

“消费新解构”之“三四线消费”

低线兴起，产品、品牌、渠道三维掘金

2017年4月26日

投资要点

- 从人口、收入、地产角度看三四线消费崛起的背景。**自 2005-2015 年三四线社消占比累计提升 1.4pcts，增速亦实现赶超，三因素驱动态势持续。**人口：**一二线人口流入趋缓，低线城镇化提速；**收入：**人均 GDP 5000 美元为居民消费率的拐点，8000 美元后斜率提升，多数低线城市 GDP 处于区间，居民消费率将由底部区域向上提升。**地产：**低线城市去库存持续，2017Q1 30 大中城市/非 30 大中城市商品房成交面积同比分别 -27.8%/+35.2%，在三四线城市较低房价收入比下财富效应或大于挤出效应。
- 三四线消费现状解构：品类、产品、渠道特征。**1) **品类：**三四线城市人均 GDP 跨越 3000 美元与城镇化共驱汽车/家电/教育文娱等可选消费占比提升。2) **产品：**三四线消费者处于品牌认知阶段，品牌忠诚度低/信赖广告与口碑推荐/注重产品性价比。3) **渠道：**实体渠道仍是重点且供给相对不足，预计未来四年 60%新增购物中心将布局低线。同时电商渗透率低（62%VS 一二线 89%），未来增速快空间大，是优质品牌低成本切入低线市场的机遇。
- 看未来：精准定位/营销升级/渠道渗透共振把握三四线消费红利。****精准定位：**品类红利（服装/家电/家居家具等优势赛道）+品质升级（数量消费向品牌消费过度，中档优质产品空间巨大）+产品性价比（“有钱敢花”，并非单一追求低价）诠释品牌/产品胜出三要素。**营销升级：**立体化传统营销在三四线仍卓有成效，随泛 90 后“小镇青年”消费占比提升，借由社群化营销等新兴传播渠道导入品牌是未来趋势。**渠道渗透：**加密低线城市布点建立规模优势，服务站、类直营等经营形式成为有效之选。
- OPPO/vivo 低线取胜之道：**2016 年 OV 合计出货量达 1.48 亿台，同比 +109.6%；OPPO/vivo 的净利率据 IHS Tech 推估分别为 8.2%/7.9%，仅次于苹果与三星。1) **定位精准：**产品定价契合主流消费人群购买力（1000-3000 预算占 63.3%），“拍照”+“续航”切入三四线单一化需求；2) **立体营销：**签约当红明星转化粉丝，赞助大热综艺持续曝光，户外广告覆盖+地推打造品牌认知，高营销投入转化为三四线群体中高知名度；3) **让利渠道，深度覆盖：**“省代-多级经销”模式，截止 2016H1 OPPO/vivo 全国门店数量已分别达到 24 万/12 万家以上，远超国内/国际手机商。
- 风险因素。**低线城市经济增长低于预期，城镇化进展低于预期。
- 投资策略。**低线消费兴起，推荐三主线：1) 主线一：品牌定位准确，深耕三四线市场与客群，营销与产品迭代创新能力强者：**安踏体育、飞亚达 A、海澜之家**；2) 主线二：同步受益地产后周期与消费升级，渠道下沉战略卓有成效者：**老板电器、华帝股份、好莱客**；3) 主线三：零售龙头，供应链优势助力三四线纵深覆盖：推荐**永辉超市、步步高、家家悦**，关注苏宁云商。

重点公司盈利预测、估值及投资评级

简称	股价 (元)	EPS (元)			PE (倍)			PB	评级
		2017E	2018E	2019E	2017E	2018E	2019E		
安踏体育	19.61	1.16	1.31	1.54	17	15	13	/	买入
飞亚达 A	13.32	0.35	0.43	0.51	38	31	26	2.3	买入
老板电器	55.47	2.15	2.79	3.53	26	20	16	7.7	买入
好莱客	35.49	1.14	1.49	1.92	31	24	18	7.3	买入
永辉超市	6.18	0.17	0.21	0.26	36	29	24	3.0	买入
家家悦	22.40	0.78	0.85	/	29	26	/	2.9	买入

资料来源：Wind，中信证券研究部预测注：股价为 2017 年 4 月 24 日收盘价，安踏体育 EPS 为港元



强于大市（维持）

中信证券研究部

周羽
商业零售行业首席分析师
电话：021-20262125
邮件：yu_zhou@citics.com
执业证书编号：S1010513070005

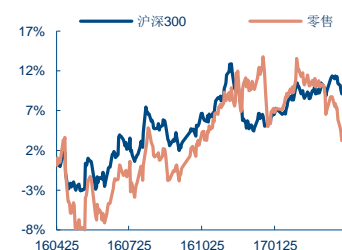
金星
家电行业首席分析师
电话：20262128
邮件：jinxing@citics.com
执业证书编号：S1010512100002

鄢鹏
轻工制造行业首席分析师
电话：20262135
邮件：yanpeng@citics.com
执业证书编号：S1010514080001

薛缘
纺织服饰行业首席分析师
电话：20262134
邮件：xueyuan@citics.com
执业证书编号：S1010514080007

徐晓芳
商业零售行业高级分析师
电话：0755-23835427
邮件：xuxiaofang@citics.com
执业证书编号：S1010515010003

相对指数表现



资料来源：中信数量化投资分析系统

目录

从人口、收入、地产三角度看三四线消费崛起	1
自 2005 年起三四线社消占比持续回升	1
人口：一二线人口流入趋缓，低线城镇化有望提速	3
收入：从国际经验看，三四线进入消费率提升阶段	5
地产：去库存效果较好，低线涨价财富效应助力消费	7
三四线消费现状解构：品类、产品、渠道特征	9
可选消费品更受青睐，基础消费品升级换代	9
品牌意识提升期，产品注重性价比	11
实体渠道相对不足，电商加速渗透	15
看未来：精准定位、营销升级、渠道渗透共同把握红利期	18
精准定位：品类红利+品质升级+产品性价比	18
营销升级：传统营销卓有成效，新兴传播逐渐兴起	20
完善渠道：加大实体低线覆盖，服务站、类直营等模式有效渗透	21
风险因素	24
投资策略	24
重点公司推荐	25
安踏体育（02020.HK）：多品牌发力，供应链提升，龙头稳坐	25
飞亚达 A（000026）：名表立足一二线，自主品牌深耕三四线	26
海澜之家（600398.SH）：固本荣枝，多品牌扬帆	27
老板电器（002508）：连续 8 年利润增速超 40%，高成长仍是进行时	28
华帝股份（002035）：改善初见成效，期待厚积薄发	29
好莱客（603898.SH）：渠道深耕三四线，产品紧抓环保牌	30
永辉超市（601933.SH）：全国规模龙头，三四线纵深发展	31
步步高（603708）：立足湘赣加速扩张，拨云见日业绩回升	32
家家悦（603708）：立足山东，“下沉”、“西进”提升份额	33

插图目录

图 1：三四线城市社会消费品零售总额占比自 2005 年逐渐提升（%）	1
图 2：一二线 VS 三四线城市社零额增速	1
图 3：各地区社会消费品零售总额占比：中西部比例提升	2
图 4：2010 年各省人均可支配收入增速趋同	2
图 5：全国居民收入基尼系数持续下降	3
图 6：上海外来常住人口自 2015 年开始负增长	3
图 7：上海市户籍人口	3
图 8：北京外来常住人口自 2016 年开始负增长	3
图 9：北京市户籍人口	3
图 10：总体/本地/外出农民工增速	4
图 11：全国流动人口总量自 2015 年出现负增长	4
图 12：中国城镇化率（%）	4
图 13：发达国家城镇化率水平（%）	4
图 14：中国人均 GDP 与居民最终消费率	5
图 15：三大需求对 GDP 增长的贡献率（%）	5
图 16：美国人均 GDP 与居民最终消费率	6
图 17：日本人均 GDP 与居民最终消费率	6
图 18：北京市人均 GDP 与居民最终消费率	6
图 19：上海市人均 GDP 与居民最终消费率	6
图 20：江苏省人均 GDP 与居民最终消费率	6
图 21：山东省人均 GDP 与居民最终消费率	6
图 22：四川省人均 GDP 与居民最终消费率	7
图 23：江西省人均 GDP 与居民最终消费率	7
图 24：全国商品房销售面积和销售额增速	7
图 25：低线城市商品房销售持续上涨	7
图 26：三线城市土地成交总价同比变化	7
图 27：三线城市土地成交总价单位：亿元	7
图 28：三线城市楼面地价单位：元/平方米	8
图 29：三线城市土地成交溢价率单位：%	8
图 30：三线城市土地成交总价同比变化	8
图 31：三线城市土地成交面积同比变化	8
图 32：一二线城市及上海、深圳房价收入比	8
图 33：河南 16 个地级市房价收入比	8
图 34：消费品类结构切换趋势	9
图 35：上海市消费性支出品类结构：可选品类占比持续提升	9
图 36：江苏省消费性支出品类结构：2005 年人均 GDP 达 3000 美元，可选占比持续提升	9
图 37：四川省消费性支出品类结构：2010 年人均 GDP 达 3000 美元，可选消费加速	10
图 38：平均每百户家用汽车拥有量（台）	10
图 39：人均教育文化娱乐服务消费（元）	10

图 40: 电影渗透率（影院月到达率）	10
图 41: 全国票房过亿城市分布	10
图 42: 消费者最想增加开支预算的消费类别	11
图 43: 快消品分城市级别的市场结构	11
图 44: 2015 年 1-11 月间母婴搜索量	11
图 45: 消费升级演进：一二线个性化趋势显著，三四线品牌化进程持续	11
图 46: 阿里巴巴零售平台品牌化率三年提升 7%	12
图 47: 三四线城市消费电子产品更青睐大品牌	12
图 48: 低线城市品牌忠诚度相对较低	12
图 49: 低线城市价值主导，品牌重要性相对低	12
图 50: 2016 年智能手机出货量（百万台）	13
图 51: OPPO/vivo 渠道深度下沉	13
图 52: OPPO、vivo 产品要素总结	13
图 53: OPPO、vivo 在三四线城市高渗透	13
图 54: 消费者手机购买预算分布	13
图 55: 换机时本品牌留存率统计	13
图 56: OV 依赖外观/拍照功能更吸引女性用户	14
图 57: OPPO 成为 00 后最想购买的安卓手机	14
图 58: 微商用户分布	14
图 59: 微商行业规模	14
图 60: 互联网已在三四线城市基本普及	14
图 61: 2016 各线城市女性网购消费者年龄分布	14
图 62: 逛商场频率一月两次以上的人口渗透率	15
图 63: 至 2020 年新增购物中心三四线占主导	15
图 64: 飞凡 618 购物节商场爆满	15
图 65: 飞凡 618 三四线商场客流与交易额增长高	15
图 66: 本土超市各区域割据	16
图 67: 国内前 10 零售商线下渠道占有率	16
图 68: 百货行业/超市行业集中度（%）	16
图 69: 各线城市网购驱动因素	17
图 70: 各线城市城市网购占总消费比重	17
图 71: 一二线城市与三四线城市电商消费对比	17
图 72: 中西部地区快递时效低于东部	17
图 73: 中西部物流时效快速提升	17
图 74: 美团 O2O 交易额：三四线占比快速提升	18
图 75: 三线城市海淘消费增速更快	18
图 76: 日本主要家电品类渗透率及人均 GNI（千美元，右轴）	18
图 77: 城镇家庭平均每百户家电拥有量及人均可支配收入（千元，右轴）	19
图 78: 安踏体育营业收入	19
图 79: 海澜之家营业收入	19
图 80: 三四线户外广告日到达率快速提升	20
图 81: 三四线对电视/网络视频广告更接纳	20

图 82: OPPO: “充电五分钟、通话两小时”	20
图 83: 京东主打“正品低价”	20
图 84: 各年龄层的城市层级分布	21
图 85: 90 后品牌拥有情况分布（人数占比）	21
图 86: 90 后受众的代表性综艺娱乐节目《奇葩说》	21
图 87: 节目播出后赞助品牌美特斯邦威曝光率大幅提升	21
图 88: 家家悦聚焦胶东低线，向全省辐射	22
图 89: 家家悦与超市行业平均综合毛利率比较	22
图 90: 永辉超市主营业务收入分区域构成	22
图 91: 永辉超市综合毛利率及净利率	22
图 92: 苏宁易购服务站形象	23
图 93: 苏宁易购服务站快速扩张	23
图 94: 品牌服装公司渠道扩张模式对比	23
图 95: 好莱客收入（亿元）及增长	30
图 96: 好莱客净利润（亿元）及增长	30

表格目录

表 1: 定义一二线城市范围	1
表 2: 中国省份地区划分	2
表 3: 中国城市规模划分标准及城镇化规划	4
表 4: 各省城市落户政策梳理	5
表 5: 洋码头统计 100 城海外购物指数：三四线城市居前	19
表 6: 周大福统一存货管理机制的举措和影响总结	23
表 7: 重点推荐公司盈利预测表	24
表 8: 安踏体育盈利预测表	25
表 9: 飞亚达 A 盈利预测	26
表 10: 海澜之家盈利预测表	27
表 11: 老板电器估值简表	28
表 12: 华帝股份估值简表	29
表 13: 好莱客盈利预测	30
表 14: 永辉超市盈利预测	31
表 15: 步步高盈利预测	32
表 16: 家家悦盈利预测	33

从人口、收入、地产三角度看三四线消费崛起

自 2005 年起三四线社消占比持续回升

一二线/三四线城市范围的统计与定义。本篇报告选择北京、上海、广州、深圳 4 个城市作为一线城市，以天津、重庆 2 个直辖市，杭州、南京等 16 个省会城市，大连、宁波、青岛、厦门 4 个副省级城市作为二线城市，共 26 个城市样本作为报告一二线城市口径；其余地、县级市为报告所指三四线城市，不再向下进行划分。

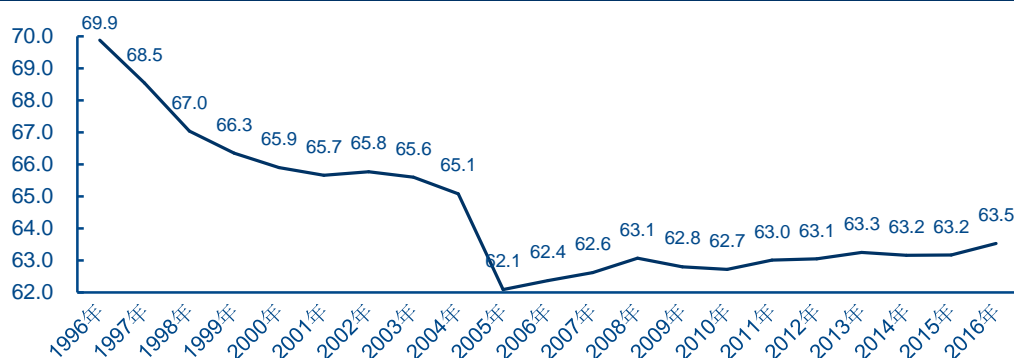
表 1：定义一二线城市范围

城市级别	城市范围
一线城市	北京、上海、广州、深圳
二线城市	杭州、南京、福州、济南、天津、石家庄、武汉、长沙、太原、合肥、南昌、郑州、哈尔滨、长春、沈阳、成都、重庆、大连、宁波、青岛、厦门

资料来源：中信证券研究部

自 2005 年起三四线城市社零额占比持续提升。根据国家及各地方统计局披露的近 20 年社会消费品零售总额计算，2005 年以前一二线城市经济高速发展带动较高消费增速，剔除 26 个一二线城市以外的低线城市社零额占比持续下降，而自 2005 年二者结构特征发生改变，伴随多省份人均 GDP 跨越 1000 美元门槛，低线城市消费逐渐崛起，占比自 2005 年 62.1% 提升至 2016 年 63.5%，消费增速呈“落后——赶超”趋势。

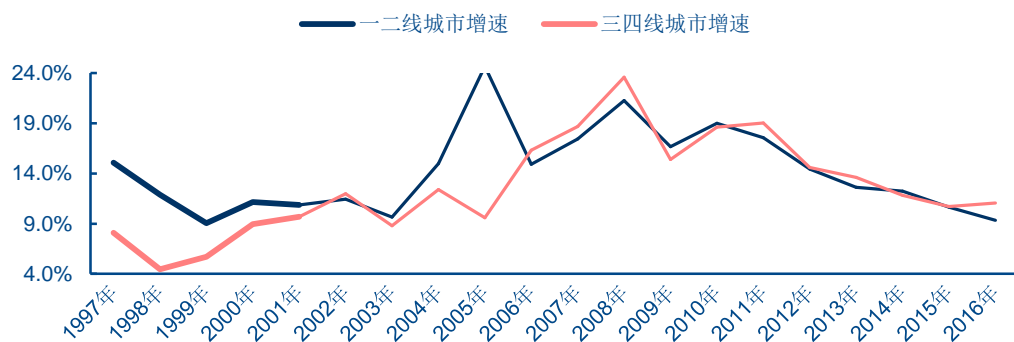
图 1：三四线城市社会消费品零售总额占比自 2005 年逐渐提升（%）



资料来源：国家统计局，中信证券研究部绘制
2005 年数据变化或因统计数据口径调整

注：根据国家统计局各地方统计局披露的统计公报数据计算，

图 2：一二线 VS 三四线城市社零额增速



资料来源：国家统计局，中信证券研究部绘制
2005 年数据变化或因统计数据口径调整

注：根据国家统计局各地方统计局披露数据计算，2005 年数据

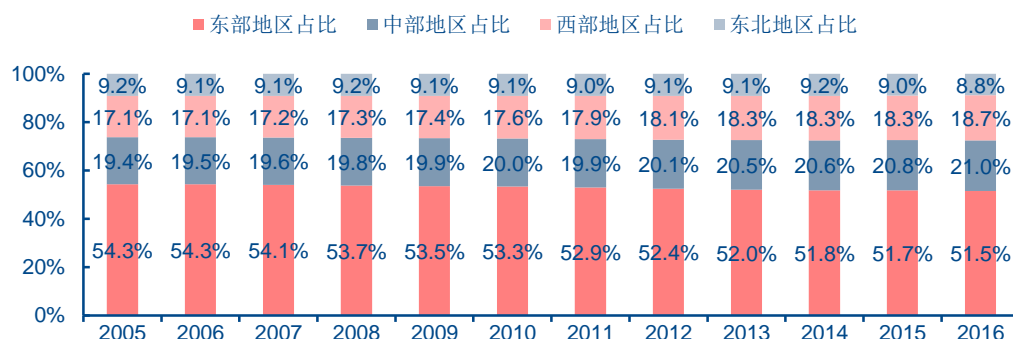
分地区看，低线城市占比较高的中西部消费占比也在提升。自 2005 年一二线城市贡献较少的中部、西部省份社零额比重亦逐渐提升，2005 年-2016 年累计提升 3.2%。而从收入角度，发达地区如江浙沪经历 2010 年以前收入的快速增长，中西部典型省份四川、山西、甘肃三省的人均可支配收入增速已实现赶超。而中西部省份消费基数更低，收入持续增长（十三五规划全国人均可支配收入比 2010 年翻番）为消费支出边际提升提供了动能。

