



上海证券
SHANGHAI SECURITIES
百联集团成员企业

证券研究报告
2022年7月4日
行业：商贸零售
增持（维持）

折扣零售方兴未艾

——零售行业专题报告

分析师：彭毅 SAC编号：S0870521100001

联系人：张洪乐 SAC编号：S0870121040018

折扣零售市场潜力大，多种折扣业态百花齐放，行业整体呈方兴未艾之势

- ◆ **行业整体**：国内折扣零售市场潜力大，供需两侧催生特卖万亿市场，2021年我国折扣零售行业市场规模达1.62万亿元，近5年CAGR为4%；整体市场格局较为分散，目前中国TOP20折扣零售商市占率仅为7%，远低于美国的24%，行业集中度提升空间较大。
- ◆ **硬折扣零售有望迎来黄金发展期**。消费者的消费升级需求与消费意愿的矛盾催生了硬折扣零售业态的兴起，消费者逐渐回归理性，在购物时更加看重商品性价比。硬折扣业态以自有品牌为主，通过精简SKU和运营成本，搭建垂直供应，通过大量采购所带来的规模效应来降低成本，从而降低渠道的零售价，达到极高质价比。目前非一二线城市市场消费升级仍有巨大的潜力，有利于硬折扣将高质低价的商品输送到下沉市场，发展空间广阔，业态有望逐步崛起成为国内零售新势力。
- ◆ **临期食品行业处于跑马圈地阶段，行业龙头有待角逐**。因疫情影响，临期食品行业的上游供应量激增，商家库存积压，行业于2020年末进入创业爆发期。2021年行业开始受到资本与行业关注，市场规模快速增长至318亿元，随着上游供给侧企业不断增加以及消费者认知逐步加深，预计2025年将达401亿元，5年复合增长率为6%。行业现处于跑马圈地的扩张阶段，未来行业能否出现龙头取决于供应端货源的稳定性、商家库存管理及精细化运营能力、消费者接受程度以及行业对于食品安全的严格管控。
- ◆ **品牌特卖线上市场规模稳步上升，销售渠道较为集中**。2021年中国尾货经济线上市场规模达5376亿元，同比增长8.6%，随着尾货市场交易品类不断丰富，到2023年，线上尾货市场规模将达6585亿元（同比+10.3%）。中国尾货经济市场销售渠道较为集中，2021年消费者通过大型商场尾货销售专柜、唯品会等电商平台、线下尾货销售专门店等渠道购买尾货的比例均超过50%。总体来看，中国消费者购买服装尾货关注因素主要集中于产品应用价值和优惠幅度方面，大部分消费者对于尾货产品接受度较高，认为不影响消费体验。



目录

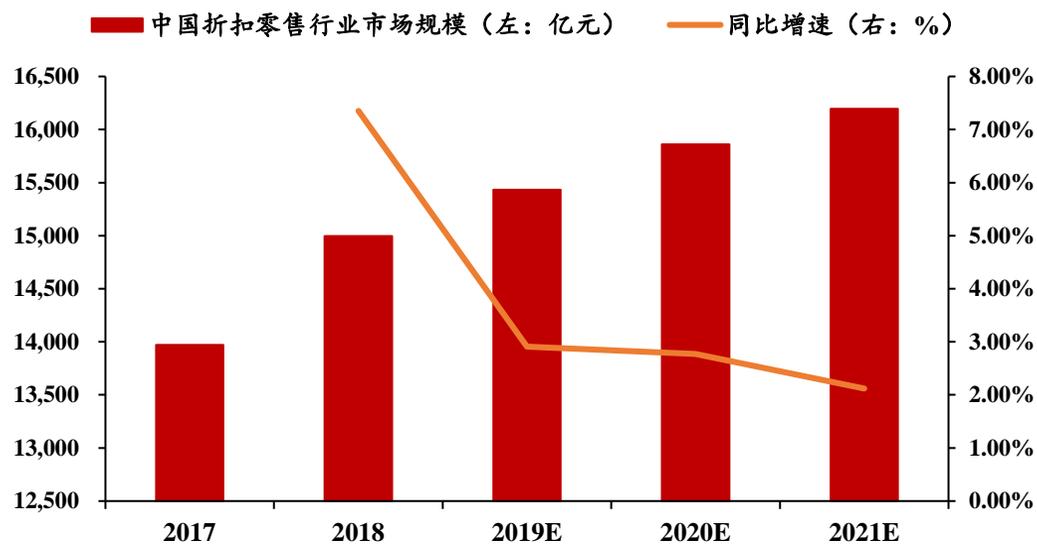
Content

- 一、中国折扣零售行业方兴未艾
- 二、分三大业态分析
 - 2.1 硬折扣连锁
 - 2.2 临期食品折扣连锁
 - 2.3 品牌特卖
- 三、风险提示

1.1 国内折扣零售市场潜力大，行业集中度提升空间较大

- ◆ **中国折扣零售市场处于扩张期，市场潜力较大。** 供需两侧催生特卖万亿市场，据艾媒咨询，**2021年我国折扣零售行业市场规模达1.62万亿元，同比+2.12%，近5年CAGR为4%。** 目前经济下行及消费者回归理性消费的环境下，具有抗周期特性的特卖经济展现旺盛生命力，预计疫情后行业逐渐恢复扩张速度。
- ◆ **中国折扣零售行业格局较为分散，对标美国，行业集中度提升空间较大。** 据唯品会官方公告显示，中国TOP20折扣零售商市占率仅为7%，远低于美国的24%，整体市场格局较为分散。对标美国，我国尚未有像TJX、TAEGET和ROSS等成熟的头部线下折扣零售企业，行业集中度提升空间较大。

