

## 房地产行业深度报告

# 2023 年商业地产趋势研究报告：拥抱业态变化，聚焦核心消费

增持（维持）

2023 年 08 月 06 日

证券分析师 房诚琦

执业证书：S0600522100002

fangcq@dwzq.com.cn

证券分析师 肖畅

执业证书：S0600523020003

xiaoc@dwzq.com.cn

证券分析师 白学松

执业证书：S0600523050001

baixs@dwzq.com.cn

### 投资要点

■ 随着持续 3 年的新冠疫情得到控制，中国经济发展呈现温和复苏态势。GDP、社零等指标恢复稳步增长；交通出行流量和旅游人次同比大幅提升；失业率较高，消费者支出趋向保守的问题也在逐步得到解决。宏观经济的复苏以及客流量的大幅增长将带动购物中心扭转颓势，重回增长轨道。预计空置率和销售额等指标均较疫情时期将会得到显著改善。在此背景下，我们总结出购物中心赛道的三大趋势：

■ **趋势一：消费支出趋向保守和电商冲击促使购物中心业态分布发生变化。**受疫情的持续影响，大部分消费者对未来收入的增长预期受到损害，整体支出趋向保守。由于对品质仍有追求，消费并未降级。但消费者开始积极寻求更具价格竞争力的购买渠道。电商尤其是近年来崛起的直播电商，凭借着以量换价的低价优势和精准推送的缩短决策路径优势，进一步冲击线下商业份额，2022 年网上零售额占比已高达 31.3%。购物中心作为线下购物的重要渠道，拥有“吃喝玩乐买”一站式购物体验的优势，不会被线上电商完全取代。但适当降低零售业态占比、提高文体娱业态占比、减少与电商的正面冲突形成优势互补，已成为当下购物中心业态招调的重要方向之一。

■ **趋势二：购物中心在高能级城市具备更高的天花板和稳定性。**对比购物中心在不同能级城市的复苏表现，我们从消费者、品牌、购物中心三个角度进行对比分析：（1）**从消费者基础看：**高能级城市的市区人口仍然维持净流入趋势，且流入速度较低能级城市更快；同时高能级的人均支出远高于低能级城市，表现出较强的消费力。（2）**从品牌开店情况看：**高能级城市的首店开业占比不断提高，首店吸引力与日俱增；另一方面侧重下沉市场的品牌在疫情期间关店比例更高。（3）**从购物中心城市分布看：**在客流和品牌均向高能级城市聚集的情况下，购物中心作为链接两者的平台也将越发青睐高能级城市，2023 年购物中心拟开业 TOP11 城中均为商业一线和准一线城市。我们认为此趋势在未来仍将延续。

■ **趋势三：重奢购物中心赛道发展更具潜力。**受益于奢侈品的两大优势：频繁提价和稳定高净值客群，奢侈品行业天生具备极高的成长性和抗风险特征。3 年疫情期间，由于出入境限制，中国境内奢侈品市场逆势增长。中国 2030 年有望超越美洲和欧洲，成为全球最大的奢侈品消费市场，占全球奢侈品市场份额的 25%-27%。尽管当下疫情消退出境旅游恢复，但考虑到出境航班较少、人民币贬值代购吸引力下降、消费者习惯养成等因素，我们认为国内奢侈品市场受到的影响有限，依然拥有巨大潜力。而购物中心作为奢侈品消费的最主要场景，头部重奢购物中心一直保持着亮眼的业绩表现。在中国中产阶级日益壮大的趋势下，我们认为重奢购物中心赛道较大众化购物中心拥有更高的价值。

■ **投资建议：**对于购物中心的持有方和运营方而言，趋势一考验的是购物中心运营方的招商能力，往往连锁化购物中心在品牌资源方面拥有更为显著的优势。趋势二考验的是购物中心持有方的城市研判能力和资金能力。趋势三考验的是运营方的重奢资源，目前内资连锁购物中心中仅华润万象生活管理运营的万象城拥有重奢品牌。基于此我们建议关注购物中心布局聚焦一二线城市的开发商：华润置地、龙湖集团、大悦城；推荐具备重奢资源护城河的商管公司：华润万象生活。

■ **风险提示：**消费者信心恢复不及预期；高能级城市常住人口增长不及预期；出境旅游恢复对境内重奢商场冲击超预期。

### 行业走势



### 相关研究

《估值与业绩的双重修复，物业行业重回现金流逻辑》

2023-08-03

《中央积极表态房地产相关政策，把握地产及物业重大投资机会》

2023-07-31

## 内容目录

1. 宏观经济温和复苏带动购物中心扭转颓势 .....	5
1.1. 宏观经济温和复苏 .....	5
1.2. 购物中心扭转颓势，客流量强势恢复，预计带动空置率和销售额改善 .....	8
2. 趋势一：消费支出趋向保守和电商冲击促使购物中心业态分布发生变化 .....	11
2.1. 消费者积极寻求更具价格竞争力的购买渠道但消费并未降级 .....	11
2.2. 直播带货崛起助力电商对线下零售造成一定冲击 .....	13
2.3. 购物中心业态分布逐步发生变化 .....	16
3. 趋势二：购物中心在高能级城市具备更高的天花板和稳定性 .....	19
3.1. 坚实的消费者基础导致高能级城市购物中心客流恢复速度更高 .....	19
3.2. 高能级城市对首店吸引力不断提高，低能级城市关店比例更高 .....	21
3.3. 2023 新开业购物中心向高能级城市集中 .....	23
4. 趋势三：重奢购物中心赛道发展更具潜力 .....	24
4.1. 中国奢侈品市场潜力巨大 .....	24
4.2. 奢侈品两大优势：频繁提价和稳定的高净值客群 .....	25
4.3. 奢侈品国内外价差依然存在，但出境旅游恢复对国内市场影响有限 .....	27
4.4. 线下门店依然是中国奢侈品消费的最主要场景，重奢商场业绩表现依然亮眼 .....	28
5. 投资建议 .....	29
6. 风险提示 .....	30

## 图表目录

图 1:	2019 年至今中国 GDP 季度累计增速.....	5
图 2:	2021 年至今中国社零单月同比.....	6
图 3:	全国单月地铁客流变化趋势.....	6
图 4:	2019-2023 年春节及五一黄金周旅游人次及人均旅游支出 .....	7
图 5:	2019-2023 年中国城镇调查失业率和 16-24 岁人口失业率 .....	8
图 6:	2022 年 1 月至今购物中心月度日均客流量情况.....	8
图 7:	2023 年购物中心工作日及节假日客流量情况.....	9
图 8:	2020~2022 年全国重点城市购物中心空置率情况 .....	9
图 9:	2022 年重点城市购物中心空置率(体量划分).....	10
图 10:	2022 年重点城市购物中心空置率(开业时长划分) .....	10
图 11:	各品类未来 12 个月其价格意愿变化人数净比例.....	11
图 12:	中国消费者对非食品消费品的购买原因占比.....	12
图 13:	2022 年中国各收入群体支出变化的人数占比.....	13
图 14:	2019 年中国各收入群体支出变化的人数占比.....	13
图 15:	直播电商的“货找人”模式对平台、消费者、商家多方具备价值.....	13
图 16:	2018-2022 年直播电商交易规模及增速 .....	14
图 17:	2015-2022 年中国网上零售额及增速 .....	14
图 18:	电商交易规模占网上零售额比例.....	14
图 19:	网上零售额占总社零比例.....	14
图 20:	有明确需求时消费者查找商品/服务信息的渠道占比 .....	15
图 21:	2022 年电商大盘聚合品类销量占比.....	16
图 22:	2022 年 9 城标杆购物中心零售——服装细分品类开关店比.....	16
图 23:	2022 年 9 城标杆购物中心零售——时尚生活细分品类开关店比.....	17
图 24:	2022 年 9 城标杆购物中心餐饮细分品类开关店比.....	17
图 25:	2022 年 9 城标杆购物中心文体娱细分品类开关店比.....	18
图 26:	2023 年第一季度和第二季度各业态面积占比变化.....	18
图 27:	2005-2021 年各线城市平均市区常住人口(万人) .....	19
图 28:	2005-2020 年各线城市平均市区常住人口复合增速 .....	19
图 29:	各线城市城镇居民人均支出(元) .....	20
图 30:	各档次购物中心近三年春节工作日客流同比恢复情况.....	20
图 31:	各线城市近两年首店开业量占比.....	21
图 32:	主流运动品牌中国线下门店数量变化(家) .....	22
图 33:	主流运动品牌中国线下门店不同能级城市分布占比.....	22
图 34:	布局较为下沉的运动品牌疫情期间关店比例也相对更高.....	23
图 35:	2022 年购物中心开业量城市榜 TOP11 和 2023 年拟开业量城市榜 TOP11 .....	23
图 36:	2011-2022 年中国奢侈品消费额及增速 .....	24
图 37:	2011-2022 年境内及境外奢侈品消费额及增速 .....	25
图 38:	全球奢侈品市场份额(按国籍划分) .....	25
图 39:	全球奢侈品市场份额(按地区划分) .....	25
图 40:	部分奢侈品牌明星单品 2019-2023 年提价历史一览 .....	26
图 41:	2022 年 11%的消费者贡献 39%的奢侈品销售额.....	26
图 42:	2022 年全球奢侈品市场 VIC 客户的销售额贡献.....	26
图 43:	不同购买力消费者 2021 和 2022 年的年人均消费额.....	27

图 44: 中国市场与欧洲市场之间的奢侈品价差 (截至 2022 年 12 月 21 日) .....	28
图 45: 2022 年中国消费者最近一次购买奢侈品的渠道分布 .....	29
图 46: 重奢购物中心长期保持高速同店租金增长 (括号内为开业时间) .....	29
表 1: 日本四个消费时代的特征 .....	30

## 1. 宏观经济温和复苏带动购物中心扭转颓势

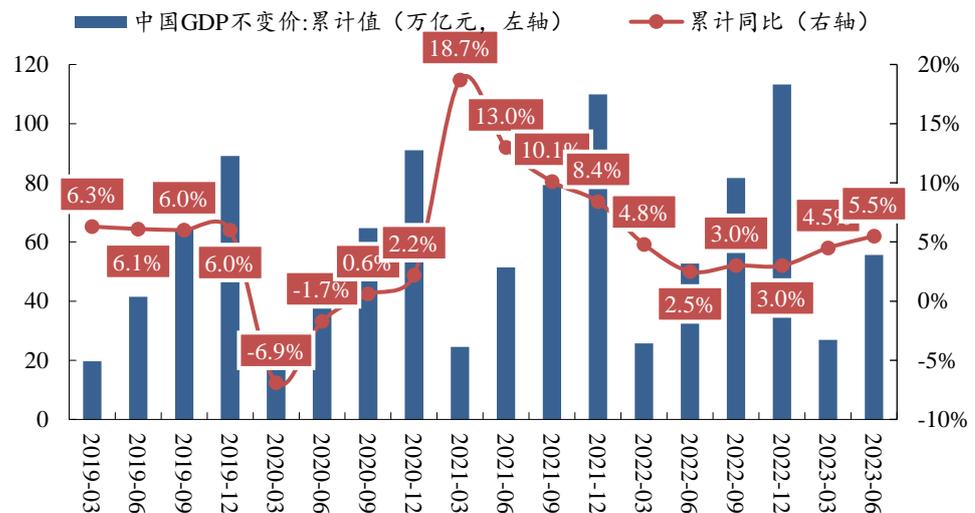
随着持续3年的新冠疫情得到控制，中国经济发展呈现温和复苏态势。GDP、社零等指标恢复稳步增长；交通出行流量和旅游人次同比大幅提升。在经济恢复向好和稳就业政策的双重影响下，失业率较高、消费者支出趋向保守的问题也在逐步得到解决。宏观经济的复苏以及客流量的大幅增长将带动购物中心扭转颓势，重回增长轨道。预计空置率和销售额等指标均较疫情时期将会得到显著改善。

### 1.1. 宏观经济温和复苏

#### 1.1.1. GDP 稳步增长，社会消费品零售额强势复苏

上半年 GDP 同比增幅为 5.5%。我国 2023 年上半年 GDP 为 593034 亿元，同比增长 5.5%，对比一季度增速 4.5% 提高 1.0pct，对比 2022 年上半年增速 2.5% 大幅提高 3.0pct。今年一季度，美国、欧元区、日本 GDP 同比增速分别为 1.8%、1.0%、1.9%。中国经济增速在主要经济体中保持高位。

图1：2019年至今中国GDP季度累计增速



数据来源：国家统计局，东吴证券研究所

**社零恢复高速增长。**2023 上半年，我国社会消费品零售总额 22.8 万亿元，同比增长 8.2%。其中商品零售 20.3 万亿元同比增长 6.8%；餐饮收入 2.4 万亿元同比增长 21.4%。单月增速来看，2023 年 3 月-5 月社零增速均在 10% 以上。4 月最高达 18.4%。