表 2：中国省份地区划分

地区	包含省、自治区及直辖市
东部	北京、天津、河北、上海、江苏、浙江、福建、山东、广东和海南。
中部	山西、安徽、江西、河南、湖北和湖南
西部	内蒙古、广西、重庆、四川、贵州、云南、西藏、陕西、甘肃、青海、宁夏和新疆
东北	辽宁、吉林和黑龙江

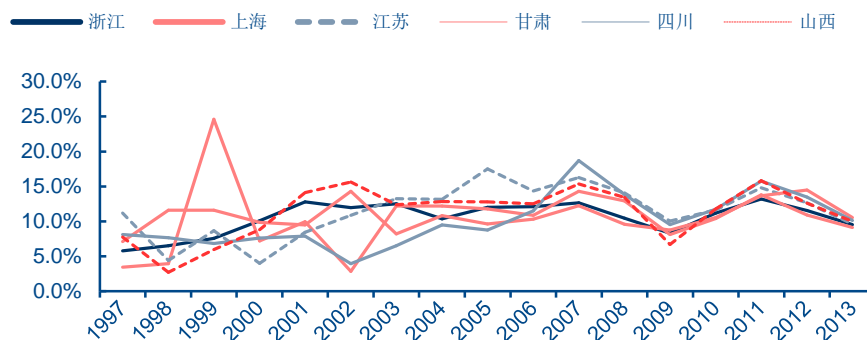
资料来源：国家统计局，中信证券研究部

图 3：各地区社会消费品零售总额占比：中西部比例提升



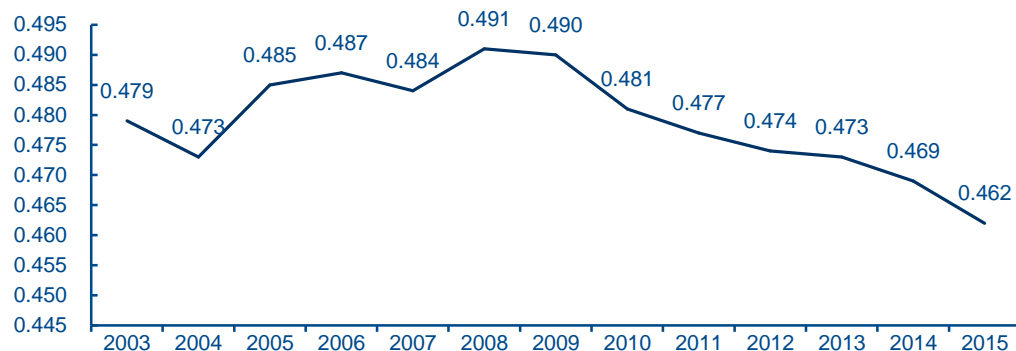
资料来源：国家统计局，中信证券研究部绘制

图 4：2010 年各省人均可支配收入增速趋同



资料来源：国家统计局，中信证券研究部绘制

图 5：全国居民收入基尼系数持续下降

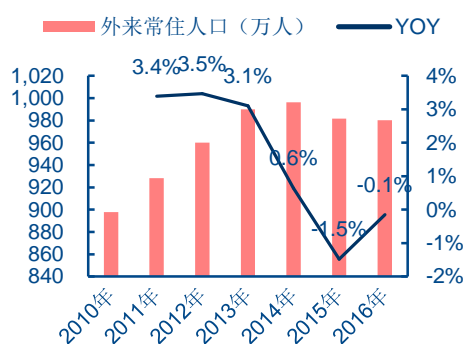


资料来源：国家统计局，中信证券研究部绘制

人口：一二线人口流入趋缓，低线城镇化有望提速

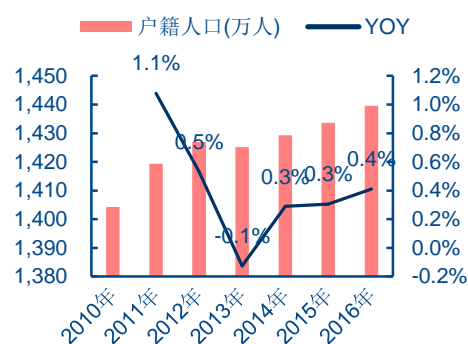
一二线人口流入趋缓，生活成本提高、户籍政策等为主因。伴随一二线城市房价暴涨，生活成本大幅提升，买房对很多工薪族成了奢望，而户籍门槛为留在一二线的非户籍人口带来了购房、教育等难题，回流三四线成为了可行选择，上海外来常住人口 2015/2016 年分别同比-1.5%/-0.1%，北京外来常住人口 2016 年同比-1.8%。同时，农民工本地化趋势也较为明显，2016 年本地/外出农民工增速分别为 3.4%/0.3%。全国流动人口 2015/2016 同比-2.4%/-0.8%，连续两年负增长。

图 6：上海外来常住人口自 2015 年开始负增长



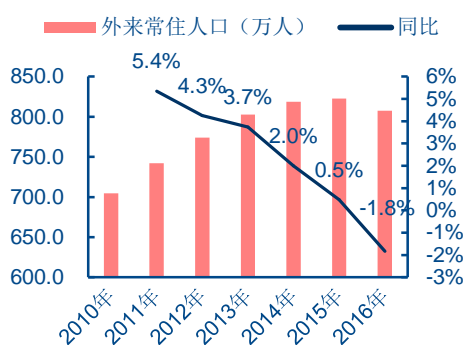
资料来源：国家统计局，中信证券研究部

图 7：上海市户籍人口



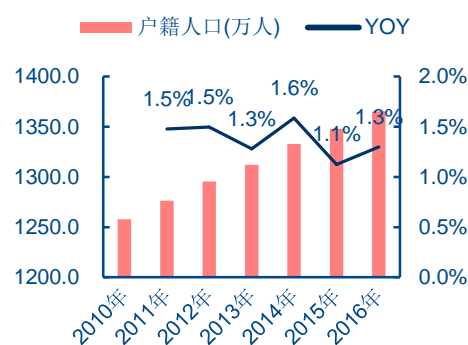
资料来源：国家统计局，中信证券研究部

图 8：北京外来常住人口自 2016 年开始负增长



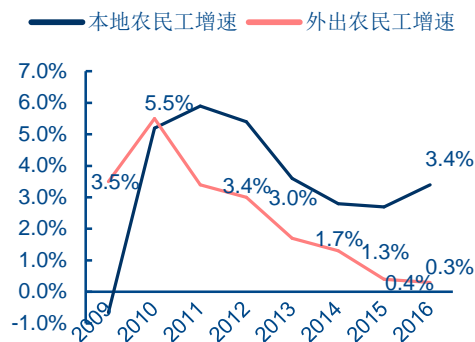
资料来源：国家统计局，中信证券研究部

图 9：北京市户籍人口



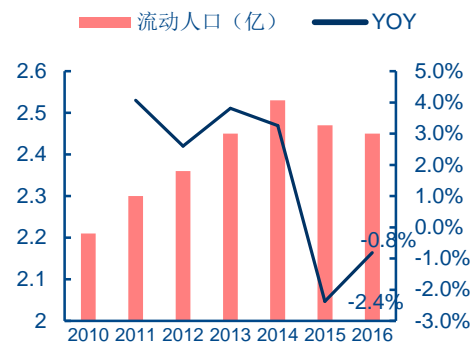
资料来源：国家统计局，中信证券研究部

图 10：总体/本地/外出农民工增速



资料来源：国家统计局，中信证券研究部

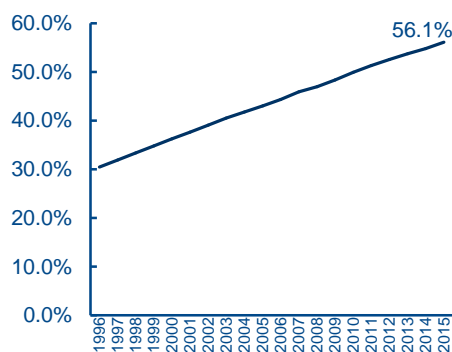
图 11：全国流动人口总量自 2015 年出现负增长



资料来源：国家统计局，中信证券研究部

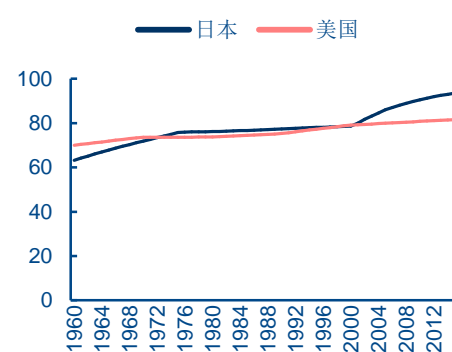
全国城镇化率 2020 年有望达 60%，三四线城市提升空间远大于一二线城市。我国城镇化率近 20 年快速提升，但距发达国际仍有显著差距。根据《国家新型城镇化规划(2014—2020 年)》，政府计划 2020 年将城镇化率提高到 60%，并在 2020 年之前将逐步向 1 亿左右农业转移人口发放永久的城镇户口。而在期间严格控制城区人口 500 万以上的特大城市人口规模，加快发展三四线中小城市。

图 12：中国城镇化率 (%)



资料来源：国家统计局，中信证券研究部

图 13：发达国家城镇化率水平 (%)



资料来源：世界银行，中信证券研究部

表 3：中国城市规模划分标准及城镇化规划

城市级别	常住人口	户籍政策
超大城市	1000 万以上	户籍人口比重低的超大城市和特大城市，要进一步放宽外来人口落户指标控制，加快提高户籍人口城镇化率。
特大城市	500 万以上 1000 万以下	严格控制城区人口 500 万以上的特大城市人口规模
I 型大城市	300 万以上 500 万以下	合理确定城区人口 300 万—500 万的大城市落户条件
II 型大城市	100 万以上 300 万以下	合理放开城区人口 100 万—300 万的大城市落户限制
中等城市	50 万以上 100 万以下	有序放开城区人口 50 万—100 万的城市落户限制
小城市	50 万以下	全面放开建制镇和小城市落户限制

资料来源：国务院《关于调整城市规模划分标准的通知》，《国家新型城镇化规划（2014-2020）》，中信证券研究部

新增建设用地与进城落户人口挂钩，地方政府引进非户籍人口落户积极性将提升。针对目前城镇化滞后于工业化，“土地城镇化”快于人口城镇化的现状，国土资源部、发改委等部门于 2016 年 10 月联合出台《关于建立城镇建设用地增加规模同吸纳农业转移人口落户数量挂钩机制的实施意见》，对于目前人均城镇建设用地不超过 100 平方米的城市，进城落户人口按人均 100 平方米安排新增城镇建设用地；现状人均水平在 100-150 平方米之间的城镇，按照人均 80 平方米标准安排；现状人均水平超过 150 平方米的城镇，按照人均 50 平方米标准安排。

表 4：各省城市落户政策梳理

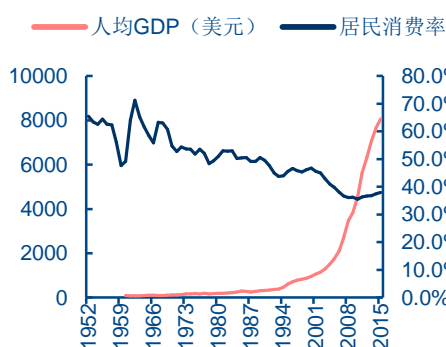
省份	时间	政策	细则
广东	2017 年 4 月 13 日	《广东省推动非户籍人口在城市落户实施方案》	“十三五”期间，全省努力实现 1300 万左右非户籍人口在城市落户，户籍人口城镇化率年均提高 1 个百分点以上。到 2020 年，全省户籍人口城镇化率提高到 50% 以上，户籍人口城镇化率与常住人口城镇化率差距较 2013 年缩小 2 个百分点以上。
浙江	2017 年 2 月 15 日	《浙江省推动非户籍人口在城市落户工作方案》	进一步拓宽非户籍人口在城市落户通道。全面放开县（县级市）落户限制，有序放开大中城市落户限制，合理控制特大城市（杭州市）人口规模，对重点群体实行更加宽松的户口迁移政策。
山东	2017 年 3 月 14 日	《进一步推动非户籍人口在城镇落户的通知》	针对农村籍大学生，探索省内来去自由的落户政策，对省内高校录取的农村籍大学生，可根据本人意愿，将户口迁至高校所在地；毕业后可根据本人实际，将户口迁回原籍地或迁入就（创）业地。
江苏	2017 年 1 月 16 日	《江苏省人口发展“十三五”规划》	全面放开建制镇和小城市落户条件，调整完善特大城市和大中城市落户政策。其中，大中城市不得采取购买房屋、投资纳税等方式设置落户限制，城区常住人口 300 万以下的城市不得采取积分落户方式。
安徽	2017 年 1 月 17 日	《推动非户籍人口在城市落户实施方案》	大中城市均不得采取购买房屋、投资纳税等方式设置落户限制。城区常住人口 300 万以下的城市不得采取积分落户方式。
河南	2017 年 2 月 8 日	《推动非户籍人口在城市落户实施方案》	“十三五”期间，全省城乡区域间户籍迁移壁垒加速破除，配套政策体系进一步健全，逐步剥离依附在户口性质上的城乡差别公共政策，户籍人口城镇化率年均提高 2 个百分点以上，年均转户 225 万人以上。到 2020 年，全省户籍人口城镇化率提高到 37% 以上，各地户籍人口城镇化率与常住人口城镇化率差距比 2013 年缩小 2 个百分点以上。

资料来源：各政府网站，中信证券研究部

收入：从国际经验看，三四线进入消费率提升阶段

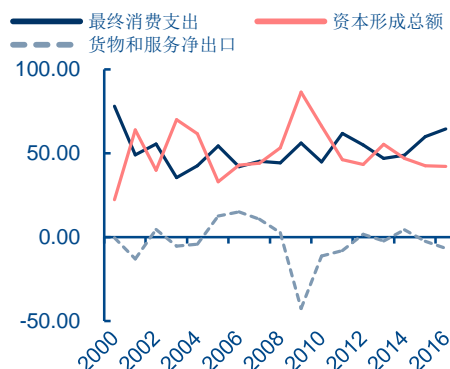
根据国际经验，人均 GDP 超过 8000 美元，居民消费率随人均 GDP 的增长而逐渐回升。美国人均 GDP 于 1976 年突破 8000 美元，居民消费率自 61.3% 提升到 2016 年的 68.7%。日本人均 GDP 1960 年达 8607 美元，居民消费率 1970 年至 2015 年累计提升 7.3%。2015 年中国人均 GDP 超 8000 美元，十三五规划 GDP 年均增速保持在 6.5% 以上，将为居民消费率持续增长提供动能。

图 14：中国人均 GDP 与居民最终消费率



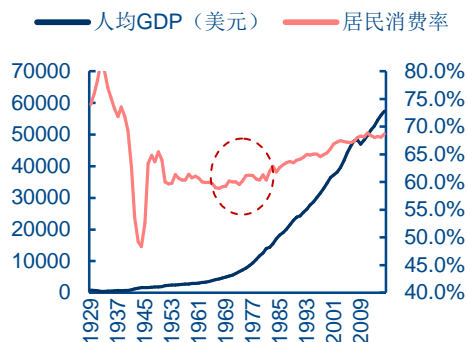
资料来源：国家统计局，中信证券研究部

图 15：三大需求对 GDP 增长的贡献率（%）



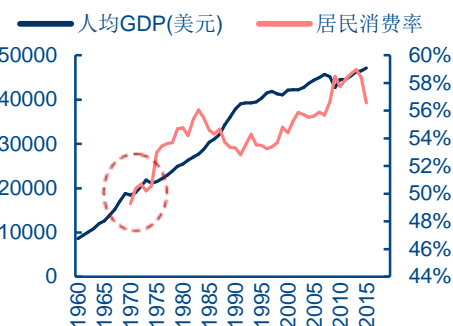
资料来源：国家统计局，中信证券研究部注：2000-2016 年最终消费支出中居民消费支出占比稳定在 75~73%

图 16：美国人均 GDP 与居民最终消费率



资料来源：Federal Reserve Bank，中信证券研究部

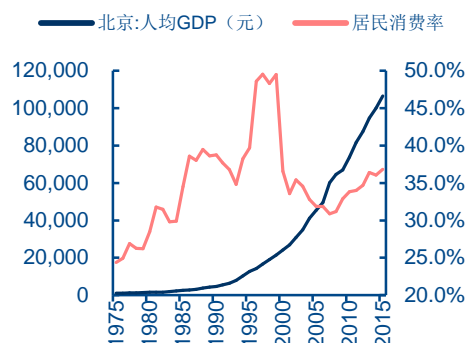
图 17：日本人均 GDP 与居民最终消费率



资料来源：世界银行，中信证券研究部

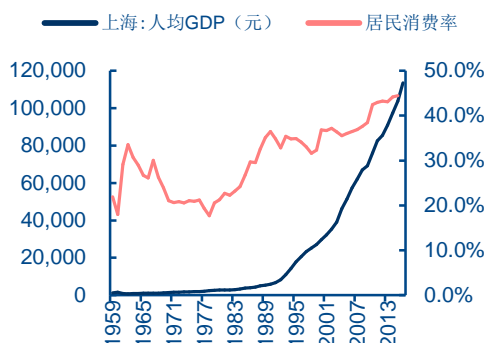
从中国发达城市轨迹看，三四线城市居民消费也处于提升周期。梳理各地区数据，我们发现人均 GDP 5000 美元为居民消费率的拐点，8000 美元后居民消费加速。北京、上海人均 GDP 分别于 2010/2007 年超 8000 元，居民消费率至 2015 年分别累计提升 5.9%/7.5%。山东/江苏人均 GDP 分别于 2012/2010 年突破 8000 美元，居民消费率累计提升 3.5%/9.6%。四川/江西 2015 年人均 GDP 分别为 5722/5655 美元，居民最终消费率仍处历史底部区域，提升空间大。

