

对比日本，中国杂货零售的发展之思



核心观点

- **日本杂货零售植根消费文化，顺应时代变迁，成为渠道变革受益者。**日本杂货文化以“精致的人间烟火，实用的美学工艺”为特质，自20世纪初以来不断渗透入日本的生活文化之中。以文化为基础，日本杂货业经历三次发展热潮，呈现多元化的发展状态。除了文化因素之外，日本自1990s经历了经济泡沫破裂之后陷入长期衰退，消费受到严重抑制，百元店业态杂货以低价为核心竞争力快速崛起，成为杂货业主流业态之一。杂货业在日本的高成长性还取决于特殊的零售渠道竞争格局：1) 电商成本高渗透率低，对于其他渠道的压制力较弱；2) 家庭小型化趋势加强，有利小型零售渠道；3) 零售渠道分散，更为精细化的分工使得各类小规模渠道具备成长空间。
- **低价为锚，中日杂货业虽有文化差异但重要根基一致。**中国杂货业同日本的重差异在于没有深厚的文化背景为依托，我们认为文化属性淡薄导致的是对于杂货的艺术性、精致感要求降低。在日本形色各异的杂货业态在中国很难被复刻，中国杂货业发展从丰度上逊色日本。但是，百元店类型的高性价比杂货业态的发展趋势会与日本存在相似性。剔除受疫情影响的2020年，中国的社零增速长期缓慢下行。虽然中国的消费环境的变化没有像日本90年代的变化一样剧烈，但是终端总量消费需求增长处于持续中枢下移通道中，同日本一样，低价格、高性价比将成为国人消费观念中的重要考量因素，从而促进百元店类型的杂货业态的发展。
- **杂货业为电商浪潮之下幸存业态，蓝海市场或诞生行业巨头。**中国电商渗透率全球之最，多渠道受到挤压，但是杂货业态或是幸存者，其抵御线上渗透的能力主要源自于三个层面：1) 线上高渗透品类渗透率同样存在瓶颈；2) 线上低渗透率品类具有渗透壁垒；3) 低价格、高SKU的杂货有效缩短消费决策链路，促进线下消费形成。另一层面，来自线上的压力使得线下各渠道竞争压力加剧，杂货业高SKU、低盈利的特质使得小企业由于规模效应不足生存能力进一步降低，导致行业马太效应加剧，利于头部集中。行业渗透率和集中度的双重提升的逻辑之下，杂货零售有望诞生行业巨头。

投资建议与投资标的

- 品牌杂货零售赛道具有行业渗透率和集中度的双重提升的逻辑，有望诞生行业巨头。在这条零售业优质赛道上，名创优品(MINISO)(MNSO.N, 未评级)是目前的行业龙头，在供应链、加盟管理、品牌形象等方面具备核心壁垒，建议关注。

风险提示

- 疫情影响持续；行业竞争加剧；宏观经济形势变动；盈利能力不及预期

行业评级

看好 中性 看淡 (维持)

国家/地区

中国

行业

商业贸易行业

报告发布日期

2021年03月26日

行业表现



资料来源：WIND、东方证券研究所

证券分析师

施红梅

021-63325888*6076

shihongmei@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860511010001

联系人

崔凡平

021-63325888*6065

cuifanping@orientsec.com.cn

目 录

1 日本杂货零售：植根消费文化，顺应时代变迁.....	5
1.1 杂货文化历史悠久，深刻影响消费习惯	5
1.2 时代变迁，消费观念转换，助力百元店崛起	6
1.3 特殊的渠道变革路径，杂货业空间充足	10
2 中国杂货零售：锚定低价，蓝海市场.....	12
2.1 不一样的消费文化，同样的低价为锚	12
2.2 电商浪潮之下，线下业态的幸存者	13
2.3 面向蓝海市场，有望诞生巨头	14
3 核心标的：名创优品.....	16
投资建议	18
风险提示	18

图表目录

图 1：日本杂货业发展历史	5
图 2：日本杂货市场规模（2008-2019）	6
图 3：日本 1960-2019 年 GDP 规模及增速	6
图 4：日本 1970-2008 非农家庭年平均消费支出增速	7
图 5：人均 GDP 增长长期低迷	7
图 6：M 型社会收入结构（横：万日元，纵：百万人）	7
图 7：日本家庭数量及家庭平均人口	8
图 8：日本家庭户数比例变化	8
图 9：日本百元店发展历史	8
图 10：私人消费增速低于实际 GDP 增速	9
图 11：日本年轻人失业率远高于平均水平	9
图 12：TOP4 百元店市场规模（十亿日元）	9
图 13：日本电商渗透率较主要国家偏低	10
图 14：中日快递员工资对比	10
图 15：日本家庭数量及家庭平均人口	11
图 16：日本家庭户数比例变化	11
图 17：日本、中国、美国前 10 零售渠道渗透率合计	11
图 18：日本、中国、美国前 5 零售渠道渗透率合计	11
图 19：社会消费品零售总额（2020 年 1-12 月）	12
图 20：社会消费品零售总额同比增速（2008-2019 年）	12
图 21：京喜高性价比产品	13
图 22：拼多多高性价比产品	13
图 23：电商、商超、百货渠道渗透率	13
图 24：药店、杂货、家居市场渠道渗透率	13
图 25：杂货类目中线上渗透率较低品类	14
图 26：杂货类目中线上渗透率较高品类	14
图 27：中国生活场景消费市场规模（十亿元）	15
图 28：中国品牌杂货零售市场规模（十亿元）	15
图 29：日本杂货零售 2019 年市占率	15
图 30：中国杂货零售 2019 年市占率	15
图 31：名创优品门店数量（家）	16
图 32：名创优品营业收入	17
图 33：名创优品调整后净利润	17

图 34：名创优品毛利率及归母净利率.....	17
图 35：名创优品费用率	17

1 日本杂货零售：植根消费文化，顺应时代变迁

1.1 杂货文化历史悠久，深刻影响消费习惯

日本杂货文化：精致的人间烟火，实用的美学工艺。日本可以被认为是全球最为喜欢生活杂货的国家。杂货（zakka）文化在日本的普及最初主要有两个契机，一是明治维新时期期的开放政策，二是昭和时代的民艺运动兴起。第二次工业革命之后，日本在国际化、工业化方面取得了长足的进步，但是大量的机械工业品严重挤压了手工业的发展。因此，与之对立的民艺运动开始兴起，1926年柳宗悦等人联名发表了《日本民艺美术馆设立趣旨书》，1936年日本民艺馆成立。柳宗悦在当时对民艺的定义为：普通民众日常所用的器具杂货，也即是现在所说的杂货（zakka）。1948年，大桥镇子创办杂志《生活手帖》，开始连载生活用品分析测评的文章，在日本社会中引起了巨大的反响。在《生活手帖》之后，各种同类的杂志相继涌现，对生活杂货的重视逐步成为了日本人的普遍共识。杂货，在日本开始拥有功能性之外的附加价值，包括外在的人性化设计、内在的情感依托或是某种时代情怀的传递。杂货店因而成为日本人对于“精品生活”情结的延伸。

