年，一线和二线城市的房价涨幅分别为 93.5%及 40.5%；而与此相对应的是居民的房贷收入比从 07 年的 38%猛增到 17 年的 75%，居民储蓄率一度下滑。这导致我国居民负债逐年提升，17 年的居民杠杆率已经达到 49%，深圳地区已经达到 148.2%。由于较高的生活成本和生活压力对于消费带来了明显的挤出效应，使得一二线城市消费者不愿支付较高的品牌溢价，更倾向于高性价比产品。近年共享经济、拼多多、小米、网易严选和名创优品等品牌和渠道的兴起更是印证了这一观点，由此，我们认为市场中拥有高性价比产品的优质企业有望抓住机会进一步扩大规模，提升市场份额。

低线城市的消费升级态势显现，市场潜力巨大。

从需求端来看：在一线城市的生活压力提升及“落脚难”的背景下，一线城市常住外来人口开始流出，三四线城市的消费人群逐步扩大，同时消费者的消费观念得到转变。从数据来看，上海常住外来人口连续三年下降，17 年为 972.69 万人（-7.51 万人），北京则连续两年出现下降，17 年常住外来人口为 794.3 万人（-13.2 万人）；与此同时本地农民工人数的增长速度高于外出农民工也进一步说明更多的农民工选择在就近的低线城市中就业。随着外出人口返乡及信息媒体的高速发展，也使得一二线城市的消费观念传导到低线城市，促进当地的消费升级。同时，伴随城镇化水平不断提升，消费者的人均可支配收入提高。17 年我国农村居民人均可支配收入增速为 8.65%，高于城镇居民的 8.27%；从人均消费支出来看，农村居民 17 年增速为 8.14%，远高于城镇居民的 5.92%，可见低线城市的购买力较好；另外，我们认为棚改货币化政策主要影响的是非省会地级市，对于低线城市及农村地区的影响较小。由此在低线城市消费升级和需求不断提升的情况下，三四线城市的消费边际增量提升空间较大，未来消费升级态势将得以延续。

供给端来看：在消费升级的背景下，低线城市消费者的需求日益增长，商业地产抓住这一时机开始进行渠道下沉和规模的扩张。以万达广场为例，18 年万达计划新开 52 家万达广场，其中布局在三线及以下城市 38 座；同时，低线城市购物中心的客流量增长远高于一二线城市（13—16 年四线城市购物中心日均客流量 CAGR=8.5%）。在这样的背景下，国内优质的品牌服饰跟随购物中心进行渠道下沉，扩大了渠道规模和数量，收效明显，未来将持续受益于低线城市消费升级所带来的增长红利，并有望孕育出具有更具影响力的品牌和公司。

推荐标的：

- 1) 主要受益于一二线城市消费“降级”：开润股份、南极电商、水星家纺；
- 2) 主要受益于三四线城市消费升级：南极电商、水星家纺、海澜之家、森马服饰、太平鸟。

风险提示：国家政策落实不及预期、低线城市消费升级进展缓慢、品牌渠道下沉进展缓慢。

### 重点标的推荐

股票 代码	股票 名称	收盘价 2018-09-07	投资 评级	EPS(元)				P/E			
				2017A/E	2018E	2019E	2020E	2017A/E	2018E	2019E	2020E
300577.SZ	开润股份	31.72	买入	0.61	0.91	1.34	2.07	52.00	34.86	23.67	15.32
002127.SZ	南极电商	7.57	买入	0.22	0.35	0.51	0.73	34.41	21.63	14.84	10.37
603365.SH	水星家纺	16.23	买入	0.97	1.18	1.42	1.70	16.73	13.75	11.43	9.55
600398.SH	海澜之家	9.64	买入	0.74	0.82	0.92	1.03	13.03	11.76	10.48	9.36
002563.SZ	森马服饰	10.58	买入	0.42	0.59	0.71	0.86	26.45	19.03	15.73	13.03
603877.SH	太平鸟	21.23	买入	0.95	1.38	1.77	2.15	22.35	15.38	11.99	9.87

资料来源：天风证券研究所，注：PE=收盘价/EPS

## 内容目录

1. 消费升级与消费“降级”正在进行时.....	6
1.1. 一二线城市的购买力受限，高性价比产品更受青睐，消费“降级”正在进行。..	7
1.2. 必需品行业消费升级逐步完成，可选消费品行业未来将持续受益于低线城市消费升级.....	9
2. 一二线城市消费“降级”，高性价比产品市场潜力较大.....	13
2.1. 消费者消费观念趋于理性，优质低价的产品市场空间较大.....	13
2.2. 生活成本较高使一二线“高负债中产阶级”倾向于购买高性价比产品.....	15
3. 低线城市的消费升级态势显现，市场潜力巨大.....	16
3.1. 需求端：低线城市消费升级明显，消费边际增量提升较大.....	17
3.1.1. 一线城市常住外来人口回流，推动低线城市的消费市场不断壮大.....	17
3.1.2. 低线城市人均可支配收入和消费支出逐年提升，使消费者购买能力提升..	17
3.1.3. 国家政策出台推动城镇化进程，我国城镇化水平不断提升.....	18
3.1.4. 消费观念：对于品牌的认知度和认可度提升，低线城市消费者信心指数提升.....	18
3.2. 供给端：品牌服饰跟随购物中心进行渠道下沉，未来将享受低线城市消费升级带来的增长红利.....	20
4. 推荐标的.....	22
4.1. 开润股份：具备高性价比产品的优质出行生活场景公司.....	22
4.2. 南极电商：低端商业革命催生电商平台上的“精品生活电商”平台.....	24
4.3. 水星家纺：渠道具备优势的中档家纺龙头企业.....	27
4.4. 海澜之家：新兴渠道有望驱动发展，发行转债提升经营效率.....	29
4.5. 森马服饰：休闲服饰调整到位，渠道下沉带来增长动力，童装持续高增长，有望成长为国际龙头.....	31
4.6. 太平鸟：未来三年边际竞争优势不断提升，业绩迎来向上拐点.....	32
5. 风险提示.....	35

## 图表目录

图 1：日本 90 年代房地产价格持续走高，加速房地产泡沫膨胀.....	7
图 2：日本迅销集团凭借优质低价的休闲服饰得到迅猛发展（亿日元）.....	8
图 3：我国房价增幅呈现两极分化（%）（指标：房价区间）.....	8
图 4：2017 年我国低收入户和高收入户的增速较快，呈现 M 型结构.....	8
图 5：13-17 年我国各档次服装消费呈现 M 型结构（%）.....	9
图 6：18 年 6 月我国餐饮行业消费呈现 M 型结构（指标：人均消费）.....	9
图 7：我国调味品行业经历了成熟期，目前正处于战略提升阶段（亿元，%）.....	10
图 8：调味品行业市占率稳步提升（%）.....	11
图 9：我国乳制品行业正步入成熟期（亿元，%）.....	11
图 10：2008 年-2011 年乳制品行业市占率稳步提升（%）.....	12
图 11：我国化妆品行业集中度低于美日韩等国家（指标：CR10）.....	12

图 12: 我国本土企业合计市占率显著提升 .....	12
图 13: 受益于行业复苏及低线城市消费升级珀莱雅 17 年业绩表现较好 (亿元, %) .....	13
图 14: 周大生在低线城市具备良好品牌及渠道基础, 受益于低线城市消费升级 17 年业绩实现高增长 (亿元, %) .....	13
图 15: 中产阶级在一二线城市的占比较高 (%) .....	14
图 16: 中产阶级消费者更倾向于德系及日系等质量较好的产品 (%) .....	14
图 17: 中产阶级对于汽车更青睐于 10-20 万这一价格区间 (万元) .....	14
图 18: 大部分中产阶级消费者认为产品质量与性价比同样重要 (%) .....	15
图 19: 一线城市居民资金杠杆率逐年提升 (%) .....	15
图 20: 一线城市居民资金杠杆率逐年提升 (%) .....	16
图 21: 北京、上海外来常住人口逐年下降 (万人) .....	17
图 22: 本地农民工增长显著高于外出农民工增长 (%) .....	17
图 23: 农村居民人均可支配收入增速高于城镇居民 (元, %) .....	18
图 24: 农村居民人均消费支出增速高于城镇居民 (元, %) .....	18
图 25: 城镇化率不断提升推动消费支出扩张 .....	18
图 26: 低线城市消费者信心指数不断提升 .....	19
图 27: 低线城市就业预期不断提升 .....	19
图 28: 2018Q1 低线城市消费潜力人群对服装的需求占比较高 (%) .....	20
图 29: 三四线城市中产阶级增长最显著 (%) .....	20
图 30: 新开业商业项目数量整体呈上升态势 (个) .....	20
图 31: 18 年万达广场预计在低线城市开业数目超过一二线城市 (个) .....	20
图 32: 以成熟万达为例, 低线城市购物中心客流量增长显著 (千人) .....	20
图 33: 安踏营收增速绝大部分时间高于耐克 (%) .....	21
图 34: 拉夏贝尔低线城市收入增速并不低于一二线城市 (营收: 亿元) .....	21
图 35: 开润股份商业模式一览 .....	23
图 36: 硕米儿童防静电抓绒外套 .....	24
图 37: 硕米稚行儿童手推车 .....	24
图 38: 南极电商品牌体系逐步扩张 .....	24
图 39: 南极电商分平台 GMV 单位: 万元 .....	26
图 40: 南极人分品牌 GMV 单位: 万元 .....	26
图 41: Xander Zhou 和海澜合作款, 时尚感十足 .....	29
图 42: 公司签约年轻派偶像林更新, 提升调性 .....	29
图 43: 海澜之家线下渠道数量逐年递增 .....	30
图 44: 预计新开店占比三分之二为购物中心店 .....	30
图 45: PEACEBIRD 男装营业收入及同比增速情况 (亿元, %) .....	32
图 46: PEACEBIRD 女装营业收入及同比增速情况 (亿元, %) .....	32
图 47: 公司线上业务增速持续高增长 (亿元, %) .....	32
图 48: 购物中心零售占比稳步上升 (亿元, %) .....	33
图 49: 各渠道今年销售额占比变化 (%) .....	33
图 50: 公司研发费用率逐年提高 (%) .....	33
图 51: 双十一慈东物流中心打包发货的场景 .....	34

表 1：以酱油为例的调味品行业的产品升级.....	10
表 2：南极电商模式与小米生态链模式有众多相似之处.....	25
表 3：水星家纺各级城市测表 .....	28
表 4：2017 年以来海澜之家开店速度加速.....	30

## 1. 消费升级与消费“降级”正在进行时

今年，市场对于消费升级与消费“降级”的争辩很多，我们认为低线城市仍在消费升级，而一二线城市表现了非常明显的消费“降级”。我们首先要定义何为低线与一二线城市，何为升级与“降级”。在研究消费品时，我们认为不应该纯粹以行政级别划分几线城市，而应该以消费能力划分。其次，我们不应该以价格绝对高低来判断是升级还是“降级”，同时应该考虑消费者的边际价格变化，以及对品质的追求、购买频次等因素。

### ● 一二线城市的消费“降级”

在过去几年，消费者大多追求高品质、高格调、大品牌、甚至通过高价格来彰显自己的品味与格调。以往时常会有中国游客到日本等地抢购电饭煲、马桶盖的新闻报道，那时的消费者大多是由于听闻国外的品牌产品质量出众，争相购买，这其实是消费者对于产品质量和品牌有了更高的要求，我们可以认为是消费升级的一种现象，那段时期消费者青睐于高质高价大牌的产品。

但是近两年，我们可以明显发现，消费者似乎更青睐于去品牌化的产品，比如以往奢侈品的 LOGO 显眼一些的才好卖，但是现在 LOGO 越小反而越受消费者青睐；加之小米、网易严选、淘宝心选等电商平台带动了去品牌化、简约风的潮流，也让消费者除了高价的大牌之外有了更多的选择；

其次，近年消费者对于低价产品的青睐度越来越高。如今身边越来越多的朋友喜欢上了新国货，开始使用小米、名创优品、网易严选等高性价比产品；使用华为手机的同事越来越多，物美价廉的国产汽车也受到越来越多消费者的喜爱；NOME 生活馆一开就火；我们在家里网购的时候会到不同的电商平台货比三家，没事儿还帮朋友在拼多多上砍价，相比于以往追求高价高质的产品，如今的我们似乎越来越节省了。

其实，我们认为这正是一二线城市的一种消费“降级”的现象。通过参考 90 年代的日本市场，我们认为我国中产阶级“M 型”的消费结构愈见明显，即消费者的消费习惯向高性价比和奢侈化两极分化。在过去的十几年间，我国中产阶级群体迅速壮大，而生活压力和成本也在与日俱增，其中房贷支出对于消费者财富的挤出效应最为明显；同时一二线城市医疗、教育等方面的成本也在逐年提升；加之今年 P2P 暴雷，消费数据持续走弱的情况下，消费者的购买力受到限制，消费透支开始显现，消费者在产品选择上更青睐于低价的产品。

但“由奢入俭难”，在体验过高质量的产品之后，消费者不会由于价格降低而在产品品质和质量上做出妥协和让步，这时既具有低廉的价格又拥有高品质的产品将更容易受到青睐，若单纯从产品价格降低的角度来看，这确实是一种消费降级，但是在追求价格合理的同时，消费者对于产品本身的品质并没有降低要求，只是显现出更为理性更为成熟的消费观念，对于产品的选择上也不再盲从，对于品牌溢价的支付上面更显谨慎，从这一角度来看，是另一种形式的消费升级。

### ● 三四线城市的消费升级

我们虚构一个住在四线城市的工薪阶层王小姐作为典型案例。以往购买一些服装、首饰、被褥等产品，大多是找当地口碑较好的个体小店进行购买。但是如今，王小姐发现进驻当地的品牌越来越多，消费者对于产品的品牌和质量要求越来越高。比如想买内衣王小姐会选择在都市丽人的街边店购买；给丈夫选购服装，就一定会去海澜之家的旗舰店挑选，毕竟“男人的衣柜”广告语早已深入人心；为妹妹选购结婚用的首饰，王小姐会带她去周大生，并且感叹起当年自己结婚的时候还是在当地的金店买的；另外，王小姐发现消费者的消费频次也开始提高，以往小朋友想吃汉堡，每月父母会当作奖励在当地的汉堡店吃，如今周末带着小朋友吃开在商场附近的肯德基、麦当劳已经习以为常；想看电影可以直接去新开的万达广场看，甚至已经成为了一种时尚，市民们多了更多休闲娱乐的地方；通过努力工作，王小姐和丈夫在当地买了房子，开着十几万元的汽车，过一段时间带着父母出去游玩一番，似乎日子比以往过的更加丰富，也更舍得花钱了。

这其实正是一种消费升级的现象。那么何为消费升级？我们认为消费者的消费习惯从杂牌过渡到有品牌；对于产品的品牌和质量有了更高的要求，对于中高端产品的需求开始提高；消费频次由低频转向高频。

