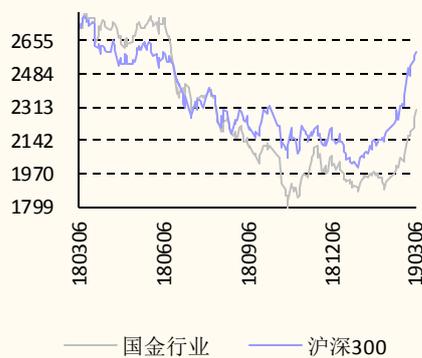


市场数据(人民币)

市场优化平均市盈率	18.90
国金纺织品和服装指数	2294.15
沪深300指数	3848.09
上证指数	3102.10
深证成指	9700.49
中小板综指	9562.58



相关报告

1. 《“爱我还是它”，千禧一代单身贵族新时尚——萌宠经济背后的故事...》，2019.3.1
2. 《MSCI 指数中 A 股纳入因子提升，纺织服装板块龙头公司有望受益...》，2019.3.1
3. 《纺服双周报数据谈 2019 第 2 期：美妆 19 年 1 月阿里数据解读，...》，2019.2.24
4. 《化妆品巨头成长史：资生堂——平成时代下的矛盾，资生堂的光复之路...》，2019.1.16
5. 《纺服双周报数据谈 2019 第 1 期：美妆 18 年阿里数据解读，电商...》，2019.1.6

吴劲草 分析师 SAC 执业编号：S1130518070002
wujc@gjzq.com.cn

姬雨楠 联系人
jiyunan@gjzq.com.cn

一叶知秋——从旅行箱市场的深刻变革，看“新国牌”崛起的征程与机会

行业观点

- 旅行箱行业以往的特点是“国际品牌占主导、国内企业做代工”，如今国货新品牌 90 分、卡帝乐鳄鱼等正以凶猛的姿态改变市场格局：我国旅行箱市场规模大约为 352 亿元，2013-2018 年 CAGR 为 7.9%。在线下渠道为主的时代，国际品牌如新秀丽、Rimowa 以信息不对称和高昂的品牌溢价雄踞中高端市场的强势地位。我国众多的旅行箱工厂虽然具备生产设计能力，但只能承担着“国际品牌代工厂”的角色。而近年来，在电商日益成熟、信息不对称逐渐被打破的背景下，新国牌正凭借在定价、供应链、销售和营销端的优势异军突起。2018 年卡帝乐鳄鱼、90 分在阿里全网的销售额已经超过国际大牌新秀丽、Rimowa 和美旅。
- 定位中端&大众市场的旅行箱新国牌能实现高于高端国际品牌的 ROE：通过对比新秀丽和开润股份 B2C 业务的成本费用结构，我们发现新秀丽的成本占比为 43.9%，分销+营销费用占比高达 36.6%；而经测算开润 B2C 业务的商品成本占比约为 74%，销售费用率仅 12%，毛利率和销售费用率都远低于新秀丽。近 3 年来，开润的总资产周转率在 1.27~1.33，新秀丽总资产周转率在 0.55~1.12，开润总资产利用效率高于新秀丽。2015-2018Q1~Q3，开润 ROE 持续高于新秀丽，开润 ROE 分别为 37%、22.7%、26.1%和 23.8%；而新秀丽 ROE 分别为 15%、18.1%、20.5%和 7.8%。
- 旅行箱只是众多即将发生重大变革日用消费品中的一个缩影，以小米、严选和南极为代表的国货新品牌，正以不同路径征服不同的消费群体：根据国金证券研究创新中心数据，我们发现小米&严选定位悦己型消费者，大多是一二线城市中产；而南极定位省心型消费者，大部分分布在三四线城市。小米&严选面对的悦己型消费者倾向于“选”，而南极电商面对的省心型消费者倾向于“简”。从消费者品牌认知数据来看，小米和严选的品牌入口的比例分别为 87%和 89%，而南极的品牌入口比例为 14%，是品类入口的代表。
- 透过旅行箱品类看国货新品牌供应链整合模式，小米、严选和南极都存在降维攻击，但三者模式不同：小米生态链主打投资+孵化，核心为“品”；网易严选主打 ODM “买手制”，核心为“选”；南极电商是雇佣兵联盟盟主，核心为“聚”。它们对传统的品牌商都形成了一定程度的降维攻击，通过三种模式的对比，我们认为，小米生态链团队的供应链接入最深，中长期发展格局大；南极电商是白牌市场的收割者，模式轻，流量和规模处于上升期，中短期前景明朗；而网易严选模式理论上可行，需持续验证，目前 SKU 扩张过快，存货风险显现，自有流量不足是核心短板。

投资建议

- 90 分和卡帝乐鳄鱼对旅行箱行业的变革，对国货新品牌在高频、标准化程度高、适合线上销售、市场分散的日用消费品如箱包、皮带、羽绒服、鞋袜、男士衬衫等行业的崛起具有很大借鉴价值。以小米、严选和南极为代表的国货新品牌，正以“品”、“选”、“聚”不同的供应链整合模式征服国内悦己型和省心型两类消费群体，未来新国牌在更多日用消费品领域的崛起值得期待。建议关注南极电商、开润股份。

风险提示

- 消费增速放缓、市场竞争加剧、品类扩张的风险

内容目录

1. 旅行箱行业从供应链到产品定位正在发生巨大变革.....	4
2. 来势汹汹的变革中，90分、卡帝乐鳄鱼等国牌是如何攻城略地的？.....	8
3. 白牌市场也大有不同，面对“悦己型”与“省心型”消费者，变革者针对重点有所不同.....	10
3.1 悦己型和省心型消费者各有其市场需求.....	10
3.2 消费者城市分布：小米&严选高线城市，南极低线城市.....	10
3.3 消费者品牌认知：小米&严选是品牌入口，南极强于品类的流量虹吸....	11
4. 从供应链整合角度对比国货新品牌小米、严选、南极电商.....	12
4.1 小米核心为“品”、严选核心为“选”、南极核心为“聚”.....	12
4.2 小米&严选&南极电商供应链整合模式比较.....	14
5. 国货新品牌还能为哪些行业带来变革？.....	15
6. 投资建议.....	16
7. 风险提示.....	17

图表目录

图表 1: 国货旅行箱新品牌 90 分、网易严选、卡帝乐鳄鱼	4
图表 2: 中国旅行箱市场规模 (亿元) 及增速	4
图表 3: 阿里平台旅行箱销售规模 (亿元)	4
图表 4: 重点跟踪品牌阿里 18 年行李箱销售额 (亿元)	5
图表 5: 重点跟踪品牌阿里 18 年市占率	5
图表 6: 2018 年 1 月至 12 月行李箱阿里销售额前十大品牌	5
图表 7: 卡帝乐鳄鱼行李箱阿里销售额增速	6
图表 8: 其他重点跟踪品牌行李箱阿里销售额增速	6
图表 9: 重点跟踪品牌阿里平台 18 年行李箱成交均价 (元)	6
图表 10: 2017 年新秀丽成本费用结构	7
图表 11: 2017 年开润 B2C 业务成本费用结构 (测算)	7
图表 12: 相同成本旅行箱在不同销售环节下的终端零售价格测算	7
图表 13: 消费品市场金字塔	8
图表 14: 开润股份与新秀丽存货周转天数比较	9
图表 15: 开润股份与新秀丽总资产周转率比较	9
图表 16: 开润股份 vs 新秀丽 ROE 对比	9
图表 17: 悦己型和省心型消费者	10
图表 18: 小米&严选&南极的消费者城市分布不同	11
图表 19: 小米和网易严选是品牌入口, 而南极并非品牌入口	12
图表 20: 小米生态链模式	12
图表 21: 网易严选模式	13
图表 22: 南极电商模式	14
图表 23: 小米&网易严选&南极电商供应链工厂端整合	14
图表 24: 90 分新品	15
图表 25: 卡帝乐鳄鱼新品	16
图表 26: 重点上市公司盈利预测及估值	17