图2: 2021年至今中国社零单月同比

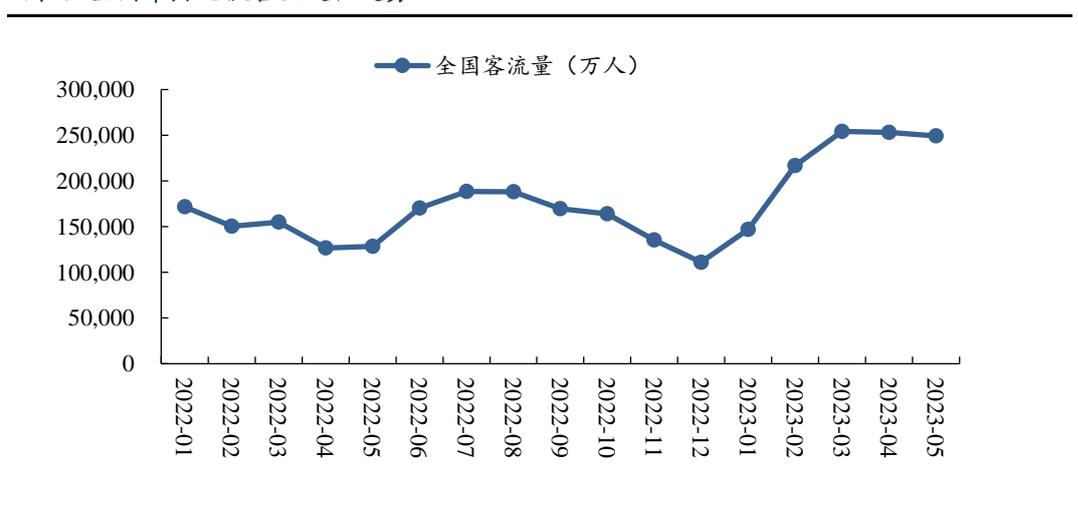


数据来源: 国家统计局, 东吴证券研究所

### 1.1.2. 出行需求增加, 旅游人次大幅增长但人均旅游支出恢复缓慢

居民出行需求大幅增加, 地铁客流体现经济活力。疫情防控政策放宽后, 居民工作生活回归正常, 社交场景迅速增加, 反映在各类交通出行指标的较快恢复上。2023年春运期间客流总量约为20.95亿人次, 同比增长99.5%, 恢复到最高值2019年的70.3%; 五一期间, 全国铁路发送旅客1.33亿人次, 对比疫情前的2019年增加2794万人次, 同时创下铁路单日发送旅客量的历史新高。民航方面, 2023年1~5月累计旅客运输量达23065.2万人, 同比增长139.9%。地铁方面, 2023年全国地铁客流恢复迅速, 大幅超越2022年同期数据, 反映疫情影响结束后人口流动与社会经济活力的快速回暖。

图3: 全国单月地铁客流变化趋势



数据来源: 中国交通运输部, 东吴证券研究所

旅游人次大幅增长，但人均旅游支出仍未恢复至 2019 年水平。2023 年上半年我国实现旅游总人次 23.8 亿，同比增长 63.9%，其中城镇居民出游人次同比增长 70.4%；实现旅游收入 2.3 万亿元，同比高增 95.9%。但若观察黄金周数据，可以看到 2023 年春节和五一黄金周人均旅游支出均位达到 2019 年水平，其中五一黄金周人均旅游支出为 540 元，虽然大幅超过 2020-2022 年水平，但较 2019 年的 603 元仍下降了 15.4%。可以看出居民的消费意愿尚未完全恢复，支出趋向于保守。

图4：2019-2023 年春节及五一黄金周旅游人次及人均旅游支出

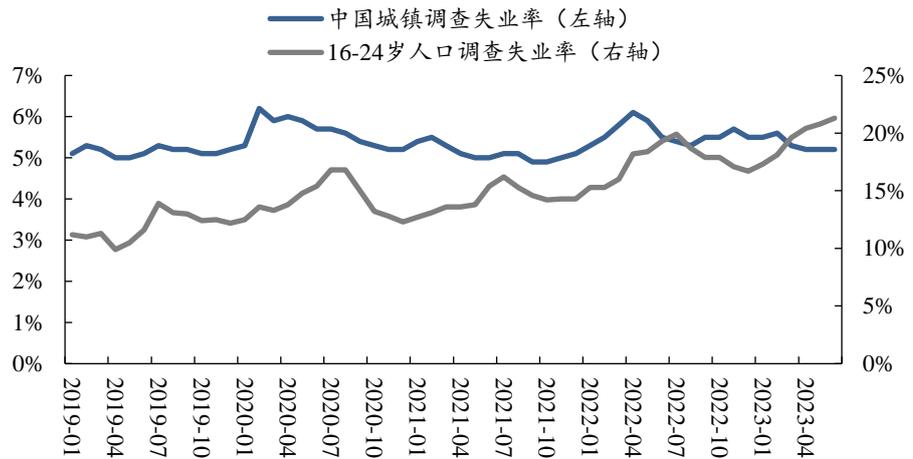


数据来源：国家旅游局，东吴证券研究所

### 1.1.3. 就业形势逐步改善

2023 年上半年中国城镇调查失业率平均值为 5.3%，其中 6 月份失业率为 5.2%。按月度看，呈现缓慢回落态势，就业形势逐步改善。青年失业率方面，6 月 16-24 岁人口失业率为 21.3%，同比提升 2.0pct。但根据历史规律，8 月以后随着青年毕业生集中进入劳动力市场，逐步找到工作，失业率会逐步下降。

图5：2019-2023年中国城镇调查失业率和16-24岁人口失业率



数据来源：国家统计局，东吴证券研究所

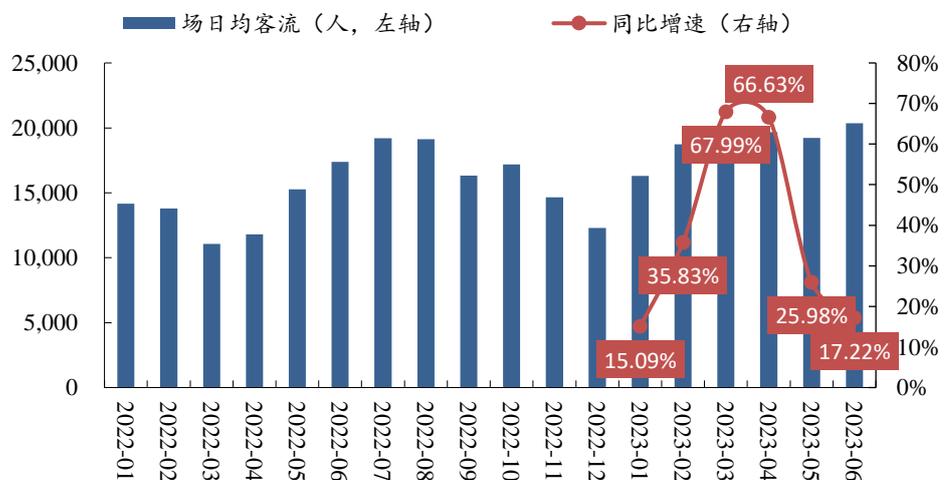
## 1.2. 购物中心扭转颓势，客流量强势恢复，预计带动空置率和销售额改善

作为商业地产最重要的线下场景，购物中心是否景气与宏观经济息息相关。我们从客流量、空置率、租金及销售额三个层面分析疫情后购物中心的恢复情况。

### 1.2.1. 客流量强势恢复

2023年1月开始，随着疫情常态化与恐慌情绪的衰减，消费者线下出行、消费意愿迎来强势复苏，场均月度日客流在2月以后始终维持在18000人以上，3月、4月的同比增速达60%以上。

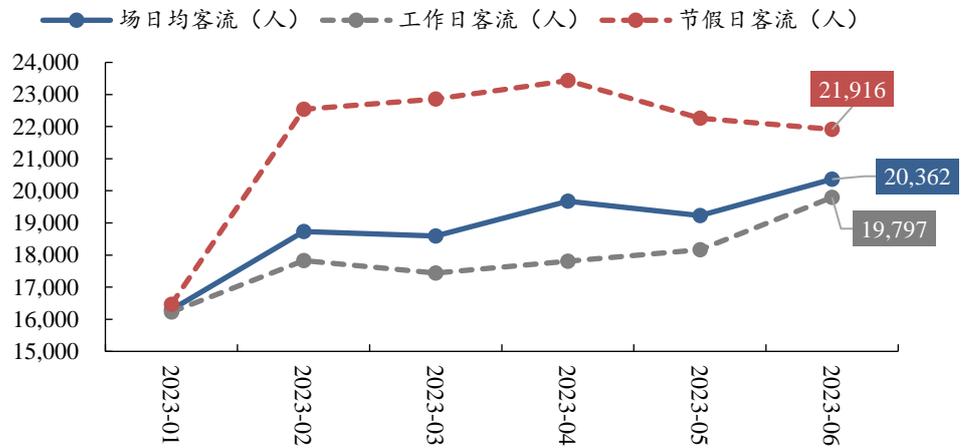
图6：2022年1月至今购物中心月度日均客流量情况



数据来源：赢商网，东吴证券研究所

观察 2023 年分项客流，可以发现总体日均客流、工作日客流、节假日客流均保持相似的走势，表明流量的恢复具有常态化、稳定化特征。

图7：2023 年购物中心工作日及节假日客流量情况

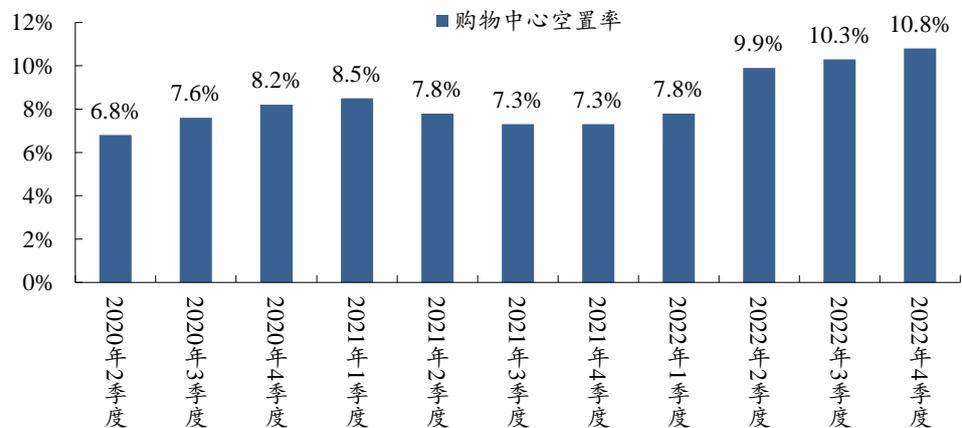


数据来源：赢商网，东吴证券研究所

1.2.2. 2022 年空置率受疫情冲击达到高点，不同体量和开业时长的购物中心分化明显

受疫情冲击 2022 年末空置率达到高点，预计 2023 年将稳步下降。根据赢商网数据，我国重点城市购物中心空置率在疫情前一直维持在低于 5% 的较低水平。2020 年随着疫情的席卷，线下商业不景气，购物中心需求端疲态明显，空置率呈现初走高趋势。2022 年 2 季度开始，由于疫情管控政策达到了最严节点，空置率迅速攀升，于 2022 年四季度达到近两年的最高点。我们预计 2023 年在疫情影响退散后空置率将迎来拐点，进入新的低空置率状态。