图1 中国折扣零售行业市场规模及同比增速



资料来源：艾媒咨询，上海证券研究所

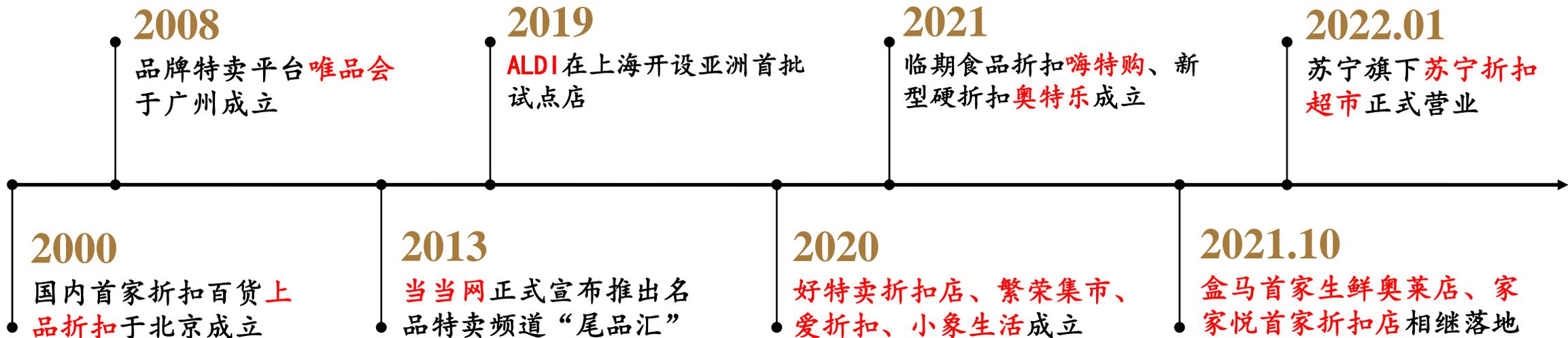
图2 对标美国，中国折扣零售行业集中度有待提升

	中国	美国	
TOP20折扣零售商市占率	7%	24%	
头部零售折扣商	 4220万客户	 1933家	 4700家
零售折扣门店	格局分散	 80个	 2600家

资料来源：唯品会，各公司公告，上海证券研究所



1.2 行业发展历程：中国折扣零售业态发展历程较为短暂，行业现处于加速扩张期



- ◆ **诞生期（2000-2011年）**：中国折扣零售业态发展历程较为短暂，首家折扣商品百货成立于2000年，线上数字化特卖零售模式起源于2008年次贷危机期间。唯品会率先兴起特卖模式，随后各大折扣店相继成立。
- ◆ **扩张期（2012-至今）**：2012年起中国社会消费品零售总额同比增速呈下降趋势，行业不断探索扩张，2020年新冠肺炎疫情爆发，疫情催化临期商品行业快速发展，需求驱动硬折扣零售兴起，整体折扣零售行业进入加速扩张期，未来市场潜力较大。

资料来源：公司官网，亿邦动力网，36氪，赢商网，天眼查，国家统计局，上海证券研究所



1.3 行业发展趋势：全渠道发展，不断渗透下沉市场

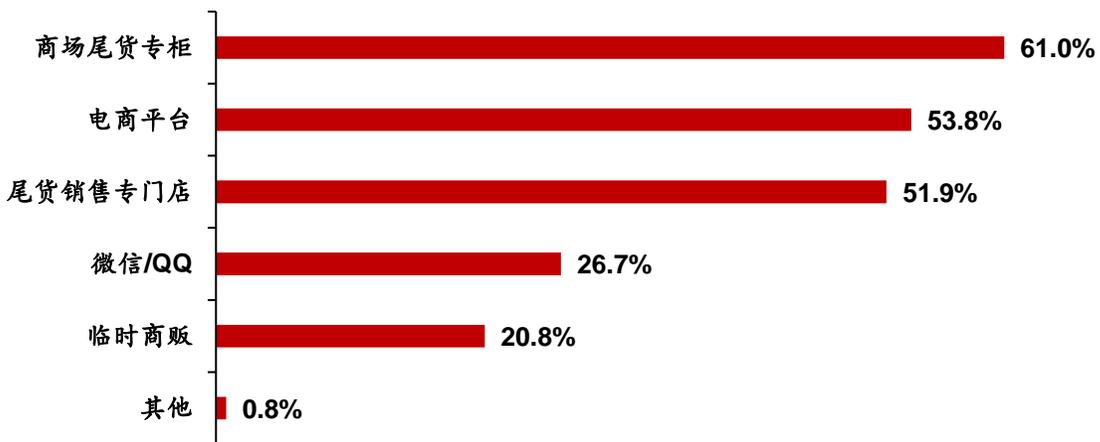
◆ 线上线下融合：

- 网络零售规模持续扩大，为线上折扣零售消费提供良好的消费基础。线下专业渠道和线上电商平台都成为尾货销售的重要渠道，2021年消费者通过唯品会等电商平台、线下尾货销售专门店等渠道购买尾货的比例均超过50%。