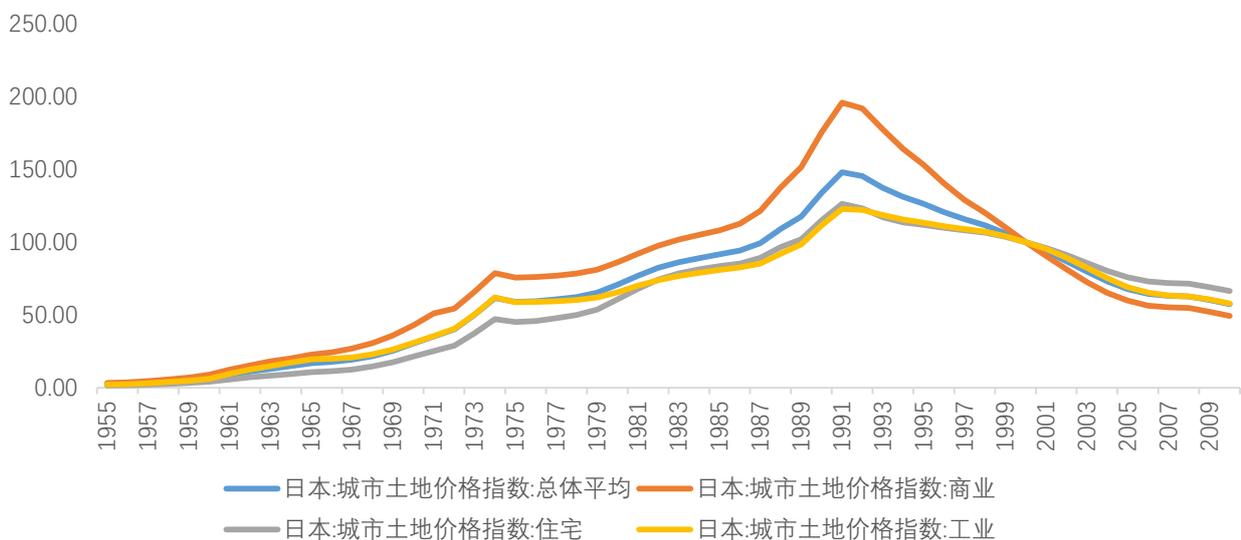
究其原因，我们认为相比于一二线城市消费者的高生活成本，三四线城市的消费者所面对的负债压力较小，同时物价相对较低，生活成本较低。在信息高速发达的如今，消费者的消费观念和消费习惯也得到的升级；同时各大品牌近年开始布局低线城市市场，进行渠道下沉，逐渐取代了当地的杂牌和小品牌；使得消费者对于产品有了更高的要求，即产品除了需要满足消费者最基本的功能需求之外，还要满足消费者更高层次的需求，如对于产品的品质、品牌、设计、外观、品味等；另外消费者的消费频次开始提升；对于中高端产品的需求提高，消费潜力巨大。其实，近年来，伴随着单价较低的必需品行业（乳制品、调味品行业）在低线城市逐步完成消费升级，单价相对较高的生活可选消费品行业也正在消费升级，进行渠道下沉的品牌将在未来持续享受低线城市消费升级带来的增长红利。

### 1.1. 一二线城市的购买力受限，高性价比产品更受青睐，消费“降级”正在进行。

我们认为如今我国中产阶级的 M 型消费结构愈见明显，即消费者的消费习惯向高性价比和奢侈化两极分化。在过去的十几年间，我国中产阶级群体迅速壮大，而生活压力和成本也在与日俱增，其中房贷支出对于消费者财富的挤出效应最为明显，另外在一二线城市医疗、教育等方面的成本也在逐年提升，消费透支开始显现，“M 型”的收入和财富结构正在逐步形成。

我们希望以日本为参照。在 80 年代末，大量国际资本涌入日本的股票和房地产，导致股价和房价快速上涨，加速房地产泡沫的膨胀。据日本统计局的数据显示，1985 年，日本所有城市的土地价格指数（总体平均）为 91.5，其中商业用地价格指数达到 108.1；到 1990 年分别上涨至 133.9 和 175.4。而 1990 年，日本六大城市中心的地价指数相比 1985 年上涨约 90%，而同一时期的日本 GDP 的增幅仅 5%。90 年代，在日本政府货币政策转向之后，经济泡沫破灭，进入世纪末大萧条。

图 1：日本 90 年代房地产价格持续走高，加速房地产泡沫膨胀

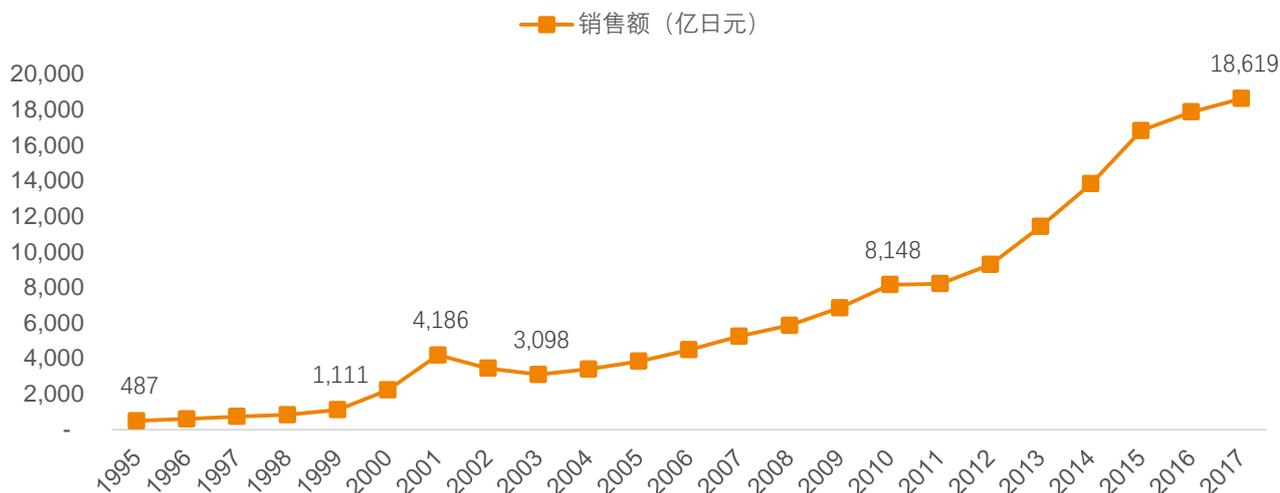


资料来源：日本统计局，天风证券研究所

在这样的背景下，日本中产阶级的收入水平和消费能力逐渐形成了 M 型，即走向两极分化。一部分迈向高端和富裕阶层，多数则下沉到了中低阶层，年收入 600 万日元（约合 35 万人民币）的消费者成为市场上主流消费人群，占总人口的 80%。在这个过程中大多数成功的企业在性价比和高端的两条路线中二选其一，诞生了许多在如今我们耳熟能详的企业，如打造高性价比产品的无印良品、优衣库、优佳妮；以及打造高端产品的禧玛诺等。

以优衣库为例，其凭借高品质的平价休闲服装迅速打入市场，在 90 年代中后期，优衣库通过渠道驱动销售额稳步增长；而后优衣库通过强大的研发能力，推出摇粒绒成衣一夜成名，价格 1990 日元对应当时日本工薪族平均日薪约 1.5 万日元，是极具性价比的产品，在推出第三年销量翻了 13 倍，1999 年，优衣库销售出 3 亿件服装，对应当时的日本 1.3 亿的人口，人均消费超过 2 件，1995 年-2012 年，优衣库母公司迅销集团的销售额增长 18 倍，达到 9287 亿日元（人民币 560 亿元），优衣库凭借高性价比产品，在日本宏观经济不景气的背景下，得到了快速发展。

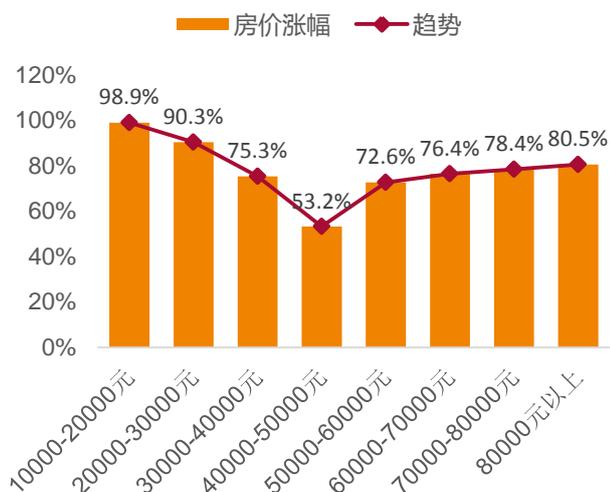
图 2：日本迅销集团凭借优质低价的休闲服饰得到迅猛发展（亿日元）



资料来源：彭博，天风证券研究所

我们认为如今我国正处于日本 90 年代 M 型社会消费分级的开端。如今中产阶级尤其是一二线城市的中产阶级的负债率持续走高，在近期 P2P 暴雷、消费数据持续走弱的背景下，对于财富的挤出效应越发明显，进一步分化我国中产阶级的消费购买力。就如 90 年代的日本市场一样，中国企业未来也将在高端化和高性价比的路径中做出选择，但是对于一二线城市的中产阶级来说，由奢入俭难，在体验过高质量的产品之后，消费者不会由于价格降低而在产品品质和质量上做出妥协和让步，这时既具有低廉的价格又拥有高品质的产品将更容易受到青睐，也容易诞生类似优衣库这类以高性价比产品突破市场的优质企业。

图 3：我国房价增幅呈现两极分化（%）（指标：房价区间）



资料来源：安居客，天风证券研究所

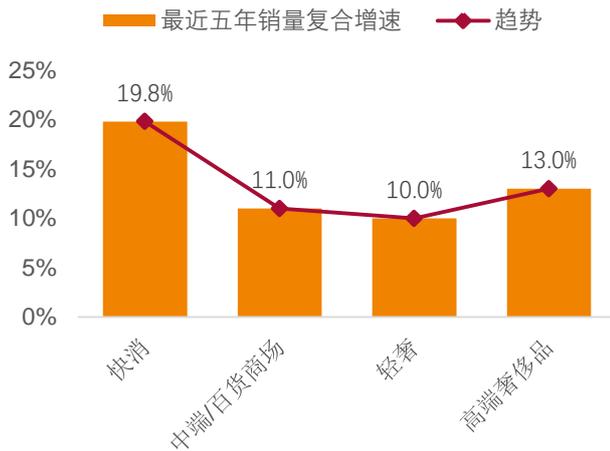
注：15 年 7 月-18 年 7 月

图 4：2017 年我国低收入户和高收入户的增速较快，呈现 M 型结构



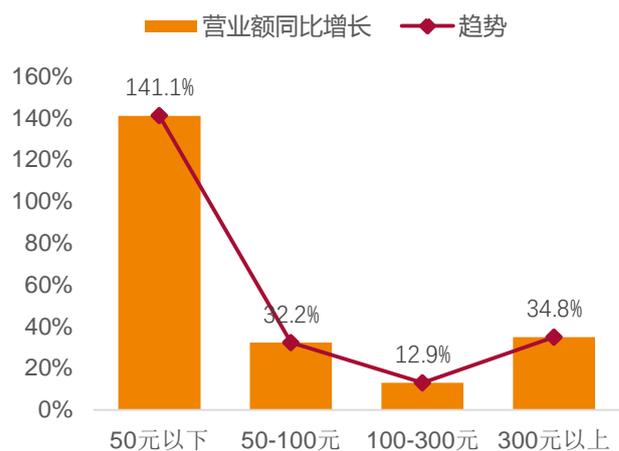
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 5：13-17 年我国各档次服装消费呈现 M 型结构（%）



资料来源：中国商业研究院，中国百货商业协会，天风证券研究所

图 6：18 年 6 月我国餐饮行业消费呈现 M 型结构（指标：人均消费）



资料来源：大众点评，天风证券研究所

由此我们认为，我国的一二线城市正在进行这样的“消费降级”。近年来我国中产阶级人数逐年提升，根据上海复旦大学发布的《2018 中国高净值人群财富白皮书》的数据显示，18 年我国中产阶级人数已经达到了 3.85 亿人，并在继续增长。作为一二线城市的消费主体，由于近年来生活成本较高（住房、教育、医疗等开支较大），负债率持续走高，在购买力受限的情况下，消费者对于产品的需求除了要符合自身要求之外，也希望其拥有合理的价格，即消费者对于较高的品牌溢价所愿意支付的费用开始下降，反而更青睐于拥有高性价比的产品。

如果我们单纯从消费者选择的产品价格降低这一角度来看，这种现象确实是一种消费降级，但其实我们认为这是一二线城市消费者的消费观念更加趋于理性，更重视产品本身的质量、性能、性价比，而非单纯追求品牌去支付高昂的品牌溢价，这其实是对于产品有了更高层次的要求，从这一角度看是另一种形式的消费升级。

我们认为在如今消费升级与消费“降级”同时进行的背景下，国内优质企业在自身能力得到提升之后，辅以外部消费环境的催化，有望进一步发展壮大。

**推荐标的：**我们推荐投资者关注 1) 主要受益于一二线城市消费“降级”的标的：开润股份、南极电商、水星家纺；主要受益于低线城市消费升级的标的：南极电商、水星家纺、海澜之家、森马服饰，太平鸟。

## 1.2. 必需品行业消费升级逐步完成，可选消费品行业未来将持续受益于低线城市消费升级

在一二线城市的消费“降级”发生的同时，低线城市的消费升级一直是潜在的投资主题。伴随着单价较低的必需品行业在低线城市逐步完成消费升级，单价相对较高的生活可选消费品也正在进行消费升级，并将在未来持续享受低线城市消费升级带来的增长红利。

随着主流消费群体逐步切换，80、90 后成为消费主力，由于新一代消费群体所接受的教育与成长环境的不同，其消费观念也不同于 70 后一代。一方面，相比于 70 后一代，80、90 后的物质条件更加富足，产品的品类也更多元化，选择更多；另一方面，新一代消费群体在消费观念上也有较强的个人意识和追求，更青睐于能与个人情感和生活方式相契合的产品和服务。同时随着低线城市居民购买力的不断提升，对于产品的需求从低级（温饱、功能、满足基本需要）提升至较高级，即产品需满足自身的情感需求，也愿意支付部分其认为合理的品牌溢价。

由此我们可以看到在近年类似乳制品和调味品等生活必需品行业已经在低线城市逐渐完成消费升级。随着消费者品牌意识不断增强，消费对于这类行业的产品已经实现从杂牌向品牌产品的过渡，消费偏好由中低端产品向具备更高附加值的中高端产品转变，消费频次不断提高，从而使龙头企业进一步提高销售规模及利润空间，行业集中度不断提升，竞争

格局相对稳定。

### ● 调味品行业

调味品行业目前正处于战略提升阶段，龙头企业市占率较高，竞争格局逐步稳定，并已逐渐步入消费升级的尾声。在此过程中，调味品行业龙头企业优势地位显现，出现了海天味业（海天品牌）、中炬高新（厨邦品牌）等龙头公司，行业实现了快速发展。

图 7：我国调味品行业经历了成熟期，目前正处于战略提升阶段（亿元，%）



资料来源：欧睿国际，天风证券研究所

2005 -2012 年间，调味品行业的产品品类不断丰富，消费者对于调味品不仅仅满足于调味需求，更加追逐其健康和美味的功能；与此同时零添加、有机等概念逐渐普及，鸡精逐渐替代味精。低盐、鲜榨、丸大豆酱油等复合化调味品逐步被市场接受、类似铁强化酱油、饺子醋等功能性调味品也开始进入市场，使得调味品行业产品结构逐步升级，中高端产品占比提升。根据凯度消费指数显示，高端酱油（新品类产品）的渗透率增长了 32%，表现出消费者对于拥有功能性和健康性产品的接受程度逐不断提升。

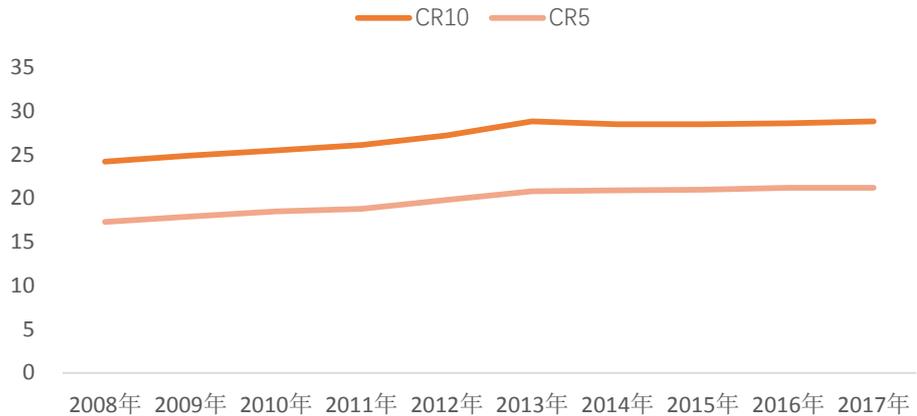
表 1：以酱油为例的调味品行业的产品升级

时间	产品结构	代表产品
90 年代	价格低廉，质量高低不一，以黄豆酱油为主	淘大黄豆酱油
90 年代后期	以老抽为主，成为黄豆酱油的升级产品，并得到高速发展	海天红烧酱油
2000 年后	生抽收到市场青睐，逐渐代替老抽	海天金标生抽
2010 年以后	儿童酱油、高鲜酱油等功能化酱油逐渐占据市场	味事达味极鲜

