

# 折扣零售行业专题

## 全面复盘美日“一元店”龙头，性价比驱动全球化之路

超配

### 核心观点

**性价比消费崛起，全球折扣零售市场快速发展。**随着全球成熟经济体增长平缓，居民端性价比消费成为普遍趋势，折扣零售成为青睞业态，据 Verified Market Research 数据显示，2022 年全球折扣零售市场规模约 5100 亿美元，预计未来将以 5.35% 的年复合增长率提升至 2030 年 8300 亿美元。通过复盘美日经济及社会背景，我们发现折扣零售主要诞生于经济逆周期时期，如美国于 1970s 经济严重滞胀时期催化了其“一元店”的再度崛起；而日本“百元店”同样兴起于七八十年代，并于 1990s 日本经济泡沫破灭时期快速扩张。

**全球头部企业梳理：产品和门店布局存在差异，商业模式本质趋同。**通过对比海内外各大低价折扣零售商，我们发现虽然各品牌销售品类和门店形式均有所不同，但其盈利本质存在一致性，通过规模化采购和建立高效供应链等方式以实现成本最低化，同时通过品类推新带动价格带上行，并在此基础上通过内生外延实现渠道扩张。具体来看，供应端买手制和自有品牌并存，但自有品牌占比提高趋势明显，以此带动盈利水平上行；渠道端依托不同的目标客群和品牌定位进行差异化选址，积极开店扩大影响力，同时在扩张过程中，因地制宜选择直营或代理方式布局全球市场。

**大创：依托极致性价比策略，稳居日本百元店销售龙头。**大创为日本本土“百元店”行业榜首，销售份额占比高达 62%。公司依托 90% 的自研产品和每月更新 1200 个 sku 的产品创新能力，通过品类搭配带动平均毛利率 20%-30%，实现整体盈利。目前已在全球开设 5247 家门店，其中日本本土占比达 82%。

**唐吉诃德：日本软折扣创始企业，连续 34 年业绩稳定增长。**唐吉诃德通过售卖尾货起家树立品牌低价心智，近些年大力发展高毛利自有品牌维持盈利水平，目前自有品牌/尾货占比分别为 18%/30%。同时公司坚持门店分权，将产品采购权、定价权、陈列权及销售权下放给门店，确保快速灵活应对竞争。

**美元树：美国一元店龙头，全直营门店面向低收入群体。**美元树主要通过 Dollar Tree 和 Family Dollar 在全美共拥有 16096 家门店，其中 Dollar Tree 主要位于郊区，Family Dollar 服务社区低收入群体，2022 财年两大品牌收入基本持平。门店选址紧邻沃尔玛等大型商超，以低价和便利交通吸引客流。

**风险提示：**消费复苏不及预期；竞争加剧；品牌经营风险等。

**投资建议：**目前我国消费市场整体呈现渐进式恢复态势，短期来看，宏观经济的波动以及居民对于未来收入的不确定性，制约了当前居民消费力的释放，但消费者对于品质的追求仍在延续，因此以性价比为核心的理性消费趋势自去年以来进一步突显。我们建议关注全球折扣零售商龙头名创优品，公司凭借自身优秀的产品力和高效的供应链，顺应当前性价比消费趋势实现业绩快速增长。未来公司通过海外扩张有望将优秀产品力输出全球市场，支撑业绩持续高增长。我们维持公司 FY2024-2026 年归母净利润预测为 25.79/31.76/38.02 亿元，对应 PE 分别为 18/15/12 倍，维持“买入”评级。

### 重点公司盈利预测及投资评级

公司代码	公司名称	投资评级	昨收盘 (元)	总市值 (亿元)	EPS		PE	
					2024E	2025E	2024E	2025E
9896.HK	名创优品	买入	40.25	509	2.04	2.51	18.02	14.63

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

### 行业研究·行业专题

#### 商贸零售

#### 超配·维持评级

证券分析师：张峻豪

021-60933168

zhangjh@guosen.com.cn

S0980517070001

证券分析师：孙乔容若

021-60375463

sunqiaorongruo@guosen.com.cn

S0980523090004

#### 市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

#### 相关研究报告

- 《2024 年 1-2 月社零数据点评-社零同比增长 5.5%，服务零售额增速较好》——2024-03-18
- 《商贸零售行业 3 月投资策略-春节消费提振行业基本面，关注三八节美妆品牌表现》——2024-02-28
- 《性价比消费系列研究之品牌篇-紧扣性价比思路，探寻品牌逆势突围之密钥》——2024-02-07
- 《商贸零售行业 2 月投资策略暨 2023 年业绩前瞻-龙头业绩稳步回暖，关注国企改革及高股息标的》——2024-02-01
- 《2023 年 12 月社零数据点评-12 月社零同比增长 7.4%，金银珠宝品类增速领先》——2024-01-18

## 内容目录

<b>他山之石：美日低价折扣业态发展的社会背景</b> .....	<b>6</b>
日本：泡沫破灭催化折扣业态崛起 .....	6
美国：贫富差距扩大促使理性消费回归 .....	9
<b>全面梳理：全球低价杂货店龙头的模式比较</b> .....	<b>11</b>
产品策略：买手制与自有品牌并存 .....	11
渠道策略：依托品牌定位不同实现差异化竞争 .....	13
盈利模式：降本+提价提升盈利能力 .....	15
财务分析：整体业绩近年均稳步增长，盈利能力存在分化 .....	16
<b>深度复盘：大创、唐吉诃德及美元树三大头部品牌的发展历程探析</b> .....	<b>19</b>
大创（DAISO）：日本知名百元店连锁零售公司 .....	19
唐吉诃德：日本软折扣零售头部企业 .....	24
美元树（Dollar Tree）：美国“一元店”龙头 .....	29
<b>投资建议</b> .....	<b>34</b>
名创优品：全球创意家居折扣零售商龙头 .....	34
<b>风险提示</b> .....	<b>39</b>

## 图表目录

图 1: 全球零售市场规模及增速 .....	6
图 2: 全球折扣零售市场规模 (亿美元) 及增速 .....	6
图 3: 日本折扣零售商于 1970s-1980s 密集诞生 .....	7
图 4: 1990-2010 年日本实际 GDP 维持在 0%左右 .....	7
图 5: 日本失业率自 90 年代开始上升 .....	7
图 6: 日本出生率下降 .....	8
图 7: 日本 65 岁以上人口占比 .....	8
图 8: 日本家庭占人口比例 .....	8
图 9: 日本家庭小型化趋势 .....	8
图 10: 二战后美国 CPI 出现快速上涨 .....	9
图 11: 1960-1966 年美国折扣店数及行业规模 .....	9
图 12: 美国 1970s 出现“滞胀” .....	10
图 13: 美国私人库存销售比 .....	10
图 14: 美国贫富差距扩大 .....	10
图 15: 千禧一代“是否会在商店比较价格”调查 .....	10
图 16: 部分零售商门店分布 .....	14
图 17: 部分零售商门店数量 (单位: 家) .....	14
图 18: 各零售商营业收入及增速 (单位: 亿人民币、%) .....	16
图 19: 各零售商归母净利润及增速 (单位: 亿人民币、%) .....	16
图 20: 各零售商毛利率情况 (单位: %) .....	17
图 21: 各零售商净利率情况 (单位: %) .....	17
图 22: 各零售商 SG&A 费用率情况 (单位: %) .....	17
图 23: 各零售商 ROE 情况 (单位: %) .....	17
图 24: 各零售商存货周转天数 (单位: 天) .....	18
图 25: 各零售商经营性现金流量净额 (单位: 亿人民币) .....	18
图 26: “大创产业”发展历程 .....	19
图 27: “大创产业”销售额 .....	20
图 28: 日本本土门店占比 (分品牌) .....	21
图 29: 海外门店占比 (分品牌) .....	21
图 30: 大创的“性价比”策略 .....	22
图 31: 大创“统一售价”法 .....	22
图 32: “大创产业”供应商分布地 .....	23
图 33: “大创产业”物流配送中心分布 .....	23
图 34: 唐吉诃德发展历程 .....	24
图 35: 公司营业收入及增速 .....	24
图 36: 公司净利润及增速 .....	24
图 37: 唐吉诃德经营理念 .....	25

图 38: 唐吉诃德自有品牌销售额及占比	26
图 39: 公司自有品牌矩阵	26
图 40: 唐吉诃德一层商品陈列情况	27
图 41: 唐吉诃德二层商品陈列情况	27
图 42: 未来 majica 具备的功能	27
图 43: 唐吉诃德线上 majica 会员数量	27
图 44: 长崎屋自 2011 财年开始扭亏为盈	28
图 45: UNY 改造后经营情况大幅改善	28
图 46: Dollar Tree 发展历程	29
图 47: Dollar Tree 和 Family Dollar 营业收入及增速	30
图 48: 公司门店数	30
图 49: 公司营业收入及增速	30
图 50: 公司净利润及增速	30
图 51: 公司毛利率、净利率	31
图 52: 公司 SG&A 费用率	31
图 53: Dollar Tree 和 Family Dollar 消耗品占比	31
图 54: Dollar Tree 和 Family Dollar 毛利率	31
图 55: Dollar Tree 多价格战略	32
图 56: 名创优品未来五年战略规划	34
图 57: 名创优品未来产品力打造四大方向	35
图 58: 名创优品国内城镇渗透情况	36
图 59: 国内各类型商业地产项目进驻情况	36
图 60: 单店提升客流四大途径	36
图 61: 深圳罗湖永新街东门店 2023 年客单价提升显著	36
图 62: 代理存量市场发展空间比较	37
表 1: 日本头部折扣零售企业出海时间	8
表 2: 全球部分低价折扣零售公司基本情况	11
表 3: 部分折扣零售公司产品信息对比	12
表 4: 各公司门店选址、门店面积	13
表 5: 部分零售商门店分布和门店类型	14
表 6: 部分折扣零售公司供应链信息对比	15
表 7: 部分折扣零售公司产品价格带	16
表 8: “大创产业”门店分布（截至 2023 年 9 月 30 日）	21
表 9: “大创产业”子品牌介绍	23
表 10: PPIH 集团门店分布（截至 2023 年 6 月 30 日）	25
表 11: 唐吉诃德多样化门店	27
表 12: 公司主要商品品类	31
表 13: 公司门店信息	33
表 14: 名创优品未来出海规划	35

表 15: 名创优品成熟直营市场表现情况 .....	37
表 16: 名创优品盈利预测和财务指标 .....	38
表 17: 重点公司估值表 .....	38

## 他山之石：美日低价折扣业态发展的社会背景

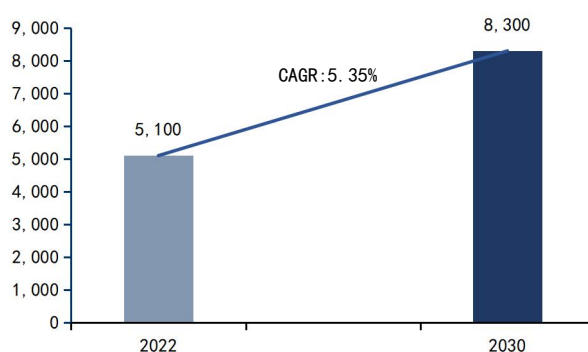
**全球零售市场整体平稳发展。**根据艾媒咨询，随着疫后经济整体运作平稳，2021年全球零售市场开始恢复增长，2022年全球零售总额达到27.3万亿美元/yoy+5.2%。**这期间折扣零售市场逐渐表现更优。**特别是在成熟消费市场，性价比消费成为主流趋势，据Verified Market Research数据显示，2022年全球折扣零售市场规模达5100亿美元，预计未来将以年复合增长率5.35%的增速在2030年提升至8300亿美元，高于全球零售市场未来增速预期。

图1：全球零售市场规模及增速



资料来源：艾媒咨询、国信证券经济研究所整理

图2：全球折扣零售市场规模（亿美元）及增速



资料来源：Verified Market Research、国信证券经济研究所整理

**折扣零售主要诞生于经济逆周期时期。**纵观全球成熟折扣零售市场，低价折扣业态主要诞生于经济逆周期时期，如日本折扣零售商大多兴起于1970s-1980s期间，并于90年代日本经济泡沫破灭时期逆周期快速扩张；同时美国1970s的滞胀催化了“一元店”的再度崛起。而受宏观经济环境影响，国内消费市场同样进入了理性消费的时代，国内折扣零售商也在近年开始崭露头角，并呈现逐步壮大之势。

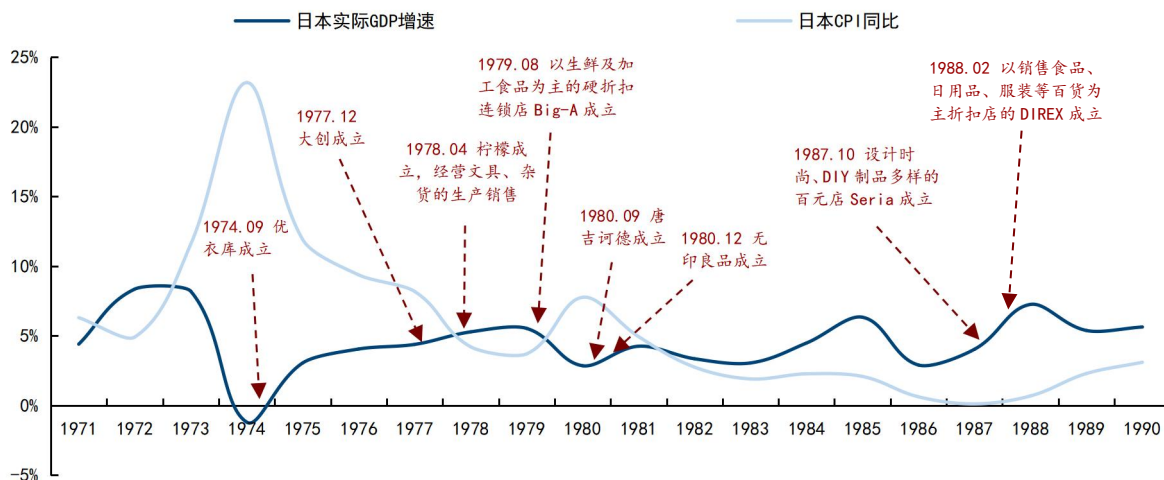
整体来看，日本和美国市场作为折扣零售业态发展的成熟国家，也诞生了诸多头部折扣零售商。但由于美日在经济发展阶段、东西方文化背景等多方面均存在差异，导致推动行业发展的因素亦存在不同。因此我们将分别复盘美日经济体出现折扣消费的动因以及推动其快速发展的社会因素，并以此作为我国折扣零售业态发展进程的参考。

### 日本：泡沫破灭催化折扣业态崛起

#### 1) 1970-1980年：折扣零售业态崭露头角

战后日本经济一度实现快速增长，居民生活质量亦随之提升。但1973年底爆发的第一次石油战争给严重依赖进口石油的日本带来巨大打击，同时日美贸易摩擦的加剧，导致日本次年出现二战后首次GDP负增长。日本政府为了避免日元大幅升值，采取促通胀政策带动国内物价高涨，1974年CPI同比增长高达23.2%。骤然出现的物价大幅上涨导致日本居民消费力下降，因此在进行采购时，消费者开始同时兼顾低价和高品质。在此背景下，大创、唐吉诃德等折扣业态零售商开始逐步崛起并实现快速发展。

图3: 日本折扣零售商于 1970s-1980s 密集诞生



资料来源: 彭博、各公司官网、国信证券经济研究所整理

## 2) 1990-2010 年: 经济泡沫破灭, 折扣零售商逆周期快速扩张

1990-2010 年被称为日本“失去的三十年”，在这一阶段日本实际 GDP 增速停滞不前，失业率创下新高；出生率的降低使得日本社会少子化、老龄化程度加剧，家庭结构与家庭数量也出现了相应的变化。这些因素改变了日本社会的消费偏好与消费行为，直接催化了折扣零售商的快速扩张。

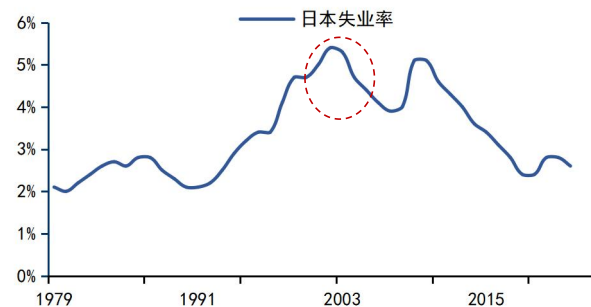
**GDP 增速停滞，失业率攀升。**90 年代初房地产和股市泡沫破灭，随之而来的是日本国内需求加速减弱，不良债权急剧增加，日本经济处于长期停滞，实际 GDP 增速基本维持在 0% 左右。失业率不断上升，2002 年日本失业率达到阶段最高峰 5.4%。在这一时期，人们的收入受到很大影响，开始回归理性，更加注重性价比消费。此外，泡沫经济时期沉重的库存压力也给了折扣零售业态提供丰富的产品供给。

