

商业贸易

从 7-Eleven 平台化思维看国内商业发展新思路

评级：增持（维持）

分析师：彭毅

执业证书编号：S0740515100001

电话：15221203039

Email：pengyi@r.qizq.com.cn

重点公司基本状况

简称	股价 (元)	EPS				PE				PEG	评级
		2018	2019E	2020E	2021E	2018	2019E	2020E	2021E		
永辉超市	9.80	0.15	0.24	0.31	0.40	65.3	40.83	31.61	24.50	5.22	增持
家家悦	28.1	0.92	1.02	1.15	1.31	30.5	27.55	24.43	21.45	1.22	增持
红旗连锁	6.01	0.24	0.26	0.28	0.32	25.0	23.12	21.46	18.78	0.67	增持

基本状况

上市公司数	174
行业总市值(百万元)	857569
行业流通市值(百万元)	857569

行业-市场走势对比



相关报告

- 《生鲜龙头强者恒强，科技永辉加快布局新零售、打造平台化服务企业》
- 《家家悦：山东省超龙头，供应链优势显现，步入加速扩张期》
- 《红旗连锁：西南连锁便利店龙头，永辉入股赋能加速转型》

投资要点

- 从外部环境来看，国内便利店行业已经迎来高速发展的窗口期，但行业高度分散，且运营效率远落后于成熟的 711 门店。便利店的经营属性决定了行业的快速发展有两个前提条件：较大的人口密度以及中等以上的消费水平。中国的市场目前显然已经具备了这两个条件。在传统业态普遍低迷的情况下，2017 年便利店行业整体规模依旧保持了 14% 左右的高增长。但目前国内的便利店运营效率仍远远落后于日本，无论从日均销售额、日均客流、客单价、坪效以及毛利率的角度都处于劣势。
- 711 以其独特的“产业路由器”的运营模式运营其全球 3 万多家便利店门店，形成了比肩电商的规模和效率。711 以特许经营的模式保证了其轻资产的快速扩张，特许经营佣金收入贡献了近九成的营业收入。7-11 没有自建工厂和物流中心，但它建立了一个产业路由器，实现了多方的连接。它既不赚中间的进销差价，不赚通道费和广告费，只有免费的连接。但是 7-11 利用大量的产业链数据和智能算法形成智能配对，将工厂配送中心和万家便利店门店连接起来，利用产业路由器的商业模式共享研发、共享采购、共享物流、共享 IT、共享金融，最终形成一个最深的价值洼地，不断地积累 B 端和 C 端的用户。
- 711 的零售服务商模式持续经营得益于其核心竞争力——特许经营模式下的快速扩张+极致的选品思维+精细化供应链管理。7-11 密集的布局的门店为消费者创造了“即时性”的价值，统治了城市黄金地段的流量；极致的单品管理思路以及强大的自有品牌开发能力保证了门店的高毛利、高流量、高客单，带来了稳健的同店收入增速和极致的坪效；精细化的供应链管理——区域物流集中配送中心、按温度划分管理的仓配体系以及全程数据化追踪使得 711 掌握了整个产业链的主导权；提供 ATM 机等多元化服务延伸了便利店场景，增强了用户粘性。
- 7-Eleven VS 红旗连锁：本土化自营便利店突围的方向在哪里？（1）加强单品管理，优化产品结构，提升门店毛利率：红旗连锁和日本便利店在商品结构上存在较大差异：日式便利店的食品占比普遍较高，日本 7-Eleven 食品占比 70%，罗森 90%，而红旗连锁目前只有不足 50%。此外，中国便利店发展报告数据显示：中国便利店生鲜及半加工食品销售额占比平均值为 15%，日本则为 30-40%。食品占比高解释了日本便利店维持高毛利的原因：日本便利店销售的食物、快餐的毛利率均超过 30%，快餐类可以达到 40% 左右的毛利率，远超非食品类 20% 左右的毛利率。此外食品类的引流作用明显，带动整体单店日均收入的提高。（2）加强自有品牌开发：711 的自有品牌毛利率高达 40%，且多为可以为门店引流的爆款商品。国内超市企业自有品牌占比普遍低于欧美日超市，未来借鉴 711 联合生产商开发自有品牌是本土便利店增收的重要途径。
- 711 的类 B2B 模式为何可以走通？对于阿里的零售通改造天猫小店有何借鉴？零售通盈利的底层逻辑是分食中间多层经销商的利润，但是目前利润很难覆盖以物流为主的成本。此外，如果无法做到通过强大的品牌、选品、供应链让改造的小店出现明显的业绩改善，即使后期具备了规模和较强的议价能力，仍然无法解决将小店店主长期留在平台上的难题。而 711 的成功根本是公司选取了商品流通环节中利润最大的环节参与，外包利润较低的环节，而不是赚“中间商差价”的利润。主要为 711 创造利润的环节是：消费者洞察环节、品牌建立环节、涉及定价和营销的商业企划环节等，这些都具备较大的利润空间；而利润空间较低的环节，比如信息系统及供配体系搭建环节等，711 都选择外包。此外平台集合了分散的门店，带来了规模效益和议价能力；而为小店的赋能带来的经营业绩的提升又将加盟商稳定地留在自己的体系内。

- **苏宁小店的 O2O 社区便利店模式是否行之有效？** 苏宁小店的定位是社区服务的平台和入口，目标是成为低成本的用户入口和物流履约载体。苏宁小店的优势在于不止于便利店——既可接入苏宁资源从线上引流，也可提供社区服务延伸社区场景。目前小店正在集合苏宁各项服务入驻，包括快递代收、家庭相关的家电清理维修和换新等、儿童相关的游乐、生活教育等服务。但每个社区便利店顾客群有限，根本上做的还是存量流量的生意，线上的流量赋能效益仍有待观察。如果不能搭建完善的快消品销售体系，就无法为门店带来持续、稳定的流量和收入，那么社区服务的赋能做为一个“零售+X”里的 X，就很难带来根本上的收益放大效应。
- **为何看好永辉大店+小店多业态协同的模式？** 随着消费者需求的多样化，灵活的业态组合成为零售商加强区域渗透率、触及更多客群的有效途径。且不同的业态可以实现供应链的深度融合和互相借力。711 自有品牌的开发就是联合了集团旗下的百货公司、大卖场公司共同组建了产品研发项目团队。永辉则在业态协同和供应链的深度融合方面走得更远：为了更有效地触及社区的客群，强化区域渗透率。2018 年底，永辉开始培育定位社区生鲜超市的 Mini 店业态，和原有的大店形成联动。目前盈利模式已基本打磨成熟，1/10 的门店实现盈利，年内计划开 1000 家。小店共享大店已经搭建成熟的采购、物流和仓储体系，同时可以和大店互相消化库存，保证了小店的模式能够快速落地。
- **风险提示事件：**（1）经济增速下滑，消费回暖不及预期；（2）行业竞争加剧带来毛利率和净利率的下滑；（3）并购整合不及预期，跨区域扩张导致资本支出增加影响利润端；（4）电商对线下零售的冲击。

## 内容目录

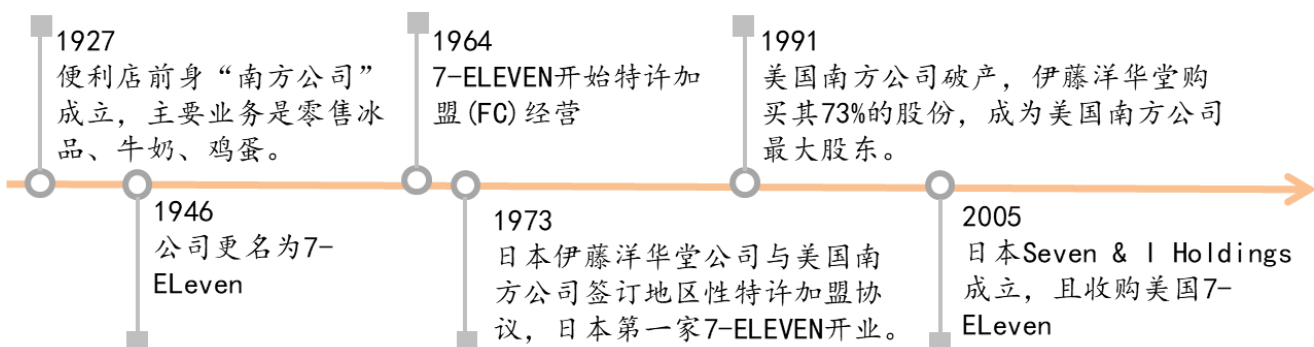
<b>便利店巨头 711：源于美国，兴于日本，遍布全球</b> .....	<b>- 4 -</b>
源于美国，兴于日本 .....	- 4 -
门店高速增长，遍布全球 .....	- 4 -
七大业务模块协同发展 .....	- 6 -
海外业务的高速发展带动整体收入向上 .....	- 6 -
日本本土便利店业务对营业利润贡献最大 .....	- 7 -
<b>日本经济环境分析：711 穿越日本经济低迷时期，完成逆势扩张</b> .....	<b>- 8 -</b>
穿越日本经济低迷时期，7-Eleven 完成逆势扩张 .....	- 8 -
经济增长放缓的背景下，便利店成为线下零售发展最迅猛的业态 .....	- 9 -
较高的人均 GDP 与城市化率为日本便利店的发展提供沃土 .....	- 10 -
<b>核心竞争力：特许经营模式下的快速扩张+极致的选品思维+精细化供应链管理</b> -	<b>11 -</b>
区域密集布局的策略：支撑便利店商品“即时性”的价值 .....	- 11 -
特许经营模式保证快速扩张，711 构建零售服务商模式 .....	- 12 -
商品为王：优化商品结构，突出高毛利的食品加工和快餐品类 .....	- 14 -
商品为王：打造爆款商品，带动其他品类销售，保证高客流、高客单 .....	- 14 -
商品为王：开发自有品牌，创造高毛利 .....	- 15 -
精细化的供应链管理 .....	- 16 -
提供多元化的服务，打造“零售+X”的模式塑造便利店场景的穿透力 .....	- 18 -
<b>7-11 对国内便利店业态发展的借鉴意义</b> .....	<b>- 19 -</b>
国内便利店行业步入高速发展窗口期，行业格局分散 .....	- 19 -
7-Eleven VS 红旗连锁：本土化自营便利店突围的方向在哪里？ .....	- 20 -
7-Eleven VS 阿里零售通：B2B 模式能够跑通的本质是什么？ .....	- 22 -
7-Eleven VS 苏宁小店：O2O 便利店模式是否能超越传统便利店？ .....	- 24 -
7-Eleven VS 永辉 ——看好大店+小店的多业态协同模式 .....	- 25 -
<b>风险提示</b> .....	<b>- 27 -</b>

## 便利店巨头 711：源于美国，兴于日本，遍布全球

### 源于美国，兴于日本

- 从美国得克萨斯州的一家制冰企业，发展成为全球最大的便利店。早在 1927 年，7-Eleven 就在美国德克萨斯州开创了便利店的概念：除了出售冰块来冷藏食物，还开始在周日和晚上杂货店关门时提供牛奶、面包和鸡蛋。这种新的经营理念带来了更多的顾客和销售额，便利零售业态应运而生。1946 年南大陆公司正式改名为 7-Eleven，代表公司每天营业 16 个小时，早上 7 点开门到晚上 11 点打烊，自此真正拉开了便利店时代的序幕。
- 1973 年，铃木敏文拿下美国 7-Eleven 在日本的特许经营权，正式创办日本 7-Eleven。1974 年 5 月日本第一家门店在东京都江东地区开业。1987 年美国南方公司多元化扩张失败，宣布破产；随后 1991 年日本零售商伊藤洋华堂收购公司 73% 的股权，成为公司第一大股东。1999 年美国南方公司更名为 Seven-Eleven INC.；2005 年 9 月 Seven - Eleven Japan Co.、Ito-Yokado 和 Denny’ s Japan 合并成立 Seven & I Holdings Co. Ltd；同年 11 月完成收购 Seven- Eleven INC 全部股权。