资料来源：中国报告网、产业信息网、天风证券研究所

由于二三四线城市拥有最大消费群体，调味品企业在前期逐渐进行渠道下沉，布局低线城市，抢占市场份额，提升渠道规模和覆盖面积，从而提升品牌集中度；伴随低线城市消费升级，龙头企业优势地位得以显现。以海天味业为例，公司零售渠道地级市覆盖率在 90% 左右，县级市覆盖率在 60% 以上，通过渠道深耕和下沉，配合低线城市的消费升级使公司保持调味品行业第一梯队，市占率显著提升，龙头地位稳固，充分享受低线城市消费升级带来的增长红利。

图 8：调味品行业市占率稳步提升（%）



资料来源：欧睿国际，天风证券研究所

### ● 乳制品行业

过去十年我国乳制品行业正处于快速成长期，目前乳制品行业正在步入成熟期，竞争格局已然稳定，行业集中度较高，并进入低线城市消费升级的尾声。在这个过程中伴随我国居民人均收入的提高，消费者的营养健康意识不断提升，产品品类逐渐丰富，乳制品行业得到了迅速发展，并诞生伊利、蒙牛两大行业龙头公司。

图 9：我国乳制品行业正步入成熟期（亿元，%）



资料来源：欧睿国际，天风证券研究所

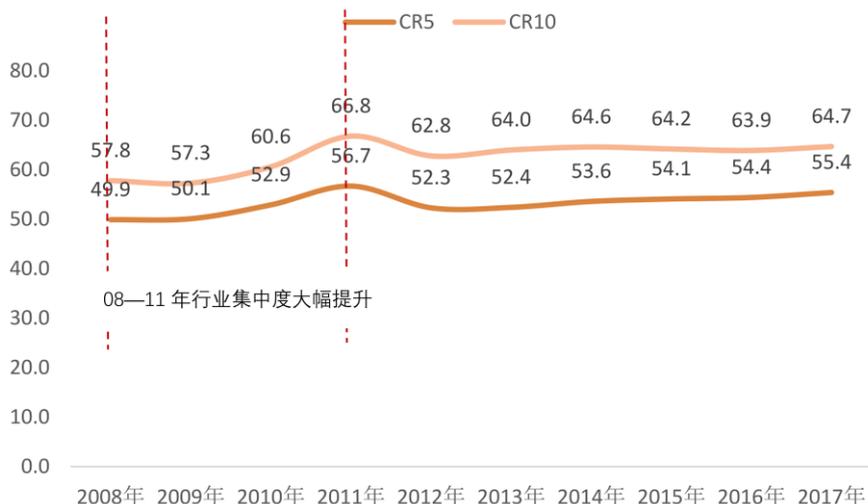
在此期间，消费者的消费观念得到改变，对于优质品牌的认可度不断提升，龙头企业的市场占有率逐步提高。尤其在 08 年三聚氰胺事件之后，消费者对于乳制品安全和健康问题越来越重视，品牌意识逐步增强，在购买乳制品时倾向于选择有品牌背书的产品，因此优质乳制品品牌企业受益，集中度开始提升，08 年乳制品行业（我们选取液态奶为主）的 CR10 为 57.8%，CR5 为 49.9%；到 2011 年 CR10 提升至 66.8%，CR5 为 56.7%。

与此同时，随着产品品类的不断丰富，乳制品的产品结构逐步向中高端产品升级。以往以原奶为主的乳制品开始出现酸奶、常温酸奶、风味发酵乳等产品，龙头企业中高端产品占比提升明显；同时由于这类产品利润更高，能够拉动企业盈利能力提升。根据圣牧高科的数据，2009-2013 年我国高端液态奶 CAGR 为 24%；而大众液态奶在同一时期的 CAGR 为 8%，可见高端产品的渗透率在快速提升。

由此，伴随低线城市消费升级的热潮，龙头企业开始进行渠道下沉，享受低线城市消费升级带来的增长红利。以伊利股份为例，伊利股份“织网计划”自 2006 年开始不断推进，

铺建渠道，并将渠道下沉至乡镇等地，迅速收割低线城市的市场份额，渠道竞争优势明显，市场集中度稳步提升，并在 11 年实现净利润 18 亿元，反超蒙牛成为乳业第一。所以总体来看，伊利股份、蒙牛乳业公司由于其覆盖全国的销售网络，并凭借自身优势不断进行区域扩张和渠道深耕，成为行业的两大寡头；而三元食品、光明等品牌则重点经营区域市场，成为区域性龙头，逐步提升自身品牌影响力并拓展至全国。

图 10：2008 年-2011 年乳制品行业市占率稳步提升 (%)



资料来源：欧睿国际，天风证券研究所

注：主要选取液态奶为主

综上所述，我们认为低线城市中单价较低的生活必需品行业已经逐渐度过消费升级阶段，目前正在享受低线城市消费升级红利的是单价相对较高的可选消费品，如家纺行业、服装行业、化妆品行业、珠宝等行业。总览必需品行业（如乳制品、调味品行业等）在低线城市消费升级中的发展过程，我们认为可选消费品行业有望复制必需品行业的发展历程，在未来充分享受低线城市消费升级带来的增长红利。伴随产品消费频次的继续提升，产品结构不断向中高端升级，龙头企业优势地位将不断显现，我们认为可选消费品行业未来集中度也将稳步提升。

我们以正处于消费升级阶段的化妆品行业为例。与发达国家相比，我国化妆品行业的市场集中度仍旧较低，但本土品牌近年开始崛起，未来将持续受益于低线城市消费升级。根据欧睿国际的数据，2017 年我国化妆品行业 CR10 为 39.4%，相比于美国（60.8%）、韩国（67.1%）、以及日本（50.3%）仍存在一定的差距。与此同时，我国化妆品市占率排名前五的品牌皆为国际品牌，但 CR5 逐年下降；与之相对应的是近年本土品牌表现突出，合计市占率稳步提升，17 年达到 10.3%（12 年仅为 3.9%），上海上美、百雀羚等品牌皆跻身前 20 名，相比 12 年排名整体上移。

图 11：我国化妆品行业集中度低于日韩等国家（指标：CR10）

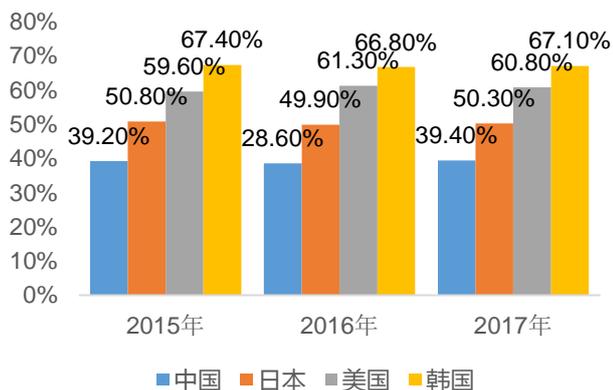
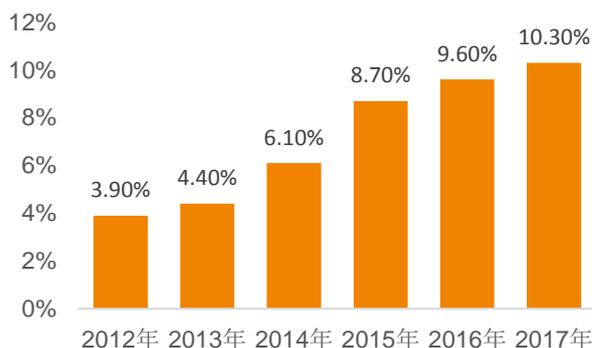


图 12：我国本土企业合计市占率显著提升



资料来源：欧睿国际，天风证券研究所

资料来源：欧睿国际，天风证券研究所

注：统计为市占率 TOP20 中本土企业的合计市占率排名

我们认为主要是由于：首先，国际品牌在前期由于品牌溢价加高，代理商代理意愿不强等原因，在低线城市渠道下沉方面存在一定障碍；同时，本土化妆品品牌在国际大牌的挤压下采取“农村包围城市”的战略，前期布局低线城市市场，近年正充分享受低线城市消费升级带来的增长红利；同时配合电商渠道的持续发力，近年势头正盛。

以化妆品公司珀莱雅为例，公司系大众护肤本土品牌龙头，旗下日化专营店覆盖了全国 4 个直辖市、293 个地级市和 368 个县级市，覆盖大部分二三线城市市场；在低线城市消费升级背景下，未来公司将继续进行渠道下沉，抢占低线城市市场份额，并有望持续受益。

另外我们以珠宝行业周大生为例，其作为中国市占率排名前三的龙头企业，其门店大多以三四线城市为主，截至 18 年 Q1 周大生渠道数量为 2833 家，覆盖 1500 余个行政县，在低线城市具备良好的品牌基础，并拥有优质的加盟商资源，近年来受益于低线城市消费升级业绩取得较好增长，17 年实现营收 38.05 亿元 (+31.14%)；实现净利润 5.92 亿元 (+38.77%)。

图 13：受益于行业复苏及低线城市消费升级珀莱雅 17 年业绩表现较好（亿元，%）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 14：周大生在低线城市具备良好品牌及渠道基础，受益于低线城市消费升级 17 年业绩实现高增长（亿元，%）



资料来源：Wind，天风证券研究所

## 2. 一二线城市消费“降级”，高性价比产品市场潜力较大

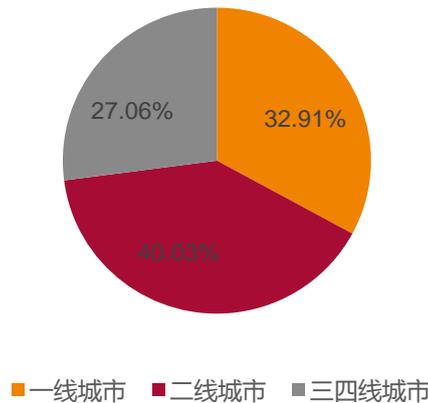
如今我国一二线城市正在进行“消费降级”。我们认为，这里的消费降级并不是等同于选择价格低廉的商品，而主要是指消费者的消费观念更加趋于理性，在产品选择上更倾向于选择高品质和高性价比的产品，对于品牌溢价方面更加谨慎，其实是对于产品拥有了较高层次的要求，若从这一角度来看，我们可以认识是另一种形式的消费升级。

产生这个现象的原因主要是由于在一二线城市的消费者由于房价、教育、医疗等方面的支出较高，加之如今消费数据持续走弱，P2P 暴雷等影响，对于消费产生挤出效应，从而体现在消费结构的调整。在这样的背景下，拥有高质和相对低价的高性价比产品更加受到消费者的青睐，市场潜力较大。

### 2.1. 消费者消费观念趋于理性，优质低价的产品市场空间较大

近十年间，我国新中产阶级群体迅速壮大。根据《2018 年中国高净值人群财富白皮书》显示，我国中产阶级人数全球第一，达到 3.83 亿人；另外，根据麦肯锡的中国消费者调查报告与 CBNDATA 发布的报告预计 2020 年，中国消费总量增长 81% 将来自于中产阶级，可见未来中产阶级的消费潜力巨大。同时，根据晓报告、新浪财经、央视市场等 5 家研究等机构的《新中产报告 2017》显示，我国中产阶级主要分布在一二线城市，占比达到 72.94%，三四线城市占比为 27.06%。

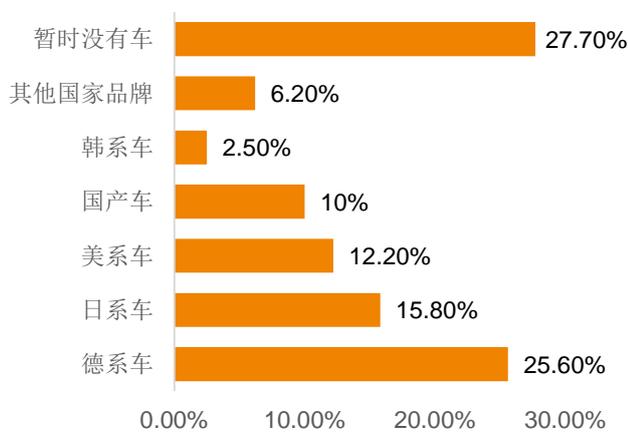
图 15: 中产阶级在一二线城市的占比较高 (%)



资料来源:《新中产报告 2017》, 天风证券研究所

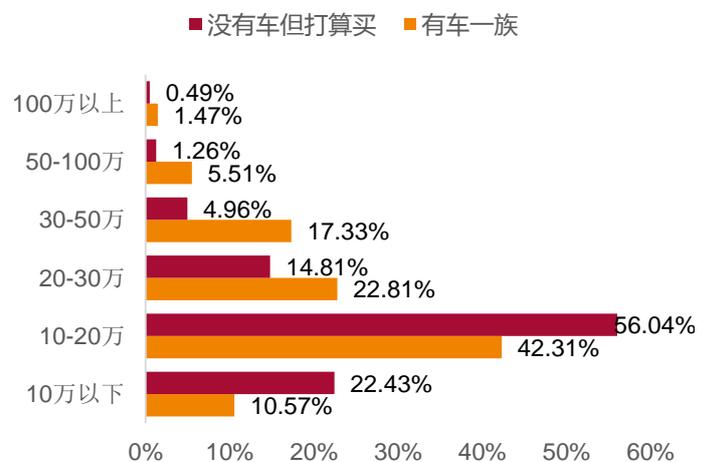
从消费习惯的数据显示, 中产阶级消费者更青睐于质量过硬且价格合适的产品。以汽车为例, 中产阶级选择汽车更青睐于德系车 (25.6%), 其次是日系车 (15.8%), 说明质量仍然是中产阶级消费者关注的重点; 另外对于汽车的价格, 中产阶级更青睐于 10-20 万元及 20-30 万元这一区间, 无论是有车还是打算买车的消费者, 选择 10-20 万这一区间的占比最高, 分别为 42.31%及 56.04%。

图 16: 中产阶级消费者更倾向于德系及日系等质量较好的产品 (%)



资料来源:《新中产报告 2017》, 天风证券研究所

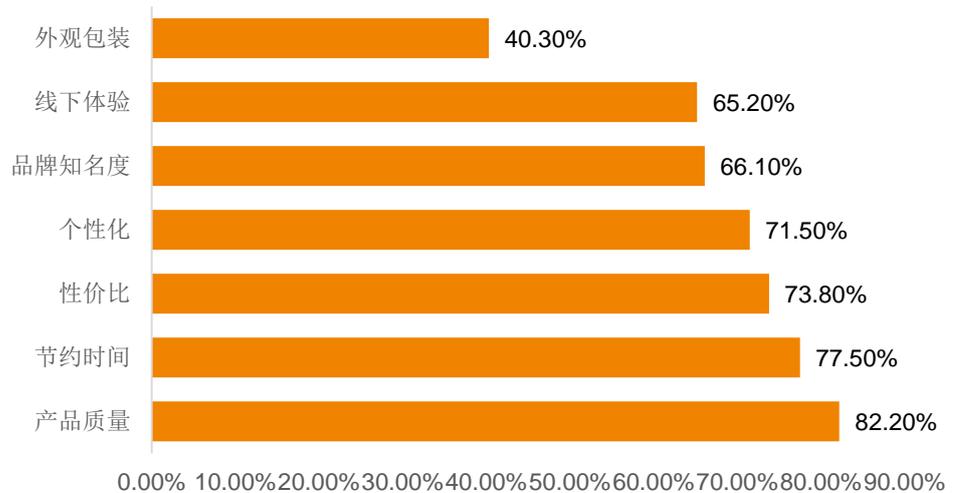
图 17: 中产阶级对于汽车更青睐于 10-20 万这一价格区间 (万元)



资料来源:《新中产报告 2017》, 天风证券研究所

从消费观念的数据来看, 中产阶级的消费观念趋于理性, 认为性价比与产品品质同样重要。在影响消费的因素中, 产品质量是中产阶级消费者考虑最多的因素, 占比最高, 达到 82.2%; 其次节约时间因素位列第二, 达到 77.5%; 性价比位列第三, 占比 73.80%; 另外有 2/3 的消费者认为性价比与产品品质同样重要, 可见中产阶级消费者的消费观念趋于理性。