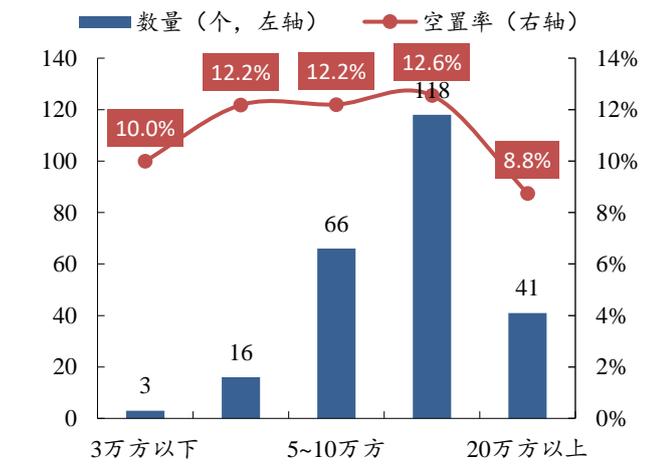
图8：2020~2022 年全国重点城市购物中心空置率情况



数据来源：赢商网，东吴证券研究所

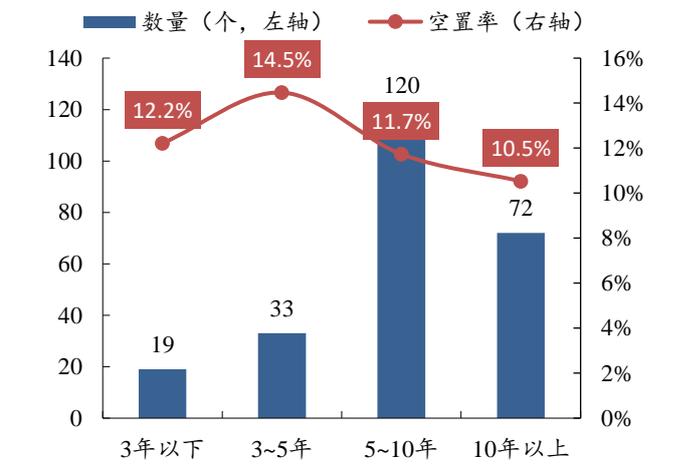
超大型购物中心和开业 10 年以上的购物中心空置率相对较低。根据赢商网数据，2022 年重点城市 3 万方以下的小型购物中心和 20 万平方米以上的超大购物中心具有相对更低的空置率。前者由于规模较小，业态灵活，具有较强的市场适应能力，受疫情冲击影响较小；后者多为一二线城市的重奢高端商场，具有较强的辐射能力和客户粘性，同样在疫情中具有竞争优势。购物中心空置率与开业时长也呈现类似关系，开业 3 年以下和开业 10 年以上的商业中心空置率相对更低。3-10 年的购物中心往往处于品牌调整和运营改革的瓶颈期，因此在疫情的冲击下容易产生较高的空置率。

图9：2022 年重点城市购物中心空置率(体量划分)



数据来源：赢商网，东吴证券研究所

图10：2022 年重点城市购物中心空置率（开业时长划分）



数据来源：赢商网，东吴证券研究所

### 1.2.3. 2022 年购物中心销售额分化明显，预计 2023 年有所回升

根据赢商网数据，2022 年购物中心销售额分化明显：在纳入统计的 247 家重点城市购物中心里，21.5%的购物中心 2022 年销售额同比增长，26.0%的商场销售额同比下降，4%左右的商场销售额与 2022 年持平，其余商场未披露销售额数据。而从城市能级看，年销售 30 亿元以上的商场中，来自商业一线和准一线城市的商场数量占五成左右。结合 2023 年宏观环境的回暖与客流量等指标的快速增长，预计 2023 年购物中心的销售额将重回增长轨道。

在以上背景下，我们试图从消费者、品牌、购物中心多个维度分析购物中心赛道的边际变化，把握最新的商业趋势。总结出以下三条趋势：（1）消费支出趋向保守和电商冲击促使购物中心业态分布发生变化。（2）购物中心在高能级城市具备更高的天花板和稳定性。（3）重奢购物中心赛道发展更具潜力。

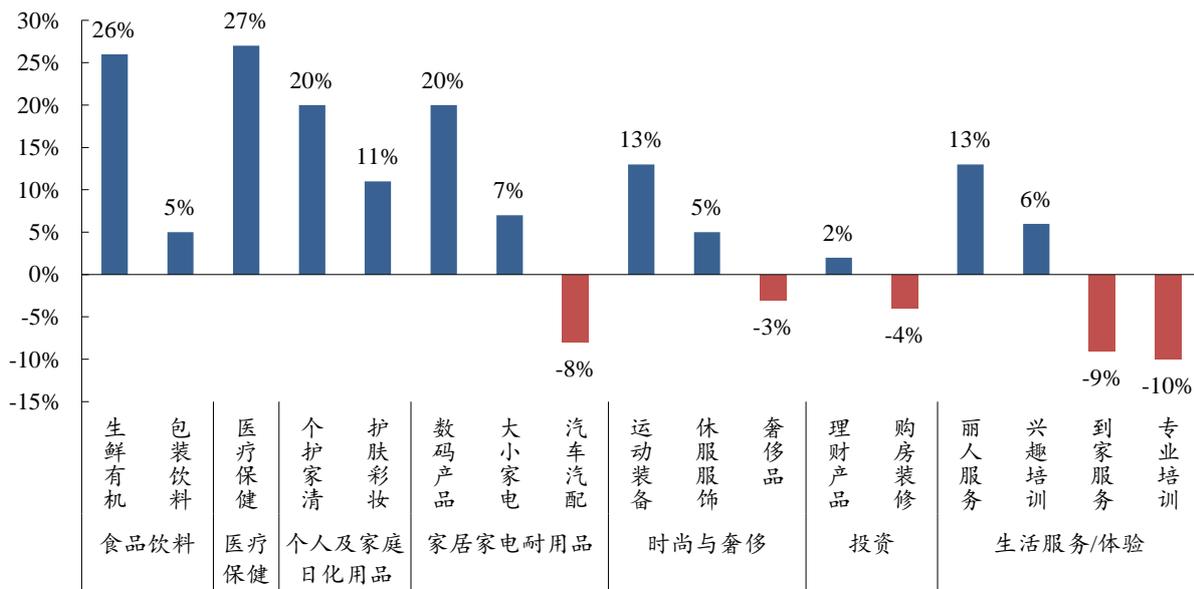
## 2. 趋势一：消费支出趋向保守和电商冲击促使购物中心业态分布发生变化

尽管宏观经济温和复苏，但受之前疫情的持续影响，大部分消费者对未来收入的增长预期受到损害，整体支出趋向保守。由于对品质仍有追求，消费并未降级，但消费者开始积极寻求更具价格竞争力的购买渠道。电商尤其是近年来崛起的直播电商，凭借着以量换价的低价优势和精准推送的缩短决策路径优势，进一步冲击线下商业份额，2022年网上零售额占比已高达31.3%。购物中心作为线下购物的重要渠道，拥有“吃喝玩乐买”一站式购物体验的优势，不会被线上电商完全取代。但适当降低零售业态占比、提高文体娱业态占比、减少与电商的正面冲突形成优势互补，已成为当下购物中心业态招调的重要方向之一。

### 2.1. 消费者积极寻求更具价格竞争力的购买渠道但消费并未降级

消费者对大多数消费品类仍有品质追求。根据BCG调研结果，观察不同消费品未来12个月预期价格意愿变化的人数净比例（净比例=该品类选择价格升级的人数占比-该品类选择价格降级的人数占比），17个细分品类中有12个品类中国消费者表现出“为更高品质支付溢价”的意愿。其中净比例超过15%的消费品类分别为医疗保健（27%）、生鲜有机（26%）、数码产品（20%）、个护家清（20%），净比例低于-5%的消费品类仅有3个，分别为专业培训（-10%）、到家服务（-9%）、汽车汽配（-8%）。

图11：各品类未来12个月其价格意愿变化人数净比例

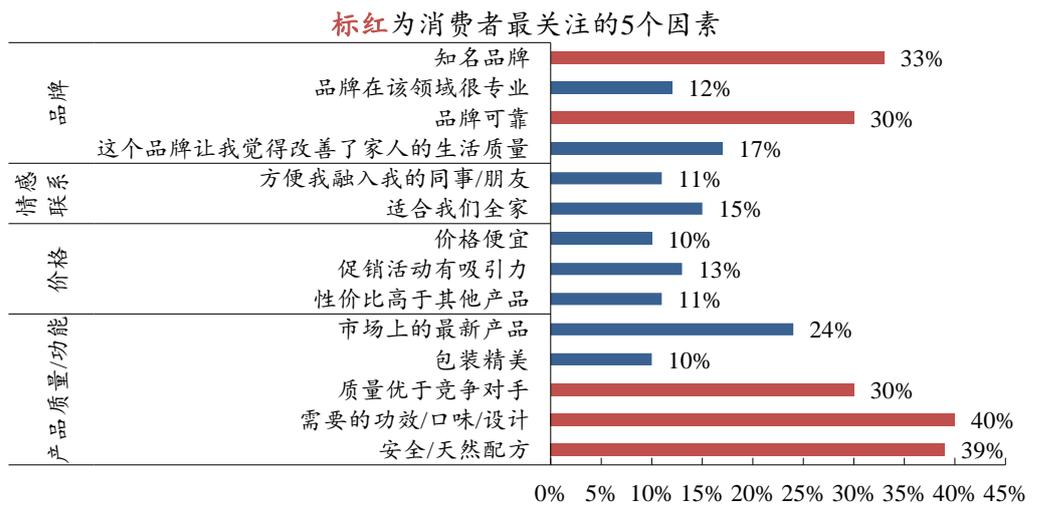


数据来源：BCG，东吴证券研究所

备注：调研时间2022年10月，样本量=9000人

当下中国消费者制定购买决策时最关注的依然是功能与品质，而非价格。麦肯锡《2023年中国消费者报告》中显示，在对6715人调研他们购买非食品商品时考虑的主要因素中，占比排名前五的原因分别为：具备需要的功效/口味/设计（40%）、安全/天然配方（39%）、知名品牌（33%）、质量优于竞争对手（30%）、品牌可靠（30%）。而价格类的购买因素占比显著低于品牌类和质量功能类因素。

图12：中国消费者对非食品消费品类购买原因占比



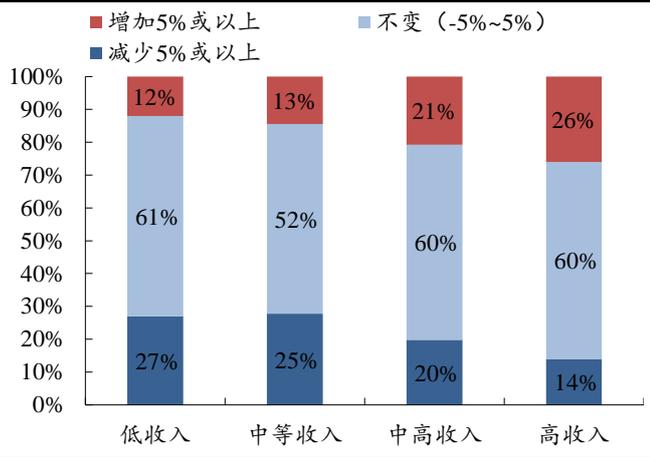
数据来源：麦肯锡，东吴证券研究所

备注：样本量=6715人，非食品包括个人护理和家政用品、婴儿护理用品、服装

消费者整体支出趋向保守，因此转向更具价格竞争力的购买渠道。根据麦肯锡《2023年中国消费者报告》，在疫情前的2019年，中国各类收入人群中均有30%以上表示实际支出较2018年增加5%以上。此人数占比数据在2022年出现大幅下滑：中等收入和低收入人群中仅12%左右的消费者表示实际支出较2021年增加5%以上，而超过25%的消费者表示实际支出较2021年减少5%以上。

中国消费者的整体支出趋势趋于保守，但是对消费品质仍保持追求。这促使他们通过更严格的取舍来维持生活品质。较高收入群体通过改变特定品类偏好或降低购买频率，但并未转向更便宜的品牌和产品；而较低收入群体则是通过转向更具价格竞争力的渠道，如电商和社区团购平台，进行全渠道购物研究来做出最优选择。

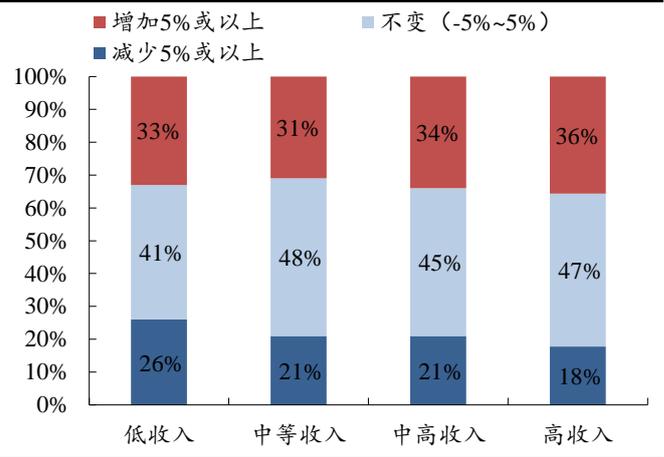
图13: 2022年中国各收入群体支出变化的人数占比



数据来源: 麦肯锡, 东吴证券研究所

备注: 样本量=6715人, 较高收入=家庭年收入34.5万元以上, 中高收入=家庭年收入16-34.5万元, 中等收入=家庭年收入8.5-16万元, 中低收入和低收入=家庭年收入8.5万元以下。以上均为人民币2020年价格

