

本篇报告从折扣零售业态兴起，美国、日本及德国的折扣零售业态的发展及代表企业的复盘入手，说明折扣零售业态兴起于经济增速放缓期间，且在穿越经济周期后依旧保持经营韧性。对标美国、日本、德国及全球的折扣零售店和仓储会员店的渗透率，说明我国折扣零售业态有较大增长空间，总结供需双向驱动下，如何催生我国折扣零售业态，进一步论证我国具备发展硬折扣模式的环境，并总结跑通硬折扣模式企业需具备的特质，最终落实到推荐标的与建议关注标的层面。

**➤ 供需催生折扣零售业态：**1) 折扣零售本质上是对供应链和运营能力的持续优化。相对而言，软折扣的发展依赖于上游尾货的剩余量，零售商对商品供给稳定性和品质的掌控力小；硬折扣模式以供应链降本为核心，有更强的自主性，硬折扣模式具备更广阔的发展空间。2) **海外折扣零售业态具备穿越周期的能力。**①**日本：以 Seria、MUJI、唐吉诃德为代表的软折扣模式企业发展较快。**百元店 Seria 积极扩张下形成规模优势，大体量采购订单保证价格低廉的同时，产品更新速度快，种类丰富；MUJI 高自营化率、自有品牌优势实现高利润率水平；唐吉诃德以上万 SKU 密集陈列、30%低价尾货+70%正价折扣混合的销售模式，符合日本消费者习惯，迎来快速发展。②**美国：以 Costco 与山姆会员店为代表的仓储会员店表现突出。**Costco 锚定美国中产阶级性价比消费群体，会员续约率在 90%以上，高级会员有较强复购能力，大包装销售&会员费模式提供低价产品，集中采购&精简 SKU 有效控制成本，近三年 ROE 在 27%以上；山姆会员店注重提供高品质与低价格的商品与服务，面向中产家庭和高消费人群，经营策略更专业化与精细化。③**德国：以 ALDI 和 LIDL 为代表的硬折扣企业背靠经济萧条起家，经济平稳期和上升期仍焕发光彩。**ALDI 采用精选 SKU+自有品牌+高效运营，保证产品高质量的同时，主打低价策略，其低毛利率+高运转率主要来源于：ALDI 人员成本低（3-5名员工/店）且单店坪效高（沃尔玛 2-3 倍）；精选 SKU（1500~1800 个），自有品牌占比 90%；毛利率低于 15%，高效配送下，商品周转率约为沃尔玛的 5 倍，全球化代工方式降低采购成本。3) **国内折扣零售进入快速成长期。**①**需求侧：**居民的实际购买力增速放缓，消费者日趋理性，转向价格更具竞争力的渠道，寻找折扣与促销，逆周期折扣零售渠道获得青睐。②**供给侧：**线上渠道红利逐步消退，线下零售折扣化成为发展趋势，我国制造业具备集群化优势，容易形成规模化下降本增效，更适合发展硬折扣模式。

**➤ 行业规模与竞争格局研判：**1) **从海外发展看各国各类模式的空间：**2008-2022 年，美国与德国折扣零售店市场规模复合增速分别为 5.8%与 2.3%，美国与日本仓储会员店市场规模复合增速分别为 5.3%与 13.2%，均高于整体零售市场增速（美国、德国、日本为 2.7%、2.0%与 0.3%），且渗透率不断提升（德国折扣零售店渗透率由 2008 年的 14.8%提升至 2022 年 15.5%，美国仓储会员店渗透率由 3.5%增至 4.4%）。2) **国内折扣零售市场星辰大海：**随着供给侧与需求侧共同推动，我们预计我国折扣零售店的渗透率有望趋近全球折扣店的渗透率（2.5%-2.6%），对应 2025 年我国折扣零售店市场规模为 7707-8015 亿元；预计我国仓储会员店市场渗透率 2025 年达 1.6%-1.7%，对应市场规模为 4932-5241 亿元。3) **行业具备实现高集中度的要素：**根据欧睿数据，全球折扣零售店与仓储会员店市场的集中度（2022 年 CR10 分别为 68.5%与 93.7%）远远高于全球零售业（2021 财年全球零售前十大零售商营收占比为 34%），在规模优势下“强者恒强”，集中度提升为发展趋势。展望我国的折扣零售业态，也具备培育龙头企业的行业发展环境。

**➤ 当前国内折扣零售行业主要参与者：**1) **海外折扣零售企业：**山姆、Costco 与奥乐齐在进入中国市场后进行针对性的运营模式调整，精准定位在国内大城市高性价比的优质产品的需求人群；2) **本土折扣零售初创企业：**如名创优品（基于“三高三低”产品理念，叠加高效供应链及良性库存管理能力）、好特卖与嗨特购（销售临期商品、尾货及部分自有品牌，门店快速扩张）、折扣牛（社区硬折扣连锁品牌）等；3) **本土零售企业增设折扣零售业态：**盒马鲜生（推出盒马奥莱，以折扣方式出售临期产品）、家家悦（悦记·好零食为一站式极致性价比的零食集合店，好惠星探索硬折扣社区店）、永辉超市（在超市门店内部增设“正品折扣店”，并同步增设线上折扣专区）、重庆百货（积极探索“社区折扣店”，加强供应链建设，以区域门店为单位进行试点，计划打造试点 20+家；计划打造店内零食专区 50+家）等。

**➤ 国内哪类企业可以跑通硬折扣模式：**1) **围绕高周转对企业提出两大核心能力：**强选品能力与高效供应链管理。2) **生鲜布局能力：**生鲜能力才能体现和线上的差异化，减轻线上渠道的直接冲击。3) **自有品牌：**尽可能地靠近工厂端，减少不必要的加价和成本损耗。

**➤ 投资建议：**推荐重庆百货、名创优品、家家悦，建议关注永辉超市及其他待上市标的。

**➤ 风险提示：**终端需求不及预期、产品推广不及预期、竞争格局恶化、新业态推广不及预期。

### 重点公司盈利预测、估值与评级

代码	简称	股价 (元)	EPS (元)			PE (倍)			评级
			2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E	
600729.SH	重庆百货	29.84	3.20	3.53	3.92	9	8	8	推荐
9896.HK	名创优品	33.99	1.90	2.34	2.76	18	15	12	推荐
603708.SH	家家悦	10.21	0.23	0.47	0.56	45	22	18	推荐
601933.SH	*永辉超市	2.61	-0.10	0.04	0.08	-	65	33	-

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（股价为 2024 年 3 月 1 日收盘价；未覆盖公司数据采用 wind 一致预期；汇率为 1 港元=0.92 人民币）

## 推荐

**维持评级**

**分析师 刘文正**

执业证书：S0100521100009

邮箱：liuwenzheng@mszq.com

**分析师 郑紫舟**

执业证书：S0100522080003

邮箱：zhengzizhou@mszq.com

**研究助理 褚菁菁**

执业证书：S0100123060038

邮箱：zhujingjing@mszq.com

## 相关研究

1. 跨境电商行业深度一：浪潮之下，如何看美国电商格局重构-2024/03/04
2. 零售周观点：上美 23 年业绩预告净利润同增 180%，唯品会 23 年财报公告净利润同增 39%-2024/03/03
3. 零售周观点：昊海生科发布 2023 年业绩快报，央视报道医美直播乱象，利好产品合规化发展-2024/02/25
4. 零售周观点：2 月中国零售业景气度环比小幅提升，1 月淘系+抖音美妆大盘 GMV 同比+78%-2024/02/18
5. 零售周观点：亚马逊发布 23 年财报，Q4 收入利润超预期，AWS 盈利能力持续优化-2024/02/05

# 目录

<b>1 供需催生折扣零售业态</b> .....	<b>3</b>
1.1 何为折扣零售? .....	3
1.2 海外折扣零售业态如何穿越周期? .....	5
1.3 国内折扣零售如何进入快速成长期? .....	23
<b>2 行业规模与竞争格局研判</b> .....	<b>31</b>
2.1 从海外发展看各国各类模式的空间 .....	31
2.2 国内折扣零售市场星辰大海 .....	32
2.3 行业具备实现高集中度要素 .....	33
<b>3 国内哪类企业可以跑通硬折扣模式?</b> .....	<b>35</b>
3.1 围绕高周转对企业提出两大核心能力 .....	35
3.2 生鲜布局以及配送履约能力 .....	36
3.3 自有品牌 .....	37
3.4 总结具备三大要素特征的标的/企业 .....	38
<b>4 投资建议</b> .....	<b>44</b>
<b>5 风险提示</b> .....	<b>45</b>
<b>插图目录</b> .....	<b>47</b>
<b>表格目录</b> .....	<b>48</b>

本篇报告从折扣零售业态的产生、以美国、日本及德国为代表的折扣零售业态及代表企业的发展复盘入手，总结在供需双向驱动下，如何催生我国折扣零售业态，并进一步论证我国具备发展硬折扣模式的充分条件，且通过海外复盘说明折扣零售业态有穿越周期的发展韧性，并总结跑通硬折扣模式企业需具备的特质，最终落实到推荐与建议关注的标的。

## 1 供需催生折扣零售业态

### 1.1 何为折扣零售？

折扣零售的本质是对供应链结构和运营能力的持续优化。“折扣化”是指要把好货卖便宜，零售商从消费者的角度考虑问题，帮助其花费更少的钱获得更多或更好的商品。零售折扣店通常为了降低成本而选择精简的装修方式并具备较小的仓储能力，因此需要具备高效及时的产品配送能力，要求各零售折扣店能较为精确的计算销售产品的类别和数量，从而降低库存压力。折扣零售业态往往在经济低迷期崛起，折扣零售店符合理性的消费者追求平价与性价比的需求，代表企业如德国的 ALDI、日本的唐吉诃德、我国的嗨特购、好特卖等。

折扣零售据其商业模式和盈利模式分为硬折扣和软折扣模式。硬折扣模式代表企业有奥乐齐、利德尔、麦德龙、开市客、山姆会员店和盒马奥莱等；软折扣模式的代表企业有 TJX、堂吉诃德、唯品会、零食很忙、赵一鸣零食和好特卖等。

表1：折扣零售主要企业成立时间及国家

硬折扣代表企业的成立时间及国家	软折扣代表企业的成立时间及国家
奥乐齐 (1913; 德国)	TJX (1976; 美国)
利德尔 (1930; 德国)	堂吉诃德 (1980; 日本)
麦德龙 (1964; 德国)	唯品会 (2008; 中国)
开市客 (1976; 美国)	零食很忙 (2017; 中国)
山姆会员店 (1982; 美国)	赵一鸣零食 (2019; 中国)
盒马奥莱 (2021; 中国)	好特卖 (2020; 中国)

资料来源：各公司官网，民生证券研究院整理

**硬折扣指通过供应链优化，减少中间环节，降低经营成本而实现的低价策略。**硬折扣商业模式的本质是通过改革供应链和简化运营，如产地直采、降低运输及储存损耗、发展自有品牌等方式降低成本，从而为商品提供降价空间。**硬折扣模式具备几大特征：1) 低毛利率**，零售商通过取消渠道费用+精简 SKU+高效供应链路+自有品牌的方式实现较低的采购成本，因此硬折扣店能在很大程度上控制自身的供货数量、质量和渠道，具备自有品牌的独特性，从而具有稳定供销模式；同时零售商通过弱化选址+简化装修陈列+简化服务来降低运营成本，减少广告推销和精致服务以最大程度让利消费者。低采购成本+低运营成本下，将低价传导给消费者，零售商以多种方式降低营业成本从而实现低毛利率运转；**2) 高周转率**，零售商通过低价优势提高周转速度，减少库存积压，摊薄各项运营成本，薄利多销，以低价好物使消费者具备一定粘性；**3) 盈利的可持续性**，硬折扣零

售商将自身定位转变为消费者的代理人，聚焦“高频刚需品”。高频刚需品的消费更具理性，从而硬折扣能做到 SKU 精简及一系列运营的简化以压低成本，低价的背后是“高频刚需品”品类消费属性的支撑。

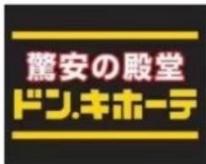
表2：硬折扣代表企业奥乐齐

Logo	店铺情况
	
品牌形象	低调、严谨、务实
门店分布	欧洲、美国、澳大利亚、中国
经营品类	食品、日用品等
门店面积（平方米）	500-800
单店 SKU（个）	1800（2022 年）
自有品牌占比	>90%（2022 年）
商品定价策略	每日低价/天天平价
毛利率	<15%
息税前利润率	3.6%（2017 年）
门店管理	人员精简，身兼多职；高出行业平均 10-20%的薪酬

资料来源：迪特尔·布兰德斯、尼尔斯·布兰德斯《大道至简-德国零售巨头 ALDI 管理法》，奥乐齐公司官网，联商网，民生证券研究院

**软折扣指由于商品某方面有瑕疵或缺，如临期、尾货、过季或微瑕品等而降低价格的销售模式。**软折扣的商业模式主要是因产品本身不足而进行低价折扣，大多基于产品的临期或过季属性，销售产品类型主要集中在服饰箱包和食品品类，商业模式也因此面临货源和供应链不稳定的问题，零售商的自有品牌比例非常低，低价来源于上游生产商的让利。**头部软折扣零售商多通过加强选品及供应链能力、品类拓展、开发品牌专供或自有产品等方式解决货源及产品痛点。**

表3：软折扣代表企业唐吉诃德

Logo	店铺情况
	
品牌形象	叛逆、张扬、娱乐精神
门店分布	日本、美国夏威夷
经营品类	食品、日用品、手表和时尚用品、电器、体育/户外用品等
门店面积（平方米）	1000-3000
单店 SKU（个）	40000-60000
自有品牌占比	<15%（2025 财年目标为 25%）
商品定价策略	高低定价
毛利率	26%-29%（PIIH 整体，2017-2021 财年）
税后利润率	4%-6% PPIH 整体，2017-2021 财年）
门店管理	门店有 30%采购权、定价权、变更陈列权；绩效竞争、奖优罚劣

资料来源：PPIH 年报，公司官网，联商网，民生证券研究院

**硬折扣和软折扣的区别主要体现在：**

- 1) 毛利率方面：**硬折扣的毛利率普遍在 15%-16%，一般不超过 18%；对应软折扣毛利率在 25%-35%之间，取决于商品来源的组成部分，比如临期产品占比高则毛利率高，如果达不到 25-35% 毛利率，软折扣店则较难生存。
- 2) 供给稳定性方面：**临期工厂的供货不掌握在零售终端，硬折扣的品牌供货自己主导因而更加稳定。
- 3) SKU 数目方面：**硬折扣店的 SKU 数目更少，比如 ALDI 初期发展把 SKU 控制在 600-700 个，后期扩张到 900 个；随着欧盟经济的发展，SKU 数量增加但总量保持在 1500-1800 个，SKU 增加会带来成本上升。而软折扣 SKU 数目较多，如好特卖为 3000-4000 个。

**表4：硬折扣与软折扣主要区别**

	硬折扣	软折扣
毛利率	15%-16%，一般低于18%	25%-35%
供给稳定性	自己主导，相对稳定	终端不掌握供货，相对不稳定
SKU数目	较少	较多

资料来源：联商网，民生证券研究院

**对比来看，软折扣的本质是以低价营销为卖点而非竞争力，其发展依赖于上游尾货的剩余量，零售商对商品供给稳定性和品质的掌控力小；而硬折扣模式以供应链降本为核心，相比软折扣而言，具有更强的自主性。综上所述，从业态竞争力来看，硬折扣模式具备更广阔的发展空间。**

## 1.2 海外折扣零售业态如何穿越周期？

在海外折扣零售业的复盘部分，选取日本、德国与美国的折扣零售业态与代表企业进行复盘，进而说明，折扣零售业态往往产生于经济低迷期，对应消费者特征为价格敏感与追求性价比，且当经济重返增长轨道后，海外折扣零售业态的代表企业仍具备增长的动力与韧性，即其具备穿越周期的能力。

### 1.2.1 软折扣零售业态——日本

**泡沫经济破裂，折扣零售业态应运而生。**20 世纪 90 年代，日本经历泡沫经济的破灭，进入经济衰退期，消费者对价格变得更加敏感。这一情况引发了零售业态的调整和变革。折扣零售业态在 90 年代快速崛起，店铺通常采用低成本的经营模式，通过大量采购和规模经济效益来降低商品成本，从而提供给消费者更具竞争力的价格的产品。**经过多年的发展，Seria、MUJI、唐吉诃德成为行业有代表性的企业，折扣零售业态具备穿越经济周期的韧性和发展的可持续性。**

**根据日本的宏观经济、国际政治环境以及零售业态规模、增速和细分业态的市场份额将日本零售行业的发展划分为 5 个阶段。**

**1) 1950s：百货商店的兴起。**外部环境处于战后经济重建阶段，消费特征较为节俭，人们的消费重心主要集中在基本生活必需品上。**这段时期的日本消费者更加节俭，注重商品的节省和实用性。**

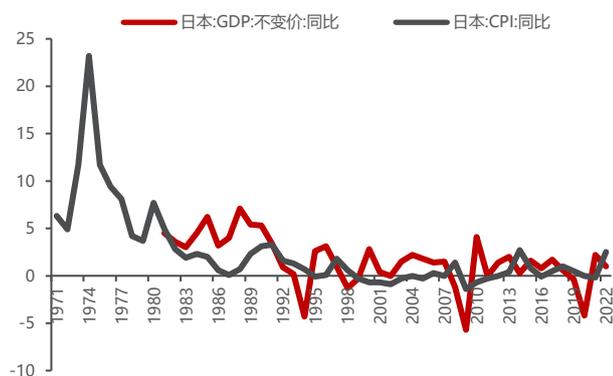
2) 1960-1970s: “超级市场”后来居上, 便利店遍地开花。外部环境处于出口导向型的高速增长期, 即“经济奇迹”, 消费特征为以家庭消费为主。

3) 1980s: 奢侈品店、高档百货公司和购物中心火热。处于泡沫经济时期, 消费特征为收入水平和购买力提高, 消费者对高档次商品和服务有更强烈的需求; 在该阶段, 日本经历了高速经济增长和繁荣, 人们的生活水平得到提升, 消费习惯开始朝向奢侈品和高端品牌转变。**名牌时装、高级消费品、豪华汽车等成为日本人炫耀社会地位的象征。**