图表 1: 711 发展历程



来源：公司公告 中泰证券研究所

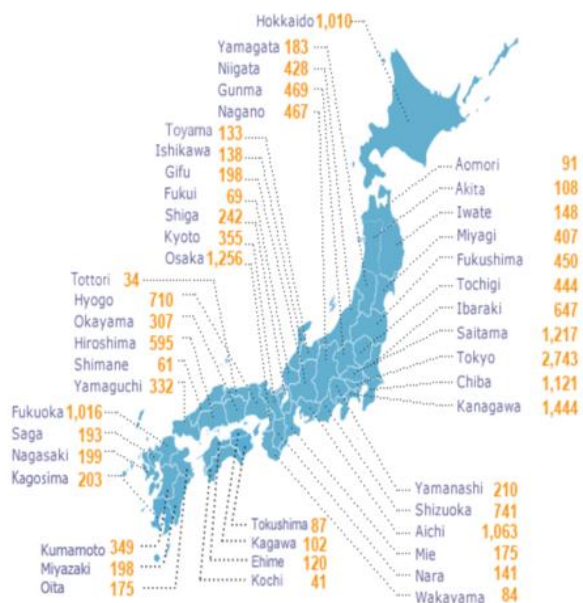
### 门店高速增长，遍布全球

- 7-11 是全球规模最大的便利店品牌，规模远超罗森和全家。截止 2019 年 2 月，日本地区共有约 20900 家 7-11 门店，远超日本三大便利店中的另外两家——罗森 (Lawson) 和全家 (FamilyMart)。在全球范围内 (除日本以外)，SEVEN&I 集团共设有门店 47360 家，门店数排名前三的国家分别是泰国、韩国和美国。

图表 2: 711 日本门店分布

图表 3: 711 全球门店分布





来源：公司公告 中泰证券研究所

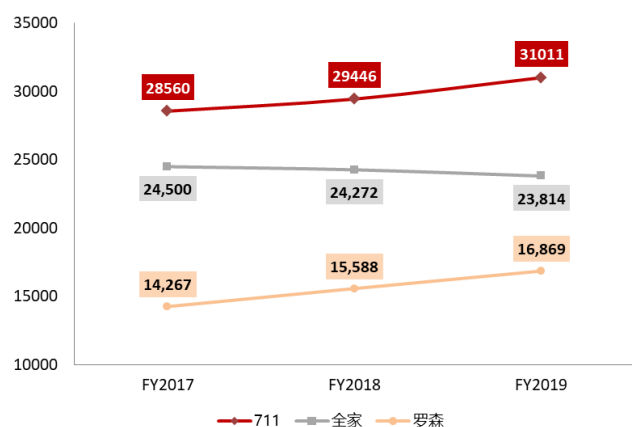


Japan	20,904	Taiwan	5,443	Norway	152
U.S.A.	9,340	Thailand	11,299	Sweden	84
Mexico	1,801	Philippines	2,593	Denmark	170
Canada	626	Malaysia	2,311	United Arab Emirates	14
South Korea	9,485	Singapore	398	Vietnam	28
China	2,892	Australia	696		
<b>Total</b>					<b>68,236</b>

来源：公司公告 中泰证券研究所

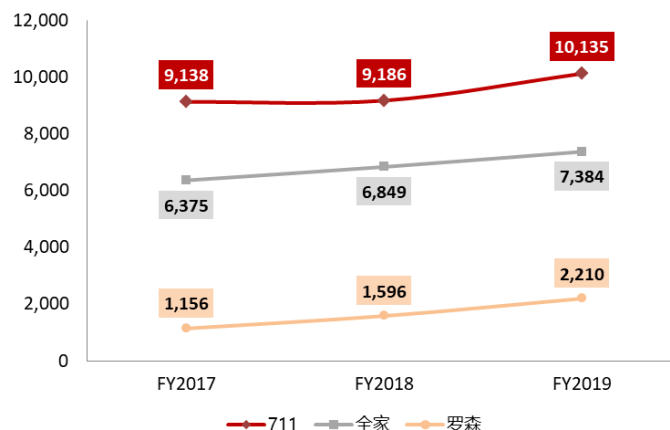
- 无论是本土还是海外布局，711 相比于另外两家便利店巨头都具有较明显的优势。截至 2019 年 2 月，集团旗下子公司 Seven-Eleven Japan (SEJ)运营的便利店门店达到 20876 家，较上年度净增 616 家门店；全家在日本本土经营的门店数为 16430 家，较上年度减少 993 家；罗森在日本的门店数 13738 家，较 2018 财年增加 666 家。全家在日本本土内的运营状况出现下滑态势。
- 而在海外布局方面，711 以 10135 家门店依然占据首位，此外全家海外门店有 7384 家，罗森 2210 家

图表 4：三大便利店巨头全球便利店门店数比较



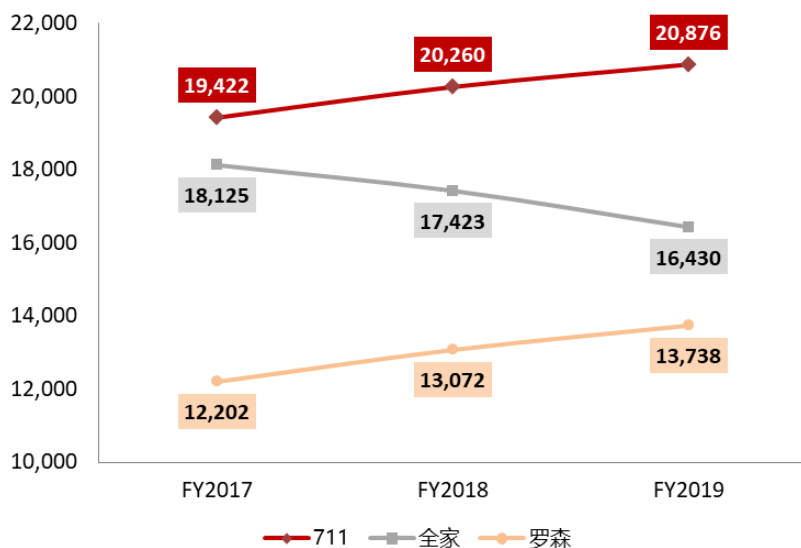
来源：公司公告 中泰证券研究所

图表 5：三大便利店巨头海外便利店门店数比较



来源：公司公告 中泰证券研究所

图表 6：三大便利店巨头日本本土便利店门店数比较

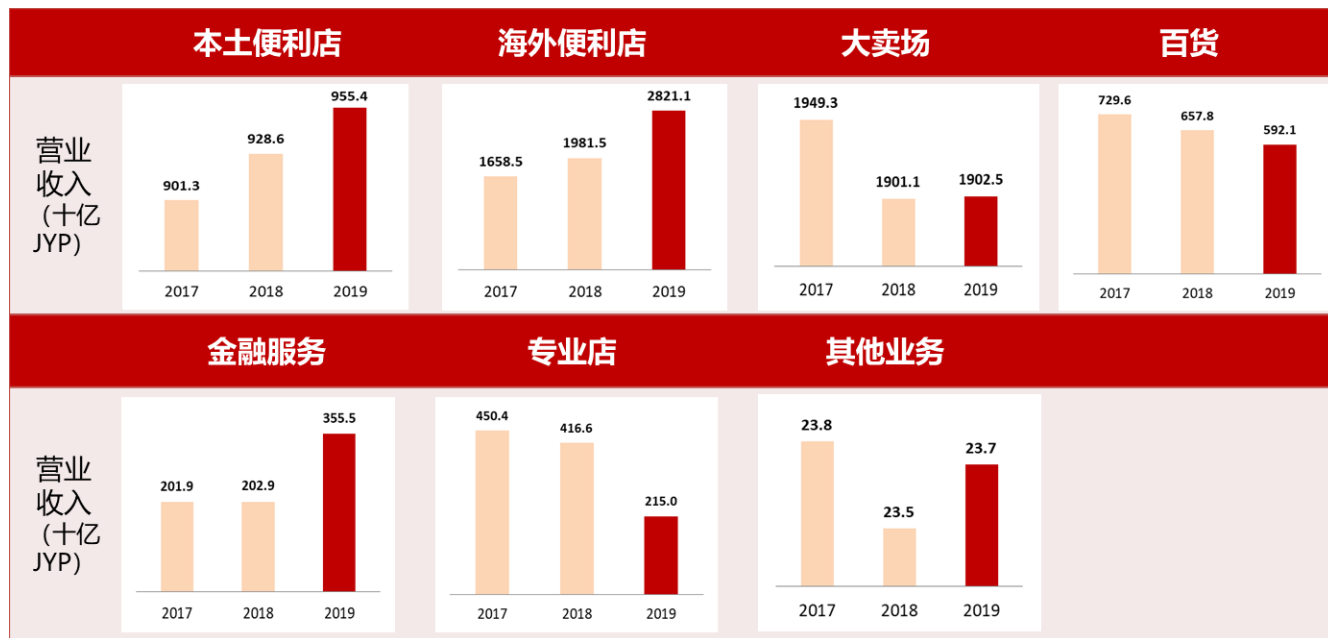


来源：公司公告 中泰证券研究所

### 七大业务模块协同发展

- 集团分为七大业务模块：本土便利店、海外便利店、大卖场、百货、金融服务、专业店及其他业务。

图表 7: 7-Eleven 运营业务模块

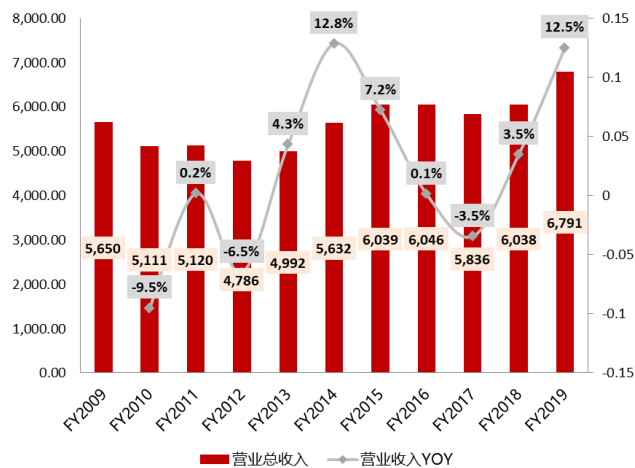


来源：公司公告 中泰证券研究所

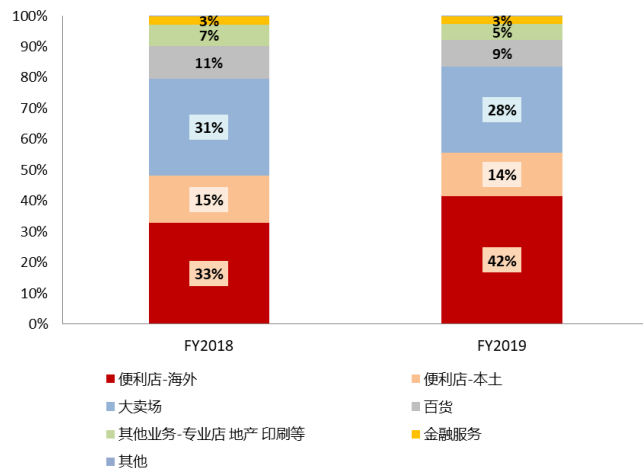
### 海外业务的高速发展带动整体收入向上

- 海外便利店业务收入占比提高。截至 FY2019，集团整体营收规模达到 6.8 万亿日元，同比增速 12.5%。其中便利店海外收入占比达到 42%，

占比较 2018 年提高 9 个百分点;本土便利店业务占比下滑 1 个百分点,占比 14%。除此以外,大卖场业务、百货业务、专业店和印刷等业务以及金融服务业务收入占比分别为 28%/9%/5%/3%。