◆ 渗透下沉市场：

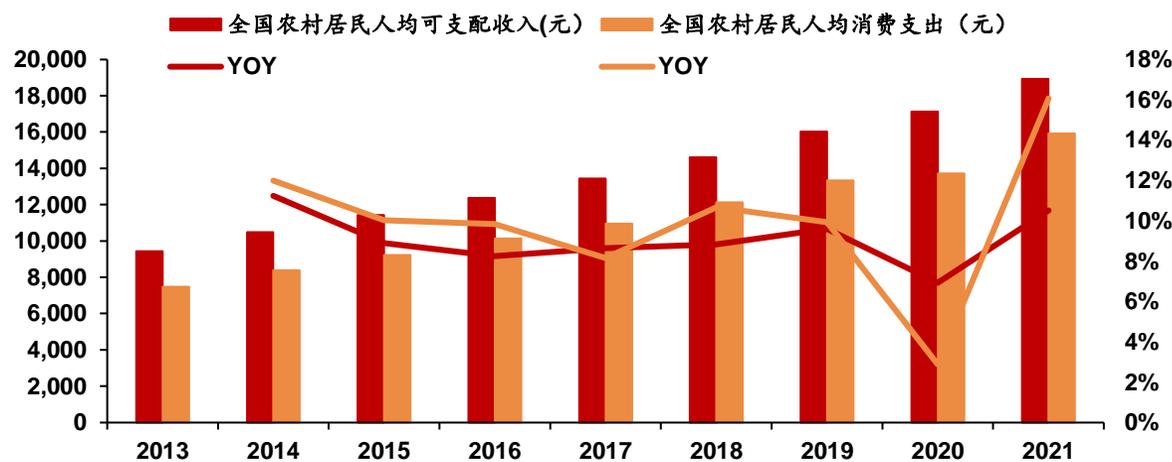
- 全国农村居民人均消费支出高于人均可支配收入增速，显示消费意愿不断提升，下沉市场需求仍然庞大。与此同时，疫情造成的消费疲软叠加经济转型的压力，也使得高性价比的产品重新得到消费者与投资人的关注。

图3 2021年中国尾货经济市场销售渠道



资料来源：艾媒咨询，上海证券研究所

图4 全国农村居民人均可支配收入及消费支出



资料来源：国家统计局，上海证券研究所



1.4 我国折扣零售业态大致可分为以下三大类

◆ 我国折扣零售业态大致可分为三类：

- (1) 主要销售以品牌折扣和自有品牌为主的硬折扣连锁，如ALDI、奥特乐等；
- (2) 以销售临期食品为主的临期折扣连锁，如嗨特购、好特卖等；
- (3) 以唯品会等为代表的品牌特卖，主要通过开设连锁实体店及线上商城形成折扣百货连锁商城。

表1 我国折扣零售市场大致分类

折扣零售类别	特点	代表公司
硬折扣连锁	以品牌折扣和自有品牌为主	 奥乐齐  奥特乐
临期折扣连锁	销售临期食品为主	 嗨特购  好特卖
品牌特卖	通过开设连锁实体店及线上商城形成折扣百货连锁商城	 唯品会 品牌特卖 唯品会

资料来源：各公司官网，上海证券研究所



目录

Content

- 一、中国折扣零售行业方兴未艾
- 二、分三大业态分析
 - 2.1 硬折扣连锁
 - 2.2 临期食品折扣连锁
 - 2.3 品牌特卖
- 三、风险提示

2.1 从“人”“货”“场”看硬折扣连锁的发展 (1/4)

- ◆ **定义：**以自有品牌为主，通过精简SKU和运营成本，搭建垂直供应，通过大量采购所带来的规模效应来降低成本，从而降低渠道的零售价，达到极高质价比。
- ◆ **代表企业：**国外（德国ALDI），国内（奥特乐、小红岛）
- ◆ **行业发展的关键因素：**从“人”“货”“场”的角度来分析此业态实现低价折扣的关键因素：

消费者：

居民可支配收入提高，生活质量改善，消费方式升级，同时在经济增长放缓的背景下，人均可支配收入增速也放缓，消费者逐渐回归理性，在购物时更加看重性价比，促进了硬折扣经济的发展。

商品端：

1. 精简SKU，将采购总量分摊到少数单品上，提高商品周转率，实现规模效应、压低进货成本；
2. 打造自有品牌，减少向品牌商采购时承担的品牌溢价；
3. 缩短流通环节压缩成本，直接与一级经销商或品牌商合作，减少流通环节加价，并维持供应链的长期稳定。

门店端：

1. 选址多位于社区附近/商场负一层等地段，节约租金成本；
2. 门店面积小于传统超市卖场，装修风格更简约实用，容易复制；
3. 人员配备相对少，通过发展数字化（自助收银机、中台智能化系统等）提升经营效率、降低人员成本。



2.1 硬折扣零售：以“奥特乐”为例具体分析 (2/4)

奥特乐经营特征与传统卖场超市业态存在显著差异：

◆ 商品端：

1. 选品角度：公司精选SKU，控制在1000个以内；
2. 品类构成角度：以美妆日化个护、休闲零食、酒水饮料等标品品类为主，走“极致单品运营的爆款逻辑”，门店内约60%来自品牌商，20%为自有品牌，其余20%属于尾货商品，后期目标是自有品牌占比50%；
3. 价格角度：通过规模采购以及精简服务来降低成本，使得商品具备价格竞争力，通常价格低于传统卖场超市。

