

# 折扣零售系列之奥特莱斯行业专题

## 城市奥莱的展望与综合奥莱的进阶

行业研究 · 行业专题

商贸零售 · 百货

投资评级：优于大市（维持评级）

证券分析师：张峻豪

021-60933168

zhangjh@guosen.com.cn

执证编码：S0980517070001

证券分析师：孙乔容若

021-60375463

sunqiaorongruo@guosen.com.cn

执证编码：S0980523090004

证券分析师：柳旭

0755-81981311

liuxu1@guosen.com.cn

执证编码：S0980522120001

- 奥特莱斯:** 奥莱作为折扣零售业态的一种，通过利用供应链中存在的供需错配现象实现超低价采购并为消费者带来价值，因此一般更多聚焦服装鞋履等易于产生超额配货及库存的时尚类产品，**也具备了较强的抗周期属性**。据中国百货商业协会预计，截止2023年底国内已有奥莱门店243家，同时2019-2023年奥莱市场规模CAGR达10.1%，未来仍有望以6.3%增长至2025E的2600亿。整个行业头部化趋势明显，2023年国内奥莱项目连锁化率近70%，因此相对于传统百货购物中心呈现更为明显的龙头集中，以及相对易于异地复制扩张的特点。
- 城市奥莱:** 城市奥莱主要位于城市中心，通常以代销或是买断模式运营，由于城市奥莱毗邻正价店与品牌方博弈难度加大，同时更高租金等成本下销售能力要求更高，因此长期搭建成熟且灵活的采购体系是商业模式走通的关键。**海外城市奥莱龙头TJX**，2024财年拥有4954家门店，营收542亿美金，过去20年复合增速约7%，其商品售价较正价店折扣率在20%-60%，通过1300个买手为基础的机会型采购体系，在买断制模式下仍实现远低于行业的55天库存周转天数。国内由于特殊商业环境率先走出了唯品会为代表的线上奥莱模式，但随着当前线上流量红利的消退及获客成本的提升，**线下特别是三四线城市的门店模型呈现吸引力**，如近期加快扩张的京东奥莱借助多方合作优势共享，布局三四线城市奥莱，有望借势实现快速扩张。
- 综合奥莱:** 综合奥莱主要位于城市郊区，通过较大投入建设配套设施形成具备休闲游属性的购物+综合体。主要营收模式为联营扣点，由于成本摊销固定，企业通过推动出租率及销售额稳步提升，往往可以实现较大利润弹性。国内头部综合奥莱运营商中的百联股份，旗下青浦奥莱已经多年蝉联全国销售额第一，23年销售额超过60亿，24年上半年净利率达到56%，此外公司正积极异地扩张，目前已有9家位于全国不同区域的奥莱门店；王府井同样将奥莱业务作为核心布局业态推动积极扩张，2023年该业务实现收入20.34亿元，占比16.64%；2024年前三季度收入增速4.37%，在各业态中表现领先。
- 投资建议:** 去年以来多家线下零售龙头积极调整变革，通过转型折扣化，完善高性价比商品，以实现客流及客单的有效提升。其中线下百货龙头以及服装特卖品牌龙头，依托原有供应链及区域品牌效应优势，结合自身业务特征积极向奥莱转型布局，有望在消费大环境承压背景下，实现逆周期的快速扩张。建议积极关注坚定布局打造全国综合型奥特莱斯扩张发展的百联股份、王府井等百货龙头企业。
- 风险提示:** 终端消费需求不及预期，低价竞争加剧影响企业盈利能力，前期资金投入过大影响企业现金流能力等。

附表：重点公司盈利预测及估值

代码	公司名称	投资评级	收盘价 01-17	总市值(亿元) 01-17	2023			2024E			2025E			PE 2026E
					EPS 2026E	2023	2024E	2025E	2023	2024E	2025E			
600827.SH	百联股份	优于大市	10.13	171	0.22	0.97	0.42	0.50	42.42	10.43	24.05	20.26		
600859.SH	王府井	优于大市	13.74	156	0.62	0.74	0.85	1.00	25.55	18.57	16.16	13.74		

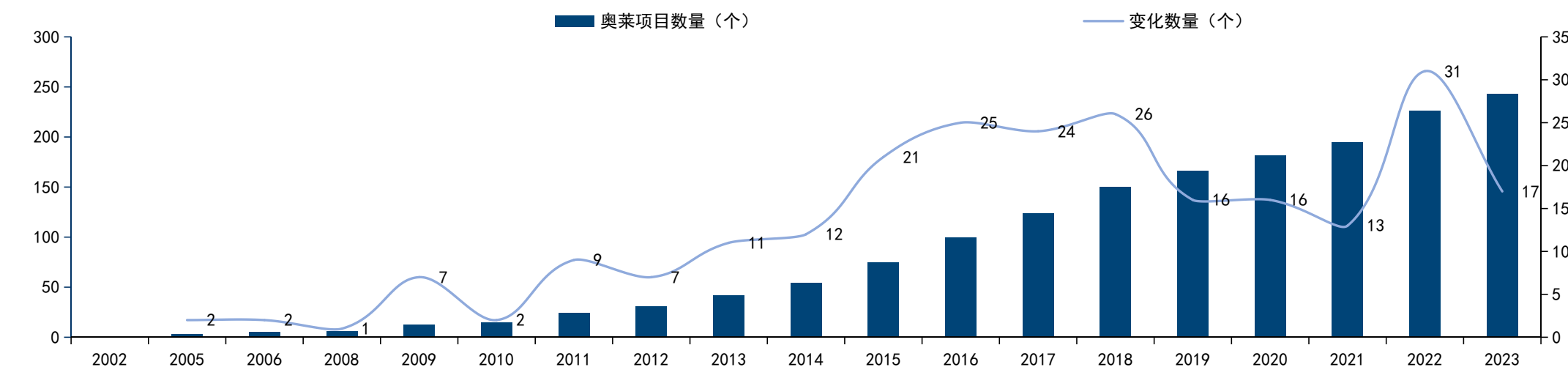
资料来源:Wind、国信证券经济研究所整理预测

# 一、奥特莱斯行业发展情况解析

# 1.1 奥特莱斯发展历程：国内奥莱稳步发展

■ 奥特莱斯是指由销售名牌过季、下架、断码商品的商店组成的购物中心，属于折扣零售一种业态。奥特莱斯起源于美国20世纪70年代，2002年全国首家奥莱北京燕莎奥莱开业，标志着中国奥莱行业的正式起步，自此我国奥莱行业发展大致如下图所示，已经经历了四个阶段，经过20多年的发展，据中国百货商业协会，截止2023年底国内已有奥莱门店243家。

图1：中国奥莱市场发展情况



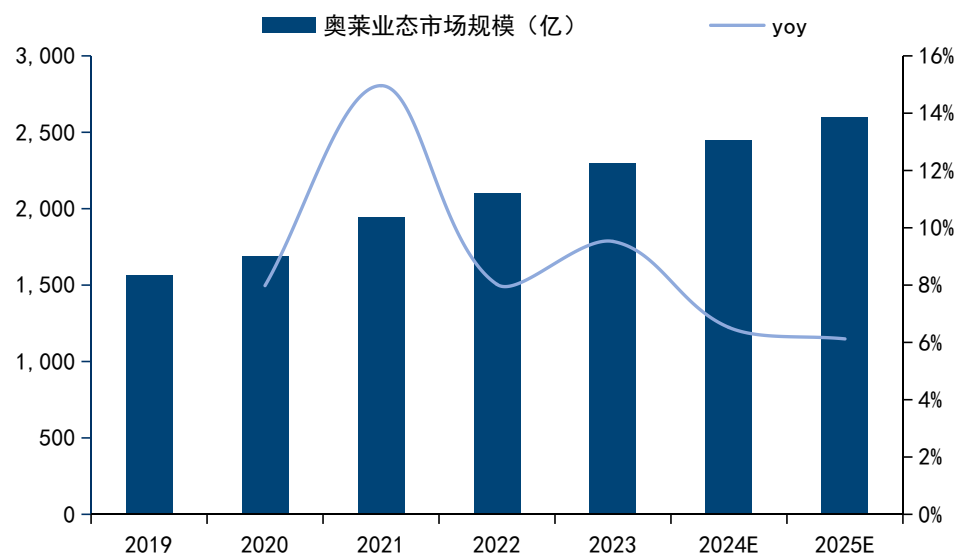
阶段	探索起步期	逐步兴起期	迅速发展期	高质量发展期
每年开业	1-2家	个位数	每年新增10家以上，平均在每年20家左右	
城市分布	一线城市	仍以一线城市为主，辅以部分二线城市	二三线城市占比不断提升，截至22年二三线及以上城市占比已近50%	
阶段特征	2002年北京燕莎奥莱开业，中国奥莱正式起步	国内头部百货集团开始布局奥莱业态	头部企业开始全国化布局，门店持续开拓	依托门店转型、资产证券化、并购等方式实现高质量发展

资料来源：中国百货商业协会、赢商大数据、国信证券经济研究所整理

## 1.2 行业市场规模：行业规模持续扩容，不同业态持续丰富

- 从市场规模上看，国内奥莱市场整体一直处于持续增长态势，无论是在2020-2022年的疫情时期还是2023年的疫情放开后，都有着高于消费行业整体增长趋势，2019-2023年CAGR达10.1%，据中国百货商业协会预计，未来仍有望以6.3%增长至2025E的2600亿。
- 从分类来看，目前我国奥莱可大致分成郊区奥莱、城市奥莱、奥莱+X（X表示特色资源，包括景区、产业园等），其中郊区奥莱和奥莱+X在风格、地理位置等方面具有类似性，因此在下文分类中我们统一归为传统综合奥莱。

图2：国内奥莱市场规模



资料来源：中国百货商业协会、国信证券经济研究所整理

表1：国内奥莱行业的分类

分类	综合型奥莱	城市型奥莱
地理位置	位于城市郊区，主要选择临近高速公路或者城市主干道附近，距离市中心约30-50分钟车程，一般要求40分钟的车程内约有200万人口	在城市正中心，方便消费者易于前往
面积	6-12万平方米	3-5万平方米
品牌	品牌档次区分大，应有尽有	品牌档次总体相对传统郊区奥特莱斯项目偏低，为避免和品牌城市店形成冲突
建筑环境	以开放式街区形态为主	多为百货集团旗下的百货项目转型，与购物中心构造较为相似
项目数量占比（23年底）	67%	34%

资料来源：中国百货商业协会、赢商网、国信证券经济研究所整理

# 1.3 行业分类：城市与综合奥莱区域分布有所差异

- 据奥莱领秀数据，截至2022年5月，我国维持良好运营的奥莱商业体共221家，其中重点跟踪的209家奥莱中，综合奥莱与城市奥莱分别为131/78家，分别占比62.7%/37.3%。
- 分城市层级来看，在一二线城市，仍是综合型奥莱为主，且发展速度更快；三线城市综合型和城市型发展速度较为一致；分地区来看，截至21年底，华东地区奥莱发展领先，奥莱数量/面积分别占比42.7%/33.6%，其余地区差别较小。而除华东、华南地区综合型和城市型奥莱数量基本相同外，其余地区均是综合奥莱占比较高。

表2：综合型奥莱与城市奥莱的对比

奥莱类型	城市类型	数量	数量占比	总体量(万平方米)	体量占比	单店平均体量/万平方米
综合型奥莱	一线城市	68	32.54%	722.64	37.45%	10.63
	二线城市	45	21.53%	531.37	27.54%	11.81
	三线城市	18	8.61%	198.82	10.30%	10.46
	合计	131	62.68%	1452.83	75.30%	11.09
城市型奥莱	一线城市	42	20.10%	270.82	14.04%	6.45
	二线城市	18	8.61%	104.19	5.40%	5.79
	三线城市	18	8.61%	101.61	5.27%	5.65
	合计	78	37.32%	476.62	24.70%	6.11

资料来源：奥莱领秀、国信证券经济研究所整理

注：截至2022.05

表3：不同区域两种类型奥莱的分布情况

地区	类型	数量	数量占比	总体量/万平方米	总体量占比
东北	综合型奥莱	11	5.5%	130.20	7.9%
	城市型奥莱	3	1.5%	14.00	0.8%
	合计	14	7.0%	144.20	8.7%
华北	综合型奥莱	17	8.5%	155.39	9.4%
	城市型奥莱	7	3.5%	30.36	1.8%
	合计	24	12.1%	185.75	11.3%
华东	综合型奥莱	43	21.6%	380.66	23.1%
	城市型奥莱	42	21.1%	172.84	10.5%
	合计	85	42.7%	553.50	33.6%
华南	综合型奥莱	10	5.0%	104.50	6.3%
	城市型奥莱	8	4.0%	39.50	2.4%
	合计	18	9.1%	144.00	8.7%
西南	综合型奥莱	15	7.5%	151.83	9.2%
	城市型奥莱	4	2.0%	35.10	2.1%
	合计	19	9.6%	186.93	11.3%
西北	综合型奥莱	11	5.5%	153.27	9.3%
	城市型奥莱	3	1.5%	13.10	0.8%
	合计	14	7.0%	166.37	10.1%
华中	综合型奥莱	16	8.0%	197.13	12.0%
	城市型奥莱	9	4.5%	70.50	4.3%
	合计	25	12.6%	267.63	16.2%

资料来源：奥莱领秀、国信证券经济研究所整理

注：时间截至2021底



# 1.4 行业竞争格局：行业连锁化程度高，头部奥莱成长领先



- 据赢商研究中心统计，2023年国内奥莱项目连锁化率近70%，较21年80%有所下滑，单体项目主要集中在下沉市场、部分为原有存量物业的改造项目，2023年新开业项目中，半数均为连锁项目。此外，在统计的229个奥莱项目中，头部企业占了80个，占比约为34.9%。
- 从销售体量来看，据奥莱领秀和奥特莱斯产业发展委员会，2017-2021年年销售额10亿以上项目数量逐步增长。六家头部企业运营项目连续上榜，2021年销售额10亿+项目中包揽29项，以28%的项目梳理贡献了56%的市场份额，且头部单店店销亦明显高于行业平均7亿。