图 18：大部分中产阶级消费者认为产品质量与性价比同样重要（%）



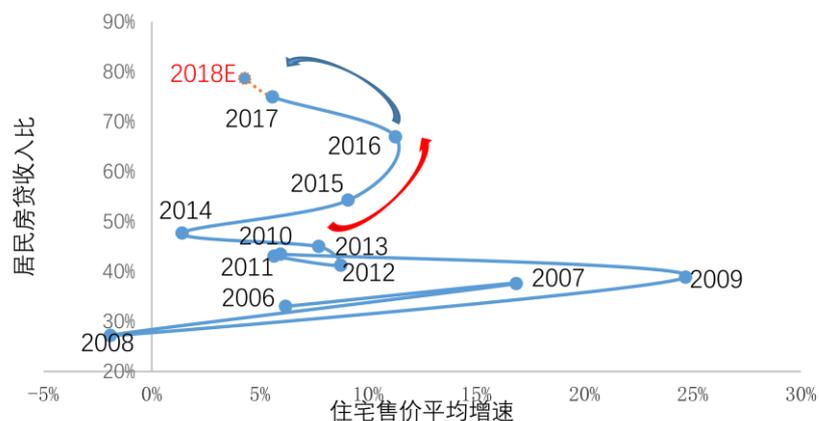
资料来源：《新中产报告 2017》，天风证券研究所

## 2.2. 生活成本较高使一二线“高负债中产阶级”倾向于购买高性价比产品

中产阶级消费者的消费理念逐渐趋于理性，更青睐于高性价比产品的一个推动因素在于中产阶级的生活压力剧增，对其消费具有挤出效应。由于近年房价、医疗、教育等支出较高，中产阶级生活压力较大，在波士顿的报告中，这部分消费者被称为“高负债中产”，其特点就是“有资产但不宽裕”，即消费者拥有如房产等相当高昂的资产，但由于按揭等压力，其实并不宽裕。

- **房价持续走高，房贷支出成为挤出消费的实际负担。**2010-2017 年，中国百城房价平均涨幅达到 50%，一线和二线的涨幅分别为 93.5%和 40.5%。与此相对应的是 2007 年，居民人均可支配收入增速为 23%，房贷增速为 32.8%，居民的房贷收入比（购房贷款余额/居民可支配总收入）仅为 38%。2017 年，居民人均可支配收入增速下滑到 9%，房贷增速为 27.1%，居民的房贷收入比已经高达 75%。10 年间，中国居民的储蓄率从 2008 年的 51.8%一路下滑到 2017 年的 46%。（摘自我司宏观组于 2018 年 8 月 12 日发布的报告《M 型中国消费》）

图 19：一线城市居民资金杠杆率逐年提升（%）

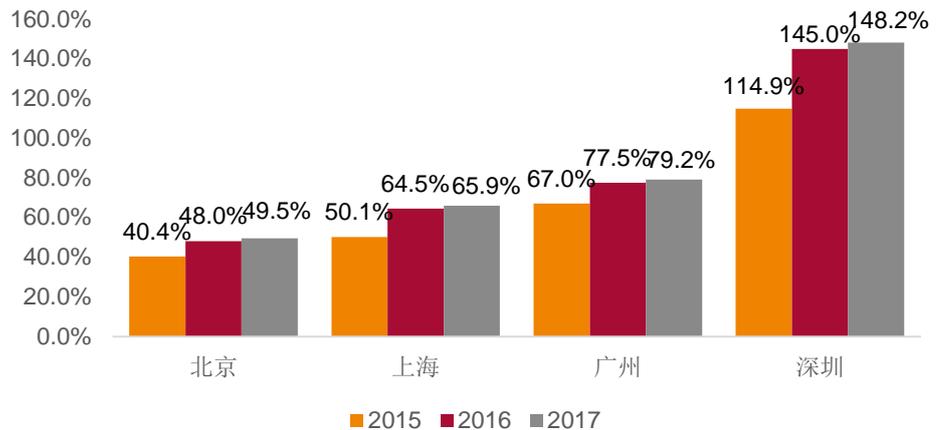


资料来源：WIND，天风证券研究所

- **随房价快速上升的还有居民负债**，2008 年之前，居民杠杆率从未超过 20%，而 09 年之后以年均 3.4%的速度上升，17 年居民杠杆率已经达到 49%。一线城市的居民资金杠杆率逐年提升，以上海为例，17 年，其居民杠杆率（住户贷款/住户存款）的比例达

到 65.9%，相比去年同期提升 1.4%；深圳则达到了 148.2%。

图 20：一线城市居民资金杠杆率逐年提升（%）



资料来源：产业信息网，天风证券研究所

注：资金杠杆率=（住户贷款/住户存款）\*100%

由于较高的生活成本和生活压力对于消费带来了明显的挤出效应，使得一二线城市消费者不愿支付较高的品牌溢价，更倾向于高性价比产品。在一二线城市中，消费者所面对的产品品类和品牌已经得到了极大的丰富，而面对生活成本的不断攀升，其消费理念逐渐趋于“理性”，即不在对大牌、名牌趋之若鹜，而更倾向于品质较高，价格相对合理的高性价比产品。而近年拼多多、小米、网易严选和名创优品等品牌和渠道的兴起很好的印证了一二线城市“消费降级”的热潮。

这里我们希望阐述的是，若单纯从产品价格的角度来看，一二线城市的消费者更青睐于选择价格较低的产品，这确实是一种消费降级，但是在追求价格合理的同时，消费者对于产品本身的品质并没有降低要求，只是显现出更为理性更为成熟的消费观念，对于产品的选择上也不再盲从，对于品牌溢价的支付上面更显谨慎，从这一角度来看，是另一种形式的消费升级。由此，我们认为市场中拥有高性价比产品的优质企业有望抓住机会进一步扩大规模，提升市场份额。

推荐标的：开润股份、南极电商、水星家纺。

### 3. 低线城市的消费升级态势显现，市场潜力巨大

在目前中国的低线城市中，消费升级正在进行，即在人均可支配收入提高的同时，消费者的消费观念正在转变，对品牌的认知度和认可度在不断提升，更倾向于选择有品牌背书的产品而非以往的杂牌；同时，市场中的产品结构也在不断升级，中高端产品占比逐步提升，消费者的消费频次由低频转向高频，购买力不断提升。在这个过程中低线城市的消费边际增量得到提升，企业或品牌若在低线城市具备良好的品牌效应和渠道优势，在未来将持续受益于低线城市消费升级带来的增长红利。

我们希望从需求端和供给端两方面的原因来分析我国低线城市的消费升级。

- **需求端**：一二线城市人口流出致低线城市消费群体扩大，在外来人口返乡和信息媒体的发展中，低线城市消费者的消费观念发生了转变；同时伴随城镇化率的不断提升和低线城市人均收入的提高，低线城市居民的购买力得到提升，消费边际增量提升较大。
- **供给端**：在消费升级的背景下，低线城市消费者的需求日益增长，中高端产品的占比逐步提升；同时商业地产开始进行渠道下沉和规模的扩张，低线城市购物中心数量得到进一步提升。在这样的背景下，国内优质的品牌服饰跟随购物中心进行渠道下沉，扩大了渠道规模和数量，收效明显；未来将持续受益于低线城市消费升级所带来的增长红利。

### 3.1. 需求端：低线城市消费升级明显，消费边际增量提升较大

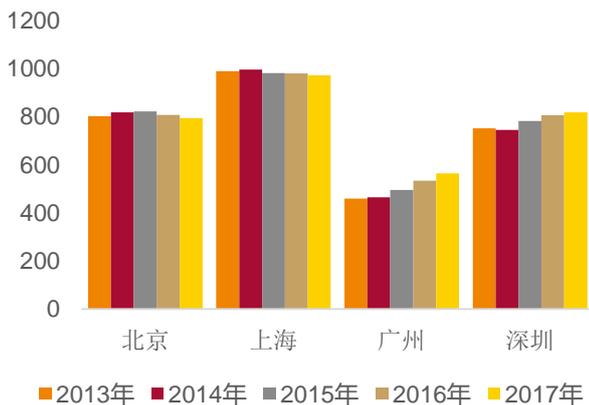
从需求端来看，我们认为随着一线城市常住外来人口回流，使低线城市的消费人群逐步扩大；伴随城镇化水平不断提升，消费者的人均可支配收入提高；同时外出人口返乡及信息媒体的高速发展，也使得一二线城市的消费观念传导到低线城市；在消费群体扩大和低线城市居民购买力提升的背景下，三四线城市的消费边际增量提升较大。

#### 3.1.1. 一线城市常住外来人口回流，推动低线城市的消费市场不断壮大

一线城市生活成本的攀升使生活压力提升，外来常住人口开始从一线城市流出，回归低线城市。根据国家统计局的数据显示，2017年，北京市常住外来人口为794.3万人（-13.2万），上海972.69万人（-7.51万），广州565.24万人（+31.38万），深圳818.11万人（+11.79万人）。其中上海常住外来人口已经连续3年下降，而北京则是连续两年出现下降，由此可见，一线城市的生活压力提升及“落脚难”使外来人口开始回流，而这部分人在回归低线城市后由于受到一线城市消费理念的影响和消费水平的提升，促进当地消费升级。

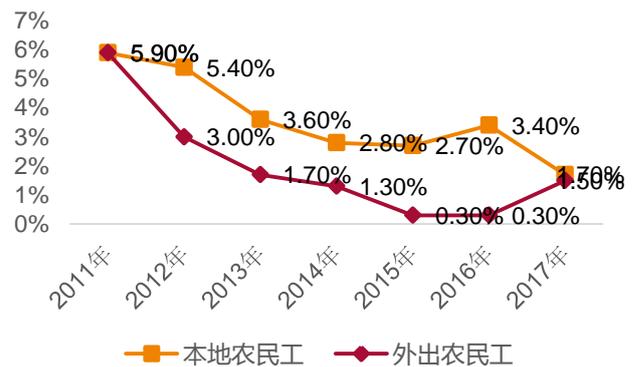
另外，本地农民工人数增速高于外出农民工人数增速，也进一步说明三四线城市是农民工流出一二线大城市的主要目的地，三四线城市的消费群体在不断扩大。根据统计局数据，2017年本地农民工同比增速为1.7%，高于外出农民工增速0.2PCT，越来越多的农民工选择在就近的低线城市中就业，三四线城市人口承接潜力仍然十分巨大。

图 21：北京、上海外来常住人口逐年下降（万人）



资料来源：国家统计局，天风证券研究所

图 22：本地农民工增长显著高于外出农民工增长（%）



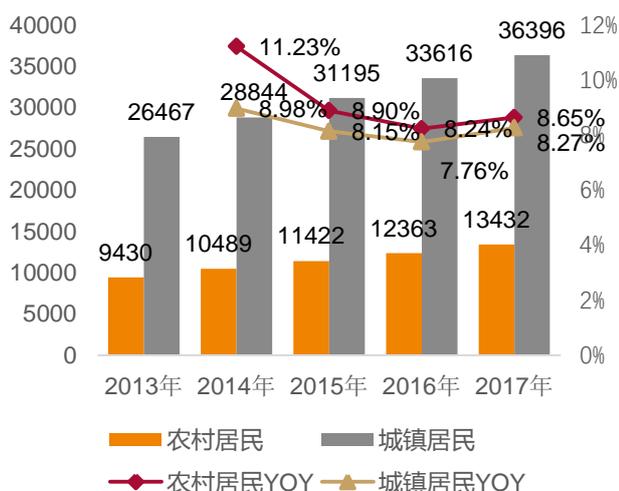
资料来源：国家统计局，天风证券研究所

#### 3.1.2. 低线城市人均可支配收入和消费支出逐年提升，使消费者购买能力提升

从人均可支配收入水平来看，近年我国农村居民人均可支配收入的增速高于城镇居民。2017年，我国农村居民人均可支配收入为13,432元，同比增长8.65%；城镇居民人均可支配收入为36,396元，同比增长8.27%。

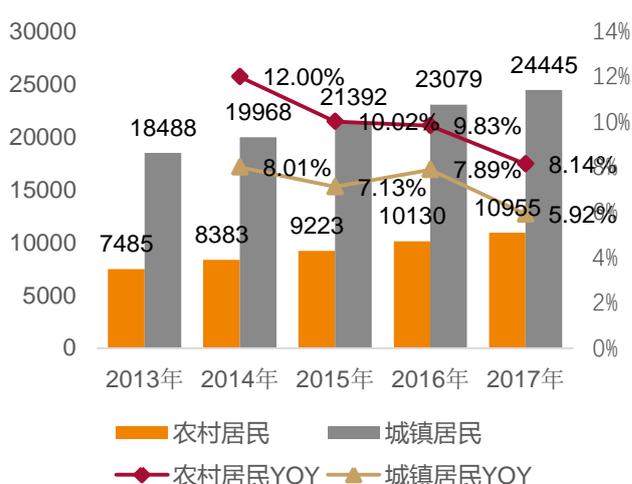
从人均消费支出来看，农村居民的消费支出增速高于城镇居民2pct，可见低线城市消费者的购买能力得到提升。2017年我国农村居民人均可消费支出为10,955元，增速为8.14%；城镇居民人均可消费支出为24,445元，增速为5.92%。

图 23：农村居民人均可支配收入增速高于城镇居民（元，%）



资料来源：国家统计局，天风证券研究所

图 24：农村居民人均消费支出增速高于城镇居民（元，%）



资料来源：国家统计局，天风证券研究所

### 3.1.3. 国家政策出台推动城镇化进程，我国城镇化水平不断提升

城镇化率的提高有助于提高过去农村人民的生活水平，进一步缩小城乡差距，加快城乡交互速度。国家统计局的数据显示，我国的城镇化率从 2010 年的 47.50% 上升至 2017 年的 58.52%，平均每年增长 1.22%，正处于高速增长期。2014 年新华社发布《国家新型城镇化规划（2014—2020 年）》，提出要有序推进农业转移人口市民化、优化城镇化布局和形态、提高城市可持续发展能力、推动城乡发展一体化、改革完善城镇化发展体制机制等。参照卫计委的预计，2030 年我国城镇化率将达到 70%，可见我国城镇化率未来仍会高速增长。

图 25：城镇化率不断提升推动消费支出扩张



资料来源：国家统计局，天风证券研究所

### 3.1.4. 消费观念：对于品牌的认知度和认可度提升，低线城市消费者信心指数提升

随着我国低线城市消费者收入水平和城镇化水平的不断提升，低线城市的消费观念得到转变。通过农民工返乡、城镇化率提升以及互联网的飞速发展，一二线城市较为成熟的消费观念传导到了三四线城市。主要表现为低线城市消费者在产品选择上实现从杂牌向有品牌过渡，消费者对于品牌的认知度和认可度不断提升；同时在原有认知中为耐用品的商品，逐渐过渡为更换频率较高的消费品；比如剃须刀原来是低频的耐用品，现在很多男士在家里面、在出差、在办公室都会备一台，甚至有一些人 3 到 4 个月就随手扔了。

从各级城市的消费者信心指数来看，2017 年非一线城市带动整体信心指数上涨，其中农村地区增长最快，从 104 飙升至 113 点；三线城市（108 点升至 113 点）紧随其后，上升 5 个点；四线城市也实现小幅上扬，从 108 点升至 111 点，可见低线城市的消费潜力持续提升。

图 26：低线城市消费者信心指数不断提升

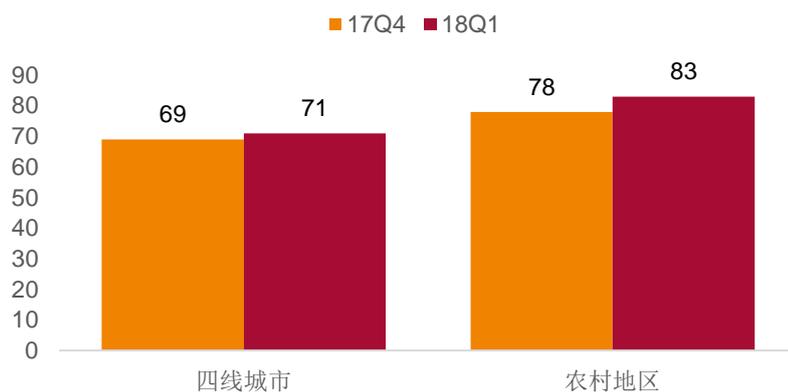


资料来源：尼尔森，天风证券研究所

未来，我们认为随着低线城市的消费升级趋势越发明显，将拉动三四线城市未来的需求增长，消费升级态势将继续延续。根据尼尔森发布的中国 2018 年一季度消费者信心指数报告显示，三四线城市消费潜力人群比例高达 30%，对未来 12 个月的购买力表示乐观，其中在四线城市，44%的家庭表示相较于去年，消费支出增加，增加比例高达 21%，高出一线城市近 6pct，进一步证明低线城市的消费潜力和消费能力。

