

# 食品饮料

## 以邻为鉴，看日本休闲食品行业及折扣零售龙头唐吉诃德

### 投资要点：

#### ➤ 行业空间广阔，消费水平全球领先，过去二十年量稳价增

从全球的情况来看，日本休闲食品市场广阔，在全球市场中占有的市场份额较高，且人均消费规模领先，目前已进入成熟发展阶段，过去二十年间产量相对稳定，价增贡献大于量增。

#### ➤ 日本休闲食品行业成熟度高，品类丰富，迭代迅速、本土龙头占主导

日本休闲食品行业从明治时代发展至今，品类丰富，生产企业推新能力强，产品迭代迅速。经过多年本土化融合，无论是否是舶来品，本土企业均已成为品类领袖，品类规模上传统与西式产品齐头并进。

从行业格局的角度看，日本休闲食品品类龙头份额均高于我国，我国龙头份额仍在稳步提升中，对标日本看多数品类龙头集中度提升空间较大。考虑到两国休闲零食行业的发展阶段的差异，我们认为，我国多数零食品类的龙头份额还有望持续提升，距离像成熟的日本市场一样，出现龙头份额稳定或波动还有较远距离。

#### ➤ 日本线下实体零售发达，渠道模式紧跟时代变革

从渠道端看，分线上线下来看，日本实物销售电商化率较低，渠道以线下为主。其中，日本食品饮料类消费在电商消费中占比较高，且不断提升，但仍在较低水平，其中休闲食品的线上化率在食品饮料品类中排名不高。追溯原因，我们认为，日本线上化率程度较低，主要由于其线下实体零售较为发达，能够充分满足消费者的需求。复盘日本1950至今线下零售的发展的三个阶段，我们认为渠道跟随时代变革，更便捷、更精细，更专业、更具性价比是主旋律。

#### ➤ 唐吉诃德：折扣渠道差异化竞争先驱者，穿越周期持续成长

我国休闲食品行业的发展来看，渠道变革对行业的推动影响较大，渠道衍化更多代表了行业的beta，故我们选择加大对日本渠道变革的关注。日本90年代与我国目前经济有一定相似性，在这一阶段日本折扣业态持续涌现，对国内有一定参考意义。因此第四部分我们对诞生于1978年的日本折扣渠道先驱者唐吉诃德进行了复盘和研究。

随着70年代日本经济高速增长时期进入尾声，唐吉诃德应运而生。从第一家店铺诞生到今天成为日本四大零售集团之一，唐吉诃德的发展一方面是在时代变化中不断调整借力，另一方面也是唐吉诃德坚定内核、内外兼修的结果。公司自诞生以来三十余年收入持续增长，1997年至今营收/利润CAGR分别为20%/99%。

虽然公司诞生于日本经济降速之际，但在公司对外加大版图，对内修炼内功的努力下，坚定“CV+D+A”的经营方针，在不同经济环境下均维持了成长。我们认为，唐吉诃德的核心竞争力在于其能够紧密关注消费者行为、从时间到空间满足消费者的深层心理诉求，同时具有进行灵活的库存管理、创新的店铺布局、强大的成本控制能力。

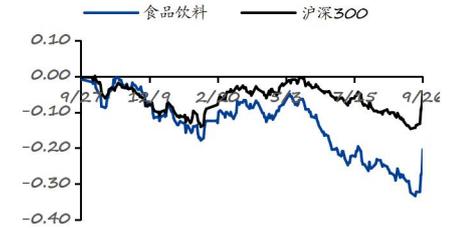
从区域布局的角度看，2002年之前公司一直主要在东京大都市区开设店铺，模式经过打磨后，02年开始全国化扩张。公司充分考虑区域之间的差异特征，进一步根据商业区域、规模和位置特征，启动与这些特征相匹配的店铺来实现持续增长。海外业务方面，公司2006年出海夏威夷，此后在北美持续通过收购完成版图扩张，并于2018年公司开启亚洲业务新纪元。

#### ➤ 风险提示

市场竞争加剧，消费者消费观念转变、食品安全问题等。

## 强于大市（维持评级）

### 一年内行业相对大盘走势



### 团队成员

分析师：刘畅(S0210523050001)

lc30103@hfzq.com.cn

分析师：张东雪(S0210523060001)

zdx30145@hfzq.com.cn

联系人：李妍冰(S0210123060028)

lyb30131@hfzq.com.cn

### 相关报告

- 1、消费分化延续，需求亟待改善——2024.09.22
- 2、中秋白酒持续分化，板块静待需求改善——2024.09.17
- 3、以邻为鉴，从萨莉亚发展探寻中国餐饮未来方向——2024.09.13



## 正文目录

1 日本休闲食品市场空间广阔，消费水平全球领先，过去二十年量稳价增 .....	4
2 日本休闲食品行业成熟度高，品类丰富，迭代迅速、本土龙头占主导 .....	5
3 日本线下实体零售发达，渠道模式紧跟时代变革 .....	8
3.1 日本线下实体零售发达，线上化率较低 .....	8
3.2 渠道跟随时代变革，“快好省”是主旋律 .....	11
4 唐吉诃德：折扣渠道先驱者，穿越周期持续成长 .....	13
4.1 创立以来持续增长，从“小偷市场”成长到“泛太平洋” .....	14
4.1.1 70年代应运而生，差异化模式奠定基业 .....	15
4.1.2 2002年开始全国化扩张，模式灵活业态创新 .....	17
4.1.3 2006年开始出海尝试，主要布局亚洲和美国 .....	20
5 风险提示 .....	22

## 图表目录

图表 1: 2003-2023 年日本休闲食品产量 .....	4
图表 2: 2003-2023 年日本休闲食品生产金额 .....	4
图表 3: 2003-2023 年日本休闲食品零售金额 .....	4
图表 4: 2003-2023 年日本休闲食品吨价变化 .....	4
图表 5: 2019 年全球休闲食品主要大洲份额 .....	5
图表 6: 2020 年全球糖果及零食市场收入（单位：十亿美金） .....	5
图表 7: 2020 年全球零食行业人均消费（美元） .....	5
图表 8: 2023 年日本不同类型甜食品类零售额（十亿日元） .....	6
图表 9: 日本零食巨头卡乐比持续推新，产品线不断延伸 .....	6
图表 10: 2019-2023 年中日糖果品类 CR3 市场份额 .....	7
图表 11: 2019-2023 年中日烘焙品类 CR3 市场份额 .....	7
图表 12: 2019-2023 年中日巧克力 CR3 市场份额 .....	7
图表 13: 2019-2023 年中日饼干果干 CR3 市场份额 .....	7
图表 14: 中日不同休闲食品品类龙头 .....	8
图表 15: 2022 年日本主流电商平台 GMV（亿日元） .....	8
图表 16: 日美台地区电商占零售的比重 .....	8
图表 17: 日本线上与线下零售交易总额（十亿美金） .....	9
图表 18: 日本线上与线下零售交易增速 .....	9
图表 19: 日本商品线上化率 .....	9
图表 20: 2021 年日本不同品类线上化率 .....	9
图表 21: 日本电商分品类销售额（百万美元） .....	10
图表 22: 日本食品饮料线上化率低于中美英等国 .....	10
图表 23: 休闲食品线上化率在食品饮料中不高 .....	10
图表 24: 日本消费者线下消费频次较高 .....	10
图表 25: 2023 年各国便利店门店数与单店覆盖人口 .....	10
图表 26: 日本电商分品类销售额（百万美元） .....	12
图表 27: 日本食品超市持续增长 .....	12
图表 28: 2022 年综合超市商品结构 .....	12
图表 29: 亚洲国家 GDP 换挡复盘 .....	13
图表 30: “CV+D+A” .....	13
图表 31: 按时间划分的客户到店数量 .....	14
图表 32: 唐吉诃德历史复盘 .....	15
图表 33: 公司 1997 财年至今营收 .....	15
图表 34: 公司 1997 财年至今净利润 .....	15
图表 35: 70 年代日本人均 GDP 增速开始下行 .....	16
图表 36: 唐吉诃德的前身“小偷市场” .....	16
图表 37: 唐吉诃德店铺布局“杂乱无章” .....	16



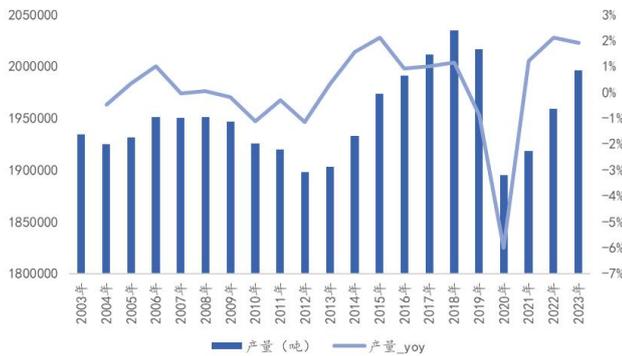
图表 38:	日本批发行业零售额 1990 年触顶下滑 .....	16
图表 39:	90 年代开始日本失业率提升 .....	17
图表 40:	90 年代开始日本人均收入增长停滞 .....	17
图表 41:	公司 1997-2002 财年营收 CAGR 达 49% .....	17
图表 42:	公司 1997-2002 财年净利润 CAGR 58% .....	17
图表 43:	公司 2002-2009 财年营收 CAGR 为 23% .....	18
图表 44:	公司 2002-2009 财年净利润 CAGR 11% .....	18
图表 45:	唐吉诃德各类门店特征总结 .....	18
图表 46:	唐吉诃德对 UNY 改造后效果明显 .....	19
图表 47:	UNY 改造后品类更加丰富 .....	20
图表 48:	公司 2013-2020 年营收 CAGR 为 17% .....	20
图表 49:	公司 2013-2020 年净利润 CAGR 13% .....	20
图表 50:	公司全球门店版图 .....	21
图表 51:	公司在海外以 DON DON DONKI 为孵化器, 灵活调整店铺 .....	22