1. 旅行箱行业从供应链到产品定位正在发生巨大变革

- 过去旅行箱行业的特点是“国际品牌占主导、国内企业做代工”：我国旅行箱市场规模大约为 352 亿元，2013-2018 年 CAGR 为 7.9%。在电商尚未兴起、线下渠道为王的时代，国际品牌例如新秀丽、Rimowa 以信息不对称和高昂的品牌溢价雄踞中高端市场的强势地位。我国众多的旅行箱工厂虽然具备一定的生产设计能力，但由于缺乏渠道和品牌运营能力，长期以来只能在产业链中承担着“国际品牌代工厂”的角色。
- 而现在，行业市场格局正在发生巨大变化：近年来，在电商渠道日益成熟、信息不对称逐渐被打破的背景下，国内品牌例如 90 分、卡帝乐鳄鱼和网易严选等正凭借各自在供应链、销售和营销端的优势异军突起。国货新品牌正以凶猛的姿态，抢占旅行箱行业的份额，对整个行业产生深远的变革。

图表 1：国货旅行箱新品牌 90 分、网易严选、卡帝乐鳄鱼



来源：天猫旗舰店，网易严选官网，国金证券研究所

- 我们估算 2018 年阿里全网旅行箱累计销售额为 65.64 亿元，阿里渠道占整个行业的比重已接近 19%。由于行李箱本身相对标品，适合线上化，而中国是世界上电商最发达的国家，电商目前也仍是增速最为强劲的渠道，因此电商渠道成为旅行箱品牌抢占消费者认知、快速放量的必争之地。

图表 2：中国旅行箱市场规模（亿元）及增速



来源：Euromonitor，国金证券研究所

图表 3：阿里平台旅行箱销售规模（亿元）



来源：国金证券研究所创新与服务数据中心，国金证券研究所

- **18年国货新品牌卡帝乐鳄鱼、90分在阿里平台的销售额已经超过国际大牌新秀丽、Rimowa和美旅：**2018年，卡帝乐鳄鱼和90分的累计销售额分别为3.2亿元和2.31亿元，而国际一线大牌新秀丽、美旅和Rimowa的累计销售额分别为1.4亿元、1.35亿元和1.08亿元。从阿里平台市占率来看，虽然行业整体仍比较分散，但18年卡帝乐和90分的市占率分别为4.87%和3.54%，而其余大多品牌的市占率在1%-2%。

图表 4：重点跟踪品牌阿里 18 年行李箱销售额（亿元）



图表 5：重点跟踪品牌阿里 18 年市占率



来源：国金证券研究所创新与服务数据中心，国金证券研究所

来源：国金证券研究所创新与服务数据中心，国金证券研究所

- **18年国货品牌多次跻身阿里全网行李箱月销售排名前3，国际大牌位居第5-10名：**卡帝乐鳄鱼自18年5月以来连续8个月排名前三，其中4个月排名第一；90分在18年有8个月销售排名位居前三，有11个月销售排名位居前五。而国际大牌新秀丽、Rimowa在18年均未曾进入阿里月销售额排名前三，大多数月份排名在第5-10名。

图表 6：2018 年 1 月至 12 月行李箱阿里销售额前十大品牌

排名	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月
1	昕辰	昕辰	佐斯登	佐斯登	佐斯登	卡帝乐鳄鱼	卡帝乐鳄鱼	游乐者	卡帝乐鳄鱼	北爱	90分	卡帝乐鳄鱼
2	90分	佐斯登	昕辰	90分	90分	佐斯登	游乐者	卡帝乐鳄鱼	游乐者	卡帝乐鳄鱼	美旅	uldum
3	佐斯登	珂罗诗	90分	珂罗诗	卡帝乐鳄鱼	昕辰	90分	北爱	90分	uldum	卡帝乐鳄鱼	90分
4	名貂保罗	90分	珂罗诗	昕辰	昕辰	游乐者	佐斯登	90分	uldum	奴比格	新秀丽	佐斯登
5	珂罗诗	eddas	梦旅者	日默瓦	日默瓦	90分	北爱	佐斯登	新秀丽	玛彬丽	delsey	游乐者
6	日默瓦	卡晒梦	北爱	新秀丽	珂罗诗	新秀丽	日默瓦	uldum	佐斯登	佐斯登	uldum	新秀丽
7	美旅	梦旅者	新秀丽	梦旅者	新秀丽	美旅	新秀丽	卡缇	慕途	瑞曼	ito	奴比格
8	卡晒梦	璐思迪	日默瓦	美旅	北爱	日默瓦	玛彬丽	不莱玫	梦旅者	登美步	奴比格	美旅
9	新秀丽	日默瓦	卡帝乐鳄鱼	北爱	梦旅者	梦旅者	不莱玫	新秀丽	zso	90分	diplomat	ito
10	璐思迪	奥鹰	汉客	卡帝乐鳄鱼	卡缇	爱华仕	梦旅者	美旅	日默瓦	游乐者	佐斯登	慕途

来源：国金证券研究所创新与服务数据中心，国金证券研究所

- **从销售增速来看，卡帝乐鳄鱼是 18年在阿里平台增速最为迅猛的行李箱品牌：**卡帝乐鳄鱼是南极电商18年将自身南极人品牌在内衣、家纺等品类运作成熟的授权模式拓展至新品牌新品类的战略举措。从阿里销售数据来看，这一模式在行李箱市场的运用使得卡帝乐鳄鱼行李箱在阿里平台从18年1月527万元的月销售额迅速增长至18年12月6055万元的月销

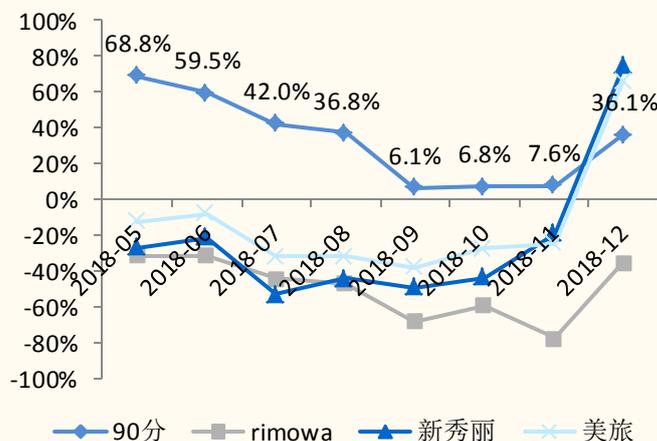
售额。我们认为，卡帝乐鳄鱼的高增长一方面来自于大众性价比消费的刚性需求，另一方面来自于对阿里低价行李箱杂牌的出清。