4) 1990s: 泡沫破碎——折扣店的崛起。外部环境处于经济衰退期, 消费特征为重归理性, 追捧名牌的热潮褪去, 人们开始审慎消费, 更加注重物价和性价比。**少子化、老龄化趋势加剧, 成为该阶段日本社会的重要发展趋势。**

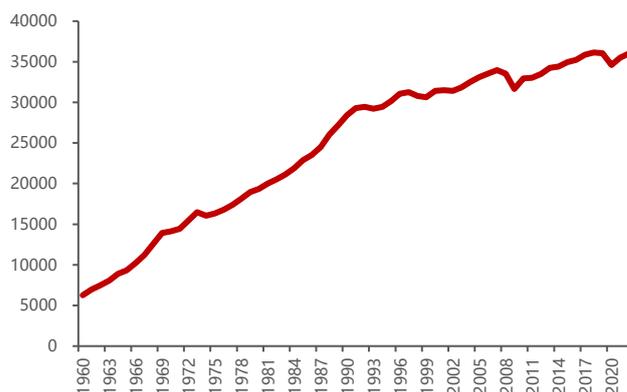
5) 新世纪: 中古店复兴、药妆店崛起。外部环境处于面临消费结构变化的挑战阶段, 消费特征为更注重性价比和实用性, 许多日本消费者开始关注可持续性和环保产品。此外, 健康和健康饮食也成为重要的消费趋势。

图1: 1971-2022 年日本 GDP 增速 (%)



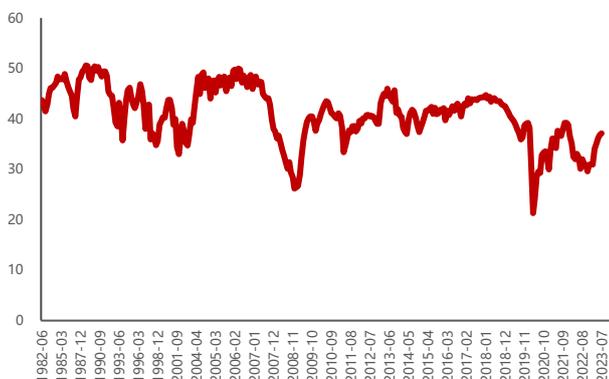
资料来源: wind, 民生证券研究院

图2: 1960-2023 年日本人均 GDP(不变价, 美元)



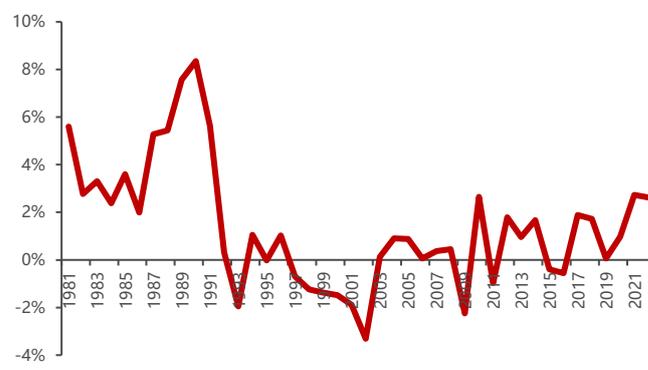
资料来源: wind, 民生证券研究院

图3: 1982-2023 年日本消费者信心指数



资料来源: wind, 民生证券研究院

图4: 1980-2023 年日本商业销售额同比增速



资料来源: wind, 民生证券研究院

**在外部环境和消费习惯的双重影响下, 日本折扣零售行业兴起, 以品类完善和国际扩张作为发展的主线。**

**1970 年代中期：在日本泡沫经济期间，折扣店开始兴起。**1971 年，第一家“唐吉诃德” (Don Quijote) 折扣店在东京成立，创始人宫田一郎希望能够提供价格实惠的商品，以满足普通消费者的需求。**唐吉诃德的模式是在大城市的中心地区开设巨大的店铺，销售大量种类的商品，包括电子产品、服装、家居用品和食品等，为消费者提供更具竞争力的价格。**

**1980-1990 年：折扣店行业持续发展。**越来越多的折扣店出现，包括大创和 Seria 等 100 日元店，为消费者提供各类产品都定价为 100 日元（不含税）。这些 100 日元店迅速受到消费者欢迎，成为购物热点。

**2000-2010 年：折扣店继续扩张。**唐吉诃德在全国范围内开设了更多分店，进一步提高了其品牌知名度。同时，一些传统百货公司也开始设立折扣店的分支，以应对经济不景气期间消费者购物习惯的变化。随着时间的推移，日本的折扣店不断进行数字化转型，提供更多的在线购物选项和数字服务。**折扣店也不不断扩大其商品种类，包括可持续产品、进口商品等，以满足不同消费者的需求。**

**2010 年至今——持续发展和国际化时期。**折扣店成为日本零售业的重要组成部分，吸引了广泛的消费者群体。日本折扣店以其实惠的价格、丰富的商品选择和多样化的服务，满足日本消费者不断变化的购物需求。

**表5：日本主要折扣店对比（截至 2022 年末）**

	唐吉诃德 (Don Quijote)	Seria	无印良品
品类	服装、食品、日用品、彩妆、3C	食品、化妆品、生活用品、小五金、厨具、文具	服饰、文具、食品、厨具
消费人群	低收入、喜爱优惠人群	希望以低价格购买到有个性产品的用户	有一定购买力、重视商品质量与实用性
年销售额 (亿日元)	18313 (集团)	2081	4961
店铺数 (个)	699	1961	1136
店铺面积 (平方米)	3613	500-2000	845.32
SKU 数 (个)	40000-60000	20000	7000
单店销售额 (亿日元)	26.20	1.06	4.37

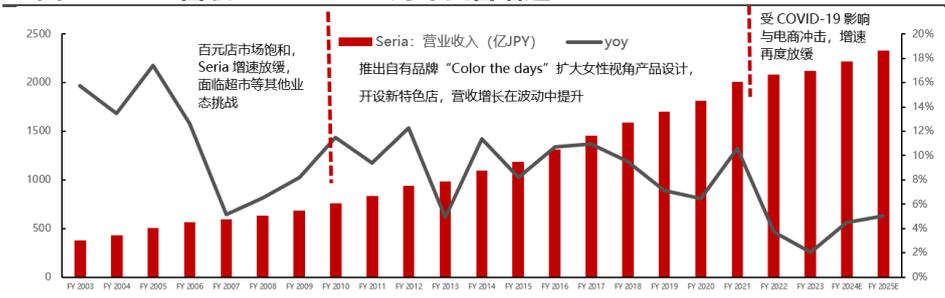
资料来源：各公司官网，民生证券研究院

**我们选择日本三家代表性折扣零售企业的发展历程与现状进行复盘，进一步说明折扣零售业态具备穿越周期的能力与发展韧性。**

### 1) 日本百元折扣龙头：Seria

**Seria 是日本第二大百元店，以杂货业务为核心。**公司经营类目广泛，包括食品、化妆品、生活用品、小五金、厨具、文具等，以 100 日元以内的商品为主的销售模式，为消费者提供高品质、多种类的百元商品，包括厨房用品、居家生活用品、化妆品、文具等，目标客群覆盖各年龄层需求差异化的消费者，推出“Color the days”，主要用户群体为 30-40 岁女性，提供丰富日常生活的事物。

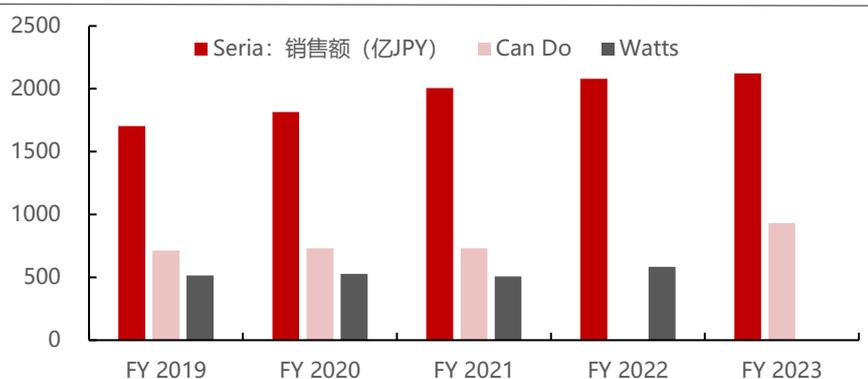
图5: Seria 营收 2001-2023 财年复合增速 13.20%



资料来源: Bloomberg, 民生证券研究院

**日本百元店具有独特优势，市场竞争格局稳定。**百元店品类丰富，涵盖日常生活用品；SKU 丰富，上新快，可以满足消费者的新鲜感需求、个性化的需求；从盈利能力的角度，百元店毛利率高于传统零售企业，得以迅速扩张；契合当时的消费者需求特点，满足了消费者个性化和理性消费的需求，得以在折扣零售中脱颖而出。百元店保持持续增长的韧性主要因为积极扩张举措下形成规模化优势，降低进货成本，提高商品流通效率，降低运营成本，精简员工数量降低管理成本；因其具备较大体量采购订单，保证价格低廉的同时，产品更新速度快、种类丰富。Daiso、Seria、Can Do 和 Watts 成立于 90 年代，在泡沫经济破裂后快速发展，形成较为稳定的格局，占据大部分市场份额。**按照四家企业 2022 财年的销售规模进行估算，Daiso 的市场份额占比 60%左右，Seria、Can Do、Watts 分别是 20%、9%、6%左右。**

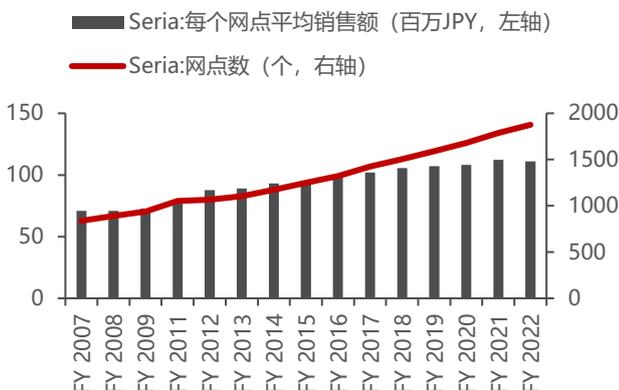
图6: Seria 规模远超第三，四名



资料来源: Bloomberg, 民生证券研究院

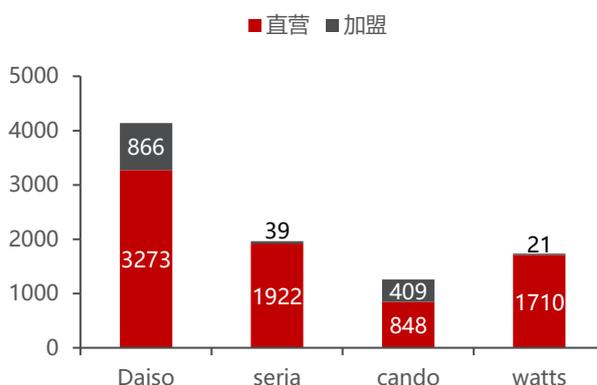
**Seria 门店数近 2000 家，以直营店为主。**截至 2023 年 6 月，Seria 在日本国内门店共计 1961 家，其中直营店 1922 家，加盟店 39 家，Seria 在早期发展过程中采取直营店与加盟店并举的战略，门店数量高速扩张。2015 年，公司经营重心转移至直营店，加盟店规模持续收缩，但店铺总体规模继续保持稳定增长。2007 年，公司开设“color the days”特色门店，直营门店中以“color the days”特色产品设计定位女性客群，占比不断提升。

图7: Seria 门店数量及单店销售额



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

图8: Seria 以高毛利率的直营店为主



资料来源: 各公司公告, 民生证券研究院

## 2) SPA 模式: MUJI

MUJI 是由株式会社良品计划注册经营的日本品牌，其名称意为“没有名字的优良商品”。1980 年诞生以来，MUJI 专注于三大原则，即材料选择、流程简化和包装简化，制造出不加修饰的注重纯朴、简洁、环保、以人为本的优质产品。无印良品的产品制造旨在选择考虑到全球环境和生产者的材料，消除所有过程中的浪费，以客户真正需要的形式提供真正需要的东西。1) 从品类看，MUJI 产品类别广泛，以日常用品为主，如服饰、家庭用品、食品等；2) 从数量看，全部为自营模式、自有品牌，SKU 数量低于其他折扣/平价零售店；3) 从品牌定位看，MUJI 在日本本土走大众、平价路线，产品价格是国内价格的 5-6 折左右；4) 从门店位置看，在日本的店铺多设在比较常见的地方，成本比较低，此外，MUJI 日本与多种线下零售业态合作，包括便利店及大型超市等，在其中销售公司产品。

图9: MUJI 营收 (十亿日元) 及增速



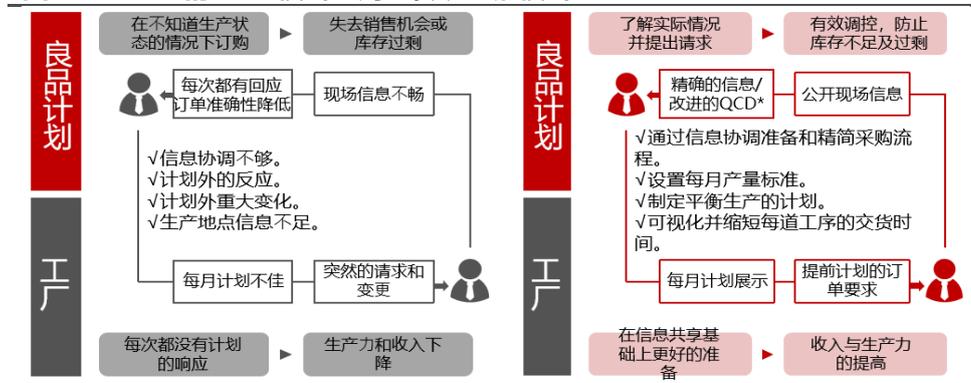
资料来源: MUJI 公司公告, 民生证券研究院

### 商业模式 SPA 模式区别于传统的产销关系，大大提升企业的生产和运营效率。

SPA 模式是从商品策划、生产到零售一体化控制的营销形式，能有效地将顾客和生产联系起来，以满足消费者需求为首要目标，通过革新的供给方式以及供应链的整合和管理，实现对市场的快速反应。SPA 模式实际上是一种先进的供应链管

理思想，快速响应和准确供应是 SPA 模式的核心。SPA 模式实现的难点在于：1) 对自有品牌的管控；2) 消费者的洞察能力；3) 供应链的快速供应能力。

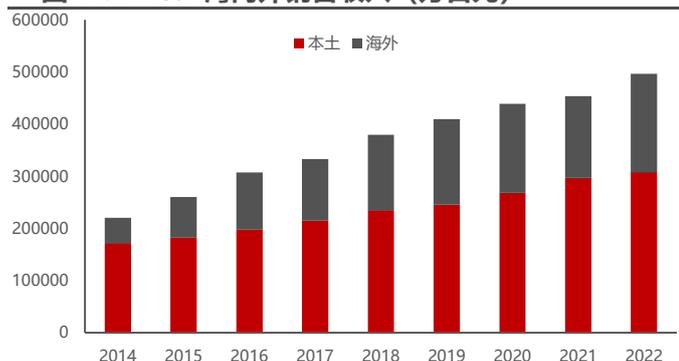
图10：MUJI 的 SPA 模式区别于传统产销模式



资料来源：MUJI 公司公告，民生证券研究院

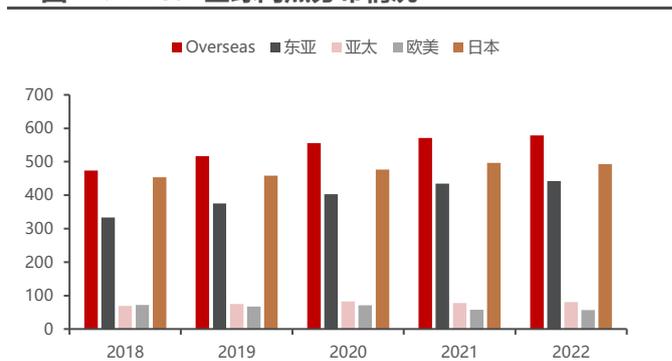
**MUJI 全球门店超 1000 家，2022 年海外收入占比 37.9%。**截至 2022 年，MUJI 在全球门店共 1072 家，其中日本本土市场规模最大，为 493 家，其次是东亚市场，为 442 家（中国大陆有 325 家）。MUJI 从 2000 年开始全球化布局，除本土市场外，在 34 个国家和地区拥有线下网点，积极布局线上门店，并开展 O2O 模式。MUJI 销收的持续增长离不开对海外市场尤其中国市场的积极开拓，2022 年，其海外收入的占比已高达 37.9%，大约一半海外营收来自中国。**相较于传统零售商沃尔玛，MUJI 以高自营化率、自有品牌的优势，实现较高利润率水平。2022 财年，公司的毛利率为 47.23%，净利率 4.99%。**

图11：MUJI 海内外销售收入 (万日元)



资料来源：MUJI 公司公告，民生证券研究院

图12：MUJI 全球网点分布情况



资料来源：MUJI 公司公告，民生证券研究院

### 3) 软折扣模式：唐吉诃德

**唐吉诃德是一家从日用品到品牌产品一应俱全，为顾客带来新鲜刺激的购物体验的综合折扣店。**唐吉诃德创立于 1978 年，采用全直营、门店面积在 3000 平方米以上的大店模式，**上万 SKU 密集陈列、30%低价尾货+70%正价折扣混合的销售模式开辟了一类符合彼时日本消费者习惯的折扣零售。**唐吉诃德集合便利店、折扣店、免税店、二手物品店等等多重“身份”，涵盖药妆、食品、酒类、玩具礼品、家居杂货、服装箱包、小型电器等品类，大部分门店商品种类超过 4 万种。