## 1 日本休闲食品市场空间广阔，消费水平全球领先，过去二十年量稳价增

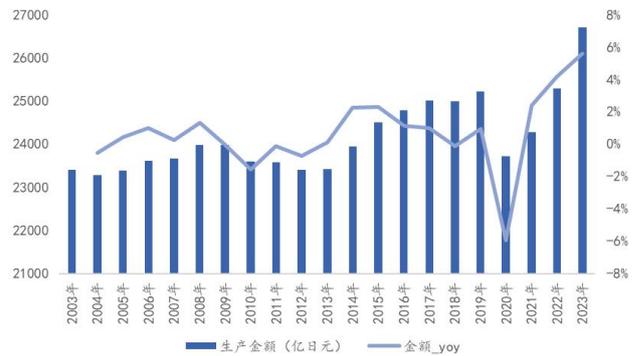
从总量上看，日本休闲食品市场已进入成熟发展阶段，过去二十年间产量相对稳定，价增贡献大于量增。2003-2023 年的二十年间，日本休闲零食行业的零售金额 CAGR 为 0.8%，生产金额 CAGR 为 0.7%。拆分量价来看，2003-2023 年日本零售行业产量均值为 195 万吨，CAGR 为 0.2%；同期吨价 CAGR 为 0.5%，价格提升对行业增长的贡献略大于量。

图表 1: 2003-2023 年日本休闲食品产量



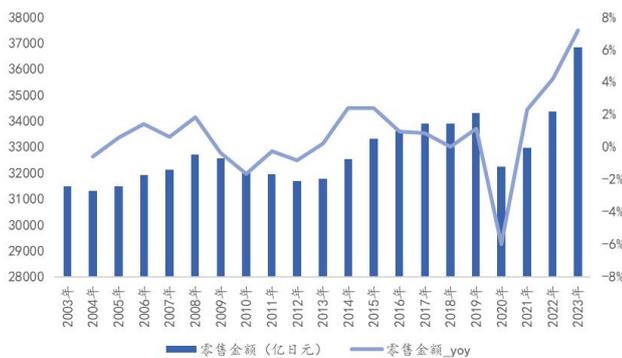
来源: ANKA, 华福证券研究所

图表 2: 2003-2023 年日本休闲食品生产金额



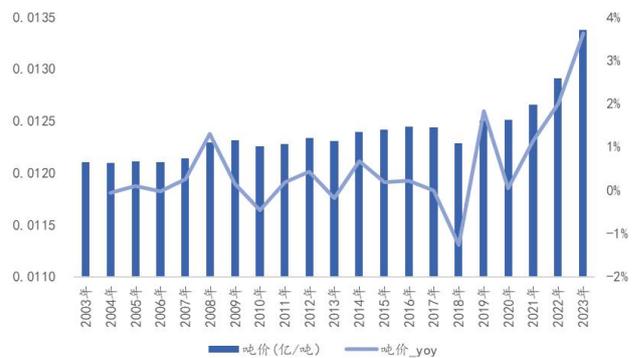
来源: ANKA, 华福证券研究所

图表 3: 2003-2023 年日本休闲食品零售金额



来源: ANKA, 华福证券研究所

图表 4: 2003-2023 年日本休闲食品吨价变化

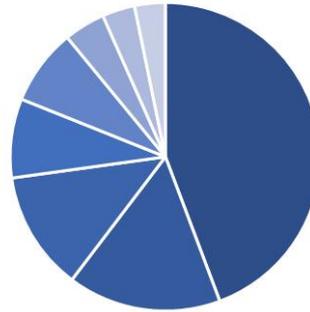


来源: ANKA, 华福证券研究所

从全球的情况来看，日本休闲食品市场广阔，在全球市场中占有的市场份额较高，且人均消费规模领先。以大洲为单位来看，2019 年北美地区占全球休闲食品行业份额的 44%，份额领先明显，欧洲和东北亚紧随其后，分别占 16%和 13%的份额。根据艾媒咨询的数据，在全球糖果和零食市场中，美国与日本份额领先，分别是第三名中国的 2.5 和 2.3 倍。用糖果和零食行业规模/人口来看人均零食消费情况，2020 年在行业总份额排名前十的国家中，日本休闲零食人均消费水平遥遥领先，是美国的 2.4 倍，我国的 27 倍；我国人均零食消费水平相对靠后，在行业总规模排名前十

的国家中仅高于印度。

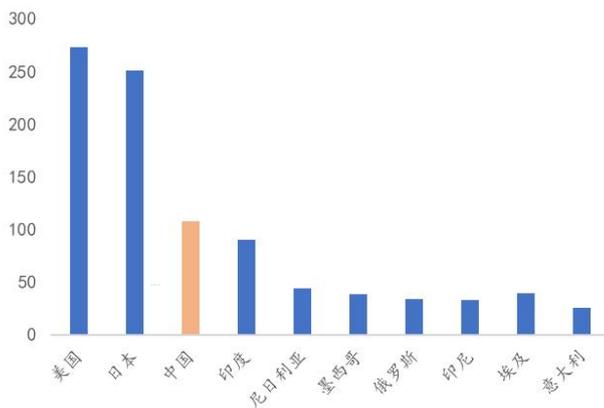
图表 5: 2019 年全球休闲食品主要大洲份额



■北美 ■欧洲 ■东北亚 ■非洲 ■亚太地区 ■南美中美 ■中东 ■其他

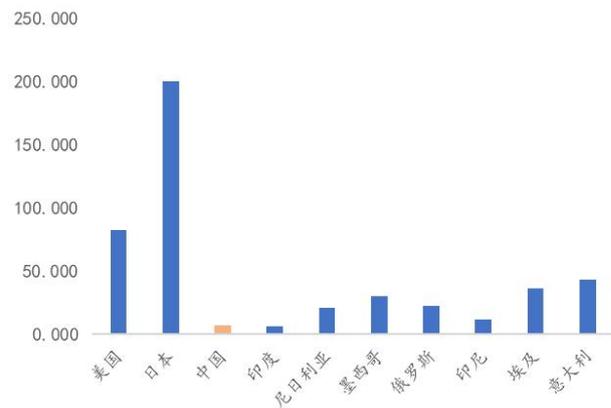
来源: WMStrategy, 华福证券研究所

图表 6: 2020 年全球糖果及零食市场收入(单位: 十亿美元)



来源: 艾媒咨询, 华福证券研究所

图表 7: 2020 年全球零食行业人均消费(美元)

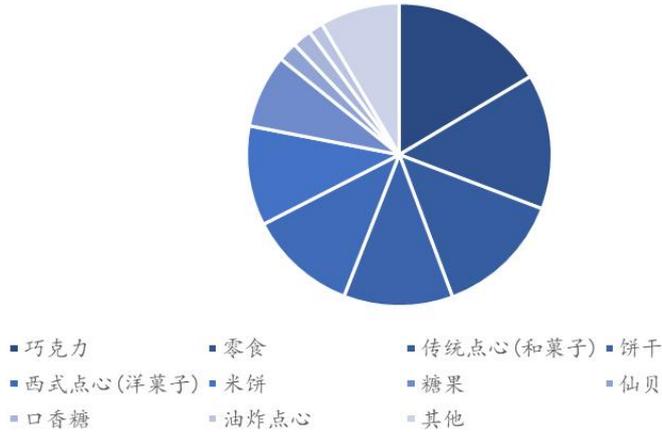


来源: 艾媒咨询, 国家统计局, population pyramid, 观察者网, 中国政府官网, 华福证券研究所

## 2 日本休闲食品行业成熟度高, 品类丰富, 迭代迅速、本土龙头占主导

日本零食行业品类丰富, 传统与西式产品齐头并进。日本休闲食品传统与西式品类齐头并进、多元发展。以甜食为例, 日本甜食品种繁多、品类零售额占比相对分散, 既有西式的巧克力、洋果子、饼干, 也有传统的和果子、仙贝等品类, 能够满足多元的消费需求。

图表 8: 2023 年日本不同类型甜食品类零售额 (十亿日元)

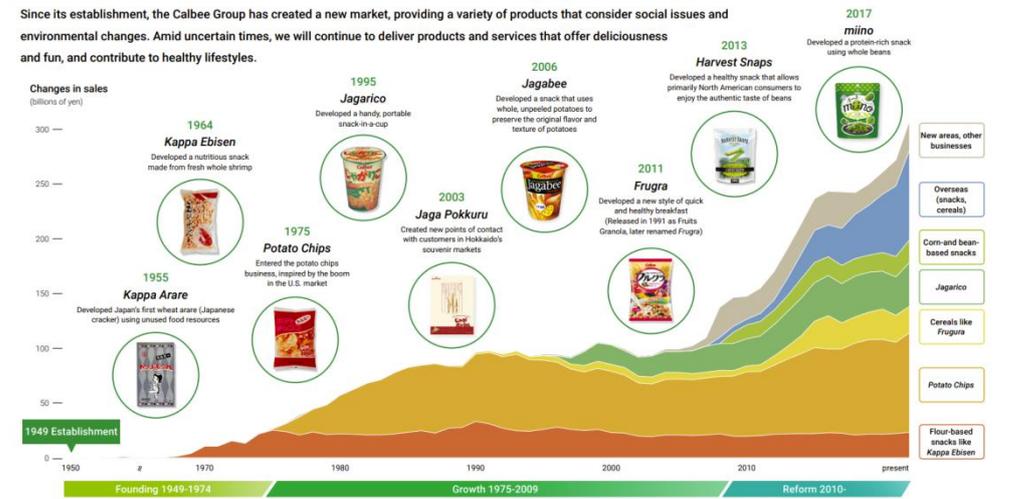


来源: Statistics, 华福证券研究所

日本休闲食品生产企业推新能力强，产品迭代迅速。日本零食行业产品供应变化迅速，新的口味和变化会季节性出现，产品线围绕巧克力、绿茶和红豆沙等基本口味构建，并通过限时产品进行扩展。日本零食行业领导者并不回避突破界限，而是积极扩大产品线。举例来说，打造过薯条三兄弟等一众经典大爆品的日本零食巨头卡乐比自 1949 年建立以来，从面制品逐步拓展到薯片、麦片、玉米豆类等品类，每 5-10 年成功打造一个经典大单品，推新能力非常强。