◆ 门店端：

1. 扩张策略：总部在成都，起步于川渝，主要走区域加密路线进行扩张，进一步覆盖全国，选址多为二三线城市的购物中心；目前专注于直营店，不做加盟；
2. 门店选址：选址优先考虑单店模型，租金+人员等成本控制在整体销售额的约8%，而北京等一线城市，这一比例最少在20%。



2.1 硬折扣零售：从海外巨头ALDI看国内零售新势力的崛起（3/4）

◆ 相同点：

1. 诞生背景均是经济“变速期”：ALDI诞生于二战后百废待兴的德国，奥特乐创立于疫情爆发后的2021，折扣连锁零售在当年几乎是唯一还在扩张的实体业态。
2. 极致的单品运营逻辑：精选SKU，实现规模采购、精简服务降低成本。
3. 逐渐提升自有品牌占比：ALDI自有品牌SKU超90%，奥特乐目前20%的品类是自有品牌，后期目标是提升至50%。

◆ 不同点：

1. 品类：ALDI为代表的精选折扣店以自有品牌为主（SKU数占比90%，销售额也占90%），并将生鲜等品类融入其中，是社区型硬折扣；奥特乐不同于传统硬折扣，不做生鲜品类以及社区店，以品牌折扣为主，自有品牌次之。
2. 货源：ALDI主要货源的组成，一部分是与代工厂定制自营品牌，并严格把控产品质量，另一部分是精选商品大规模压价；国内硬折扣货源主要从分销商批量采购。



2.1 硬折扣零售：有望逐步崛起为国内零售新势力，发展空间广阔（4/4）

◆ 突破点：

1. **高效：**硬折扣模式的基础是极其高效的供应链和运营体系，尤其是国际供应链的把控及系统整合能力非常关键，成本优势的建立需要线上线下都坚持高效率。
2. **精简：**精简SKU数量，降低消费者决策成本，以实现大规模采购；精简服务，去除冗余的服务型动作，降低管理成本。
3. **市场保护：**去新的城市拓展业务可能会遇到当地龙头企业的自我保护措施，目前多以区域性品牌出现，难以做出全国性的头部品牌。

◆ 驱动力：

1. 疫情造成的消费疲软叠加经济转型的压力，使得**高性价比**的产品重新得到消费者与投资人的关注。
2. 非一二线城市市场消费升级仍有巨大的潜力，有利于硬折扣将高质低价的商品输送到**下沉市场**。



目录

Content

- 一、中国折扣零售行业方兴未艾
- 二、分三大业态分析
 - 2.1 硬折扣连锁
 - 2.2 临期食品折扣连锁
 - 2.3 品牌特卖
- 三、风险提示

2.2 临期食品折扣连锁：后疫情时代，临期食品或迎来行业爆发期（1/5）

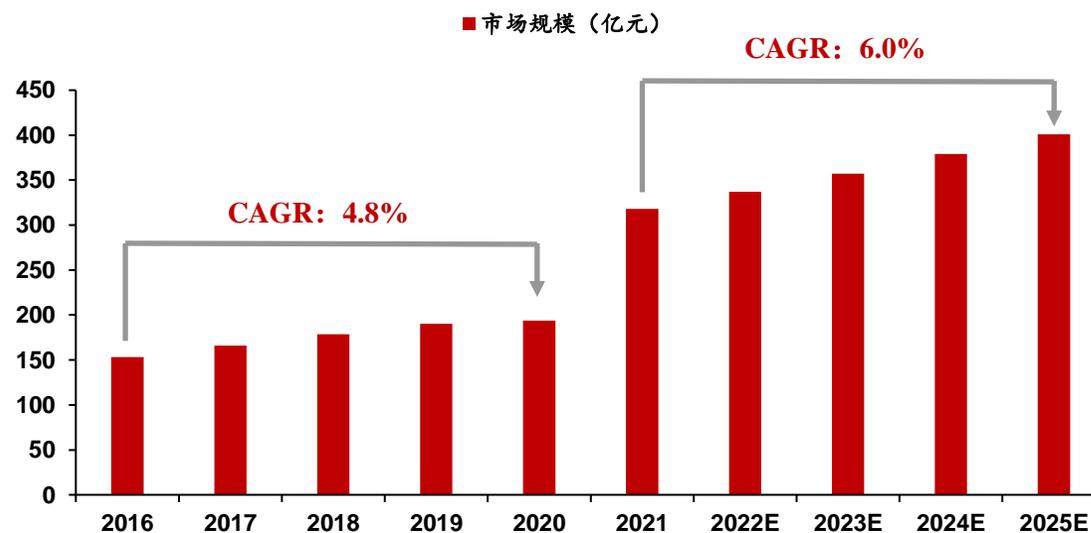
- ◆ **定义：**保质期限内，但已进入临界期的食品
- ◆ **代表企业：**甩甩卖、HotMaxx（好特卖）、HitGoo（嗨特购）
- ◆ **市场规模及增速：**2020年临期食品市场规模194亿元，因疫情影响，临期食品行业的上游供应量激增，整体进入爆发期。2021年行业开始受到资本与行业关注，市场规模快速增长至318亿元，随着上游供给侧企业不断增加以及消费者认知逐步加深，预计2025年将达401亿元，5年复合增长率为6%。