表4：六家头部奥莱运营主体的布局情况

运营商	门店数	21年10亿销售额以上门店数	首家开业时间	公司发展历程	门店布局	奥莱定位	拓店方式	2021年销 (亿)	2021年平均店销 (亿)
砂之船	18	6	2008年	通过服装行业起家，2000年开始涉足奥莱行业	重庆起家，全国布局	定位为“艺术商业超级奥莱”，以“艺术+商业+文化”为核心	轻资产/合作	150	12
王府井	16	6	2002年	国内头部线下零售集团，现拥有王府井奥莱、赛特奥莱两个品牌，截至2023年底，公司奥莱业务实现收入20.34亿，占16.64%。	以北方地区为主	主打智慧消费、生态体验、微度假的时尚空间	轻资产/合作	120	13
首创集团	15	4	2014年	以房地产业务起家，于2011年成立商业地产发展事业部，虽然开始大力发展奥莱业务	全国布局，以华东、华中、西南地区为主	打造全客层奥莱，在主打零售业态的同时适时补充各种体验型业态，满足家庭消费者一站式购物需求	重资产为主	110	8
杉杉商业	14	5	2011年	2011年与日本三井合作建立宁波杉井奥莱，2013年自主开业第一家杉杉奥莱，2019年被唯品会以29亿元全资收购	全国布局	主要引进国内外中高端品牌，致力于成为“中国式品质奥莱”	重资产+轻资产	150	16
百联集团	9	4	2006年	国内头部线下零售集团，2023年奥莱实现收入13.69亿，占比4.5%	以华东和长三角地区为主，长江沿海城市为辅	定位精品、奢品奥莱；位于上海青浦的百联奥莱销售额排名全国榜首	重资产为主	135	19
RDM佛罗伦萨小镇	7	4	2011年	2009年意大利商业地产集团RDM进入中国开始布局奥莱	各大区域节点城市：香港、天津、上海、广州、武汉、成都、重庆	以意大利建筑风格为特征，注重高端奥莱	重资产为主	110	18

资料来源：奥莱领秀、国信证券经济研究所整理

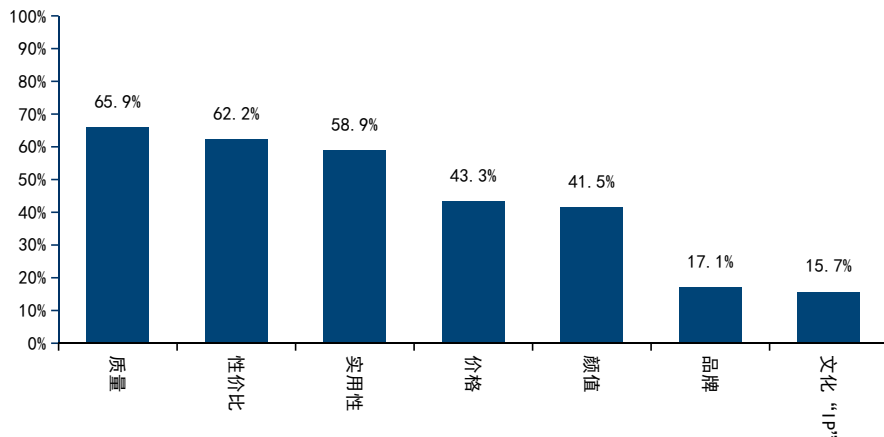
## 1.5 行业驱动：供需两端共振，抗经济周期属性强

■ 奥特莱斯业态再度走热，主要来自当前市场的供需双重驱动：

1) **需求端：消费者回归理性消费，追求高性价比。**在当前我国宏观经济告别高速增长进入高质量发展阶段，以及短期居民收入水平受多方面因素有所承压下，消费者逐步回归理性消费，价格因素的重要性在购买决策中不断提升；但同时经济快速发展带动消费升级之后，消费者对于产品品质有了一定的要求。因此能够提供高品质产品的同时满足消费者比价需求的渠道成为消费者热衷追捧的业态。

2) **供给端：高库存水平带动供给增加，奥莱专供产品带来创新。**一方面随着品牌数量不断增长、商品产量大幅提升，在当前需求不振阶段，品牌方均存在较大库存压力，奥莱能够有效帮助品牌商消化库存。同时近些年部分奥莱通过与品牌加强合作，也在提升奥莱专供品的占比，通过分渠分品，一定程度也为品牌不过度影响其正价店的销售带来帮助。根据奥莱领秀数据，21年奥莱商业体中预计专供产品占比35-40%，并带来了45-50%业绩贡献占比。

图3：影响消费者购买决策的产品因素及其重要程度



资料来源：中国青年报社社会调查中心、国信证券经济研究所整理

图4：21年奥莱业态中专供商品比例及其业绩占比

指标	新品	奥莱专供商品	两年内库存商品	两年以上库存商品
商品数量比例	15%-20%	35%-40%	35%-40%	10%-15%
业绩贡献比例	15%-20%	45%-50%	30%-35%	5%-10%

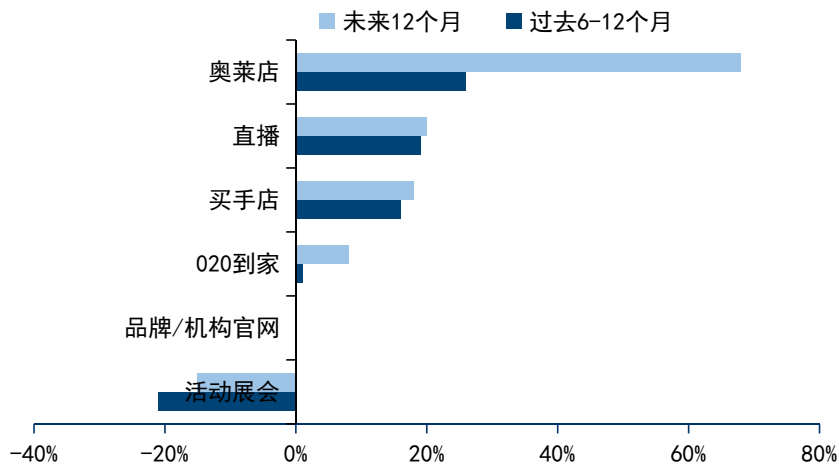
资料来源：奥莱领秀、国信证券经济研究所整理



## 1.5 行业驱动：抗经济周期属性强，当下表现显著优于大盘

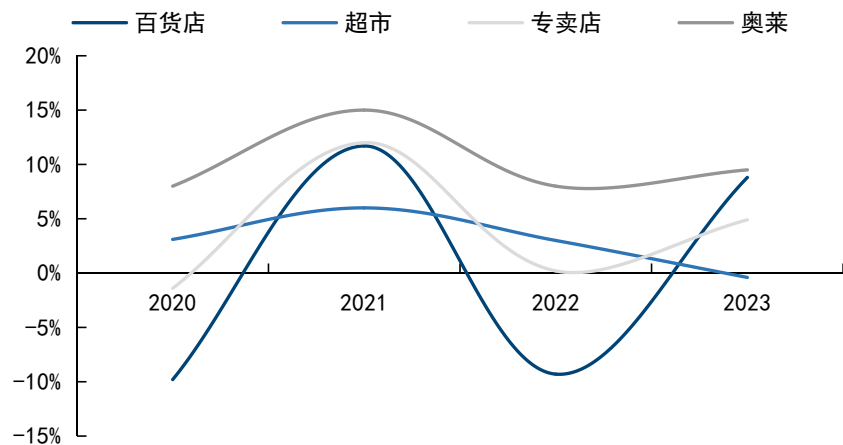
- **奥莱具备抗经济周期属性。**当经济增速减缓或居民消费信心较弱时，消费者价格敏感度提升，但是对于品牌和品质的追求往往没有改变，因此知名品牌的折扣商品需求往往快速提升，奥莱业态因而显著受益。根据BCG咨询在23年年中的国内消费者调查显示，奥莱业态深受中产及以下人群欢迎，未来12个月相比过去6-12个月，奥莱/折扣店作为首选购物渠道指数增长68%。
- 因此我们看到，无论是行业还是相关上市公司，奥莱业态当前表现均优于整体商业业态。从行业层面来看，2020-2023年奥莱业态始终保持正向增长，且表现均优于其他业态，2023年同比增长9.5%；从企业层面来看，面对外部环境冲击时，百联股份、王府井、友阿股份的奥莱业态较其他业态均表现出较强韧性，百联、王府井23年全年奥莱同比增长41.5%/37.6%。

图5：消费者首选购物渠道指数变化



资料来源：BCG、国信证券经济研究所整理

图6：2020-2023主要零售业态增长情况



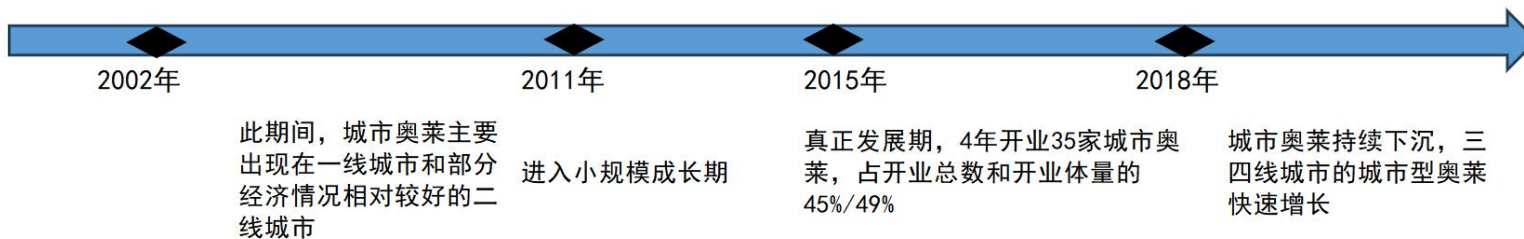
资料来源：中国百货商业协会、国家统计局、国信证券经济研究所整理

## 二、城市奥莱：快速发展，新模式空间广阔

## 2.1 城市奥莱：发展加速，持续下沉

- 纵观城市奥莱发展历程，虽然在发展前期城市奥莱主要出现在经济较好的一二线城市，但随着时间推移，城市奥莱已经逐渐形成下沉市场发展趋势。目前来看，城市奥莱的主要由以下两种形态形成：1) 在原有百货体系的商家中进行经营模式调整；2) 以商品折扣为代表的奥特莱斯专业集合店铺。

图7：国内城市奥莱发展历程



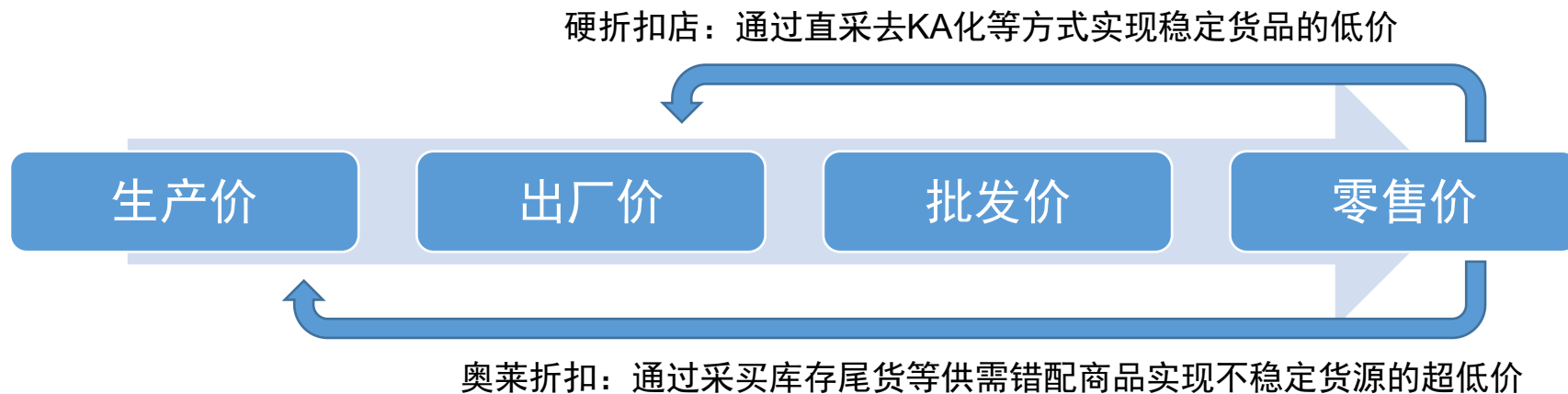
资料来源：奥莱领秀、国信证券经济研究所整理

- **城市奥莱模型预计更匹配三四线城市：**1) 目前三四线城市商业仍以临街商铺和传统百货为主，这种商业模式引流效果已经极为有限，入驻品牌商家也较为老化，已无法满足消费者更迭的需求，城市奥莱的新商业模式能够给当地消费者带来持续更迭的新优质商品供给，从而带来引流效果；2) 三四线城市消费者整体生活节奏相对较慢，同时生活成本较低，更有时间去线下体验服务消费，但同时也有一定的价格敏感度，与寻宝淘价的逛街消费形式较为匹配；3) 三四线城市的客流并不具备支撑一家大型综合奥莱的条件，同时也不可能要求消费者驱车几十公里去“郊区”进行消费，因此相对于郊区的传统奥莱，城市奥莱更为匹配。

## 2.2 模式比较：城市奥莱VS综合奥莱VS城市硬折扣店

- **与传统综合奥莱相比：**城市奥莱通常位于城市中心，而正因此由于面积和租金成本的上升，城市奥莱需要在传统奥特莱斯的基础功能之上，进行品牌和商品精简和筛选，因此其经营模式上主要为代销寄售模式或是买断模式，而区别于传统郊区奥莱的联营扣点模式，这就要求企业对区域内消费需求有着较强的洞察，解决选品问题保障商品力，再融合内融合体验及服务功能，实现长期稳定的线下引流效果。
- **与城市内的硬折扣店相比：**我们从折扣范畴来看，如下图所示，传统意义上折扣通常是在终端零售价的基础上进行的，硬折扣店通过直采去经销化去中间商化，以实现商品低价销售。但城市奥莱店则往往能够进一步降低价格，突破品牌出厂价，因此更多是一种破价模式，利用供应链中存在的供需错配为消费者创造价值。这需要借助市场经济中存在的供需错配现象，也因此城市奥莱品类一般更多聚焦服装鞋履等时尚类产品，因这类品类的品牌在生产过程中更容易产生超额备货、库存滞销等供需不匹配的情况。
- 整体来看，目前我国城市奥莱处于相对早期的发展阶段，尚未出现绝对的城市奥莱龙头，但在新形势下很多企业正在开始积极尝试布局。下文我们将对海外的城市奥莱标杆TJX和国内线上奥莱唯品会做对应分析，并探析当前新城市奥莱玩家如京东奥莱的发展展望。