图 18：北京市人均 GDP 与居民最终消费率



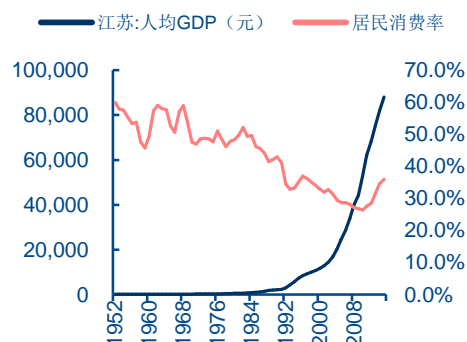
资料来源：国家统计局，中信证券研究部

图 19：上海市人均 GDP 与居民最终消费率



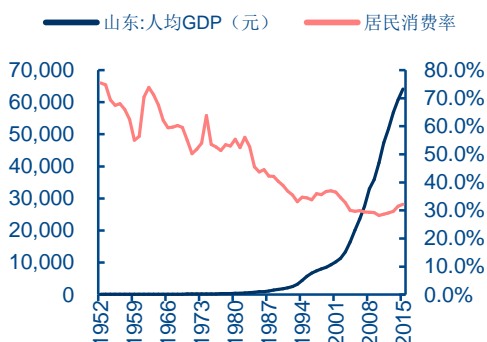
资料来源：国家统计局，中信证券研究部

图 20：江苏省人均 GDP 与居民最终消费率



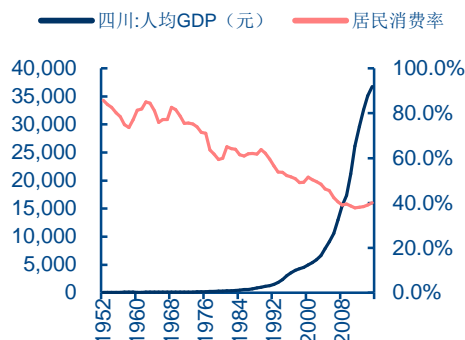
资料来源：国家统计局，中信证券研究部

图 21：山东省人均 GDP 与居民最终消费率



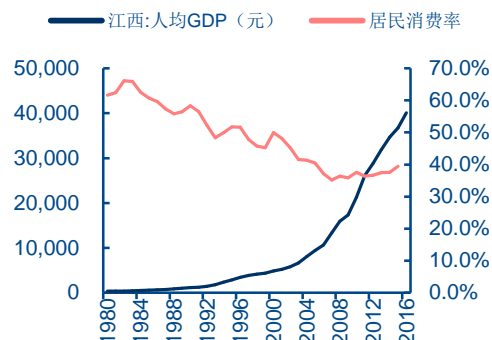
资料来源：国家统计局，中信证券研究部

图 22：四川省人均 GDP 与居民最终消费率



资料来源：国家统计局，中信证券研究部

图 23：江西省人均 GDP 与居民最终消费率

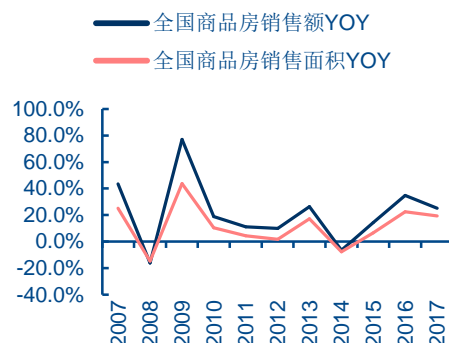


资料来源：国家统计局，中信证券研究部

地产：去库存效果较好，低线涨价财富效应助力消费

三四线地产销售持续向好。2017 年一季度全国商品房销售面积 2.9 亿平方米，同比增长 19.5%，增速较 2016 年-3.0pcts。商品房销售额 2.32 万亿元，同比增长 25.1%，增速较 2016 年-9.6pcts。销售面积高增长持续显示了去库存正如火如荼，而销售额增速的回落则体现了成交区域日渐偏向三四线城市。2017 年一季度 30 大中城市/非 30 大中城市商品房成交面积同比分别-27.8%/+35.2%。

图 24：全国商品房销售面积和销售额增速



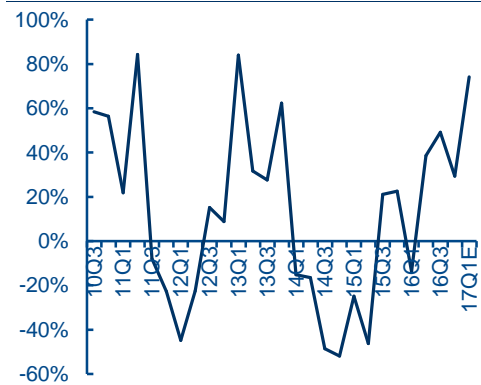
资料来源：Wind 中信证券研究部

图 25：低线城市商品房销售持续上涨



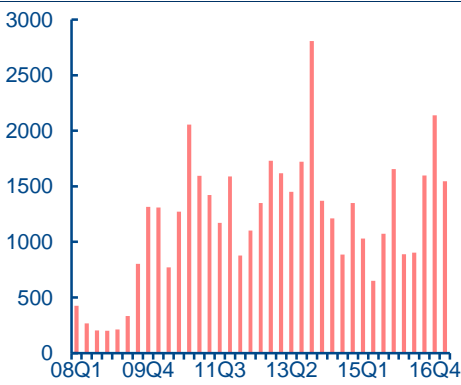
资料来源：国家统计局，Wind，中信证券研究部

图 26：三线城市土地成交总价同比变化



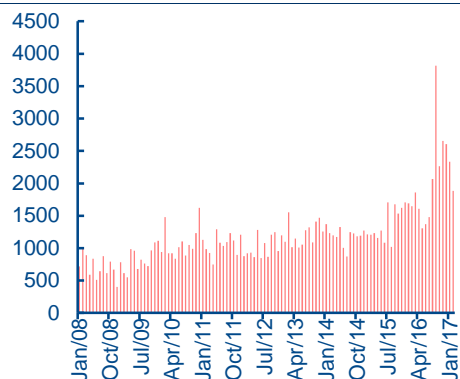
资料来源：Wind 注：此处三线指 Wind 统计 100 个城市中三线城市

图 27：三线城市土地成交总价单位：亿元



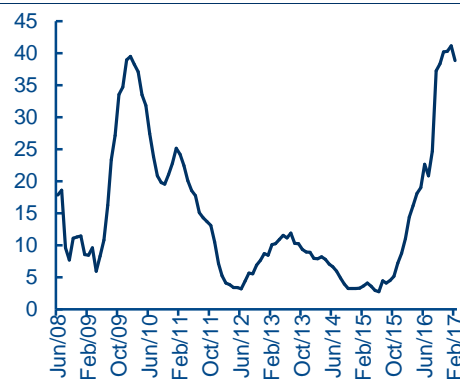
资料来源：Wind 注：此处三线指 Wind 统计 100 个城市中三线城市

图 28：三线城市楼面地价单位：元/平方米



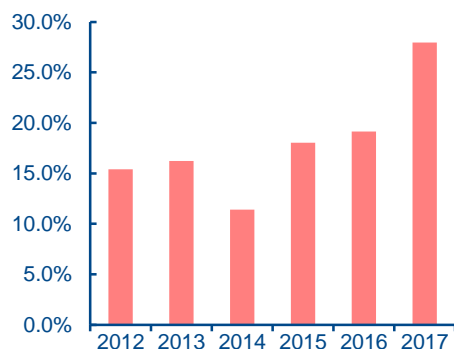
资料来源：Wind 注：此处三线指 Wind 统计 100 个城市中三线城市

图 29：三线城市土地成交溢价率单位：%



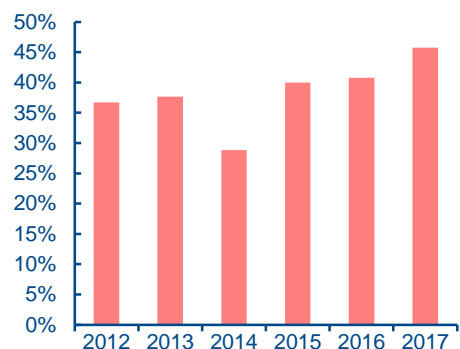
资料来源：Wind 注：此处三线指 Wind 统计 100 个城市中三线城市，进行了平滑处理

图 30：三线城市土地成交总价同比变化



资料来源：Wind 注：此处三线指 CREIS 统计口径的三线城市，各年均均为前两月

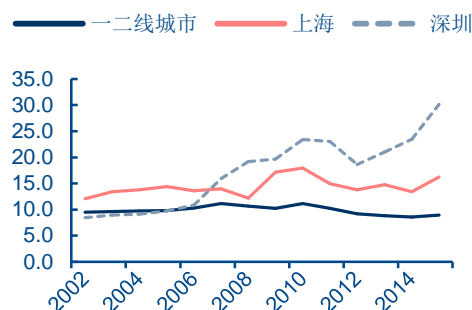
图 31：三线城市土地成交面积同比变化



资料来源：Wind 注：此处三线指 CREIS 统计口径的三线城市，各年均均为前两月

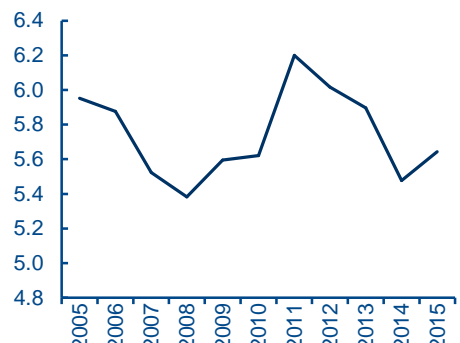
房价收入比低，财富效应或大于挤出效应。房价收入比（以地方年度平均住房价格为单价，计算建筑面积 80 平米住房总价；家庭年收入以人均可支配收入乘以 2 计算）指标在国际上通行的合理区间为 3-6 倍，我国一二线城市早期地产价格平稳上涨带来财富效应，在奢侈品等高档消费品类上表现显著。而自 2015 年房价短期暴涨，主要城市房价收入比已超 15，对当期消费挤出大于财富效应。三四线城市房价自低位平稳上涨，财富效应大于挤出效应，有望助推三四线消费。

图 32：一二线城市及上海、深圳房价收入比



资料来源：国家统计局，中信证券研究部 注：一二线为中位数计算，房价数据使用国家统计局披露平均住宅销售价格

图 33：河南 16 个地级市房价收入比



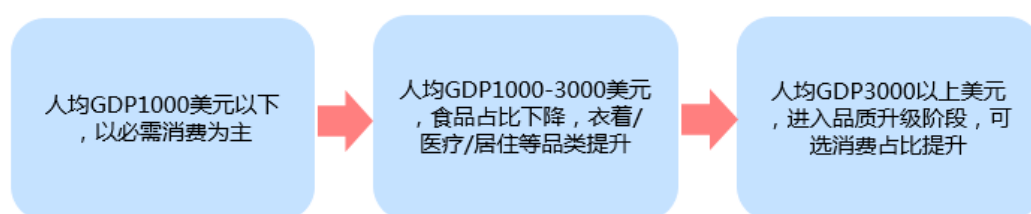
资料来源：国家统计局，中信证券研究部 注：房价与收入以中位数计算，河南 17 市中剔除郑州

三四线消费现状解构：品类、产品、渠道特征

可选消费品更受青睐，基础消费品升级换代

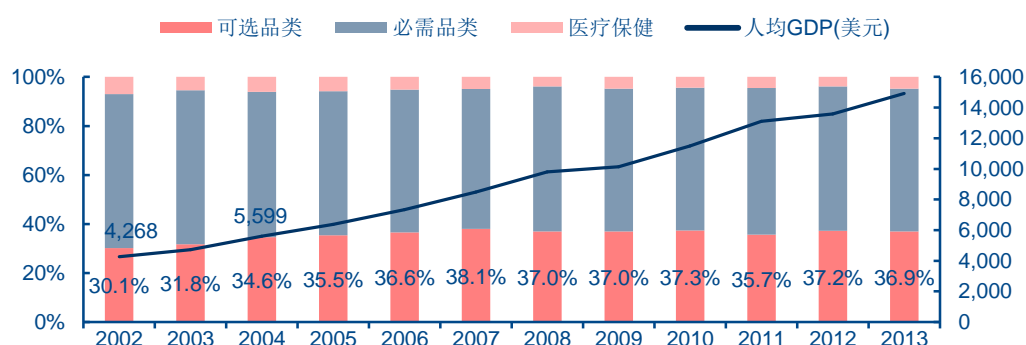
伴随收入提升，消费由必需品向可选品类切换。从上海、江苏等发达地区的消费升级经验看，人均 GDP 达 3000 美元后居民消费由必需品类（衣食住）向可选品类（交通通信、教文娱和其他类商品）演进趋势显著。伴随三四线城市人均 GDP 逐步跨越 3000 美元门槛，以汽车、文娱等为代表的可选消费占比进入提升期。

图 34：消费品类结构切换趋势



资料来源：参照世界银行《1997 年世界发展报告》并针对中国情况做出调整，中信证券研究部绘制

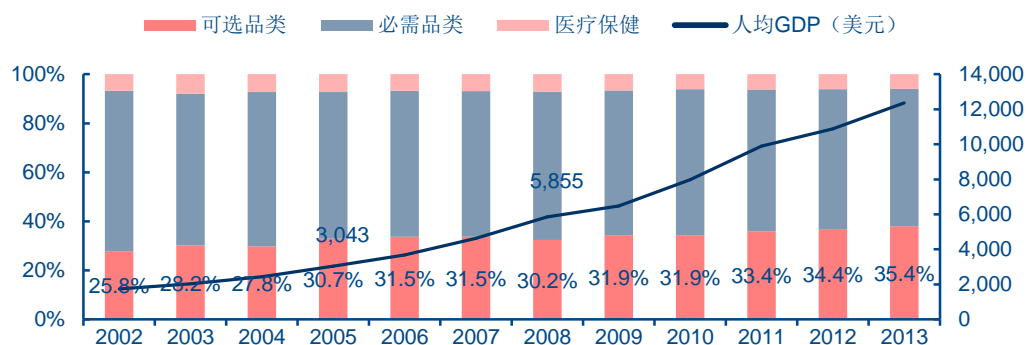
图 35：上海市消费性支出品类结构：可选品类占比持续提升



资料来源：国家统计局，中信证券研究部

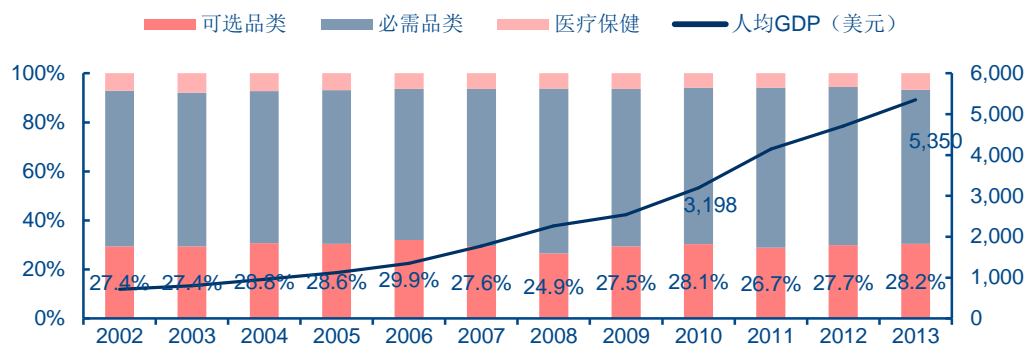
注：必需品类包括食品、衣着、居住、家庭设备用品与服务，可选品类包括交通和通信、教育文化娱乐服务、杂项商品和服务，下同。

图 36：江苏省消费性支出品类结构：2005 年人均 GDP 达 3000 美元，可选占比持续提升



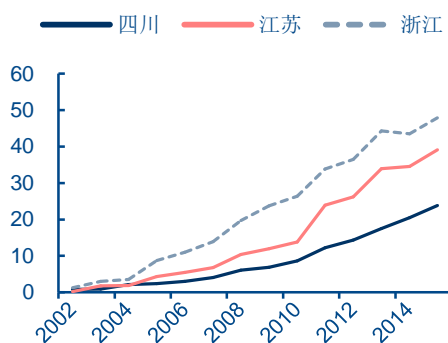
资料来源：国家统计局，中信证券研究部

图 37：四川省消费性支出品类结构：2010 年人均 GDP 达 3000 美元，可选消费加速



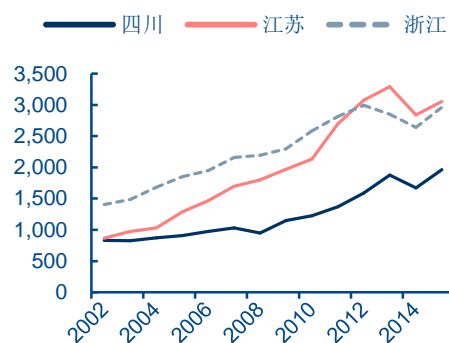
资料来源：国家统计局，中信证券研究部

图 38：平均每百户家用汽车拥有量（台）



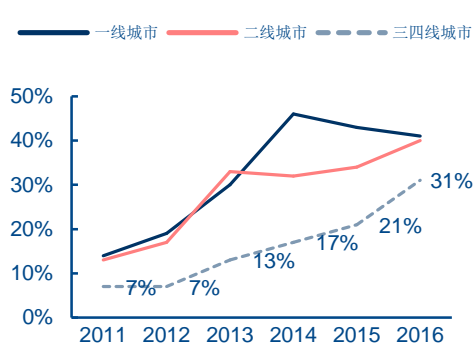
资料来源：国家统计局，中信证券研究部

图 39：人均教育文化娱乐服务消费（元）



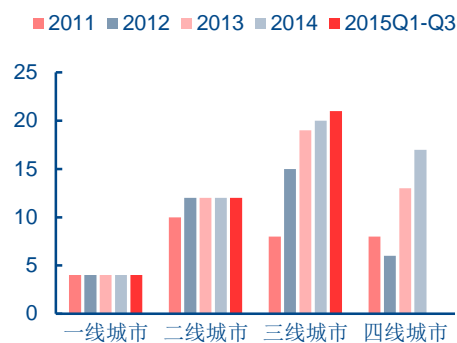
资料来源：国家统计局，中信证券研究部

图 40：电影渗透率（影院月到达率）



资料来源：群邑山海今，CNRS 数据库，中信证券研究部

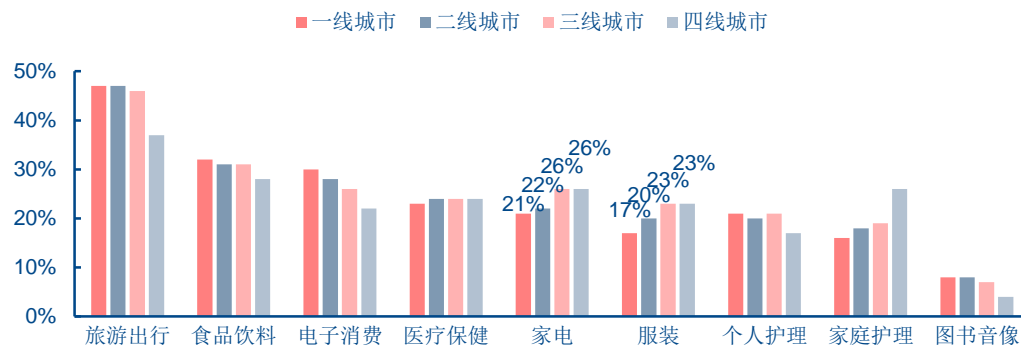
图 41：全国票房过亿城市分布



资料来源：中商产业研究院，中信证券研究部

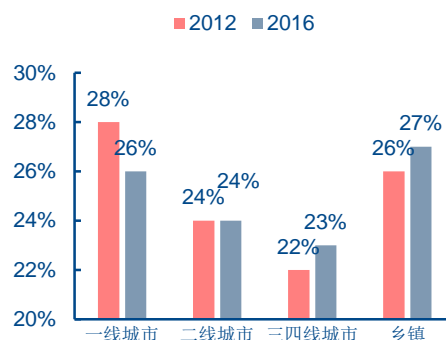
基础品类消费“更新换代”。三四线居民对基础型消费如服装、家电的消费提档、“更新换代”需求，消费倾向高于一二线城市；伴随农村人口进城安家落户，三四线这种存量消费升级的趋势将更为明显。根据尼尔森统计数据，快消品三四线以下层次市场占比逐年提升；京东数据显示 2016 年“双 11”期间，空调在四线及以下城市销量同比增长是一线城市的 3 倍。而一二线城市比三四线城市对电子产品、旅游出行、高档餐饮的消费倾向更高，在繁忙的工作之余更加倾向于享受型消费。

