

## 商贸零售

投资建议：强于大市（维持）

上次建议：强于大市

### 复盘日本零售，关注平价消费与渠道变革

#### 零售总量复盘：日本零售业销售额在泡沫破灭后萎靡

根据经济产业省调查数据，20 世纪 90 年代前，日本零售业销售额持续稳步增长，1980-1990 年间，年均销售额复合增速为 4.2%，但伴随泡沫经济，零售业销售额增长速度陷入萎靡。拆分看，零售门店数量自 1985 年以来持续下降，泡沫经济破灭后，零售门店坪效开始下降更加拖累总销售表现。

#### 零售业态变迁：百货-超市-便利店/折扣店

为了应对经济环境的变化和消费者需求的转变，零售业不断地进行自我革新，进化出符合时代特征的业态。从演进趋势看，经济高速增长时期，人口向城市集中，“经营高端产品、提供最好服务”的百货店出现。当居民收入普遍提升，市场进入“大量生产、大量消费”时代，一站式购物的超市业态崛起并壮大。20 世纪 90 年代，消费者经济状况降温，消费倾向转为“低价高质”，百元店、折扣店等平价零售业态发展，便利店行业需求崛起。

#### 便利店：受益于人口结构变迁，开店驱动增长

便利店行业的兴起受益于少子化、老龄化、女性职业化和《大店法》等，自 90 年代来，便利店行业销售额持续增长，2008 年销售额超过百货商店，并于 2015 年突破 10 万亿日元的销售额。回溯行业增长动力，开店是驱动营收增长的主力军，但在经济增速转向的时点，单店收入亦能贡献不错的营收表现。从股价表现看，便利店表现出顺周期属性，在经济上行期获取更大收益，股价主要受 EPS 驱动。

#### 百元店/折扣店：性价比路线抵御经济变化

20 世纪 90 年代，日本经济泡沫破灭，消费能力走弱，消费者开始寻找性价比商品，与此同时，供给端的生产过剩强化了商店渠道定价权使得低价优质成为可能。此背景下，100 日元商店、折扣店以低价格高品质优势持续提升销售额，成为经济下行时极具弹性的行业。从股价表现看，此类行业规模优势明显，利润水平长期向好，估值业绩双击推动股价长期向上。

#### 投资建议

参考日本经验，需求走弱、供给过剩的背景下，渠道商更偏向于消费者的代理人，其定价权被强化，消费者低价优质的需求得以满足，百元店、折扣店等平价零售业态发展。名创优品定位于性价比领域，国内门店优势持续夯实，且以出海方式输出中国供应链优势，看好其长期成长空间，建议关注。

**风险提示：**数据局限性风险；国别差异风险；市场竞争加剧超预期；新市场开发不及预期风险。

#### 相对大盘走势



#### 作者

分析师：邓文慧

执业证书编号：S0590522060001

邮箱：dengwh@glsc.com.cn

分析师：曹晶

执业证书编号：S0590523080001

邮箱：caojing@glsc.com.cn

#### 相关报告

- 1、《商贸零售：当前时点如何看黄金珠宝？》2023.12.21
- 2、《商贸零售：从美客多经营情况看拉美地区出海潜力》2023.12.17

## 正文目录

|                                |    |
|--------------------------------|----|
| 1. 行业变化：总量萎靡，零售走向平价、便利.....    | 3  |
| 1.1. 零售总量：泡沫经济后规模承压.....       | 3  |
| 1.2. 业态演进：百货-超市-便利店/折扣店.....   | 4  |
| 2. 便利店：开店驱动增长.....             | 6  |
| 2.1. 发展背景：受益于人口结构变迁.....       | 6  |
| 2.2. 股价复盘：股价由业绩驱动.....         | 6  |
| 3. 百元店：以性价比路线抵御经济变化.....       | 8  |
| 3.1. 发展背景：经济换挡期成长型行业.....      | 8  |
| 3.2. 股价复盘：戴维斯双击驱动股价上行.....     | 10 |
| 4. 折扣店：范式转变，定价权转移.....         | 11 |
| 4.1. 发展背景：制造商生产过剩强化渠道定价权.....  | 11 |
| 4.2. 股价复盘：EPS 与 PE 共同驱动成长..... | 12 |
| 5. 投资建议：关注平价消费与渠道变革.....       | 14 |
| 6. 风险提示.....                   | 14 |

## 图表目录

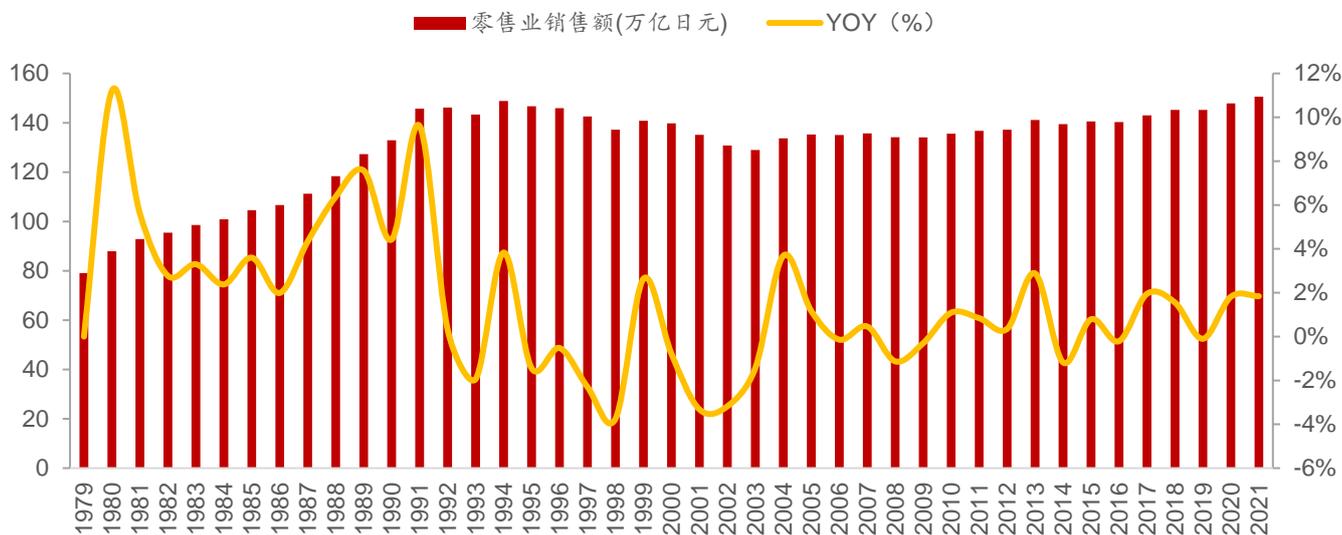
|                                     |    |
|-------------------------------------|----|
| 图表 1：日本零售额自 1990S 来收缩.....          | 3  |
| 图表 2：日本零售业单店趋向大店化.....              | 3  |
| 图表 3：日本零售业坪效自 1990S 来收缩.....        | 3  |
| 图表 4：日本零售业态发展系统图.....               | 4  |
| 图表 5：日本线下零售业态演进：百货-超市-购物中心.....     | 5  |
| 图表 6：日本零售业态销售规模占比图.....             | 5  |
| 图表 7：日本 SC 店铺数持续上行.....             | 5  |
| 图表 8：百货业态销售额锐减，便利店快速增长.....         | 5  |
| 图表 9：711 历年营收和门店规模.....             | 6  |
| 图表 10：711 历年单店收入.....               | 6  |
| 图表 11：便利店 CR3 持续提升.....             | 7  |
| 图表 12：2020 年便利店行业 CR3 达到 85.8%..... | 7  |
| 图表 13：开店驱动股价上行，便利店股价表现始终相对强势.....   | 7  |
| 图表 14：711 股价以 EPS 驱动为主.....         | 8  |
| 图表 15：罗森股价以 EPS 驱动为主.....           | 8  |
| 图表 16：头部百元店企业销售额持续增长（亿日元）.....      | 9  |
| 图表 17：日本头部百元店门店数变化（家）.....          | 9  |
| 图表 18：日本百元店一般性盈利情况.....             | 9  |
| 图表 19：FY2000 大创的营业利润水平.....         | 10 |
| 图表 20：FY2000 Cando 的营业利润水平.....     | 10 |
| 图表 21：Seria 门店持续增长，单店销售额持续向上.....   | 10 |
| 图表 22：Seria 盈利能力长期向好.....           | 10 |
| 图表 23：估值、业绩双击，Seria 股价表现优异.....     | 11 |
| 图表 24：日本折扣店市场变化.....                | 12 |
| 图表 25：日本头部折扣店销售额持续提升（亿日元）.....      | 12 |
| 图表 26：唐吉河德门店数量持续向上.....             | 12 |
| 图表 27：公司营业收入持续提升.....               | 13 |
| 图表 28：公司利润率震荡中上行.....               | 13 |
| 图表 29：以泛太平洋国际控股为代表的折扣店股价表现强势.....   | 13 |
| 图表 30：业绩向上，泛太平洋国际控股长牛.....          | 13 |