图8：两者不同折扣模式对比

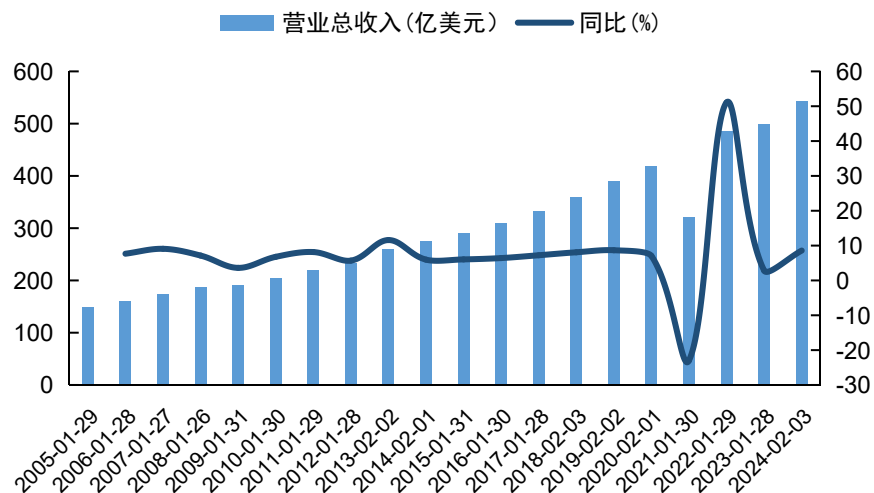


资料来源：国信证券经济研究所整理

## 2.3.1 城市奥莱海外标杆：美国折扣零售龙头TJX

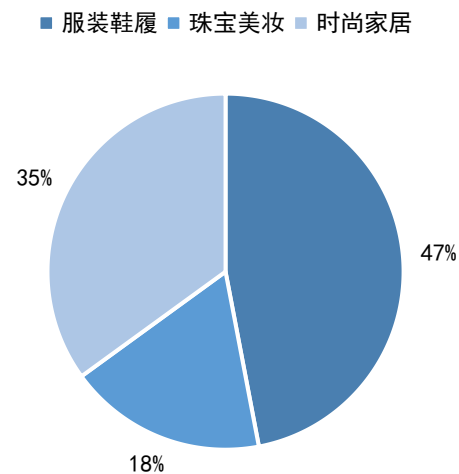
- TJX成立于1976年，是一家总部位于美国的主营品牌折扣零售企业，商品售价较正价店折扣率在20%-60%。2024财年在全球6个国家拥有4954家门店。2024财年公司营收542亿美金，同比+9%，过去20年复合增速约7%；净利润44.7亿美金，同比+27.9%，过去20年复合增速约11%。
- TJX一直主要聚焦服装类目为主，占比稳定在接近50%，2024年财年公司服装品类占比47%，珠宝美妆占比18%，家居产品占比35%。
- 目前公司已经形成四大业务部门。Marmaxx（包括 T. J. Maxx以及Marshalls，分别聚焦时尚饰品及鞋履男士产品）；HomeGoods（以家居家装产品为主）；TJX加拿大（包括Winners、Marshalls、HomeSense），TJX欧洲（包括 T. K. Maxx、HomeSense）。其中T. J. Maxx 是公司最早的商业形态，其中Marshalls及WinnersWie公司发展过程通过外延并购整合并入运营业务中。

图9：TJX收入变化情况



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图10：TJX分品类营收比例



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

## 2.3.2 TJX：高店效、高坪效、高周转的优异店铺模型

- TJX以其强大门店销售能力，以及快速周转的效率著称，通过前端对于消费者需求的紧密洞察以及后端强大采购选品组货能力，实现了超高的门店店效以及坪效。
- TJX根据旗下不同的品牌系列以及门店情况会有不同的作出调整，不同的店铺针对不同的品类和客群，同时也根据其所在区域的客群消费力情况作出不同调整。
- TJX 持续调整最佳门店样本，以及超高的周转效率，从而实现超高坪效。2024财年，TJX门店平均坪效达到262美元/平方英尺，而其美国本地的坪效更是达到了416美元/平方英尺，是传统梅西百货的两倍多水平。

表5：TJX店效及坪效的比较

指标	TJX（整体）	Marmaxx (TJX美国)	梅西百货
营收（百万美元）	33,413	29,483	23092
店数（个）	4,954	2,482	718
平均店效（万美元）	674.5	1187.9	3216.2
总经营面积（百万平方英尺）	128	69	110
坪效（每平方英尺销售额）	262.0	426.5	209.9

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

表6：公司分业务经营情况

	2022财年	2023财年	2024财年
<b>Marmaxx：（平均门店面积27000-28000平方英尺）</b>			
营收（百万美元）	29,483	30,545	33,413
净利润（百万美元）	3,813	3,883	4,597
门店数	2,432	2,482	2516
<b>HomeGoods：（平均门店面积23000-2700平方英尺）</b>			
营收（百万美元）	8,995	8,264	8,990
净利润（百万美元）	907	522	861
门店数	889	940	974
<b>TJX Canada：（平均门店面积26000-2700平方英尺）</b>			
营收（百万美元）	4,343	4,912	5,046
净利润（百万美元）	485	690	715
门店数	546	554	566
<b>TJX International：（平均门店面积19000-2800平方英尺）</b>			
营收（百万美元）	5,729	6,215	6,768
净利润（百万美元）	161	347	332
门店数	763	781	803

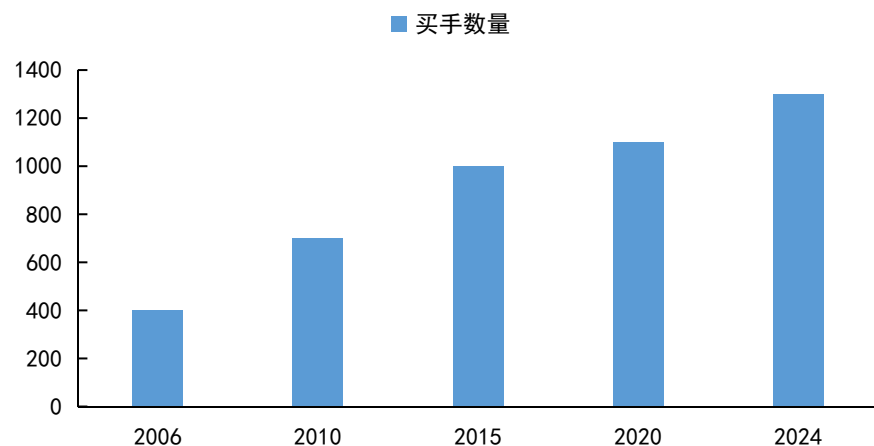
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理



## 2.3.3 TJX商业模式：采购驱动型的运营驱动模式

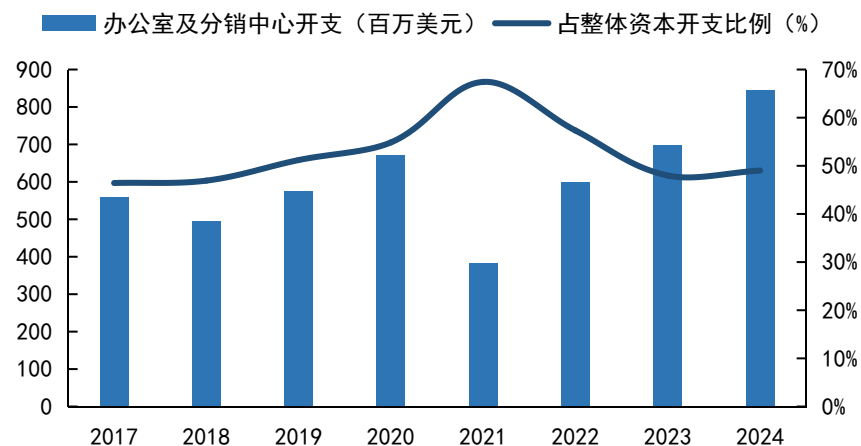
- 公司的采购模式很少提前订货，而更多是根据当季的趋势判断，然后对供应商品进行买断式经营，实现超低采购成本。公司称之为“机会型采购”，这要求公司前端有着极强的趋势判断能力，同时后端有着极强的供应商库存挖掘能力，本质上是一种赚取供需信息不对称的价值差。而买断式的采购又对于企业的资金周转有着较大压力，因此十分考验企业对于需求的洞察，要做到渠道代表消费者去采购。
- **成熟的买手机制+全球采购体系是核心：**公司拥有1300+位全球买手，与100多个国家的超过21000+品牌供应商保持良好合作。成熟且持续扩张的买手团队帮助公司能够在供应商市场上进行快速的响应，保障门店每周固定上新，在此基础上公司提出了“八周销售周期”模式，也以此作为对买手的重要考核指标。此外**数字化管理体系为有效辅助：**公司经过多年经验积累打造了一套专业的库存规划、采购、监控和降价系统，使公司能够根据区域消费偏好定制商店中的商品。使得门店的价格决策和库存管理严格执行总部指令。
- **持续的供应链基础投入打造壁垒：**公司从成立初期即注重物流中心的建设，每年约40%-50%的资本开支投入到物流分拨中心和信息系统的优化。目前已经在6个国家共拥有43个配送中心，总面积超过310万平方英尺，实现高度自动化和高效运转，基本可以做到日内补货。

图11：TJX的买手数量变化



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图12：公司供应链物流开支建设费用投入情况

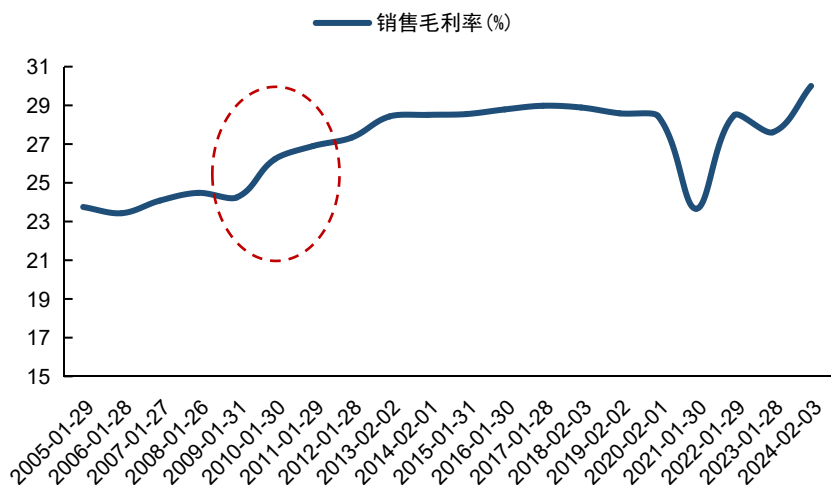


资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

## 2.3.4 TJX采购模式：买断式，强运营，维持稳定品牌合作

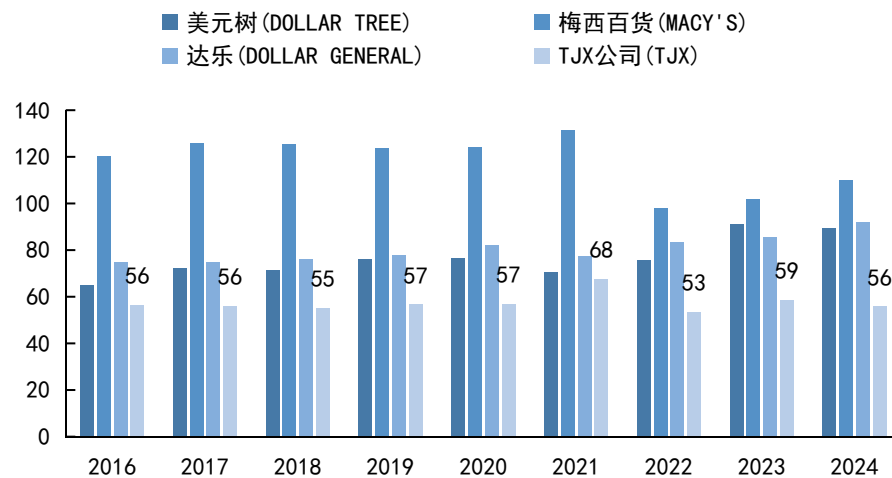
- 从采购来源来看，其产品的来源包括被取消订单的产品、制造商超额生产、品牌商或零售存货出清、以及来自制造商或品牌商的特殊定制。公司对采购灵活性保持高度重视，以对市场上频繁变化的机会和趋势作出反应，并调整采购方式、采购内容、采购时间。
- 强销售能力+买断式，确保良好的供应商关系：一方面，TJX凭借其4900家的门店的强大销售能力，可以为供应商提供必要的库存消化能力；另一方面，TJX的买断式采购且不对供应商要求退货权和销售返点，可以有效降低供货商库存成本，优化其现金流，这些都为TJX提供强议价力。
- 特别是在经济下行阶段，品牌供应商的商品滞销强度加大，公司则可以借机进一步扩大其供应商采购来源，同时也强化其对供应商强化议价能力，因此在09年的金融危机期间，公司的毛利率反而实现了逆势提升。此外，得益于公司的强大周转效率，TJX存货周转天数仅为55天，好于同样为低价折扣企业的美元树及达乐，也远好于传统百货如梅西百货。