图 42：消费者最想增加开支预算的消费类别



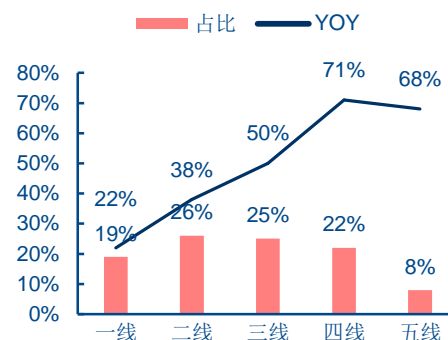
资料来源：埃森哲，中信证券研究部

图 43：快消品分城市级别的市场结构



资料来源：Nielsen，中信证券研究部

图 44：2015 年 1-11 月间母婴搜索量

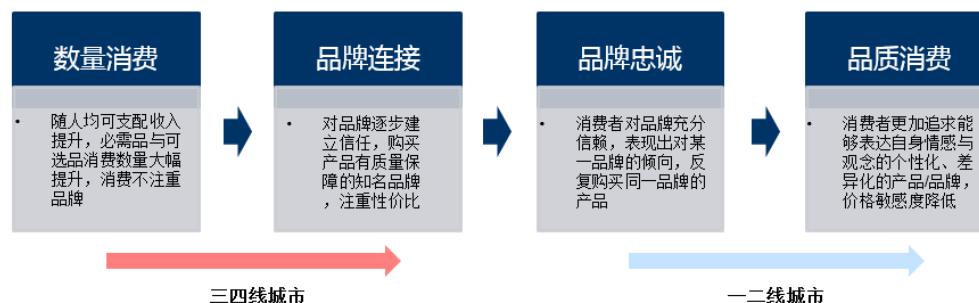


资料来源：百度，中信证券研究部

品牌意识提升期，产品注重性价比

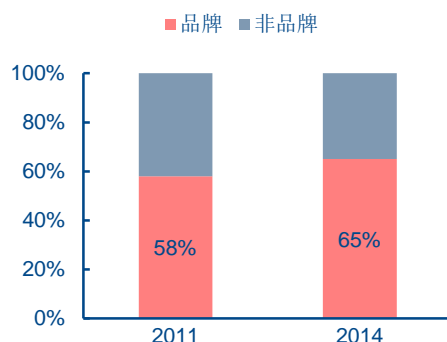
品牌忠诚度较低，处于品牌认知与连接阶段。当前广大三四线消费者由数量消费阶段逐步过渡到品牌消费阶段，淘宝/天猫平台销售的品牌化率 3 年累计提升 7%，而与部分一二线消费者开始追逐个性化品牌不同，三四线城市的消费者更多处于品牌连接阶段，更青睐购买值得信赖的大品牌。

图 45：消费升级演进：一二线个性化趋势显著，三四线品牌化进程持续



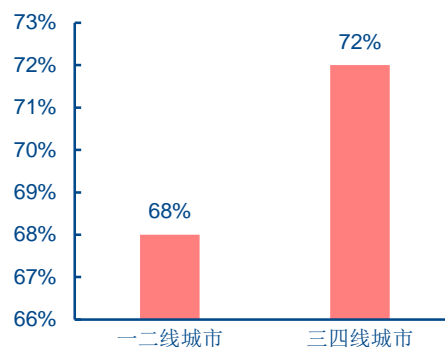
资料来源：中信证券研究部绘制

图 46: 阿里巴巴零售平台品牌化率三年提升 7%



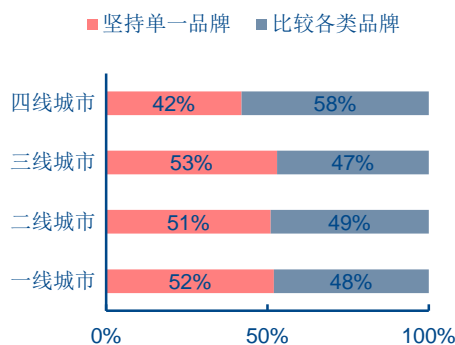
资料来源：阿里巴巴，贝恩公司，中信证券研究部
注：含大品牌/区域品牌/淘品牌/非知名品牌

图 47: 三四线城市消费电子产品更青睐大品牌



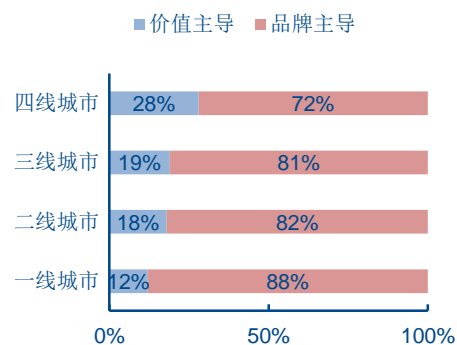
资料来源：阿里巴巴，贝恩公司，中信证券研究部

图 48: 低线城市品牌忠诚度相对较低



资料来源：埃森哲，中信证券研究部

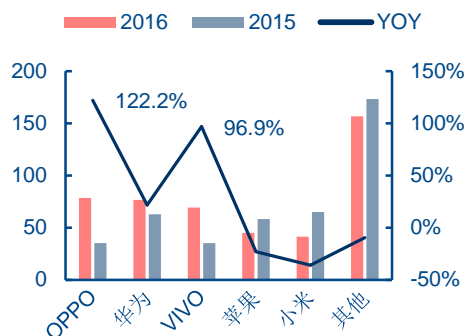
图 49: 低线城市价值主导，品牌重要性相对低



资料来源：埃森哲，中信证券研究部

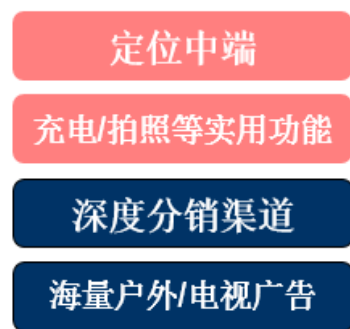
从 **OPPO、vivo** 为例看，三四线在品牌认知阶段渠道覆盖广、重营销的高性价比品牌获益。以深耕三四线渠道的手机品牌 **OPPO、vivo** 为例：二者 2016 年合计出货量达 1.48 亿台，同比+109.6%，线下渠道销售分别占 **OPPO/vivo** 总销售约 90%/95%。1) 渠道：截止 2016H1，**OPPO/vivo** 全国门店数量已分别达到 24 万/12 万家以上，覆盖面之广远超国内/国际手机商；2) 定价：据调查现国内消费者手机购买预算集中在 1000-3000 元价位，占 63.3%，而这一价格区间正是 **OPPO、VIVO** 主流机型定价区间；3) 功能：区别于一二线城市消费者，三四线对手机的需求相对单一，集中在“拍照”和“电池续航”，这正是 **OV** 手机的主打功能；4) 营销：**OV** 通过签约当红明星李易峰/杨洋/杨幂，赞助大热综艺“奔跑吧兄弟”、“挑战者联盟”结合户外广告覆盖和地推，在三四线群体中获得了极高的品牌认知。值得注意的是，**OV** 换机的本品牌留存率正逐步提升，亦可佐证三四线消费者对伴随自身消费升级过程品牌的忠诚度正在提升。**OV** 在 2016 年成长率只有约 5% 的中国手机市场，创造了年成长率超过 100% 的销售业绩，而根据市场研究机构 **IHS Technology** 推估，**OPPO/vivo** 的净利率分别为 8.2%/7.9%，远超过卖低价机的联想与小米，高于索尼与 **HTC**，仅次于苹果、三星。

图 50：2016 年智能手机出货量（百万台）



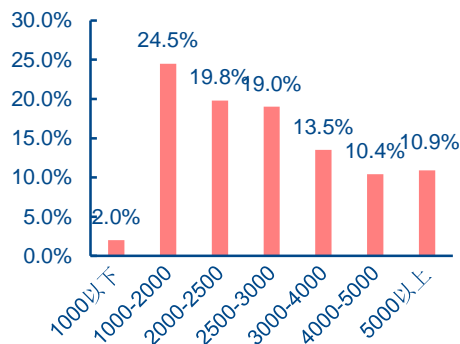
资料来源：IDC，中信证券研究部

图 52：OPPO、vivo 产品要素总结



资料来源：中信证券研究部绘制

图 54：消费者手机购买预算分布



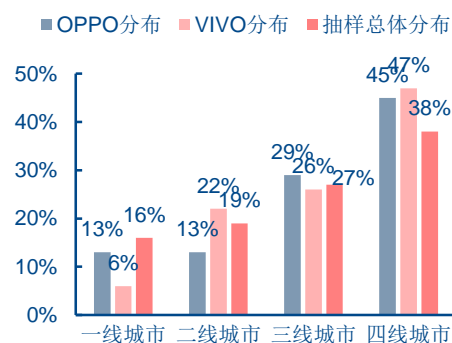
资料来源：2016 智能手机微报告，新浪微博、赛诺数据，中信证券研究部

图 51：OPPO/vivo 渠道深度下沉



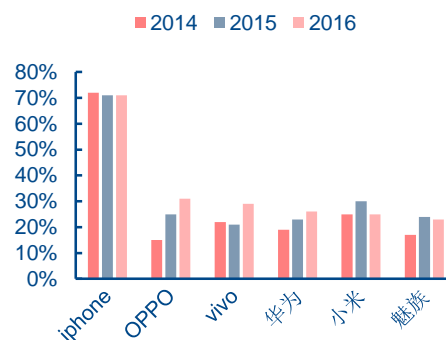
资料来源：OPPO，中信证券研究部

图 53：OPPO、vivo 在三四线城市高渗透



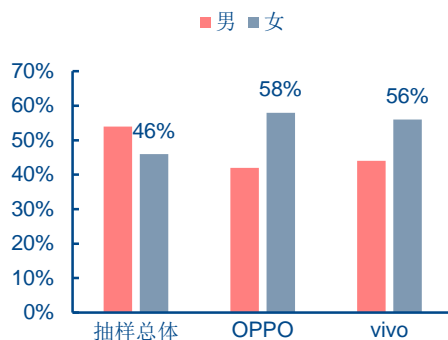
资料来源：腾讯 CDC《2016 手机市场深度报告》，中信证券研究部 注：通过 QQ 用户调研，抽样总体 9323 份

图 55：换机时本品牌留存率统计



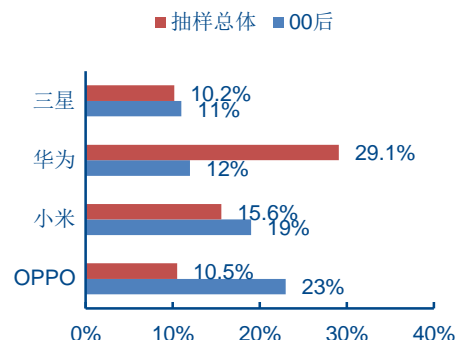
资料来源：2016 智能手机微报告，新浪微博、赛诺数据，中信证券研究部

图 56：OV 依赖外观/拍照功能更吸引女性用户



资料来源：腾讯 CDC《2016 手机市场深度报告》，中信证券研究部

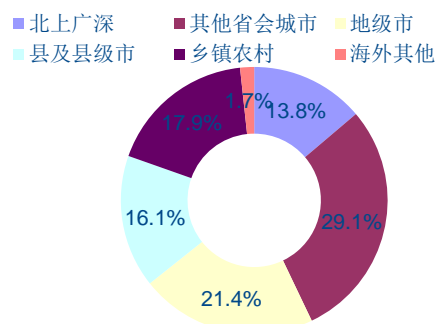
图 57：OPPO 成为 00 后最想购买的安卓手机



资料来源：腾讯 CDC《2016 手机市场深度报告》，中信证券研究部

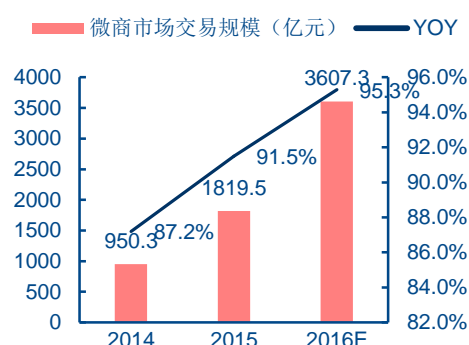
从品牌营销方面，三四线城市以传统广告/口碑传播为主，客群年轻化、互联网化使品牌信息不对称性减弱。一方面，电视、户外、报纸等媒体依然为重要广告营销渠道，根据尼尔森网联 AIS 全媒体广告监测的数据，OPPO 2015H1 仅在电视广告上的花费就达到 2.02 亿元，花在地方卫视上的广告费用占其电视广告总支出的 83%；另一方面，三四线城市消费“熟人经济”特征显著，消费者社交圈更小、更亲近，家人、朋友对购买决策具有很大影响，微商作为“搬上互联网”的熟人经济模式，省会以下城市用户占比接近 60%，购买力提升驱动行业持续扩容。伴随三四线消费客群逐步年轻化、互联网化，对品牌和产品资讯的接收能力增强，三四线与一二线品牌信息不对称性也在大幅减弱。

图 58：微商用户分布



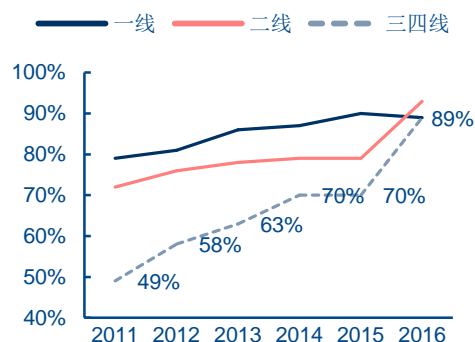
资料来源：易观智库《中国微商市场专题研究报告 2015》，中信证券研究部

图 59：微商行业规模



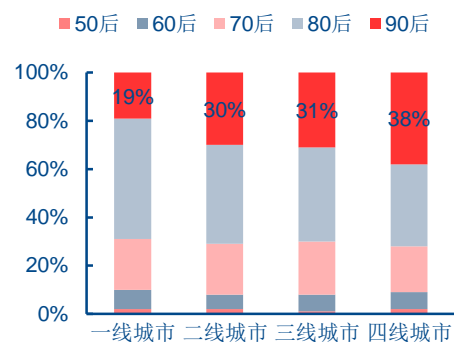
资料来源：2016 年中国微商市场研究报告，微信开发者平台，中信证券研究部

图 60：互联网已在三四线城市基本普及



资料来源：群邑，中信证券研究部 注：图为日到达率

图 61：2016 各线城市女性网购消费者年龄分布

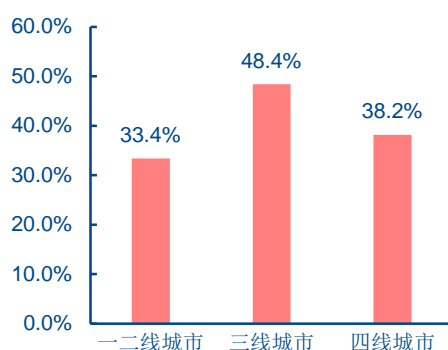


资料来源：群邑，中信证券研究部

实体渠道相对不足，电商加速渗透

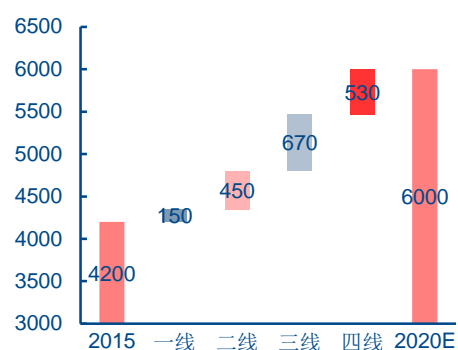
“有钱有闲”之下重体验，实体渠道仍是重点，但供给相对不足。三四线居民工作时长、通勤时间大幅小于一二线居民，有更多的时间和精力“逛街”，且对品牌和产品的认知较一二线程度低，促使三四线的主流消费模式是“深体验，后买单”。从 2016 年飞凡 618 购物节数据观察，三四线城市客流/交易额表现均优于一线。伴随购物中心在三四线持续渗透逐步替代原有的百货业态，三四线实体渠道的作用将进一步增强，目前从品牌供给角度仍与一二线城市有显著差距。近年来国际/国内知名品牌商与渠道商亦把握趋势，持续发力渠道下沉。