- 而国际大牌的线上销售增速却不尽如人意：18年5月-11月国际大牌Rimowa、新秀丽和美旅的月销售额较去年同期大幅下降，Rimowa单月销售额下降约30%-70%，新秀丽单月销售额下降约20%-50%，美旅单月销售额下降约10%-40%。

图表 7：卡帝乐鳄鱼行李箱阿里销售额增速



图表 8：其他重点跟踪品牌行李箱阿里销售额增速

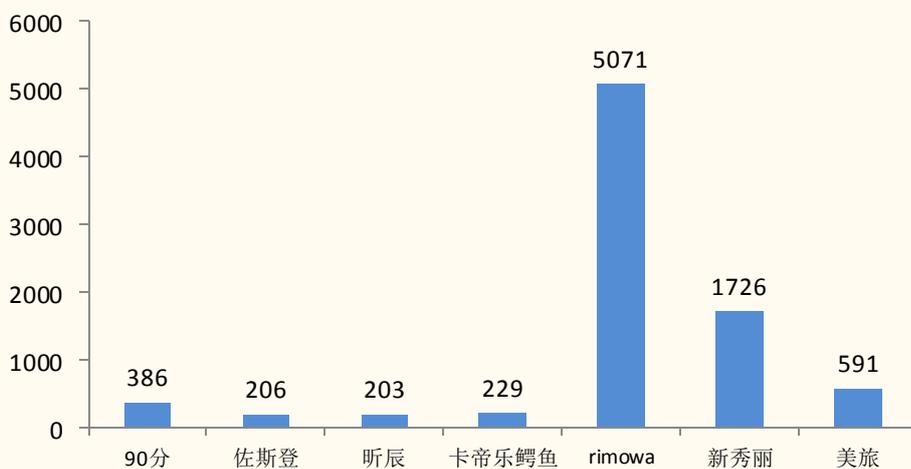


来源：国金证券研究所创新与服务数据中心，国金证券研究所

来源：国金证券研究所创新与服务数据中心，国金证券研究所

- 凭借更大众的定位和更亲民的定价，国货新品牌在电商渠道异军突起：从我们跟踪的阿里成交均价来看，2018年90分的阿里平台成交均价在386元，卡帝乐鳄鱼的成交均价在229元。而国外品牌美旅、新秀丽和Rimowa的阿里成交均价分别为591元、1726元和5071元。

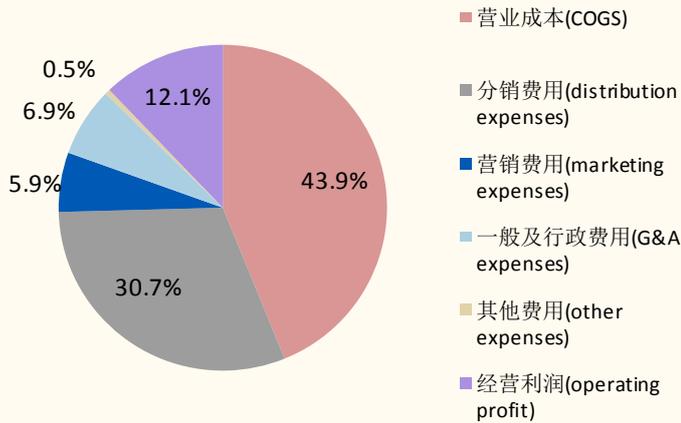
图表 9：重点跟踪品牌阿里平台 18 年行李箱成交均价（元）



来源：国金证券研究所创新与服务数据中心，国金证券研究所

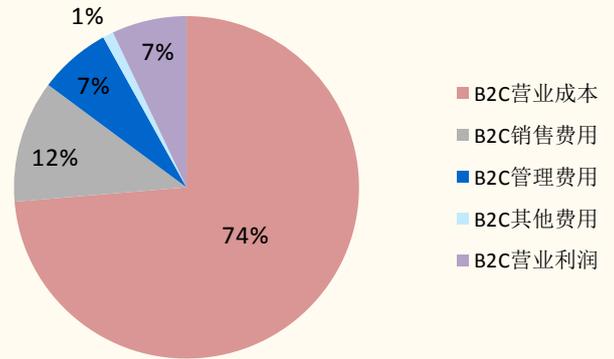
- 国货品牌更“亲民”的价格并不一定意味着与国际品牌相差悬殊的质量水平：通过对比测算新秀丽和开润股份（90分母公司）B2C业务的成本费用结构，我们发现商品成本占新秀丽的收入比重为43.9%，分销费用+营销费用合计占新秀丽收入的比重高达36.6%。而经测算开润股份B2C业务的商品成本占比为74%，销售费用率仅为12%。

图表 10: 2017 年新秀丽成本费用结构



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 11: 2017 年开润 B2C 业务成本费用结构 (测算)



来源: Wind, 国金证券研究所测算, 假设 B2B 业务成本费用占比保持稳定

- 以传统国际旅行箱品牌和国货新品牌的典型销售环节为代表, 我们对相同成本旅行箱的终端零售价格进行测算: 假设传统国际旅行箱品牌的销售环节只经过一层代理商+一层渠道商, 旅行箱国货新品牌能够剔除代理商+渠道商环节, 这意味着同样 100 元成本的行李箱, 传统国际旅行箱品牌卖给代理商的价格为 228 元, 假设代理商有 30% 的毛利空间, 代理商以 325 元卖给渠道商, 假设渠道商有 50% 的毛利空间, 消费者最终的终端零售价在 650 元左右。而在国货新品牌的销售环节中, 同样 100 元成本的行李箱, 由于剔除了渠道层层加价, 在定价保证品牌商有 26% 毛利率的水平下, 品牌商最低能够以 135 元的终端零售价销售给消费者, 让消费者获得性价比更高的商品。