图13：公司毛利率在金融危机期间逆势提升



资料来源：国家统计局、国信证券经济研究所整理

图14：公司库存周转天数低于同业

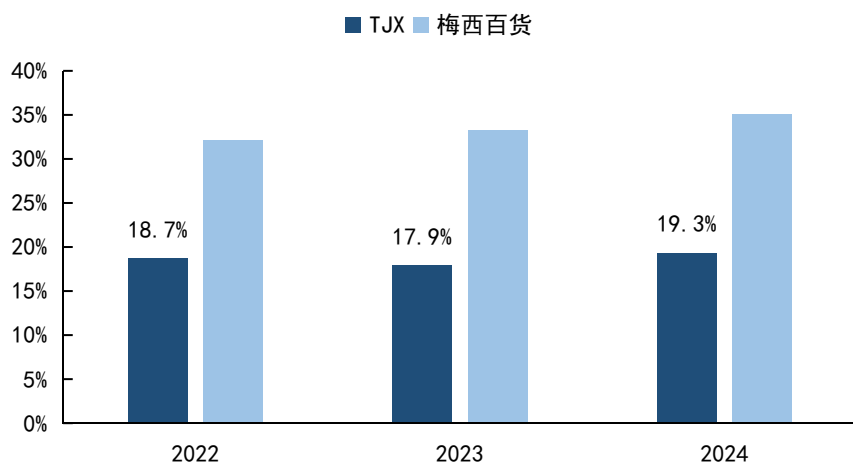


资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

## 2.3.5 TJX终端运营：极简高效的门店管理实现费用优化

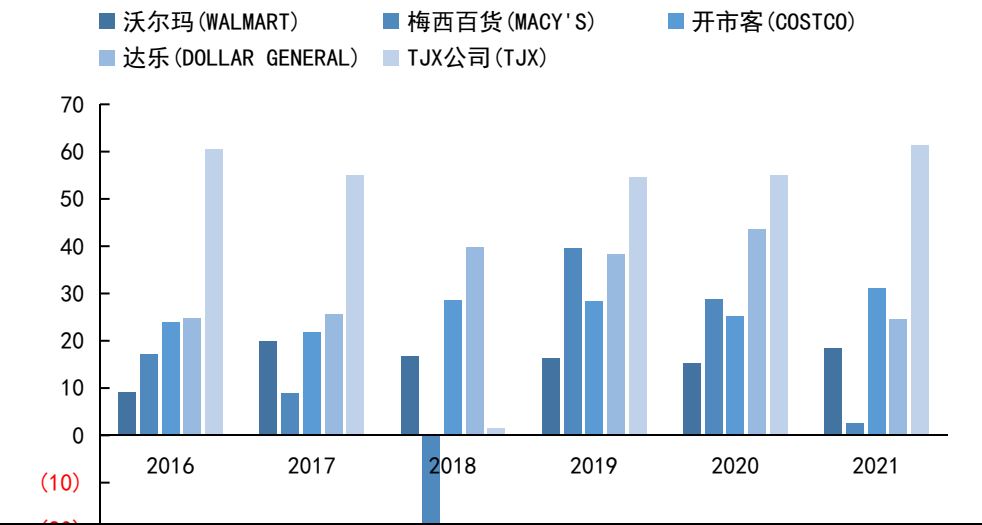
- 由于折扣零售的特性，TJX 相较传统百货毛利率偏低，但通过运营端的降本增效优化，净利率却高于传统百货。2024财年，TJX的SG&A费用率为19.3%，同期传统百货的梅西百货SG&A费用率为35.1%，这也为公司能够保持低价打下了基础。
- 分别来看，1) 门店：公司的门店装饰及陈设极为简单，装修成本仅为传统百货的30%-50%。同时，寻宝式的购物体验，其销售场所调整较为灵活，没有严格的区域划分和物理阻隔，因此门店可以根据需求随时调整商品陈列。2) 员工：349,000名员工，其中大约85%为门店员工，平均每家店员工数量60人，公司往往通过采用雇佣临时员工的方式，以应对旺季销售的门店客流高峰，通过错峰优化人员配置，以实现人力成本的尽可能优化；3) 营销：公司仅针对产品进行推广，较少做整体品宣，广告费率为传统零售百货约20-30%。
- 最终来看，得益于公司强大周转效率以及稳定盈利水平，公司ROE水平除了21年受疫情影响外，在美国零售巨头中长期处于领先水平。

图15: TJX的SG&A费用率变化情况及同业对比



资料来源：国家统计局、国信证券经济研究所整理

图16: TJX的ROE(摊薄)远好于同业

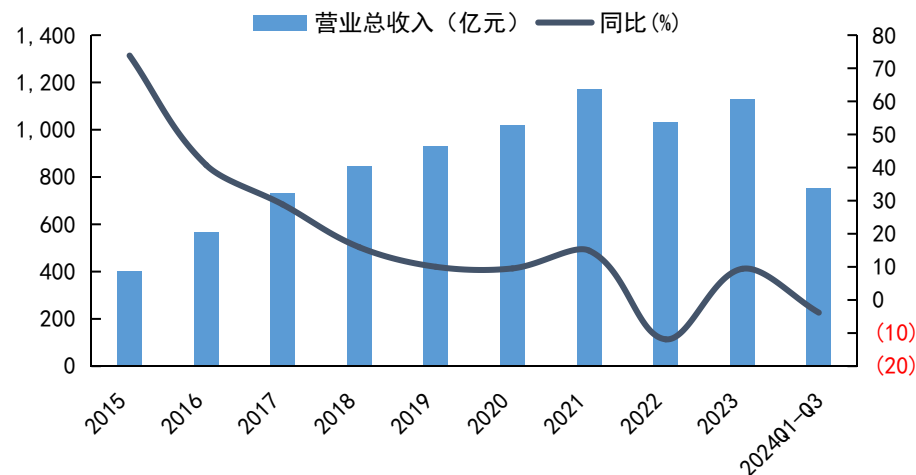


资料来源：国家统计局、国信证券经济研究所整理

## 2.4.1 唯品会：国内特殊环境孕育的“线上奥莱”

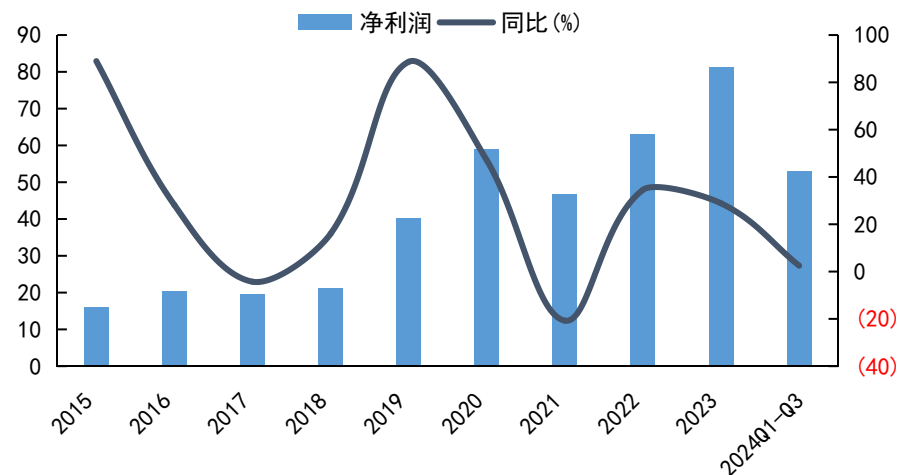
- 虽然TJX作为美国折扣奥莱龙头，2020年在美国折扣零售市场中市占率达到47%。但在我国却始终未能诞生线下大型城市奥莱企业，一定程度上也与我国领先的线上化发展模式有关。因此，虽然国内线下奥特莱斯市场仍相对分散，但在线上除了综合电商的特卖频道外也出现了如唯品会这样的垂直特卖平台。
- 唯品会作为“线上奥莱”的代表，于2008年8月在广州正式成立，定位聚焦品牌特卖，在国内开创了“名牌折扣+限时抢购+正品保障”的电商模式，销售商品价格通常为市场价的30-90%。其特价商品的来源包括品牌销售尾货、库存出清以及部分品牌定制商品。
- 2023财年公司实现收入1128.6亿元，同比增长9.41%，净利润81.17亿元，同比28.86%，截止24Q3已连续48个季度盈利，公司GMV达到2080亿元，同比增长18.7%。虽然与综合电商平台差距巨大，但依托其聚焦的品类和特卖定位心智和持续深耕下正品商品保障，公司收获了忠诚度较高的用户群体，同时也成为了当前数不多在垂直领域能够持续发展并且连续实现盈利的国内电商网站。

图17：唯品会营收变化



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图18：唯品会连续多年保持盈利

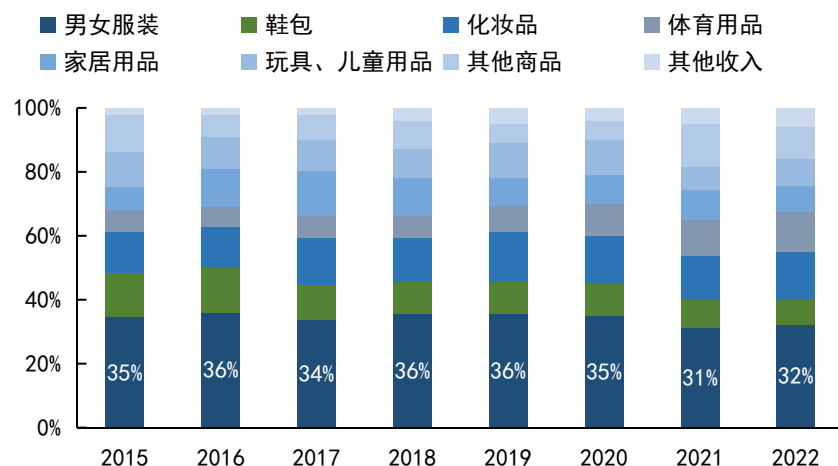


资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

## 2.4.2 唯品会：聚焦服装特卖，强化消费者心智

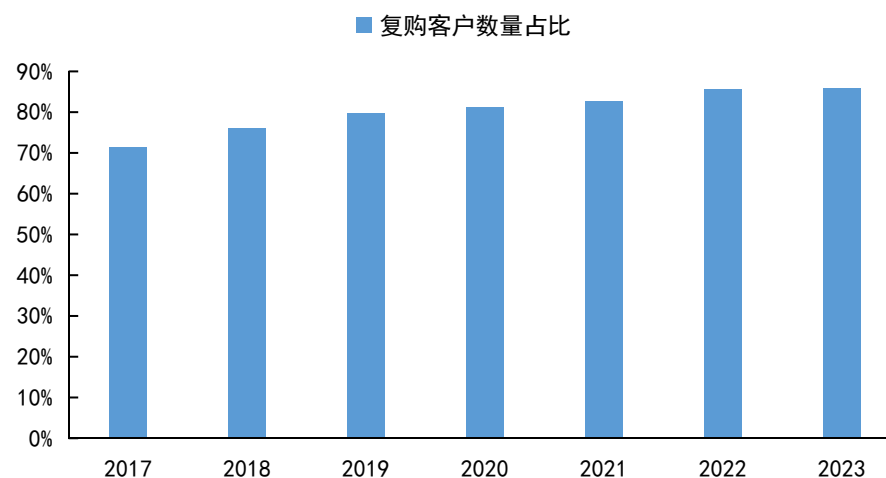
- 聚焦服装特卖，垂直定位建立壁垒：虽然唯品会相对综合电商平台由于其较为垂直的定位，GMV体量上差距较大，但通过聚焦品牌服装特卖的心智建立了较强的护城河。公司曾在2014年通过外延包括收购乐蜂网扩充化妆品、玩具等品类，但由于综合电商赛道竞争激烈，对于唯品会而言反而模糊了用户心智。2018年底，公司回归服饰特卖，剥离乐蜂网等资产，毛利率等指标开始回升。目前来看，公司与TJX一样是以服装品类为主，占总收入比重稳定在30%-35%，叠加鞋包、体育用品后的大服饰穿戴品类占比50%。
- 通过多种宣传手段强化其正品信任强化忠诚度：虽然市场上的服装特卖折扣众多，但能够形成“正品”和“品质”两大心智的平台较少，首先公司通过严选品牌供应商并签订严格的合作条款保障正品，同时也通过多少营销悬念其正品保障，而通过长时间的减持，用成立以来的16年时间检验沉淀了其极强的用户心智。公司23年活跃用户数达到8740万人，同时拥有760万的超级会员，同比增长13%，增速高于用户整体增长数，23年公司重复购买用户的比例超过85%且处于持续提升趋势中。

图19：唯品会的品类占比变化



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图20：公司复购客户比例

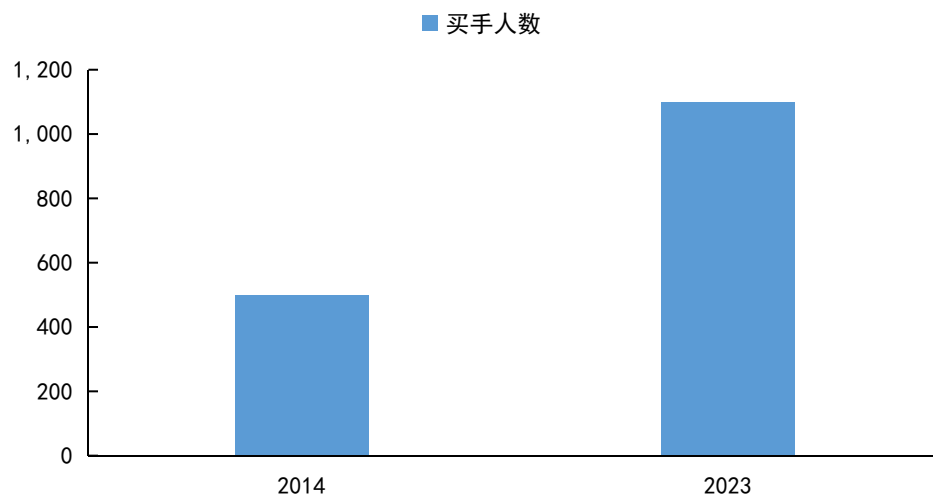


资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

## 2.4.3 唯品会：搭建买手团队，强化品牌合作

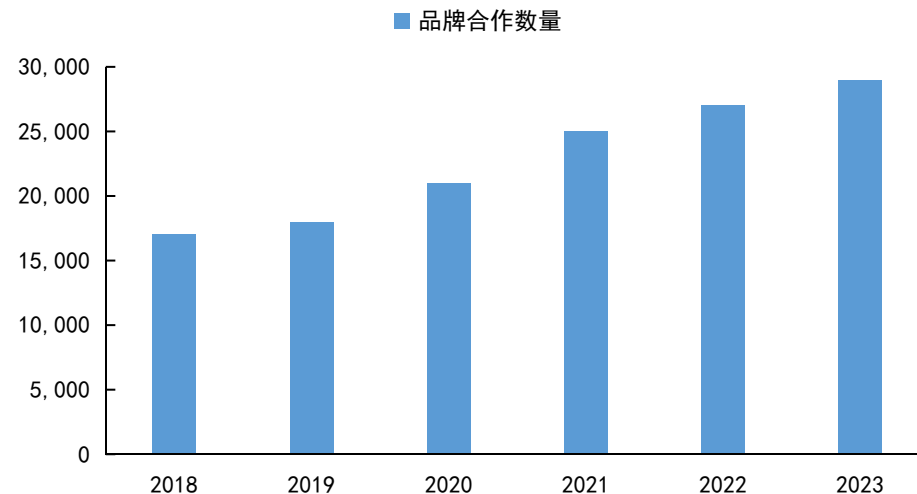
- 从商业模式来看，公司采用的是寄售代销模式，公司基本保留退货的权利，只在特定品类如运动用品和化妆品等买断库存，销售完成后与品牌方有10-30天的销售结算周期，因此相对TJX的模式而言资产更轻。
- 而在采购层面，公司同样也搭建了庞大的买手团队。截止23年唯品会自建的电商买手团队超过1,100人，因此唯品会较平台电商更进一步的帮助消费者进行了商品筛选。从而对其强化品质特卖定位上起到更大的作用。其买手通常来自时尚产业对品牌特色及其供应链体系有深刻的理解。从而便于其更好的实现高品质低价货源的获取。
- 公司23年合作品牌数量达到29,000个，持续提升。公司目前与核心品牌签订长期合作协议，并开放系统数据给合作品牌以便于其检测销售情况，通过长期深度合作以及基于公司对于销售数据的洞察，自2020年开始，公司与品牌方合作开发定制产品。