## 1. 行业变化：总量萎靡，零售走向平价、便利

### 1.1. 零售总量：泡沫经济后规模承压

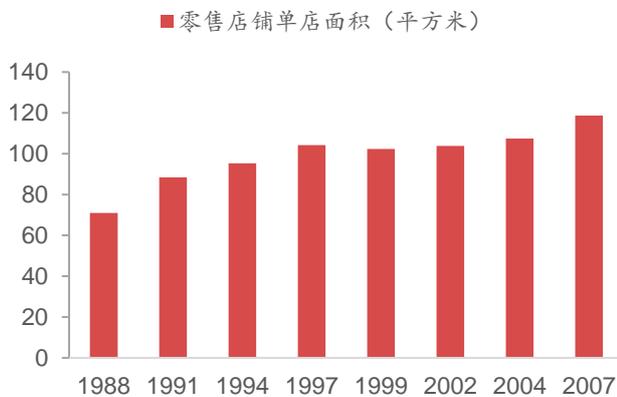
日本零售业销售额在泡沫破灭后萎靡。根据经济产业省调查数据，20世纪90年代前，日本零售业销售额持续稳步增长，1980-1990年间，年均销售额复合增速为4.2%，但伴随泡沫经济破灭，零售业销售额增长速度陷入萎靡。拆分看，零售门店数量自1985年以来持续下降，泡沫经济破灭后，零售门店坪效开始下降更加拖累总销售表现。

图表 1：日本零售额自 1990S 来收缩



资料来源：经济产业省，国联证券研究所整理

图表 2：日本零售业单店趋向大店化



来源：经济产业省，国联证券研究所

图表 3：日本零售业坪效自 1990S 来收缩



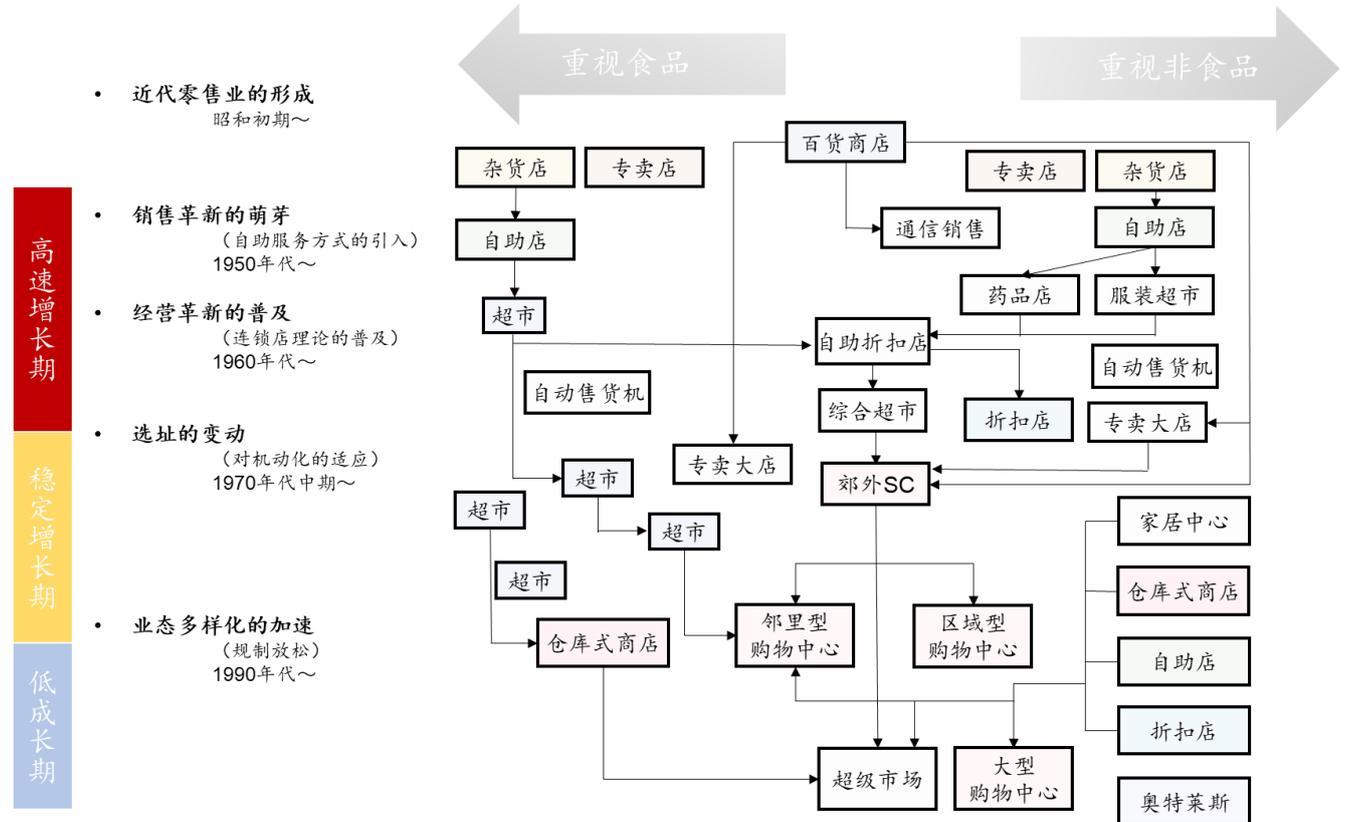
来源：经济产业省，国联证券研究所

## 1.2. 业态演进：百货-超市-便利店/折扣店

为了应对经济环境的变化和消费者需求的转变，零售业不断地进行自我转型、自我革新，进化出符合时代特征的各种业态。回顾看，日本线下零售也对应经历百货（炫耀性消费）-超市（大众消费）-便利店、折扣店（多元消费）等业态。

