

商业贸易

泛零售行业观察之

-复盘美日市场，寻找中国杂货零售的发展机遇

评级：增持（维持）

分析师：彭毅

执业证书编号：S0740515100001

电话：15221203039

Email: pengyi@r.qlzq.com.cn

重点公司基本状况

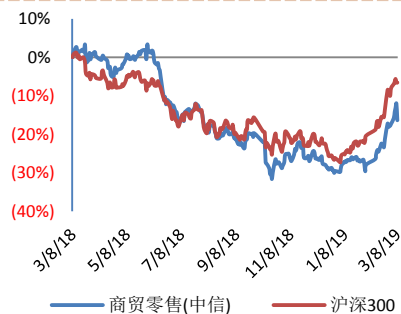
简称	股价 (元)	EPS				PE				评级
		2017A	2018E	2019E	2020E	2017A	2018E	2019E	2020E	
苏宁易购	12.02	0.45	1.44	0.21	0.34	27.16	8.35	57.24	35.35	买入
新宝股份	10.30	0.50	0.62	0.79	1.01	24.50	16.61	13.04	10.20	买入
永辉超市	8.26	0.19	0.21	0.29	0.38	53.20	39.33	28.48	21.74	增持
家家悦	23.00	0.66	0.86	1.06	1.24	30.15	26.74	21.70	18.55	买入
南极电商	10.19	0.33	0.36	0.52	0.71	37.34	28.31	19.60	14.35	买入

备注

基本状况

上市公司数	97
行业总市值(百万元)	980,630
行业流通市值(百万元)	362,833

行业-市场走势对比



相关报告

- 1 电商标杆企业研究之网络零售特卖龙头唯品会的兴衰转之路
- 2 超市行业标杆企业研究：高鑫零售——联姻阿里定义未来新零售新玩法
- 3 电商标杆企业研究之从战略推进和估值思路变化看越来越像亚马逊的阿里巴巴

投资要点

- 我们认为，在居民消费回归理性、大众消费频次提升的背景下，生活杂货零售凭借低价优质的产品和方便触达的线下一站式购物体验等优势，有望迎来较大的发展机遇。提升供应链效率，减少品牌溢价；谨慎选址、着重布局客流量高的核心商圈，保证商品的高速流通；以及持续扩张门店、形成规模销售效益，是当前国内生活杂货零售业态获得成功的关键。
- 美国杂货零售发展动能来自于门店扩张和同店效率提升。美国中产阶级分化为富裕阶层和低收入阶层的趋势逐步增强，以中低收入群体为目标客群的低价杂货零售店近年来实现了稳健增长，同比增速显著高于表现低迷的美国零售行业。目前美国低价杂货零售连锁店的产品结构已经进入长期稳定状态，毛利率提升空间较小，未来的核心发展动能来自于门店扩张以及同店经营效率的提升。在选址方面，美国杂货零售更倾向于选择租金较低的郊区开店，以此减小租金压力。
- 日本百元店布局核心商圈，以规模销售摊薄租金压力。日本百元店成功崛起的主要原因是拥有品种齐全、难以复制的商品群：（1）SKU 齐全，产品质量优，满足一站式购物需求；（2）自有品牌占比高，差异化竞争优势大；（3）上新频繁，有效提升复购率，保证商品的快速流通。日本人口密度较高，在购物中心、商业区临街，住宅区等人流量较高的地方，百元店凭借低价优势可有效聚客，采取多店分散化的经营模式，满足百元店对高流通性的要求。然而，客流较高的地区租金成本更高，为百元店带来了一定的租金压力，需要通过谨慎选址、持续扩大销售规模来摊薄租金成本。
- 国内消费放缓和电商冲击下，生活杂货新业态迎来发展机遇。近年来，国内社会消费品零售总额增速持续放缓，在人均可支配收入提高、消费持续升级的大趋势下，消费分级现象也越来越普遍，中等及以下消费群体对于生活必需品/高频次消费品的价格更加敏感，更加注重商品本身的性价比而淡化品牌溢价。无印良品中国区由于定位偏差，同店销售已经呈现出下滑态势。不少传统品牌和大电商平台依托流量优势、品牌效应、资源支持等布局生活杂货零售铺，有望成为名创优品等性价比杂货铺的有力竞争者。
- 优化供应链、谨慎选址、投资型加盟是名创优品成功扩张的关键。名创优品实行“买断制”采购，越过代理商、经销商等中间环节，通过大规模订单直采保证了低价销售的经营优势。自有品牌占比高，采用“中央仓库+少量配货”模式，也有效提升了供应链效率。在选址方面，名创优品布局一二线城市核心商圈等高客流区域，打造规模销售、提升品牌形象、优化消费者购物体验。2017年，名创优品门店进店量高达十亿次，在中国的购买人次高达3.5亿。名创优品采用“投资型加盟”的轻资产扩张模式，将前期投资成本、租金压力转移至加盟商，自身则更加专注于集约化管理运作上，在全国范围内实现高效高质的门店扩张，快速形成规模优势。
- 风险提示事件：（1）商品原材料等进货成本大幅上升，难以保持低价优势；（2）门店租金压力大幅上升，销售难以覆盖成本，出现亏损；（3）门店扩张不畅，同业竞争激烈，品牌影响力下滑。

内容目录

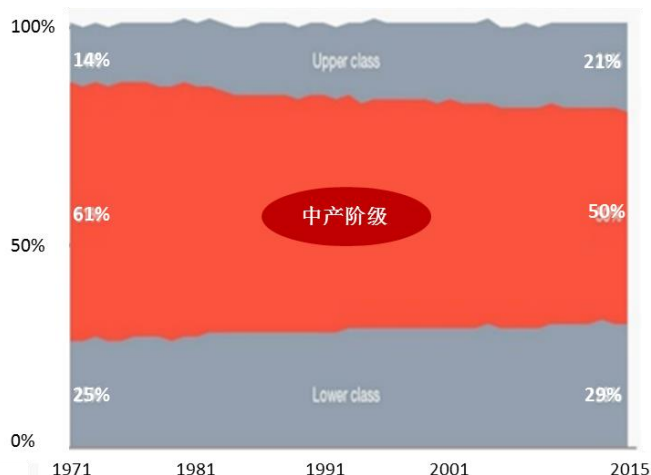
美国低价杂货零售店的商业秘密	- 3 -
深耕低价策略，杂货零售龙头实现稳健增长	- 3 -
精选产品组合，供应链管理高效，盈利能力强	- 3 -
完善门店布局，配套物流网络建设，提升经营效率	- 5 -
日本百元店业态的崛起之路	- 6 -
经济泡沫破裂，消费回归理性，百元店实现快速扩张	- 6 -
丰富 SKU 满足一站式购物需求，上新频繁/自有品牌增加用户粘性	- 7 -
产品毛利率高，经营效率优化	- 8 -
门店重点布局高客流区域，依托快速扩张摊薄租金压力	- 9 -
中国杂货零售的发展机遇	- 11 -
消费放缓和电商冲击下，生活杂货新业态涌现	- 11 -
案例：名创优品的扩张之道	- 12 -
案例：无印良品的中国之败	- 15 -
传统零售企业/电商的生活杂货零售尝试	- 16 -
风险提示	- 17 -