在行业的不断创新下，日本零食每年诞生的新品高达 1000 种以上，其中大部分都会在一年内被淘汰下架。激烈的竞争倒逼商家精益求精，提升品质，以吸引更多消费者进行消费。Mognavi 是日本的大型美食评论网站，也被称为日本零食界的“大众点评”。2023 年，Mognavi 举办的日本零食大赏是从 50 万+个产品中，选取出了 12 大类、69 个子类的 205 个获奖产品，品类和产品丰富度可见一斑。

图表 9: 日本零食巨头卡乐比持续推新，产品线不断延伸

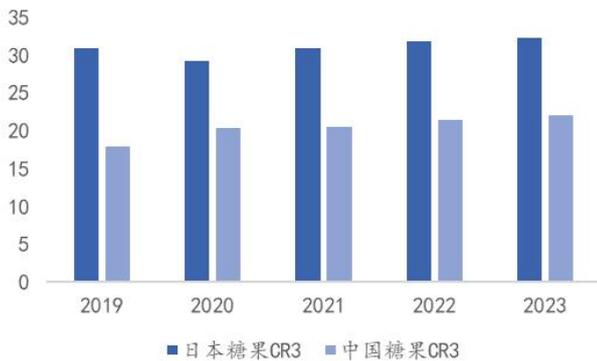


来源: Calbee 官网, 华福证券研究所

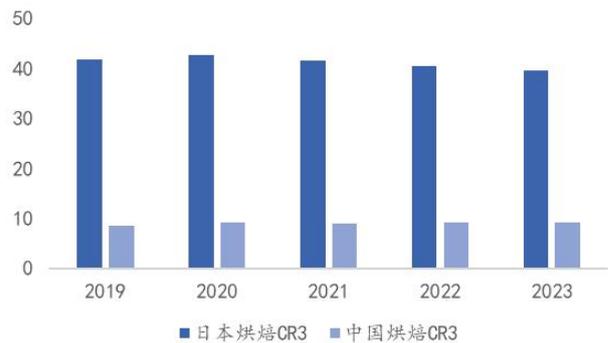
从行业格局的角度看，日本休闲食品品类龙头份额均高于我国，我国龙头份额



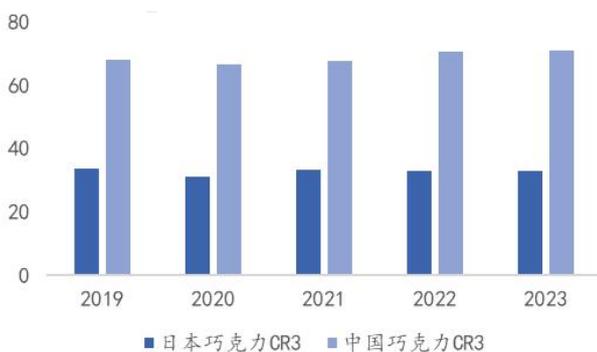
仍在稳步提升中，对标日本看多数品类龙头集中度提升空间较大。选取糖果、烘焙、巧克力和饼干果干四个品类，我们发现在四个品类中，除了巧克力以外，日本品类龙头 CR3 的份额均高于我国 CR3。此外，过去五年中，我国糖果、烘焙、巧克力和饼干果干的 CR3 市场份额均在持续稳步提升，趋势明晰；而日本的烘焙、巧克力、饼干果干的前三名龙头份额则没有明显增长趋势或略有波动下滑。考虑到两国休闲零食行业的发展阶段的差异，我们认为，我国多数零食品类的龙头份额还有望持续提升，距离像成熟的日本市场一样，出现龙头份额稳定或波动还有较远距离。

**图表 10: 2019-2023 年中日糖果品类 CR3 市场份额**


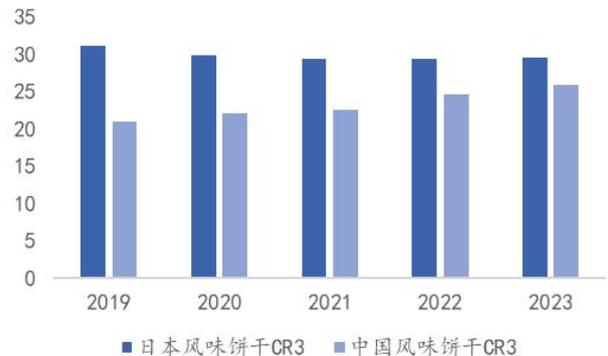
来源：欧睿，华福证券研究所

**图表 11: 2019-2023 年中日烘焙品类 CR3 市场份额**


来源：欧睿，华福证券研究所

**图表 12: 2019-2023 年中日巧克力 CR3 市场份额**


来源：欧睿，华福证券研究所

**图表 13: 2019-2023 年中日饼干果干 CR3 市场份额**


来源：欧睿，华福证券研究所

日本休闲食品行业从明治时代发展至今，经过多年本土化融合，无论是否是舶来品，日本本土企业均已成为品类领袖。明治时代（1868-1912 年）以来，日本开始从封建社会向现代化国家转型，西方零食和零食制造技术与西方的政治、军事、经济、文化等思潮一同涌入日本。随着行业持续发展，日本的本土企业从挑选西方市场的畅销产品进行照抄，到逐渐进行本土化改造和创新（例如日本虾巧克力、鲑鱼冰淇淋和清酒味糖果等），行业发展至今，无论品类是否为舶来品，日本企业均已占主导。对标中国来看，虽然我国企业在烘焙等品类上也占据了头部主导地位，但在巧克力、饼干果干等偏西式的品类上，外资企业仍相对领先。

图表 14: 中日不同休闲食品品类龙头

	日本	中国		日本	中国
糖果甜食	森永	喜之郎	巧克力	乐天	玛氏
	Kanro	雀巢		明治	费列罗
	朝日	旺旺		森永	雀巢
烘焙	山崎烘焙	福建达利食品	饼干果干	格力高	亿滋国际
	富士烘焙	沈阳桃李		波路梦	雀巢
	敦岛制面包	福建盼盼		明治	安徽溜溜果园

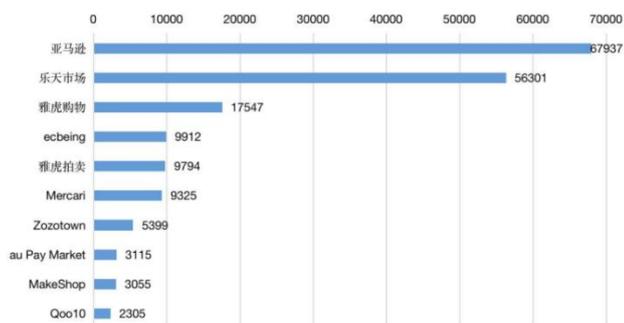
来源: 欧睿, 华福证券研究所 (备注: 本土企业标黄)

### 3 日本线下实体零售发达, 渠道模式紧跟时代变革

#### 3.1 日本线下实体零售发达, 线上化率较低

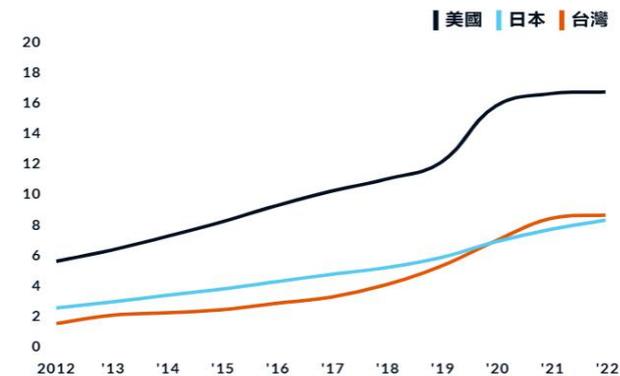
分线上线下来看, 日本实物销售电商化率较低, 渠道以线下为主。在零售数字化进程中, 2021 年日本的实物销售电商化率不到 10%, 低于美国的 15%左右, 更是低于中国的 20%+。在日本, 还没有出现像阿里巴巴、腾讯这样规模巨大、涵盖多元服务的平台。从日本的电商交易金额 (GMV) 来看, 2022 年日本前三名分别是亚马逊、乐天 (Rakuten)、以及 2022 年 10 月与另一头部玩家 PayPay Mall 合并后开启新一轮增长的雅虎购物 (Yahoo! Shopping), 对应 GMV 分别为 6.8/5.6/1.8 万亿日元, 头部企业 GMV 规模甚至不及中美电商企业的 1/10。虽然近年来日本线上电商零售增速一直高于线下, 但依然处于稳步增长阶段。

图表 15: 2022 年日本主流电商平台 GMV (亿日元)



来源: 亚洲电子商务白皮书 (编著单位: 中国电子商会、亚洲数字经济科学院、韩国在线购物协会、中国国际电子商务中心研究院), 华福证券研究所

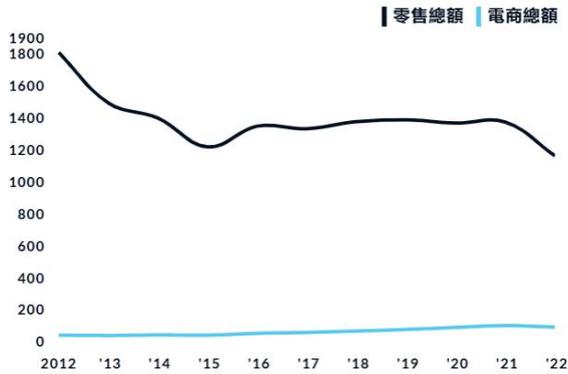
图表 16: 日美台地区电商占零售的比重



来源: OOSGA, 华福证券研究所

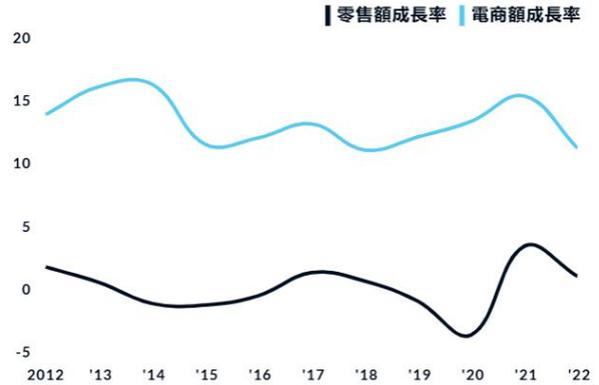


图表 17: 日本线上与线下零售交易总额(十亿美金)