从文化到产业，日本杂货业态经历三次热潮。1960s，随着日本经济的快速发展，杂货业迎来黎明期。1966年，Sony Plaza银座首家店铺开业，现代杂货零售业态开始出现。1980s，无印良品、Loft先后成立，这两家杂货零售企业至今仍保持着健康稳定的运营。1990s，日本经济泡沫破裂，Daiso、Can do等百元店开始崛起，成为杂货业态的重要组成部分。2010s，日本杂货业已经进入了较为平稳的发展阶段。经过几轮的发展和壮大，日本杂货业已经呈现非常多元的发展状态。日本的杂货铺种类非常多，在杂货零售铺之外，每家独立杂货店的装饰、买卖的货品都可能存在巨大的差异。也有观点认为日本杂货业出现两极化，一边是以便宜取胜的百元店，一边是具有“轻奢”质感的进口杂货。

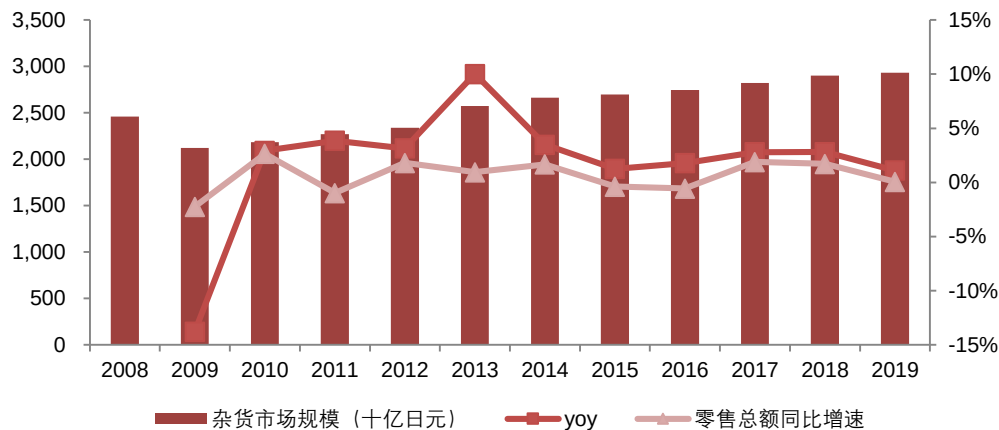
图 1：日本杂货业发展历史



资料来源：第一财经，东方证券研究所

文化影响消费习惯，日本杂货业生命力持久。日本特殊的杂货文化使得消费者对于杂货这一业态始终保持较高的忠诚度。从行业市场规模看，2008年以来，除受到金融危机影响的2008、2009年，日本杂货市场规模的增速始终超越零售总额的增速，2013年更是实现了10%以上的增长。从增速的绝对数值看，2015-2019年，日本杂货市场规模分别增长1.3%、1.8%、2.8%、2.8%、1.1%，虽然增长有所放缓，但是增速平稳，展现了日本杂货业持久的生命力。

图 2：日本杂货市场规模（2008-2019）

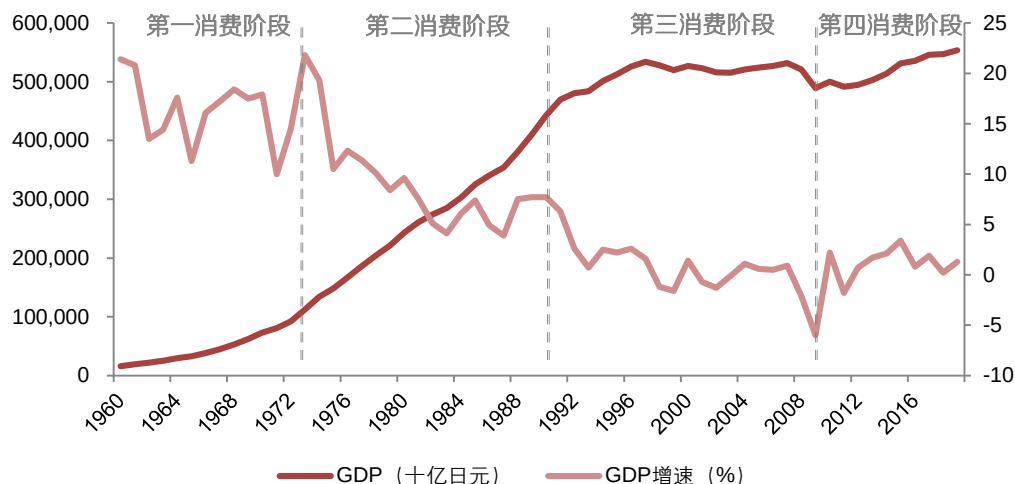


资料来源：Euromonitor，Wind，东方证券研究所

1.2 时代变迁，消费观念转换，助力百元店崛起

杂货业的长盛不衰除了文化因素之外，与日本社会消费时代背景也息息相关。日本著名社会观察家三浦展的《第四消费时代》将日本近 60 年社会消费变化清晰地划分为四个阶段：1) 1960-1974 日本经济快速增长，生产性消费、家庭消费是主流；2) 1975-1990，泡沫经济时代，消费升级需求明显；3) 1991-2008，经济长期陷入衰退，消费回归理性；4) 2009-至今，日本经济温和复苏，新消费崛起，普遍崇尚简约化消费。