图表 12: 相同成本旅行箱在不同销售环节下的终端零售价格测算

传统国际旅行箱品牌分销环节



旅行箱国货新品牌销售环节

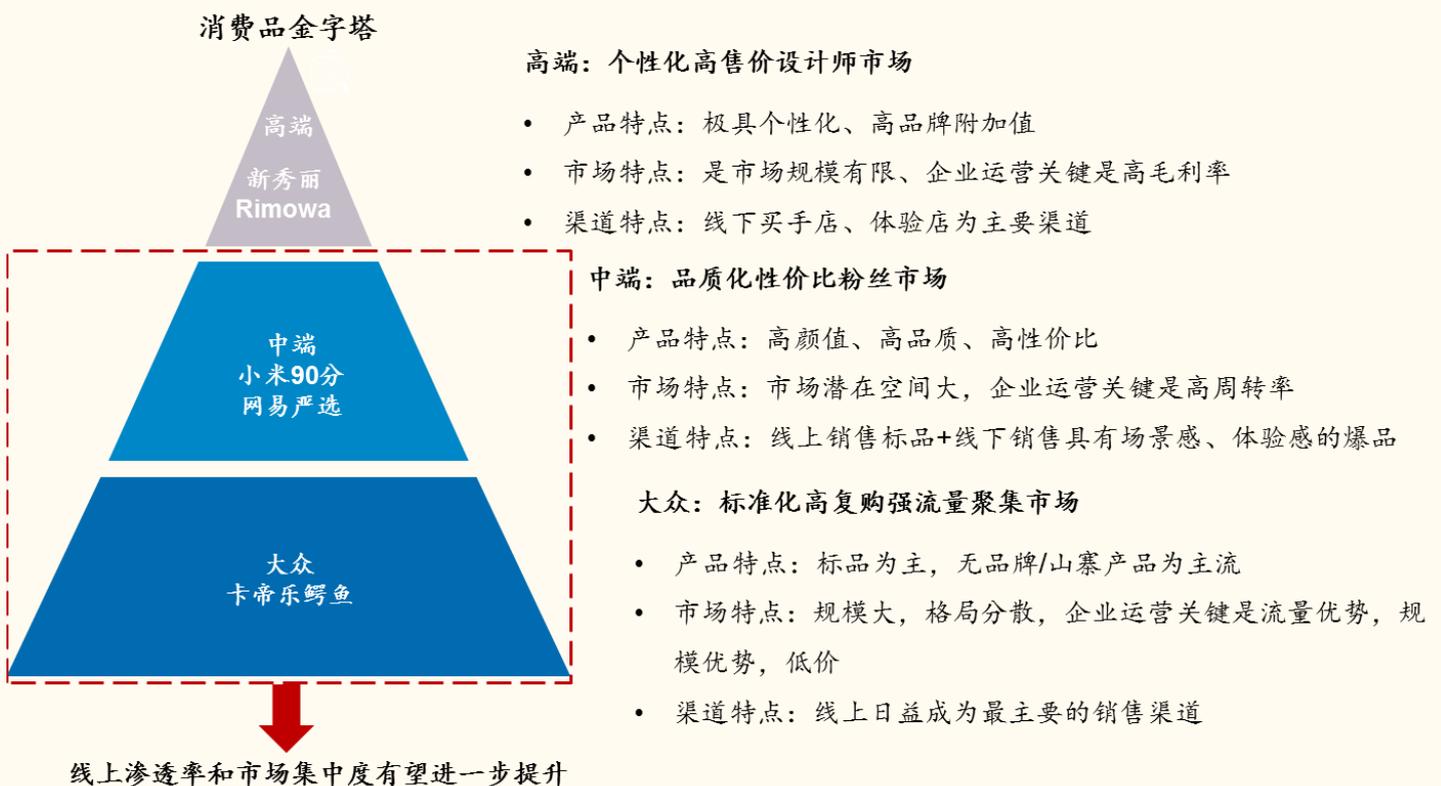


来源: 国金证券研究所

2. 来势汹汹的变革中，90分、卡帝乐鳄鱼等国牌是如何攻城略地的？

- 这场来势汹汹的变革中，国牌的崛起究竟是通过怎样的方式？在定价策略的背后，公司能否保证较高的ROE？首先我们需要剖析消费品市场不同的产品定位及相应的线上渗透率和市场集中度潜力。
- 我们认为，消费品市场可以分为**高端、中端和大众**三个层次：
 - **高端市场**：产品强调个性化、具有高品牌附加值，产品具有较高毛利率但消费群体相对有限，消费决策非常依赖线下体验，单个产品的个性化和设计感是企业核心竞争力；
 - **中端市场**：产品主打品质和性价比，产品毛利率并不高但是消费人群规模巨大，消费决策前对产品体验有一定要求，强调产品品质，通过规模化生产、供应链搭建实现高周转率和高效率是企业核心竞争力；
 - **大众市场**：以标品为主，无品牌或山寨产品是主流，消费群体大但价格敏感，消费决策前无需太多体验要求，流量优势，曝光度，和价格优势是企业核心竞争力。
- **中端市场和大众市场的线上渗透率和市场集中度潜力最大**：高端产品的个性化定位决定了其市场集中度具有一定天花板。我们认为，中端产品和大众产品由于具有较强的流量吸引能力和较大的市场空间潜力，企业能够依靠流量优势、规模优势和效率优势建立起品牌护城河，且经营时间越长品牌辨识度越强，获客成本越低，流量越大，企业护城河越深，故能挤压其他竞争对手，提升市场集中度。在“消费品金字塔”体系下，**新秀丽、Rimowa**所在的市场是**高端市场**，**90分和严选**定位于**中端市场**，而**卡帝乐鳄鱼**定位于**大众市场**，主要采用品牌授权模式。

图表 13：消费品市场金字塔

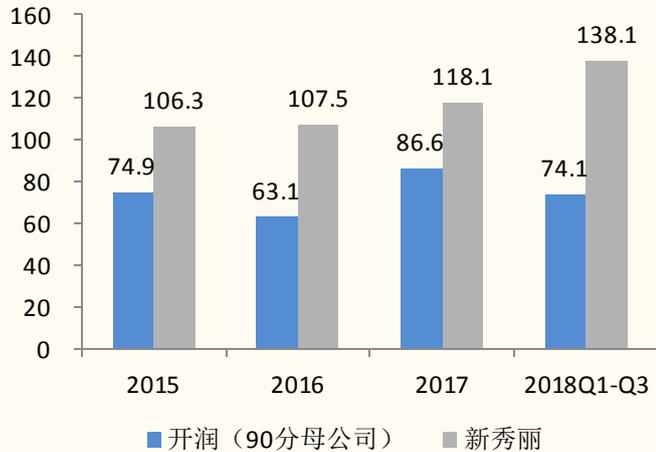


来源：国金证券研究所

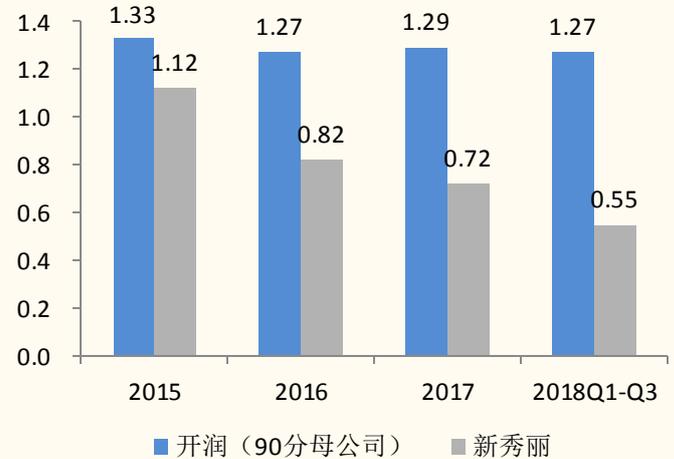
- **国货新品牌的优势主要体现在效率层面**：在中端和大众市场，由于潜在市场需求较大，企业运营的关键是高周转率。由于卡帝乐鳄鱼采用品牌授权模式，严选电商业务营运数据并未单独披露，此处我们以开润和新秀丽为

例，对比两者的运营效率。2015-2018Q1~Q3，开润股份的存货周转天数在 63~87 天，而新秀丽 的存货周转天数在 106~138 天；开润股份的总资产周转率保持在 1.27~1.33，而新秀丽 的总资产周转率在 0.55~1.12。可以看到，开润的存货周转效率和总资产利用效率都要高于新秀丽。