图 62：逛商场频率一月两次以上的人口渗透率



资料来源：凯络中国，中信证券研究部

图 63：至 2020 年新增购物中心三四线占主导



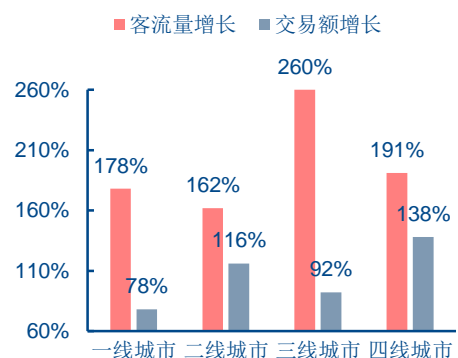
资料来源：罗兰贝格预测，中信证券研究部

图 64：飞凡 618 购物节商场爆满



资料来源：万达商业，中信证券研究部

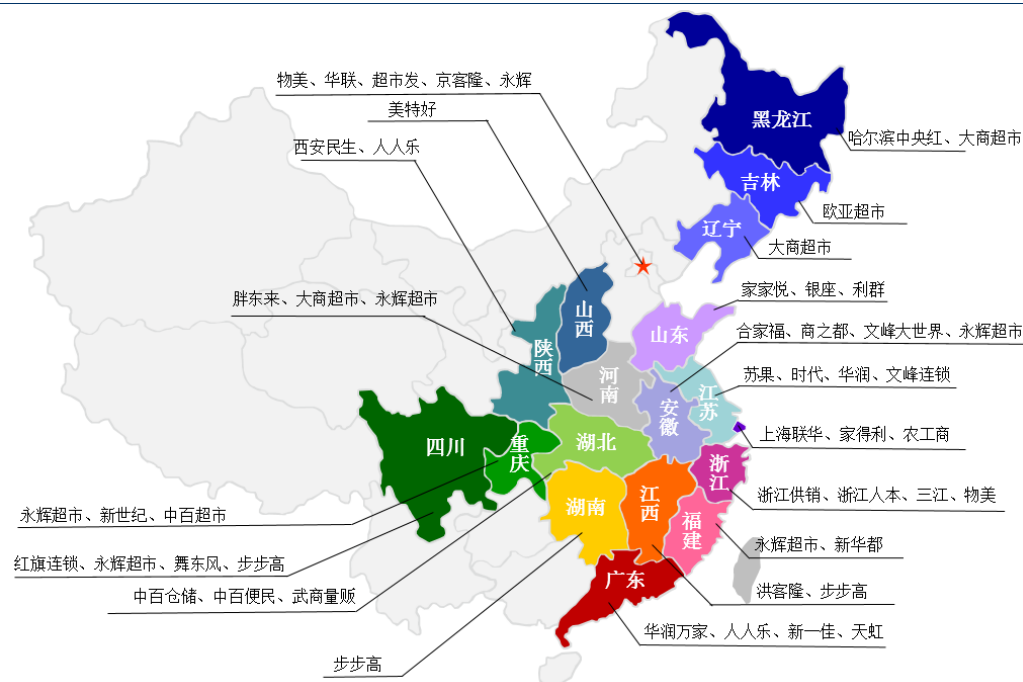
图 65：飞凡 618 三四线商场客流与交易额增长高



资料来源：万达商业，中信证券研究部

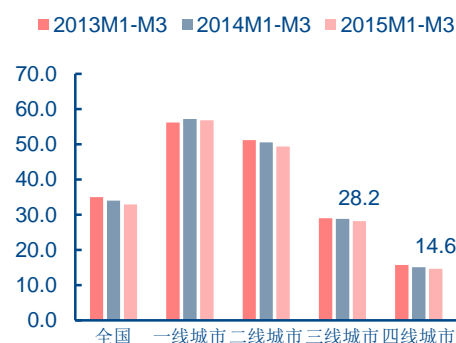
渠道区域化特征明显，区域零售割据但供应链实力普遍不强。由于各地区 1) 地域文化和消费特征显著不同、2) 优势门店等资源具有本地化特征、3) 跨地域供应链运营难度大，我国实体渠道呈现区域化特征，行业较为分散，根据凯度数据，国内前 10 大零售商在三/四线城市的占有率仅 28.2%/14.6%。

图 66：本土超市各区域割据



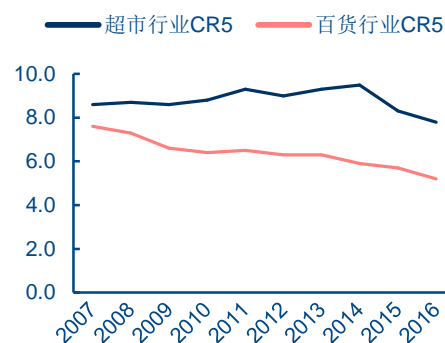
资料来源：各公司公告，中信证券研究部绘制

图 67：国内前 10 零售商线下渠道占有率



资料来源：凯度消费指数，中信证券研究部

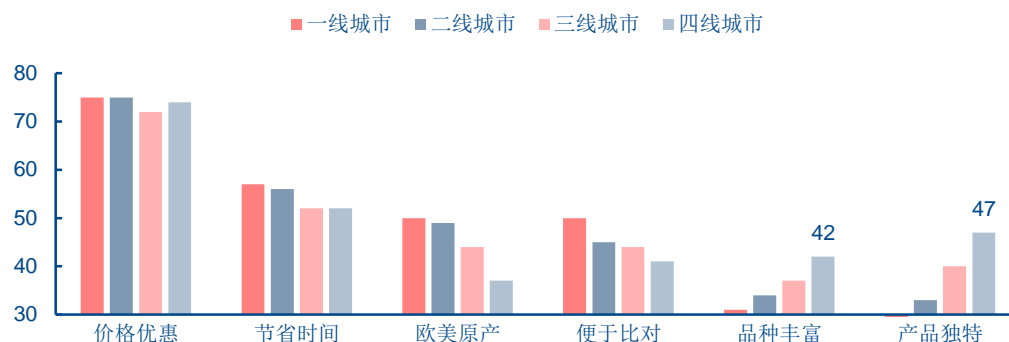
图 68：百货行业/超市行业集中度（%）



资料来源：Euromonitor，中信证券研究部

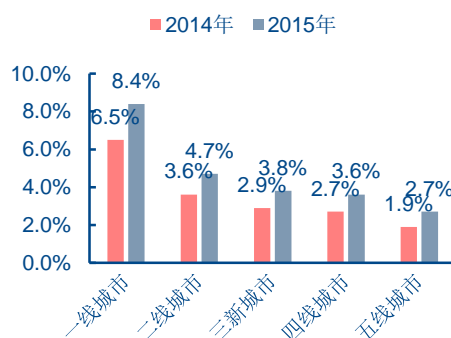
电商渠道渗透率低，增速快空间大。根据 KPMG 网购消费者调研分析，三四线网购驱动因素与一二线略有不同：二者都会为价格优惠所驱动，此外一二线更多地原因来自于节省时间、便于比对等便利性因素，而三四线更多来自品种丰富、产品独特等产品供给方面因素。目前三四线城市网购渗透率（2015 年：3.8%/3.6%）较一二线城市仍有较大差距（2015 年：8.4%/4.7%），而其中营销推广、物流建设等为主要制约因素。根据菜鸟网络数据，2016 年东部、中部和西部地区时效指数同比减少 6%、10%和 9%，原有物流送达时间偏长的中西部地区时效提升显著，下沉推广和体验提升有望驱动未来三四线网购持续高速增长。

图 69：各线城市网购驱动因素



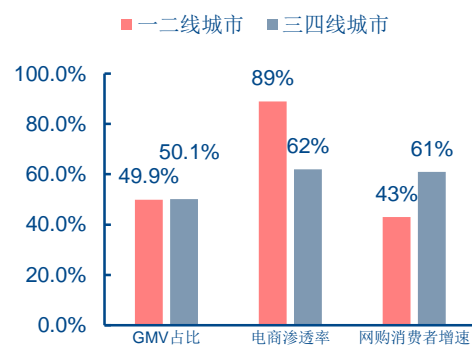
资料来源：《中国网购消费者》调研分析，KPMG，中信证券研究部

图 70：各线城市城市网购占总消费比重



资料来源：埃森哲，中信证券研究部

图 71：一二线城市与三四线城市电商消费对比



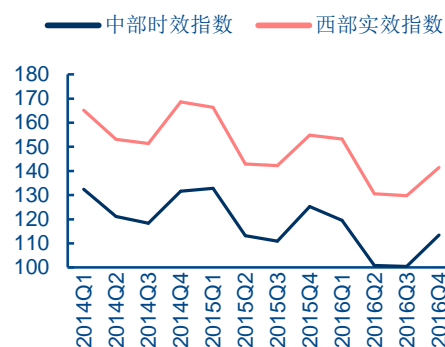
资料来源：埃森哲，中信证券研究部

图 72：中西部地区快递时效低于东部



资料来源：菜鸟网络，中信证券研究部

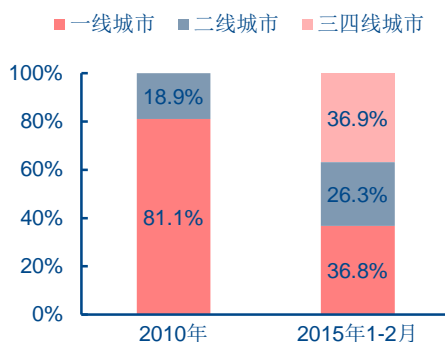
图 73：中西部物流时效快速提升



资料来源：菜鸟网络，阿里研究院，中信证券研究部
注：东部地区 2014 年 Q1 指数为 100

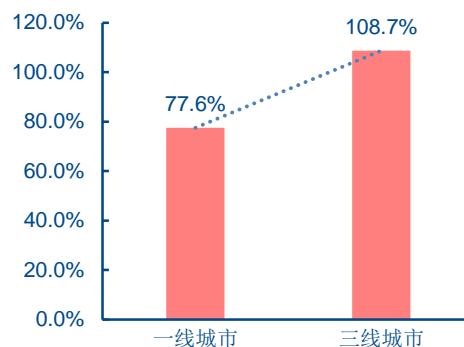
年轻化、互联网化三四线客群使跨境电商、社群电商、O2O 等细分领域高增长。根据洋码头数据，北上广深等一线城市 2016 上半年海购增速占比较去年同期上涨 77.57%，二线城市上涨 84.32%，而三线城市增速达到 108.65%。在微商/O2O 等细分市场中，三四线占比亦在巩固和不断加强。

图 74：美团 O2O 交易额：三四线占比快速提升



资料来源：企鹅智酷，中信证券研究部 注：此处城市分级选用《第一财经周刊》2015中国城市分级表

图 75：三线城市海淘消费增速更快



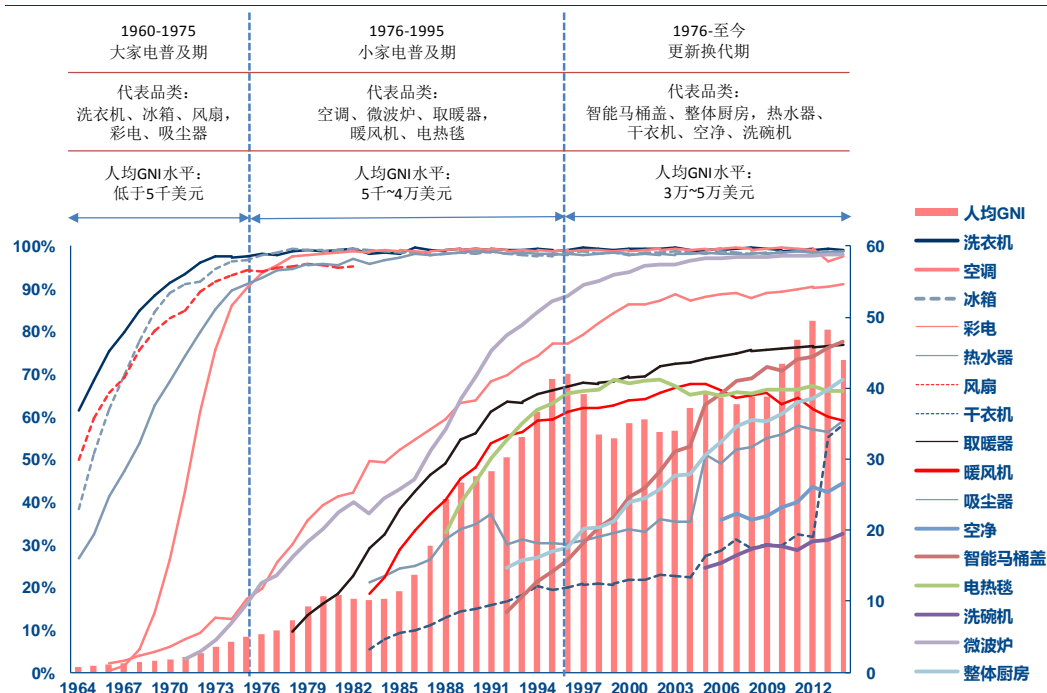
资料来源：洋码头，中信证券研究部

看未来：精准定位、营销升级、渠道渗透共同把握红利期

精准定位：品类红利+品质升级+产品性价比

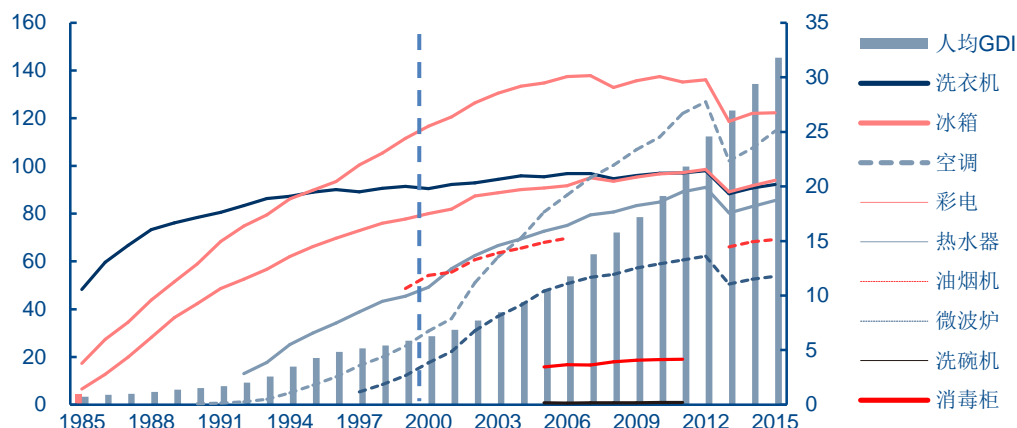
可选消费品类如服装、家电、家居家具等在三四线城市仍有品类渗透红利，是把握三四线消费升级的优势赛道。以家电为例，伴随大家电普及基本完成，小家电、厨电等品类在三四线仍有渗透空间。目前大家电普及已经基本完成，未来更新需求将成为主流，步入温和消费升级阶段。而小家电在一二级市场以品类扩张、产品升级为主，逐步进入更新换代阶段；在三四级市场则是以产品普及、品类渗透为主，小家电成长期仍在进行时。2016年“双11”期间，京东厨房秤和料理机等家用小电器四线以下城市销量增速是一线城市的3倍以上。

图 76：日本主要家电品类渗透率及人均 GNI（千美元，右轴）



资料来源：日本统计局，中信证券研究部

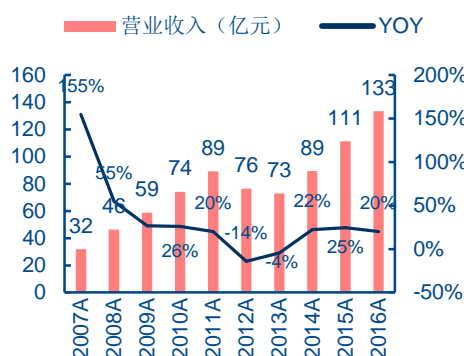
图 77：城镇家庭平均每百户家电拥有量及人均可支配收入（千元，右轴）



资料来源：国家统计局，中信证券研究部

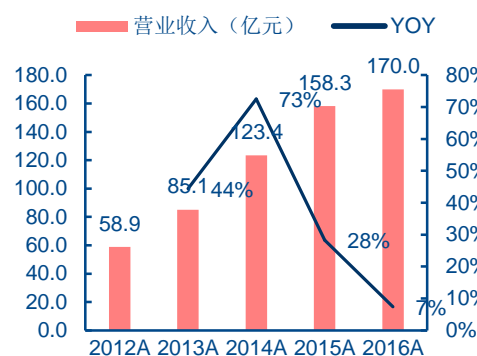
三四线由数量消费向品牌消费过度，具有供应链先发优势，能够持续提供三四线消费者所需中档优质产品的品牌将长期受益。以运动服饰/男装为例：中国运动服饰/男装行业起步较早，在 2012 年后已稳步进入行业成熟期。而在此期间安踏体育、海澜之家等服装品牌借由成熟的供应链运营、高品质/中价位的品牌定位在三四线城市赢得了消费者的广泛接受，乘品牌消费升级之风取得营收的持续稳定增长。

图 78：安踏体育营业收入



资料来源：Wind，中信证券研究部

图 79：海澜之家营业收入



资料来源：Wind，中信证券研究部

低价并非关键，性价比是王道。三四线消费者人均可支配收入的绝对数仍与一二线城市仍有显著差距，在消费决策过程中更多地考虑性价比。但我们认为“物美价廉”并非攻占三四线的关键，三四线在购买力上体现出对优质商品非常强的偏好。洋码头 100 城海外购物敢花指数前 20 名仅有 4 座城市是我们定义的一二线城市，三四线手机分期等消费金融的火爆也佐证了三四线非常强的消费偏好。据《经济学家》杂志预测，到 2020 年，中国 66% 的中等收入消费者将来自三四线城市，这些三四线“幸福中产”面对更小的生活压力，将更多地购买优质商品，并愿为品质付出溢价。

表 5：洋码头统计 100 城海外购物指数：三四线城市居前

排名	城市	敢花指数（洋码头平台人均消费对比人均可支配收入）
1	贵阳	0.94
2	南京	0.84
3	昆明	0.81
4	乌鲁木齐	0.80
5	通辽	0.78
6	重庆	0.77

