

复盘 Dollar General，中国杂货零售的发展之思



东方证券
ORIENT SECURITIES

核心观点

- **Dollar General (DG)：精准定位与高效运营，成就美国下沉市场杂货零售龙头。** DG 是美国最大的低价杂货零售商，截止 2020 财年，DG 在全美共设立了 16,278 家门店（门店绝对数量上远超 Walmart 等大型连锁零售企业），实现连续 30 年同店销售增长，营业收入与净利润规模分别为 277.54 亿、17.40 亿美元。DG 精准定位美国的下沉市场，主要面向美国中低收入群体，为消费者提供超低价产品，80% 的商品定价在 5 美元以下。DG 运营高效，基础设施建设扎实，商品品类齐全，通过规模直采和自有品牌压缩成本实现优秀的盈利能力。通过差异化的定位和高效运营，DG 构建起自身竞争壁垒，成就美国杂货零售龙头。
- **DG 对国内零售业的启发。** 1) 适应消费分级，抓住低线城市线下需求。 DG 成功要素之一就是深入中小城镇，与成熟大型商超形成差异化竞争。目前中国杂货日用品市场各主要公司产品、定价及模式相似，同质化竞争激烈，且多集中于一二线城市的商业中心。在下沉市场，杂货业态的出现形式仍以“夫妻老婆店”等小规模、非连锁的形式为主，并没有出现大中型的连锁企业。2) 小业态存机遇，同时对运营提出新的要求。 国内大型零售业态的增长空间天花板已现。随着户均人口的下降以及城镇化率的提高，城市新社区的形成将进一步加快，以便利店和小型超市为主的社区零售将迎来发展机遇。随着国内物流、仓储、冷链配送等商业设施的不断完善，规模化的社区连锁零售有望获得竞争优势，吸收原本被分散的个体店占有的消费存量。3) 高频消费品类存差异，商超压力之下机遇仍存。 中美贴近社区的小型零售业态存在品牌上的差异，生鲜品是国内更为特色的需求。现阶段资本入局正在驱动渠道持续创新，但是不论生鲜电商还是社区团购，成熟的盈利模式上商业范式仍未形成，竞争或长期持续。拥有较强生鲜供应链管理能力的优质零售企业机遇仍存。
- **名创优品具备成长为 DG 规模的潜质。** 1) 中国宏观环境提供行业成长红利。 DG 以及低价杂货零售崛起于美国宏观经济的下行期，现阶段中国结束了经济高速增长时期，为低价杂货提供了宏观成长环境。2) 同 DG 一样以低价为核心，并实现了高效运营。 虽然名创优品与 DG 针对的客群存在一定差异，但是极致性价比是两家公司的共性，通过与上游供应商的紧密合作、对消费者心智的把握，两家企业都实现了高效的运营。除此之外，名创优品更进一步，通过线上线下的全渠道融合，再度拓宽了消费场景。3) 开店模式存差异，扩店策略更丰富。 DG 采用传统的开店模式，全部门店均为直营店，名创优品采用“零售伙伴”加盟模式。名创优品在开店策略方面不仅重视下沉市场，在一二线城市也有不错的经营表现，并且实现了全球化的门店布局。

投资建议与投资标的

- 本文我们复盘了美国著名的“美元店”龙头企业 Dollar General 的发展。对比名创优品与 Dollar General，两者同样以低价为核心，通过高效的运营实现高周转，盈利能力优秀，同时重视下沉市场，成长空间广阔。名创优品 (MNSO.N, 增持) 作为品牌杂货零售赛道的龙头企业，在供应链、加盟管理、品牌形象等方面具备核心壁垒，建议持续关注。

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 04 月 08 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

cuihanping@orientsec.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

目 录

1 Dollar General：精准定位与高效运营，下沉市场杂货零售龙头	5
1.1 美国杂货零售龙头，全美门店超 16,000 家.....	5
1.2 高毛利低费率，盈利能力优秀	7
1.3 差异化竞争+高效运营，强化渠道壁垒.....	9
2 Dollar General 对国内零售业的启发.....	12
2.1 适应消费分级，抓住低线城市线下需求	12
2.2 更小的门店面积，对应不同的运营策略	12
2.3 高频消费品类存差异，商超压力之下机遇仍存	14
3 名创优品：赛道相似，是否有成长为 Dollar General 规模的潜质？	16
3.1 中国宏观环境提供行业成长红利	16
3.2 低价为表相，高效为核心，小业态运营能力优秀	17
3.3 不同的开店模式，更丰富的扩店策略.....	20
投资建议.....	21
风险提示.....	22

图表目录

图 1: Dollar General 营收规模及增速	5
图 2: Dollar General 利润规模及增速	5
图 3: Dollar General、Walmart、Macys 与 SP500 涨幅对比	6
图 4: Dollar General、Walmart、Target 门店数量	7
图 5: Dollar General、Macy's、Walmart 同店销售 (%)	7
图 6: Dollar General、Macy's、Walmart 营业利润率	7
图 7: Dollar General 自有品牌	8
图 8: Dollar General、Walmart、Costco 毛利率对比	8
图 9: Dollar General 销售及管理费用	9
图 10: Dollar General、Walmart、Costco 单位零售面积营业开支 (美元/m ²)	9
图 11: Dollar General 全美门店分布	9
图 12: Dollar General 经营活动现金流 (百万美元)	10
图 13: Dollar General 经营租赁负债预计到期日 (百万美元)	10
图 14: Dollar General 息税前利润及净利率	11
图 15: Dollar General、Walmart、Target EBIT/零售面积	11
图 16: 中国零售市场细分程度不足	12
图 17: 拼多多高性价比产品	12
图 18: 大卖场、超市市场规模及增长率	13
图 19: 不同零售业态的市场规模增长率	13
图 20: 家家悦综合超市单店平均面积及坪效	14
图 21: 红旗连锁门店数量及单店坪效	14
图 22: 中国生鲜电商行业发展历程	15
图 23: 美国 GDP 不变价十年复合增速	16
图 24: 美国个人消费支出十年复合增速	16
图 25: 社会消费品零售总额 (2020 年 1-12 月)	17
图 26: 社会消费品零售总额同比增速 (2008-2020 年)	17
图 27: 名创优品 SAP 系统实现高效运营	18
图 28: 名创优品、Dollar General 存货占流动资产比	19
图 29: 名创优品、Dollar General 存货周转天数	19
图 30: 名创优品线下门店	19
图 31: 名创优品官方小程序	19
图 32: 名创优品和加盟商利润分成、费用承担情况	20
图 33: 名创优品海内外门店分布情况	21

图 34：FY2020 名创优品分区域收入占比	21
表 1：Dollar General 发展历程.....	6
表 2：Dollar General、Walmart、Target 价格对比.....	10
表 3：Dollar General 配送中心概况.....	11
表 4：Dollar General、名创优品对比	17

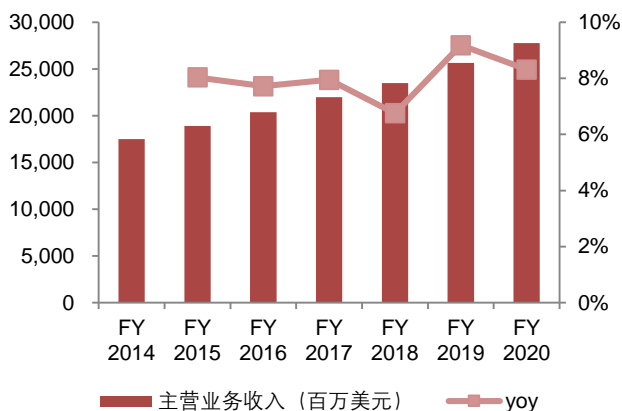
在之前发布的《对比日本，中国杂货零售的发展之思》、《对比日企，寻找名创优品的发展潜质》两篇报告中，我们已经分别从行业及公司者两个层面对中国和日本两个国家的杂货零售行业进行了分析对比，并探讨了名创优品作为中国杂货零售业龙头的发展潜质。在本文中，我们将研究视角转移至美国，通过复盘与剖析美国著名的“美元店”龙头企业 Dollar General，思考对于中国杂货零售行业发展的借鉴意义，同时分析名创优品与 Dollar General 的异同，探讨名创优品作为中国杂货零售龙头的发展潜力。