图21：唯品会的买手数量



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图22：唯品会的合作品牌数量



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理



## 2.2.4 唯品会线下：渐成体系，但仍有诸多问题待解决

- 公司主要的销售来自于线上平台，23年线上GMV占比在92%，长期保持在90%以上。线下收入主要为19年收购的杉杉奥特莱斯贡献，杉杉奥莱为传统综合奥莱，面积通常超过10万平米，截止23年底共计开业16家，实现收入27.96亿元，同比增长50.4%。
- 同时2019年起公司在线下密集开设体验式门店。截止至2019年末，其唯品会线下门店数量就已经超过300家，同时还开设了定位更下沉市场的唯品仓，面积在200-300平左右，此外2020年公司尝试了线下实体城市奥莱，在合肥及南京城市中心开设了大型城市奥莱，面积6-12万平，进一步丰富了其线下零售布局。对唯品会而言线下店意义在于：1) 对其线上业务的补充，可以帮助获取更线下客群，同时也起到了品宣的作用。2) 打造多层次库存销售处理体系，特别是唯品仓的设立目的在于清理深度库存，商品折扣低至1折。

- **但是近年来唯品会线下店开始呈现收缩态势：**我们认为有以下原因：1) **市场契机：**唯品会于2018年开始规模化进入线下零售业态，但当时中国正处于消费升级的增长阶段，供需两端并不支持该折扣业态的快速扩张。2) **运营能力：**公司尚未建立起线下零售运营能力，线下运营与线上电商运作差异较大，公司线上的丰富品牌资源在如何线下较小的门店中实现商品的最优呈现需要一定运营能力支撑。3) **资源协调：**唯品会线上业务占比较大且一直是其核心业务，在内部资源分配上难以兼顾线下，线上线下的导流效果不佳，同时供应链资源分配相对不均。

图23：唯品会的线下门店体系

业态类型	定位	面积	示例
唯品仓	偏向于社区商业圈，全品类，但价格更低	100-400平米	
唯品会线下体验店	位于城市商场百货购物中心，热门时尚品牌为主	400-1000平米	
唯品会城市奥莱	定位大型城市奥莱广场购物中心，除服装外餐饮娱乐等业态丰富	6-12万平米	
杉杉奥莱	位于城市郊区的传统综合型奥特莱斯	10-15万平米	

资料来源：公司公告，联商网，国信证券经济研究所整理

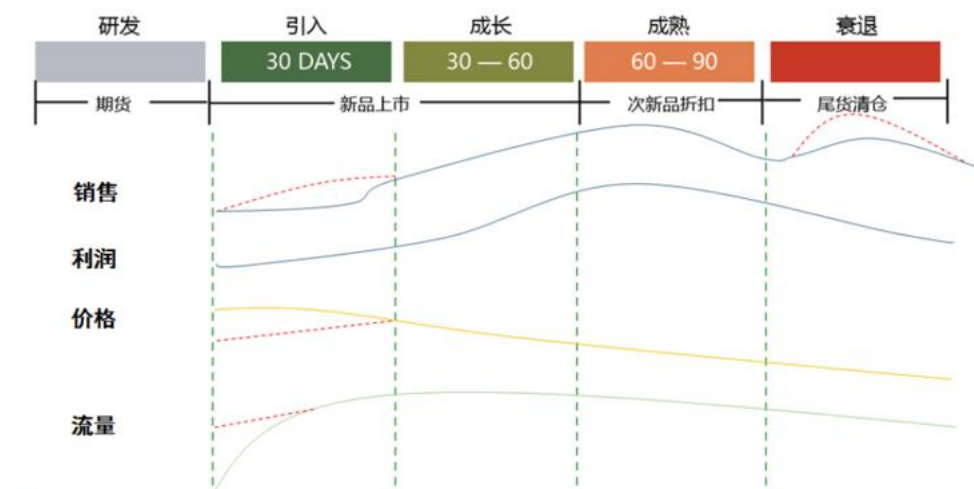
## 2.3.1 TJX与唯品会的启示一：奥莱特卖需要品类心智的聚焦

■ 唯品会与TJ. Max都是聚焦品牌特卖，区别更多是在于线上线下的渠道差异，也均是成长于国内经济下行需求扩张见顶的时代背景之下，的时代背景之下，两者的发展或对未来的国内城市奥莱模式具备一定借鉴意义：

➢ 品类选择：要在聚焦的同时选好品类。目前来看，无论城市奥莱或是线上品牌特卖，服饰依旧是最匹配的品类，这与我们前文所述的奥莱零售破价属性概念匹配，主要是服装品类属性决定的：1) 服装品牌集中度较低，渠道商更容易在产业链中建立议价优势，同时过多的品牌对于消费而言会产生选择困难，渠道商可以通过为消费者选品提升渠道价值。2) 服装行业在国内有充足制造货源外，又是库存压力最大的非标品类。尤其时尚女装，由于消费者喜新厌旧以及服装季节性特点，其产品一旦上架就开始进入贬值周期，而为实现良好资金回流，服装品牌商将持续产生库存处理需求。

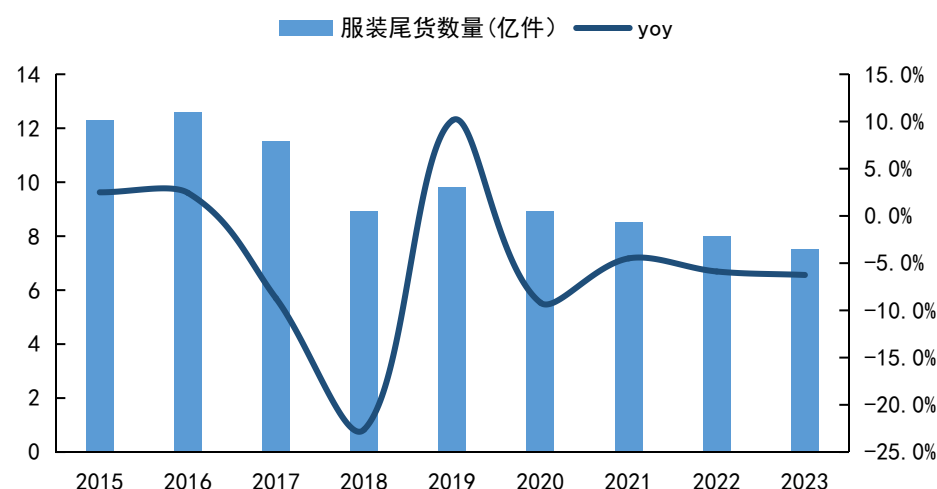
因此，无论是TJX还是唯品会都是以服装品类为基本盘，在此基础上扩展客群重叠或是属性接近的如时尚珠宝，美妆及家居等品类。

图24：天猫平台的服装商品生命周期



资料来源：天猫、国信证券经济研究所整理

图25：国内服装尾货市场规模



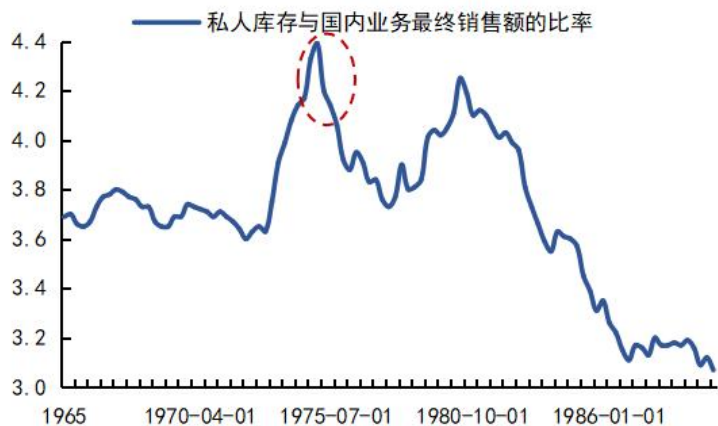
资料来源：艾媒咨询、国信证券经济研究所整理

## 2.3.2 TJX与唯品会的启示二：平衡与品牌供应商的合作共赢

■ 如何解决与品牌商的博弈：品牌商入驻奥莱店会有一些的矛盾心理-既希望通过自身品牌背书快速清理库存，又担心其位于城市距离其正价店过近，会影响其正价店销售。但对于渠道而言没有与知名品牌的合作早期也无法保障基础消费者客流，解决这一问题以下几个方式：

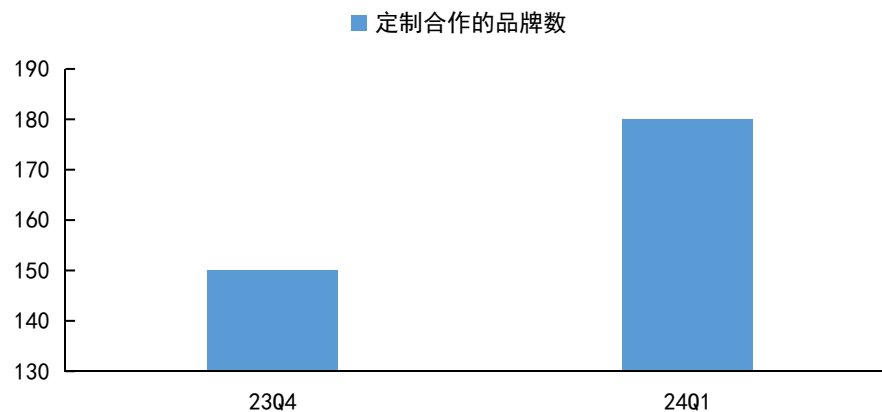
- 1) **抓住市场机遇。**在经济下行阶段，品牌商库存问题爆发，可快速扩大品牌合作商资源，这一时期往往品牌商也难以顾及品牌力影响的等问题，渠道通过快速扩张证明自身强大的销货能力，可以为品牌方长期解决其库存及现金回款问题。从唯品会和TJX早期发展都在于这一时机的把握。
- 2) **通过建设自身渠道品牌背书。**无论是唯品会尝试转型综合电商后又回归聚焦特卖，还是TJX虽然品类众多但针对性的根据不同品类设立不同品牌运营，都是为了强化消费者的渠道特卖认知。让消费者消费者购买的商品，第一印象是购买的这一渠道的商品，而非品牌商产品，一定程度上也可以让消费者能够形成自发的购买驱动。
- 3) **定制专供款。**分渠分品是很多品牌解决渠道价格体系和品牌认知混乱的重要方式，但这一模式需要渠道方具备较强用户洞察以及销售规模，才能解决品牌方产品差异化，以及单独设置产品线带来的成本压力。

图26：TJX成立时为美国70年代滞涨周期库存高企



资料来源：美国经济分析局、圣路易斯联邦储备银行、国信证券经济研究所整理

图27：参与唯品会定制合作的品牌数量

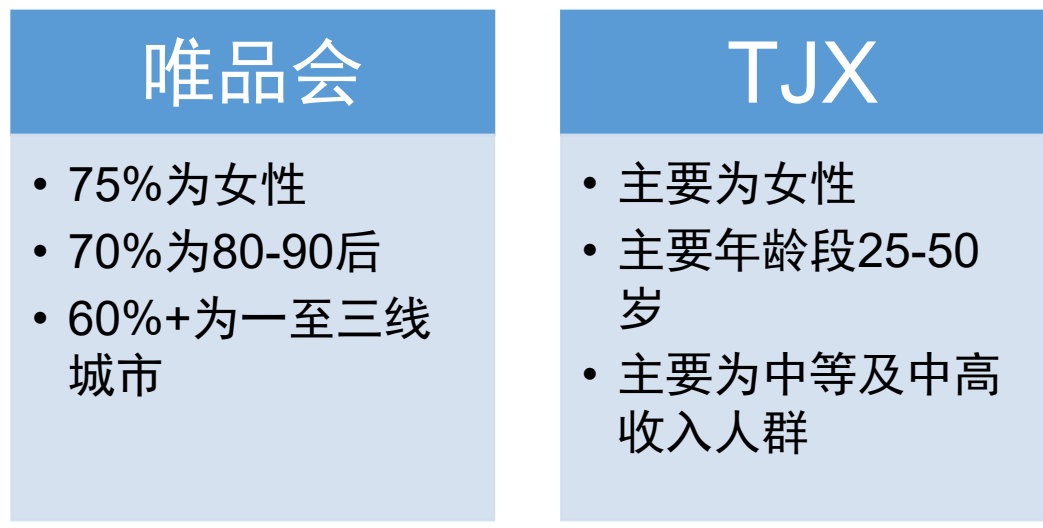


资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

## 2.3.3 TJX与唯品会的启示三：长期的胜负手在于买手体系

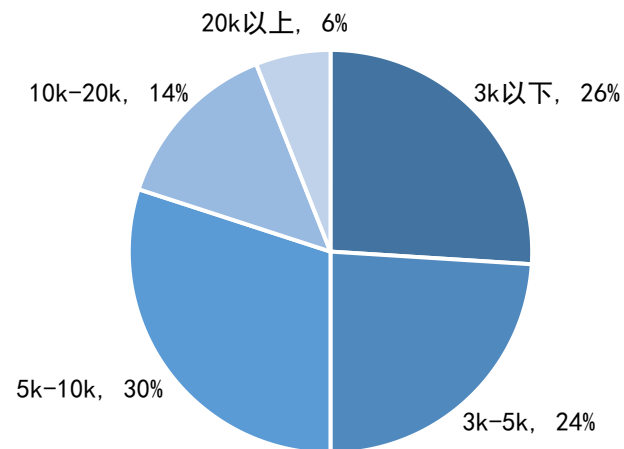
- 买手机制将是扩张过程中的胜负手：如我们前文所述，品牌特卖的的本质是赚取供需不匹配下的信息差，这要求渠道具备极强的需求洞察和广泛的货源采购资源，而不仅仅是简单的品牌招商或是堆积低价白牌商品。前期部分城市奥莱在经营过程中还是以传统的联营招商模式，缺乏对需求洞察的跟踪以及对选品能力的打造，这在后续发展中会出现较大的问题。
- 一方面，这是由于用户画像所决定的：正品奥莱的客群是一帮有着充分品牌认知的人群，而非传统的绝对低价导向人群，无论从TJX诞生的美国发展背景，还是我国当前各大折扣业态爆发下社会背景，均是一群已培育了成熟消费习惯，但短期有遭受收入下降和财富缩水的压力的年轻中产。因此由于客户群对于商品既有品质和品牌的要求，又有低价的要求，从而倒逼企业建设采买能力。
- 另一方面，如何克服供应链中信息不对称的问题，对于采购人员的能力要求较高，需要能够找到各类适配的货源，并建立自己的人脉网络，及时并广泛地获取采购信息。这样的买手体系往往需要长时间的培养以及良好激励机制的绑定，一旦建设成型就是坚实的壁垒。