图4: 1990-2010 年日本实际 GDP 维持在 0% 左右



资料来源: 彭博、国信证券经济研究所整理

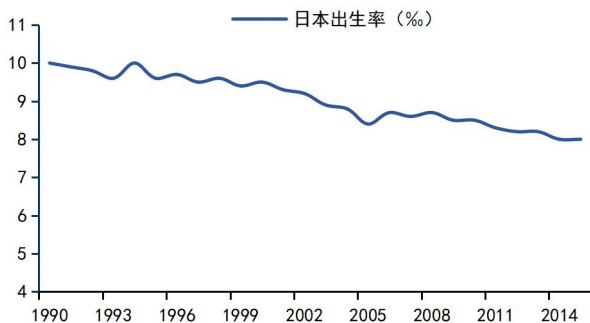
图5: 日本失业率自 90 年代开始上升



资料来源: 日本统计局、国信证券经济研究所整理

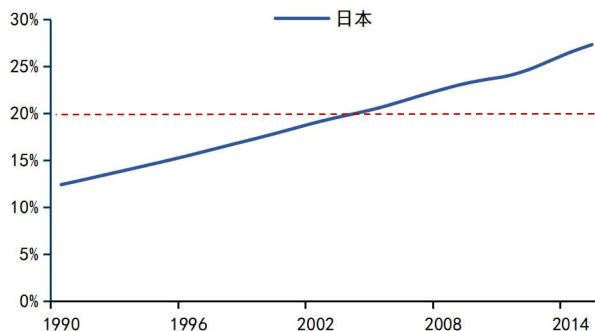
**出生率加速下行，老龄化不断加剧。**伴随出生率的下降，日本社会老龄化程度提高，从 1990 年到 2010 年，日本出生率从 10‰ 下降到 8.5‰，65 岁以上人口占比从 12.4% 上升到 23.6%。一方面老年人消费欲望较低，另一方面沉重的养老负担收紧了年轻人的经济约束，加之“犬儒主义”思潮弥漫，日本进入“低欲望社会”。

图6: 日本出生率下降



资料来源: wind、国信证券经济研究所整理

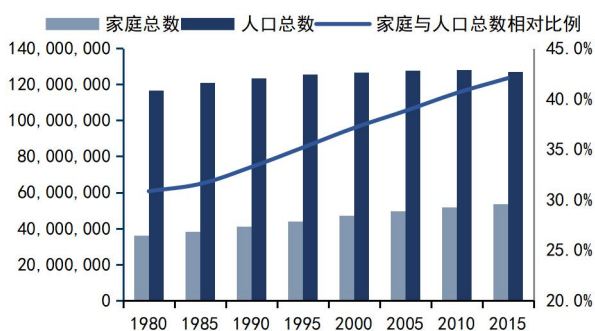
图7: 日本 65 岁以上人口占比



资料来源: 世界银行、国信证券经济研究所整理

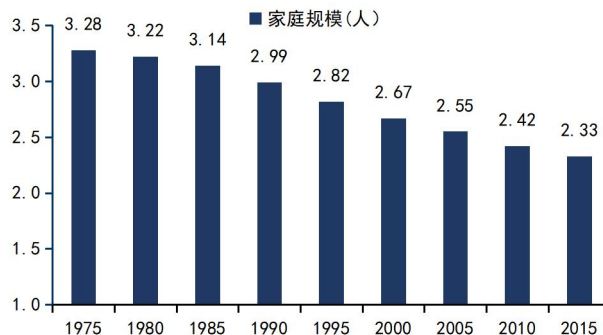
**家庭占比提升，但小型化趋势显著。**日本家庭户数从 1990 年的 4104 万户增加至 2010 年的 5195 万户，占到人口总数的比例提升至 38.8%。同时从家庭结构来看，小型化趋势明显，因此单人承担社会经济压力不断提升，进一步带动折扣零售盛行，同时相关细分零售业务机会也随之诞生。

图8: 日本家庭占人口比例



资料来源: 日本总务省统计局、国信证券经济研究所整理

图9: 日本家庭小型化趋势



资料来源: 日本总务省统计局、国信证券经济研究所整理

### 3) 2010 年-至今: 国内发展趋缓, 积极拓展海外业务

随着日本整体经济仍处于平稳态势，国内存量市场竞争加剧。于是日本折扣零售龙头企业纷纷将目光转向海外，大创和唐吉诃德均在 21 世纪初开始开设海外门店。同时受到前几年新冠疫情的影响，日本入境游客的数量骤减，对日本本地消费产生进一步冲击，也加速刺激头部企业开展海外业务布局。

表1: 日本头部折扣零售企业出海时间

企业	出海时间
大创	2001 年以台湾为起点展开海外事业，海外 1 号店开业；2008 年海外 20 个国家和地区开设店铺；2018 年国内外 28 个国家和地区的门店突破 5000 家
唐吉诃德	2006 年通过收购进入美国市场，开启海外扩张；2017 年首家东南亚门店在新加坡开业；2019 年进入香港和泰国；2021 年进入中国台湾、马来西亚和中国澳门
无印良品	1991 年伦敦店开业；2007 年美国首家店开业；2012 年马来西亚开业；2013 年在科威特和阿联酋开业；2014 年中国成都太古里全球旗舰店开业；2016 年成为印度第一家日本零售商等

资料来源: 公司官网、国信证券经济研究所整理

## 美国：贫富差距扩大促使理性消费回归

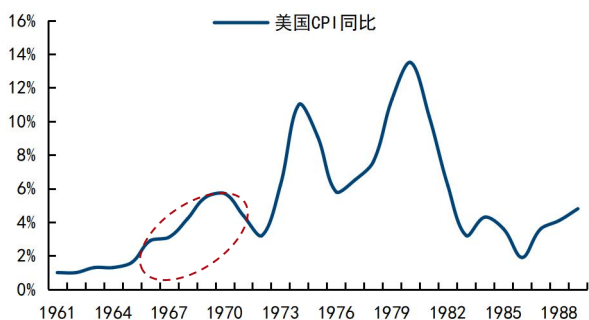
### 1) 1930-1940 年：低价折扣零售业态出现萌芽

1929-1933 年美国大萧条时期，为解决第二次工业革命导致的库存积压问题，部分服装和制鞋企业开始出售尾货或瑕疵货品，折扣零售的早期业态诞生。1936 年，安德森为其创立的企业 Anderson-Little 在福尔里弗开设了第一家零售店，成为工厂对消费者直营零售的先驱。

### 2) 二战后至 1960 年代：折扣零售业态逐步发展

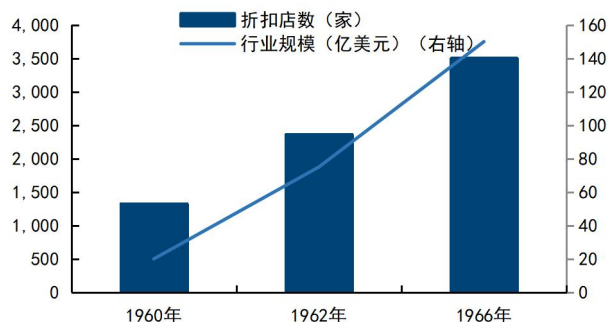
二战（1939 至 1945 年）以后，物价上涨叠加大量士兵的回国，导致战时因物资短缺而压抑的商品需求急剧爆发，推动了多样化业态的涌现。由于消费者对折扣店的信任度增强以及制造商的商品供应量增加，折扣零售理念在此阶段进一步发展，这一期间该业态主要以综合类超市的形式开展。据《从乡村小店到世界零售巨头：全方位剖析沃尔玛成功历程》，1960-1966 年期间美国折扣业态快速发展，折扣门店数净增 2174 家，行业规模扩大 7.5 倍，零售巨头如 Kmart、Woolco、Target、Wal-Mart 等也均于此时间段展开运营。

图10：二战后美国 CPI 出现快速上涨



资料来源：wind、国信证券经济研究所整理

图11：1960-1966 年美国折扣店数及行业规模

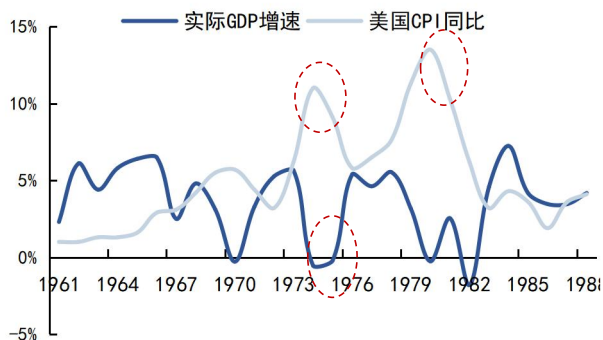


资料来源：《从乡村小店到世界零售巨头：全方位剖析沃尔玛成功历程》、国信证券经济研究所整理

### 3) 1970-1980 年末：供需失调带动快速扩张，多形式相继涌出

1975 年左右，美国经济增长的内生动力不足，且受到外部石油战争的影响，实际 GDP 增速停滞；同时工业原料价格上涨推动通胀恶化，1974 年 CPI 同比高达 11.0%，美国陷入“滞胀”危机。失业人口达到了大萧条以来的最高值，居民实际消费能力不断下滑。另一方面，前期过量生产的商品导致美国传统百货商超渠道积压大量库存，1974 年第三季度美国私人库存销售比达到 1960 年以来的峰值 4.39。在此供需矛盾下折扣零售业态得到快速发展，1976 年美国第一家仓储会员店诞生于圣地亚哥，1980 年诞生第一家封闭式奥特莱斯，此后美国折扣零售市场百花齐放。

图12: 美国 1970s 出现“滞胀”



资料来源: 世界银行、国信证券经济研究所整理

图13: 美国私人库存销售比

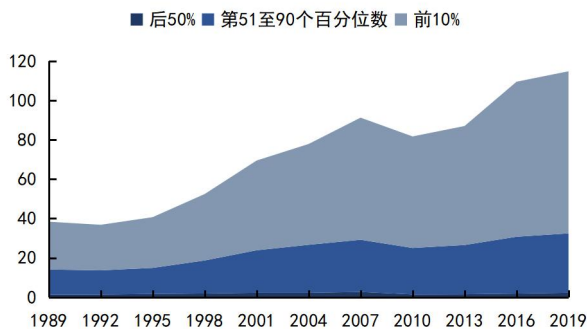


资料来源: 美国经济分析局、圣路易斯联邦储备银行、国信证券经济研究所整理

#### 4) 1990 年至今: 理性消费复苏, 折扣零售成为主流形式

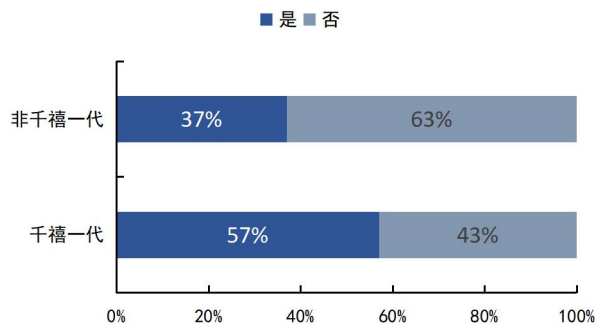
20 世纪 90 年代以来美国在经历短暂的调整后, 贫富差距加速扩大, 根据美国国会预算办公室 (CBO) 于 2022 年 9 月发布的报告, 从 1989 年到 2019 年, 财富总量前 10% 的家庭持有的财富总额从 24.3 万亿美元增加到 82.4 万亿美元 (增幅 240%), 处于后 50% 的家庭持有的财富从 1.4 万亿美元增加到 2.3 万亿美元 (增长 65%); 同时美国千禧一代崛起, 较低的收入与较高的负债使得千禧一代对商品价格更加敏感, 根据 AIMIA 在 2011 年对欧美消费者的调查, 千禧一代中 57% 的人会选择对比价格, 非千禧一代中只有 37% 的人会对比价格。消费者理性消费意识复苏, 消费观念从崇尚名牌转向青睐性价比。

图14: 美国贫富差距扩大



资料来源: 美国国会预算办公室 (CBO) 2022 年 9 月的《1989 年至 2019 年家庭财富分配趋势》报告、国信证券经济研究所整理

图15: 千禧一代“是否会在商店比较价格”调查



资料来源: AIMIA Inc. “Born this Way: US Millennial Loyalty Survey”、国信证券经济研究所整理

## 全面梳理：全球低价杂货店龙头的模式比较

折扣零售业态较为多元，本文我们主要聚焦于以销售低价日用品为主综合类杂货店，这些店铺在美国通常被称之为“一元店”因主流价格带在1美元得名，或在日本被称之为“百元店”，品类主要包括零食产品、个护清洁品、家庭用品，以及生活家居品、美妆产品等。这些产品本身客单价较低，消费者易作出购买决策，同时又属于日常消耗品，复购需求较大。代表企业有美国的美元树(Dollar Tree)，Dollar General, Five Below；日本的唐吉诃德，大创以及无印良品等；以及国内代表性公司名创优品。

表2：全球部分低价折扣零售公司基本情况

	所属国家	创立时间	销售模式	营业收入（亿元）	门店数（家）
Dollar General	美国	1939年	通过大规模外采知名日常消费产品，以较低价格售卖于低收入人群，产品定位在1美元左右。	2690.0	19726
Dollar Tree	美国	1986年	以Dollar Tree和Family Dollar两大品牌为主展开销售，其中Dollar Tree主要位于郊区；Family Dollar主要服务社区低收入人群。但产品均以外采为主，定价均在1美元左右。	2013.8	16340
Dollarama	加拿大	1992年	以0.87-5.00加元价格出售消耗品和日用品，主要面向价格敏感消费者，无特定地理位置偏好。	267.1	1525
PPIH	日本	1980年	商品种类丰富的软折扣零售商，	919.2	772
名创优品	中国	2013年	聚焦生活家居用品的自有品牌商，95%以上产品单价低于50元	114.7	6237
大创	日本	1977年	以生活家居品为主，产品单价在100日元左右。	279.6	5247
无印良品	日本	1980年	日常生活用品为主，主打舒适、极简理念，大多产品单价在500日元以下。	275.9	1188
Five Below	美国	2002年	面向青少年销售潮流产品和日用品为主，价格在5美元左右。	218.7	1340

资料来源：公司官网、公司公告、国信证券经济研究所整理，注：汇率采用2月26日收盘价，各公司财年对应的自然年度不同，其中名创优品和PPIH为截至2023年6月30日，无印良品为截至2023年8月31日，其他公司为截至2023年1月底左右

上述低价折扣商虽然布局品类多样，但运营的核心均是把好产品卖便宜，换句话说，商家需要通过降低价格、提高效率、优化供应链等手段，为消费者提供物美价廉的商品，并在此基础上通过多元化的渠道端扩张模式实现迅速扩张。

下面我们将对于国内外代表性的企业进行全面总结梳理，从产品策略、渠道模式、盈利模式，以及财务指标等方面进行比较分析，以探析相关企业的商业模式前景，以及全球扩张路径。

### 产品策略：买手制与自有品牌并存

上述代表企业产品策略特点主要分为买手采购和自有品牌两大类。买手制从消费者需求热点出发，与消费者认可较高的优质品牌方或制造商建立批量采购关系，毛利率虽然相对较低，但通过薄利多销实现规模成长；自有品牌则基于自身渠道影响力和认知度，直接与上游优质制造商合作生产自有品牌产品并进行销售，通常该类商品毛利率相对较高。

#### ➤ 买手制为主：Dollar General、Dollar tree、唐吉诃德

**Dollar General** 主要面向低收入人群销售日常消耗品，产品来自美国高认可度制造商及少量自有品牌。Dollar General以毛利较低的消耗品为主，产品主要直接采购自高乐氏、宝洁、雀巢、百事可乐等美国高认可度制造商，并以低价售卖，超2000种商品价格为1美元或更低，自有品牌产品占比较小但毛利率较高。

**Dollar tree** 凭借Dollar Tree和Family Dollar两大品牌贡献主要收入，产品主要来自高品质制造商及少量低价自有品牌。与Dollar General类似，Dollar

Tree 和 Family Dollar 商品大多来自高质量制造商的直接采购。

**Five Below 主要面向青少年销售潮流、高品质产品，产品来自多家优质供应商。**消费客群的特殊性使得 Five Below 的产品种类更加潮流和现代化，公司定期从约 1000 家优质供应商采购产品，并根据消费趋势采购核心品类的互补品。

**唐吉诃德主打 CV+D+A（便利+折扣+娱乐性），通过知名品牌的低价库存尾货和临期产品搭配标准商品，进行消费者引流。**但近几年公司也注重自有品牌占比的提升以带动毛利率上行。唐吉诃德在产品销售、陈列等方面给予门店高度的自主权，并提供多样化的产品创造寻宝式购物环境吸引消费者，造就了独特的竞争优势。

表3: 部分折扣零售公司产品信息对比

零售商	产品类型	SKU 数量	消费者画像
Dollar General	截至 2023 年 2 月 3 日财年，消耗品/季节性商品/家居用品/服装分别占比 79.7%/11.0%/6.2%/3.1%	SKU 数量约 11000-12000	低收入和固定收入家庭
Dollar tree	截至 2023 年 10 月 28 日，Dollar Tree 品牌消耗品/多样化产品/季节性商品分别占比 48.4%/43.6%/8%; Family dollar 品牌消耗品/家居用品/服装和配饰/季节性和电子产品分别占比 82%/6.5%/4.7%/6.8%	Dollar Tree 商店中拥有约 8000 个 SKU; Family Dollar 商店约有 7600 个基本 SKU	Dollar Tree 主要服务郊区客户; Family Dollar 主要服务低收入群体
Five Below	截至 2023 年 1 月 28 日，休闲用品/时尚和家居/零食及季节性商品分别占比 47.6%/29.2%/23.2%	SKU 超过 4000	青少年人群
唐吉诃德	食品、家居用品、家用电器、时尚产品和进口名牌商品。	4-10 万	夜间经济消费者、家庭/家庭主妇
名创优品	名创优品品牌经营生活家居、小型电子产品、纺织品、包袋配饰、美妆工具、玩具、彩妆、个人护理、零食、香水、文具礼品 11 类产品，TOP TOY 品牌经营盲盒、积木等 8 类产品	公司平均每月推出约 530 个 SKU，提供约 9700 个核心 SKU	名创优品主要为 16-28 岁的年轻人群，TOP TOY 主要为 z 世代群体
大创	包括文具、玩具和派对用品、DIY 和工具、手工艺品、化妆品和头发护理、发型配件、沐浴和卫生用品、电器配件、事故预防和安全用品、钓鱼配件、园艺用品、客厅用品、室内用品、日本和西式餐具、厨房配件 15 类	提供约 76000 个 SKU，每月更新约 1200 个 SKU	注重性价比的消费者
无印良品	截至 2023 年 8 月 31 日财年，服装/生活杂物/食品分别占比 33.7%/48.2%/17.5%	拥有近 7000 种 SKU	赞同“舒适生活”理念的消费者，主要集中于 35-45 岁女性
Dollarama	截至 2023 年 7 月 30 日季度，消耗品/一般商品/季节性商品分别占比 44%/41%/15%	有超过 4600 个 SKU，以及数百种活跃的季节性产品。	不针对任何特定的地理位置、市场类型或人群

资料来源：公司官网、公司公告、36 氪、国信证券经济研究所整理

### ➤ 自有品牌为主：名创优品、大创、无印良品、Dollarama

**名创优品为全球最大自有品牌生活家居综合零售商，以自有品牌为主，注重产品上新速度和性价比。**名创优品以周为单位高频推新持续吸引消费者，坚持“711”推新策略；同时利用低成本+低加价为低价提供保障，赋能产品高性价比优势。

**大创主要提供自有品牌产品，SKU 数量极具优势，差异化战略+高频上新锁定消费者。**大创为“大创产业”旗下主品牌百元店，提供文具、沐浴和卫生用品等 15 类商品，通过制造差异化产品和高频上新速度深度吸引消费者，重点开发百元以下市场少有新类型产品，截至 2023 年 2 月 28 日，约 90%为自有品牌产品。

**无印良品以自有品牌为主，更加注重环境保护和极简设计。**无印良品主要提供服装/生活杂物/食品，拥有近 7000 个 SKU，大多数为自有品牌。相比其它零售商，无印良品更加关注产品本身，主打极简主义设计，产品单价也相对更高。

**Dollarama 向各收入水平人群销售，自有品牌产品占比更高。**Dollarama 作为加拿大最大的折扣零售商，自有品牌占比高达 63%。Dollarama 全年提供 4600 个基础 SKU，并且额外提供数百种季节性 SKU，预计每年更新约 25%-30%比例 SKU。

## 渠道策略：依托品牌定位不同实现差异化竞争

### ➤ 折扣零售商门店选址及布局

**不同品牌依据目标客群和品牌定位差异化选址。**对于主打随机性消费的零售商而言，他们通常需要通过所处门店地理位置的优势以及营销等活动激发消费者兴趣，从而带动客流上行提升业绩：如名创优品、大创、无印良品、Dollararama 等。因此这类零售商在进行门店选址时会更加偏好城市地区人流量相对集中的地段，如 Dollararama 旗下 78% 的门店均位于商场。同时 Dollar General、Dollar Tree 等由于门店面积较大，通常会更加偏好城市边缘地区，但也会选择在客流互补型的如沃尔玛等大型商超附近开店，以此来有效提升消费者忠诚度和逗留时间。

表4: 各公司门店选址、门店面积

零售商	门店选址	门店面积
Dollar General	门店位于各种农村、郊区和城市社区，80%以上的门店服务于人口不超过 20000 人的城镇	门店平均销售面积约为 7500 平方英尺，新店将以平均约 8500 平方英尺的销售空间开设
Dollar Tree	Dollar Tree 品牌主要开设在郊区，未来重点在大型零售商的购物中心开设新店；Family Dollar 品牌主要在城市和农村地区，未来重点在带状购物中心、独立建筑 and 市中心建筑开设新店	截至 2023 年 1 月 28 日，Dollar Tree 及 Family Dollar 的平均开店面积分别约为 8660 平方英尺、9160 平方英尺
Five Below	主要位于城市、郊区和半农村的社区和购物中心内，截至 2023 年 1 月 28 日，约 5% 的门店位于购物中心	新店面积为 9500 平方英尺
PPIH	约 70% 门店为“接盘”式选址，低价获得优质位置	门店销售面积为 1000 平方米-3000 平方米
名创优品	名创合伙人门店位于商场、商业街、地铁邻近范围、中学附近等人流量相对集中地段	名创合伙人门店经营最佳实用面积为 200 平方米以上，门宽 8 米以上
大创	商场店、路边店、火车站店、大型独立商店	200 平方米-2000 平方米的门店均有开设
无印良品	商场、靠近交通站点、城市近郊	门店面积多数约为 900-1200 平方米
Dollararama	包括大都市，中型城市和小城镇，约 85% 的加拿大家庭居住在 Dollararama 10 公里范围内	截至 2023 年 7 月 30 日，商店平均面积为 10485 平方英尺，其中 80% 至 85% 为可供销售面积

资料来源：公司官网、公司公告、《日本折扣业态的最优解——解析唐吉诃德》、国信证券经济研究所整理

### ➤ 折扣零售商门店运营模式及分布网络

**1) 名创优品门店类型因地制宜，门店网络遍布全球。**名创优品门店分为名创合伙人模式、代理和直营三种类型，中国以名创合作人模式为主，截至 2023 年 6 月 30 日占比超 99%；海外以代理为主，占比达 80.43%，代理模式能在低成本基础上快速扩大门店网络。截至 2023 年 9 月 30 日，名创优品在全球 107 个国家和地区共开设 6237 家门店，其中中国/海外分别为 3924 家/2313 家。

**2) 大创在日本以直营为主，海外直营和代理并重，门店网络分布全球。**大创门店分为直营、代理和合资公司三类，截至 2023 年 9 月 30 日，日本本土以直营为主，占比 79.9%；海外直营和代理并重，分别占比 40.6%、49.7%，合资公司仅在菲律宾开设。截至 2023 年 9 月 30 日，大创在全球 26 个国家和地区共开设 5247 家门店，其中日本本土 4280 家，海外 967 家。

**3) 无印良品门店以直营为主，在全球分布较广。**无印良品门店分为直营和加盟两种类型，截至 2023 年 2 月 28 日，直营/加盟分别占比 90.9%/9.1%。截至 2023 年 8 月 31 日，共有无印良品门店 1188 家，其中日本 562 家，海外 626 家，海外门店主要分布在中国，占比高达 70.6%。

**4) 唐吉诃德门店采取全直营模式，主要分布在亚洲和美国。**截至 2023 年 6 月 30 日，在亚洲和美国共开设 722 家门店，其中日本 617 家，海外 105 家，海外门店中美国占比最多，达 61.9%。

5) 北美四大低价折扣商的门店均主要直营开设，海外拓展相对较少：

Dollarama 门店全部位于加拿大且分布集中，超过 75%的商店位于安大略、魁北克和滨海地区，截至 2023 年 7 月 30 日，共开设 1525 家门店；Five Below 门店全部位于美国，截至 2023 年 1 月 28 日，共开设 1340 家；Dollar General 门店集中分布在美国，2023 年 2 月开始在墨西哥拓展，截至 2023 年 11 月 3 日，美国/墨西哥分别开设 19726 家/2 家；Dollar Tree 门店主要分布在美国，仅往加拿大有少量扩展，截至 2023 年 1 月 28 日，美国/加拿大分别开设 16096/244 家，其中 Dollar Tree 品牌/Family Dollar 品牌门店分别占比 49.8%/50.2%。

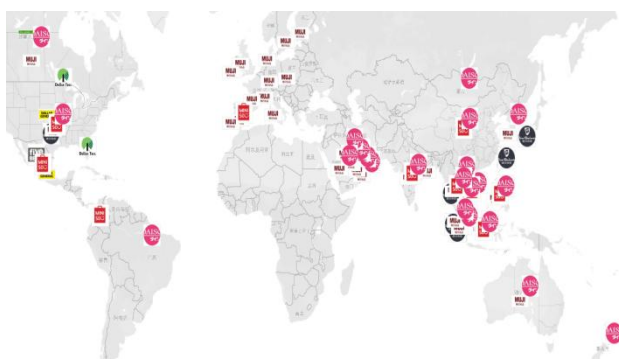
表5: 部分零售商门店分布和门店类型

零售商	门店分布	门店类型
Dollar General	分布在美国 48 个州和墨西哥，最集中在美国南部、西南部、中西部和东部	直营
Dollar Tree	分布在美国 48 个州和加拿大 5 个省	直营
Five Below	分布在美国 42 个州	直营
唐吉诃德	分布在亚洲和美国	直营
名创优品	分布在亚洲、欧洲、北美洲、南美洲、大洋洲，全球共 107 个国家和地区	直营、名创合伙人模式和代理。国内门店模式目前以名创合伙人模式为主，海外以代理模式为主
大创	分布在亚洲、北美洲、南美洲、中东、大洋洲，全球共 26 个国家和地区	直营、代理和合资公司。截至 2023 年 2 月 28 日，直营占比 72.6%。
无印良品	分布在亚洲、欧洲、北美洲和大洋洲	直营（为主）、加盟
Dollarama	分布在加拿大 10 个省和 2 个地区	直营

资料来源：公司官网、公司公告、国信证券经济研究所整理

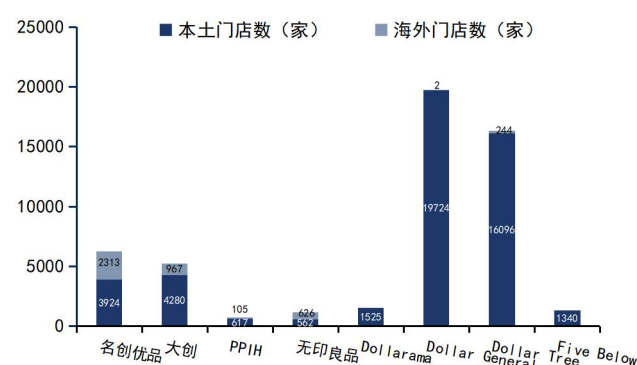
从门店数量来看，创立历史悠久的 Dollar General/Dollar Tree 门店数量最多，分别有 19728 家（截至 2023 年 11 月 3 日）/16340 家（截至 2023 年 1 月 28 日）；名创优品/大创次之；其余品牌门店数量较少，多数在 1000 家左右。

图16: 部分零售商门店分布



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图17: 部分零售商门店数量（单位：家）



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理，注：名创优品和大创为截至 2023.9.30，PPIH 为截至 2023.6.30，无印良品为截至 2023.8.31，Dollarama 为截至 2023.7.30，Dollar General 为截至 2023.11.3，Dollar Tree 和 Five Below 为截至 2023.1.28

## 盈利模式：降本+提价提升盈利能力

### ➤ 供应链全链条优化，以实现成本最小化

**规模化采购降本效果显著。**规模化采购是不少零售商进行降低成本的最直接有效方式。如**名创优品**通过规模化采购以量制价，并在某些关键品类甚至主动投资以确保成本优势；**大创**也早在创立之初就建立了批量销售和批量采购的双向基础；**唐吉诃德**更是依靠采购规模优势实现明显低于行业的标准产品采购价。

**降低单一供应商依赖程度。**降低对单一供应商的依赖程度有利于使得零售商拥有较高的成本定价权。如**Dollarama**最大的供应商仅占约6%，前十大供应商约占27%，且不与供应商订立长期合约；而**Dollar General/Dollar Tree/Five Below**最大供应商占比也均不足10%。

**大规模仓库及高效配送网络赋能供应链提效。**零售商依据门店网络布局充足的仓储面积及便利的配送中心，在降低运输成本的同时实现高效运转。一般而言，仓储中心数量与门店范围和数量成正相关，其中**大创/Dollarama/Dollar General/Dollar Tree/Five Below**分别拥有仓储中心25/1/31/27/4座。

表6: 部分折扣零售公司供应链信息对比

零售商	供应商相关	仓库及配送中心相关
<b>Dollar General</b>	截至2023年2月3日，两个最大供应商分别占采购额的约10%及8%，按成本价直接进口约9%	截至2023年3月3日，运营19个非冷藏产品配送中心、10个冷藏配送中心以及2个冷藏和非冷藏产品的组合配送中心，共有2050万平方英尺的非冷藏空间和260万平方英尺的冷藏空间。大部分商品都流经配送中心，少量商品直接由供应商或第三方分销商向门店交付
<b>Dollar Tree</b>	单一供应商占商品总额少于10%。截至2023年1月28日，Dollar Tree直接进口的商品占41%-43%；Family Dollar通过与McLane Company, Inc.采购约15%的商品，直接进口的商品约占15%-17%	截至2023年1月28日，在美国运营25座配送中心，面积为2320万平方英尺，在加拿大拥有2座配送中心。Dollar Tree/Family Dollar门店从配送中心接收约92%/70%的库存。其它易腐消耗品、其他由供应商维护的陈列品由供应商或第三方分销商直接运送至门店
<b>Five Below</b>	截至2023年1月28日，与约1000家供应商合作，没有一家供应商占采购量的5%以上，从国内供应商采购约60%，没有长期供应协议或独家供应协议进行“机会型采购”（但大品牌的大批货则由总部统一对接采购）；采用货架服务型供应商，供应商在提供货源的同时协助门店陈列和补给商品	在美国有4座货运中心配送门店约85%商品，其余商品直接从供应商处运到门店，通常每周将商品从配送中心运送到商店1到4次。
<b>唐吉诃德</b>		从2000年开始采用“委托式库存”模式，委托供应商进行库存管理和配送，实现零库存风险，降低断货率
<b>名创优品</b>	截至2023年6月30日，共拥有1464家优质且经验丰富的供应商，包括全球知名美妆供应商莹特丽等	减去传统零售的多级分销体系，直接向优质供应商进行采购，构建极致短供应链；同时供应商将产品运送至仓储中心，公司通过第三方物流公司再将产品从仓库运送至各大门店
<b>大创</b>	2020年已与45个国家和地区的1400家制造商和8000家工厂合作，供应商超过50%来自于中国大陆几乎所有的产品都是在日本总部进行规划和开发的，并在世界各地的无印良品商店销售相同的产品，但在加快中国大陆和越南的产品开发	截至2023年2月28日，全球仓库面积约为826446平方米，全球共有25座配送中心，其中日本本土8座，中国7座
<b>无印良品</b>		根据产品特性在日本和海外设立配送中心，实现了高效的配送仓库运营；并扩大仓库作为产品回收升级的基地
<b>Dollarama</b>	截至2023年1月29日，供应商1260家，来自超25个国家，海外以中国为主。最大的供应商仅占约6%，前十大供应商占比约27%，前25大供应商占比约43%，且不与供应商订立长期采购合约	截至2023年1月29日，配送和仓储面积270万平方英尺，包括7个仓库和1座配送中心，集中分布在蒙特利尔地区

资料来源：公司官网、公司公告、Live Japan 官网、浪潮新消费、36氪、国信证券经济研究所整理

### ➤ 拓宽产品价格带增强盈利能力

**为保证品牌盈利能力，各大零售商通过提价、推出高价新品牌等方式带动整体价格带提升。**如**Dollar Tree**已于2022财年成功将“1美元”定位过渡到“1.25美元”定位，并推出Dollar Tree Plus计划，以3美元，5美元的价格点提供额外产品。**Dollarama**虽仍定位为“1加元”店，但截至2023年7月31日季度，高于1.25加元的产品已经贡献了82.7%的销售额，产品价格整体小幅上涨。**大创**通过推出THREEPPY、Standard Products等300日元价格带新品牌，提升盈利能力。

Dollar General 从 2022 年开始,持续扩张定位于较高收入家庭的 pOpsheIf 门店,销售毛利较高的非消耗品。

表7: 部分折扣零售公司产品价格带

	价格带
Dollar General	有超过 2000 种 1 美元或更低价商品, 一般不超过 10 美元
Dollar Tree	Dollar tree 主要以 1.25 美元的固定价格点提供商品, 并以 3 美元, 4 美元和 5 美元的价格点提供额外产品; Family dollar 商品价格一般为 1 美元-10 美元
Five Below	大多数商品的价格在 1 美元到 5 美元之间, 少数超过 5 美元
唐吉诃德	标准产品比便利店等渠道便宜 10%-30%, 特价商品(尾货、临期品)为正价的 50%或更低
名创优品	名创优品品牌 95%以上的产品单价低于 50 元; TOP TOY 品牌实施阶梯式定价, 从 59 元到上万元价格带全覆盖
大创	主品牌大创在 100 日元左右, 子品牌多为 300 日元左右
无印良品	主流服饰 1500-9000 日元、美妆个护 1000-2000 日元; 厨具百货 200-1000 日元; 食品 300-1000 日元; 家具 500-180000 日元
Dollarama	价格带在 0.87-5.00 加元, 2023 年 4 月 30 日至 7 月 31 日期间, 82.7%的销售额来自价格高于 1.25 美元的产品, 去年同期为 78.9%

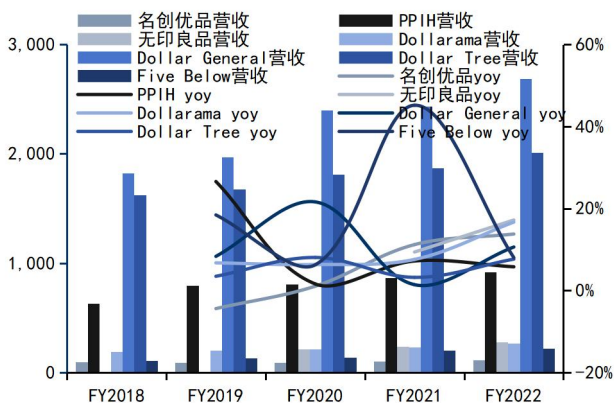
资料来源: 公司官网、公司公告、36 氪、国信证券经济研究所整理

## 财务分析: 整体业绩近年均稳步增长, 盈利能力存在分化

### 业绩表现

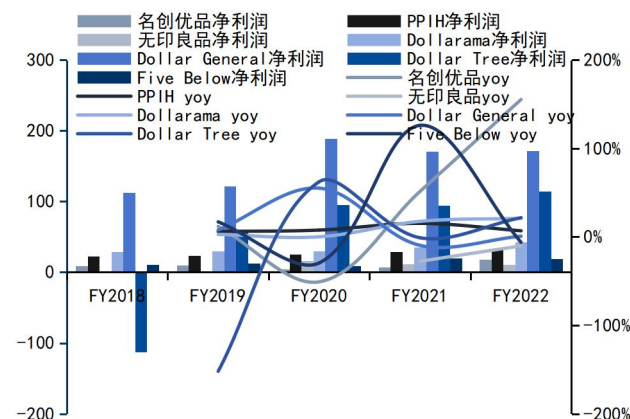
各零售商均有所受益于疫情后市场消费的回暖以及门店的扩张, 营业收入实现稳步复苏增长。从营收规模来看, Dollar General/Dollar Tree 规模优势明显, 截至最新财年营业收入分别为 2690.3 亿元/2014.0 亿元, 分别同比+10.6%/+7.6%; 归母净利润分别为 171.7 亿元/114.8 亿元, yoy+0.7%/+21.7%。名创优品/无印良品/Dollarama/Five Below 规模较小, 营收分别为 114.7 亿元/275.9 亿元/267.1 亿元/218.7 亿元, 分别同比+13.8%/+17.2%/+16.7%/+8.0%。

图18: 各零售商营业收入及增速 (单位: 亿人民币、%)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理, 注: 汇率采用 2 月 26 日收盘价。由于各公司财年对应的自然年度不同且财报公布时间存在差异, 选取最近五年的数据进行对比, 其中名创优品和 PPIH 为截至 2023 年 6 月 30 日, 无印良品为截至 2023 年 8 月 31 日, 其他公司为截至 2023 年 1 月底左右

图19: 各零售商归母净利润及增速 (单位: 亿人民币、%)



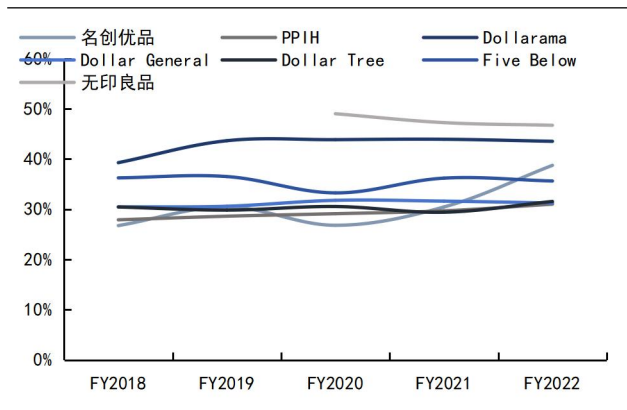
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理, 注: 汇率采用 2 月 26 日收盘价。由于各公司财年对应的自然年度不同且财报公布时间存在差异, 选取最近五年的数据进行对比, 其中名创优品和 PPIH 为截至 2023 年 6 月 30 日, 无印良品为截至 2023 年 8 月 31 日, 其他公司为截至 2023 年 1 月底左右

### 盈利能力

盈利能力方面, 无印良品和 Dollarama 毛利率显著高于可比公司, 分别为

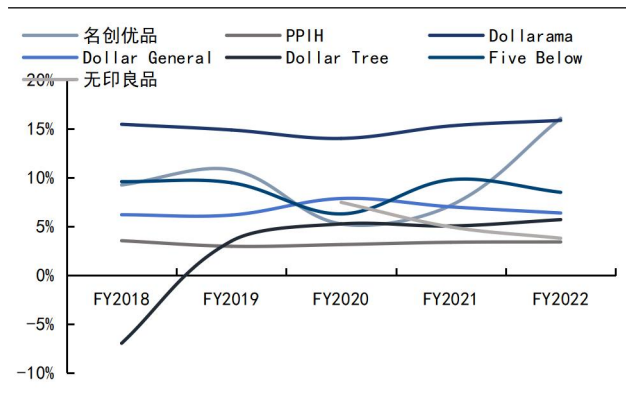
46.7%/43.5%，其中无印良品主要由于整体价格带较高，而 Dollarama 受益于其强大的直接采购能力，同时避免不必要的品牌或包装产生的额外成本，实现较高的毛利率水平；名创优品受益于国内名创品牌升级推新、海外高毛利直营收入占比提升以及 TOP TOY 品牌的组合优化，23 财年毛利率提升明显；而 Dollar General 由于产品成本上升、毛利较低的消耗品占比上升等导致毛利率有所承压。

图20: 各零售商毛利率情况 (单位: %)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理, 注: 汇率采用 2 月 26 日收盘价。由于各公司财年对应的自然年度不同且财报公布时间存在差异, 选取最近五年的数据进行对比, 其中名创优品和 PPIH 为截至 2023 年 6 月 30 日, 无印良品为截至 2023 年 8 月 31 日, 其他公司为截至 2023 年 1 月底左右

图21: 各零售商净利率情况 (单位: %)

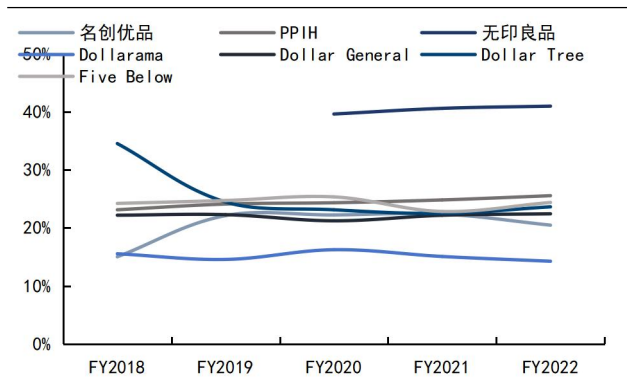


资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理, 注: 汇率采用 2 月 26 日收盘价。由于各公司财年对应的自然年度不同且财报公布时间存在差异, 选取最近五年的数据进行对比, 其中名创优品和 PPIH 为截至 2023 年 6 月 30 日, 无印良品为截至 2023 年 8 月 31 日, 其他公司为截至 2023 年 1 月底左右

**费用率方面**, 名创优品由于经营杠杆释放带动 SG&A 费用率同比下行 1.9pct; Five Below 规模优势欠缺以及门店扩张导致费用率同比上升 1.6pct; 而无印良品由于人工费及开店费用较高, 叠加日元贬值和原料价格上升, 导致 FY2022 年 SG&A 费用率高达 41.0%/yoy+0.4pct, 并有提升趋势。

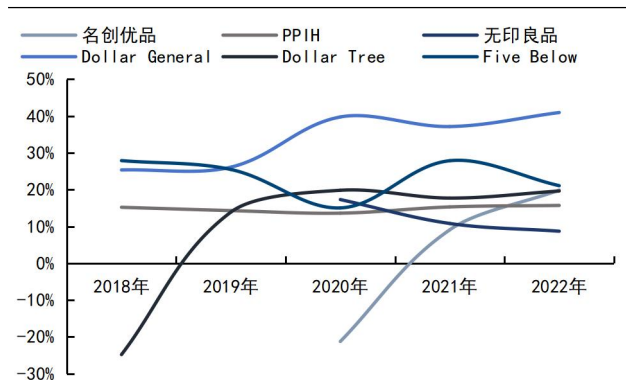
**净资产收益率 (ROE) 方面**, Dollar General 受到较高的权益乘数影响, ROE 最高为 40.9%; 其次为名创优品/Dollar Tree/Five Below, ROE 分别为 22.2%/19.6%/21.1%, 其中名创优品受益于净利率的快速增长带动 ROE 大幅提升; PPIH/无印良品 ROE 最低, 分别为 15.7%/8.7%。

图22: 各零售商 SG&A 费用率情况 (单位: %)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理, 注: 汇率采用 2 月 26 日收盘价。由于各公司财年对应的自然年度不同且财报公布时间存在差异, 选取最近五年的数据进行对比, 其中名创优品和 PPIH 为截至 2023 年 6 月 30 日, 无印良品为截至 2023 年 8 月 31 日, 其他公司为截至 2023 年 1 月底左右

图23: 各零售商 ROE 情况 (单位: %)



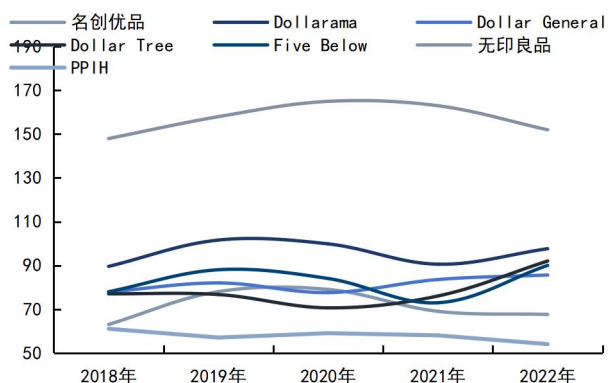
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理, 注: 汇率采用 2 月 26 日收盘价。由于各公司财年对应的自然年度不同且财报公布时间存在差异, 选取最近五年的数据进行对比, 其中名创优品和 PPIH 为截至 2023 年 6 月 30 日, 无印良品为截至 2023 年 8 月 31 日, 其他公司为截至 2023 年 1 月底左右

➤ 营运能力和现金流

营运能力和现金流方面，名创优品受益于高效供应链存货周转速度较快，存货周转天数 68 天，Dollararama/Dollar General/Dollar Tree/Five Below 分别 98 天/86 天/92 天/90 天，同比+7 天/+2 天/+16 天/+17 天；

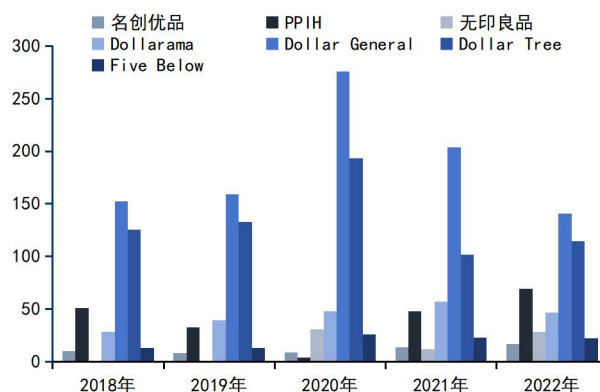
经营性现金流量净额和公司规模成正相关，名创优品/PPIH/无印良品/Dollararama/Dollar General/Dollar Tree/Five Below 分别为 16.7 亿元/65.5 亿元/26.8 亿元/45.9 亿元/141.1 亿元/114.8 亿元/22.4 亿元，同比+18.5%/45.0%/142.1%/-18.5%/-30.8%/+12.8%/-4.0%。

图24: 各零售商存货周转天数（单位：天）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理，注：汇率采用 2 月 26 日收盘价。由于各公司财年对应的自然年度不同且财报公布时间存在差异，选取最近五年的数据进行对比，其中名创优品和 PPIH 为截至 2023 年 6 月 30 日，无印良品为截至 2023 年 8 月 31 日，其他公司为截至 2023 年 1 月底左右

图25: 各零售商经营性现金流量净额（单位：亿人民币）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理，注：汇率采用 2 月 26 日收盘价。由于各公司财年对应的自然年度不同且财报公布时间存在差异，选取最近五年的数据进行对比，其中名创优品和 PPIH 为截至 2023 年 6 月 30 日，无印良品为截至 2023 年 8 月 31 日，其他公司为截至 2023 年 1 月底左右

## 深度复盘：大创、唐吉诃德及美元树三大头部品牌的发展历程探析

通过前文分析，低价折扣企业发展均有着类似的社会背景及成熟后的商业模式，但其发展历程以及经营策略切入点仍有较为明显的个体差异，因此下文我们选取大创、唐吉诃德以及美元树三大头部零售商代表，进行更为详细的拆解分析。

### 大创（DAISO）：日本知名百元店连锁零售公司

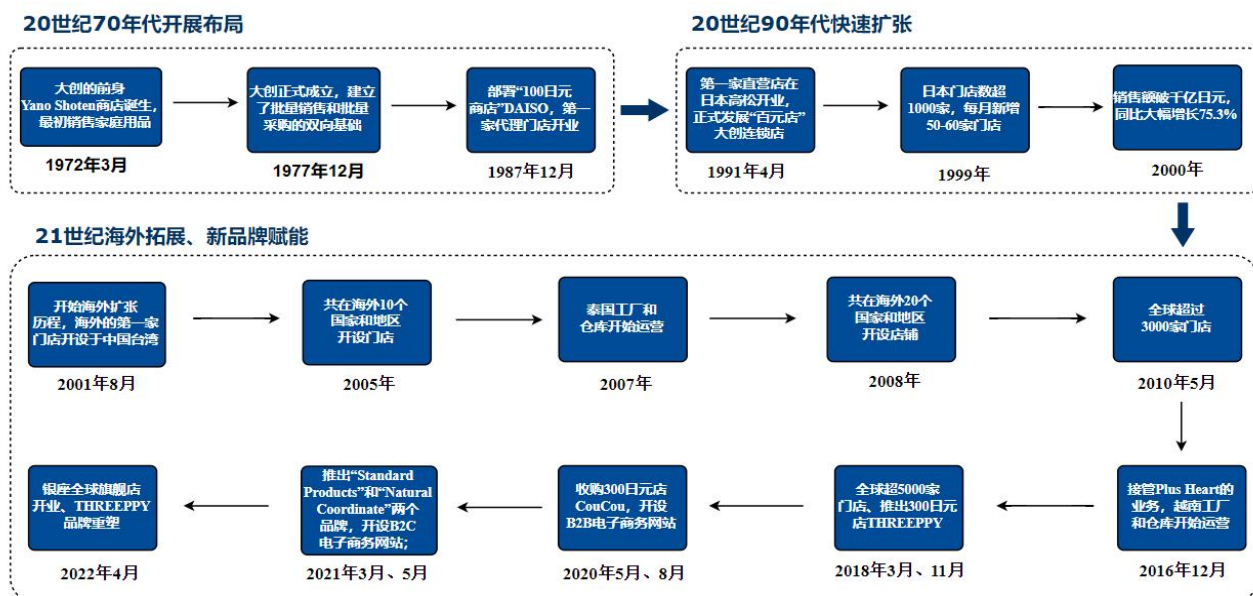
#### 发展历程：顺应时代经济周期展开百元店布局

大创诞生于 20 世纪 70 年代，大创创始人矢野博丈最早是以卡车进行移动销售的方式销售品牌残次品/尾货，所有商品限定期间销售，让消费者保持新鲜感。在利用前期移动售卖吸引转化大量消费者后，大创于 1987 年开设第一家代理门店，并于 1991 年在日本高松开设第一家直营店，正式开启大创连锁店模式。

进入 90 年代初房地产和股市泡沫破灭，日本经济长期处于停滞阶段，消费者进一步回归理性，淡化品牌效应，追求高性价比商品和服务。在此背景下，大创以极具性价比的产品优势迅速占领日本市场。凭借采购的规模效应和与全球供应商深度合作，不断降低供应链成本，同时快速在全国拓店，利用薄利多销的销售方式迅速占领市场。据 36 氪数据显示，1998 年大创门店超 1000 家，年销售额 818 亿日元，市场份额达 53.3%，成为日本百元店行业榜首。

21 世纪开始海外扩张，并不断扩充新品牌增添活力。2001 年 8 月，大创在中国台湾合资开设第一家海外门店，以此开启大创海外扩张历程。截至 2023 年 9 月 30 日，大创全球共有 5247 家门店，涵盖 26 个国家和地区。同时为了深入不同细分市场，大创自 2016 年以来接连推出 Plus Heart、THREEPPY、Standard Products 等众多新品牌，增强市场竞争力。

图26：“大创产业”发展历程

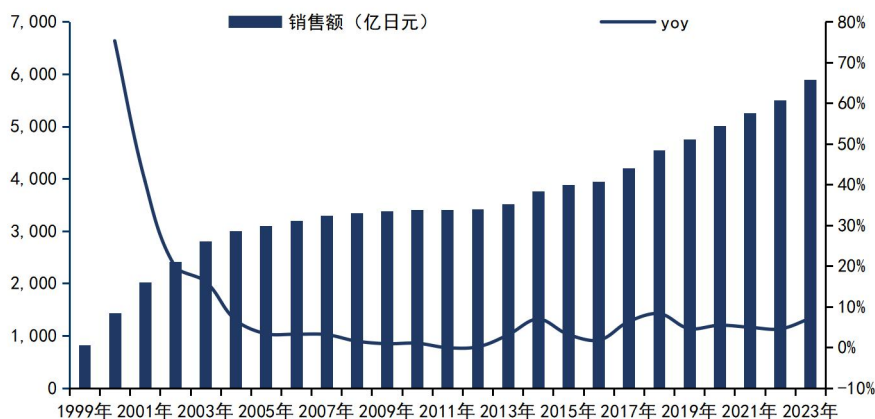


资料来源：DAISO 官网、公司公告、国信证券经济研究所整理

➤ 公司简介：稳居日本百元店销售龙头

整体来看，大创产业在 20 世纪 90 年代经历快速成长，虽然进入 21 世纪后，在高基数影响下增速有所放缓，但 2017 年后受益于性价比消费再度走热，增速逐渐回升，2017-2023 年销售额复合增长率达 5.8%，带动公司 FY2023 财年销售额达 5891 亿日元/yoy+7.1%。截至 2022 年 2 月 28 日，公司在日本本土百元店行业销售份额占比高达 62%，稳居榜首。

图27：“大创产业”销售额



资料来源：公司官网、公司公告、国信证券经济研究所整理

门店网络遍布全球，日本本土占比最高。截至 2023 年 9 月 30 日，大创在全球 26 个国家和地区共开设 5247 家门店，其中日本本土 4280 家，占比 81.6%；海外门店 967 家，分布以亚洲（不包含日本）和南美洲为主，分别为 577 家/148 家，占比分别为 11.0%/2.8%。

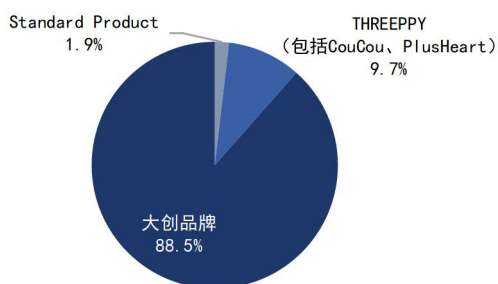
表8：“大创产业”门店分布（截至 2023 年 9 月 30 日）

序号	国家/地区	直营店	代理门店	合资公司	合计
1	日本	3418	862		4280
2	美国	101	4		105
3	加拿大	4			4
4	巴西	56	92		148
5	中国大陆	5	25		30
6	中国香港		84		84
7	中国澳门		14		14
8	中国台湾	91			91
9	泰国	91	2		93
10	马来西亚		68		68
11	菲律宾			93	93
12	新加坡	45			45
13	越南		17		17
14	印度尼西亚		15		15
15	蒙古		13		13
16	柬埔寨		6		6
17	老挝		1		1
18	印度		7		7
19	澳大利亚		39		39
20	新西兰		3		3
21	阿联酋		50		50
22	科威特		8		8
23	卡塔尔		13		13
24	巴林		1		1
25	沙特阿拉伯		16		16
26	阿曼		3		3

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

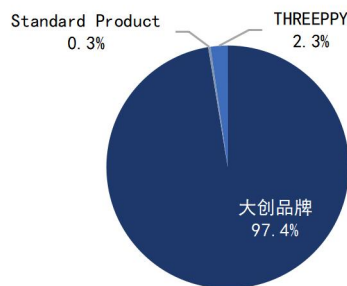
**本土海外门店模式各有侧重。**公司门店分为直营、代理和合资公司三类。日本本土以直营为主，截至 2023 年 9 月 30 日，直营店 3418 家，占比 79.9%；海外直营和代理并重，直营店/代理门店分别为 393 家/481 家，占比 40.6%/49.7%。分品牌来看，大创品牌仍为主导，在日本本土/海外分别占比 88.5%/97.4%。

图28：日本本土门店占比（分品牌）



资料来源：公司官网、国信证券经济研究所整理

图29：海外门店占比（分品牌）

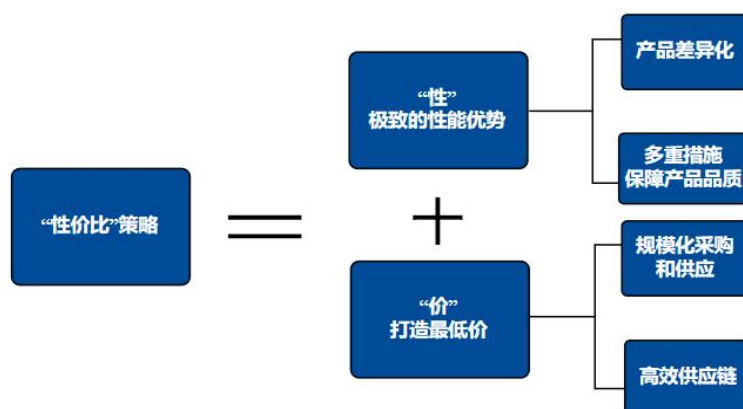


资料来源：公司官网、国信证券经济研究所整理

### ➤ 发展策略：极致性价比策略成为运营基石

大创极致性价比策略的成功实施来自于两方面，一方面通过设计制造差异化产品，并通过多重要求确保产品品质，将产品的“性能”做到极致；另一方面通过规模化经营和不断优化供应链效率，将产品的“价格”压到最低。

图30: 大创的“性价比”策略

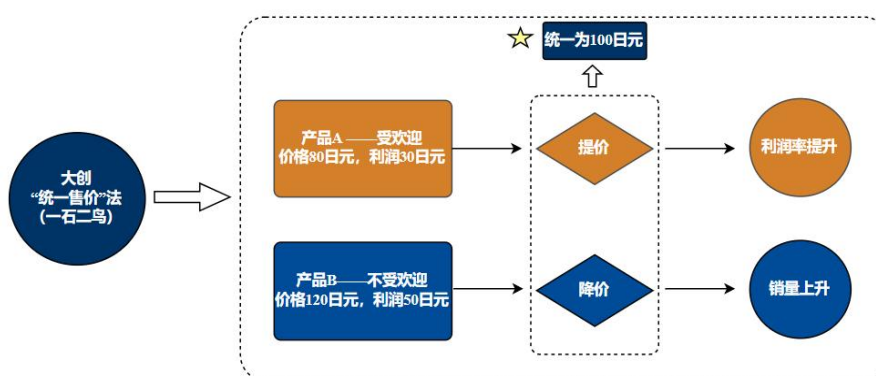


资料来源：公司官网、公司公告、国信证券经济研究所整理

**高品质独有商品提供基础保障。**大创严格筛选合作供应商，且十分重视产品流通后的品质管理，多方位保证产品的高品质。同时大创利用特有产品的差异化战略和高频的上新速度深度吸引消费者。**截至 2023 年 2 月 28 日，大创 76000 个 sku 中约 90% 为自研，且每月更新约 1200 个 sku，推新重点在百元以下的市场热点产品，如 23 年钓鱼用具和户外装备的热卖均体现出公司灵活应变产品推新策略。**

**品类搭配销售策略保证整体实现盈利。**大创对于产品品质严格把握，基础产品的核心销售策略在于薄利多销，通过批量售卖低利润产品完成销售额的快速提升。同时大创巧妙利用统一定价策略，通过高品质低毛利甚至亏损商品进行引流后，连带高利润品类销售实现整体盈利，据龙夫在《日本百元连锁店怎样“发财”》中介绍，大创产品毛利率在 5%-50% 不等，跨度较大，平均则约为 20%-30%。

图31: 大创“统一售价”法



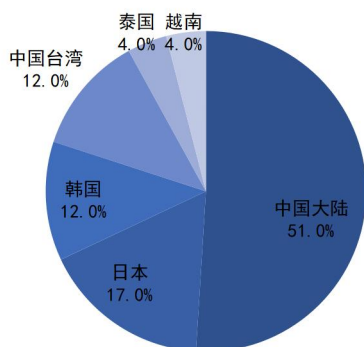
资料来源：《从百元店的经营来看中国零售业的现状及其发展》、国信证券经济研究所整理

**规模化经营降低成本。**公司通过规模化采购与 OEM 生产商进行深度合作，甚至主动投资某些关键厂商以确保成本优势。据 Live Japan，2020 年大创已与 45 个国家和地区的 1400 家制造商和 8000 家工厂展开合作。根据浪潮新消费，依托中国市场的低廉成本，目前大创供应商超过 50% 来自于中国大陆，主要日常消费品均有涉及，日本、韩国代工厂则主要生产卫生用品和文具。

**物流配送网络支撑高速运转。**据公司官网，截至 2023 年 2 月 28 日，全球共有 25

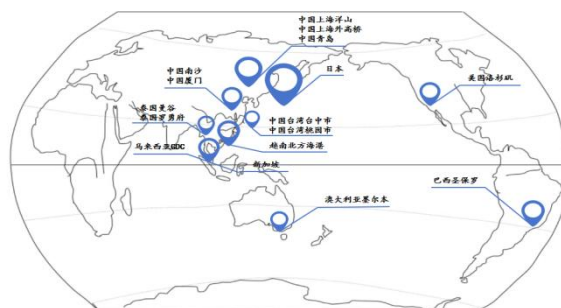
座配送中心，其中日本本土 8 座，面积达 465783 平方米，中国 7 座，分布在内地和台湾，规划合理的配送中心网络为产品快速、安全抵达遍布全球的广泛门店保驾护航，同时保证了全球物流配送效率。

图32：“大创产业”供应商分布地



资料来源：浪潮新消费、国信证券经济研究所整理

图33：“大创产业”物流配送中心分布



资料来源：公司官网、国信证券经济研究所整理

**精细化运营进一步降低成本带动盈利能力提升。**为了保证运营效率最大化，公司从多方面入手进行提质增效。1) **门店运营**：目前大创主要以直营方式进行拓店，为了避免完全从头开始所需的大量人力物力，大创经常选择接手因经营不善而倒闭的店铺，并尽可能在已有装修基础上进行二次发挥完善，有效降低租金、装修等店面成本；2) **人员管理**：公司通过压缩正式员工比例，大量雇用兼职人员降低人工成本。公司一家门店通常来说正式员工只有店长一人，其他全为兼职人员。

**高价位新品牌赋能第二曲线发展。**“大创产业”自成立以来依托“大创 DAISO”销售 100 日元为主流价位带的商品，为公司主要收入来源。而为了公司长期发展，公司一方面逐步在“大创 DAISO”门店内上新具有更高附加值的 100 日元以上商品，逐渐突破固有价格带定位。

另一方面，通过锚定特定消费群体，推出 THREEPPY、Standard Products 等 300 日元价格带新品牌。其中 THREEPPY 主打设计可爱、色彩丰富的杂货商品，深受年轻女性消费者喜爱；Standard Products 专注于环境友好型和日本传统工艺商品，通过商品的新颖性和高附加值为高溢价赋能。大创利用更丰富的产品和店铺类型，自然过渡提升原有价格带，大幅优化公司盈利能力。

表9：“大创产业”子品牌介绍

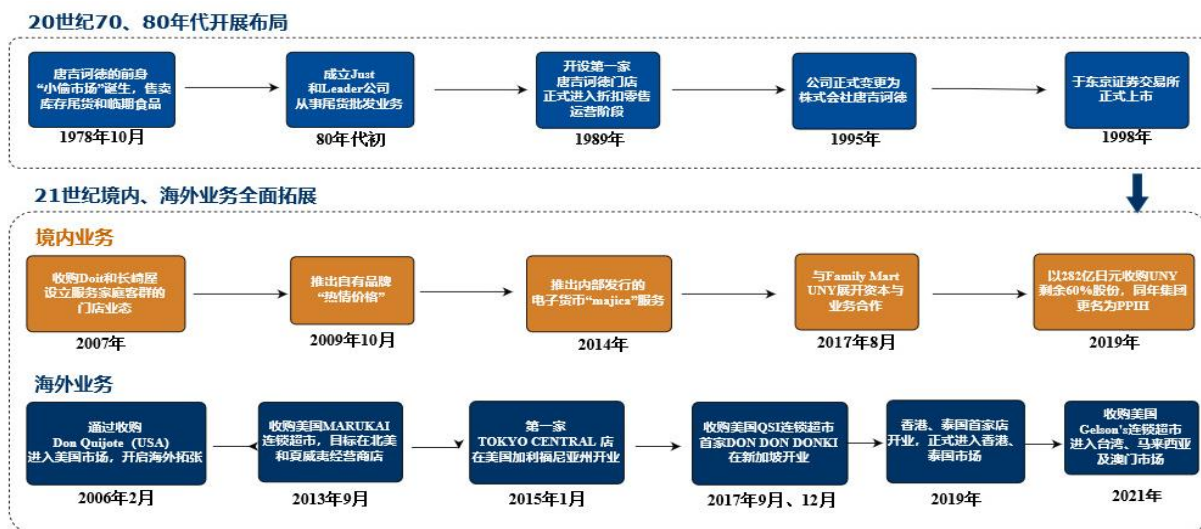
名称	简介
Plus Heart	2016 年 12 月开始接管 Plus Heart 的业务，是一家 300 日元生活杂货店。
THREEPPY	2018 年 11 月推出，以“可爱如我”为概念，对标 20-40 岁女性，主要提供原创产品，产品价格在 300 日元左右。截至 2023 年 2 月 28 日，提供 2400 个 sku。
GouGou	2020 年 5 月推出，是一家对标女性顾客的杂货店，产品以原创为主，价格在 300 日元左右。
Standard Products	2021 年 3 月推出，提供餐具、生活用具等，强调国产和环境友好，价格在 300-1100 日元，定位中高端市场人群。截至 2023 年 2 月 28 日，提供 2000 个 sku。
Natural Coordinate	2021 年 3 月推出，主要提供餐具、厨房工具、客厅用品、使用其他天然材料和暖色的生活空间用品，价格在 110-770 日元，以 110 日元为主。截至 2023 年 2 月 28 日，提供约 2000 个 sku。

资料来源：公司官网、公司公告、旅日侨网、流通革新、国信证券经济研究所整理

## 唐吉诃德：日本软折扣零售头部企业

正如前文所述，同样在日本 20 世纪 70 年代性价比消费开始崛起期间，唐吉诃德创始人安田隆夫于 1978 年 10 月在东京西荻洼开设了唐吉诃德的前身：一家名为“小偷市场”的 18 坪杂货店，售卖库存尾货和临期食品，并分别于 1980 年和 1982 年成立 Just 公司和 Leader 公司从事尾货批发业务。在日本经济泡沫尾期 1989 年，安田隆夫于东京都府中市开设第一家唐吉诃德门店，正式进入折扣零售运营。1995 年公司变更为唐吉诃德株式会社，并于 1998 年上市并开启日本全国扩张。

图34：唐吉诃德发展历程

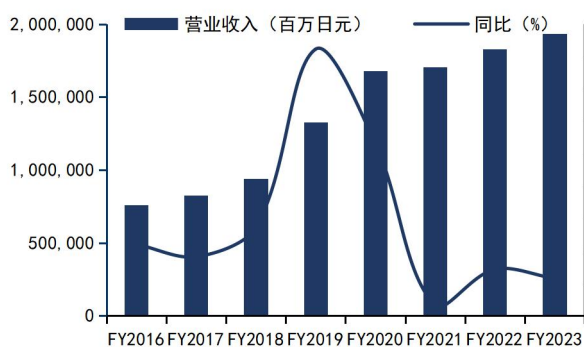


资料来源：公司官网、公司公告、国信证券经济研究所整理

### 公司简况：连续 34 年业绩稳定增长

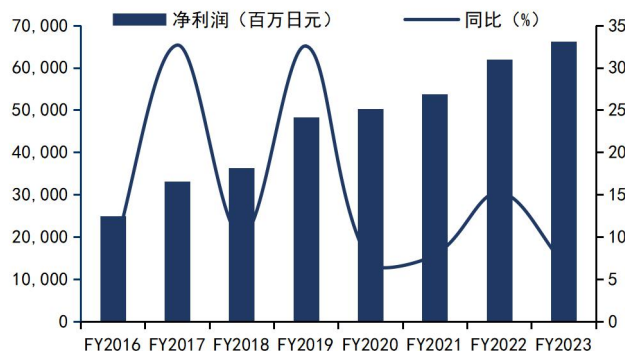
自 1989 年开设第一家门店以来，公司已连续 34 年实现营收和营业利润的增长。2023 财年公司实现营收 1.9 万亿日元 /yoy+5.76%，净利润 661.7 亿日元 /yoy+6.85%，同时公司通过提高毛利率及加大费用管理，带动营业利润率首次超过 5%。预计在 2024 财年实现销售额 20621 万亿日元，营业利润率达 5%，以此实现 2030 年利润 2000 亿日元的中长期目标。

图35：公司营业收入及增速



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理，注：FY2023 指 2022 年 7 月 1 日至 2023 年 6 月 30 日，其他年份同理。

图36：公司净利润及增速



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理，注：FY2023 指 2022 年 7 月 1 日至 2023 年 6 月 30 日，其他年份同理。

以本土市场为主，不断拓宽东南亚市场。截至 2023 年 6 月 30 日，PPIH 集团在全球 8 个国家共开设 718 家门店，其中日本本土 617 家，本土门店类型分为以唐吉诃德、MEGA 唐吉诃德、MEGA 唐吉诃德 UNY 和毕加索等门店为主的折扣店和以 APITA 门店为主的综合零售店两种类型；海外 101 家，主要分布在北美和亚洲（不包含日本），分别为 65 家/36 家，其中东南亚市场目前全为 DON DON DONKI 门店。

表10: PPIH 集团门店分布（截至 2023 年 6 月 30 日）

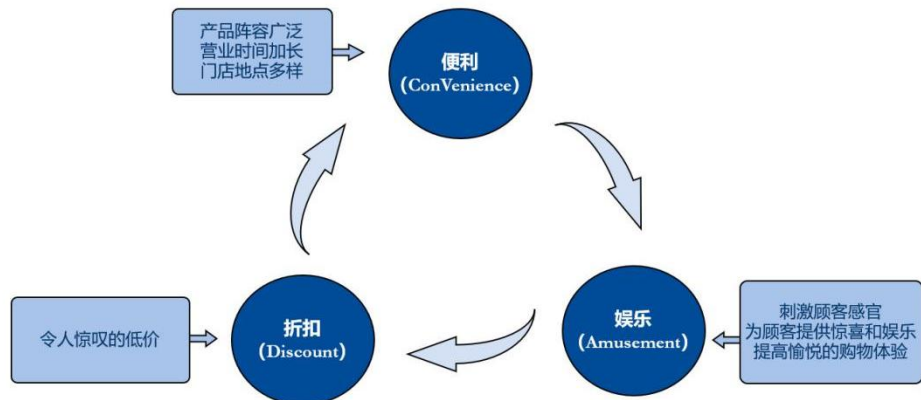
国家		门店类型	门店数量
本土	日本	唐吉诃德	250
		MEGA 唐吉诃德	140
		MEGA 唐吉诃德 UNY	63
		毕加索等	33
		APITA	131
本土合计		617	
海外	夏威夷	唐吉诃德	3
		MARUKAI	1
		Times	24
	加利福尼亚	MARUKAI	4
		TOKYO CENTRAL	6
		Gelson's	27
	台湾	DON DON DONKI	2
	澳门	DON DON DONKI	1
	新加坡	DON DON DONKI	15
	马来西亚	DON DON DONKI	3
	泰国	DON DON DONKI	6
	香港	DON DON DONKI	9
海外合计		101	
合计		718	

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

➤ 发展战略：产品精细化运营迭代，渠道多元化扩张

唐吉诃德依托 CV+D+A（便利+折扣+娱乐）的经营理念，精细化运营产品和门店两个维度。在产品端，通过折扣商品持续提高门店客流量。在门店端，设置超丰富的商品种类与实行夜间经营，使得消费者随时购买想要的商品，在提高客户便利性的同时培育客户粘性；压缩式陈列等门店空间设置增加购物趣味性，刺激客户兴趣，提供愉悦的购物体验。

图37: 唐吉诃德经营理念



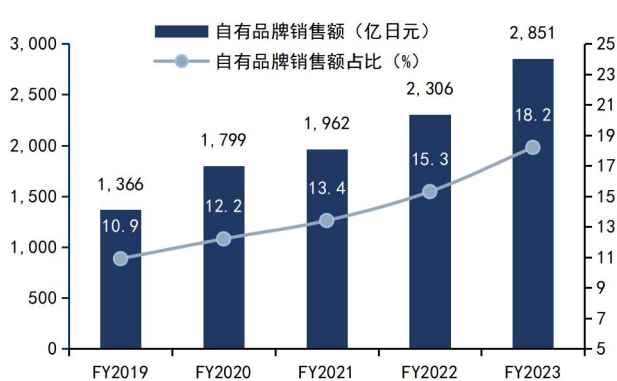
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

## 1) 产品端：高质低价产品持续引流，自有品牌占比不断提升

唐吉诃德以极低的产品价格强化消费者心中的低价形象，带动客流提升，以此连带销售高毛利尾货和自有产品，保持盈利水平。据启承资本数据，对于某些高复购率同时消费者价格敏感度高的 100-150 个特定 SKU，唐吉诃德会将价格控制在该地区的最低价。但随着高毛利尾货商品的货源稀缺性带来的供给不稳定，因此公司开始不断发展自有品牌产品，以此改善产品结构提升毛利率。

公司自 2009 年推出自有品牌“JONETZ”，并于 2020 年进行品牌重塑，更加强调产品新鲜感和客户至上，截至 2023 年 6 月 30 日，自有品牌产品占比达 18.2%，同比提升 2.9pct。而同时，据联商网数据，唐吉诃德的尾货产品占比自 2010 年的约 40%，已降低至目前的 30%。

图38：唐吉诃德自有品牌销售额及占比



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图39：公司自有品牌矩阵



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

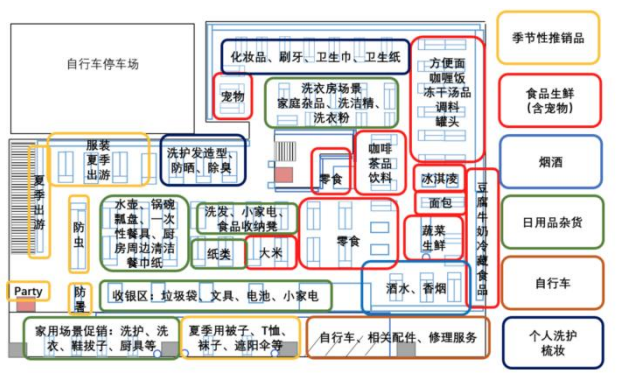
## 2) 渠道端：创新型门店管理实现效率最优解

**压缩式陈列营造“寻宝式”购物体验。**一般而言，唐吉诃德门店面积在 1000-3000 平方米，却容纳 4-10 万个 SKU，每平方米陈列 30-40 种商品，利用海量的商品冲击进店消费者，叠加生动的标签设计和欢快的背景音乐，不断弱化消费者理性思考能力，刺激冲动购物消费欲望。同时海量的商品难以一次性完成挑选，叠加 SKU 种类时常更换，不断强化消费者进店购物新奇体验，带动复购率上行。

**海量的商品看似杂乱无章，实际上唐吉诃德却利用消费者进店动线巧妙规划商品陈列方式。**例如，从唐吉诃德门店一层来看，超低价食品首先映入眼帘树立门店低价形象，单行道路线设计叠加相关目的性消费产品置于动线后半部，延长消费者停留时间，同时穿插相关高毛利冲动型消费产品刺激额外消费。

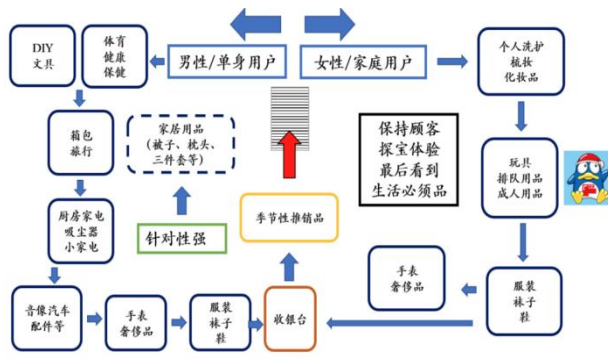
**在延长消费者动线的同时，提升特定消费群体的购物兴趣度。**唐吉诃德在进行商品陈列时，考虑到不同消费人群的偏好存在差异，通过将相关产品规划在同一动线上，以此增强进入该区域消费者的兴趣密度。如唐吉诃德门店的二层，通过在入口处利用极具引导性的商品快速区分不同消费群体，并引导其前往不同区域。

图40: 唐吉诃德一层商品陈列情况



资料来源: 启承资本、国信证券经济研究所整理

图41: 唐吉诃德二层商品陈列情况



资料来源: 启承资本、国信证券经济研究所整理

**多样化门店组合精细化运营, 扩大客户覆盖范围。**如下表所示, 考虑到不同类型消费者日常需求存在差异, 公司以此打造不同门店业态以满足不同需求。

表11: 唐吉诃德多样化门店

店铺类型	门店面积 (m²)	商品数量	产品组合特征	主要对标客户	
折扣店	唐吉诃德	1000-3000	40000-60000	娱乐和杂货店	单一客户等
	MEGA 唐吉诃德	3000-10000	40000-100000	服装、食品、家居必需品	家庭客户等
	唐吉诃德 UNY	4000-5000	50000-60000	服装、食品、家居必需品	家庭客户等
	MEGA 唐吉诃德 UNY	5000-13000	70000-100000	服装、食品、家居必需品	家庭客户等
	小型商店业态	300-1000	10000-20000	特定用品 (药妆店、便利店、迷你超市)	单一客户等
综合零售店	APiTA/APiTA Power	6000-15000	50000-80000	一般服装、食品和家居用品	家庭客户、老年人
	Piago/Piago Power/ Power Super Piago	1500-8000	20000-65000	食品、服装和家居用品	家庭客户、老年人
	Piago La:Foods Core	1000-3000	8000-10000	食品和日常家居用品	家庭客户、老年人
	U-Store	1200-1600	13000-20000	食品	家庭客户、老年人、单身群体

资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

**线上应用程序功能持续强化, 会员数量突破 1300 万。**公司 2014 年推出线上程序 majica 为唐吉诃德日本国内旗下门店提供购物下单支持。同时公司正进一步扩充 majica 的功能, 未来将集合媒体、结算、商品购买、商品检索、促销及信息推送等功能。2023 年通过 majica 付款的净销售额 4523 亿日元, 会员数突破 1300 万。

图42: 未来 majica 具备的功能



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图43: 唐吉诃德线上 majica 会员数量



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

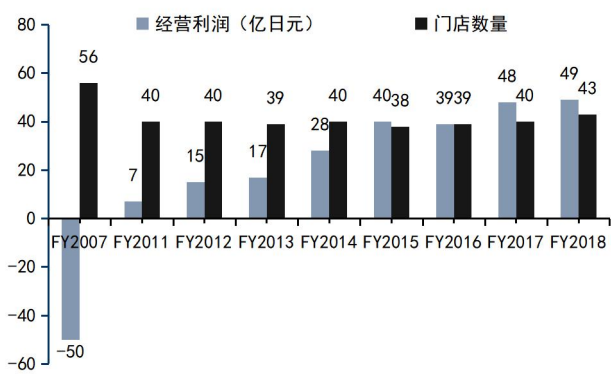
**授权门店经营自主权，考核要求具有统一性。**坚持门店分权是自公司成立以来一直坚持的准则，也是其核心优势。不同于传统日本企业的门店管理模式，**公司把产品的采购权、定价权、陈列权及销售权下放给门店员工**，使其能够根据客户需求及竞争对手的趋势，快速灵活地制定价格和产品的构成。据启承资本，门店端自主采购商品数约占 30%。但与此同时，公司对于各个门店的考核均以门店业绩为核心，以毛利率、销售额、周转率为考核指标，原则上要求不低于去年表现。

➤ **发展历程：收购驱动品类扩张，持续强化经营效益**

**1) 两次收购连锁零售业态，提升品类布局**

**2007 年收购 GMS 长崎屋。**长崎屋作为日本地方性 GMS 企业，受日本经济影响自 1990 年开始出现亏损，此后亏损逐渐扩大。唐吉诃德收购濒临破产的长崎屋后，利用其在生鲜类产品销售的多年积累和经验，不断扩充自身商品品类。同时将长崎屋现有门店升级改造成面向家庭客群的新业态“MEGA 唐吉诃德”，通过优化商品结构，将传统 GMS 主打的生鲜日杂扩张到全品类，SKU 数量也扩充至 6-10 万；引进唐吉诃德压缩式陈列和沉浸式娱乐体验等特有的运营方式，以此大幅度提升运营效率并实现差异化竞争，2011 财年长崎屋成功扭亏为盈。

图44: 长崎屋自 2011 财年开始扭亏为盈



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图45: UNY 改造后经营情况大幅改善

	改造前 (2018.07-2019.06)	改造后 (2019.07-2020.06)	增长率 (%)
25 家门店			
顾客数量 (万)	1510	1890	25%
销售额 (亿日元)	332	486	40%
毛利润 (亿日元)	75	102	36%

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

**2017 年起陆续收购连锁超市 UNY, 2019 年 1 月全资控股旗下所有门店。**UNY 为 1950 年成立的日本龙头连锁超市，在日本中部及关东地区经营 230 多家购物中心和超级市场、5000 家便利店及 1500 家专卖店。2016 年全家以 1710 亿日元全资收购 UNY，2017 年唐吉诃德收购 UNY 40% 股份，双方以“MEGA Don Quijote UNY”品牌联合运营，较原有店铺布局，新品牌加大唐吉诃德自身高毛利非食品类产品占比，并延续其标志性产品陈列方式，改造后的 25 家门店年销售额较改造前增长 40%，毛利提高 36%，经营情况大幅改善。

2019 年，唐吉诃德与全家展开深度合作，唐吉诃德以 282 亿日元收购 UNY 剩余 60% 股份，至此唐吉诃德实现接手全家综合超市业务，并预计 5 年内完成 100 家门店的改造升级；与此同时全家以 2119 亿持股唐吉诃德 20.17% 股份，成为第一大股东，同年唐吉诃德宣布正式更名为“Pan Pacific International 控股”。

唐吉诃德多次收购连锁超市业态，一方面补充自身食品类等商品竞争力，入局生鲜赛道；另一方面，连锁超市业态也给予唐吉诃德以高频商品和优异地理位置的赋能，带动坪效、存货周转率、利润率等运营指标持续提升。

**2) 海外扩张：多门店模式构成出海战略**

2006年唐吉诃德通过收购日本大荣的美国业务DQUSA开始海外市场开拓，并陆续收购Marukai、QSI、高档超市Gelson's等连锁超市扩大在美国版图布局，截至2023年6月30日，唐吉诃德在美国共有65家门店，集中于加利福尼亚和夏威夷地区。同时，公司也不断入驻东南亚、中国香港、中国台湾等国家和地区开设主打日本产品和日式餐饮的DON DON DONKI门店，截至2023年6月30日，海外DON DON DONKI门店共36家，并据联商网，DON DON DONKI单店面积约2000-2500平米，SKU约12000-15000个。

## 美元树（Dollar Tree）：美国“一元店”龙头

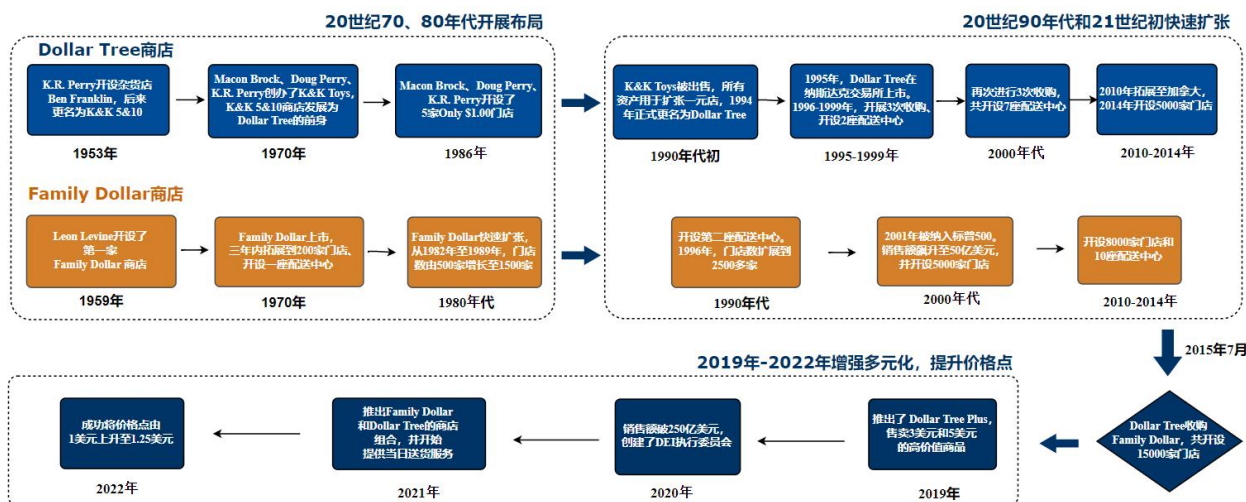
### 发展历程：诞生于滞胀时代，收购扩张夯实龙头地位

1970年K.R. Perry在美国东海岸开设130多家Dollar Tree商店的前身杂货店K&K，并于1986年联合另外两位创始人开设了5家Only \$1.00门店，正式开始1美元商店的运营。如前文所述，在上世纪七十年代美国陷入“滞胀”危机的社会背景下，承载美国大量贫民和低收入人口日常购物需求，Dollar Tree实现快速扩张，于1989年门店数量增长至1500家。

顺应时代背景实现快发展，积极收购实现扩张。1) 20世纪90年代，公司顺应经济背景进行3次门店收购并开设2座配送中心。2) 21世纪初，美国互联网泡沫破裂，家庭负债比率逐步攀升，高额债务负担加速压缩居民消费，经济的持续不确定性让消费者愈加趋于保守。Dollar Tree利用其定位于中低收入人群的性价比属性，在此期间持续收购扩张，于2004年将门店拓展至美国48州，2007年销售额达32.9亿美元。3) 次贷危机后，美国民众消费思维更趋于保守，更加喜爱低价优质的产品，政府也通过改革《消费者保护法》、《破产法》等重大法律，在政策端促进消费信贷市场的健康发展。2010年，Dollar Tree通过收购86家Dollar Giant将门店扩展到加拿大，迈出海外拓展步伐。

2015年7月，Dollar Tree收购最大竞争对手Family Dollar，门店总规模扩大到15000家。同时为提升盈利能力和扩大客群范围，2019年推出Dollar Tree Plus，售卖3美元、5美元高价值商品。2022年，受到疫情后通货膨胀、采购运输成本增加的影响，将价格点成功由1美元过渡到1.25美元，促进业务的正常发展。

图46: Dollar Tree 发展历程



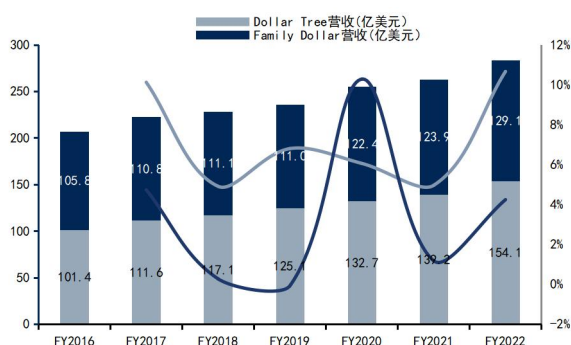
资料来源：公司官网、公司公告、国信证券经济研究所整理

➤ 公司简介：北美折扣店巨头，门店数量极具优势

公司由 Dollar Tree 和 Family Dollar 两大品牌贡献主要收入。Dollar Tree 品牌和 Family Dollar 品牌具有一定互补性，Dollar Tree 主要在郊区为各类收入水平人群提供服务，Family Dollar 在城乡为低收入人群提供服务，二者的结合增加了公司的客群广泛度和国民度。2022 年 Dollar Tree 品牌/Family Dollar 品牌分别实现营收 154.1 亿美元/129.1 亿美元，同比增加 10.7%/4.2%。

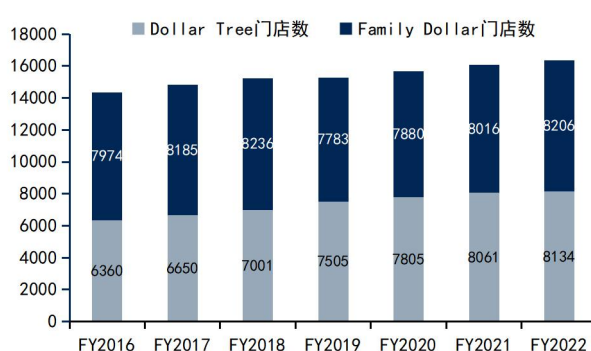
门店采取全直营模式，遍及美国和加拿大。截至 2023 年 1 月 28 日，公司在全美经营 16096 家门店，其中 Dollar Tree/Family Dollar 分别为 7890/8206 家；在加拿大经营 244 家 Dollar Tree 门店。公司门店数量极具优势，仅次于 Dollar General，且仍有一定拓展空间。

图47: Dollar Tree 和 Family Dollar 营业收入及增速



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

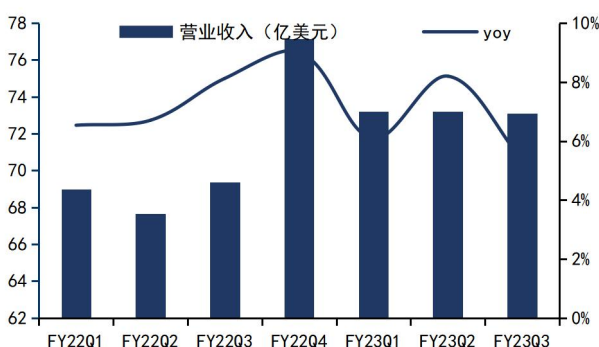
图48: 公司门店数



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

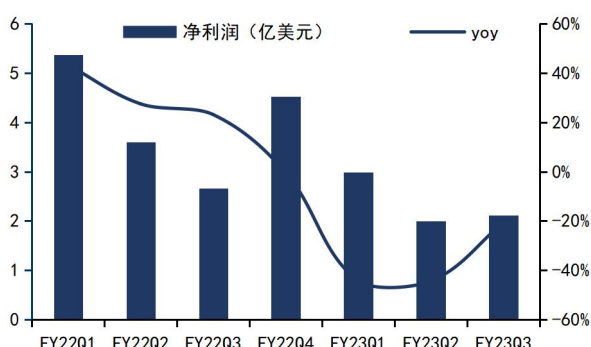
公司营收稳定增长，净利润有所承压。公司 FY23 前三季度（截至 2023 年 10 月 28 日）实现营收 219.5 亿美元/yoy+6.5%，净利润 7.1 亿美元/yoy-38.8%。公司营收呈现小幅度上涨，主要受益于客流量的增加，前三季度客流提升 5.7%，公司净利润受到库存和采购成本增加以及低毛利消耗品占比增加等影响而有所承压。

图49: 公司营业收入及增速



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图50: 公司净利润及增速

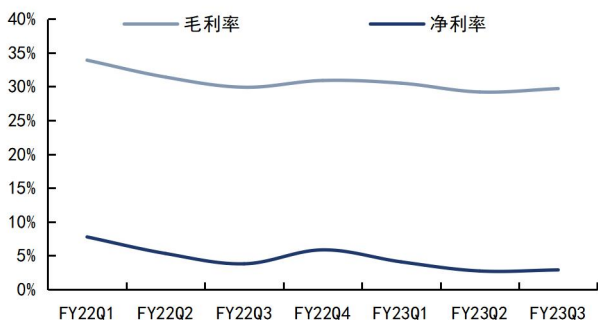


资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

受到库存增加和物价上涨等影响，盈利能力有所承压。FY23Q3 公司毛利率/净利率分别为 29.7%/2.9%，同比-0.2pct/-0.9pct。盈利能力承压主要由于疫情期间增加库存导致疫后库存成本增加，同时受经济环境影响，低毛利消耗品销售占比增加，其中 Dollar Tree/Family Dollar 低毛利消耗品收入分别同比增长 2.2%/2.9%。费用率方面，公司 FY23Q3 SG&A 费用率为 25.7%/yoy+1.3pct，主要

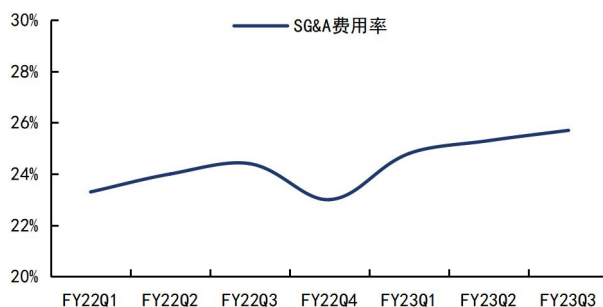
由于人工成本以及对门店装修和改进成本的增加。

图51: 公司毛利率、净利率



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图52: 公司 SG&A 费用率



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

➤ 产品策略: 丰富的商品供给, 多价格战略扩大客群范围

**丰富且高品质商品及新奇购物体验吸引客流。**公司商品大多来自高质量制造商的直接采购或自有品牌, 同时叠加 10%左右的尾货和促销商品, 截至 2023 年 1 月 28 日, Dollar Tree 商店/Family Dollar 商店分别提供 8000 个 SKU/7600 个基本 SKU 叠加季节性变动 SKU, 且 Dollar Tree 以提供“狩猎快感”的购物体验而闻名。

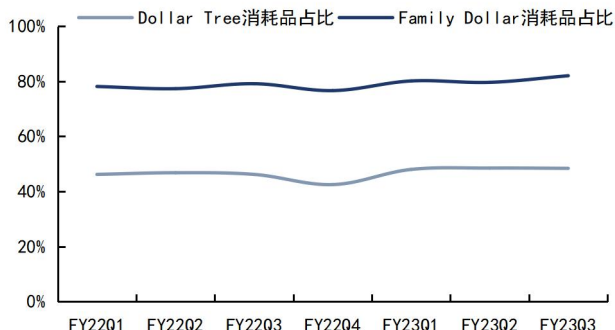
表 12: 公司主要商品品类

品牌	定位	商品品类
Dollar Tree 品牌	提供“狩猎快感”的购物体验	消耗品、多样化商品和季节性商品, FY23Q3 分别占比 48.4%、43.6%、8%
Family Dollar 品牌	邻里折扣店	消耗品、家居用品、服装和配饰、季节性和电子产品, FY23Q3 分别占比 82%、6.5%、4.7%、6.8%

资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

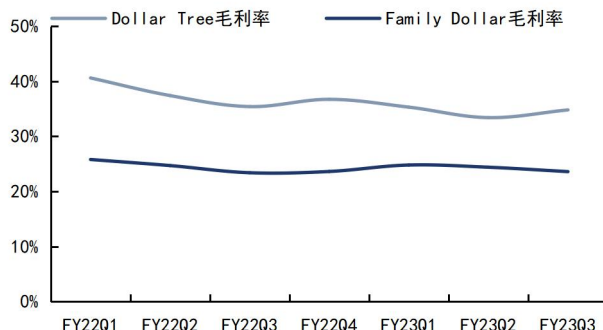
**低毛利消耗品引流, 季节性和多样性商品提升盈利。**由于 Family Dollar 主要服务低收入人群, 因此以低价消耗品为主, FY23Q3 消耗品占比达 82%, 毛利率仅为 23.6%; Dollar Tree 客群相对多元, 产品种类也更加多样, FY23Q3 消耗品/多样性和季节性商品分别占比 48.4%/51.6%, 毛利率达 34.8%, 是公司盈利的重要支撑。

图53: Dollar Tree 和 Family Dollar 消耗品占比



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图54: Dollar Tree 和 Family Dollar 毛利率

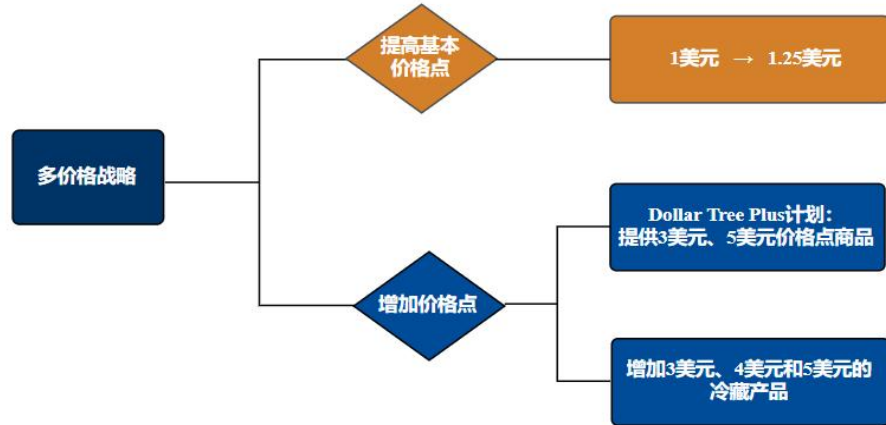


资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

**采用多价格战略扩大客群范围, 增强盈利能力。**Dollar Tree 于 2022 年成功将“1 美元”价格点过渡到“1.25 美元”价格点, 并从 2022 年开始增加了 3 美元、4

美元和 5 美元的冷藏产品，截至 2023 年 10 月 28 日高价格带冷藏商品已拓展至 6500 家门店。同时，公司于 2019 年推出 Dollar Tree Plus 商店计划，提供 3 美元、5 美元高价值产品，截至 2023 年 10 月 28 日，已开设 4500 家 Dollar Tree Plus 商店。公司的多价格战略和品牌优化计划正扩大消费者客群并带动盈利能力提升。

图55: Dollar Tree 多价格战略



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

**发达的配送网络赋能低成本运营，数字化助力效率提升。**截至 2023 年 1 月 28 日，公司在美国运营 25 座配送中心，面积达 2320 万平方英尺；在加拿大运营 2 座配送中心，均归属 Dollar Tree。配送中心位置依据门店位置灵活设置，因此大多商品通过配送中心运至门店，Dollar Tree/Family Dollar 门店从配送中心接收约 92%/70%库存商品，其它易腐品、由供应商维护的陈列品由供应商或第三方分销商直接运送至门店。同时公司于 23 年 6 月公布了转型计划，主要从优化供应链、更新数字化系统、增加员工工资三个角度优化公司运营效率，并预计在 24 年完成对 Ocala Florida 配送中心的自动化建设。

**低供应商依赖程度增加议价能力，商品系统高效管理库存。**目前公司单一供应商占采购商品总额的比重均小于 10%，且不与供应商订立长期合约，高度灵活的供应商合作方式使得公司可以选择采购成本最低的供应商合作。同时，公司通过进口部分商品以降低成本，截至 2023 年 1 月 28 日，Dollar Tree 直接进口的商品占 41%-43%，Family Dollar 直接进口的商品约占 15%-17%。此外，公司利用高效商品系统及时提供有价值的销售信息，不仅能够便利消费者采购，同时有助于改善产品分配，帮助公司确定配送中心和门店的库存水平，规划产能和劳动力需求。

➤ **渠道策略：巧妙选址提升客流，新型门店模式表现更佳**

**门店选址紧靠沃尔玛，最大限度便利消费者。**据浪潮新消费，Dollar Tree 在选址上依据紧随沃尔玛的策略，约 84%的门店都开设在距沃尔玛十分钟的路程内，且巧妙的开设在相较沃尔玛离停车场更近的位置，一方面可以受益于沃尔玛带来的丰富客流，另一方面 Dollar Tree 价格相比沃尔玛更加优惠，便于消费者比价来吸引忠实客群。同时，Dollar Tree/Family Dollar 相较连锁零售超市门店面积更小，平均门店面积分别为 805 平方米/851 平方米，选址上更加灵活，能够深入便于消费者采购的住宅区附近，在选址上最大限度给消费者带来购物便利。

**为增强吸引力及方便顾客的选择，公司推出新型组合商店和 H2 商店以增加吸引力。**组合商店开设在人口为 3000 至 4000 的小城镇和农村，用小面积融合 Dollar

Tree 和 Family Dollar，能够在给消费者提供低价商品的同时增加商品种类，截至 2023 年 1 月 28 日，已建立约 810 家组合商店；H2 商店主要改变原有商品供应，包括增加 1.25 美元的商品数量，同时减少冷冻冷藏食品，截至 2023 年 1 月 28 日，H2 商店约 4360 家。

表13: 公司门店信息

品牌	门店面积（截至 2023 年 1 月 28 日）	门店选址	消费客群
<b>Dollar Tree 品牌</b>	平均门店面积为 805 平方米	大多数门店紧靠沃尔玛，主要开设在郊区，未来重点在大型购物中心开设新店	各种收入水平的顾客
<b>Family Dollar 品牌</b>	平均门店面积为 851 平方米	主要在城市和农村地区	低于平均收入的顾客

资料来源：公司公告、浪潮新消费、国信证券经济研究所整理

**开设线上购物渠道，不断赋能线上发展。**2021 年起，公司与生鲜杂货配送服务商 Instacart 建立合作关系，正式开通网上购物服务。消费者在 Dollar Tree 和 Family Dollar 的线上购物可当天交付，线上服务的开通可有效提高公司竞争力。截至 2023 年 1 月 28 日，Instacart 平台覆盖的 Dollar Tree/Family Dollar 店铺数分别为 7800+家/7500+家。

## 投资建议

目前我国消费市场整体呈现渐进式恢复态势，短期来看，宏观经济的波动以及居民对于未来收入的不确定性，制约了当前居民消费力的释放，但消费者对于品质的追求仍在延续，因此以性价比为核心的理性消费趋势自去年以来进一步突显。

参考日美成熟消费市场，长期来看随着人均收入水平发展，社会人口结构固化及居民消费理念成熟，理性消费趋势也将成为常态。而这一过程中也有望诞生多个低价品零售商龙头，且多数快速成长于经济逆周期时期。

通过对于全球知名折扣零售商的全面复盘、比较与总结，我们认为，国内头部折扣零售商，有望依托国内成熟的供应链基础，打造极致性价比产品，并通过多元化的渠道运营模式，未来在海内外市场均有广阔的发展空间。

我们建议关注全球折扣零售商龙头名创优品，公司凭借自身优秀的产品力和高效供应链，在当前性价比消费的趋势下实现业绩快速增长。未来公司通过海外扩张有望将优秀产品力输出全球市场，从而支撑业绩持续高增长。

### 名创优品：全球创意家居折扣零售商龙头

**名创优品未来五年战略规划，彰显发展强劲信心。**在 2024 年 1 月名创优品投资者日，公司正式提出五年战略规划，立志打造超级品牌，并成为全球第一的 IP 设计零售集团。同时预计未来五年收入端复合增速超 20%，每年净增门店 900-1100 家，预计 2028 年全球门店数较 2023 年接近翻倍，IP 产品销售占比超 50%。

其中 2024 年预计收入增速达 20-30%，其中国内市场为 10-15%，海外市场为 30-40%；开店方面，新增名创门店国内 350-450 家，海外 550-650 家（直营和代理各 50%）；TOP TOY 新增门店 50-80 家。

图56: 名创优品未来五年战略规划



资料来源：公司投资者日交流 PPT、国信证券经济研究所整理

**以兴趣消费为核心，再度升级出海战略。**2013-2023 年，名创优品以国内强大的供应链带动成本下行，主打高性价比产品完成出海规划。但随着目前全球消费市场趋势得变化，消费者对于精神消费追求不断崛起，单纯低价产品不再满足消费者需求，因此公司再次升级出海战略规划，以兴趣消费为核心，持续保持并扩大中国供应链成本优势，并通过全球 IP+全球设计+全球渠道打造产品差异化。

表14: 名创优品未来出海规划

	出海 1.0 时代	出海 2.0 时代
时间维度	2015-2023 年	未来 5-10 年
消费者行为	性价比消费	兴趣消费
竞争维度	以贸易为主	体系性企业
竞争战略	成本领先	成本领先+差异化
竞争优势	中国供应链+全球渠道	中国供应链+全球 IP+全球设计+全球渠道

资料来源: 公司投资者日交流 PPT、国信证券经济研究所整理

### ➤ 产品端：扎实产品力为持续发展赋能

名创商品核心能力来源于超级产品、超级供应链以及超级 IP，未来产品力也将持续赋能业绩快速成长。名创未来产品将围绕四大方向进行打造：1) **聚焦战略品类**：利用心智流量、内容流量及线下自然流量打造 4 个 30 亿类目及 10 个 10 亿细类，重点关注盲盒、毛绒、香水香氛、旅游出行四大系列；2) **聚焦 IP 创新**：在目前已合作 80+IP 版权方的基础上不断扩展与全球 IP 多元化合作，加速 IP 设计创新强化产品力，并利用 IP Land 店、IP 主题店、IP 快闪店等多渠道矩阵进行终端呈现，最大程度吸引消费者；3) **聚焦全球化**：利用全球优质设计资源，与名创强大产品开发能力相结合，并在全球五大市场区域和全球供应链之间实现高质量联动，不断持续推进名创全球化布局战略；4) **聚焦价值创新**：持续放大产品差异化和成本领先优势，极大程度在保证产品品质的基础上降低成本，实现价值提升。

图57: 名创优品未来产品力打造四大方向



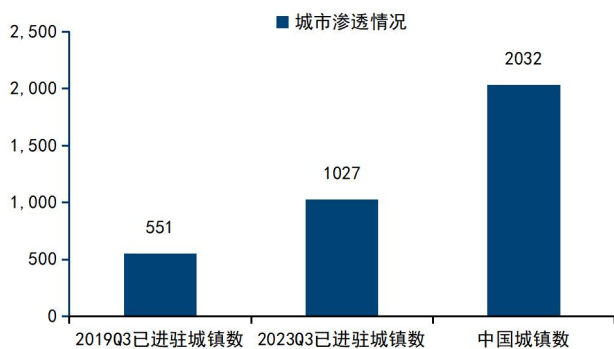
资料来源: 公司投资者日交流 PPT、国信证券经济研究所整理

### ➤ 渠道端：国内外市场齐发力带动业绩上行

#### 1) 国内市场精细化发展带动开店空间和单店收入提升

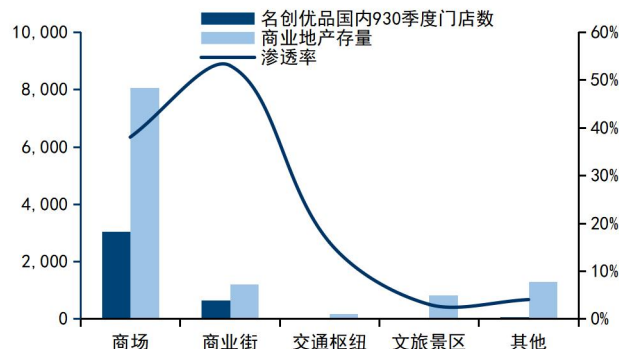
国内仍有较大开店空间。截至 23Q3 名创优品在国内拥有 3802 家门店，较于疫情前同期净增 1418 家，但整体门店仍有较大提升空间。从人口角度，对标日本大创来看，大创目前在日本每百万人约 33 家门店，而名创在国内每百万人口约 3 家，同时考虑到中日人均 GDP 差距，国内仍有 10000+门店空间；从渗透率角度来看，截至 23Q3 名创国内入驻全国 2032 座城镇中的 1027 座，仍有潜在翻倍空间，同时目前全国商场入驻率仅 38%，文旅景区等仅个位数。

图58: 名创优品国内城镇渗透情况



资料来源: 公司投资者日交流 PPT、国信证券经济研究所整理

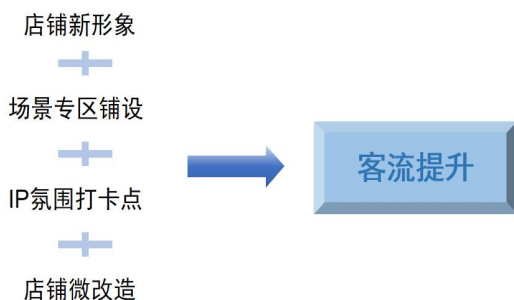
图59: 国内各类型商业地产项目进驻情况



资料来源: 公司投资者日交流 PPT、国信证券经济研究所整理

**高质量发展、精细化运营提升单店收入水平。**23Q1-Q3 名创国内同店已达 19 年同期 93.2%，经营利润率高达 30%+，整体恢复情况良好。一般而言，单店 GMV=客流\*客单价，因此公司一方面提升客流，另一方面带动客单价上行，整体实现业绩提升。客流方面，名创 24 年主打“开大店关小店，开好店关差店”，通过塑造店铺形象和铺设场景专区以及 IP 打卡点设立提升对消费者吸引力；客单价方面，通过对整个门店进行分层分级，以及精细标签化管理做好产品结构调整，进而提升客单价，其中深圳罗湖永新街东门店凭借精细化运营带动 2023 年客单价提升显著。

图60: 单店提升客流四大途径



资料来源: 公司投资者日交流 PPT、国信证券经济研究所整理

图61: 深圳罗湖永新街东门店 2023 年客单价提升显著

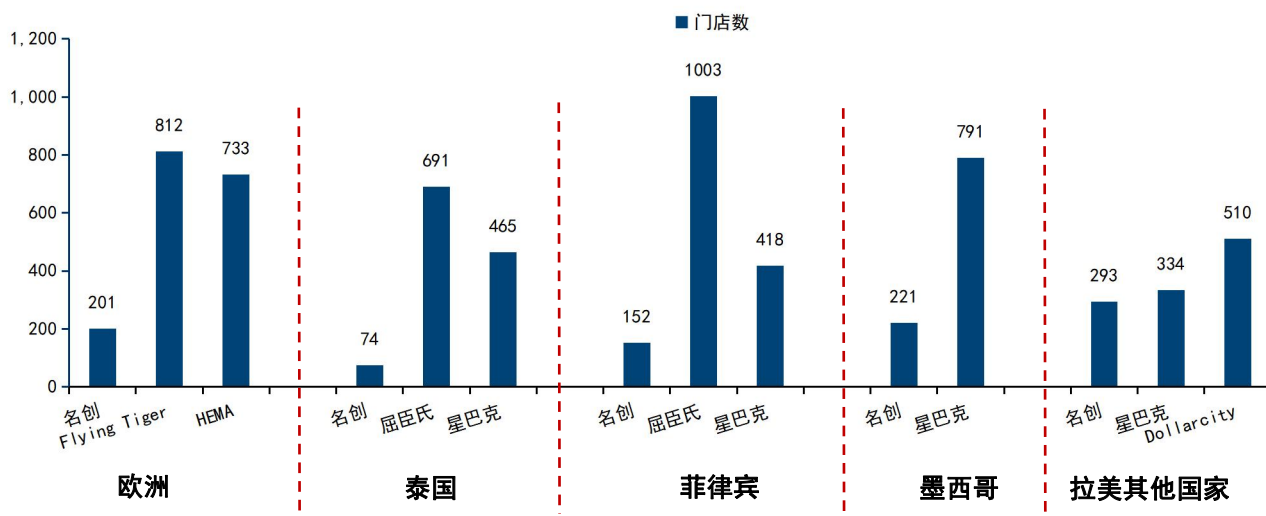


资料来源: 公司投资者日交流 PPT、国信证券经济研究所整理

## 2) 海外代理市场持续稳步推进，直营市场初期发展表现良好

**代理市场开店空间仍较大。**截至 23Q3 名创海外代理市场已有门店 1635 家，其中欧洲/中东及北非/亚洲/拉丁美洲分别为 201/53/706/514 家。未来来看，对于已有存量市场，对标星巴克、Flying Tiger 等全球知名连锁品牌来看，拉丁美洲、欧洲目标 2028 年突破千家门店；对于潜在市场如日本、韩国，对标大创来看，其在日本门店为 33 家/百万人，韩国 26 家/百万人，整体开店空间仍较大。

图62: 代理存量市场发展空间比较



资料来源: 公司投资者日交流 PPT、国信证券经济研究所整理

**直营市场处于发展初期，整体表现良好。**截至 23Q3 名创海外直营市场拥有门店 723 家，其中美国市场占据主力，其在直营市场门店数量占比 13%，销售规模高达占比 32%，利润占比 29%。目前直营成熟市场 GDP 总额 33.85 万亿美元，人口总数达 21.77 亿，整体经济体量巨大，名创仍处于发展初期，开店空间值得想象，未来公司也将通过超级 IP、超级产品、超级营销以及超级体验四个维度来打造直营超级门店，带动单店业绩上行。

表15: 名创优品成熟直营市场表现情况

	人口 (亿)	人均 GDP (美元)	现有店铺 (家)
印度	14.17	2411	248
新加坡	0.06	82800	22
越南	0.98	4146	64
中国香港	0.08	49000	16
印尼	2.76	4788	259
其他	/	/	/
总计	21.77	15500	781

资料来源: 公司投资者日交流 PPT、国信证券经济研究所整理

### ➤ TOP TOY: 借助潮玩赛道实现快速增长

过去三年 TOP TOY 借助高速发展的潮玩赛道实现业绩快速增长，预计 2023 年 GMV 达 10 亿，门店数 150 家，会员 600 万，自研产品毛利率 60%+。公司始终致力于打造“中国的世界级潮玩品牌”，因此从产品端，公司将不断提升自研产品占比，远期实现 70% 的目标；渠道端，线下通过加速进驻 1000+ 优质地理位置商圈，线上通过各大跨境电商平台稳步出海，以实现中长期拥有 10 个年破亿的头部 IP、自研产品毛利率达 70%+、GMV 年复合增长率 40% 的目标。

### ➤ 投资建议: 全球折扣零售商龙头，海内外持续扩张进行时

公司作为全球折扣零售商龙头公司，以优秀的产品力和高效供应链为基础，在当前性价比消费趋势下实现业绩快速增长。一方面，依托完善且高效产品开发体系，

保持高频推新速度。同时严格要求供应商在保证产品质量基础上，优化供应链各大环节，并数字化赋能产品全周期，以低成本+低加价为产品的低价提供保障。另一方面，灵活运用直营模式、名创合伙人模式、代理模式三种门店运营模式，高效扩大全球门店网络，以相对轻资产方式实现快速扩张。未来随着公司继续推进品牌升级和超级门店战略，单店店效提升和门店扩张有望共同推进，从而支撑业绩持续高速增长。我们维持公司 FY2024-2026 年归母净利润预测为 25.79/31.76/38.02 亿元，对应 PE 分别为 18/15/12 倍，维持“买入”评级。

表16: 名创优品盈利预测和财务指标

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	10,086	11,473	15,324	18,721	22,190
(+/-%)	11.2%	13.8%	33.6%	22.2%	18.5%
净利润(百万元)	638	1769	2579	3176	3802
(+/-%)	-145.1%	177.2%	45.8%	23.1%	19.7%
每股收益(元)	0.51	1.40	2.04	2.51	3.01
EBIT Margin	4.8%	15.2%	16.8%	17.8%	18.4%
净资产收益率(ROE)	9.1%	19.9%	22.5%	21.7%	20.6%
市盈率(PE)	72.8	26.3	18.0	14.6	12.2
EV/EBITDA	63.3	26.0	16.6	13.4	11.5
市净率(PB)	6.61	5.22	4.05	3.17	2.52

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

表17: 重点公司估值表

代码	公司简称	股价 (2024-03-27)	总市值 亿元	EPS				PE				ROE (%)	PEG	投资 评级
				22A	23E	24E	25E	22A	23E	24E	25E	(22A)	(23E)	
9896.HK	名创优品	40.25	509	1.40	2.04	2.51	3.01	21.77	18.02	14.63	12.22	19.87	0.39	买入
300957.SZ	贝泰妮	59.48	252	2.48	3.03	3.85	4.89	60.14	19.61	15.46	12.16	18.93	0.88	买入
603605.SH	珀莱雅	93.30	370	2.88	2.91	3.69	4.51	58.09	32.10	25.30	20.69	23.19	0.93	买入
600223.SH	福瑞达	8.79	89	0.04	0.30	0.37	0.44	236.84	32.27	24.08	20.11	1.22	0.05	买入
002867.SZ	周大生	18.44	202	1.00	1.30	1.58	1.83	14.10	14.18	11.67	10.08	18.05	0.47	买入
002345.SZ	潮宏基	6.36	57	0.22	0.43	0.53	0.63	23.47	14.79	12.00	10.10	5.62	0.15	增持
600612.SH	老凤祥	77.78	305	3.25	4.23	5.03	5.72	13.17	18.39	15.46	13.60	16.79	0.61	买入
300866.SZ	安克创新	76.55	311	2.81	4.16	4.89	5.86	32.60	18.40	15.65	13.06	20.27	0.38	买入
600415.SH	小商品城	8.77	481	0.20	0.49	0.53	0.61	33.60	17.90	16.55	14.38	14.69	0.12	买入
603708.SH	家家悦	10.13	65	0.09	0.46	0.59	0.66	141.71	22.02	17.17	15.35	2.64	0.05	买入

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

## 风险提示

**消费复苏不及预期风险：**目前整体消费信心仍然相对不足，未来消费者在消费时将变得更加谨慎、理性、追求性价比，消费复苏的不确定性仍然存在。

**竞争加剧风险：**市场可能出现严重的同质化竞争，进而导致品牌价格战；同时流量成本高企，营销费用投放进一步上涨，可能导致品牌商利润端增长不及预期；

**经营风险：**过度依赖单一渠道，受头部平台合作关系、收费标准等影响较大，导致经营风险；此外，品牌过度依赖单一品牌或单一爆品，则可能无法满足快速切换的消费者需求，导致经营风险提升。

**成本压力风险：**目前各大公司在发展过程中会面临各种挑战，需要投入较高的资金和人力成本，若整体发展未达预期或者投入成本过高也会给各公司利润端带来一定的压力。

**人才流失风险：**公司未来的发展最终取决于人才，目前百货公司存在一定的人才缺口，尤其是复合和专业人才，因此若是人才供给不能及时跟上公司发展步伐，可能会对公司未来发展存在一定影响。

# 免责声明

## 分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

## 国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）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，也即报告发布日后的6到12个月内公司股价（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。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
	行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上

## 重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

## 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

### 深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层  
邮编：518046 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层  
邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层  
邮编：100032