

家用电器

证券研究报告
2019年02月10日

一个消费品分析师的返乡见闻：你有你们的，我有我们的方向

投资评级
行业评级 强于大市(维持评级)
上次评级 强于大市

返乡见闻地点：浙江省绍兴市柯桥区

作者
马王杰 分析师
SAC 执业证书编号：S1110518080001
mawangjie@tfzq.com

我们本次返乡从涵盖城乡的三个现象来谈谈三四线的消费

第一：专业的服装市场风光不再

柯桥区内曾有一座大型服装市场，整体经营范围包括小商品、服装、家纺、鞋帽等产品，说起服装购物的场所，柯桥的老百姓往往会想到这个市场，尽管业态相对低端，杂牌为主，但是因为价格便宜，也新引了很多消费者，但是因为存在消防安全隐患等原因，2018年进行了关停，将承租户优先招商至柯北的新服装市场。但是，位于柯北的新服装市场，却无法再汇聚人流量，尽管设施更加新，商铺更加整洁。

行业走势图



资料来源：贝格数据

第二：越来越多的品牌开始借助购物中心这种业态开始渠道下沉

2018年的万达广场，迎来了诸多新的一线品牌：餐饮上，海底捞入驻，开启了类似一二线城市的排长队景观，味千拉面、一笼小确幸等也开始了在万达的经营；电子品牌中，小米之家吸引了很多年轻消费者，我们问电视机能不能送到村上，店员邓超的回答是可以。Dyson的体验店也吸引了消费者的体验。而像优衣库、H&M、名创优品等快时尚品牌和日用品店的入驻则在更早时候已经完成。

相关报告

- 1 《家用电器-行业专题研究:节前上海门店走访系列之一：中山公园商圈》 2019-02-07
- 2 《家用电器-行业点评:北京新节能减排补贴出台，家电龙头有望受益》 2019-01-30
- 3 《家用电器-行业专题研究:节前上海门店走访系列之一：八佰伴商圈》 2019-01-30

第三：乡镇开始出现京东小店

春节回家就发现镇上多了一家京东小店。进去之后，发现里面的陈列比较紧凑，密集陈列着一些家电产品，没有像KA或者部分家电品牌专卖店的整洁明亮，从购物环境看，京东家电专卖店相比较于街边的夫妻老婆店基本没有太多改善，且主流品牌相对较少。

总结与思考

尽管2018年大家开始讨论是不是发生了“消费降级”，消费分级可能更能够概括我们在中国观察的消费现象。日本的三浦展之前有一本畅销书叫做《第4消费时代》，认为日本的近现代社会经历了四个消费时代，目前处在第四消费时代，消费取向是无品牌化、朴素化、休闲倾向等。中国经济社会发展分层现象十分显著，一二线城市或许因为房价和收入预期的变化等原因，大家开始更加谨慎的消费，更加强调性价比，一二线城市的消费会率先进入理性化，开始出现类似第四消费时代的一些特征。但是从我们返乡的感受看，三四线的青年们，依然对消费，尤其是品牌消费有着强烈的向往，仍处于对品牌的渴望期，还未经历或者走完第三消费时代——消费倾向品牌化、大城市化、多样化、个性化。你有你们的，我有我们的方向，毕竟在三四线，我们依然可以看到海蓝之梦这样的白酒品牌，而我们相信，大家想买的应该是海之蓝和梦之蓝。所以，看好三四线的消费潜力和品牌消费。