从演进趋势看，经济高速增长时期，人口向城市集中，城市新中产出现，“经营高端产品”和“提供最好的服务”的百货店应运出现并发展，但此时制造商掌握着分销主动权。当经济持续发展，居民收入普遍提升，市场进入“大量生产”和“大量消费”的时代，此背景下能够大量采购和销售的零售商可以在价格上与制造商进行谈判，零售商毛利率相对较高；从零售业态看，一站式购物的超市业态迅速崛起并不断壮大，直到 20 世纪 70 年代，大荣销售额超过三越百货店。20 世纪 90 年代，经济泡沫破裂，消费者经济状况降温，消费倾向转为“低价买到高品质产品”，奥莱、百元店、折扣店等平价零售业态发展；同时，受益于少子化、老龄化、女性职业化和《大店法》等因素，便利店行业需求崛起，与平价零售一道成为买方市场中持续增长的行业。

图表 4：日本零售业态发展系统图



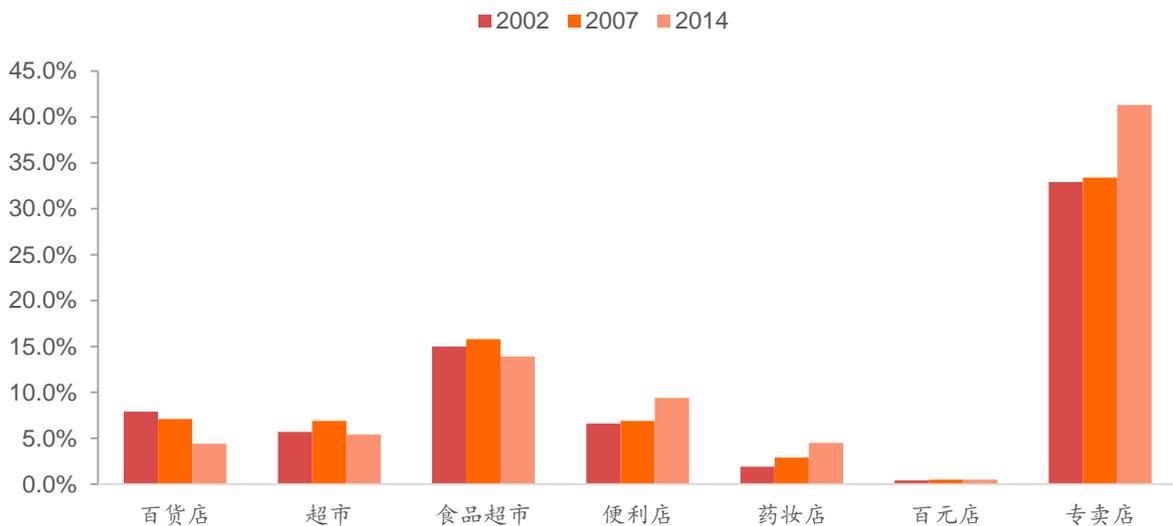
资料来源：《材料流通与商业》（铃木安昭、关根孝、矢作敏），国联证券研究所整理

图表 5：日本线下零售业态演进：百货-超市-购物中心

|              | 炫耀性消费     | 大众消费            | 后大众消费              |
|--------------|-----------|-----------------|--------------------|
| 代表业态         | 百货商店      | 超市              | 购物中心、便利店、折扣店、奥特莱斯等 |
| 主力客群         | 都市新中产     | 中间阶层（新中产阶层与劳动者） | -                  |
| 商品定价权        | 制造商       | 零售商             | 消费方                |
| 代表企业         | 三越百货      | 大荣              | 711、唐吉诃德           |
| 毛利率（2019 财年） | 29.1%     | 33.5%           | 19.9%/27.9%        |
| 消费特点         | 炫耀性       | 标准包装            | 个性化与“符号消费”         |
| 时间区间         | 1945-1972 | 1972-1980       | 1980-              |

资料来源：《日本零售业态的变迁与消费社会的变化》（平野隆），公司公告，国联证券研究所整理  
注：毛利率取自 2019 财年

图表 6：日本零售业态销售规模占比图



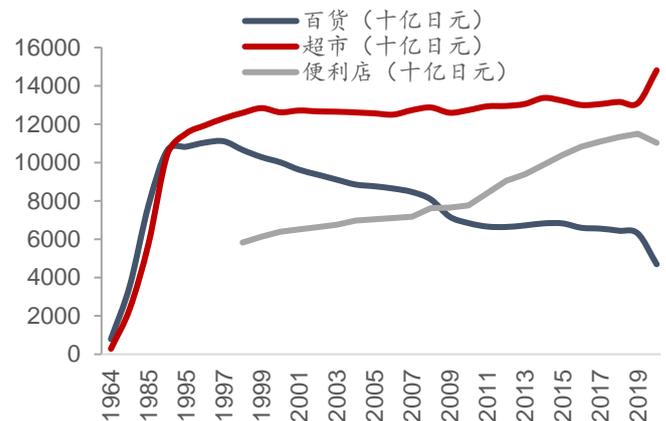
资料来源：经济产业省，内阁府，国联证券研究所整理

图表 7：日本 SC 店铺数持续上行



来源：日本购物中心协会，国联证券研究所

图表 8：百货业态销售额锐减，便利店快速增长



来源：经济产业省，国联证券研究所

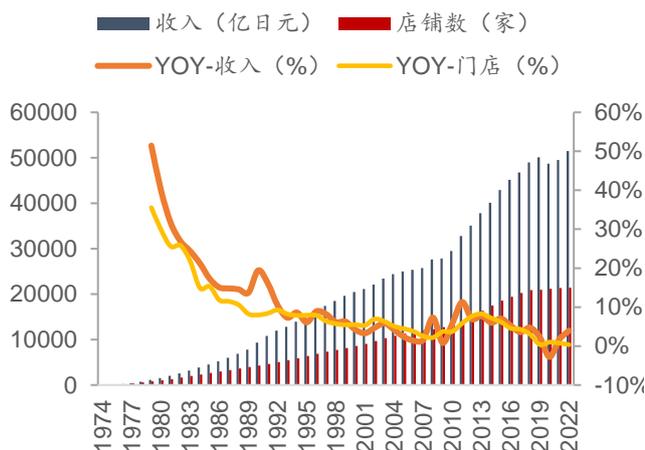
## 2. 便利店：开店驱动增长

### 2.1. 发展背景：受益于人口结构变迁

**便利店逆势扩张。**受益于少子化、老龄化、女性职业化和《大店法》等因素，便利店行业需求崛起，叠加行业内部积极变革应对变化，其成为买方市场中持续增长的行业，自 90 年代来销售额持续增长，2008 年销售额超过百货商店，并于 2015 年突破 10 万亿日元的销售额。