表2 中国临期食品界定标准

原保质期时长	临界期	代表食物
1年或以上	到期前45天	罐头、糖果、饼干等
6个月-不足1年	到期前20天	方便面、无菌包装的牛奶果汁等
90天-不足半年	到期前15天	真空包装并冷藏的熟食品、速食米饭等
30天-不足90天	到期前10天	无菌包装的肉食品、鲜鸡蛋等
16天-不足30天	到期前5天	酸奶、点心等
少于15天	到期前1-4天	牛奶、活菌乳饮料、主食品、未灭菌熟食等

资料来源：北京市工商局，头豹研究院，上海证券研究所

图5 中国临期食品市场规模及增速



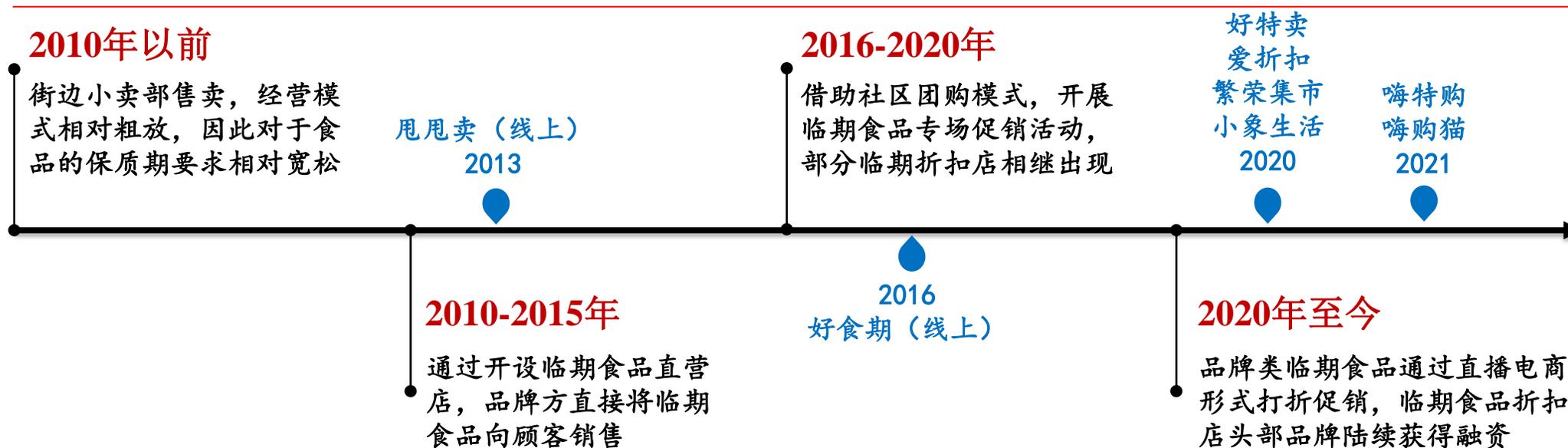
资料来源：艾媒咨询，头豹研究院，上海证券研究所



2.2 临期食品折扣连锁：后疫情时代，临期食品或迎来行业爆发期（2/5）

- ◆ **兴起原因：** 食品市场产能过剩导致的库存积压是临期食品出现的主要原因。后疫情时代，上游商家积压库存并寻求临期途径清仓，临期食品行业于2020年末进入创业爆发期。
- ◆ **发展历程：** 2010年以前临期食品只是通过小卖店进行小规模的销售，后来随着行业规模的扩大逐渐发展出直营店模式，由品牌方直接向顾客销售，再到近年来随着平台经济的崛起，电商平台也成为了临期食品重要的销售渠道之一。2020年末线下新竞争者陆续进场，在资本的助推下跑马圈地，目前仍处于快速扩张阶段。行业关注度的不断提高将继续推进临期食品的发展走向规范化、规模化。

图6 中国临期食品发展历程（蓝字为各临期食品品牌成立时间）



资料来源：艾媒咨询，各公司官网，上海证券研究所



2.2 临期食品折扣连锁：行业竞争主要体现在直接面对消费者的中游集合店（3/5）

- ◆ **临期食品产业链可分为上中下游**，上游是负责食品供应的品牌商、经销商/代理商、临期食品批发商，下游是消费者，行业竞争主要体现在直接面对消费者的中游集合门店/平台。
- ◆ **集合店分为线上平台与线下连锁店**，线上平台主要有好食期/甩甩卖等特卖APP、淘宝/拼多多等传统电商平台以及微信等社交平台；线下渠道主要是HotMaxx（好特卖）/HitGoo（嗨特购）/小象生活等连锁店以及小规模的小卖部/超市等。现阶段从经营模式、消费客群与产品种类等各方面来看，各连锁店差异化不明显，仍处于跑马圈地的扩张阶段。

图7 中国临期食品中游竞争格局



资料来源：艾媒咨询，上海证券研究所



2.2 临期食品折扣连锁：以好特卖、嗨特购为例具体分析（4/5）

- ◆ 好特卖成立于2020年，主要在北京、上海、南京等一二线城市布局，在中国共拥有超过250家门店，管理着超过30000个产品，合作品牌超1000个，位于行业第一梯队。