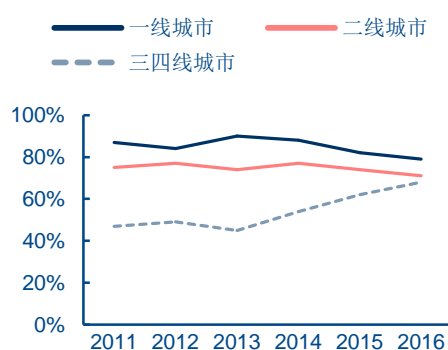
排名	城市	敢花指数（洋码头平台人均消费对比人均可支配收入）
7	沧州	0.75
8	哈尔滨	0.73
9	茂名	0.73
10	兰州	0.72
11	保定	0.67
12	长春	0.67
13	柳州	0.67
14	成都	0.63
15	遵义	0.63
16	太原	0.63
17	吉林	0.62
18	呼和浩特	0.62
19	廊坊	0.61
20	德州	0.60

资料来源：洋码头，中信证券研究部

营销升级：传统营销卓有成效，新兴传播逐渐兴起

立体化传统营销卓有成效。总结在三四线城市取得消费者青睐的品牌运营经验，我们认为，由于品牌认知不足、信息媒介局限和居民生活方式等多重原因，三四线在营销上并没有达到一线城市需要借由情感连接/品牌文化营造来达到营销目的的后期阶段，立体化传统营销更为有效。朗朗上口、突出产品/品牌核心的广告词，诸如 **OPPO** “充电五分钟，通话两小时”、海澜之家“男人的衣柜”等在三四线消费群体收效颇佳。通过明星代言、电视广告、节目赞助与简洁的营销广告词，结合在当地进行针对性的户外广告与地推，更容易得到三四线消费者的关注。

图 80：三四线户外广告日到达率快速提升



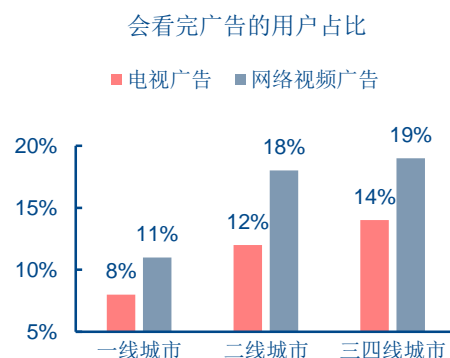
资料来源：群邑山海今，CNRS，中信证券研究部

图 82：OPPO：“充电五分钟、通话两小时”



资料来源：步步高，中信证券研究部

图 81：三四线对电视/网络视频广告更接纳



资料来源：群邑山海今，CNRS，中信证券研究部

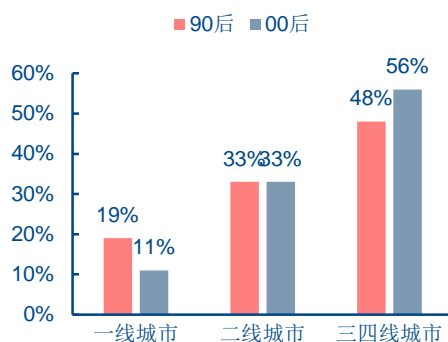
图 83：京东主打“正品低价”



资料来源：京东，中信证券研究部

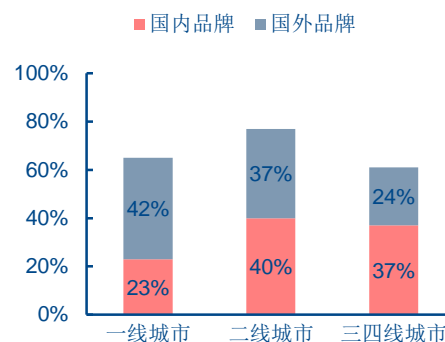
代际切换之际，借由新兴传播导入品牌当时。根据第六次人口普查数据，泛 90 后（含 00 后）人口占比已达 36%，而 90 后分布最多的层级为广泛的三四线城市，而这 90 后代际呈现个性化、娱乐化、互联网化的显著特征，更容易被“圈粉儿”，品牌借由签约自带粉丝流量的品牌代言人、赞助当红的电视剧/综艺节目、借由微博等媒介进行社群化营销互动等方式可很快在“小镇青年”当中形成品牌印象。

图 84：各年龄层的城市层级分布



资料来源：蓝色光标《8090 代际洞察蓝皮书》，中信证券研究部

图 85：90 后品牌拥有情况分布（人数占比）



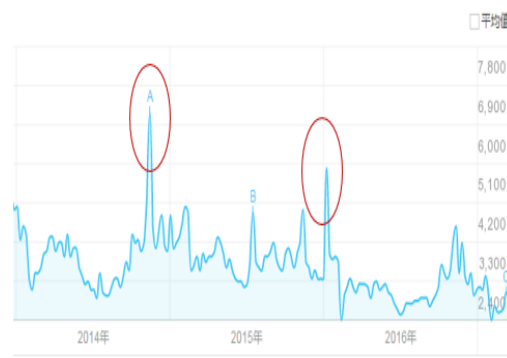
资料来源：蓝色光标《8090 代际洞察蓝皮书》，中信证券研究部

图 86：90 后受众的代表性综艺娱乐节目《奇葩说》



资料来源：爱奇艺，中信证券研究部

图 87：节目播出后赞助品牌美特斯邦威曝光率大幅提升



资料来源：百度指数，中信证券研究部

完善渠道：加大实体低线覆盖，服务站、类直营等模式有效渗透

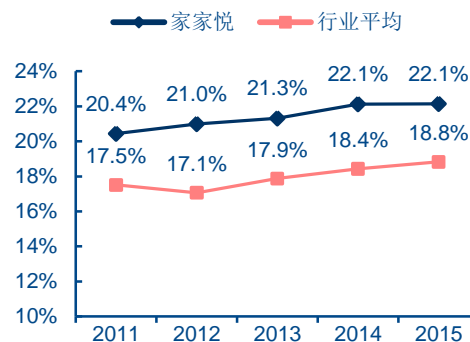
携规模优势加密低线城市布点。目前中国商品流通仍以区域（市、地级）代理为主，而线下渠道经营对于物业商圈位置有较高的要求，而规模优势将在议价能力、物业获取、品牌认知上构建较高的护城壁垒。部分区域深耕的商企，有望借助当地较高的市占率水平、相对和缓的竞争局面、不断精细化的供应链运营实现盈利长期稳健成长，并以此筑基稳步跨区域扩张。如山东生鲜超市龙头家家悦通过区域加密布点（620 家门店 542 家聚焦胶东），货源直采（对接 200 余合作社与养殖场，整体 86% 直采/生鲜 80 直采），区域一体化配送实现高毛利（2015：毛利率 22.1% VS 行业 18.8%）、未来将向省内其他地区快速扩张（预计 2016-2018 年新开店 52/80/85 家）；永辉超市坐拥规模与供应链优势向三四线典型区域华西大区（四川/重庆/贵州/陕西，新增大卖场门店 29 家）、安徽（新增 8 家）、河南（新增 5 家）快速渗透，展店速度快于一二线城市。

图 88：家家悦聚焦胶东低线，向全省辐射



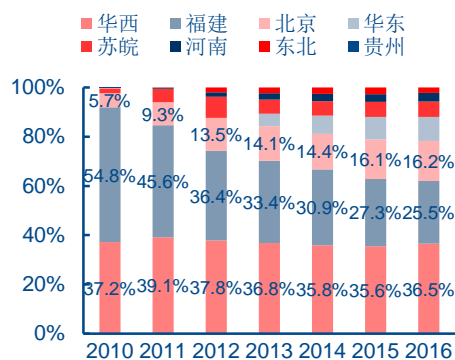
资料来源：公司公告，中信证券研究部

图 89：家家悦与超市行业平均综合毛利率比较



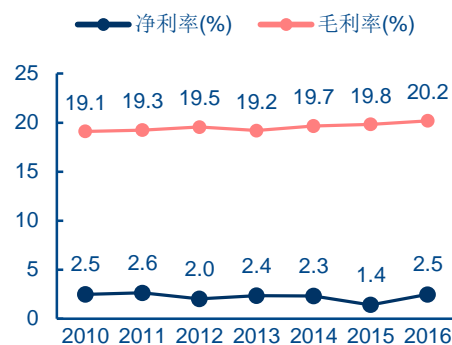
资料来源：公司公告，中信证券研究部 注：行业样本选取包括 A 股商超超市业务及 H 股高鑫零售

图 90：永辉超市主营业务收入分区域构成



资料来源：公司公告，中信证券研究部

图 91：永辉超市综合毛利率及净利率



资料来源：公司公告，中信证券研究部

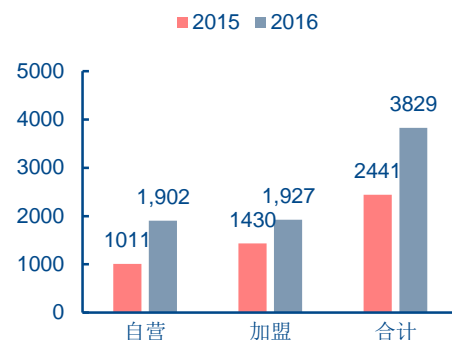
经营形式上，探索服务站、类直营等模式。在家电领域，分散化的三四线及农村市场带来高昂的配送成本，制约着行业龙头的扩张速度。而苏宁通过加盟/自建服务站（加盟店授权产品配送及售后，直营店同时销售苏宁易购全品类产品），以低成本/小面积（店面平均 200 平）撬动大市场。而在品牌服饰、珠宝领域，品牌难以依仗自营模式下沉三四线城市，需要借助经销商的渠道、资金、运营资源。而没有渠道管控和终端反应能力的简单经销模式不利于品牌塑造，我们认为绑定品牌与渠道利益的“类自营”模式是可选方式。周大福 2014 年开始推行“统一存货管理机制”加强终端管控；海澜借由“类直营”模式（加盟商作为财务投资人，公司全权负责门店的运营）在男装行业中业绩逆势上升，2012-2016 年营业收入/净利润 CAGR39.2%/ 38.4%。

图 92：苏宁易购服务站形象



资料来源：公司网站，中信证券研究部

图 93：苏宁易购服务站快速扩张



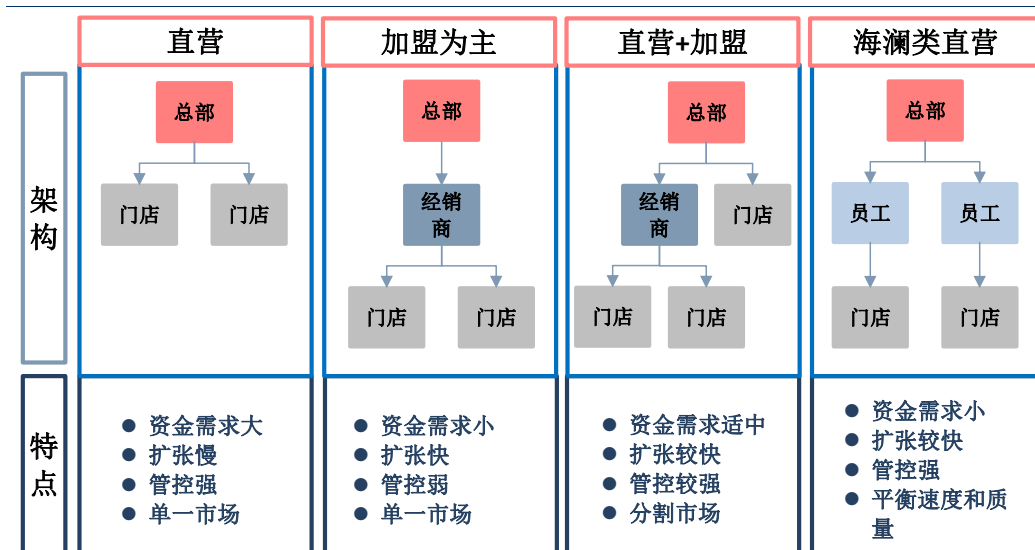
资料来源：公司公告，中信证券研究部

表 6：周大福统一存货管理机制的举措和影响总结

举措	积极影响
向加盟商收取与存货量对等的按金后向特许零售店发货，公司保留存货所有权，直至与零售客户完成销售交易，后按当时价格确认批发收益。	减少加盟商资金占用压力 库存共享，了解终端客户需求 高效存货调用，便于发展 O2O 帮助加盟商对冲金价波动风险

资料来源：公司公告，中信证券研究部

图 94：品牌服装公司渠道扩张模式对比



资料来源：中信证券研究部绘制

风险因素

低线城市经济增长低于预期，城镇化进展低于预期。

投资策略

一二线人口流入趋缓/低线城镇化提速下，三四线消费群体不断壮大，而收入驱动三四线居民消费率开始回升，低线消费开始崛起。品类优、品牌定位准及渠道供应链能力强者料将胜出，推荐三主线：

主线一：品牌定位准确，深耕三四线市场与客群，营销与产品迭代创新能力强者。三四线消费者自数量消费向品牌消费演进，品牌运营出色、供应链掌控力强的企业能够兼顾营销升级与产品迭代，契合三四线客群对优质品牌的需求。推荐**安踏体育、飞亚达 A、海澜之家**。

主线二：同步受益地产后周期与消费升级，渠道下沉战略卓有成效者。近五年，全国每年新增 2000 万城镇常住人口，对应近 1000 万新增城镇家庭，而根据国务院规划，2020/2030 年我国城镇化率分别要达到 60%/70%。因此，城镇化对于当前城乡保有量差异仍较大的品类（厨电/空调/小家电/家具等）是持续不断的中长期推动要素。同时伴随三四线城市收入增长与生活品质提升，房屋置换/装修带来的家电/家居存量产品升级亦将迭代进行，推荐产品优质，渠道下沉的受益标的：**老板电器、华帝股份、好莱客**。

主线三：零售龙头，供应链优势助力三四线纵深覆盖。零售企业建立较强供应链壁垒，有望实现跨区域加密渗透，同时民营者有望更快借力互联网创新提升市场占有率，优秀商业运营商将积极受益低线消费崛起过程。推荐**永辉超市、步步高、家家悦**，关注**苏宁云商**。

表 7：重点推荐公司盈利预测表

简称	股价(元)	EPS (元)			PE (倍)			PB	评级
		2017E	2018E	2019E	2017E	2018E	2019E		
安踏体育	19.61	1.16	1.31	1.54	17	15	13	/	买入
飞亚达 A	13.32	0.35	0.43	0.51	38	31	26	2.3	买入
海澜之家	10.14	0.78	0.87	0.99	13	12	10	4.1	买入
老板电器	55.47	2.15	2.79	3.53	26	20	16	7.7	买入
华帝股份	36.57	1.31	1.82	/	28	20	/	6.3	买入
好莱客	35.49	1.14	1.49	1.92	31	24	18	7.3	买入
永辉超市	6.18	0.17	0.21	0.26	36	29	24	3.0	买入
步步高	12.58	0.21	0.26	0.30	61	48	42	1.7	买入
家家悦	22.40	0.78	0.85	/	29	26	/	2.9	买入

资料来源：中信数量化投资分析系统

注：股价为 2017 年 4 月 24 日收盘价

重点公司推荐

安踏体育（02020.HK）：多品牌发力，供应链提升，龙头稳坐

单聚焦/多品牌/全渠道，本土运动龙头地位稳固。作为本土运动龙头，公司不断通过“单聚焦/多品牌/全渠道”战略保持与其他国内运动鞋服公司的领先优势。公司已成功运营安踏成人（市占率 10.3%）、安踏 Kids（2016 超越 Adidas 成为儿童运动第二）、中高端运动时尚品牌 FILA（2015 年中期拓展 Kids），并已布局 Descente、Sprandi、Kolon 等完善品牌矩阵、拓宽产品线。2016 年公司营业收入 133.46 亿元、同增 20.0%，净利润 23.86 亿元、同增 16.9%，拟每股发股息 0.76 港元（股息支付率 70.2%）。

2016 年：安踏成人稳健增长，FILA/安踏 Kids/电商快速增长。2016 年，安踏成人收入实现中单位数增长，门店数量从 7031 家调整至 6800+家，店效提升至 20 万+/月，品牌市占率提升 0.5PCTs 至 10.3%，行业龙头地位进一步巩固。安踏 Kids 收入增速超 30%，门店数量从 1458 家增至近 2000 家，店效 10 万+/月。FILA 收入增速达 50%+，门店数从 640+家增至 802 家（成人 600+家，儿童 140-150 家），店效 40 万+/月。电商业务收入增速达 50%+，“双十一”翻倍增长。另外，新品牌 Descente 已开出 6 家门店。

精准定位中低端消费人群，“研发+渠道”紧跟三四线消费升级。中国消费群体多而分散，不同地区需求与消费结构差异显著，中低端消费人群基数庞大。而安踏品牌定位中低端，一线及省会城市收入占比仅 10%，三四线占比 50%+，处行业绝对领先地位，未来将显著受益三四线消费升级：1. 研发投入持续扩大，2016 年新设美国研发中心，并引进大量优秀设计人才，为公司产品升级保驾护航；2. 公司对加盟商管控能力较强，能够准确把握三四线消费变化，同时保障产品快速迭代更新；3. 收入增长致大量人群升级成为目标客户，抵消升级背景下部分客户的流失，维持公司目标客群规模。

2017 年：安踏补单提升促增长，多品牌快速增长持续。2017 年，安踏成人门店数量维持在 6800-6900 家，儿童店计划新开 150-250 家。公司 2017Q1-Q3 订货增速分别为中单位数/中单位数/低单位数增长。为了提升公司畅销款/新产品的终端销售、提升售罄率、改善加盟商库存结构和盈利能力，2017 年公司将加大补单比例至 10%。综合判断，2017 年公司安踏品牌（含 Kids）销售增速望超 10%。2017 年，FILA 计划新开 150-200 家（成人/kids 分别 100+/50+），预计收入增速超 30%。Descente 计划新开店至 50-60 家；Sprandi 将逐步进入国内主要市场；Kolon 已有 200 家门店，期待交易结束后借助公司国内市场品牌运营能力获得快速发展。