美国低价杂货零售店的商业秘密

深耕低价策略，杂货零售龙头实现稳健增长

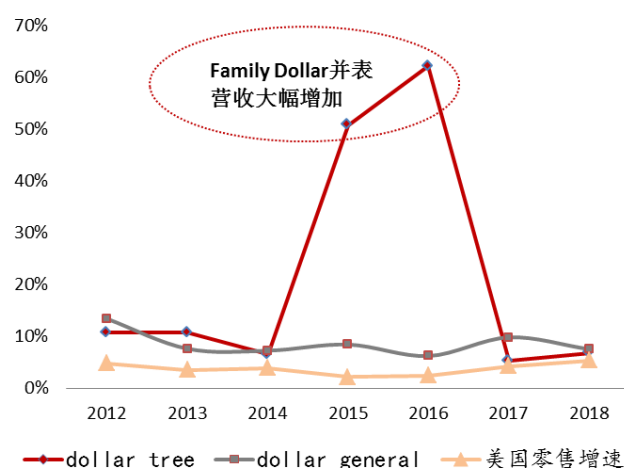
- 中产阶级是美国经济和消费的核心人群，而据 CNN 公布的数据，近 50 年来美国中产阶级比例从 1971 年的 61% 持续下滑至 2015 年的 49.4%。经历过 70 年代的滞涨、80/90 年代的经济复苏以及新世纪以来的互联网/房地产泡沫，中产阶级分化为富裕阶层和低收入阶层的趋势逐步增强。在工资增长放缓、失业率上升以及物价快速提升的背景下，以中低收入群体为目标客群的低价杂货零售店迎来了发展机遇。低价杂货零售连锁店凭借单品 10 美元以下的低价、有口皆碑的商品质量和完善的门店布局，逐步成为消费者青睐的购物场所，销售收入保持稳健增长，同比增速显著高于表现低迷的美国零售行业。美国前三家主打低价策略的杂货零售连锁商依次为 Dollar General、Dollar Tree 和 Family Dollar，2015 年 Dollar Tree 成功收购 Family Dollar，进一步扩大了现有市场规模，与 Dollar General 形成双雄鼎立之势。

图表 1：美国中产阶级比例下滑



来源：CNN 中泰证券研究所

图表 2：低价杂货零售企业营收增速领先美国市场



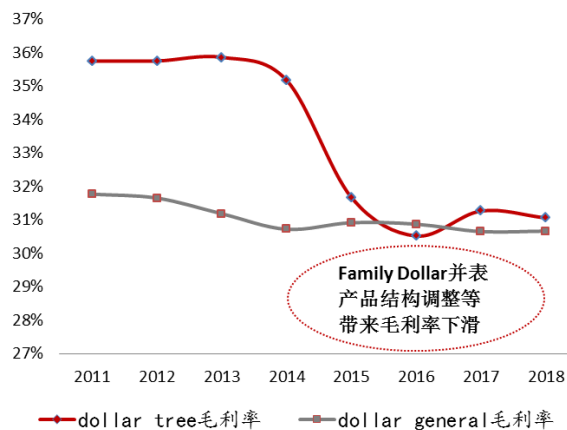
来源：美国商务部普查局 公司公告 中泰证券研究所

精选产品组合，供应链管理高效，盈利能力强

- Dollar Tree 商品仅售一美元，但凭借出色的选品和高效的供应链管理，2018 财年（2017.2-2018.2）Dollar Tree 品牌毛利率达 34.5%，Family Dollar 品牌并表拉平后公司整体毛利率仍为 31.6%，显著高于沃尔玛同期 25.3% 的水平，也高于 Dollar General 同期 30.8% 的毛利率水平。
- Dollar Tree 以大规模采购清仓尾货起家，近年来通过精心设计产品组合，清仓商品比例已低于 10%；当前基本消费品占比 49%，为毛利率较低的标品，主要用于吸引客流，多样化产品占比 46.3%，季节性装饰品占比 4.7%，品牌属性弱，毛利率较高，为主要利润来源。相比之下，Dollar General（77%）和 Family Dollar（75%）的消费品占比更高，毛利率水平更低。此外，Dollar Tree 对接中国、越南等亚洲中小厂商，进口商品比例超过 40%，通过制造成本最小化、大规模采购平摊运输成本等方

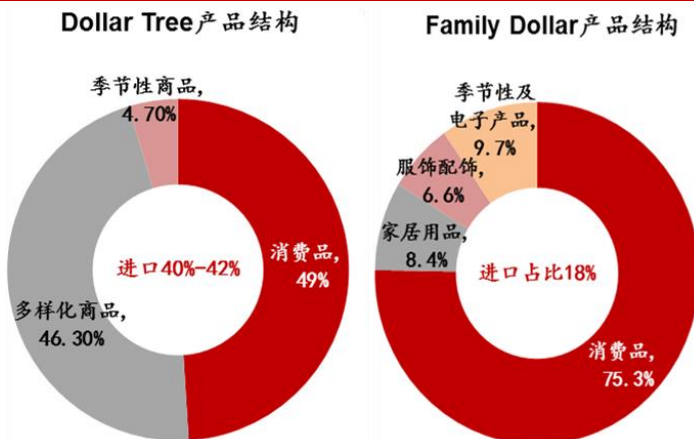
式控制采购成本，对每件商品都设置目标利润率并严格执行，选择品牌溢价低的非主流品牌商品，针对 2-3 个 SKU 进行大规模采购；少部分主流品牌的商品通过缩小包装以及设定最低购买量等技巧，仍然保证了单件一美元的售价。

图表 3: Dollar Tree 的毛利率较高



来源：公司公告 中泰证券研究所

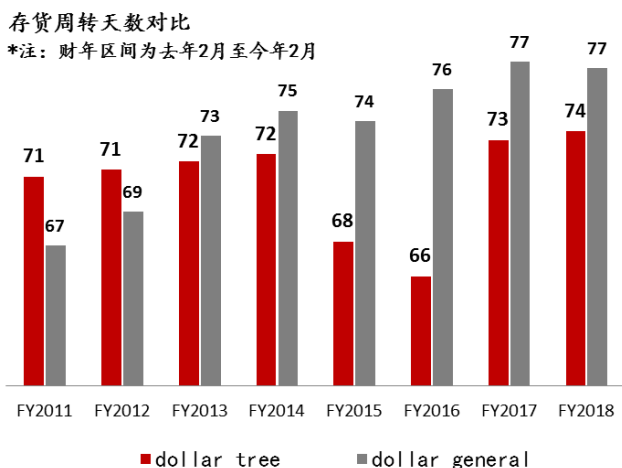
图表 4: 产品结构: 消费品引流, 进口比例高



来源：公司公告 中泰证券研究所

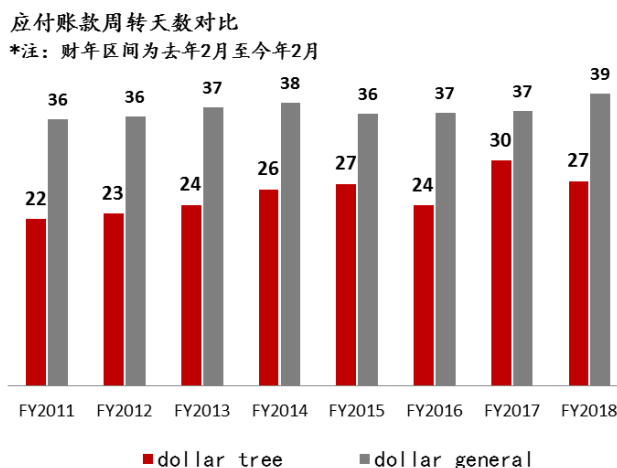
- 低价战略并非意味着忽视商品质量，Dollar Tree 对合作伙伴的筛选十分严格，在报价、寄送样品审核等环节后会派遣专人进行验厂，严控商品质量，避免因质量问题导致的商品降价处理对盈利造成不利影响；同时对商品销量进行动态监控，根据地域差异调整营销重点，减少滞销、缺货等问题，保持存货周转的稳定及高效，自 2012 年来存货周转天数始终优于竞争对手 Dollar General。另一方面，Dollar Tree 为了保证产品利润率更倾向于大规模买断式采购，供应商对资金流转速度的要求更高，因此 Dollar General 的供应商议价优势比 Dollar Tree 更加突出。