图28：唯品会与TJX的客户画像



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图29：中国服装特卖的人群收入结构



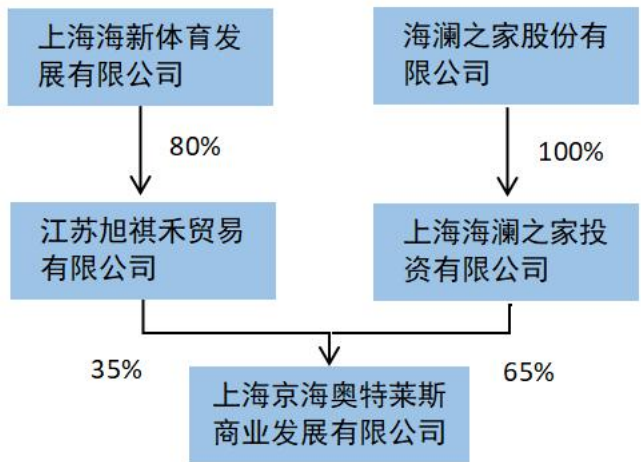
资料来源：艾媒咨询、国信证券经济研究所整理



## 2.4.1 京东奥莱：模式优异前景广阔，多方合作风险共担

- 2024年京东集团与海澜集团达成战略合作携手开展奥莱业务运营，其中运营奥莱运营主体由海澜之家控股。24年9月全国首家京东奥莱线下店在海澜飞马水城开设，并在京东上线“京东奥莱官方旗舰店”。进入25年京东奥莱开启加速扩张，2025年元旦当天在山东滕州、河南安阳京东奥莱门店双店齐开，并且预计25年春节前有8家新店即将开幕。京东奥莱定位线上和线下结合的城市奥莱店，目前计划先向三四五线城市布局，品牌以国际品牌为主，目前线下涵盖超过60个品牌，品类涵盖运动户外、男女童装、美妆护肤、奢侈品等。
- **多方合作，风险共担。**京东奥莱采用有别于传统奥莱的商业模式。奥莱经营主体代销经营模式下可退货，并按照销售额的一定比例与供货商分成；所处商场负责装修，租金成本以扣点为主；京东则提供线上支持以及品牌冠名授权并抽取小额比例分成。合作各方各司其职从而有望实现多方风险收益共担的模式。

图30：京东奥莱运营主体的股权关系



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图31：京东奥莱首家门店外景及内景



资料来源：官方公众号、国信证券经济研究所整理

## 2.4.2 京东奥莱：下沉市场为主，线上线下互补

- **下沉市场为主，扬长避短：**由于早期国内零售行业过早的步入了互联网时代，初期线上比线下能够获得更低的交易成本，因此经过多年的发展消费者已经养成了线上的消费习惯，但当前随着国内线上流量成本不断提升，且红利逐步消退，从品牌商角度需要兼顾销量和盈利性去寻找新的渠道，而在下沉市场特别是中小购物中心和百货由于近年在多方因素下持续不景气，对于引流型业态有较大意愿给予优惠的开店条件和租金成本。而从目前来看，京东奥莱的选址多数在三四线城市的中端百货商场，从而能够支撑较为优异的门店盈利模型。
- **京东海澜各取所长：**对于京东而言，其自身平台服饰品类占比较低，做线下服装集合店的相对而言与线上资源分配过程中包袱小，属于增量品类；同时京东拥有较强的供应链物流优势，同时本身也具备一定的品牌知名度和信任度，前期已经有京东家电和京东便利店等线下业态的落地，冠名后初期对门店引流能够有所帮助；对于海澜而言，其作为国内头部服饰品牌的具备一定的选品能力，同时奥莱门店运营层面也可以嫁接其成熟的线下运营管理经验，运营成功后一方面打造新增长曲线，同时也可以对其原有品牌的商品布局提供新思路。

表7：京东奥莱的已知门店布局情况

门店	门店位置	开业时间	面积
江苏无锡店	无锡市飞马水城购物中心	2024年9月	规划5000平米
河南安阳店	安阳市万意广场	1月1日	约3000平米
山东滕州店	滕州市中万购物中心	1月1日	约4800平米
山东济宁店	济宁市太白路银座商场	1月15日	-
山东临沂店	临沂市兰山区和谐广场	1月18日	约1万平方米
河北廊坊店	廊坊市广阳区万向商场	1月18日	-
河北石家庄店	石家庄市北辰广场B1层	1月18日	-
山东菏泽店	菏泽市和谐广场1-2F	1月18日	-
河南平顶山点	平顶山名门天街	1月18号	-
河南南阳店	南阳市文华南阳天地	1月22日	-
安徽阜阳店	安徽省阜阳晶宫奥莱	1月23号	-

资料来源：官方公众号，国信证券经济研究所整理

图32：京东奥莱线上线下联动



资料来源：公司官网、国信证券经济研究所整理



### 三、综合奥莱：稳步发展，国内百货积极布局

### 3.1 综合型奥特莱斯的经营模式

- 如前文所述，目前国内的绝大多数奥莱业态是综合型奥莱，其模式一般为自建或租赁建设大型物业，然后通过品牌商户入驻后，收取联营收入、租金收入以及物业管理费等。经过多年发展，目前综合型奥莱项目的商户租赁模式逐步形成行业惯例，以联营和抽成模式为主、固租模式为辅，整体服装服饰类占比较高，无论面积还是收入占比均位居榜首，分别占比42%/48%；同时运动户外紧随其后，依托17%的面积占比实现29%的收入占比，维持其高转化率。从品类折扣力度来看，目前商品折扣区间范围在5-7折较多
- 其中，联营模式适用于大部分商户（例如运动户外、国际名品、服装服饰），抽成模式一般适用于对经营资质有特殊要求的零售品类（例如黄金珠宝、化妆品、国际连锁快餐店等），固租模式多适用于中式餐饮店、便利店以及其他体验类门店。

表8：综合型奥莱的收入模式

收入类型	模式	简介	营业收入计算方式	主要适用商户类型
联营收入	联营模式	项目公司提供经营场所，与商户签订合作经营合同，经营过程中商户销售款全部进入项目公司账户，项目公司按合同比例提取分成后，剩余部分返给商户。	联营商户销售额*合同扣率	对大部分商户采用联营模式
租赁收入	抽成模式	项目公司作为业主将店铺出租给商户，商户是经营主体，需按照销售额的一定比例支付租金。	抽成商户销售额*合同扣率	1) 对经营资质有特殊要求或售后责任大、鉴定专业性强的零售品类，如黄金珠宝、化妆品等 2) 在全国有统一经营模式的上市公司 3) 国际连锁快餐
	固租模式	项目公司作为业主将店铺出租给商户，按照合同约定的租金水平和租赁面积，向商户收取租金。	出租面积*租金单价	1) 中式餐饮店、便利店 2) 体验业态

资料来源：华夏首创奥莱REIT招募说明书、国信证券研究所整理

表9：武汉首创奥莱主要品牌折扣力度及占比

商品种类	主要品牌(示例)	折扣幅度及占比
运动户外	耐克、阿迪、斐乐	约 5-7 折, 约占 70%
国际名品	蔻驰、UGG、I.T	约 5-7 折, 约占 65%
男装女装	路卡迪龙、威可多、BOSSsunwen、雅莹影儿、珂莱蒂尔	约 5-7 折, 约占 70%
童装	巴拉巴拉、Mini Peace、安踏 KIDS	约 5-7 折, 约占 65%
皮具皮鞋	百丽、ECCO、CLARKS	约 5-7 折, 约占 55%

资料来源：华夏首创奥莱REIT招募说明书、国信证券经济研究所整理

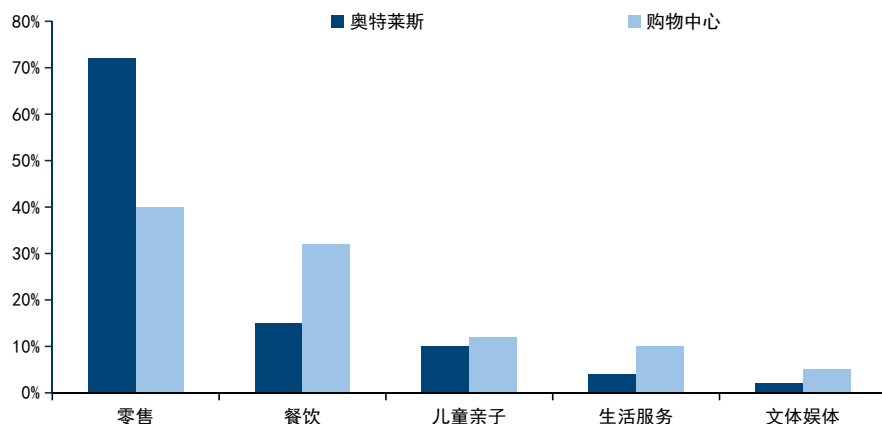
## 3.1.2 综合型奥莱的商业模式：奥特莱斯 VS 购物中心

■ 从收入角度来看：1) 购物中心收入=租金收入+物业管理费收入+推广收入+其他。其中租金收入为主要收入，一般包括固定租金收入、抽成租金收入、固定/抽成租金两者取高收入（简称“两者取高”）三种类型，部分购物中心也有一定联营收入。租金收入中，购物中心以纯固租以及两者取高为主要模式，二者在租金收入中占比一般超过70%。

2) 奥特莱斯收入=租金收入+物业管理费收入+推广收入+其他，联营收入的计算方式为商户销售额乘以合同扣率，在财务核算中亦归类为租金收入。大多奥莱联营和抽成收入占比在80%以上。

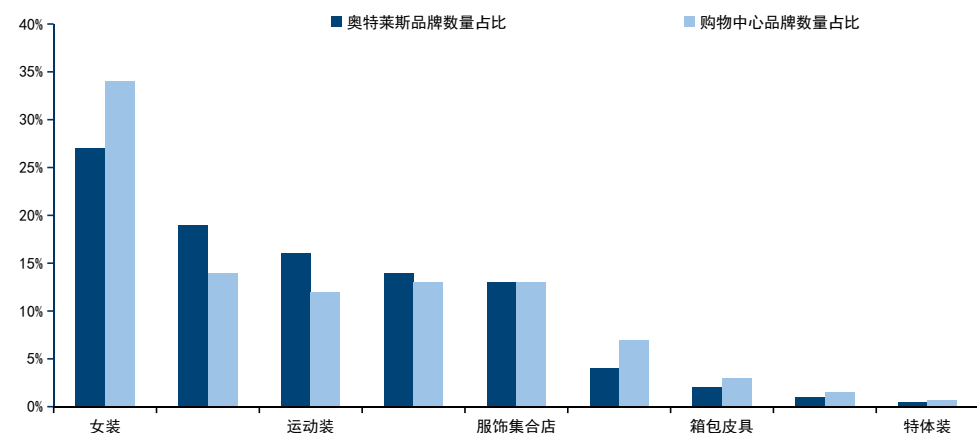
■ 从品类构成角度来看：奥莱是通过高性价比、零售业态的聚集来吸引客流，打造目的型消费，所以服饰箱包零售为主、餐饮为辅，其中零售业态占比超70%。而购物中心是通过购物、餐饮、休闲、配套等组合来吸引客流，打造综合体验型消费。因此非零售业态（餐饮、休闲娱乐、生活服务）占比更高，接近50%。而从服饰类细分来看，女装均为两者最高占比，但购物中心女装占比遥遥领先。

图33：23年奥特莱斯和购物中心零售业态对比



资料来源：赢商网、国信证券经济研究所整理

图34：23年奥特莱斯和购物中心服饰类细分对比



资料来源：赢商网、国信证券经济研究所整理

### 3.1.3 综合型奥莱的商业模式：联营模式下的利润弹性显著

■ 由于综合奥莱的成本项主要为此前项目建设后的固定资产摊销，因此成本相对固定。因在以联营扣点模式的商业模式下，商业体的销售额的持续爬升带来利润弹性较为明显，且在高出租率支撑下通过扣点率定期调整，有望带来更为明显的利润弹性。

■ 我们以首创奥莱项目为例：武汉首创奥莱项目于2018年4月开业，可出租商业面积47,208.52平方米，自2019年以来稳居武汉长江以南区域奥莱市场龙头地位，年客流量约400万人次。近三年出租率均在94.5%以上。其收入以联营收入为主，23年底占比达68%，24年Q1进一步提升至70.4%的比例。而在项目高景气出租率维持高位的支撑下，联营扣率同样处于持续提升状态，由于项目续签合同期以2年期为主，2023年为其合同续约年度，大部分联营商户合同扣率提升0.5-1个百分点，带动23年联营扣点率高达10.7%，24Q1进一步提升至11%。

■ 最终我们看到，随着项目的联营销售额提升以及扣点率提升。其毛利率从2021年的55.8%提升至24Q1毛利率的67.6%，净利率也从2021年的仅6.9%，快速提升至24Q1的38%。因此综合奥莱的盈利模型较为优良，当然前提在于商业体的景气度运营，需要以高出租率和销售额的持续提升作为基础。

表10：武汉首创奥莱收入及扣点率变化情况以及最终净利率表现

收入类型	2021	2022	2023	2024Q1
单位：万元				
联营模式	4615.09	5260.5	7646.39	2038.07
占比	62.4%	64.0%	68.4%	70.4%
联营扣率	8.9%	/	10.7%	11.0%
抽成模式	1249.78	1137.84	1256.01	324.63
占比	16.9%	13.8%	11.2%	11.2%
抽成扣率	5%左右	5%左右	5%左右	5%左右
固租模式	195.84	285.84	417.22	87.17
占比	2.6%	3.5%	3.7%	3.0%
物业管理费收入	1066.99	1260.08	1495.22	381.99
占比	14.4%	15.3%	13.4%	13.2%
推广费收入	91.61	125.99	120.84	30.48
占比	1.2%	1.5%	1.1%	1.1%
其他收入	178.76	145.97	244.35	32.13
占比	2.4%	1.8%	2.2%	1.1%
总收入	7398.08	8216.22	11180.02	2894.47
毛利率	55.79%	59.97%	69.09%	67.58%
净利润	512.94	1,851.37	3,690.88	1,100.31
净利率	6.9%	22.5%	33.0%	38.0%

资料来源：华夏首创奥莱REIT招募说明书、国信证券经济研究所整理

## 3.2 综合奥特莱斯的头部化趋势明显

■ 综合型奥特莱斯的集团化特征较为明显，10亿级以上的奥特莱斯大多数均隶属于大型商业运营商集团。我们认为这主要系综合奥莱由于面积较大建设资金投入力度大，且有大量配套物业开业，对于运营商的资金和运营能力要求较高，因为往往为大型集团的资源来撬动。