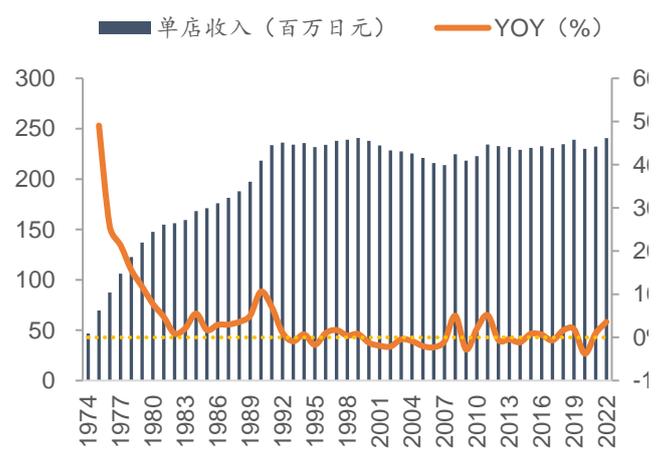
**开店驱动营收增长。**对比 711 自 1970 年代以来的营收和门店数量看，711 不断增加的门店规模是营收长期增长的动力，追溯便利店数量持续增加的原因在于地方政府和公共服务因财政困难而萎缩的情况下，便利店扩大零售布局，在办公区和郊区开设门店。我们发现在经济增速转向的时点，单店收入亦能贡献不错的营收表现。

图表 9：711 历年营收和门店规模



来源：公司公告，国联证券研究所

图表 10：711 历年单店收入



来源：公司公告，国联证券研究所

### 2.2. 股价复盘：股价由业绩驱动

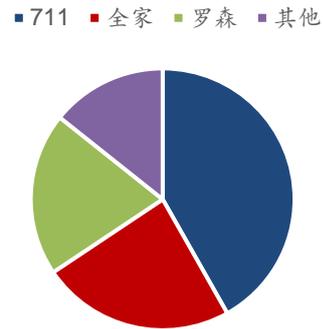
**便利店头部效应显著，股价受业绩驱动。**便利店业是寡头垄断程度极高的行业，2020 年行业 CR3 达到 85.8%，远高于超市 CR4 的 35%。归因来看，主要源于便利店极其容易实现规模经济。从头部参与者来看，711/全家/罗森为绝对龙头，2020 年的销售占比在 42%/24%/20%，从股价表现看，便利店表现出顺周期属性，在经济上行期获取更大收益，股价主要受 EPS 驱动。