来源: OOSGA, 华福证券研究所

图表 18: 日本线上与线下零售交易增速



来源: OOSGA, 华福证券研究所

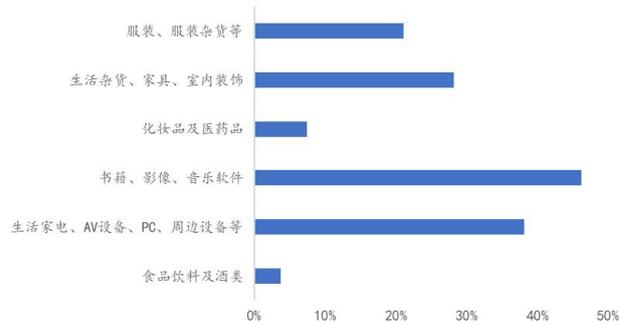
日本食品饮料消费在电商消费中占比较高,且不断提升,但仍在较低水平,其中休闲食品的线上化率在食品饮料品类中排名不高。截至2021年,日本线上B2C电商分品类市场规模超2兆日元的品类从大到小依次为食品饮料、生活家电及电子设备等、服装杂货、生活杂货及家具室内装饰,食品饮料排名第一。根据《亚洲电子商务白皮书》,日本食品个护在线上电商销售的占比虽然不断提升,但根据NZTE的数据,2021年日本食品饮料线上化率仅为7%,整体仍处于较低水平,低于中国、英国、美国等多个国家。其中,在食品饮料品类内部来看,休闲食品作为包装食品的线上化率水平(6%)也低于食品饮料整体,低于酒类及饮料等品类,高于蔬果海鲜等品类。

图表 19: 日本商品线上化率



来源: 2022日本电子商务市场报告白皮书, 日贸通, 华福证券研究所

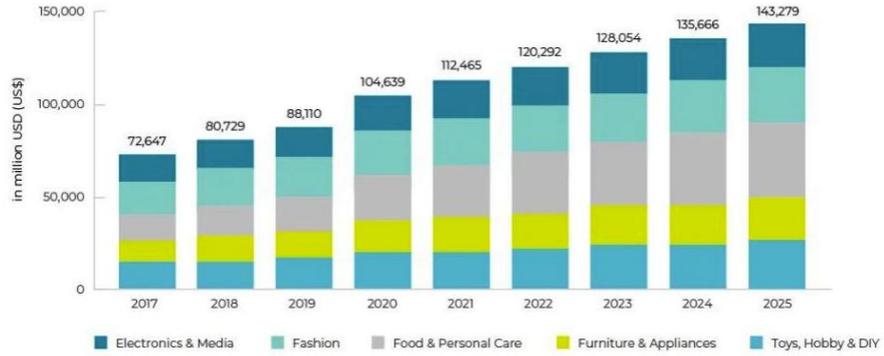
图表 20: 2021年日本不同品类线上化率



来源: 2022日本电子商务市场报告白皮书, 日贸通, 华福证券研究所

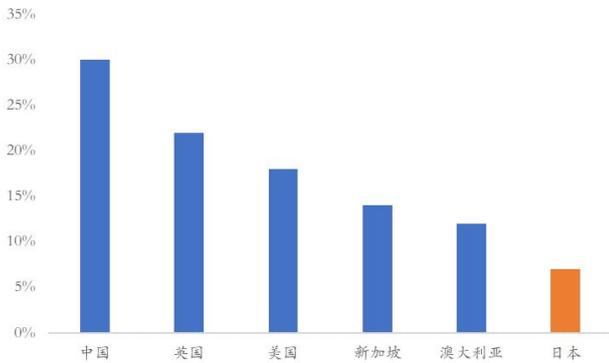


图表 21: 日本电商分品类销售额 (百万美元)



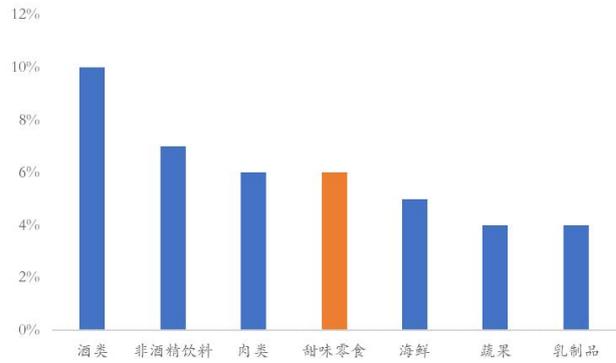
来源: 亚洲电子商务白皮书 (编著单位: 中国电子商会、亚洲数字经济科学院、韩国在线购物协会、中国国际电子商务中心研究院), Statista, 华福证券研究所

图表 22: 日本食品饮料线上化率低于中美英等国



来源: NZTE, 华福证券研究所 (数据对应时间为 2021 年)

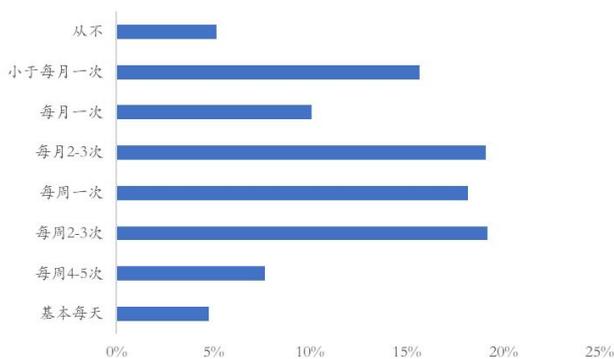
图表 23: 休闲食品线上化率在食品饮料中不高



来源: NZTE, 华福证券研究所 (数据对应时间为 2021 年)

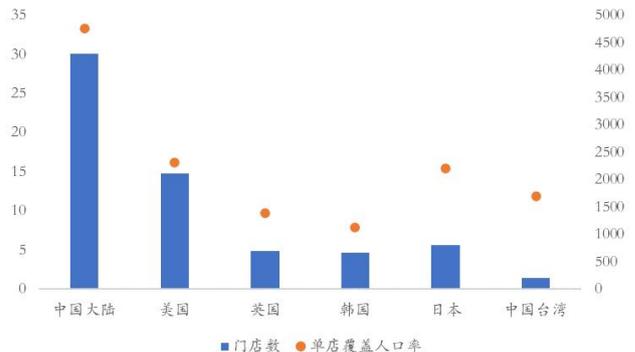
日本线上化率程度较低, 主要由于其线下实体零售较为发达, 能够充分满足消费者的需求。日本线下实体零售较为发达, 每万人所拥有的实体门店为 90 家门店, 为欧美的 1.6 倍。此外, 日本具有中美以及其他发达国家所未形成的以便利店为中心的“又近又方便”的实体门店网络, 不但有丰富的快速食品、日配商品的选择, 也提供公用事业费代收、ATM、快递代收代发等日常生活所需的服务, 逐渐演变成为日本人生活的基础设施。在这样的作用下, 日本人消费频次较高, 每周购物至少一次以上的消费者占总数的 50%。

图表 24: 日本消费者线下消费频次较高



来源: NZTE, 华福证券研究所

图表 25: 2023 年各国便利店门店数与单店覆盖人口



来源: 毕马威, 华福证券研究所



### 3.2 渠道跟随时代变革，“快好省”是主旋律

渠道跟随时代变革，复盘来看，日本线下零售行业的发展可分为三个阶段。

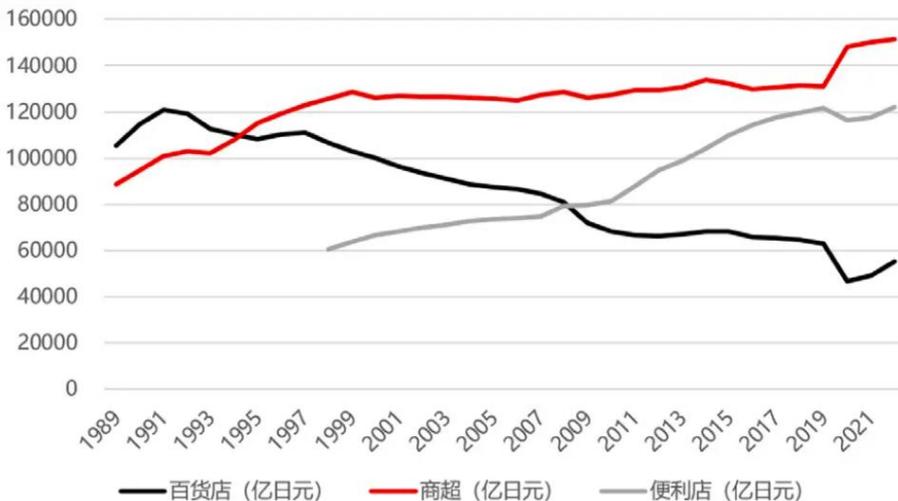
1) 第一阶段，1950-1973年，战后经济复苏带动零售业同步发展，百货商店满足家庭消费需求。大丸、三越、高岛屋等知名品牌旗下的高端百货商店作为高端消费的代表，符合家庭消费时期批量生产、家庭消费的时代特征，彼时大丸在1960年代是日本最大的零售集团。

2) 第二阶段，1973-1990年，日本GDP增速下行、泡沫膨胀，由量到质催发多元化消费需求，超市接棒百货商店成为增长主力军。经过两次石油危机，日本经济增速下行，叠加高通胀率，导致消费需求降级，消费者不再追求量大件大，而是追求功能价值、品牌价值或性价比消费。偏高端定位的百货商店业态承压，面积更大、库存周转速度快、价格更加亲民的大型综合超市（GMS）接棒百货商店成为增长主力军。1973年大荣超过三越，成为零售业销售额最高的企业。