图8 好特卖门店



资料来源：公司官网，上海证券研究所

图9 嗨特购门店



资料来源：驼鹿新消费，上海证券研究所

- ◆ 嗨特购成立于2021年1月，成立以来门店扩张范围较广，目前全国门店数将近200家，100多家集中在北京，预计在2022年开300-400家门店，与此同时，嗨特购还在2021年12月上线了小程序，并在门店力推99PLUS会员年卡，更加重视用户的精细化运营。



2.2 临期食品折扣连锁：行业未来发展的突破点与驱动力 (5/5)

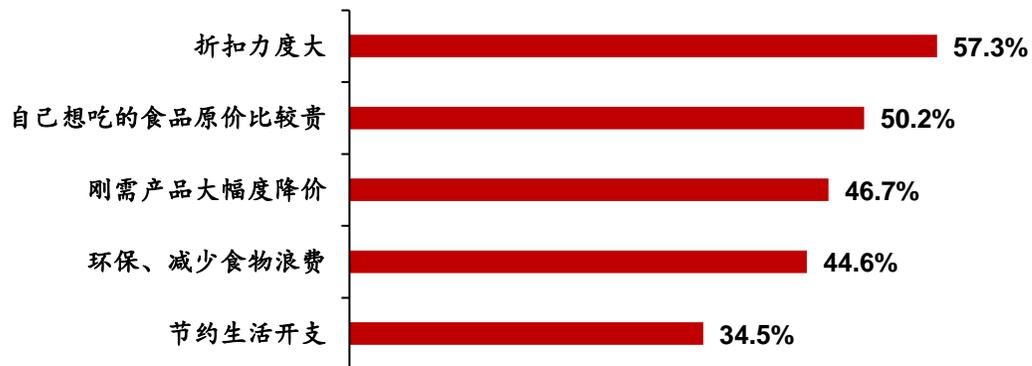
◆ 痛点：

1. **上游供给侧不稳定性与库存管控难度大：**供应链货源不稳定，产品的质量及到期时间都有着极高的不确定性，对临期食品集合店精细化运营要求极高
2. **内陆地区拓店难：**国内临期食品仓库主要分布在天津、上海、青岛等港口城市，内陆地区物流成本较高，价格优势不明显
3. **消费者购物体验不佳：**品牌不知名、种类少、库存不稳定、品类不热门

◆ 驱动力：

1. **社会方面：**年轻消费群体愈加倡导理性消费，性价比导向
2. **经济方面：**网络零售规模持续扩大，为临期食品全渠道布局提供良好的消费基础
3. **技术方面：**物联网技术实现临期食品自动拣选、自动发货，提升临期食品安全性和出货效率

图10 2021年临期食品消费者购买主要因素



资料来源：艾媒咨询，上海证券研究所



图11 中国网络零售额及渗透率



资料来源：国家统计局，上海证券研究所

目录

Content

- 一、中国折扣零售行业方兴未艾
- 二、分三大业态分析
 - 2.1 硬折扣连锁
 - 2.2 临期食品折扣连锁
 - 2.3 品牌特卖
- 三、风险提示

2.3 品牌特卖：尾货经济线上市场规模稳步上升，销售渠道较为集中（1/3）

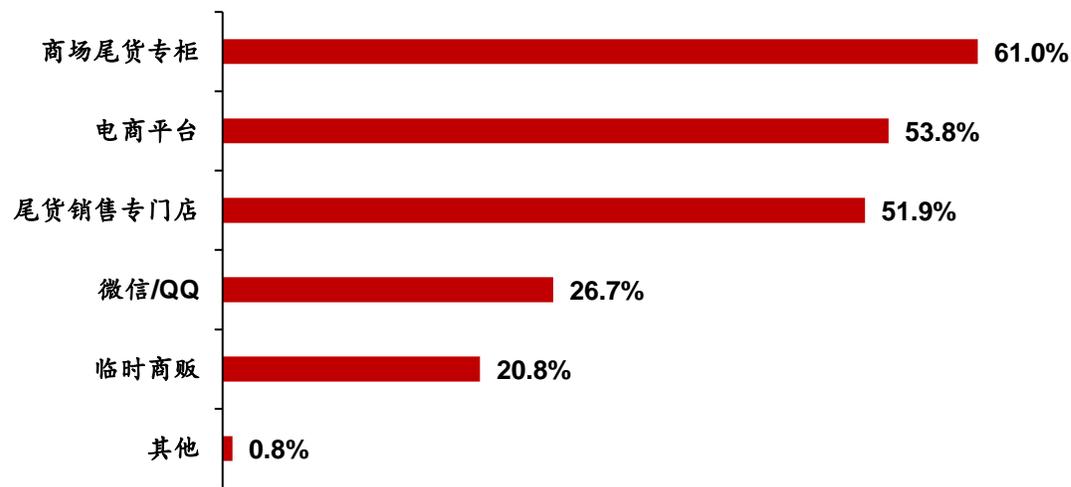
- ◆ **定义：**与知名品牌代理商及厂家合作，售卖低价正品或尾货商品。
- ◆ **预测中国尾货经济线上市场规模稳步上升：**2021年中国尾货经济线上市场规模达5376亿元，同比+8.6%，随着尾货市场交易品类不断丰富，到2023年，线上尾货市场规模将达6585亿元（同比+10.3%）。
- ◆ **中国尾货经济市场销售渠道较为集中：**线下专业渠道和线上电商平台都是中国尾货销售的重要渠道。2021年消费者通过大型商场尾货销售专柜、唯品会等电商平台、线下尾货销售专门店等渠道购买尾货的比例均超过50%。