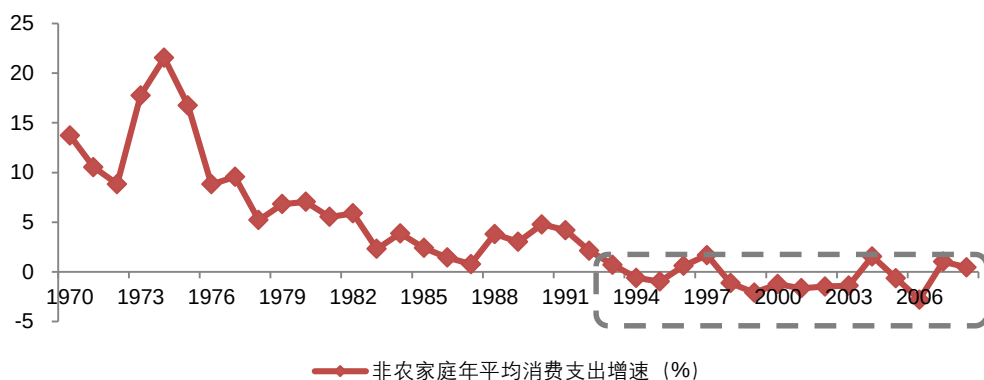
图 3：日本 1960-2019 年 GDP 规模及增速



资料来源：Wind，东方证券研究所

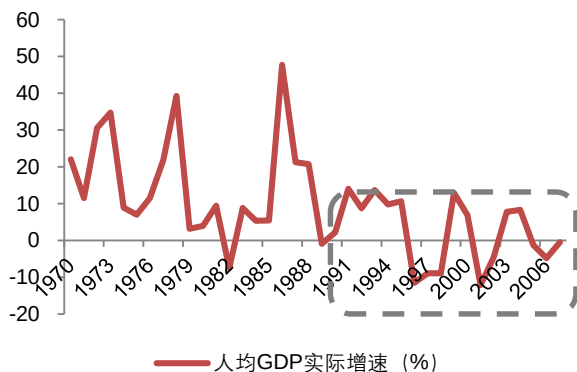
第三消费阶段，经济增长持续低迷，收入两极分化趋势明显，消费受到严重抑制。1990 年代后，日本经济泡沫破裂，陷入了为期二十年的持续低迷。以人均 GDP 来衡量，1970 年-1990 年，其从 2037 美元快速增长至 25359 美元，年均复合增速达 14.6%。进入 90 年代后，人均 GDP 长期保持震荡，年均复合增速仅为 2.4%，增长陷入僵局。另一方面，日本 M 型收入结构趋势增强，中产阶级数量明显减少，收入阶层分布两极化发展且左偏趋势明显，80% 的国民成为中低收入阶层。在这两大主要因素的作用下，日本居民消费意愿大幅降低，消费支出增速显著下滑，长期在零值左右波动。

图 4：日本 1970-2008 非农家庭年平均消费支出增速



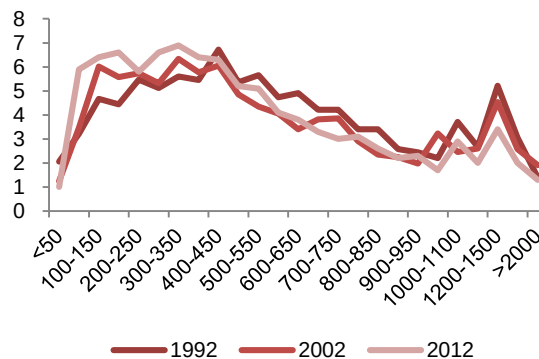
资料来源：Wind，东方证券研究所

图 5：人均 GDP 增长长期低迷



资料来源：Wind，东方证券研究所

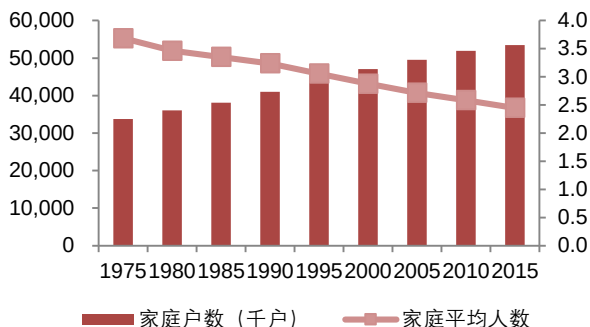
图 6：M 型社会收入结构（横：万日元，纵：百万人）



资料来源：日本厚生省，《M 型社会》，东方证券研究所

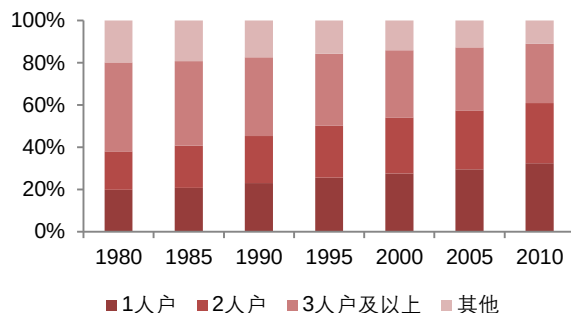
家庭小型化趋势加强，有利小型零售业态发展。进入 90 年代，日本 1 人-2 人户家庭大幅增长。2000 年 1 人-2 人户家庭占家庭户总数达 54%，较 1980 年增长约 16 个百分点，其中 1 人户家庭占比达 27.6%，成为日本最主要的家庭形态。由于小型家庭逐渐增加，家庭消费偏好发生转变，小业态零售迎来发展机遇。

图 7：日本家庭数量及家庭平均人口



资料来源：CEIC，东方证券研究所

图 8：日本家庭户数比例变化



资料来源：国立社会保障・人口问题研究所，东方证券研究所

消费回归理性，百元店快速崛起。日本百元店的突出特征是统一定价 100 日元，商品范围覆盖食品、厨房用品、家居饰品、美妆品、文具、宠物用品等。百元店业态最早萌芽于 20 世纪 60 年代，这一阶段中百元店以限时促销为形式，没有固定销售场所，销售货品也以处置品和尾货为主，规模较小，关注度较低，也没有得到消费大众的认可。但是随着日本第三消费阶段到来，经济增长大幅降速，泡沫经济破裂，日本的消费重归理性，追捧名牌的热潮退去，民众普遍进入“消费降级”的状态。进入 1990s 后，Daiso（大创）、Seria、Watts、Can do 先后成立，百元店常设门店数量迅速增加，逐步成为主流业态，20s 年代初市场规模已经增长至 4000 亿日元。

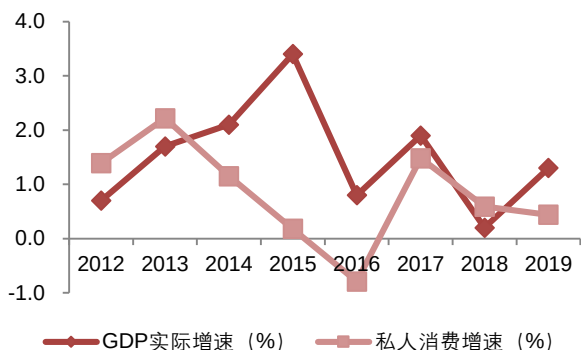
图 9：日本百元店发展历史



资料来源：Shared Research，东方证券研究所

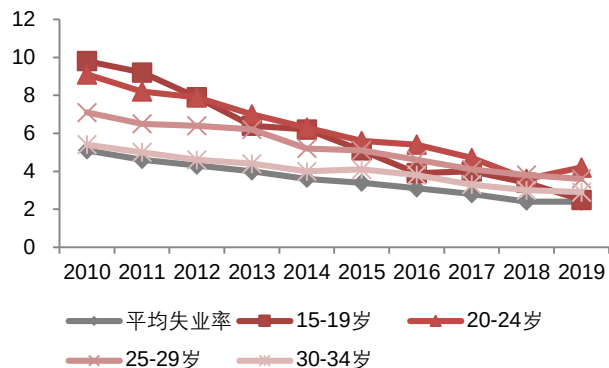
第四消费阶段，经济温和复苏，理性消费仍为主流。日本实际 GDP 自 2012 年回正，近 8 年保持温和复苏的趋势，但是私人消费仍然保持低迷。一方面，在经历长达 20 年的经济衰退之后，日本消费者的消费观念难以迅速扭转，对于未来的悲观情绪仍存。另一方面，15-34 岁年轻人失业率均远高于整体失业率水平，年轻一代消费主力的经济基础不足。在消费偏好转向极简主义的大趋势下，定位性价比的百元店仍然具有极高吸引力。