3) 第三阶段，1990年之后，经济泡沫破裂消费降级，便利店业态持续增长。90年代初期日本泡沫经济破裂引发大幅衰退，1997年日本银行业危机导致衰退演成长期停滞，2008年金融危机又使日本经济陷入严重衰退，三十年间日本GDP增速长期在零值上下波动，经济发展陷入停滞。消费者受制于生活成本的提高，弹性支出空间大幅缩小，消费降级，更加追求性价比。此外，在这一阶段日本人口呈现老龄化、少子化，家庭成员个数降低，呈现独居化，消费单位由家庭转变为个人，大批量采购已几近成为过去式。消费场景碎片化，消费者无需一次购买较多商品，而选择小批量、高频次购买。去品牌化的SPA模式专卖店与小而精、更为便捷的便利店成为主流消费场所。7-11、全家、罗森等便利店品牌急速扩张，成为今天日本仅次于超市的第二大零售业态，并通过行业整合形成了较高的集中度，排名行业前三的7-11、FamilyMart（全家）、Lawson（罗森）三家企业，在全行业的销售额占比92.5%，门店数占比89.5%。从便利店各类目商品的销售额来看，2022年快餐及日配食品、预包装食品占比达到62.2%。



图表 26: 日本电商分品类销售额 (百万美元)

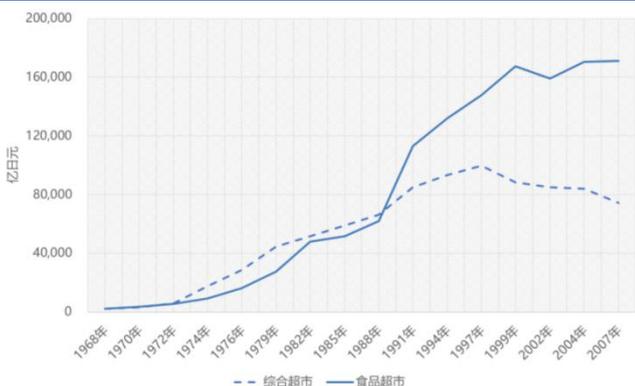


来源: 城市产业动力研究院, 搜狐财经, 日本经济产业省商业动态统计调查, 华福证券研究所

从渠道发展的趋势来看, 更便捷、更精细, 更专业、更具性价比是主旋律。尽管 1990 年后更贴近终端消费者的便利店持续涌现并快速成长, 但 1990 年至今, 商超的零售额还是在持续提升, 变化的点主要在于偏垂直类和折扣超市增长的提速。1990 年代以前, 日本综合超市的市场规模一直高于食品超市, 1991 年食品超市的市场规模首次超过综合超市, 此后两者间差距不断扩大, 综合超市逐渐呈衰退趋势。根据日本三大超市行业协会的联合统计, 截至 2024 年 6 月末, 日本超市门店数量共 22,971 家, 其中综合超市 1,783 家, 食品超市 22,971 家, 后者约为前者的 13 倍。

主营生鲜食品的“食品超市”的特点之一是其多集中开设在住宅区附近, 为赢得生意, 同行间的价格战非常激烈。许多主妇都会比较了各个商家早上投放在信箱里的优惠商品广告单后再出门采购, 有时她们一天当中可能会跑 2-3 家超市, 以买到最低价格的商品。激烈的竞争下, 折扣型食品超市通过参与上游、并购工厂开发自有品牌 (PB) 等方式, 掌控供应链, 推进低成本运营; 多强调高质低价, 以高性价比、差异化商品建立口碑和信任度, 因而在消费紧缩的大环境下赢得消费支持, 并实现快速成长。

图表 27: 日本食品超市持续增长



来源: 昂捷, 华福证券研究所

图表 28: 2022 年综合超市商品结构



来源: 中国台湾省统计局, 华福证券研究所

#### 4 唐吉诃德：折扣渠道先驱者，穿越周期持续成长

如 3.1 和 3.2 所述，日本线下实体零售较为发达，渠道跟随时代持续变革。本篇报告的后续部分，我们将对唐吉诃德进行复盘研究，主要原因如下：1) 从经济阶段上粗略对标，日本 90 年代与我国目前经济有一定相似性，即罗斯托经济成长阶段论中的第四阶段，在这一阶段日本折扣业态持续涌现，对国内有一定参考意义；2) 如 3.2 复盘可见，日本零售渠道经历的起伏和周期多于我国，大浪淘沙后目前唐吉诃德依然保持了较好的增长，对我国目前的折扣业态的后续发展路径有较高参考价值；3) 我国休闲食品行业从过往的发展来看，渠道变革对行业的推动影响较大，渠道行化更多代表了行业的 beta，故我们选择加大对日本渠道变革的关注。

图表 29：亚洲国家 GDP 换挡复盘

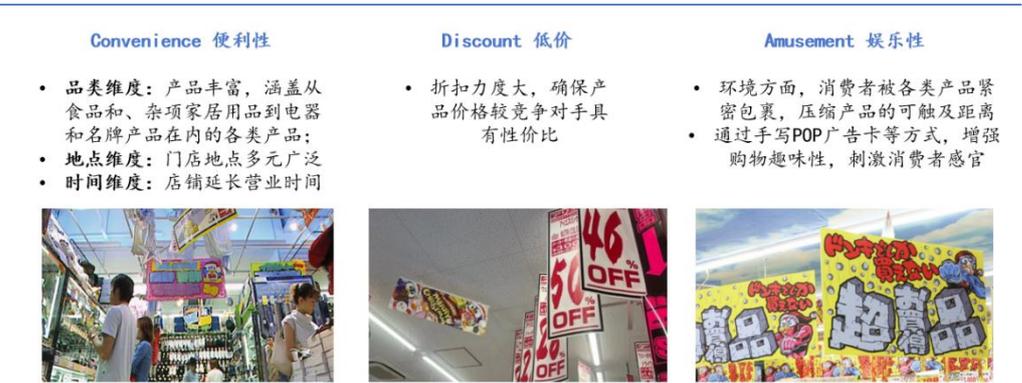


来源：新华网，新京报，中国商界杂志，中国政府网，中国共产党新闻网，华福证券研究所

唐吉诃德 (Don Quijote) 是日本 PPIH 集团旗下的折扣零售品牌。自 1978 年成立以来，唐吉诃德通过创造一种“寻宝式”的购物体验，为消费者提供种类繁多且价格低廉的商品，涵盖食品、日用品、家电、化妆品等各个领域。其核心竞争力在于其灵活的库存管理、创新的店铺布局和强大的成本控制能力，使其能够以低价吸引广泛的顾客群体，并维持较高的客户忠诚度。

公司采取“CV+D+A”的经营方针，其中 CV (Convience)代表“便利”，D (Discount)代表“折扣”，A (Amusement)代表“娱乐性”。

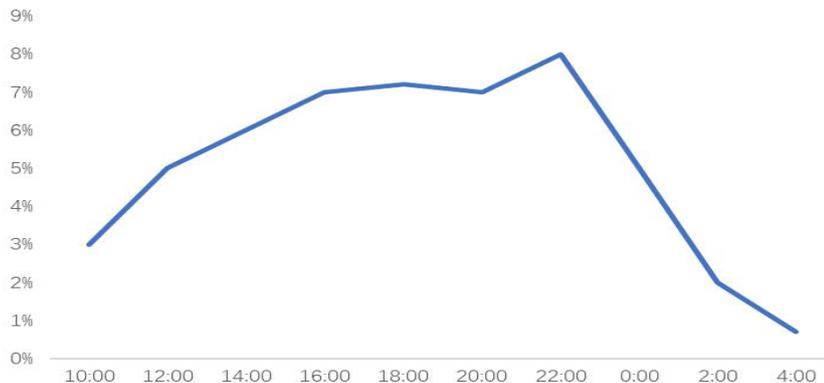
图表 30：“CV+D+A”



来源：公司年报，联商网，华福证券研究所

**便利方面：**唐吉诃德在日本经济下滑、资产贬值的背景下，低价接手了许多位于地铁口和十字路口附近的位置的空铺，实现低成本快速开店。另一方面，唐吉诃德的黄金营业时间也不同于其他业态竞争对手，公司大部分店铺 24 小时营业。根据公司 01 年披露的数据，唐吉诃德客户到店数量占比峰值在晚上 10 点左右。

图表 31: 按时间划分的客户到店数量



来源：公司年报，华福证券研究所

**折扣方面：**唐吉诃德在店铺陈列上会突出强调折扣商品，过季商品会有 3-4 折的优惠。此外，唐吉诃德的店铺对于商品销售有着很大的自主权。在唐吉诃德分店的销售额构成中，60%是总公司采购的常规库存商品，40%是分店自主采购的限量供应的产品。在获取充分的决定权之下，唐吉诃德分店的商品有着更强的本地适配性，从而获得当地人青睐，同时员工也更具有主观能动性，把店铺当做自己的经营场所，进行更为灵活的商品组合和排列。