图表 11: 便利店 CR3 持续提升



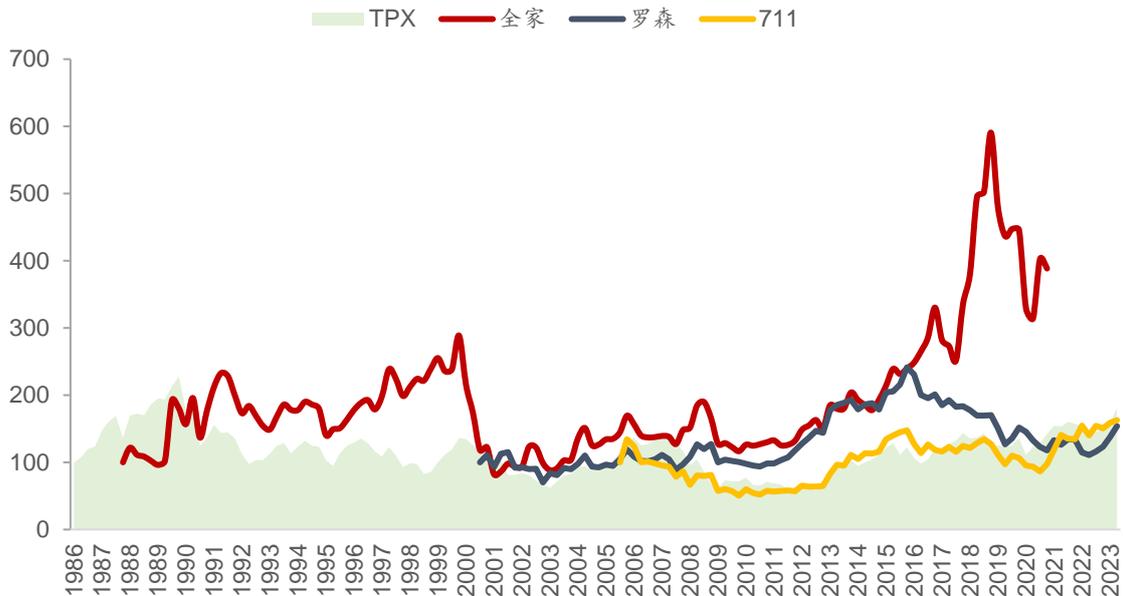
来源: 公司公告, 国联证券研究所

图表 12: 2020 年便利店行业 CR3 达到 85.8%



来源: 公司公告, 国联证券研究所

图表 13: 开店驱动股价上行, 便利店股价表现始终相对强势



来源: Bloomberg, 国联证券研究所

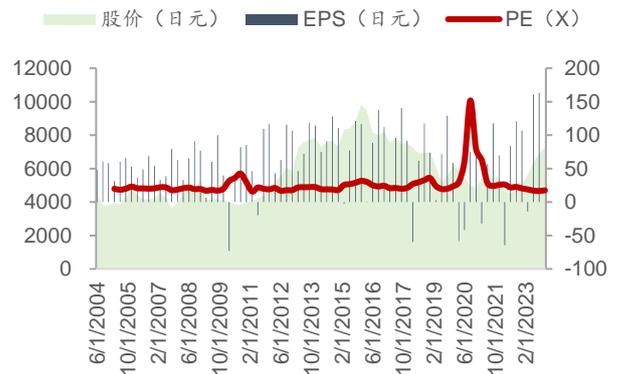
注: 股价已进行标准化处理, 设置基期数据为 100

图表 14: 711 股价以 EPS 驱动为主



来源: Bloomberg, 国联证券研究所

图表 15: 罗森股价以 EPS 驱动为主



来源: Bloomberg, 国联证券研究所

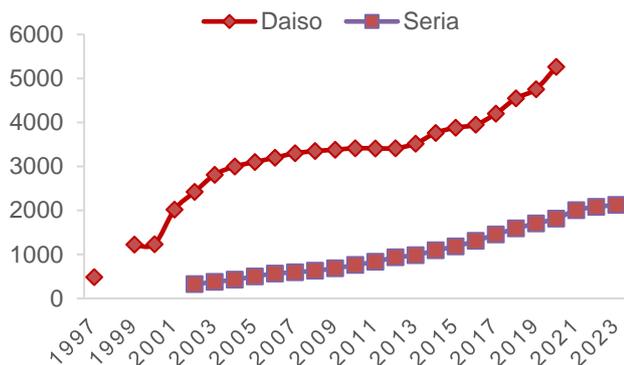
### 3. 百元店：以性价比路线抵御经济变化

#### 3.1. 发展背景：经济换挡期成长型行业

百元店以性价比路线抵御经济变化。日本的百元店事业诞生于石油危机之下，成长于 1990 年代经济降档期之后，日本目前头部 4 家百元店大创/Seria/Can Do/Watts 分别成立于 1972/1987/1993/1995 年。在日本经济长期通货紧缩的背景下，100 日元商店以其低价格多商品高品质优势持续提升销售额，成为经济下行时极具弹性的行业。

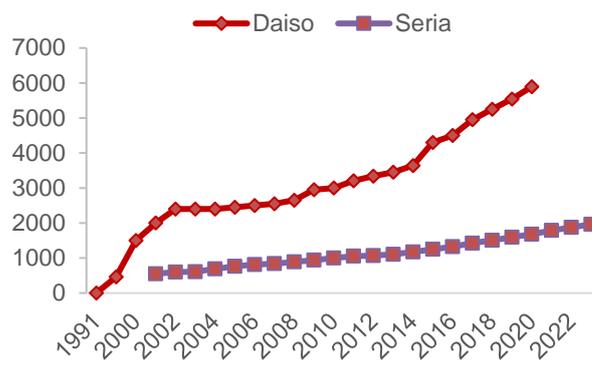
大创引领市场发展，特许经营驱动门店规模迅速扩张。从销售额看，1995 年到 2001 年的 6 年间，大创的销售额增长 10 倍达到 2420 亿日元，增速媲美同期优衣库。1990 年代末，特许经营使得借力第三方开店成为可能，加快开店速度。2000 年到 2010 年间，头部四家百元店市场规模 CAGR 约为 9%，持续增长，2010 年头部四家百元店市场规模约为 5000 亿日元，2020 年四大公司的销售总和达到约 8525 亿日元，CAGR 降速至 5%，但仍实现增长。

图表 16: 头部百元店企业销售额持续增长 (亿日元)



来源: 公司公告, 国联证券研究所

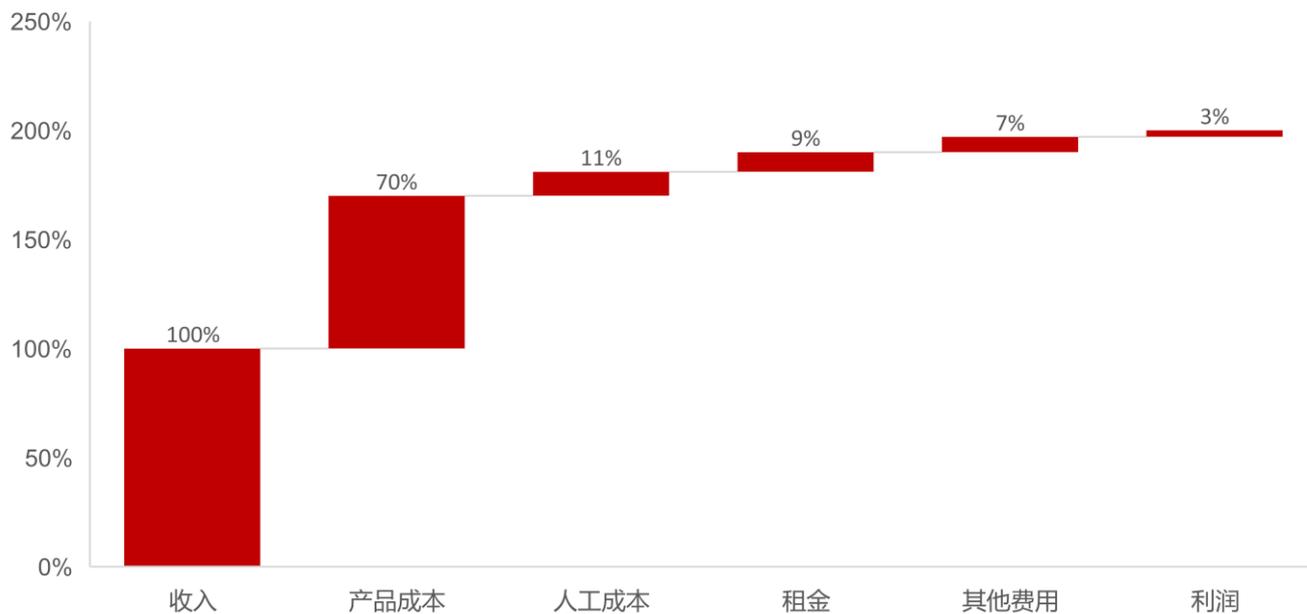
图表 17: 日本头部百元店门店数变化 (家)



来源: 公司公告, 国联证券研究所

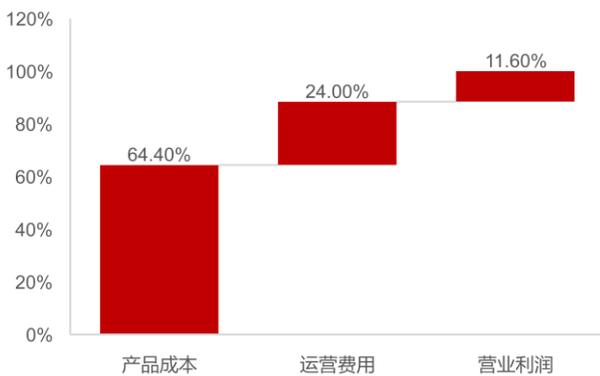
龙头优势显著, 低利润率水平天生即壁垒。市场发展初期, 行业存在很多百元店, 但 1997 年亚洲金融危机后, 日元贬值, 行业洗牌, 龙头逆势扩张, 1995-2000 年间, Daiso 的销售额每年平均增长 50%, Can Do 平均增 20%, Seria/Watts 每年平均增长 10%, 最终形成了寡头垄断的竞争格局。2022 年 2 月, 大创市场规模占比在 62% 左右。