图 10：私人消费增速低于实际 GDP 增速



资料来源：Wind，东方证券研究所

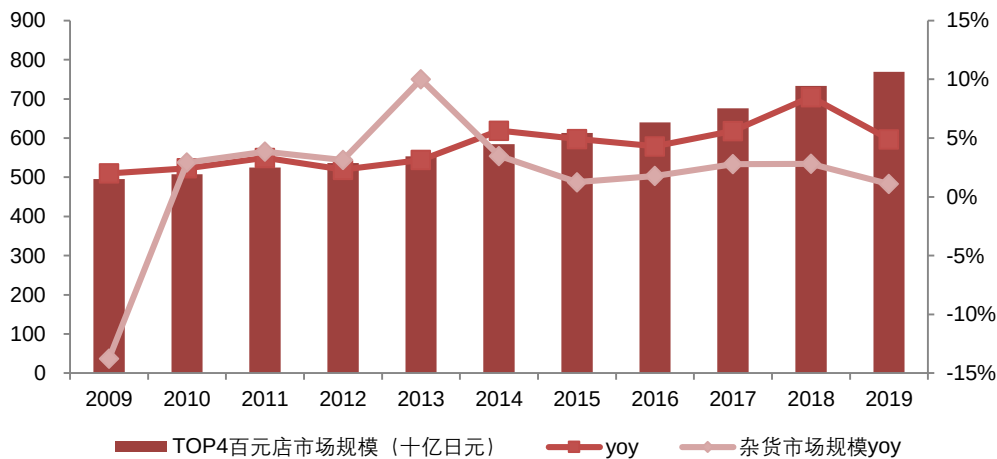
图 11：日本年轻人失业率远高于平均水平



资料来源：Wind，东方证券研究所

百元店成为杂货业主流业态，增长超越行业平均水平。百元店自 1990s 崛起，始终保持着出色的增长速度，根据 Shared Research 统计，自 2008 年至 2019 年百元店市场规模由 4955 亿日元增长至 7689 亿日元，复合增速达到 4.08%，超越杂货业市场规模复合增速的 2.99%，同期日本零售市场增长低迷，复合增速仅为 0.79%。把时间维度拉近到 2015 年之后，百元店较行业平均水平的表现更为出色，2015-2019 年的增长分别达到 4.92%、4.30%、5.61%、8.49%、4.90%，同一时期杂货业市场规模增速分别为 1.25%、1.78%、2.79%、2.81%、1.11%。

图 12：TOP4 百元店市场规模（十亿日元）



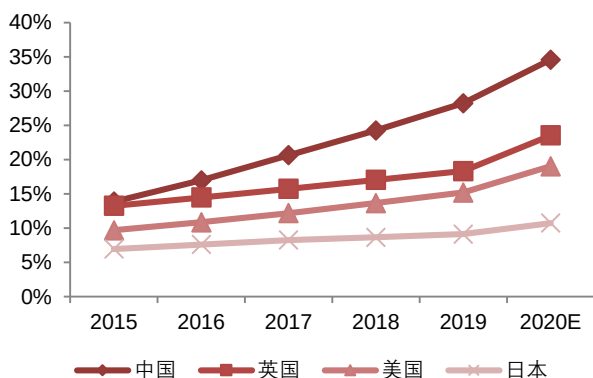
资料来源：Shared Research，东方证券研究所

1.3 特殊的渠道变革路径，杂货业空间充足

零售细分业态的成长性，本质上是由渠道变革的趋势所决定的。日本特殊的政治、经济、文化环境导致了其独特的渠道变革路径，为杂货业创造了充足的成长空间。

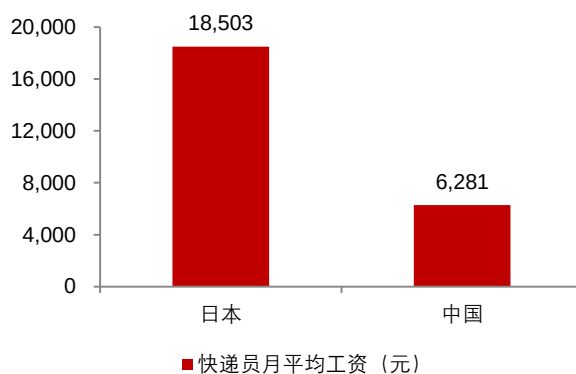
第一、电商成本高渗透率低，对于其他渠道的压制力较弱。过去十年中，尤其是 2015 年以来，全球范围内电商的快速发展，对于原有的各类线下业态形成了巨大的挤压。电商成为现阶段和中期内渠道变革的受益者。但是，相较于全球范围内其他主要国家，日本的电商行业发展程度较低。根据 Euromonitor 统计，2019 年日本电商零售渗透率为 9.12%，未达到中国和英国 2015 年的水平，和美国也存在着较大的差距。日本电商行业发展较为缓慢受制于诸多原因，其一是税收，不同于中国，日本电商与线下零售商同样需征收 10% 的消费税，其二是人工成本，日本的人工成本较高，快递员平均工资几乎是中国快递行业的三倍。由于日本电商的发展速度相对较慢，其对于各类线下业态造成的压力也较小，而杂货业态，由于是线下各类业态中活力较为旺盛的细分，受到的削弱程度更小。