图12 中国尾货经济线上市场规模稳步增长



资料来源：艾媒咨询，上海证券研究所

图13 2021年中国尾货经济市场销售渠道



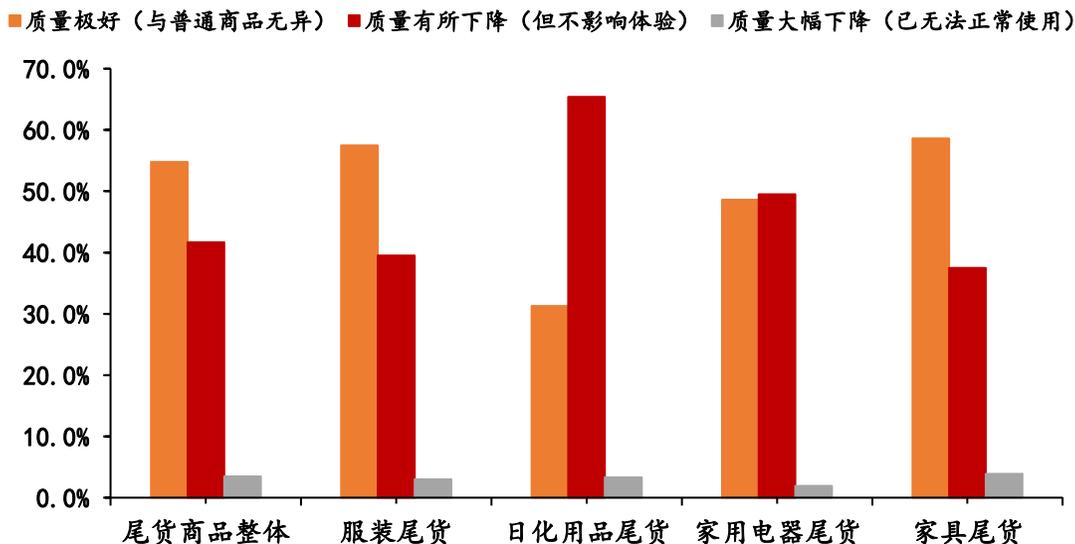
资料来源：艾媒咨询，上海证券研究所



2.3 品牌特卖：从消费者的角度看行业发展（2/3）

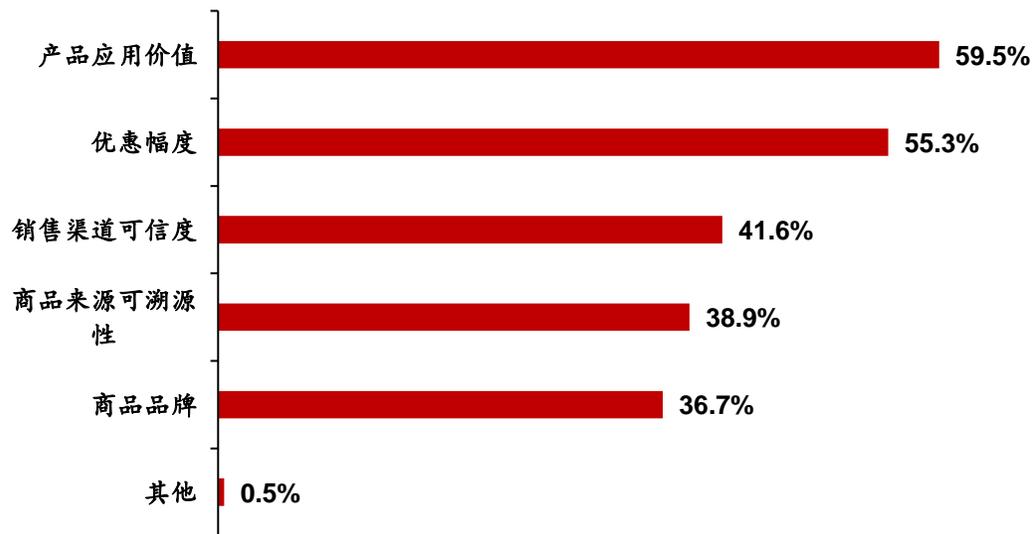
- ◆ 总体来看，大部分消费者对于尾货产品接受度较高，认为不影响消费体验。艾媒咨询数据显示，54.8%的消费者体验后认为尾货产品质量很好，与普通商品无异；41.7%的消费者体验后认为尾货产品质量有所下降，但不影响体验；仅3.5%的消费者表示尾货产品无法正常使用。
- ◆ 中国消费者购买服装尾货关注因素主要集中于产品应用价值和优惠幅度方面，两者分别占比59.5%、55.3%，对于商品来源可溯源性以及商品品牌的关注程度较低，分别为38.9%、36.7%。