深耕产业，供应链管理不断提升。1. “零售导向”策略。订货/渠道/零售全程深入管控，实现当季产品平均售罄率 70%+、库存中新货占比 70%+。2. 研发能力突出。2016 年研发投入 3.08 亿元、占收入比重 2.63%，行业领先，拥有 150+项专利，年均新款超 6000 件。3. 新建物流中心，优化配送体系。公司投资 12 亿新建物流中心（预计 2017 年底完工），有助于提升补单速度并降低补单生产成本，同时集中仓储管理将有效降低整体管理成本。4. 强化营销，品牌美誉度提升。结合各品牌的定位，公司借助赞助资源/广告讯传/店铺形象等方式进行差异化的产品营销，品牌整体美誉度不断提升；2016 年以“去打破”为主题进行奥运营销，效果显著。

风险因素。1.多品牌效果低于预期。2.终端门店店效增速低于预期。

盈利预测、估值及投资建议。运动鞋服行业景气增长，公司是本土第一运动品牌，份额有望进一步提升；多品牌经营持续推进，FILA/安踏 Kids/电商推动业绩增长，新布局品牌 Descente/Sprandi/Kolon 打开新的增长空间。维持公司 2017/2018/2019 年 EPS 预测 1.02/1.16/1.36 元（对应 1.16/1.31/1.54 港元），目标价 25.52 港元，对应 2017 年 PE22 倍，维持“买入”评级。

表 8：安踏体育盈利预测表

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入(百万元)	11126	13346	15751	18861	22037
变化 (%)	24.69	19.95	18.02	19.74	16.84
净利润(百万元)	2041	2386	2740	3112	3651
变化 (%)	20.01	16.91	14.85	13.57	17.34
每股收益 (港元)	0.92	1.01	1.16	1.31	1.54
市盈率 (倍)	24	22	19	17	15
每股经营性现金流 (港元)	0.86	1.04	1.13	1.35	1.64
股价/经营性现金流 (倍)	26	22	20	17	14
EV/EBITDA (倍)	19	16	15	13	10
每股红利 (港元)	0.68	0.76	0.81	0.92	1.08
分红率 (%)	3.04	3.39	3.63	4.12	4.83

资料来源：中信数量化投资分析系统

注：股价为 2017 年 4 月 26 日收盘价

飞亚达 A (000026)：名表立足一二线，自主品牌深耕三四线

公司概况：中航控股的腕表龙头，“产品+渠道”双轮驱动。主要业务包括自主品牌飞亚达腕表的研发、设计、生产、销售以及世界名表连锁“亨吉利”。飞亚达表在全国拥有 3000 多个网点；亨吉利从事 40 余个国际品牌的批发与零售，2017 年 1 季度末在全国拥有 180 余个网点。公司第一大股东为中航国际控股（0161.HK），持股 37.15%；实际控制人为国务院国资委旗下的中国航空技术国际控股有限公司。2016 年，公司营业收入 29.9 亿元，同比 -5.3%；归属净利润 1.1 亿元，同比 -9.1%。2017Q1，公司营业收入同比+11.5%，归属净利润同比+66.3%，名表和自主品牌齐复苏，业绩高弹性。

海外消费回流、民间消费崛起，名表销售持续回暖。2016 年 10 月起，瑞士腕表对中国内地出口增速显著回升，2016M10/M11/M12 增速分别为+3.0%/+7.9%/+27.6%；2017 年回升态势延续，1、2 月增速分别为+7.8%/+6.7%。2017Q1，公司名表营业收入增速约+11%~+12%（2016H1：-17.8%；2016H2：+2.7%）。多因素共促名表销售回暖：1. 公务消费消退，民间消费成为中坚力量；2. 海外消费回流：（1）人民币贬值、奢侈品牌定价策略调整、国内税收政策调整等因素使奢侈品中外价差缩小；（2）海关打击走私、灰色海淘等力度加大，海外奢侈品消费隐性成本上升。

三四线城市消费升级，飞亚达表销售增速重回双位数（2016H1：-1.0%；2016H2：+4.3%）。飞亚达表终端零售主力价位 2000~4000 元，在国产四大名表（飞亚达、天王、罗西尼、依波）中定位最高端。飞亚达表卡位品牌/设计/技术/渠道四大腕表核心要素：是 2011 年起唯一进入巴塞尔钟表展 1 号馆的中国品牌；拥有表业唯一国家级设计中心；自 2003 年神州五号至 2016 年神州十一号，飞亚达为中国航天员生产专用手表；在国内拥有 3000 多个销售网点，三四线城市是销售收入的主要来源，充分受益于低线城市的消费升级。

自主品牌、租赁业务利润稳健增长，名表业绩高弹性，维修业务空间广阔。预计自主品牌业绩增速与收入增速基本同步（承担研发、折旧、营销等费用的增长），租赁业务稳健增长。名表销售业绩高弹性：峰值期，亨吉利网点 250 余家（2013~2014 年），营业收入 23.7 亿元（2014 年），贡献净利润约 1.3 亿元（2011 年，当年维修收入较少）。2014 年下半年至 2016 年，公司逐步对亨吉利门店进行关店调整，现 180 余家门店均为地段佳、租金低的优质门店，业绩具有较高弹性。名表维修市场规模约 10 亿元，以 30%市占率推算，公司维修业务有 3.6~4.0x 空间。

风险提示。自主品牌客群被分流；2017 年 1 月一年期定增解禁。

盈利预测及估值。公司国改方向明确，引入战投、管理层激励等为潜在方向；激励机制有望更完善，运营、创新、并购等将更加市场化。公司自有物业约 17 万平米，RNAV75.2 亿元奠定安全边际。维持 2017-19 年营业收入增速预测+8.0%/+6.6%/+6.7%，维持归属净利润增速预测+40.2%/+20.3%/+19.1%，维持归属净利润预测 1.6/1.9/2.2 亿元，对应 EPS 分别为 0.35/0.43/0.51 元，维持目标价 18.0 元及“买入”评级。

表 9：飞亚达 A 盈利预测

项目/年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	3,162	2,994	3,234	3,446	3,676
增长率 YoY%	-3.5	-5.3	8.0	6.6	6.7
净利润(百万元)	122	111	155	187	222
增长率 YoY%	-16.4	-9.1	40.2	20.3	19.1
每股收益 EPS(元)	0.28	0.25	0.35	0.43	0.51
毛利率%	39.0	40.8	40.4	40.9	41.5
净资产收益率 ROE%	5.3	4.6	6.2	7.1	8.0
PE	48	53	38	31	26
PB	2.5	2.5	2.3	2.2	2.1
EV/EBITDA	20	22	19	18	22

资料来源：中信量化投资分析系统

注：股价为 2017 年 4 月 24 日收盘价

海澜之家（600398.SH）：固本荣枝，多品牌扬帆

五阶段发展，沉淀海澜模式。公司是大型现代化服饰供应链销售管理平台，拥有海澜之家/爱居兔/海一家/圣凯诺品牌。公司起步于中国纺织服装行业黄金时代，并在关键时点把握历史机遇，成为男装市占率第一。公司发展分为：前奏阶段（1988~2002）从事面料/职业装业务；渠道平台搭建（2002~2006）发展初期尝试并最终选定“类直营”渠道模式；供应商整合阶段（2007~2009）经历自产/外包之后，把握制造业景气下行时点推行“联合开发、赊购可退货”供应商模式；快速爆发阶段（2010~2014）实现收入/净利 53%/51%复合增长；调整复苏阶段（2015~2016）已接近尾声。

核心竞争力：品牌运营佳，掌控供应链。经过近 20 年沉淀，公司已经形成较强竞争优势：通过“海澜之家”强大品牌影响力，吸引加盟参与品牌拓展、获得稳定投资收益；吸引生产企业将产品放到海澜平台销售、获得与设计生产能力较为匹配的收益。公司的核心能力包括品牌定位营销、产品企划选款、终端渠道管理、后台系统搭建等，正是这些能力，使得公司在与生产企业和加盟商的合作过程中，拥有话语权和掌控能力，推动整个供应链良性运转。通过不断努力和迭代，公司逐渐拥有了较强的品牌影响力、高性价比的产品、优质的店效表现和高效的后台支持体系。

把握三四线消费升级，“产品+营销”同步提升。“海澜之家”以高品质/中价位为品牌定位，不断把握流行趋势，实现从全品类商务休闲装到商务、时尚、休闲并举，再到时尚单品的风格转变，准确把握三四线市场消费升级契机。同时公司不断升级营销手段，从代言+电视广告为主到线下创新活动、综艺节目合作、社交平台、不断更新代言人多元营销方式并行的营销策略，精准洞察三四线消费升级背景下的新消费趋势。

调整基本结束，业绩平稳复苏。目前公司基本完成调整，望步入温和增长阶段，判断 2017 年收入/净利望实现 5-10%/10%+ 增长，原因包括：1. 2016 年因抢占优质位置致店铺加密/影响店效，2017 年新/老店效望改善；2. 加盟商分成政策不断调整，利于公司收入增加；3. 盈利能力存提升空间，毛利率望较 2016 年持平或略增（2016 年买断货品偏少），同时加强费用管控望降低费用率；4. 女装品牌爱居兔 2017 年望扭亏为盈（预计收入同增 70%~80%）。

风险提示。1. 经济疲软致终端销售低迷。2. 新品牌进展不及预期。

盈利预测、估值及投资评级。目前，公司品牌知名度/供应链管理处于行业领先水平；已基本完成调整，望步入温和增长期；计划下半年推出时尚男装副牌，并着手推出童装品牌，同时积极推进国内外优质品牌布局。维持公司 2017/2018/2019 年 EPS 预测 0.78/0.87/0.99 元，对应 2017 年 PE 仅 14 倍，股息率超 4%，维持“买入”评级，目标价 14.04 元，对应 2017 年 PE18 倍。

表 10：海澜之家盈利预测表

项目/年度	2015	2016	2017F	2018F	2019F
营业收入(百万元)	15830	17000	18485	21073	23344
增长率 YoY%	28.3	7.4	8.7	14.0	10.8
净利润(百万元)	2953	3123	3494	3914	4433
增长率 YoY%	24.4	5.7	11.9	12.0	13.3
每股收益 EPS(基本)(元)	0.66	0.70	0.78	0.87	0.99
毛利率%	40.3	39.0	39.2	39.2	39.3
净资产收益率 ROE%	35.6	31.1	31.5	31.9	32.6
PE	15	15	13	12	10
PB	5.5	4.5	4.1	3.7	3.4
EV/EBITDA	5	4	4	3	3

资料来源：中信量化投资分析系统

注：股价为 2017 年 4 月 24 日收盘价

老板电器（002508）：连续 8 年利润增速超 40%，高成长仍是进行时

利润连续 8 年实现 40%以上增长，拟 10 转 3 派 5 元。公司 2016 年实现营业收入 57.95 亿元，同比+27.56%，归母净利润 12.07 亿元，同比+45.32%，对应 EPS1.67 元。其中 2016Q4 单季收入同比+27.29%，净利润同比+47.66%。分红预案为每 10 股派发红利 5 元（含税），以资本公积每 10 股转增 3 股。公司自 2009 年开始连续 8 年实现利润增速 40%以上。

烟灶稳定增长，新品逐步上量，三四级市场渠道下沉带来增量。分产品看，油烟机收入同比+22%，燃气灶同比+27%，消毒柜同比+30%，烟灶消合计占比 91%。微蒸烤洗碗机等新品合计增速近 90%，目前合计收入占比已达 6%，随着消费升级带动的厨电品类扩容与配比提升，后续将逐步成为新增增长点。分渠道看，线上同比+50%，精装修渠道同比+60%，均保持高速增长。线下渠道同样拓展顺利，一二线新建、改造 89 家厨源店，三四级新建 449 家专卖店（目前 2650 家），新成立 53 家城市公司，数量增至 101 家，使得渠道进一步扁平，加速下沉进度。展望中长期，厨电保有量城乡差异大，内销规模仍处成长期，随着城镇化的进一步推进，以及品类的不断扩容，成长空间无忧。

产业链利润空间丰厚，毛利率小幅下降无需忧虑，费用率降低助净利率进一步提升。公司全年毛利率 58.1%，同比-0.8pct，其中主要因 Q4 成本上涨较多（Q4 毛利率同比-4.3pct）。短期 Q1 仍有一定成本压力，但厨电产业格局优良，渠道利润丰厚（Q1 公司零售端 ASP 已先行上涨约 15%），预计公司 Q2 将会逐步提价，转嫁成本压力，全年毛利率无需担忧。2016 年公司销售费用率同比-3.1pct，使得全年净利率同比提升 2.5pct 达到 21%，随着规模增长以及品牌地位牢固，费用率长期仍存下降空间。

展望中长期，公司高端双寡头地位壁垒深厚，尚无品牌可撼动，高盈利能力仍将持续。年报首提建立技术驱动型公司，长期成长空间明确。公司将逐步从单一的烟灶企业转向提供厨房全品类产品的整体解决方案，并提升产品研发能力，建立技术驱动型公司，采取兼并/收购/合资合作/培育的方式完善品牌多元化，战略清晰明确。我们重申公司是 A 股稀缺的行业有空间/品牌格局优良/公司治理优秀、龙头地位明确的优质标的，未来 2~3 年仍有望保持 30%左右的业绩 CAGR。

风险提示。1.宏观经济加速下行；2.地产销量大幅萎缩；3.市场竞争加剧。

盈利预测及估值。公司年报靓丽，连续 8 年实现 40%增长。结合预收款（同比+60%）与 1-2 月渠道情况（中怡康零售额同比+25%），2017 年高增长无忧，仍有望超预期。维持 2017/18/19 年 EPS 预测 2.15/2.79/3.53 元，对应 PE26/20/16 倍，基本面强劲，估值并无泡沫，继续重点推荐，维持“买入”评级。

表 11：老板电器估值简表

项目/年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入（百万元）	4,543	5,795	7,356	9,223	11,096
增长率 YoY%	26.6	27.6	26.9	25.4	20.3
净利润（百万元）	830	1207	1571	2033	2578
增长率 YoY%	44.6	45.3	30.2	29.5	26.8
每股收益 EPS（元）	1.14	1.65	2.15	2.79	3.53
净资产收益率 ROE%	26.2%	33.1%	33.5%	34.1%	34.2%
PE	49	34	26	20	16
PB	12.8	9.8	7.7	6.1	4.8
EV/EBITDA	42.1	28.0	22.1	16.8	13.2

资料来源：中信数量化投资分析系统

注：股价为 2017 年 4 月 24 日收盘价

华帝股份（002035）：改善初见成效，期待厚积薄发

公司业绩高速增长，利润率大幅提升。公司 2016 年实现收入 43.96 亿元，同比+18.2%，实现归母净利润 3.29 亿元，同比+58.5%，全年 EPS0.91 元。其中 Q4 公司收入同比+18%，归母净利润同比+70%。公司 2016 年经营改善初见成效，收入恢复性增长，产品升级推动毛利率与利润率大幅提升，业绩表现优秀，略超市场预期。

2016 年是公司的经营改革年，治理问题解决后改革成效显著。一方面，治理问题解决后，公司利益得到空前统一，改变过去几大股东各自为政，相互掣肘的局面。新管理层注重精细化与运营效率提升，为公司重塑高端定位，全面提升产品力与品牌形象。新战略指引下，公司在 2016 年逐步完成：1) 品牌形象重塑，确立高端定位，邀请重磅明星代言；2) 推出大量新品，产品力与主销均价大幅提升，中怡康显示 16H2 华帝平均零售均价月同比+20%；3) 推动终端形象改造升级，目前改造进度持续加速；4) 对渠道代理商进行重新梳理与调整，并拟通过定增引入代理商持股，强化利益绑定。

厨电行业成长空间明确，三四级市场升级趋势明显，为改革提供空间。厨电行业尚处成长期，2016 年油烟机年销量 2300 万台，我们判断稳定状态下可达 3500~4000 万台。老板/方太在高端市场形成双寡头垄断，烟机均价已持续提升至 4000 元以上，为二三线品牌拉开提价空间。当前华帝均价不到 3000 元，面临 3000~4000 元相对空白的价位段，有望享受三四线市场消费升级趋势以及一二线城市注重性价比的客群。我们认为，治理理顺固然重要，但当前行业相对宽松的竞争环境也是华帝得以推动经营改革的核心要素之一。

经历调整年后，2017 年将是公司改革红利大幅释放的快速增长年。公司 2016 年收入增长主要来自电商与工程，线下渠道处于调整期基本保持平稳，但库存水平得到大幅降低，产品结构升级明显。后续随着新品放量以及整体均价水平抬升，收入增长潜力值得期待。此外，考虑到产品定位的快速提升与运营效率的改善，预计利润率依旧有大幅提升空间（2016 年华帝净利率 7.5%VS 老板电器净利率 21%）。

风险因素。市场竞争加剧；需求超预期下滑；利润率改善不及预期。

维持“买入”评级。我们建议继续把握公司改革红利释放的重要投资窗口，暂不考虑定增，维持 2016~18 年 EPS 预测 0.91/1.31/1.82 元，对应 2017~18 年 PE29/21x，维持“买入”评级。

表 12：华帝股份估值简表

项目/年度	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入（百万元）	4,230	3,720	4,410	5,611	6,826
增长率 YoY%	14.1	-12.1	18.6	27.2	21.7
净利润（百万元）	281	208	327	471	652
增长率 YoY%	25.6	-26.1	57.5	44.0	38.3
每股收益 EPS（元）	0.78	0.58	0.91	1.31	1.82
净资产收益率 ROE%	19.2%	13.6%	19.1%	22.6%	25.1%
PE	47	63	40	28	20
PB	9.0	8.6	7.7	6.3	5.1
EV/EBITDA	36.9	50.2	33.1	23.1	16.5

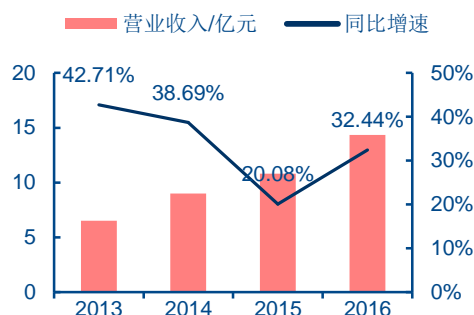
资料来源：中信数量化投资分析系统

注：股价为 2017 年 4 月 24 日收盘价

好莱客（603898.SH）：渠道深耕三四线，产品紧抓环保牌

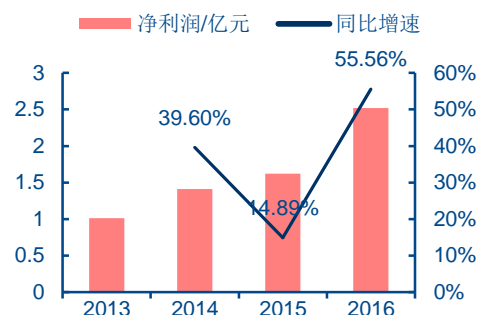
公司是整体衣柜领军企业之一，生产销售定制衣柜及配套家居产品等，2016 年净利润同比增长 55.30%。2016 年全年公司实现营业收入/净利润 14.33/2.52 亿元，同比增长 32.44%/ 55.30%。其中，客单价增长约 18%，同店订单增长约 8%，其余增长源自新开店。公司目前规模正处于成本效益规模化的临界点，有望实现收入利润端双双快速提升。

