

中日消费产业对比系列报告 3

下沉市场大有可为，品牌化升级之路顺畅

□ 下沉市场的层次丰富，范围广阔，具有消费升级的物质基础，消费规模有望持续上行。下沉市场包括三线及以下的城市以及广大的乡镇农村地区，人口占比为 71.4%，面积占比近 95%。下沉市场未来在供给、需求、产品端均存在助力消费升级的基础——在需求侧，下沉市场就业机会逐渐丰富、一二线回流人口带来多元化的消费理念、线上线下渠道的发展助推城市特色“走出去”与外部旅客“引进来”，居民收入逐步上行，成为消费升级的物质基础；在供给端，许多消费品价格带正向下沉市场消费者可接受水平靠近；在政策端，围绕精准扶贫、扩大内需、乡村振兴的政策接连出台，促进下沉市场供给与消费需求的增加。据测算，2022 年下沉市场消费规模约为 20.74 万亿元，在全国中的占比过半，预计到 2028 年下沉市场规模将达到 28.35 万亿元，CAGR 有望达到 6%。

□ 借鉴日本，看中国“白牌-品牌-名牌”升级之路。70 年代的日本在石油危机后经历了严重通货膨胀，GDP 增速放缓，居民消费力受损，“朴素主义”和“消费降级”逐渐兴起，优衣库、大创等一系列主推质优价廉产品的品牌诞生并受到消费者的喜爱，随后泡沫经济下奢侈品销售实现高增。我国下沉市场的发展现状和 70-90 年代的日本有许多相似性，如人均 GDP、城镇化率、人口结构等，但由于中国城乡结构复杂经济发展步调不统一，我们无法完全对应日本 70-90 年代的情况。展望未来，我们认为国内经济发展不会重现日本 90 年代的发展态势，仅与 70-80 年代的发展路径较为相似，性价比消费与高端消费均将迎来良好发展。

□ 下沉市场具有其独特的消费现象：1) 人群细分：下沉市场人口层次更为丰富，而目前供给仍较单一，下沉市场目前趋势在于广度升级而非深度升级。2) 有闲经济：下沉市场居民时间较充裕且线上渠道依赖性强，直播及电商对下沉市场消费者的影响与日俱增；而在线下购物方面，下沉市场居民重视亲身体验，面积较大、数量较多、装潢较美观的品牌能够通过“眼球效应”刺激消费者的购物欲望。3) 重视性价比：下沉市场居民收入绝对值与高线城市仍存在较大差距，相较于一线城市对于个性化消费和彰显生活品味的追求，下沉市场更关注产品的价值及其属性的匹配度。4) 服务与销售关系紧密：熟人社会及喜爱小额激励的特点凸显了品牌营销的重要性，而服务质量在消费过程中也同样重要，掌握“人情+激励”是品牌渗入下沉市场的关键。

□ 根据不同行业在下沉市场发展的时间及渗透率，我们将各行业划分为三类：处于导入期、成长期和成熟期的行业。1) 处于成熟期的行业已经在下沉市场发展较久，门店开设数量较多，渗透率较高，未来发展方向是品牌升级，即往一二线城市进行拓展，代表性行业有纺织服装行业、黄金珠宝行业。2) 处于成长期的行业的价格已下沉至合适区间，叠加线上线下渠道铺设日趋完备（既包括开设加盟门店、增加经销商覆盖度以争夺自然流量，也包括利用数字化道具，改变线上流量分配逻辑），在下沉市场正处于快速发展期，代表

推荐（维持）

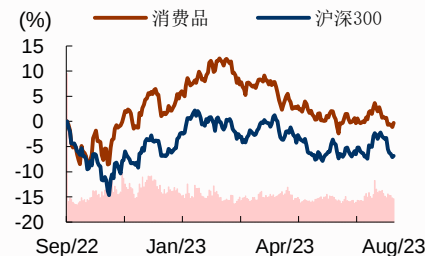
研究部/消费品

行业规模

		占比%
股票家数（只）	1213	23.2
总市值（十亿元）	18172.3	22.0
流通市值（十亿元）	15793.5	22.0

行业指数

%	1m	6m	12m
绝对表现	-3.6	-9.8	-2.3
相对表现	0.2	-3.0	6.9



资料来源：公司数据、招商证券

赵中平 S1090521080001
✉ zhaozhongping@cmschina.com.cn
于佳琦 S1090518090005
✉ yujiaqi@cmschina.com.cn
丁浙川 S1090519070002
✉ dingzhechuan@cmschina.com.cn
刘丽 S1090517080006
✉ liuli14@cmschina.com.cn
史晋星 S1090522010003
✉ shijinxing@cmschina.com.cn

并购家 免费行业报告网

IPOIPO.CN 每日更新 不用注册会员 无广告 永久免费

行业有性价比电商平台及零售店、茶饮行业、休闲零食行业、旅游行业、眼镜及家居零售业等，3) 处于导入期的行业之前因价格过高或渠道铺设进度较慢，下沉市场消费者对其认知度较低，渗透率仍处于低位，但目前由于价格下沉、政策支持或企业的积极营销，该品类的渗透率逐渐上行，代表性行业有智能家居行业。本文将依次对各行业在下沉市场的发展机会进行介绍。

- 风险提示：下沉市场消费力不及预期、企业下沉战略不符合当地消费习惯、下沉市场消费规模测算与实际情况不一致、中日情况不完全可比。

正文目录

一、万亿规模有待发掘，下沉市场大有可为	12
1、下沉市场独特的消费现象	12
2、下沉市场层次丰富，范围广阔	12
3、下沉市场消费升级为大势所趋	13
(1) 需求侧：下沉市场具有消费升级的物质基础	13
(2) 供给侧：许多消费品都经历了价格的下行，逐步接近下沉市场可接受的临界点	16
(3) 政策端：国家出台政策扶持中小城市及广大乡镇地区发展，刺激下沉市场消费	17
(4) 市场规模：下沉市场消费潜力巨大	17
二、借鉴日本，看中国“白牌-品牌-名牌”升级之路	18
1、日本性价比品牌诞生的宏观背景	18
2、复盘日本品牌的升级之路	20
3、中日对比，看中国下沉市场独特发展之路	21
三、下沉市场消费的特点	24
1、人群细分：下沉市场目前趋势在于广度升级	24
(1) 下沉市场人口层次更为丰富但特定群体消费能力相对有限	24
2、有闲经济下时间钝感明显	26
(1) 线上：下沉市场仍为电商行业发展红利期	26
(2) 线下：重视体验感，门店覆盖大于品牌力	27
3、平衡性价比为主流消费观，本地品牌受益	28
4、熟人社会中，熟人口碑、营销服务与销售关系紧密	29
(1) 熟人社会：信任成为影响消费者购物选择的前置条件	29
(2) 服务价值：完善本地服务、优化消费体验，提高人情化关系覆盖度，做好私域运营	29
(3) 会员运营：增强会员运营，增强消费者粘性	30
四、各行业在下沉市场的发展周期	31
五、商业：性价比零售潮起，激发下沉市场消费活力	32
1、性价比平台领先电商大盘增长，拼多多低价拥抱下沉市场	32
2、兴趣消费潮起，名创优品性价比零售店引领下沉市场消费升级	34
六、社会服务：加盟业态&价格战推动行业扩容，咖啡、OTA 加速拓展下沉市场	36
1、咖啡：价格战助力下沉咖啡市场扩容，拥抱加盟业态爆发正当时	36
2、OTA：下沉市场在线化率提升空间广阔，长期有望持续贡献业绩增量	42

七、休闲零食行业：新渠道放量，加速布局下沉市场	45
1、零食渠道不断迭代，考验公司主观能动性	45
2、多品类多规格组合，更容易把握渠道迭代	46
3、量贩零食店：更具生命力的性价比零售业态，轻资产布局下沉市场前景广阔	46
4、甘源食品：产品主义突围，拥抱渠道红利	49
八、服装行业：行业格局优化，份额向头部品牌集中	50
1、海澜之家：男装龙头，产品结构优化&逆势开店稳固龙头地位	51
（1）渠道：业态优化强化运营效率，逆势开店拓增长空间	52
（2）产品：面料共研强化产品功能性	53
2、比音勒芬：锁定高收入核心客群，产品升级&渠道下沉并举拓增长空间	54
1.渠道：多元化渠道结构强化运营能力，渠道下沉拓展增长空间	55
2.产品：精准卡位高端商务休闲服饰定位，产品性能提升引领行业发展	56
九、黄金珠宝行业：龙头渠道下沉优势凸显	57
1、周大福：下沉拓店走通，终端严控改善门店盈利	59
2、周大生：省代助力渠道拓展，黄金产品增长空间大	60
3、老凤祥：加盟开店推升品牌价值，产品渠道优势布局	61
十、轻工&零售行业：线上投流与门店拓张，渠道变革加速下沉步伐	63
（1）眼镜零售：以互联网模式改变流量分发逻辑，助力性价比子品牌的下沉	63
（2）离焦镜片：价格与渠道优势助力离焦镜片渗透率上行	64
（3）家居卖场：加快布局下沉市场，渠道扩张与新零售转型齐头并进	65
十一、轻工&家电行业：全屋智能化趋势推进，下沉贡献增量	67
1.整装大家居：整装趋势带动套系化销售，整装性价比优势突出，加速价格带延伸渗透	67
2.无主灯：家具照明智能化变迁，产品标准化、渠道B端化加速渗透无主灯下沉市场	67
3.功能沙发：核心零部件自产带动成本大幅下降，助力渗透提升，敏华竞争力突出	70
4.智能马桶：轻智能带动智能马桶渗透提升，智能马桶有望充分下沉，箭牌品牌优势明显，瑞尔特电商渠道突围	71
5.智能晾衣架：晾衣架品类电动化趋势明显，性能优于传统晾衣架，性能比高于烘干机，好太太先发优势明显	72
6.家电智能化：下沉贡献增量，清洁+厨卫头部集中	73
7.清洁电器：双线运作提升渗透率，未来国内稳态销量1亿台	75
8.厨房电器：刚需和品需承压，集成渗透拉动增长	80
十二、本报告相关标的梳理	81

图表目录

图 1: 淄博夜市烧烤摊座无虚席	12
图 2: 蜜雪冰城加盟店在中小城市倍受青睐	12
图 3: 我国各线城市划分及数量	13
图 4: 按面积算将近 95%的土地面积被下沉市场覆盖	13
图 5: 下沉市场各线城市人口占比	13
图 6: 县级城市及以下地区的政府机关及事业单位对毕业生的吸纳能力增强 ..	14
图 7: 一线城市常住人口统计 (万人)	14
图 8: 2022 年一线城市的常住人口均下降 (万人)	14
图 9: 农村电商直播带货正在兴起	15
图 10: 全国铁路营业里程 (万公里)	15
图 11: 全国公路里程及公里密度	15
图 12: 城乡居民人均支配收入 (单位: 万元) 与倍差	16
图 13: 城乡居民人均消费支出 (单位: 万元) 与倍差	16
图 14: 下沉市场消费结构向“橄榄型”形态发展	16
图 15: 奈雪的茶平均客单价变化	17
图 16: 下沉市场消费空间测算逻辑	18
图 17: 下沉市场规模测算 (万亿元)	18
图 18: 复盘日本经济发展三阶段	19
图 19: 70-90 年代日本通胀高企	20
图 20: 日本收入差距日趋显著	20
图 21: 消费者信心受宏观经济影响	20
图 22: 社会消费意愿受打击, 储蓄意愿提高	20
图 23: 优衣库的性价比战略	21
图 24: 消费者看重优衣库质量、舒适度和性价比	21
图 25: 中日人均 GDP 以及 2022 年中国下沉市场人均 GDP	21
图 26: 中日城镇化率对比 (%)	22
图 27: 日本老龄化率 (‰)	22
图 28: 下沉市场消费者收入结构	24
图 29: 下沉市场消费者房贷压力差异较大	24
图 30: 下沉市场消费者年龄结构	25

图 31: 中国“00 后”分布情况	25
图 32: 下沉市场消费者学历分布	25
图 33: 下沉市场“回流人口”就业情况	25
图 34: 下沉市场未来趋势在于广度升级	25
图 35: 中国移动互联网接入流量稳步增长	26
图 36: 下沉市场电商发展潜力大	26
图 37: 线上渠道对二、三线城市商品选择影响大	26
图 38: 低线城市直播渗透率较高	26
图 39: 下沉市场消费者热衷自主体验	28
图 40: 海澜之家的门店在下沉市场具有吸引力	28
图 41: 低线城市消费者更重视品质	28
图 42: 下沉市场消费者更看重商品的经济实用属性	28
图 43: 性价比是国货吸引下沉市场消费者主要原因	28
图 44: 国货分品类发展情况	28
图 45: 消费者购物受各不同群体影响程度	29
图 46: 销售激励对下沉市场用户转化行为影响明显	30
图 47: 下沉市场消费者较容易被商家的会员营销所吸引	30
图 48: 京东会员结构	31
图 49: 各子行业在下沉市场的发展周期图	32
图 50: 我国下沉市场月活跃用户近 7 亿	32
图 51: 下沉市场用户电商购物的原因中“多好省”占主体	32
图 52: 拼多多三线及以下城市用户占比高于友商平台	33
图 53: 拼多多活跃渗透率随城市线级逐渐升高	33
图 54: 拼多多价格带相对较低	33
图 55: 拼多多流量分发机制倾向低价商品	33
图 56: 拼多多主站货币化率逐年提升	34
图 57: 拼多多维持高于大盘增速增长	34
图 58: 我国综合零售消费进化过程	34
图 59: 名创优品热销单品单价多为 10 元左右	35
图 60: 名创优品兴趣消费品占比约 30%	35
图 61: FY2019-FY2023H1 国内门店城市线级结构	36
图 62: 国内门店地区分布	36

图 63: 2017-2022 年现制咖啡、茶饮市场规模	37
图 64: 美团外卖小众品类订单增速 (%)	37
图 65: 2013-2023Q1 咖啡行业投融资数 (起)	37
图 66: 2015-2022 年新增咖啡相关企业数 (万)	37
图 67: 线上购买咖啡人群城市等级分布	37
图 68: 各线城市 2021 年美团咖啡外卖订单增速	37
图 69: 20-40 岁消费者贡献了 90% 以上咖啡消费	38
图 70: 约 20% 咖啡消费者可接受价格在 15 元及以下	38
图 71: 咖啡需求随饮用年限增加显著增长	39
图 72: 瑞幸咖啡用户月活高速增长	39
图 73: 2020-2023 年各线城市咖啡门店数量	39
图 74: 下沉市场咖啡门店增速加快	39
图 75: 2021-2023 年现磨咖啡行业部分品牌门店数	40
图 76: 2019-2022 年咖啡直营、加盟门店数量及增长	40
图 77: 瑞幸咖啡新零售模式	40
图 78: 瑞幸推出“酱香拿铁”联名产品	41
图 79: 白酒&咖啡消费者年龄分布	41
图 80: 下沉市场龙头茶饮品牌门店数量情况	41
图 81: 茶饮市场遭到现磨咖啡市场挤占	41
图 82: 年初以来蜜雪冰城、益禾堂、甜啦啦每月新增门店数量 (单位: 家)	42
图 83: 携程与同程旅行主要目标市场竞争交集较少, 三线及以下城市具有超 9 亿人口的广阔空间	43
图 84: 同程平均月活用户数量	43
图 85: 同程平均月付费用户数量	43
图 86: 同程旅行来自微信的 MAU 情况	44
图 87: 同程来自于微信小程序的流量占比超 8 成	44
图 88: 2021 年微信用户使用同程比例为 16.4%	44
图 89: 同程旅行借助微信小程序引流	44
图 90: 2018-2022 年同程非一线城市用户占比	45
图 91: 2018-2022 年同程微信平台新付费用户来自三线及以下城市占比	45
图 92: 休闲食品行业渠道变革	46
图 93: 主要零食品牌产品结构对比	46
图 94: 零食折扣店产品 SKU 结构	46

图 95: 量贩零食店部分 SKU 价格对比商超/便利店/电商	47
图 96: 量贩零食店交易模式对比商超	47
图 97: 各玩家门店数	48
图 98: 各玩家每月新增门店数及 2023 年目标开店数	48
图 99: 各省目前门店数及预测	49
图 100: 甘源产品与竞品价格对比	50
图 101: 上市休闲食品公司收入规模 (百万元)	50
图 102: 国内不同消费阶层倾向变化趋势	51
图 103: 不同品牌门店所在线级城市分布	51
图 104: 海澜之家旗下品牌	52
图 105: 2014 至今海澜之家营收 (亿元) 及增速	52
图 106: 2014 至今海澜之家归母净利润 (亿元) 及增速	52
图 107: 近五年可比大众男装品牌门店数量变化	53
图 108: 国内男装品牌直营门店数量占比情况	53
图 109: 公司与供应商合作开发多款科技属性面料	53
图 110: 衬衫及西服产品占比持续下降	53
图 111: 公司产品持续推进年轻化、休闲化、功能化开发	54
图 112: 公司发展历程	54
图 113: 2011 至今公司营收 (亿元) 及增速	55
图 114: 2011 至今公司归母净利润 (亿元) 及增速	55
图 115: 比音勒芬门店数量变化	55
图 116: 公司线下渠道营收占比	55
图 117: 比音勒芬多元化渠道结构	55
图 118: 比音勒芬业态升级	56
图 119: 比音勒芬商品陈列变迁	56
图 120: 公司产品结构丰富, 多样风格满足消费者需求	56
图 121: 公司利用 Polartec 材料加速产品迭代和矩阵丰富	57
图 122: 我国黄金消费总体及黄金珠宝首饰消费需求	58
图 123: 黄金饰品中不同工艺占比变化情况	58
图 124: 中国内地结婚人数和结婚率变化	58
图 125: 珠宝需求动机占比	58
图 126: 周大福新增门店数量	59

图 127: 周大福加盟和直营零售额收入结构变化	59
图 128: 2023 年 4 月周大福不同线级城市门店数量及占比	59
图 129: 周大福精致店门店形象	60
图 130: 周大福精致店开店场景	60
图 131: 周大生线上收入及占比	60
图 132: 周大生新增门店数及门店总数	60
图 133: 2023 年 6 月周大生不同线级城市门店数量及占比	61
图 134: 老凤祥营业网点数量快速增长	62
图 135: 2023 年 4 月老凤祥不同线级城市门店数量占比	62
图 136: 金银细工制作工艺流程	62
图 137: 2017-2019 老凤祥黄金自产比例快速提升	63
图 138: 2019 年老凤祥镶嵌自产略有下滑	63
图 139: 2014-2027 年我国眼镜行业销售额 (亿元)	63
图 140: 2021 年中国眼镜镜片市场份额情况 (按销售额划分)	63
图 141: 抖音同城推送、直播间、大众点评售卖团购券	64
图 142: 公司 O2O 模式的四个环节	64
图 143: 轻松控系列产品及对应的 SKU	65
图 144: 明月眼镜直销、经销客户情况	65
图 145: 美凯龙、居然之家的市占率	65
图 146: 全国主要连锁家居卖场门店数	65
图 147: 居然之家卖场数量变化 (家)	66
图 148: 美凯龙卖场数量变化 (家)	66
图 149: 美凯龙 IMP 五大系统	66
图 150: 欧派整装业务收入及增速	67
图 151: 箭牌家居家装业务收入及增速	67
图 153: 2021 上半年 VS 2022 上半年 灯光类型分布对比	68
图 154: 消费者调研-不同年龄段消费者对灯具品牌认知	69
图 155: 公牛无主灯新品牌“沐光”线下门店	69
图 156: 2022 上半年深圳市住宅成交年龄段分布	69
图 157: 2020-2022H1 194 个重点监测城市普通住宅分面积段成交套数	69
图 159: 功能沙发市场规模及同比 (亿元)	70
图 160: 国内功能沙发渗透率	70

图 161: 敏华功能沙发优势明显	71
图 162: 全国产能布局, 进一步降低运输成本	71
图 163: 智能马桶市场规模及同比 (亿元)	71
图 164: 智能坐便器渗透率 (按照保有量计算)	71
图 165: 箭牌家居分渠道收入 (亿元)	72
图 166: 箭牌家居不同品牌经销网点数量变化	72
图 167: 智能坐便器及盖板业务收入 (亿元) 及增速	72
图 168: 瑞尔特线上收入规模 (万元) 及增速	72
图 169: 中国智能晾衣架市场总额(亿元) 及预测	73
图 170: 中国智能晾衣架渗透率及预测	73
图 171: 好太太智能家居产品收入规模及增速	73
图 172: 好太太经销商以及专卖店数量	73
图 173: 2023H1 家电市场分渠道零售额同比 (%)	74
图 174: 2023H1 分品类下沉渠道均价同比 (%)	74
图 175: 2022 年至家电今下沉渠道增幅领先线上市场	74
图 176: 2022 年至今白电分品类下沉渠道零售额增幅 (%)	74
图 177: 2021-2023 年 1-4 月下沉渠道 CR3 集中度提升幅度显著	75
图 178: 2015-2023 年国内清洁电器市场规模走势	75
图 179: 科沃斯机器人线下门店	76
图 180: 添可智能生活电器线下门店	76
图 181: 科沃斯扫地机器人线上市占率稳居第一	77
图 182: 添可洗地机线上渠道市占率稳居第一	77
图 183: 科沃斯扫地机器人线下渠道市占率稳居第一	77
图 184: 添可洗地机线下渠道市占率稳居第一	77
图 185: 添可洗地机国内线下渠道价值链拆分	78
图 186: 添可洗地机国内线上渠道价值链拆分	78
图 187: 科沃斯扫地机器人国内线下渠道价值链拆分	78
图 188: 科沃斯扫地机器人国内线上渠道价值链拆分	79
图 189: 科沃斯推出一款 CC 4G 版扫地机器人	79
图 190: 一点 CC 基站体积较小	79
图 191: 2019-2023H1 厨卫大电分类型零售额 (亿元/%)	80
图 192: 2023H1 厨卫大电分品类零售额同比	80

图 193: 2023 年 1-4 月厨卫市场下沉渠道零售额增长 24.2%81

表 1: 下沉市场相关政策17

表 2: 大创 DAISO 与出版商 OEM 合作生产,毛利率可比传统图书零售商高 15%20

表 3: 各地 2021 年出生率统计22

表 4: 日本 70 年代耐用消费品的普及情况.....23

表 5: 日本消费社会的四个阶段23

表 6: 电商平台开拓下沉市场模式比较26

表 7: 名创优品不同线级城市开店空间36

表 8: 各品牌离焦镜产品对比64

表 9: 厨电企业开拓下沉市场比较.....81

表 10: 本报告相关标的梳理.....81

一、万亿规模有待发掘，下沉市场大有可为

1、下沉市场独特的消费现象

消费升级的人群不仅仅是城市中产阶级，处在城市化进程中低线城市居民以及移动互联网加速渗透的乡镇居民同样是新一轮消费升级的中坚力量。然而，区别于大城市追求精致、奢侈、个性化的特点，下沉市场具有其独特的消费现象：有闲经济、注重产品性价比、熟人社会以及人群细分。

图 1：淄博夜市烧烤摊座无虚席



资料来源：长城网、招商证券

图 2：蜜雪冰城加盟店在中小城市倍受青睐



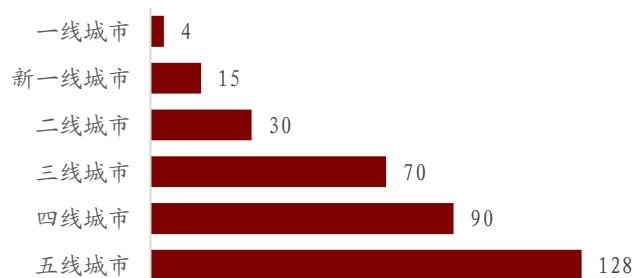
资料来源：蜜雪冰城官网、招商证券

2、下沉市场层次丰富，范围广阔

地域范畴上，下沉市场包括三线及以下的城市以及广大的乡镇农村地区，约占全国 95%的土地面积。根据城市人口商业资源集聚度、城市枢纽性、城市人活跃度、生活方式多样性和未来可塑性五大一级维度，我国城市可划分为五类：一线城市有 4 个，“新一线”城市有 15 个，二线城市有 30 个，三线城市有 70 个，四线城市有 90 个，五线城市有 128 个。根据全国行政区划，三线及以下地区包括 293 个地级市、2843 个县城、38558 个乡镇。

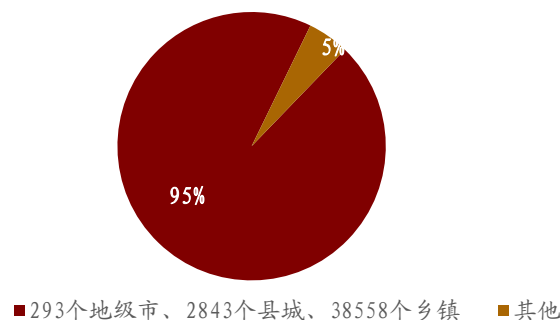
人口范畴上，我国下沉市场总人口数近 10 亿人，约占全国总人口数量的 71.4%。构成上，下沉人口的区域分布分散，其中约 35.5%来自三线城市，38.6%来自四线城市，五线城市及以下为 25.9%。

图 3：我国各线城市划分及数量



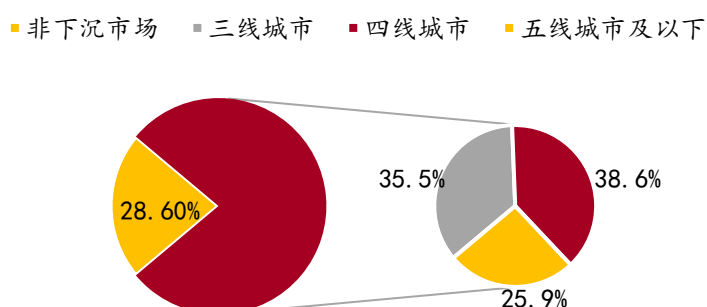
资料来源：《2023 城市商业魅力排行榜》、第一财经、招商证券

图 4：按面积计算将近 95%的土地面积被下沉市场覆盖



资料来源：中国统计年鉴 2022，MSC 咨询、招商证券

图 5：下沉市场各线城市人口占比



资料来源：国家统计局、第一财经城市分级数据、MSC 咨询、招商证券

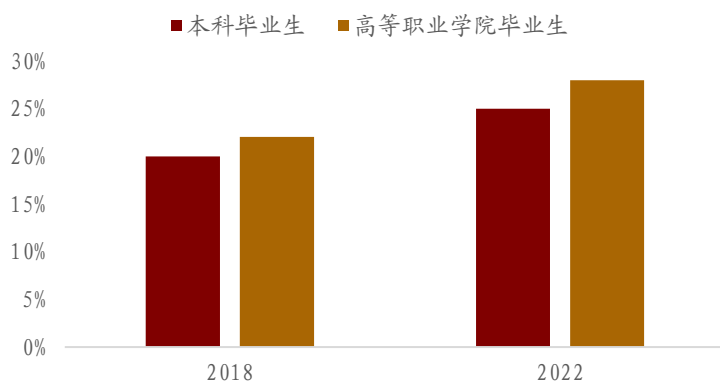
3、下沉市场消费升级为大势所趋

我们认为，下沉市场在需求、供给、政策端均存在消费升级的基础，预计下沉市场消费规模增速明显。在需求侧，下沉市场就业机会逐渐丰富、一二线回流人口带来多元化的消费理念、线上线下渠道的发展助推城市特色“走出去”与外部旅客“引进来”，居民收入逐步上行，成为消费升级的物质基础；在供给端，许多消费品价格带正向下沉市场消费者可接受水平靠近；在政策端，围绕精准扶贫、扩大内需、乡村振兴的政策接连出台，促进下沉市场供给与消费需求的增加。当前中国下沉市场消费规模约为 20.74 万亿元，保守预计到 2028 年下沉市场规模将达到 28.35 万亿元，CAGR 有望达到 6%。

（1）需求侧：下沉市场具有消费升级的物质基础

- ① 下沉市场就业机会逐渐丰富、居民收入逐步上行，成为消费升级的物质基础。许多企业在下沉市场增设分公司或分部。不管是为了享受更低的经营成本，还是为了扩大销售面积，企业于下沉市场开设分公司或分部均为当地带来了更丰富的就业机会。例如京东将全国客服中心落户宿迁，14 年来累计对宿迁投资近 200 亿，创造了上万个就业岗位。此外，基层政府机关、事业单位扩大下沉市场的招录规模，毕业生“就业下沉”。近年许多名校硕博博士前往浙江遂昌、江苏阜宁、广东和平等县城的体制内单位就业的新闻引起热议，麦可思咨询的调研同样显示县城的体制内单位对毕业生的吸引力明显增强，带动整体收入上行。

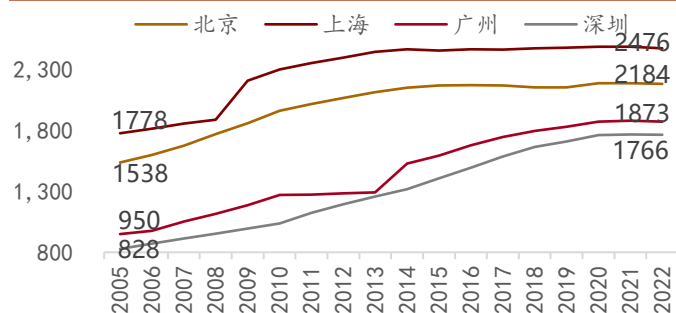
图 6：县级城市及以下地区的政府机关及事业单位对毕业生的吸纳能力增强



资料来源：麦可思咨询、招商证券

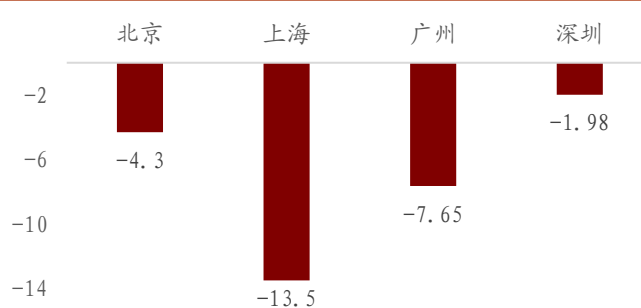
② 人口回流初见端倪，回流人口成为下沉市场消费升级的主要力量。用工需求的下降以及大城市高物价高房价等因素，使得一部分高线城市人口逐渐往生活成本更低、压力更小的低线城市转移，2022 年四座一线城市的常住人口均出现下降，深圳更是自 1979 年建市以来常住人口首次下降。这部分回流人口拥有相对于小城市更好的教育背景，更宽阔的眼界，并且将大城市的消费习惯潜移默化的带到下沉市场，成为下沉市场消费升级的主要力量。

图 7：一线城市常住人口统计（万人）



资料来源：国家统计局、招商证券

图 8：2022 年一线城市的常住人口均下降（万人）



资料来源：上海证券报、招商证券

③ 下沉市场挖掘独特“城市名片”，发扬“走出去+引进来”相结合的发展战略，实现多元增收。1) 线上渠道的发展助力产品的快速传播，随着直播及短视频行业的高速发展，许多下沉市场特色产品被人们熟知，今年山东淄博烧烤火爆出圈，全国各地赴“赴淄赶烤”浪潮下，一季淄博实现社会消费品零售总额 313.6 亿元，同比增长 8.3%，五一假期期间淄博旅游订单（含酒店、景点门票）同比增长超 2000%，总计接待游客 300 万人次。且“农产品+电商”模式助力农产品走上产销快车道，成为农民增收的重要来源。

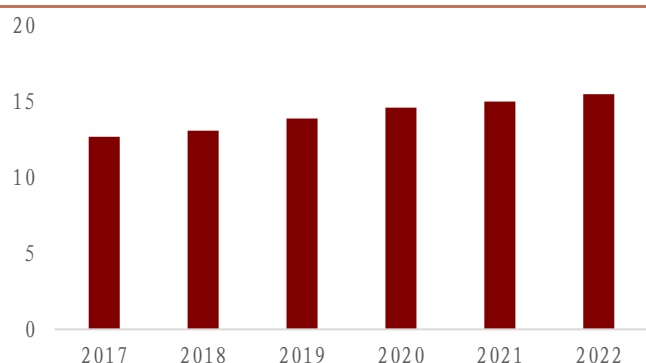
2) 线下交通网络的建设有助于品牌深入触达。线下交通运输网络的建设不断完善，为特色产品“走出去”、外部旅客“引进来”提供了更便捷的方式。截至 2022 年底，全国综合交通运输网络总里程超 600 万公里，邮政全行业拥有各类营业网点 43.4 万处（当年+2.1 万），其中设在农村的 11.7 万处（当年+0.1 万），实现具备条件的乡镇和建制村全部通硬化路、通客车，邮政实现“乡乡设所、村村通邮”。线上线下双重渠道的完善助力下沉市场旅游业、农业等行业的快速发展，居民收入不断提高，消费需求也随之扩大。

图 9: 农村电商直播带货正在兴起



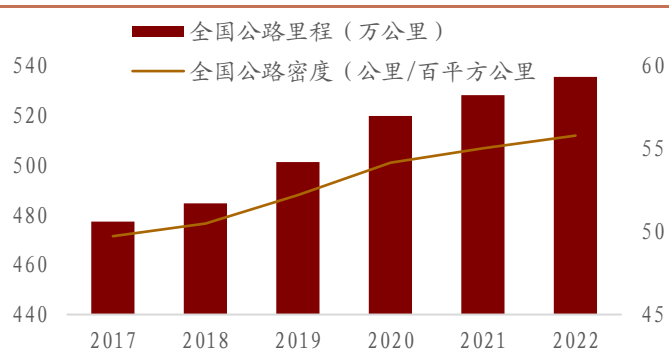
资料来源: 澎湃新闻、招商证券

图 10: 全国铁路营业里程 (万公里)



资料来源: 交通运输部、招商证券

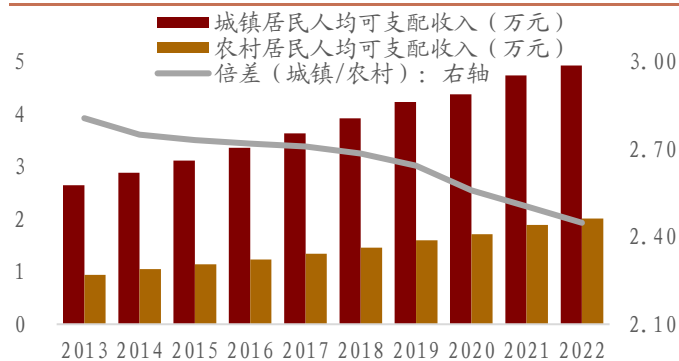
图 11: 全国公路里程及公里密度



资料来源: 交通运输部、招商证券

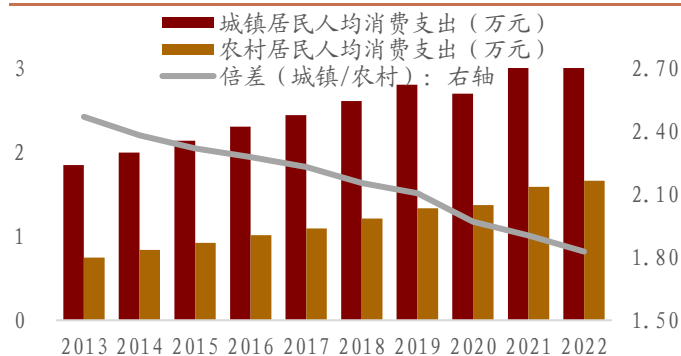
农村人均收入与消费支出不断增长, 且与城市的差距不断缩小。由于一二线城市高消费水平与高房贷压力, 农村居民人均消费支出与可支配收入实际同比增速持续高于城镇居民, 农村与城镇之间的倍差逐年降低, 人均消费支出倍差由 2013 年的 2.47 降到 2022 年的 1.83, 使得下沉市场具有消费升级的物质基础。根据商务部研究, 下沉市场低端山寨商品正在逐渐被中端品牌商品取代, 下沉市场消费结构正在向一二线城市市场的“橄榄形态”转变。

图 12: 城乡居民人均可支配收入 (单位: 万元) 与倍差



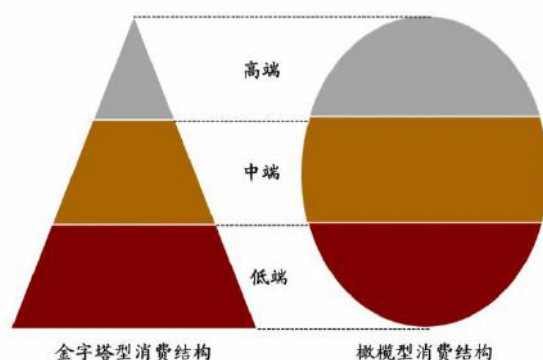
资料来源: ifind、招商证券

图 13: 城乡居民人均消费支出 (单位: 万元) 与倍差



资料来源: ifind、招商证券

图 14: 下沉市场消费结构向“橄榄型”形态发展

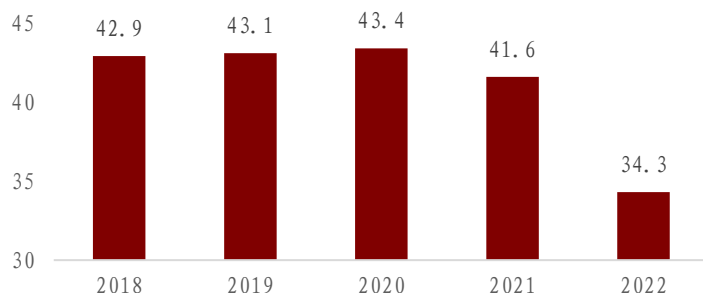


资料来源: 商务部、招商证券

（2）供给侧：许多消费品都经历了价格的下行，逐步接近下沉市场可接受的临界点

曾经许多消费品牌以日渐攀升的价格试探消费者的价格接受度，而目前都不约而同地选择降价或者开设高性价比的子品牌，价格正向下沉市场消费者可接受的价格带靠近，带来下沉市场消费量的增加。曾经头部新茶饮品牌价格带在 30-40 元价格左右，喜茶于 2022 年 2 月完成了全面产品调价，除少量产品外主流产品价格已全面低于 30 元，售价在 15-25 元产品占比 60% 以上；奈雪 2018-2021 年的产品均价均超 40 元，2022 年开始其经典产品大幅降价 10 元，还推出了 9 元~19 元的“轻松”系列。此外，国内手机厂商也通过打造“子品牌”，推出性价比机型，在维持原有品牌的高端形象的同时，精准定位下沉市场的用户群体，如小米在 2013 年推出的子品牌“红米”，OPPO 推出子品牌一加、Realme，vivo 推出子品牌 IQOO，华为推出子品牌荣耀等。