图14: 2019年中国各收入群体支出变化的人数占比



数据来源: 麦肯锡, 东吴证券研究所

备注: 样本量=5400人, 较高收入=家庭年收入34.5万元以上, 中高收入=家庭年收入16-34.5万元, 中等收入=家庭年收入8.5-16万元, 中低收入和低收入=家庭年收入8.5万元以下。以上均为人民币2020年价格

## 2.2. 直播带货崛起助力电商对线下零售造成一定冲击

直播电商相较于传统电商可显著缩短消费者决策路径, 同时价格优势更加显著。传统货架电商底层逻辑为“人找货”: 有购物需求的用户搜索产品后货比三家发生下单行为; 而直播电商转变逻辑为“货找人”: 借助算法基于用户兴趣精准投放短视频或直播内容, 再通过 KOL 展示商品刺激本没有购物需求的用户, 使得消费者购买决策路径大大缩短, 从而实现高效完成购物转化链路的目的。另外, 互联网数据流量的优势让电商摆脱了客流量和门店体量对线下商业的桎梏, 电商平台自身获取流量的成本较低, 商家趋向于以价换量, 其议价权削弱严重, 而直播电商更是屡屡击穿价格地板。

图15: 直播电商的“货找人”模式对平台、消费者、商家多方具备价值

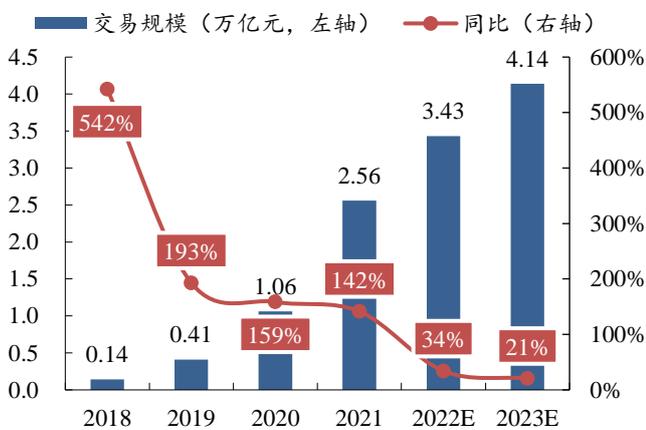


数据来源: 东吴证券研究所绘制

**直播电商高速增长，带动线上消费渗透率进一步提高。**直播电商的独特优势叠加2020年开始的疫情影响使其交易规模在过去5年间实现跨越式增长：根据易观研究，2018年的直播电商交易规模仅0.14万亿元，2022年预计已增长至3.43万亿元。电商交易规模占网上零售额的比例也由2018年的1.6%预计提升至2022年的24.9%。目前增速已逐步放缓，市场迈入成熟稳定的新阶段。

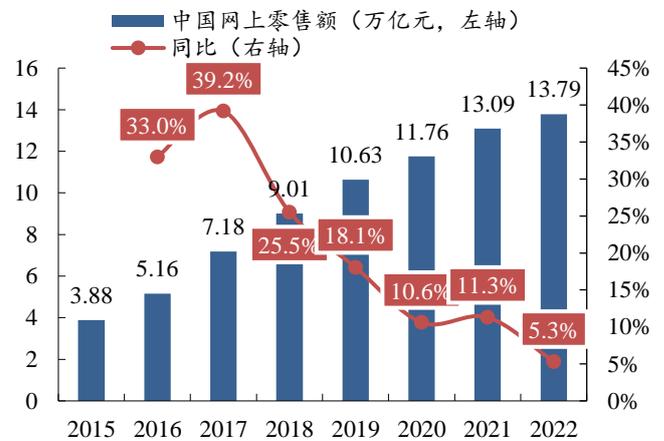
同时线上消费渗透率也进一步提高，根据国家统计局数据，实物商品网上零售额占社会消费品零售额比重从2015年12.9%逐步提升至2022年的31.3%。

图16: 2018-2022年直播电商交易规模及增速



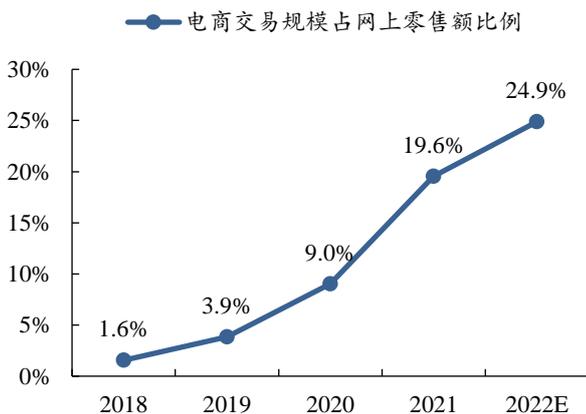
数据来源：国家统计局，易观，东吴证券研究所

图17: 2015-2022年中国网上零售额及增速



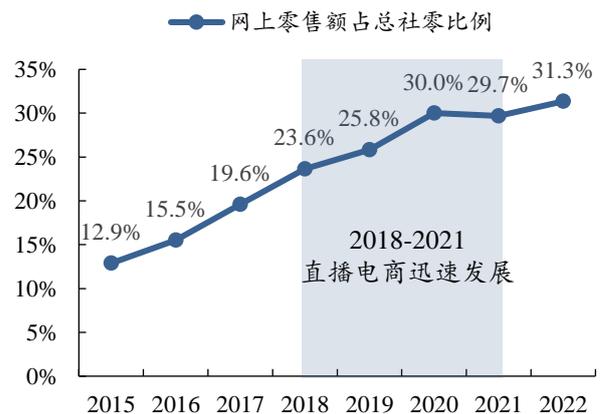
数据来源：国家统计局，东吴证券研究所

图18: 电商交易规模占网上零售额比例



数据来源：国家统计局，易观，东吴证券研究所

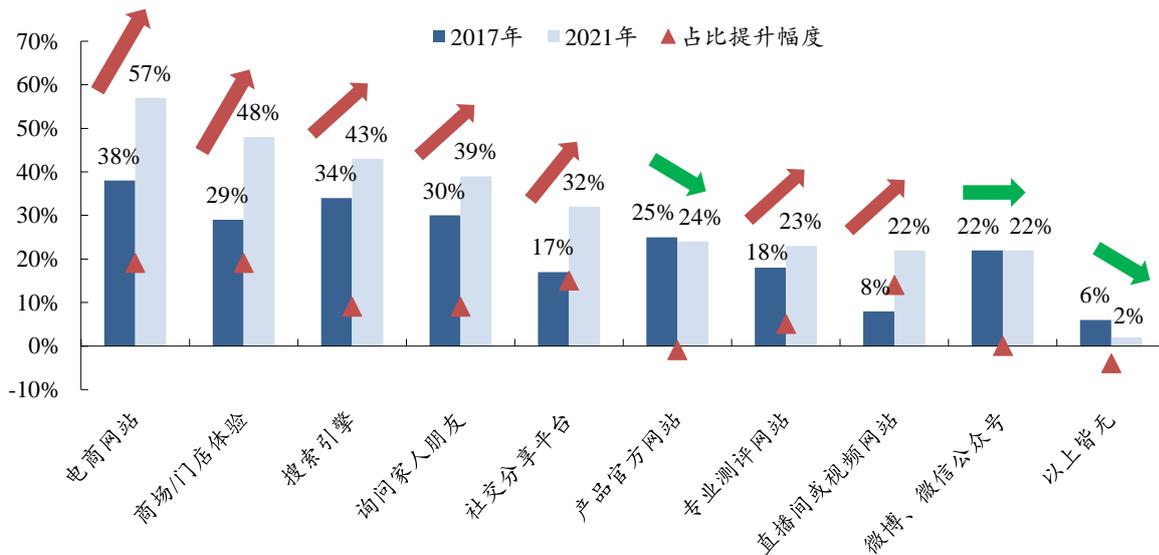
图19: 网上零售额占总社零比例



数据来源：国家统计局，东吴证券研究所

线下门店作为重要的消费渠道不会被电商完全替代,但部分消费品类尤其是服饰线上渗透率较强。根据埃森哲《2022年中国消费者洞察》,当消费者有明确需求时,不论是在疫情前的2017年或是疫情中的2021年,在查询商品信息的渠道中**商场/门店体验**稳居第二。同时,**电商网站与商场/门店体验**两种服务信息查询渠道在4年间的占比增长率均为19pct,二者差距并未拉开,我们认为这意味着线下门店依旧重要,并不会被电商完全取代。

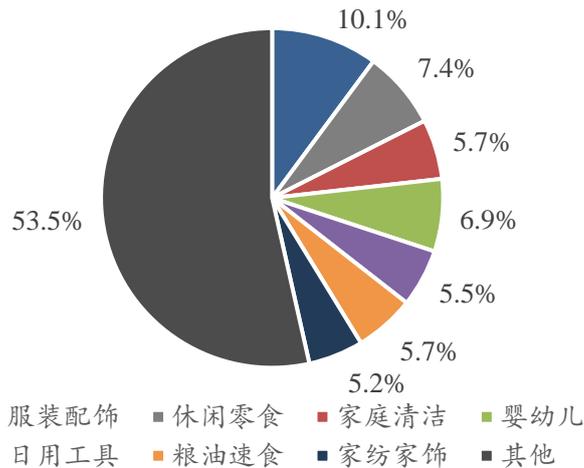
图20: 有明确需求时消费者查找商品/服务信息的渠道占比



数据来源: 埃森哲, 东吴证券研究所

根据久谦咨询,在2022年电商大盘聚合品类中,服饰配饰(10.1%)、休闲零食(7.4%)、婴幼儿产品(6.9%)、家庭清洁(5.7%)和粮油速食(5.7%)分列销量占比排行前五,线上渗透率较高。

图21: 2022年电商大盘聚合品类销量占比



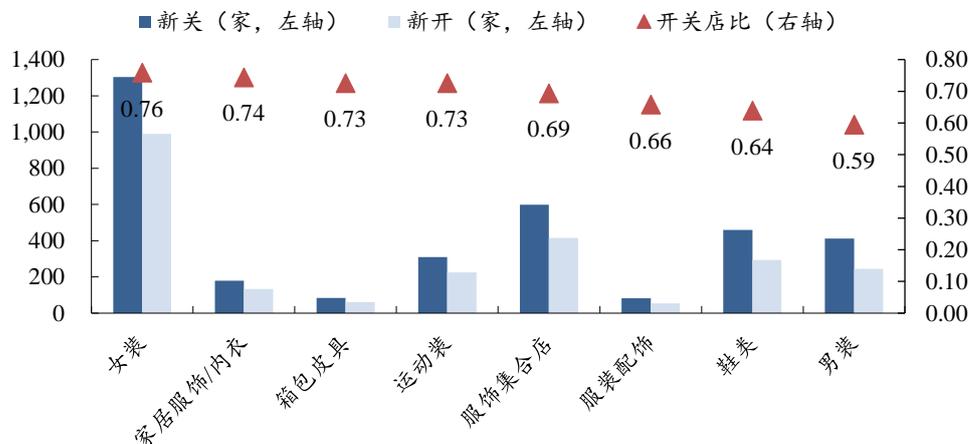
数据来源: 久谦, 东吴证券研究所

### 2.3. 购物中心业态分布逐步发生变化

**开关店研究: 零售尤其是服饰降温, 餐饮复苏, 体验类上行。**根据赢商网《2022年中国购物中心年度报告》, 对2022年9个重点城市约200个标杆购物中心进行开关店监测, 全年共计新开店1.1万家, 新闭店1.3万家, 开关店比0.85。从细分业态看, 文体娱乐业态逆势增长表现抢眼, 开关店比达1.20; 而零售业态尤其是服饰降温明显, 餐饮业态呈现温和复苏态势。

2022年服装业态开关店比仅0.70, 各细分品类开关店比均在1以下, 其中男装(0.59)、鞋类(0.64)、服装配饰(0.66)开关店比最低, 女装作为购物中心最热衷调整的细分业态之一, 全年表现较为平稳。