图表 5: 存货周转天数保持稳定



来源：公司公告 中泰证券研究所

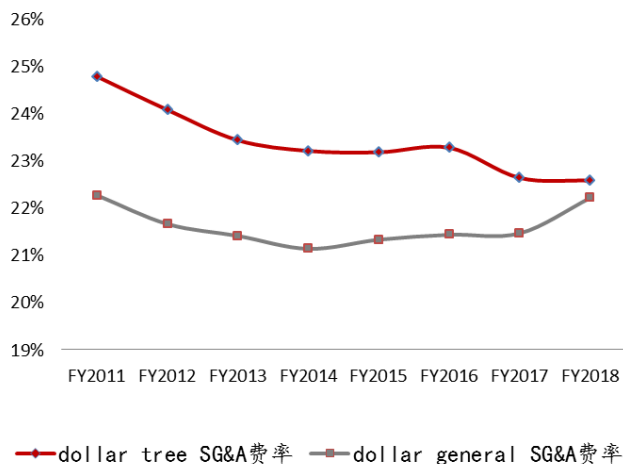
图表 6: Dollar General 的供应商议价能力更强



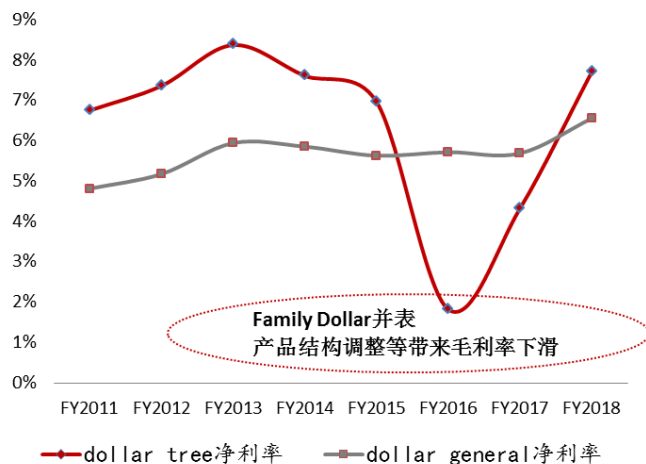
来源：中泰证券研究所

- Dollar Tree 单店面积较小，管理模式精简，店员一般不超过 5 人，在客流量较低的时间段基本只开放一个柜台，最大程度地降低了运营成本；2018 财年销售及管理费用率小幅下滑至 22.6%，在人力成本逐渐上升的趋势下仍然持续优化。由于 Family Dollar 并表带来产品结构调整、SKU

减值/清算、以及售出存货成本摊销等一次性事件的影响，2016 财年 Dollar Tree 毛利率恶化，净利率大幅下滑，随着财务调整的开始，2018 财年 Dollar Tree 净利率回复到 7.7%，超过 Dollar General 的 6.6%，两家公司的盈利能力都保持稳健。

图表 7: Dollar Tree 三项费用率持续优化


来源：公司公告 中泰证券研究所

图表 8: 盈利能力保持稳健


来源：公司公告 中泰证券研究所

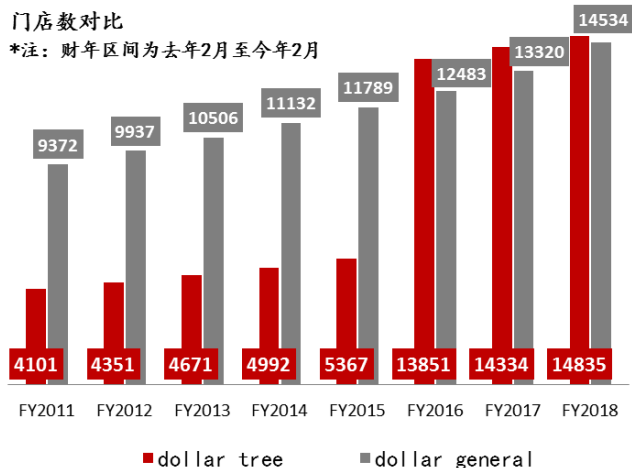
完善门店布局，配套物流网络建设，提升经营效率

- 低价杂货零售连锁店的产品结构已经进入长期稳定状态，毛利率提升空间较小，而随着制造、人工等成本逐渐上升，毛利率在稳定中也呈现出微降的态势。由此看来，杂货零售连锁的核心发展动能来自于门店扩张以及同店经营效率的提升。
- 在选址方面，Dollar General 则选择人口密集的美国东部地区，以及收入水平较低的中部地区进行重点布局。Dollar Tree 在收购 Family Dollar 之后，门店总数已超过 Dollar General。Dollar Tree 偏向于在沃尔玛附近开店，单店面积仅为沃尔玛的 1/10，距离停车区更近，有效将追求“天天低价”的沃尔玛顾客引入店产生消费。在中小城市，Family Dollar 直接渗透进住宅区，解决了用户就近购物的日常需求。
- 从同店收入增长情况来看，Dollar General 在 2018 财年的同店收入增速回升至 2.7%的稳定水平。Dollar Tree 对旧门店进行重新选址及升级改造，增大门店面积，引入安装冷冻设备、增加冷冻食品等吸引客流，交易量及客单价稳步上升，2018 财年可比店面同比增长 1.9%，其中交易量增加贡献 1%，客单价提升贡献 0.9%；Dollar Tree 同店收入同比增长 3.4%，Family Dollar 同店收入同比增长 0.4%，主要原因为 Family Dollar 定位的目标客群收入水平较高，与周边社区店和郊区低价杂货零售店相比产品价格优势较小，面临着较大的竞争压力。

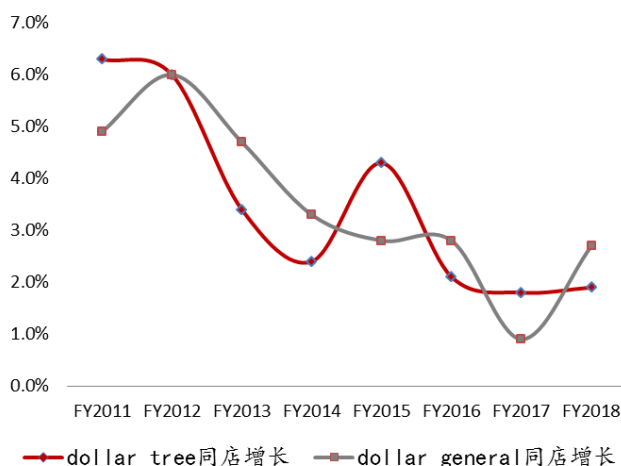
图表 9: 门店布局持续完善
图表 10: 同店收入保持稳健正增长

门店数对比

*注：财年区间为去年2月至今年2月



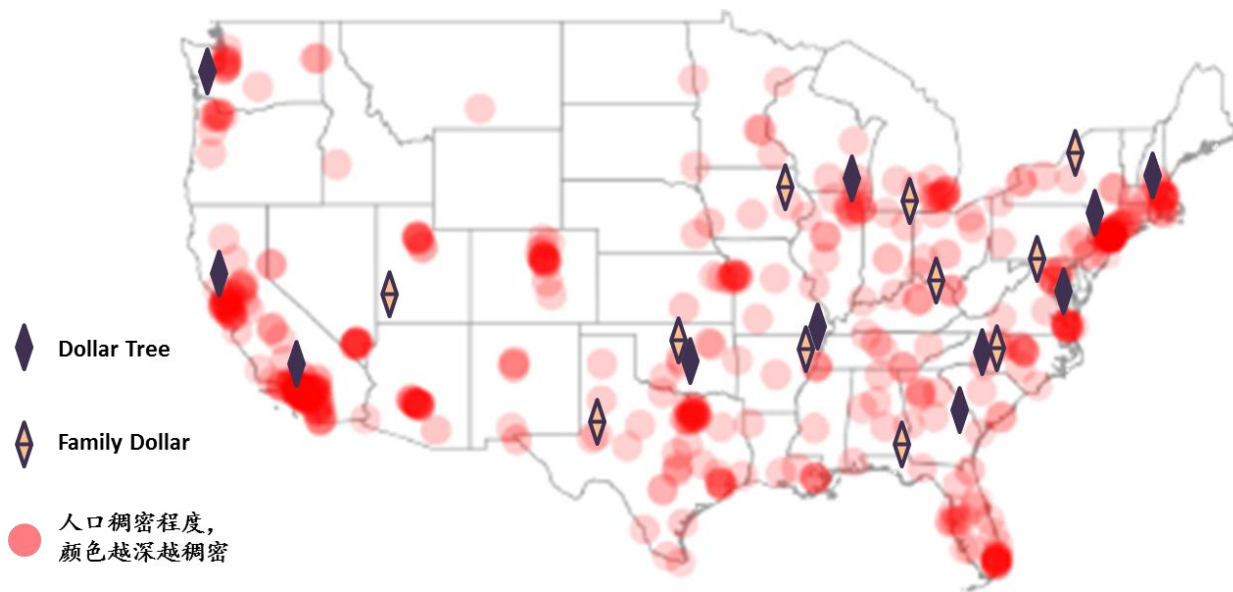
来源：公司公告 中泰证券研究所



来源：公司公告 中泰证券研究所

- 在店面选址之外，高效的物流能力对门店及时补货和经营效率的提升也具有重要意义。Dollar Tree 致力于打造高效、完善的物流网络，11 家自建分拨中心遍布全美，在收购 Family Dollar 之后进一步完善了物流分拨系统，结合门店布局已基本覆盖全美人口稠密地区，当前物流网络可支撑美国地区 265 亿美元的年销售收入，充分满足了公司日常经营需求。

图表 11: Dollar Tree 分拨中心遍布全美，基本覆盖人口稠密地区



来源：World Population Review 公司公告 中泰证券研究所

日本百元店业态的崛起之路

经济泡沫破裂，消费回归理性，百元店实现快速扩张

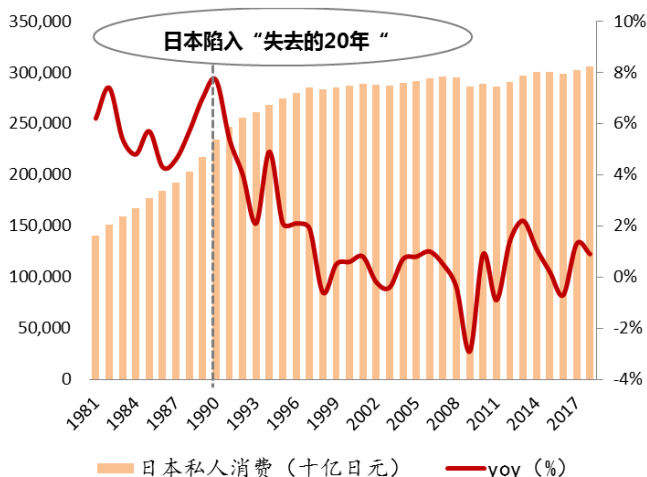
- 上世纪 80 年代起，在日本长期实行的低利率货币政策和日元升值的影响下，大量国际热钱涌入日本股票和地产市场，资产价格泡沫不断上升，

日本零售企业也加速了扩张步伐，大量投资建设地产项目。进入 90 年代后，资产泡沫破灭，不少知名百货企业陷入了经营困境，遭受重创的日本经济也使整个日本零售业陷入低迷，业态和创新成为挽救经营困局的关键。在这样的背景下，居民消费回归理性，价格低廉、性价比高的百元店成功吸引了大量消费者。对于覆盖服装、电器等高毛利品类的大百货/综合超市而言，百元店本小利微，不构成本质冲突，百元店因此在相对宽松的竞争环境中实现了快速扩张，在传统零售业态增长停滞的同时保持了销售额的稳健增长。

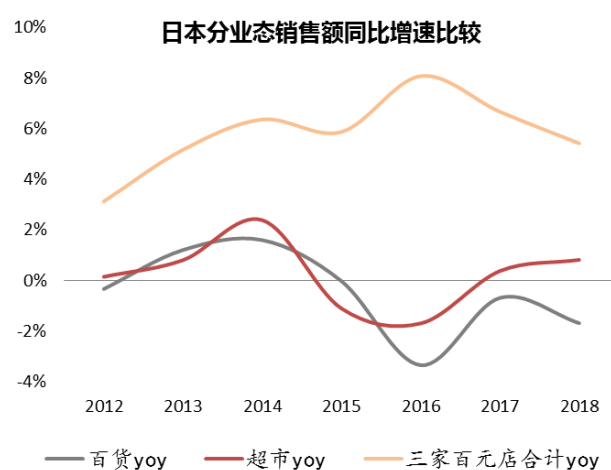
图表 12: 日本近百年消费趋势变迁

	第一消费时代 1912-1941	第二消费时代 1945-1974	第三消费时代 1975-2004	第四消费时代 2005-至今
时代背景	从日俄战争胜利开始至中日战争；以东京、大阪等大城市为中心，中产阶级诞生	战败、复兴、经济高速增长至石油危机；大量生产消费，全国1亿人口中产阶级化	从石油危机到低增长、泡沫经济、金融破产、小泉改革，贫富差距拉大	雷曼危机、两次大地震、经济长期不景气、不稳定等导致收入减少和消费市场缩小
消费导向	国家	家庭	个人	社会
消费取向	西洋化/大城市倾向	家庭消费兴起	个性化消费	回归理性，追求简约、自然
消费体现	百货崛起；资生堂连锁零售	家电品牌崛起（松下、索尼、夏普）；汽车产业崛起	便利店迅速扩张	优衣库、无印良品兴起
GDP增速	-	7%-13%	2%-5%	经济复苏
消费主义	私有主义	追求“更大更多”，尊崇美式消费	品牌化、品质化	脱离物质主义，崇尚简约、本土意识

来源：《第四消费时代》 中泰证券研究所

图表 13: 1990-2010 年日本私人消费增速持续下滑


来源：日本内阁府 中泰证券研究所

图表 14: 百元店销售增速领先传统的百货/超市业态


来源：日本财务省 公司公告 中泰证券研究所

丰富 SKU 满足一站式购物需求，上新频繁/自有品牌增加用户粘性

- 日本百元店龙头大创产业 Daiso 从 80 年代起发展百元店业务，在经济泡沫破灭后的 90 年代实现高速增长，2017 年销售规模超过 4,500 亿日

元，市占率达到 65%。以大创为例，百元店成功崛起的主要原因是拥有品种齐全、难以复制的商品群：**(1) SKU 齐全，产品质量优**：为满足一站式购物需求，大创持续扩品，从日用品发展到食品、厨卫用品、办公文具、服装、小家电等，商品线达到 90,000 余条，为消费者提供了丰富的购物选择；同时，大创对供应商制定了严格的商品质量审核标准，保证产品质量，树立了良好的品牌口碑；**(2) 自有品牌打造差异化竞争力**：官网数据显示，大创的合作伙伴来自全球 45 个国家，自主开发的商品占比高达 99%，产品研发设计能力出众，诸如大创美白精华等有口皆碑的爆品只能在大创店内购买到，由此打造了大创独一无二的竞争优势；**(3) 上新频繁，有效提升复购率**：大创商品多为生活必需品，销量大、产品迭代快，每月销售的新品超过 500 种，可有效吸引、留存消费者，提升消费粘性和复购率，以此保证商品的快速流通，减少库存压力。

图表 15：日本四大百元店经营数据对比

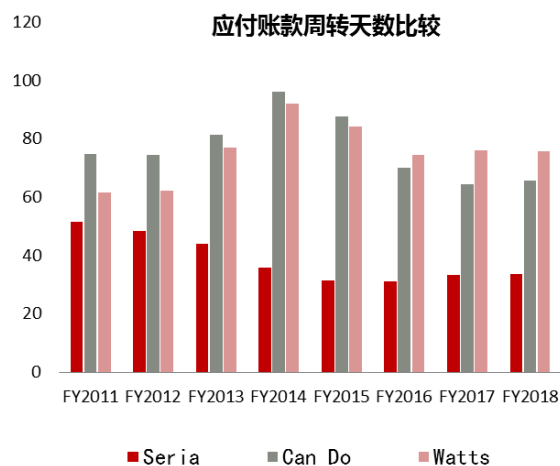
	Daiso FY03/18	Seria FY03/18	Can Do FY11/17	Watts FY08/17
成立时间	1977.12	1987.10	1993.12	1995.2
SKU数量	50,000	20,000	20,000	6,000-7,000
财年销售规模	4,548亿日元	1,591亿日元	688亿日元	475亿日元
财年末门店数量	5,270 (日本3,278家, 海外1,992家)	1,455 (51家授权门店)	944 (日本297家, 海外14家为授权门店)	1087 (42家授权门店, 66家海外门店)
杂货收入占比	-	97.6%	82.2%	-
公司特征	百元店龙头 海外扩张迅速	POS系统保证热销商品调配 主打女性用户的核心策略	2005年前位列百元店第二 自营店营收增长放缓	主张低成本运营中小型门店 员工多为兼职人员

来源：公司公告 Shared Research 中泰证券研究所

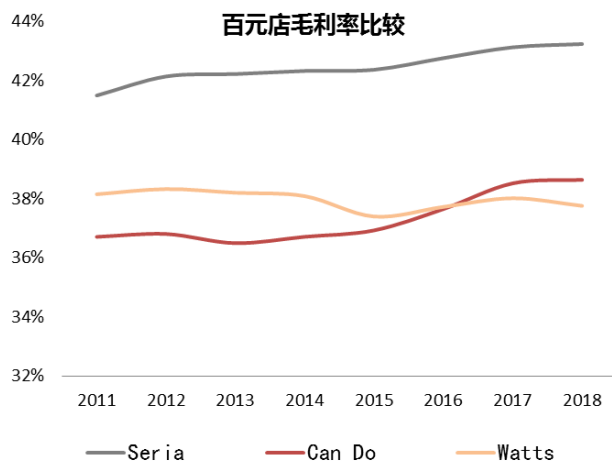
产品毛利率高，经营效率优化

- 压低进货成本，保证产品毛利率。**百元店使用百元均价定价法，必须严格管控进货成本，才能保证门店盈利。大创通过多种成本控制方式保证了较高的产品毛利率：**(1) 超大宗采购**：传统的零售商在成本压力下通常保持较低的库存，采购量普遍较小，而大创为得到优惠进货价，单次采购量通常是普通商超的数十倍；**(2) 现金结算**：现金结算方式减轻了供应商资金占用成本，供应商愿意为现金结算的采购方提供更多价格让利，由此保证了百元店能以更低的价格进货；**(3) 进口低成本地区产品**：日本国内生产成本较高，根据《日本百元店创新经营研究》，大创销售的商品中 40%来自于中国，20%来自于韩国和越南等地区，进口比例超过 60%。据日本《流通新闻》调查，大创的毛利率超过 40%。从 Seria 等上市公司披露的数据中可以看到，Seria 的应付账款周转天数持续减少，相比于 Can Do 和 Watts 两家百元店，Seria 对供应商提供的支持更大，商品毛利率达到 43%，显著高于同行。

图表 16：Seria 对供应商提供的支持更大
图表 17：Seria 商品毛利率更高



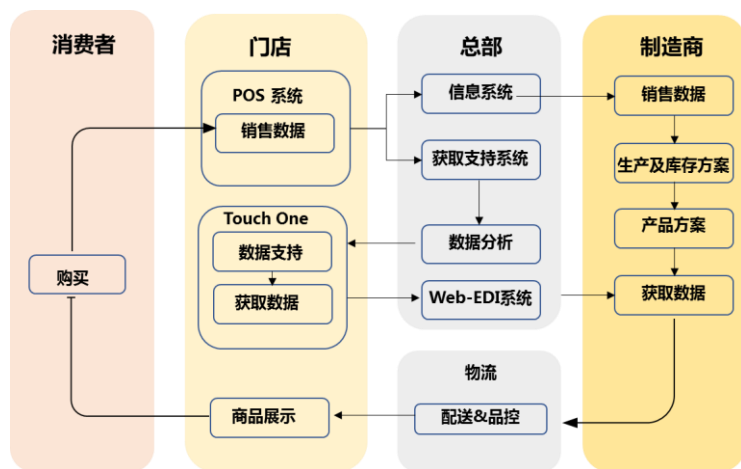
来源：公司公告 中泰证券研究所



来源：公司公告 中泰证券研究所

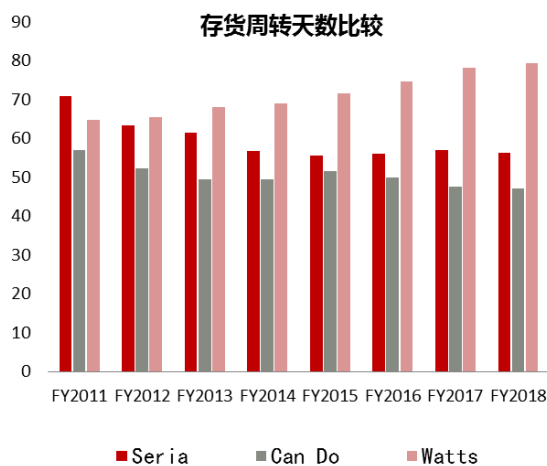
- **引入 POS 系统，智能调配热销商品。**相比于其他百元店，Seria 引入了 POS 系统和订单支持系统，收集门店销售数据，反馈至总部进行分析，通过刻画消费者画像，及时调整生产及库存方案，在商品生产、配送以及门店展示等多个环节提升了运营效率，近年来 Seria 的存货周转效率得到了明显优化。

图表 18: Seria 引入 POS 和订单支持系统



来源：Shared Research 中泰证券研究所

图表 19: Seria 存货周转效率显著提升



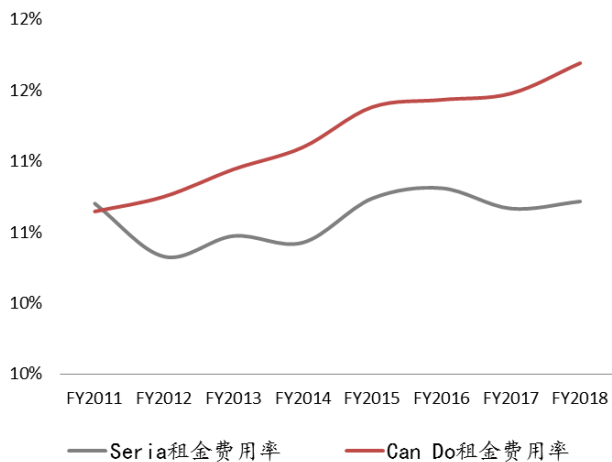
来源：公司公告 中泰证券研究所

门店重点布局高客流区域，依托快速扩张摊薄租金压力

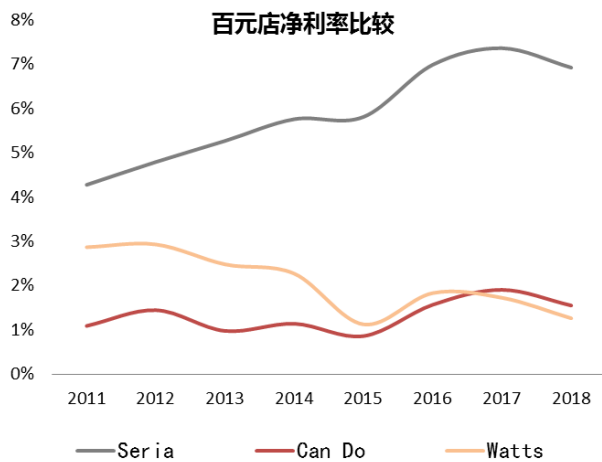
- 日本人口密度较高，在购物中心、商业区临街，住宅区等人流量较高的地方，百元店凭借低价优势可有效聚客，采取多店分散化的经营模式，满足百元店对高流通性的要求。然而，客流较高的地区租金成本更高，为百元店带来了一定的租金压力，需要通过谨慎选址、持续扩大销售规模来摊薄租金成本。相较于美国低价杂货零售店 6% 以上的净利率水平，日本百元店在租金压力下，净利率较低。

图表 20: 日本百元店租金费用率较高

图表 21: 日本百元店净利率较低



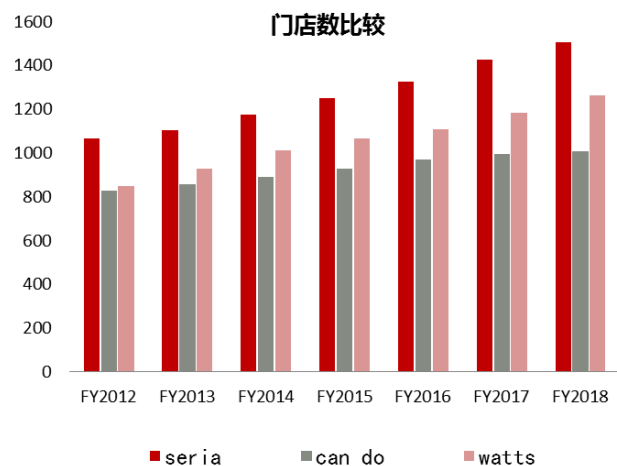
来源：公司官网 中泰证券研究所



来源：公司公告 中泰证券研究所

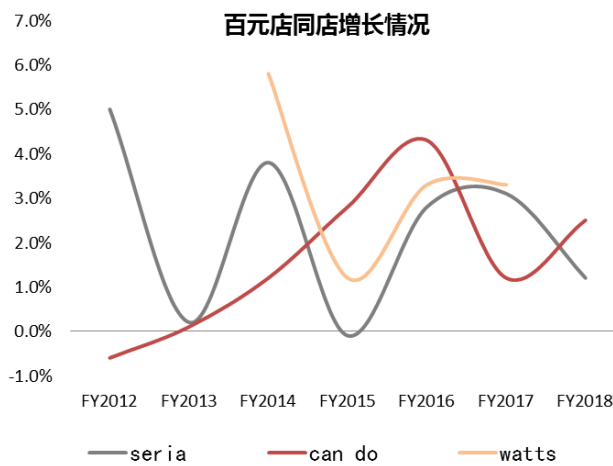
- 近年来百元店门店仍保持高速扩张状态，在海外的布局力度也在加大。大创加大了仓储和物流配送系统建设，按照店铺需求进行配送，提高物流效率，为有质量的进行门店扩张提供了有效支持。而受到便利店普及的影响，百元店在食品、日用等品类方面的竞争压力加大，同店收入增长的波动较大。

图表 22: 百元店门店持续扩张



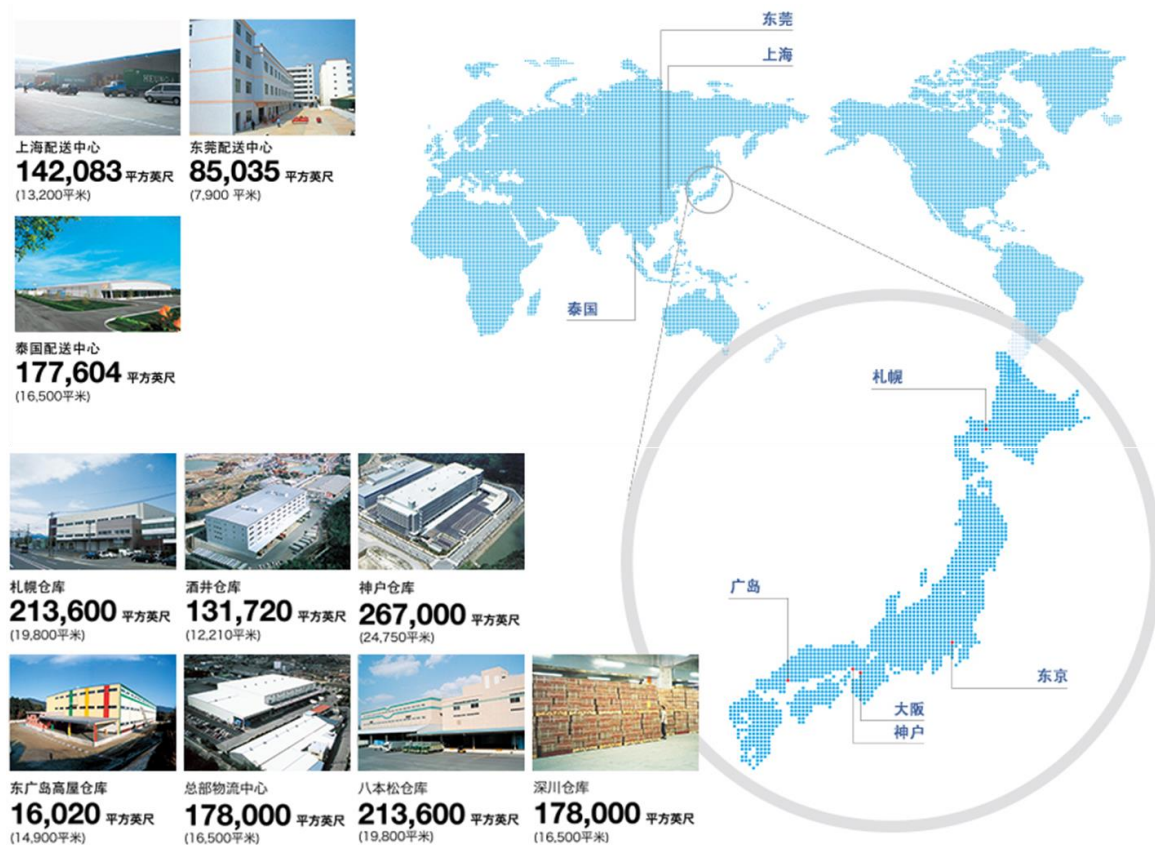
来源：公司公告 中泰证券研究所

图表 23: 同店增长波动较大



来源：公司公告 中泰证券研究所

图表 24: 大创打造高效的仓储物流网络



来源：公司官网 中泰证券研究所

中国杂货零售的发展机遇

消费放缓和电商冲击下，生活杂货新业态涌现

- 居民的消费偏好往往随着经济形式的发展而变化，从而给零售业态带来创新与变迁。美国、日本的宏观经济增长停滞曾推动居民消费理念逐步回归理性。近年来，国内社会消费品零售总额增速持续放缓，在人均可支配收入提高、消费持续升级的大趋势下，消费分级现象也越来越普遍，中等及以下消费群体对于生活必需品/高频次消费品的价格更加敏感，更加注重商品本身的性价比而淡化品牌溢价。另一方面，由于实体渠道加价环节多，百货、超市等传统零售业态的终端销售价格较高，电商凭借低价优势和物流效率提升，持续优化用户体验，对实体零售形成了较大的冲击。
- 生活杂货在中国经历了三个阶段：**(1) 起步阶段**：生活杂货在中国早期是传统便利店中的附属商品，SKU 数量不多，以厨房用品、生活杂货、文具用品为主。**(2) 萌芽阶段**：2000 年初，中国开始进入经济高速发展阶段，国民物质条件很大程度的改善，受日本大创等连锁品牌入驻中国影响，出现了以杂货为主体的生活杂货铺。**(3) 成长阶段**：2010 年，无印良品进入中国市场，中国真正意义上出现了大型生活杂货/生活方式连锁品牌。随后几年内中国杂货品牌以高速增长的态度成为实体零售业的新发展趋势，具有时尚、性价比等多重品牌元素的生活杂货零售店也逐

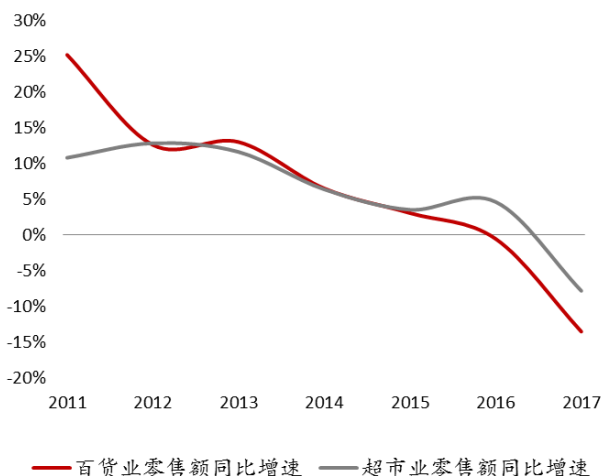
步取代充斥着假冒伪劣产品的“一元店”等街头杂货铺，成功实现了爆发式增长。

图表 25: 社零增速持续放缓



来源: 国家统计局 中泰证券研究所

图表 26: 传统零售业受到电商冲击较大



来源: 国家统计局 中泰证券研究所

图表 27: 快速兴起的国产生活杂货零售品牌



来源: 公司官网 中泰证券研究所

图表 28: 生活杂货零售品牌定位



来源: 中泰证券研究所

案例: 名创优品的扩张之道

- **深耕性价比, 自主研发设计, 优化整合供应链。**名创优品奉行“简约、自然、富质感”的生活哲学和“回归自然, 还原产品本质”的品牌主张, 对传统的零售供应链进行精简优化, 以消费数据和研发能力赋能生活杂货零售供应链, 凭借简约时尚、7 天上新、优质低价等品牌核心优势得到了消费者青睐。一方面, 名创优品实行“买断制”采购, 越过代理商、经销商等中间环节, 通过大规模订单和快速结清货款等方式, 直接从供应商处获得优惠价格, 保证了低价销售的经营优势。另一方面, 名创优品与日本设计师合作, 店内商品超过 80%为自有品牌, 在融入日本美学

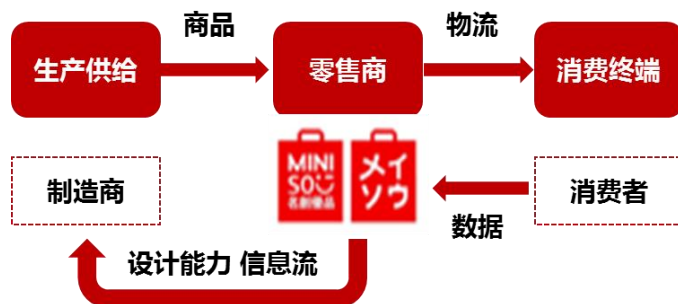
设计、增加产品吸引力的同时也进一步优化了溢价空间。在物流环节，名创优品采用“中央仓库+少量配货”模式，供应商产品直供中央仓库，仓库每天仅向门店少量供货，避免产生库存积压，同时开发供应链管理体系，对商品的动销数据进行管理、分析，实现商品智能调配，提高资金和销售效率。

图表 29: 常规零售行业供应链



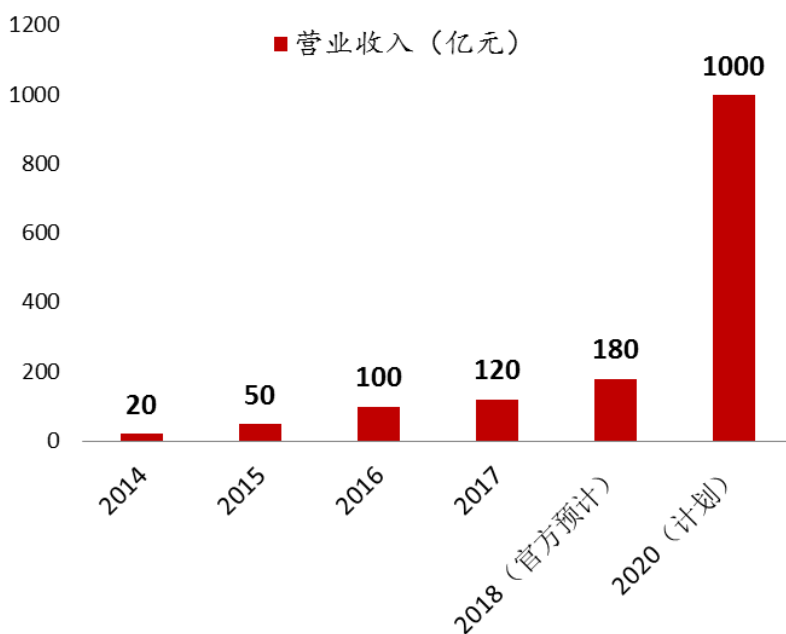
来源：中泰证券研究所

图表 30: 名创优品升级改造后供应链



来源：中泰证券研究所

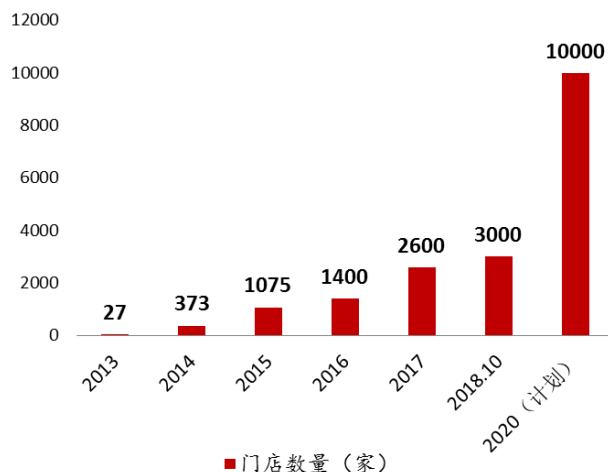
图表 31: 名创优品营业收入



来源：公司官网 中泰证券研究所

- **优化选址，布局核心商圈，保障销售的高流通性。**一般的杂货店为了降低成本，会开在街边巷尾等不显眼的地方。名创优品布局一二线城市核心商圈，在购物中心、地铁口、繁华的商业街等高客流区域，采取“多店分散化”的经营模式，一方面可以大量获取人流量以提高销售额、打造规模效益，另一方面也可以提升品牌形象、优化消费者购物体验。2017年，名创优品门店进店量高达十亿次，在中国的购买人次高达3.5亿。
- **投资性加盟实现轻资产扩张，有效转移租金压力。**支撑名创优品快速扩张的是“直营+合作+投资加盟”的多元化经营模式。目前名创优品直营

店占比 10%，合作店占比约 15%，加盟店占比约 75%。占比最大的加盟店选择了“投资型加盟”的扩张模式，即加盟商承担品牌使用费、门店租金、装修以及首笔铺货款，名创优品则负责门店营运、员工聘用、商品配送等。加盟商并没有经营权，只有收益权。**加盟商的收益为门店日营业额的 38%，并且为现金日结。**通过这种方式，名创优品把前期投资成本转移到加盟商身上，有效转移了租金压力，实现“小前台大后台”的运作框架，自身则更加专注于产品设计、系统开发以及供应链管理 etc 后台集约化管理运作上，在全国范围内实现快速而有效的扩张。

图表 32: 名创优品门店数量


来源：公司官网 中泰证券研究所

图表 33: 名创优品全球店铺分布


来源：公司官网 中泰证券研究所

图表 34: 名创优品“投资加盟”实现轻资产扩张

名创优品	投资加盟商
费用	√ 品牌使用费15万元+货品保证金75万元+初期铺货成本
货品	√ 统一发货，承担库存和损耗
店铺选址+租金	√
店铺装修费	√ 提供装修方案
店铺运营费	√ 人工支出、税金等
店铺运营管理	√ 员工聘用、培训，商品配送
经营权	√
收益	62%日营业额+品牌使用费+货品保证金 38%日营业额 (现金日结)

来源：公司官网 中泰证券研究所

- **拥抱线上电商，实现全渠道融合。**除自营的天猫、京东等电商平台之外，名创优品全面开拓线上销售渠道，上线京东到家、美团、饿了么等本地生活平台。截至 2018 年 9 月底，全国 33 个重点城市、近 800 家门店已全部上线京东到家，8 月线上订单比 6 月增加了 540%，GMV 增长 510%。线上用户与到店购买的用户重合度较低，可作为线下销售的补充渠道，而发展电商也有助于吸引线上用户到门店购物，增加门店用户基数和流量。

图表 35: 名创优品微信小程序



来源: 微信 中泰证券研究所

案例: 无印良品中国之败

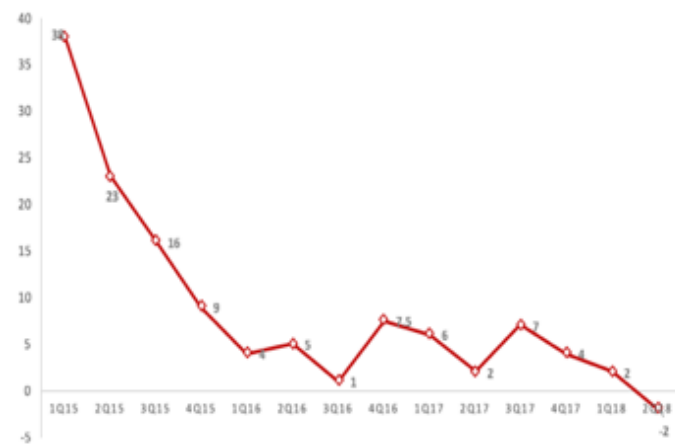
- **无印良品中国区增速惨淡。**名创优品等主打“优质低价”的百货品牌在中国快速兴起之际, 2018Q2 无印良品大中华区的同店销售出现负增长。而在日本市场方面, 无印良品 2017 年 3 月至 2018 年 2 月期间日本市场收入为 2,347 亿日元, 同比增长了 8%, 同店收入增长 6.8%, 创下 5 年来新高。
- **现阶段无印良品中国区增长乏力的根本原因是中日定价机制/目标消费群体的差异。**无印良品在中国的定价更高, 同款商品中国售价高出日本 20% 以上, 主要原因为: (1) 出于成本考虑, 无印良品在中国还没有仓储中心, 需要把中国制造的商品运送回日本再送至中国, 进而增加了成本; (2) 中国的增值税相比日本高出一倍: 中国增值税为 16%, 日本的消费税为 8%; (3) 绝大部分无印良品店铺位于一、二级商圈的购物中心, 租金成本更高。相较之下, 无印良品在日本是普罗大众消费得起的国民品牌, 而在中国却成为中产阶级精致消费的象征, 在名创优品等国产低价快时尚生活杂货品牌的冲击下, 无印良品对中国消费者的吸引力下滑。尽管无印良品在中国市场多次降价, 但销售仍然呈现持续低迷走势。

图表 36: 无印良品中国区店铺数量(家)

图表 37: 无印良品中国同店销售增长惨淡(%)



来源：公司官网 中泰证券研究所



来源：公司官网 中泰证券研究所

图表 38: 同款商品中国定价更高

图表 39: 无印良品多次降价



来源：搜狐 中泰证券研究所



来源：搜狐 中泰证券研究所

传统零售企业/电商的生活杂货零售尝试

- 2013 年晨光文具开创晨光生活馆直营大店，2016 年设立九木杂物社，探索杂货零售业务。九木主打精品小百货，满足消费升级带来的文创产品的消费需求，晨光生活馆则是针对学生和年轻消费者，二者皆采取工业化零售模式，旨在打造高品质、高复购率、高客单价、高性价比的新模式。截止 2018 年 9 月，在全国范围内已设立 145 家晨光生活馆、79 家九木杂物社（69 家自营，10 家加盟）。晨光生活馆选址准确，精准定位目标受众，截止 2018Q3，生活馆实现总营业收入 2.2 亿元（包含九木杂物社），占公司总营业收入 3.6%，同比增长近 40%，有望成为晨光精品文创的核心发力点。
- 消费升级趋势下，淘宝、京东、小米、网易等主流电商平台纷纷打造精品电商，以具有设计感的高品质自有品牌，缩短中间环节，减少品牌溢价，以更高性价比满足用户品质消费需求，商品覆盖家居、厨卫、洗护、

服饰、婴童、食品、电器等品类。当前精品电商已经在全国主要城市布局线下门店，原电商平台用户可有效为线下实体店铺引流，门店也可为电商平台打开新的线下流量入口。

- 综合来看，传统品牌和大电商平台打造生活杂货零售铺的优势在于流量、品牌效应以及集团/公司提供的资金、技术等支持，未来在国内生活杂货零售市场，品牌杂货铺有望成为名创优品等性价比杂货铺的有力竞争者。

图表 40: 精品电商打造品质生活杂货零售品牌

	网易严选	小米有品	苏宁极物	京造	淘宝心选
定位	品质生活	小米式极致性价比	品质/理想生活导向	大数据打造精品	设计感的精品生活
商品供应	ODM+原创设计 SKU近两万	生态链+第三方品牌	ODM+原创设计	OEM/ODM模式	C2B+ODM SKU超过800
品控措施	<ul style="list-style-type: none"> 严选原材料、供应商和物流伙伴 5轮质检 	<ul style="list-style-type: none"> 提交样品 商家资质审核 专人验厂 	直连国际一线大牌制造商，保证品质	联手全球强实力制造商，严控质量	生产环节在线化、可视化，质检严苛
用户引流	网易邮箱+网易门户引流	小米商城用户+线下门店导流	零售生态圈引流	京东主站入口+Plus会员引流	淘宝系流量
销售规模	2018年目标GMV为200亿	2017年GMV约30-40亿，之后目标200亿	上线两月后GMV环比增长65.6%	品质生活节当日销售额为1月份的15倍	上线仅一年，销售额超过1.5亿
线下体系	12月18日首家线下店落户杭州	10月9日，小米之家全国门店达500家	已进驻上海、南京，3年内将落地345家	入驻京东之家	入驻银泰、大润发

来源：公司官网 中泰证券研究所

风险提示

- (1) 商品原材料等进货成本大幅上升，难以保持低价优势；
- (2) 门店租金压力大幅上升，销售难以覆盖成本，出现亏损；
- (3) 门店扩张不畅，同业竞争激烈，品牌影响力下滑。

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。