图表 14：开润股份与新秀丽存货周转天数比较



图表 15：开润股份与新秀丽总资产周转率比较

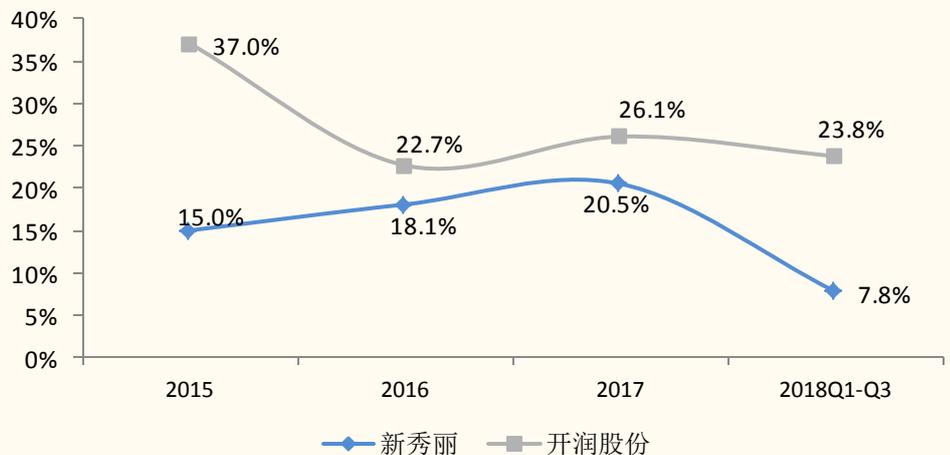


来源：Wind，国金证券研究所

来源：Wind，国金证券研究所

- 中端&大众市场的优秀公司能够实现高于高端市场公司的 ROE。以开润和新秀丽为例，近几年开润股份的 ROE 持续高于新秀丽，2015-2018Q1~Q3，开润股份的 ROE 分别为 37%、22.7%、26.1%和 23.8%；而新秀丽 的 ROE 分别为 15%、18.1%、20.5%和 7.8%。

图表 16：开润股份 vs 新秀丽 ROE 对比



来源：Wind，国金证券研究所

- 我们将国货新品牌在行李箱行业迅速崛起的原因总结为：①对电商势能的敏感把握；②定位中端&大众市场，遵循满足“80%用户 80%需求”的定价原则，提高周转率；③对国内强大而分散的供应链的有效整合。接下来我们将进一步对国货新品牌典型代表小米、严选和南极电商的消费者画像和供应链整合方式进行比较分析，然后对国货新品牌还能为哪些行业带来变革做一个展望。

3. 白牌市场也大有不同，面对“悦己型”与“省心型”消费者，变革者针对重点有所不同

- 旅行箱只是众多即将发生重大变革的消费日用品中的一个缩影。可以预见，未来相当多的消费日用品，都会发生类似的变革。接下来，我们将通过国金证券研究创新中心数据，去刻画出国货新品牌代表小米、严选和南极电商的线上典型的消费者画像。我们发现，虽然小米、严选和南极电商走的都是大众性价比路线，但其实面对的是中端和大众市场中不同的主力消费者，他们的消费行为也有非常大的差异。

3.1 悦己型和省心型消费者各有其市场需求

- 以小米、严选和南极电商为代表的国货新品牌，正以不同的路径，征服着不同的消费者群体。在电商加速发展，商品供应泛滥的时期，我们认为，消费者不止一种，至少可以分为两类：
 - ①数量众多的中产阶级，越来越愿意进行悦己型消费：愿意选择品质有保证，具有一定设计感，性价比高的产品。中产阶级希望以合适的价格，买到自己心仪的商品，也形成了一定程度上的品牌认知力和相关品牌导向的购物，这种消费心态催生了小米生态链产品和网易严选等的发展。
 - ②大量的“省心型”消费者，尤其广泛存在于三四线城市：这一类消费者关注购物便利性及基础的品质保障，这一心态在类快消商品中尤为常见，其体现是，在打开淘宝等购物平台，搜索自己想要的商品，如眼罩、打底裤、行李箱等，按照搜索结果，选销量最多的，或者智能排序下最靠前的，价格处于价格带最聚集的区域的商品。这种心态下，消费者对商品的要求是“有足够知名度，容易触达，质量符合基础要求”即可。这样的心态，催生了南极人、卡帝乐鳄鱼、花花公子等品牌在电商平台上迅速的发展。
 - 针对“悦己型”和“省心型”消费者均走出过让投资人收益百倍的巨型品牌公司：例如 ZARA 就是经典的“悦己型”品牌，优衣库就是经典的“省心型”品牌。中国是一个庞大且存在结构性差异的消费市场，目前总体来说省心型消费群体大于悦己型的消费群体。

图表 17：悦己型和省心型消费者

	悦己型	省心型
对产品要求	质量好，有一定设计感，挑剔	满足基础质量，有知名度，容易买到
性价比要求	中	强
消费者特点	中产，追求性价比，但挑剔	中产及中产以下人群，不爱选择
常见购买流程	这个产品看起来不错-买了几次反馈不错-会专门找这个牌子产品再买	打开淘宝-搜某品类（如袜子/内衣/行李箱）-列一下销量&评价-找一个有印象的牌子-买销量最高的&智能排序最高的商品
线上代表品牌	小米 90 分、网易严选	南极人、卡帝乐鳄鱼、花花公子、恒源祥

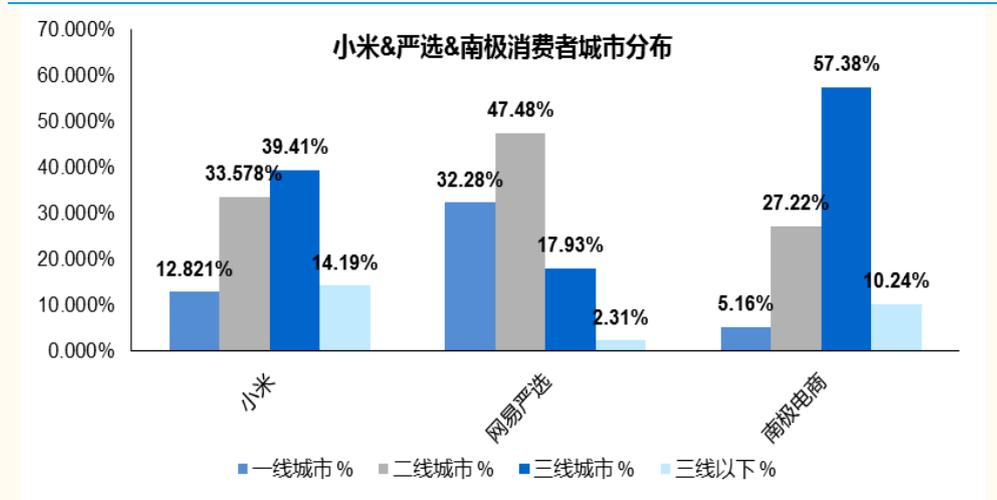
来源：国金证券研究所

3.2 消费者城市分布：小米&严选高线城市，南极低线城市

- 从消费者城市层级分布来看——小米严选高线城市，南极低线城市。小米&严选和南极面对的消费者是两种不同的消费者，这一点我们从消费者的城市分布中也能看到一些迹象。“悦己型”通常是是大城市中产，这些消费者大多在一二线城市，而“省心型”消费大部分分布在三四线城市。严选是最吸引悦己型消费者的，约 80% 网易严选的消费者都位于一二线城市，而南极三分之二的消费者来自于三四线城市，一线城市购买南极电商产品的比例很少（这也是为什么位于北上深的居民对对南极认知可能有偏差的