图表 18: 日本百元店一般性盈利情况



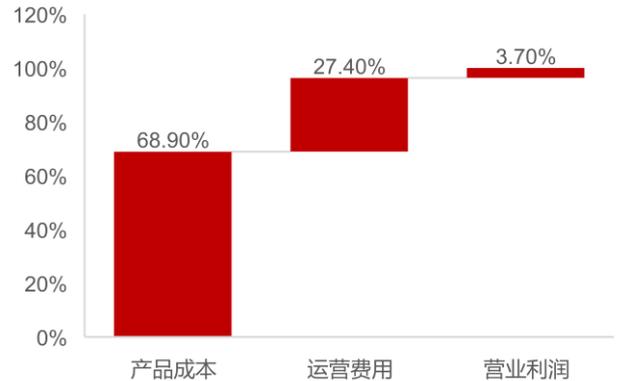
来源: Cando 官网, 国联证券研究所

图表 19: FY2000 大创的营业利润水平



来源: 公司公告, 国联证券研究所

图表 20: FY2000 Cando 的营业利润水平

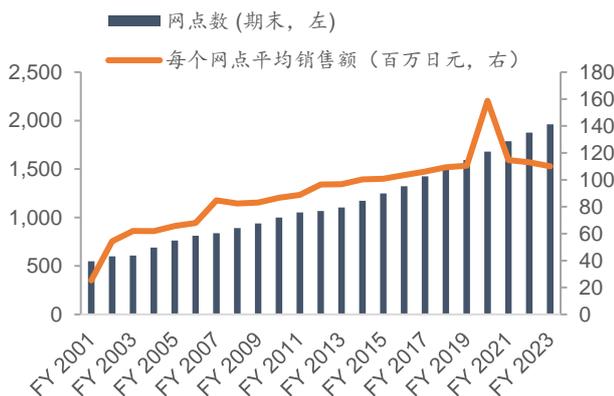


来源: 公司公告, 国联证券研究所

### 3.2. 股价复盘: 戴维斯双击驱动股价上行

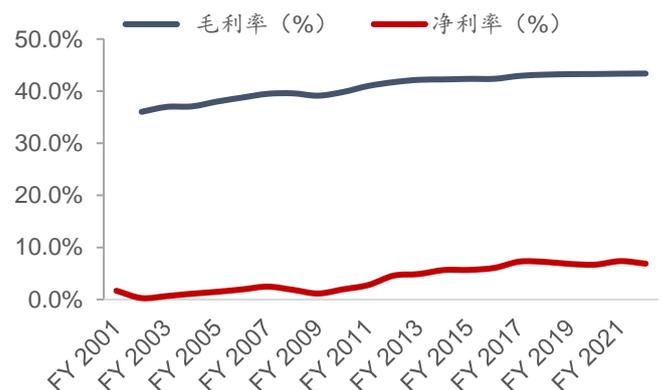
**Seria 门店持续扩张, 利润水平长期向好, 估值业绩双击推动股价长期向上。**泡沫经济破灭后, 百元店 Seria 凭借其性价比优势和高周转优势持续进行门店扩张, 2001-2023 年其门店由 549 家增至 1961 家, CAGR 为 6.2%, 同时间段内单店销售额复合增速为 7.3%, 在动荡的经济环境中展望高韧性和良好成长性。伴随规模扩大, Seria 盈利能力不断提升, 且持续高于同业, 其毛利率/净利率由 2002 年的 36.1%/0.3% 提升至 2022 年的 43.4%/6.9%。从股价表现看, 百元店 Seria 业绩长期向好, 叠加估值提升驱动公司股价在 2010-2017 年间涨幅达 55 倍。