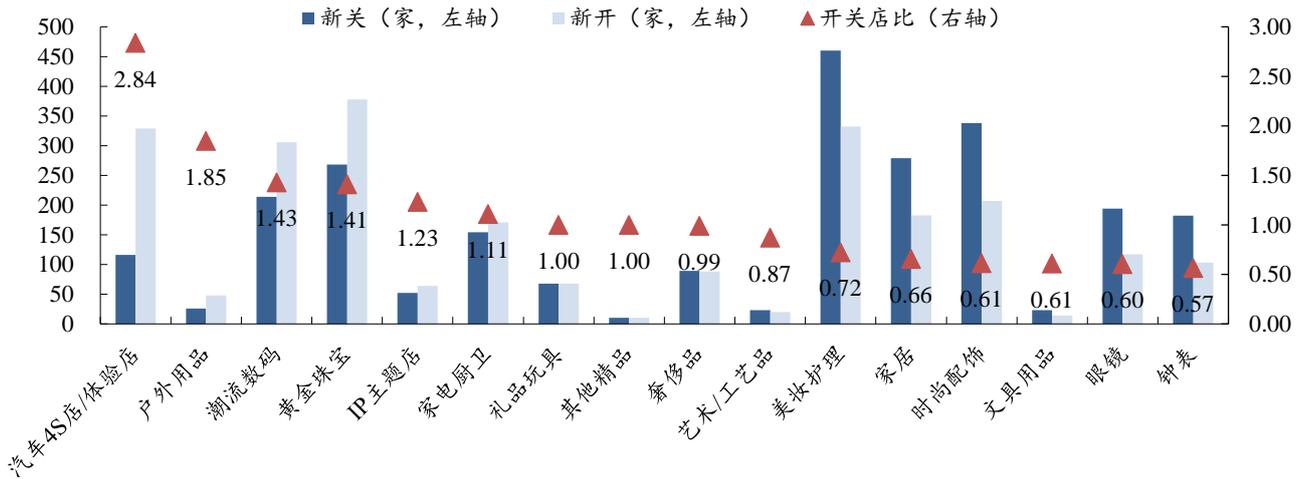
图22: 2022年9城标杆购物中心零售——服装细分品类开关店比



数据来源: 赢商网, 东吴证券研究所

2022年时尚生活业态开关店比为0.97，呈现略微收缩态势，但2022年第四季度开关店比已达1.29扭转收缩态势。其中汽车4S店/体验店（2.84）、黄金珠宝（1.41）、潮流数码（1.43）等细分品类开关店比相对较高。汽车体验店中大多数国产新能源品牌扩张势头凶猛，而以周大福、六福珠宝为代表的黄金珠宝品牌表现也较为亮眼，开店数量较多。

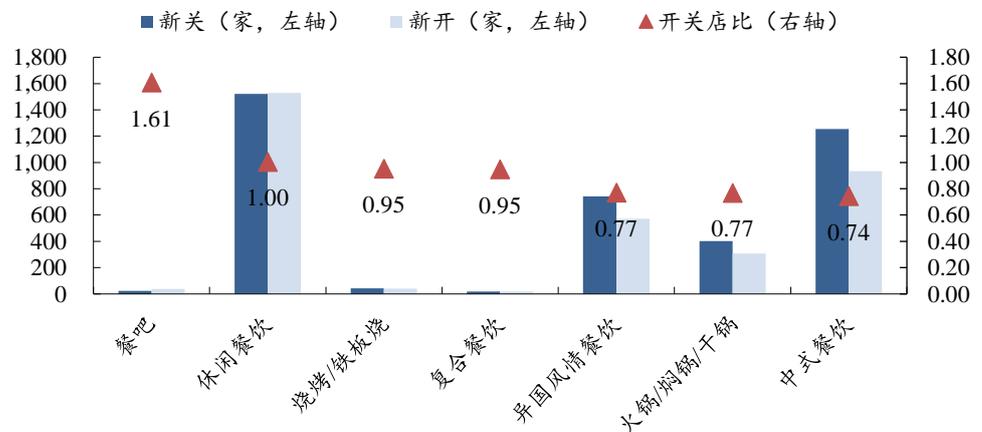
图23：2022年9城标杆购物中心零售——时尚生活细分品类开关店比



数据来源：赢商网，东吴证券研究所

2022年餐饮业态开关店比为0.86，小幅收缩，但第四季度开关店比已经回到1.12，呈现温和复苏态势。从细分业态看，中式餐饮（0.74）和异国风情餐饮（0.77）表现均差强人意，开关店比低。休闲餐饮（1.00）和餐吧（1.61）开关店比表现较好。

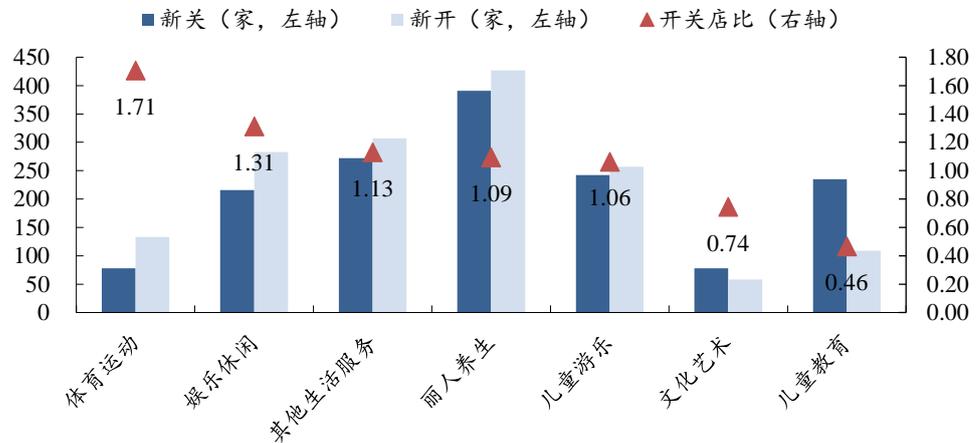
图24：2022年9城标杆购物中心餐饮细分品类开关店比



数据来源：赢商网，东吴证券研究所

2022 年文体娱业态开关店比为 1.20，逆势增长。受疫情持续影响，聚焦“解压”、“养生”、“健康”概念的体验业态更受消费者欢迎。体育运动（1.71）、娱乐休闲（1.31）、丽人养生（1.09）等细分业态开关店比均超过 1。而教育类业态则保持收缩态势。

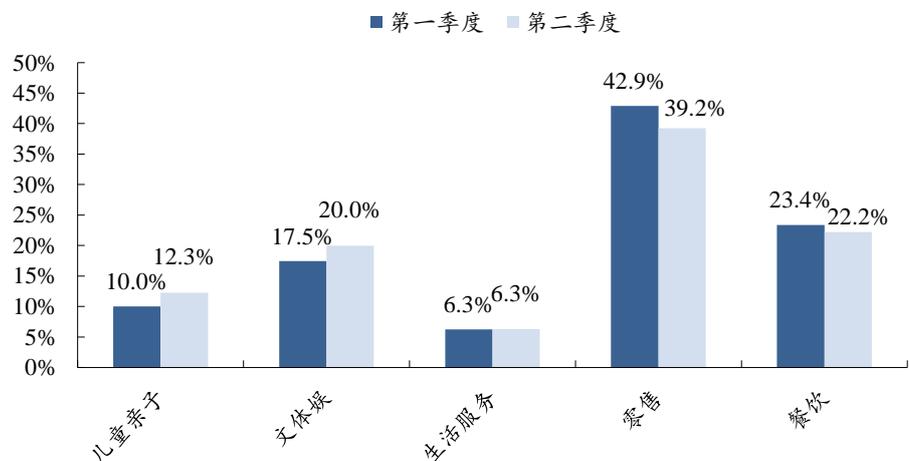
图25：2022 年 9 城标杆购物中心文体娱细分品类开关店比



数据来源：赢商网，东吴证券研究所

**购物中心积极调整业态分布，与电商形成优势互补。**根据赢商网数据，对比 2023 年第一季度和第二季度，零售业态面积占比环比下降最多为 3.7pct，餐饮业态环比下降 1.2pct，而文体娱业态环比增长 2.5pct。购物中心作为“吃喝玩乐买”一站式购物场景，餐饮和文体娱业态的加入让其功能性更加丰富。适当降低零售业态占比，减少与电商的正面冲突而是形成优势互补，进一步增强消费者线下体验，是当下购物中心业态招调的重要方向之一。

图26：2023 年第一季度和第二季度各业态面积占比变化



数据来源：赢商网，东吴证券研究所

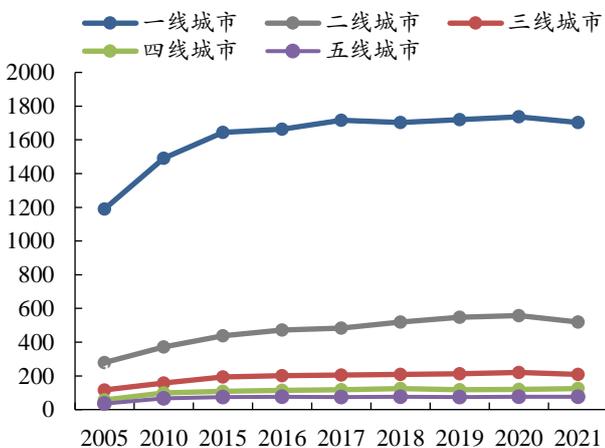
### 3. 趋势二：购物中心在高能级城市具备更高的天花板和稳定性

对比购物中心在不同能级城市的复苏表现，我们从消费者、品牌、购物中心三个角度进行对比分析：（1）从消费者基础看：高能级城市的市区人口仍然维持净流入趋势，且流入速度较低能级城市更快；同时高能级的人均支出远高于低能级城市，表现出较强的消费力。（2）从品牌开店情况看：高能级城市的首店开业占比不断提高，首店吸引力与日俱增；另一方面侧重下沉市场的品牌在疫情期间关店比例更高。（3）从购物中心城市分布看：在客流和品牌均向高能级城市聚集的情况下，购物中心作为链接两者的平台也将越发青睐高能级城市，2023年购物中心拟开业TOP11城中均为商业一线和准一线城市。我们认为此趋势在未来仍将延续。

#### 3.1. 坚实的消费者基础导致高能级城市购物中心客流恢复速度更高

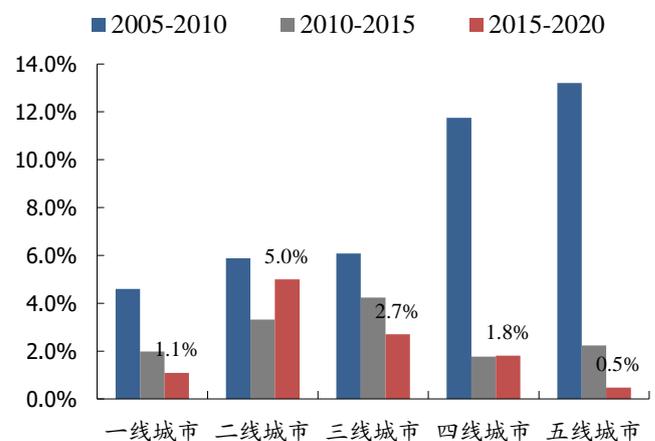
一二线城市长期看人口仍然维持净流入趋势。2005-2010年，四五线城市的平均市区常住人口的增速大幅超过一二线城市，但在2015-2020年，一线、三线和五线城市市区常住人口增速回落趋势较为明显，其中五线城市的常住人口增速已接近0%，而二线城市在2015-2020年保持了5.0%的较高年均复合增速。

图27：2005-2021年各线城市平均市区常住人口（万人）



数据来源：住建部，东吴证券研究所

图28：2005-2020年各线城市平均市区常住人口复合增速

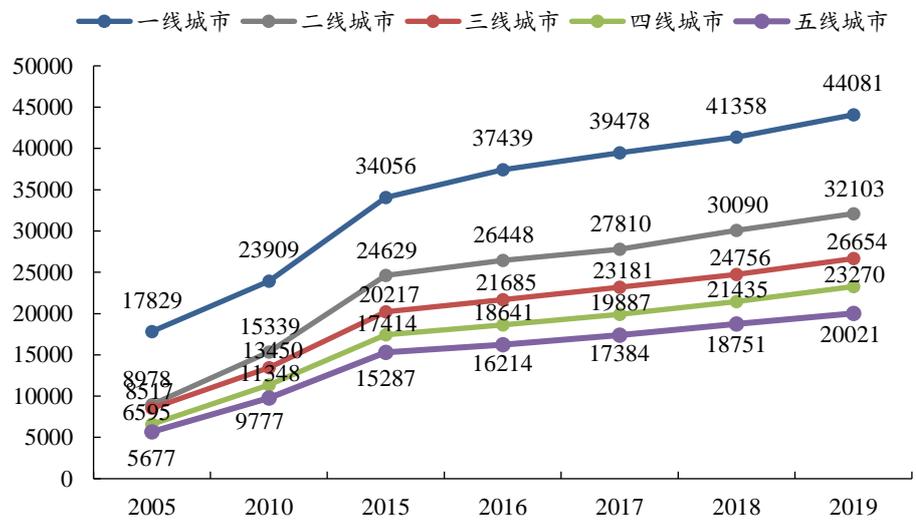


数据来源：住建部，东吴证券研究所

高线城市居民人均消费支出远高于低线城市，表现出更强的购买力。人均消费支出一定程度上可以反映出当地居民的消费力。根据国家统计局数据，我们统计了282个地级市自2005年-2019年的人均消费支出水平。从绝对数据上看，2019年一线城市的人均消费支出已达44081元，二线城市为32103元，三四五线城市为20021-26654元，一线城市的人均消费支出水平依然处于绝对领先地位，高出二线城市11978元，高出五线城市24060元。从相对关系上看，2019年一线城市人均消费支出分别为二线城市和五线