原因), 而小米在各个线城市的表现较为平均, 既有一二线城市的粉丝, 也有三四线城市的拥簇者。

图表 18: 小米&严选&南极的消费者城市分布不同

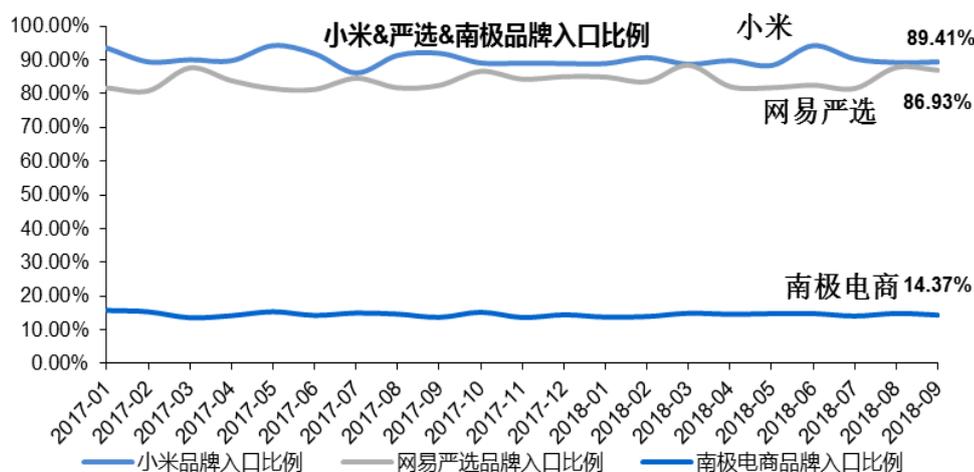


来源: 国金证券研究所创新与服务数据中心, 国金证券研究所

3.3 消费者品牌认知: 小米&严选是品牌入口, 南极强于品类的流量虹吸

- 南极与小米和网易严选消费者结构的巨大差异——是否为品牌入口? 我们采取了一个数据指标“是否为品牌入口”, 即线上的用户在浏览某产品的时候, 是通过品牌搜索进入的, 还是通过其他搜索进入的。如购买小米的平板电视, 是通过“小米”搜索到小米平板电视的商品, 还是通过搜索“平板电视”这个品类, 找到小米平板电视商品的。可以看到, 小米和严选都是典型意义上的品牌入口, 品牌入口的比例分别为 87%和 89%, 而南极, 品牌入口比例仅为 14%, 是一个品类入口。
- 大部分人是搜“小米”和“网易严选”找到商品的, 只有少部分是搜整个品类, 如“平板电视”, “拖鞋”等品类, 而从品类搜索中选择了小米和网易严选的商品。消费者对小米和严选的品牌本身有认知, 会因为喜欢这个品牌购买这个商品, 是典型的“悦己型品牌”, 但是在整个品类中, 不能带来超额流量。
- 而南极电商正好相反, 大部分消费者不是搜“南极人”或者“卡帝乐鳄鱼”买到南极电商的商品的, 而是搜“内衣”, “行李箱”等品类找到南极人的商品的, 这一方面说明, 消费者不是专门去找南极的, 对南极的品牌, 是有认知和共识, 但不是专门搜南极这个品牌, 而是要买某商品的时候, 恰好发现了一个自己知道的牌子, 而在购买使用过程中, 觉得这个商品也能符合自己的要求, 下次再找这个商品的时候形成复购。另一方面, 说明, 在同一个品类内, 南极的流量虹吸作用非常强, 一定原因也是因为南极所擅长的品类, 大部分是属于众多“白牌市场”的品类, 在这样的品类里面, 南极流量虹吸和品牌基础认知的优势就会被放大。

图表 19: 小米和网易严选是品牌入口, 而南极并非品牌入口



来源: 国金证券研究所创新与服务数据中心, 国金证券研究所

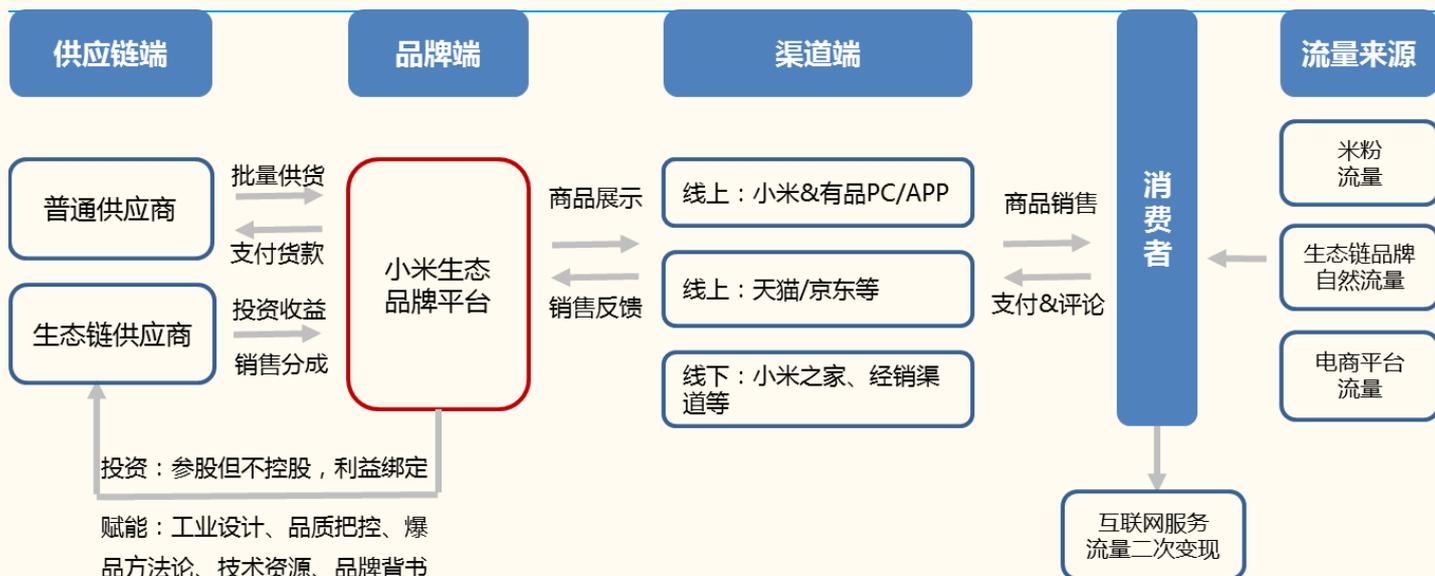
4. 从供应链整合角度对比国货新品牌小米、严选、南极电商

- 小米、网易严选和南极电商虽然都是新兴品牌商, 但是供应链整合模式却完全不同: 通过对三种模式的比较分析, 我们认为小米生态链主打投资+孵化, 核心为“品”; 网易严选主打 ODM “买手制”, 核心为“选”; 南极电商是雇佣兵联盟盟主, 核心为“聚”。

4.1 小米核心为“品”、严选核心为“选”、南极核心为“聚”

- ①小米生态链商业模式的本质是产品驱动的品牌平台, 核心是品控能力: 小米通过投资+孵化的方式, 深度介入上游供应链, 向生态链企业输出产品价值观, 参与把控产品定义、工业设计、质量检测等环节, 保证生态链产品风格统一, 品质可控, 并借助自有平台流量及第三方平台流量, 帮助生态链企业做大自有品牌, 在产品销售基础上进一步享受投资收益。