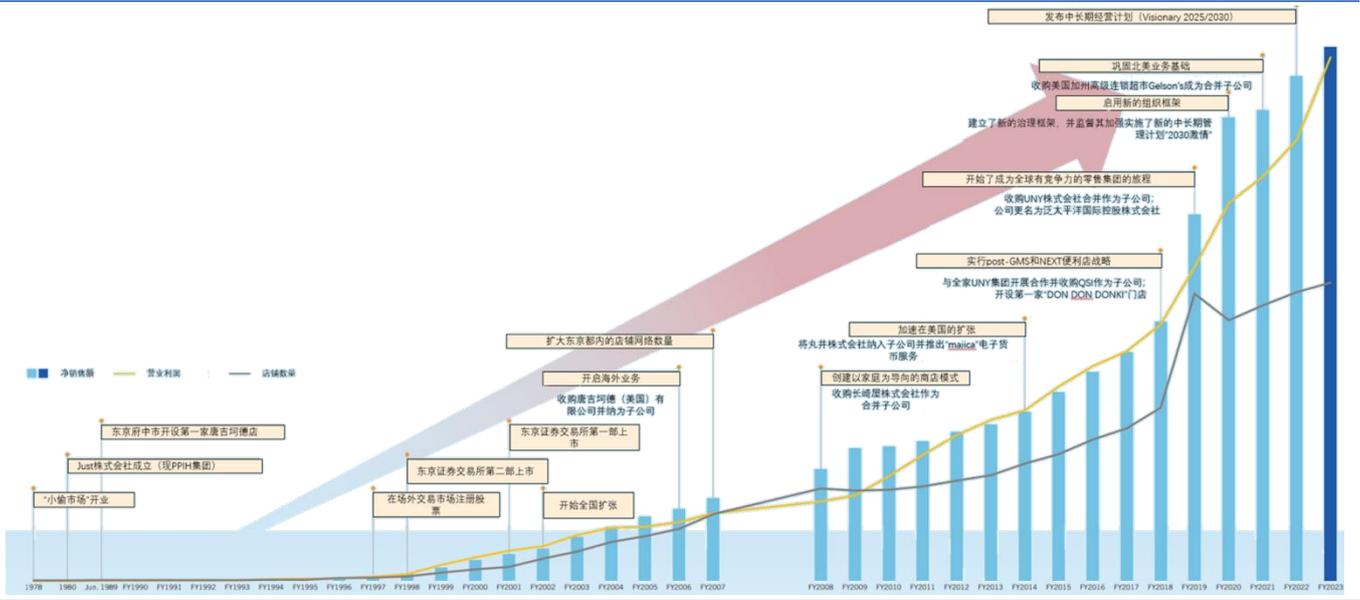
**娱乐性方面：**唐吉诃德“杂乱无章”的商品陈列让消费者产生寻宝心理，压缩产品的可触及距离让消费者感觉自己被各类产品紧密包裹。同时，公司通过手写 POP 广告卡、音乐氛围感营造等方式，增强购物趣味性，刺激消费者感官。

#### 4.1 创立以来持续增长，从“小偷市场”成长到“泛太平洋”

复盘来看，唐吉诃德从第一家店铺诞生到今天成为日本四大零售集团之一，其发展一方面与时代背景息息相关，另一方面也是唐吉诃德内外兼修持续优化的结果。公司自诞生以来三十余年收入持续增长，1997 年至今营收/利润 CAGR 分别为 20%/99%。虽然公司诞生于日本经济降速之际，但在公司对外加大版图，对内修炼内功的努力下，在不同经济环境下均维持了成长。

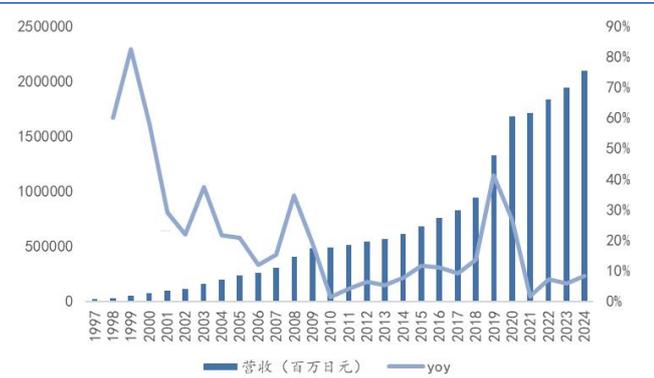


图表 32: 唐吉诃德历史复盘



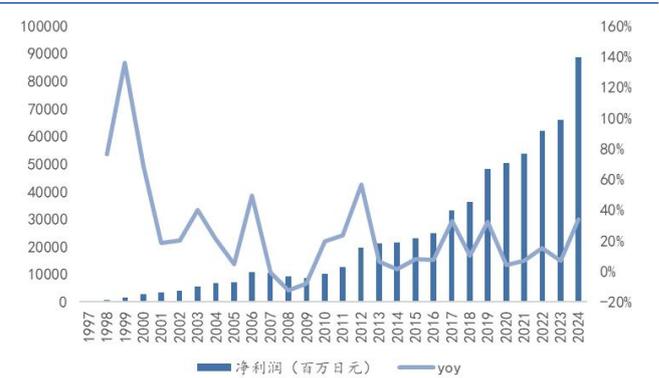
来源: 公司年报, 华福证券研究所

图表 33: 公司 1997 财年至今营收



来源: 公司年报, Wind, 华福证券研究所

图表 34: 公司 1997 财年至今净利润

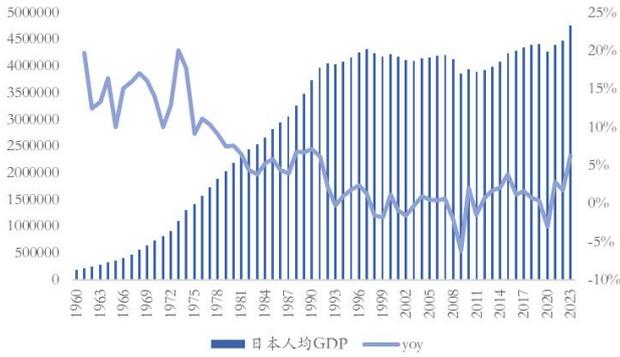


来源: Wind, 公司年报, 华福证券研究所

### 4.1.1 70 年代应运而生, 差异化模式奠定基业

70 年代日本经济高速增长时期进入尾声, 唐吉诃德应运而生。1970s 日本经济高速增长进入尾声, 石油危机爆发引发油价飙升、生产成本激增。为了应对严重的经济影响, 政府通过财政刺激和宽松的货币政策来推动经济稳定, 进一步造成通货膨胀的蔓延, 产业结构也从原先重工业向高科技和服务业转型, 消费者的性价比观念逐步形成。在这样的社会背景下, 1978 年唐吉诃德的前身“小偷市场”应运而生。彼时这家店铺专注于低价产品, 通过尾货和微瑕品来降低产品价格。

图表 35: 70 年代日本人均 GDP 增速开始下行



来源: ifind, 世界银行, 华福证券研究所

图表 36: 唐吉珂德的前身“小偷市场”



来源: 步步日本, 华福证券研究所

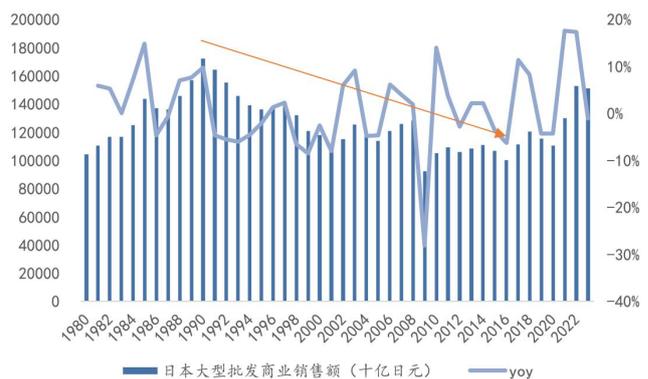
1980s 日本经济跌宕起伏, 唐吉珂德差异化竞争, 两次转型后确定业务方向。在 1982 年, 小偷市场成立新公司开始向批发业务转型。在 1980s 初期, 日本经济处于高速增长的尾声, 小偷市场在此期间进行了第一次业务转型, 尝试转向批发业务领域。直至 1985 年日本广场协议导致日元升值, 泡沫经济逐步破裂, 同年也是小偷市场再次转向零售业务的关键时刻, 第一家以“唐吉珂德”命名的店铺在东京成立, 并将业务重心重新转向零售。这一时期, 唐吉珂德通过独特的“杂乱无章”店铺布局 and “寻宝式”购物体验形成了差异化竞争, 为后续扩展奠定了基础。回头来看, 日本批发行业销售额在 1985 年之后出现震荡调整, 1990 年触顶后, 进入了震荡下滑期, 1990-2016 年行业 CAGR 为 -2%, 唐吉珂德在批发行业景气度下行前完成了及时掉头。

图表 37: 唐吉珂德店铺布局“杂乱无章”



来源: 唐吉珂德官网, 华福证券研究所

图表 38: 日本批发行业零售额 1990 年触顶下滑

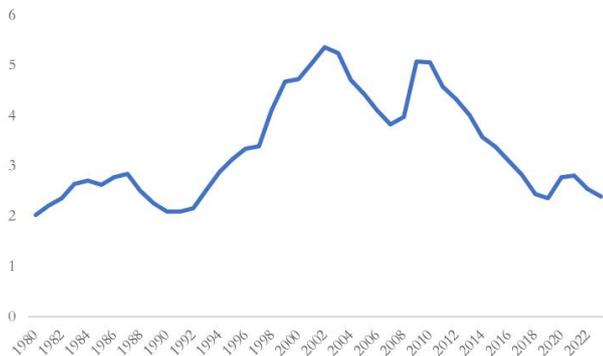


来源: ifind, 日本经济产业省, 华福证券研究所

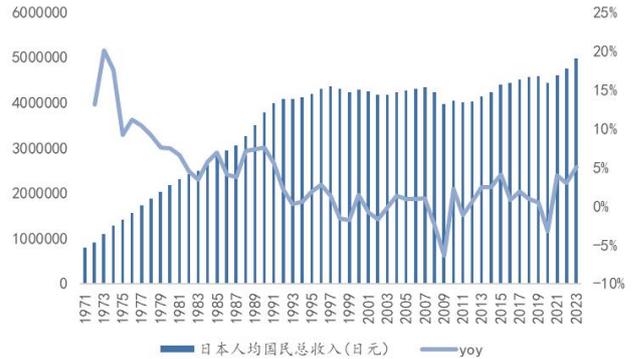
1990s 日本泡沫破裂, 但唐吉珂德进入快速发展期, 并于 1998 年成功上市。在这一时期, 日本政府收紧货币政策导致股市和房地产市场崩盘, 经济陷入停滞, 失业率上升及企业盈利能力下降导致人均收入增长停滞。然而对唐吉珂德而言正是抢占市场的黄金时期。唐吉珂德在这一时期通过灵活的经营策略和对市场需求的敏锐把握, 成功应对了日本经济低迷和资产泡沫破裂带来的挑战。依托专注于折扣零售