风险提示：内容仅为特定区域个别案例，结论与全国范围存在偏差；宏观经济出现波动

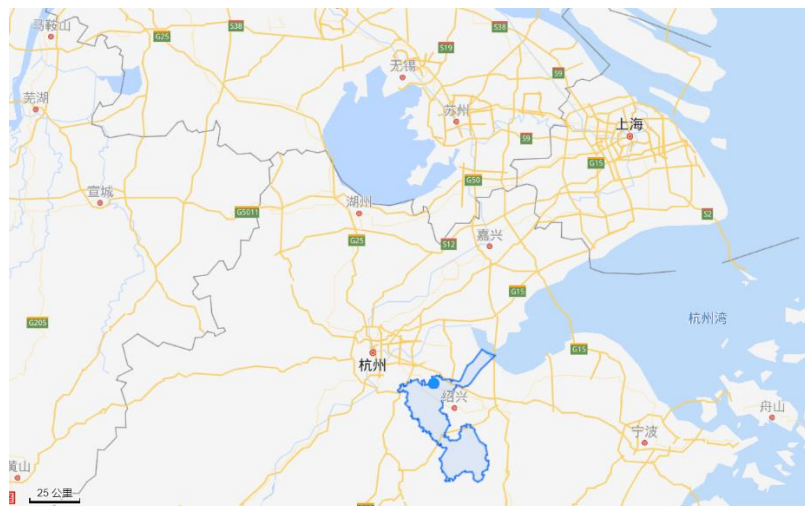


引言

在春节回家之前，我们小组的内部讨论的是：会不会今年春节，亲戚朋友返乡过年讨论的都是降薪裁员，过完一个春节之后，悲观的情绪弥漫，大家越来越不敢消费？那么，先看完我们的返乡见闻，再来回答这个问题。

首先简单了解下家乡，浙江省绍兴市柯桥区，原本是绍兴县，2012年在中国百强县排名中位列第6，2013年撤县设区，成为了绍兴市的三大核心区之一，属于典型的三线城市。

图 1：绍兴市柯桥区地理位置



资料来源：百度地图,天风证券研究所

县城的奇妙之处在于，一头连着城市，一头连着村镇，我们既感受到城市生活的多彩，也能理解农村中大家在想些什么，做些什么？本次返乡观察我们从涵盖城乡的三个现象来谈谈三四线的消费。

现象一：专业的服装市场风光不再

拥有亚洲最大的轻纺面料市场的柯桥，区内曾有一座大型服装市场，整体经营范围包括小商品、服装、家纺、鞋帽等产品，说起服装购物的场所，柯桥的老百姓往往会想到这个市场，尽管业态相对低端，杂牌为主，但是因为价格便宜，也新引了很多消费者，但是因为消防安全隐患等原因，2018年进行了关停，将承租户优先招商至柯北的新服装市场。但是，位于柯北的新服装市场，却无法再汇聚人流量，尽管设施更加新，商铺更加整洁。

图 2：已经被关停的轻纺城服装市场



资料来源：天风证券研究所

图 3：新的服装市场



资料来源：天风证券研究所

图 4：新服装市场内部店铺



资料来源：天风证券研究所

打败一个市场的，往往不是另一个市场，而是时代的洪流。新的服装市场尽管从功能上仍旧能够满足市民购物需求，然而，消费趋势在改变，购物中心的崛起吸引了大量消费者，品牌化的需求也使得传统服装市场失去了年轻的消费者，原来的业态或多或少显得与时代格格不入。

现象二：越来越多的品牌开始借助购物中心这种业态开始渠道下沉

在柯桥区，主要的大型购物中心主要有两个，一个是万达广场（2010 年底开业，这也是大连万达第一次在县级城市开发项目），另一个是当地的企业开发的蓝天市心广场（天虹百货、银泰、沃尔玛、永辉等均聚集在此），这两个购物中心也成为大家平常休闲娱乐的主要聚集地。

既然人流量往购物中心集中，购物中心成为品牌争相入驻之地。2018 年的万达广场，迎来了诸多新的一线品牌：餐饮上，海底捞入驻，开启了类似一二线城市的排队长景观，味千拉面、一笼小确幸等也开始了在万达的经营；电子品牌中，小米之家吸引了很多年轻消费者，我们问电视机能不能送到村上，店员邓超的回答是可以。Dyson 的体验店也吸引了消费者的体验。而像优衣库、H&M、名创优品等快时尚品牌和日用品店的入驻则在更早时候已经完成。

图 5：柯桥万达广场的小米之家



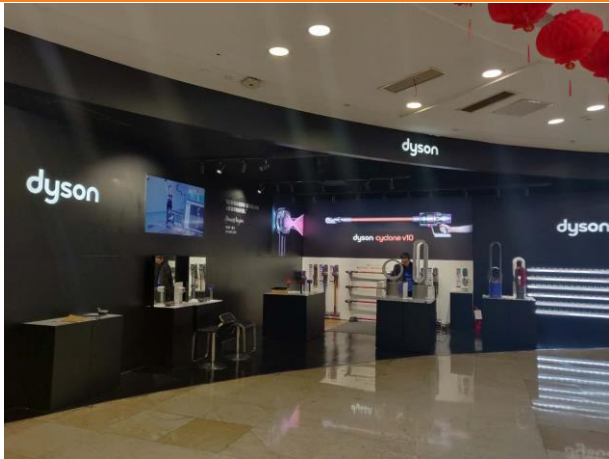
资料来源：天风证券研究所

图 6：万达广场外面海底捞醒目的广告牌



资料来源：天风证券研究所

图 7: 柯桥万达广场 Dyson 门店



资料来源: 天风证券研究所

图 8: 柯桥万达广场 Dyson 产品



资料来源: 天风证券研究所

有新开店, 意味着老店的淘汰, 那么哪些品牌在出局?