图表 20: 小米生态链模式



来源: 国金证券研究所

- ②网易严选商业模式的本质是 ODM 买手品牌店，核心是甄选能力：ODM 指制造商设计出产品后，被品牌方选中，配上品牌名称或稍作改良进行生产。当品牌方不买断 ODM 厂商产品的设计时，厂商可将产品的设计同时卖给其他品牌。网易严选通过挑选和采购一线国际品牌 ODM 制造商符合自身“生活美学”理念的商品介入上游供应链，剔除品牌溢价和中间环节，统一以网易严选自有品牌在严选自有平台和天猫、京东、拼多多的官方旗舰店销售高性价比的商品，实现自营销售收入。

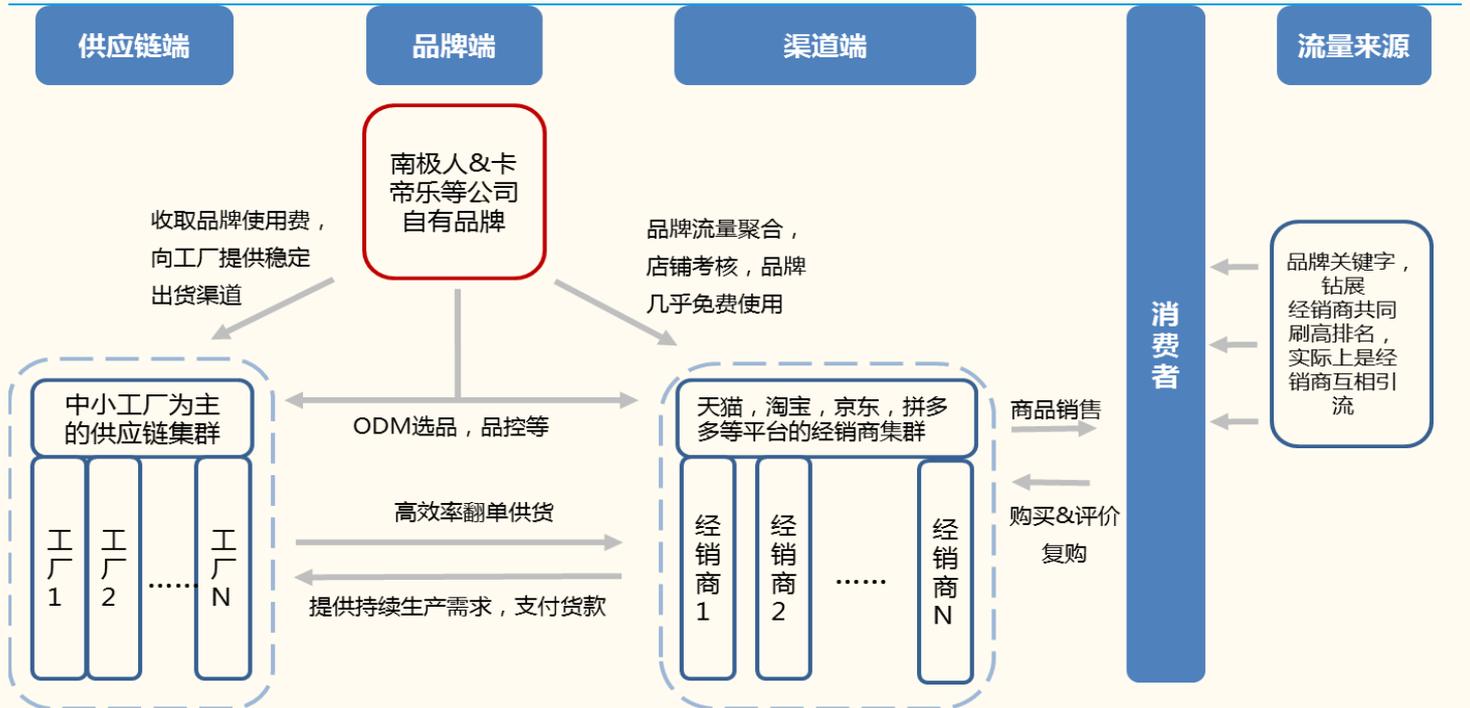
图表 21：网易严选模式



来源：国金证券研究所

- ③南极电商的模式诞生于快速发展的电商行业。不同于小米和网易严选，南极核心在于聚集经销商和供应商，共同经营一个品牌，在第三方平台（阿里，京东，拼多多拼多多等）销售。南极电商的特点在于去中心化，高效，能够充分享受电商的高增速红利。南极电商是一种基于品牌的**共同体联盟**。在流量成本越来越高，单个商家没有品牌越来越难做的背景下，南极把经销商聚集在一起，非常有效的提升了整个联盟的搜索排名和知名度，并通过整合，品控，反馈，选品等，让经销效率更高。对于供应商工厂来说，南极为他们提供了充足稳定的订单。
- 对于经销商来说，流量成本上升，中小卖家寻找合作品牌商诉求强。对于经销商来说，近年来流量成本显著上升，让中小卖家的生意越来越难做，而自己做一个品牌，投入巨大，且难以见到规模效应。中小卖家对于经销商友好的品牌商的诉求变得越来越大。对于工厂，尤其是中小工厂，稳定的订单是其生命线。对于工厂来说，工厂的关键词是“焦虑”，因为工厂的厂房，人员是有闲置成本的，如果出现断单，或者上下两单产能不匹配，对于本来利润已经较薄工厂来说，无疑是雪上加霜。而广泛存在的中小工厂，对于稳定持续订单的渴望程度是更高的，他们希望与品牌商能够长期合作，以获取稳定的订单。
- 电商维持快速增长，头部效应聚集，焦虑的供应商与经销商催生了南极电商的迅速发展做大。南极的发展，完全顺应电商发展大潮，而在电商格局的今天，南极联合广泛的供应商和经销商，形成极具效率和生命力的“南极人共同体”，并保持快速的增长。

图表 22：南极电商模式



来源：国金证券研究所

4.2 小米&严选&南极电商供应链整合模式比较

- 作为新兴品牌商，小米&严选&南极电商都有不同程度对于供应链的整合，但是三者体系内，供应链工厂的角色是完全不同的。
- 小米模式下——工厂不仅是合作方，还是生态链组成部分，小米会入股其生态链公司，对工厂的设计，研发，品控有很强话语权，整合程度较深，对于工厂规模要求也较高。
- 网易严选模式下——工厂是合作方，网易严选的 ODM 模式实质上是一种广泛应用的传统模式，重点在于“选”和买手制团队。对工厂规模要求高，但是议价权不强。
- 南极电商模式下——工厂其实是其客户，南极通过其联盟虹吸流量，在终端创造大量动销，给工厂提供稳定持续的订单，整合上游零散产能。和南极合作的工厂大部分是具有订单焦虑的中型和中小型工厂，南极在体系内话语权强。

图表 23：小米&网易严选&南极电商供应链工厂端整合

	供应链工厂整合		
	小米	网易严选	南极电商
和工厂合作关系	深度合作，甚至入股	传统 ODM 模式，主要特点在“选”	ODM 模式，但对南极来说，工厂是客户，整合零散产能
合作重点	严控产品，赋予设计	精挑细选，强在选品	依靠终端强大动销，为工厂提供稳定持续订单，快速反馈备货
合作工厂类型	中大型工厂，小米或入股	中大型工厂	中小型工厂
对工厂话语权	强	中等	较强
参与设计&品控程度	深入参与设计品控	较少涉入设计，强调精挑细选	ODM 选品，但较少参与设计，有一定品控
反馈速度	较快	较快	较快