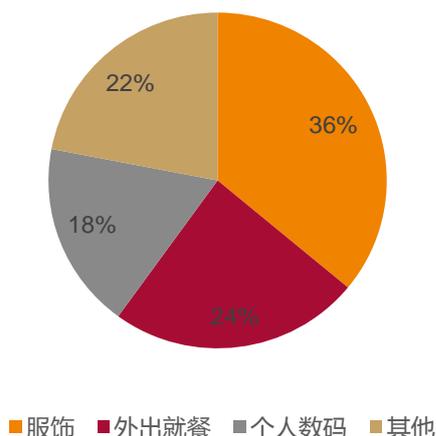
从就业预期来看，根据尼尔森的数据显示，四线城市从 17Q4 的 69 点提升至 18Q1 的 71 点，农村地区增长最为明显，由 78 点提升至 83 点，就业预期的提升促进了当地的消费需求的提升和消费升级。另外，根据麦肯锡的预测，未来中国中产阶级的占比将大幅提升，2020 年将达到 81%，而低线城市的中产阶级是主要的增长地区，我们认为未来低线城市的消费能力将进一步提升；同时，由于棚改货币化政策所影响的地区大多为非省会地级市，对于低线城市及农村地区影响相对较小，所以我们认为消费升级态势得以延续。

图 27：低线城市就业预期不断提升



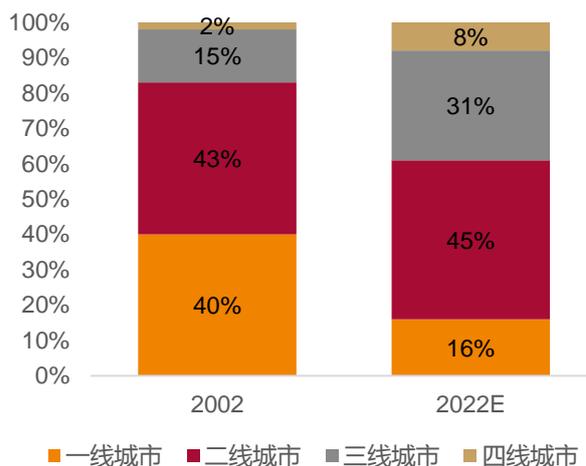
资料来源：尼尔森，天风证券研究所

图 28：2018Q1 低线城市消费潜力人群对服装的需求占比较高（%）



资料来源：尼尔森，天风证券研究所

图 29：三四线城市中产阶级增长最显著（%）

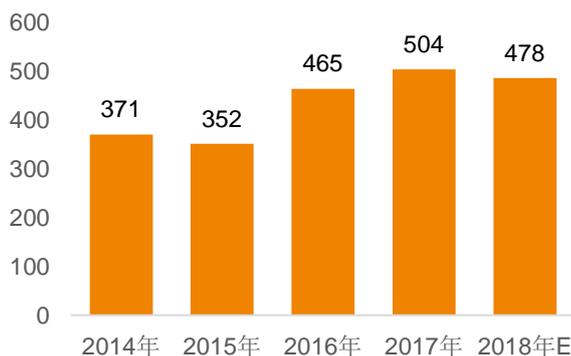


资料来源：麦肯锡，天风证券研究所

### 3.2. 供给端：品牌服饰跟随购物中心进行渠道下沉，未来将享受低线城市消费升级带来的增长红利

从供给端来看，在消费升级的背景下，低线城市消费者的需求日益增长，商业地产抓住这一时机开始进行渠道下沉和规模的扩张，低线城市购物中心数量得到进一步提升。根据赢商大数据中心的数据显示，2017 年，全国新开业大型商业项目 504 个，创历史新高；2018 年全国拟开业大型商业项目约 920 个，我们参照 2017 年项目开业率近 52% 测算（拟开业 970 个，实际开业 504 个），预计 2018 年新开业大型商业项目能够达到 478 个，可见商业项目的比例仍将进一步提升。从地域分布来看，我们以龙头企业万达集团为例，其对于万达广场的布局战略为坚守一二线城市，重点扩展三四线城市，以满足低线城市的消费升级需求。万达计划 18 年新开 52 家万达广场，其中布局在一线城市 3 座，二线城市 11 座，三线及以下城市 38 座。

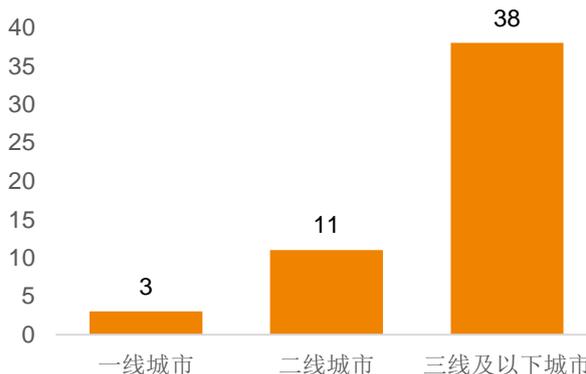
图 30：新开业商业项目数量整体呈上升态势（个）



资料来源：赢商大数据中心，天风证券研究所

注：商业项目：商业面积≥3 万平方米的集中型零售物业，包括购物中心，商业街等；

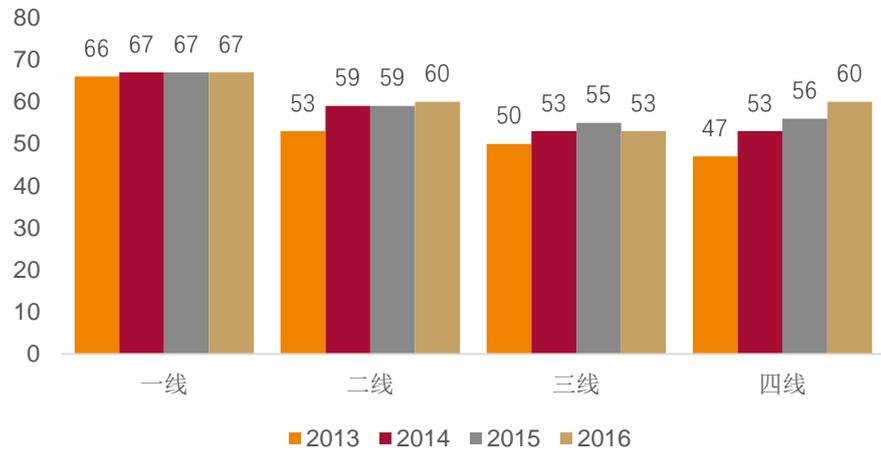
图 31：18 年万达广场预计在低线城市开业数目超过一二线城市（个）



资料来源：赢商网，天风证券研究所

从客流量及销售额来看，低线城市购物中心的客流量增长远高于一二线城市，未来将享受流量持续增长所带来的红利。据万达《创新以释放购物中心的新价值》报告中的数据 displays，低线城市购物中心日均客流量增速明显，其中 2013-2016 年四线城市购物中心日均客流量复合增长率达 8.5%，高于一二线城市。

图 32：以成熟万达为例，低线城市购物中心客流量增长显著（千人）

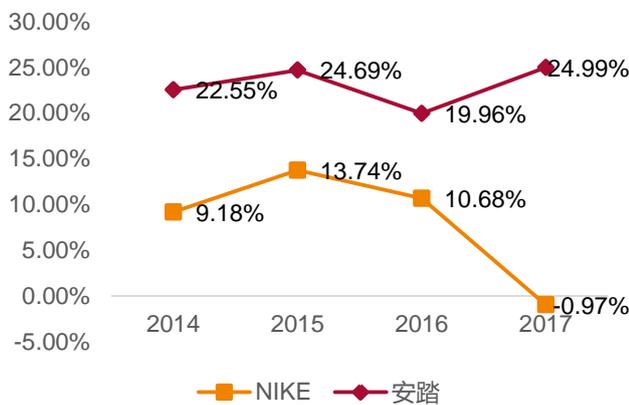


资料来源:《创新以释放购物中心的新价值》,天风证券研究所

伴随购物中心等商业地产向低线城市布局,国内各品牌借势开始进行渠道下沉,同时享受低线城市消费升级带来的增长红利。2012年以来,国产服装品牌在一二线城市受到海外品牌的强力冲击,在产品、价格、设计、品牌调性、管理等全面落后,大多渠道只能侧重低线城市,并以街边店、百货店等旧渠道为主。经过几年调整,很多品牌积极学习国外品牌先进管理经营理念,并从自身产品抓起,重视设计与提升性价比,品牌调性不断提升,为后续增长奠定了重要基础。

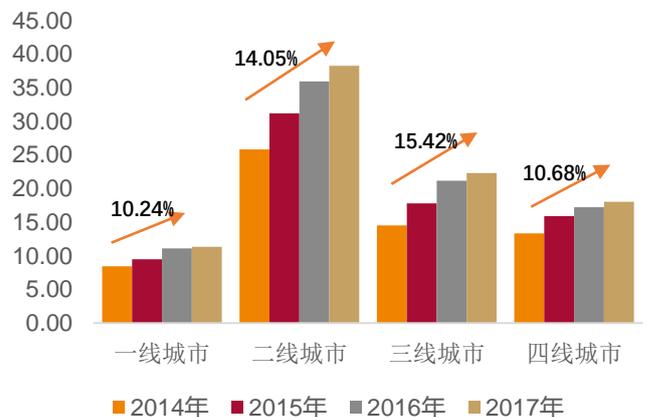
在这个过程中,部分成功变革产品和品牌调性的国产服装品牌,乘低线城市新渠道变革的东风,形成错位竞争与先发优势,充分受益消费升级,如安踏、拉夏贝尔、太平鸟等,在产品和品牌成功变革后,又主动将门店快速调整布局至新兴的购物中心、电商等渠道,与国外品牌相比形成错位竞争,与其他品牌相比形成先发优势,未来有望充分受益低线消费升级。

图 33: 安踏营收增速绝大部分时间高于耐克 (%)



资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 34: 拉夏贝尔低线城市收入增速并不低于一二线城市 (营收: 亿元)



资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

- 我们认为,相对于国际服装品牌渠道下沉较困难的情况,本土品牌的在渠道下沉方面更具优势,有望迎来发展新机遇。国际品牌渠道下沉阻力主要体现在:(1)低线城市对国际品牌认知不足;(2)低线城市整体消费力不足;(3)国际品牌对于渠道商的吸引力下降;(4)多数情况下国际品牌不开放加盟。

1) 低线城市对国际品牌认知不足,消费者较少为品牌溢价买单。由于地区发展差异,低线城市整体对于国际大牌认知不足,消费者更看重产品质量及性价比,由于时尚度及品牌带来溢价的国际品牌整体性价比偏低,对低线城市消费者吸引力较弱,国际品牌在低线城市渠道拓展上存在困难。

2) 低线城市整体消费能力不足。国际品牌在选址时有较严格的标准,会考虑购物中心配

套店铺档次，而低线城市消费能力往往不足以支撑众多国际品牌的入驻。因此国际品牌在下沉时相对谨慎。

3) **国际品牌对渠道商的吸引力降低。**早期国际品牌入驻国内时，由于其自身的引流能力，往往享受较高福利补贴，具有较高的议价权，而当其自身电商渠道快速增长，整体引流效果下降，对渠道商的吸引力也逐渐降低。

4) **多数情况下国际品牌不开放加盟。**国际品牌对产品质量，人员管理的要求和标准相对较高，加盟意愿较低。

由此，在低线城市消费升级背景下，消费者消费观念发生转变，对于品牌的认知度和认可度开始提升，对产品质量有了更高的要求；同时随着低线城市人均消费能力不断提升，三四线城市的消费潜力和购买能力逐步提升，在国内品牌和购物中心的渠道下沉的背景下，低线城市的消费市场潜力巨大，并将持续受益于消费升级带来的增长红利，有望孕育出具有影响力的品牌和公司。

推荐标的：水星家纺、南极电商、海澜之家、森马服饰、太平鸟。

## 4. 推荐标的

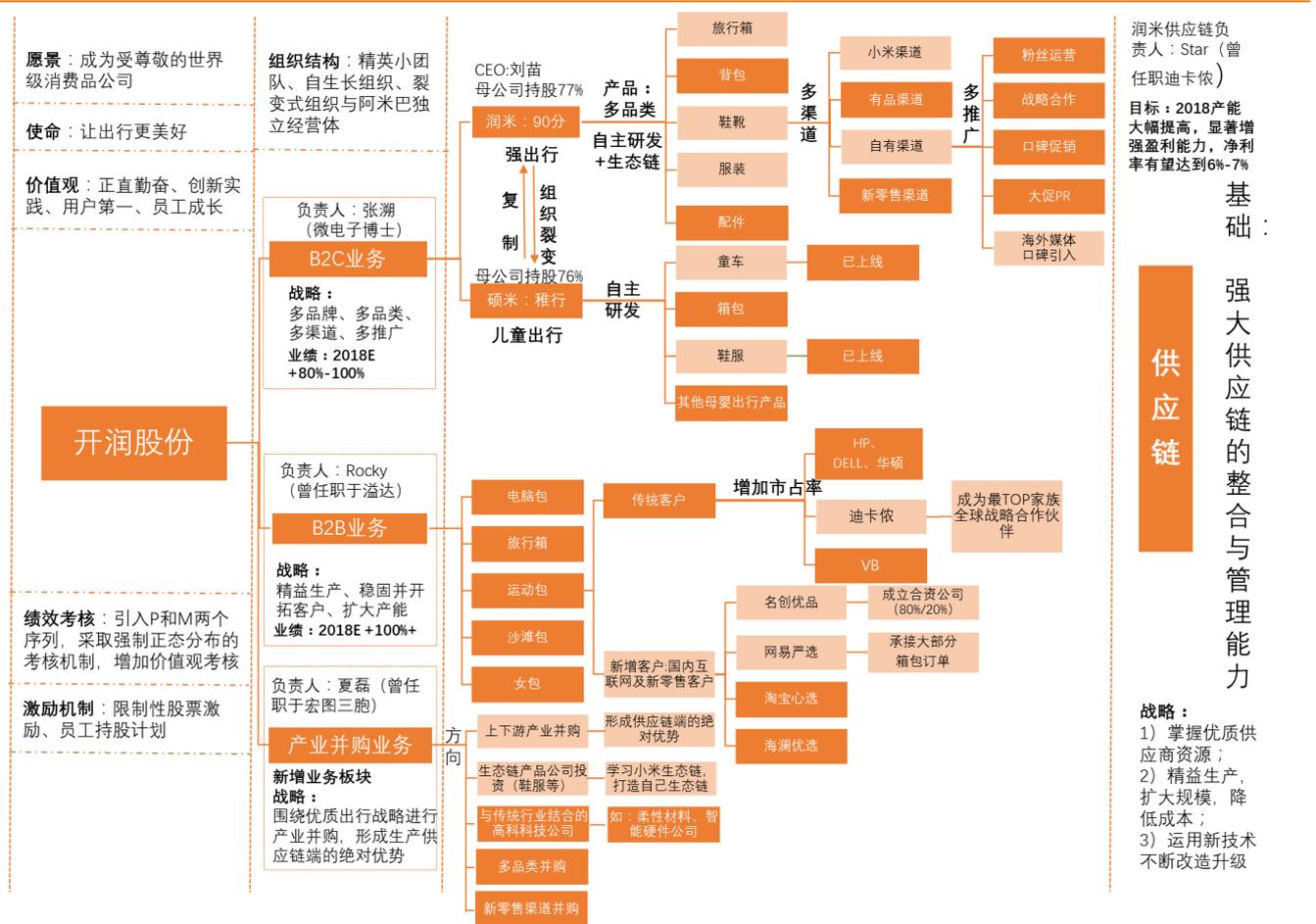
我们推荐投资者关注 1) 主要受益于一二线城市消费“降级”的标的：开润股份、南极电商、水星家纺；2) 主要受益于低线城市消费升级的标的：南极电商、水星家纺、海澜之家、森马服饰，太平鸟；