表11：国内排名靠前的奥特莱斯项目概览

项目名称	运营商
<b>钻石级（50 + 亿元）</b>	
上海百联奥特莱斯小镇（青浦店）	上海百联集团股份有限公司
<b>铂金级（40 + 亿元）</b>	
北京首创奥莱	首创钜大有限公司
佛罗伦萨小镇京津名品奥特莱斯	RDM Asia
<b>白金级（30 + 亿元）</b>	
北京八达岭奥莱	北京华联集团投资控股有限公司
北京燕莎奥特莱斯	王府井集团股份有限公司
比斯特上海购物村	唯泰集团
比斯特苏州购物村	唯泰集团
武汉百联奥特莱斯	上海百联集团股份有限公司
长沙友阿奥特莱斯购物公园	湖南友谊阿波罗商业股份有限公司
成都时代奥特莱斯	九龙仓集团有限公司
佛罗伦萨小镇上海名品奥特莱斯	RDM Asia
杭州下沙奥特莱斯	上海睿竹集团有限公司
宁波杉井奥特莱斯广场	杉杉商业集团有限公司
砂之船（重庆）奥莱	砂之船商业管理集团有限公司
太原天美杉杉奥特莱斯广场	杉杉商业集团有限公司
<b>黄金级（20 + 亿元）</b>	
北京王府井赛特奥莱	王府井集团股份有限公司
哈尔滨杉杉奥特莱斯广场	杉杉商业集团有限公司
砂之船（南京）奥莱	砂之船商业管理集团有限公司
砂之船（西安）奥莱	砂之船商业管理集团有限公司
沈阳兴隆大奥莱	沈阳兴隆大家庭购物中心有限公司
杉杉奥特莱斯广场·郑州	杉杉商业集团有限公司
无锡百联奥特莱斯	上海百联集团股份有限公司

项目名称	运营商
<b>优秀级（10 + 亿元）</b>	
百联奥特莱斯广场（南京）	上海百联集团股份有限公司
北京花乡奥特莱斯	北京赛特奥莱商业广场有限公司
北京斯普瑞斯奥莱	北京斯普瑞斯奥莱商城有限公司
长春赛特奥莱 MALL	王府井集团股份有限公司
佛罗伦萨小镇成都名品奥莱	RDM Asia
佛罗伦萨小镇广佛名品奥莱	RDM Asia
广州海印又一城奥莱	广东海印集团股份有限公司
广州万国奥特莱斯	广州市蓝田万国商业有限公司
哈尔滨枫叶小镇奥莱	上海睿竹集团有限公司
济南首创奥莱	首创钜大有限公司
南昌杉杉奥特莱斯广场	杉杉商业集团有限公司
砂之船（贵阳）奥莱	砂之船商业管理集团有限公司
砂之船（合肥）奥莱	砂之船商业管理集团有限公司
砂之船（昆明）奥莱	砂之船商业管理集团有限公司
深圳八号仓奥特莱斯	深圳市蜜蜂互联网络科技有限公司
沈阳王府井赛特奥莱	王府井集团股份有限公司
石家庄北国奥莱购物公园	石家庄北国人百集团有限责任公司
万宁首创奥莱	首创钜大有限公司
武汉首创奥莱	首创钜大有限公司
西安王府井赛特奥莱·机场店	王府井集团股份有限公司
西安王府井赛特奥莱·临潼店	王府井集团股份有限公司

资料来源：奥特莱斯产业发展委员会、国信证券经济研究所整理，注：同一颜色代表隶属同一集团



## 3.2.1 综合奥特莱斯头部化趋势明显

- 据《商业价值新支点》的介绍，如下图所示，以目前销售额排名前三的奥莱为例，其中燕莎奥莱面积最大，奢品率也最高；天津佛罗伦萨面积最小，但品牌构成和收入方式与青浦百联奥莱类似。

表12：国内排名前三的奥特莱斯介绍

	北京燕莎奥特莱斯购物中心	上海青浦百联奥特莱斯广场	天津佛罗伦萨小镇
建筑面积	一期17343平方米，上下两层，营业面积16000平方米，二期80000平方米，地下一层，地上三层。	5.1万平方米，商业建筑面积11万平方米，店铺数量294个，分A、B、C三个区域。	6万平方米，可营业面积4.2万平方米。
建筑风格	厂房式	花园式	意大利风格建筑
停车位	1800	2000+	2800
经营业态	名牌护肤、洗涤用品；服装服饰；运动用品及服装；各种鞋类；各种箱包；儿童玩具；家居用品。二期增加：餐饮和休闲娱乐设施等配套服务功能，IT数码、家电等。	服装、精品、箱包、鞋帽、童装及用品、餐饮。	摩登女装、国际名品、户外运动、休闲时、餐饮美食、寝具内衣、儿童玩具、皮鞋箱包配饰、美妆。
经营格局	A座以欧洲精品、商务休闲、妇女儿童、家居用品以及太阳镜、钟表为主；B座以皮鞋、皮具、运动户外商品为主；C座以国际一线知名品牌、男女服装、餐饮服务为主。	A区以国际品牌服饰、精品、箱包皮具为主；B区国际二线品牌服饰、精品、箱包、皮具，餐饮为主；C区以国内品牌服饰精品箱包、皮具、餐饮为主。	共有奢侈品、国际名品、运动及户外、休闲四个特色区域。
品牌结构	世界顶级品牌占总面积的25%-30%，国际知名品牌占25%-30%，国内知名品牌占40%-50%。	世界顶级品牌占的17%，其他品牌83%	世界顶级品牌占17%，其他品牌占83%。
合作方式	以联营保底为主，约占80%；租金等其他合作方式约占20%	由于供应商为降低风险，90%以联营扣率合作，如阿玛尼、杰尼亚等大品牌为7%~10%；星巴克为8%；仅大部分餐饮项目和少数品牌以租赁合同，如耐克租金为2元/m/天，有效地拉动了品牌招商和消费者的光顾。	由于供应商为降低风险，90%以联营扣率合作，如阿玛尼、杰尼亚等大品牌为7%~10%，星巴克为8%；仅大部分餐饮项目和少数品牌以租赁合同，如耐克租金为2元/m/天，有效地拉动了品牌招商和消费者的光顾。
主力品牌	Zegna、HUGO BOSS、DUNHILL、CERRUTI1881MaxMara、CANALI、COACH、MISSONI、SWAROVSKI等国际一线品牌。NIKE、adidas、Reebok、PUMA、THE NORTH FACE等运动和户外品牌。ECCO、MORESCHI、等皮鞋皮具品牌。艾美、天梭、美度等世界知名腕表品牌，品牌共计600多个	Armani、Zegna、Burberry、Bally、Hugo Boss、Dunhill、Ferragamo、MaxMara、Trussardi等国际知名品牌；Nike、Adidas、ESPRIT、IT、MIZUNO、GH、D'urban、LACOSTE、Bally、Hugo Boss、CK、NIKE、Adidas、等包括国际品牌，共计有400多个品牌	Fendi、Celine、Versace、Zegna、Tod's、Prada、Gucci、Coach、Ferragamo、Armani、Burberry、知名品牌、一线品牌、国内品牌和部分餐饮品牌。

资料来源：商业价值新支点、国信证券经济研究所整理（截至2013.11）

### 3.3 百联股份：奥莱运营模式成熟，成为拉动收入的支点

- 百联股份于2006年开设国内第一家花园式奥特莱斯——上海青浦百联奥莱，近八年均位列全国奥莱榜单榜首。在积累相关运营经验后，百联自2012年开始以平均每年一家的速度进行连锁化扩张，截至目前，公司旗下共拥有9家奥特莱斯，目前仍以公司优势地区华东地区为主。公司奥莱持续以打造奢品奥莱、精品奥莱为重点方向，持续扩大旗下奥特莱斯品牌影响力及覆盖面，实现业务的稳步持续成长。

表13：百联奥特莱斯门店情况

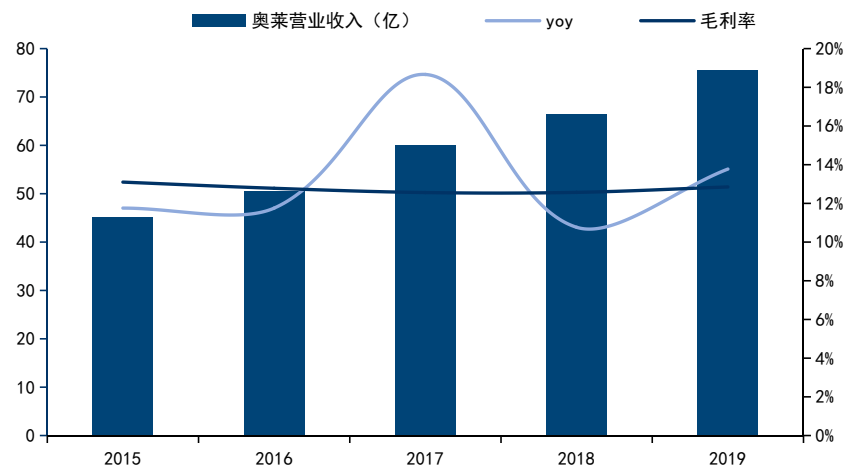
名称	地址	开业时间	面积（平方米）	物业权属	2023年销售额（亿元）	特点
百联奥特莱斯广场（上海·青浦）	沪青平公路2888号	2006. 4. 28	113, 480	自有	61. 7	全国首家花园式奥莱
百联奥特莱斯广场（武汉·盘龙）	武汉市黄陂区盘龙大道51号	2012. 12. 18	141, 298	自有/租赁	36. 0	华中品牌数量最多、品牌级数最高、体验最丰富的奥莱主题公园
百联奥特莱斯广场（江苏·无锡）	无锡市新区锡勤路18-28号	2013. 6. 29	117, 333	自有	21. 0	引进了中国乃至亚洲一辆城市有轨双层开放型观光电车
百联奥特莱斯广场（江苏·南京）	南京市江宁区汤山街道圣汤大道99号	2015. 9. 26	113, 911	自有	13. 5	百联奥莱2. 0版，全世界唯一有大型音乐喷泉的奥特莱斯
百联奥特莱斯广场（济南·海那）	山东省济南市槐荫区美里湖美里路555号	2016. 12. 24	53, 008	自有	/	以16世纪意大利小镇作为原型打造具有异域风情的开放型商业街区
百联奥特莱斯广场（湖南·长沙）	湖南省长沙县大元东路108号	2018. 9. 30	120, 000	自有	/	3. 0升级版奥特莱斯
百联奥特莱斯广场（济南·高新）	山东省济南市高新区科创路999号	2019. 3. 29	78, 995	自有	/	是济南第二家奥莱，与海那城百联奥莱一南一北组成“一城双奥莱”
百联奥特莱斯广场（浙江·余杭）	杭州市临平区香岸路33号	2021. 10. 15	132, 385	自有	/	国内首家国风奥莱
百联奥特莱斯广场（青岛·即墨）	青岛市即墨区陆港新城	2022. 7. 30	50, 172	自有	/	一至二层的意式建筑群落

资料来源：公司公告、奥莱领秀、国信证券经济研究所整理

### 3.3.1 百联股份：奥莱业务为公司利润贡献的核心

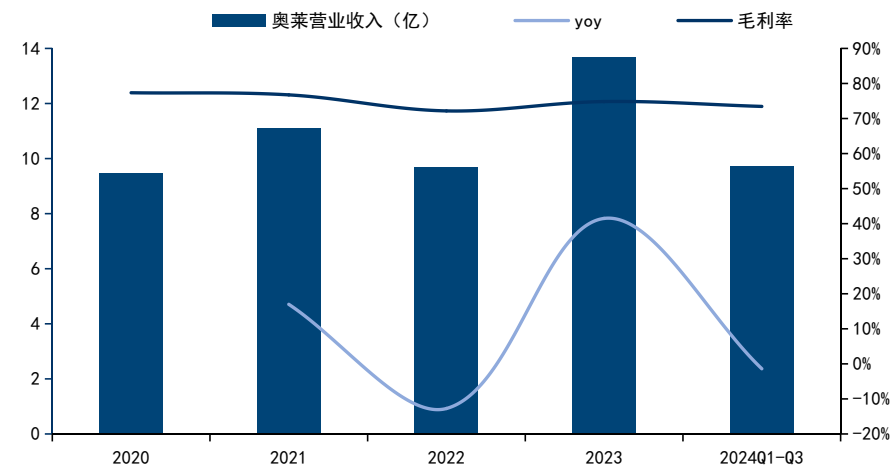
- 由于在2020年会计准则发生变化，导致20年前后数据不可比，但从数据趋势来看，20年以前，随着成熟奥莱项目的不断爬坡，以及新奥莱的扩建，公司奥莱业务整体收入稳定增长，CAGR2015-2019达13.7%，20年以后，除去22年疫情影响当年收入下滑，整体收入仍呈现上升趋势，2020-2023复合增速为13%，2024年前三季度百联奥莱业务实现收入9.7亿/yoy-1.39%，毛利率为73.45%/yoy-0.19pct。
- 24年百联旗下客流全年提升10%，目前公司销售模式90%以上的收入来源是联营收入，固定租金和联营收入取其高，扣点率在行业平均水平8-9%，其中奢侈品和女装扣点较高在9%。分品牌类型来看，目前运动类收入占比45%-50%，同比提升了10%+；男装+女装20%，同比基本持平，国际名品收入占比20%，同比下降10%，其中国际名品品牌率在10%+，青浦奥莱较高在20%。

图35：2015-2019年百联奥特莱斯收入及毛利率



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图36：2020-2024Q1-Q3年百联奥特莱斯收入及毛利率



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

### 3.3.2 百联股份：旗下头成熟奥莱项目盈利能力优异

- 从公司披露的青浦、武汉、无锡、南京4家重点百联奥莱运营子公司的数据来看，青浦奥莱项目无论是客流量销售额还是最终的净利润额都处于国内奥莱的顶尖水平。而无锡、南京、武汉作为公司早期的异地奥莱项目也均实现了较为稳定的收入和利润规模。