图表 21: Seria 门店持续增长, 单店销售额持续向上



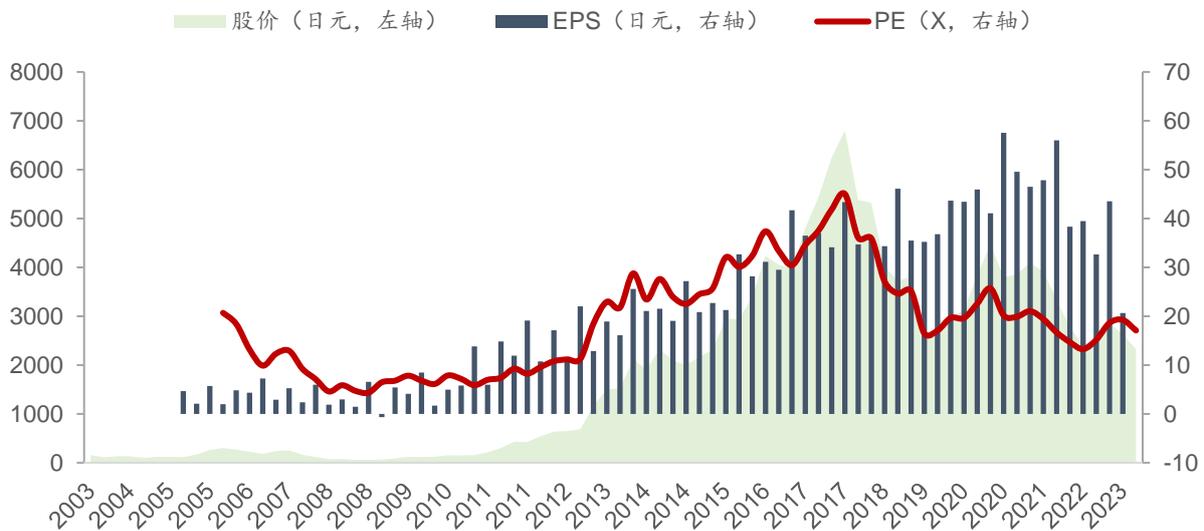
来源: Bloomberg, 国联证券研究所

图表 22: Seria 盈利能力长期向好



来源: Bloomberg, 国联证券研究所

图表 23：估值、业绩双击，Seria 股价表现优异



来源：Bloomberg，国联证券研究所

## 4. 折扣店：范式转变，定价权转移

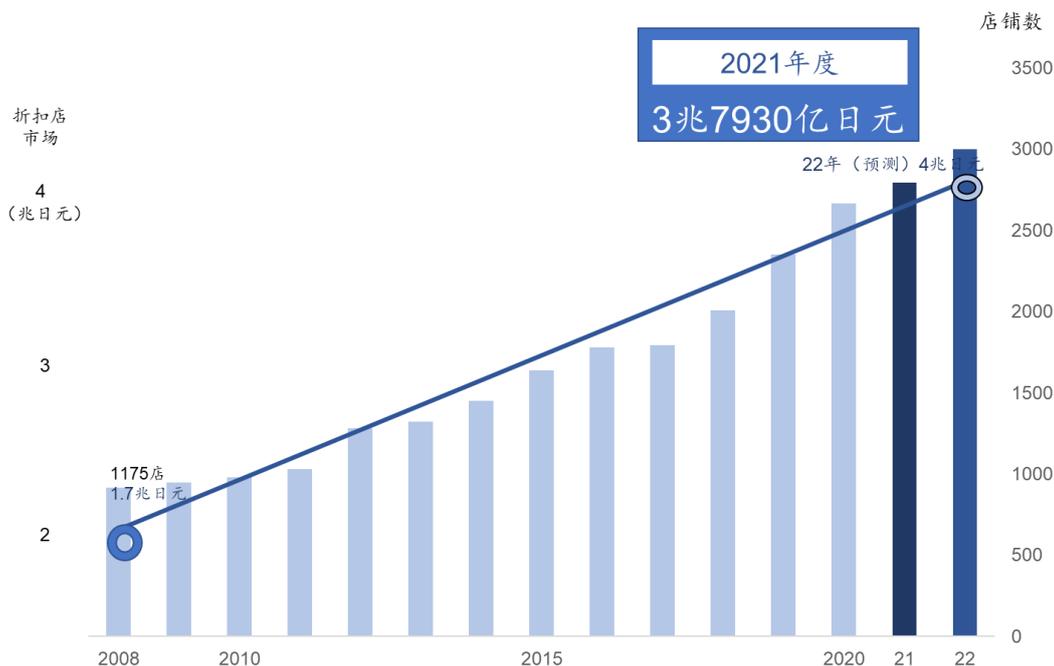
### 4.1. 发展背景：制造商生产过剩强化渠道定价权

折扣店是以低价销售为基本策略的零售企业总称，其特点是采购价格低、利润低、周转率高。

折扣店在 20 世纪 90 年代取得成功。日本折扣店发展曲折，其最早起源于 20 世纪 50 年代，当时商家采取“自助服务”和“连锁经营”模式，但在大规模零售店的冲击下，折扣零售并没有持续太久。第二次失败是在 20 世纪 70 年代，商家过于追求便宜的产品而忽略了质量。20 世纪 90 年代，日本经济泡沫破灭，消费者开始寻找更加低价优质的商品，制造商生产过剩强化了商店渠道的定价权使得低价优质成为可能，《大规模零售商店法》的放宽和《反垄断法》的适用也推动了折扣商店的发展，在这种时代背景下，折扣店取得成功。

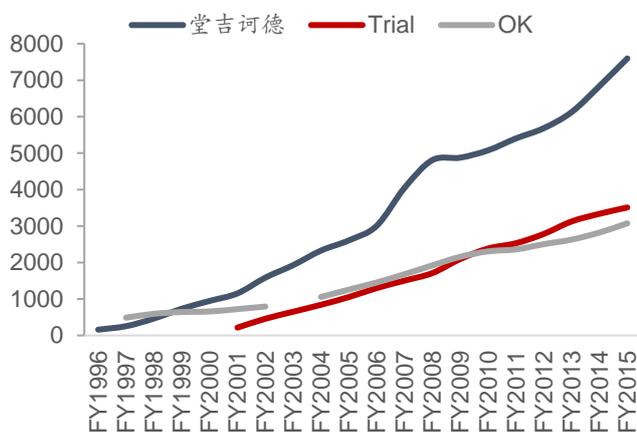
折扣店销售占比提升，市场规模持续上行。总务省《全国消费者生活调查》显示，折扣店和大众专卖店消费支出占比从 1994 年的 3.6% 上升到 2009 年的 12.5%。根据帝国数据库的研究，包括唐吉河德、Big-A 等在内的折扣店市场规模预计将在 2022 财年首次达到 4 万亿日元，较 2008 财年的 1.7 万亿日元增加约 2.4 倍。

图表 24: 日本折扣店市场变化



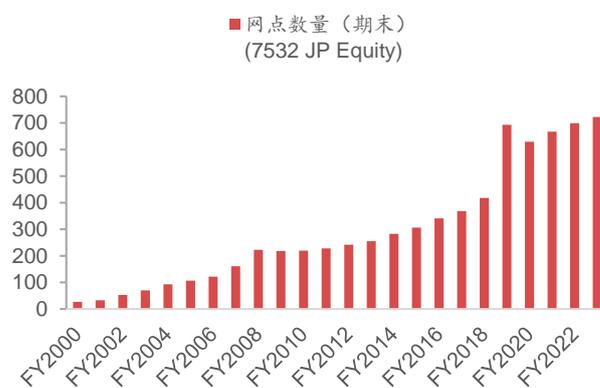
来源: 帝国数据库, 国联证券研究所

图表 25: 日本头部折扣店销售额持续提升 (亿日元)



来源: Bloomberg, 国联证券研究所

图表 26: 唐吉诃德门店数量持续向上

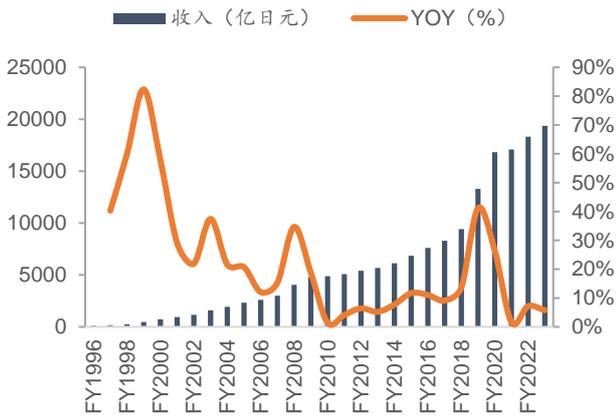


来源: Bloomberg, 国联证券研究所

## 4.2. 股价复盘: EPS 与 PE 共同驱动成长

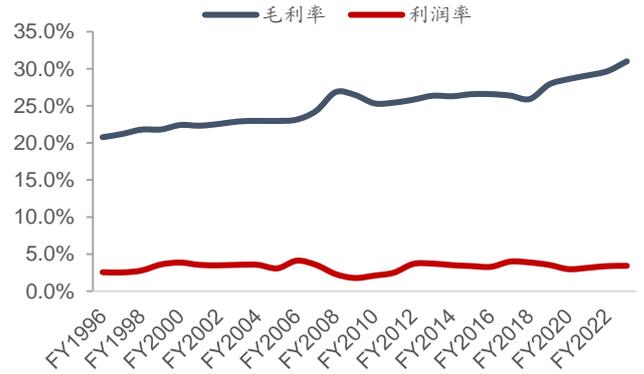
泛太平洋国际控股有限公司盈利能力稳步提升。伴随门店持续扩张, 唐吉诃德母公司泛太平洋国际控股自上市以来营收持续增长, 且持续扩大的规模优势向后持续获得成本优势, 公司毛利率稳步上行。从折扣店泛太平洋国际控股(唐吉诃德)股价表现来看, 上市以来, 公司股价表现强势, EPS 与 PE 共同驱动成长。