1 Dollar General：精准定位与高效运营，下沉市场杂货零售龙头

1.1 美国杂货零售龙头，全美门店超 16,000 家

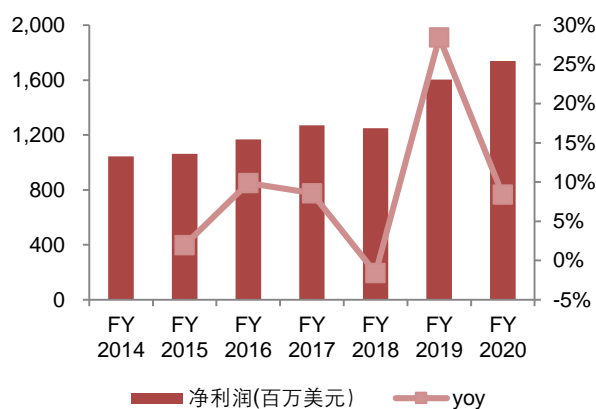
Dollar General 是美国最大的低价杂货零售商。Dollar General 主要面向美国中低收入群体，为消费者提供超低价产品，80%的商品定价在 5 美元以下。公司销售各类日用必需品，包括基本消费品、季节性装饰品、家居用品等，其中基本消费品是公司收入的主要来源，2020 财年占销售额比重达 77.96%。截止 2020 财年，Dollar General 在全美共设立了 16,278 家门店，实现连续 30 年同店销售增长，营业收入与净利润规模分别为 277.54 亿、17.40 亿美元。

图 1：Dollar General 营收规模及增速



资料来源：Wind，东方证券研究所

图 2：Dollar General 利润规模及增速



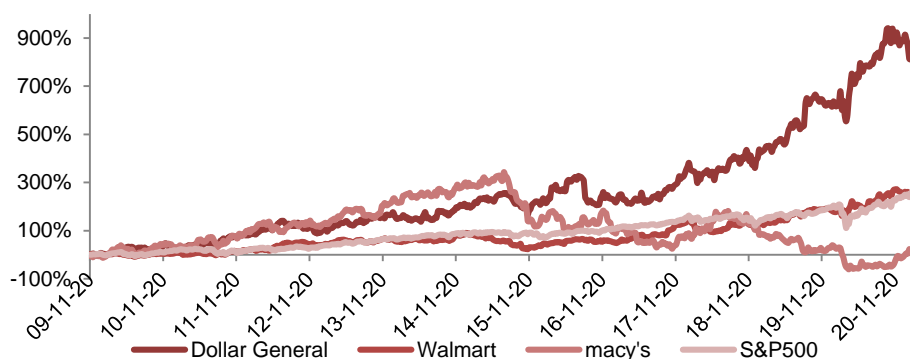
资料来源：Wind，东方证券研究所

成立于 1939 年，二次上市后股价表现亮眼。Dollar general 前身为成立于 1939 年的 J.L. Turner and Son，1955 年进行股份制改组并开设第一家 Dollar General 门店，1968 年正式更名为 Dollar general 并在纽交所上市。2007 年，Dollar General 全部股份被以 KKR 为首的投资基金公司收购，私有化退市。2009 年，公司在纽交所二度上市。股价自 2009 年一路攀升，最高涨幅一度达到 939.95%，累计涨幅达 739.68%，显著优于同期标普 500 指数 251.35%，沃尔玛 217.85%和梅西百货 22.32%。

表 1: Dollar General 发展历程

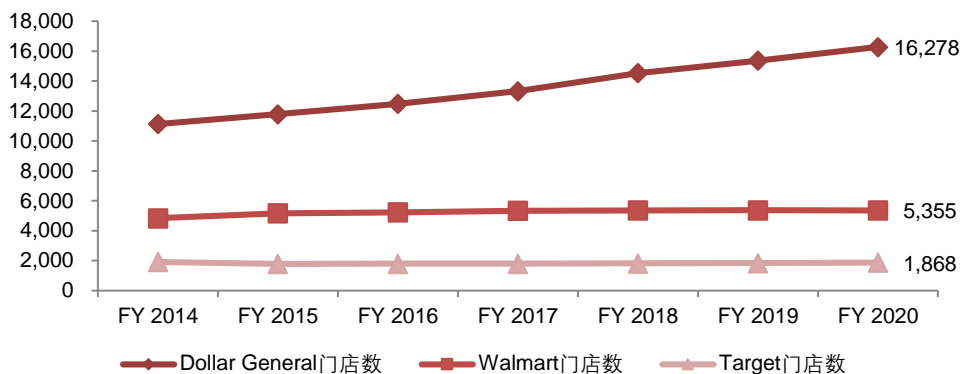
时间	Dollar General 历史沿革
1939	Dollar General 前身 J.L. Turner and Son 第一家门店在肯塔基州开业
1955	改组为股份制公司, 第一家 Dollar General 门店开业
1968	正式更名 Dollar General, 在纽交所公开上市
1999	首次进入美国财富 500 强榜单
2001	全美门店达 5000 家
2004	在香港设立采购办事处, 业务扩展至亚洲市场
2007	被 KKR 投资基金控股退市
2009	第二次公开上市
2012	全美门店超 10000 家; 公司进入 S&P500
2017	推出新型门店 DGX, 面向城市消费者
2020	推出新型门店 Popshef, 面向女性消费者

资料来源: 公司官网, 东方证券研究所

图 3: Dollar General、Walmart、Macys 与 SP500 涨幅对比


资料来源: Wind, 东方证券研究所

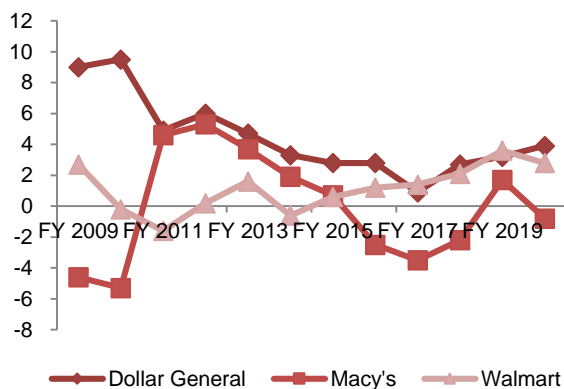
深度扎根下沉市场, 门店数量庞大, 领先全美主要企业。截至 FY2020, Dollar General 在美国 45 个州设立了 16,278 家门店, 自 FY2014 年以来, Dollar General 门店在数量上已经数倍领先于 Walmart、Target 等为代表的大型零售连锁商。同时, Dollar General 的门店在过去 6 个财年中, 在高基数的情况下, 依然保持着较快的增长。Dollar General 能够拥有如此高速扩张的能力, 主要是由于其针对的市场空间广阔以及其单门店与其它零售商的差异。第一, Dollar General 有超过 75% 的门店位于城郊地区及人口不超过 2 万人的中西部小城镇 (即国内定义的下沉市场), 着眼于这部分被沃尔玛等大型商超忽视的客群和地区。第二, Dollar Genera 通过小面积门店尽可能贴近消费者居住社区, 填补了 Walmart、Target 等大型连锁零售商满足消费者定期大规模采购之外的日常零碎的消费需求, 除此之外, 更小的业态一方面降低了扩张门店的单店成本, 另一方面在门店运营层面更具灵活性。

图 4: Dollar General、Walmart、Target 门店数量


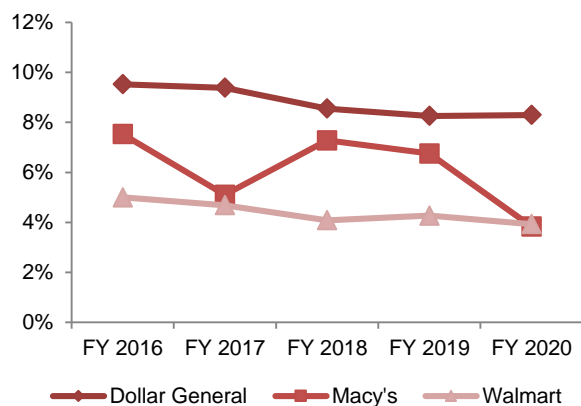
资料来源: 公司公告, 东方证券研究所

1.2 高毛利低费率, 盈利能力优秀

同店销售连续 30 年正增长, 营业利润率行业领先。2020 财年, Dollar General 同店销售增长 3.9%, 显著高于沃尔玛的 2.8% 和梅西百货 -0.8%, 公司同店销售连续三十年正增长, 这是零售行业极难实现的优秀表现。我们认为这样的表现受益于所处行业特性以及公司自身优秀的营运能力。这一特征在 2008-2009 年金融危机期间也曾得到鲜明的体现, 当时, 全美零售业整体受到经济危机冲击陷入低迷, 但是公司同店销售增长分别达到 9.0%、9.50%, 显示出一定的抗周期性, 收入具有韧劲。在同店增长之外, 2020 财年公司营业利润率达 8.3%, 也远高于沃尔玛的 3.9%、梅西百货的 3.8%, 盈利能力行业领先。

图 5: Dollar General、Macy's、Walmart 同店销售 (%)


资料来源: Wind, 东方证券研究所

图 6: Dollar General、Macy's、Walmart 营业利润率


资料来源: Wind, 东方证券研究所

品类齐全提供一站式购物体验，产品搭配实现盈亏平衡。Dollar General 门店内商品种类齐全，提供包括包装食品、奶制品、清洁产品、纸制品、汽车耗材等各类基本消费品，能够满足日常生活需求，无需消费者前往距离较远的大型超市。根据总部统计数据，门店不断更新调整商品种类、商品陈列方式等，改善消费者购物动线，最大程度提供一站式购物体验，减少消费者在其他场所购物的需求。基本消费品是公司收入的主要来源，2020 财年收入占比达 75%，作为高频消费品有效起到引流作用，季节性用品、家居产品及服饰分别占比 11.74%、5.81%、4.49%，收入占比较小但毛利较高，对利润贡献较大。

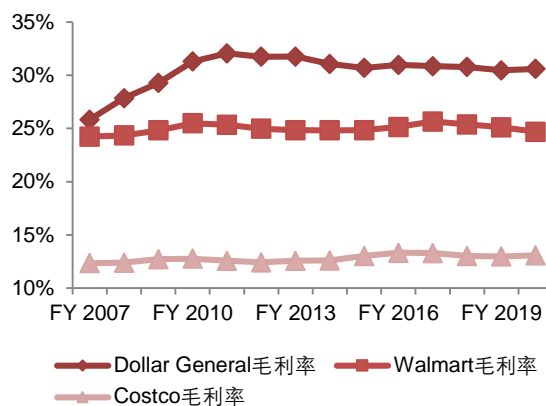
单品类规模直采压缩成本，自有品牌提升毛利。Dollar General 毛利率在金融危机后明显改善，较危机前提高约 7pct，议价能力大幅提高。近年公司毛利率基本维持在 30%左右，较沃尔玛高约 6pct，较好市多高约 17pct。公司较高的毛利率主要得益于：1) 精选品牌，规模直采：针对每一品类商品，Dollar General 只精选 1-3 个品牌进行采购，大规模和稳定的采购政策使得公司对供应商具有较强议价能力，包括可口可乐、宝洁、联合利华在内的一些大厂商也是 Dollar General 的合作伙伴；2) 提高毛利率较高的自有品牌占比：公司自有品牌覆盖种类极广，包括家居、个人护理、母婴和保健品等日常必需品领域，超过 20 条产品线直接对接优质厂商进行生产销售，以最大限度压缩产品价格。

图 7: Dollar General 自有品牌



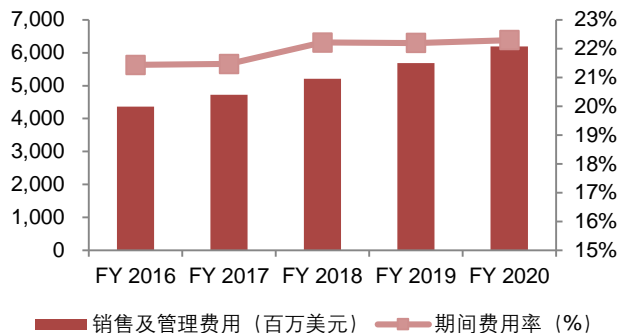
资料来源：公司官网，东方证券研究所

图 8: Dollar General、Walmart、Costco 毛利率对比

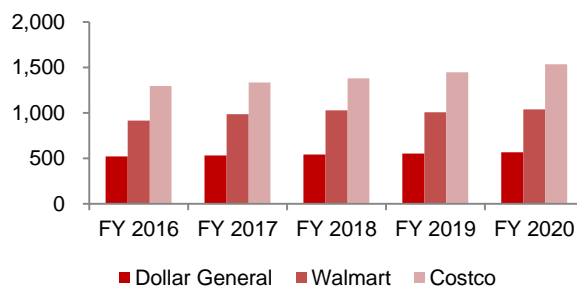


资料来源：Wind，东方证券研究所

费用控制能力强，单位面积营业成本约为沃尔玛的二分之一。Dollar General 销售及管理费用率自 2011 年起保持稳定，有效控制在 22%左右。公司能够保持较低运维费率主要是由于：1) 单店员工少：一个门店一般只配备 3-5 名员工，最大程度降低人力成本上升趋势对公司费用率的影响；2) 运维成本低：大部分门店位于乡镇区域，且针对中低收入消费群体，门店装饰需求低，运营维护成本低；3) 广宣费用低：基本只在公司官网进行广告投放，与优惠券公司合作投放电子折扣券，极大减少公司的广告投放费用。优秀的产品成本及费用控制能力，使得 Dollar General 单位面积营业成本远低于其他零售商，近五年控制在 550 美元左右。2020 财年，Dollar General 单位面积营业成本为 568.94 美元，约为沃尔玛（1037.37 美元）的二分之一，好市多（1534.01 美元）的三分之一。

图 9：Dollar General 销售及管理费用


资料来源：公司公告，东方证券研究所

图 10：Dollar General、Walmart、Costco 单位零售面积营业开支 (美元/m²)


资料来源：Bloomberg，东方证券研究所

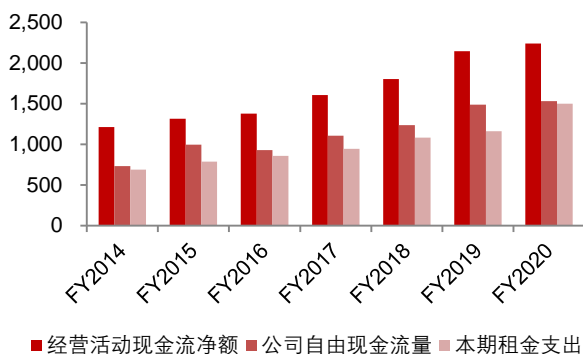
1.3 差异化竞争+高效运营，强化渠道壁垒

定位社区杂货店，小门店低成本易于快速扩张。Dollar General 门店平均销售空间为 7,400 平方英尺 (约 690 平方米)，沃尔玛平均销售空间为 178,000 平方英尺 (约 1.65 万平方米)，约为 Dollar General 的 24 倍。Dollar General 的小型门店易于选址，能够尽可能地贴近社区，同时有效降低新店开业成本。较低的开店成本帮助 Dollar General 在各州快速展店，占领大型商超覆盖范围之外的偏远社区，实现差异化竞争。

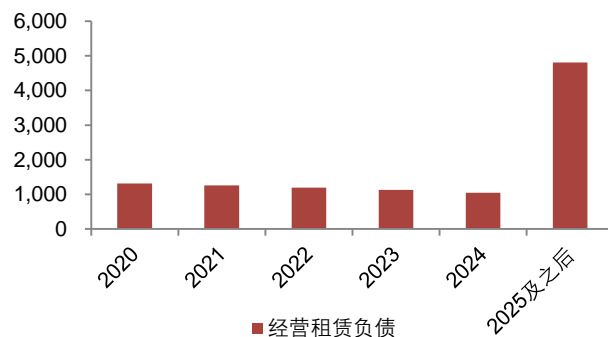
现金流充裕，长租有效摊薄新店成本。Dollar General 所有门店均为直营，扩店速度依赖公司的营运能力，公司商店基本均从社区业主处直接租赁，签订 15 年左右长期稳定的租约，将大额新店成本分摊到运营期内。公司采用经营租赁模式，租金成本 FY2019 之前未计入负债 (2020 财年起适用新的租赁准则)，FY2020 进表后，公司资产负债率有所上升，但仍优于行业中位数。公司现金流表现健康，FY2020 经营活动净现金流和公司自由现金流分别为 22.38 亿美元、15.31 亿元，对比公司经营租赁负债各年应偿还的金额，充足的现金流能够支撑公司进行高速的门店和业务扩张。

图 11：Dollar General 全美门店分布


资料来源：公司官网，东方证券研究所

图 12: Dollar General 经营活动现金流 (百万美元)







资料来源: 公司公告, 东方证券研究所

图 13: Dollar General 经营租赁负债预计到期日 (百万美元)


资料来源: 公司公告, 东方证券研究所

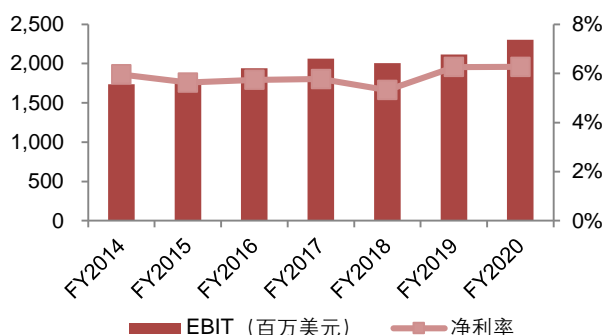
便利性是门店核心竞争力, 小包装商品提升复购率。Dollar General 超 80%商品定价在 50 美元以下, 但从商品单价来看, Dollar General 与沃尔玛、塔吉特这类大型综合超市相比不具备优势, 其单价反而高出 20%左右。Dollar General 门店基本只提供小包装商品, 消费者多进行高频小额购买, 在满足居民日常购物需求的同时, 也有效提升门店复购率和客户粘性。Global Data Retail 统计, 美国 75%的人口到达任一家 Dollar General 仅需 5 分钟时间, 而居住在沃尔玛 5 分钟生活圈内的人口仅为 37%。公司核心客户为中低收入人群, 小包装和社区门店为他们提供极大便利性, 能够以有限的预算满足即时需求, 同时免去开车前往大城镇附近综合类超市的时间和油费。

表 2: Dollar General、Walmart、Target 价格对比

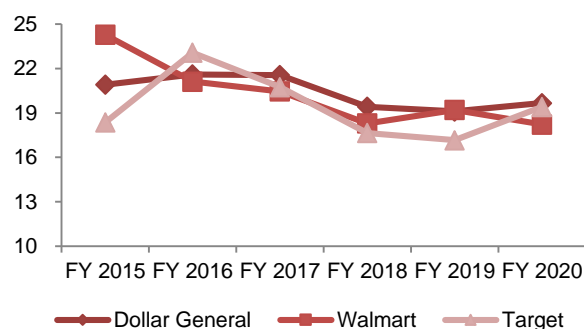
产品	Dollar General	Walmart	Target
	2.00\$	1.96\$	2.59\$
	3.75\$	2.50\$	3.69\$
	0.48\$/each	0.28\$/each	0.25\$/each
	20.00\$/oz	13.43\$/oz	14.7\$/oz
	9.00\$	7.77\$	8.12\$

资料来源: 公司官网, 东方证券研究所

净利率稳定改善，坪效保持领先。公司净利率位于上升通道，2020 财年净利率为 6.27%，领先大多数知名零售商。2020 财年，公司单位零售面积息税前利润为 19.67 美元，高于沃尔玛的 18.22 美元，塔吉特的 19.40 美元，坪效保持在行业内较高水平。小规模门店、低成本运营策略使得公司在下沉市场拥有一定渠道优势，2016 年 Dollar General 收购沃尔玛 41 家经营不善的 Walmart Express 社区类门店，显示出在社区折扣店领域公司较其他大型零售商更具竞争力。

图 14: Dollar General 息税前利润及净利率


资料来源: Bloomberg, 东方证券研究所

图 15: Dollar General、Walmart、Target EBIT/零售面积


资料来源: Bloomberg, 东方证券研究所

高效物流配送能力，自建配送中心提升门店效率。截至 2020 财年末，DG 在全美共拥有 17 个商品分拨配送中心、4 个冷冻产品配送中心，基本覆盖了公司全部经营范围。每个配送中心平均面积约为 9.3 万平方米，约可服务 1,200 家门店。公司当前的物流网络可充分支撑每年 270 亿美元的营收规模，通过广泛布局的自建配送中心，公司供应链效率加强，产品配送成本进一步压缩。

表 3: Dollar General 配送中心概况

开业时间	位置	面积 (sq/ft)	服务门店
1959	Scottsville, KY	720,000	776
1994	Ardmore, OK	1,310,000	1,070
1997	South Boston, VA	1,250,000	1,065
1998	Indianola, MS	820,000	907
1999	Fulton, MO	1,150,000	1,272
2001	Zanesville, OH	1,170,000	1,189
2005	Jonesville, SC	1,120,000	1,019
2006	Marion, IN	1,110,000	1,194
2012	Bessemer, AL	940,000	1,138
2012	Lebec, CA	600,000	444
2014	Bethel, PA	1,000,000	1,115
2016	San Antonio, TX	920,000	995
2016	Janesville, WI	1,000,000	883
2017	Jackson, GA	1,000,000	905
2018	Longview, TX	1,020,000	509

资料来源: 公司官网, 东方证券研究所

2 Dollar General 对国内零售业的启发

2.1 适应消费分级，抓住低线城市线下需求

Dollar general 成功要素之一就是深入中小城镇，与成熟大型商超形成差异化竞争。根据我们在第一章的分析，Dollar General 定位社区杂货店，大部分门店位于人口不足 2 万人的小城镇，占领中低收入人群日常消费需求，覆盖大型商超忽视的低线地区。在这种开店策略之下，Dollar general 成功与 Walmart 等大型连锁杂货企业形成了相对错位的竞争，在一条绝对空间相对较小，但相对竞争较弱的赛道中脱颖而出，实现了快速成长。

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，但在当前阶段国内还未形成规模化的，能够与美国“美元店”对应的线下业态。目前中国杂货日用品市场各主要公司产品、定价及加盟模式相似，同质化竞争激烈，且多集中于一二线城市的商业中心。在下沉市场，杂货业态的出现形式仍以“夫妻老婆店”等小规模、非连锁的形式为主，并没有出现大中型的连锁企业。

图 16：中国零售市场细分程度不足



资料来源：东方证券研究所

图 17：拼多多高性价比产品



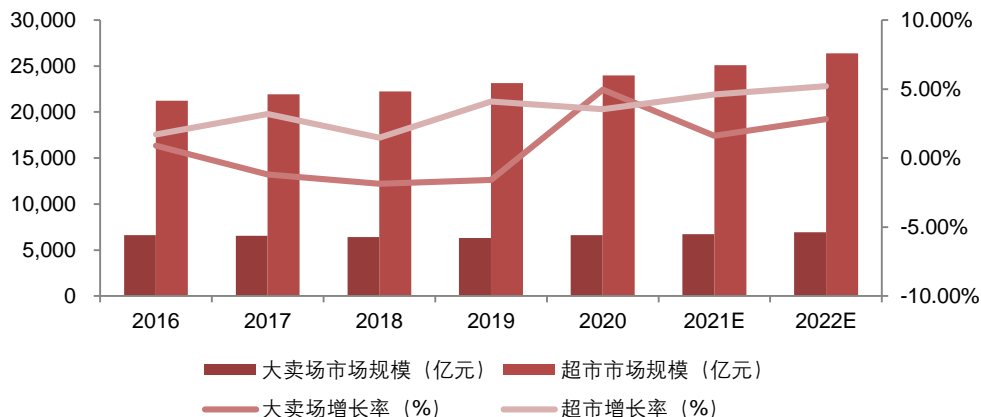
资料来源：拼多多 APP，东方证券研究所

2.2 更小的门店面积，对应不同的运营策略

大卖场增长空间天花板已现，多因素促进小业态发展加速。国内零售业较为明显的一个发展趋势是大卖场型超市市占率在逐步降低，根据 Euromonitor 的统计，2015-2020 年大卖场业态年均增长率分别为 0.2%、0.9%、-1.20%、-1.87%、-1.59%和 4.96%，增长空间已十分有限。以便利店为代表的零售小业态成长提速，年均增速高于零售业整体水平。根据中国社会科学院发布的城市蓝皮书预测，到 2030 年国内城市化率将超过 70%。我们认为，随着户均人口的下降以及城镇化率的提高，城市新社区的形成将进一步加快，以便利店和小型超市为主的社区零售将迎来发展机遇。随

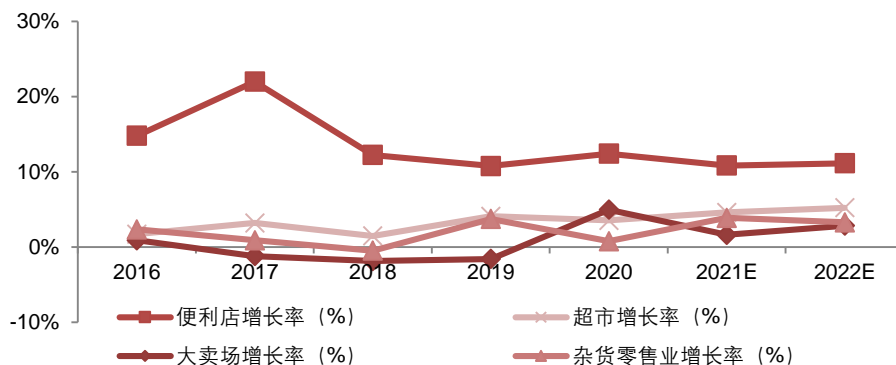
随着国内物流、仓储、冷链配送等商业设施的不断完善，规模化的社区连锁零售有望获得竞争优势，吸收原本被分散的个体店占有的消费存量。

图 18：大卖场、超市市场规模及增长率



资料来源：Euromonitor，东方证券研究所

图 19：不同零售业态的市场规模增长率



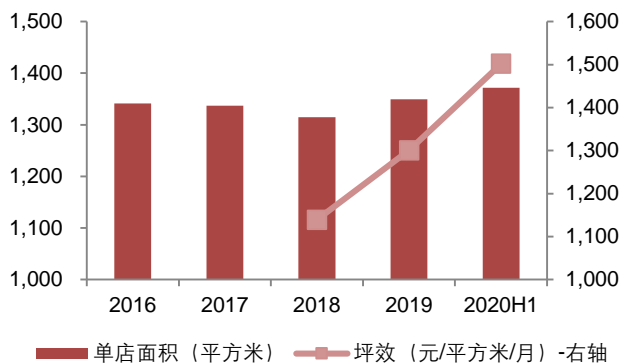
资料来源：Euromonitor，东方证券研究所

永辉 mini 发展陷困境，体现的是小型业态适用不同的运营策略。国内零售企业已经意识到大卖场等大型的零售业态在中国逐步面临瓶颈，头部的商超企业永辉超市和高鑫零售均开始发展自身的小型门店业态。以永辉超市为例，其从 2018 年底起推出 mini 店业态，定位社区生鲜超市，门店面积在 300-500 平方米左右。但从门店运营情况来看，除单店面积缩小外，永辉 mini 运营逻辑与大店基本一致，采用以低价生鲜带动日杂百货销售的经营策略，供应链、门店管理等方面高度依赖大店。2020Q1-Q3，永辉 mini 分别闭店 74、88、61 家，大规模闭店证明永辉 mini 模式并未在商业模式层面实现跑通。相较于重视区位优势、提供大而全品类的大卖场业态，小业态门店对效率、成本以及服务体验等方面提出更高要求，当面对社区零售这一更加精细化的领域，企业需要在门店选

址、选品、供应链等方面提高竞争力，进一步提升经营效率。小型业态适用不同的运营策略，对于现有零售企业在转型过程中，提出了不同的要求。

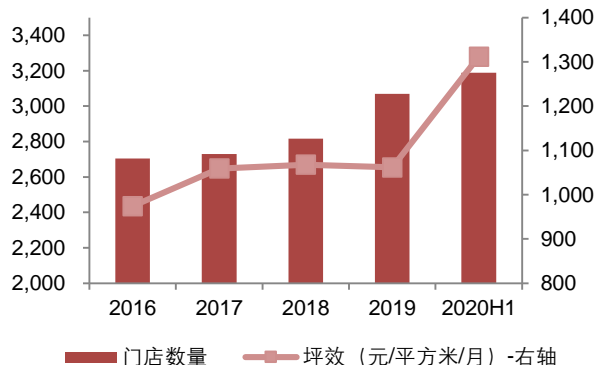
国内小业态已有区域龙头，高效供应链实现精细化运营。以家家悦为例，其是胶东地区超市龙头，核心业态为综合超市（社区及农村综合超市），单店面积在 1300 平方米左右，相较其他超市门店平均面积较小，同时实现了优秀的坪效。家家悦坚持区域密集布局，展店的同时物流、供应链建设同步推进，保障公司在基础设施层面的竞争力。家家悦在生鲜领域具有丰富经验，已基本建立起成熟的供应链体系，2019 年生鲜业务收入规模达 65.67%，直采比例达 80%以上，处于行业第一梯队。以红旗连锁为例，其是成渝地区便利店龙头企业，截止 2020 年 6 月末共有 3189 家门店，单店面积为 180 平方米左右。红旗连锁直采比例和统一配送比例均达 60%以上，处于行业领先水平。受益于高效的数字化供应链，红旗连锁坪效近年来不断改善且保持行业领先。从现阶段来看，社区超市、便利店等小型业态已经能够在一定区域内形成规模化运营的优质企业，从长期来看，在行业的进一步探索、整合过程中，国内零售企业有望能够在小型零售业态中积累更丰富的经验，未来有可能诞生类似 Dollar General 一样的全国性连锁社区零售业态。

图 20：家家悦综合超市单店平均面积及坪效



资料来源：公司公告，东方证券研究所

图 21：红旗连锁门店数量及单店坪效



资料来源：公司公告，东方证券研究所

2.3 高频消费品类存差异，商超压力之下机遇仍存

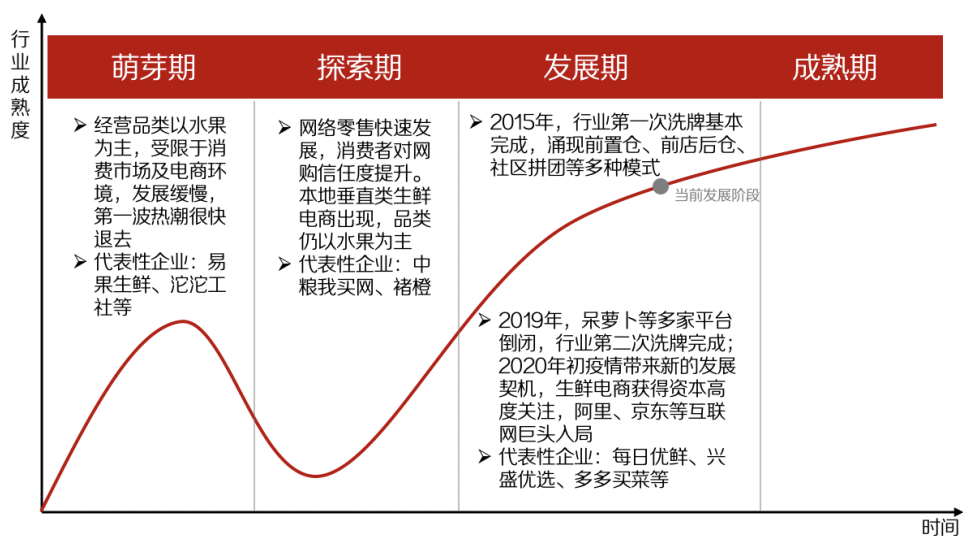
中美消费习惯存在差异，国内社区零售面临更大挑战。对于 Dollar General 而言，其核心客群是美国偏远社区的中低收入人群，有限的绝对收入使他们无法负担起新鲜蔬果、有机食品，门店销售的包装食品、冷冻食品可基本满足其日常需求。不同于美国，国内家庭的饮食习惯离不开生鲜品类，因此决定了国内社区零售必须提高更加复杂的生鲜供应能力。生鲜品类天然存在时效性强、损耗率高的特性，且国内生鲜产地分散、生产周期性强，因此社区零售进入生鲜领域的初期就需要大量资金投入，形成相对完善的冷链物流和供应链体系，重资产的扩张模式形成相对较高的进入壁垒。

传统生鲜产业链整体效率低，生鲜电商兴起涌现新模式。2019 年传统农贸市场在生鲜零售渠道占比为 56.3%，依然是国内最主要的生鲜流通终端渠道，但生鲜传统产业链经营效率较低，至少要通过供销合作社、产地批发市场、销地批发市场三个环节，多层分销环节限制生鲜品的流通速率，削

弱产业链参与者的盈利能力。随着网络零售渗透率提升，生鲜电商突破传统 B2C 模式，衍生出包括前置仓、“到家+到店”结合、社区团购等多种模式。实际上，生鲜电商发展至今已近 10 年时间，历经 2015 年、2019 年两轮洗牌，目前尚未探索出成熟的盈利模式。现阶段生鲜电商行业多种模式并存，竞争激烈，且同样面临与传统线下模式相似的问题，如不同地区的消费习惯差异、非标准化商品对供应链的压力等。我们认为，生鲜电商本质上依然是一门零售的生意，而不论是何种业态的零售，均将是一场持久战。

资本入局驱动渠道创新，传统商超仍有发展空间。2020 以来，社区团购获得互联网巨头的重点布局。相较于其他生鲜电商模式，社区团购能够最大程度压缩获客成本、损耗成本、履约成本，为改造传统生鲜零售提供新思路。社区团购本质是零售渠道的创新，但过去生鲜零售领域多次洗牌的经验也说明，单纯的模式创新很难形成核心壁垒，未来生鲜电商竞争优势依然需要加强供应链管控以提升利润水平。对于传统商超而言，如何利用现有资源，满足消费者双线需求将成为未来发展的关键。国内商超可借鉴 Dollar General 前端精简品类、强管控成本，后端重视物流、供应链搭建，从而提升经营效率。我们看好在能够做好小型业态，拥有较强生鲜供应链管理能力的优质零售企业，依托公司长期建立起来的生鲜直采资源与供应链优势，在零售业长期的渠道变革中保持自身的竞争实力。

图 22：中国生鲜电商行业发展历程



资料来源：易观智库，东方证券研究所

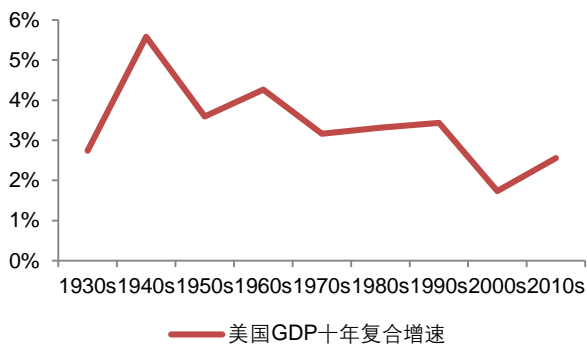
3 名创优品：赛道相似，是否有成长为 Dollar General 规模的潜质？

以 2020 财年数据对比，Dollar General 与名创优品营收规模差距较大，分别为 1,911.51 亿元和 89.79 亿元，但在成本及费用结构上具有较强相似性。基于 Dollar General 对于中国零售业发展的启示，我们将其映射与国内的杂货零售龙头名创优品。下文我们将通过产品结构、门店运营、扩张模式等角度分析名创优品是否具有成长为 Dollar General 规模的潜质。

3.1 中国宏观环境提供行业成长红利

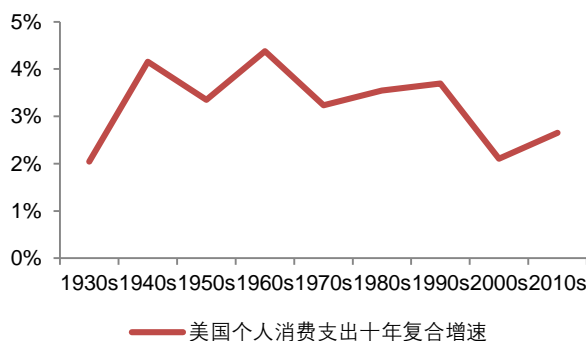
美国存在经济增长降速，消费需求增长中枢下移的趋势。对比 GDP 不变价同比增速，美国在 50s、60s、70s、80s、90s、00s、10s 的不同阶段中，年复合增速分别为 3.60%、4.27%、3.16%、3.32%、3.44%、1.74%、2.56%。对比个人消费支出同比增速，美国在 50s、60s、70s、80s、90s、00s、10s 的不同阶段中，年复合增速分别为 3.35%、4.38%、3.23%、3.55%、3.70%、2.10%、2.65%。考虑到 2008 年全球性金融危机对 00s 阶段的经济数据重大负面影响，美国经济增长和消费增长自 70 年代起开始处于长期缓慢中枢下行的通道中。

图 23：美国 GDP 不变价十年复合增速



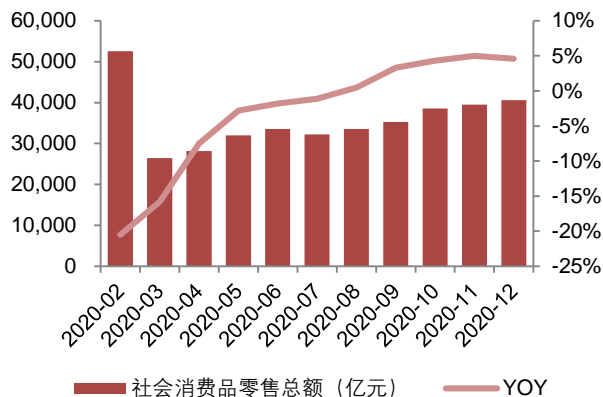
资料来源：wind，东方证券研究所

图 24：美国个人消费支出十年复合增速

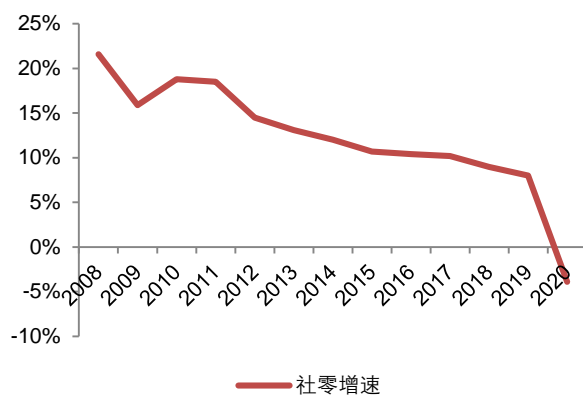


资料来源：wind，东方证券研究所

中国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%，创除受疫情影响的 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，中国的宏观环境与美国出现相似的发展趋势，终端总量消费需求增长处于持续中枢下移通道中，低价、性价比将成为国人消费观念中的重要考量因素，为杂货折扣行业提供发展红利。

图 25：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 26：社会消费品零售总额同比增速（2008-2020 年）


资料来源：国家统计局，东方证券研究所

3.2 低价为表相，高效为核心，小业态运营能力优秀

低价、优质，极致性价比是名创优品与 Dollar General 的共性。Dollar General 约 80% 的商品定价在 10 美元以下，名创优品 95% 以上的产品定价在 50 元以下，毛利率基本控制在 30% 左右，低于家纺、零售、配饰等单品类品牌商的毛利率。两者均通过精选 SKU 保证产品质量，自有品牌、稳定规模采购、去中间环节等措施控制成本，凭借产品的极致性价比精准锁定核心客群（中低收入人群&年轻人群体）。

同属低价杂货，产品属性决定核心客群有所不同。两家公司同属杂货折扣行业，但在销售品类上存在一定差别。Dollar General 门店多位于各社区周围，商品聚焦高复购率的生活必需品，满足社区居民日常需求。公司提供的基本消费品主要为国民品牌及自有品牌，保证优质低价从而吸引社区中低收入人群。名创优品同样提供家居用品、电子电器等生活百货，但更侧重于吸引即时性消费，产品高频上新，门店多位于客流量较大的商业中心。名创优品核心客群为 18-28 岁年轻人，职业多为学生或职场新人，经济水平较其他代际偏低，对价格感知度更高。通过提供极具性价比的生活家居用品，名创优品填补了这部分消费客群以低价实现相对较高品质生活的需求。

表 4：Dollar General、名创优品对比

	Dollar General	名创优品
成立时间	1939	2013
核心客群	中低收入人群	18-28 岁年轻人群体，尤其是学生群体
商品定价	80% 商品低于 10 美元	95% 以上商品低于 50 元
商品种类	基本消费品、家居用品及季节性装饰品	家居用品、文具礼物、休闲食品等 11 大类生活百货
门店选址	人口小于 2 万人的小城镇	商业中心

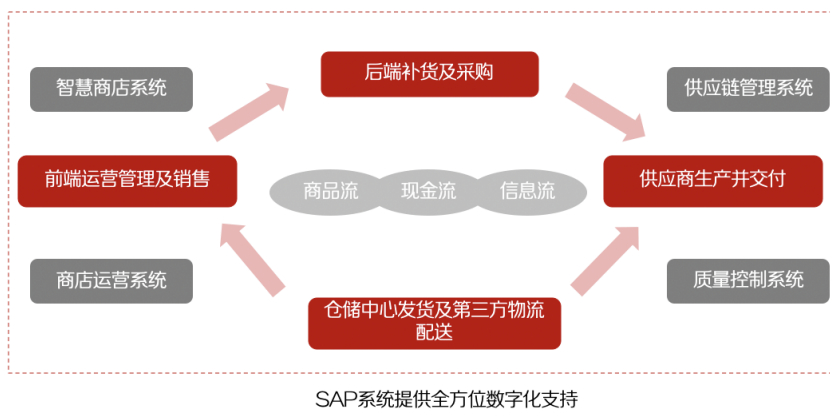
门店数量 (FY2020)	16,278 家	4,222 家(国内 2,533 家 ,海外 1,697 家)
品牌定位	低价社区折扣店	“年轻人都爱逛”的生活好物集合店

资料来源：公司官网，东方证券研究所

自建管理平台及配送中心，Dollar General 高效运营降本增效。门店运营方面，Dollar General 开发了移动平台 DG Mobile，区域经理能够快速获取门店销售、产品的最新数据，实现门店的高效管理。公司的销售系统直接接入票券网 Coupons.com，电子折扣券有效降低公司的广告费用。仓储配送方面，Dollar General 拥有 17 个分拨中心及 4 个冷冻产品配送中心，均为超 9 万平方米的大型仓，充分支撑全美超 16000 家门店的需求。

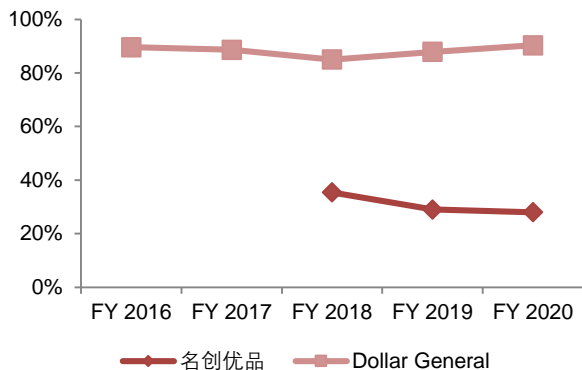
SAP 系统全面覆盖，名创优品实现全流程高效运营。名创优品在 2018 年实现了国内门店的 SAP 系统覆盖，通过智慧零售系统提升门店信息化水平，实现客群画像分析、门店可视化管理及商品动销的大数据管理监控，达到前端运营管理销售、后端采购补货的高效循环。仓储及物流配送方面，公司通过集成 IT 信息系统、仓储物流系统及内部管理系统，大规模整合供应链，实现工厂直达店铺。通过强大的 IT 工厂系统，公司产品可以实现国内 21 天全周转。2020 财年，公司物流费用占收入比重不到 2%。

图 27：名创优品 SAP 系统实现高效运营

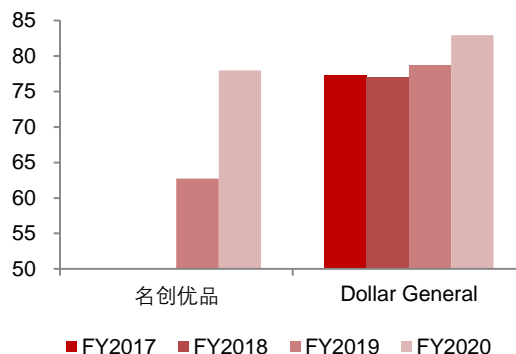


资料来源：公司公告，东方证券研究所

供应商深度合作，名创优品拥有更强的议价能力。Dollar General 与名创优品同样拥有丰富的供应商资源，但名创优品通过多种方式与供应商深度合作，提升自身对上游的议价能力：1) 通过参股深度绑定部分优质供应商，获得优质、独家的货源。据公司数据，截至 2020 年 6 月底，公司参股了 300 多家优质厂商。2) 供应商直接接入公司信息流，深度参与到产品开发过程，并根据销售情况以需定产，减少库存积压，提升生产效率。通过与供应商的深度合作，名创优品能够尽可能减少存货积压并提升存货周转效率，FY2019/FY2020 存货周转天数分别为 63/78 天。

图 28: 名创优品、Dollar General 存货占流动资产比


资料来源: 公司公告, 东方证券研究所

图 29: 名创优品、Dollar General 存货周转天数


资料来源: 公司公告, 东方证券研究所

Dollar General 专注线下门店, 名创优品双线推进补充消费场景。Dollar General 大部分门店位于美国小城镇地区, 根据美国皮尤研究中心统计, 美国偏远地区的成年人只有 65%拥有智能手机, 网络渗透率相对较低, 公司目前仍然专注于线下门店的运营和效率提升。2020 年, Dollar General 针对女性消费者推出 Popshef 类型门店, 短期内没有线上化的计划。名创优品则进一步拓宽电商渠道, 通过天猫旗舰店、京东旗舰店和官方微信小程序等多个线上渠道, 与线下店铺形成互补优势。受益于线上线下的双线拓展, 名创优品用户基数和流量池不断扩大, 截至 2020 年 9 月末, 公司有效会员数突破 2550 万人次, 线上收入占比稳步提升, FY1Q21、FY2Q21 线上收入占比分别为 5%、7%。我们认为, 名创优品国内推行全渠道战略, 将加速线上线下深度融合, 从而提升消费者复购率和消费粘性, 线上收入占比或将进一步提升, 成为收入增量渠道。

图 30: 名创优品线下门店


资料来源: 公司官网, 东方证券研究所

图 31: 名创优品官方小程序


资料来源: 官方小程序, 东方证券研究所

3.3 不同的开店模式，更丰富的扩店策略

Dollar General 与名创优品的核心差异在于开店模式。Dollar General 采用传统的开店模式，全部门店均为直营店，区域经理通过 DG Mobile 管理平台实现实时监控和管理。Dollar General 大部分门店直接从社区住户处租赁，降低开店成本，缓解现金流压力。名创优品国内超 99% 门店采用“零售伙伴”的加盟模式，国内仅有 5 家直营门店发挥品牌宣传作用。截至 2020 年底，国内共有 2763 家加盟店，以每家门店 75 万元货品保证金（加盟时一次性支付）计算，公司货品保证金累计达到 20.7 亿元，充足的现金流帮助公司更好地实现产品和供应链升级。

零售伙伴模式，助力名创优品轻资产快速扩张。“零售伙伴”加盟模式，结合了传统加盟模式和直营模式双方优点，在以轻资产扩张的同时，标准化的门店形象以及总部直管模式能够保持高度统一的品牌形象、降低门店管理难度，避免传统加盟模式导致的内部管理粗放、品牌形象不一致等问题。加盟方提供初始投资及店铺日常运营支出，名创优品则负责货品成本及后台运营等其他费用。加盟方按比例享受分成，不参与店铺的日常运营，总部能够以低成本实现对全国门店的强管控。

图 32：名创优品和加盟商利润分成、费用承担情况



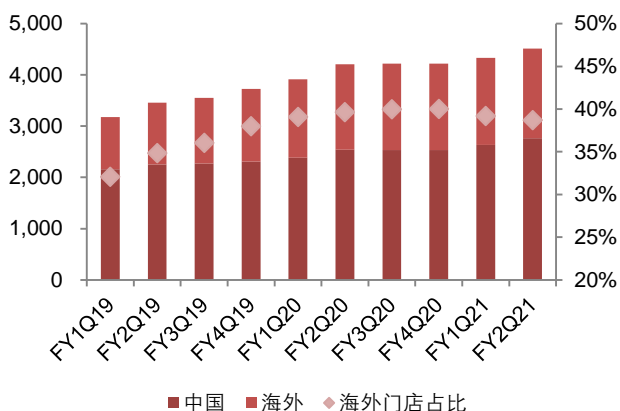
资料来源：公司公告，东方证券研究所

加盟模式可快速复制，低线城市仍存较大开店空间。“零售伙伴”加盟模式能够有效降低名创优品边际开店成本，实现快速复制门店。根据公司 FY2021 半年报披露，计划将继续推进国内渠道网络的建设，特别是进一步加大对低线城市的渗透。FY2Q21，国内新增 135 家门店，其中 60% 位于三线及以下城市。目前，公司在三线以下城市门店占比在 30% 左右，仍然具备广阔拓店空间。我们认为，低线城市消费者对优质低价商品同样具有强烈需求，客单价基本与一、二线城市门店持平，单店客流量、门店总收入或不及一、二线城市门店，但考虑到更低的人力、租金成本，低线城市门店同样具有可观的盈利前景。

名创优品多种模式实现海外门店成熟运营。Dollar General 全部门店均位于美国境内，发展至今 80 余年并无进行海外扩张的计划。名创优品则是国内较为成功的出海企业，截至 2020 年底公司在海外 80 多个国家地区共有 1,746 家门店。公司因地制宜采用分销、直营两种商业模式，在美国、印度等人口大国名创优品选择直营模式，通过公司自营门店，在当地树立品牌认知。在其他市场，公司主要使用分销模式，与当地代理商合作，快速对接本地优质资源实现扩张。截至 2020 年底，公司海外直营店共有 105 家，分销店共 1,641 家。短期来看，海外市场受到新冠疫情影响较大。但

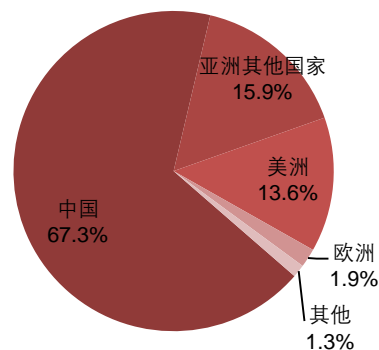
相较于国内泛日用品行业激烈竞争，公司在海外市场具有更好的盈利前景，预计随着疫情平缓，海外市场将迎来较大反弹。

图 33：名创优品海内外门店分布情况



资料来源：公司公告，东方证券研究所

图 34：FY2020 名创优品分区域收入占比



资料来源：公司公告，东方证券研究所

投资建议

本文中，我们复盘了美国著名的“美元店”龙头企业 Dollar General 的发展，分析了其通过错位竞争实现高速增长的经营战略以及通过构筑供应链端壁垒而形成的核心竞争力。

名创优品在现阶段与 Dollar General 仍然存在较大的规模差距，我们认为这也是另一层面展现了其仍然具备较大的成长空间。从经营层面看，名创优品与 Dollar General 同样以低价为核心，通过高效的运营实现高周转，盈利能力优秀，同时名创优品特殊的加盟模式使得其在扩张方面更具灵活性。从扩店层面看，名创优品与 Dollar General 一样重视下沉市场，但是其在一二线城市的经营情况也非常理想，可服务的市场需求更为广阔，另外，名创优品已经实现了全球性的门店布局，增长天花板被进一步打开。

名创优品作为品牌杂货零售赛道的龙头企业，在供应链、加盟管理、品牌形象等方面具备核心壁垒，建议持续关注。

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