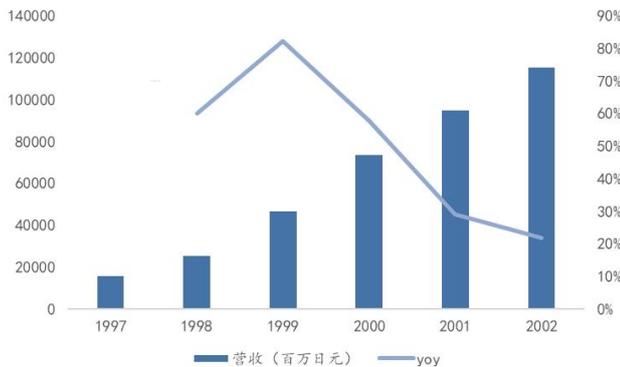
的专一性，实现了快速发展。在这一时期，唐吉诃德的竞争对手大荣（Daiei）由于前期扩张过度导致债务激增，在 1990s 面临严重的财务问题；西友（Seiyu）在管理和成本控制方面出现，也开始面临了财务压力。唐吉诃德在这一时期并没有陷入“多元化业务”陷阱，通过不断优化的购物体验 and 高度灵活的管理策略，成功抓住了消费者对新奇和低价的追求，从 1990 年开始每年持续增长，并于 1998 年成功上市。1997-2002 年，公司营收/净利润 CAGR 分别为 49%/58%。

**图表 39: 90 年代开始日本失业率提升**


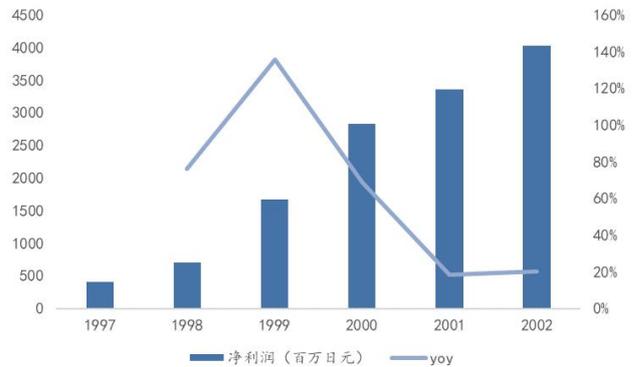
来源：ifind，国家统计局，华福证券研究所

**图表 40: 90 年代开始日本人均收入增长停滞**


来源：ifind，世界银行，华福证券研究所

**图表 41: 公司 1997-2002 财年营收 CAGR 达 49%**


来源：公司公告，华福证券研究所

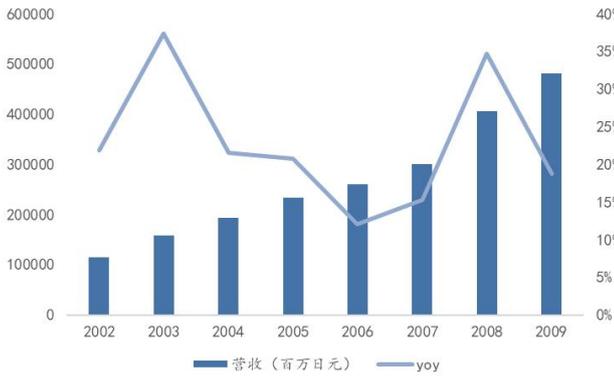
**图表 42: 公司 1997-2002 财年净利润 CAGR 58%**


来源：公司公告，华福证券研究所

#### 4.1.2 2002 年开始全国化扩张，模式灵活业态创新

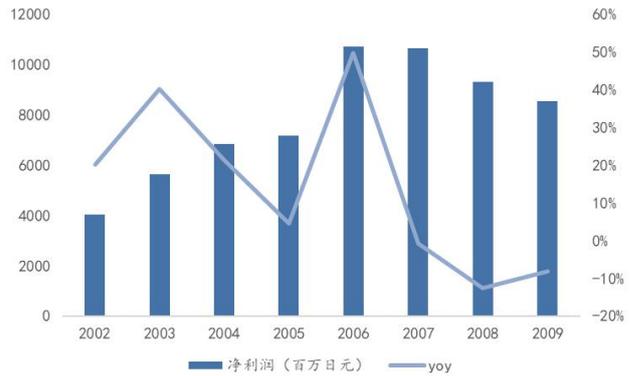
**2002 年公司开始全国化扩张，城市地区店铺提效+新门店拓展，开启双轮驱动阶段。**2002 年之前，公司一直主要在东京大都市区开设店铺。2001 年 12 月，公司开始全国化进程，到 2002 年财年结束已先后进军北海道、大阪、兵库县、福冈县，全国化的推动下公司客户总数仅 2002 财年就同比大幅提升 30.3%，效果显著。2002-2009 年，公司营收/利润 CAGR 分别为 23%/11%，营收稳健增长，利润由于收购、海外拓展有前置费用等原因，此阶段内不太稳定。

图表 43: 公司 2002-2009 财年营收 CAGR 为 23%



来源: Wind, 公司年报, 华福证券研究所

图表 44: 公司 2002-2009 财年净利润 CAGR 11%



来源: Wind, 公司年报, 华福证券研究所

在全国化的同时, 考虑到区域之间的差异特征, 公司进一步根据商业区域、规模和位置特征, 启动与这些特征相匹配的店铺来实现持续增长。

图表 45: 唐吉诃德各类门店特征总结



**唐吉诃德 (传统店铺)**  
 创立时间: 1980  
 面积: 1000-3000平方米  
 SUK: 4-6万  
 商品特征: 种类多样、娱乐元素丰富  
 目标客群: 年轻消费者



**PAW**  
 创立时间: 2002年  
 面积: 4000-5000平方米  
 商品特征: 品类丰富, 以唐吉诃德为主要租户, 并且存在各类零售商和服务提供商。以“全天候”和“娱乐”为核心理念的商业综合体形式。  
 目标客群: 大范围商业区内的消费者



**PICASSO**  
 创立时间: 2001年  
 面积: 300-500平方米  
 SUK: 1-2万  
 商品特征: 食品、日用品、服装、非处方药、家电用品  
 目标客群: 小范围商业区内的消费者



**MEGA唐吉诃德\* (主要店铺)**  
 创立时间: 2008  
 面积: 8000-10000平方米  
 SKU: 6-10万  
 商品特征: 服装、食品、日用品  
 目标客群: 家庭



**新唐吉诃德 (主要店铺)**  
 面积: 3000-5000平方米  
 SKU: 4-8万  
 商品特征: 食品、日用品、服装、家电  
 目标客群: 女性消费者、家庭



**唐吉诃德UNY**  
 创立时间: 2018  
 面积: 4000-13000平方米  
 SUK: 5-10万左右  
 商品特征: 以食品见长  
 目标客群: 各个年龄段消费者

来源: 唐吉诃德官网, 公司年报, 联商网, 36 氪, 华福证券研究所

店面更小、目标客群为便利店消费者、适合短期快速加大区域布局的“毕加索”: 继传统的“唐吉诃德”商店形式 (标准销售面积约为 1000 平方米) 之后, 公司于 2001 年 6 月推出了针对更小的商业区域、目标客群为目标群体是便利店顾客的“毕加索”折扣店形式。“毕加索”折扣店销售面积为 300 至 500 平方米, 较便利店来说商品选择广泛、价格低廉和购物娱乐程度高。对公司来说, 由于“毕加索”店铺较小, 开设相对容易, 初始投资需求低、转换合作方的难度小, 更容易短期内迅速开店加大区域布局。

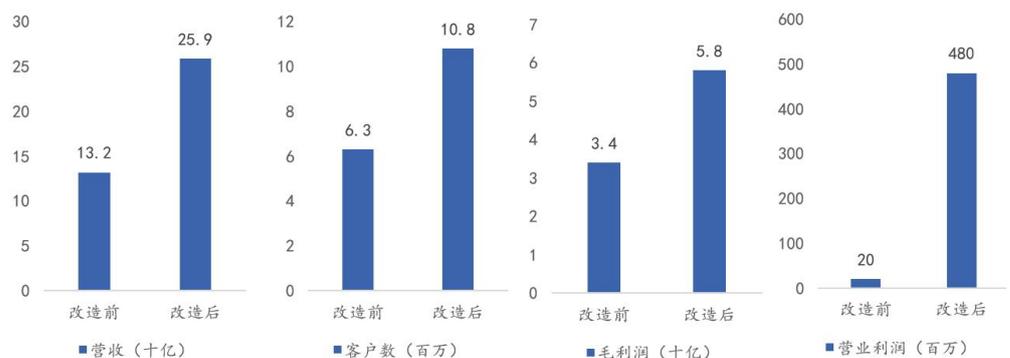


**吸引更多类型客户、为唐吉诃德带来协同效应的“PAW”商业综合体：**2002年4月，公司在川崎开设了第一家“PAW”商业综合体。“PAW”以全天候运营为特色，销售面积约2000平方米。PAW是一种全新的商业综合体的形式，其中包括唐吉诃德、各类零售店超市、餐馆等不同类型的租户聚集在一起，“全天候”和“娱乐”是关键概念。PAW是“purchase 购买”，“amusement 娱乐” and “wonderland 仙境”的缩写，意思是一个充满各种购物乐趣的仙境。“PAW”商业综合体内的租户要么营业到深夜，要么24小时营业。自该设施开放以来，吸引不同类型客户的租户范围带来了显著的协同效应。

随着公司的持续增长和日本折扣零售行业逐渐成熟走入跑马圈地阶段，公司也开始通过收并购进一步丰富自身的店铺数量和形式。其中，在日本的百货商店(GMS)行业龙头利润持续承压的背景下，公司于2008年开始使用MEGA Don Quijote形式扩大在GMS市场中的份额。2007年公司完成了对濒临破产的综合折扣店长崎屋的收购。收购之后，公司将部分长崎屋的店铺改造成符合唐吉诃德品牌特色的折扣店，命名这些新店为“Mega唐吉诃德(Mega Don Quijote)”，同时也保留了长崎屋的部分店铺和品牌。相较于传统的唐吉诃德店面，Mega Don Quijote的定义是一家“家庭型综合折扣店”，拥有比传统唐吉诃德更大的店铺面积(平均销售面积约9000平方米)和更多的商品种类(库存6-8万件)。