图 13：日本电商渗透率较主要国家偏低



资料来源：Euromonitor，东方证券研究所

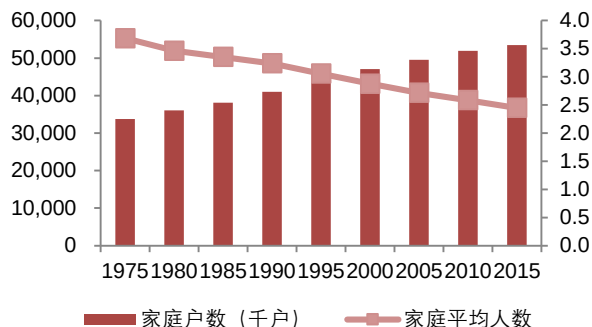
图 14：中日快递员工资对比



资料来源：日本厚生省，《2018 快递员群体洞察报告》，东方证券研究所

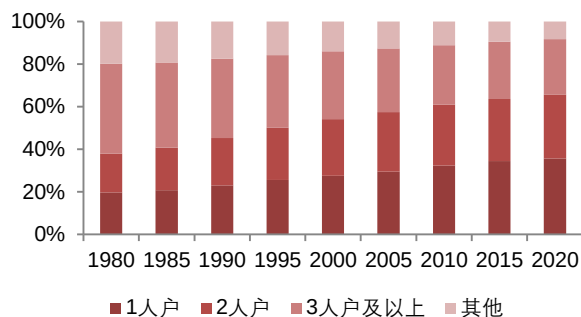
第二、家庭小型化趋势加强，有利小型零售业态发展。进入 90 年代，日本 1 人-2 人户家庭大幅增长。2000 年 1 人-2 人户家庭占家庭户总数达 54%，较 1980 年增长约 16 个百分点，其中 1 人户家庭占比达 27.6%，成为日本最主要的家庭形态。这一趋势在 2010-2020 年进一步延续，截止 2020 年，日本家庭中，1 人户与 2 人户比例分别达到了 35.7% 和 29.8%。由于单身、小型家庭的逐渐增加，批量式的采购在日本的需求减少，少量、高频的消费需求给小业态的零售带来发展机遇。这其中最为典型的便利店，日本的便利店业态在零售业整体的渗透率已经达到 7.7%，在所有零售业态中排名第三。杂货业，同样也是一种典型的小业态零售，其渗透率在过去处于持续提升过程中，2019 年渗透率 2.74%。

图 15：日本家庭数量及家庭平均人口



资料来源：CEIC，东方证券研究所

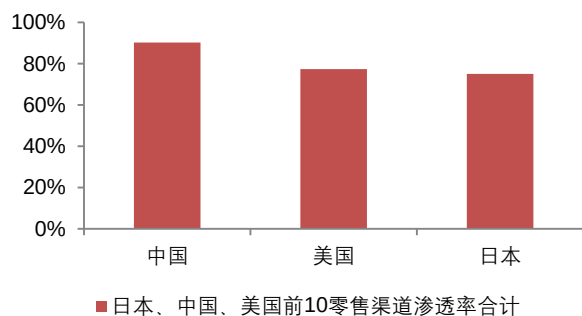
图 16：日本家庭户数比例变化



资料来源：国立社会保障・人口问题研究所，东方证券研究所

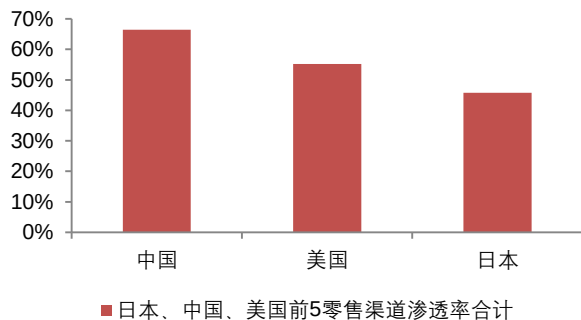
第三、日本零售业渠道分散，更为精细化的分工使得各类小规模渠道具备成长空间。虽然各个国家的零售渠道存在差异，除超市以外的优势渠道各有差异，不存在很强的可比性。但是对比日本、中国、美国三个国家前 10、前 5 零售渠道渗透率的合计值可以发现，日本的零售业渠道分散程度明显较中国和美国更高，便利店、药妆店、杂货店等业态在日本的零售渠道中均占有一定的比例。各类零售业态在日本承担了更为精细化的销售分工，因此各类小规模渠道都具备一定的成长空间

图 17：日本、中国、美国前 10 零售渠道渗透率合计



资料来源：Euromonitor，东方证券研究所

图 18：日本、中国、美国前 5 零售渠道渗透率合计



资料来源：Euromonitor，东方证券研究所

2 中国杂货零售：锚定低价，蓝海市场

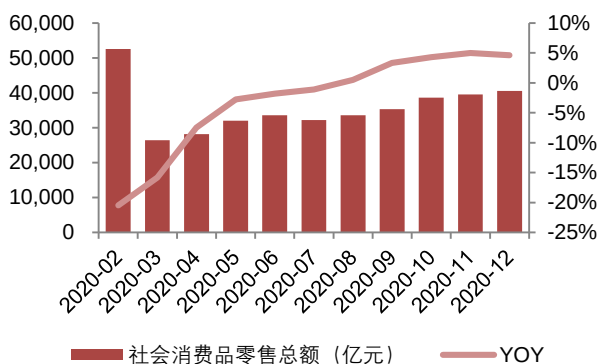
由于中国与日本在国民文化、人口结构、经济环境等各方面存在差异，导致了消费观念和消费习惯的不同。以日本杂货业的发展为他山之石，结合两国差异，我们总结了以下中国杂货业发展的主要特征和亮点。

2.1 不一样的消费文化，同样的低价为锚

中日消费文化存在差异，中国杂货业发展的丰度或逊色日本。我们在本文第一章中已经简单介绍了日本杂货文化的历史由来，结合日本在 1990s 年代以来经济环境的变动，形成了当前的杂货业发展状态，即有百元店类型追求实用和性价比的杂货店，也有良品计划类型追求性价比又具有一定精致感的杂货店，同时还有各类追求艺术性和精致感的特色杂货店。中国杂货业的文化属性较日本更淡薄，对于杂货的艺术性、精致感要求更低。因此，在日本百花齐放，形色各异的杂货业在中国很难被复刻。从丰度上看，中国杂货业发展或逊色日本。

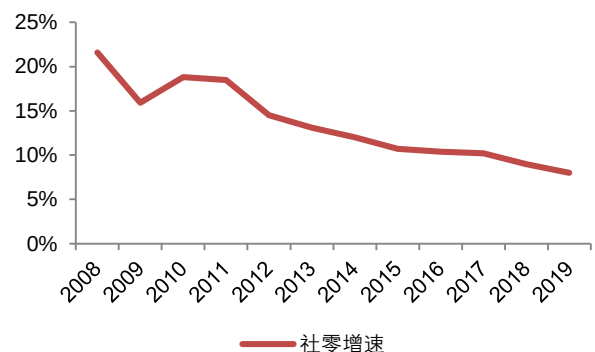
中国也结束了经济高速增长时期，低价或成为国人消费观念中的重要考量因素。从 2020 年看，由于年初疫情爆发，对于全国各行业均造成了极大的冲击，社零增速在 2 月和 3 月受到重挫，分别降低至-20.5%和-15.8%，二季度及三季度社零处于缓慢恢复阶段，至 8 月首次增速回正，艰难探底后截止 12 月当月，社会消费品零售总额为 40566 亿元，同比增长 4.6%，除汽车以外的消费品零售额 35695 亿元，增长 4.4%。从历史趋势看，2020 年受疫情影响社零同比减少 3.9%，刨除受疫情影响的 2020 年，国内的社零增速也处于长期缓慢下行的通道中，2011 年全年同比增速 18.5%，2019 年这一数字降低至 8.0%。我们认为，虽然中国的消费环境的变化没有像日本 90s 年代的变化一样剧烈，但是终端总量消费需求增长处于持续中枢下移通道中，同日本一样，低价、高性价比将成为国人消费观念中的重要考量因素。