图 95：好莱客收入（亿元）及增长



资料来源：wind，中信证券研究部

图 96：好莱客净利润（亿元）及增长



资料来源：wind，中信证券研究部

渠道：近年来快速扩张，深耕三四线城市。公司营销模式以经销为主、直营店为辅，渠道快速扩张，从 2012 年的 600 家店发展到 2016 年达到 1300 家店，2017 年计划再新增 300 家店。其中，三四线门店占比达到 88%，贡献收入占比达到 76%。目前国家政策持续支持三四线城市房地产去库存，公司是家居上市公司中三四线占比最大的企业之一，坐享政策红利；**产品：**品质不断优化，环保打造差异化。2016 年公司对生产线进行改良，柜体板材利用率提升 3.3%，柜体每平方的单位成本下降 3.9%，人均产值增加 10.4%，毛利率提升 1.9 个百分点至 39.7%，净利率达到 17.6%。公司在 2017 年将更加聚力推广原生态产品（零醛板），结合环保涂料，在定制家居行业中聚焦中高端客群需求，形成差异化竞争优势。

长期看点：“靓美客”进军装配建筑，并购基金树立大家居战略。公司与靓家居，美的地产等设立“靓美客”，致力于装配式装修技术的研发推广。内装工业化是家装行业的必经之路，10 年时间，国内装配式建筑占比料将达 30%，公司率先研发抢占技术制高点；公司设立泛家居产业基金，为公司外延并购设立缓冲区，提高并购质量，坚定进军大家居。

风险因素。地产景气度下降、行业价格竞争加剧、公司经营管理波动。

盈利预测及估值。公司把握定制家居优秀赛道，依托上市公司资源快速发展，通过品牌、产品、渠道、团队多方位建设，有望奠定全屋定制家居龙头地位。公司 2016 年销售逐季提速，17 年有望加速增长。维持公司 2017-19 年基本 EPS 预测 1.14/1.49/1.92 元，3 年 CAGR 为 30.70%，对应 PE 34/26/20 倍。公司有望持续步入快车道，且外延预期强。我们看好公司在定制行业红利叠加管理层红利下发展的爆发力，维持“买入”评级。

表 13：好莱客盈利预测

项目/年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	1,082	1,433	1,974	2,628	3,249
营业收入增长率 YoY	20.08%	32.44%	37.74%	33.16%	23.62%
净利润(百万元)	162	252	341	447	577
净利润增长率 YoY	14.94%	55.30%	35.13%	30.99%	29.21%
每股收益 EPS(基本)(元)	0.58	0.86	1.14	1.49	1.92
毛利率	38.17%	39.98%	40.34%	40.41%	41.86%
净资产收益率 ROE	17.14%	21.77%	23.53%	23.69%	23.56%
PE	61	41	31	24	18
PB	11.2	9.2	7.3	5.6	4.3

资料来源：中信数量化投资分析系统

注：股价为 2017 年 4 月 24 日收盘价

永辉超市（601933.SH）：全国规模龙头，三四线纵深发展

全国超市龙头，业绩一枝独秀。公司依托生鲜经营能力由福建拓展至全国，业态涵盖大卖场、卖场、社区店、BRAVO 精致超市和会员店、优选店，以及“超市+餐饮”业态“超级物种”。截至 2017Q1，公司在全国 19 个省市的 188 个城市拥有 520 家门店，合计建筑面积 444.5 万平米。2016 年，公司营业收入 492.3 亿元，同比+16.8%；归属净利润 12.4 亿元，同比+105.2%；2017Q1，公司营业收入/归属净利润分别同比+13.8%/+57.6%。

超市行业：版图重构、跨界融合、运营管理与供应链是核心。外资渐弱、内资分化，强者享洗牌红利：沃尔玛、家乐福等外资商超竞争力下滑，内资商超洗牌，新一轮强者享受物业、成本等整合红利。电商龙头巨资投入，快消品线上渗透率快速提升（2016N：渗透率超 14.0%），快消品高频、低客单、短半径，尤其是生鲜类易腐烂、高履单成本属性推动双线融合。电商冲击，商场客流下滑，标品占比高者受影响较大，门店中型化、小型化是趋势；生鲜、美食、时尚茶饮等聚客效应突显，中长期品类优化和业态演进驱动行业净利率对标全球 3%水平，龙头将享有更高净利率。

逆势扩张，三四线纵深式发展。2016 年，公司新开 79 家大卖场，展店提速（2015/2014N：62/51 家），新增建筑面积 68.6 万平米；同时，公司新开 4 家优选店和 22 家会员店；其中：三四线典型区域华西大区（四川/重庆/贵州/陕西）新增大卖场门店 29 家、安徽新增 8 家、河南新增 5 家，展店速度快于一二线城市。2017-19 年，预计公司分别新增门店 100/138/200 家；一方面，公司将以精标店/会员店/超级物种等新业态引领一线城市消费新趋势，提高市占率；另一方面，三四线城市延伸与加密仍为布局重点。

合伙人制激发内部活力，供应链提效、品类优化、自有品牌等推动毛利率趋势性上升，费用可控；对标 Wal-Mart 与 Costco，永辉人效（人均营收及人均创利）仍有巨大提升空间；预计 2017-19 年，永辉 EBIT Margin 有望从 3.06%提升至 3.65%。2016 年，永辉面积增长 16.8%，而员工数同比-6.3%；人均创收 70 万元，人均创利 1.7 万元；同年，高鑫零售/Wal-Mart/Costco 人均创收分别为 68/144/641 万元，人均创利分别为 1.8/4.0/12.7 万元。2016 年，永辉租金物业费同比+15.0%，转租收入同比+19.3%，净租金物业费同比仅+11.3%，随着对物业方及转租方议价能力的增强，净租金费用率仍有下降空间。

风险提示。经济滞涨同店承压；创新业务盈利不达预期。

盈利预测及估值。公司业绩拐点确立，净利率处提升通道；2017Q1 净现金 68 亿元，横、纵向并购料将陆续展开；超级物种、互联网+、B2B、“零售+金融”等共同开拓新蓝海。维持 2017-19 年营业收入增速预测为+16.1%/+17.4%/+20.0%；维持 2017-19 年归属净利润预测为 16.5/20.1/24.9 亿元，对应增速+33.0%/+21.9%/+23.8%，对应 EPS 分别为 0.17/0.21/0.26 元。维持“买入”评级。

表 14：永辉超市盈利预测

项目/年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	42,145	49,232	57,175	67,121	80,546
营业收入增长率 YoY	14.8	16.8	16.1	17.4	20.0
净利润(百万元)	605	1242	1651	2012	2492
净利润增长率 YoY	-28.9	105.2	33.0	21.9	23.8
每股收益 EPS(基本)(元)	0.06	0.13	0.17	0.21	0.26
毛利率	19.8	20.2	20.6	21.1	21.5
净资产收益率 ROE	5.0	6.5	8.4	10.0	11.8
PE	98	48	36	29	24
PB	2.1	3.1	3.0	2.9	2.8

资料来源：中信数量化投资分析系统

注：股价为 2017 年 4 月 24 日收盘价

步步高（603708）：立足湘赣加速扩张，拨云见日业绩回升

中部、西南地区多业态商业龙头。截至 2017Q1，公司在湖南、江西、四川、重庆、广西、云南 6 省市拥有物理门店 235 家，业态涵盖购物中心、百货、超市和电器零售；2014 年，公司云猴 APP 上线，2015 年发力全球购及本地生活，双线融合走在行业前列。2016 年，公司营业总收入 155.2 亿元，同比+0.31%；归属净利润 1.3 亿元，同比-37.9%。步步高集团持股 39.66%，创始人王填为公司实际控制人，王填及妻子张海霞合计持股约 34.89%（含间接与直接持股）。

战略重点回归线下，门店质量优于过往。2014-15 年，公司战略投入云猴 O+O 战略，打造云猴网、支付平台、物流平台、便利平台、会员平台五大子平台。估算 2015 年投入在 2.0~2.5 亿元左右，巨额投入侵蚀当期业绩。2016 年起，公司战略重点回归线下，门店结构优化、供应链提效、数据化改造并进。2016 年，公司新开门店 39 家（超市 34 家、百货 5 家），关闭 12 家扭亏无望或无法续租的 12 家超市，改造 40 家门店；开店、闭店、老店改造力度均为历史最高水平。

2016 年费用计提充分，夯实底部。2016 年，公司百货、超市业态毛利率分别提升 0.43/0.21pcts 至 16.71%/15.83%；经营活动现金流净额 9.8 亿元，是净利润的 7.1x，创历史新高（次高：2013A 6.1x）。三项费用合计增加 4778 万元，三项费用率提升 0.28pcts 至 20.08%；其中销售费用同比增加 5287 万元/+1.96%至 27.5 亿元，销售费用率 17.73%，同比提升 0.29pcts；财务费用同比增加 2965 万元至 8098 万元。

把握超市行业洗牌红利期，自主展店、并购双管齐下布局中西部；网点、供应链、物流禀赋突出，新零售转型前景广阔。湖南、江西两省经济增速持续高于全国水平，居民消费升级趋势显著，区域内零售业格局稳定。2017-18 年，公司预计年均新开超市 40~50 家左右、新开购物中心/百货 2~4 家，重点布局湖南、江西两省，广西、川渝等稳步推进。并购推进大西南战略：2015 年，以 15.8 亿元收购南城百货 100%股权；2016 年 9 月，收购江西萍乡心连心超市；2016 年 10 月，公告拟参与重庆百货国企改革，占增发后股权的 10.9%；2017 年 2 月，2.3 亿元收购四川梅西商业 94%股权，3 月 31 日并表；预计更多并购将落地。云猴跨境/生鲜/到家业务等稳步推进，双线融合领先同业。

风险提示。区域竞争加剧；新门店培育期亏损，并购门店整合低于预期。

盈利预测及估值。公司自有物业面积约 110 万平米、自有物流中心土地约 60 万平米，物业价值提供安全边际。维持 2017-19 年营业收入增速预测为+5.6%/+8.2%/+8.5%，维持归属净利润增速预测为+35.2%/+25.3%/+15.9%，维持 EPS 预测 0.21/0.26/0.30 元；鉴于公司门店质量优化、同店增速回升、历史费用计提充分，业绩或超预期，维持“买入”评级。

表 15：步步高盈利预测

项目/年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	15,452	15,470	16,337	17,676	19,179
增长率 YoY(%)	25.7	0.1	5.6	8.2	8.5
净利润(百万元)	214	133	179	225	260
增长率 YoY(%)	-38.1	-37.9	35.2	25.3	15.9
每股收益(元)	0.27	0.15	0.21	0.26	0.30
毛利率(%)	21.9	21.4	21.7	21.9	22.0
净资产收益率(%)	4.3	2.2	2.9	3.5	3.9
市盈率 PE(x)	46	82	61	48	42
市净率 PB(x)	2.0	1.8	1.7	1.7	1.6
EV/EBITDA	16	23	20	35	33

资料来源：中信数量化投资分析系统

注：股价为 2017 年 4 月 24 日收盘价

家家悦（603708）：立足山东，“下沉”、“西进”提升份额

山东民营超市龙头，收入利润稳健增长。1995 年家家悦开设威海市第一家超市，截止 2016 年 9 月末，拥有门店 620 家，包括 79 家大卖场、274 家社区综超、226 家农村综超、5 家便利店、11 家百货、25 家专业店，平均单店面积 2440 平米；其中胶东地区（威海、烟台、青岛）门店 542 家。预计 2016 年营业收入 109 亿元，同比+4.1%（同店增长低个位数）；归属净利润 2.6 亿元，同比+4.3%。创始人王培桓/其它管理层/员工（区域总经理、店长等）分别间接持股 29.6%/15.4%/21.5%，激励充分。

山东消费提升空间大，生鲜经营成为超市全渠道竞争壁垒。山东为中国人口第二大、GDP 第三大省；2016 年，人均 GDP 67,706 元 VS 全国 53,980 元，居民人均可支配收入 24,685 元 VS 全国 23,721 元，人均消费支出 15,926 元 VS 全国 17,111 元，消费有较大提升空间。省内外资超市渐退出，家家悦（胶东）、利群（青岛及鲁东北）、银座（济南及鲁西南）等割据竞争。电商分流冲击下，行业将向生鲜聚客、供应链比拼（自有品牌/源头直采）、全渠道（互联网+便利+）演进，其中生鲜食品经营能力成为重要竞争壁垒。

公司亮点：网点密，生鲜食品强，物流优势突出。门店网络：620 家门店中 542 家聚焦胶东，并向潍坊、济南、莱芜、临沂、枣庄等地延伸；同时城市社区及农村深度下沉，2015 年社区综超/农村综超净开店 17/27 家，16Q3 社区/农村综超共 500 家。生鲜经营：对接 200 多个合作社及养殖场，整体 86%直采、生鲜 80%直采，自有品牌占 8.4%。2015 年生鲜占商品零售的 42.6%（VS 行业平均 30.6%），毛利率 15.2%（VS 行业平均 11.7%）。仓储物流覆盖能力强：3 处杂货+5 处生鲜物流中心，建筑面积 17 万平米，构建省内 2.5 小时配送圈，杂货/生鲜日均吞吐 21 万件/1,400 吨。

未来看点：省内门店快速扩张，新业态、新合作长期发展基础好。（1）预计 2016-2018 年新开店 52/80/85 家，重点向山东中西部的济南、临沂、泰安、菏泽、聊城等高人口密度地市延伸。推进莱芜、烟台物流中心改造扩容并增加中央厨房，将支撑 300 亿元终端销售。其中莱芜地处山东省中心、3 小时配送辐射全省，项目规划建筑面积 3.4 万平米、生鲜配送能力 19.42 万吨/年、生鲜加工能力 4.33 万吨/年。（2）电商重点搭建“跨境（主打韩国进口）+农村+威海特产”的电商通路。（3）作为区域超市龙头，围绕客群创新业态（如便利店、社区店、农村店）是未来战略，卡位区域优异的供应链资源，未来对接互联网合作基础较好。

风险因素：省内渠道竞争加剧制约同店增长；互联网融合进程低于预期。

盈利预测与估值评级。维持 2016-2018 年营业收入预测分别为 109.2/117.3/127.7 亿元，归属净利润分别 2.6/2.8/3.1 亿元，对应 EPS0.72/0.78/0.85 元/股，分别同比+4.3%、+8.2%、+9.4%。公司省内龙头地位稳固，上市后加速门店扩张迎来新成长时代；长期看，公司供应链禀赋优异、民营机制灵活，新业态/新合作也将带来较大空间。股价自上市以来的高点已调整 40%，存在价值修复的动力，维持“增持”评级。

表 16：家家悦盈利预测

项目/年度	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	9,835	10,486	10,915	11,734	12,767
增长率 YoY(%)	9.5	6.7	4.1	7.5	8.8
净利润(百万元)	228	247	258	279	305
增长率 YoY(%)	4.0	8.5	4.3	8.2	9.4
每股收益(元)	0.63	0.69	0.72	0.78	0.85
毛利率(%)	22.1	22.1	22.2	22.2	22.2
净资产收益率(%)	25.1	25.6	14.8	10.6	10.5
市盈率 PE(x)	35	33	31	29	26
市净率 PB(x)	6.5	6.0	3.2	2.9	2.6
EV/EBITDA	22.2	22.3	18.1	16.7	14.1

资料来源：中信数量化投资分析系统

注：股价为 2017 年 4 月 24 日收盘价

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

评级说明

投资建议的评级标准	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级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：以报告发布日后的 6 到 12 个月内的公司股价（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。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 20%以上；
	增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 5%~20%之间
	持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
	卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上；
行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 10%以上；
	中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间；
	弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上

其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含 CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

法律主体声明

中国：本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。

新加坡：本研究报告在新加坡由 CLSASingaporePteLtd（公司注册编号：198703750W）分发。作为资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问，CLSA Singapore Pte Ltd 仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”提供证券服务。根据新加坡《财务顾问法》下《财务顾问（修正）规例（2005）》中关于机构投资者、认可投资者、专业投资者及海外投资者的第 33、34、35 及 36 条的规定，《财务顾问法》第 25、27 及 36 条不适用于 CLSA Singapore Pte Ltd。如对本报告存有疑问，还请联系 CLSA Singapore Pte Ltd（电话：+65 6416 7888）。MCI (P) 033 11 2016。

针对不同司法管辖区的声明

中国：根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

新加坡：监管法规或交易规则要求对研究报告涉及的实际、潜在或预期的利益冲突进行必要的披露。须予披露的利益冲突可依照相关法律法规要求在特定报告中获得，详细内容请查看 <https://www.clsa.com/disclosures.html>。该等披露内容仅涵盖 CLSA group, CLSA Americas 及 CL Securities Taiwan Co., Ltd 的情况，不涉及中信证券及/或其附属机构的情况。如投资者浏览上述网址时遇到任何困难或需要过往日期的披露信息，请联系 compliance_hk@clsa.com。

美国：本研究报告由中信证券编制。本研究报告在美国由中信证券（CITIC Securities International USA, LLC（下称“CSI-USA”）除外）和 CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）仅向符合美国《1934 年证券交易法》下 15a-6 规则定义且分别与 CSI-USA 和 CLSA Americas 进行交易的主要美国机构投资者“分发”。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与 CLSA group of companies 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当分别联系 CSI-USA 和 CLSA Americas。

英国：本段“英国”声明受英国法律监管并依据英国法律解释。本研究报告在英国须被归为营销文件，它不按《英国金融行为管理手册》所界定、旨在提升投资研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟由 CLSA（UK）发布，该公司由金融行为管理局授权并接受其管理。本研究报告针对《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19 条所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告的内容。

一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该研究报告发送、发布的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为出售任何证券或金融工具的要约，或者证券或金融工具交易的要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具的分析，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适用所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2017 版权所有。保留一切权利。