表14：百联旗下重点奥莱运营子公司的经营数据

奥莱门店	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024H1	24H1净利率 (净利润/营收)	2023年客 流(万)	23年客单 价(元)	
百联青浦奥莱	销售额(亿)					55	47.5	61.7	/				
	净利润(亿)	2.40	2.63	2.94	3.25	3.28	3.46	2.46	3.83	1.99			
	净利润yoy		10%	12%	10%	1%	6%	-29%	56%	2%	56.5%	820	752
	坪效(万/平方米)						4.85	4.19	5.44	/			
	净利润/销售额						6.3%	5.2%	6.2%	/			
百联武汉奥莱	销售额(亿)					33	(小于10)	36	/				
	净利润(亿)	0.49	0.63	0.68	0.78	0.71	1.07	0.71	1.25	0.58			
	净利润yoy		30%	7%	15%	-9%	51%	-34%	76%	-8%	41.2%	650	554
	坪效(万/平方米)						2.34	/	2.55	/			
	净利润/销售额						3.2%	/	3.5%	/			
百联无锡奥莱	销售额(亿)					20	17	21	/				
	净利润(亿)	0.28	0.28	0.42	0.61	0.59	0.67	0.53	0.63	0.39			
	净利润yoy		1%	52%	43%	-4%	14%	-21%	19%	11%	43.8%	350	600
	坪效(万/平方米)						1.70	1.45	1.79	/			
	净利润/销售额						3.4%	3.1%	3.0%	/			
百联南京奥莱	销售额(亿)					12	10	13.5	/				
	净利润(亿)	-0.30	-0.18	-0.06	0.16	0.23	0.33	0.17	0.24	0.09			
	净利润yoy		38%	68%	378%	41%	46%	-48%	38%	-1%	16.1%	310	435
	坪效(万/平方米)						1.05	0.88	1.19	/			
	净利润/销售额						2.8%	1.7%	1.8%	/			

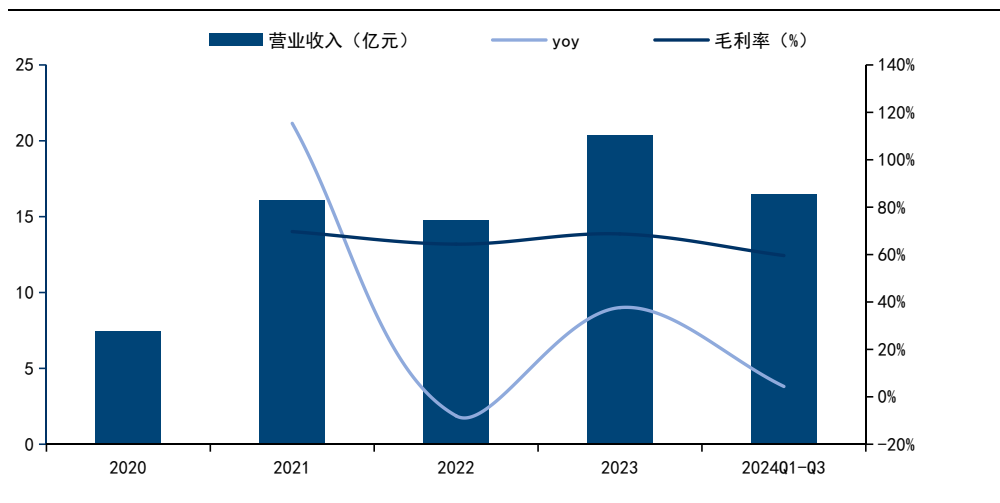
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

### 3.4 王府井：国内奥特莱斯的早期布局者，业务引领集团发展



- 王府井于2002年开设首家燕莎奥莱后，在16-21年进行较大规模扩张，目前已经拥有16家奥莱门店，其中4家城市奥莱。以华北地区为主，总面积达126.7万平方米，其中7家门店为自有物业。
- 除去2020年会计准则和22年疫情影响外，在16-21年持续的密集开店和新开店的稳步爬坡，王府井奥莱业务整体收入呈现稳定上升趋势。2023年公司奥莱业务实现收入20.34亿元，占比16.64%；2024年前三季度奥莱业务继续实现收入增速4.37%，在各业态中处于领先复苏表现。

图37：2020-2024Q1-Q3年王府井奥特莱斯收入及毛利率



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

表15：王府井旗下奥莱门店情况

门店	地址	开业时间	经营建筑面积(万平方米)	物业情况
北京燕莎奥莱	北京市朝阳区东四环南路9号	2002年12月	9.7	租赁
呼市王府井城市奥莱	内蒙古自治区呼和浩特市回民区中山西路	2004年12月	3.2	租赁
北京王府井奥莱香江小镇	北京市朝阳区香江北路28号	2009年7月	4.3	自有
郑州王府井城市奥莱	郑州市中原区棉纺西路36号	2012年12月	4.8	租赁
沈阳王府井奥莱棋盘山小镇	辽宁省沈阳市东陵区双园路36号	2012年8月	13.1	自有
天津新燕莎小镇	天津空港经济区环河北路98号	2013年12月	8.8	自有
太原王府井城市奥莱	山西省太原市迎泽开化寺街42号	2015年9月	2.0	租赁
银川王府井奥莱	宁夏银川市金凤区贺兰山路与正源北街交汇处向北800米处大阅城	2016年10月	5.6	租赁
西安赛特奥莱临潼店	陕西省西安市临潼区凤凰大道11号	2016年12月	8.5	自有
西安赛特奥莱机场店	陕西省西安市西咸新区港务一路与迎宾大道交界处东南200米	2016年12月	8.9	自有
长春王府井奥莱净月小镇	吉林省长春市净月经济开发区永顺路388号	2018年12月	10.3	自有
昆明王府井奥莱滇池小镇	云南省昆明市官渡区滇池国际会展中心东区一至三层	2019年9月	6.9	租赁
新乡王府井奥莱平原小镇	河南省新乡市平原示范区长江大道22号	2021年11月	9.7	自有
呼市王府井奥莱如意小镇	内蒙古自治区呼和浩特市新城区如意开发区	2021年12月	8.1	租赁
太原王府井晋阳里	山西省太原市晋源区新晋祠路521号	2022年1月	3.5	租赁
北京王府井奥莱UPTOWN	北京市大兴区久敬庄路与德贤路交汇处西南角	2023年12月	19.3	租赁

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理



## 3.2 王府井：成熟项目盈利相对稳定

- 根据公司披露的子公司数据对应的奥莱门店，我们对王府井旗下门店进行净利润整理，其中呼和浩特王府井百货有限责任公司旗下有两家奥特莱斯，因此净利润数据为合并计算；长春王府井远洋商业投资有限公司为17年王府井合资成立为运营长春奥莱项目，长春奥莱于2018.12月开业。整体来看王府井旗下的5年以上的相对成熟奥莱项目均有良好的盈利表现。

表16：王府井具体门店净利润情况（万元）

对应奥莱门店	子公司	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024H1
西安赛特奥莱临潼店	西安西恩温泉奥特莱斯文化旅游有限公司	-3314.5	-837.8	972.2	1611.2	1604.5	2910.3	-398.1	1278.5	827.2
	yoy		75%	216%	66%	0%	81%	-114%	421%	-16%
西安赛特奥莱机场店	陕西王府井奥莱商业有限公司	-622.2	76.6	1154.7	2132.9	2546.2	6092.3	700.0	1981.0	1598.8
	yoy		112%	1408%	85%	19%	139%	-89%	183%	19%
银川王府井奥莱	银川王府井奥特莱斯商业有限公司	-257.9	326.8	53.9	622.6	805.7	1200.0	1449.2	2049.7	1007.6
	yoy		227%	-84%	1055%	29%	49%	21%	41%	0%
长春王府井奥莱净月小镇	长春王府井远洋商业投资有限公司		-291.7	-2700.8	-5996.5	-5842.9	-3586.1	-2674.5	266.6	773.2
	yoy			-826%	-122%	3%	39%	25%	110%	504%
呼和浩特市王府井城市奥莱+ 呼和浩特市王府井奥莱如意小镇	呼和浩特王府井百货有限责任公司	18.1	255.0	577.3	1019.7	536.0	733.4	341.0	1136.5	522.2
	yoy		1312%	126%	77%	-47%	37%	-54%	233%	-13%
沈阳王府井奥莱棋盘山小镇	沈阳北方奥莱商业管理有限公司			-42.9	55.2	40.6	265.8	1873.1	2663.0	2959.7
	yoy				229%	-26%	555%	605%	42%	7%
北京王府井奥莱UPTOWN	北京王府井奥莱京南商业有限公司								-9160.2	-4783.8
	yoy								/	/

数据来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

### 3.3 友阿股份：区域型奥莱龙头积极探索新模式

- 目前友阿股份共有3家奥莱，2家在长沙市内，1家天津，共有面积26.5万平方米。其中长沙友阿奥特莱斯与天津友阿奥莱为综合型奥特莱斯。据奥莱商业协会，长沙友阿奥特莱斯21年销售额超30亿，为公司每年贡献了稳定净利润，23年实现利润总额7013万元。
- 而友阿奥特莱斯喜乐店则为湖南最大的城市奥莱。面积于中型购物中心类似，于21年5月开业，23年实现营收3621万元，净利润仍处于爬坡期有所承压。

表17：友阿股份旗下奥莱门店情况

门店	区域	开业日期	商业面积(万平)	物业情况	门店布局
长沙友阿奥特莱斯	湖南	2011.01	11.5	租赁	欧式建筑风格，全年1-5折超低折扣；距市中心8公里，交通便利；美食街超1万平；6000平米国际标配五星装潢电影院；12000平米室内儿童游乐中心
天津奥特莱斯	天津	2015.09	8.6	自有	欧式购物街区，配套设施包括：美食城、影院、星级酒店等。
友阿奥特莱斯喜乐店	湖南	2021.05	6.4	租赁	地上有7层，地下有1层，位于长沙市雨花区圭塘商圈，交通便利，整体构造与购物中心类似

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

表18：友阿股份旗下奥莱门店情况

	2021	2022	2023	2024H1
<b>友阿天津奥莱</b>				
营业收入(万)	4,575.83	4,833.43	4,766.57	2,132.47
yoy	-12.3%	5.6%	-1.4%	-19.6%
净利润(万)	-1,134.91	-2,184.40	-1,870.25	-787.04
yoy	1619.7%	-92.5%	14.4%	-66.9%
净利润率	-24.8%	-45.2%	-39.2%	-36.9%
<b>友阿奥特莱斯喜乐店(城市奥莱)</b>				
营业收入(万)	1,785.31	3,145.34	3,631.53	1,575.65
yoy		76.2%	15.5%	-5.7%
净利润(万)	-2,147.88	-2,976.26	-2,446.13	-1,247.42
yoy		-38.6%	17.8%	-4.4%
净利润率	-120.3%	-94.6%	-67.4%	-79.2%
<b>长沙友阿奥特莱斯</b>				
利润总额(万)	7,752.00	5,708.05	7,013.41	4187.64
yoy	39.0%	-26.4%	22.9%	-4.6%

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

## 四、投资建议

- 传统线下零售行业近年来在宏观需求不振，竞争加剧等多因素影响下，整体客流及销售额均有持续承压。根据汇客云数据，2024年上半年全国购物中心场均日客流为1.84万人次，较2023年同期增长4%，客流量平稳复苏，但与之相对的是，今年以来百货上市公司的营收较2023年出现了不同幅度的下滑，因而呈现一定程度上的“旺丁不旺财”现象。
- 但同时我们也已经看到多家行业龙头正在开展积极调整变革，顺应消费形势，通过转型折扣化完善高性价比商品，以实现聚客及客单的有效提升。而在众多折扣化转型过程中，奥特莱斯业态作为折扣零售业态的一种，在近年来均取得了领先市场的增长表现。无论是在20-22年的疫情时期还是23年的疫情放开后，都有着高于消费行业整体增长趋势，2019-2023年CAGR达10.1%。其中线下百货龙头以及服装特卖品牌龙头，依托原有供应链及区域品牌效应优势，结合自身业务特征积极向城市奥莱或是综合型奥莱转型布局，有望在消费大环境承压背景下，实现逆周期的快速扩张。
- 整体来看，政策驱动叠加自身变革，事件催化动力足。传统零售板块24年末行情表现已经较为领先，而困境反转仍是当前主要叙事，传统线下零售龙头，虽然转型效果有待中长期业绩验证，但当下积极的市场情绪也对短期业绩有较高容忍度。此外配合并购重组政策助力，产业资本整合诉求强，未来预计仍有众多事件催化驱动。长期来看，我们继续看好传统线下龙头的折扣化转型，建议积极关注坚定布局打造全国综合型奥特莱斯集群的**百联股份**、**王府井**等全国综合百货龙头，在城市内开设高性价比商品集合店的**名创优品**，以及积极转型打造硬折扣超市的**家家悦**，和持续推进胖东来调改提升商品力的**永辉超市**等。

## 附表：相关公司估值表

表6：相关公司盈利预测及估值

代码	公司名称	投资评级	收盘价 01-17	总市值（亿元） 01-17	EPS				PE			
					2023	2024E	2025E	2026E	2023	2024E	2025E	2026E
600827.SH	百联股份	优于大市	10.13	171	0.22	0.97	0.42	0.50	42.42	10.43	24.05	20.26
600729.SH	重庆百货	优于大市	28.45	125	3.23	3.12	3.25	3.44	8.72	9.12	8.74	8.27
600859.SH	王府井	优于大市	13.74	156	0.62	0.74	0.85	1.00	25.55	18.57	16.16	13.74
600415.SH	小商品城	优于大市	12.91	708	0.49	0.51	0.61	0.78	15.00	25.31	21.16	16.55
603708.SH	家家悦	优于大市	10.32	66	0.21	0.32	0.35	0.38	62.03	32.25	29.49	27.16
9896.HK	名创优品	优于大市	45.00	562	1.40	2.19	2.64	3.14	21.77	19.36	16.02	13.48
002697.SZ	红旗连锁	无评级	5.43	74	0.41	0.42	0.45	0.47	12.07	12.79	12.11	11.45
600694.SH	大商股份	无评级	23.95	75	1.72	1.88	2.02	2.18	9.82	12.76	11.84	10.99

资料来源:Wind、国信证券经济研究所整理预测 注:红旗连锁、大商股份为wind一致预测,名创优品收盘价及市值为港元



- 一、消费复苏不及预期，居民消费意愿持续低位；
- 二、宏观经济、汇率、恶劣天气、重大自然灾害等系统性风险；
- 三、渠道新品推出不及预期，或新品牌推广不及预期；
- 四、渠道低价竞争加剧，营销投放成本上升影响企业盈利能力；
- 五、企业管理层出现变动调整导致经营能力受损；
- 六、收购整合可能低于预期及商誉减值风险。

## 国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.GSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上

### 分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

### 重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

### 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。



国信证券

GUOSEN SECURITIES

## 国信证券经济研究所

---

### 深圳

深圳市福田区福华一路125号国信金融大厦36层

邮编：518046      总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路1199弄证大五道口广场1号楼12楼

邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街6号国信证券9层

邮编：100032