城市的 1.4 倍和 2.2 倍，依然保持较大差距。

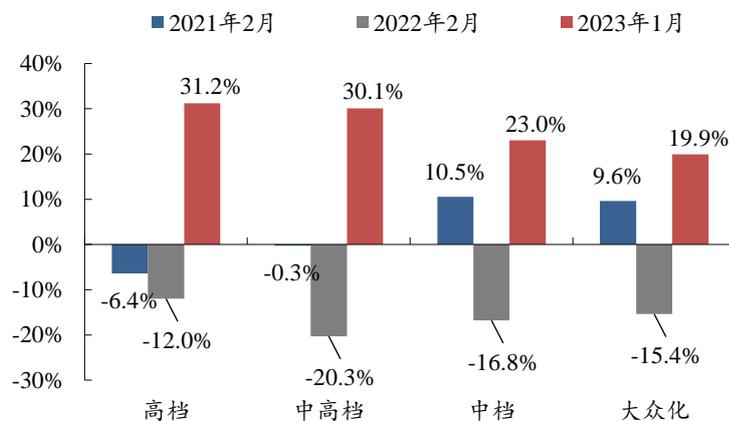
图29：各线城市城镇居民人均支出（元）



数据来源：住建部，东吴证券研究所

坚实的消费者基础使得集中在高能级城市的中高档商场客流弹性更强，恢复速度更快。中高档购物中心往往落座于一二线城市，庞大稳固的客流量基本盘使其在疫情限制解除后客流复苏速度更快，弹性更强。根据赢商网数据，观察不同档次购物中心近3年春节期间的客流同比，高档和中高档购物中心在2023年的客流同比增速分别为31.2%和30.1%，大幅高于中档和大众化购物中心。

图30：各档次购物中心近三年春节工作日客流同比恢复情况

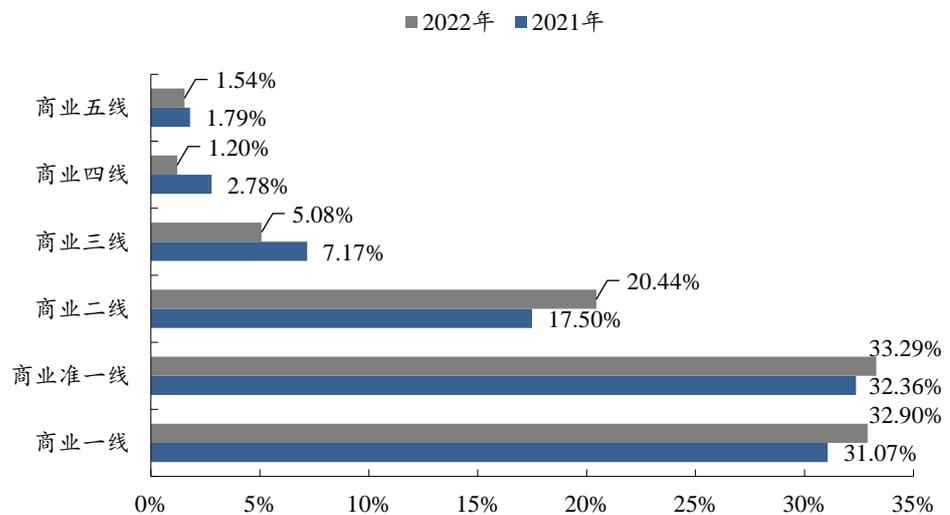


数据来源：赢商网，东吴证券研究所

### 3.2. 高能级城市对首店吸引力不断提高，低能级城市关店比例更高

**高能级城市的首店开业占比不断提高，首店吸引力与日俱增。**首店是指在行业里有代表性的品牌或新的潮牌在某个地区首次开设门店，具有一定示范引领作用；而“首店经济”既能探路品牌新业态，又能培育良好商业环境、积极影响地区经济发展，从而带动消费。2022年商业一线与准一线城市的首店开业占比均超过30%，并且较2021年占比呈现小幅增长趋势，商业二线城市的首店开业占比则由2021年的17.5%提升至20.44%。反观商业三四五线城市，对首店的吸引力不强且呈逐步减弱趋势。

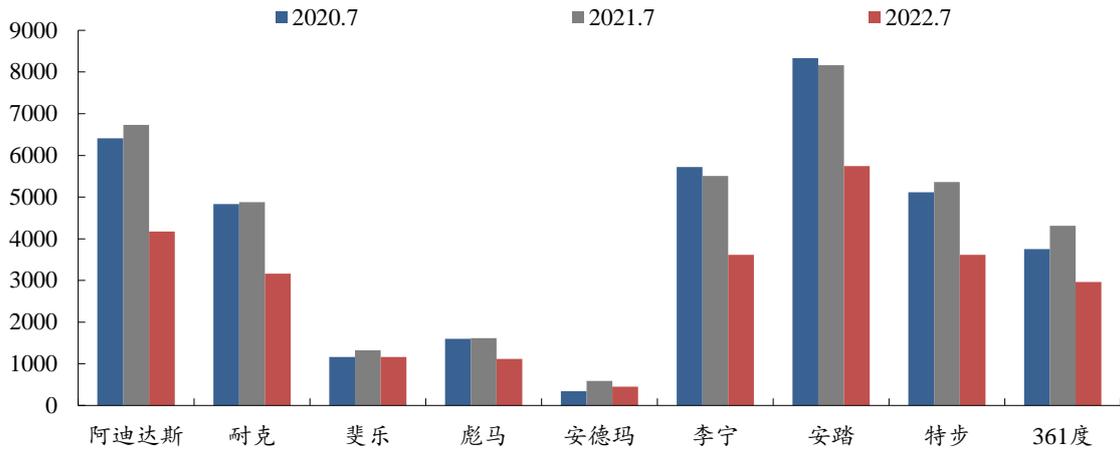
图31: 各线城市近两年首店开业量占比



数据来源：赢商网，东吴证券研究所

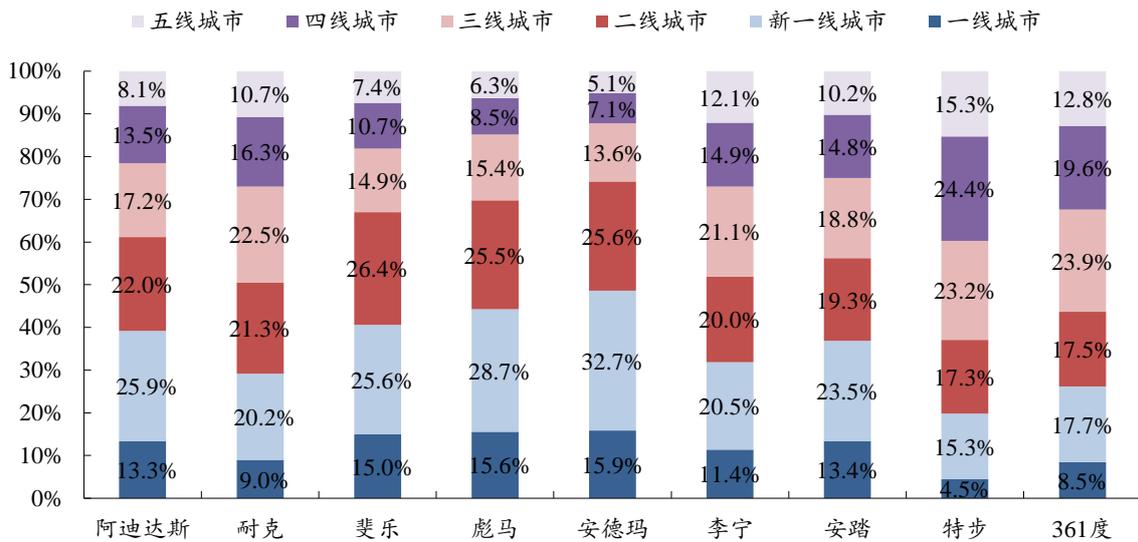
**布局侧重下沉市场的运动品牌在疫情期间关店比例更高。**根据月狐 iBrand 数据，我们观察主流运动品牌在疫情期间的撤店比例和不同能级城市分布占比之间的关系，可以发现布局侧重高能级城市的品牌如安德玛和斐乐在疫情期间关店比例更小。以斐乐为例，线下门店一二线城市占比高达40.6%，2021-2022年疫情期间关店比例仅12%。而线下门店一二线占比较低的李宁、耐克和361度，2021-2022年疫情期间关店比例均超过30%。

图32: 主流运动品牌中国线下门店数量变化 (家)



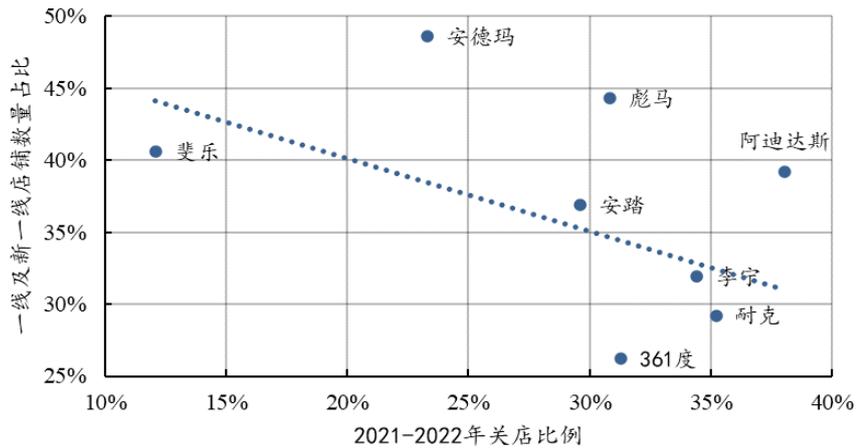
数据来源: 月狐 iBrand, 东吴证券研究所

图33: 主流运动品牌中国线下门店不同能级城市分布占比



数据来源: 月狐 iBrand, 东吴证券研究所

图34: 布局较为下沉的运动品牌疫情期间关店比例也相对更高



数据来源: 月狐 iBrand, 东吴证券研究所

### 3.3. 2023 新开业购物中心向高能级城市集中

对比 2022 年购物中心开业量城市榜 TOP11 和 2023 年拟开业量城市榜 TOP11, 可以发现商业一线城市的 2023 年拟开业量无论是绝对值还是占比均较 2022 年有明显提升。2022 年 TOP11 城市中为 6 个商业一线城市、4 个商业准一线城市和 1 个商业二线城市, 而 2023 年 TOP11 城中均为商业一线和准一线城市。在客流和品牌均向高能级城市聚集的情况下, 购物中心作为链接两者的平台也将越发青睐高能级城市。

图35: 2022 年购物中心开业量城市榜 TOP11 和 2023 年拟开业量城市榜 TOP11

2022年开业量城市榜TOP11				2023年拟开业量城市榜TOP11			
城市	项目数量 (个)	商业面积 (万m²)	城市能级	城市	拟开业项目数量 (个)	拟开业商业面积 (万m²)	城市能级
深圳	15	114	商业一线	北京	23	261	商业一线
重庆	13	109	商业一线	上海	23	178	商业一线
武汉	12	153	商业准一线	广州	21	163	商业一线
苏州	11	71	商业准一线	武汉	20	200	商业准一线
成都	11	114	商业一线	成都	18	194	商业一线
广州	10	72	商业一线	西安	18	129	商业准一线
青岛	10	119	商业二线	杭州	18	150	商业准一线
长沙	9	85	商业准一线	深圳	17	116	商业一线
杭州	9	73	商业准一线	重庆	13	125	商业一线
北京	7	66	商业一线	苏州	13	122	商业准一线
上海	7	53	商业一线	佛山	13	121	商业准一线
<b>合计</b>	<b>114</b>	<b>1029</b>		<b>合计</b>	<b>197</b>	<b>1759</b>	
商业一线	63	528		商业一线	115	1037	
商业准一线	41	382		商业准一线	82	722	
商业二线	10	119		商业二线	0	0	