以东京首都圈为中心，日本本土超过 600 家门店，折扣店超过 400 家，海外店铺遍布美国与东南亚，2022 年收入超过 18000 亿日元。

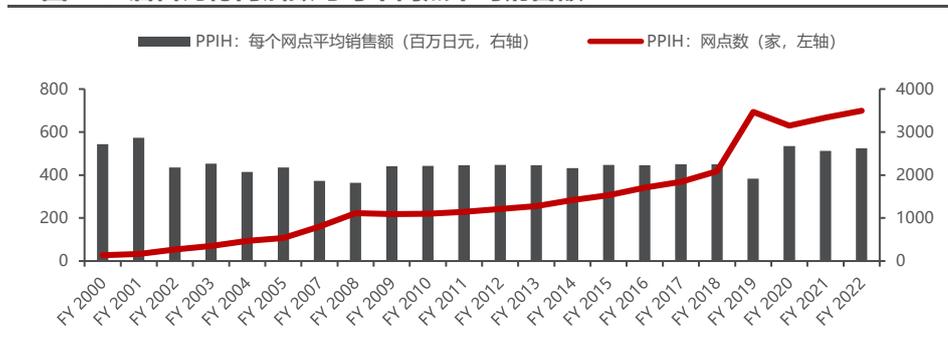
图13：唐吉诃德营收（百万日元）及增速



资料来源：唐吉诃德公司公告，民生证券研究院

唐吉诃德在 90 年代的日本快速扩张，成为软折扣零售的代表企业。软折扣产品来自于尾货、临期产品，供应链不稳定是一大痛点，公司以特色陈列及大量的 SKU 解决这一问题。通常唐吉诃德的 1000 平方米的门店包含 4.5 万个 SKU，门店特色是“压缩密集式陈列”、夸张手绘海报构成 POP 洪流、循环播放欢乐音乐，为顾客带来有“挖宝”属性的新鲜购物体验。此外，日本零售店多 8-9 点关门歇业，而唐吉诃德 24 小时营业，锁定夜间经济消费者。

图14：唐吉诃德门店数与每个网点平均销售额



资料来源：Bloomberg，民生证券研究院

唐吉诃德通过内生增长+外延并购，自身独特的商业模式的同时，积极把握外部机遇，推动快速扩张。2007 年，唐吉诃德收购长崎屋；2008 年，成立面向家庭客群的 MEGA 唐吉诃德；陆续收购全家母公司旗下 UNY 超市的股份，积极扩张海外业务。截至 2023 年 12 月 31 日，全球门店共 723 家，其中，日本国内 619 家门店，海外门店 104 家。其中传统唐吉诃德门店面积 1000-3000 平方米，商品 SKU 在 45000 个左右；MEGA 唐吉诃德定位为“家庭型总和折扣店”，平均面积在 9000 平方米左右，SKU 在 6000-10000 个；NEW MEGA 唐吉诃德对比 MEGA 唐吉诃德而言，面积更小，更加强调整理盈利能力与经营效率。从海外的唐吉诃德门店来看，较日本本土门店，面积更小、SKU 也更为精简。

表6：唐吉诃德折扣店业务类型

折扣店业务	面积 (m <sup>2</sup> )	SKU 数量 (个)	商品类型	主要客群
唐吉诃德	1000-3000	45000	综合性折扣店, 从食品和日用品到杂货、服装、家电、名牌商品等	年轻一代
MEGA 唐吉诃德	9000	60000-100000	家庭式综合折扣店, 包括服饰、食物、家用日用品等	家庭主妇、家庭消费客群
NEW MEGA 唐吉诃德	4000	40000-80000	专注日常消耗品和家庭食品, 降低生鲜食品占比	家庭主妇、家庭消费客群
唐吉诃德 UNY	4000-5000	50000-60000	服饰、食物、家庭日用	各年龄段消费人群
MEGA 唐吉诃德 UNY	5000-13000	70000-100000		

资料来源: PPIH 公司官网等, 民生证券研究院

日本在特定经济环境下发展起来的折扣零售行业, 具有穿越经济周期的特性, 如今仍具有较大发展空间。从日本 GDP 与失业率的变动趋势看, 日本经济在经历阶段性的增长放缓与失业率高企的经济低迷期后, 又进入稳步提升的通路, 与此同时, 折扣零售业态在经济逐步修复的周期中, 仍保持着快速成长的态势。日本消费者注重性价比、实用性的消费理念不变, 并且随着时代发展, 折扣零售企业进行数字化改革, 并积极扩展海外业务。以 Seria, MUJI, 唐吉诃德为代表的软折扣模式的企业, 近年营收收入仍保持稳定正增长, 仍有较大发展空间。

图15: 日本 GDP (十亿元)



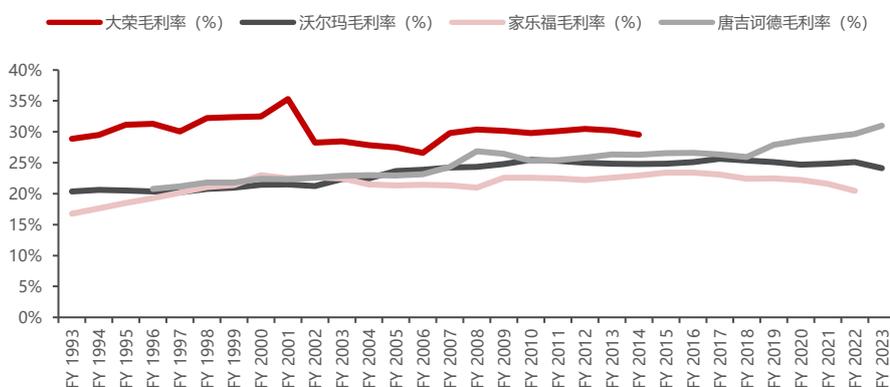
资料来源: iFinD, 民生证券研究院

图16: 日本失业率



资料来源: iFinD, 民生证券研究院

图17: 唐吉诃德与同时代硬折扣“玩家”毛利率比较



资料来源: Bloomberg, 民生证券研究院

在日本的经济社会背景下, 软折扣模式得到了更好的发展。硬折扣模式在当时的日本难以形成较大的规模, 主要与消费文化和社会属性以及品牌面临的垂直供应产能不足难题有关。

1) 对彼时追求个性化的日本消费者来说，购物体验仍是消费决定因素之一。硬折扣为了降低成本往往牺牲购物体验，让购物过程变得枯燥，唐吉诃德的挖宝式购物为消费者提供了足够的新鲜感。

2) 消费习惯逐渐趋于理性，购物时需“货比三家”。日本城市密集度高，渠道之间距离近，因此消费者移动成本低。消费者养成“货比三家”的习惯，硬折扣模式往往涵盖全品类，匹配一站式购物，和日本消费习惯不相符。

3) 产能不足，难以实现垂直供应。硬折扣的要素之一在于推出自有品牌，但日本的生产利用率常年处于不足状态，生产厂家仅会在景气下滑期接渠道订单，一旦景气复苏便会拒绝生产毛利过低的自有品牌订单。

**软折扣模式得以在日本蓬勃发展主要来自行业供需侧的变化等因素的推动。**从需求侧，日本泡沫经济后催生更多对低价商品的需求；从供给侧，便利店渠道的严格管理导致很多新品在短时间被下架成为了尾货，消费品品牌为了收入增长，不断推出新品和季节限定款导致市场上的压货；产品生命周期变短使得更新迭代较快；为软折扣模式的发展提供了充足的货源，造就了以唐吉诃德为代表的软折扣企业的蓬勃发展。**软折扣的发展需要同时具备行业层面的发展环境以及稳定的货源支持，如美国 TJX 主营服饰鞋类、家居用品、珠宝首饰及配件等商品，日本的唐吉诃德主营家庭用品等，均需具备稳定的供应链来源保证其低价的可持续性。**

## 1.2.2 硬折扣模式——美国

折扣零售的商业模式最早起源于美国，先后出现了夫妻店、邮购、连锁店、百货中心、超市模式、折扣商场、会员商场以及电商平台等主流业态，历经几次零售业转折后依旧保持韧性。

**美国折扣零售业诞生于大萧条期，兴于经济增速放缓。**

1) **诞生期 (1900-1945 年)**: 19 世纪末，美国服装企业开始将过剩或尾货产品向员工和消费者打折出售，称为“Outlet Store”；1930 年的大萧条期间，为处理激增库存，工厂直销店开始出现；二战后折扣零售店大量出现，1956 年，TJX 成立；1970 年石油危机期间，经济滞胀，折扣零售商快速扩张。

2) **扩张期 (1946-2000 年)**: 1974 年，折扣零售商 Kmart 在美国 48 个相邻州都开设门店；1980 年第一家封闭式奥特莱斯在美国建立；90 年代奥莱行业零售额达 140 亿美元。

3) **成熟整合期 (2000 年至今)**: 金融危机背景下，消费者购买力下降，折扣零售企业通过提供低价商品吸引消费者，不断加速扩张，2008 年的次贷危机期间，美国奥莱零售额达 203 亿元；2008 年全球进入新的去杠杆、去库存周期，TJX 全面超过梅西百货；2010 年，全球共有 355 个奥特莱斯；2019 年，美国关

闭 5300 家传统零售店，新增 2100 家折扣零售店。随着电商的崛起，传统零售企业通过整合线上线下资源，构建多渠道销售模式来满足消费者需求，提高市场竞争力，表现为较强的经营韧性。

**表7：美国折扣零售行业发展历史**

时期	折扣零售业行业情况	经济及生产情况
1900-1927 年	服装和制鞋企业开始向其员工折扣出售过剩或瑕疵产品，后来该活动向普通消费者开放	第二次工业革命进入末端，美国棉纺织、造船等传统企业出现超额供给。1927 年 GDP 增速降至 1%
1929-1939 年（大萧条）	1936 年美国男装企业 Anderson-Little 开设了第一家工厂直销店，这些直销店大多分布于距离市中心较远的郊区	1929-1933 年 GDP 下降 28.5%，银行大量倒闭，库存激增
1946-1965 年（二战后）	1950 年折扣零售店大量出现，如:EJ.Korvette、Zayres、Arians、Gibson's、Two Guys 等。同时通过增加家居用品、服装和其他商品品类呈现出百货商店的外观，1956 年折扣零售巨头 TJX 诞生	物价明显上涨，战时需求抑制激发对折扣库存商品高度需求
1970-1980 年（石油危机）	1974 年折扣零售商 Kmart 在美国 48 个相邻州都开设门店。美国开发商 Vanity Fair 在宾夕法尼亚州里丁市开设第一家多租产品牌直销购物中心（Outlet Center），为奥特莱斯雏形	经济滞胀、收入增速放缓导致美国传统百货渠道积压大量库存
1980-2008 年	1980 年第一家封闭式奥特莱斯在美国建立，美国奥特莱斯数量在 1997 年达到顶峰 312 个，90 年代末实现零售额 140 亿美元折扣零售店开始增加当季产品供应、进一步提升购物氛围和方便程度，持续进行大量 CPEX 投入。1990-1996 年，TJXCAPEX/CFO 维持在 80%-150%	美国经济复苏，但 GDP 增速中枢明显下移，产业结构加速转型
2008-2015 年	2008 年美国奥莱行业销售额 203 亿美元，较 2003 年增长 35%。2008 年后美国折扣零售龙头 TJX 同店增速明显超过梅西百货。2010 年全球共有 355 个奥特莱斯，商户共 13000 余家工厂直销店	2001 年美国网络经济破灭。2001-2007 年新兴经济体大量接受发达国家产能，产能明显过剩。2008 年美国次贷危机，美国 GDP 负增长。2010-2013 年全球一系列债务危机、小范围军事冲突。全球开始新一轮去杠杆、去库存周期
2015-至今	受电商冲击和自身发展缺乏创新的影响，线下实体门店普遍面临着客流减少、销售额下滑等困境。据 Coresight 统计，2019 年 1-10 月美国零售业闭店数达 7600 家，远超 2008 年金融危机时的 6163 家，创下历史新高	受电商冲击和自身发展缺乏创新的影响，线下实体门店普遍面临着客流减少、销售额下滑等困境。网络零售冲击实体，折扣零售保持韧性

资料来源：立鼎产业研究网，民生证券研究院

### 从美国折扣零售业态的代表企业说明折扣零售行业具备穿越经济周期的能力及发展的韧性。

#### 1) Costco：锚定美国中产阶级的性价比消费需求，以仓储会员制为特色。

**Costco 从小店铺发展成为全球最大的会员制仓储式超市之一。** Costco 最早起源于 1976 年的 Price Club；1983 年，成立于美国的华盛顿州西雅图。在美国经济滞胀，失业率增加，居民品质消费意愿减弱的背景下，以 Costco 为代表的面向中产阶级的高性价比仓储会员店应运而生。Costco 门店选址于远离市中心、交通方便的城乡结合处（压低租金和装修成本），商品采用大包装实现超低价（集中采购下规模效应压低采购成本），契合美国家庭驱车批量低价采买的消费模式。**Costco 目前是美国第二大零售商、全球第七大零售商及美国第一大连锁会员制仓储式量贩店，2023 年营收达 2422.9 亿美元，净利润为 62.92 亿美元。**

**表8: Costco 财务数据**

单位: 亿美元	2018	2019	2020	2021	2022	2023
营业收入	1415.76	1527.03	1667.61	1959.29	2269.54	2422.9
yoy	9.73%	7.86%	9.21%	17.49%	15.83%	6.76%
归母净利润	31.34	36.59	40.02	50.07	58.44	62.92
yoy	16.98%	16.75%	9.37%	25.11%	16.72%	7.67%
毛利率	13.01%	12.98%	13.09%	12.88%	12.15%	12.26%
净利率	2.25%	2.43%	2.43%	2.59%	2.61%	2.60%
PE (倍)	103	89	82	65	56	52
ROE (平均)	26.59%	26.10%	23.87%	27.93%	30.59%	27.54%

资料来源: Costco 公司公告, 民生证券研究院; (其中, 收盘价为 2024 年 2 月 26 日)

**消费者群体演化为高端中产阶级, 有较高忠诚度和品牌认知能力, 会员续约率高。** Numerator 数据显示, 2021 年, Costco 会员年均收入已达 12.5 万美元, 而美国人口普查数据显示, 2019 年美国家庭年均收入的中位数仅为 6.28 万美元。截至 2023 年底, Costco 会员续约率在美国和加拿大为 92.7%, 在全球为 90.4%, 大多数会员在会员到期的六个月内续约。付费持卡人 (附属机构除外) 有资格升级为高级会员, 年费在美国为 60 美元, 在加拿大、墨西哥、英国、日本、韩国、中国台湾和澳大利亚等国家和地区的额外费用不同。高级会员购买商品可获得 2% 的奖励 (通常每年最高奖励 1000 美元), 并提供额外消费者服务的福利, 如汽车和家庭保险等。截至 2023 年底, 高级成员共计 3230 万人, 占付费成员的 45.4%。高级成员的销售渗透率约占 2023 年全球净销售额的 72.8%。

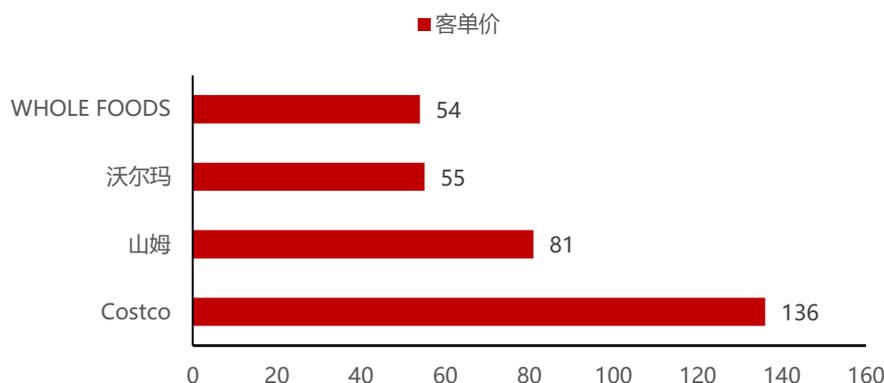
**表9: Costco 会员数量 (千人)**

	2023	2022	2021
金星会员 (个人)	58,800	54,000	50,200
企业会员 (包括附属机构)	12,200	11,800	11,500
付费会员总数	71,000	65,800	61,700
家庭卡	56,900	53,100	49,900
持卡人总数	127,900	118,900	111,600

资料来源: Costco 公司公告, 民生证券研究院

**Costco 客单价远超其他的零售同行。** perfect price 的调研比较了 Costco、山姆、沃尔玛、Whole Foods 四大会员店品牌, 其中 Costco 的客单价是最高的, 为 136 美元 (折合人民币 937 元), 是山姆的 1.68 倍、沃尔玛的 2.47 倍、Whole Foods 的 2.52 倍。客单价较高并不意味着 Costco 失去了价格优势: 1) Costco 客单价高是因为商品通常以大包装销售为主, 其单品成本会相对较低; 2) Costco 与供应商紧密合作, 集中采购商品, 实现了对商品成本的有效控制; 3) Costco 部分利润来源于会员费, 而不是仅仅依赖于商品销售, 使得 Costco 能够提供更低的商品价格; 4) 精简 SKU, 通过减少库存成本和运营成本降低商品价。截至 2022 年, Costco 线下仓库的 SKU 仍然少于 4000 个。

图18: Costco 客单价 (美元)

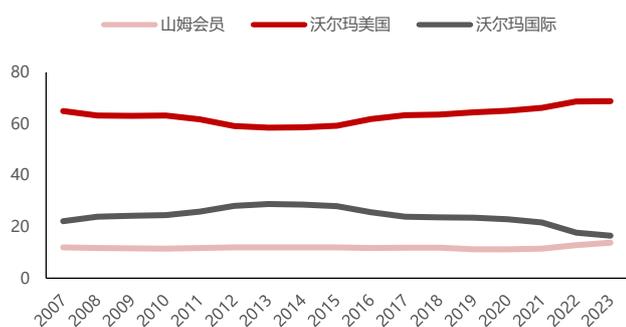


资料来源: perfect price, 民生证券研究院

## 2) 山姆会员店: 沃尔玛旗下的高端会员制商店

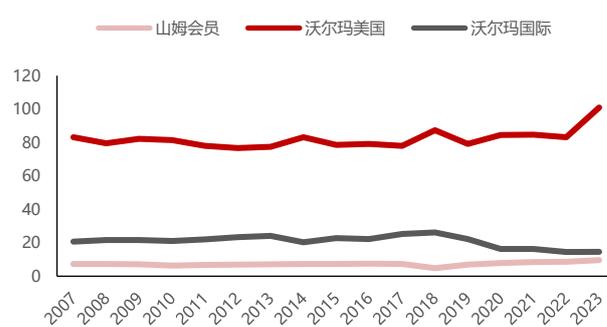
沃尔玛单独列出山姆会员店进行独立运营。山姆会员店作为沃尔玛的高端会员制商店, 有独立的品牌、采购、物流和销售体系, 与沃尔玛其他业务分开运营, 收入和营业利润会单独核算, 在财务报告中单独列出。这种模式有助于山姆会员店更好地满足消费者对于高品质、低价格和优质服务的追求, 同时保持其自身的独立性和专业化发展。2007 年至今, 山姆会员的收入和利润占比均较为稳定, 分别保持在 11%-12%与 6-8%的区间, 且近年来呈现上升趋势。