### 4.1. 开润股份：具备高性价比产品的优质出行生活场景公司

小米生态链中第一家在 A 股的上市公司“开润股份”，致力打造优质出行生活场景的公司。开润股份借力于小米手机的成功经验和小米平台的支持，将有望成为中国“出行场景化市场（商务、旅游、户外等场景）”的新零售、新电商品牌。公司以用户体验为思考起点，以创新为使命，以产品和高效供应量为核心能力，为用户提供完整产品解决方案的互联网思维公司。

公司主营包括代工业务（B2B）和自有品牌业务（B2C）及产业并购业务，自有品牌是未来发展重点，预计成为国内大众出行消费市场的行业龙头。公司自 2009 年来，从电脑包起家，一直专注于研发、设计、生产和销售包装类产品，B2B 代工业务取得了快速发展；2015 年下半年，公司与小米、京东成立合资公司润米科技、硕米科技，并进入小米生态链，2016 年 12 月成功上市，成为小米生态链中第一家在 A 股的上市公司。2016 年借助小米生态链资源完成“90 分”品牌从 0 到 1 的布局，自此公司发展重心从传统代工 B2B 业务转向 B2C 业务。

图 35：开润股份商业模式一览



资料来源：公司公告，天风证券研究所

● B2C 业务：公司未来发展重点，业绩快速增长有望超市场预期

“90 分”在小米生态链的支持下迅速实现 0 到 1 突破，开始具备独立品牌势能。2017 年开始，通过纵向产品迭代、横向品类扩张、渠道扩张、营销推广方式拓展等多维发力，不断累积自有品牌势能。18 年随多品类、多渠道、多市场推广战略持续深入，90 分有望夯实大众出行市场地位。

我们预计 18 年 B2C 整体营收预计增长 100%+，净利率有望提升至 6%-7%，显现细分行业龙头潜质。

**分品牌看，1) 90 分：新品类：**18 年有望在核心箱包产品进行迭代及深度扩张（上线 24 寸金属旅行箱、新色号商旅两用旅行箱、活力版智能解锁旅行箱、活力版 PC 铝框旅行箱、Chic 休闲双肩包和胸包），鞋服（上线免熨烫衬衫、抗菌 T 恤、一体织跑鞋与板鞋、弹力牛仔裤、五指袜）等新品类发力横向扩张，预计非箱包品类占比不断提升。我们认为公司产品线规划愈加完善，旅行箱主要为引流品类；背包主要为利润品类；鞋服等产品有利于提升规模，降低费用率，提升经营效率。**新渠道：**18H1 自有渠道快速扩张，同时继续拓展有赞、环球捕手等社交电商新渠道；线下进入小米之家，预计未来将铺设自有品牌线下店和箱包门店，加快线下布局；全渠道快速扩张，有望成为业绩增长驱动力之一。结构占比预计小米 70%左右，京东天猫 10%左右，团购 10%左右。**营收业绩：**18H1 润米营收 3.39 亿（+115%），净利润 2370 万（+54.83%），净利率约为 7%，预计 18 年润米整体营收增长 100%+，净利率 6%-7%。

**2) 硕米稚行：**18 年推出纳米材质防污 T 恤、“小轻星”折叠儿童推车、独角兽双肩背包、趣萌小耳朵拉杆箱等产品，目前正处于培育期，产品品类不断扩充，未来发展空间较大。

图 36：硕米儿童防静电抓绒外套



资料来源：公司官网，天风证券研究所

图 37：硕米稚行儿童手推车



资料来源：公司官网，天风证券研究所

● **B2B 业务：传统代工业务发展稳定，新用户开拓有望带来惊喜。**

致力于为客户提供调研、研发、设计、供应等“一站式”服务，从而诱发客户相关需求，其中 50%为外销。主要客户为国际知名品牌客户，包括戴尔、迪卡侬、华硕、惠普等。公司研发设计能力较强、销售渠道较为稳定、客户资源丰富，是国内领先的功能性包装类产品专业制造商。主要产品包括商务包袋、户外休闲包袋以及平板电脑与手机保护套。2017 年，B2B 营收 6.55 亿元，同比增长 20.2%。18H1 国内互联网新零售客户逐渐上量贡献营收，老客户结构持续优化。重点开发新客户，原有客户订单结构得到进一步优化，精益生产提高效率增强盈利能力，预计未来三年 B2B 收入 CAGR 20%+。

**维持买入评级。**公司专注“成人+儿童”出行市场，有望成为 A 股快速增长并且具有“新零售、新电商”基因的生活消费品公司。由于分红转增股本，预计 18-20 年 EPS 为 0.91/1.34/2.07 元，未来三年 CAGR 50%。

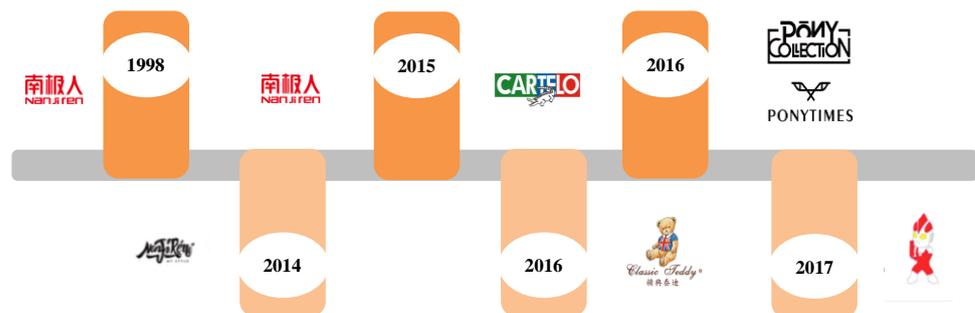
**风险提示：B2B 代工业务利润率下降、B2B 自主品牌建设不及预期。**

（摘自 18 年 8 月 28 日《开润股份：中报点评：18H1 业绩符合预期，期待下半年 B2C 持续发力》及 17 年 12 月 19 日《开润股份：深度报告：稀缺消费升级标的，B2C、B2B 双快速增长有望超预期》）

**4.2. 南极电商：低端商业革命催生电商平台上的“精品生活电商”平台**

南极电商前身为南极人，成立于 1998 年，总部位于上海，是一家专注品牌授权、且拥有一站式电商生态服务、供应链管理等业务的上市公司。2015 年通过重大资产重组，借壳新民科技上市，公司主营业务为向千万家小微电商及供应商提供品牌授权服务、电商生态综合服务、柔性供应链园区服务，并经营货品销售业务。目前，公司旗下品牌体系拥有南极人，卡帝乐鳄鱼，精典泰迪，奥特曼，PONY (COLLECTION/TIMES)，等多个品牌。

图 38：南极电商品牌体系逐步扩张



资料来源：公司公告整理，天风证券研究所

南极电商受益于低线城市人群的消费升级以及对高性价比产品的追求。

- 目前三四线城市开始成为消费升级的主力军，价格低、购买频次高、产品质量较好，拥有品牌口碑的产品在逐渐占领市场。
- 南极电商从品牌定位上定位于国民品牌；品类上涵盖高频、标准化产品，有利于规模效应及高周转；客户群上看以二线及以下的低线城市人群为主。公司显著受益于“低端”商业革命浪潮，且顺应消费趋势，有望成为 A 股最具代表性的高成长新零售公司。

电商平台缺少供应链资源，我们认为南极电商可在各大电商平台上充当“小米生态链”模式中小米的角色，对供应商赋能，不断推出高品质产品。

- 电商平台的优势在于渠道及流量，但是缺乏供应链资源，南极电商则具备多品类的供应链资源，南极电商可以通过整合优势供应链资源，在各大电商平台上提供更好的产品及服务。
- **对供应商赋能：**预计南极电商 2018 年也会与小米投资生态链公司类似，存在与供应商共同持股形成深度绑定，拓展更多优质品类的可能性。
- **对供应商投资：**预计南极电商 2018 年也会与小米投资生态链公司类似，存在参股部分优势供应商，或者以供应商入股公司子公司的形式，绑定与供应商的利益，拓展更多优质品类的可能性。

表 2：南极电商模式与小米生态链模式有众多相似之处

	小米生态链	南极电商（以在天猫平台为例）
给供应商提供渠道	米系渠道：小米商城、米家有品、小米天猫、小米京东、小米之家	千家天猫店，新品类可以再开新店
给供应商提供流量	逾 2.5 亿粉丝	熟悉天猫运营，能高效获取天猫流量
给供应商提供品牌	小米品牌背书，米家	南极人、卡帝乐、南极严选等
与供应商股权合作	参股不控股	供应商共同持股形成深度绑定
产品类别	精品生活消费品	精品生活消费品
产品特色	高性价比、爆款	高性价比、爆款、高频、标准化

资料来源：Wind，天风证券研究所

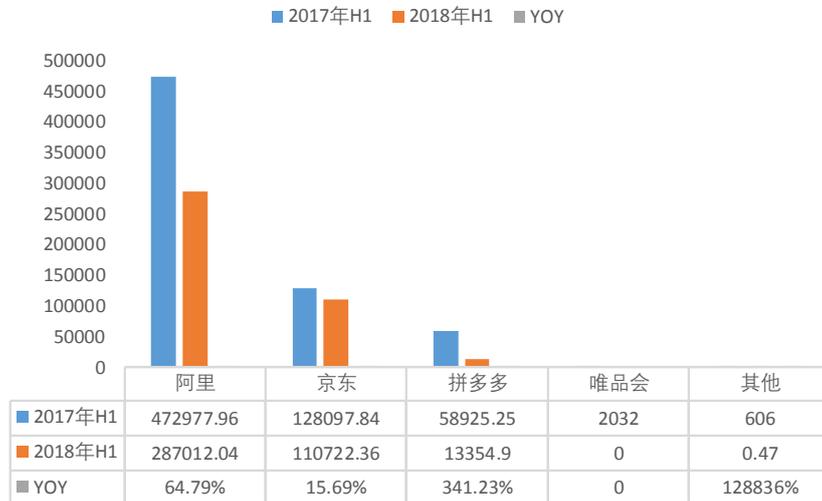
南极电商由于具备电商平台不具有的供应链资源，对于电商平台仍然具有“利用”价值，因此，我们认为电商平台未来仍会支持南极电商。

- **无论是线上还是线下品牌，能给电商平台带来增量 GMV 的品牌就是好品牌。**南极电商可以给电商平台提供好产品（比小企业在电商平台上卖货，产品及服务都更好），对于电商平台来说，无论从 GMV 扣点及广告业务收入来看，还是给顾客提供好产品上看，南极电商仍然具备“利用”价值。
- 南极电商的增长主要来源于扩品类以及扩品牌，而这些品类往往缺乏成熟线下品牌，南极电商的专业化运作，更有利于电商平台把相关品类规模做大。
- **商业模式越发清晰，马太效应凸显，18H1 实现 GMV 达 67.9 亿（+61.62%）。**大规模 GMV 仍高速增长印证商业模式壁垒。在精细化管理及新品牌新品类的延伸下，受益于低线城市人群的消费升级以及对高性价比产品的追求，增长动力强劲，顺应消费趋势，有望成为 A 股最具代表性的高成长新零售公司。

公司商业模式的特别之处来源于对于上下游的强大赋能能力。公司通过品牌授权为纽带，围绕供应链做的生产侧的改造，给生产商提供品牌授权、渠道和服务，在这个过

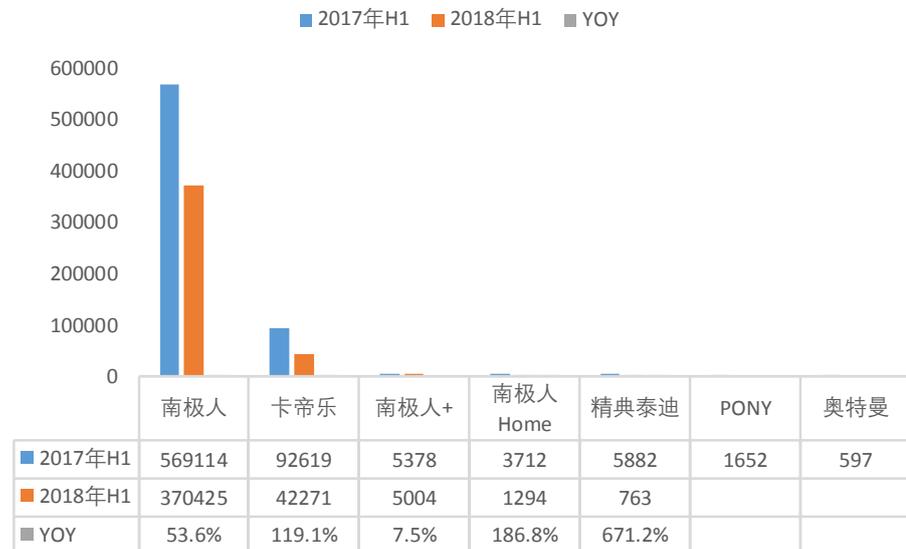
程中，通过自身在电商数据、营销、品类开发方面的优势与资源，完美的对接上下游，给下游经销商解决上游供应链问题，找到甚至塑造上游合适的供应链资源，同时也引导生产商去做好品牌和产品。在这一点与小米生态链模式类似，都是起到了对供应链企业的放大器的作用，赋能供应链企业，完成价值观、方法论和资源的共享。

图 39：南极电商分平台 GMV 单位：万元



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 40：南极人分品牌 GMV 单位：万元



资料来源：公司公告、天风证券研究所

**高管陈焯总离职，将继续在大南极生态中负责相关品牌线下拓展。**

高管陈焯于 8 月 14 日离职，离职后不再担任公司任何职务。爵青企业系公司原副总经理陈焯女士实际控制的公司，陈总离开上市公司后，将主要以爵青为平台为南极电商拓展渠道、寻找合作伙伴，爵青根据该等合作伙伴与公司合作产生的收入及双方约定的业绩分成条款而获取综合管理服务费，且爵青承担应收账款的保证责任，即爵青保证其介绍合作的客户对甲方的应收账款不存在坏账，否则，南极电商有权将坏账部分的对应的综合管理服务从当期应支付的综合管理服务中暂扣。展业方向主要覆盖“南极人”、“卡帝乐鳄鱼”线下实体店、唯品会、电视购物、礼赠渠道的独家排他授权业务。

**投资建议：**维持盈利预测 2018-20 净利润为 8.69/12.51/17.84 亿，由于 17 年权益分派（以资本公积金向全体股东每 10 股转增 5 股）导致股本增加，对应 EPS 调整为 0.35/0.51/0.73

元（原值为 0.53/0.76/1.09 元），给予公司 2018 年 35 倍估值，维持目标价 12.4 元。

**风险提示：**扩张速度低，服务费率下降，平台规则变化，应收账款风险。

（摘自 18 年 8 月 24 日《南极电商：半年报点评：业绩符合预期维持高增长，应理性拆解应收波动》及 18 年 2 月 1 日的公司深度报告《南极电商（002127）——“低端”商业革命催生电商平台上的“精品生活电商”平台》。

#### 4.3. 水星家纺：渠道具备优势的中档家纺龙头企业

首先从行业来看，我们认为在消费升级，产品/渠道结构不断优化以及行业集中度持续提升下，行业具备长期增长逻辑。主要原因系：1）消费升级背景下，消费者品牌意识不断增强，消费习惯实现从杂牌向品牌产品的过渡，使行业集中度提升，龙头受益集中度持续提升；2）产品结构升级，消费偏好由中低端产品向具备更高附加值的中高端产品转变，利好龙头企业进一步提高销售规模及利润空间；3）基于我国过去低频更换床品的特征，年轻一代消费群体家纺产品更换频次提高，日常更换需求持续提升利于提高家纺销售规模；4）线上电商渠道的高速发展和根据低线城市消费升级布局渠道下沉战略，龙头公司市场集中度稳步提升，利好行业稳健增长。在这里我们通过借鉴分析调味品和乳制品行业的成长路径，同样验证了家纺行业在这四大因素驱动下同样具备长期增长逻辑。