图 19：社会消费品零售总额（2020 年 1-12 月）



资料来源：国家统计局，东方证券研究所

图 20：社会消费品零售总额同比增速（2008-2019 年）



资料来源：国家统计局，东方证券研究所

电商的产品下沉证明了低价在中国市场重要性，但是还没有规模化的线下业态与之对应。2017 年，当阿里、京东将重心放在“消费升级”时，拼多多开始通过拼团优惠、二级分销、帮忙砍价、邀请助力等方式，在微信流量体系中快速扩大它的影响力。在拼多多的早期发展阶段，产品最显著的特

征就是高性价比，在剔除了品牌、渠道、经销的溢价后，往往能够以超越常识的低价出售商品。2019年之后阿里、京东在也分别大力发展聚划算、京喜，也均取得了不错的成绩。电商的产品下沉证明了低价在中国市场重要性。但是，当前阶段，与日本百元店、美国 dollar store 对应的中国十元店，在中国还没有形成规模化的线下业态。名创优品是当前杂货业运营状况最好的大型连锁企业，其特性偏向于更为追求性价比的良品计划。

图 21：京喜高性价比产品



资料来源：京喜 APP，东方证券研究所

图 22：拼多多高性价比产品

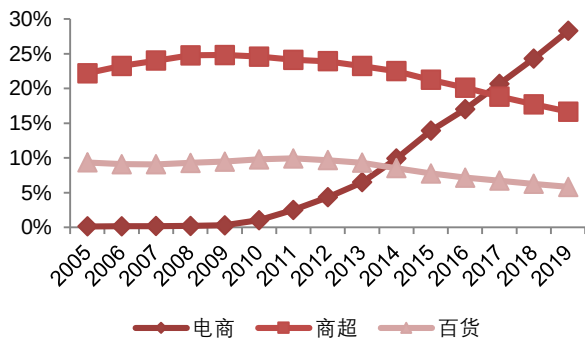


资料来源：拼多多 APP，东方证券研究所

2.2 电商浪潮之下，线下业态的幸存者

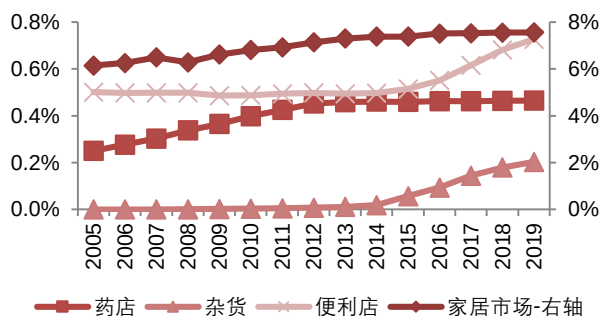
中国电商渗透率全球之最，多渠道受到挤压，但是仍有线下业态渗透率提升。中国由于经济发展基础优越，互联网行业成长迅速，人力资源相对充沛，使得国内电商高速发展，是全球电商渗透率最高的国家。电商的高速成长使得零售业原有的多个线下渠道受到挤压，原先渗透率较高的商超和百货情况较为显著。但是，仍然存在杂货、药店、家居市场等渠道因为多种原因，渗透率依然能够保持上升。

图 23：电商、商超、百货渠道渗透率



资料来源：Euromonitor，东方证券研究所

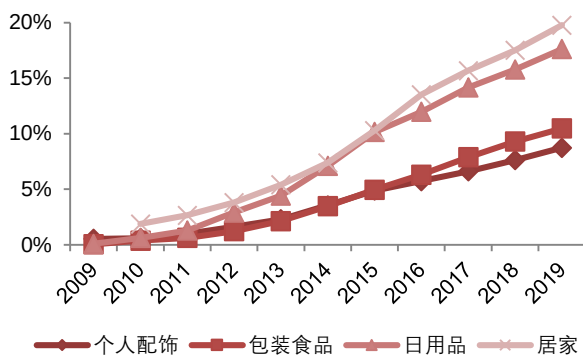
图 24：药店、杂货、家居市场渠道渗透率



资料来源：Euromonitor，东方证券研究所

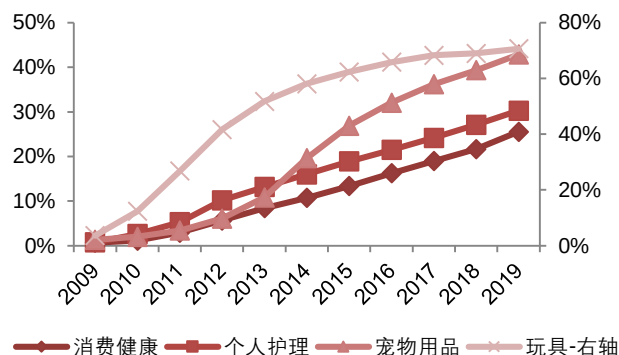
杂货零售包含消费品类目广泛，具备一定抵御线上渗透的能力。第一、线上高渗透品类渗透率同样存在瓶颈，杂货业抢占线下份额。与大部分行业的发展规律一样，线上渗透率较高的消费品类其渗透率提升过程呈现“S”型。已经显示出明显的 S 型走势。杂货类之外的消费电子、服饰鞋类、家电，杂货类包含的玩具、宠物用品等品类，渗透率在 2010 年至 2015 年经历了快速提升的阶段后，已经呈现出增速放缓的趋势。由于线下渠道具有实物体验这一暂时不可动摇的本质优势，这些品类的线上渗透率提升面临明显瓶颈。第二、线上低渗透率品类具有渗透壁垒，杂货业充分布局。个人配饰、包装食品、日用品、居家用品是杂货类目中线上渗透率较低的品类，这些品类因为有冲动型消费、履约费用高、实物试用需求等特征，导致了其渗透率提升相对缓慢。杂货业可以根据以上特征布局品类，从而实现线上渗透的抵御。第三、低价、高 SKU 的杂货有效缩短消费决策链路，促进线下消费形成。基于以上两点，杂货业再通过低价、高 SKU 的方式满足消费者对高频低价的杂货类产品的“性价比”、“即时性”的需求。另外，消费者在线下购物可以直观感受到产品的品质。综合以上，能够有效缩短消费决策链路，促进线下消费的形成。