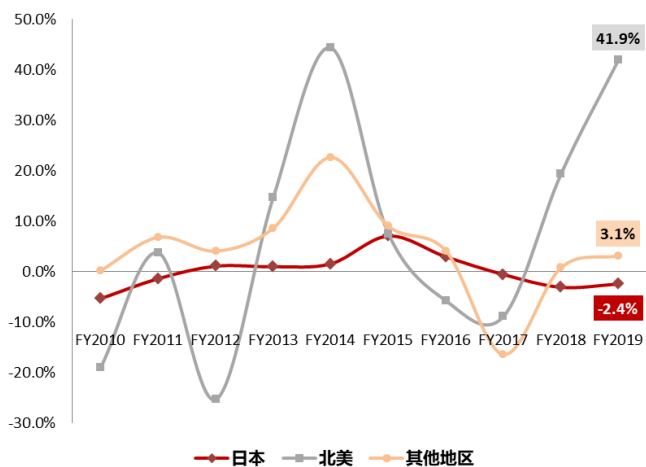
**图表 8: 711 总营收 (十亿 JYP) 及增速**


来源: 公司公告 中泰证券研究所

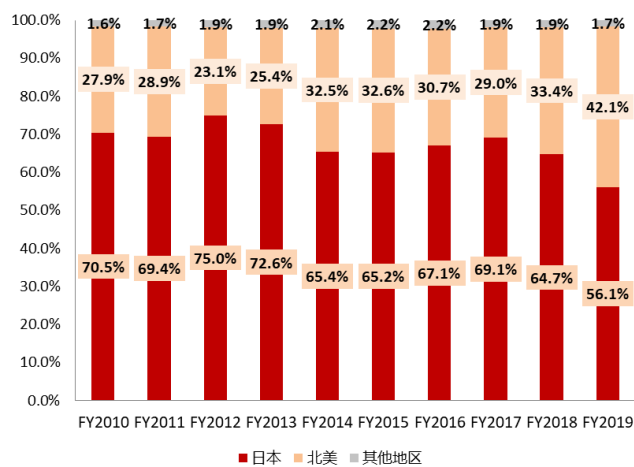
**图表 9: 711 分业务收入占比**


来源: 公司公告 中泰证券研究所

- 日本本国收入占比仍然占比过半,但增速下滑,北美区收入增长最快。在 2016-2017 年公司收入端下滑严重,此后几年受益于海外业务的高速增长,带动整体收入端增速回升。FY2019 年日本本土、北美以及海外其他区域的收入增速分别为 -2.4%/3.1%/41.9%,收入占比分别为 56.1%/42.1%/1.7%。北美区业务保持了高增长态势。

**图表 10: 711 区域收入增速**


来源: 公司公告 中泰证券研究所

**图表 11: 711 区域收入占比**


来源: 公司公告 中泰证券研究所

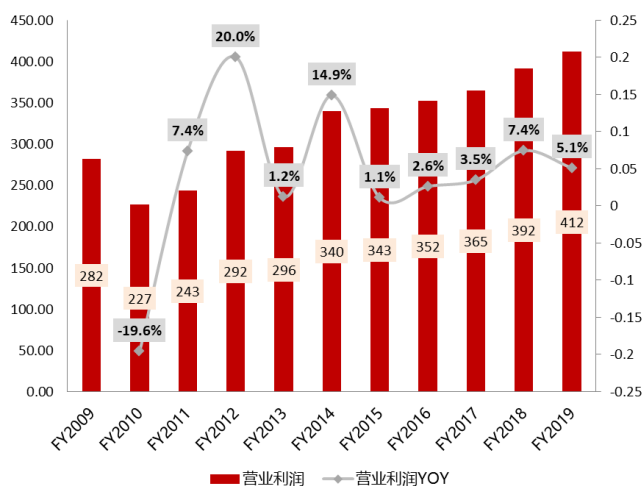
### 日本本土便利店业务对营业利润贡献最大

- 2019 财年日本本土便利店业务为集团贡献 58% 的营业利润。从利润端来看, FY2019 公司整体实现营业利润约 4120 亿日元,同比增速 5.1%,

近几年基本保持稳健增长的趋势。拆分来看，日本本国便利店业务虽然收入占比在不断降低，但仍然是对集团营业利润贡献最大的板块：FY2019 贡献了 2467 亿日元的营业利润，占比 58%，较上年度占比减少 3 个百分点。

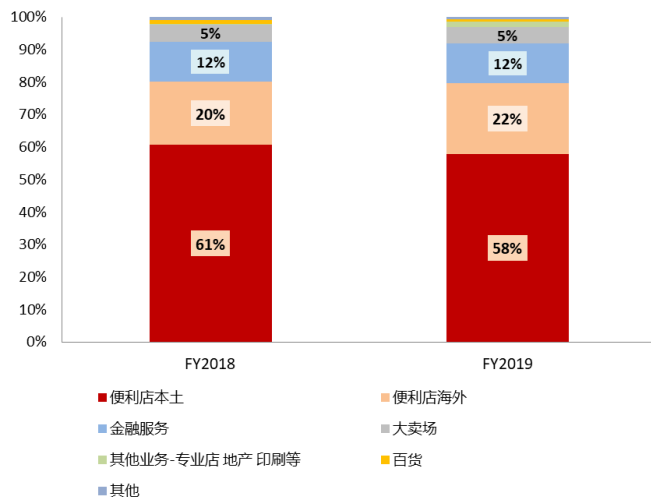
- 此外，海外便利店实现营业利润 923 亿日元，占比 22%，占比较上年度提高 2 个百分点。

图表 12: 711 总营业利润 (十亿 JPY) 及增速



来源：公司公告 中泰证券研究所

图表 13: 711 分业务营业利润占比



来源：公司公告 中泰证券研究所

## 日本经济环境分析：711 穿越日本经济低迷时期，完成逆势扩张

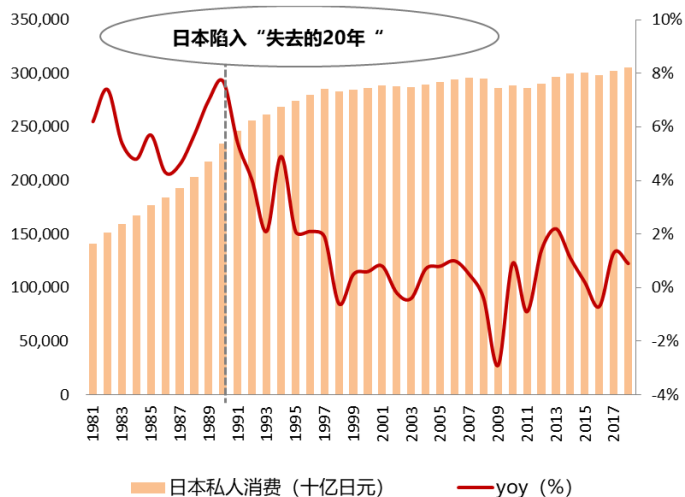
### 穿越日本经济低迷时期，7-Eleven 完成逆势扩张

- 1989 年后日本经济陷入“失去的二十年”，人民消费意愿下滑严重。1990 年日本经济泡沫破裂，自此步入“失去的二十年”，日本经济进入长期停滞的时期。出于对未来经济的悲观预期，日本民众的消费意愿不断下滑。根据日本银行的统计，在泡沫破裂前的 1989 年日本国民的个人金融资产是 1000 万亿日元，而在 2016 年上升到 1700 万亿日元，然而拥有 1700 万亿元的大部分是 65 岁以上的老人，消费意愿很难提高。

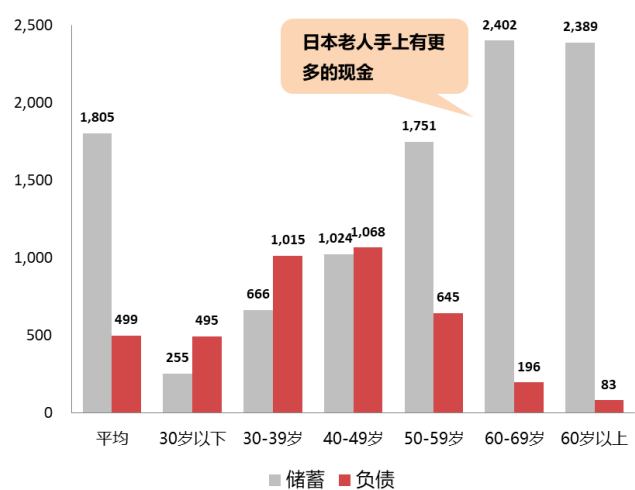
图表 14: 日本私人消费 (十亿日元)

图表 15: 每户家庭储蓄、负债 (万日元)





来源：日本内阁府 中泰证券研究所

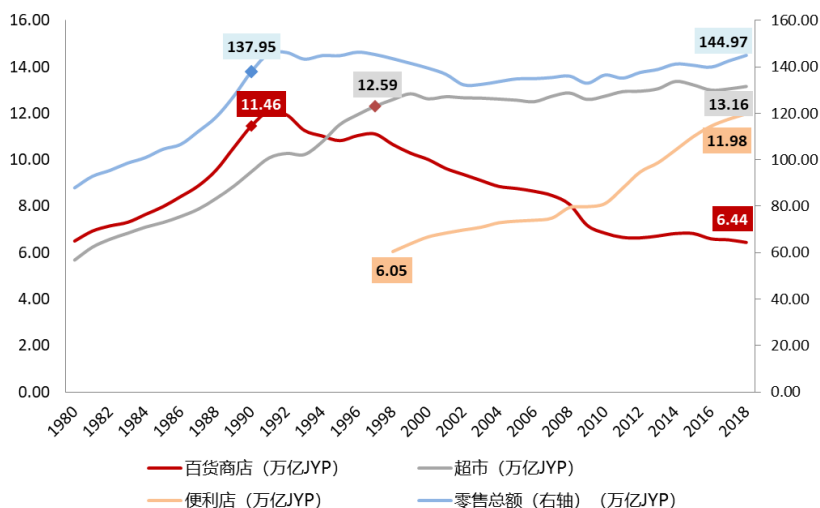


来源：《2015 家庭调查报告》《低欲望社会》中泰证券研究所

经济增长放缓的背景下，便利店成为线下零售发展最迅猛的业态

- 1990 年至今日本零售总额几无增长，百货业态下滑严重，便利店迅速发展。1990 年日本零售总额即达到 138 万亿日元，而到了 2018 年零售总额为 145 万亿日元，近三十年间仅增长了 5.1%。其中超市业态在 1998 年达到峰值 13 万亿日元，此后至今也几乎无增长，百货业态从 1990 年的 11.46 万亿日元下滑到 2018 年 6.44 万亿日元，下降幅度 44%，持续低迷；只有便利店业态作为较年轻的业态，仍处于快速发展趋势，整体规模从 1998 年的 6.05 万亿日元提升到 2018 年的 11.98 万亿日元，增长 98%，与超市行业规模的差距不断收窄。