图 15: 奈雪的茶平均客单价变化



资料来源: 公司招股说明书、公司年报、招商证券

(3) 政策端: 国家出台政策扶持中小城市及广大乡镇地区发展, 刺激下沉市场消费

精准扶贫、扩大内需、乡村振兴等方面的政策为下沉市场的带来增长外力。供给上, 精准扶贫及乡村振兴政策强调要大力拓宽贫困地区农产品流通和销售渠道, 利用电商、“互联网+”等新型手段打通供应链条, 拓展销售途径, 加快流通服务网点建设, 从而提高下沉市场消费的物质基础。需求上, 扩大内需政策强调推进消费升级, 继续提升居民消费能力。有效开发农村市场, 扩大电子商务进农村覆盖面, 加强村级电商服务站点建设, 推动农产品进城, 促进重点群体增收激发消费潜力, 刺激下沉市场的消费需求。

表 1: 下沉市场相关政策

	政策名称	政策内容
精准扶贫	《关于促进电商精准扶贫的指导意见》	将电商扶贫纳入脱贫攻坚总体部署和工作体系, 实施电商扶贫工程, 推动互联网创新成果与扶贫工作深度融合, 带动建档立卡贫困人口增加就业和拓宽增收渠道, 加快贫困地区脱贫攻坚进程。
	《关于深入开展消费扶贫助力打赢脱贫攻坚战的指导意见》	在有条件的贫困地区设立电商产业孵化园, 培育规模化电商企业。鼓励大型电商企业为贫困地区设立扶贫专卖店、电商扶贫馆和扶贫频道, 并给予流量支持。
扩大内需	《关于促进消费扩容提质加快形成强大国内市场的实施意见》	鼓励引导有实力、有意愿的大型商业零售企业在中小城市建设连锁网点, 促进适应当地市场需求的品牌的销售。深入推进城乡高效配送专项行动。
	《关于抓好“三农”领域重点工作确保如期实现全面小康的意见》	有效开发农村市场, 扩大电子商务进农村覆盖面, 支持供销合作社、邮政快递企业等延伸乡村物流服务网络, 加强村级电商服务站点建设, 推动农产品进城、工业品下乡双向流通。
乡村振兴	《全国乡村产业发展规划(2020-2025 年)》	培育农村电子商务主体。引导电商、物流、商贸、金融、供销、邮政、快递等各类电子商务主体到乡村布局, 构建农村购物网络平台。
	《国家乡村振兴战略规划(2018-2022 年)》	利用电商、“互联网+”等新型手段, 加强品牌市场营销。建设具有广泛性的农村电子商务发展基础设施, 加快建立健全适应农产品电商发展体

资料来源: 政府官网、招商证券

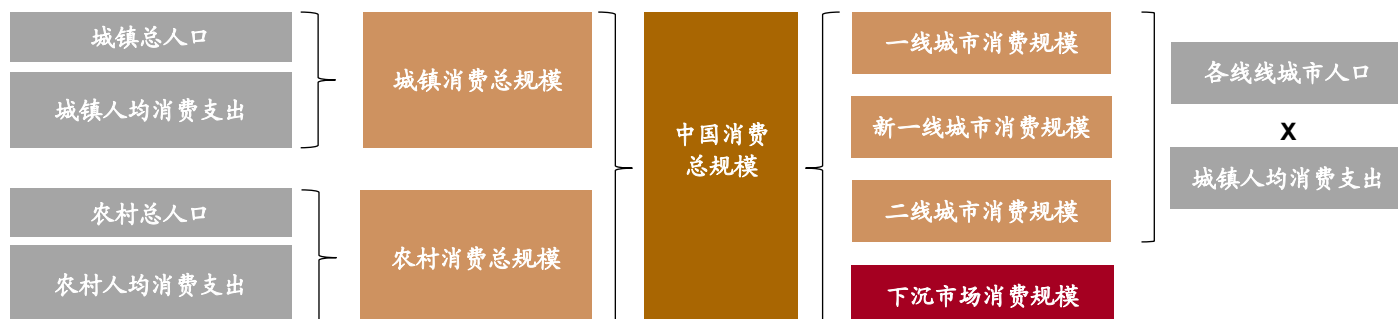
(4) 市场规模: 下沉市场消费潜力巨大

当前中国下沉市场消费规模约为 20.74 万亿元, 保守预计到 2028 年下沉市场规模将达到 28.35 万亿元, CAGR 为 6%。根据图中的测算方式, 中国消费总规模 = 城镇消费总规模 + 农村消费总规模 = 一线城市消费规模 + 新一线城市消费规模 + 二线城市消费规模 - 下沉市场消费规模。中国消费总规模为 36.15 万亿元, 其中一线城市消费规模占比仅 7.0%, 新一线城市消费规模占比 16.4%, 二线城市消费规模占比 19.2%; 而下沉市场规模超过前三者总和, 占比为 57.4%。我们预计未

敬请阅读本报告重要说明

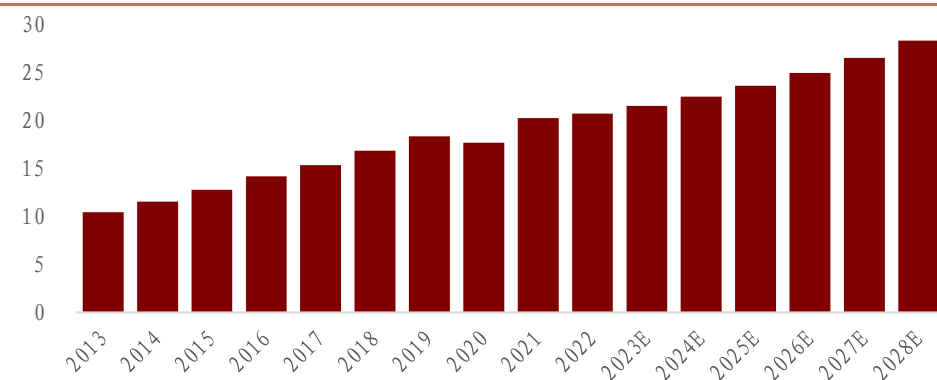
来随着下沉市场的特色供给“走出去”、城镇及农村人均消费收入逐渐增加、产品价格带的下沉，下沉市场消费总规模将不断增长，保守预计到 2028 年将达到 28.35 万亿元，CAGR 为 6%。

图 16：下沉市场消费空间测算逻辑



资料来源：MSC 咨询、招商证券

图 17：下沉市场规模测算（万亿元）



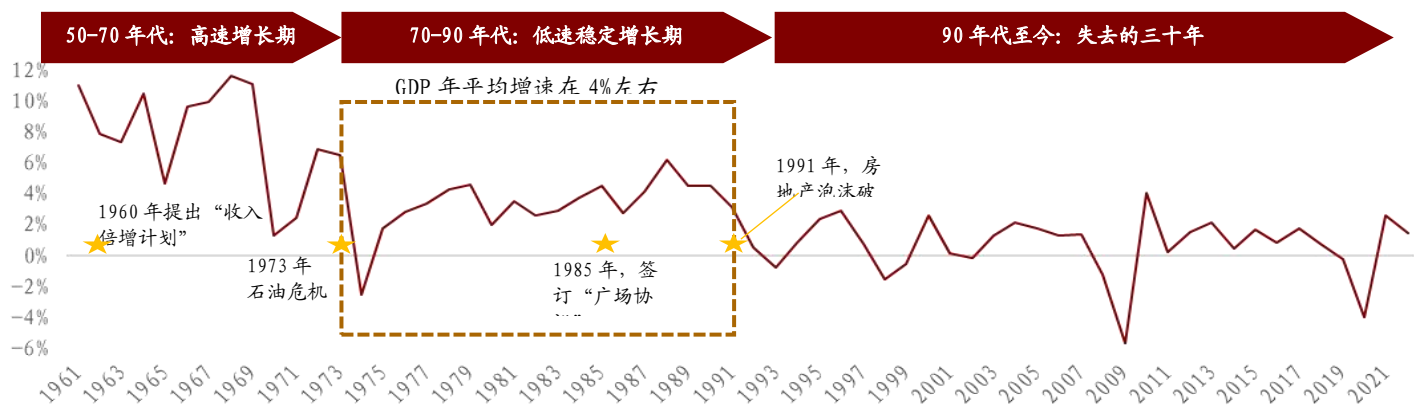
资料来源：ifind、招商证券

二、借鉴日本，看中国“白牌-品牌-名牌”升级之路

1、日本性价比品牌诞生的宏观背景

石油危机带来严重通胀，GDP 增速放缓。二战后，日本乘科技革命的浪潮，大力发展工业投资和耐用消费品制造，成为世界第二大经济强国。然而，1973 年，石油输出国组织（OPEC）宣布暂停石油出口，国际石油价格暴涨，给日本带来严重的输入性通货膨胀。之后日本经济由“神武景气”的繁荣景象转为低速增长期。

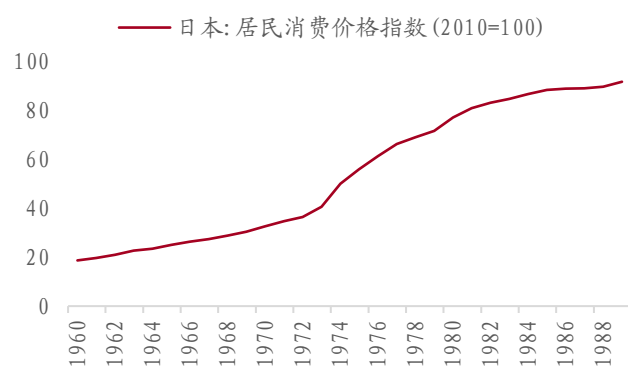
图 18: 复盘日本经济发展三阶段



资料来源: 世界银行、招商证券

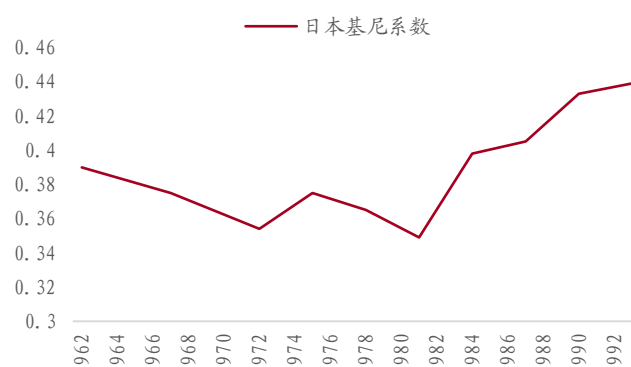
宏观经济变化推动消费特征转变。20 世纪 80 年代, 日本经济进入了快速发展的“泡沫”初期, 尽管当时的日本仍是高度发达的经济体, 但持续的高通胀、日渐拓宽的贫富差距不断挫伤消费信心和消费意愿。在此背景下, “朴素主义”和“消费降级”逐渐兴起, 优衣库、大创等一系列主推质优价廉产品的品牌诞生并受到消费者的喜爱。

图 19: 70-90 年代日本通胀高企



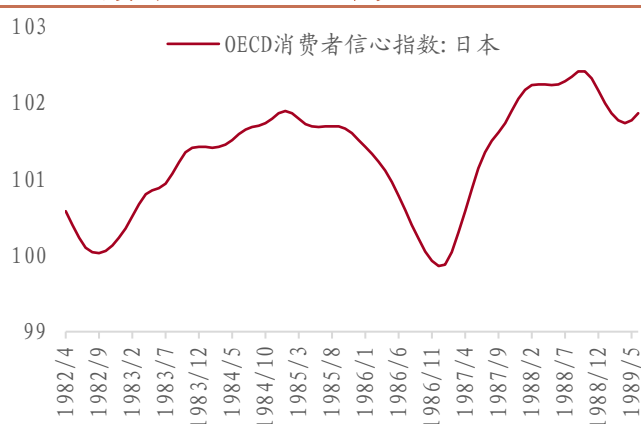
资料来源：国家统计局、iFinD、招商证券

图 20: 日本收入差距日趋显著



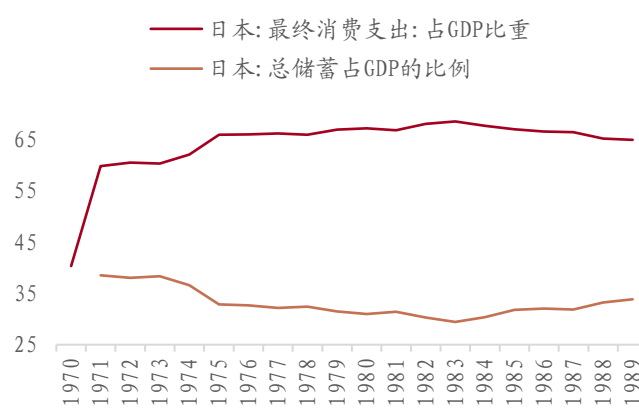
资料来源：日本厚生劳动省、招商证券

图 21: 消费者信心受宏观经济影响



资料来源：经济合作和发展组织、iFinD、招商证券

图 22: 社会消费意愿受打击，储蓄意愿提高



资料来源：世界银行、iFinD、招商证券

2、复盘日本品牌的升级之路

零售业性价比典型案例：日本百元店龙头大创，从 0 到 1 转型低价高质量（1972-1991）。大创起源于 1972 年成立的矢野商店，通过介入制造环节提高生产环节掌控度，完成从低价低质到低价高质的品质化转型（售价不变前提下提升部分商品原材料成本以及改进加工生产质量），从而打造高性价比心智，结合盈亏搭配的定价策略实现薄利多销（节选自商业组“性价比零售专题系列报告一”）。

表 2: 大创 DAISO 与出版商 OEM 合作生产,毛利率可比传统图书零售商高 15%

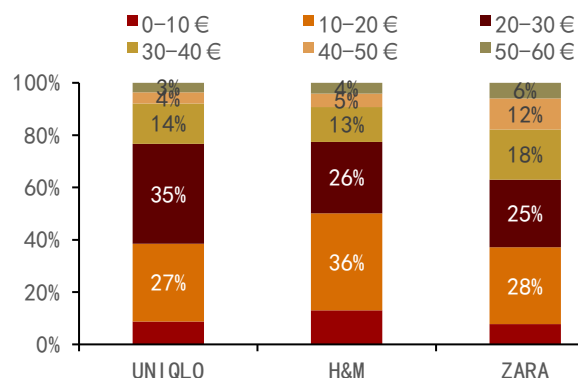
	DAISO	传统图书零售商
用纸费	16%	16%
印刷费+制版费	33%	45%
出版成本		
制本费	15%	15%
版权费	4%	4%
其他费用	1%	3%
合计	69%	84%
毛利率	31%	16%

资料来源：草根调研，招商证券

消费性价比业态典型案例：全球领先的服饰供应商优衣库，纯粹低价快速占领市场后转型提升质量。早期优衣库定位纯粹低价，通过快速开店驱动收入增长，到 1994

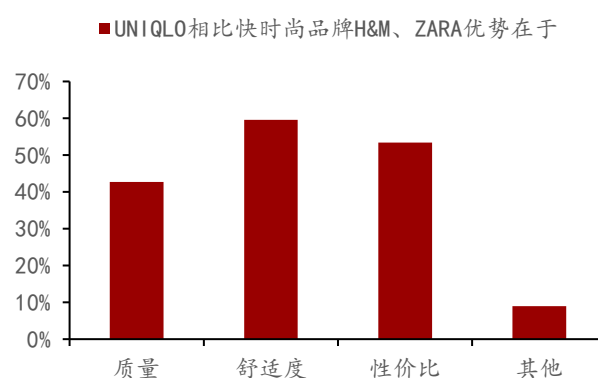
年门店数达 100 家。后期战略转型主打质量优异、价格合理的高性价比基础款服饰。优衣库定位“平价高品质的基本款休闲服”，70%产品定价 10-29 欧元，归于大众化价格带且略低于 Zara 及 H&M，低价的同时以质量为要义，整体款式风格简约基础化、强调高性价比（取自商业组“性价比零售专题系列报告一”）。

图 23：优衣库的性价比战略



资料来源：公司官网，招商证券

图 24：消费者看重优衣库质量、舒适度和性价比



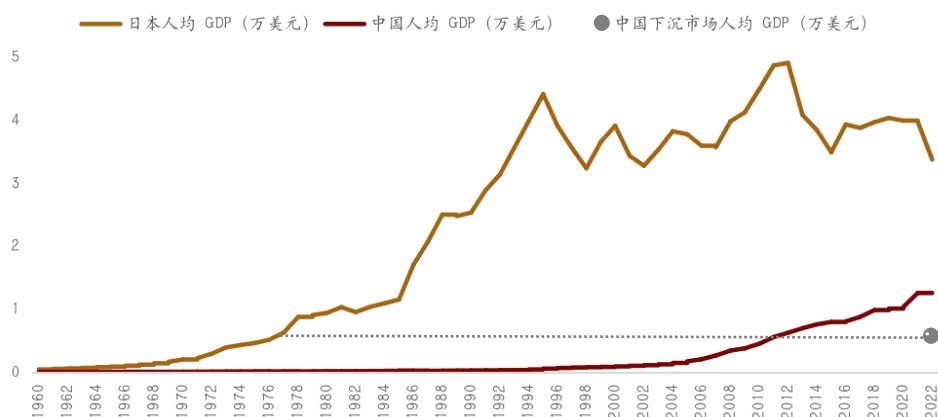
资料来源：UNIQLO 调查问卷，招商证券

3、中日对比，看中国下沉市场独特发展之路

我国下沉市场的发展现状和 70-90 年代的日本有许多相似性，如人均 GDP、城镇化率、人口结构等，但由于中国城乡结构复杂经济发展步调不统一，我们无法完全对应日本 70-90 年代的情况，应探索具有中国特色的下沉市场发展之路。

宏观经济上，中国下沉市场人均 GDP 与日本 1977 年人均 GDP 相近。类似于上世纪 70 年代石油危机爆发后日本经济转为低速增长，中国也因外部环境变动 GDP 增速呈现放缓态势。2022 年我国人均 GDP 达到 1.27 万美元，增速仅为 0.8%。根据下沉市场的定义，剔除一线城市、新一线城市以及二线城市，我们测算出 2022 年中国下沉市场人均 GDP 约为 0.62 万美元，为整体人口人均 GDP 的 48.8%，接近日本 1977 年人均 GDP 的水平（0.63 万美元）。

图 25：中日人均 GDP 以及 2022 年中国下沉市场人均 GDP

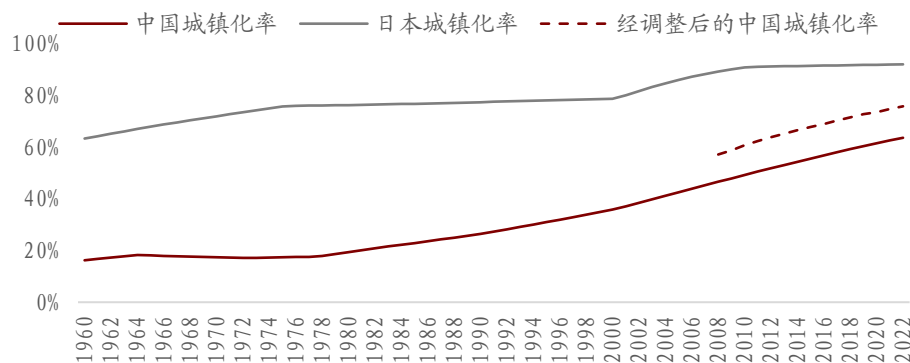


资料来源：世界银行，招商证券

城镇化率上，我国目前相当于日本 1975 年的水平。我国面积辽阔，地形复杂，发展不均衡，2022 年城镇化率为 65.4%。但由于外出务工农民工不在城镇人口的统计范围中，我们认为城镇化率的数值低估了真实情况，若增加外出农民工的比例至

城镇人口的计算中，则 2022 年城镇化率约为 75.7%，类似日本 1975 年的水平。

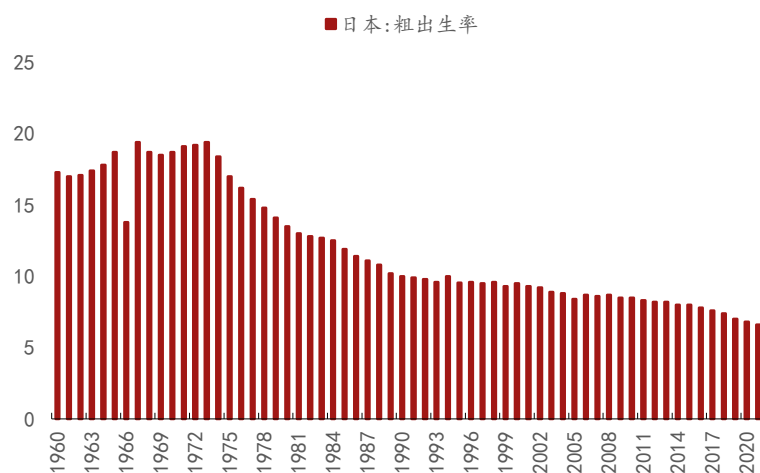
图 26：中日城镇化率对比（%）



资料来源：世界银行、招商证券

人口结构上，70 年代的日本和中国当下的下沉市场仍处于人口快速增长的阶段。70-90 年代的日本，人口一直保持较高的增长速度，甚至在 1971 至 1974 年出现“婴儿潮”，出生率在 10-20‰ 的水平，65 岁以上人口仅占总人口的 7%。2022 年虽然我国人口首次出现负增长，但下沉市场的出生率高于一二线城市，整体人口仍呈现增长趋势。

图 27：日本老龄化率（‰）



资料来源：wind、招商证券

表 3：各地 2021 年出生率统计

一线城市	出生率(‰)	二线城市	出生率(‰)	三线城市	出生率(‰)	四线城市	出生率(‰)	五线城市	出生率(‰)
北京	6.4	天津	5.3	赣州	7.19	延边	4.24	云浮	8.78
上海	4.67	宁波	6.1	安庆	7.79	日照	8.44	六盘水	11.57
广州	11.82	辽宁	5.43	湛江	12	黄冈	6.38	鹤壁	7.96
成都	7.4	兰州	7.61	襄阳	6.3	鄂州	6.69	萍乡	8.36
重庆	6.49	厦门	8.47	洛阳	8.1	怀化	9.7	阳泉	7.54
杭州	8.69	温州	6.8	丽江	11	北海	9.9	安康	7.88
西安	8.44	吉林	5.05	鞍山	4.33	茂名	14.89	巴中	8.8
武汉	8.97	海口	11.18	大庆	5.32	汉中	7.35	保定	6.94
南京	6.25	长沙	8.53	莆田	7.77	曲靖	10.19	张家界	8.2

沈阳	6.06	合肥	9.78	韶关	8.22	焦作	7.91	巴彦淖尔	5.92
平均	7.52	平均	7.43	平均	7.8	平均	8.57	平均	8.2

资料来源：各地统计局、招商证券

但在城乡结构上，日本城乡发展步调较为统一，全国处于同一发展阶段，而中国城乡结构纵深，经济发展步调不统一。上世纪 60 年代日本的“收入倍增计划”以及一系列扶持农业的政策，缩小了城乡之间收入差距。随着农村的工业化和城市化，使工农之间、城乡之间越来越融合，农村在交通、居住、饮水和医疗条件等方面都不亚于甚至优于大城市。农村已不再是以农业户为主的自然村落而是农工商并举、城乡结合的“杂居社会”。而中国面积辽阔，乡村地区广，发展不平衡，导致城乡结构纵深。中国城镇与乡村人均消费支出仍存在 1.8 的倍差。

表 4：日本 70 年代耐用消费品的普及情况

1974 年拥有户占比 (%)	彩色电视机	电冰箱	洗衣机	立体声收录机	吸尘器	缝纫机	照相机	小汽车
农户	81.3	96.8	97.3	35	82	85.4	60	48.5
非农户	86.7	96.5	97.5	49.2	91	84	78.5	38.2

资料来源：矢野恒太《日本 100 年》、招商证券

消费阶段上，不同于日本的单一消费阶段，我国各消费时代并存，下沉市场目前处于第一或第二消费时代。不同于日本，中国国土辽阔、人口众多以及地区发展不平衡，不同区域和圈层的消费结构更加复杂，出现各消费时代并存的情形。自 2003 年起，中国的基尼系数均超过 0.4511，超过国际警戒线 0.4 的水平。高线城市处于第二向第三、第四消费时代的阶段，而下沉市场仍处于第一或第二消费时代。因此，我国会出现下沉市场的拼多多与高端市场的北京 SKP 商场同时火爆的独特现象。

表 5：日本消费社会的四个阶段

	第一消费社会	第二消费社会	第三消费社会	第四消费社会
时代划分	(1912-1944 年)	(1945-1973)	(1974-1995 年)	(1996-2034 年)
人口	人口增加	人口增加	人口微增	人口减少
消费取向	西洋化	大量消费	个性化、多样化	无品牌倾向
	大城市倾向	大的就是好的	化、差别化	朴素倾向
		大城市倾向	品牌倾向	休闲倾向
		美式倾向	大城市倾向	日本倾向
消费主题			欧式倾向	本土倾向
	文化时尚	每家一辆私家	从量变到质变	联系
		私人住宅	每家数辆	几人一辆
		三大神器	每人一辆	汽车分享
消费者		3C	每人数辆	住宅分享
	中等阶级家庭	小家庭	单身者	所有年龄层里单一
	时尚男女	家庭主妇	啃老单身	化的个人

资料来源：《第四消费时代》、招商证券

展望未来，我们认为经济发展不会重现日本 90 年代的发展态势，仅与 70-80 年代的发展路径较为相似，性价比消费与高端消费均将迎来良好发展。根据野村证券首席经济学家辜朝明的资产负债表衰退理论，日本 90 年代经济陷入衰退后资产价格崩塌，人们都在偿还贷款，没人愿意借贷，经济陷入收缩的恶性循环，且需要很长时间才能走出这个循环。行业内经常将当下的中国和 90 年代的日本进行类比，以此套理论展望中国经济的发展，但我们认为两国国情有明显差异，中国并未经历泡沫的膨胀与破灭，整体经济发展是持续且稳定的。二十大提出，到 2035 年我国发展的总体目标是：经济实力、科技实力、综合国力大幅跃升，人均国内生产总值迈

上新的大台阶，达到中等发达国家水平（3-4 万美元）。2022 年我国人均 GDP 为 12741 美元，相较于 2035 年的目标仍有较长的上升之路，若能成功跨过三大台阶，我们相信下沉市场将迎来性价比消费与高端消费齐增的“K 型”发展势头。

三、下沉市场消费的特点

1、人群细分：下沉市场目前趋势在于广度升级

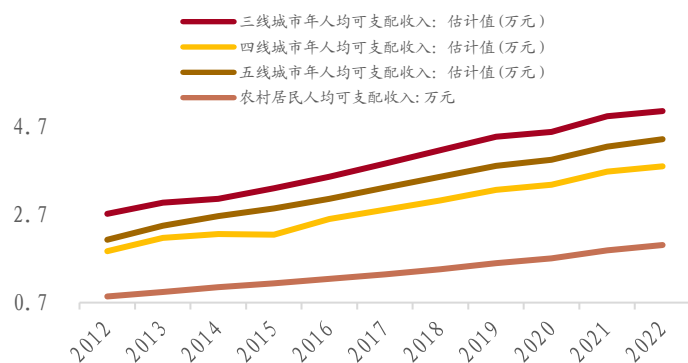
（1）下沉市场人口层次更为丰富但特定群体消费能力相对有限

收入角度，2022 年下沉市场居民年人均可支配收入分布在 2-4.7 万元之间，对于房款、房贷等大额固定支出的选择也相对多样化，消费能力差异较大。

人口结构角度，一方面中国下沉市场性别结构较为平衡，消费品类、营销手段存在两性差异化要求。另一方面相较于高线城市以年轻人为主的人口结构，下沉市场消费者年龄分布跨度较大，18 岁以下青少年、60 岁以上的老年人占比较高，“儿童经济”、“银发经济”等多种需求都有待挖掘。

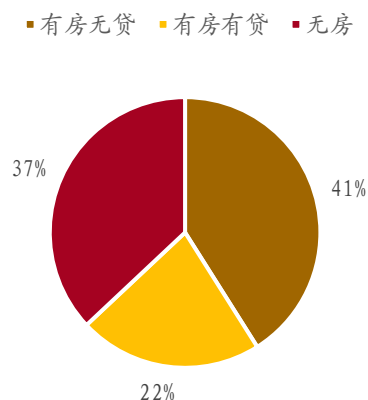
消费偏好角度，许多下沉市场消费者受教育程度较低，保留着传统的消费心理，然而从一、二线城市学习、工作之后又回到下沉市场生活的“回流青年”仍保留着大城市的消费理念，以较高的消费意愿和消费频率带动下沉市场的“消费升级”。多类型消费偏好对产品的开发、运营和渠道触达都提出了较高的要求。

图 28：下沉市场消费者收入结构



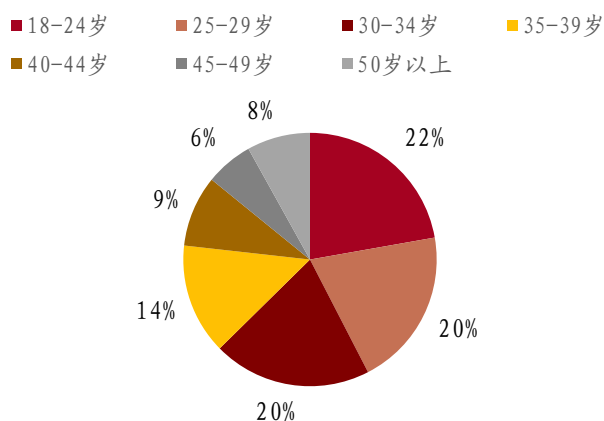
资料来源：国家统计局、iFinD、招商证券

图 29：下沉市场消费者房贷压力差异较大



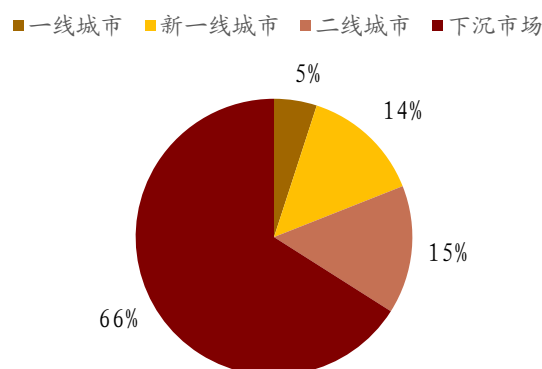
资料来源：58 同城大数据、招商证券

图 30: 下沉市场消费者年龄结构



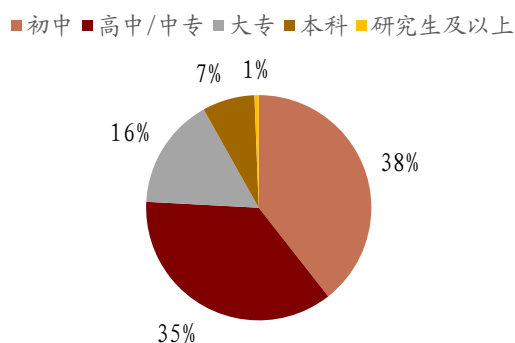
资料来源: TalkingData、招商证券

图 31: 中国“00后”分布情况



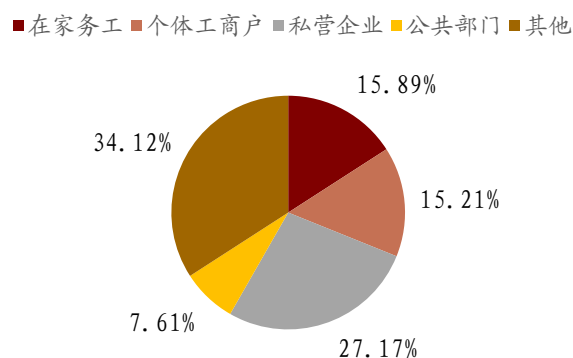
资料来源: MSC 咨询、招商证券

图 32: 下沉市场消费者学历分布



资料来源: 58 同城大数据、招商证券

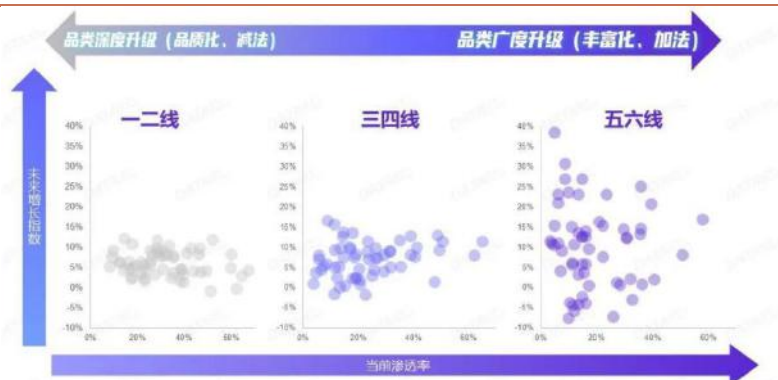
图 33: 下沉市场“回流人口”就业情况



资料来源: MSC 咨询、招商证券

相比一二线城市,下沉市场虽有多样化的需求,但消费能力相对有限,且深度升级需以广度升级为基础,未来广度的升级(供给的丰富化)将成为主要发展方向。数字 100 研究的 11 个食品饮料大类和 57 个子类行业的渗透率和未来增速图中显示,下沉市场在产品丰富性方面相对匮乏,当务之急是拓展供给的广度。高线城市消费品的发展方向则是消费的深度升级、品质化发展,这必须建立在丰富的产品供给的基础上,充分挖掘每一个产品品类的增长潜力。

图 34: 下沉市场未来趋势在于广度升级



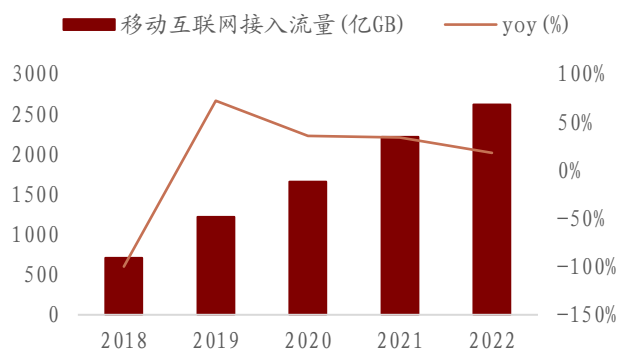
资料来源: 数字 100、招商证券

2、有闲经济下时间钝感明显

(1) 线上：下沉市场仍为电商行业发展红利期

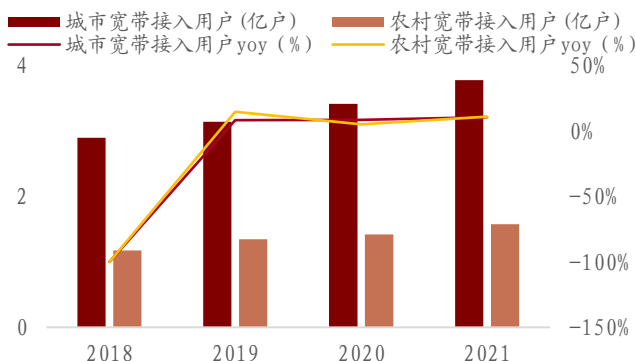
下沉市场潜在空间广阔。伴随互联网 IT 技术的提高以及 5G 新基建的发展，中国移动互联网快速普及。2022 年中国移动互联网接入流量达 2618 亿 GB，同比增长 16.12%。其中 2021 年城镇宽带接入 3.78 亿户，同比+10.66%，农村宽带接入 1.58 亿户，同比+11.14%。互联网使用增幅正在推动下沉市场成为中国未来电商发展的重要客群。

图 35：中国移动互联网接入流量稳步增长



资料来源：国家统计局、招商证券

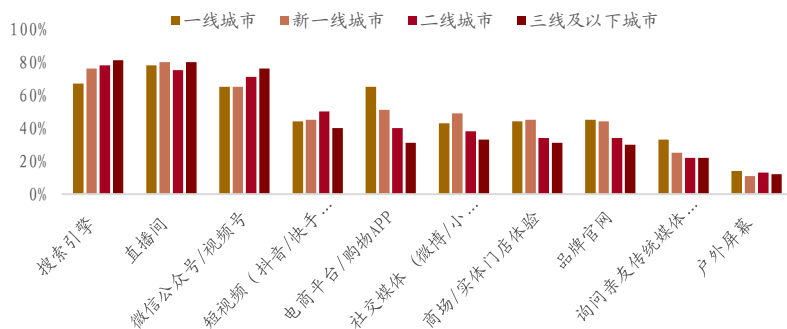
图 36：下沉市场电商发展潜力大



资料来源：国家统计局、招商证券

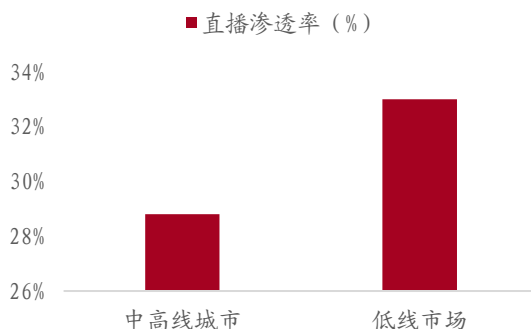
线上渠道依赖性强，直播渗透优势明显。“有闲经济”背景下，下沉市场消费者闲暇时间较多，能够在线上渠道进行更精细的信息整合，信息获取也更加依赖线上渠道。除搜索引擎外，直播间、视频号、短视频等平台对消费选择的影响同样重要，许多下沉市场消费者更乐于通过这种新型零售业态了解商品信息。

图 37：线上渠道对二、三线城市商品选择影响大



资料来源：德勤管理咨询中国、招商证券

图 38：低线城市直播渗透率较高



资料来源：德勤管理咨询中国、招商证券

电商平台聚焦下沉市场，推出针对性营销计划。基于下沉市场基数大、潜力大、乐于接受线上渠道新鲜事物的特点，电商平台近年来积极推出针对性营销计划。拼多多从创立之初就关注三四线及以下的城市、乡镇人群，通过低价产品和“拼团砍价”的社交属性实现用户高增长。2019 年，淘宝全面升级聚划算营销平台，通过智能化特卖平台高效获取下沉市场新客。2023 年，京东将下沉市场列入“四大必赢之战”的首位，推出一系列满足三线以下城市的购物需求的业务。

表 6：电商平台开拓下沉市场模式比较

电商平台	模式创新
阿里	1) 2019 年全面升级聚划算营销平台，发挥特卖模式的营销爆发力，帮助品牌高效获取下沉市场新客。

敬请阅读本报告重要说明

更多免费行业报告

并购家

www.ipoipo.cn

- 2) 2020 年淘宝特价版利用质优价廉的 C2M 商品撬动下沉市场，提供从原产地、工厂到消费者端的一体化供应链服务。
 - 3) 2023 年淘宝在 APP 内试运行 99 特卖频道着重突出了“全场包邮”、“性价比”等标签。
- | | |
|-----|---|
| 京东 | <ol style="list-style-type: none"> 1) 深耕供应链物流 20 年，将“1 小时配送到家”、“1 小时购物”的新型消费模式下沉到更多城市。 2) 2023 年，将下沉市场列入“四大必赢之战”，推出“百亿补贴”、“京东秒杀”、“便宜包邮”、促销简化等一系列措施，“聚焦极致低价”。 |
| 拼多多 | <ol style="list-style-type: none"> 1) 从创立之初就针对下沉市场，通过社交裂变低价取胜，打造“同类商品最低价格”。 2) 2020 年拼多多推出“新品牌计划”，通过通过百亿补贴加持，改变假货、仿冒、低质等标签形象。 |
| 苏宁 | <ol style="list-style-type: none"> 1) 苏宁拼购推出“包山包湖包海”计划，深入农业产地，建立农产品拼基地； 2) 建立“拼拼工厂”、“拼拼庄园”，背靠苏宁全产业链和全场景的支撑，覆盖更多消费人群。 3) 618 期间提出“三好”下沉战略让好产品、好服务、好价格下沉到乡镇。截止 2023 年，全国苏宁易购县镇店 13000 家，计划新开门店 2000 家。 |
| 小米 | <ol style="list-style-type: none"> 1) 积极布局线下市场，2023 年实现全国门店 5000+，预计 2023 年覆盖全国 70%-80% 的县。 2) 推出“智慧新农人”APP，为农民量身定制服务，包括在线查询农产品行情，了解农业农村政策法规、气象灾情信息、小额信贷等金融服务。 |

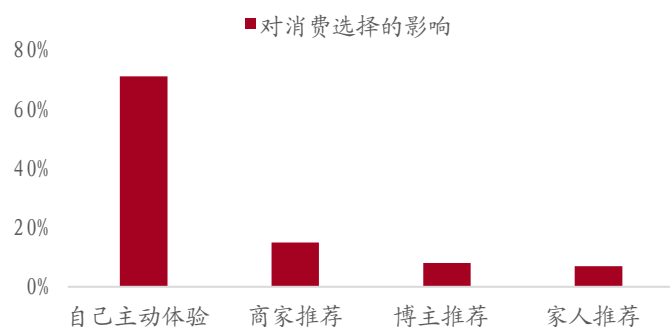
资料来源：各公司官网、招商证券

时间钝感也体现在消费者在生鲜品类的购买方式上，前置仓和社区团购分别对标高线城市和下沉市场的消费者。前置仓以保障更快的配送速度及更优质的服务质量为首要目标，因此客单价更高，更适合对时效性有更高要求的一线城市消费者，代表商家有盒马鲜生、叮咚买菜。社区团购则采取“预售+次日达+自提”模式，更适合对产品配送时效要求较低但对团购价格要求较高的下沉市场消费者，代表商家有美团优选与多多买菜。

(2) 线下：重视体验感，门店覆盖大于品牌力

重视亲身体验，门店布局影响大。相比高线城市的消费者，下沉市场的消费者有更多的时间在线下门店逛街，自主探索成为了解品牌的重要途径。且由于下沉市场的商业中心范围较小，面积较大、数量较多、装潢较美观的品牌能够通过“门店力”树立“品牌力”，通过“眼球效应”刺激消费者购物欲望、影响消费者的购买选择。男装龙头企业海澜之家以“精布局、高品质、强体验”为指引，截止 2022 年底已有 8219 家门店，覆盖全国 31 个省（自治区、直辖市）、全国 80% 以上的县、市，单店面积均在 200-500 平方米之间，多年来倍受下沉市场消费者推崇。全屋定制家居领导品牌索菲亚不断开拓零售渠道。截至 2022 年底，已开设终端门店逾 4000 家，覆盖全国 1800 个城市和区域，目前已成为下沉市场消费者的不二之选。

图 39：下沉市场消费者热衷自主体验



资料来源：埃森哲、招商证券

图 40：海澜之家的门店在下沉市场具有吸引力

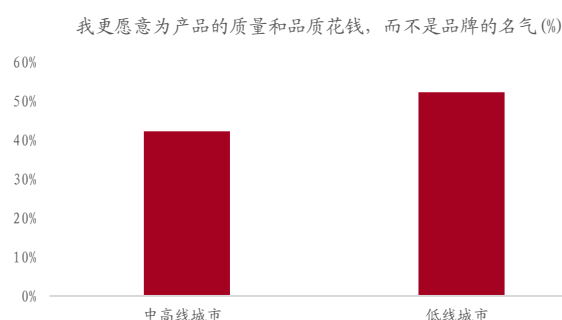


资料来源：海澜之家官网、招商证券

3、平衡性价比为主流消费观，本地品牌受益

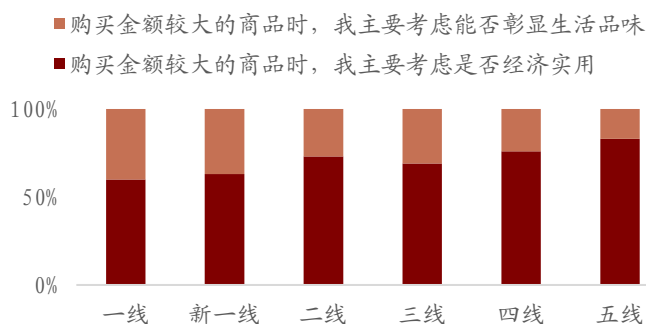
下沉市场的消费者更讲求产品质量、性能与价格的匹配度。2022 年农村居民人均可支配收入 2.01 万元，同比+4.20%；城镇居民人均可支配收入 4.93 亿元，同比 1.90%；虽然下沉市场消费者人均可支配收入增速较高，但收入绝对值与高线城市仍存在较大差距。相较于高线城市对于个性化消费和彰显生活品味的追求，下沉市场更讲求产品品质，关注产品的价值属性。

图 41：低线城市消费者更重视品质



资料来源：电通中国、招商证券

图 42：下沉市场消费者更看重商品的经济实用属性



资料来源：埃森哲、招商证券

国货品牌成为务实之选，品类偏重日用消费。国货品牌在下沉市场支持度较高。超过半数消费者表示性价比是选择国货的主要动机，此外民族自信、较好的使用感等也是国货品牌的重要优势。品类方面，家庭日用、美妆护肤、个人护理为国货增长的主要发力点。京东大数据显示，美妆个护品类国货有半数以上订单由三线至六线城市消费者贡献，且低线城市用户订单增速高于一二线城市。

图 43：性价比是国货吸引下沉市场消费者主要原因

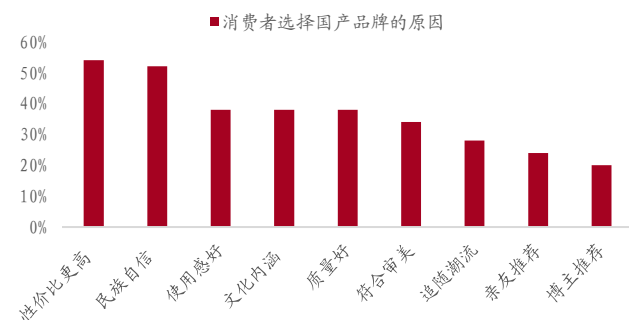
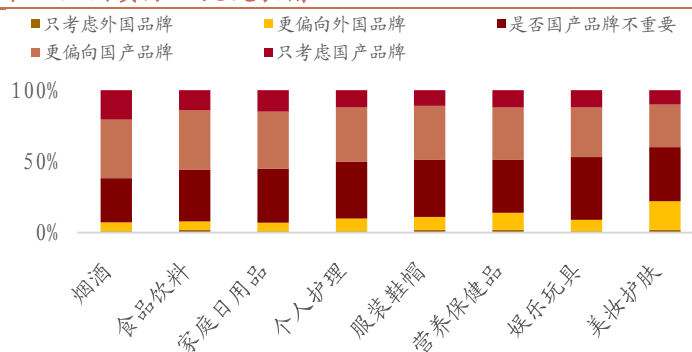


图 44：国货分品类发展情况



资料来源：德勤中国、招商证券

资料来源：德勤中国、招商证券

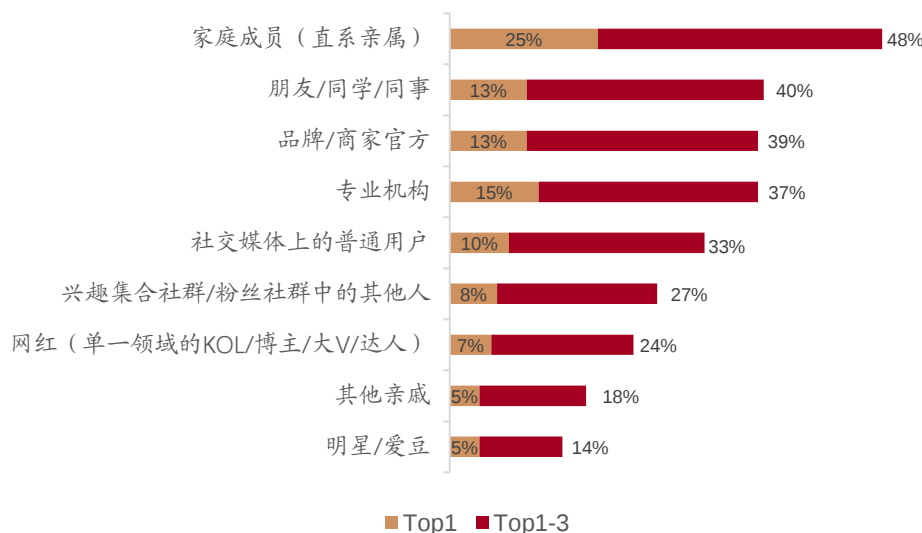
企业开拓高性价比产品，满足下沉市场消费需求。一方面，面对不同的消费客群和消费偏好，品牌可以拓展生产线，开发实用性强、性价比高的产品，提高品牌知名度，拓宽市场份额。另一方面，公司也可以进行品牌繁衍，通过培育子品牌，能够实现在保持主品牌原有调性的同时满足下沉市场对质优价廉的需求，创造更多市场机会。同时，下沉市场不是中低端市场，企业应兼顾价格与质量，围绕下沉市场体量较小的情况选择合适的定价策略，寻找产品与价格的良性平衡。

4、熟人社会中，熟人口碑、营销服务与销售关系紧密

（1）熟人社会：信任成为影响消费者购物选择的前置条件

熟人社会基于亲戚好友和邻里关系而形成的复杂庞大的关系网络，消费者更相信自己生活有交集的真实个体的表达。德勤咨询的调研显示，在回答“谁的意见或推荐对自己的购物影响最大？”时，分别有 48%、40%和 39%的消费者认为家庭直系亲属、朋友/同学/同事及品牌/商家官方为影响程度最大的前三名。且不同消费者对于熟人关系的认知存在差异，在高线城市中被视为“透支熟人价值”的拼多多砍一刀活动却在下沉市场受到广泛喜爱，被当作分享便宜好物、巩固人际关系、增强情感联系的方式。因此，在人与人之间关系更加紧密的熟人社会，企业想打开下沉市场，需要充分利用人们之间的信任关系，让物美价廉的商品或优质的服务通过消费者之间的口口相传得到快速传播，形成良好的口碑效应。

图 45：消费者购物受各不同群体影响程度



资料来源：德勤、招商证券

（2）服务价值：完善本地服务、优化消费体验，提高人情化关系覆盖度，做好私域运营

相比于高线城市，下沉市场具有产品和服务高度绑定的特点，人情因素和私域运营在下沉市场中格外重要。下沉市场集群化的生意模式要求品牌和公司不断打磨自身产品的同时，注重后端服务质量以及销售过程中与用户的互动反馈，才能在竞争激烈的下沉市场中脱颖而出。不同于一线城市的 SOP 和标准，下沉市场

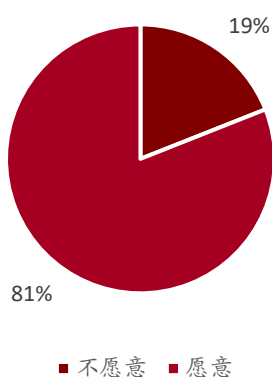
敬请阅读本报告末页重要说明

服务的核心在于和客户以朋友的方式相处，通过加强消费过程中的互动，使得品牌口碑在线下传播的过程中产生裂变效应，从而实现比高线城市更简单直接的私域用户数量和活跃度的高速增长。

（3）会员运营：增强会员运营，增强消费者粘性

良好的会员运营机制有助于提高转化率并降低获客成本。根据埃森哲调研显示，近 64% 的下沉受访者表示会因为会员价格折扣和关联优惠等因素加入商家会员。同时约 81% 的受访者表示愿意因对产品满意而分享并向他人推荐购买产品，从而获得销售激励。

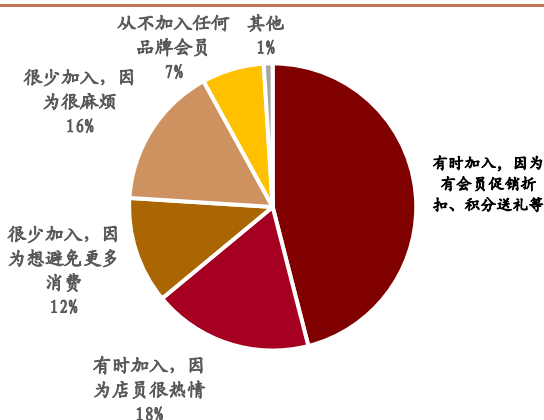
图 46：销售激励对下沉市场用户转化行为影响明显



资料来源：埃森哲咨询、招商证券

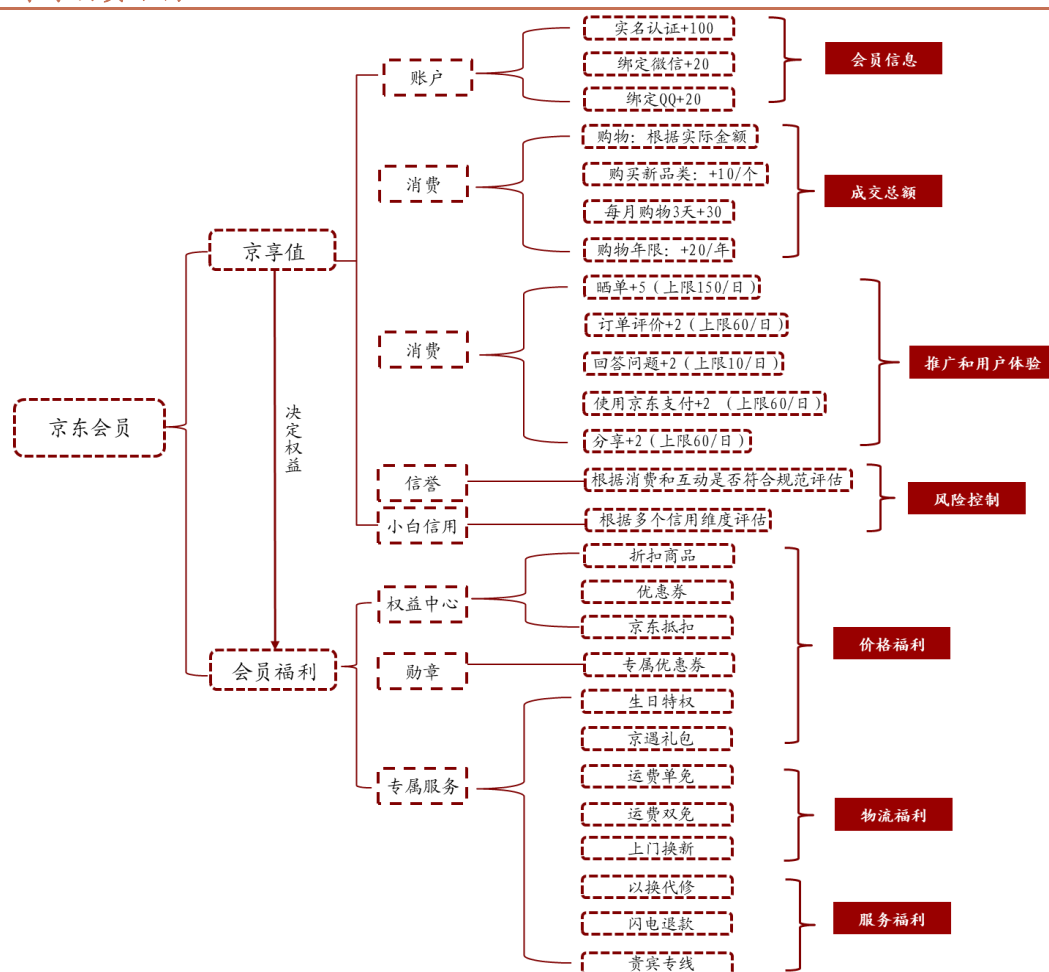
在消费者成为会员后，企业通过一系列会员运营策略，可以增强下沉市场消费者粘性，提升复购率。以京东为例，京东会员以京享值和会员福利为两大主要组成部分，而京东会员所获得的京享值则会对其所获得的会员福利有决定性作用，会员系统会通过信息完整度、成交金额、用户体验推广情况以及风险控制等多个维度在价格、物流配送和服务等方面给予用户不同等级的会员福利，即通过将会员对产品的投入进行量化并给予一定的权益回报，从而最大限度增强用户粘性，促使下沉市场用户重复消费以达到间接提高成交总额的目的。

图 47：下沉市场消费者较容易被商家的会员营销所吸引



资料来源：埃森哲咨询、招商证券

图 48: 京东会员结构

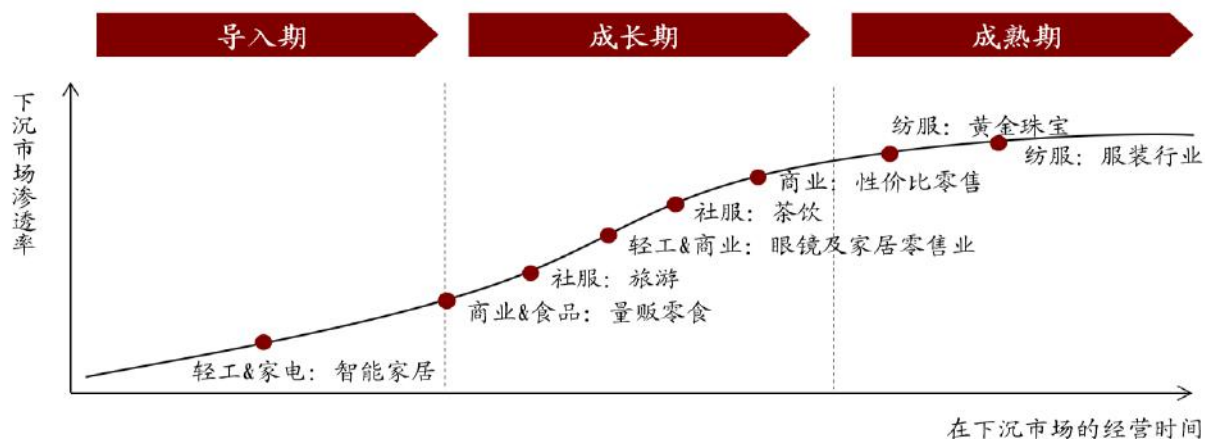


资料来源: 京东、招商证券

四、各行业在下沉市场的发展周期

根据不同行业在下沉市场发展的时间及渗透率,我们将各行业划分为三类:处于导入期、成长期和成熟期的行业。1)处于成熟期的行业已经在下沉市场发展较久,门店开设数量较多,渗透率较高,未来发展方向是品牌升级,即往一二线城市进行拓展,代表性行业有纺织服装行业、黄金珠宝行业。2)处于成长期的行业的价格已下沉至合适区间,叠加线上线下渠道铺设日趋完备(既包括开设加盟门店、增加经销商覆盖度以争夺自然流量,也包括利用数字化道具,以线上平台赋能获客及引流环节,改变线上流量分配逻辑),在下沉市场正处于快速发展期,代表行业有性价比电商平台及零售店、茶饮行业、休闲零食行业、旅游行业、眼镜及家居零售业等,3)处于导入期的行业之前因价格过高或渠道铺设进度较慢,下沉市场消费者对其认知度较低,渗透率仍处于低位,但目前由于价格下沉、政策支持或企业的积极营销,该品类的渗透率逐渐上行,代表性行业有智能家居行业。

图 49：各子行业在下沉市场的发展周期图



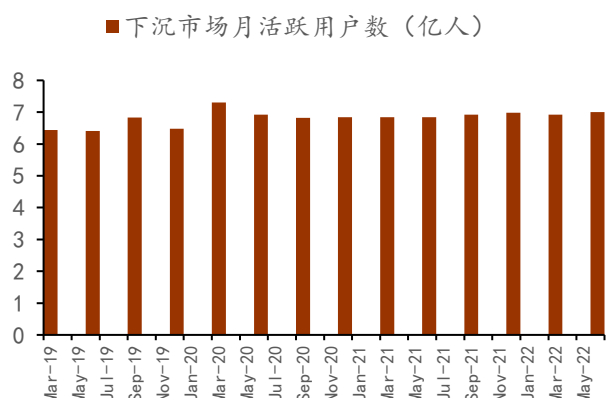
资料来源：招商证券

五、商业：性价比零售潮起，激发下沉市场消费活力

1、性价比平台领先电商大盘增长，拼多多低价拥抱下沉市场

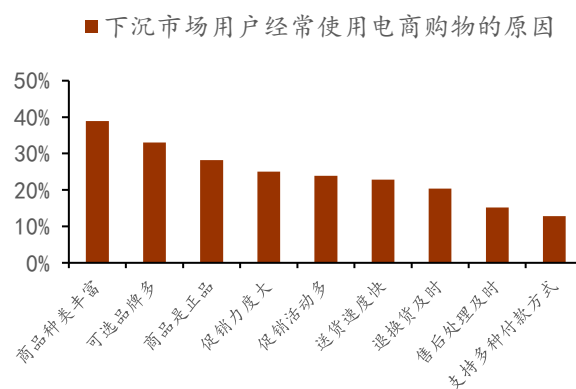
电商相比实体零售从“多快好省”维度更好地满足消费者需求，近年电商在下沉市场加速渗透叠加性价比消费需求提升驱动下，平台“省”的价值被进一步凸显。电商平台相比线下零售有效提升信息、商品及资金的流通效率，降低交易成本让利消费者，从而更好地满足用户“省”的需求。近年下沉市场电商渗透率加速提升，据 QuestMobile，2022 年国内三线城市及以下地区的互联网电商月活跃用户近 7 亿人，占电商总用户比例的 58.4%。下沉市场用户更强烈的性价比消费需求驱动下，性价比电商平台的价值得以进一步凸显。

图 50：我国下沉市场月活跃用户近 7 亿



资料来源：QuestMobile、招商证券

图 51：下沉市场用户电商购物的原因中“多好多省”占主体

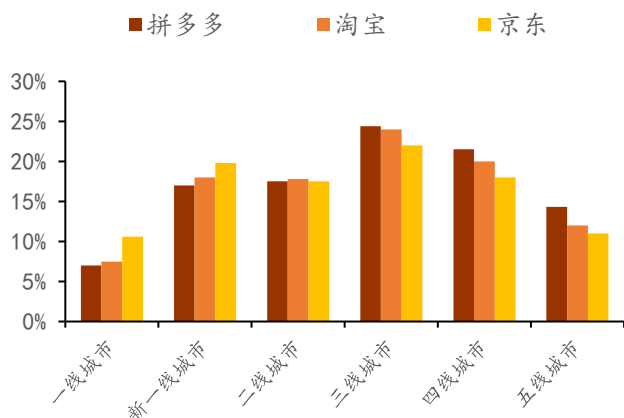


资料来源：艾瑞咨询、招商证券

拼多多是我国领先的性价比电商平台，维持高于大盘增速快速增长。平台以低价优势切入下沉市场，今年宏观消费大环境下消费者对性价比需求提升，拼多多凭借稳固的性价比心智显著受益，始终维持远高于电商大盘的增速快速增长。

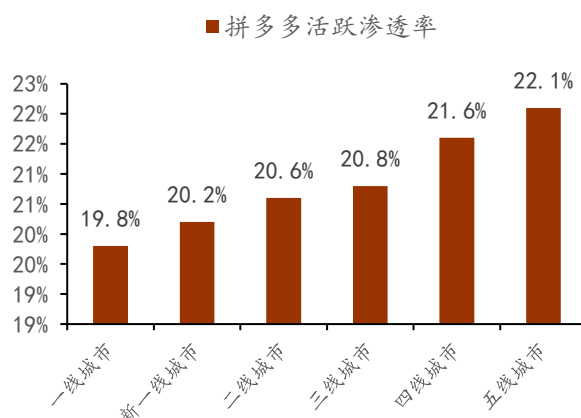
平台前期主要通过社交拼团、邀请砍价、助力面单等方式有效吸引下沉市场用户，以低价爆款切入低线城市网购。拼多多早期以超低价拼单购物模式吸引到第一批种子用户，后依托于社交裂变式的熟人邀请拼单玩法，借助微信 10 亿用户基础广泛进行流量分发，实现量的突破。从用户画像上来看，其用户主要集中在下沉市场，三线及以下市场用户占比达 60.2%，高于友商平台，大多为价格敏感度较高的低收入人群；且下沉市场活跃渗透率（指应用在该地域的 DAU/该地域 DAU 总量）高于一二线城市。

图 52：拼多多三线及以下城市用户占比高于友商平台



资料来源：MoonFox、招商证券

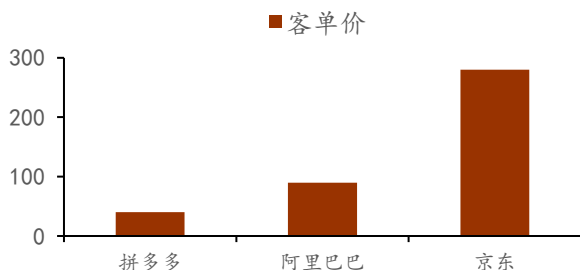
图 53：拼多多活跃渗透率随城市线级逐渐升高



资料来源：极光大数据、招商证券；注：活跃渗透率=应用在该地域的 DAU/该地域 DAU 总量

拼多多攻克下沉市场的核心在于性价比，其实现低价的方式主要包括：1) 拼多多价格带低于同类货架电商，客单价低于 50 元（淘宝 100 元左右，京东 200+ 元），这一部分是来源于平台较高的生鲜食品类目占比，具有更强的低单价引流属性；2) 依托于我国灵活的流通体系，拼多多拥有丰富的低价货源，从而以更低的商品成本实现低价；同时，拼多多也正依托规模优势加强与品牌方谈判开展品牌升级，提供更多具备价格竞争力的品牌商品；3) 流量分发机制方面，拼多多给予价格因子更高权重，使商家有更强动力调低商品价格来获取自然流量；且平台重单品轻店铺，帮助商家简化运营节省开支，从而提升商品价格让利空间。

图 54：拼多多价格带相对较低



资料来源：公司财报、招商证券测算

图 55：拼多多流量分发机制倾向低价商品



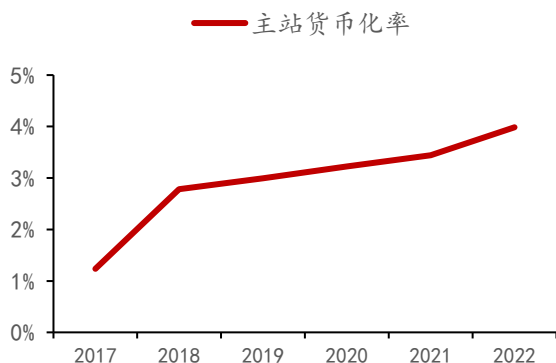
资料来源：招商证券

近年平台在性价比心智基础上持续开展品牌化升级，优化平台心智、改善盈利能力。拼多多目前正持续推进品牌化升级进程，一方面设立百亿补贴专区，集中展示低价品牌商品，旨在规模性打造消费者的品牌心智；另一方面通过超新星计划给予大品牌定向扶持，旨在提升平台整体商家质量，此外平台也在流量资源等方面加大对品牌商的扶持力度，目前平台品牌商家（品牌旗舰店、专营店、专卖店）占比不断提升，在丰富平台商品供给、改善整体商品品质及平台心智的同时，品

牌商投放广告意愿及能力更强，货币化率不断提升，平台盈利能力持续得以改善。

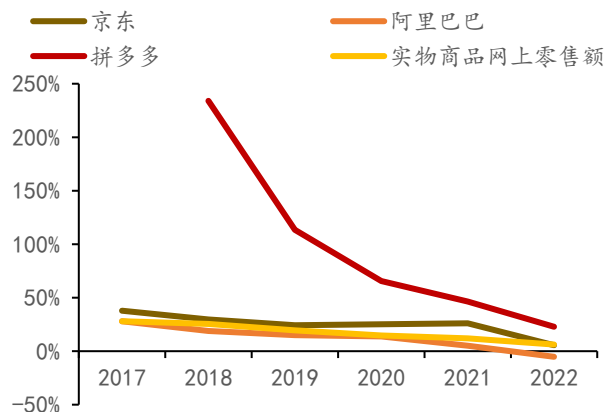
未来发展：主站性价比心智稳固、盈利能力稳健，Temu 成长性充足。长期来看，拼多多主站性价比心智稳固，品牌化升级持续推进，公司盈利能力保持稳健；同时公司大力发展国际业务，Temu 加快全球化扩张步伐拓宽成长空间，美国高通胀下 Temu 高性价比跨境平台实现高速增长，看好公司长期增长潜力。

图 56：拼多多主站货币化率逐年提升



资料来源：公司财报，招商证券测算

图 57：拼多多维持高于大盘增速增长

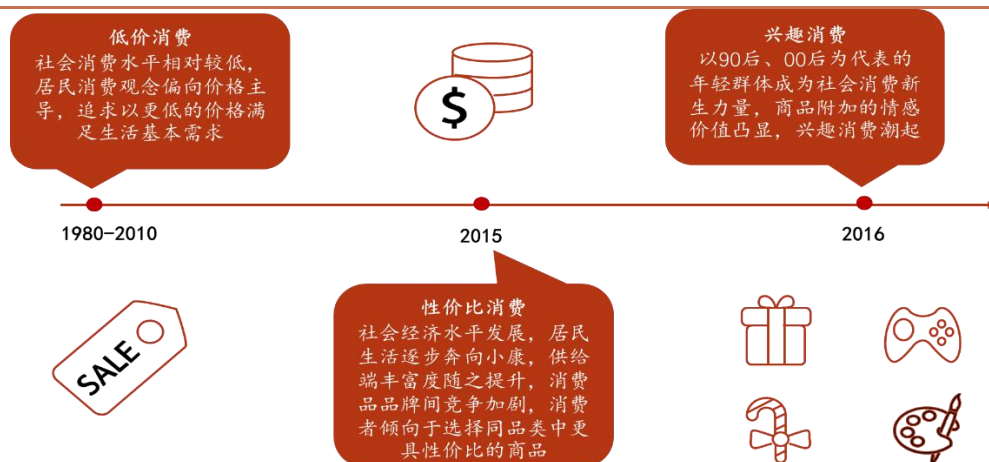


资料来源：公司财报，国家统计局，招商证券

2、兴趣消费潮起，名创优品性价比零售店引领下沉市场消费升级

兴趣消费潮起：高线城市性价比需求提升+下沉市场消费升级催生兼顾性价比和品质化的新消费势力。我国线下综合零售业态自 20 世纪 80 年代以来经历了低价消费→性价比消费→兴趣消费的进化过程，消费者从更注重商品价格的低廉性到开始注重产品性能、品牌及性价比，再到以 90 后为代表的具有一定消费力的新青年消费群体开始逐渐愿意为个性化、悦己性的消费需求买单。在此背景下，2020 年名创优品创始人叶国富提出“兴趣消费”概念，一线城市消费者对性价比消费的追求以及下沉市场消费升级趋势共同驱动了兴趣消费浪潮的崛起。

图 58：我国综合零售消费进化过程



资料来源：艾媒咨询，招商证券

名创优品品牌定位：低价格带、高性价比、高品质，顺应性价比消费大潮。名创

敬请阅读本报告重要说明

更多免费行业报告

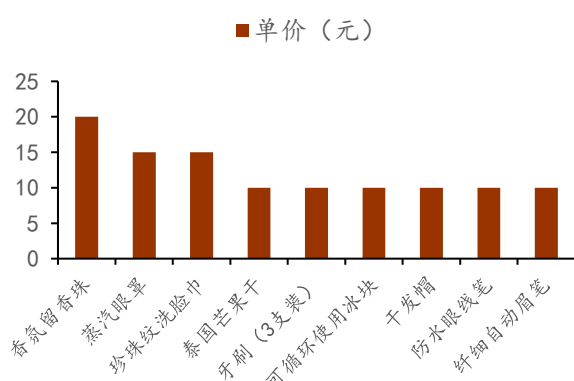
并购家

www.ipoipo.cn

优品旗下 MINISO 作为国内领先的时尚生活家居品牌，产品以低价小商品为主，95%以上的商品定价低于 50 元，件单价 10 元左右，定位与日本“百元店”、美国“一元店”相似；同时其产品在低价基础上以高性价比、高品质、高颜值为核心优势，低价优质产品叠加高速拓店下逐步提升的品牌认知度，吸引了众多追求性价比的粘性用户。

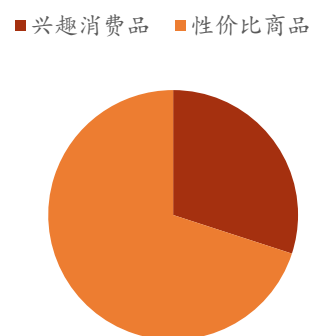
品牌战略升级提升品牌力，70%性价比商品+30%兴趣消费品平衡消费者对低价、品质及调性的多重诉求，契合下沉市场消费升级趋势。在 MINISO 产品以性价比优势在低价店中成功突围后，公司于 2023 年开启品牌升级战略，通过开展 IP 联名创新及品类创新提升产品力和品牌力，开拓香薰、毛绒公仔、饰品、盲盒等战略品类，70%性价比商品+30%兴趣消费品的产品结构设置在提升品牌调性、打造产品差异化的同时保持了性价比底层优势。此外，基于兴趣消费类产品的低价价格敏感性进行高毛利定价，也有效推动了公司盈利能力的提升，综合商品毛利率在品牌升级后由 51%提升至 58%。

图 59：名创优品热销单品单价多为 10 元左右



资料来源：公司官网，招商证券

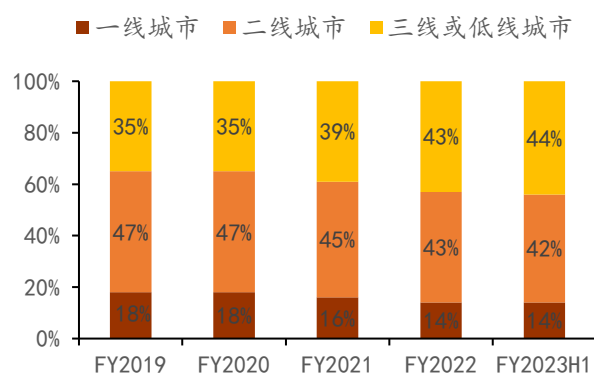
图 60：名创优品兴趣消费品占比约 30%



资料来源：草根调研，招商证券

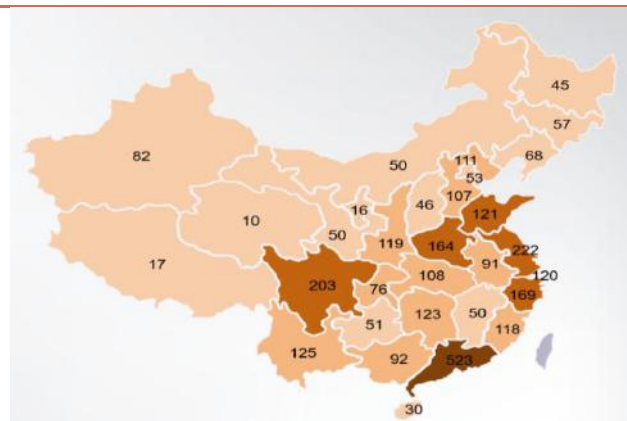
从门店扩张趋势来看，未来下沉市场有望成为名创国内市场新增长点。在基本完成高新城市核心商圈的门店入驻后，名创优品逐步开启下沉市场的门店扩张。截至 2022 年底一线城市/二线城市/三线及以下城市门店数占比分别为 13.6%/42.0%/44.4%，低线城市门店数占比持续上升。从受众群体来看，随着低线城市人均可支配收入逐步提高，逐渐催生出居民购买兴趣消费品的需求，同时其消费水平与名创高性价比的定位相吻合；从开店成本看，下沉市场的门店租金和日常运营成本更低，日常盈利和投资回本有保障。整体上名创在低线市场蕴藏着巨大的拓展潜力，未来已有市场的门店加密及尚未入驻市场的持续开拓有望成为新增长点。截至 2022 年末，名创国内的 3325 家门店中，三线及低线城市占 1477 家，目前名创已基本实现下沉市场 330 个地级市全面覆盖，远期看预计每个地级市门店数将达 3-10 家，平均每个城市约 5 家；此外全国 1700 个县城名创目前已入驻约 600 个，远期预计各县级市至少有一家入驻，整体三线及以下城市门店空间约为 3000 家，各线级城市合计开店空间有望达万店规模。

图 61: FY2019-FY2023H1 国内门店城市线级结构



资料来源：公司公告，招商证券

图 62: 国内门店地区分布



资料来源：公司公告，招商证券

表 7: 名创优品不同线级城市开店空间

城市线级	城市个数	当前门店数量	开店总空间测算
一线城市	4	453	现有门店+未入驻商圈
二线城市	46	1395	46 个二线城市*平均每
三线及低线城市	330 个地级市+1700 个	1477	330 个地级市*平均 5~6

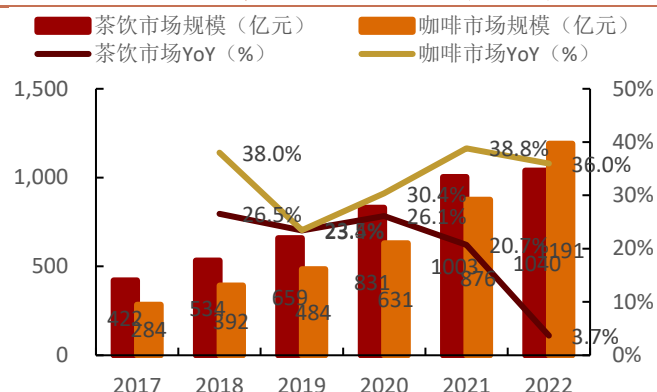
资料来源：公司调研，招商证券

六、社会服务：加盟业态&价格战推动行业扩容，咖啡、OTA 加速拓展下沉市场

1、咖啡：价格战助力下沉咖啡市场扩容，拥抱加盟业态爆发正当时

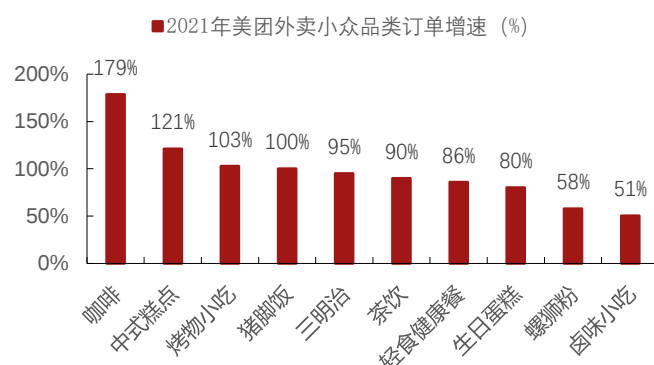
我国现阶段的现磨咖啡产业已经成为餐饮业务中增长最迅猛的细分领域之一。近年来，投融资的推动下，这一产业得以快速复苏。近年来，中国的现磨咖啡市场得到了迅速发展，根据艾瑞咨询和饿了么的数据，从 2017 年的 284 亿元增长至 2022 年的 1191 亿元，年复合增长率高达 33.2%，超过了同期现制茶饮行业的 19.8% 增速。近年来，咖啡市场的需求激增以及其引人注目的盈利潜力吸引了大量资本涌入，根据赢商网的数据，仅 2023 年第一季度，咖啡行业的融资活动就达到了 14 起，而茶饮行业的融资活动则为 9 起。自 2015 年以来，国内咖啡相关企业数量逐年攀升，企查查和饿了么的数据显示，2022 年新增企业数量达到 3.55 万家，创下历史新高，资本涌入的浪潮有助于咖啡品类在更多城市以及更广泛的人群中得到推广和流行。

图 63: 2017-2022 年现制咖啡、茶饮市场规模



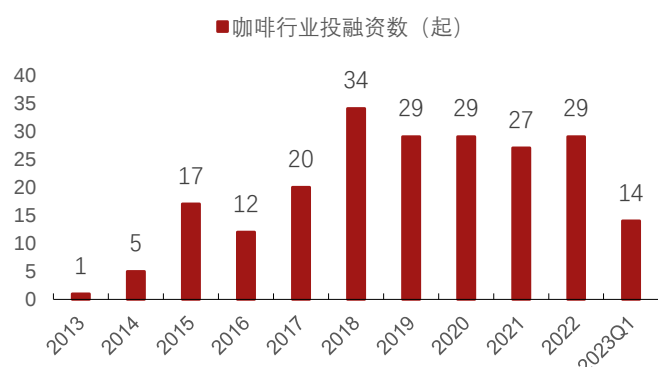
资料来源: 艾瑞咨询、饿了么、招商证券

图 64: 美团外卖小众品类订单增速 (%)



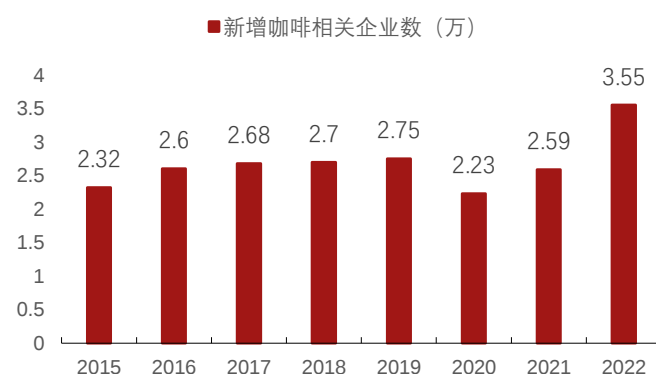
资料来源: 美团数据、招商证券

图 65: 2013-2023Q1 咖啡行业投融资数 (起)



资料来源: 智研咨询、赢商网、招商证券

图 66: 2015-2022 年新增咖啡相关企业数 (万)



资料来源: 企查查、饿了么、招商证券

咖啡市场呈现出鲜明的下沉趋势，特别是下沉市场的订单量增速远超其他市场，展现出强劲的咖啡需求。CBNdate 的数据表明，在线购买咖啡的消费者中，近五成来自二线城市，而来自三四线及以下城市的消费者占比也达近四成，远远超过一线城市的比例。与此同时，下沉市场中咖啡的新用户增长比例也高于一二线城市。根据美团关于咖啡外卖的情况，2023 年下沉市场显示出强劲的咖啡需求，尤其是三线及以下城市的咖啡在线门店数量以及店均交易额同步增长，成为主要的增长引擎。在今年的 1-2 月期间，三四线城市的咖啡订单增速已飙升至 104.19%，超越了一二线城市的 72.14%，可见咖啡在下沉市场具备巨大的发展潜力。

图 67: 线上购买咖啡人群城市等级分布

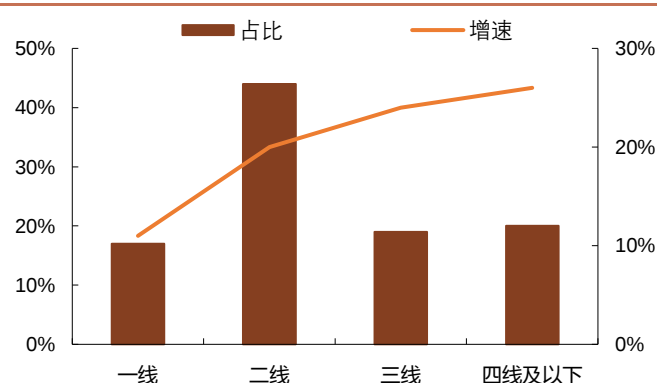
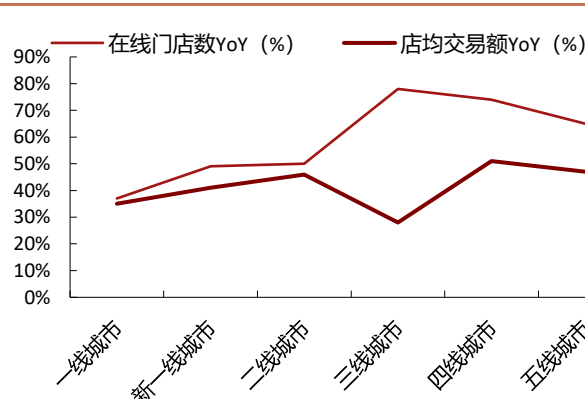


图 68: 各线城市 2021 年美团咖啡外卖订单增速



资料来源：CBNdate、招商证券

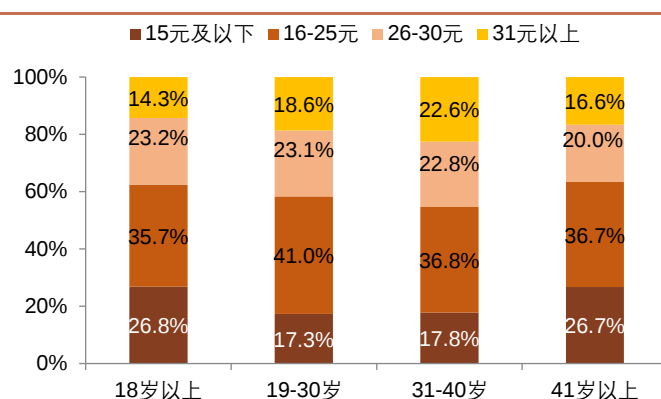
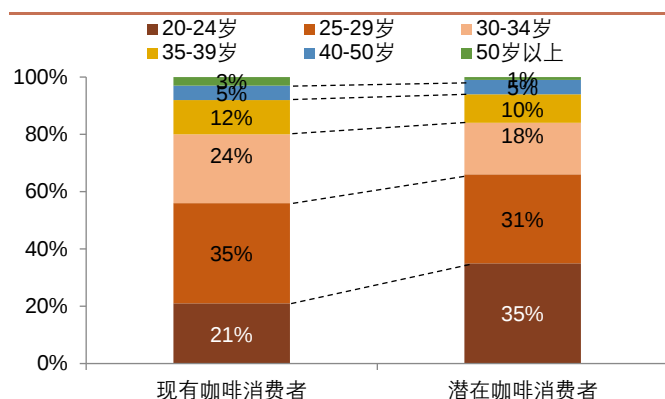
资料来源：美团、招商证券

“9.9 元价格战”战火蔓延，带动现磨咖啡全行业降价。今年 2 月份开始，库迪、瑞幸国产咖啡品牌掀起了新一轮的价格战，两家公司先后推出多轮促销降价活动，5 月份库迪咖啡宣布开启“夏日冰饮季、天天 9.9”的活动，6 月份瑞幸咖啡则趁庆祝开出万店之际，宣布启动“万店同庆”每周 9.9 元的咖啡促销活动。除瑞幸及库迪两家之外，三四线下沉市场有低至 5 元的幸运咖，通过复制蜜雪冰城的加盟模式迅速铺店。进入 7 月咖啡茶饮旺季，各品牌都在大力推动促销活动：挪瓦咖啡打出天天 7.9，幸运咖两杯 9.9，星巴克“夏日购物派对”全品项 85 折。各大头部咖啡品牌借助价格战开始了新一轮的较量。

在下沉市场，咖啡行业正加速迅速扩展，而通过调整价格策略，可以涵盖近五分之一的潜在客户。研究数据表明，单杯咖啡的价格接受范围主要在 16-25 元之间。这主要归因于这一年龄群体正处于学业和职业发展的高峰期，因此对咖啡的需求较为旺盛。因此，在选择咖啡时，他们更加注重咖啡的性价比。在咖啡行业的价格竞争中，多个知名咖啡品牌已经推出了 10 元-15 元的价格区间的产品。对于注重价格的敏感客户，这个价格区间具有相当的吸引力，这有望强劲地推动咖啡市场的进一步扩大。

图 69：20-40 岁消费者贡献了 90%以上咖啡消费

图 70：约 20%咖啡消费者可接受价格在 15 元及以下



资料来源：CBNdate、招商证券

资料来源：极光调研、招商证券

降低咖啡行业的价格可以促进顾客增加消费次数，养成消费习惯，并增强客户的忠诚度。随着咖啡习惯逐渐形成，绝大多数消费者在身体和心理上都对咖啡产生了依赖，咖啡已经融入了日常工作和生活的各个方面。这种依赖程度会随着咖啡饮用年限的增长而加深，如下图所示，消费者的咖啡饮用年限越长，他们摄入咖啡的频率也越高。以瑞幸咖啡为例，截止 Q2，平均每月的交易用户数达到 4307 万，同比增长 108%，环比增长 46%。尤其在 6 月份，平均每月交易用户数更是达到 5000 万。

图 71: 咖啡需求随饮用年限增加显著增长

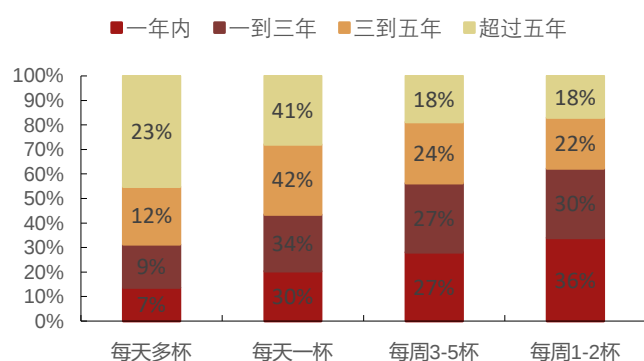
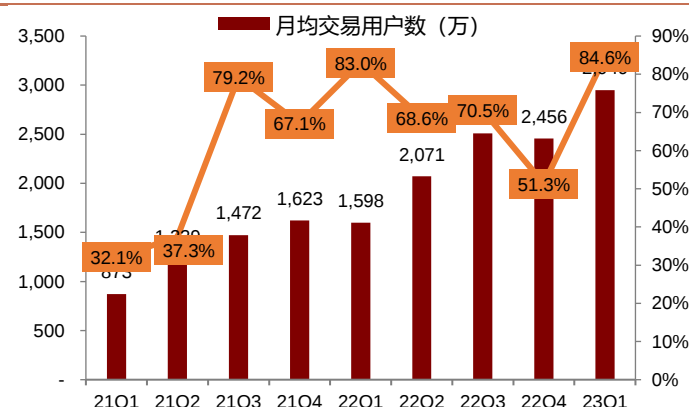


图 72: 瑞幸咖啡用户月活高速增长

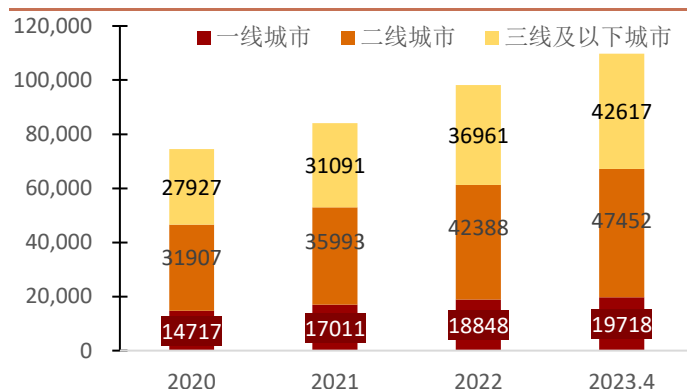


资料来源：德勤、招商证券

资料来源：瑞幸公告、招商证券

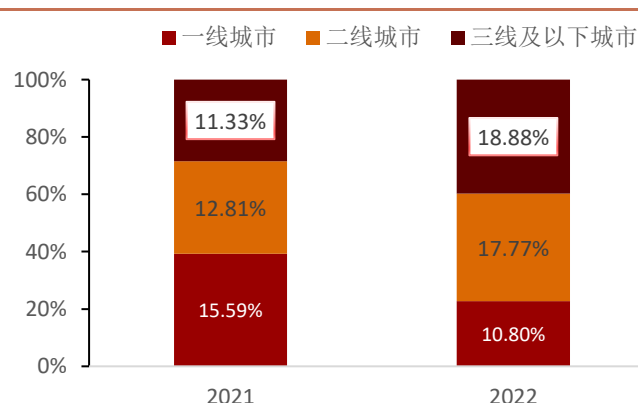
在价格竞争的推动下，下沉市场的竞争变得异常激烈，低线城市的咖啡店数量正迅速增加。下沉市场已经成为领先咖啡品牌的主要竞争领域，久谦和美团的数据显示，截至今年 4 月，全国范围内的咖啡门店总数已超过 13 万家，相较于 2022 年 12 月增长了 11590 家。在这些新增的咖啡店中，三线及以下城市新增了 5656 家，占比近 50%。自 2021 年以来，下沉市场一直是连锁咖啡品牌重点渗透的领域，各大品牌正在低线城市加速扩张门店网络。

图 73: 2020-2023 年各线城市咖啡门店数量



资料来源：久谦咨询、美团、招商证券

图 74: 下沉市场咖啡门店增速加快

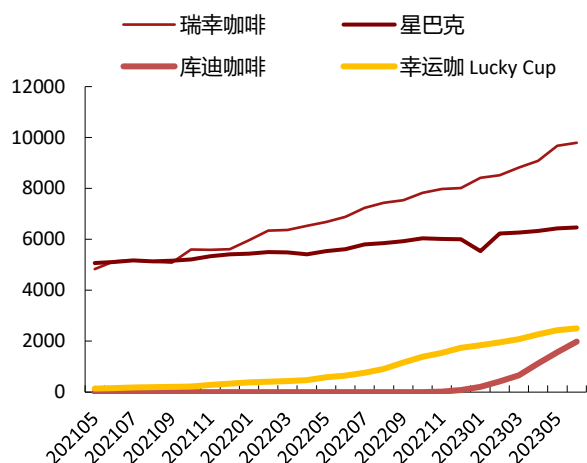


资料来源：久谦咨询、美团、招商证券

(1) 库迪咖啡：主攻下沉市场，2022 年 11 月起至 2023 年 7 月门店数已超过 4000 家。

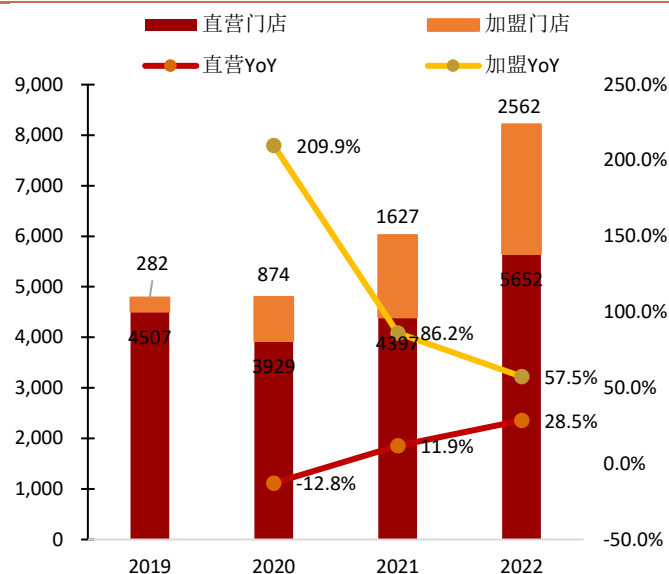
尽管瑞幸在一线和新一线城市仍采用直营店开店策略，但在下沉市场瑞幸充分利用加盟业态快速扩店，新增门店数远超其他咖啡品牌，仅次于库迪。

图 75: 2021-2023 年现磨咖啡行业部分品牌门店数



资料来源: 久谦咨询、美团, 招商证券

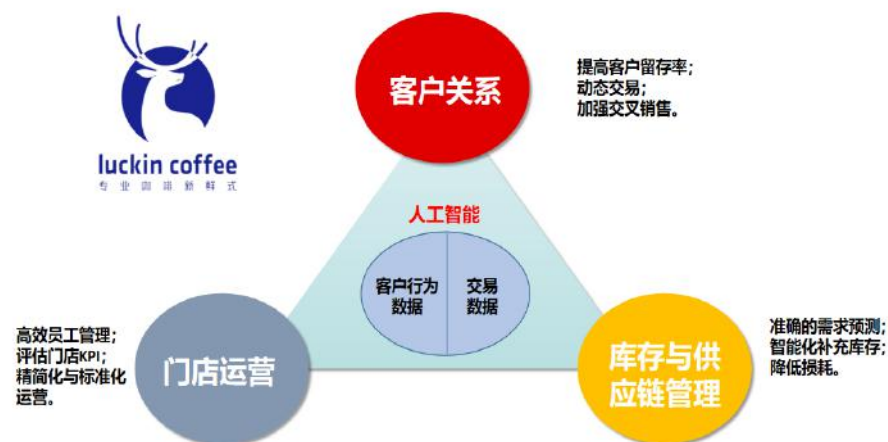
图 76: 2019-2022 年咖啡直营、加盟门店数量及增长



资料来源: 公司年报、招商证券

直营联营+优质产品+无限场景, 打造更具性价比及增长潜力的龙头咖啡品牌。瑞幸咖啡成立于 2017 年, 定位白领细分人群和年轻的移动互联网用户, 主打高性价比的现磨咖啡产品, 2022 年公司拥有门店数量 8214 家, 其中直营店 5652 家、加盟店 2562 家, 实现营业收入 132.93 亿元, 是目前市场上拥有门店数量最多的咖啡品牌之一。在商业模式上, 公司主要集中于面积较小、租金较低的快取店上, 通过互联网改造, 以“自取+外卖, 线上+线下”方式运营打破传统咖啡门店紧靠线下门店经营的单一模式, 从而实现极致的生产成本和供应链效率, 做到高性价比和产品力的良好平衡。其盈利模式是在资本的催化下迅速拓店, 打造品牌知名度, 实现用户数量和销售量的增长, 同时利用互联网新零售模式提高运营效率, 降低运营成本, 以高品质、高性价比和高便利性占领消费者心智, 从而实现正反馈, 获取门店盈利。

图 77: 瑞幸咖啡新零售模式



资料来源: 招商证券

茅台瑞幸强强联手, “酱香拿铁”首日销售额破亿。瑞幸咖啡推出联名产品“酱香拿铁”, 上市首日销售超 1 亿元, 销量超 542 万杯, 刷新瑞幸咖啡单品纪录,

敬请阅读本报告重要说明

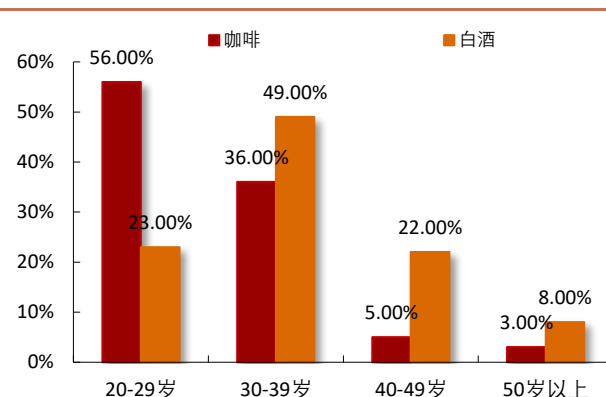
多家门店迅速售罄，后续有望成为战略级长线单品。对于贵州茅台而言，通过与瑞幸咖啡的合作，贵州茅台成功地将自身的品牌形象与年轻化、时尚化的元素结合在一起，触达了更多的潜在年轻消费者。而对于瑞幸咖啡而言，借助贵州茅台的品牌影响力和产品特点，瑞幸咖啡成功地将自身的品牌形象进一步提升，拓展了 30-49 岁中年客户群体的市场。展望未来，借助联名营销推出新品的方式有助于瑞幸咖啡持续拓展用户客群、完善产品矩阵、吸引流量及关注度，从而推动市场份额长期扩展。

图 78：瑞幸推出“酱香拿铁”联名产品



资料来源：公司官网、招商证券

图 79：白酒&咖啡消费者年龄分布

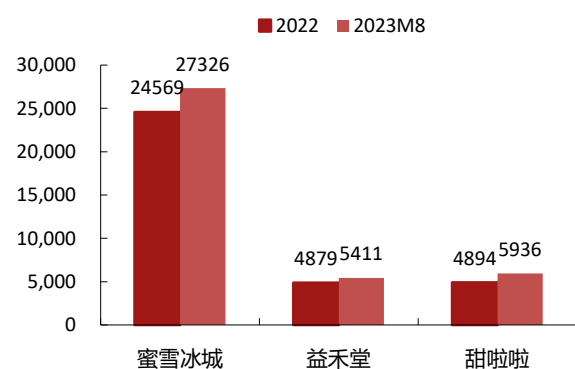


资料来源：CBNDate、京东、中国酒业协会、招商证券

(2) 蜜雪冰城、益禾堂等平价茶饮龙头品牌疫后维持稳步拓店节奏，三线及四线城市为重点布局区域

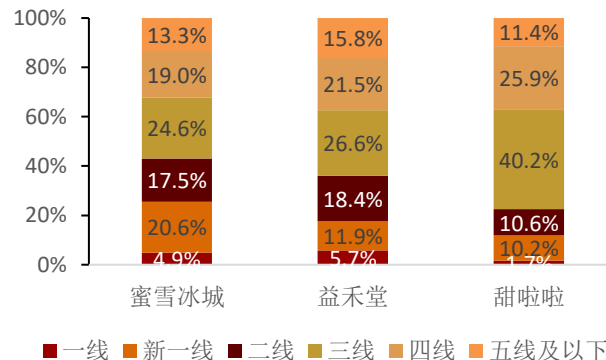
随着年初以来受益于性价比消费崛起，平价茶饮品牌迎来门店加速扩张期。截至 2023 年 8 月，客单价为 6-10 元价格带的蜜雪冰城、益禾堂、甜啦啦等平价奶茶拥有门店数量 27326 家/5411 家/5936 家，相较于 22 年末同比增长 11.2%/10.9%/21.3%。从城市分布上来看，蜜雪冰城、益禾堂、甜啦啦三家品牌重点布局下沉市场，三线及以下城市门店数量占比分别为 57.0%/64.0%/77.5%，未来各大品牌均存在往四五线城市下沉拓展的空间。我们认为目前咖啡的价格带下移对于 6-10 元客单价区间的平价茶饮影响较小，且主要扩容区域为三线城市，后续平价茶饮仍有望保持高速发展趋势。

图 80：下沉市场龙头茶饮品牌门店数量情况



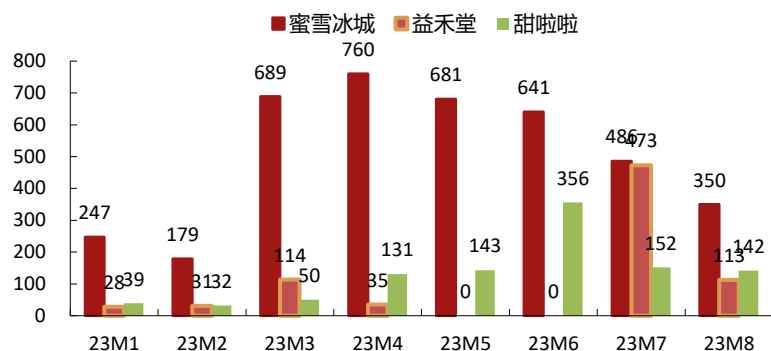
资料来源：极海数据、招商证券

图 81：茶饮市场遭到现磨咖啡市场挤占



资料来源：极海数据、招商证券

图 82: 年初以来蜜雪冰城、益禾堂、甜啦啦每月新增门店数量 (单位: 家)

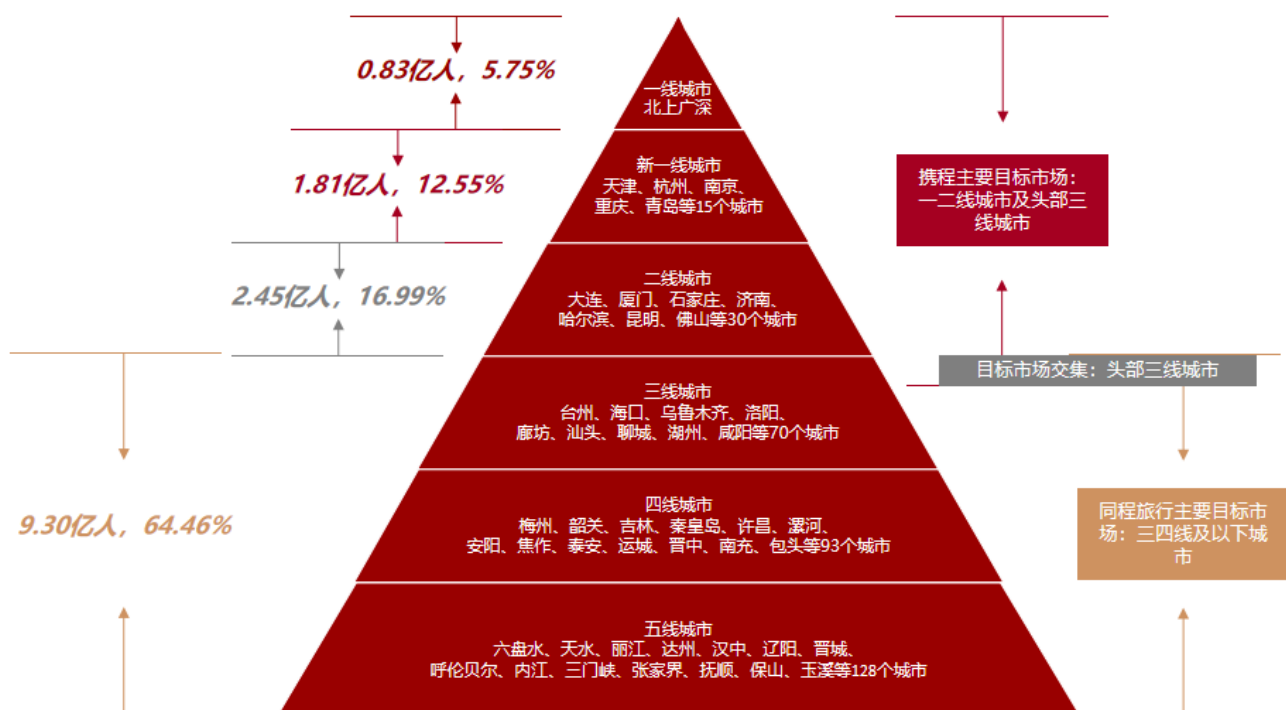


资料来源: 极海数据、招商证券

2、OTA: 下沉市场在线化率提升空间广阔, 长期有望持续贡献业绩增量

目前 OTA 板块竞争格局稳定, 龙头公司通过错位竞争共赢增量, 低线城市具有广阔增长空间。随着 OTA 行业互联网红利逐渐消退, 各大 OTA 公司的发展主要还是来自于拓展低线城市新用户客群和以及精细化运营满足留存用户差异化需求, 各大 OTA 公司各自根据核心客群打造多元化的商业模式进行错位竞争。以用户群体划分, 同程旅行专注于开发低线市场, 在三四线及以下城市市场占有率较高, 携程在一二线城市中高端市场占据绝对优势, 目前向低线市场下沉主要发力点为头部三线城市。根据 2020 年第七次人口普查数据显示, 我国三线及以下城市具有超 9 亿人口的广阔空间, 人口占比超 65%, 低线城市具有广阔增长空间。错位竞争下, 各大 OTA 龙头公司有望通过错位竞争共享消费升级以及低线城市渗透的红利保持高速增长。

图 83：携程与同程旅行主要目标市场竞争交集较少，三线及以下城市具有超 9 亿人口的广阔空间



资料来源：国家统计局、招商证券

同程旅行是国内第三大 OTA 平台，受益于腾讯系流量导入及携程系供应链支持，于下沉市场具有广泛前景。公司于 2018 年通过同程与艺龙的合并而成立，并在同年在港交所上市，这一合并整合了双方在酒店和机票领域的优势，涵盖住宿预订、交通票务等多项业务，成为了在线旅游代理（OTA）行业的重要巨头之一。公司聚焦下沉市场年轻消费群体，受益于拥有腾讯系低成本流量的持续导入以及携程系供应端产品和服务的资源支持，公司于低线城市如今已经实现了广泛布局。

同程旅行的月活跃用户（MAU）迅速增长，其中以低线城市为主要的增量来源。从 2017 年到 2022 年 H1，同程旅行的平均月活跃用户从 1.21 亿增长至 2.21 亿，平均月付费用户从 1560 万增长至 2890 万，月付费率达到 13.1%。2022 年 H1，公司 87.1% 的注册用户来自非一线城市，而三线及以下城市的新付费微信用户在 2022 年第二季度占比约为 61.7%，相较于 2021 年同期的 59.3% 有进一步提升。

图 84：同程平均月活用户数量

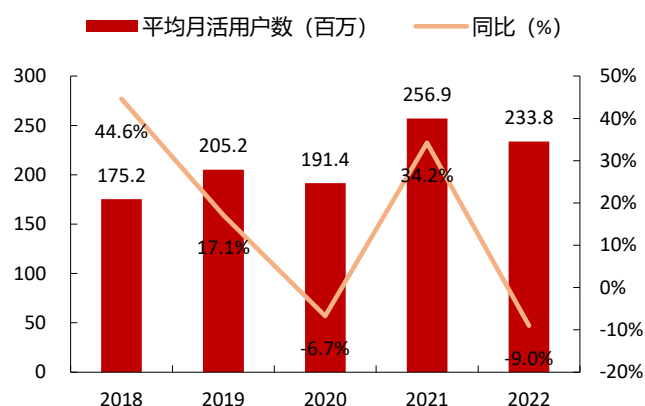
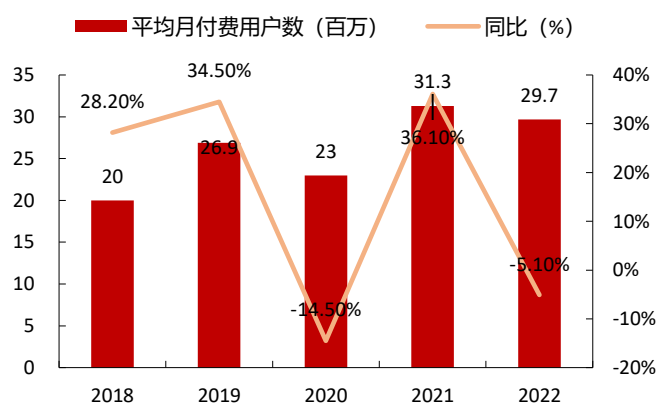


图 85：同程平均月付费用户数量



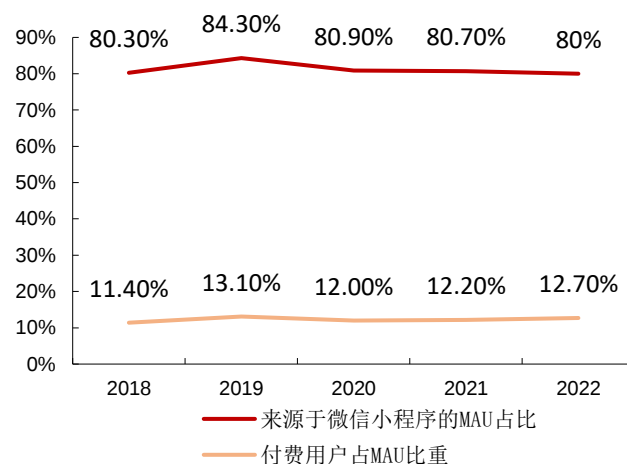
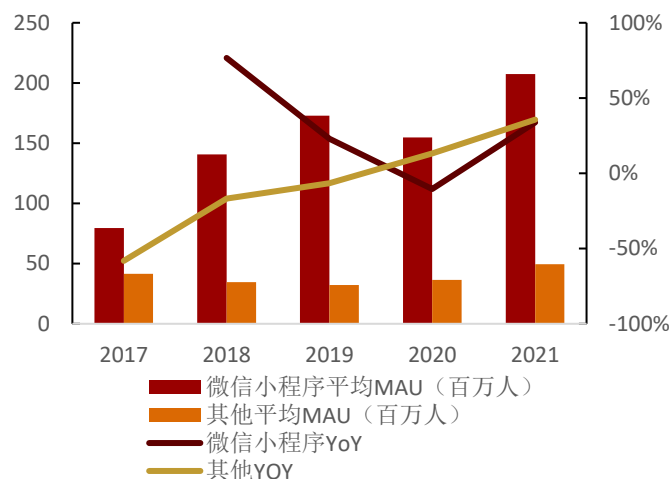
资料来源：公司公告、招商证券

资料来源：公司公告、招商证券

受益于与股东腾讯长期稳定的合作，同程旅行以低成本享有腾讯系低成本流量的持续导入，微信小程序贡献约 80% 的平均月活跃用户。截至 2021 年 7 月，同程与腾讯续签协议，持续在微信支付界面中拥有两个入口，当中大部分流量来自微信支付界面及用户最常用小程序的下拉列表。通过与腾讯保持广泛的合作，将用户从 QQ 音乐、QQ 浏览器及腾讯视频等多个腾讯旗下平台导流至小程序。同时公司利用腾讯旗下多个知名 IP，联合推出一系列线上线下互动营销活动以吸引用户，以提高品牌知名度。

图 86：同程旅行来自微信的 MAU 情况

图 87：同程来自于微信小程序的流量占比超 8 成



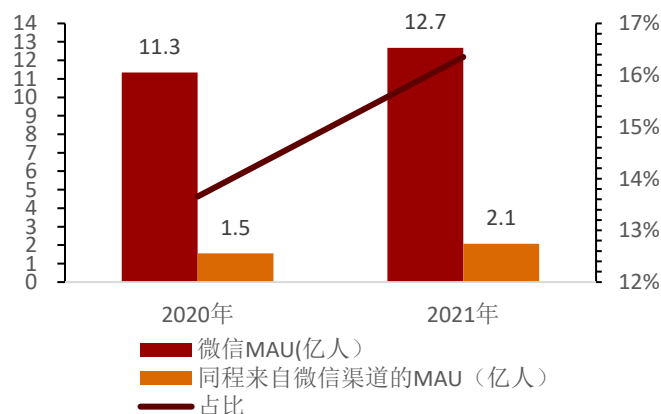
资料来源：公司公告、招商证券

资料来源：公司公告、招商证券

同程旅行的微信小程序可通过三个渠道供微信用户使用，这些渠道充分利用了社交属性，有助于推动市场的下沉。目前，同程旅行通过微信流量实施三种主要方式：（1）在微信支付（钱包）界面提供入口；（2）在用户青睐或最常使用的小程序下拉列表中展示；（3）利用微信内的分享和搜索功能。截至 2021 年，微信的月活跃流量池达到 11.34 亿，其中仅有 20.3% 的流量被引导至同程旅行的平台。鉴于腾讯的社交属性更易触达下沉市场的消费者，未来同程旅行从微信渠道引流的比例仍有提升的空间。

图 88：2021 年微信用户使用同程比例为 16.4%

图 89：同程旅行借助微信小程序引流

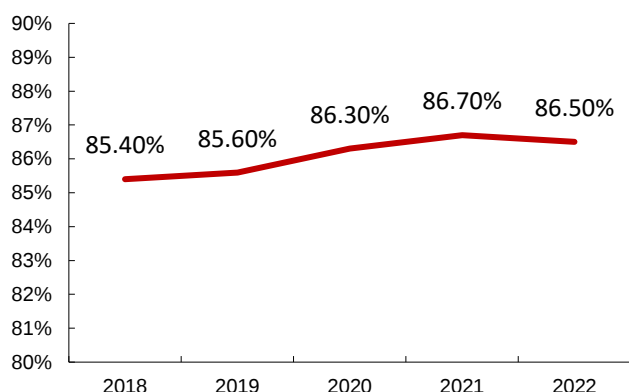


资料来源：公司公告、招商证券

资料来源：公司公告、招商证券

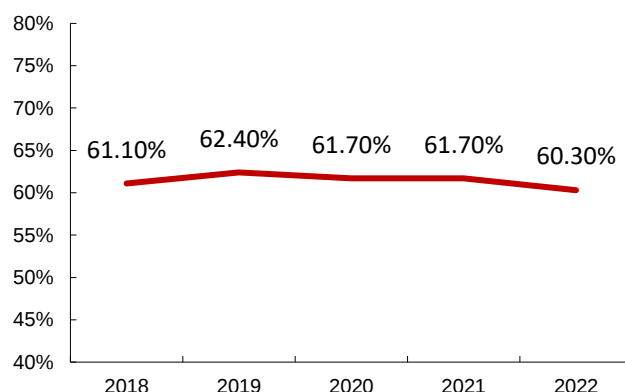
下沉市场在线化率提升空间广阔，长期有望持续贡献业绩增量。从用户结构上看，同程旅行重点定位于低线城市，22 年注册用户 87%来自非一线城市，60%的新付费用户来自中国的三线或以下城市，付费用户数占总月活跃用户数的比例一直维持在 12.7%的水平。目前 OTA 行业竞争格局稳定，携程集团、美团、同程旅行三家公司通过差异化的价格带和用户群体进行错位竞争，其中公司于下沉市场竞争优势显著，且低线城市在线旅游的渗透率及付费率提升前景广阔，长期有望持续贡献业绩增量。

图 90： 2018-2022 年同程非一线城市用户占比



资料来源：公司公告、招商证券

图 91： 2018-2022 年同程微信平台新付费用户来自三线及以下城市占比



资料来源：公司公告、招商证券

七、休闲零食行业：新渠道放量，加速布局下沉市场

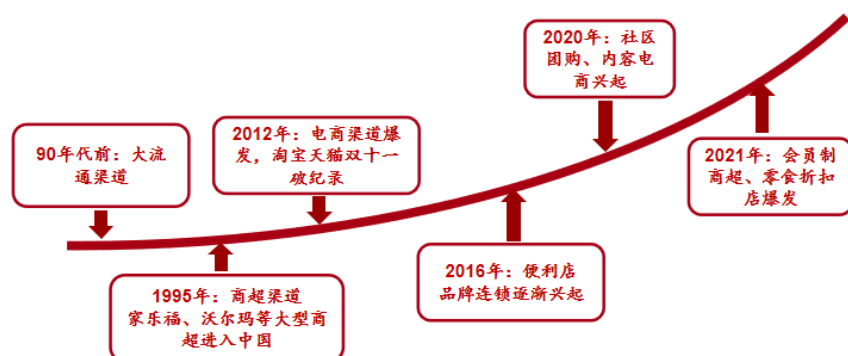
1、零食渠道不断迭代，考验公司主观能动性

休闲零食大行业小公司，公司自身 α 更关键。休闲零食万亿市场规模，分类众多，行业分散，呈现大行业小公司的格局，而且下游需求、渠道变化也较快，公司自身主观能动性更为关键。

下游渠道多样，90 年代以来持续迭代。零食销售渠道多样，从 90 年代前大流通渠道主导→1995 年后家乐福、沃尔玛等进入中国，商超渠道放量→2012 年后淘宝、天猫等引领电商渠道爆发→2020 年社区团购、内容电商兴起→2021 年会员制商超、零食折扣店等渠道兴起。

商超流量红利转移，新渠道不断涌现。近年来传统商超渠道客流下滑，内容电商、会员制商超、零食折扣店等渠道享受流量转移的红利，我们认为零食行业渠道的迭代仍将延续，不断会有新渠道出现。

图 92：休闲食品行业渠道变革



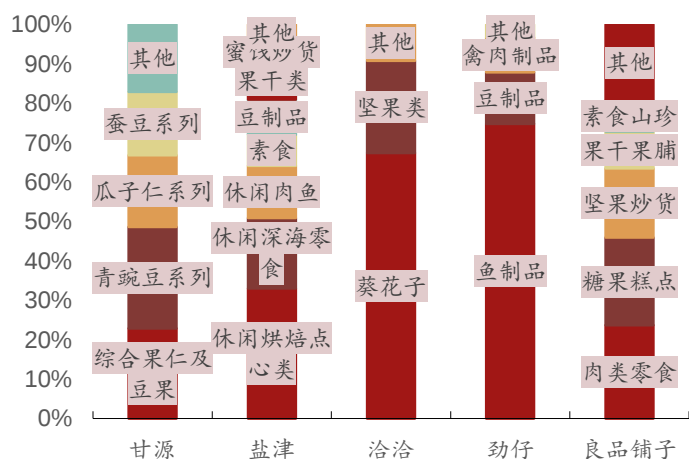
资料来源：渠道调研、招商证券

2、多品类多规格组合，更容易把握渠道迭代

多品类多规格更容易把握渠道的迭代。面对多样且快速的渠道变革，拥有多品类、多规格产品的公司一方面能为新渠道提供更多的产品组合，另一方面与新渠道合作的掣肘也相对更小，合作起来更主动灵活，而大单品模式的公司面对新渠道时，乱价窜货对原有渠道造成冲击的压力相对更多。

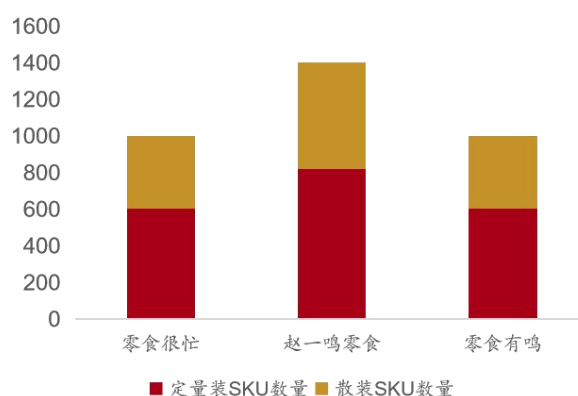
多品类下的散称销售是传统购买模式，可满足一站式购物需求。散称模式是休闲零食传统的一种购买模式，消费者可以根据自己的偏好精准选择多种类、不同量的产品，满足一站式购物需求。以近两年兴起的零食折扣连锁店为例，散称产品基本能占到门店 SKU 的一半以上。

图 93：主要零食品牌产品结构对比



资料来源：公司公告、渠道调研、招商证券

图 94：零食折扣店产品 SKU 结构



资料来源：公司公告、渠道调研、招商证券

3、量贩零食店：更具生命力的性价比零售业态，轻资产布局下沉市场前景广阔

量贩零食店：切中中端空白市场，布局下沉市场极具生命力。量贩零食店是近年兴起的社区零食专卖连锁业态，门店面积约 100 平左右，集合销售各品牌零食产品。其商品主要包含全国知名品牌，区域性品牌及工厂品牌等，价格优势明显，

一般标品比商超等便宜 20%以上。从市场定位上看,此前零食专业销售渠道中存在于两类零食专卖门店,一类是相对高端的零食店,如三只松鼠,良品铺子等;另一类是相对大众低端的各类果脯蜜饯夫妻老婆店。量贩零食店切中中低端夫妻老婆店和高端零食店中间的中端市场缺口,且领先玩家将门店模型打磨优化成熟,凭借高效率及轻资产模式快速爆发。

量贩零食店核心满足下沉市场消费者“省”的需求,价格竞争力强。零食消费价格敏感度较高,据网易数读,大多数零食消费人群对零食预算有限。量贩零食店价格竞争力极强,通过比价我们发现,商超价格高于量贩零食店约 20%-75%,便利店价格高于量贩零食店约 44%-85%;电商价格高于量贩零食店约 7%-59%,极大地满足消费者“省”的需求。此外,量贩零食店以散称方式销售也降低了消费者的购买决策成本,满足零食消费者尝鲜心理。

图 95: 量贩零食店部分 SKU 价格对比商超/便利店/电商

商品	零食很忙	赵一鸣	商超		便利店		电商	
	价格	价格	价格	高于量贩零食店的%	价格	高于量贩零食店的%	价格	高于量贩零食店的%
雀巢咖啡268ml	4.6		5.5	20%	7.5	63%	4.9	7%
百岁山570ml	1.8	1.8	3	67%	3	67%	2.5	39%
王老吉310ml	2.8		4	43%	5	79%	3.5	25%
可口可乐330ml	1.9	1.8	2.5	35%	3	62%	2.8	51%
乐事薯片40g	2.9	2.9	4.8	66%	4.2	45%	4.6	59%
梦龙冰激凌65g	8		10	25%	11.5	44%	8.9	11%
士力架花生巧克力35g		2.6	3.5	35%	4.8	85%	3.1	19%

资料来源: 小红书, 京东到家, 草根调研, 招商证券

量贩零食店的低价来源: 压缩流通环节+差异化渠道采购+精细化运营实现低价。在商品采购供应环节,量贩零食店①相比传统夫妻老婆店能够跳过一二级批发商直接从厂家拿货,压缩层级实现更低拿货成本;②相比传统商超和知名连锁品牌门店,量贩零食店不收取“进场费”,“堆头费”,“广告费”等额外费用,与供应商合作方式清晰、交易成本更低,并引入部分区域品牌和工厂货,进一步压缩品牌溢价、降低采购成本;③门店高效运营管理降本提效、以及主动降低标品毛利以加强用户低价感知,整体创造更强的价格优势。

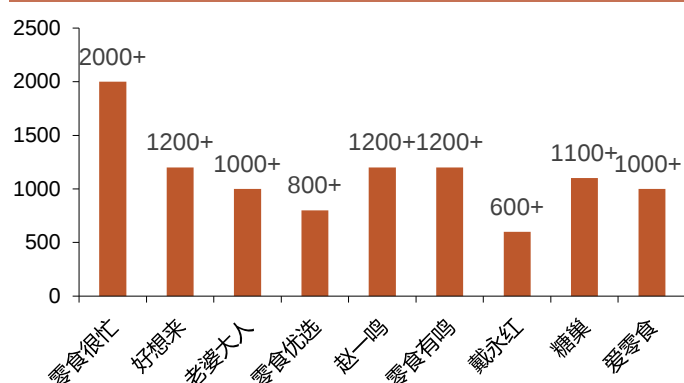
图 96: 量贩零食店交易模式对比商超



资料来源: 草根调研, 招商证券

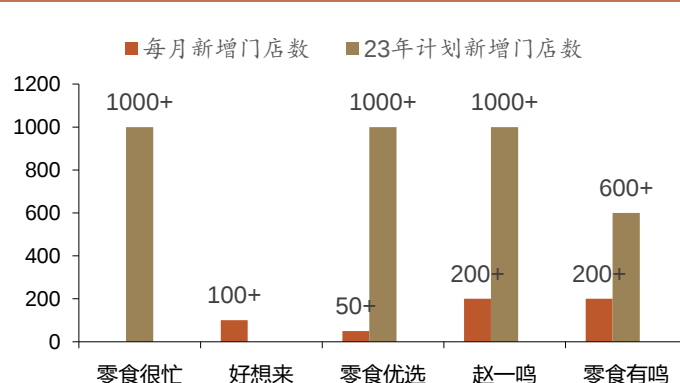
目前量贩零食店从优势区域加速拓店, 未来轻资产+下沉市场扩大布局, 行业发展前景广阔。当前业态商业模式跑通, 轻资产加盟模式下快速爆发, 初创玩家规模领先, 目前全国范围内已有 1-2 万店规模, 并维持高速拓店态势, 同时区域龙头也开始加快全国布局, 业态发展前景可期。

图 97: 各玩家门店数



资料来源: 品牌官网, 各品牌公众号, 招商证券

图 98: 各玩家每月新增门店数及 2023 年目标开店数



资料来源: 品牌官网, 各品牌公众号, 招商证券

零食量贩店高度发展，零食厂商受益渠道红利释放。量贩零食店以性价比路线，从地区走向全国，向三四线以及更下线城市精耕，为零食企业布局下沉市场提供平台。今年该渠道发展高度景气，根据百度地图、大众点评公布的门店数据，截止目前我国零食量贩店的开店数量为 1.7 万家，假设我国各省常住人口数不变，根据远期门店密度假设，可以测算行业开店空间。**其中各省市远期开店密度假设如下：**

(1) 考虑遗漏误差等，估算湖南市场目前门店密度为 0.7 家门店/万人，目前已进入存量竞争，预计远期门店数不再发生较大变化；

(2) 按消费力、居民零食消费习惯等将其他各省级行政区划分为 5 档，以湖南量贩零食渗透为标杆，假设远期分别可达湖南省门店密度的 100%，65%，50%，30%，10%。

上述假设下，我们测算零食量贩店远期开店空间超 5 万家。今年大小零食系统都在加速跑马圈地，到年底预计可达 2-3 万家，明后年依然有开店潜力，而且近期调研反馈，除湖南市场达到饱和新增门店较少外，江西、广东、四川等第二梯队的省份门店依然在扩张，而且新开门店仍能有一定的回本周期。

图 99：各省目前门店数及预测

	各省目前 门店数	各省常住人口 数（万人）	区域龙头（>100家）	现阶段门店密度 （店/万人）	门店密度天花板	门店天花板数
湖南省	3757	6644.5	零食很忙、爱零食、零食 优选、戴永红、锁味、恰 货铺子、小嘴零食	0.565	0.7	4651
江西省	1597	4518.9	零食很忙、赵一鸣、叮咛 叮咛	0.353	0.7	3163
福建省	1216	4154.0	糖巢	0.293	0.455	1890
安徽省	1366	6102.7	赵一鸣、好想来、来优品 、七货街	0.224	0.455	2777
浙江省	1189	6456.8	老婆大人，悠百佳，好幸 福	0.184	0.455	2938
江苏省	1497	8474.8	薛记炒货、好想来、陆小 馋、零食工坊、悠百佳、 一扫光、南北码头	0.177	0.455	3856
湖北省	928	5775.3	零食很忙、零食优选	0.161	0.455	2628
四川省	1085	8367.5	零食有鸣、奥特乐	0.130	0.455	3807
广东省	1481	12601.3	赵一鸣、零食有鸣、糖巢 、零食优选	0.118	0.455	5734
重庆市	336	3205.4		0.105	0.455	1458
广西壮族自治区	519	5012.7	零食很忙、赵一鸣、恰货 铺子	0.104	0.35	1754
贵州省	305	3856.2	零食很忙	0.079	0.35	1350
山东省	743	10152.7	薛记炒货、好想来	0.073	0.35	3553
天津	96	1386.6		0.069	0.35	485
河南省	672	9936.6	零食有鸣、好想来、来优 品	0.068	0.35	3478
海南省	40	1008.1		0.040	0.21	212
北京	67	2189.3		0.031	0.21	460
上海	52	2487.1		0.021	0.21	522
云南省	89	4720.9		0.019	0.21	991
河北省	120	7461.0		0.016	0.21	1567
陕西省	37	3952.9		0.009	0.21	830
山西省	20	3491.6		0.006	0.21	733
甘肃省	13	2502.0		0.005	0.21	525
西藏	12	364.8		0.033	0.07	26
青海省	12	592.4		0.020	0.07	41
宁夏	3	720.3		0.004	0.07	50
吉林	13	2404.9		0.004	0.07	168
辽宁	12	4259.1		0.004	0.07	298
新疆	7	2585.2		0.003	0.07	181
黑龙江	9	3185.0		0.002	0.07	223
内蒙古	2	2404.9		0.001	0.07	168
全国	17295					50520

资料来源：百度地图、大众点评、招商证券

4、甘源食品：产品主义突围，拥抱渠道红利

渠道迭代但升级依然是大趋势，上游供应商产品力是关键背书。休闲零食下游渠道不断迭代，但是消费升级的大趋势不变，即使主打高性价比的零食硬折扣也不是一味追求低价，对供应商产品品质也有持续升级的需求，供应商选择从长尾小厂逐渐向品质更高的头部厂商转移。

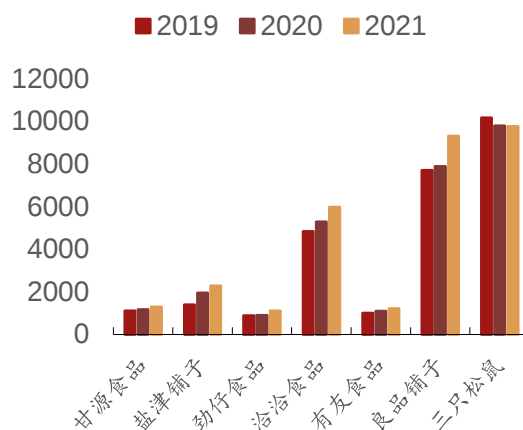
甘源产品定位大众群体，产品力优势毋庸置疑，也是下游渠道升级的方向。甘源是零食行业中是比较靠前的头部厂商，成功打造过老三样以及芥末味夏威夷果仁等标杆性产品，产品力毋庸置疑。从价格来看，公司高质中价，定位大众消费群体，甘源作为高质中价的头部厂商，是下游渠道供应商升级的选择方向。

图 100: 甘源产品与竞品价格对比

品类	品牌	规格	价格	每100g价格
蟹黄味蚕豆	甘源食品	500g	18.8	3.76
	三只松鼠	410g	18.9	4.61
	良品铺子	600g	30.8	5.13
	口水娃	500g	18.8	3.76
蒜香味青豆	甘源食品	500g	17.8	3.56
	百草味	400g	19.9	4.98
	良品铺子	420g	15.8	3.76
	口水娃	500g	26.8	5.36
蟹黄味瓜子仁	甘源食品	500g	16.0	3.20
	百草味	500g	18.5	3.70
	老街口	400g	18.8	4.70
	良品铺子	550g	29.8	5.42

资料来源: 公司公告、淘宝、招商证券

图 101: 上市休闲食品公司收入规模(百万元)



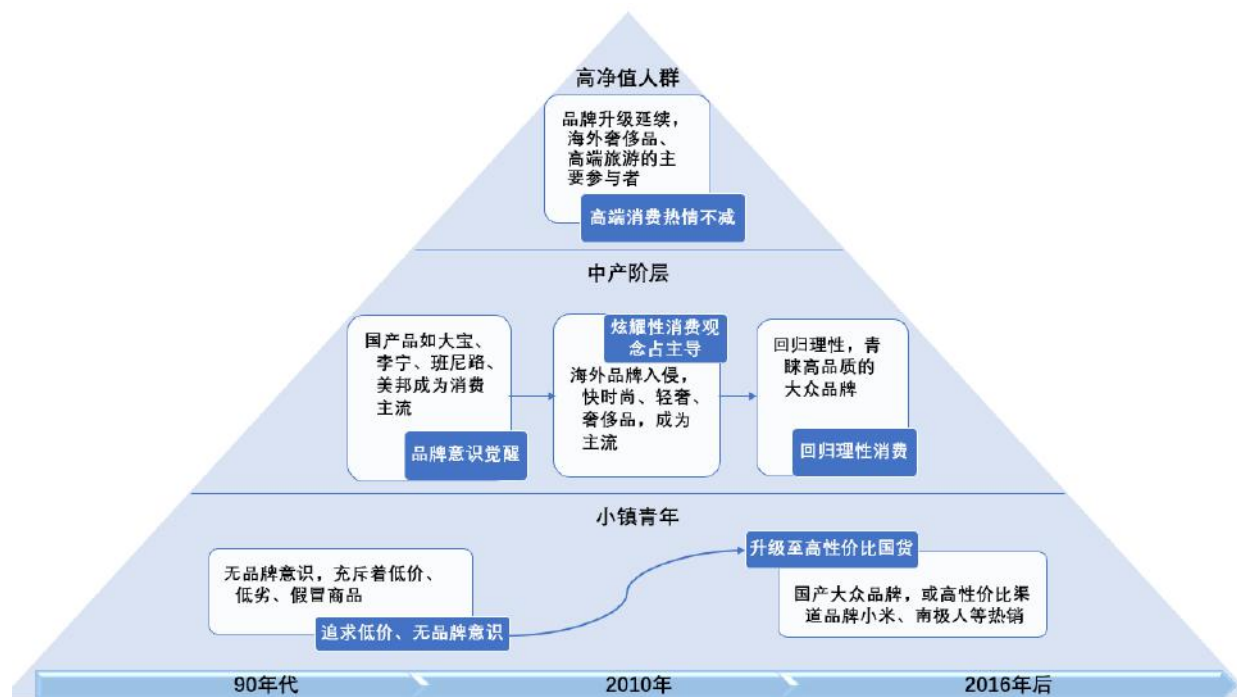
资料来源: 公司公告、淘宝、招商证券

积极拥抱零食量贩，渠道红利贡献高增长。2022 年 5 月份甘源开始梳理产品与零食量贩系统合作，9 月初梳理完成 54 款产品，销售额逐月快速提升，到 22 年底合作的零食量贩系统已经超过 17 家，包括零食很忙、赵一鸣零食、零食有鸣、老婆大人等头部品牌，合作的 SKU 从十几个到三十几个不等。根据 2022 年报，公司前五大客户中第二、第三都已经是零食量贩客户。该渠道的快速扩张，也帮助甘源加快了新品培育的速度，23H1 公司综合果仁和其他系列分别同比增长 47.3%和 42.4%，花生、薯片等新品快速起量。我们预计 23/24 年，公司零食量贩渠道销售会随着下游门店扩张快速增长，成为收入增量的重要贡献，更长期，渠道带动产品，公司 SKU 丰富度增加，也有望赋能传统渠道的改革增长。

八、服装行业：行业格局优化，份额向头部品牌集中

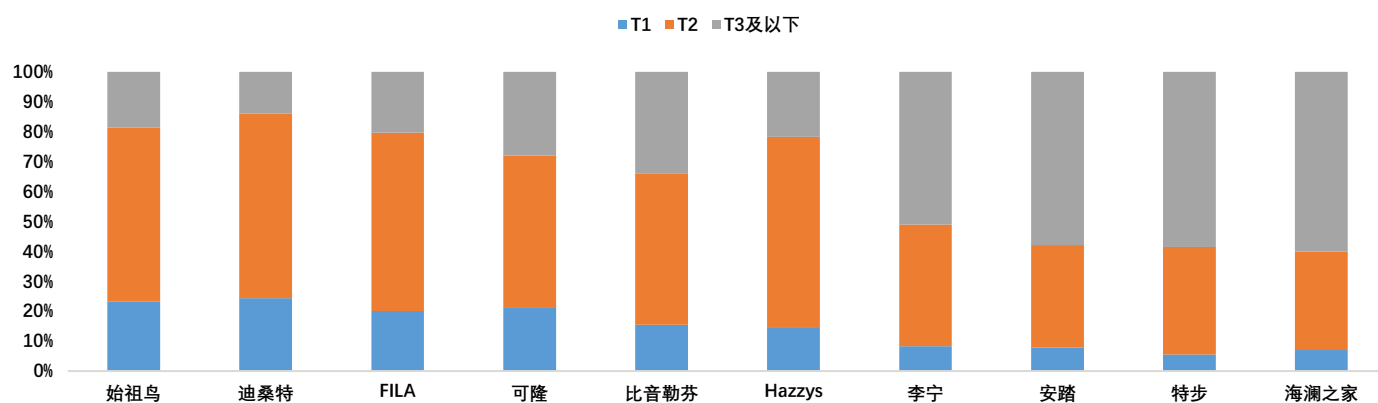
高端消费与大众理性消费并存，消费分层趋势愈发明显。国内人口众多，地区之间经济发展不均衡，且消费需求呈多样化分布。我们按照收入水平将国内阶层划分为富裕阶层、中产阶层以及低收入的小镇青年。三年管控以及疫后恢复阶段，考虑到国内宽松的货币政策，占据金字塔顶尖的富裕阶层消费支出保持稳定，海外奢侈品品牌在国内的销售保持较快增长。而广大的中产阶层经过了三年管控影响，收入承压，在疫后复苏阶段预计消费回归理性，热衷于购买高品质的大众消费品。小镇青年受益于城镇化进程，居住地从农村升级至城镇，在时尚消费方面也从杂牌向国货大众品牌升级。

图 102: 国内不同消费阶层倾向变化趋势



资料来源：招商证券绘制，参见《品牌时尚 2019 年中期策略报告-新经济周期下，大众品牌消费将成为主导》

图 103: 不同品牌门店所在线级城市分布

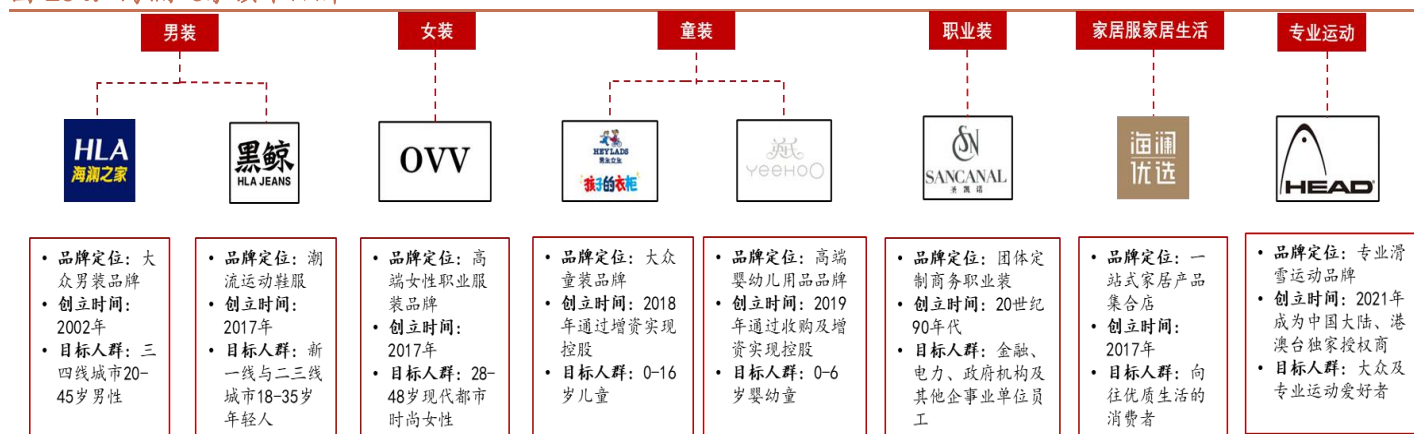


资料来源：久谦平台、招商证券

1、海澜之家：男装龙头，产品结构优化&逆势开店稳固龙头地位

公司旗下海澜之家及圣凯诺品牌运营多年，同时 2017 年以来孵化及收购多个新品牌，为多品牌运营奠定基础，补充增长动力。2017 年公司创立黑鲸、OVV、海澜优选等品牌；2018 年-2019 年通过增资实现对男生女生及英式婴童的控股。2021 年代理专业滑雪运动品牌 HEAD。目前公司已经形成从大众到轻奢，从休闲潮流到专业运动、从儿童到成人的全品类的品牌矩阵，不断拓展消费人群。

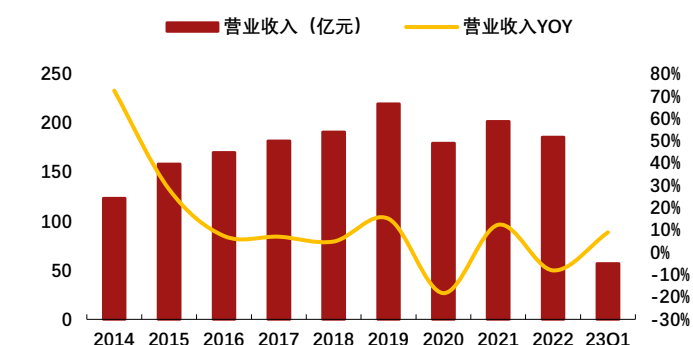
图 104: 海澜之家旗下品牌



资料来源: 公司公告、海澜之家官网、招商证券

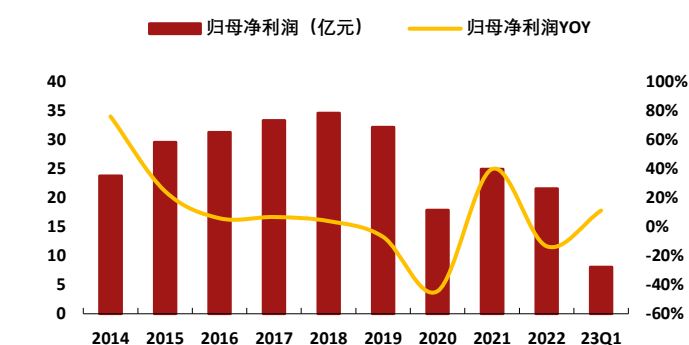
业绩稳健增长。2014-2019 年公司营业收入从 123.4 亿元增加至 219.7 亿元, 归母净利润从 23.8 亿元增加至 32.11 亿元。营收及归母净利润 CAGR 为 12%/6%。由于三年管控导致终端需求疲软, 2019-2022 年公司营收和归母净利润年复合增速分别为-5.5%/-12.4%。2023Q1 公司营收和归母净利润分别为 56.82 亿元/8.03 亿元, 同比+9.02%/+11.07%。

图 105: 2014 至今海澜之家营收 (亿元) 及增速



资料来源: 、公司公告、招商证券

图 106: 2014 至今海澜之家归母净利润 (亿元) 及增速



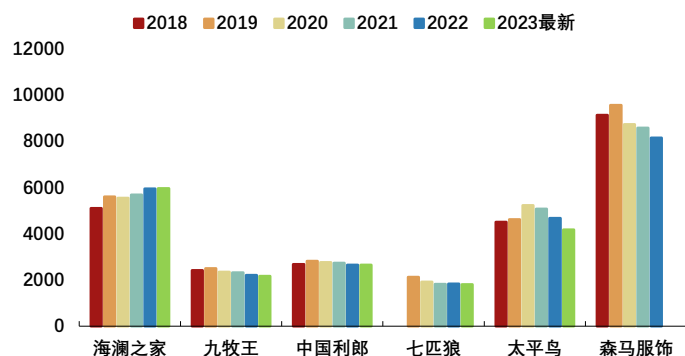
资料来源: 、公司公告、招商证券

(1) 渠道: 业态优化强化运营效率, 逆势开店拓增长空间

门店持续拓展。公司整体门店数量从 2014 年 3716 家增加至 2023Q1 末的 8121 家; 其中海澜之家品牌门店数量从 2014 年 3348 家增加至 2023Q1 末的 5957 家。在 2020-2022 年, 海澜之家凭借自身渠道运营能力和盈利能力保持净开店趋势, 2020-2023Q1 末累计净开店 359 家, 同行业其他可比公司均为净关店状态。

公司除传统的类直营的加盟模式开店外, 近几年持续拓展直营门店数量。直营门店数量从 2014 年的 2 家增加至 2023Q1 末的 1080 家, 其中 2020 年-2023Q1 末公司净开直营店 723 家, 数量占比从 2020 年 8.8%提升至 2023Q1 末的 18.1%。

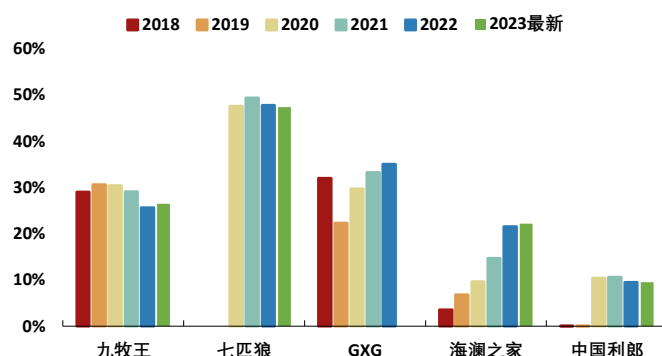
图 107: 近五年可比大众男装品牌门店数量变化



资料来源: 公司公告、招商证券

注: 除海澜之家为 23Q1 末数据外均为 23H1 末数据, 森马服饰未披露 2023 年数据

图 108: 国内男装品牌直营门店数量占比情况



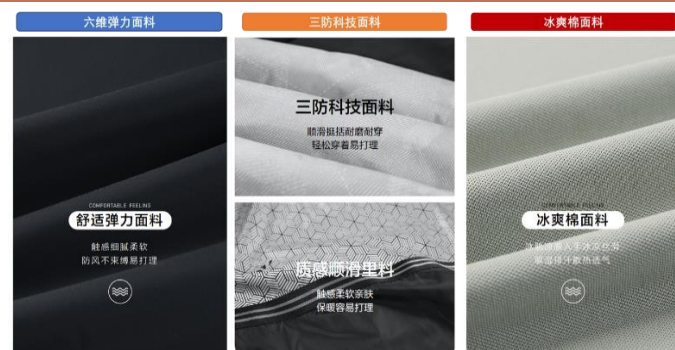
资料来源: 公司公告、招商证券

注: 除海澜之家为 23Q1 末数据外均为 23H1 末数据

(2) 产品: 面料共研强化产品功能性

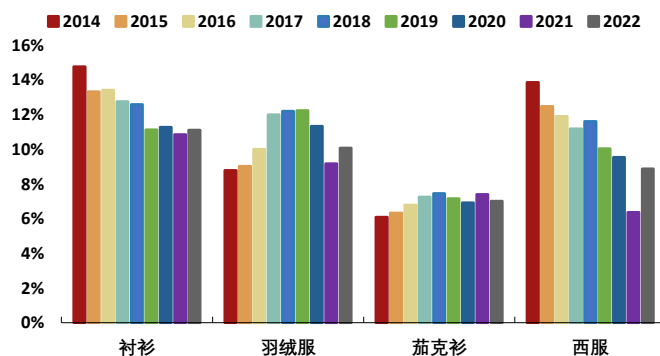
顺应需求趋势, 强化功能性面料开发&优化产品品类结构。公司加强和供应商的面料共研开发, 陆续推出六维弹力、三防、冰爽棉等系列面料。专利数量从 2019 年 256 个增加至 2022 的 384 个。公司缩减正装衬衫、套装西服等纯商务产品占比, 持续扩充年轻化、休闲化、功能化产品矩阵。2014-2022 年公司衬衫营收占比从 14.8%下降至 11.1%, 西装营收占比从 13.9%下降至 8.9%。羽绒服营收占比从 8.8%提升至 10.1%, 夹克衫营收占比从 6.1%提升至 7.0%。

图 109: 公司与供应商合作开发多款科技属性面料



资料来源: 公司公告、招商证券

图 110: 衬衫及西服产品占比持续下降



资料来源: 公司公告、招商证券

通过联合研发、跨界破圈的方式, 迭代推出更加符合消费主流的时尚潮流与功能科技兼具的爆款系列。公司利用共研新科技陆续推出六维弹力裤、三防羽绒服等爆款。并开发“国潮风三国系列”、“街潮风 SPRINTING SMILE 系列”、“运动风 SPORTSDAY 系列”等线上专供系列产品, 满足年轻消费者的审美需求, 增强消费粘度, 提升品牌认可度, 打造出独特的品牌体验感。

图 111: 公司产品持续推进年轻化、休闲化、功能化开发

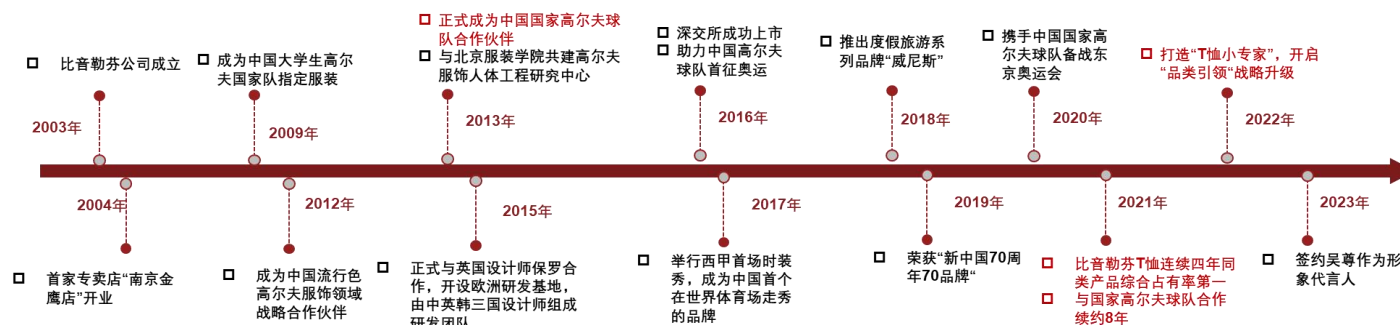


资料来源：公司公告、招商证券

2、比音勒芬：锁定高收入核心客群，产品升级&渠道下沉并举拓增长空间

公司聚焦于高端商务休闲，打造细分服饰领域龙头品牌，致力于高附加值业务链的产品设计研发和品牌运营，采取直营与特许加盟相结合、线上线下联动的全渠道销售模式。与戈尔公司（GORE-TEX）、Polartec LLC 等知名面料供应商保持稳定的合作关系，门店数量和业绩稳健增长。

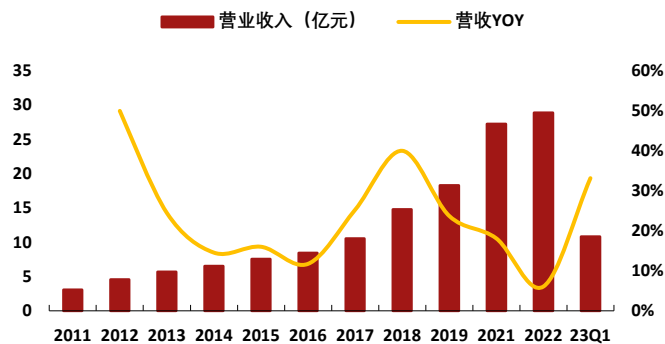
图 112: 公司发展历程



资料来源：公司公告、比音勒芬官网、招商证券

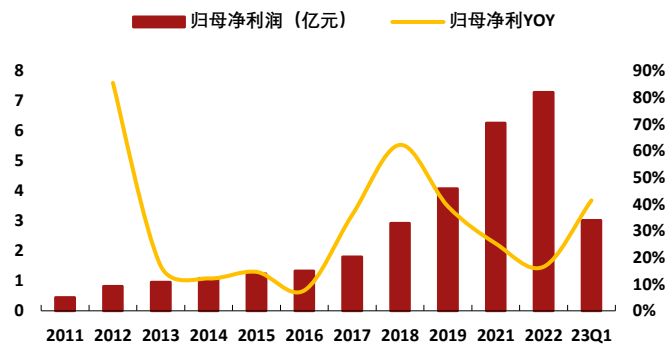
业绩保持快速增长。2011-2022 年公司营业收入从 3.04 亿元增加至 28.85 亿元，归母净利润从 0.44 亿元增加至 7.28 亿元。营收及归母净利润 CAGR 为 23%/29%。2023Q1 公司营收和归母净利润分别为 10.79 亿元/3.01 亿元，同比增加 33.1%/41.4%。

图 113: 2011 至今公司营收 (亿元) 及增速



资料来源: 公司公告、招商证券

图 114: 2011 至今公司归母净利润 (亿元) 及增速

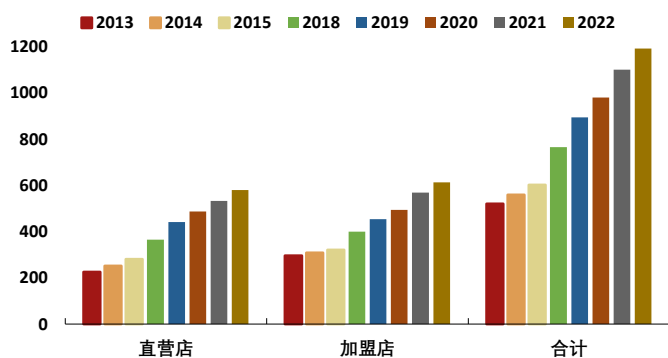


资料来源: 公司公告、招商证券

1. 渠道: 多元化渠道结构强化运营能力, 渠道下沉拓展增长空间

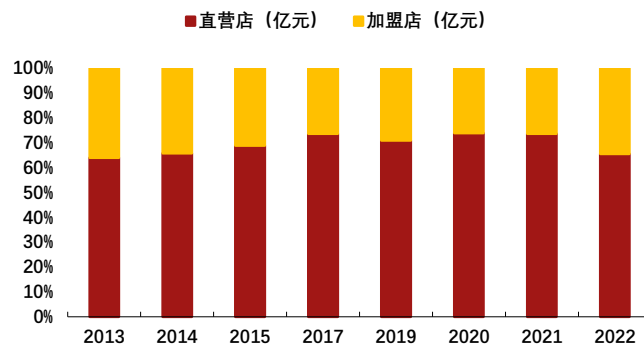
门店持续拓展。公司整体门店数量从 2013 年 520 家增加至 2022 年的 1191 家; 其中直营门店数量从 2013 年 225 家增加至 2022 年的 579 家, 加盟门店数量从 2013 年 295 家增加至 2022 年的 612 家。

图 115: 比音勒芬门店数量变化



资料来源: 公司公告、招商证券

图 116: 公司线下渠道营收占比



资料来源: 公司公告、招商证券

渠道结构多元化发展完善全渠道布局战略。公司线下渠道包括高端商场、机场、高铁站、球会等, 利用多渠道运营强化终端销售表现及品牌宣传。截止 2021 年, 比音勒芬销售网络已覆盖全国 31 个省、自治区及直辖市。其中奥莱店作为公司存货主要消化渠道, 消化库龄两年以内的存货, 公司销售端能力增强的同时提升存货抗风险能力。

图 117: 比音勒芬多元化渠道结构



资料来源: 公司公告、公司官网、招商证券

渠道业态由街边店转向商场店, 门店形象统一, 强化产品高端定位。由于比音勒芬目标客群消费场所多集中于大型商圈, 同时对消费场所的环境、设施、消费体验感等有较高需求。公司持续升级门店业态, 部分位置较差的街边店升级成为商

场店及购物中心店，在提高店铺面积的同时对门店形象进行升级，商品陈列具有统一的陈列柜、中岛架等，以更好匹配目标客群需求，提升品牌形象。

图 118: 比音勒芬业态升级



图 119: 比音勒芬商品陈列变迁



资料来源：公司公告、公司官网、招商证券

资料来源：公司公告、公司官网、招商证券

比音勒芬有望加速市场下沉节奏。2022 年比音勒芬 T1、T2、T3 线级城市门店数量占比分别为 12%、45%、43%。经过三年管控，部分一二线城市高收入人群定居三四线城市，这部分人群的消费水平和对产品品质的要求并未下降，而海外高端品牌在低线城市布局较少，比音勒芬将借势将渠道下沉到发展较快的三、四线城市。

2. 产品：精准卡位高端商务休闲服饰定位，产品性能提升引领行业发展

比音勒芬强化产品设计和剪裁，利用高品质赢得核心客群青睐。高收入中年男性对于服装消费更关注产品舒适感、剪裁工艺、适用场景是否广泛等方面。比音勒芬针对核心客群诉求，强化面料选择和剪裁工艺的升级，从 T 恤出发逐步由丰富产品品类，丰富公司产品矩阵，满足核心客群的多元需求。

图 120: 公司产品结构丰富，多样风格满足消费者需求

男装					女装	
T 恤/Polo	夹克/外套	卫衣	衬衫		T 恤/Polo	夹克/外套
680-3850 RMB	1380-12800 RMB	940-3280 RMB	980-2380 RMB		830-2680 RMB	1680-3680 RMB
✓ 超级单品“小领T”，贴合亚洲人脖颈弧度 ✓ 下摆“前放后收”剪裁 ✓ 面料抗菌、速干、抗UV	✓ 立体剪裁，较强防风、防水、防晒功能，御寒保暖	✓ 采用进口面料及触感功能棉，防晒、透气、保暖	✓ 领型弧线裁剪，袖型立体，后腰双省设计 ✓ 面料抗菌、抗皱、吸湿透气		✓ 速干、抗菌、抗UV，智能调温	✓ 防风防水、轻薄透气
裤装	毛衣/针织衫	羽绒服/棉服	马甲	鞋子	裤装	裙装
780-2980 RMB	1280-2980 RMB	2480-5330 RMB	1330-3680 RMB	1050-3680 RMB	1030-2680 RMB	1280-2380 RMB
✓ 速干、保暖、抗菌除臭	✓ 进口羊毛，纤细保暖	✓ 轻盈不臃肿，防风御寒	✓ 立体领型修饰颈部线条 ✓ 轻盈、锁绒保暖	✓ 温控调节科技，弹力透气	✓ 速干、抗皱、保暖，有较好悬垂性	✓ 亲肤透气、挺括显女性身材

资料来源：公司公告、比音勒芬天猫旗舰店、招商证券

利用高性能面料加速产品迭代。公司持续进行功能性产品的升级迭代，致力于提高消费者穿着舒适度、便捷性，实现防风、防水、防晒、抗菌、保暖等多重功能，打造出更高品质的服装。公司自 2018 年起采用美国 Malden Mills 研制的 Polartec

抓绒面料，近五年每年均推出全新产品，覆盖品类逐步丰富、功能属性不断拓展，赢得消费者的信赖和口碑。

图 121：公司利用 Polartec 材料加速产品迭代和矩阵丰富



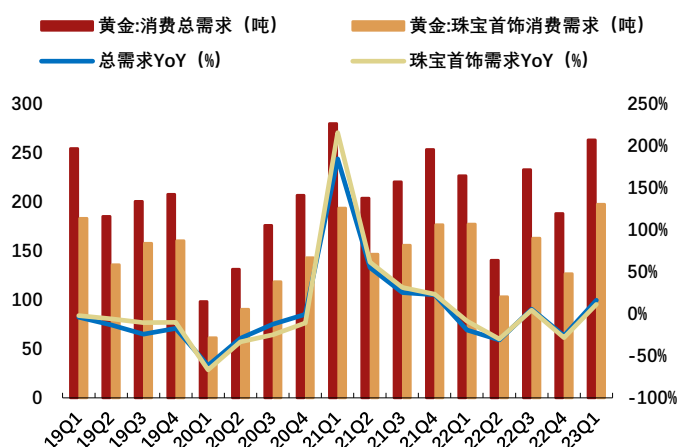
资料来源：公司公告、比音勒芬天猫旗舰店、招商证券

九、黄金珠宝行业：龙头渠道下沉优势凸显

在供给端黄金产品升级、需求端居民可支配收入持续上涨的形势下，黄金珠宝消费目的及需求结构均有所转变，悦己消费崛起、低线城市黄金消费需求提升，因此在过去三年间行业格局优化下，坚定渠道下沉的头部黄金珠宝企业的优势积累更为显著。

供给端：黄金新工艺占比不断提升，国潮背景下古法工艺同样占据重要份额，黄金珠宝行业产品多样化明显。世界黄金协会的调研报告《“后疫情时代”中国黄金珠宝零售市场洞察》显示，消费者当前对金饰品购买偏好依次是 3D 硬足金、5G 黄金、18K 金、古法金、22K 金。古法金的兴起相对更早，国风潮流下，黄金珠宝行业中复古典雅的古法金成为市场的宠儿，其再现了鎏金、掐丝、炸珠、花丝镶嵌、金银错、鏤花、累丝等古老铸金工艺，以纯手工的特点、精致古朴的造型和设计中深厚的文化底蕴成为黄金珠宝行业中的爆款产品。3D 硬金则应用了打破传统工艺制造限制的新技术，具有更高的硬度、不易磨损，结合雕刻、镂空、扭转、烧青等工艺可设计出制造时尚个性、款式新颖的黄金饰品；5G 工艺则进一步克服了 3D 金“虽硬但脆”的缺点，具备更好的延展性，因此也迅速获得消费者的喜爱。

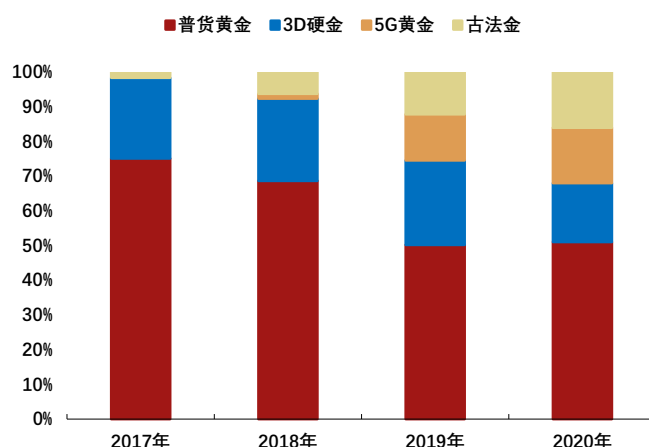
图 122: 我国黄金消费总体及黄金珠宝首饰消费需求



资料来源: wind、招商证券

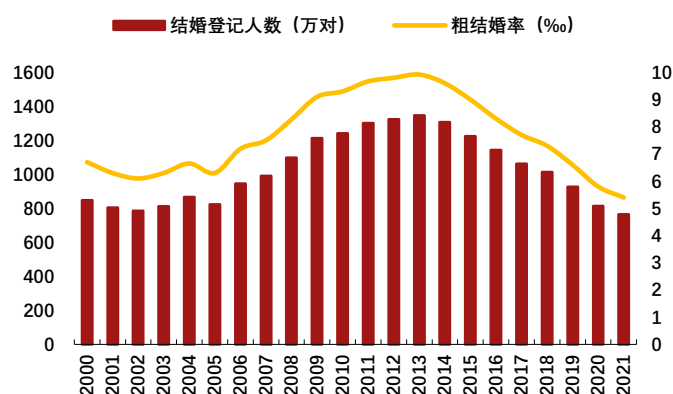
需求端: 悦己消费提升, 黄金珠宝消费动机发生结构性转变, 珠宝市场规模有望稳定增长。婚庆场景一直以来在我国黄金珠宝消费市场需求中占据半壁江山, 而近年来结婚人数、结婚率不断下降, 婚庆相关的黄金需求量持续下滑。而随着黄金工艺的升级, 以及“悦己”需求的快速增长, 黄金珠宝的消费动机已经发生结构性的转变。据京东消费及产业发展研究院发布的《2022 年女性消费趋势报告》, 2021 年女性悦己消费占比显著提升, 悦己消费金额占比达到 54%, 成交金额同比增长近 30%; 2022 年京东平台女性消费者整体成交额增速大幅领先男性, 并且珠宝首饰品类的增速仅略低于营养保健品类处于第二。女性消费及悦己需求的兴起或可弥补婚庆黄金珠宝消费的空缺, 珠宝行业市场规模有望持续稳定增长。

图 123: 黄金饰品中不同工艺占比变化情况



资料来源: 中宝协、招商证券

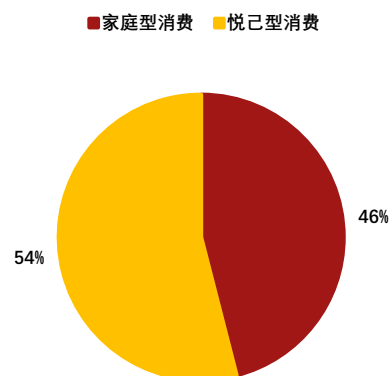
图 124: 中国内地结婚人数和结婚率变化



资料来源: ifind、招商证券

持续看好黄金产品赛道, 优选渠道拓展领先的头部品牌进行布局。短期来看, 黄金饰品需求可能受到季节性因素的影响, 叠加金价高位, 消费者对支出转为谨慎; 但在国内经济持续复苏和悦己需求提升的大环境下, 设计时尚、定价透明的硬金饰品可能引领黄金珠宝行业的增长, 因三年管控而延后的婚庆金饰需求也有望继续发力。长远来看, 黄金产品工艺升级带来的消费需求提升将是长期趋势, 预计未来 3-5 年内年轻人对黄金产品的喜爱度和消费额将会不断提升, 中长期持续看好黄金产品赛道。因此在标的选择上也会优先推荐黄金产品赛道布局较为完善的品牌, 在其中重点关注渠道拓展步伐较快的头部品牌。

图 125: 珠宝需求动机占比

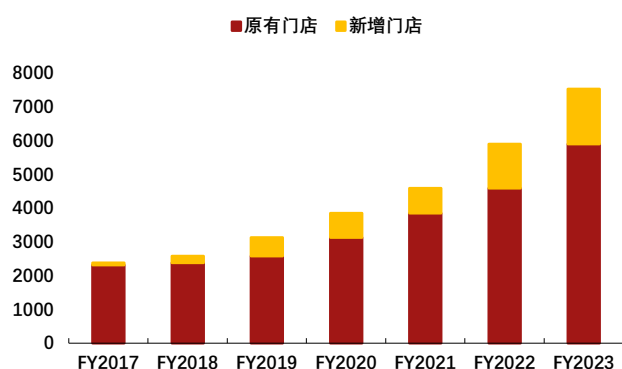


资料来源: 京东消费及产业发展研究院《2022 年女性消费趋势报告》、招商证券

1、周大福：下沉拓店走通，终端严控改善门店盈利

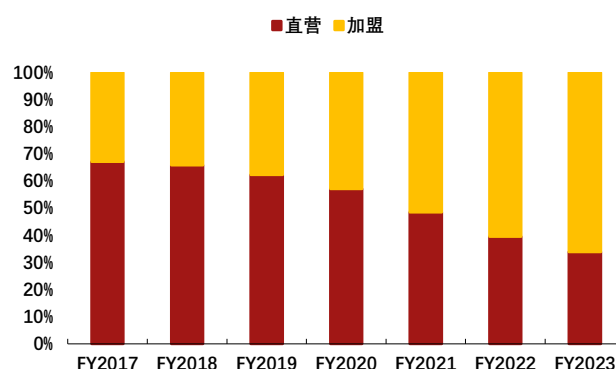
渠道下沉走通，管控扰动下FY23拓店数量同样超预期。公司渠道下沉不断加码，在三四线城市和原有一二线城市布局薄弱的郊县等地区，通过“新城镇计划”的买断式加盟模式，快速开店；FY2023全年在管控扰动下仍实现净开店1631家，超出1400-1500家的目标，开店速度持续超预期，持续领跑行业。同时加盟收入增长优于自营，公司拓店以加盟店为主，FY23Q4净增加250个零售点、其中226家加盟店，FY23Q4公司加盟零售店零售值同比+17.8%，超过公司整体零售值9.6%的增幅，加盟门店FY23Q4收入占比提升至67.2%，FY23全年零售值中加盟收入比例约66.1%（根据现有披露数据计算）。随着周大福品牌在下沉市场的消费者认知度不断增加，预计加盟模式新开店的平均月销售额稳步提升，而在坚持严格成本管理和价格管控的战略下，预计2024财年公司更加专注于门店质量改善，以更好地提升门店盈利。

图 126：周大福新增门店数量



资料来源：周大福公告、招商证券

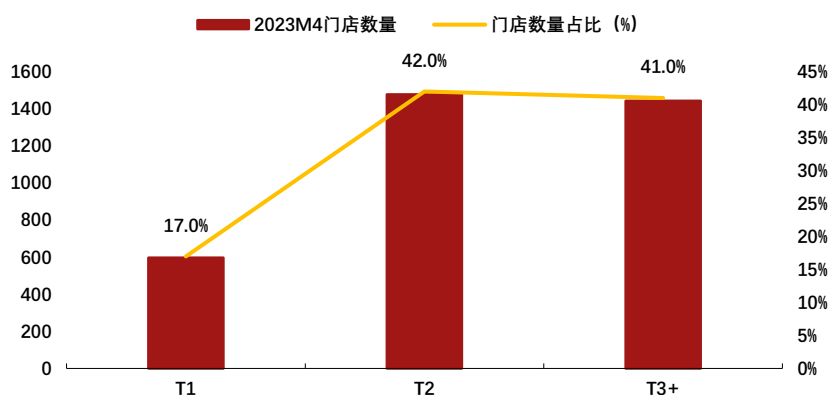
图 127：周大福加盟和直营零售额收入结构变化



资料来源：周大福公告、招商证券；注：FY2023数据为招商证券根据现有公告披露数据计算得来。

据久谦咨询统计，2023年4月（最新数据，5月以后数据口径有统计差异，下同）周大福在T1/T2/T3+级别城市门店数量分别占比17.0%/42.0%/41.0%，二三线及以下线级城市占比之和高达83%，公司“新城镇计划”下沉效果明显。

图 128：2023年4月周大福不同线级城市门店数量及占比



资料来源：久谦咨询、招商证券。注：此处使用2023年4月数据，2023年5-7月数据统计口径不同，为避免误差暂不使用，下同。

精店模式助力总门店数突破7000家，渠道开店天花板进一步提升。2023财年，公司推出“精店”模式，在原有新城镇的布局中，以增加对社区和商超等更

小单元渠道的覆盖。由于门店面积更小、投资更少，可以降低加盟门槛，也可以覆盖更细分的客户人群。截至 FY2023 末，公司在中国内地已有周大福珠宝零售点 7269 家，实现并超越了 7000 家门店的目标，未来将向 1 万家门店迈进，建立更深的渠道优势护城河。

图 129: 周大福精致店门店形象



资料来源：周大福官网、招商证券

图 130: 周大福精致店开店场景

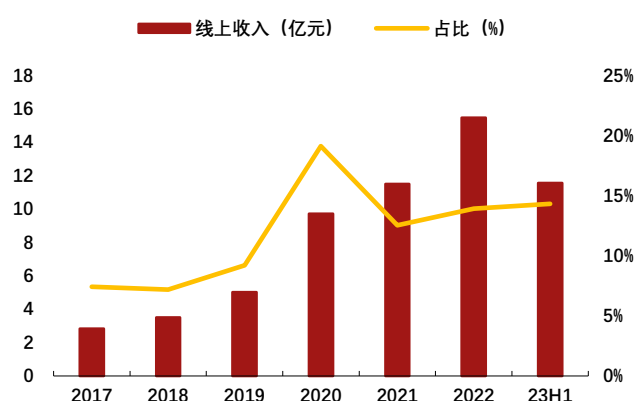


资料来源：周大福官网、招商证券

2、周大生：省代助力渠道拓展，黄金产品增长空间大

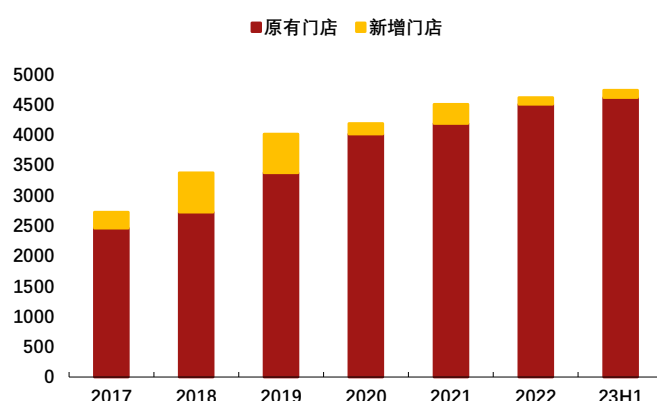
线上多平台持续发力，省代模式助力线下渠道快速拓展。周大生是最早布局线上的珠宝品牌，在天猫、抖音、快手等多平台布局较为完善，2023 年预计将进一步加强新型电商如抖音等渠道的铺设，且由于线上客单价相对较低，也将通过多种活动来实现线上对线下的引流。线下渠道方面，2022 年受防疫影响新增门店仅 114 家，截至年末共 4616 家；23H1 公司净增门店 119 家，截至 6 月末共 4735 家。公司从 2021 年 7 月开始推行省代模式拓展加盟，2023 年省代调整已经完成，预计将助力公司恢复更快的开店节奏，并且在终端系统管控下可对现有门店进行调整和优化。预计省代模式下，2023 全年的开店目标有望顺利达成，市占率将进一步巩固和提升。

图 131: 周大生线上收入及占比



资料来源：公司公告、招商证券

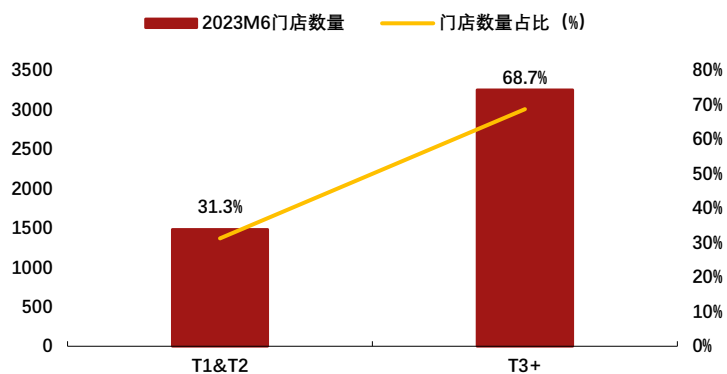
图 132: 周大生新增门店数及门店总数



资料来源：公司公告、招商证券

据公司公告披露，2023 年 6 月末周大生在一二线城市/三四线及以下城市城市门店数量分别占比 31.3%/68.7%，下沉渠道优势显著。

图 133: 2023 年 6 月周大生不同线级城市门店数量及占比



资料来源：周大生公告、招商证券

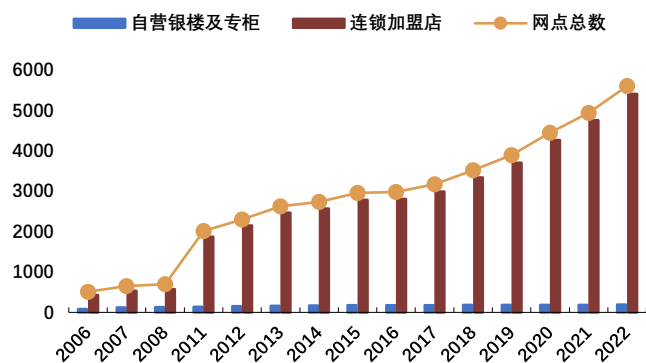
公司战略持续向以黄金为核心转移，展销模式加大黄金产品布局，产品结构不断优化，黄金同店增长空间大。公司的产品和销售战略持续加速转移至以黄金产品为中心，加大了对黄金产品的布局力度，优化产品结构，开发黄金 S 级项目和高毛利黄金产品，并聚焦年轻市场板块打造新试点以匹配 YZ 世代的消费欲望，增强品牌在黄金产品赛道的差异度和竞争力。同时在省代模式下，黄金产品通过展销模式给予加盟商 28 天免息账期，有效提升了加盟商对黄金产品的提货额。在黄金产品发展前景良好的行业背景下，公司牢牢把握机遇，加大黄金产品布局、发挥省代力量，预计将为公司未来收入业绩的增长提供有力支撑。

3、老凤祥：加盟开店推升品牌价值，产品渠道优势布局

公司经营稳健，拥有良好的黄金品牌口碑优势，渠道持续深耕，产品推陈出新，有望享受行业高增长和集中度提升带来的行业红利。

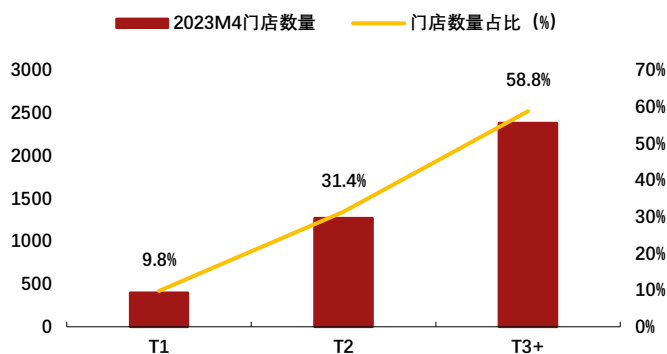
加盟方式下沉三四线城市，营销网点大幅增加。老凤祥的线下销售以经销加盟为主，主要分为三种方式：批发、零售、代销，其中批发模式占比近 90%。随着近年来黄金珠宝市场玩家逐渐增加，并且一二线城市线下渠道趋于饱和，以老凤祥为首的头部珠宝品牌开始通过加盟方式下沉三四线城市，大幅扩张渠道，营销网点快速增长，并且在下沉城市的庞大消费人群心中快速建立品牌认知。2018 年起，老凤祥门店增速维持在 10% 以上，截至 2022 年末，老凤祥共计拥有营销网点 5609 家，全年净增 664 家，其中自营银楼 194 家（国内净增 9 家）、加盟店 5415 家（净增 656 家）。据久谦咨询统计，2023 年 4 月老凤祥在 T1/T2/T3+ 级别城市门店数量分别占比 9.8%/31.4%/58.8%，二三线及以下线级城市占比之和高达 90.2%。

图 134: 老凤祥营业网点数量快速增长



资料来源：老凤祥公告、招商证券

图 135: 2023 年 4 月老凤祥不同线城市门店数量占比



资料来源：久谦咨询、招商证券。注：此处使用 2023 年 4 月数据，2023 年 5-7 月数据统计口径不同，为避免误差暂不使用。

公司钻研成熟技艺、打造精湛产品、拓展产品矩阵，专业人才保障高水准研发。

随着金饰需求逐渐旺盛、消费者群体年轻化，公司也不断探索时尚工艺，通过简约化设计和 IP 联名等方式实现产品年轻化，如凤祥喜事系列、绣风华系列、迪士尼联名系列等；产品矩阵也已拓展至“黄金、铂金、钻石、白银、白玉、翡翠、珍珠、有色宝石、珐琅、K 金珠宝眼镜、珊瑚、手表、琥珀、胸针饰品、工艺美术旅游纪念品”等较为齐全的产品门类。公司凭借专业人才储备实现高水准的产品研发，截至 2022 年末，公司具有国家级工艺美术大师 10 人、上海市级工艺美术大师 12 人，集聚了一大批行业内的领军人物和优秀人才，同时还设计良好的体系及激励机制，积极推进“设计师、技师、制作工、营业员”四大首席聘任制和一、二、三级的梯队递进体系，建立了“利益共享、风险同担”的激励机制，营造了良好的人才环境，也加固了产品研发和工艺技术的护城河。

图 136: 金银细工制作工艺流程



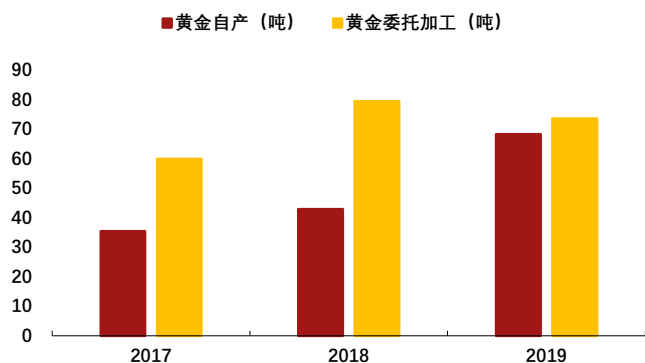
资料来源：老凤祥官网、招商证券

自有生产基地保证高标准品质。除了设计，公司还具有从源头采购到生产、销售的完整产业链和规模化生产制造能力。为提升自主生产的核心竞争力，公司战略投资建设了“老凤祥东莞珠宝首饰有限公司”、“老凤祥（东莞）珠宝镶嵌首饰有限公司”两家设计生产基地，分别于 2014 年和 2017 年投产。据公司年报披露，2017-2019 年公司黄金自产量分别为 35.39 吨、42.92 吨、68.30 吨，自产占比也从 2017/2018 年的 37.14%/35.09%大幅提升至 2019 年的 48.13%。自主生产基地高效运营、自主研发、现代化生产，为公司核心产品的终端需求提供了有效支撑。为了更好地应对年轻化、时尚化的产品需求，公司 2022 年投产运营了老凤祥（海南）黄金珠宝时尚创意中心并组建工艺研发中心，还具备倒模、油压、

敬请阅读本报告正文重要说明

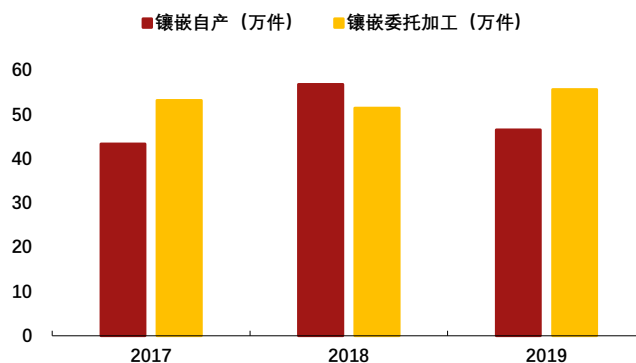
古法、5G 镜面、CNC、机织链等生产线，自主研发生产能力不断提升。

图 137: 2017-2019 老凤祥黄金自产比例快速提升



资料来源: 老凤祥公告、招商证券

图 138: 2019 年老凤祥镶嵌自产略有下滑



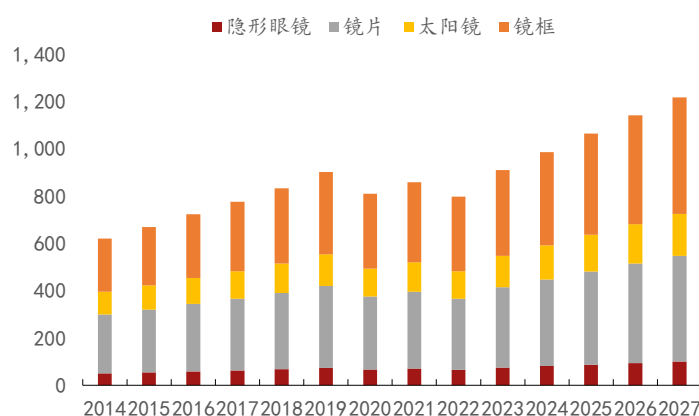
资料来源: 老凤祥公告、招商证券

十、轻工&零售行业：线上投流与门店拓张，渠道变革加速下沉步伐

(1) 眼镜零售：以互联网模式改变流量分发逻辑，助力性价比子品牌的下沉

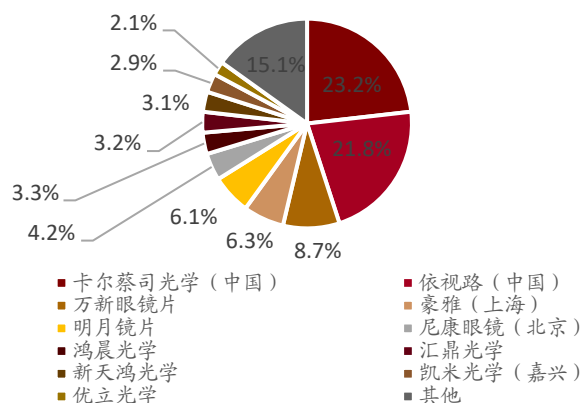
眼镜零售行业：刚需属性带来管控后期的购镜需求回补，在头部品牌跑马圈地战略下马太效应有望增强。管控期间我国眼镜零售行业增速放缓，2022 年销售额为 797.40 亿元，影响消退后销售额将实现反弹，2023 年全行业销售额有望达到 908.5 亿元，随后将恢复 7-8% 的增速。竞争格局方面，眼镜零售行业销售额的 CR5 为 68.6%，销售量的 CR5 为 49.9%，且头部企业通过开设门店与入驻本地生活平台相结合的方式，加速抢占流量，未来销售额向头部企业聚集的趋势将增强。

图 139: 2014-2027 年我国眼镜行业销售额 (亿元)



资料来源: Statista、招商证券

图 140: 2021 年中国眼镜镜片市场份额情况 (按销售额划分)



资料来源: 2021 年中国眼镜镜片市场份额情况 (按销售额划分)

博士眼镜：眼镜零售的龙头企业，将互联网模式融入公司经营理念，通过 O2O 的运营模式以实现线上线下的相互促进、协同发展。公司从引流到获客、转化、提效的流程中发力，入驻本地生活平台汇聚流量，实现高效的引流；通过子品牌“砵”的轻加盟模式扩大门店覆盖率，承接线上流量，强化履约能力；多样化的产品和专

业化的服务有助于提升消费者满意度，促进会员转化，并根据大数据及用户反馈辅助经营决策，助力经营效率的提升，形成 O2O 模式的闭环，并为提升复购率奠定基础。其利用互联网流量、重视门店覆盖的经营战略符合下沉市场消费习惯，有助于“砼”在下沉市场的销售。

图 141: 抖音同城推送、直播间、大众点评售卖团购券



资料来源：美团、抖音、招商证券

图 142: 公司 O2O 模式的四个环节



资料来源：艾瑞咨询、招商证券

(2) 离焦镜片：价格与渠道优势助力离焦镜片渗透率上行

离焦镜行业：国产镜片具备价格与渠道的优势，共同助力离焦镜片下沉市场渗透率上行。**价格角度，**外资品牌对于离焦镜片研发起步较早，早期以蔡司、豪雅、依视路为代表的外资品牌长期占据国内离焦镜市场，但 4000 元左右的高价使其在下沉市场不甚普及。近年来国内的明月镜片、万新光学、伟星光学纷纷入局，产品价格处于外资产品与国内白牌产品之间，改变了离焦镜行业的竞争格局。**渠道角度，**离焦镜的销售以零售渠道和医疗渠道为主，进口厂商中，依视路和蔡司零售渠道占比较高，而豪雅的新乐学则主要销往医疗渠道。国产品牌在本土零售渠道上更具优势，可凭借强大的营销网络覆盖国内大部分地区。

表 8: 各品牌离焦镜产品对比

品牌	产品	品牌归属地	折射率	价格 (元/副)
蔡司	蔡司小乐圆	德国	1.59	3980
豪雅	豪雅新乐学	日本	1.59	3980
依视路	依视路星趣控	法国	1.59	3680-4580
明月	明月镜片轻松控 pro	中国	1.56/1.6/1.67/1.71	2298-3398
	明月镜片轻松控	中国	1.6/1.71	1958-2598
伟星	伟星星乐视	中国	1.56	2980-4980
万新	万新易百分	中国	1.56	2580

资料来源：各公司官网、招商证券

明月镜片：国产离焦镜片龙头企业，研产销优势显著。1) **产品研发方面，**公司近视防控产品较丰富，目前合计有 19 个 SKU 同时在售，折射率覆盖 1.55-1.74，阿贝数覆盖 32-43，满足消费者对不同材质、折射率、功能的要求。2) **产品价格方面，**公司宣布“永久退出价格战”，兼顾产品价格与原料、光学设计、生产工艺，致力于为下沉市场消费者提供高性价比、高质量的视光产品。3) **产品销售方面，**公司推动直销、经销与医疗渠道协同发展。公司以拓张体验式门店提升

敬请阅读本报告重要声明

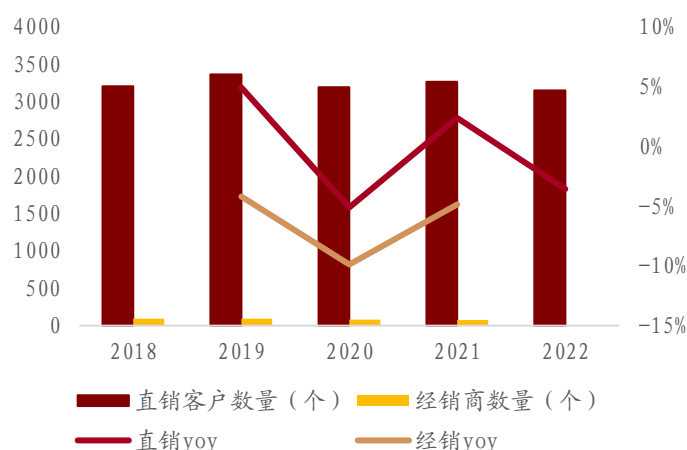
消费者认知度：公司加速推动零售店销售近视管理镜片，并计划 2023 年完成“万店计划”，通过建设专卖店、镜片专区、镜片专柜以及提供各类创新型镜片体验道具等方式推进市场教育；公司还通过经销客户实现对中小客户的快速覆盖，截至 2022 年底经销渠道营收占比为 28.57%；同时公司还积极推动医疗渠道的建设，2022 年底已对接医院类客户 125 家，提升品牌的专业性及产品信任感。

图 143：轻松控系列产品及对应的 SKU

轻松控产品线	SKU						
轻松控系列	1.60 常规	1.60 防蓝光	1.71 常规	1.71 防蓝光	-	-	-
轻松控 PRO 系列	1.56 防蓝光	1.60 常规	1.60 防蓝光	1.67 常规	1.67 防蓝光	1.71 常规	1.71 防蓝光
轻松控系列（医疗版）	1.60 常规	1.60 防蓝光	1.71 常规	1.71 防蓝光	-	-	-
轻松控 PRO 系列（医疗版）	1.60 常规	1.60 防蓝光	1.67 常规	1.67 防蓝光	-	-	-

资料来源：公司年报、招商证券

图 144：明月眼镜直销、经销客户情况

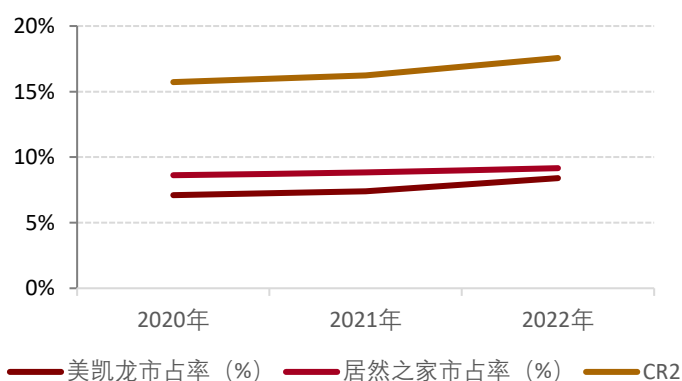


资料来源：公司年报、招商证券

（3）家居卖场：加快布局下沉市场，渠道扩张与新零售转型齐头并进

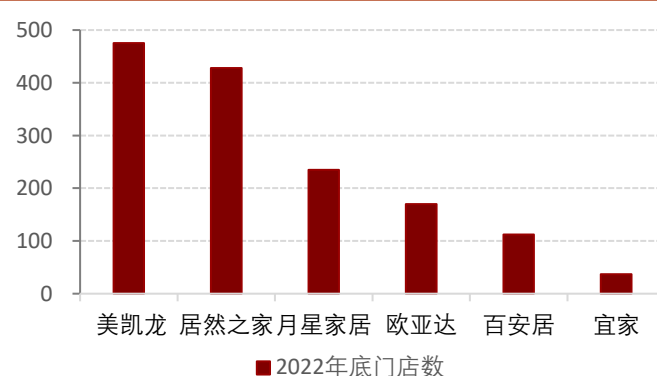
家居卖场行业：“南红星北居然”的格局已经形成，连锁化率的提升有望带动行业集中度上行。美凯龙与居然之家为我国连锁家居行业龙头企业，截至 2022 年底在全国均拥有逾 400 家门店，远超其他连锁家居企业，基本实现了全国覆盖，但销售额 CR2 不及 20%，行业集中度较低。龙头公司把握三年管控期间中小卖场出清的机会，通过兼收合并、数字化系统整合等多种方式整合地方性卖场，有望带动行业集中度上行。

图 145：美凯龙、居然之家的市占率



资料来源：公司年报、ifind、招商证券（注：公司市占率=公司销售额/全国规模以上建材家居卖场销售额）

图 146：全国主要连锁家居卖场门店数



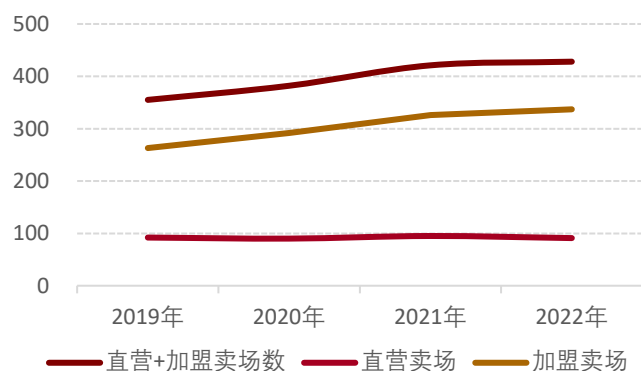
资料来源：各公司官网、ifind、招商证券

美凯龙、居然之家：通过门店下沉触达下沉市场消费者。居然之家自 2018 年开

敬请阅读本报告重要声明

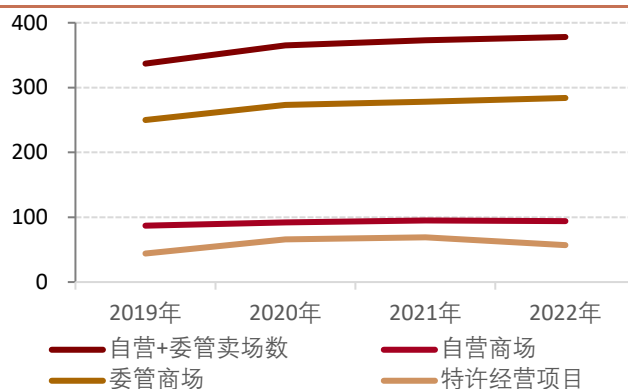
始实施渠道下沉战略，美凯龙也于 2020 年明确了其通过轻资产模式在下沉市场进行扩张的理念，随后两家公司分别以“稳固核心城市、实现其他一二线城市重点突破、加快省会以下三四线城市连锁布局”、“轻资产、重运营”为指引，将地方性中小卖场纳入公司委管及特许经营卖场范围，通过提高门店覆盖率推动品牌在下沉市场的渗透。2019-2022 年，居然之家直营与加盟卖场数量由 355 家增至 428 家，美凯龙自营与委管卖场数由 337 增至 378 家，均通过轻加盟的模式实现了门店数量及市场份额的迅速扩张。

图 147：居然之家卖场数量变化（家）



资料来源：公司年报、招商证券

图 148：美凯龙卖场数量变化（家）



资料来源：公司年报、招商证券

新零售模式融合线上线下，加快了家居卖场下沉的步伐。2018 年红星美凯龙与腾讯建立战略合作关系，推出 IMP 全球家居智慧营销平台。得益于腾讯数字化营销体系的赋能，公司能够低成本高效率触达客户，2018 年提升会员营销转化率至 27%、会员复购率至 45%，成功实现会员营销的消费全周期、个性化、精细化运营。同年，居然之家牵手阿里巴巴打造 S2B2C 数字化产业互联网平台模式，2019 年公司与阿里共同打造的线上线下一体化交易系统实现销售额 97.6 亿元，2022 年公司线上销售渠道的销售额已超 300 亿元。

图 149：美凯龙 IMP 五大系统



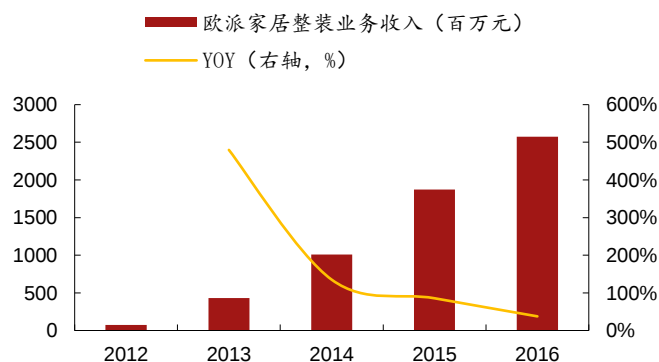
资料来源：公司官网、招商证券

十一、轻工&家电行业：全屋智能化趋势推进，下沉贡献增量

1. 整装大家居：整装趋势带动套系化销售，整装性价比优势突出，加速价格带延伸渗透

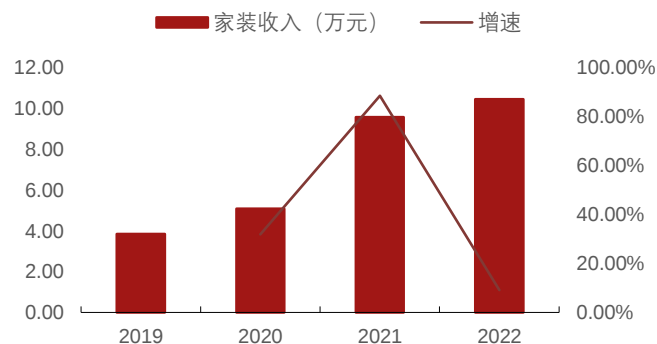
整装大家居：头部企业市场份额虽然在逐步提升，但相比家电等成熟行业仍然相对较低，经销商的区域分散化、市场参与者众多、行业进入及退出门槛低、客流分散程度持续加剧，行业集中度有待进一步提升。未来随着整装业务推进以及对分散客流的集中，有望进一步提升龙头企业市占率。整装大家居套系化销售，带动多品类进一步融合，对于消费者而言，同样的产品，消费者可以以更低的价格获取，同样的价格，可以卖到更多样的产品；对于企业而言，虽然说单个产品的价格可能略有下降，但整体客单值持续在提升，品牌企业有望加速对于下沉市场的渗透。

图 150：欧派整装业务收入及增速



资料来源：公司公告、招商证券

图 151：箭牌家居家装业务收入及增速



资料来源：公司公告、招商证券

2. 无主灯：家具照明智能化变迁，产品标准化、渠道B端化加速渗透无主灯下沉市场

无主灯行业：家居照明智能化，大量“智能品牌”涌入，渗透趋势加快。传统家居照明不断变迁，从普通到智能，以“无主灯”为核心的智能灯控系统正逐步进入大众市场，并对传统照明进行替换升级；目前无主灯市场行业集中度低，大量无主灯玩家进入，除了传统照明品牌外，全屋智能品牌如超级智慧家不断涌现；根据群核科技，2022上半年，客厅无主灯设计的占比翻倍增长；同时无主灯设计更受大户型青睐，随着户型面积增加，客厅无主灯设计的占比显著上涨。“无主灯”通过不同光源组合，主打沉浸式空间体验，正在迅速占领家居消费市场。

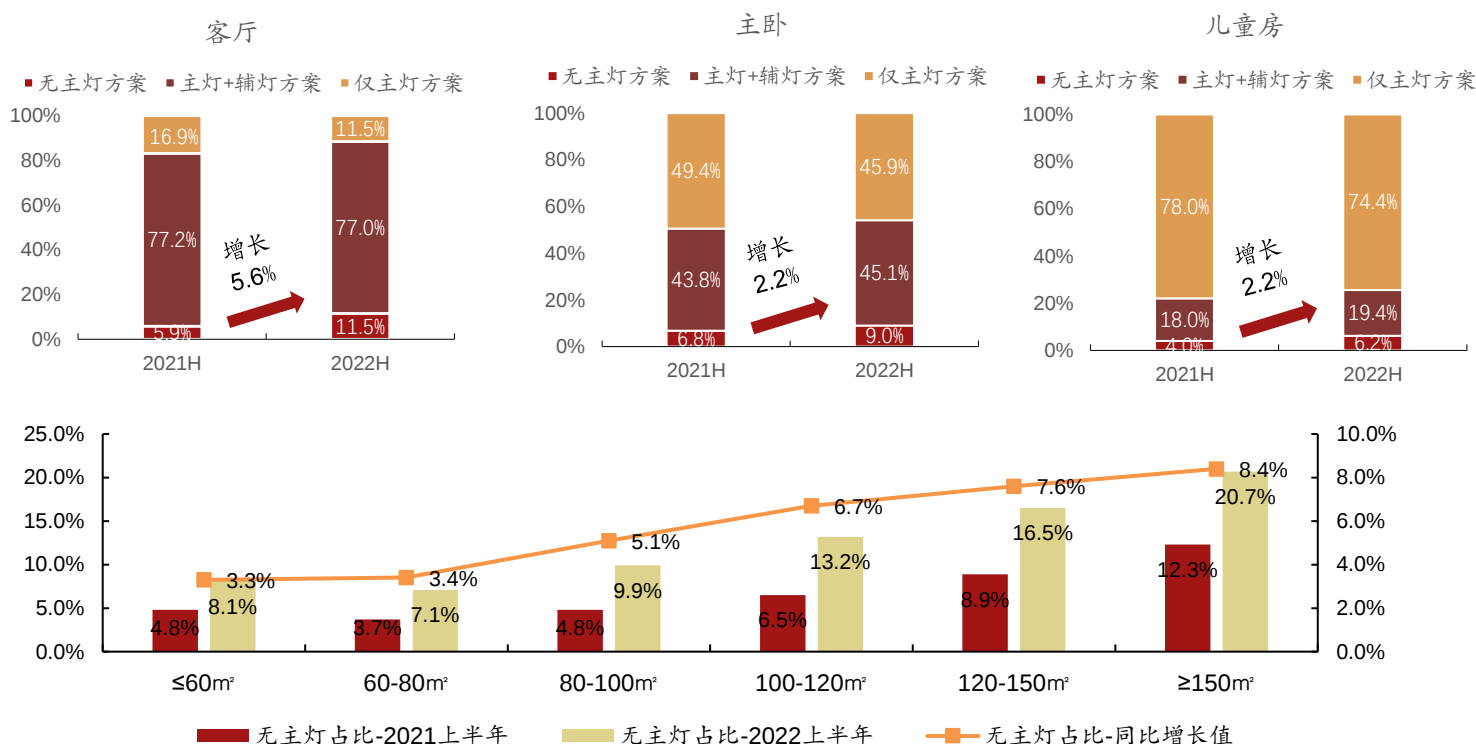
图 152：无主灯行业规模测算（总表）

	品牌	无主灯产品情况
全屋智能企业	UIOT 超级智慧家	定位中高端，提供个性化定制服务。①必须在仔细勘房、了解家庭成员构成和需求后，才给出智能化方案；②坚持“全屋智能才是真智能”，更关注各产品间的联动体验，并不售卖单品。

欧瑞博	面向大众消费阶层，通过“智能单品+小系统”入口培养消费者认知，再扩展到全屋智能。没有自主生产工厂，并非软硬件系统一体化架构，产品质量、研发生产供应链一体化协同能力、品控等还待市场进一步验证。
易来 Yeelight	消费级智能照明、Yeelight Pro 全屋智能照明定制、青空灯和商用照明四大产品矩阵，为消费者及商业客户提供全方位智能照明服务。
绿米	高性价比爆款单品为主，全屋整体解决方案尚不成熟。产品的着力点在传感器，通过各类终端硬件实现多个场景联动。

数据来源：公开信息、招商证券整理

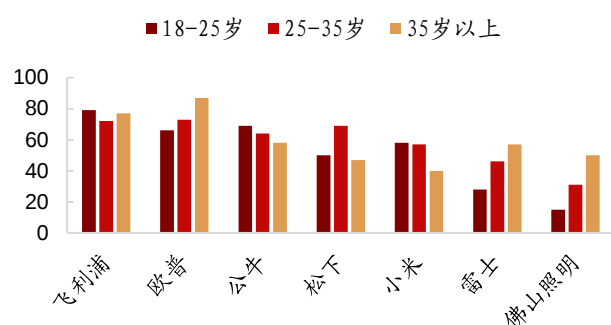
图 153：2021 上半年 VS 2022 上半年 灯光类型分布对比



资料来源：群核科技、招商证券整理

公牛无主灯：产品不断标准化、渠道深化改革，持续开拓下沉市场。 1) 产品方面，公司提供设计模板库，一方面降低设计师教育成本，另一方面维持产品设计质量。套系化、标准化销售，可使公牛从卖产品转向卖场景，更加贴近消费者需求；公司自建惠州工厂已投产，将充分发挥供应链优势，价格仍有下探空间，有利于开拓大众化市场。2) 渠道方面，公司积极开拓装企、设计师等 B 端渠道，总对总合作，进入装企展厅；同时，公司推进 C 端门店建设，2022 年已完成 8000 多家网点的初步布局，B 端&C 端双管齐下助力销售区域下沉，开拓下沉市场。

图 154: 消费者调研-不同年龄段消费者对灯具品牌认知



资料来源: 煜寒消费者调研、招商证券

图 155: 公牛无主灯新品牌“沐光”线下门店

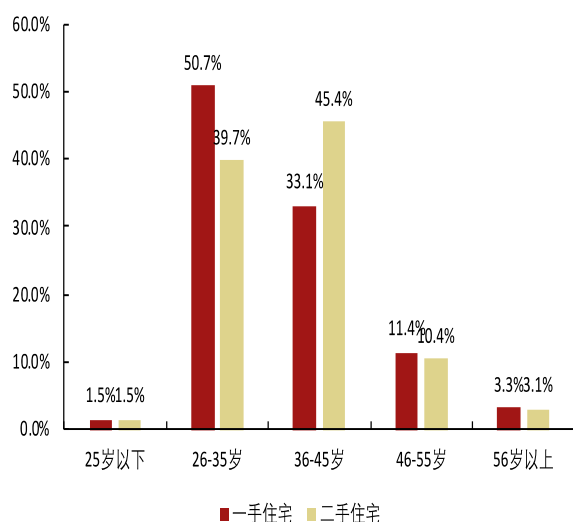


资料来源: 百度、招商证券

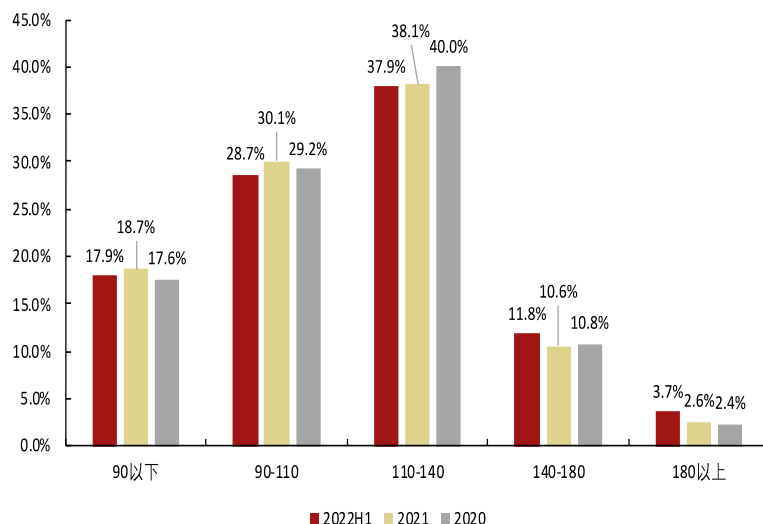
下沉市场弹性测算: 1) 无主灯配置率, 从消费者类型角度: 易于触达年轻群体 (当前 40 岁以下), 估算: 35 岁以下+35-45 岁计一半, 约 69%; 从房屋面积角度: 面积过大的/独栋“豪宅”、面积过小的住宅相对不适配。估算: 90-140m² + 140-180m² 计一半, 约 72%。以上均为新房成交角度, 理论上最大空间可达 70% 左右; 若进一步考虑理论范围内对无主灯的偏好程度, 保守估计偏好传统灯具装修的仍有 15-20%, 则新房无主灯配置率最大空间在 50% 左右。2) 无主灯行业规模, 目前测算 2022 年无主灯行业规模达 146 亿元, 随着智能无主灯的发展, 市场不断下沉, 渗透逐渐提升, 预计到 2027 年无主灯行业规模将达 180 亿元。

图 157: 2020-2022H1 194 个重点监测城市普通住宅分面积段成交套数

图 156: 2022 上半年深圳市住宅成交年龄段分布 套数



资料来源: 深圳中原研究中心, 招商证券



资料来源: CRIC 中国房地产决策咨询系统, 招商证券

图 158: 无主灯行业规模测算 (总表)

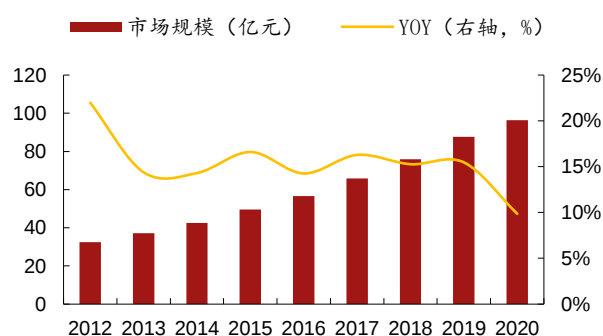
	2021	2022	2023E	2024E	2025E	2026E
行业规模(亿元)	116	115	146	182	225	280
YoY(%)		-0.9%	27.0%	24.7%	23.6%	24.4%

数据来源: 国家统计局、洛图科技、CSHIA、GfK、华经研究所、招商证券

3. 功能沙发：核心零部件自产带动成本大幅下降，助力渗透提升，敏华竞争力突出

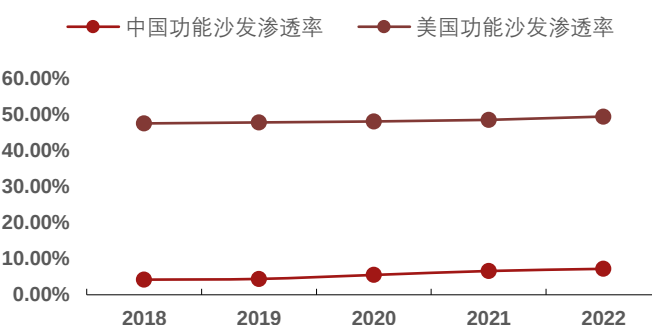
功能沙发行业：低渗透率功能沙发消费驱动发展，前景广阔。功能沙发跟传统沙发相比，增加了姿态调整、形态变换功能以及附加保健、娱乐、储藏等功能。受消费习惯的影响，以美国、欧洲为首发达国家是功能沙发消费的主力军。随着我国消费者消费观念和消费习惯的转变，我国功能沙发市场发展潜力巨大。2022年，相较于美国成熟功能沙发市场49.4%的渗透率，我国的功能沙发渗透率仅7.2%，但增长速度强劲，同比增长9.09%；未来随着收入水平的进一步提高及沙发主要消费人群的转变，消费者将会增加对于质量良好、功能多样、舒适美观的功能沙发这样中高端商品的消费，功能沙发发展空间广阔。

图 159：功能沙发市场规模及同比（亿元）



资料来源：奥维云网、招商证券

图 160：国内功能沙发渗透率



资料来源：奥维云网、招商证券

敏华控股：五位一体全渠道布局，成本优势突出提升产品类，进一步提升市占率。公司功能沙发品类主要原材料构成中，铁架、电机等占比较高，公司通过产业链不断往上游延伸，进一步降低铁架、电机成本，平均成为为之前的1/3，使得公司功能沙发的产品价格可以更加灵活，使得相对于普通沙发而言，公司的功能沙发性价比更突出，依靠成本短的改善，进一步往三四线城市去下沉，助力功能沙发渗透率提升。敏华控股蝉联功能沙发全球销量第一，FY2023财年总销量150.2万套沙发。渠道方面，积极拥抱新管道新变化，以线下门店+电商为核心，加强直播带货引流及家居装修新趋势加强品牌影响力。产能布局方面，进行多元化的产能布局，以七大行销战区为中心，配备最短距离七大工厂，实现生产、仓储、运输、销售一体化，降低招工和运输成本。同时，公司深度打造产品矩阵，纵向打造沙发单品超强竞争力，横向逐步拓展产品品类，从沙发到床垫，从床垫到定制全屋，打造企业核心竞争力。

图 161: 敏华功能沙发优势明显

智能製造端

通過核心零件的技術創新，不斷進行新產品研發，加強製造和產品質量的差異及壁壘。我們通過織架創新將坐高和沙發靠背降低，使產品外形外觀的時尚度大幅提升，並研發推出舒適零重力產品，使沙發的美觀舒適能夠完美融合。同時在成本端不斷降本增效，進行製造工藝突破，真正實現好看、耐用、好價格的產品。



打造內銷產供銷一體化基地，縮短距離降低運輸成本，更好服務經銷體系。公司主營產品為大件耐用消費品，生產基地的就近佈局和製造管理尤為重要。我們在中國七大區域核心城市周邊，緊密佈局現代化工廠，有效供給周邊經銷商和消費者，針對不同區域經銷商需求進行產品差異化生產，及營銷活動支持，大大縮短運輸距離降低運輸成本，形成最優物運距離的生產銷售閉環。

资料来源：公司公告、招商证券

图 162: 全国产能布局，进一步降低运输成本

中國市場產能佈局

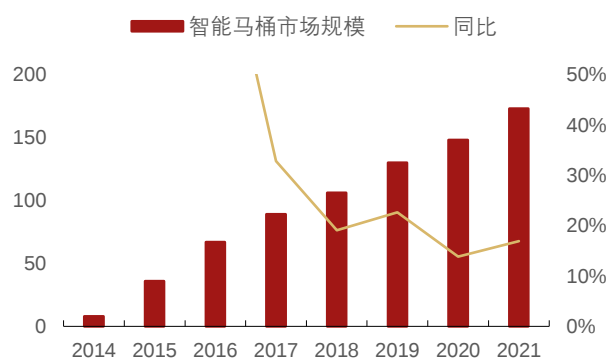


资料来源：公司公告、招商证券

4. 智能马桶：轻智能带动智能马桶渗透提升，智能马桶有望充分下沉，箭牌品牌优势明显，瑞尔特电商渠道突围

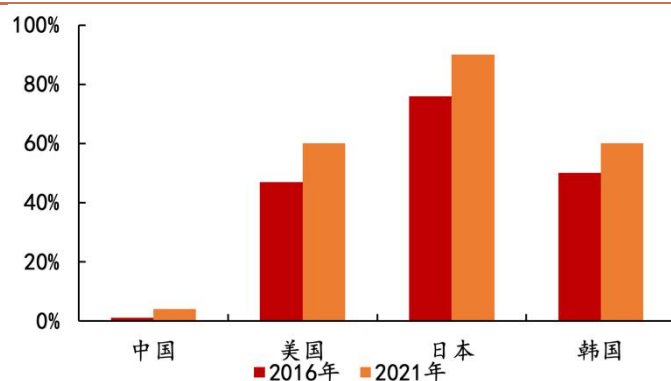
智能马桶：智能马桶需求扩张，渗透率快速提升，市场规模仍有提升空间。随着经济发展，我国城镇化率提升，城镇居民人均可支配收入持续增长，消费能力提高。消费者观念转变和消费升级也带来对舒适、卫生、便捷如厕体验的追求，消费者对智能马桶的需求从基本功能逐步过渡到个性、便捷、智能的使用体验。总体来看，智能马桶具备舒适、卫生的使用体验，潮流、个性化的外观设计和智能、便捷的功能设置，符合消费者注重卫生、家装设计和便捷使用的要求，市场需求快速扩张。2017年以来，国内智能马桶市场快速增长，发展势头强劲。根据奥维云网数据，2021年，我国智能马桶市场规模173亿元，同比增长16.89%；销量719亿元，同比增长17.36%。根据华经产业研究院数据，我国智能坐便器渗透率，近几年快速提升，由2016年的1%，提升至2021年的4%，提升迅速，但和美日韩相比，仍有一定的提升空间。从整个行业而言，轻智能产品，依靠比全智能马桶更低的价格，比传统马桶更优异的智能性能，同时具备基础的智能功能（冲洗、烘干等），使得较多的传统马桶消费者，转向智能马桶，同时轻智能的价格优势助力智能马桶进一步向底线城市去下沉。

图 163: 智能马桶市场规模及同比（亿元）



资料来源：奥维云网、招商证券

图 164: 智能坐便器渗透率（按照保有量计算）



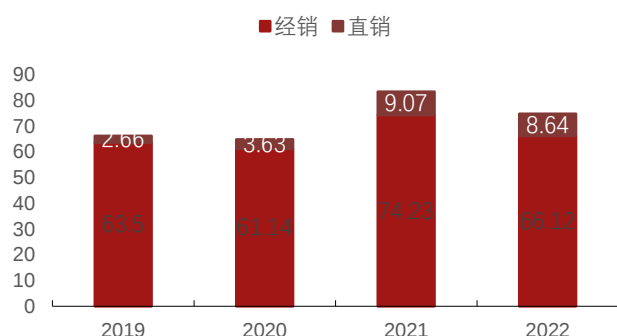
资料来源：华经产业研究院、招商证券

箭牌家居：紧跟智能化浪潮，把握产品升级趋势，份额&客单值空间打开：1）零售渠道优势持续巩固，工程渠道聚焦优质客户，自营电商快速增长，家装渠道发展

敬请阅读本报告重要说明

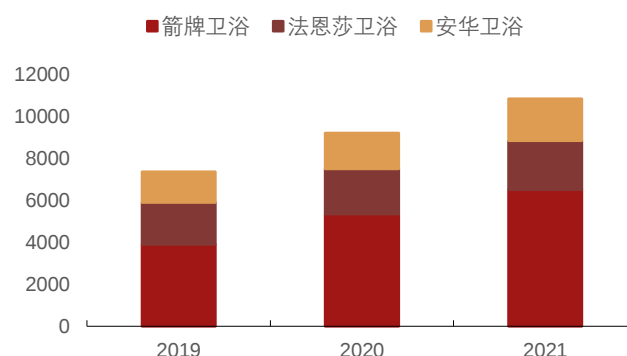
良好；2）品牌层次分明，充分契合消费趋势，充分覆盖目标客户；3）产品智能化趋势明显，高潜力品类有望持续放量。

图 165：箭牌家居分渠道收入（亿元）



资料来源：公司公告、招商证券

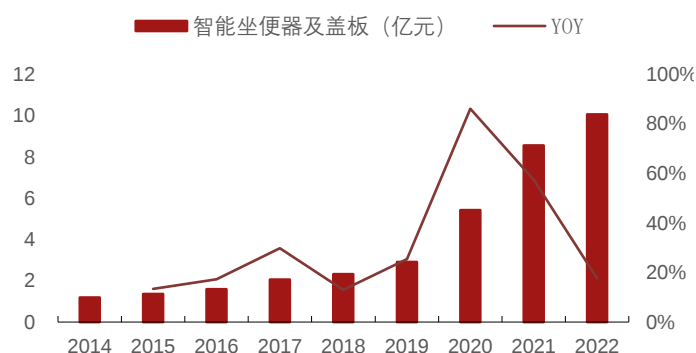
图 166：箭牌家居不同品牌经销网点数量变化



资料来源：公司公告、招商证券

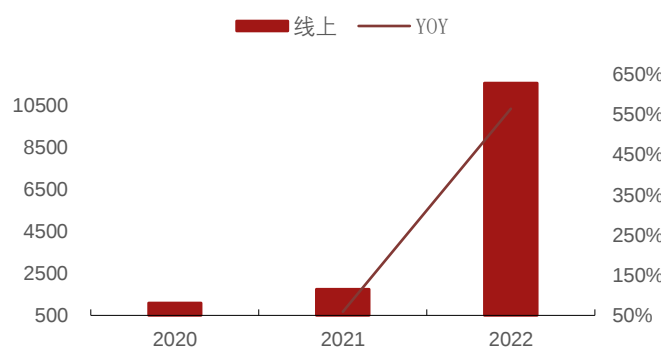
瑞尔特：智能制造优势突出，自主品牌加速崛起。卫浴领域智能化大势所驱，公司不断加大对智能卫浴产品的投入，自有品牌增速亮眼，智能坐便器业务快速放量。线上京东、天猫、抖音三大平台共同发力，电商渠道拓展加速，销售持续增长；线下积极拓展门店数量，经销和工程渠道收入稳步提升。

图 167：智能坐便器及盖板业务收入（亿元）及增速



资料来源：公司公告、招商证券

图 168：瑞尔特线上收入规模（万元）及增速

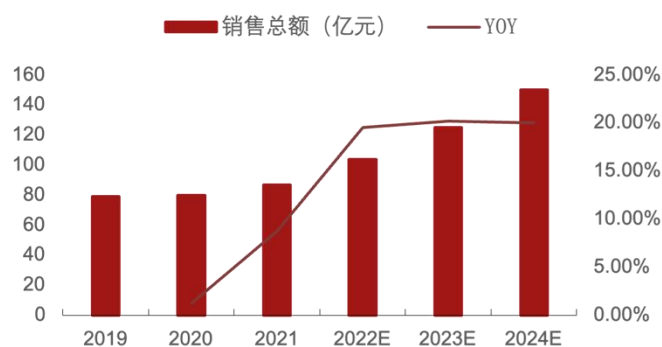


资料来源：公司公告、招商证券

5. 智能晾衣架：晾衣架品类电动化趋势明显，性能优于传统晾衣架，性能比高于烘干机，好太太先发优势明显

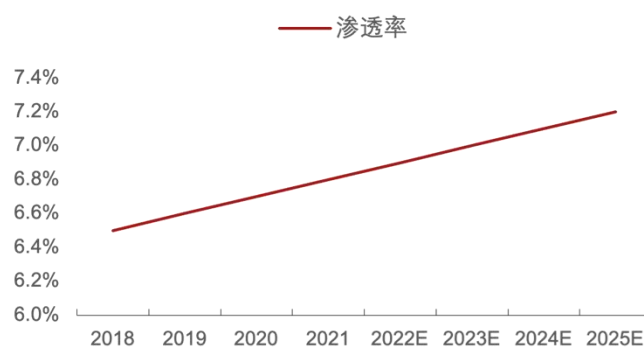
电动晾衣架：渗透率处于低位，市场规模仍有提升空间。据《2022 年智能晾衣机生态发展白皮书》数据，中国智能晾衣架市场总额逐年增长，2021 年数据已达 87 亿元，预计 2024 年销售额将达到 150 亿元。从渗透率角度，中国智能晾衣架渗透率 2022 年仅为 7% 左右，仍处于低位。未来随着智能晾衣架普及程度的提高，智能晾衣架品类增长可期。晾衣架相对于传统衣架虽然价格较高，但性能优势突出，价格贵一些，性能好很多，对于低线城市而言，空间较一二线更为充足，有较多的晾衣空间，智能晾衣架能更好的满足需求，有望充分下沉。