图14 2021年中国消费者尾货商品使用体验



资料来源：艾媒咨询，上海证券研究所

图15 2021年中国消费者购买服装尾货关注因素分布



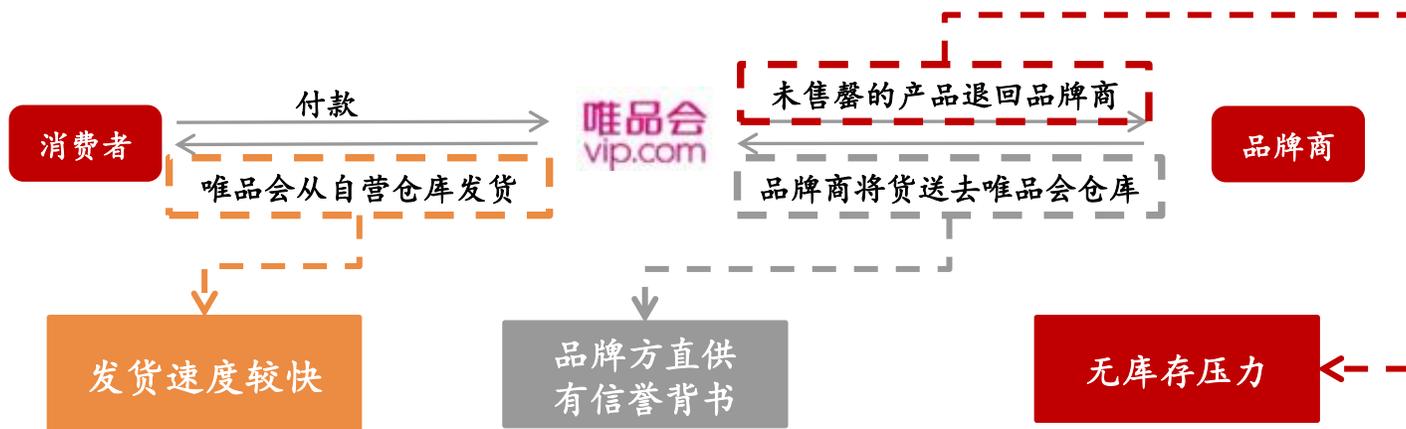
资料来源：艾媒咨询，上海证券研究所



2.3 品牌特卖：以“唯品会”为例具体分析（3/3）

- ◆ **公司概况：**唯品会成立于2008年8月，是一家以“闪购特卖”起家的垂直电商平台，领创“品牌折扣+限时抢购+正品保障”的独特商业模式，以“品牌+特卖”为核心，通过重塑品牌销售和购物者购买的方式，低价销售产品，长期领跑中国限时特卖市场。唯品会主要采取自营模式且与品牌商签订协议，可将未售罄产品寄还品牌商，具备无库存压力、信誉风险低、发货速度快等优势。
- ◆ **经营状况：**截止2021年底，公司拥有约4.97亿注册会员和2.33亿累计客户，有约25000个品牌合作伙伴，为超过41000个国内外流行品牌推广和销售产品，GMV增长到1915亿。除通过在线平台销售以外，公司在国内拥有556家其他线下零售店，线上线下齐发力。

图16 唯品会采取自营的运营模式



资料来源：头豹研究院，上海证券研究所



目录

Content

- 一、中国折扣零售行业方兴未艾
- 二、分三大业态分析
 - 2.1 硬折扣连锁
 - 2.2 临期食品折扣连锁
 - 2.3 品牌特卖
- 三、风险提示

三、风险提示

- 1. 经济复苏不及预期：**宏观经济影响国内居民消费，若经济增速放缓，可能导致居民消费信心下降，消费需求受抑制，零售行业复苏承压。
- 2. 疫情反复风险：**国内疫情持续反复，国外发现新病毒，若疫情控制成效不及预期，可能会影响线下客流和销售业绩，也会影响企业门店扩张计划。
- 3. 行业竞争加剧：**若行业竞争加剧，使得市场空间进一步被切割，可能对企业战略转型及业绩增长造成压力。
- 4. 门店扩张不及预期：**黄金珠宝和线下超市板块，公司依托门店扩张带动营收规模增长，若新开和改造门店不达预期，可能导致公司营收增速放缓。



行业评级与免责声明

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告，并保证报告采用的信息均来自合规渠道，力求清晰、准确地反映作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。此外，作者薪酬的任何部分不与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准指数表现的看法。	
	买入	股价表现将强于基准指数20%以上
	增持	股价表现将强于基准指数5-20%
	中性	股价表现将介于基准指数±5%之间
	减持	股价表现将弱于基准指数5%以上
	无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
行业投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起12个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准指数表现的看法。	
	增持	行业基本面看好，相对表现优于同期基准指数
	中性	行业基本面稳定，相对表现与同期基准指数持平
	减持	行业基本面看淡，相对表现弱于同期基准指数

相关证券市场基准指数说明：A股市场以沪深300指数为基准；港股市场以恒生指数为基准；美股市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。



行业评级与免责声明

免责声明

本报告仅供上海证券有限责任公司（以下简称“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。

本报告版权归本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。如经过本公司同意引用、刊发的，须注明出处为上海证券有限责任公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

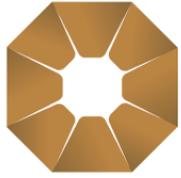
在法律许可的情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供多种金融服务。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见和推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值或投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见或推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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责，投资者据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，也不应当认为本报告可以取代自己的判断。





上海证券

SHANGHAI SECURITIES

百联集团成员企业

谢谢

THANK YOU