图表 16：日本零售总额及各零售业态发展情况

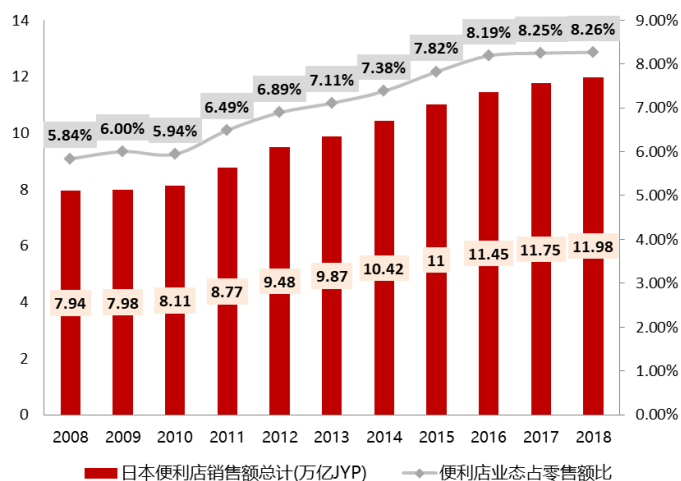


来源：日本财务省 中泰证券研究所

- 7-11 本土销售额在本国便利店行业中市场份额占比不断扩大。2008 年 7-11 在日本地区收入总规模为 2.76 万亿日元，在便利店行业市场份额

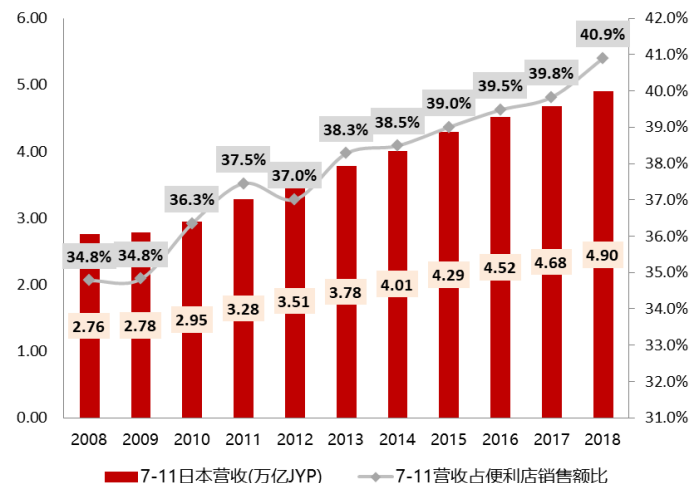
为 35%；2018 年 7-11 日本地区销售收入达到 4.9 万亿日元，市场份额提升到 40.9%。

**图表 17: 日本便利店销售额规模 (万亿 JYP) 及便利店业态占比**



来源：日本财务省 中泰证券研究所

**图表 18: 7-11 日本地区销售额规模 (万亿 JYP) 及在便利店行业占比**

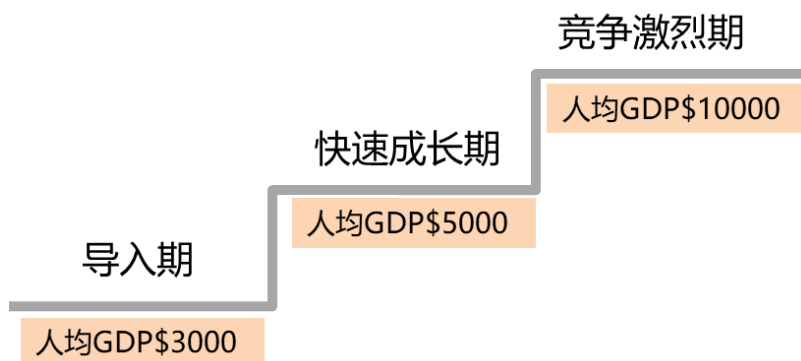


来源：日本财务省 公司公告 中泰证券研究所

**较高的人均 GDP 与城市化率为日本便利店的发展提供沃土**

- **新中产阶层的崛起带来的消费能力和消费习惯的转变是便利店业态兴起的根本原因。**人均 GDP 水平与城镇化率与零售行业周期密切相关。从便利店生存发展的必要条件来看,只有经济发达、临街商业资源丰富、人口分布更密集、收入水平更高、生活节奏较快、消费习惯更现代化的城市,才能给便利店提供广阔的发展空间。
- 根据国际便利店行业经验,当人均 GDP 达 2000-3000 美元时,为便利店导入期;当人均 GDP 达 5000 美元时,便利店市场便进入快速成长期;当人均 GDP 达 1 万美元时,进入行业激烈竞争期。

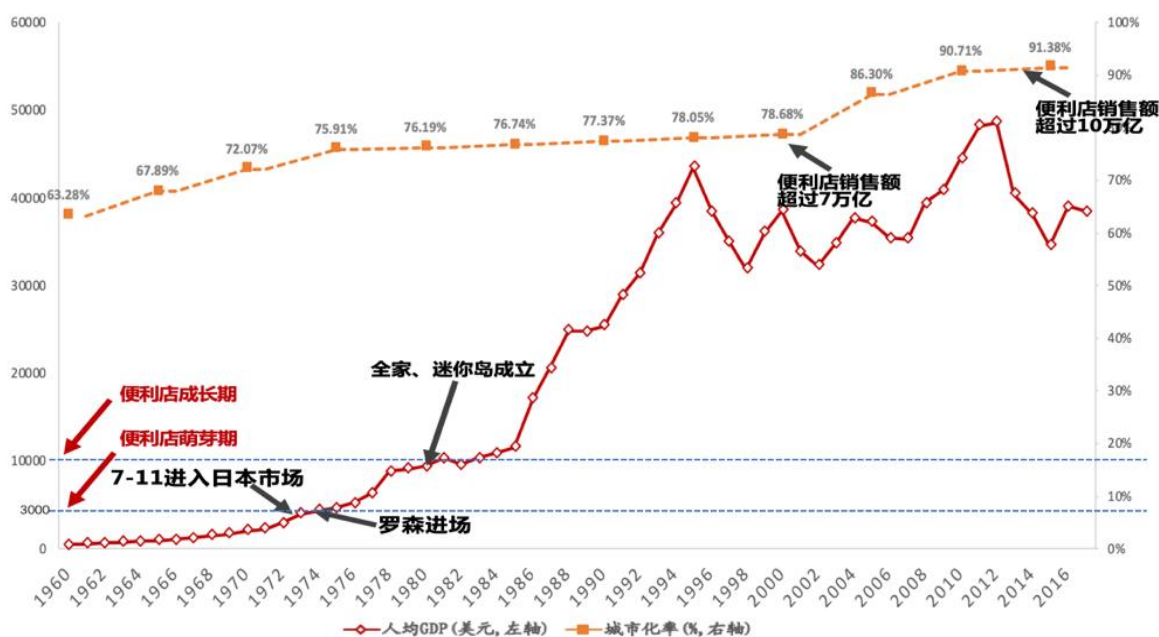
**图表 19: 便利店成长路径三阶段**



来源：中国连锁经营协会 中泰证券研究所

- 从7-11的引入到罗森、全家相继成立，目前日本便利店行业已基本趋于成熟。结合日本本土市场来看：日本的城市化率于1960年的首次超过60%，1970年又首次超过了70%，同时1973年日本人均GDP首次超过3000美元，便利店业态此时由7-11引进日本，标志日本便利店进入萌芽期。
- 紧接着城市化率稳步提升，人均GDP突破1万美元，这个阶段正是便利店业态在日本的快速成长期，同时也是便利店竞争格局加剧的时期，全家、迷你岛等便利店品牌相继成立。
- 2010年日本实现了90.71%的城市化率，人均GDP攀升至4万美元，此时日本便利店销售额超过10万亿，日本便利店业态已基本趋于成熟。

图表 20: 日本便利店业态发展与 GDP/城市化率的关系



来源：日本财政省 中泰证券研究所

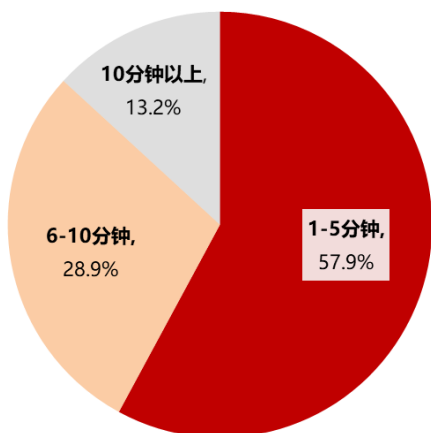
## 核心竞争力：特许经营模式下的快速扩张+极致的选品思维+精细化供应链管理

### 区域密集布局的策略：支撑便利店商品“即时性”的价值

- 7-Eleven 给产品增加了“即时性”和“便利性”的原生价值，也因此构成了 7-Eleven 和大型超市不同的定位和价值。而满足即时性需求最重要的一点就是密集布局策略。密集选址策略在一定区域内提高消费者的认知度和购买的便利性。叠加 7-11 首创的便利店 24H 营业模式，满足消费者随时随地的购物需求，带来时间和空间上的双重便利。7-11 密集的布局的门店统治了城市黄金地段的流量。
- 根据德勤对 7-Eleven 的用户使用场景报告显示，约 90%的用户到店时长都控制在 10 分钟之内，超过半数的顾客到店市场少于 5 分钟。另外，65%的到店情境是工作间歇或者移动途中。7-11 更像是现代消费社会下

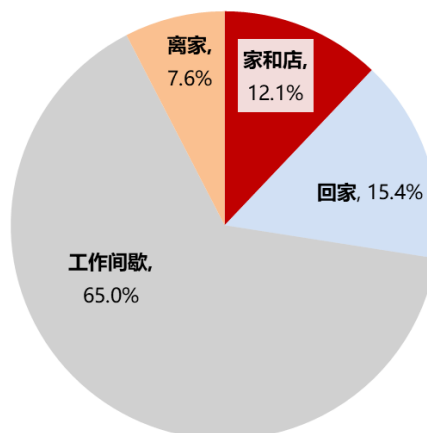
的基础设施。

图表 21: 7-11 用户到店时间分布



来源: 德勤 中泰证券研究所

图表 22: 7-11 用户到店场景

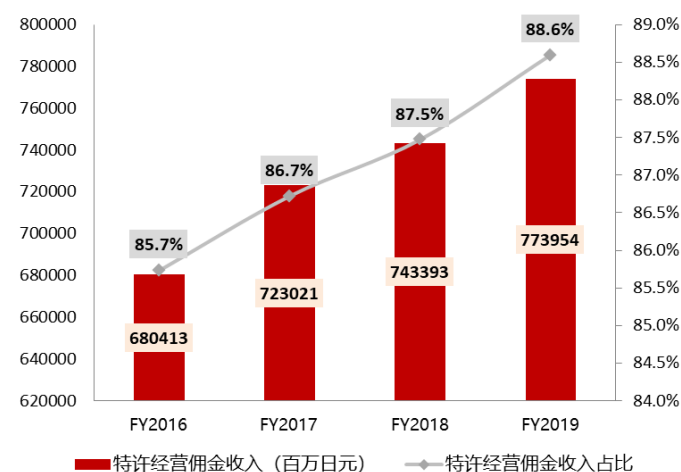


来源: 德勤 中泰证券研究所

特许经营模式保证快速扩张, 711 构建零售服务商模式

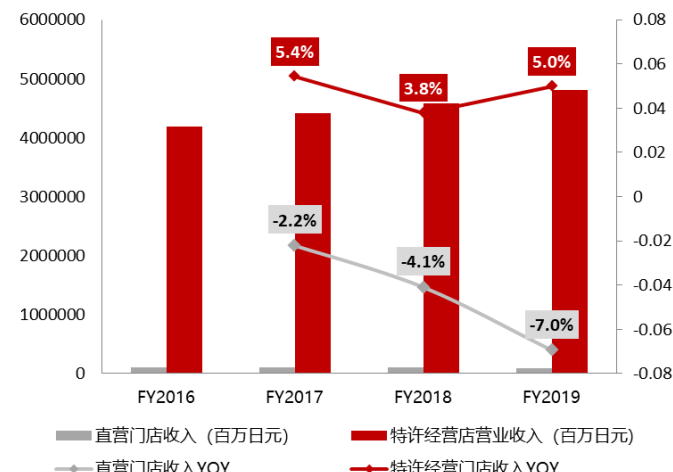
- 特许经营门店佣金收入占总收入的近九成, 711 更像是零售服务商。711 日本公司 (Seven Japan Co. Ltd) FY2019 总收入 8736 亿元, 其中特许经营门店的佣金收入占比达到 89%, 构成 711 的核心收入来源。而从直营和加盟店的收入规模来看, FY2019 日本区域直营门店收入 935 亿日元, 增速-7%; 特许经营门店销售收入 48039 亿日元, 收入增速 5%。
- 所以 7-11 的运营模式更像是一家零售服务商, 收入主要来自于服务 B 端加盟商。

图表 23: SEJ (711 日本公司) 特许经营门店佣金收入 (百万日元) 及占总收入比



来源: 公司公告 中泰证券研究所

图表 24: SEJ 直营及特许加盟门店销售收入 (百万日元) 及增速



来源: 公司公告 中泰证券研究所

- **从自营走向共享，从交易走向赋能。** 7-11 门店绝大多数是加盟店、没有自建的工厂和物流中心，但是它建立了一个产业路由器，实现了多方的连接。它既不赚中间的进销差价，不赚通道费和广告费，只有免费的连接。但是 7-11 利用大量的产业链数据和智能算法形成智能配对，将 177 家工厂、157 个配送中心和万家便利店门店连接起来，利用产业路由器的商业模式共享研发、共享采购、共享物流、共享 IT、共享金融，最终形成一个最深的价值洼地，不断地积累 B 端和 C 端的用户。

**图表 25: 711 在中国的两种加盟形式**

	特许加盟	委托加盟
店铺	加盟主自备	711提供
装修	加盟主自备	711提供
设备	711提供	711提供
准备资金	约80万元	不少于35万元
是否需要亲自参与运营管理	是	是
收入分配	711毛利抽成38%	毛利低于4万，总部提成52%;毛利在4万到10万之间的部分提成68%;毛利超过10万的部分提成78%

来源：7-Eleven 中国官网 中泰证券研究所

**图表 26: 711 打造的产业路由器模式与传统模式&撮合模式比较**

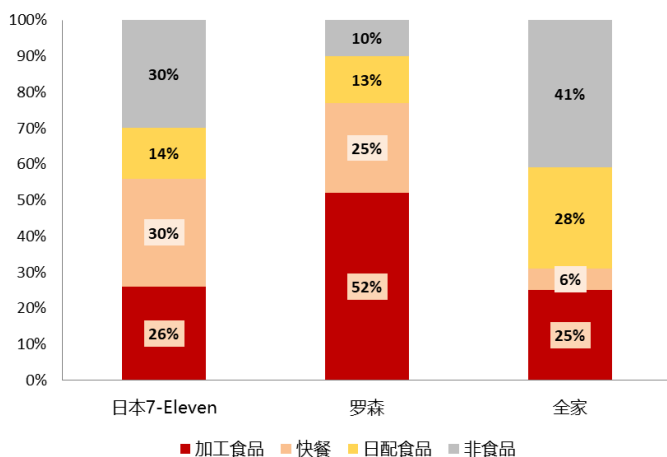


来源：36Kr 中泰证券研究所

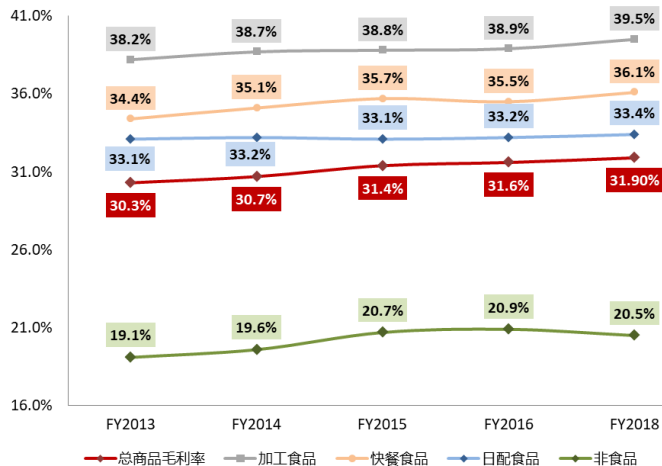


**商品为王：优化商品结构，突出高毛利的食品加工和快餐品类**

- 711 在兼顾商品结构均衡的同时提高高毛利的加工食品和快餐的比例，门店整体毛利率 32%。** 7-11 的创始人铃木敏文先生说：“质量可以推动数量的扩大”，711 一直致力于挖掘用户需求，优化商品结构。单品管理是指以单个 SKU 为单位进行成本和销售业绩管理。7-Eleven 对单品的管理极为精细，掌握商品每一时刻的动态变化及背后的逻辑，实现备货的精准化。
- 2018 年 711 的商品销售额有 26%来自于加工食品、30%来自于快餐速食、14%来自于日配食品以及 30%来自于非食品商品。** 相较于罗森和全家，7-11 的商品品类结构占比更平衡，同时突出了高毛利的加工食品和快餐占比。
- 2018 财年 7-11 的门店整体毛利率 31.9%。** 其中加工食品/饮料的毛利率为 39.5%，快餐速食毛利率为 36.1%、日配食品毛利率为 33.4%、非食品产品为 20.5%。加工食品和快餐品类的毛利较高，拉动门店毛利率处于较高水平。

**图表 27：三巨头商品结构比较**


来源：公司公告 中泰证券研究所

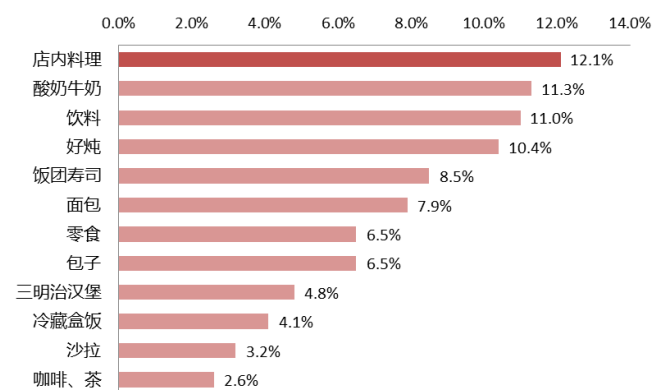
**图表 28：711 不同品类商品毛利率比较**


来源：公司公告 中泰证券研究所

**商品为王：打造爆款商品，带动其他品类销售，保证高客流、高客单**

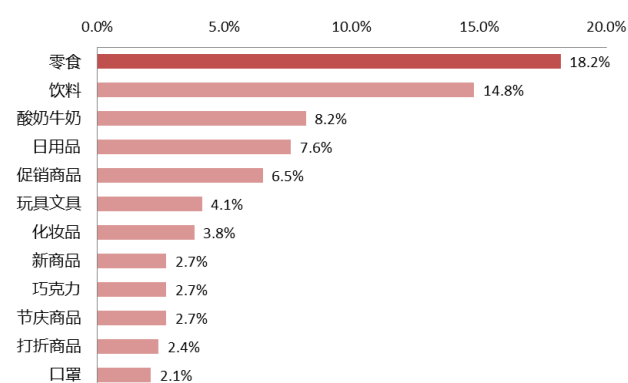
- 7-11 平均单店面积只有 100 平米，SKU 数却达到 3000 左右，只有让单品管理做到极致，才能让每一平米都产生效能。** 便利店的餐饮品类起到极强的引流作用，同时带动了其他品类的销售增长。顾客的目标商品的 Top 3 是店内料理、牛奶、饮料等。这些商品是用户进入便利店的驱动力，保证了店内的高客流。除了目标商品以外，顾客也会购买比如零食等交叉商品，促成了客单价的最大化。
- 得益于极致的单品管理和不间断的商品迭代，711 门店的同店收入一直保持稳健增长，FY2019 日本区门店同店增速 1.3%；北美区同店增速 1.9%。**

图表 29: 711 顾客目标商品排名



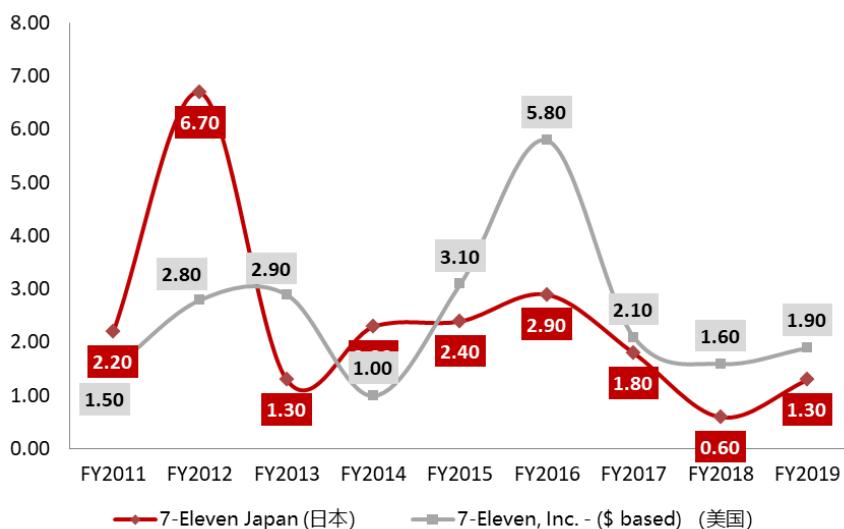
来源: 德勤 中泰证券研究所

图表 30: 711 顾客顺带购买商品排名



来源: 德勤 中泰证券研究所

图表 31: 711 日本和北美区便利店同店销售增速 (%)



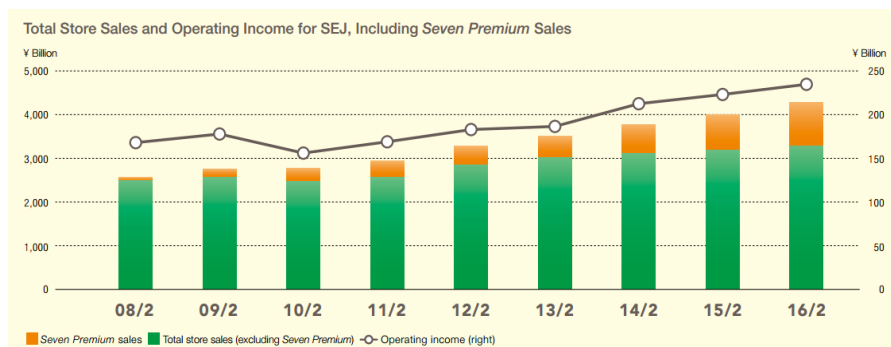
来源: 公司公告 中泰证券研究所

### 商品为王: 开发自有品牌, 创造高毛利

- 自有品牌占比高, 商品开发能力强。711 的自有品牌主要有 Seven Premium、Seven Gold 以及 Seven Lifestyle。Seven Premium 的定位是品质与全国品牌商产品相同或优于品牌商, 价格更低; Seven Gold 的定位是口感和品质比肩专业店生产产品, 价格合理; Seven Lifestyle 的定位是更加注重包装设计和原材料, 给每日生活增添品质。
- 711 的自有品牌诞生于 2007 年, 日本国内正经历较严峻的经济泡沫和商品滞销。为了创造新的产品价值, 集团内部联合主营大卖场的伊藤洋华堂、主营百货的崇光西武子公司, 联合开发自有品牌, 成为了行业首创。
- 主要自有品牌 Seven Premium 的销售份额不断扩大: 上市一年产品种类为 380 种, 总销售额约 800 亿日元; 2012 财年销售额达到 4200 亿日元, 占比 13%; 到了 2017 财年, 销售额增长至 11500 亿日元, 占比近

三成，产品种类多达 3650 种。

**图表 32: 公司自有品牌 Seven Premium 销售占比不断提高**



来源：公司公告 中泰证券研究所

**图表 33: SEJ 自有品牌定位**



来源：公司公告 中泰证券研究所

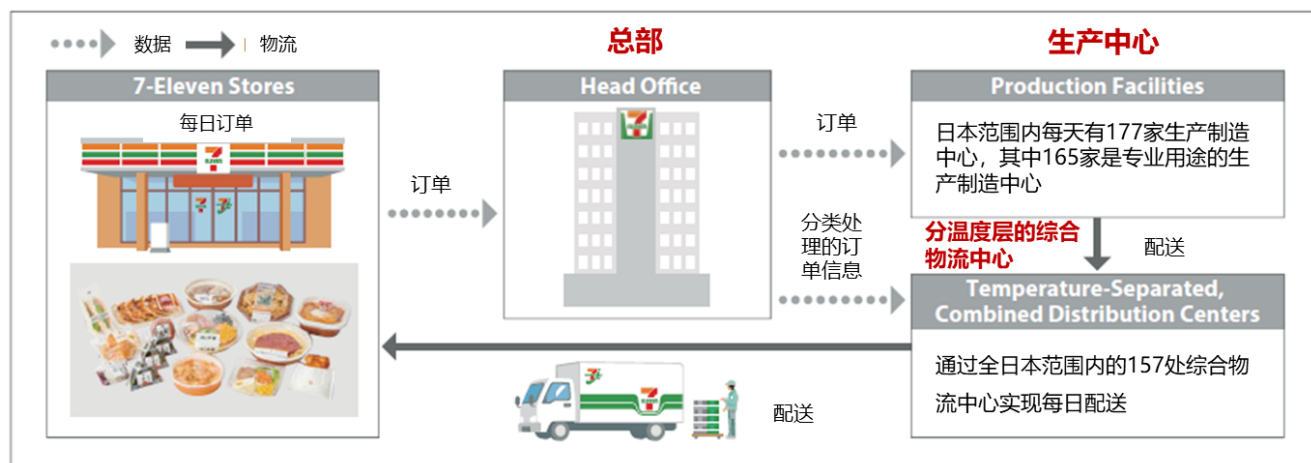
### 精细化的供应链管理

- 设立区域物流中心集中配送，由生产商和批发商共同投资建立，效率有效提升。711 按照不同区域和商品群划分，组成共同配送中心，由中心统一集货发往各门店。共同配送中心由批发商和生产商共同投资建立，一般设立在中心城市商圈附近 35 公里、其他区域 60 公里范围内，一次实现高频率、多品种、小单位配送。

设立共同配送中心一方面充分反映了区域内商品的销售、库存和在途数据，使得 711 掌握了整个产业链的主导权；另一方面降低了物流成本费用，提升了整体利润。实施共同配送后，门店每日的运输车辆从 70 多辆下降为 12 辆，充分反映了效率的提高。

711 在全国有 177 家生产厂商，为门店提供面包、饭团等加工食品，711 未参与投资任何一家生产商，但是集合了各厂家成立了 NDF（日本鲜食联合会），为了获得更多的订单和收益，厂家自觉以高标准进行产品的研发和生产。

**图表 34: 711 货物配送流程**



来源：公司公告 中泰证券研究所

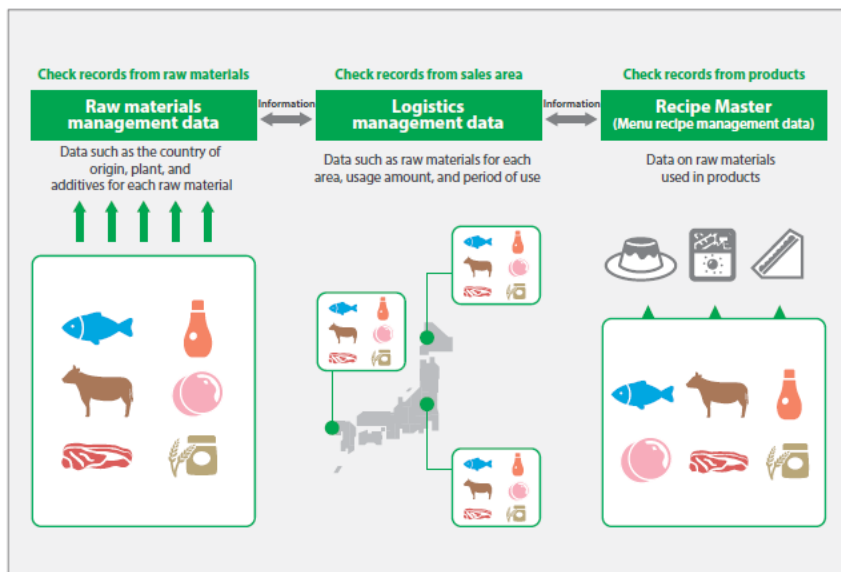
- **特殊的配送体系：按温度划分。**711 独创了按温度划分的配送体制：根据产品不同特性，将商品分为冷冻型（零下 20 摄氏度），如冰淇淋；微冷型（5 摄氏度），如牛奶、生菜等；恒温型，如罐头等；暖温型（20 摄氏度），如饭食、面包等四个温度段进行集约化管理。
- **生产外包，建立数据库全程追踪。**711 的生产、配送、信息系统等基础设施全部外包，既压缩了自己的成本，同时也促使承包商提高专业化生产的能力。但是从食品原材料到成品，711 建立完成的数据库对食材的原产地采购、运输和生产过程进行全程的控制和追溯，从而保证食品的品质

**图表 35: 711 分温度层的配送体系**

温度管理类型	主要适用商品	配送频次
冷冻型（-20度）	冰块、冰淇淋、冷冻食品等	3-7次/周
微冷型（5度）	三明治、乳制品、生菜等	3次/天
常温型	罐头、饮料、零食等	每天
温暖型（20度）	饭食、烤面包等	3次/天

来源：公司公告 中泰证券研究所

**图表 36: 711 建立数据库全程追踪食材的采购、运输和加工**



来源：公司公告 中泰证券研究所

提供多元化的服务，打造“零售+X”的模式塑造便利店场景的穿透力

- **7-Eleven** 的宗旨是关注 5 分钟行动圈里的社区便利。除了售卖商品，7-Eleven 还为顾客提供鲜食，ATM 机，打印，票务，费用代缴等服务。
- 7-Eleven 于 2001 年与百货公司集团伊藤洋华堂合资成立株式会社 IYBANK（即 SEVEN 银行）并取得了银行牌照。随后，ATM 机开始大规模出现在 7-Eleven 门店里，为广大消费者提供便利的金融服务。此外，7-Eleven 还进军信用卡业务，包括 Seven Card、Seven Card 金卡等，直接可以积分和支付。
- 2018 年集团在日本地区共有 25083 台 ATM，其中在 7-11 便利店内设有 22114 台，较 2017 年增加 633 台，平均每家门店都拥有一台或以上的 ATM 来满足消费者对 24 小时便捷取款等服务的需求。
- 便民服务除了有创收的作用外，还为便利店充分地引流，增强了用户粘性，将便利店场景进行了延伸，基于社区群体的需求，未来还将有更多的可能性。

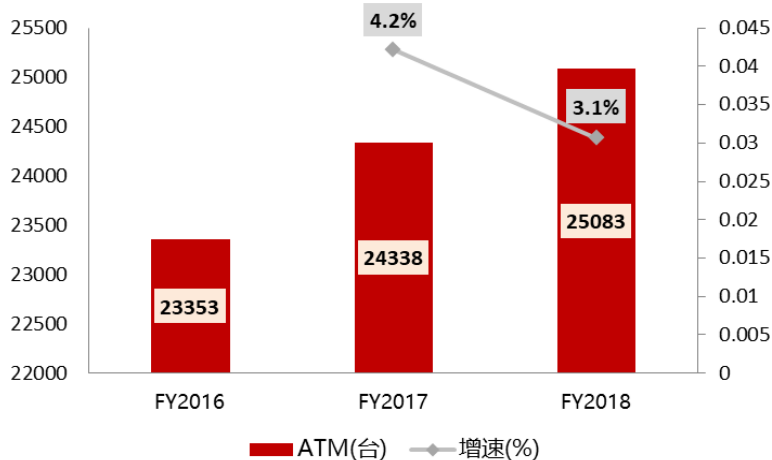
图表 37: 711 提供的便民服务项目

服务类型	服务内容
传统便民	复印、传真以及代收快递等
电讯有关	手机充值、电话卡、补还SIM卡等手机服务
互联网相关	上网卡、游戏点卡机网站点卡等
票务	体育彩票、彩票投注、演唱会、展览会等门票服务
订购	待定考试教材、礼品等
送餐	Seven-Meal Service送餐上门
生活	水电费代缴
代收报名	代办各类培训的报名手续等
金融	设有ATM便捷取款/换区外汇等服务



来源：公司公告 中泰证券研究所

**图表 38: 711ATM 取款机增长情况**



来源：公司公告 中泰证券研究所

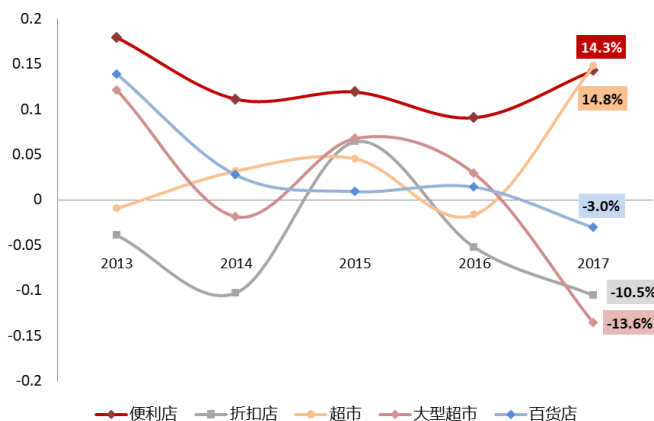
## 7-11 对国内便利店业态发展的借鉴意义

国内便利店行业步入高速发展窗口期，行业格局分散

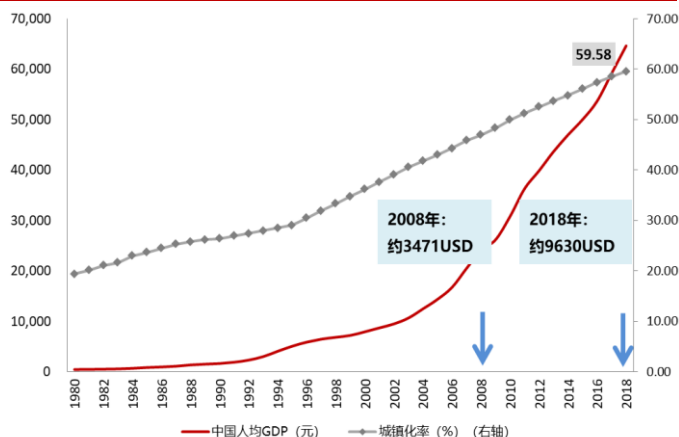
- 2008 年国内人均 GDP 超过 3000USD，到了 2018 年人均 GDP 达到 9630USD；此外伴随着城镇化率的不断提升，为国内便利店行业步入快速发展期提供了前提条件。
- 传统零售业态普遍受到线上冲击，便利店行业却因其满足了便利性、即时性、体验性等互联网无法取代的消费需求，一直保持了稳定的高增长。2017 年百货店、大型超市等都出现了不同程度的负增长，而与此同时便利店行业却实现了 14.3% 的增速，2018 年行业规模达到 2200 亿元（前瞻产业研究院）。
- 由于行业发展阶段、地区经济发展不均衡、中国土地面积广阔、文化差异等方面的原因，中国便利店行业集中度很低。从便利店销售额份额来看，销售额排名第一的美宜佳销售额占比也仅为 10%，市场格局处于分散型竞争阶段。

**图表 39: 中国线下各业态发展增速**

**图表 40: 中国人均 GDP (元) 及城镇化率**

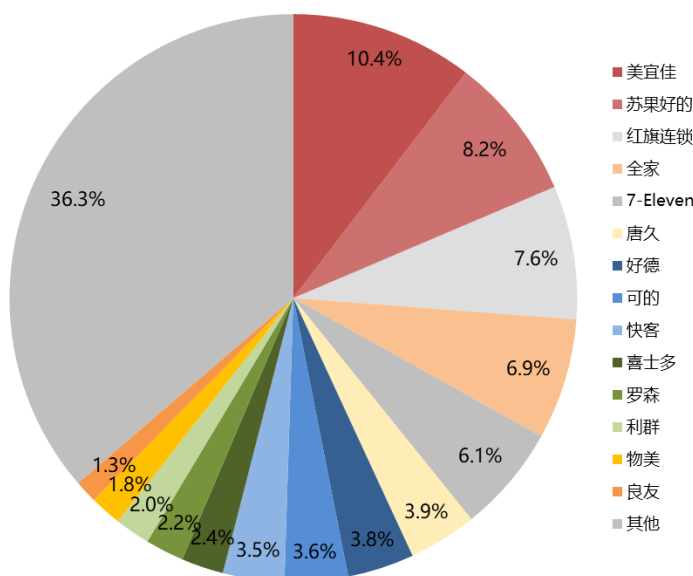


来源：商务部 中泰证券研究所



来源：国家统计局 中泰证券研究所

**图表 41: 2016 中国便利店市场份额**



来源：前瞻产业研究 中泰证券研究所

### 7-Eleven VS 红旗连锁：本土化自营便利店突围的方向在哪里？

- 国内本土便利店业态的经营效率远落后于日本，提升空间较大。此外，目前国内的便利店经营效率仍远远落后于日本，无论从日均销售额、日均客流、客单价、坪效以及毛利率的角度都处于劣势。7-Eleven 单店的平均面积小于红旗连锁，但日均销售额是红旗连锁的 4 倍，坪效达到红旗连锁的 10 倍。2017 年 7-Eleven 的销售毛利率达到 32%，罗森 31.4%，红旗连锁的毛利率水平虽近几年持续提升，但较之日本成熟便利店仍有较大差距。
- 精细化的管理机制、数据化的后台支撑、强大的物流体系和供应链能力、用用户思维开发商品、用共享思维打造利益共同体等是日本便利店多年来成功发展的关键。比如在选品方面，7 Eleven 实施滚动式的单品检验，备足顾客畅销品，剔除滞销品，打造爆款，不仅提高订货准确度，同时

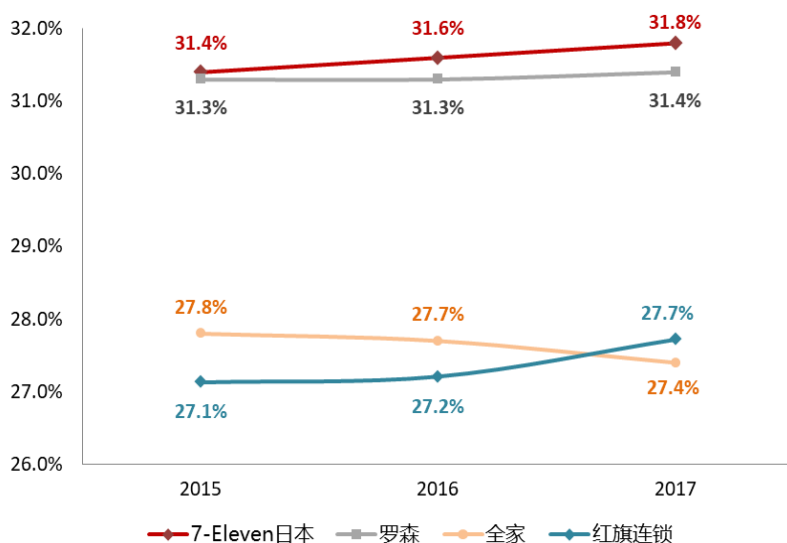
也让门店坪效达到极致。

图表 42: 中日便利店超市关键指标比较

	营业面积 (平方米)	日均销售额 (万元)	日均客流 (人)	客单价 (元)	坪效(万元/ 平米/年)
7-Eleven 日本	130	4.1	1060	39	11.2
全家日本		2.8	930	31	
红旗连锁	200	0.8	360	16	1.07

来源: 观研天下 2018 年中国连锁便利店行业分析报告 中泰证券研究所

图表 43: 红旗连锁和日本便利店毛利率比较

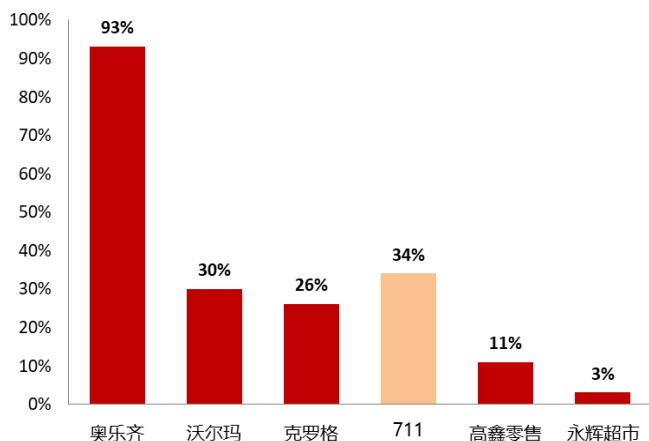


来源: 公司公告 中泰证券研究所

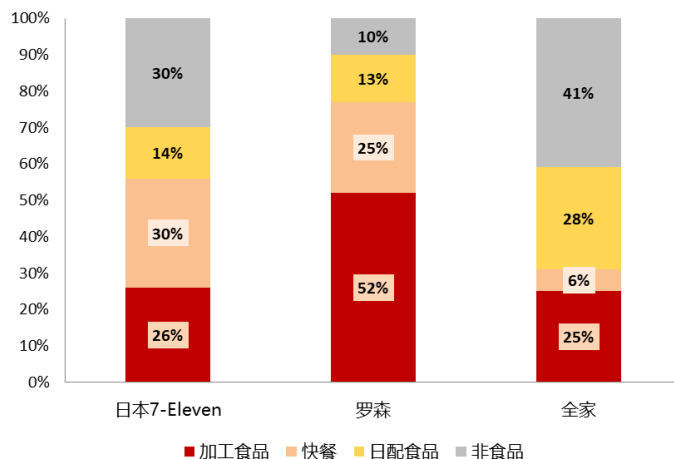
- 优化商品结构, 提升单店收入, 培育成熟的运营模式后再进行快速复制扩张。**
  - 加强单品管理, 优化产品结构, 提升门店毛利率:** 红旗连锁和日本便利店在商品结构上存在较大差异: 日式便利店的食品占比普遍较高, 日本 7-Eleven 食品占比 70%, 罗森 90%, 而红旗连锁目前只有不足 50%。此外, 中国便利店发展报告数据显示: 中国便利店生鲜及半加工食品销售额占比平均值为 15%, 日本则为 30-40%。食品占比较高解释了日本便利店维持高毛利的原因: 日本便利店销售的食物、快餐的毛利率均超过 30%, 快餐类可以达到 40% 左右的毛利率, 远超非食品类 20% 左右的毛利率。此外食品类的引流作用明显, 带动整体单店日均收入的提高。
  - 加强自有品牌开发:** 711 的自有品牌毛利率高达 40%, 且多为可以为门店引流的爆款商品。国内超市企业自有品牌占比普遍低于欧美日超市, 未来借鉴 711 联合生产商开发自有品牌是本土便利店增收的重要途径。

图表 44: 中外超市企业自有品牌占比

图表 45: 日本便利店商品收入结构拆分



来源：公司公告 联商网 中泰证券研究所



来源：Bloomberg 中泰证券研究所

### 7-Eleven VS 阿里零售通：B2B 模式能够跑通的本质是什么？

- 为何阿里零售通和京东便利店“改造百万夫妻店”的 B2B 模式未能盈利？2017 年京东“百万便利店”计划出炉，提出新通路五年在全国开设 100 万家京东便利店，而阿里方面，零售通也提出了覆盖 100 万家夫妻老婆店的目标。但从目前的经营状况来看成果寥寥，盈利模式还未跑通。
- 从门店端来看，主要存在的问题有：（1）商品方面只是换了进货渠道，未能优化商品结构，能够给门店带来显著引流效应的鲜食比例仍然较低（2）零售通和小店主只存在松散的合作关系，很难说服小店承担货损风险去进购设备售卖毛利较高的加工类食品。
- 零售通盈利的底层逻辑是分食中间多层经销商的利润，但是目前利润很难覆盖以物流为主的成本。此外，如果无法做到通过强大的品牌、选品、供应链让改造的小店出现明显的业绩改善，即使后期具备了规模和较强的议价能力，仍然无法解决将小店店主长期留在平台上的难题。
- 零售通的优势也是较为明显的：（1）货源：阿里积累的淘品牌、天猫品牌等增强了小店货源的丰富度及价格优势（2）基础设施保障：阿里菜鸟物流、支付等基础设施保证了零售通天然的竞争优势；（3）未来小店与饿了么等本地生活服务的协同

图表 46：天猫小店和京东便利店比较

		天猫小店	京东便利店
保证金		1万元	旗舰店2万元；精品店1万元；优品店5千元
服务费		3999元/年	0
		零售通	掌柜宝
进货平台	采购要求	1万元以上/月	无硬性要求，进货额决定奖励政策，一般为30%
	优势	SKU全，上新快，促销多；赊销52天，最高10万元	起订量小，免邮门槛低；物流速度快，货到付款
	劣势	价格高；起订量高；经常断货；物流体验较差	产品价格贵；SKU少；促销活动少
增值服务	菜鸟驿站，饿了么外卖，大数据指导进货等	代收包裹、生活缴费、号卡服务、京东维修等	

来源：公司公告 中泰证券研究所

- 711 的成功：选取商品流通环节中利润最大的环节参与，不赚“中间商差价”的利润。**7-11 作为技术提供商，建立了大规模的门店网络，实现轻资产模式运营，形成了类似电商的规模效应。7-11 日本公司的人均创造利润超过 100 万人民币，人效可与阿里比肩。711 模式走通的原因主要有：
  - （1）关注利润最高环节，外包利润较低的环节：**主要为 711 创造利润的环节是：消费者洞察环节、品牌建立环节、涉及定价和营销的商业企划环节、信息系统及供配体系搭建环节等，这些都具备较大的利润空间；而利润空间较低的环节，比如产品供应、配送等，711 都众包出去。
  - （2）解决行业分散，创造规模效益：**对于零售商来说，规模越大，渠道相对于品牌的优势就越凸显，711 的通过集合分散的小店，增加采购的规模，提高了零售端对于供应侧和配送侧的议价能力。
  - （3）真正为小店赋能，提高收入，增强小 B 的粘性：**通过去掉中间商的价值掠夺获得利润的方式，商家的粘性很低。比如滴滴和美团，都是通过对司机和餐饮门店的流量赋能而获取 B 端客户粘性；而对于便利店来说，受众范围有限，属于存量流量改造。711 是通过强大的单品管理、高毛利产品的开发等改变小店的商品结构、运营方式，为小店持续创收，从而增强了加盟商的粘性。

图表 47：产品流通环节利润分布



来源：36Kr 中泰证券研究所



**7-Eleven VS 苏宁小店：O2O 便利店模式是否能超越传统便利店？**

- 苏宁小店前期做自营迭代，培育成熟后计划做加盟模式，优势在于线上线下场景的完全融合。苏宁小店是“线上 APP+线下便利店”的 O2O 运营模式，通过线上开放流量入口，打通苏宁整个生态体系，接入产业资源和服务。消费者既可以到店消费，也可通过线上 APP 直接下单，享受送货上门服务。2019 年上半年全国门店数已超过 5000 家。同时在供应链基础设施建设方面：截至一季度末公司在全国 41 个城市拥有 50 个物流基地、46 个生鲜冷链仓（公司一季报）。
- 劣势：快消品类线下运营的经验不足。供应链建设、门店运营管理等还需时日；
- 优势：不止于便利店，既可接入苏宁资源从线上引流，也可提供社区服务延伸社区场景。目前小店正在集合苏宁各项服务入驻，包括快递代收、家庭相关的家电清理维修和换新等、儿童相关的游乐、生活教育等服务。711 集团多业态的资源对便利店的发展有助力作用，苏宁集团的多业态、多品类经营的资源未来预计也会在自有品牌开发、供应链深度协同方面给小店发展提供保障。
- 判断：苏宁小店的定位是社区服务的平台和入口，目标是成为低成本的用户入口和物流履约载体。但每个社区便利店顾客群有限，根本上做的还是存量流量的生意，线上的流量赋能效益仍有待观察。如果不能搭建完善的快消品销售体系，就无法为门店带来持续、稳定的流量和收入，那么社区服务的赋能做为一个“零售+X”里的 X，就很难带来根本上的收益放大效应。

**图表 48：苏宁小店标杆门店单店运营数据（测算值）**

苏宁小店标杆店核心运营数据（上海）	
单店面积（平米）	150
日均销售额	近1万元
毛利率	26%-27%
员工人数	3
员工费用率	低于10%
水电费用率	约占5%
生鲜占比	60%

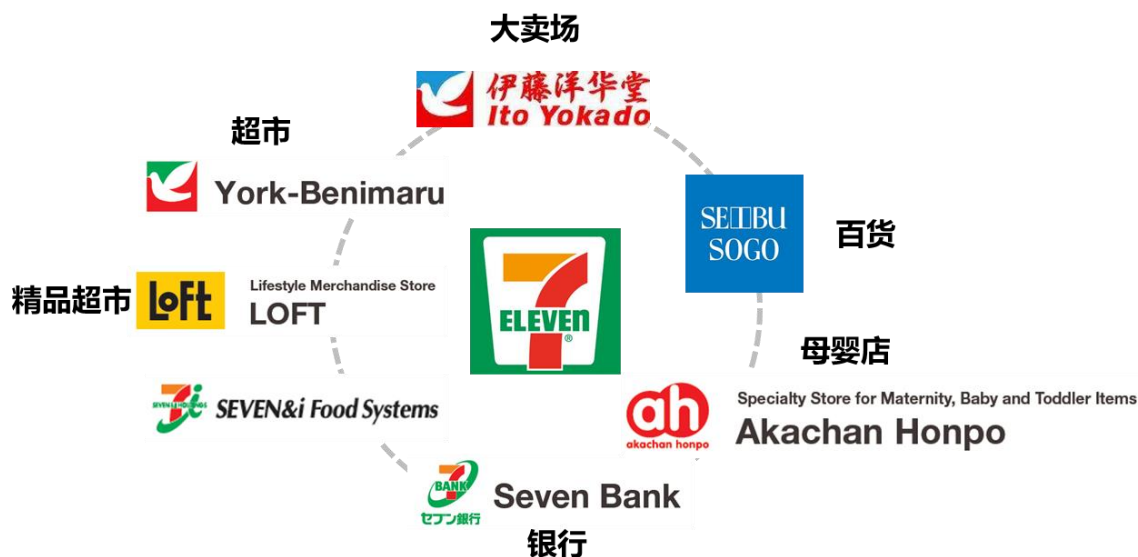
来源：草根调研 中泰证券研究所

**图表 49：苏宁小店三线城市门店单店运营数据（测算值）**

苏宁小店三线城市门店运营数据（扬州）	
单店面积（平米）	130
日均销售额	1000
毛利率	18%-20%
员工人数	3
员工费用（元/日）	450
水电费（元/日）	80
生鲜占比	60%

来源：草根调研 中泰证券研究所

**图表 50：SEVEN&I 集团旗下主要业务模块**



来源：中泰证券研究所

图表 51: 苏宁集团业务模块布局



来源：中泰证券研究所

### 7-Eleven VS 永辉 —— 看好大店+小店的多业态协同模式

- 多业态触及更多客群，供应链的深度融合将效益最大化。SEVEN&I 集团旗下除了有主营便利店的 711，还有主营大卖场的伊藤洋华堂以及主营百货的崇光西武子公司。集团在 2007 年推出具有里程碑意义的自有品牌时，是打破了不同业态的壁垒，共同组建产品研发项目组，同时系列产品以统一价格在大卖场、百货及便利店门店内统一售卖，凸显了多业态协同的优势。
- 永辉则在业态协同和供应链的深度融合方面走得更远：为了更有效地触及社区的客群，强化区域渗透率。2018 年底，永辉开始培育定位社区生

鲜超市的 Mini 店业态，和原有的大店形成联动。2019Q1 新开 Mini 店 93 家，签约 146 家，目前盈利模式已基本打磨成熟，1/10 的门店实现盈利，年内计划开 1000 家。小店共享大店已经搭建成熟的采购、物流和仓储体系，同时可以和大店互相消化库存，保证了小店的模式能够快速落地。

**图表 52: 永辉 Mini 店核心财务数据 (测算值)**

	A类门店	C类门店
单店收入 (万元/天)	4+	1.7
面积 (平米)	400+	325
员工人数	10	10
SKU数	生鲜3000+食百3200	2170
损耗	3%	6%
租金 (元/平米/月)	80	100
人员工资 (万/月)	4	4
水电费		4000+
客单价		20+
毛利率	22%	17%
生鲜占比	50%	51%

来源: 草根调研 中泰证券研究所

**图表 53: 永辉绿标大店单店财务模型 (测算值)**

永辉超市绿标Bravo单店财务模型	
单店面积 (平米)	3200
SKU	14000 (生鲜1000)
坪效 (万元/平米/年)	2.8
员工人数	80
平均薪酬(元/人/月)	6000
门店租金 (万元/月)	38
月水电费 (万元/月)	10~11
固定资产投入 (万元)	2800
折旧费用 (万元/年)	130
其他费用 (万元/月)	10万
日均销售额 (万元)	21-25
生鲜销售占比	50%
线上销售占比	6%
日订单总数	3200-3300
日线上订单总数	100-200
线上客单价	60-70元
线下客单价	60-70元
毛利率	15%-16%
总销售额 (万元/月)	750
总毛利额 (万元/月)	120
总费用 (万元/月)	117
营业利润总额(万元/月)	3

来源: 草根调研 中泰证券研究所

**图表 54: 国内便利店行业各模式比较**

模式	代表公司	优势	劣势	评价
本土自营便利店	红旗连锁	深耕本土多年，积累了省内优质供应链资源	经营效率较日式便利店差距较大，产品中毛利较高的食品品类占比较低	优化商品结构，加强自有品牌开发，提升单店收入，模式培育成熟后可进行快速跨区域复制扩张
B2B夫妻老婆店改造	阿里巴巴（零售通）	(1) 货源：阿里积累的淘品牌、天猫品牌等增强了小店货源的丰富度及价格优势 (2) 基础设施保障：阿里菜鸟物流、支付等基础设施保证了零售通天然的竞争优势； (3) 未来小店与饿了么等本地生活服务服务的协同	(1) 分食中间多层经销商的利润，但很难覆盖以物流为主的成本； (2) 加盟门店的商品结构和运营管理未能从根本上改善； (3) 和小店店主只是松散的合作关系	缺失线下零售的经验，无法通过强大的选品、运营管理的优化等让改造的小店出现明显的业绩改善，即使后期具备了规模和较强的议价能力，如何解决将小店店主长期留在平台上的难题才是最核心的。
O2O便利店	苏宁（苏宁小店）	(1) 可接入苏宁资源从线上引流； (2) 可提供社区服务延伸社区场景。目前小店正在集合苏宁各项服务入驻，包括快递代收、家电维修清理维修等 (3) 苏宁集团的多业态、多品类经营的资源未来预计也会在自有品牌开发、供应链深度协同方面给小店发展提供保障	快消品类线下运营的经验不足。供应链建设、门店运营管理等还需时日	苏宁小店的定位是社区服务的平台和入口，但每个社区便利店顾客群有限，根本上的还是存量流量的生意，线上的流量赋能效益不显著。如果不能搭建完善的快消品销售体系，就无法为门店带来持续、稳定的流量和收入，那么社区服务的赋能做为一个“零售+X”里的X，就很难带来根本上的收益放大效应。
大店+小店联动	永辉超市	(1) Mini店目前盈利模式已基本打磨成熟，1/10的门店实现盈利 (2) 小店可以共享大卖场的采购、物流等供应链资源，借鉴运营管理经验，和大店互相消化库存等。	小店可能会对大店的顾客有一定的分流；生鲜社区店相较于传统便利店毛利较低。	小店共享大店已经搭建成熟的采购、物流和仓储体系，同时可以和大店互相消化库存，保证了小店的模式能够快速落地。看好大店+小店联动的模式。

来源：中泰证券研究所

## 风险提示

- (1) 经济增速下滑，消费回暖不及预期。
- (2) 行业竞争加剧带来毛利率和净利率的下滑。
- (3) 并购整合不及预期，跨区域扩张导致资本支出增加影响利润端。
- (4) 电商对线下零售的冲击。

**投资评级说明:**

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。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, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。

**重要声明:**

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用, 不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户, 不构成客户私人咨询建议。

市场有风险, 投资需谨慎。在任何情况下, 本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“中泰证券研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。