图表 27：公司营业收入持续提升



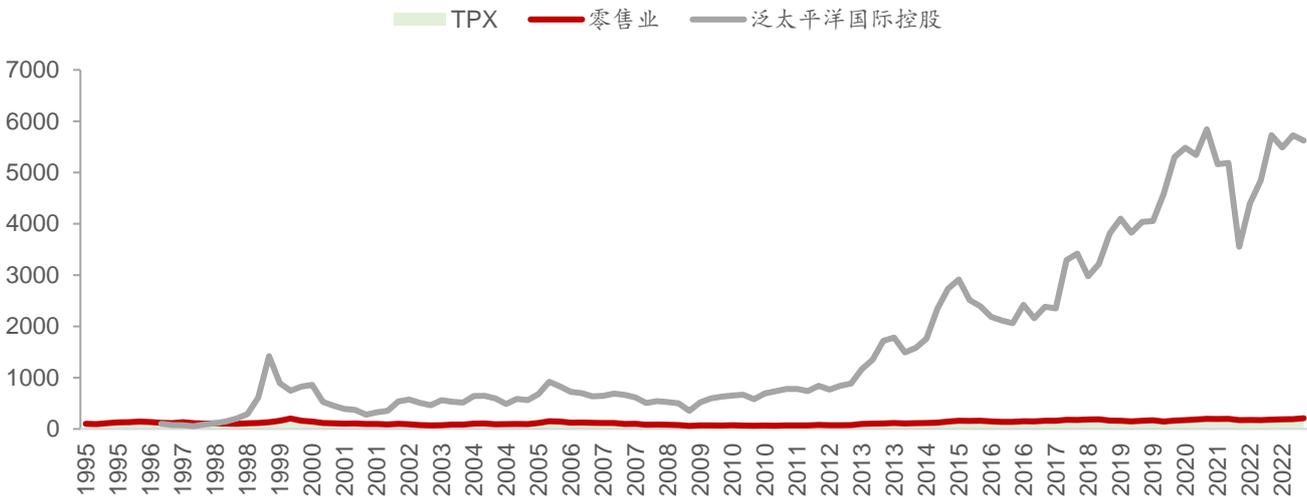
来源：Bloomberg，国联证券研究所

图表 28：公司利润率震荡中上行



来源：Bloomberg，国联证券研究所

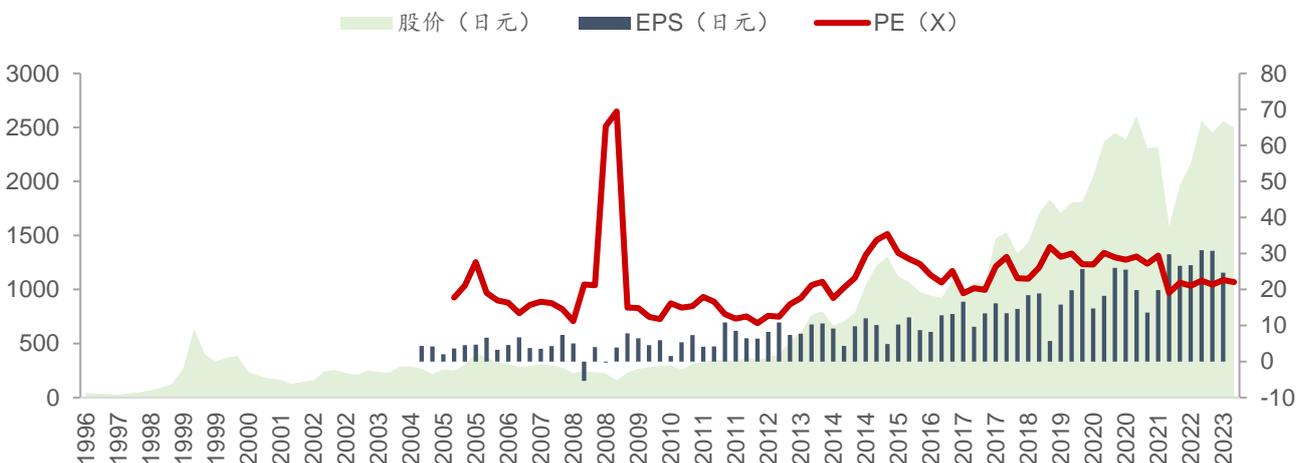
图表 29：以泛太平洋国际控股为代表的折扣店股价表现强势



来源：Bloomberg，国联证券研究所整理

注：股价已进行标准化处理，设置基期数据为 100

图表 30：业绩向上，泛太平洋国际控股长牛



来源：Bloomberg，国联证券研究所整理

## 5. 投资建议：关注平价消费与渠道变革

**关注性价比需求下的平价零售机会和渠道变革。**复盘日本零售，行业总量随着经济增速的降档而见顶，但是面对经济环境的变化和消费者需求的转变，零售业又不断进行自我革新，进化出符合时代特征的各种业态，展现出一定韧性。“百货-超市-便利店/折扣店”等零售业态演进的背后是供需关系的转变和定价权的转移。参考日本经验，当时代进入需求走弱、供给过剩的背景，渠道商更偏向于消费者的代理人，其定价权被强化，消费者对于低价优质的需求得以满足，百元店、折扣店等平价零售业态发展。

**关注平价零售领域的名创优品等标的。**日本经验表明，消费力偏弱背景下平价零售业态发展，名创优品定位于性价比领域，国内门店优势持续夯实，且以出海方式输出中国供应链优势，看好其长期成长空间。

## 6. 风险提示

**1) 数据局限性风险。**日本消费数据取自历史数据，可能由于数据不全面而导致存在一些局限性。

**2) 国别差异风险。**各国国情不同、制度环境不同，或导致结论存在偏差。

**3) 市场竞争加剧超预期。**若经济增长不及预期，市场价格战进一步加剧，消费公司的盈利能力将出现恶化。

**4) 新市场开发不及预期风险。**新开拓市场消费能力，消费习惯不及预期，消费行业新市场开发收效甚微。

## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

## 评级说明

| 投资建议的评级标准  |      | 评级   | 说明                           |
|--|------|------|------------------------------|
| 报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的 6 到 12 个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。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；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准；韩国市场以柯斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。 | 股票评级 | 买入   | 相对同期相关证券市场代表指数涨幅 20%以上       |
|  |      | 增持   | 相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于 5%~20%之间  |
|  |      | 持有   | 相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~5%之间  |
|  |      | 卖出   | 相对同期相关证券市场代表指数跌幅 10%以上       |
|  | 行业评级 | 强于大市 | 相对同期相关证券市场代表指数涨幅 10%以上       |
|  |      | 中性   | 相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~10%之间 |
|  |      | 弱于大市 | 相对同期相关证券市场代表指数跌幅 10%以上       |

## 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

国联证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国联证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国联证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

## 特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到国联证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

## 版权声明

未经国联证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用。否则由此造成的一切不良后果及法律责任有私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

## 联系我们

**北京：**北京市东城区安定门外大街 208 号中粮置地广场 A 塔 4 楼 **上海：**上海市浦东新区世纪大道 1198 号世纪汇二座 25 楼

**无锡：**江苏省无锡市金融一街 8 号国联金融大厦 12 楼

**深圳：**广东省深圳市福田区益田路 6009 号新世界中心大厦 45 楼

电话：0510-85187583