我们统计了 2018 年和 2019 年两年春节期间的业态图。

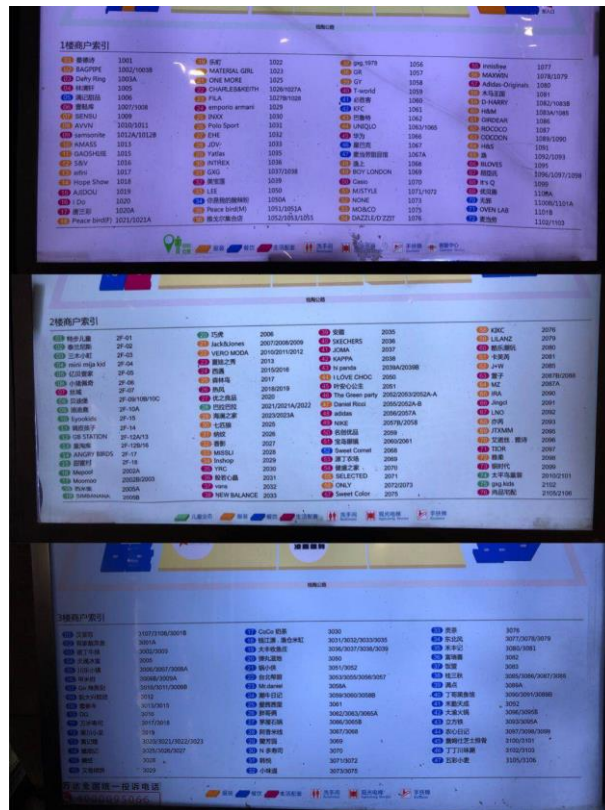
- 1) 目前万达广场的一楼共有商家 75 家, 主要以日化和服装为主, 2018 年初到 2019 年初之间, 店铺共更新 12 家, 更新率为 16%; 消失的是例如 AJIDOU、LEE、GY、CASIO、Darry Ring 等品牌, 取而代之的是例如 小米之家、TISSOT、CK underwear、CK Jeans、戴森等品牌;
- 2) 二楼共有商家 79 家, 儿童业态和服装居多, 期间共更新 17 家, 更新率为 21.5%, 消失的品牌, 例如三木小町、迪迪鹿、调皮孩子、Hi panda、叶安小公主、卡芙茜等品牌, 儿童业态调整的比例较高, 新增的品牌如 马克珍妮、polo sport kids、步步高、adidas kids、361 度、FILA kids、达芙妮等。
- 3) 三楼主要为餐饮业态, 共有商家 47 家, 期间共调整 17 家, 更新率达 36.2%, 消失的品牌如甲米府、N 多寿司、蘭芳园、桂三秋、丁哥黑鱼馆、爱茜茜里等, 新增加的有海底捞、星越情、每日鲜 C、味干拉面、阿甘锅阔、芙蓉小姐等品牌。

图 9: 2019 年春节柯桥万达广场业态图



资料来源: 天风证券研究所

图 10：2018 年春节柯桥万达广场业态图



资料来源：天风证券研究所

为什么儿童亲子设施布局如此受重视？ 亲子乐园等业态在购物中心非常受欢迎，或许因为三四线城市中娱乐设施相对较少，因此，商家将此业态作为重点去布局。我们认为，亲子业务处于朝阳期，但国内知名、品牌化或运营成熟的儿童娱乐业态却较少，因此尽管涌现了很多品牌，但是设施和玩具差异化较小，部分品牌运营上或存在短板，导致开店的成功率并不高，我们认为未来不排除涌现一批全国性的亲子活动品牌。从 2018 年万达广场的童装变化看，品牌化的童装开始大批替代原有的地方品牌，是非常显著的趋势。

为什么餐饮业态有如此高的淘汰率？ 首先，从需求看，原因在于三四线城市中，较多的家庭是祖孙三代住在一起，往往家里的老人会做好饭等待家人下班回家，并且相对宽松的工作节奏，也让年轻人有更多的时间可以自己下厨，导致整体上餐饮市场的容量低于一二线。其次，从消费心理看，年轻的消费者更偏好有品牌的餐饮店面，同学聚餐时，海底捞总是比不知名的当地餐饮更容易成为大家一致的就餐目标，星巴克往往更容易吸引朋友间去坐坐聊聊天，尽管商场也不缺乏其他的饮品店。因此，我们可以看到的一个趋势是，餐饮的品牌更换率如此之高，越来越多的知名连锁餐饮在下沉。

无论是传统的服装大卖场逐渐衰落，还是从整个万达的品牌调整看，非常明显的趋势是原先在一二线城市的品牌在渠道下沉。

从企业角度看，一二线城市布局逐渐饱和，三四线城市是潜在的巨大市场，能够打开公司成长的天花板。但是，三四线市场的成功率又怎么样？毕竟我们也可以看到 CASIO、LEE 等品牌退出了这个购物中心，新入驻的品牌又该怎么去评估？

不妨把问题分解成为三四线城市年轻消费者的观念和能力两个层面去回答。

三四线青年的消费观念在向一二线城市看齐。 我们比较反对给三四线青年随便贴标签，追求美好的生活其实不分一二线和三四线，三四线青年和一二线城市青年的消费意愿在不断趋同。我们认为原因在于：

1) 首先，三四线城市的青年，很多也受过良好的高等教育，也在一二线城市度过了美好的大学时光，对大城市生活方式非常熟悉，只不过他们选择了返回家乡，从我们身边的例子看，同学的返乡工作的比例较高，部分在自己创业，部分同学成为了公务员，过着体面的生活。

2) 此外，移动互联网的普及使得一二线城市和三四线城市的 80/90 和 00 后，在信息获取上并没有本质区别。当上海的女生青睐小红书上某一线大牌的护肤品时，三四线城市的女生可能同样也觉得抖音上李佳琦推荐的口红色号都值得试一试。时尚的潮流会迅速席卷三四线，流行趋势的时滞在大大缩短。

图 11：范冰冰的小红书页面



资料来源：小红书，天风证券研究所

图 12：抖音李佳琦主页



资料来源：抖音，天风证券研究所

3) 交通设施的日益便捷，使得越来越多三四线城市的青年，周末可以去大城市逛街，看看最新的潮流。以我们所在家乡为例，从绍兴北站到杭州东的高铁仅 20 分钟，柯桥到杭州开通了城际公交，杭州黄龙到柯桥之间的公交车程不过 1 个多小时左右。

图 13：杭州与柯桥之间的公交时长



资料来源：高德地图，天风证券研究所

此外，从我们所在的城市来看，基本上农村中的年轻人也仅仅是晚上住在家里，白天大多都在县城上班，农村中的青年在消费观念中也不断在发生着更新（尽管老年人的生活方式可能和城镇中存在非常大的差异），新一代的城镇和农村消费观念在不断交织、趋同。

因此，三四线城市和一二线城市的核心区别是在于是否买得起。那么，三四线城市的购买能力能够与一二线城市相比么？

尽管上海的人均薪酬水平绝对值远高于绍兴，但是从可支配收入看，三线城市的绍兴其实并不比上海少多少，如果父母在家全款或者自己用公积金贷款买了房子，且吃住都在家里，平时的薪酬基本属于可支配用于消费的收入，而上海的一个普通白领，如果需要还房贷，剩余的薪酬可能和在绍兴的青年比较接近。从严谨的统计数据来看，2017年上海人均GDP为12.66万元，绍兴的人均GDP为10.16万元，2017年绍兴城镇居民人均可支配收入为54445元，上海城市居民家庭人均可支配收入为57692元，差距仅为3247元。

再回到我们开头的问题，春节大家在讨论降薪和裁员么？尽管大家会抱怨生意难做，轻纺印染为主业的柯桥面临腾笼换鸟的压力，但是其实普通老百姓的对收入预期的变化，不会像一线城市那么剧烈，暂时大家还没有看到裁员的迹象。只是我们在介绍自己职业的时候，可能会尴尬的听到别人说——“听说去年股票市场形势不太好？”。如果我们再把时光拉回到一年前的春节，大家也没有讨论“厉害了，我的国”。一线城市离资本市场太近，往往会放大各种情绪，从极度乐观到极度悲观。

作为家电分析师，我们第三点想谈谈家电渠道的变化。

现象三：乡镇开始出现京东小店

我们回家就发现镇上多了一家京东小店。进去之后，发现里面的陈列比较紧凑，密集陈列着一些家电产品，没有像KA或者部分家电品牌专卖店的整洁明亮，从购物环境看，京东家电专卖店相比较于街边的夫妻老婆店基本没有太多改善，且主流品牌相对较少。