数据来源: 赢商网, 东吴证券研究所

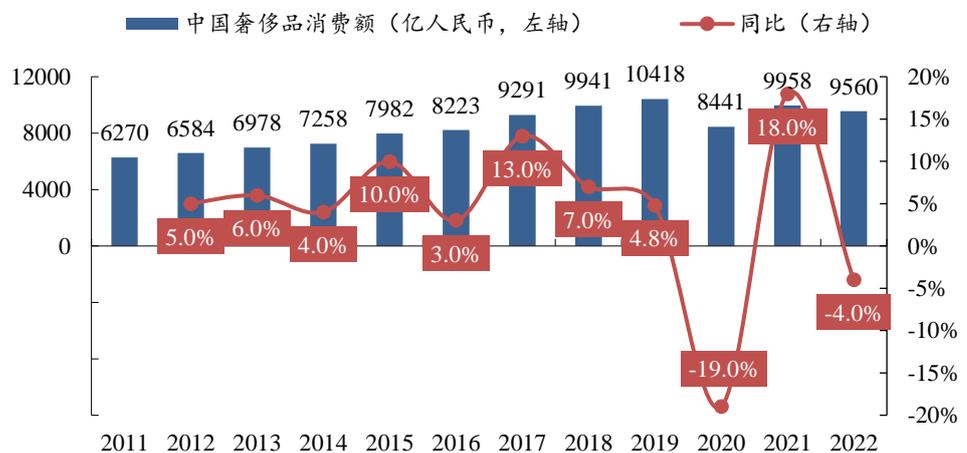
#### 4. 趋势三：重奢购物中心赛道发展更具潜力

受益于奢侈品的两大优势：频繁提价和稳定高净值客群，奢侈品行业天生具备极高的成长性和抗风险特征。3年疫情期间，由于出入境限制，中国境内奢侈品市场逆势增长。中国2030年有望超越美洲和欧洲，成为全球最大的奢侈品消费市场，占全球奢侈品市场份额的25%-27%。尽管当下疫情消退出境旅游恢复，但考虑到出境航班较少、人民币贬值代购吸引力下降、消费者习惯养成等因素，我们认为国内奢侈品市场受到的影响有限，依然拥有巨大潜力。而购物中心作为奢侈品消费的最主要场景，头部重奢购物中心一直保持着亮眼的业绩表现。在中国中产阶级日益壮大的趋势下，我们认为重奢购物中心赛道较大众化购物中心拥有更高的价值。

##### 4.1. 中国奢侈品市场潜力巨大

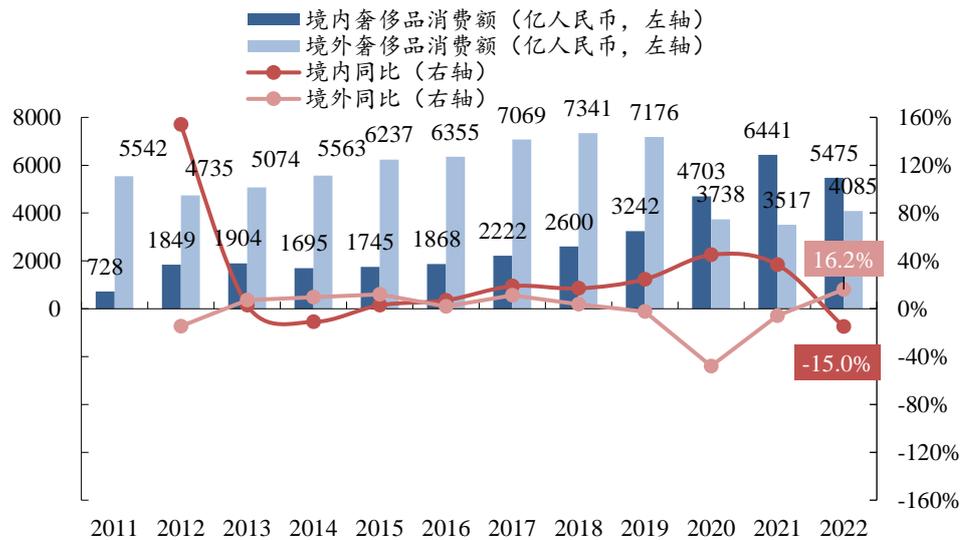
多种不利因素影响下，2022年中国境内奢侈品市场规模出现负增长，但依然保持巨大增长潜力。受新冠疫情反复和消费信心不稳定等因素影响，2022年中国实现奢侈品消费额9560亿元人民币，同比下降4.0%。其中境内消费额为5475亿元，同比下降15.0%；而境外消费额为4085亿元，同比增长16.2%。这也是自2015年以来，中国境内奢侈品消费额首次出现负增长。之所以仍有42.7%的奢侈品消费发生在境外，主要是因为疫情并未影响中国消费者通过代购和境外电商平台购买奢侈品。

图36：2011-2022年中国奢侈品消费额及增速



数据来源：要客研究院，东吴证券研究所

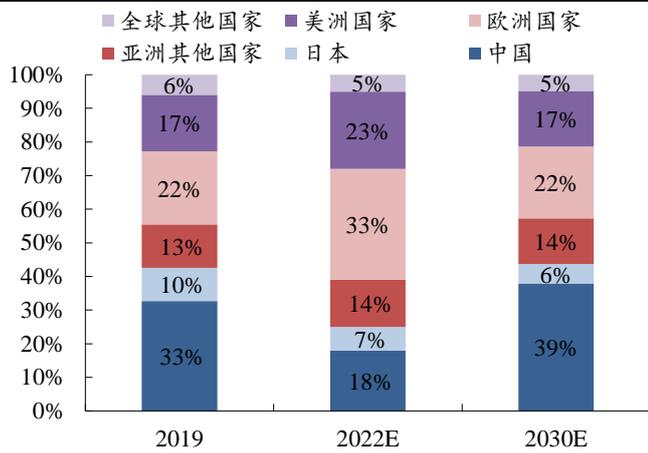
图37: 2011-2022 年境内及境外奢侈品消费额及增速



数据来源: 要客研究院, 东吴证券研究所

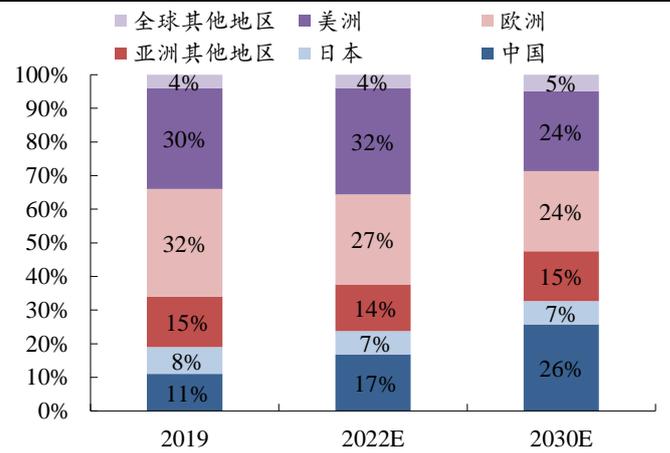
尽管暂时受挫, 但中国奢侈品市场的基本面依然保持稳健, 随着国内经济的稳步复苏, 中国有望出现更多中高收入消费者。根据贝恩研究报告《不确定中的复兴: 奢侈品的反弹》测算, 到 2030 年, 中国消费者将恢复疫情前作为全球奢侈品第一大消费群体的地位, 占全球奢侈品市场份额的 38%-40%; 而中国大陆也将超越美洲和欧洲, 成为全球最大的奢侈品消费市场, 占全球奢侈品市场份额的 25%-27%。

图38: 全球奢侈品市场份额 (按国籍划分)



数据来源: 贝恩, 东吴证券研究所

图39: 全球奢侈品市场份额 (按地区划分)



数据来源: 贝恩, 东吴证券研究所

#### 4.2. 奢侈品两大优势: 频繁提价和稳定的高净值客群

奢侈品牌提价频率高, 提价幅度大。奢侈品牌之前提价频率约为每年 1-2 次, 2020 年后, Chanel 涨价 9 次, LV 涨价 10 次, 各奢侈品牌提价频率均有明显上升。同时, 奢

侈品提价幅度巨大，我们选取了 Chanel 和 LV 各三款明星单品统计 2019 年至 2023 年的提价历史，结果显示涨幅最低的 LV 老花邮差包 4 年间的涨幅也高达 43.6%，而 Chanel 的 CF 中号和 2.55 中号 4 年间的涨幅高达 96.6%，接近翻倍。频繁的大幅提价为奢侈品销售额的稳步增长奠定了坚实基础。

图40: 部分奢侈品牌明星单品 2019-2023 年提价历史一览

LOUIS VUITTON	2019.7	2020.1	2020.7	2021.1	2022.2	2023.2	2023.6	价格趋势图	4年涨幅	涨价额度
Neverfull 中号	¥10,000	¥10,900	¥11,700	¥12,000	¥14,400	¥14,400	¥14,400		44.0%	¥4,400
Pochette Metis	¥13,300	¥13,800	¥14,900	¥15,900	¥17,400	¥17,400	¥19,100		43.6%	¥5,800
Nano Speedy	¥8,250	¥8,600	¥9,250	¥9,250	¥10,200	¥12,800	¥13,900		68.5%	¥5,650

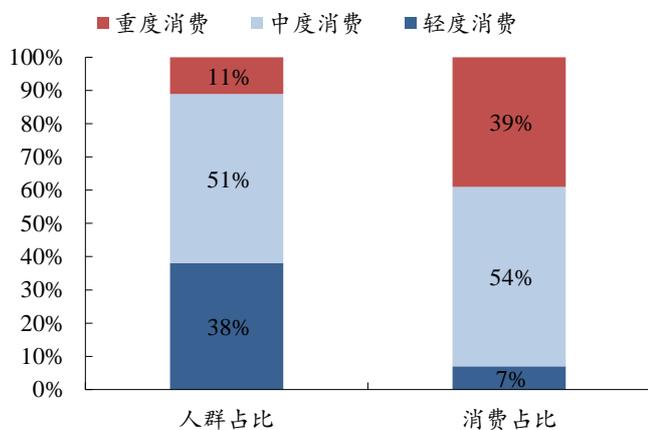
  

CHANEL	2019.5	2019.11	2020.5	2020.11	2021.7	2022.11	2023.3	价格趋势图	4年涨幅	涨价额度
CF 中号	¥38,100	¥42,600	¥48,900	¥51,500	¥56,100	¥66,500	¥74,900		96.6%	¥36,800
2.55 中号	¥38,100	¥42,600	¥48,900	¥51,500	¥56,100	¥66,500	¥74,900		96.6%	¥36,800
19 小号	¥34,200	¥34,700	¥36,500	¥36,500	¥40,100	¥41,500	¥47,100		37.7%	¥12,900

数据来源：各品牌官网，东吴证券研究所

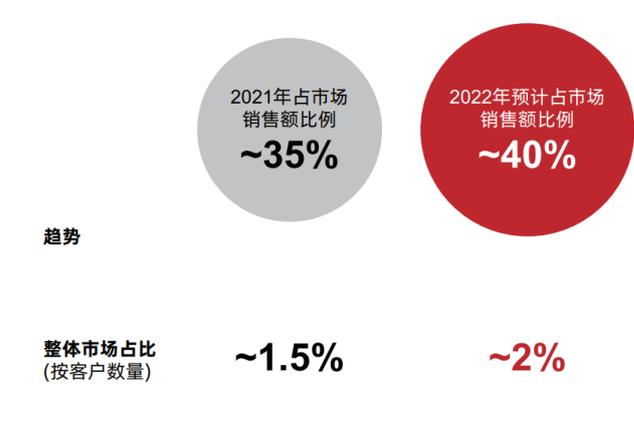
尽管奢侈品频繁提价，但高净值客户的购买力始终强劲，且不同购买力消费者分化趋势加剧。根据 BCG2022 年奢侈品消费者调研。将 2600 位中国消费者按照年消费低于 5 万元、年消费在 5-30 万元之间、年消费超过 30 万元三个标准分为轻度消费者、中度消费者、重度消费者。2022 年，人数占比 11% 的重度消费者贡献了 39% 的奢侈品销售额。而根据贝恩的奢侈品市场研究，2022 年全球范围内，头部 2% 的 VIC 客户（Very Important Customer）贡献了约 40% 的奢侈品销售额。