UNY出身全家FamilyMart，主要针对家庭主妇、家庭和老年人，产品组合侧重于新鲜食品、日常消费品和其他日常生活必需品，能够在食品领域为公司赋能。2017年公司与全家FamilyMart UNY HD达成业务联盟，对UNY门店形式进行了转变，后又与FamilyMart联合试办门店，2019年UNY正式转变为公司的全资子公司。唐吉诃德对UNY门店进行了一系列转换，包括产品品类的多元化，产品展示的“唐吉诃德式”差异化等等。转型后，UNY门店销售额和客户数量都获得了大幅增加，2018年3月至2019年2月期间销售额增长了97%，客户数大幅提升71%，收购后协同效应明显。

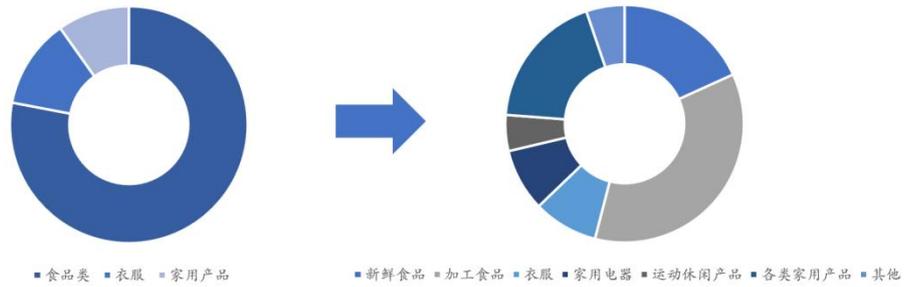
**图表 46: 唐吉诃德对 UNY 改造后效果明显**



来源：公司年报，华福证券研究所



图表 47: UNY 改造后品类更加丰富



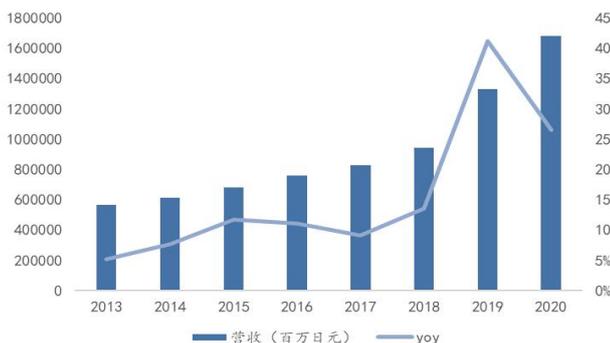
来源: 公司年报, 华福证券研究所

#### 4.1.3 2006 年开始出海尝试, 主要布局亚洲和美国

2006 年出海夏威夷, 此后在北美持续通过收购完成版图扩张。2006 年唐吉诃德收购了大荣 (Daiei) 位于美国夏威夷的门店, 并更名为唐吉诃德。作为海外扩张的第一步, 大荣的门店为唐吉诃德迈入美国本土市场提供了经验。2013 年 7 月, 唐吉诃德和长崎屋新加坡成立了海外业务的控股公司。此外, 为了加速在美国夏威夷的扩张, 公司同年收购了在美国夏威夷州和加利福尼亚州经营 11 家超市的丸井株式会社 (MARUKAI), 并对 MARUKAI 旗下店铺进行了全面翻新, 2015 年 1 月以名为 “TOKYO CENTRAL” 的新杂货店模式重新开业。“TOKYO CENTRAL” 专注于日本食品, 如寿司和预制配菜, 采用 “东方移动食品” 概念, 注重质量和价格, 随后 15 年同年于加州又开设了第二家门店。2017 年公司收购了在美国夏威夷经营 24 家超市的 QSI, Inc., 并于 2021 年收购了在美国加州有悠久历史的、旗下有 27 家门店的连锁超市 Gelson’s, 通过收购进一步强化北美业务布局。截至 2023 年, 公司在北美共有 65 家零售店, 其中夏威夷 28 家 (包括 3 家唐吉诃德, 1 家 MARUKAI, 24 家 Times), 加州 37 家 (包括 4 家 MARUKAI, 6 家 TOKYO CENTRAL, 27 家 Gelson’s)。

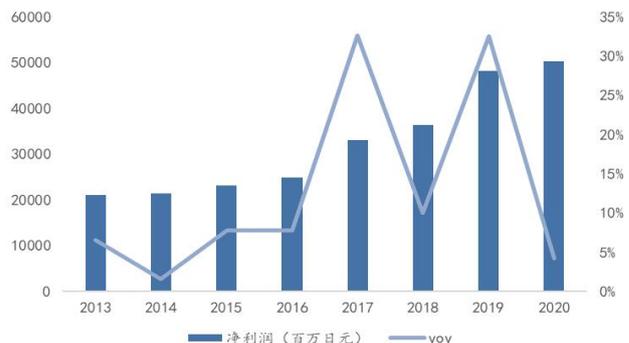
自 2013 年公司开始加速海外扩张, 直到 2020 年公司增长受疫情影响放缓, 2013-2020 年, 公司营收/利润 CAGR 分别为 17%/13%。

图表 48: 公司 2013-2020 年营收 CAGR 为 17%



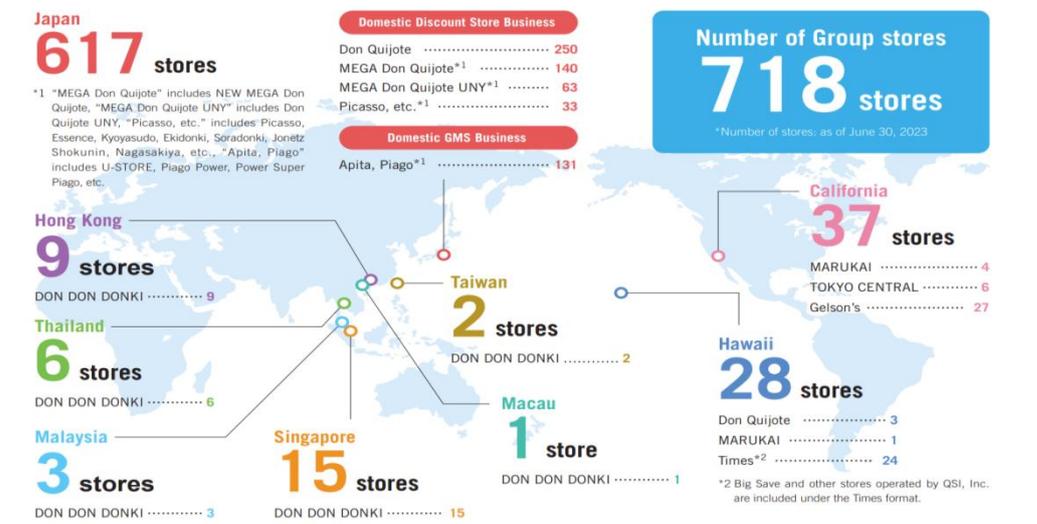
来源: Wind, 公司公告, 华福证券研究所

图表 49: 公司 2013-2020 年净利润 CAGR 13%



来源: Wind, 公司公告, 华福证券研究所

图表 50: 公司全球门店版图



来源: 公司年报, 华福证券研究所

2018 年公司开启亚洲业务新纪元, 2013 年 7 月, 公司在新加坡成立了泛太平洋国际控股有限公司, 作为海外业务的总部。2017 年 12 月, 公司在新加坡开设了第一家“DON DON DONKI”门店。“DON DON DONKI”是专为东南亚市场设计的一种新型店铺形式, 提供各种日本制造和日式的产品, 并设立了日料美食广场。在新加坡市场实现突破后, 2019 年公司泰国曼谷开设第一家“Don Don Donki”, 随后扩张到 6 家门店, 2020 年进入香港市场, 2021 年进入马来西亚, 2022 年在澳门和台湾分别开设一家店。截至 2023 年, 公司已经在东南亚市场拥有了 36 家门店, 平均一年新增 5 家店。

在积极加大亚洲市场布局的同时, 在已经进入的国家, 公司以 DON DON DONKI 为孵化器, 开设了一系列新业务模式的店铺, 创造更多商机。举例来说, 2021 年在香港开业的 SEN SEN SUSHI OP Mall 采用从日本直接运来的新鲜食材制作寿司, 在当地大受欢迎; 公司在新加坡开设的 Tomita Seimai 店内碾磨的日本品牌大米和新鲜煮熟的饭团。鉴于其受欢迎程度, 公司逐步以 Yasuda Seimai 的名义将其横向扩展到台湾和香港等其他地区; 公司在泰国开设的“Kiwami Nama Shokupan”店结合了面包房和中央厨房, 较好的进行了本土化融合; 此外, 公司还在台湾和马来西亚开设了和牛串店, 让顾客可以以实惠的价格享用正宗的日本牛肉。



图表 51: 公司在海外以 DON DON DONKI 为孵化器, 灵活调整店铺



来源: dondondonki 香港官网, 华福证券研究所

## 5 风险提示

**市场竞争加剧的风险:** 若行业竞争加剧导致供给侧面临出清压力, 则目前行业和公司的增长逻辑都会发生变化。

**消费者消费观念转变:** 若消费者的消费观念发生改变, 需求变化将带动供给侧格局发生变化, 影响行业和公司的增长趋势。

**食品安全风险:** 若行业内出现较大的食品安全问题, 则行业的增速趋势以及竞争格局均会出现变化。



## 分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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。

## 一般声明

华福证券有限责任公司（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。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

## 特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

## 投资评级声明

类别	评级	评级说明
公司评级	买入	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在 20%以上
	持有	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市	未来 6 个月内，行业整体回报高于市场基准指数 5%以上
	跟随大市	未来 6 个月内，行业整体回报介于市场基准指数-5%与 5%之间
	弱于大市	未来 6 个月内，行业整体回报低于市场基准指数-5%以下

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）

## 联系方式

华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区浦明路 1436 号陆家嘴滨江中心 MT 座 20 层

邮编：200120

邮箱：hfys@hfzq.com.cn