图 24：柯桥区镇上京东家电专卖店



资料来源：天风证券研究所

从品牌看，主要是一些中小品牌为主，例如奥克斯和志高的洗衣机，部分品牌甚至还出现了一些老旧的双桶洗衣机。

图 35：京东家电洗衣机



资料来源：天风证券研究所

图 16：京东家电空调



资料来源：天风证券研究所

图 47：京东家电油烟机

图 18：京东家电小家电



资料来源：天风证券研究所



资料来源：天风证券研究所

我们可以将此理解为京东对线下家电渠道在村镇上的一个尝试，但是从品牌、型号和店面装修等来看，也难以对农村消费者产生吸引力。村里的购物习惯是如果线下购买，还是优先去苏宁国美等渠道或者专卖店去看（当地国美苏宁也可以送货到农村）。近几年来，家电的渠道的确发生了非常多的变化，很多外来的力量也在试图改变家电行业的渠道，我们不妨思考，京东小店与街边夫妻店或者县级的苏宁国美店有竞争力么（本质上是一种升级么？）？京东以小店模式如果能够下沉到村镇，家电企业愿意进入这些业态么，和自己本身的专卖店会产生左右互博的问题么？曾经难以渠道下沉的外资品牌，会借助小店模式重新和国产品牌竞争么？

总结与思考

尽管 2018 年大家开始讨论是不是发生了“消费降级”，消费分级可能更能够概括我们在中国观察的消费现象。日本的三浦展之前有一本畅销书叫做《第 4 消费时代》，认为日本的近现代社会经历了四个消费时代，目前处在第四消费时代，消费取向是无品牌化、朴素化、休闲倾向等。中国经济社会发展分层现象十分显著，一二线城市或许因为房价和收入预期的变化等原因，大家开始更加谨慎的消费，更加强调性价比，一二线城市的消费会率先进入理性化，开始出现类似第四消费时代的一些特征。

图 59：四个消费时代总结图

图 1-8 消费社会的四个阶段以及消费特征

时代划分	第一消费社会 1912-1941	第二消费社会 1945-1974	第三消费社会 1975-2004	第四消费社会 2005-2034
社会背景	从日俄战争胜利开始至中日战争 以东京、大阪等大城市为中心的中等阶级诞生	从战败、复兴、经济高速增长期开始至石油危机 大量生产、大量消费 全国一亿人口 中产阶级化	从石油危机开始到低增长、泡沫经济、金融破产、小泉改革 差距拉大	雷曼危机、两次大地震、经济长期不景气、不稳定等导致 收入减少 人口减少导致 消费市场缩小
人口	人口增加	人口增加	人口微增	人口减少
出生率	5	5 → 2	2 → 1.3~1.4	1.3~1.4
老年人比率	5%	5% — 6%	6% — 20%	20% — 30%
国民价值观	national 消费属于私有主义，整体来讲重视国家	family 消费属于私有主义，重视家庭、社会	individual 私有主义、重视个人	social 趋于共享、重视社会
消费取向	西洋化 大城市倾向	大量消费 大的就是好的 大城市倾向 美式倾向	个性化 多样化 差别化 品牌倾向 大城市倾向 欧式倾向	无品牌倾向 朴素倾向 休闲倾向 日本倾向 本土倾向
消费主题	文化时尚	每家一辆私家车 私人住宅 三大神器 3C	从量变到质变 每家数辆 每人一辆 每人数辆	联系 几人一辆 汽车分享 住宅分享
消费承担者	中等阶级家庭 时尚男女	小家庭 家庭主妇	单身者 啃老单身	所有年龄层里 单一化的个人

资料来源：《第 4 消费时代》，三浦展著，东方出版社；天风证券研究所

但是从我们返乡的感受看，三四线的青年们，依然对消费，尤其是品牌消费有着强烈的向往，仍处于对品牌的渴望期，还未经历或者走完第三消费时代——消费倾向品牌化、大城市化、多样化、个性化。你有你们的，我有我们的方向，毕竟在三四线，我们依然可以看到海蓝之梦这样的白酒品牌，而我们相信，大家想买的应该是海之蓝和梦之蓝。所以，看好三四线的消费潜力和品牌消费。

图 20：海蓝之梦白酒



资料来源：天风证券研究所

风险提示

内容仅为特定区域个别案例，结论与全国范围存在偏差；宏观经济出现波动

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