**我们为何长期看好水星家纺？从 5 大角度具体分析：**

**（1）产品端：**相比于富安娜，罗莱等企业，水星定位中端，产品具有“高性价比+品类多样+风格大众化”特点，更适合电商和二三线城市销售，能够覆盖更广的消费群体，在低线城市消费升级背景下，其全国性品牌影响力有望进一步增强。另外水星以大众标准化、多样化和极致大单品并重，在抓牢大部分消费者前提下提供爆款单品吸引更多潜在消费者，我们认为与小米生态链和网易严选客户群存在差异（SKU 少，产品极简单一，主要消费群为男性及白领），相互影响较有限。

**（2）线上电商：**水星的电商渠道占比已经达到 39%，在同行业上市公司中处于第一位置。去年双十一水星以往销量更好的低价产品销售不及预期，而中高端产品销量提升，使得 2017 双十一遗留库存，为了清理库存公司主动下调价格，使 18 年 3-4 月电商收入及毛利率出现下滑，18H1 线上预计实现营收 4.28 亿元，同增 5%。我们认为公司线上下滑是短期影响，且电商毛利率相比线下渠道高，长期来看，终端消费由低端转移至附加值更高的中高端产品有利于公司收入和业绩的进一步增长，以及产品结构的持续优化。

**水星家纺线上线下销售并不会产生冲突，我们认为主要原因有三点：**（1）线上线下针对消费群体不同，线上以一二线城市为主，线下以三四线城市为主；（2）线上线下产品不同，我们预计公司线上 80%产品为电商专供款，另外 20%线上线下同款同价；（3）线下经销商对公司做线上销售并无异议，电商增长有利于品牌普及，对线下起到促进作用。

水星电商收入结构为阿里系 60%/京东 20%/唯品会 10%/其他小平台 10%，因此拼多多快速崛起中短期对水星电商产生冲击，公司积极应对新平台冲击：（1）拆分电商事业部配合积极布局新平台，对各电商渠道进行精细化管理，不放过任何具备成长性的小平台；（2）在保持产品品质和利润率的前提下积极进入云集、拼多多等新平台。由于拼多多等新平台低价产品往往带来质量问题，我们认为，消费者试错之后仍然会回归到产品品质本身，公司可以利用拼多多培养潜在消费者，进行良好的导流。长期来看，这些小平台更像是公司潜在客户孵化器，公司有望通过小平台培育更多消费者进一步增强收入规模和品牌认知度。

**（3）线下渠道：**水星通过加盟模式深耕二三线市场，具备规模优势和先发优势。公司采用二级经销商模式原因系：（1）一级加盟商多为当地城市具备一定经济实力和社会地位的人，拥有当地资源，可以更快的进行业务拓展，帮助公司进行渠道下沉，填补低线空白市场。（2）一/二级加盟商均更熟悉本地风俗习惯、消费观念及消费水平，可以因地制宜发展业务，提升效率。另外，我们正文对开店空间做了假设和测算，家纺开店想象空间大，水星二级加盟模式更利于渠道深度挖掘。根据公司公布的开店数量以及全国城市数量估算，水星目前覆盖全国 60%县级及以上城市，仍有 40%空白市场。目前开店策略：将继续对二、三线城市进行横向扩展，填补空白市场的同时增加开店密度；同时向一、四线城市一级未

覆盖市场进行纵向扩张，进一步扩大线下渠道覆盖面。我们想强调的是在 18 年上半年消费整体环境低迷，终端消费疲软的背景下，18H1 水星线下渠道同增 25%，实现营收 6.7 亿元左右，超市场预期，可见公司的运营能力较强，未来在低线城市消费升级的背景下，配合公司产品结构的改善和研发及营销的不断创新，有望进一步拉动终端销售。

表 3：水星家纺各级城市测表

	水星家纺
一二线门店数量（家）	643 家
总店铺数（报表数据）	2756 家
一二线城市渠道占比	23.33%
三四线城市渠道占比	76.67%
总店铺数（百度地图数据）	2210 家
一二线渠道占比	29.10%
三四线渠道占比	70.90%

资料来源：百度地图，天风证券研究所

注：1）该数据是我们通过地图上显示的门店数量进行的粗略测算，由于信息更新的原因，与实际情况可能略有出入，仅供参考；2）总店铺数我们以两个口径进行测算，其一是报表店铺数据，另一个是百度地图的各省市搜索数据加总数据；

**（4）经销商：**公司产品加价倍率在 2-2.5 之间（线上加价倍率 2 倍），高端产品 3 倍。公司以成本价+30%左右毛利批发给总经销商，总经销商的毛利率在 15%左右，二级加盟和直属加盟的毛利率在 50%左右，二级代理毛利率合理。

另外，虽然公司采用了二级代理模式，但是我们认为公司对于加盟商管理能力较强。首先公司拥有总经销商配合公司进行下属经销商的管理；其次水星对于每 10-12 个门店配备一名督导人员，负责日常巡店和数据跟踪，及时了解和记录二级加盟商库存数据和销售情况，向公司及时回送，便于掌握终端销售并作出相应经营调整及改善。

**（5）订货会：**公司一年有两次现场订货会，主要是新一季的新品发布和产品推广；另外在线上有 2-3 次小型订货会，主要是补货和帮助加盟商调整产品结构。公司管理效率提高的前提下，18 年对秋冬订货会进行调整，由以往二季度调整到一季度，从而增加 18Q1 订货会费 200 万左右。另外，公司营收账款水平较低，结构良好；渠道库存占营收比重呈现下降态势，由此我们认为公司并没有出现向加盟商压货的情况。

**维持买入评级，3-6 个月目标价 29.50 元。**

考虑到公司线上业务受到低价电商品牌的积压，电商收入及利润在中短期将会受到波动，略微下调 18、19 年盈利预测，但长期来看公司业绩增长确定性较强，线下持续受益于低线城市消费升级；线上在逐步改善及各项应对措施落地后增速有望回升，略上调 2020 年盈利预测。由此，预计 18-20 年营收增速分别为 18.27%、18.34%、18.17%；净利润增速分别为 22.16%、20.05%、20.27%（原值为 22.2%、20.49%、18.42%），EPS 为 1.18/1.42/1.70 元（原值为 1.18/1.42/1.68 元），对应 PE 为 15/12/10 倍。目前公司估值较低，二季度电商低于预期市场已经充分消化，继续重点推荐。家纺是标准化程度较高的产业，我们认为随着电商以及线下渠道在低线城市不断渗透，整个行业集中度会大幅提升。参考乳制品和调味品行业过去发展轨迹，我们认为行业容易诞生大公司，给予公司一定的估值溢价；但考虑到目前板块系统性调整导致行业估值较低，调整公司 18 年 PE 为 25X，目标价由 35.40 调整为 29.5 元。

**风险提示：**线下渠道收入不及预期，线上新渠道冲击使竞争加剧等。

（摘自 18 年 8 月 24 日《水星家纺：半年度点评：18H1 业绩符合预期，线下渠道超市场预期》及 18 年 5 月 29 日公司深度报告《水星家纺：全方位解答关于水星家纺的热点问题及长期投资逻辑》。）

#### 4.4. 海澜之家：新兴渠道有望驱动发展，发行转债提升经营效率

首先，我们想回答一下市场上对于海澜之家几点的疑虑：

##### 1) 海澜之家存量店铺规模较大（截至 18Q1 全品牌 5860 家），未来线下渠道的开店空间还有多大？

市场认为存量店面渠道已经相对成熟，同店不会有太大增长，购物中心渠道靠直营方式拓展较慢，未来开店空间不大。我们认为，从购物中心的发展情况来看，低线城市购物中心依然存在较大开店空间，三四线城市人口数量占全国人口总量的近 53%，而购物中心数量仅占全国购物中心总量的 16.5%，相比一二线城市，低线城市在未来消费升级的大趋势下仍有较大的提升空间。海澜之家品牌调性和定位相比国际一线品牌更符合低线城市的消费需求。开店空间方面，国内服装品牌以拉夏贝尔为例，直营门店数量近 9500 家，安踏体育门店高峰时期超过 1 万家，海澜之家门店截至 18Q1 为 5860 家，仍有差距，且定位大众的服装品牌开店覆盖面广，开店空间大。开店速度上，从 2017 年整体的情况来看，净开店三分之二以上为购物中心店，按季度来看开店速度有所加快，并不存在开店速度慢的问题。

##### 2) 海澜之家传统模式新品牌与以前传统商业品牌不同，能否成功？

海澜之家的独特模式现在已经难以复制。目前海澜主要的副牌，女装品牌爱居兔也以买断式为主，因为女装对时尚度要求较高，产品周期较短，且体量还不太大。这种情况下库存存在一定压力，未来随着体量提升，也将尝试联营制度。我们认为，海澜能达到现在的体量不仅仅是由于其独特的商业模式，其在供应链、渠道和内部运营的管理能力也是重要原因。未来海澜之家男装业务的供应链、渠道资源可以分享给新品牌，为新品牌的发展提供助力，通过海澜成熟平台孕育孵化的子品牌更容易成功。目前女装爱居兔成长迅速，Jeans/AEX/OVV 的前期店铺坪效优秀，运营情况良好。

##### 3) 未来能否突破 10%左右的增速天花板？

公司主品牌海澜之家体量已经达到较大规模，未来海澜之家的多品牌持续发展将接棒主品牌提供发展动力，预计 2018 年女装品牌爱居兔有望开始贡献利润，未来 3 年将来会开到 2000 家左右门店，形成完整成熟的品牌矩阵为海澜之家的长期发展提供动力。

- **品牌与调性上：主品牌产品年轻化策略明显，时尚调性提升。**产品上，2017 年以来，海澜之家体现了明显的年轻化策略，与时尚设计师 Xander Zhou 推出合作款，签约年轻热度偶像林更新，推出年轻化时尚度高的新款，其新款服装宣传海报风格由广告“时尚教母”许舜英亲自操刀，向奢侈品大片的风格靠拢。并推出了 OVV、AEX 新品牌。宣传上，除了续约三季《奔跑吧兄弟》和《最强大脑》的独家服装赞助外，海澜之家还在数月之间先后赞助《蒙面唱将》、《火星情报局》，冠名《单身战争》等多档网络综艺。以《奔跑吧兄弟》为代表的网综艺节目都拥有着大批年轻、固定的受众，这符合海澜之家品牌向年轻化转型的策略。

图 41：Xander Zhou 和海澜合作款，时尚感十足



资料来源：公司官网，天风证券研究所

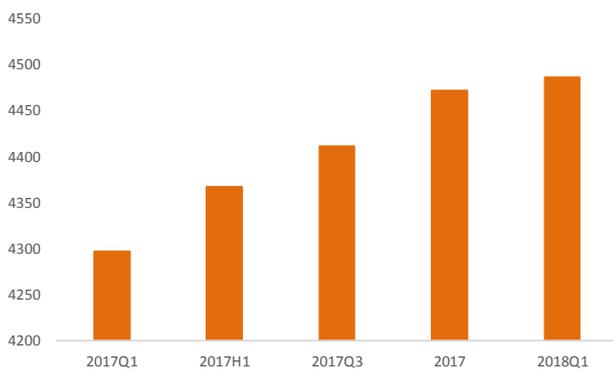
图 42：公司签约年轻派偶像林更新，提升调性



资料来源：公司官网，天风证券研究所

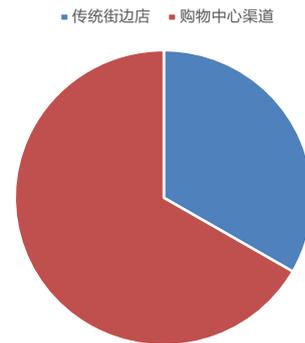
- **线下渠道：海澜之家全面布局线下购物中心渠道，享受新兴渠道下沉红利。**伴随线下购物中心渠道数量逐年增多，海澜之家在 2016-2017 年主要维持两条开店逻辑：（1）增加线下渠道数量；（2）拓展购物中心门店。2016 年公司增加开店数量，当年单品牌新开店数量达到 720 家。2015 年主要城市优质零售物业首层租金开始下降，并处于历史较低水平。海澜之家签约门店以 5 年为一个合同期，比其他品牌 2~3 年的合同期长，在租金低位获取好位置的长约，把握拿地最佳时机，在行业复苏率先完成布局。同期购物中心以其体验式的综合业态，单店独立的品牌陈列，成为新的客流聚集地，2017 年中国购物中心数量达到约 5000 家，海澜在 2017 年重视购物中心店开发，前三季度 191 家净开店中，2/3 为购物中心店。2018 年 H1 新开店中，有超过三分之一的为商场及购物中心店。

图 43：海澜之家线下渠道数量逐年递增



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 44：预计新开店占比三分之二为购物中心店



资料来源：公司公告，天风证券研究所

表 4：2017 年以来海澜之家开店速度加速

渠道数据 (家)	2017Q1	17H1	17Q3	2017	2018Q1	2018H1
海澜之家 (直营)	8	数据	17	31	37	45
海澜之家 (加盟)	4297	4367	4411	4472	4486	146
爱居兔 (直营)	5	5	5	6	6	9
爱居兔 (加盟)	696	822	916	1044	1094	99
其他 (直营)	6	6	9	10	12	16
其他 (加盟)	333	282	250	229	225	-10
总数	5345	5491	5608	5792	5860	305

资料来源：公司公告，天风证券研究所

- **线上渠道：目前公司电商渠道收入占比仅为 6%左右，相比其他服装上市公司的线上占比仍存在巨大提升空间。**一方面由于腾讯已经投资了京东和唯品会两大线上平台，未来海澜之家可以借助两大平台获取更多的流量，进一步促进销售额的提升；另一方面，腾讯+京东+唯品会的战略合作和会公司的线下门店导入一部分客流，有利于公司 O2O 的进一步推进，从而提升公司的经营效率。我们认为通过此次的战略合作，公司的线上渠道营收和占比将会有明显的增长，我们预计未来整体空间有望占到收入的 10%。在公司与腾讯合作的背景下，未来依托流量的共享和协同，电商渠道潜力凸显。据公司公告，海澜 2017 年双十一当日成交额 4.1 亿元，同比增长 331.6%，位列天猫男装第一名。
- **下半年社零数据及服装消费数据承压，弱市下海澜作为低估值大众品牌价值凸显。**

17 年冷冬高基数与居民消费能力下降使下半年服装消费数据承压。2018 年二季度开始，国内消费环境有疲软趋势，居民部门消费受到教育、医疗、房贷等支出不断挤压，一二线城市消费“降级”和低线城市消费升级是目前趋势。低线城市的消费环境好于一二线城市，目前海澜门店数量已经突破 6000 家，覆盖低线城市相对全面，且海澜定位作为平价品牌，其消费需求受宏观经济影响较小，有一定的抗周期属性。公司目

前 PE 估值较低，女装爱居兔品牌预计今年达到盈亏平衡，尚不贡献 PE 估值，但爱居兔女装品牌体量规模已经较大（预计今年 35 亿零售规模），其品牌价值并未体现在公司市值内，从 PE 估值角度海澜整体价值存在低估。

**投资建议：**腾讯入股后有望带来协同效应，给公司的线上线下渠道方面带来更多的流量，有利于其线下渠道的扩张和公司 O2O 的稳步推进；也将更贴合年轻消费群体，利于品牌年轻化。维持“买入”评级，预计 18—20 年 EPS 为 0.82/0.92/1.03 元，对应 PE13/11/10 倍；给予 18 年 17X（原值 18X），3-6 个月目标价 13.94 元。