来源：国金证券研究所

5. 国货新品牌还能为哪些行业带来变革？

- 作为国货新品牌，小米、严选和南极电商的快速发展都得益于：①对电商渠道势能的敏感把握；②对国内消费者消费需求和行为的深刻理解；③对国内强大而分散的供应链的有效整合。可以说，它们都对传统的品牌商从不同方向形成了一定程度的降维攻击。在这三种模式中，我们认为南极电商是白牌市场的收割者，模式轻，流量和规模处于上升期，中短期前景明朗；小米团队供应链接入最深，中长期发展格局大；而严选是针对悦己型消费者的新兴品牌，理论上可行，但模式需持续验证，目前 SKU 扩张过快，存货风险显现，自有流量不足是核心短板。
- 一叶知秋，旅行箱只是众多即将发生重大变革的消费日用品中的一个缩影。展望未来，国货新品牌还能为哪些行业带来变革：我们认为，标准化程度高、高频、适合线上销售、市场分散、白牌厂家居多的箱包、皮带、羽绒服、鞋袜、男士衬衫等诸多消费日用品行业都是国货新品牌有望带来变革的行业。可以看到，18 年以来，除了行李箱行业，90 分和卡帝乐鳄鱼也开始不断上新品类，将自身成熟的模式应用至更多细分市场。随着悦己型消费者和省心型消费者群体的壮大，国货新品牌有望凭借对电商渠道势能的敏感把握、对消费者消费需求和行为的深刻理解和对国内丰富而分散的供应链的有效整合，实现在更多行业的崛起。

图表 24：90 分新品

商品类型	上新时间	产品图片
羽绒服	2018 年秋季	
双肩包	2018 年秋冬	
衬衫	2018 年秋冬	
收纳包	2018 年秋冬	
袜子	2018 年冬季	

来源：天猫，国金证券研究所

图表 25：卡帝乐鳄鱼新品

商品类型	上新时间	产品图片
双肩包	2019 年春	
皮带	2018 年秋冬	
钱包	2018 年秋冬	
羽绒服	2018 年秋冬	
鞋子	2018 年冬季	

来源：天猫，国金证券研究所

6. 投资建议

- 旅行箱行业以往的特点是“国际品牌占主导、国内企业做代工”，如今国货新品牌 90 分、卡帝乐鳄鱼等正以凶猛的姿态改变市场格局：我国旅行箱市场规模大约为 352 亿元，2013-2018 年 CAGR 为 7.9%。在线下渠道为主的时代，国际品牌如新秀丽、Rimowa 以信息不对称和高昂的品牌溢价雄踞中高端市场的强势地位。我国众多的旅行箱工厂虽然具备生产设计能力，但只能承担着“国际品牌代工厂”的角色。而近年来，在电商日益成熟、信息不对称逐渐被打破的背景下，新国牌正凭借在定价、供应链、销售和营销端的优势异军突起。2018 年卡帝乐鳄鱼、90 分在阿里全网的销售额已经超过国际大牌新秀丽、Rimowa 和美旅。
- 定位中端&大众市场的旅行箱新国牌能实现高于高端国际品牌的 ROE：通过对比新秀丽和开润股份 B2C 业务的成本费用结构，我们发现新秀丽的成本占比为 43.9%，分销+营销费用占比高达 36.6%；而经测算开润 B2C 业务的商品成本占比约为 74%，销售费用率仅 12%，毛利率和销售费用率都远低于新秀丽。近 3 年来，开润的总资产周转率在 1.27~1.33，新秀丽总资产周转率在 0.55~1.12，开润总资产利用效率高于新秀丽。2015-2018Q1~Q3，开润 ROE 持续高于新秀丽，开润 ROE 分别为 37%、22.7%、26.1%和 23.8%；而新秀丽 ROE 分别为 15%、18.1%、20.5%和 7.8%。
- 旅行箱只是众多即将发生重大变革日用消费品中的一个缩影，以小米、严选和南极为代表的国货新品牌，正以不同路径征服着不同的消费群体：根据国金证券研究创新中心数据，我们发现小米&严选定位悦己型消费者，大多是一二线城市中产；而南极定位省心型消费者，大部分分布在三四线

城市。小米&严选面对的悦己型消费者倾向于“选”，而南极电商面对的省心型消费者倾向于“简”。从消费者品牌认知数据来看，小米和严选的品牌入口的比例分别为 87%和 89%，而南极的品牌入口比例为 14%，是品类入口的代表。

- **透过旅行箱品类看国货新品牌供应链整合模式，小米、严选和南极都存在降维攻击，但三者模式不同：**小米生态链主打投资+孵化，核心为“品”；网易严选主打 ODM “买手制”，核心为“选”；南极电商是雇佣兵联盟盟主，核心为“聚”。它们对传统的品牌商都形成了一定程度的降维攻击，通过三种模式的对比，我们认为，南极电商是白牌市场的收割者，模式轻，流量和规模处于上升期，中短期前景明朗；小米生态链团队的供应链接入最深，中长期发展格局大；而网易严选模式理论上可行，需持续验证，目前 SKU 扩张过快，存货风险显现，自有流量不足是核心短板。
- **展望未来，国货新品牌还能为哪些行业带来变革：**我们认为，标准化程度高、高频、适合线上销售、市场分散、白牌厂家居多的生活用品行业如箱包、皮带、羽绒服、鞋袜、男士衬衫等都是国货新品牌有望带来变革的行业。18 年以来，除了行李箱行业，90 分和卡帝乐鳄鱼也开始不断上新品类，将自身成熟的模式应用至更多细分市场。随着悦己型消费者和省心型消费者群体的壮大，国货新品牌有望凭借对电商渠道势能的敏感把握、对消费者消费需求和行为的深刻理解和对国内丰富而分散的供应链的有效整合，实现在更多行业的崛起。建议关注南极电商、开润股份。

图表 26：重点上市公司盈利预测及估值

证券代码	证券简称	收盘价 (元)	总市值 (亿元)	EPS (元/股)			PE (X)		
		3月6日	3月6日	2018	2019E	2020E	2018	2019E	2020E
002127.SZ	南极电商	10.87	267	0.36	0.46	0.62	30.2	23.5	17.6
300577.SZ	开润股份	33.50	73	0.80	1.12	1.59	41.9	30.0	21.1

来源：Wind，国金证券研究所

7. 风险提示

- **消费增速放缓：**若国内宏观经济发生进一步波动，经济增长持续放缓，我国社会消费品零售总额亦可能出现增速持续放缓，消费者的消费能力也可能受到影响。此外，线上渠道在高基数背景下，未来增速可能进一步放缓。
- **市场竞争加剧：**行李箱行业市场格局分散，品牌众多，单一品牌市占率均不高，新国货品牌的成功模式存在被其他竞争对手学习和模仿的可能，市场竞争可能加剧。如果公司不能持续巩固自身竞争优势，未来可能存在被对手赶超的风险。
- **品类扩张的风险：**近年来国货新品牌在优势品类基础之上，开始拓展新的品牌，这要求企业能不断开发出适销对路的新品类和新产品。因此行业内公司面临不能充分了解市场需求信息、提高研发设计能力，引致的不能准确把握市场潮流和消费者偏好变化趋势的品类扩张风险。

公司投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

行业投资评级的说明：

买入：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 15%以上；
增持：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5%—15%；
中性：预期未来 3—6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5%—5%；
减持：预期未来 3—6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5%以上。

特别声明:

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7GH