图 169：中国智能晾衣架市场总额(亿元)及预测



资料来源：华经产业研究院、招商证券

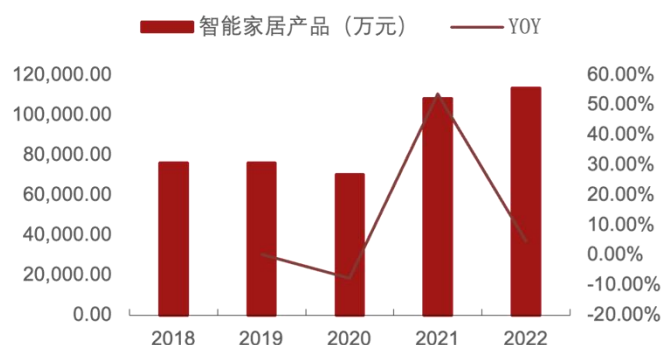
图 170：中国智能晾衣架渗透率及预测



资料来源：华经产业研究院、招商证券

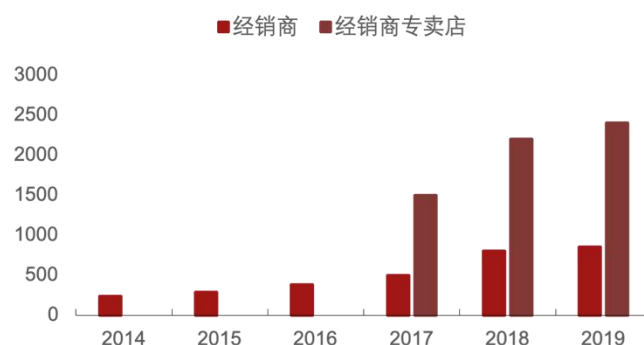
好太太：零售体系精心部署，全渠道深化管理。公司将进一步升级渠道模式，持续深入“开疆焕新”行动，分城、分区精准招商，完善布局零售体系。一方面，通过推动城市运营平台模式，积极下沉无人区，通过多层次全链条门店管理标准、门店数字终端系统，加强“人货场”精准匹配，提升零售运营质量，巩固线下渠道领先优势；另一方面，深化五金店、新零售、KA 等新渠道布局。智能锁方面，强化资源整合，攻坚下沉市场，持续优化渠道质量，培育优质零售经销商，筑建渠道护城河。公司将持续打磨管理中台，缩短渠道终端职能链，推动终端轻量化转型。线上渠道注重新品类培育，稳定传统电商渠道市场占有率，同时以直播、短视频、KOL 推广为切入点，全渠道驱动数字化营销。

图 171：好太太智能家居产品收入规模及增速



资料来源：公司公告、招商证券

图 172：好太太经销商以及专卖店数量

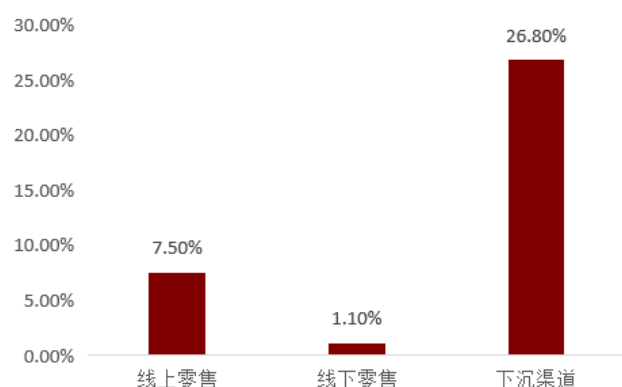


资料来源：公司公告、招商证券

6. 家电智能化：下沉贡献增量，清洁+厨卫头部集中

根据奥维云网统计，2023H1 家电市场零售额同比增长 4.4 个百分点，家电销售模式正从“深度分销”转向“高效零售”：家电市场 2023 年上半年下沉渠道增长幅度达 26.8%，超越线上零售增幅 7.5% 和线下零售增幅 1.1%；下沉市场不仅增速快，且消费意愿强，以彩电、冰箱、燃气灶、电压力锅、热水器、扫地机器人为代表的品类均价均实现增长。下沉市场消费体量大，用户收入提升快，叠加低线城市人口回流等因素，市场蕴含无穷潜力。

图 173: 2023H1 家电市场分渠道零售额同比 (%)



资料来源: 奥维云网, 招商证券

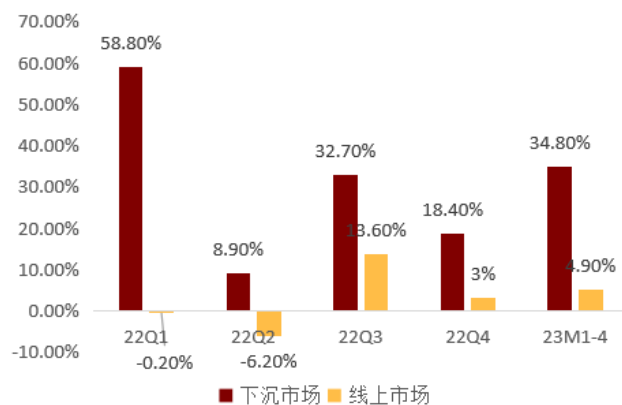
图 174: 2023H1 分品类下沉渠道均价同比 (%)



资料来源: 奥维云网, 招商证券

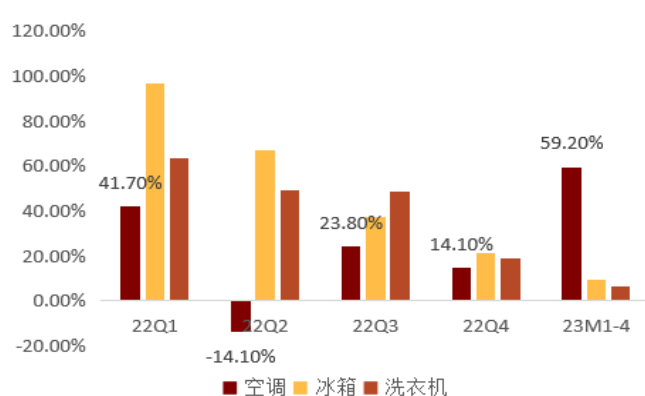
下沉市场有助于品牌集中度提升。以大家电为例, 过去管控三年大家电下沉市场相较传统电商渠道展现出强大增长韧性: 2023 年 1-4 月大家电下沉渠道零售额增幅 34.8%, 远远领先传统线上渠道增幅 4.9%, 其中空调展现出强大的增长韧性, 2023 年 1-4 月零售额增幅达 59.2%。考虑到头部品牌线下渠道网点密集、品牌知名度高、售后服务体系健全、产品美誉度好的全方位实力, 下沉市场消费的突飞猛进, 反过来有助于强化头部品牌集中度, 过往三年间冰箱、洗衣机、空调三大品类下沉市场 CR3 集中度分别提升至 89%、94%和 93%。

图 175: 2022 年至家电今下沉渠道增幅领先线上市场



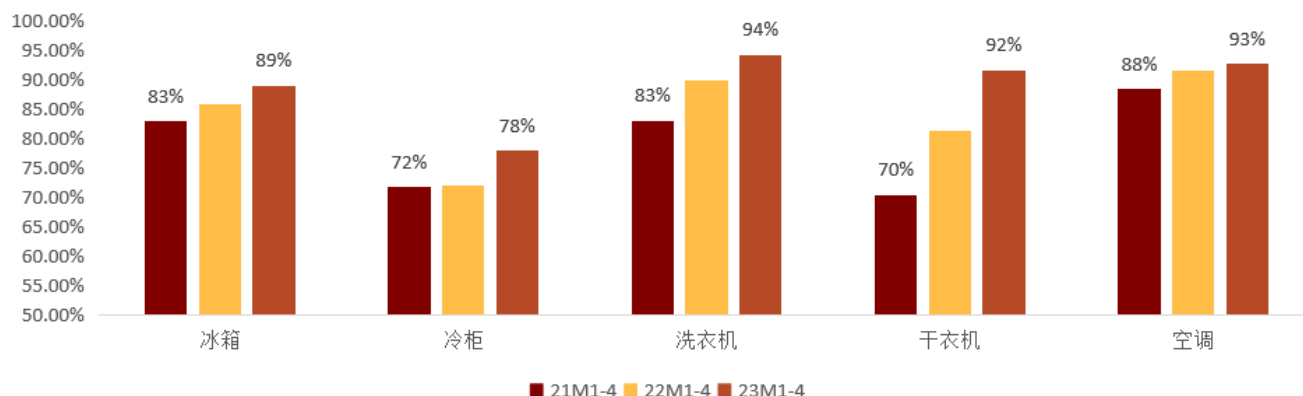
资料来源: 奥维云网, 招商证券

图 176: 2022 年至今白电分品类下沉渠道零售额增幅 (%)



资料来源: 奥维云网, 招商证券

图 177：2021-2023 年 1-4 月下沉渠道 CR3 集中度提升幅度显著



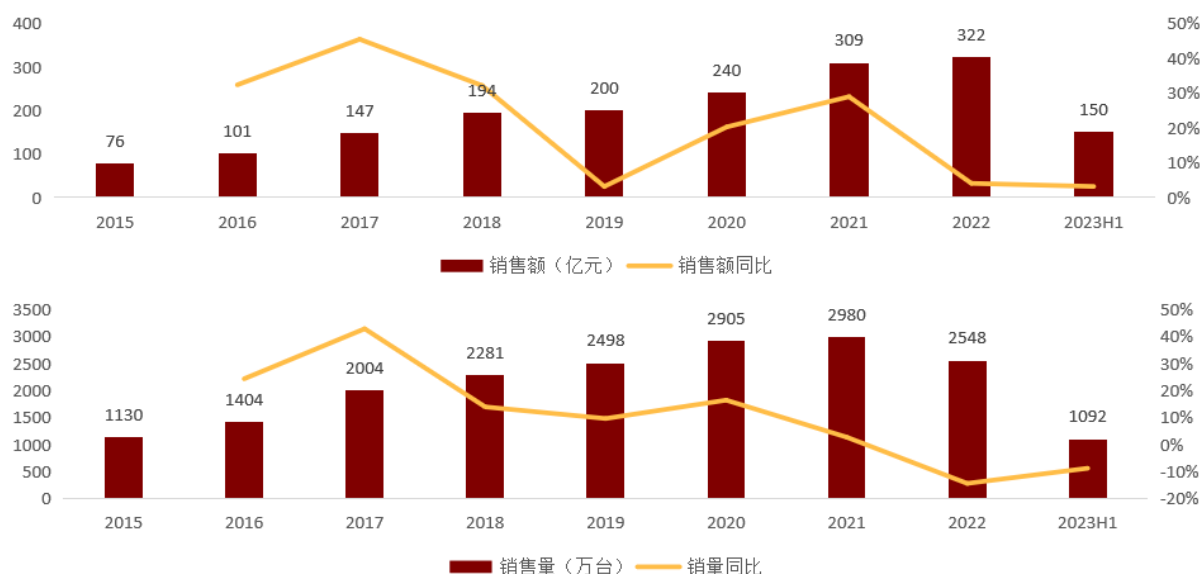
资料来源：奥维云网，招商证券

考虑到白电龙头均在 2012 年之前已经完成下沉渠道覆盖，美的、格力、海尔全国专卖店数量均突破 3 万家，我们接下来重点剖析有巨大潜力挖掘的两大成长品类：清洁电器、厨卫大电。

7. 清洁电器：双线运作提升渗透率，未来国内稳态销量 1 亿台

根据奥维统计，2015-2022 年清洁电器过去八年间实现销售额复合增长 23%，其中销量增幅 12%，均价增幅 9%。如果按照产品 5 年生命周期估算，过去清洁电器累计销量 1.32 亿台，在全国家庭 4.94 亿户中保有量渗透率仅 27%。倘若以清洁电器未来终局 100% 渗透率、5 年换新周期来算，国内清洁电器未来稳态销量至少在 1 亿台左右，价格中枢假如稳定在 1500 元左右，则对应零售额规模将达 1500 亿元。而在清洁电器长坡厚雪增长过程中，渠道下沉将成为未来头部企业竞争的兵家必争之地。

图 178：2015-2023 年国内清洁电器市场规模走势



资料来源：奥维云网，招商证券

科沃斯品牌线下售点超 1600 家，“一 Mall 三店”模式收效显著。科沃斯品牌

敬请阅读本报告重要声明

更多免费行业报告

并购家

www.ipoipo.cn

方面，公司 2022 年开始实施“强零售、调结构”策略，重点开拓一、二线市场的中、高端 Shopping Mall，截止 2022 年底科沃斯品牌 Mall 门店数达到 137 家，成为科沃斯品牌线下零售增长最快的渠道；同时，公司“一 Mall 三店”的创新运作模式，促进了店效的显著提升；在家居家装渠道，公司通过“多场景、多环境”展陈模式，带给消费者智能化体验，撬动家装消费需求；过程中，公司聚焦根据用户思维的品牌旗舰店建设，通过升级终端 SI、优化产品演示，持续提升终端体验，挖掘潜在用户并促进销售转化；“调结构”层面，公司通过优化代理商结构，直营转代理等模式，拥抱行业优秀代理商加入，支持优秀代理商做强做大，2022 年科沃斯品牌代理商生意规模平均超过 2000 万人民币，线下销售网点超过 1600 家，线下渠道实现销售收入 11.65 亿元人民币，同比+77.5%，占同期国内销售收入比重达到 21.9%。

添可品牌国内线下销售网点近 800 家，收入占内销比重达到 32.3%。2022 年添可品牌通过高质量旗舰店和中高档社区城市展厅建设，为消费者提供沉浸式场景化体验，持续提升营销能力和用户粘性，通过积极开拓线下销售网点，填补战略空白区域，扩展客户覆盖范围，完善公司线下销售渠道布局，截止 2022 年底添可品牌线下销售网点达到 785 家，实现销售收入 15.3 亿元人民币，同比+106.2%，占同期国内销售收入的 32.3%。

图 179：科沃斯机器人线下门店



资料来源：大众点评，招商证券

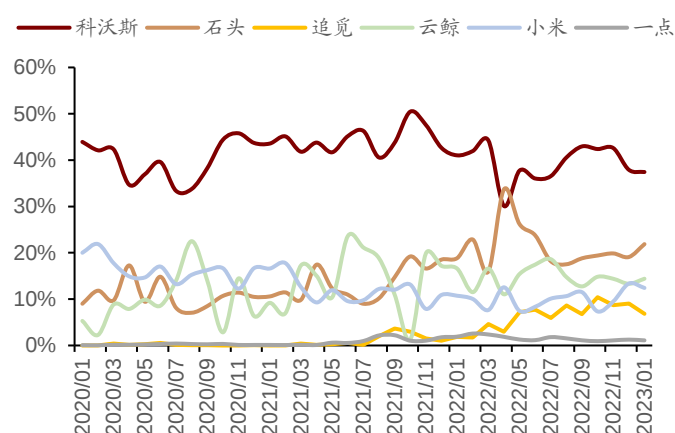
图 180：添可智能生活电器线下门店



资料来源：搜狐新闻，招商证券

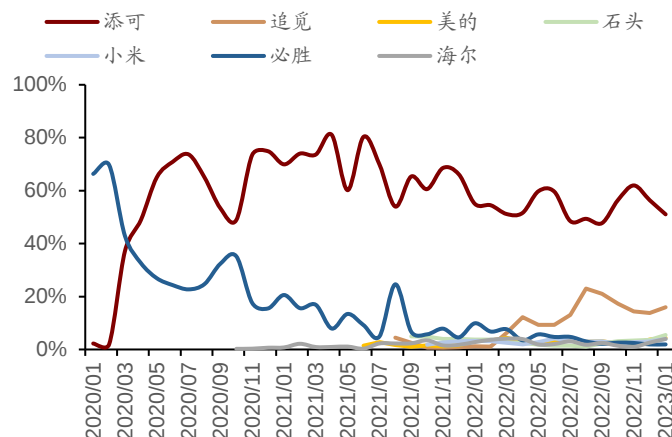
线下渠道体系巩固头部品牌市场份额。回溯行业格局变化历史，扫地机器人方面，2020 年上半年科沃斯线上份额受到云鲸冲击而小幅回落，但 2020Q3 凭借双十一的强势表现份额反弹，2021 年以来市占率一直稳定维持在 40%以上；线下渠道科沃斯凭借门店的点多布局，市占率长期维持 85%以上。目前来看线上仍是扫地机器人的主流销售渠道，但线下门店的体验营销和市场教育对线上引流同样功不可没。洗地机方面，添可在线上和线下渠道都保持 50%以上的市占率水平，2021 年来随着美的、石头、追觅等多个家电品牌入局洗地机市场，添可的垄断地位受到一定冲击，但与扫地机的份额回调逻辑类似，新品牌对市场的冲击仅会延续 3-6 个月，在行业竞争格局稳定后产品力才是维持行业领先地位的关键因素。

图 181: 科沃斯扫地机器人线上市占率稳居第一



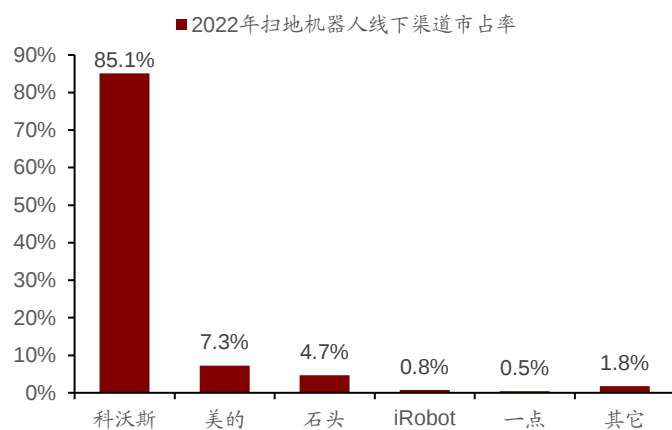
资料来源: 奥维云, 招商证券

图 182: 添可洗地机线上渠道市占率稳居第一



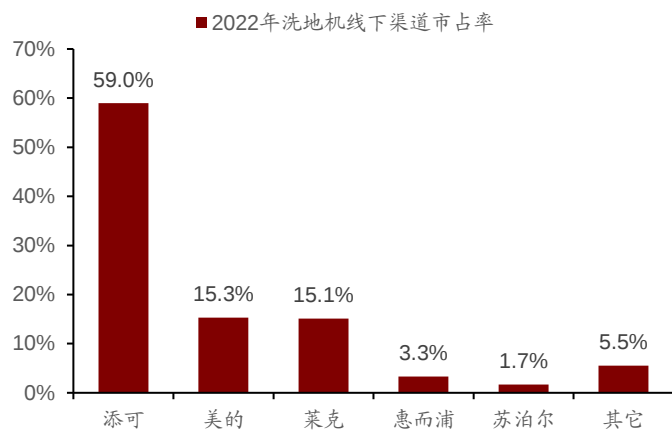
资料来源: 奥维云, 招商证券

图 183: 科沃斯扫地机器人线下渠道市占率稳居第一



资料来源: 奥维云, 招商证券

图 184: 添可洗地机线下渠道市占率稳居第一



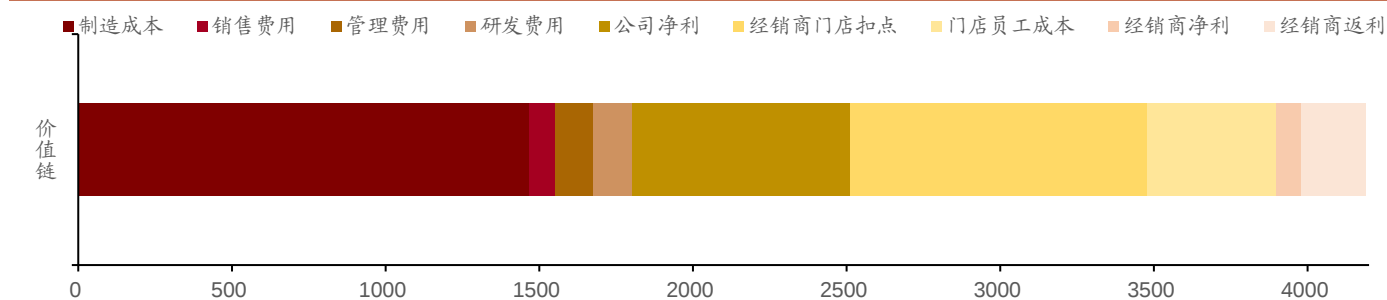
资料来源: 奥维云, 招商证券

添可线下经销渠道毛利率约 42%，含税净利率约 28%，好于线上渠道的 15%。

据产业调研，按照以下假设以终端零售价 4190 元的添可芙万 3.0 为例对线下经销商购物中心渠道价值链条进行拆分：1）制造成本占比 35%左右；2）品牌毛利占 25%左右；3）经销商门店扣点 23%左右；4）门店员工成本 10%左右；5）经销商净利率 2%左右；6）经销商完成年度任务后获得销售返利 5%左右；7）后端费用方面，考虑到门店扣点、员工成本等均由经销商承担，因此假设品牌承担 3%左右销售费用率（以门店样机为主）、5%左右的管理费用率和 5%左右的研发费用率。经测算，添可线下渠道毛利率约 42%，含税净利率达 28%，对比之下，线上渠道销售费用率在 40%左右，在管理费用率和研发费用率持平的情况下，含税净利率约 15%，低于线下渠道水平。

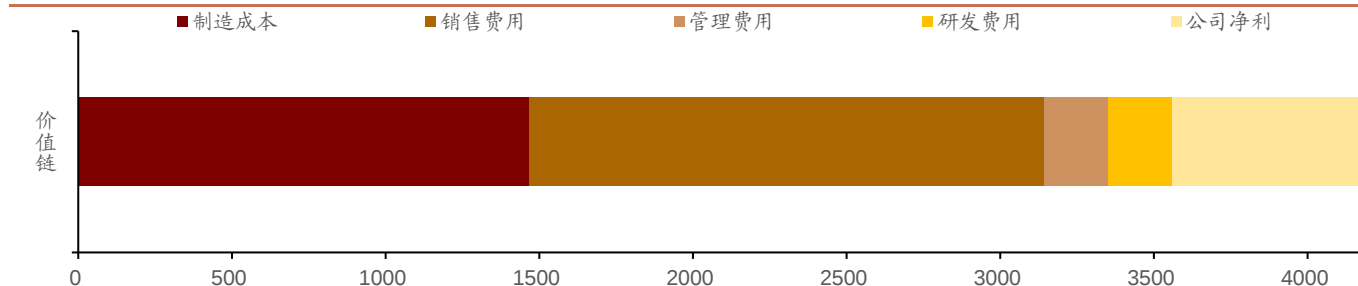
基于上述分析，我们认为添可经销商购物中心门店净利率（含返利）能够达到 6%-7%，远好于传统小家电经销商，单店模型已经跑通，三年管控过后线下客流恢复对于线下门店销售能够起到较大推动作用，结合积极的开店节奏，线下渠道有望成为添可重要的增长来源，渠道结构切换有望带来净利率改善，对冲部分降价影响。

图 185: 添可洗地机国内线下渠道价值链拆分



资料来源：产业调研，招商证券

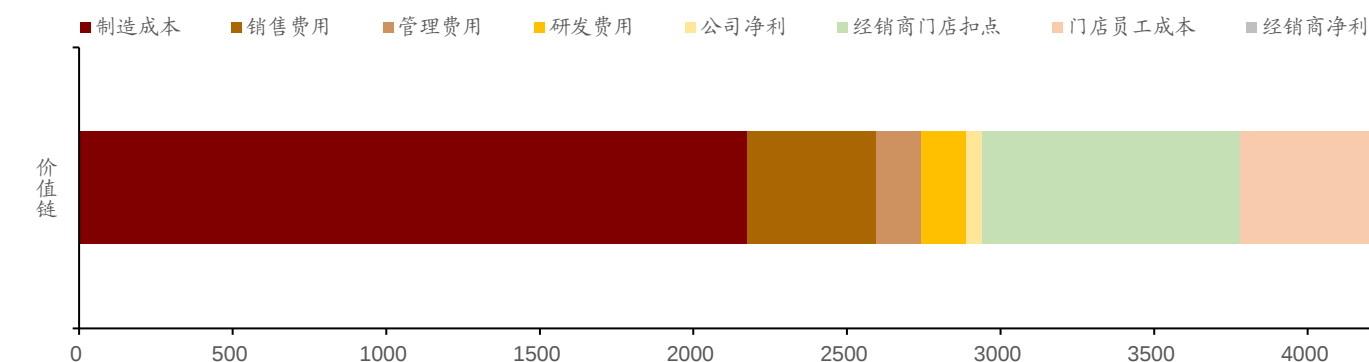
图 186: 添可洗地机国内线上渠道价值链拆分



资料来源：产业调研，招商证券

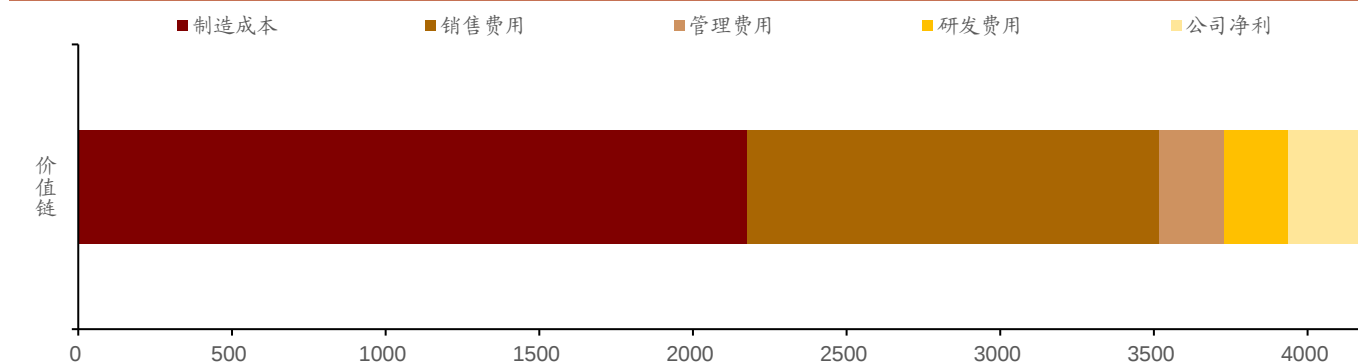
科沃斯品牌线下渠道盈利能力弱于线上，“调结构”策略下仍有优化空间。结合产业调研，根据以下假设对公司扫地机器人线下渠道价值链条进行拆分：1）制造成本占比 52%左右；2）品牌毛利占比 18%左右；3）经销商门店扣点 20%左右；4）经销商门店员工成本 10%左右；5）品牌端承担的销售、管理和研发费用率分别在 10%（部分店铺直营或处于直营转经销过程中）、4%和 4%左右。基于上述分析，线下经销商门店毛利率空间在 30%左右，仅能覆盖门店租金/扣点及员工成本，品牌端毛利率在 26%左右，净利率在 1-2%，弱于线上渠道表现。但展望后续，随公司“调结构”策略不断推进，Mall 店数量占比提升，线下渠道盈利能力仍有提升空间。

图 187: 科沃斯扫地机器人国内线下渠道价值链拆分



资料来源：产业调研，招商证券

图 188: 科沃斯扫地机器人国内线上渠道价值链拆分



资料来源：产业调研，招商证券

*注：上文所述价值链各环节占比均为占终端零售价的比例

科沃斯推出“一点”品牌布局中低端市场，与科沃斯主品牌之间构成互补。2020年科沃斯推出全资子品牌一点（yeedi），定位中低端消费市场。目前科沃斯1000-3000元价格段的大部分机型已基本全部下架，低价产品转向一点品牌销售。目前科沃斯产品主要集中在3000+价格段，根据性能差异在3000/4000/5000元档推出不同产品，1000-3000价格段由“一点”品牌布局，双品牌联动完成扫地机器人价格带的延展、渗透和量增。据奥维云网数据，目前“一点”品牌扫地机器人均价在1500元左右，与科沃斯之间形成良好互补。

一点 CC 新品扫地机器人，定位下沉市场，降低购买、学习、使用和维护成本。公司于4月份推出一一点 CC 扫地机器人，其中 WiFi 版和 4G 版本分别定价 2699 元和 2999 元，主要亮点包括：1) 内置 SIM 卡，开机即可使用；2) 提供把手，可手动定点实现局部清扫；3) 机身配备 1L 大水箱；4) 自动抬升拖板；5) 9.7cm 超薄机身，38cm 箱式全能基站，进一步提高小户型适用性；6) 5100Pa 吸力，搭载视觉+激光融合避障技术。我们认为，此次“一点 CC”新品的推出，主要参考北美地区全价格带产品分布较为均匀的现状，而国内该价格带市场持续萎缩，主要原因则是缺少优质供给，公司通过“一点 CC”或有望带动下沉市场实现快速放量。

图 189: 科沃斯推出一一点 CC 4G 版扫地机器人



资料来源：京东，招商证券

图 190: 一点 CC 基站体积较小

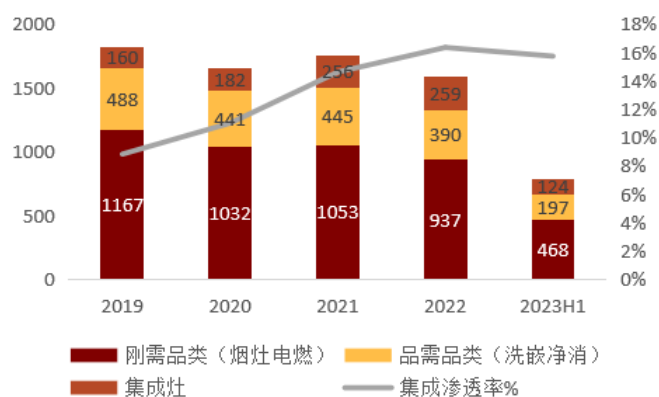


资料来源：京东，招商证券

8. 厨房电器：刚需和品需承压，集成渗透拉动增长

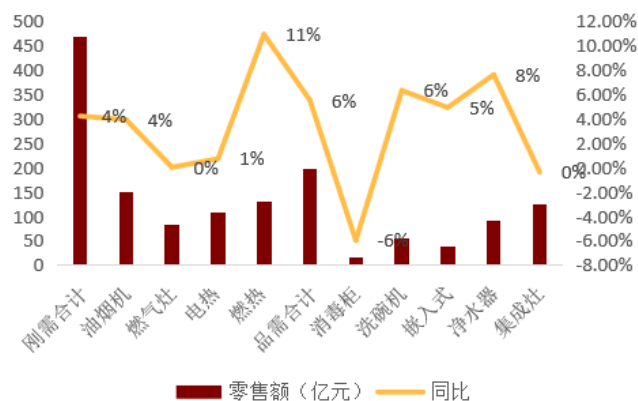
2019-2022 年过去三年厨卫大电零售额规模复合下降 2%，其中刚需和品需在地产下行周期承压较为明显，零售额均复合下降 4%，而集成品类逆势增长 14%，占厨卫大电整体渗透率从 9%提升到 16%。根据奥维统计，2023H1 厨卫大电合计零售额 789 亿元，同比增长 3.8%，零售量 4129 万台，同比下滑 1.3%。其中 **刚需基本盘**（烟、灶、电热、燃热）零售额 468 亿元，同比增长 4.2%；**品需增量盘**（洗、嵌、净、消）零售额 197 亿元，同比增长 5.5%；集成品类代表**集成灶**零售额 124 亿元，同比下滑 0.4%。展望全年，奥维云网预计厨卫大电零售额达 1685 亿元，其中刚需基本盘零售额 995 亿元，品需增量盘零售额 418 亿元，集成灶零售额 272 亿元，分别同比增长 6%、7%和 5%。

图 191：2019-2023H1 厨卫大电分类型零售额（亿元/%）



资料来源：奥维云网，招商证券

图 192：2023H1 厨卫大电分品类零售额同比

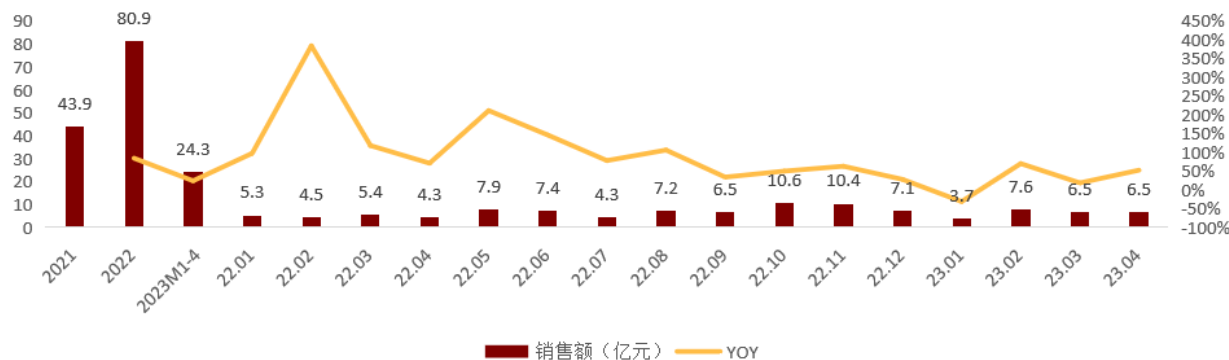


资料来源：奥维云网，招商证券

从渠道结构来看，**刚需品类**线上占比进一步提升到 45%-50%，但下沉渠道仍是增长重要增量，2023H1 烟机、灶具、电热和燃热下沉网批量分别同比增长 1.1%、2.3%、20.4%和 25%，热水器品类增幅较为可观；**品需厨电**代表洗碗机、嵌入式线下渠道占比稳定在 60%-70%，外部环境变化并未完全改变消费者线下购买习惯，同时国产品牌借助渠道下沉优势实现份额进一步提高，2023H1 洗碗机、嵌入式国产品牌零售额占比分别提高 5 和 4 个 pcts 达 73%和 88%；而**集成灶**过度依赖新房用户，同时产品从消毒柜到蒸烤款结构升级推动下价格门槛被动抬高，今年上半年在行业消费降级背景下增速出现下降。此外，集成灶渠道布局建材属性太强，头部企业开始加大家电渠道拓展思路，2023H1 集成灶线下大连锁渠道零售额同比增长 33.8%，TOP 客户渠道零售额同比增长 36.6%，冲出三四线、进入一二线仍有突围空间。

根据奥维统计，2023 年 1-4 月厨卫大电下沉渠道零售额 24.3 亿元，同比增长 24.2%，其中烟机、灶具、厨电套餐、电热水器和燃气热水器合计 21.4 亿元，同比增长 26.9%。品牌集中度方面，电热、洗消嵌集 CR5 超过 90%，并且呈现上升趋势，烟灶、燃热 CR5 集中度超过 75%。

图 193: 2023 年 1-4 月厨卫市场下沉渠道零售额增长 24.2%



资料来源：奥维云网，招商证券

以集成品类为例，2019 年到 2023 年，618 期间（W23-25）集成灶 TOP10 品牌集中度从 68.4% 提升至 85.7%，连续四年持续攀升，均价从 8860 元提升到了 10991 元，连续三年保持增长。随着集成洗碗机、集成烹饪中心等更多品类加入，集、器加强建材渠道、地方通路、下沉渠道和 KA 渠道发力，火星人强化下沉渠道、家装渠道、KA 连锁，经销商门店建设。

表 9: 厨电企业开拓下沉市场比较

厨电公司	渠道多元化探索
老板电器	1) 建材渠道：红星美凯龙等渠道建 500 平米大店，3000 家专卖店 85% 进入建材渠道
	2) 地方通路：TOP 百货，例如山东银座等，召开地方 TOP 渠道大会，去年增长 15%，今年增长目标 30%，锁定高端客户群体。
	3) 下沉渠道：3 万网点覆盖到寸，解决好专卖店和下沉网点关系，一季度下沉渠道增长 35%，借助京东、天猫下沉网点实现快速增长。
	4) KA 连锁渠道：费率谈判，扣点下降，释放到店面建设，加快增长。
火星人	1) 下沉渠道：截至 2023 年 5 月累计进驻 7000 家左右（含展区和展柜），进驻率 13.9%，仍有 4.2 万家空白网点；
	2) 家装渠道：累计网点 1900 家，专区及独立展厅 250 家；目标进驻网点 3000 家。
	3) KA 渠道：苏宁、国美等全国入驻门店超过 1000 家，目标进驻 2000 家。
	4) 经销商：截至 2022 年 1400 多家经销商，门店数量超过 2000 家。

资料来源：产业调研、招商证券

十二、本报告相关标的梳理

表 10: 本报告相关标的梳理

证券代码	公司名称	所属行业	市值(亿元)	2022 年营业收入(亿元)	2022 年归母净利润(亿元)
PDD.O	拼多多	商业	1266.67	1,305.58	395.30
9896.HK	名创优品	商业	686.18	114.73	18.45
0780.HK	同程旅行	商业	385.58	67.46	6.46
002991.SZ	甘源食品	食品	68.64	14.51	1.58
600398.SH	海澜之家	纺服	320.95	185.62	21.55
002832.SZ	比音勒芬	纺服	194.5	28.85	7.28
1929.HK	周大福	纺服&商业	1138	950.17	53.84
002867.SZ	周大生	纺服&商业	190.8	111.18	10.91

600612.SH	老凤祥	纺服&商业	333.5	630.10	17.00
300622.SZ	博士眼镜	轻工	36.49	9.62	0.75
301101.SZ	明月镜片	轻工	75.2	6.23	1.36
601828.SH	美凯龙	商业&轻工	199.01	141.38	7.49
000785.SZ	居然之家	商业&轻工	228.23	129.81	16.48
603195.SH	公牛集团	家电&轻工	943.88	140.81	31.89
1999.HK	敏华控股	轻工	226.59	177.89	19.15
001322.SZ	箭牌家居	轻工&建材	151.53	75.13	5.93
002790.SZ	瑞尔特	轻工	53.24	19.60	2.11
603848.SH	好太太	轻工	63.88	13.82	2.19
000651.SZ	格力电器	家电	2027.87	1,901.51	245.07
603486.SH	科沃斯	家电	302.05	153.25	16.98
002508.SZ	老板电器	家电	272.37	102.72	15.72
300894.SZ	火星人	家电	83.39	22.77	3.15

资料来源：招商证券（注：市值截至 2023 年 9 月 11 日 11:00，周大福与敏华控股为 FY2023 数据）

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。