**风险提示：**主品牌复苏不及预期，消费疲软；库存积压风险。

摘自 2018 年 8 月 12 日的公司深度报告《海澜之家——新兴渠道有望驱动发展，发行转债提升经营效率》。

#### 4.5. 森马服饰：休闲服饰调整到位，渠道下沉带来增长动力，童装持续高速增长，有望成长为国际龙头

**休闲业务：多角度调整实现业绩拐点，渠道下沉带来增长动力。**

休闲服饰业务作为森马的主营业务之一，在 2017 年迎来业绩拐点，复苏态势显现。从外部环境来看，公司跟随购物中心的渠道下沉继续布局低线城市，积极调整渠道结构，享受购物中心的渠道下沉所带来的增长红利；同时在低线城市消费升级的背景下，相比于国际品牌在低线城市渠道下沉较困难，公司在低线城市的购物中心具备招商优势，将持续受益于低线城市消费升级带来的利好；从内部来看，公司积极进行供应链整改，并在产品、设计等方面进行调整，初显成效。从经营数据来看，渠道 18H1 净开店 255 家至 3883 家（+7%），由 17 年 -47 家转正验证调整结束，粗略测算同店增长 5%-10%；总面积增加 7.9%，单店面积 221.55 平米基本持平，证明新增店铺业态结构与原有结构基本相同。H1 休闲装拓店数量超预期，实现逆市较快增长，我们认为主要系 3 年店铺调整结束后进入新一轮开店周期、直营表现良好带动加盟加速开店、百货街边店等传统业态调整后老门店更新迭代等因素所致；同时我们预计休闲服在购物中心的开店空间依然较大，有望加速。

**童装业务：未来增长空间巨大，有望维持持续高速增长，成长为国际龙头。**近年我国童装行业实现快速增长，17 年市场规模 1756 亿元，但目前童装市场集中度较低，CR10 为 11%，低于发达国家，我们认为未来在二胎政策和消费升级趋势下，行业增长空间巨大。公司旗下童装品牌 Balabala 市占率常年位居第一，龙头地位稳固。18H1 童装业务实现营收 28.69 亿元（+27.7%），高增长略超预期。在产品端公司不断完善品牌矩阵，内部培育出马卡乐、梦多多等品牌；通过代理 Sarababda、The Children's Place 将海外品牌本土化；收购 Kidiliz，推进品牌国际化，目前公司童装业务已实现全品类、全年龄段、各消费层次的全面覆盖；在渠道端公司继续进行扩张和下沉，18H1 拥有 4981 家门店，渠道具备规模优势，同时进驻购物中心，目前购物中心门店达到 1000 多家，未来将享受低线城市消费升级带来的增长红利。童装业务自有多个品牌矩阵日渐成熟，纳入 TCP 和 Kidiliz，完善矩阵、分享采购优势，全球化多品牌发展未来可期，龙头优势有望进一步提升。定位婴童的马卡乐发展较快，18 年有望贡献部分利润。

**线上业务：马太效应显现，供应链系统逐步完善，未来可期。**我们认为目前电商行业已经开始从流量市场转变为存量市场，马太效应下头部品牌的竞争优势愈发明显。公司作为阿里重点扶持的品牌，线上业务发展迅速，营收保持高速增长，我们预计 18H1 GMV 约+50%，公告收入 16.43 亿元（+32%），占比近 30%，净利润约 6400 万元（+124%），净利率约 3.9%。在马太效应的加持下，头部品牌的竞争优势越发明显，公司充分利用粉丝及网红效应推出联名款产品，效果显著；同时公司持续推进电子商务产业园项目，形成四大产业园区共 63.32 万平米的仓储基地，有助于线上线下互联互通，形成全渠道零售格局，实现供应链系统的进一步发展和联动，预计 18 线上全年收入+40%。

**公司治理：1) 阿米巴管理和合伙人制度持续推进，充分调动员工积极性。**在企业治理方面，大力推进多层次股权激励工作，深化阿米巴运营管理，进一步推进多层次股权激励工作，创新与完善激励方案；同时打造扁平化和互联的组织，优化合伙人制度，搭建全员创业平台，让员工、代理商、供应商均能分享到公司发展的成果，激发各方的积极性，持

续提升公司整体管理水平与运营效率。2) 组织结构方面, 公司变更原休闲服负责人周平凡为副董事长, 聘任原童装负责人徐波为总经理, 分管各品牌, 推进职业经理人制度建设。

维持“买入”评级, 上调盈利预测, 3—6 个月目标价 17.75 元。

维持盈利预测不变, 预计公司 18—20 年净利润 CAGR=26% 的复合增长率; 基于 17Q3 低基数, 我们预计 18Q1-3 净利润+30%, 同时我们认为 18H1 收入增长略高于零售端, 预计 H2 将拉平, 因此维持 18 全年收入/净利润预测, 18—20 年 EPS 为 0.59/0.71/0.86 元。一期员工持股均价为 14.10 元, 目前股价倒挂, 维持目标价 17.75 元, 对应 19 年 25 倍 PE。

**风险提示:** 新生儿增长不及预期、库存风险、休闲业务调整不及预期。

(摘自 18 年 8 月 11 日《森马服饰: 半年报点评: Q2 收入加速超预期, 休闲装童装双发力可期》及 18 年 7 月 18 日的公司深度报告《森马服饰——休闲业务逐渐复苏, 童装仍可持续高增长》)。

#### 4.6. 太平鸟: 未来三年边际竞争优势不断提升, 业绩迎来向上拐点

1) 品牌与调性上: 太平鸟成功实现设计风格和品牌调性的迭代, 从中档休闲服饰转型潮流时装, 品牌调性重现年轻化, 焕发新生。

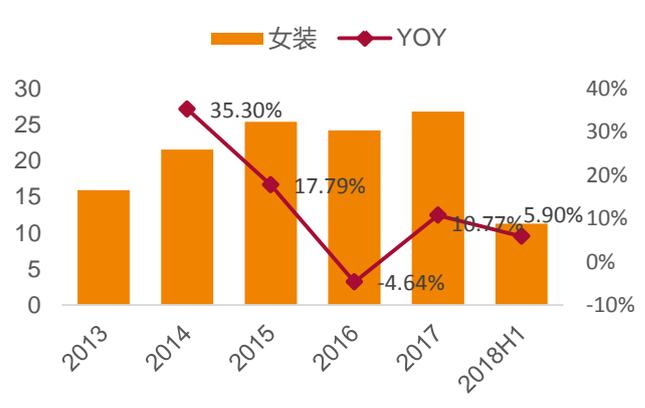
太平鸟在产品设计上加强个性设计, 融入潮流元素以跟进消费者品味变化。为此, 主品牌 PEACEBIRD 将目标客户群体调整为出生于 85~95 的年轻人, 男女装进行了设计上的革新, 加入街头潮流、运动休闲等个性元素以讨好年轻群体, 品牌调性年轻化重焕生机与活力。受品牌调整影响, PEACEBIRD 男装近几年收入增速持续下滑至 9%; 截至目前男装调整效果已逐步显现, 下降幅度开始放缓。同样, 2016 年 PEACEBIRD 女装收入负增长, 2017 年逐步调整到位, 已经终止了营收下滑趋势, 双十一零售额同比增长 75%, 调整成果受到消费者认可, 未来增长可期。18H1 男女装分别实现营收 11.39 亿元 (+20.02%) 及 11.31 亿元 (+5.9%)

图 45: PEACEBIRD 男装营业收入及同比增速情况 (亿元, %)



资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

图 46: PEACEBIRD 女装营业收入及同比增速情况 (亿元, %)

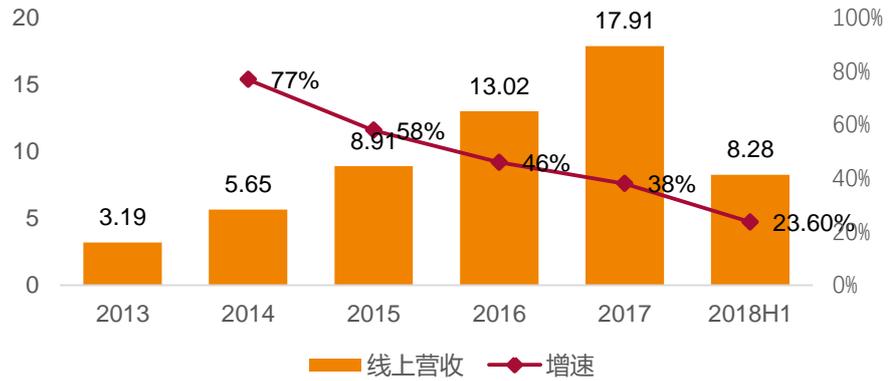


资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

2) 渠道上: 渠道调整结束, 购物中心+电商新渠道收入占比超过 50%。

① 线上渠道: 电商业务实现高速增长, 联手“天猫”平台向“双百亿”目标推进。17 年双十一, 太平鸟表现依旧出色, 总零售额达到 8.08 亿元, 子品牌的销售额均榜上有名, 较去年双十一不论是销售额还是同类目排名上都有所提升, 18H1 公司线上渠道实现 8.28 亿元 (+23.6%)。同时, 公司与阿里达成新零售战略合作意向, 2020 年剑指成百亿目标。未来太平鸟与阿里将在品牌建设、大数据运动、消费者运营和线上线下全渠道融合领域以及国际市场开拓等方面开展新零售战略合作。2020 年, 公司的新零售目标为实现线上零售额突破百亿元, 线上线下零售额实现双百亿。

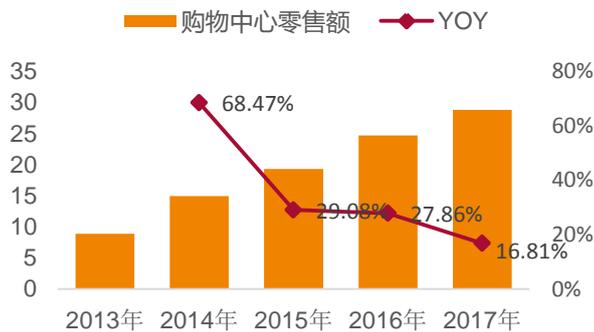
图 47: 公司线上业务增速持续高增长 (亿元, %)



资料来源: 公司年报, 天风证券研究所

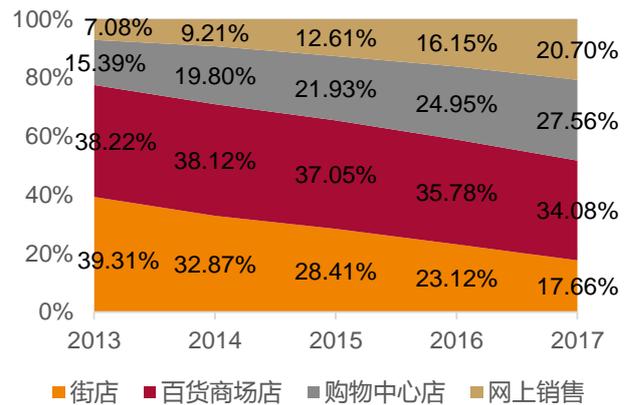
② 线下渠道: 紧跟线下优质平台, 快速布局购物中心, 伴随购物中心渠道下沉, 公司将持续受益于低线城市消费升级带来的增长红利。公司紧跟万达等优质购物中心平台, 实现新业态下的快速布局。公司购物中心门店的零售额从 2013 年的 8.88 亿元增长至 2017 年的 28.84 亿元, 3 年年均复合增长率为 24%。另外, 公司于 17 年与银泰强强联手, 推出“银鸟计划”, 一方面提升了太平鸟在银泰渠道方面的销售力和商品力, 另一方面, 太平鸟也将开展更多的渠道, 提升购物粘度和购买率。未来公司将会与银泰、万达、百盛等知名购物中心平台建立更紧密的合作, 在近年商业地产纷纷进行渠道下沉的背景下, 公司紧跟购物中心有利于渠道的持续下沉, 同时享受低线城市消费升级带来的增长红利。

图 48: 购物中心零售占比稳步上升 (亿元, %)



资料来源: 招股说明书, 天风证券研究所

图 49: 各渠道今年销售额占比变化 (%)

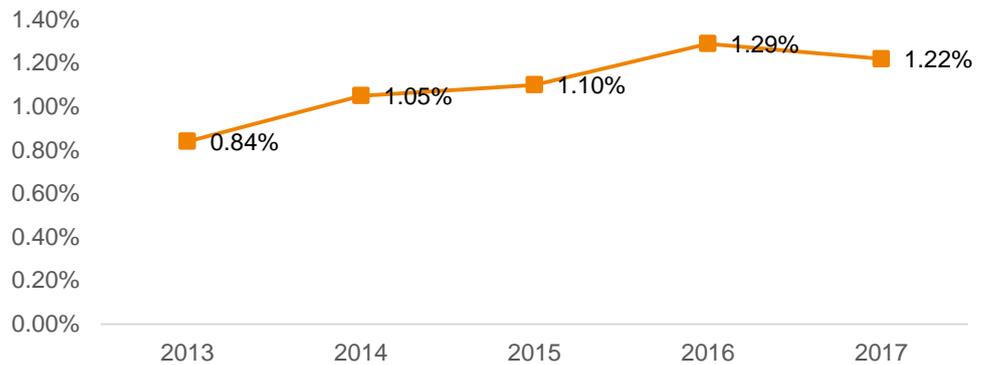


资料来源: 公司公告, 招股说明书, 天风证券研究所

### 3) 产品设计研发能力: 研发团队普遍年轻化, 高频多波段上新保持产品新鲜度

太平鸟拥有超过 500 人的设计团队, 平均年龄在 28 岁左右, 年轻化的团队使公司的设计风格更贴近消费者的需求。公司在每季会推出 3 个时装系列, 每年上市新色款 8,000+, 服装更新速度属于行业顶尖。另外, 为保证产品的新鲜感和吸引力, 公司会保持高频率的上货波段。2017 年上半年, PEACEBIRD 女装上新品 15 波段, PEACEBIRD 男装上新品 19 波段, 乐町 LED' IN 上新品 15 波段, Mini Peace 童装上新品 12 波段。零售门店平均每 1-2 周上一次新品。多波段上货, 可保持门店商品的高新鲜度, 确保门店商品的时尚度, 增加消费者门店造访次数, 有效推动门店零售业绩。

图 50: 公司研发费用率逐年提高 (%)



资料来源：Wind，天风证券研究所

#### 4) 供应链能力：通过“云仓”和 TOC 打造快速反应，提升供应系统效率。

① 公司通过发展“云仓”系统，实现 O2O 线上线下销售配货的连通，目前所有品牌的超过 800 家直营店和部分加盟店都已经加入“云仓”系统，覆盖全国 23 个省，实现 8,000+ 万元零售额，线上铺货 30% 左右。

② 另外，公司聚焦慈东物流中心，通过 TOC 打造快返供应系统，建立起比较完善的商品周期管理系统，运用大数据科技，实时监测门店库存数据，根据门店反馈的销售信息判断热销产品，实时调整库存，进而得以维持低库存以保证商品的产销率。

目前，品牌的产销率已经达到 80%；同时，该物流中心的建设大大降低了配送成本，提高了对客户需求的快速反应能力，成为快返供应系统的核心之一，物流中心最大库容量可达 60 余万箱各类服饰产品，可实现服饰年配送量 3,788 万件，大大提升了供应链效率。

图 51：双十一慈东物流中心打包发货的场景



资料来源：官方公众号，天风证券研究所

- **盈利预测：**预计 2018 净利润增长 45%。预计 18-19 净利润复合增速 37%，有望超市市场预期。预计 18-20 年 EPS 1.38/1.77/2.15 元，18-19 年净利润复合增速 37%，给予 18 年 25 倍估值，目标价 34.5 元。

**风险提示：**存货跌价风险，渠道大量关店风险。

（摘自 18 年 8 月 21 日《太平鸟：半年度点评：符合预期，全年业绩确定性强，调整带来配置机会》及 2017 年 11 月 29 日《太平鸟：深度报告：业绩迎向上拐点，未来三年边际竞争优势不断提升》）

## 5. 风险提示

**国家政策落实不及预期。**国家政策是低线城市消费者消费扩张的重要保障之一，倘若未来国家减少用于补助的资金或是放慢增长速度，那么很可能会影响到低线城市消费者的可支配收入，从而对他们的消费支出产生影响。

**低线城市消费升级进展缓慢。**消费观改变往往需要较长的时间，而且影响进程的因素众多，若注重性价比的理性消费观念传播较慢，将影响整体低线城市消费升级的进度。

**品牌渠道下沉进展缓慢。**三四线城市布局需要时间，一线品牌渠道下沉需要经过选址、测算等多个复杂过程，如果进展不及预期，那即便低线消费者消费能力不断上升，也难以将消费能力完全发挥出来。

## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

## 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

## 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

## 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

## 天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com