图 25：杂货类目中线上渗透率较低品类



资料来源：Euromonitor，东方证券研究所

图 26：杂货类目中线上渗透率较高品类

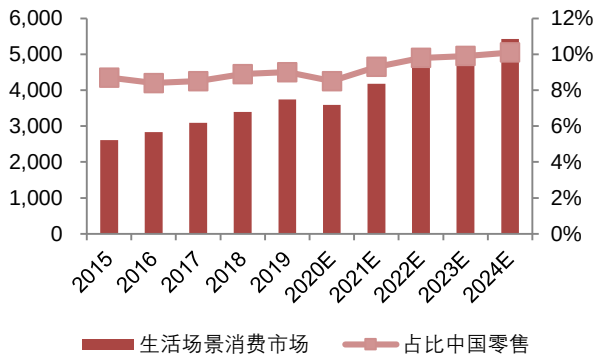


资料来源：Euromonitor，东方证券研究所

2.3 面向蓝海市场，有望诞生巨头

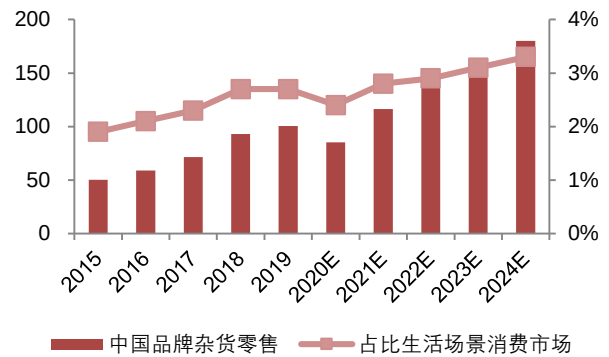
生活场景消费市场规模庞大，品牌杂货渗透率提升。根据 Frost & Sullivan 的数据，中国生活场景消费零售市场规模（其中包含 1、品牌杂货零售；2、专卖零售；3、日用百货零售）是零售市场中增速最快的细分赛道之一，市场规模从 2015 年的 2.6 万亿增长至 2019 年的 3.7 万亿，CAGR 达到 9.4%，较中国零售业整体增速更高。根据 Frost & Sullivan 的预测，中国生活场景消费零售市场未来 5 年将以 10.8% 的年均复合增速增长至 5.4 万亿。作为中国生活场景消费零售市场中三大主要类型之一的品牌杂货零售，将受益渗透率提升。根据 Frost & Sullivan 的统计和预测，未来 5 年中，品牌杂货零售占比生活场景消费零售将增长至 3.3%，市场规模提升至 1800 亿元。这一分析与我们在章节 3.2 中得到的结论一致。

图 27：中国生活场景消费市场规模（十亿元）



资料来源：Frost & Sullivan，东方证券研究所

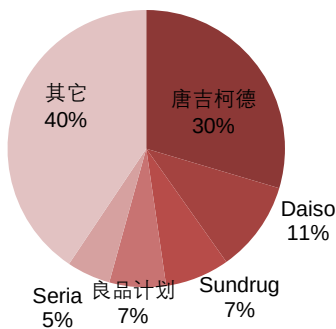
图 28：中国品牌杂货零售市场规模（十亿元）



资料来源：Frost & Sullivan，东方证券研究所

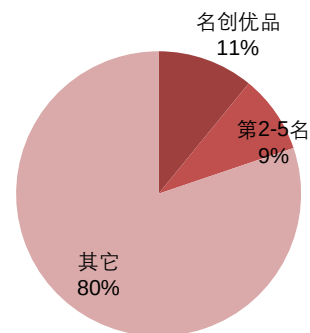
杂货零售市场较为分散，有希望诞生行业巨头。对比日本市场，其行业排名第一的堂吉诃德市占率达到 30%，行业 TOP5 占据整体市场份额的 60%。在中国，杂货零售行业集中度较低，排名第一的名创优品市占率 11%，行业 TOP5 占据整体市场份额的 19.8%。以现阶段中国零售业整体的发展趋势判断，线上的强压制之下，线下各渠道竞争压力加剧，杂货业高 SKU、低盈利的特质使得小企业由于规模效应不足生存能力进一步降低，导致行业马太效应加剧，利于头部集中。行业渗透率和集中度的双重提升的逻辑之下，杂货零售有望诞生行业巨头。

图 29：日本杂货零售 2019 年市占率



资料来源：Euromonitor，东方证券研究所

图 30：中国杂货零售 2019 年市占率



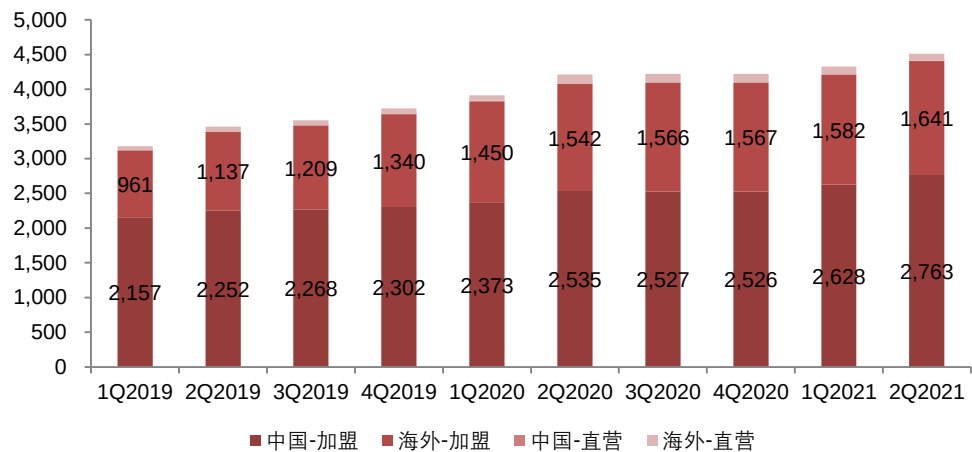
资料来源：Frost & Sullivan，东方证券研究所

3 核心标的：名创优品

全球化布局的中国泛日用品连锁龙头，高速扩张门店突破 4000 家。名创优品是现阶段中国杂货零售连锁龙头企业，2019 年实现 GMV190 亿元，占中国品牌杂货市场份额 18.9%，占全球品牌杂货市场份额 5.2%。名创优品成立于 2013 年，提供极具性价比的生活百货，产品范围覆盖家居用品、电子电器、文具礼物、包装配饰、休闲食品等 11 个品类。2015 年，名创优品全面升级品牌并开启全球化战略，结合直营和加盟两种形式快速扩店。2020 年下半年，名创优品加速海外市场扩张，先后在加拿大、美国、法国等国开设新店。截至 2020Q4，名创优品在全球逾 85 个国家和地区开设共 4,514 家门店，其中中国市场门店 2,768 家，海外门店 1,746 家。