图41: 2022 年 11% 的消费者贡献 39% 的奢侈品销售额



数据来源：BCG，东吴证券研究所  
备注：样本量=2600 人

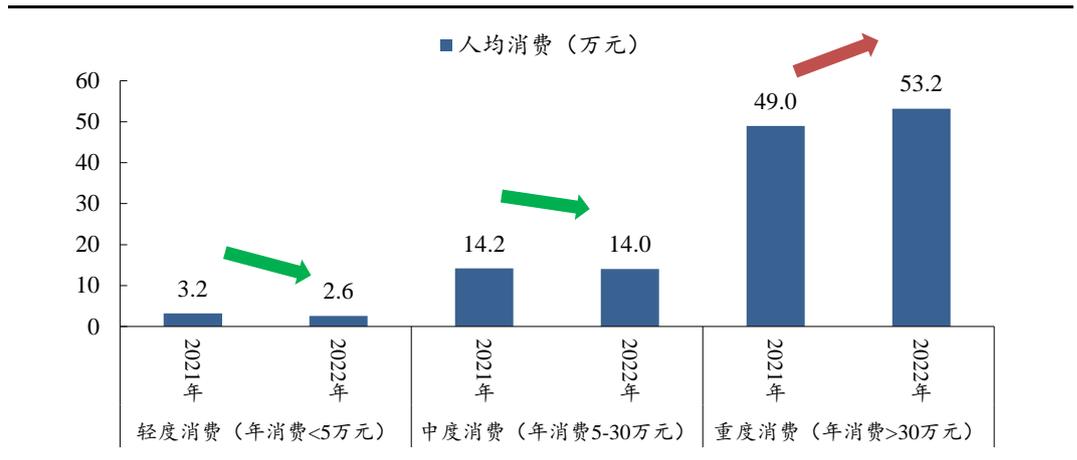
图42: 2022 年全球奢侈品市场 VIC 客户的销售额贡献



数据来源：贝恩，东吴证券研究所

根据 BCG2022 年奢侈品消费者调研，重度消费客群并未受疫情和宏观经济影响，人均消费由 2021 年的 49.0 万元增长至 2022 年的 53.2 万元；中度消费客群基本持平；而轻度消费客群下降明显，有 2021 年的 3.2 万元降至 2022 年的 2.6 万元，降幅达 18.8%。绝对值上看，2022 年重度客群的人均消费额是中度客群的 3.8 倍，是轻度客群的 20.5 倍。可以看出，重度消费客群对奢侈品市场的作用至关重要。

图43：不同购买力消费者 2021 和 2022 年的年人均消费额



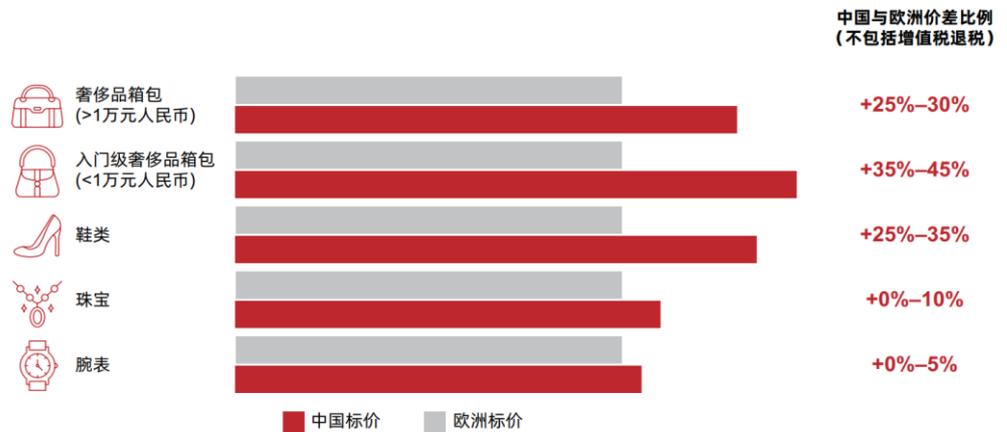
数据来源：BCG，东吴证券研究所

备注：样本量=2600人

#### 4.3. 奢侈品国内外价差依然存在，但出境旅游恢复对国内市场影响有限

国内外奢侈品价差依然在 20-30% 之间，境外购买依然享有价格优势。奢侈品牌一直将中国和欧洲的价差保持在 20-30% 的相对平衡水平，由于运输成本和关税等因素，这种价差部分消费者可以接受。2020 年新冠疫情爆发后，中国采取出入境限制措施，大多数品牌无需统一中国市场和其他地区的价格。根据贝恩研究报告，截至 2022 年 12 月 21 日，在未计入增值税退税的情况下，中国和欧洲的价差集中在 20-30% 区间。入门级奢侈品箱包的价差最大为 35-45%，而很多珠宝和腕表品牌多年前就采取全球统一定价策略，因此价差较低。价差的存在使得境外购买奢侈品依然享有价格优势。

图44: 中国市场与欧洲市场之间的奢侈品价差 (截至 2022 年 12 月 21 日)



数据来源: 各品牌官网, 贝恩, 东吴证券研究所

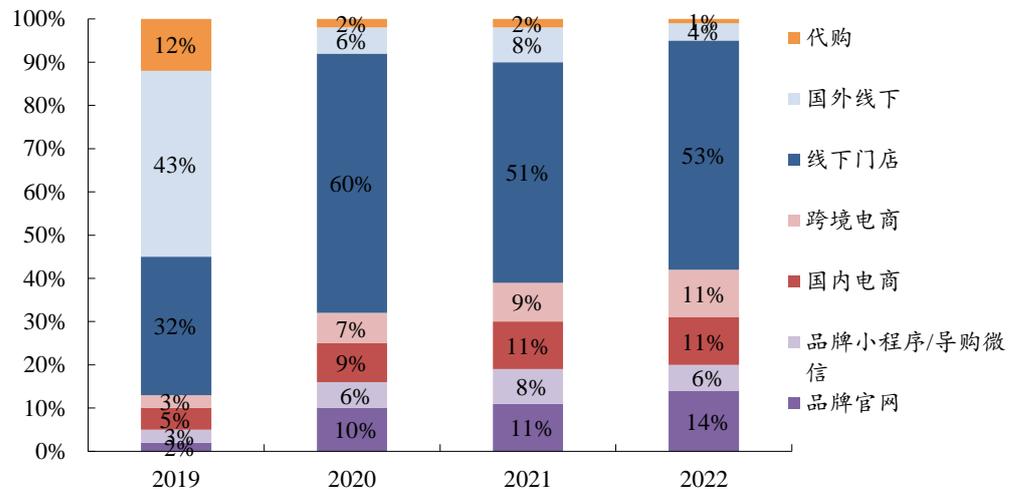
备注: 箱包、鞋类和珠宝价格参考法国官网价格, 腕表价格参照瑞士官网价格; 欧元对人民币汇率为 1:7.3, 瑞士法郎对人民币汇率为 1:7.5

尽管境外购买奢侈品有价格优势, 但我们认为对国内市场影响有限, 原因如下: (1) 当前出境游恢复还较为缓慢, 境外航班班次仍然有限。(2) 疫情 3 年部分国内消费者已经习惯于在国内购买。上文提到, 疫情期间代购依然存在, 价格敏感度较高的消费者在疫情期间依然会选择代购而非线下门店。(3) 人民币汇率近一年来波动较大, 人民币贬值使得境外代购的吸引力进一步下降。(3) 奢侈品牌对中国市场的重视程度日益提高, 国内店铺的货品供给有所提升, 新品和爆款的货品投放超出疫情前。爱马仕总经理纪尧姆·德·塞尼斯 4 月 1 日告诉法国媒体法新社: 公司的首要任务是提升其在中国的品牌影响力。公司计划每年在中国一个新的城市开设一家精品店, 但没有设定扩张的时间表。

#### 4.4. 线下门店依然是中国奢侈品消费的最主要场景, 重奢商场业绩表现依然亮眼

根据 BCG 调研结果, 2022 年国内线上渠道 (品牌官网、品牌小程序/导购微信、国内电商、跨境电商) 占比稳步上升至 42%, 较 2019 年的 13% 大幅增长 29pct。但 2022 年线下门店依然是中国奢侈品消费的最主要场景, 占比高达 53%, 距 2020 年的高点 60% 仅下降了 7pct。

图45：2022年中国消费者最近一次购买奢侈品的渠道分布

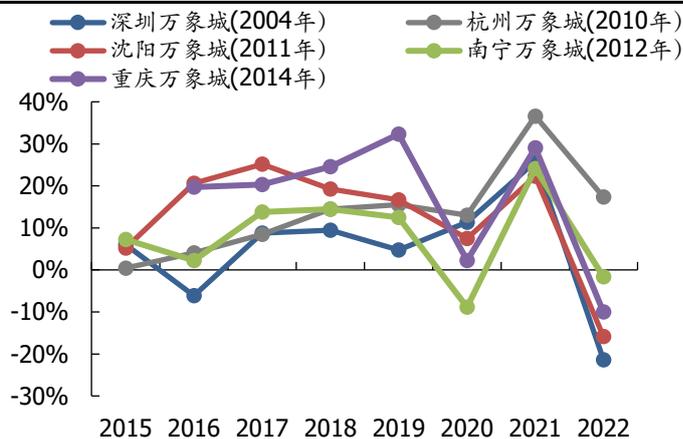


数据来源：BCG，东吴证券研究所

备注：样本量=2600人

以华润置地的5座重奢万象城为例，在开业5-10年后，依然能够保持较高水平的同店租金增长，其中2020年受疫情影响的情况下，仅南宁万象城租金收入同比下降，其余购物中心均保持正增长；2021年5座万象城租金收入均实现20%以上的增长，体现了重奢购物中心更强的抗风险能力。

图46：重奢购物中心长期保持高速同店租金增长（括号内为开业时间）



数据来源：华润置地公告，东吴证券研究所

## 5. 投资建议

在宏观经济温和复苏的背景下，我们总结出当前购物中心赛道的三大趋势：（1）消费支出趋向保守和电商冲击促使购物中心业态分布发生变化；（2）购物中心在高能级城

市具备更高的天花板和稳定性；（3）重奢购物中心赛道发展更具潜力。对比日本四个消费时代的特征，由于我国人口和国土面积都远远大于日本，城市间分化严重，因为我们认为中国大部分高能级城市正处在第三消费时代，而低能级城市由于前3年疫情的影响，导致进入第三消费时代的步伐放缓，处于第二和第三消费时代的过渡期。而日本的第三消费时代持续了近30年，因此我们认为趋势二和趋势三都将长期延续。

对于购物中心的持有方和运营方而言，趋势一考验的是购物中心运营方的招商能力，往往连锁化购物中心在品牌资源方面拥有更为显著的优势，兼具深度和广度的品牌库让其业态调整中占据先机。趋势二考验的是购物中心持有方的城市研判能力和资金能力，由于高能级城市的高资产购物中心需要沉淀大量资金，对持有方的财务情况提出了更高要求。趋势三考验的是运营方的重奢资源，目前内资连锁购物中心中仅华润万象生活管理运营的万象城拥有重奢品牌。基于此我们建议关注购物中心布局聚焦一二线城市的开发商：华润置地、龙湖集团、大悦城；推荐具备重奢资源护城河的商管公司：华润万象生活。

表1：日本四个消费时代的特征

发展历程	人口	关键词	时代特征
第一消费时代 1912-1941	人口增加	中产阶级诞生 西方化消费	以大城市为中心的中产阶级诞生，西方化的消费倾向
第二消费时代 1945-1974	人口增加	家庭消费	经济复苏带来的大量生产和大量消费，追求扩张式的、以家庭为单位的消费如：每家一辆私家车
第三消费时代 1975-2004	人口微增	个人消费 注重品牌	消费群体开始从物质消费转向服务消费的消费升级，家庭消费转向个人消费，社会消费出现追求时尚、崇尚个性、注重品牌等特征。从追求量转向追求质。
第四消费时代 2005-至今	人口减少	去品牌化	日本消费者开始不愿意为过高的品牌溢价“买单”，而注重追求消费的体验，消费特征表现为去品牌化的理性消费。

数据来源：《第四消费时代》，东吴证券研究所

## 6. 风险提示

（1）消费者信心恢复不及预期：若消费者对未来收入的预期持续下降，消费意愿日趋保守，将会显著影响线下购物中心渠道的消费频次。

（2）高能级城市常住人口增长不及预期：若高能级城市人口转为净流出，将对购物中心客流量造成显著影响。

（3）出境旅游恢复对奢侈品行业冲击超预期：若国内外奢侈品价差持续扩大，奢侈品牌对中国市场重视程度下降，将对境内重奢购物中心销售额造成显著影响。

## 免责声明

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

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

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

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

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

## 东吴证券投资评级标准

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

公司投资评级:

- 买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上;
- 增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间;
- 中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间;
- 减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间;
- 卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级:

- 增持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对强于基准 5%以上;
- 中性: 预期未来 6 个月内,行业指数相对基准-5%与 5%;
- 减持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对弱于基准 5%以上。

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

东吴证券研究所  
 苏州工业园区星阳街 5 号  
 邮政编码: 215021  
 传真: (0512) 62938527  
 公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>