图19: 沃尔玛三大分部收入占比 (%)



资料来源: iFinD, 民生证券研究院

图20: 沃尔玛三大分部营业利润占比 (%)

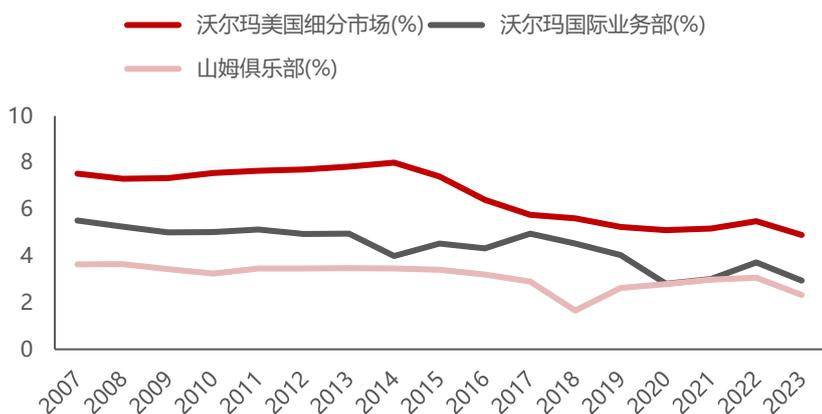


资料来源: iFinD, 民生证券研究院

沃尔玛和山姆会员店采取不同的定位与经营策略。沃尔玛定位于满足广大消费者的日常购物需求, 追求商品种类齐全、价格亲民; 而山姆会员店则更加注重提供高品质、低价格的商品和服务, 主要面向中产家庭和高消费人群, 经营策略也更加专业化、精细化。与沃尔玛其他分部相比, 山姆会员店毛利率较低, 运营费用占净销售额的比例也较低, 其出现主要因零售市场的竞争日益激烈, 沃尔玛需要寻找新的增长点来保持其领先地位, 山姆会员店提供更加高品质、低价格的商品和服务, 沃尔玛吸引了更多的消费者, 同时也提高了其品牌形象和市场份额。

**美国零售业以价格优势、大规模连锁店、多样化的产品选择为特点，穿越经济周期后依旧保持经营韧性。**美国零售业通过高效的供应链管理以及采购策略，实现了对商品成本的有效控制，从而为消费者提供具有竞争力的价格。这种价格优势不仅吸引了大量消费者，还使得美国零售业在全球市场上具有竞争力。美国零售业以大规模连锁店为主要形态，Costco、沃尔玛和山姆会员等连锁店通过标准化、规模化的运营方式，实现了对商品采购、库存、销售等环节的优化，降低运营成本，提高运营效率。随着电子商务的快速发展，折扣零售龙头企业也积极拓展在线销售渠道，通过建设电子商务平台和移动应用程序，提供在线购物体验，并与线下实体店铺相互补充，叠加成本优势、优秀的营运管理能力，品牌认知和信誉等因素，推动折扣零售龙头企业实现持续性增长。

图21：沃尔玛三大分部利润率 (%)

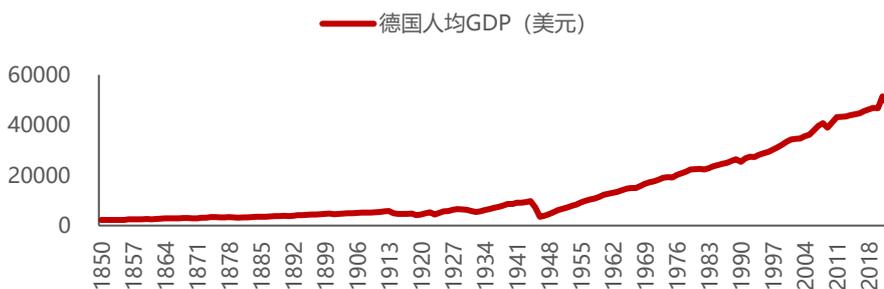


资料来源：iFinD，民生证券研究院

### 1.2.3 硬折扣模式——德国

1900-1960年，德国经历了3次经济衰退。经历一战和二战后，经济低迷是德国战后经济的特征，在经济环境下也催生了硬折扣业态。

图22：1990-2022年德国人均GDP



资料来源：maddison project database 2020，iFinD，民生证券研究院

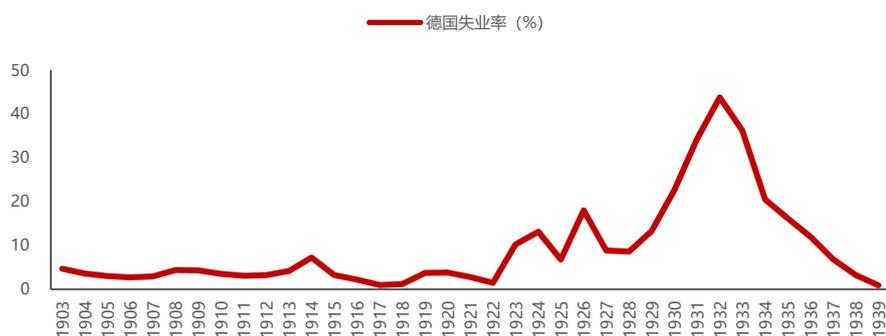
1914-1918 年，第一次世界大战后，德国的人均国内生产总值锐减，工业生产回落到 19 世纪 80 年代末的水平。1923 年，“工资价格双螺旋”带来恶性的通货膨胀；1923 年，德国推出货币改革，货币稳定才得以实现；直至 1926 年，德国经济才基本恢复至战前水平。由于国际市场“大规模扭曲”和全球保护主义，一战后世界经济增长全面疲软。

1924-1929 年，被称为德国的“黄金二十年代”，政治和经济发展相对稳定。1924 年，德国同意协约国的《道威斯赔偿计划》，此计划的实施对战后德国经济恢复起了重要作用，货币开始稳定，物品也日渐丰富。

1929-1932 年，美国经济大萧条造成世界性经济危机，德国经济复苏受阻。巨额赔款阻滞德国发展，加之华尔街股市崩盘，银行信贷紧缩；1932 年，德国工业产量比 1929 年下降约 40%，出口总额减少 69.1%，进口总额减少 70.8%，国库黄金储备锐减 80%。失业率在 1932 年达到最高峰，约为 44%。

1945 年，第二次世界大战结束后，造成的破坏和经济崩溃已经让德国陷入了一片荒芜。物资匮乏、失业率高、通货膨胀严重，德国居民生活异常艰难。

图23：1903-1939 年德国失业率



资料来源：National Bureau of Economic Research，民生证券研究院

**实用主义是折扣店赖以生存的土壤，而实用主义与消费能力息息相关。**1) 从需求端看，德国先后经历三次经济衰退和两次世界大战，消费信心不足，生活追求倾向于快速恢复，整体消费趋势倾向于低价耐用，主打低价卖好物的折扣零售店在短期内获得人民的青睐；2) 从供给端看，由于经济危机和战乱导致供给能力下降、流动资金不足限制着零售业的快速恢复，折扣零售主要将产品聚焦于人民生活最基础的产品如食品服装等，更能在贫瘠时期快速发展。3) 从经济周期看，零售折扣店的兴起处于经济的萧条期和复苏期。

基于德国 20 世纪上半叶的经济衰退及人们实用需求普遍增加，折扣零售行业迅速发展，比较有代表性的是硬折扣模式的奥乐齐 (ALDI) 和利德尔 (LIDL)。

### 1) 奥乐齐 (ALDI): 精选 SKU+自有品牌模式+高效运营

奥乐齐 (ALDI) 成立于 1913 年, 其前身是一家食品杂货铺, 后因定位于“穷人的超市”逐渐发展, 现已成为全球最大的食品零售商之一。发展分三个阶段:

1) 1913-1948 年: 以小型零售店为主; 2) 1948-1960 年: 转型为折扣超市, 1960 年拥有 300 家店, 年营业额约 9000 万西德马克; 3) 1960 年至今: 逐步实现全球化扩张。1962 年进行改组, 第一家以 ALDI 命名的食品超市在德国多特蒙德诞生, ALDI 意为“由阿尔布莱希特家族经营的廉价折扣商店”。1968 年, ALDI 开始全球扩张步伐。根据德勤发布的《2022 全球零售力量》研究报告, 2020 年, 奥乐齐零售额达到 1170 亿欧元, 全球排在第八名。

表10: 奥乐齐全球扩张路径

年份	事件
1913	阿尔布雷希特家族在德国创立奥乐齐
1968	奥乐齐收购奥地利连锁超市霍佛尔, 开启了全球扩张步伐
1976	奥乐齐美国正式创立, 总部设立于爱荷华州
1990	奥乐齐英国正式创立, 在伯明翰开设了第一家商店
1999	奥乐齐爱尔兰首家门店开业
2001	奥乐齐在悉尼设立门店, 正式进入澳大利亚市场
2005	奥乐齐进军瑞士和斯洛文尼亚
2008	奥乐齐在匈牙利设立首家门店
2009	奥乐齐亚洲办事处在中国香港成立
2017	奥乐齐通过天猫国际海外旗舰店正式进入中国市场
2018	奥乐齐在意大利开设门店
2019	奥乐齐在中国正式开设线下门店

资料来源: 轻盈话零售公众号, 民生证券研究院

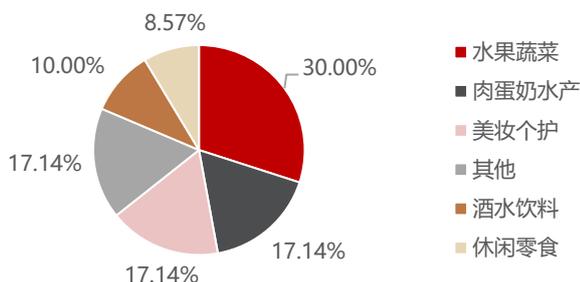
**精准把握消费者需求, 选品能力强, 覆盖刚需产品, 提高产品精度与品质, 通过生产规模和销售势能形成规模化优势, 最大程度降本, 实现“低价好物”。**

奥乐齐历经百年屹立不倒, 关键在于能够以最优惠的价格提供优质的商品, 在保证商品高质量的前提下主打低价策略的商业模式。1) **人员成本低, 高坪效:** 一家 ALDI 奥乐齐店里一般只有 3-5 名员工且顾客需要自行装袋和租借购物车, 奥乐齐门店通常只有 500-600 平方米, 单店坪效远超同行竞争者, 接近 13000 美元/平米, 是沃尔玛的 2-3 倍; 2) **目标客户定位明确:** 奥乐齐在成立和发展的主要过程中将目标客户锁定为对价格较敏感的群体, 出售廉价且优质的商品; 3) **精选 SKU:** 奥乐齐的 SKU 只有 1500~1800 个左右, 而零售行业平均 SKU 为 14000 个左右。根据奥乐齐小程序, 截至 2024 年 2 月 17 日, 奥乐齐超值系列 70 款商品, 总共覆盖了 8 个品类, 其中一半都是生鲜 (水果蔬菜+肉蛋奶水产), 可见奥乐齐通过精选 SKU 实现对商品的规模化采购, 降低采购成本; 4) **自有品牌商品占比 90%, 商品周转率高:** 奥乐齐认为大多数品牌的商品会让顾客多支付品牌营销费用, 因此通过自有品牌来消除中间商, 奥乐齐毛利率低于 15%, 商品周转率是沃尔玛的 5 倍。奥乐齐选择直接与当地供应商合作, 以更低价销售自

有品牌，提供品质相近商品，“超值系列”中的所有产品均为奥乐齐的自有品牌；

**5) 全球化采购：**奥乐齐具有更高的议价能力，采购成本大幅降低；奥乐齐采用建立全球化代工厂的方式来降低采购成本；**6) 选址地价低廉：**大部分网点选址于租金较低居民区、大学生宿舍区和小城镇；普遍门店装修简洁，货架较少，一定程度降低装修成本；**7) 高效配送，周转速度快：**商品销量均经过精确计算，各分店库存很少，商品周转速度快，资金占用产生的利息成本低。**8) 节省营销费用：**不设新闻部门、公关部门，不做市场调研，广告投入少。

图24：奥乐齐超值系列产品类别



资料来源：奥乐齐官方小程序，民生证券研究院（2024年2月17日）

图25：奥乐齐超值系列产品图片



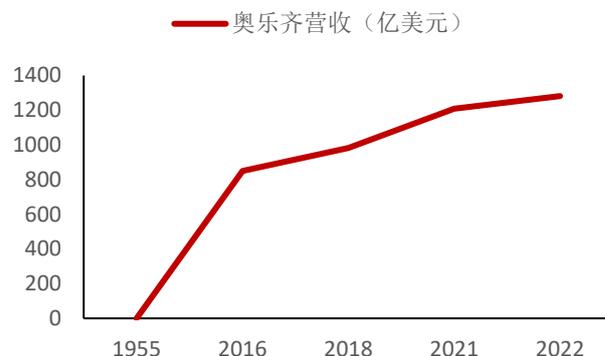
资料来源：上观公众号，民生证券研究院

图26：奥乐齐门店数



资料来源：新零售网，搜狐网，民生证券研究院

图27：奥乐齐营收



资料来源：新零售网，轻盈话零售公众号，德勤，民生证券研究院（注：基于欧元/1.0951美元汇率为折算（2024年1月15日收盘价））

**奥乐齐将低运营成本、采购成本的优势转化成低廉售价，惠及顾客，以物美价廉打动顾客，进而建立强大的品牌黏性，从而获得持续快速发展的同时，获得稳定利润。**

表11：部分零售商自有品牌销售额占比

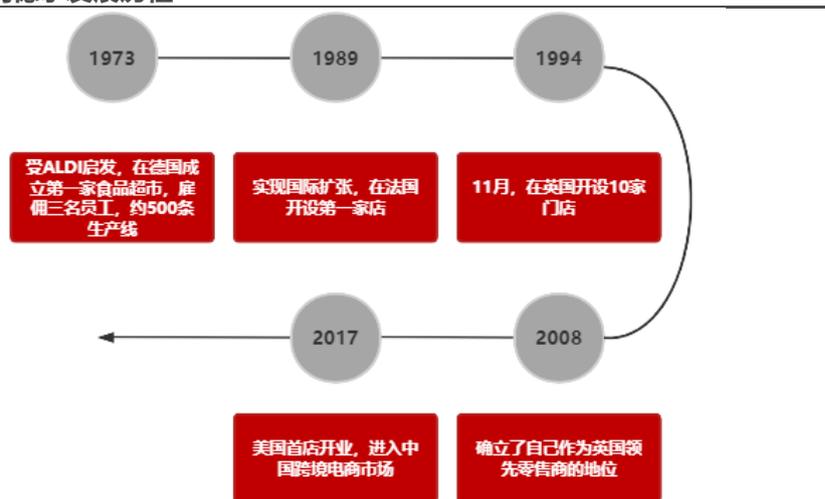
零售商	自有品牌销售额占比
奥乐齐	>90%
乔氏超市	80%-90%
米格罗斯	60%-70%
森宝利	50%-60%
开市客	30%-40%
家乐福	30%-40%
山姆超市	20%-30%

资料来源：科尔尼，民生证券研究院

## 2) 利德尔 (LIDL): 低采购成本+低运营成本, 专注折扣零售市场

利德尔 (LIDL) 成立于 1930 年, 从 1977 年开始专注于折扣市场。第一家利德尔门店在 1973 年成立, 当时模仿奥乐齐的经营方式, 经营策略是“不卖的东西就下架”, 所以利德尔的品项淘汰率相当快速; 为节省成本, 店的面积也维持越小越好的原则。随着业务不断扩大, 利德尔逐步进入欧洲其他国家和地区, 并于 2017 年正式进入中国市场, 在天猫上开设了店铺, 但是很快出于经济考虑逐步退出中国市场, 主要原因是其放弃了惯有的低价路线, 而试图改走中高端路线, 但是又没能迅速打出自己的特色。利德尔近年不断提升在英国与欧洲的业务重叠程度, 开店数量稳步提升。利德尔 2019 年营收为 1232.5 亿美元, 每个门店约为 3300 平方米, 全球开店数量约为 12200 家, 单店坪效约为 3061.35 美元/平方米。**利德尔被称为欧洲第一大穷人超市, 全球第三大食品杂货零售商, 全球第四大连锁零售商。**

图28: 利德尔发展历程



资料来源: 利德尔公司官网, 民生证券研究院

利德尔的主要商业模式与奥乐齐相似, 采用低采购成本和低经营成本的方式, 主打硬折扣的经营模式。

- 1) 货架设置便利顾客:** 利德尔的人行通道比正常超市的通道宽大很多, 且绝大多数消费者喜欢的商品的都陈列在第一通道便于拿取;
- 2) 线上与线下并进:** 德国最受欢迎的电商平台中, 以实体店起家 and 发展的利德尔进入前十名。
- 3) 用自有品牌开拓新客户群体:** 利德尔近年大量引进素食和有机食品, 推出 2030 年的环保发展政策, 提到自有品牌包装都要可回收、自有品牌商品中的含糖/盐量都降低 20%来确保顾客健康, 扩展新的顾客群;
- 4) 以会员计划增强客户黏性:** 利德尔在 2020 年正式推出会员系统 Lidl Plus, 是增强客户黏性的必须策略。
- 5) 针对年轻人的营销策略:** 近年来利德尔的策略也逐渐调整, 品牌策略以创意、年轻的形象来提升年轻人的好感度, 例如推出利德尔配色的潮流鞋款来吸引年轻人的目光。

表12：奥乐齐和利德尔对比

特点	奥乐齐 (ALDI)	利德尔 (LIDL)
单店面积较小	500-600 平方米	3300 平方米
精选 SKU	1500-1800 个, 生鲜食品为主	2000-3000 个, 生鲜食品为主
单店坪效较高	13000 美元/平方米	3061 美元/平方米
本土收入占比类似	本土收入占比 26.7%	本土收入占比 28%
自有品牌占比高	>90%	
相似点	目标客户定位相似 对价格较敏感的群体, 主打好物低价	
成本管控能力强	采用全球化采购的模式, 店内员工较少, 装修精简且各店风格相同	
配送能力强	均根据店铺位置设置合理配送中心点保证效率, 周转率高	
商业模式相似	主打硬折扣, 从小型零售起家逐步扩张全球	
发展战略相似	均选择绿地投资策略, 有助于公司更好地适应国外市场	
营销模式类似	线上线下共同发力	
国际化战略不同	缓慢推进、深思熟虑	快速进入、强力推进
市场调研程度不同	开拓市场前预先进行市场调研并根据消费者需求及时调整定价和定位	曾因贸然进入新市场造成较大损失
员工待遇不同	二者都通过缩减员工人数、增加工作时间, 从而节省企业运营成本, 而利德尔不允许员工加入工会, 迫使员工签退《欧盟工作时间指令》, 因此受到业界广泛批评	

资料来源: 钦星云商公众号, Chinashop, 未来消费, 科尔尼, 德勤, 联商网, 民生证券研究院

**德国硬折扣零售的代表奥乐齐和利德尔背靠经济萧条起家, 在经济平稳期和上升期仍焕发光彩。**在恩格尔系数低于 20%且人均 GDP 超过 1 万美元背景下, “穷人的超市”奥乐齐仍保持着销售额的稳步增加。奥乐齐在 2022 年全球零售商排名中位列第九, 占据一定的市场份额。截至 2023 年 9 月 3 日的 12 周内, 奥乐齐和利德尔在英国杂货市场份额分别为 10.1%和 7.6%。**可以看出经济转好后, 硬折扣品牌仍保持着良好的势头。**

图29：德国经济情况及奥乐齐销售额



资料来源: maddison project database 2020, iFinD, 德勤, 新零售网, 轻盈话零售公众号, 民生证券研究院 (注: 基于欧元/1.0951 美元汇率为折算 (2024 年 1 月 15 日收盘价))

图30：2022 年全球零售商排名



资料来源: 德勤, 民生证券研究院

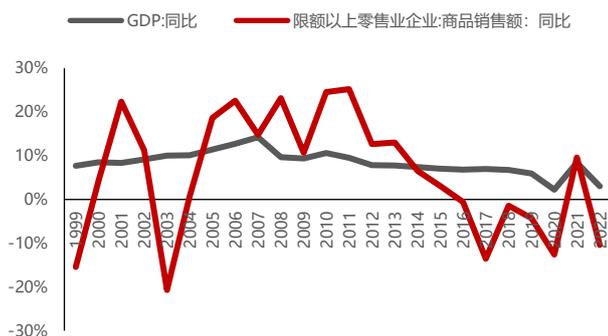
**奥乐齐保持增长态势与其与时俱进的客户洞察及定位转变有关。中国市场中, 奥乐齐先以线上平台的方式探索中国消费者的消费偏好, 数据显示包括有机食品和进口产品在内的杂货品类深受中国消费者的欢迎, 也促使奥乐齐决定在中国市场建立更高端的品牌形象, 进一步打开中国市场。**

## 1.3 国内折扣零售如何进入快速成长期？

### 1.3.1 经济转型周期，折扣零售需求高增

在居民实际购买力增速放缓时期内，逆周期折扣零售渠道获得消费者的青睐。随中国经济进入转型调整期，GDP 增速逐步放缓，居民收入增速压力增大，消费者信心指数也处于低位徘徊，传统正价零售渠道增长乏力。从我国的社零数据及同比变动来看，23 年 7 月以来，我国社零总额同比增速在 0~10% 的增速范围内，相比之下，23 年 6 月，线下奥特莱斯业态增速保持高个位数增长；23Q2，线上软折扣业态代表唯品会销量同比增速达 30%。根据《2023 麦肯锡中国消费者报告》，我国消费者正在转向价格更具竞争力的渠道，更积极地寻找折扣与促销。而日本的折扣零售业态兴起于泡沫经济后的 20 世纪 90 年代，穷人和富人变多，中产阶级减少，转为中低收入阶层，步入 M 型社会。与此同时，百货公司营业额低迷，但折扣零售商店、百元店兴起，在这样的社会形态下，中低收入群体成为支撑社会消费的中坚力量，消费呈现分化走势，高端品类与低价品类更受青睐。

图31：百货零售商品销售额 vs GDP 同比增速



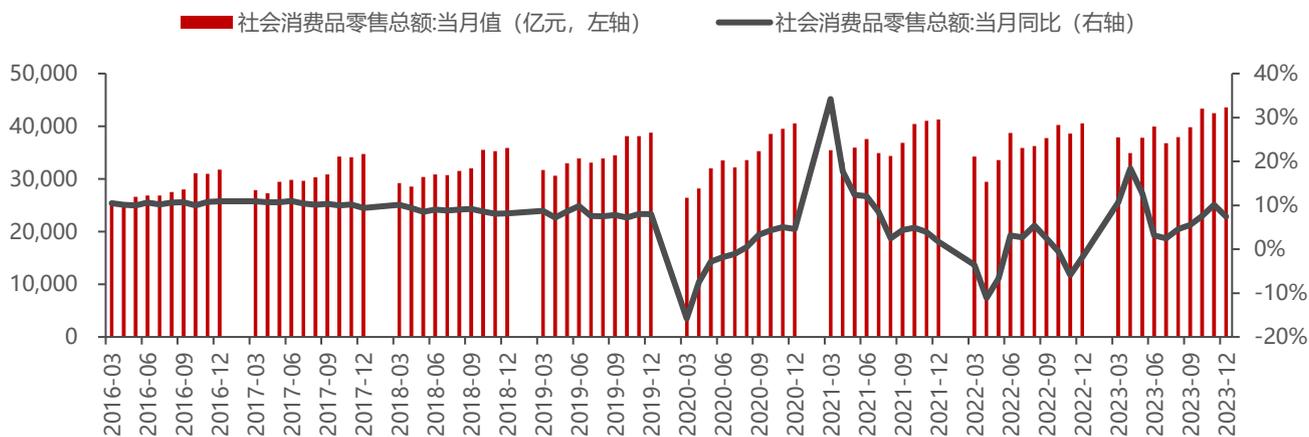
资料来源：iFinD，民生证券研究院

图32：消费者信心指数



资料来源：iFinD，民生证券研究院

图33：社会消费品零售总额当月值（亿元）及当月同比



资料来源：iFinD，民生证券研究院

**线下零售折扣化成为发展趋势。**2023年，“折扣业态”在国内零售业发展得如火如荼，各类以“低价”为卖点的折扣店、零食集合店大规模蔓延至全国各地。2008-2022年，我国折扣零售业态的市场规模经历先增后降的阶段，2020年，疫情对线下零售业态造成较大冲击，但2021年与2022年均呈现快速增长态势，**据欧睿数据，2022年，我国折扣店市场规模达25.95亿元，同比增速达15.4%。**

图34：我国折扣店市场规模（亿元）及yoy



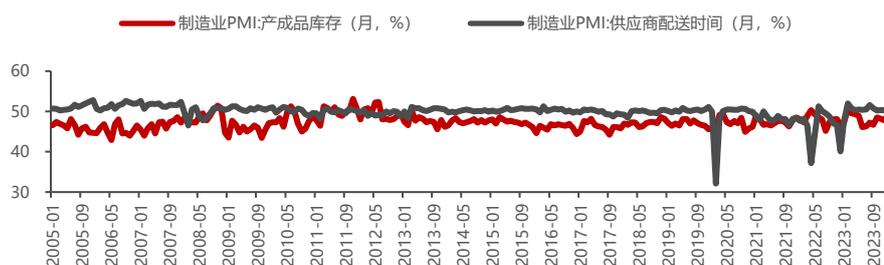
资料来源：欧睿，民生证券研究院

**我们认为在我国当下供给与需求环境下，硬折扣模式的发展更具优势，主要原因：1) 硬折扣模式下规模优势更为明显，容易形成成本优势；2) 消费者行为较理性；3) 从供应链角度，软折扣模式的不稳定性较高。**

首先，在我国目前的经济环境下，成功的软折扣企业需要具备稳定的货源与持续的低价以面对一些挑战。美国 TJX 与众多的供应商建立长期友好的合作关系，才可以收获持续低价的尾货库存；盒马奥莱具备盒马生鲜强大的内部供应链的持续供应的货品作为支撑，才得以实现规模的不断扩大。

从采购端，难以实现稳定供应及形成规模优势，上游批发环节较分散，采购环节搜寻成本高且难形成规模化下的成本降低。2020年的疫情以来，上游厂商积压库存需要消耗，催生对尾货市场清库存的临期商品批零业务，但随着制造端的库存回到合理水位，存货周转率等恢复正常水平，尾货市场的规模或持续缩减，加之竞争者日益增加，尾货市场的供需存在失衡，自身规模优势难以形成，商家利润空间进一步收窄，而对于折扣零售模式盈利的必要条件是具备高周转率的支撑及形成规模化的优势。

图35：制造业 PMI：产成品库存及供应商配送时间



资料来源：iFinD，民生证券研究院

**从市场规模角度，尾货空间与成长性较弱。**我国服装尾货市场整体呈现缩减

态势。据艾媒咨询，百货类门店中，消费者购买最多的是服装类的“尾货”，2017年以来，我国服装行业规模以上企业的服装尾货数量整体呈现下降趋势，仅2019年呈现增长态势，艾媒咨询预计未来中国服装尾货数量将进一步缩减。

图36：中国服装行业规模以上企业服装尾货数量（亿件）及增长率

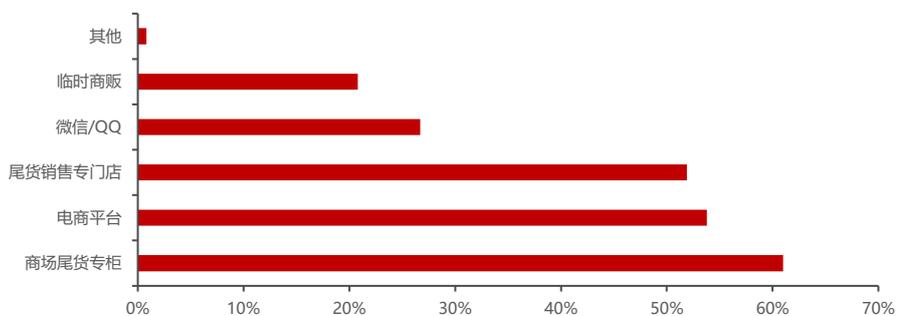


资料来源：艾媒咨询，民生证券研究院

**从竞争环境视角，各类线上电商的低价对于线下软折扣模式造成较大冲击。**

国内的电商平台发展多年，以低价打法较早抢占消费者心智，从产品价格、平台流量以及营销等多个视角，在与线上电商模式进行竞争时，线下软折扣模式优势不够突出。据艾媒咨询数据显示，2021年消费者通过电商平台、大型平台尾货销售专柜、尾货销售专门店购买尾货的比例平均高于50%，线下专业渠道与线上电商均为中国尾货销售的重要渠道。

图37：2021年中国尾货经济市场销售渠道



资料来源：艾媒咨询，民生证券研究院

**其次，在我国现有环境下，硬折扣模式的发展更具优势。**

**硬折扣模式的供应链稳定性高。**从行业天花板角度而言，软折扣的SKU更多，单一产品形成规模化优势的难度更高。而硬折扣模式的品牌供货由零售商主导，商品构成稳定、细分品类精简，规模化下具备更高的行业天花板。

**硬折扣模式下更有利于自有品牌发展。**从消费者的需求端，对于大牌的认可度较高，而对于小牌商品，则是其主要的盈利来源。软折扣模式下对于品牌的认可度较高，而硬折扣模式下产品更适合发展白牌模式。从我国折扣零售的发展阶段看，休闲零食品为首要发展品类，消费者对休闲零食品类的品牌粘性不高，适合自有品牌的推广，且加盟模式的快速拓店也加速折扣零食店的推广。根据

《采购管理与运营实战》，通常情况下，与供应商谈判降价或可带来 5%-10% 的降本空间，通过精简流程与交易信息化降低管理成本或可带来 10%-20% 的成本优化空间，而剩余 70%-85% 的空间则产生于技术研发、市场营销与消费者服务等领域。**因此，硬折扣业态经历与供应商谈判降价、精简供应链节约成本之后，或将会进入到零售商做自有品牌，带来更多盈利空间的阶段。**

### 低价作为消费者的核心诉求，线下折扣零售业态如何与线上电商竞争？

**折扣零售业态下，线下零售具备更多让利空间。**过往线上电商的迅速发展，让人们有“线上更低价”的主观感觉，但随线上电商竞争加剧，投放广告的引流成本高企，以及线下渠道发展折扣零售业态，均对线上模式造成冲击。且线下渠道在低价的同时，也提供线下逛超市的体验感，以盒马为例，线上产品价格高于线下，主要因线上有较高的履约成本，在 3 公里配送半径内，盒马单笔订单的履约成本约为 8-10 元，按照平均价格 90 元左右的客单价，以 25% 的毛利率为基准，履约成本占其毛利的一半左右，因此线下拥有更多让利空间。

**因此考虑到发展阶段与零售业态的匹配程度，硬折扣模式在当下环境下发展更具优势。**

## 1.3.2 当前国内的折扣零售的主要参与者

### 1) 海外折扣零售企业

**国内首批兴起的折扣零售店，处于稳定经营期。**海外的折扣零售企业入华，带有海外本土模式基因，在国内折扣零售业中出现较早，掀起了折扣零售的热潮，经过多年发展，在国内的经营已较成熟，如美国的山姆会员店、德国的奥乐齐等。

表13：海外折扣零售企业梳理

企业名称	国家	折扣零售模式	进入中国时间	发展阶段
奥乐齐	德国	硬折扣	2019 年	中国的门店数量已增至 53 家，线上也可以通过 ALDI 奥乐齐微信小程序、商城、饿了么、美团外卖和京东到家等平台合作
Costco	美国	硬折扣	2019 年	通过仓储批发商业模式经营管理成本，以合理价格销售商品，目前在中国门店数量扩张到 6 家
山姆会员店	美国	硬折扣	1996 年	在中国开设 47 家门店，并大力发展电商业务，提供包括自营电商（山姆会员商店 APP）、山姆京东旗舰店、山姆全球购京东旗舰店、山姆京东到家等多种购买渠道

资料来源：各公司官网，民生证券研究院

### 奥乐齐：定位中产阶级人群，着力打造“社区食堂”与“社区精品超市”。

自 2019 年进入中国市场后，奥乐齐改变发展战略，在保证产品质量的前提下，略提升商品价格。目前，在中国的奥乐齐门店面积在 500-1000 m<sup>2</sup> 左右，大部分位于社区和商住项目，所售卖商品包括生鲜、烘焙、日用百货等，单店 SKU 在 2000 个以内，奥乐齐的自有品牌商品占比超 70%，具备较大的性价比优势。

图38: 奥乐齐中国门店



资料来源: 奥乐齐公司官网, 民生证券研究院

**Costco: 连锁会员制仓储量贩店, 中国门店续卡率仍有提升空间。**2019年, Costco 第一家中国门店落地上海, 目前, 在中国共开设 6 家门店, 整体开店进展较为谨慎。据中国连锁经营协会发布的《2022 年中国连锁百强榜单》数据, 2022 年 Costco 中国总营收 30 亿元, 单店销售额为 15 亿元, 单店日销超过 400 万元。仓储会员店经营模式下, 续卡率指标为 Costco 门店核心指标之一, 目前 Costco 全球市场平均续卡率为 90%, 中国市场门店 60%左右, 仍有提升空间。

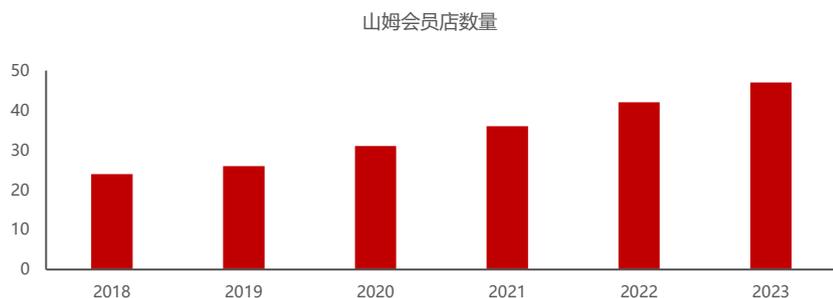
图39: Costco 中国门店



资料来源: Costco 公司官网, 民生证券研究院

**山姆会员店: 扩展国际化的业务布局, 同时大力发展电商业务。**中国第一家山姆会员商店于 1996 年 8 月 12 日落户深圳, 目前中国共有 47 家门店。为了迎合中小企业主和家庭对于高品质、低价格和优质服务的追求, 山姆会员采用仓储式销售模式和会员制度, 使顾客能够以更低的“会员特惠价格”购买到名牌商品。

图40：山姆会员在中国的门店数量



资料来源：观点指数，民生证券研究院

从海外折扣零售企业进入中国市场的情况看，均进行针对性的运营模式调整。奥乐齐进入国内市场后，调整为面向中产阶级的精品超市，可以享有总部的资源实现前期投入成本的降低，在商品性价比与运营成本中间找到平衡点，实现持续发展。山姆、Costco 定位于中产及以上阶层，并具备较强打造自有品牌的能力。近些年山姆、Costco、奥乐齐的快速发展也充分说明国内大城市在高性价比的优质产品市场供应方面的空缺。

## 2) 本土折扣零售初创企业

适应国内环境，经营趋于完善的本土折扣零售初创企业。本土折扣初创企业从组织结构和经营机制上，围绕折扣设计，充分打磨经营模式，更适应中国本土消费者的消费习惯，具备先发优势，如名创优品、好特卖、嗨特购、折扣牛等。

表14：本土折扣零售业态企业

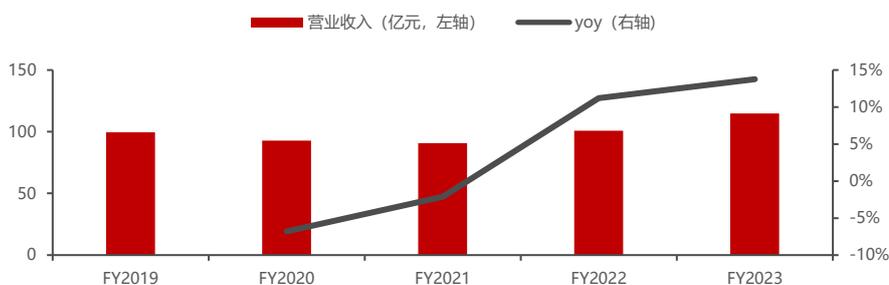
企业名称	折扣零售模式	创立时间	折扣零售核心要点
名创优品	硬折扣	2013年	基于“三高三低”产品理念，叠加高效供应链及良性库存管理能力，全球品牌升级
好特卖	软折扣	2020年	销售临期商品、尾货及部分自有品牌，截至22年10月，已在全国开设500家门店
嗨特购	软折扣	2021年	销售临期商品、尾货及部分自有品牌，截至22年1月，已在全国开设200家门店
折扣牛	硬折扣	2021年	社区硬折扣连锁品牌，推出24小时硬折扣超市及社区会员鲜生店；目前门店已超200家，2024年1月13日，折扣牛旗下首家仓储批发店在郑州开业

资料来源：各公司官网，民生证券研究院

名创优品基于“三高三低”产品理念，叠加高效供应链与良性库存管理能力，打造极致产品体验，23年起推行品牌升级。名创优品以“以量定价+买断定制+不压货款”的合作模式深度绑定莹特丽、嘉诚等国内外的头部供应商，吸纳全球优质设计资源，实现产品高颜值设计与高速迭代；同时通过高效的数字化商品运营体系和物流体系优化库存与周转效率，实现良性高频上新。名创优品通过向全球各类工厂大规模直采降低采购成本，自建8个20000 m<sup>2</sup>+的物流仓储中心提升运营效率，并控制供应商至门店环节8%的加价空间以及32%-38%的终端零售毛利率空间保障低加价，实现低价格。23年2月，名创优品启动全球品牌战略升

级，将产品策略升级为好看、好玩、好用的“三好”战略，实现从渠道品牌升级为产品品牌，从零售公司升级为内容公司，将顾客升级为用户的三大转变。**以名创优品为代表的本土折扣初创“玩家”，覆盖线上线下载多渠道，满足消费者的消费需求，未来发展势头较好，具备较大增长潜力。**

图41：名创优品营业收入及同比增速



资料来源：iFinD，民生证券研究院

### 3) 本土零售企业增设折扣零售业态

**折扣零售新风潮，处于试水阶段。**本土零售企业在主业之外的新尝试利用多年供应链运营经验与物业优势，开辟本土折扣零售新赛道，如盒马鲜生推出盒马奥莱、家家悦推出好惠星折扣店、永辉超市与重庆百货探索折扣零售业态等。

表15：本土零售企业增设折扣零售业态

企业名称	新设业态	创立时间	折扣零售模式	主要定位
盒马鲜生	盒马奥莱	2021年	硬折扣+软折扣	盒马鲜生奥莱店主要承接其他门店尾货，以折扣方式出售临期产品，盒马奥莱主要有3个自有品牌：盒马NB、盒马邻选和盒马白标
家家悦	悦记好零食	2023年	硬折扣+软折扣	一站式极致性价比的零食集合店
	好惠星	2023年	硬折扣	以家家悦自有品牌为主，自有工厂全流程一体化，大批量集中采购降低成本
永辉超市	全国门店上线“正品折扣店”，并在线上APP/小程序增设折扣专区	2023年	软折扣为主	折扣店开设在永辉超市门店内部，正品折扣店的SKU根据折扣店规模控制在500-1000个左右；永辉将从新品、网红商品及常规商品中选择部分进入折扣商品池，根据具体情况进行七折、五折及三折促销
重庆百货	社区折扣店	2023年	硬折扣为主	以区域门店为单位进行试点，计划试点20家+；计划打造店内零食专区50家+，加强零食直采，开展全网比价，有效提升毛利率

资料来源：各公司官网，各公司微信公众号，民生证券研究院

#### 家家悦开始折扣化变革布局探索，开设一站式零食集合店与社区硬折扣超市。

①**零食店**：公司推出零售连锁品牌“悦记好零食”，定位于一站式极致性价比的零食集合店，2023年4月首家直营门店开业，23Q2新开5家零售店，23Q3新开10家零售店，截至23Q3，开设零食直营店15家。②**硬折扣店**：据家家悦微信公众号，2023年6月20日，公司旗下新业态首店“好惠星好货折扣店”开业，新业态主要聚焦社区硬折扣超市，好惠星以自有产品为主，自有工厂全流程一体化，

其他商品来自全国 2000 多家供应商，大批量集中采购有效降低成本。截至 2023 年 12 月，已开 4 家硬折扣店，其中，烟台 2 家、济南 2 家。

**盒马奥莱依托盒马鲜生的内部供应链，呈现软折扣+硬折扣的折扣零售业态。**

盒马鲜生定位于高收入、高学历的年轻群体，盒马奥莱用户画像为普通收入阶层，二者定位于不同的消费人群。从单店模型角度，盒马奥莱的单店 SKU 在 1300 个左右，其中非生鲜产品达 500 个 SKU，800 个标品中，自有品牌占比 60%左右。从盈利能力角度，毛利率在 15%左右，费用率在 15%，目前净利率水平保持在 0.5%-0.8%，通过降低费用率水平，盒马奥莱业态的净利率仍有提升空间。

**本土零售增设折扣零售发展潜力大。**以好惠星为代表的本土零售增设折扣零售业态，具备本土零售的资源 and 经验，易获得消费者信赖，具有较大发展潜力。从海外复盘看，在传统零售业务基础上，专门设立独立于传统业务部门的折扣零售机构有助于控制企业发展新业态的风险，既可以借力主业的供应链与物流体系，又可以在经营管理上有所区隔，实现为企业收入与利润贡献增量的同时，将新业态探索与发展的风险隔离开。

## 2 行业规模与竞争格局研判

### 2.1 从海外发展看各国各类模式的空间

#### 1) 硬折扣模式的市场规模与渗透率：

以美国与德国为代表的折扣零售市场规模增速高于整体零售市场，且折扣零售市场渗透率呈现不断提升的趋势。在前文的海外复盘中，我们针对日本、美国及德国的折扣零售市场展开阐述，该部分，我们聚焦在美国、德国的零售市场、折扣零售市场及市场规模的增长率，通过折扣零售市场规模占总体零售市场规模计算其逐年渗透率水平。

**①零售市场及折扣零售市场规模：**2008-2022年，美国零售市场的规模由24039.4亿美元增至41047.5亿美元，复合年增速为2.7%，对应的折扣零售市场规模由2008年147.5亿美元增至2022年345.8亿美元，复合年增速达5.8%，高于整体零售市场规模的增速。2008-2022年，德国零售市场规模由4147.1亿欧元增至5597.4亿欧元，复合年增速为2.0%，而折扣零售市场规模由615.8亿欧元增至867.8亿欧元，复合年增速为2.3%。

**②折扣零售市场的渗透率：**德国折扣零售店的市场渗透率远高于美国水平（美国仓储会员店业态发展更迅速）。2008年，德国折扣零售市场渗透率为14.8%，其市场规模在整体零售市场中占据较为重要的市场份额，2022年其占比进一步提至15.5%，占比已经趋于平稳，据此推断为成熟折扣零售市场的渗透率水平；从美国折扣零售店渗透率看，由2008年的0.6%提升至2022年的0.8%，呈现缓慢提升趋势。

图42：美国零售市场及折扣零售市场规模



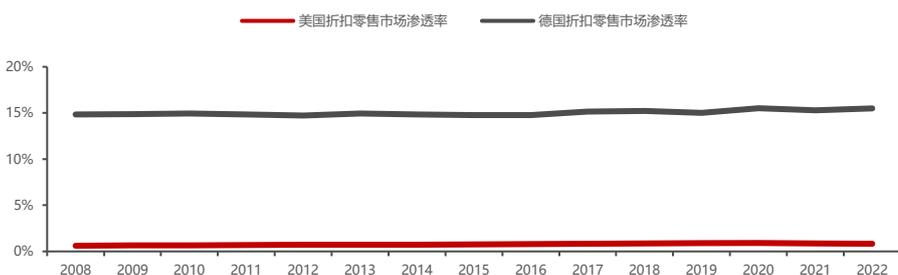
资料来源：欧睿数据，民生证券研究院

图43：德国零售市场及折扣零售市场规模



资料来源：欧睿数据，民生证券研究院

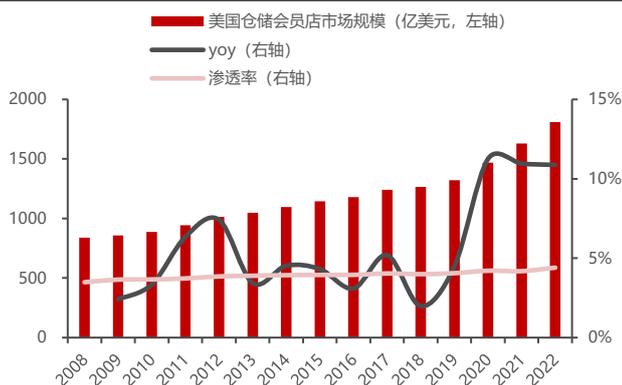
图44：美国、德国折扣零售市场渗透率



资料来源：欧睿数据，民生证券研究院

2) 仓储会员店市场规模与渗透率：以美国与日本为代表的仓储会员店的市场规模增速高于整体的零售市场，且渗透率呈现不断提升趋势。2008-2022年，美国仓储会员店市场规模由 838.4 亿美元增至 1808.2 亿美元，复合年增速为 5.3%，在整体零售市场中的渗透率也由 2008 年的 3.5% 增至 4.4%。日本仓储会员店在 2008-2022 年迎来快速发展，市场规模由 872 亿日元增至 5576 亿日元，复合年增速达 13.2%，远高于零售市场年复合增长率 0.29%。

图45：美国仓储会员店市场规模与渗透率



资料来源：欧睿数据，民生证券研究院

图46：日本仓储会员店市场规模与渗透率



资料来源：欧睿数据，民生证券研究院

## 2.2 国内折扣零售市场星辰大海

**核心假设：1) 我国零售市场规模：**据欧睿数据，预计到 2027 年，我国零售市场规模将达 360857 亿元，2022-2027 年复合增速为 8.76%。**2) 渗透率假设：**对比全球折扣店的市场渗透率、德国折扣店的渗透率与美国折扣店的市场渗透率，我国折扣店的渗透率仍有较大提升空间，随着供给侧与需求侧的共同推动，**预计我国折扣店的渗透率有望趋近全球折扣店在零售市场占比 (2.5%-2.6%)，对应 2025 年我国折扣店的市场规模为 7707-8015 亿元；同理，我们预计我国仓储会员店的市场渗透率有望在 2025 年达到 1.6%-1.7% 的占比，对应市场规模为 4932-5241 亿元，我国折扣零售业态市场空间十分广阔。**

表16：全球折扣店、仓储会员店及零售市场规模及预测

	2022	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
全球零售市场规模 (亿美元)	172688.6	182508.0	193782.0	205621.3	217480.4	229862.2
yoy	-1.4%	5.7%	6.2%	6.1%	5.8%	5.7%
中国零售市场规模 (亿元)	237167.4	260200.3	283719.8	308271.5	333810.6	360857.1
yoy	-0.5%	9.7%	9.0%	8.7%	8.3%	8.1%
全球折扣店市场渗透率	2.6%	2.6%	2.6%	2.6%	2.5%	2.5%
德国折扣店市场渗透率	15.5%	15.7%	15.7%	15.6%	15.6%	15.5%
美国折扣店市场渗透率	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%
全球仓储会员店市场渗透率	1.6%	1.7%	1.7%	1.7%	1.7%	1.7%
日本仓储会员店市场渗透率	0.5%	0.5%	0.5%	0.6%	0.6%	0.6%
美国仓储会员店市场渗透率	4.4%	4.5%	2.4%	4.7%	4.7%	4.7%

资料来源：欧睿数据，民生证券研究院

## 2.3 行业具备实现高集中度要素

根据欧睿数据，全球折扣零售市场与仓储会员店市场的集中度均较高水平。

其中，全球折扣零售市场的公司市占率 CR5 由 2013 年的 55.4% 增长至 2022 年的 58.4%，CR10 对应由 68.9% 增至 68.5%。而看全球仓储会员店的集中度处于较高水平，2013-2022 年，其公司市占率 CR5 一直处在 88%~90% 的区间，CR10 处在 92%~94% 的区间，头部公司的市场占有率较高，排名第一与第二的公司 Costco 与 Walmart 占据 80% 左右的市场份额。根据德勤咨询 2021 财年的统计报告，全球零售 250 强 2021 财年合计收入 5.65 万亿美元，其中前十大零售商营收占比为 34%，对比而言，全球折扣零售店与仓储会员店公司集中度更高。

表17：全球折扣零售公司集中度（%）

discounters	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Aldi Group	23.1	23.5	23.9	24.2	24.6	25.1	25.0	24.7	24.6	24.0
Schwarz Beteiligungs	19.6	20.5	20.7	21.3	22.0	22.7	23.0	23.5	23.7	23.1
Jeronimo Martins SGPS SA	3.0	3.3	3.3	3.4	3.7	3.8	4.0	3.9	4.1	4.4
Edeka Zentrale AG&Co KG	4.6	4.5	4.3	4.3	4.2	4.1	3.9	3.9	3.8	3.5
Rewe Group	4.2	4.1	3.9	3.9	3.8	3.9	3.8	3.7	3.6	3.4
Walmart Inc	3.7	3.6	3.6	3.3	3.2	3.1	3.2	2.7	2.8	3.2
BIM Birlesik Magazacilik AS	1.9	1.9	2.0	2.0	1.8	1.7	1.8	1.8	1.6	1.9
Geoge Weston	2.6	2.3	2.2	2.1	1.9	1.8	1.8	1.7	1.8	1.8
Gruppo Eurospin	1.6	1.7	1.6	1.7	1.7	1.7	1.7	1.7	1.7	1.6
Reitangruppen AS	2.3	2.3	2.1	2.1	1.9	2	1.8	1.8	1.8	1.6
<b>CR5</b>	<b>55.4</b>	<b>56.2</b>	<b>56.4</b>	<b>57.1</b>	<b>58.3</b>	<b>59.6</b>	<b>59.7</b>	<b>59.7</b>	<b>59.8</b>	<b>58.4</b>
<b>CR10</b>	<b>68.9</b>	<b>67.7</b>	<b>68.9</b>	<b>69.5</b>	<b>69.8</b>	<b>70.5</b>	<b>70.2</b>	<b>69.4</b>	<b>69.5</b>	<b>68.5</b>

数据来源：欧睿数据，民生证券研究院

表18：全球仓储会员店公司市占率（%）

Warehouse Clubs	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Costco Wholesale Corp	48.8	49.7	51.1	50.7	50.7	52.5	53.1	54.1	55.2	54.4
Walmart Inc	30.9	29.9	30.2	30.2	28.8	26.4	25	25.4	24.7	24.1
Carrefour SA	1.8	2.0	1.8	2.0	2.7	2.9	3.1	2.7	2.8	4.7
BJ's Wholesale Club Inc	5.9	5.7	5.6	5.4	5.0	4.8	4.6	5.1	4.6	4.4
Casino Guichard Perrachon SA	1.1	1.3	1.2	1.3	1.5	1.9	2.0	1.9	1.9	2.2
George Weston Ltd	2.7	2.4	2.1	2.0	1.9	1.9	1.7	1.7	1.6	1.4
Shinsegae Co Ltd	0.4	0.5	0.5	0.6	0.8	0.9	1.0	1.1	1.2	0.9
Metro AG	-	-	-	0.6	0.8	0.8	1.6	0.9	0.7	0.8
Wumat Stores Inc	-	-	-	-	-	-	-	0.6	0.6	0.5
Puregold Price Club Inc	0.2	0.2	0.2	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
<b>CR5</b>	<b>90.1</b>	<b>89.7</b>	<b>90.8</b>	<b>89.6</b>	<b>88.7</b>	<b>88.5</b>	<b>87.8</b>	<b>89.2</b>	<b>89.2</b>	<b>89.8</b>
<b>CR10</b>	<b>93.1</b>	<b>93.0</b>	<b>93.8</b>	<b>93.9</b>	<b>93.2</b>	<b>93.0</b>	<b>92.9</b>	<b>93.8</b>	<b>93.6</b>	<b>93.7</b>

数据来源：欧睿数据，民生证券研究院

从全球的折扣店与仓储会员店，可以看到其均具备着较高的公司集中度特征，主要因规模优势下“强者更强”，集中度提升为发展趋势。从社会环境的角度，消费者日趋谨慎的消费观以及追求高品质与性价比的趋势下，需求端提供了折扣零售快速发展的土壤，海外“玩家”进入中国市场、本土折扣零售“玩家”兴起以及传统零售企业扩展折扣零售业务也从供给侧推动折扣零售行业的发展，从上文的阐述，我们也认为在我国当下的环境下，硬折扣模式更具优势且存在较为广阔的发展空间，硬折扣模式的核心要点在于对于供给侧的持续优化，才能保持低毛利高周转率的运转，提供持续低价，这需要企业具备精简的供应链（尽可能减少工厂到终端门店的流程）、自有品牌占比高提升利润率（可以减少广告宣传支出，核心考验企业对产品质量控制能力）、精简线下经营的成本（包括门店租金、运营与管理费用、服务环节的支出等），以上的几个能力均需要企业具备较强的规模化效应，因此我们认为在折扣零售业态的发展过程中，高集中度是必然趋势。**在硬折扣模式下，公司的成功发展也依赖于其形成较强的规模优势，达到降本增效的效果，且其经营也具备穿越周期的韧性与稳定性，展望我国的折扣零售业态，也具备培育龙头企业的行业发展环境。**

## 3 国内哪类企业可以跑通硬折扣模式？

### 3.1 围绕高周转对企业提出两大核心能力

折扣零售本质上是通过高周转，实现低毛利与高净利的水平。一方面，提高周转率需要企业具备强选品能力以具备精简的 SKU，另一方面，通过供应链实现高性价比，提供更快周转速度，如库存减少、提高物流效率等，在低毛利高周转率的盈利模式下运转。**在规模化降低直接成本并控制可变成本，实现较高的净利率水平。**

#### 1) 强选品能力

以精简的 SKU 覆盖全部的消费需求才能更好实现高周转，因此对企业选品能力提出高要求。德国品牌 ALDI 采用精选 SKU 策略，保持 2000 个以下产品种类，通过规模化采购精选商品降低成本，在英国市场以低价高质商品长期保持为最具价格优势的超市商家。国内品牌盒马奥莱也采取精简 SKU 策略，放弃高价品类和体验式区域，专注于大众消费者的需求。其产品选择中，单品类的 SKU 数量较少，主要由盒马 NB 品牌和较少其他品牌构成。**新兴硬折扣业态如奥特乐、折扣牛利用经济环境机遇期，通过精选 SKU 提高单品销售规模，实现商品的高性价比。**

表19：各硬折扣模式品牌 SKU 数量

品牌	LIDI	盒马奥莱	ALDI	奥特乐	折扣牛
SKU (个)	2000-3000	1300	1500-1800	800	600-800

资料来源：各公司官网，民生证券研究院整理

#### 2) 高效供应链管理

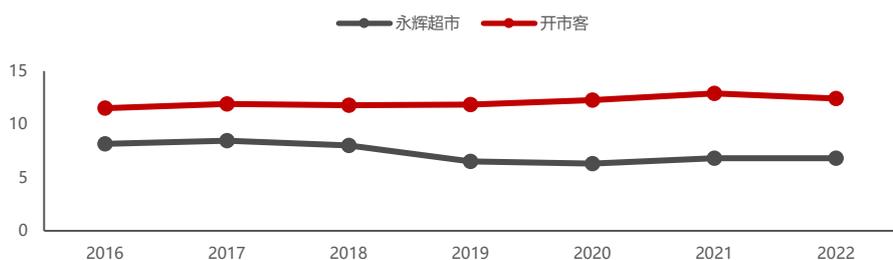
硬折扣模式下，企业通过高效供应链管理旨在降低成本、提高快速周转能力，从而实现成本最低化与效益最大化。这有助于提供更具吸引力的价格，吸引更多客户，并最终提升企业的盈利能力。

高效的供应链管理通过提高产品周转速度实现多方面的优势。首先，通过库存的精确管理和需求预测，企业能够避免过剩库存的问题，降低了库存持有成本，并加速了产品的周转。其次，建立快速供应链反应机制，包括及时处理订单和缩短交货周期，有助于企业更迅速地满足市场需求，减少产品滞留时间，提高了资金的周转效率。利用先进的技术支持，如物联网和大数据分析，企业可以实现供应链的实时监控和优化，提高信息流畅度，有助于更快速地做出决策。通过这些综合措施，企业能够有效提高产品周转速度，增强竞争力，实现可持续发展。

高效供应链管理通过精简供应链，减少不必要的中间环节和流程，以实现成本最低化和效益最大化。通过优化采购、生产和物流等环节，企业能够减少不必要的中间层次，简化流程，从而降低相关费用开支。其次，利用先进的技术和信息系统，实现供应链数字化和自动化管理，有助于减少人力资源成本，并提高运营效率和准确性。

通过与供应商建立紧密合作伙伴关系，企业有望获得更有竞争力的采购条件，降低采购成本。这样的精简和优化使得企业更具灵活性，能够更迅速地适应市场需求的变化，进而在成本控制方面取得竞争优势。1) 唐吉诃德：与供应商建立长期合作关系。这些供应商不仅提供货源，还协助陈列商品，并帮助新店摆放货架，让自家商品获得更好的位置。这种合作关系源自早期支持和忠诚度，很多供应商从小企业成长为数百人的尾货供应商。唐吉诃德采取的现金结算和短期账期使供应商更愿意与其合作，优先推荐好产品给唐吉诃德，成为早期竞争优势之一。2) Costco：凭借高效供应链管理实现高周转，高收益，低成本。美国硬折扣业态的代表企业 Costco，完成初始规模积累后庞大销售量使其从被知名消费品牌回避到被追捧，成功与品牌消费品制造商达成一致；Costco 省去批发商流通环节，30%商品直接由制造商送往门店，70%由厂商运至仓库中转站，并采用越库管理（取消入库环节、直接从收货到出货），整个流转时长控制在 24 小时内，节省流通成本并提升流通效率。2016-2022 年，Costco 存货周转率优于同行业公司。

图47：2016-2022 年开市客与永辉超市存货周转率 (%)

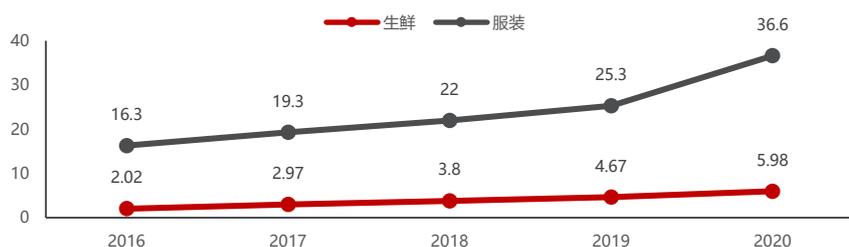


资料来源：iFnD，民生证券研究院

### 3.2 生鲜布局以及配送履约能力

生鲜配送能力体现和线上的差异化，减轻线上渠道的直接冲击。其中包括高运转、强大的物流及时配送能力，以满足生鲜商品的快速流通需求。与此同时，生鲜布局能力也是超越电商的速度，通过其线下属性，建立实体店面，提供更贴近消费者需求的生鲜产品，实现线上与线下渠道的有效整合。这种综合能力将为企业在硬折扣市场中赢得竞争优势。

图48：2016-2020 年生鲜与服装电商渗透率 (%)



资料来源：前瞻产业研究院，民生证券研究院

**在生鲜领域，强大的物流和及时配送是关键因素。**首先，生鲜商品特性决定其需要更迅速运输，以保持新鲜度。良好的物流系统可以确保生鲜产品从生产地点到消费者手中的快速流通，减少货物滞留的可能性。其次，及时的配送服务对满足消费者的需求至关重要。消费者往往期望能够在订购后尽快收到新鲜食品，因此，具有较强生鲜日配履约能力的企业受益。生鲜布局能力、强大的物流和及时配送相互关联，共同构成一个成功的运营体系，满足了高运转业务的需求。

**中国的生鲜市场依旧以线下销售为主。**据国家统计局数据，2019年，中国居民主要生鲜食品消费量达3.1亿吨，人们对生鲜产品的需求持续增长。作为民生消费的刚需行业，近年来，中国生鲜零售市场规模保持稳步增长，由2016年的4.01万亿元增长至2022年的6.11万亿元，年复合增长率为7.28%。2016-2020年，中国生鲜零售渠道中线上零售渠道占比分别为2.8%、4.2%、6.2%、8.8%与14.6%。虽然线上零售渠道占比逐年增加，但仍以线下渠道为主。

**表20：2016-2022年中国生鲜零售市场规模及增速（亿元）**

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
中国生鲜零售市场规模（亿元）	40078	42034	43988	48053	50395	56350	61080
增速（%）	-	4.9	4.6	9.2	4.9	11.8	8.4
电商渗透率（%）	2.0	3.0	3.8	4.7	6.0	7.9	10.3

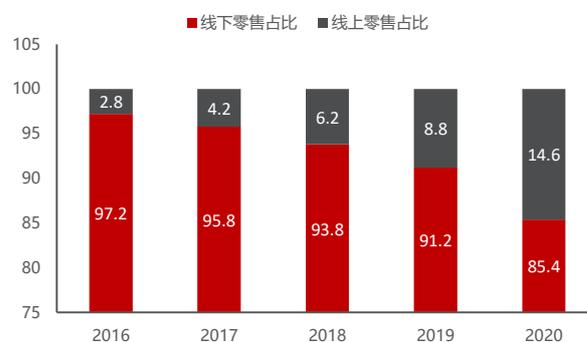
资料来源：艾瑞咨询，民生证券研究院

**图49：中国居民生鲜食品人均消费量（千克）**



资料来源：国家统计局，民生证券研究院

**图50：中国生鲜零售市场规模结构（%）**



资料来源：艾瑞咨询，民生证券研究院

**生鲜零售主要依赖线下渠道，在该背景下企业必须具备卓越的生鲜布局能力，以有效迎接硬折扣销售模式的挑战。**这包括高效的运转和强大的物流及时配送，确保生鲜产品在供应链中快速流通，以满足不断增长的市场需求。在中国市场，生鲜布局能力是成功应对激烈竞争、迎合消费者口味变化的关键要素。

### 3.3 自有品牌

**尽可能地靠近工厂端，减少不必要的加价和成本损耗。**广义的自有品牌包括厂家代加工的面包等产品，尤其针对难以标准化的蔬菜等。狭义的自有品牌指由自有工厂生产的产品。在传统渠道中，供应链通常为厂家（代工）→品牌商→经

销商→零售商。真正实现硬折扣的路径是零售商直接与代工厂合作，形成供应链为厂家（代工厂）←零售商的关系。这标志着零售商自身成为品牌商，通过自有品牌实现硬折扣；同时自有品牌的毛利率相比非自有品牌毛利率更高。主流硬折扣连锁品牌正积极推动自有品牌，以强化产品掌管、提升客户黏性，以及拓展盈利潜力。奥乐齐自有品牌占比高达 90%，随着自有品牌占比提升带动毛利率上行；盒马奥莱、山姆等已成功实现这一模式，但也需承担品牌商职能，如产品研发和市场推广，自有品牌所带来的硬折扣成为新的常态。

**表21：各硬折扣模式品牌自有品牌占比（2023年）**

品牌	盒马奥莱	ALDI	山姆	Costco
自有品牌占比	50%+	90%+	30%+	30%+

资料来源：China Shop, ALDI 官网, 零售商业财经等, 民生证券研究院

### 3.4 总结具备三大要素特征的标的/企业

#### 1) 盒马奥莱

**主动精简 SKU，具备高效的供应链管理体系。**盒马奥莱单店面积在 600-700m<sup>2</sup>，目标 SKU 为 800-900 个，目前 SKU 在 1300-1400 个；以两个“15”为指标，即为 15 万日销售额和 15%毛利率。盒马自有品牌在整个供应链上独立建设，供应链整体可控，直接与工厂合作，部分工厂由盒马投资，降低成本，追求低毛利率高周转运营模式。

**生鲜类产品的占比较高。**传统意义上的生鲜产品，果菜肉鱼占比 30%-42%，毛利率达 12-13%，蛋奶烘焙及盒马工厂生产的 3R 产品，日配类的即食熟食占比 18%-22%，毛利率达 19-20%，酒饮、休闲零食、较小部分日用品占比低于 50%，毛利率达 20-24%。生鲜类产品占比较高，毛利率较低，体现出盒马奥莱具备较强生鲜布局能力。

**构建自有品牌，降低成本。**自有品牌在非生鲜产品中占比约 38%，800 个标品中自有品牌占比 60%。盒马奥莱的自有 NB 品牌占比显著高于盒马鲜生品牌，且产品重合度较低，自有品牌间用不同 LOGO 作区隔。

**综上，盒马奥莱具备打造硬折扣零售店的核心要素。**其优势在于盒马生鲜的团队组织能力裂变、强自有品牌能力以及优质的资源支持，但劣势在于尾货产品货源不稳定，品控难以保证。然而，通过持续改进供应链管理和加强品质控制，盒马奥莱有望克服这些挑战，实现更稳定的发展。

#### 2) 家家悦

**整体毛利率和存货周转率优于行业平均水平。**家家悦自 1995 年发展连锁商超以来，致力于优化供应链。通过整合原有采购站资源和与厂家、基地的合作，

实现了“农超对接”。目前，他们建立了全球统一直采、集中生产加工、物流统一配送的供应链模式，突出特点是高比例的标品与生鲜直采、强大深加工能力，以及完善的仓储物流设施。

**多年来，家家悦专注于生鲜领域。**早在 20 世纪 90 年代末开始自主经营生鲜业务，其生鲜产品经营模式坚持“源头直采”，建立遍布全国的直采网络；通过与 200 多个合作社和养殖场直接合作，签署超过 100 处基地 5 年以上长期合同；超过 80% 的生鲜商品采用直采模式，有效降低中间环节的溢价和损耗，为消费者提供更高质量、更实惠的生鲜商品。

**家家悦采购靠近工厂端。**家家悦上游直接对接各地厂商，承担一级经销商的角色，减少了中间环节溢价，提升了商品毛利率水平，同时也使家家悦对货源的把控能力更强。家家悦商品直采比例 80% 以上，其中标品直采比例在 90% 以上，生鲜直采比例超 80%。

**表22：家家悦公司年度销售毛利率及存货周转率**

年份	2019	2020	2021	2022	2023Q1-Q3
销售毛利率(%)	21.85	23.48	23.26	23.25	23.61
存货周转率(%)	7.00	6.08	5.95	5.60	4.58

资料来源：wind，民生证券研究院

**家家悦好惠星定位于硬折扣社区店，着力打造产品力和供应链的致胜能力，以低成本运营和轻资产模式。**公司自 2023 年 9 月启动首家济南历下区天玺好惠星改造开业以来，已在烟台、济南等地区陆续开出四家门店，门店面积在 250-450 m<sup>2</sup> 不等，SKU 数量在 760-900 个，定位于硬折扣社区店。

**好惠星的经营模式突显其特点：**1) 从生产到包装一应俱全，通过自有工厂全流程一体化，确保门店销售的商品是高质量的家家悦自有品牌，同时降低成本，使消费者获得更多优惠。2) 与全国 2000 多家供应商合作，进行大规模集中采购，以更低价格提供包括大品牌专供款和自有品牌在内的货品；专业买手团队直接从原产地采购，全球选品。3) 建立了自有的物流体系，实现 2.5 小时内高效配送，通过家家悦自有物流全程监控运输。

**好惠星作为一家零售企业，拥有显著的优势和一些挑战。**其直采能力，尤其是在生鲜领域的直采能力，以及配送能力是其最大的优势之一。在山东地区，好惠星具有龙头地位，这为其在当地市场的竞争中提供了有力支持。然而，好惠星也面临着一些挑战。折扣店的出现可能会对原有的老店造成分流影响，需要谨慎考虑和应对。此外，团队组织能力打造也是一项关键任务，需要持续投入和努力，以确保企业能够有效应对市场变化并保持竞争力。

**将家家悦的收入按照产品拆分，具体分为食品化洗、生鲜、百货及其他业务。**

**1) 食品化洗：**受到 2023 年食品 CPI 影响，增长承压，随着量贩零食店与社区硬折扣店的开展对该项业务的拉动作用，预计 23-25 年食品化洗收入为 83.94、88.98、93.42 亿元，同比-1%、+6%、+5%，预计毛利率维持在 19.42%。**2)**

**生鲜业务：**2023年，生鲜业务受到CPI增速压制，增速放缓，但随着24-25年，公司好惠星的折扣零售业态单店模型逐步提效，预计增速将提升，预计23-25年公司生鲜收入分别为76.96、83.12与88.94亿元，分别同比+1%、+8%与+7%，毛利率水平随着供应链效率提升而实现进一步的优化，预计23-25年生鲜业务毛利率分别为16.64%、16.80%与17.00%。**3) 百货业务：**预计公司百货业务延续过往发展趋势，并随着折扣零售业态形成规模化优势拉动，23-25年百货业务实现营业收入6.11、6.36与6.55亿元，分别同比-2%、+4%、+3%，毛利率保持在36.67%。**4) 其他业务：**预计23-25年其他业务收入15.19、15.65、16.12亿元，分别同比+4%、+3%、+3%，毛利率保持在72.48%的水平。

**表23：家家悦主营业务拆分与毛利率预测**

按产品拆分	2021	2022	2023E	2024E	2025E
收入 (百万元)	17432.79	18183.82	18221.19	19410.58	20503.34
yoy	4.52%	4.31%	0.21%	6.53%	5.63%
毛利率	23.26%	23.25%	23.25%	23.14%	23.09%
食品化洗 (百万元)	8224.41	8479.19	8394.40	8898.06	9342.97
yoy	15.93%	3.10%	-1.00%	6.00%	5.00%
毛利率	19.49%	19.38%	19.42%	19.42%	19.42%
生鲜 (百万元)	7138.99	7620.06	7696.26	8311.97	8893.80
yoy	-3.56%	6.74%	1.00%	8.00%	7.00%
毛利率	16.47%	17.18%	16.64%	16.80%	17.00%
百货 (百万元)	651.86	623.63	611.16	635.61	654.67
yoy	-26.20%	-4.33%	-2.00%	4.00%	3.00%
毛利率	35.93%	34.77%	36.67%	36.67%	36.67%
其他业务 (百万元)	1417.52	1460.93	1519.37	1564.95	1611.90
yoy	9.18%	3.06%	4.00%	3.00%	3.00%
毛利率	73.52%	72.48%	72.48%	72.48%	72.48%

资料来源：公司公告，民生证券研究院预测

**投资建议：**预计23-25年营收为182.21、194.11、205.03亿元，同比+0.2%、+6.5%、+5.6%，归母净利润1.46、3.00、3.60亿元，同比+170.3%、+105.6%、+19.8%，3月1日收盘价对应PE 45/22/18倍，首次覆盖，给予“推荐”评级。

**风险提示：**终端需求不及预期，行业竞争加剧，新业态推广不及预期等。

**表24：盈利预测与财务指标**

项目/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	18,184	18,221	19,411	20,503
增长率 (%)	4.3	0.2	6.5	5.6
归属母公司股东净利润 (百万元)	54	146	300	360
增长率 (%)	118.4	170.3	105.6	19.8
每股收益 (元)	0.08	0.23	0.47	0.56
PE	121	45	22	18
PB	3.2	2.6	2.4	2.2

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；(注：股价为2024年3月1日收盘价)

### 3) 永辉超市

永辉超市计划在全国范围的门店中增设“正品折扣店”，同步在线上 APP 和小程序增设折扣专区，提供食品、用品惊喜折扣价。在商品种类方面，正品折扣店的 SKU 将会根据折扣店规模大小控制在 500-1000 个左右，覆盖休闲食品、生活用品、米面粮油等多品类，折扣时间通常在 15-45 天，为追求性价比的消费者提供优质的选择。在折扣商品选择方面，永辉超市的选品将区别于传统临期商品折扣价的运营逻辑，以提高商品效率为目标，通过自有供应商系统、YHDOS 数字化系统等数字化手段，科学地对商品绩效进行评估，与临期商品没有必然联系。

2023H1，永辉超市的自有品牌销售额达 19.5 亿元，占比 4.64%，同比增长 15.2%，自有品牌的线上占比达 22.5%。永辉超市自有品牌含生鲜、预制菜、食品与用品等，2023H1 自有品牌供应链共引入了 60 多家具备种植基地、创新研发的源头供应商，其中，形成战略合作供应商 34 家，订单种植、产线包销供应商 13 家，公司将与供应商共同推动自有品牌的创新研发，逐步构建“双向奔赴”的供应链合作生态。

表25：永辉超市销售毛利率及存货周转率

年份	2019	2020	2021	2022	2023Q1-Q3
销售毛利率(%)	21.56	21.37	18.71	19.68	21.63
存货周转率(%)	6.51	6.31	6.83	6.81	5.57

资料来源：wind，民生证券研究院

### 4) 重庆百货

重庆百货着力发展硬折扣业态，面对区域内类似竞争对手如条码奥特勒，强调其品牌背书、技术数字化转型、全渠道服务以及供应链管理的优势。通过自有品牌和定制商品实现差异化竞争，利用大数据提升洗护等品类的竞争力，加强与厂商直供合作以提高价格竞争优势，其中超市业态已实现亿级销售。超市全面数字化升级，优化供应链，强化工厂合作，重点打造生鲜源头化供应、特色定制菜品和社区拓展战略。

公司在重庆市百货领域占据绝对主导地位，拥有重百和新世纪两个品牌遍布主城区。公司将深化六大能力构建和六大卖场建设，推进自营比例至 60%，缩短供应链以提升毛利率。同时，与购物中心采取无资金投入合作模式，凭借供应链输出和管理获得 25% 的利润分成。自有品牌和白牌商品占据了总 SKU 的 30%，主要分布在生活中必需品领域。

推出硬折扣店的发展规划，且混改后积极推动供应链变革，渠道优势凸显。公司积极探索“社区折扣店”，加强供应链建设，以区域门店为单位进行试点，计划打造试点 20+家；计划打造店内零食专区 50+家。2020 年，重庆百货混改

后，积极推进供应链变革，借助物美集团及其控股的麦德龙（中国）和步步高集团全球商品渠道优势，混改后有两大零售商物美集团和步步高的供应链资源支持，实现大部分商品直采，加大供应链采购协同。同时，重庆百货借助各股东方经营管理优势，加强行业对标，推动业态业务创新，提升商品经营能力。

**表26：重庆百货销售毛利率及存货周转率**

年份	2019	2020	2021	2022	2023Q1-Q3
销售毛利率(%)	18.08	25.71	25.81	26.11	25.70
存货周转率(%)	10.82	5.57	5.84	5.59	4.65

资料来源：wind，民生证券研究院

## 5) 名创优品

名创优品作为一家自有品牌的综合零售商，通过不断创新以“IP”为特色的生活家居用品，快速在全国范围内开设门店。2015年，公司开始实施全球化战略，进军海外市场。名创优品以自有品牌、经典IP、大店模式，直面海外消费者，将名创优品的品牌以最直接的方式填充消费者认知。据2023财年报告，名创优品集团旗下的产品涵盖11个主要品类，平均每月推出约530个SKU，核心SKU约为9700个，其中绝大部分属于名创优品品牌，平均售价在12.8元左右，丰富产品+错位优势+较低价，刺激消费者购买意愿，降低消费决策时长。

**名创优品的供应链管理总结为：以量定价+买断定制+不压货款。**一方面，名创优品买断商品与上游供应商合作，形成独家货源，由品牌方承担库存，保障供应商订单规模效应。另一方面，通过规模化采购以量定价，快速付款周期吸引优质供应商，建立核心战略供应关系，提升议价能力。

**表27：名创优品销售毛利率及存货周转率**

年份	FY2019	FY2020	FY2021	FY2022	FY2023Q1
销售毛利率(%)	26.73	30.43	26.79	30.44	38.73
存货周转率(%)	5.74	4.62	4.59	5.23	1.33

资料来源：wind，民生证券研究院

## 6) 其他的待上市标的

**新兴硬折扣品牌，如奥特乐、乐尔乐等近年来崛起。**初期主打省域市场，并迅速扩张至省外。据久谦中台统计，截至2023年末，奥特乐门店数量超200家，乐尔乐特价批发超市门店数量超550家。

**在商品端，以薄利多销为核心经营理念。**1) 这些硬折扣品牌致力于降低商品价格、提高周转率以此获得竞争优势。主打食品饮料和日用百货，以强选品能力确保每个单品都有较高的销售规模，从而降低产品成本。2) 打造自有品牌，尽可能靠近工厂端，减少流通环节加价，压缩成本。

**在门店端，以减少成本为首选条件。**1) 门面面积通常较小。奥特乐更偏向

租金便宜的城市购物中心，折扣牛和条马喜欢社区周边，通过降低租金来降低成本。2) 通过数字化应用（自助收银机等），简化流程、提高效率、降低人员成本。

**表28：硬折扣品牌对比**

品牌	成立年份	门店数 (个)	主要拓展模式	SKU (个)	自有品牌占比	门面面积 (平方米)
奥特乐	2021	200+	直营	800	20%	200-400
折扣牛	2019	200+	直营&加盟	600-800	10%	150-180
乐尔乐	2011	3800+	直营&加盟	20000	-	100-500
条马	2020	200+	直营	500-800	-	200

资料来源：各公司官网，爱企查，久谦中台，新经销等，民生证券研究院整理

**随着硬折扣品牌的兴起，消费者对价格优惠和高性价比的需求不断增加。这些品牌通过降低商品价格、打造自有品牌等方式降低成本。随着这一趋势的发展，量贩零食店铺作为消费者常见的购物选择，也将这一市场格局中扮演重要角色。**

**目前新兴量贩零食的标的：**1) **赵一鸣零食店：**2015 年创立的平价零食连锁品牌，以实惠价格和丰富产品种类吸引消费者，门店遍布多个省份。专注新派零售，拥有专业团队，提供多样零食产品。注重互联网营销，提供定制化方案，2023 年 8 月，门店数量突破 2000 家，竞争优势巩固。2) **零食很忙：**长沙的零食连锁品牌，成立于 2017 年，主要服务于社区消费者，现有门店已扩展至全国 4000 多家。品牌特色包括独特的 IP 人物“零小忙”和营销活动如“零食狂欢节”，以提升知名度。其产品由优质供应商提供，致力于提供价格合理、质量上乘的零食产品。为保证快速物流，公司建立了现代化的物流仓储中心，截至 2023 年 12 月，拥有 9 大供应链中心，并计划投资 5 亿建设数字化总部供应链中心。2021 年 4 月，公司完成 2.4 亿元的 A 轮融资。3) **好想来：**成立于 2011 年的零售品牌，总部位于江苏泰州兴化，专注于提供全球优选的新鲜、健康、安全的食品，主打超高性价比的休闲食品。其产品种类丰富，门店遍布全国。母公司万辰集团在 2021 年上市，品牌发展迅速，加盟支持完善，为加盟商提供全方位的扶持。

## 4 投资建议

推荐改革创新发展新业态的重庆百货、基于“三高三低”产品理念，叠加高效供应链与良性库存管理能力的全球零售商龙头名创优品，设立“悦记·零食”与“好惠星”扩展折扣零售店的家悦；建议关注探索折扣零售业态的永辉超市及其他待上市标的。

表29：盈利预测与估值表

代码	简称	股价 (元)	EPS (元)			PE (倍)			评级
			2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E	
600729.SH	重庆百货	29.84	3.20	3.53	3.92	9	8	8	推荐
9896.HK	名创优品	33.99	1.90	2.34	2.76	18	15	12	推荐
603708.SH	家家悦	10.21	0.23	0.47	0.56	45	22	18	推荐
601933.SH	*永辉超市	2.61	-0.10	0.04	0.08	-	65	33	-

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（股价为 2024 年 3 月 1 日收盘价；未覆盖公司数据采用 wind 一致预期；汇率为 1 港元=0.92 人民币）

## 5 风险提示

**1) 终端需求不及预期：**若终端需求不及预期，居民的消费信心下滑，将会影响到零售企业的经营，影响公司整体的盈利能力。

**2) 产品推广不及预期：**若消费者的市场需求不及预期，公司的品牌推广受到一定限制，将会影响到公司新品牌的培育，进而阻碍公司盈利能力的提升。

**3) 竞争格局恶化：**随着折扣零售行业的参与者不断增多，竞争加剧或将影响行业竞争格局与市场供需情况，对企业盈利能力造成一定影响。

**4) 新业态推广不及预期：**若公司的新业态的推广不及此前预期，或对公司收入与利润的增长造成影响。

表30：家家悦财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	18,184	18,221	19,411	20,503
营业成本	13,956	13,985	14,919	15,769
营业税金及附加	77	77	82	86
销售费用	3,392	3,426	3,513	3,645
管理费用	371	383	377	394
研发费用	0	0	0	0
EBIT	414	368	551	640
财务费用	284	162	158	161
资产减值损失	-29	-1	-2	-1
投资收益	0	-2	0	0
营业利润	132	209	402	488
营业外收支	-35	-12	16	14
利润总额	97	197	418	502
所得税	78	59	125	151
净利润	19	138	292	352
归属于母公司净利润	54	146	300	360
EBITDA	1,432	1,442	1,680	1,834

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	1,712	2,232	2,112	2,497
应收账款及票据	172	151	156	148
预付款项	381	378	400	419
存货	2,574	2,528	2,614	2,678
其他流动资产	351	187	194	200
流动资产合计	5,190	5,476	5,476	5,942
长期股权投资	192	198	206	214
固定资产	3,151	3,342	3,492	3,642
无形资产	454	460	465	470
非流动资产合计	9,185	9,444	9,602	9,735
资产合计	14,376	14,920	15,078	15,677
短期借款	526	526	526	526
应付账款及票据	3,377	3,372	3,597	3,802
其他流动负债	3,919	3,915	3,601	3,802
流动负债合计	7,821	7,812	7,723	8,129
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	4,498	4,575	4,625	4,660
非流动负债合计	4,498	4,575	4,625	4,660
负债合计	12,320	12,387	12,348	12,789
股本	608	638	638	638
少数股东权益	6	-2	-10	-18
股东权益合计	2,056	2,533	2,730	2,888
负债和股东权益合计	14,376	14,920	15,078	15,677

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力 (%)</b>				
营业收入增长率	4.31	0.21	6.53	5.63
EBIT 增长率	43.96	-11.13	49.85	16.16
净利润增长率	118.42	170.29	105.58	19.77
<b>盈利能力 (%)</b>				
毛利率	23.25	23.25	23.14	23.09
净利润率	0.30	0.80	1.55	1.75
总资产收益率 ROA	0.38	0.98	1.99	2.29
净资产收益率 ROE	2.64	5.76	10.96	12.38
<b>偿债能力</b>				
流动比率	0.66	0.70	0.71	0.73
速动比率	0.26	0.32	0.31	0.34
现金比率	0.22	0.29	0.27	0.31
资产负债率 (%)	85.70	83.02	81.89	81.58
<b>经营效率</b>				
应收账款周转天数	2.45	2.30	2.20	2.10
存货周转天数	67.33	66.00	64.00	62.00
总资产周转率	1.25	1.24	1.29	1.33
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	0.08	0.23	0.47	0.56
每股净资产	3.21	3.97	4.29	4.55
每股经营现金流	2.10	2.64	2.99	3.19
每股股利	0.10	0.15	0.30	0.37
<b>估值分析</b>				
PE	121	45	22	18
PB	3.2	2.6	2.4	2.2
EV/EBITDA	6.12	6.07	5.21	4.77
股息收益率 (%)	0.98	1.45	2.99	3.58

现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	19	138	292	352
折旧和摊销	1,018	1,074	1,129	1,194
营运资金变动	27	274	320	320
经营活动现金流	1,339	1,685	1,906	2,033
资本开支	-720	-785	-739	-796
投资	35	-8	-8	-8
投资活动现金流	-659	-796	-747	-804
股权募资	2	402	0	0
债务募资	-259	-58	-535	0
筹资活动现金流	-747	-369	-1,278	-845
现金净流量	-66	520	-120	384

## 插图目录

图 1: 1971-2022 年日本 GDP 增速 (%)	6
图 2: 1960-2023 年日本人均 GDP(不变价, 美元)	6
图 3: 1982-2023 年日本消费者信心指数	6
图 4: 1980-2023 年日本商业销售额同比增速	6
图 5: Seria 营收 2001-2023 财年复合增速 13.20%	8
图 6: Seria 规模远超第三, 四名	8
图 7: Seria 门店数量及单店销售额	9
图 8: Seria 以高毛利率的直营店为主	9
图 9: MUJI 营收 (十亿日元) 及增速	9
图 10: MUJI 的 SPA 模式区别于传统产销模式	10
图 11: MUJI 海内外销售收入 (万日元)	10
图 12: MUJI 全球网点分布情况	10
图 13: 唐吉诃德营收 (百万日元) 及增速	11
图 14: 唐吉诃德门店数与每个网点平均销售额	11
图 15: 日本 GDP (十亿元)	12
图 16: 日本失业率	12
图 17: 唐吉诃德与同时代硬折扣“玩家”毛利率比较	12
图 18: Costco 客单价 (美元)	16
图 19: 沃尔玛三大分部收入占比 (%)	16
图 20: 沃尔玛三大分部营业利润占比 (%)	16
图 21: 沃尔玛三大分部利润率 (%)	17
图 22: 1990-2022 年德国人均 GDP	17
图 23: 1903-1939 年德国失业率	18
图 24: 奥乐齐超值系列产品类别	20
图 25: 奥乐齐超值系列产品图片	20
图 26: 奥乐齐门店数	20
图 27: 奥乐齐营收	20
图 28: 利德尔发展历程	21
图 29: 德国经济情况及奥乐齐销售额	22
图 30: 2022 年全球零售商排名	22
图 31: 百货零售商品销售额 vs GDP 同比增速	23
图 32: 消费者信心指数	23
图 33: 社会消费品零售总额当月值 (亿元) 及当月同比	23
图 34: 我国折扣店市场规模 (亿元) 及 yoy	24
图 35: 制造业 PMI: 产成品库存及供应商配送时间	24
图 36: 中国服装行业规模以上企业服装尾货数量 (亿件) 及增长率	25
图 37: 2021 年中国尾货经济市场销售渠道	25
图 38: 奥乐齐中国门店	27
图 39: Costco 中国门店	27
图 40: 山姆会员在中国的门店数量	28
图 41: 名创优品营业收入及同比增速	29
图 42: 美国零售市场及折扣零售市场规模	31
图 43: 德国零售市场及折扣零售市场规模	31
图 44: 美国、德国折扣零售市场渗透率	31
图 45: 美国仓储会员店市场规模与渗透率	32
图 46: 日本仓储会员店市场规模与渗透率	32
图 47: 2016-2022 年开市客与永辉超市存货周转率 (%)	36
图 48: 2016-2020 年生鲜与服装电商渗透率 (%)	36
图 49: 中国居民生鲜食品人均消费量 (千克)	37
图 50: 中国生鲜零售市场规模结构 (%)	37

## 表格目录

重点公司盈利预测、估值与评级 .....	1
表 1: 折扣零售主要企业成立时间及国家 .....	3
表 2: 硬折扣代表企业奥乐齐 .....	4
表 3: 软折扣代表企业唐吉诃德 .....	4
表 4: 硬折扣与软折扣主要区别 .....	5
表 5: 日本主要折扣店对比 (截至 2022 年末) .....	7
表 6: 唐吉诃德折扣店业务类型 .....	12
表 7: 美国折扣零售行业发展历史 .....	14
表 8: Costco 财务数据 .....	15
表 9: Costco 会员数量 (千人) .....	15
表 10: 奥乐齐全球扩张路径 .....	19
表 11: 部分零售商自有品牌销售额占比 .....	20
表 12: 奥乐齐和利德尔对比 .....	22
表 13: 海外折扣零售企业梳理 .....	26
表 14: 本土折扣零售业态企业 .....	28
表 15: 本土零售企业增设折扣零售业态 .....	29
表 16: 全球折扣店、仓储会员店及零售市场规模及预测 .....	32
表 17: 全球折扣零售公司集中度 (%) .....	33
表 18: 全球仓储会员店公司市占率 (%) .....	33
表 19: 各硬折扣模式品牌 SKU 数量 .....	35
表 20: 2016-2022 年中国生鲜零售市场规模及增速 (亿元) .....	37
表 21: 各硬折扣模式品牌自有品牌占比 (2023 年) .....	38
表 22: 家家悦公司年度销售毛利率及存货周转率 .....	39
表 23: 家家悦主营业务拆分与毛利率预测 .....	40
表 24: 盈利预测与财务指标 .....	40
表 25: 永辉超市销售毛利率及存货周转率 .....	41
表 26: 重庆百货销售毛利率及存货周转率 .....	42
表 27: 名创优品销售毛利率及存货周转率 .....	42
表 28: 硬折扣品牌对比 .....	43
表 29: 盈利预测与估值表 .....	44
表 30: 家家悦财务报表数据预测汇总 .....	46

## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

## 免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

## 民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026