注：公司 FY2020 财年对应日历时间为 2019 年 7 月-2020 年 6 月。

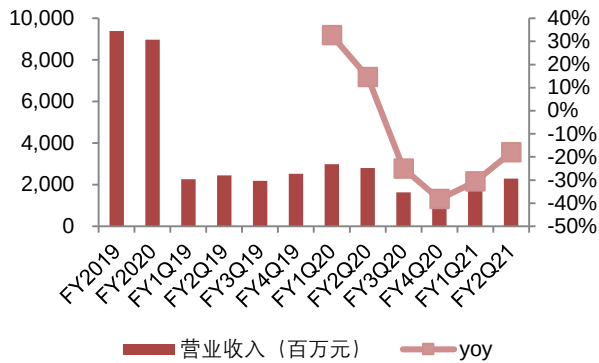
图 31：名创优品门店数量（家）



资料来源：公司公告，东方证券研究所，注：时间标注为 FY

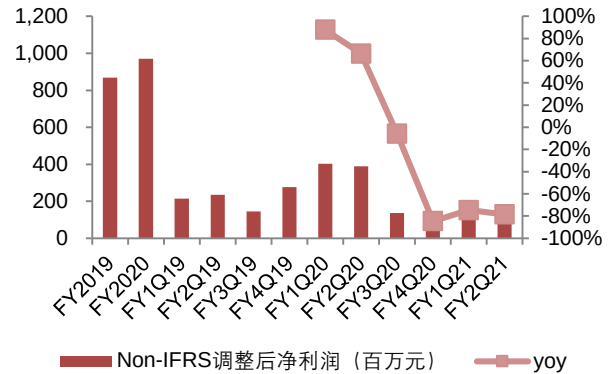
疫情对名创优品经营造成全面冲击，但 FY21 以来已呈现恢复态势。由于公司营收均来自于线下门店，且大量门店位于海外，故自 FY3Q20 以来，业绩遭遇严重冲击。从收入层面看，FY2020 营业收入较 FY2019 下降 4.43%。FY2Q21 公司实现营业收入 22.98 亿元，同比增长-18.05%。FY1Q21-FY2Q21 公司营收规模呈回升态势，环比增长分别为 33.41%/10.89%。从盈利层面看，FY2019 至 FY2020，公司分别实现毛利润 2,511/2,733 亿元，毛利率分别为 26.73%/30.43%，公司近年来通过加大与知名 IP 合作力度，开发高毛利的合作商品，毛利率显著提升。受益于毛利率提升，FY2019 至 FY2020，公司实现调整后净利润分别为 8.69/9.71 亿元，同比增长 11.74%，盈利能力明显提升。FY2Q21 公司实现调整后净利润 0.84 亿元，同比增长-78.46%。从费用层面看，FY4Q20 较 FY1Q20 销售费用率及管理费用率分别提升 7.35/4.20pct。FY1Q21-FY2Q21 毛利率及净利率均随营业收入回升呈现小幅增长。FY21 以来，公司从收入、盈利、费用三个主要层面均已呈现出逐步走出疫情的态势。

图 32：名创优品营业收入



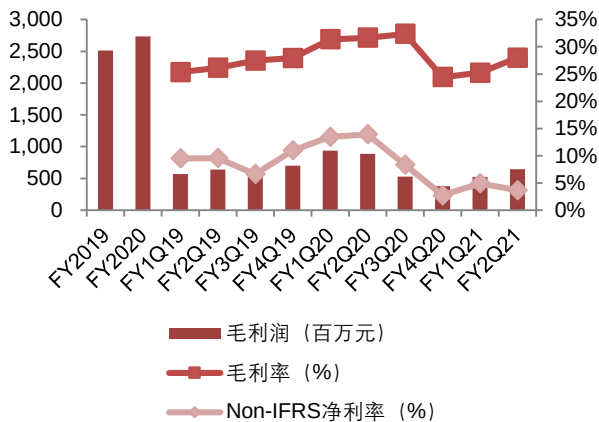
资料来源：公司公告，东方证券研究所

图 33：名创优品调整后净利润



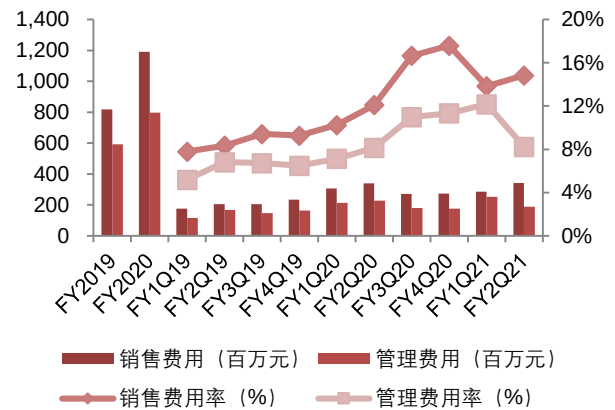
资料来源：公司公告，东方证券研究所

图 34：名创优品毛利率及归母净利率



资料来源：公司公告，东方证券研究所

图 35：名创优品费用率



资料来源：公司公告，东方证券研究所

投资建议

日本杂货零售植根消费文化，顺应时代变迁，成为日本零售业渠道变革的受益者，市值规模增速超越行业平均水平，且诞生多家优质头部企业。虽然中国与日本在国民文化、人口结构、经济环境等各方面存在差异，导致了消费观念和消费习惯的不同，但是中国也结束了经济高速增长时期，“低价为锚”的杂货零售在电商渗透方面具备一定抵御能力，受益渠道渗透率提升。以现阶段中国零售业整体的发展趋势判断，线上的强压制之下，线下各渠道竞争压力加剧，杂货业高 SKU、低盈利的特质使得小企业由于规模效应不足生存能力进一步降低，导致行业马太效应加剧，利于头部集中。行业渗透率和集中度的双重提升的逻辑之下，杂货零售有望诞生行业巨头。

品牌杂货这条零售业优质赛道上，名创优品是目前的行业第一，在供应链、加盟管理、品牌形象等方面具备核心壁垒，建议关注。

风险提示

- **疫情影响持续**

2020Q1 新冠疫情爆发导致消费行业整体受到巨大冲击，后续随着天气再次转冷，若由于无症状感染者、境外输入等因素导致疫情影响持续，或对行业营收造成影响。

- **行业竞争加剧**

零售行业发展至周期下行阶段，线上线下一体化发展大势所趋。渠道间、企业间在新形势的竞争下有可能发生巨大摩擦，导致行业整体营收及利润受到影响。

- **宏观经济形势变动**

受中美关系局势变化、居民消费信心变动等因素的影响，宏观经济形势可能存在变动，对于行业造成不利影响。

- **盈利能力不及预期的风险**

杂货零售业具有低价、低盈利的特征，若不能形成规模效应和稳定高效的供应链，盈利能力或不及预期。

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

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本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn