



# 专题研究系列

买入（维持评级）

行业专题研究报告

证券研究报告

国金大消费

分析师：赵中平（执业 S1130524050003） 联系人：王译

zhaozhongping@gjzq.com.cn

wangyi9@gjzq.com.cn

## 经济驱动动能转移，消费结构牛市渐起

### ——美日消费变迁的启示

#### 研究意义

站在地产调整进入尾声、城镇化率提升斜率放缓时点，我们通过回顾美日城镇化后周期阶段消费行业表现，总结其背后深层次规律，为中国未来消费板块投资提供建议。本文将深度呈现美国 1970s 后/日本 1990s 后/日本 1970-1990 年三个完全不同的消费时代，引入 27 家日本消费品公司和 42 家美国消费品公司，从行业和个股角度去理解消费的变化。

#### 研究内容

尽管都面临城镇化率放缓，但三个时代具备不同特点：美国 1970s 后面临低老龄化+收入分化+全要素生产率提升；日本 1990s 面临高老龄化+收入分化+全要素生产率停滞；日本 1970-1990 年面临低老龄化+收入普涨+全要素生产率提升。

##### ■ 日本 1990 年后消费变迁的启示

1) 银发经济、平价消费方向包揽大部分高成长公司。进攻性最强赛道当属折扣零售和药妆店，由于瞄准全新需求，且没有历史包袱，仅依靠内需可实现长期 20%+ 的市值复合增速。2) 相比消费品生产商，渠道商成长优势开始凸显：随着人口因素转变商品消费量逐渐减速，尽管生产商成长速度减缓，但商品大生产时代推动渠道商迎来一次由效率提升，行业出清带来的高成长机遇。3) 消费品生产商成长重心从国内转向海外：剔除出海贡献后，食品、饮料、个人护理、服装鞋类等板块代表性公司市值复合增速为中低个位数，出海的重要性越来越高。4) 致敬品牌的力量，高端糖果商、东京迪士尼成另类成长代表：礼品糖果商寿制果依靠品牌优势，在消费低迷年代仅依靠内需实现长期 15% 的市值增速。东京迪士尼依靠独特品牌优势和稀有地位，也仅依靠内需实现年化 11% 的复合增速，超越众多消费品公司。

##### ■ 美国 1970 年后消费变迁的启示

1) 相比消费品生产商，渠道商成长优势显著：曾被认为竞争激烈的批发零售业，贡献了过去 30 年最多的牛股，分别瞄准不同细分行业，性价比成为竞争核心，这与日本的规律实现共鸣。2) 消费品生产商中，传统龙头复合增速仅有个位数，具备健康属性的能量饮料和运动户外领域内生成长性优越。3) 传统消费品和餐饮公司，出海成为成长重心。

##### ■ 日本 1970-1990 年消费变迁的启示

1) 人口收入要素利好下，消费大盘将迎来快速增长。2) 经济发展水平的提高将推动国货品牌的崛起。

##### ■ 美日消费变迁的共同特征与差异

1) 人口、收入要素差异，导致了两国传统消费品公司 1990 年后的增速差距 2) “创新”成为大部分新成长方向的底层基因，无论是折扣零售的商业模式创新还是能量饮料的产品创新。3) 折扣零售批发商、电子商务、运动品牌、专业服饰店、餐饮在两国 1990 年后均诞生了长期高增长公司。4) 两国均诞生了特色长期高增长业态，诸如日本药妆店。

#### 投资建议与启示

1) 全要素生产率成为经济增长和消费复苏的核心。随着经济驱动从投资出口主导逐步走向需求侧消费+供给侧创新主导，能否创造出新的引擎，推动全要素生产率持续提升，是决定经济实现二次增长，消费基本面发生本质变化的关键。2) 新消费方向将成为未来消费投资的中心。主要包括平价消费、银发经济、情绪消费、消费出海四大方向。3) 新消费投资区别于传统消费的几个关键特点：①容易被宏观数据的表现所掩盖，从而受市场情绪影响而被错误定价。②着眼的需求较新，国内研究稀缺，市场还未形成一致预期，估值不确定性较强。③龙头公司还未长大，相比其未来潜力，目前市场关注度仍旧较低。

#### 风险提示

人口老龄化进度差异、经济发展水平差异、国别差异



## 内容目录

一、城镇化率放缓后，消费股可能面对的三种情景	11
1.1、第一种情景：美国 1970s 后——低老龄化+收入分化+全要素生产率提升	11
1.2、第二种情景：日本 1990s 以后——高老龄化+收入分化+全要素生产率停滞	13
1.3、第三种情景：日本 1970-1990——低老龄化+收入普涨+全要素生产率提升	14
二、美日消费变迁的历史规律总结	16
2.1、日本 1990 年后消费变迁的启示	17
2.2、美国 1970 年后消费变迁的启示	19
2.3、日本 1970-1990 年消费变迁的启示	21
2.4、美日消费变迁的共同特征与差异	21
三、美日消费变迁对中国的启示	21
3.1、中国消费基本面的分析——全要素生产率成为经济增长和消费复苏的核心	21
3.2、未来长期成长性优越的投资方向	24
3.3、新消费方向投资的注意点	25
四、回看日本 1990 年后的消费变迁	26
4.1、消费基本面——总量微增，服务占比提升	26
4.2、消费板块结构变化——必需体量仍占主导，非必需成长性机会更多	28
4.2.1、日本必需消费品结构变化特点及动力拆分	28
4.2.2、日本非必需消费品结构变化特点及动力拆分	42
五、回看美国 1970 年代后的消费变迁	61
5.1、美国消费基本面——总量稳步增长，服务占比提升	61
5.2、消费板块结构变化——非必需比重上升，凸显成长优势	62
5.2.1、美国必需消费品结构变化特点及动力拆分	62
5.2.2、美国非必需消费品结构变化特点及动力拆分	82
六、回看日本 1970-1990 期间的消费变迁	113
6.1、消费基本面——总量快速增长，耐用品占比提升	113
6.2、日本 1970-1990 消费板块行业结构变化特征	113
七、风险提示	115

## 图表目录

图表 1：美日城镇化率在达到 70% 之后开始放缓 (%)	11
图表 2：中国城镇化率已达到 65% 以上 (%)	11



图表 3:	1970 年后美国人口 (亿人) 及增速 (%)	12
图表 4:	美国 65 岁以上人口占比 (%)	12
图表 5:	不考虑转移支付及税收下美国人群收入增速 (%)	12
图表 6:	考虑税收及转移支付前后人群收入增速对比 (%)	12
图表 7:	美日全要素生产率比较 (%)	13
图表 8:	全要素生产率提升推动美日人均收入差距扩大 (美元/人/年)	13
图表 9:	1990 年后日本人口 (亿人) 及增速 (%)	13
图表 10:	日本 65 岁以上人口占比 (%)	13
图表 11:	1990 年后日本不同收入水平人群占比 (万元/年, %)	14
图表 12:	1990 年后日本不同收入水平人群数量增长比例 (万元/年, %)	14
图表 13:	1990 年后日本全要素生产率停滞 (%)	14
图表 14:	1990 年后日本人均 GDP 提升缓慢 (美元/人)	14
图表 15:	1970-1990 年日本人口 (亿人) 及增速 (%)	15
图表 16:	1970-1990 年日本 65 岁以上人口占比 (%)	15
图表 17:	1980-1990 年后日本不同收入水平人群占比 (万元/年, %)	15
图表 18:	1980-1990 年后日本不同收入水平人群数量增长比例 (万元/年, %)	15
图表 19:	1970-1990 年后日本全要素生产率不断提升 (%)	16
图表 20:	1970-1990 年日本人均 GDP 迅速提升 (美元/人)	16
图表 21:	彭博必需品板块分类	16
图表 22:	彭博非必需品板块分类	16
图表 23:	日本 1990 年来各消费板块表现优异的 27 家公司	17
图表 24:	美国 1990 年来各消费板块表现优异的 42 家公司	17
图表 25:	日本市值年化增速最快的 10 家代表性消费品公司 (%，除电子商务之外)	18
图表 26:	按照海外业务占比排序的代表性消费品生产企业 (%)	18
图表 27:	其他娱乐设施公司市值随周期波动 (亿日元)	18
图表 28:	东京迪士尼管理公司市值持续上涨 (亿日元)	18
图表 29:	日本各消费板块代表性公司市值增速表现汇总 (%，分不同时间阶段/是否出海的不同情景)	19
图表 30:	美国零售批发板块代表公司市值增速表现优异 (%)	19
图表 31:	美国代表性消费品生产企业 (%)	20
图表 32:	按照海外业务占比排序的前十二大美国代表性消费品企业 (%)	20
图表 33:	美国各消费板块代表性公司市值增速表现汇总 (%，分不同时间阶段/是否出海的不同情景)	20
图表 34:	中国 GDP 年度增速逐步进入 5% 左右水平 (%)	22
图表 35:	2024 年以来 GDP 季度增速同比有下滑趋势 (%)	22
图表 36:	2024 年各类型消费品零售额月度同比增速 (%)	22
图表 37:	政府出台的刺激消费政策梳理	22



图表 38:	中国消费支出占 GDP 比重长期低于美日 (%)	23
图表 39:	中国国民总储蓄率长期高于美日 (%)	23
图表 40:	人均国民收入达到 1 万美元是突破中等收入陷阱的关键期 (万美元/人)	23
图表 41:	中国 65 岁以上人口占比迅速提升 (%)	24
图表 42:	截止 2023 年中国 40 岁以上人口占比已达到 50% (%)	24
图表 43:	马斯洛需求层次	25
图表 44:	年轻人的情绪消费代表行为	25
图表 45:	日本传统零售公司大荣与折扣零售代表唐吉诃德的市值对比 (亿日元)	26
图表 46:	1990-2023 年日本个人消费支出增长 39% (%)	27
图表 47:	1990 年后服务在日本消费支出中占比提升 (%)	27
图表 48:	1990 年后日本耐用品消费支出开始减少 (%)	27
图表 49:	1990 年后日本非耐用品消费支出占比提升 (%)	27
图表 50:	1993 年后半耐用品支出减少, 耐用品支出停滞, 是大类支出下降主要动力 (%)	27
图表 51:	耐用品与半耐用品的区别	27
图表 52:	日本消费板块市值占比 (%)	28
图表 53:	日本消费板块内部市值占比 (%)	28
图表 54:	日本必需消费品一级行业结构 (%)	28
图表 55:	必需品零售细分板块市值涨幅 (%)	29
图表 56:	大型零售商: 折扣店实现对传统零售的超越 (亿日元)	29
图表 57:	日本唐吉诃德门店外景	29
图表 58:	1997 年以来唐吉诃德股价涨幅达到 134 倍 (倍)	29
图表 59:	食品及药品店板块主要标的市值变动 (亿日元)	30
图表 60:	食品药品店板块: 药妆连锁店市值增长亮眼 (%)	30
图表 61:	WELCIA 药妆店内景	30
图表 62:	WELCIA 旗下各业务占比 (%)	30
图表 63:	必需品批发细分板块市值涨幅 (%)	31
图表 64:	丸红株式会社市值增长情况 (亿日元)	31
图表 65:	伊藤忠商社的贸易模式	32
图表 66:	1997 年以来丸红株式会社市值增长 4 倍 (倍)	32
图表 67:	家用产品制造细分板块市值涨幅 (%)	32
图表 68:	个人护理板块代表性公司市值增长比例 (%)	32
图表 69:	乐敦制药株式会社业务领域	33
图表 70:	1994 年以来乐敦制药市值涨幅达到 12 倍 (倍)	33
图表 71:	尤妮佳旗下商品	34
图表 72:	1993 年以来尤妮佳股价涨幅达到 19 倍 (倍)	34



图表 73: 高丝集团业务领域和主要品牌 .....	35
图表 74: 1999 年以来高丝化妆品市值涨幅达到 9 倍 (倍) .....	35
图表 75: 食品生产细分板块市值涨幅 (%) .....	36
图表 76: 寿制果株式会社市值 (亿日元) .....	36
图表 77: 寿制果株式会社旗下甜点品牌多样 .....	36
图表 78: 1995 年以来寿制果市值涨幅达到 58 倍 (倍) .....	36
图表 79: 味之素产品业务 .....	37
图表 80: 1993 年以来味之素市值涨幅达到 3.8 倍 (倍) .....	37
图表 81: 龟甲万酱油业务 .....	38
图表 82: 1993 年以来龟甲万市值涨幅达到 10 倍 (倍) .....	38
图表 83: 饮料生产细分板块市值涨幅 (%) .....	39
图表 84: 三得利、养乐多公司市值 (亿日元) .....	39
图表 85: 三得利在亚太地区的健康茶饮品牌 .....	39
图表 86: 2013 年以来三得利市值涨幅达到 0.4 (倍) .....	39
图表 87: 养乐多践行的“代田主义” .....	40
图表 88: 1994 年以来养乐多市值涨幅达到 2.8 倍 (倍) .....	40
图表 89: 朝日啤酒的啤酒品牌 .....	41
图表 90: 1993 年以来朝日啤酒市值涨幅达 4.4 倍 (倍) .....	41
图表 91: 日本非必需消费品一级行业市值结构变化 (%) .....	42
图表 92: 日本非必需消费品一级行业市值规模变化 (%) .....	42
图表 93: 休闲设施与服务板块占比超过 85% (%) .....	42
图表 94: 日本休闲设施与服务内部以餐饮娱乐业为主 (%) .....	42
图表 95: 日本非必需消费品二级行业市值增长规模 (%) .....	43
图表 96: 日本非必需消费品二级行业市值增长规模 (%) .....	43
图表 97: 服装与纺织细分板块市值涨幅 (%) .....	43
图表 98: 两家代表性户外品牌公司的股价涨幅 (倍) .....	43
图表 99: Goldwin 直营店外景 .....	44
图表 100: 1994 年以来 Goldwin 市值涨幅达到 7 倍 (倍) .....	44
图表 101: 迪桑特门店外景 .....	45
图表 102: 1994 年以来迪桑特市值涨幅达到 4 倍 (倍) .....	45
图表 103: 亚瑟士门店外景 .....	46
图表 104: 1990 年以来亚瑟士市值涨幅达到 12 倍 (倍) .....	46
图表 105: 家具与办公产品细分板块市值涨幅 (%) .....	47
图表 106: 日本家电板块主要公司市值变动 (亿日元) .....	47
图表 107: FUKUSHIMA GALILEI 业务总览 .....	47



图表 108:	1995 年以来 FUKUSHIMA GALILEI 市值涨幅达到 2.3 倍 (倍)	47
图表 109:	非必需品零售细分板块市值涨幅-Part1 (%)	48
图表 110:	非必需品零售细分板块市值涨幅-Part2 (%)	48
图表 111:	非必需品零售细分板块市值涨幅-Part3 (%)	49
图表 112:	主要百货商店公司市值变动 (亿日元)	49
图表 113:	日本优衣库门店外景	49
图表 114:	1994 年以来迅销集团市值涨幅达到 67 倍 (倍)	49
图表 115:	日本 PAL 集团旗下的“十元店”	50
图表 116:	2001 年以来 PAL 市值涨幅达到 19 倍 (倍)	50
图表 117:	非必需品批发细分板块市值涨幅-Part1 (%)	51
图表 118:	非必需品批发细分板块市值涨幅-Part2 (%)	51
图表 119:	日本 CENTRAL AUTO PRO	52
图表 120:	1994 年以来中央自动车市值涨幅达到 5.8 倍 (倍)	52
图表 121:	日本代瓦博业务领域	53
图表 122:	2007 年以来代瓦博市值涨幅达到 5.5 倍 (倍)	53
图表 123:	消费者服务内部板块市值结构 (%)	54
图表 124:	消费者服务细分板块市值涨幅 (%)	54
图表 125:	摄影服务内部上市公司市值 (亿日元)	54
图表 126:	休闲设施与服务细分板块市值涨幅-Part1 (%)	55
图表 127:	休闲设施与服务细分板块市值涨幅-Part2 (%)	55
图表 128:	东利多控股旗下品牌	55
图表 129:	2006 年来东利多控股股价涨幅达到 20 倍 (倍)	55
图表 130:	泉盛集团旗下食其家门店外景	56
图表 131:	2014 年来泉盛集团市值涨幅达到 7 倍 (倍)	56
图表 132:	东京迪士尼园内景观	57
图表 133:	1993 年以来东京迪士尼度假区管理公司市值涨幅达 14.9 倍 (倍)	57
图表 134:	主要娱乐设施公司呈现明显周期表现 (亿日元)	58
图表 135:	东京迪士尼管理公司市值长期增长 (亿日元)	58
图表 136:	主要酒店龙头市值随周期波动 (亿日元)	58
图表 137:	电子商务细分板块市值涨幅-Part1 (%)	59
图表 138:	电子商务细分板块市值涨幅-Part2 (%)	59
图表 139:	MonotaRO 公共卫生危机后间接集中采购物料示意	59
图表 140:	2006 年以来 MonotaRO 市值涨幅达到 36.6 倍 (倍)	59
图表 141:	ZOZO 经营战略: 提供令人兴奋的服装	60
图表 142:	2007 年以来 ZOZO 市值涨幅达到 26.8 倍 (倍)	60



图表 143:	1970 年后 30 年美国消费总支出增长 10 倍 (倍)	61
图表 144:	美国服务业增加值占 GDP 比重明显上升 (%)	61
图表 145:	服务在美国消费支出中的占比不断提高 (%)	61
图表 146:	服务在日本消费支出中的占比不断提高 (%)	61
图表 147:	医疗/娱乐/金融保险成美国服务增长主要推动力 (%)	62
图表 148:	医疗/娱乐/金融保险在美国服务消费占比提升明显 (%)	62
图表 149:	美国消费板块市值占比 (%)	62
图表 150:	美国必需品板块市值占比经历了下降 (%)	62
图表 151:	美国必需消费品一级行业分类结构 (%)	63
图表 152:	美国必需品内部——一级行业市值增长百分比 (%)	63
图表 153:	美国必需消费品二级行业市值增长规模 (%)	63
图表 154:	美国必需消费品二级行业市值增长规模 (%)	63
图表 155:	家用产品制造细分板块市值涨幅-Part1 (%)	64
图表 156:	家用产品制造细分板块市值涨幅-Part2 (%)	64
图表 157:	普雷斯蒂奇产品	65
图表 158:	2005 年以来普雷斯蒂奇市值涨幅达到 3.5 倍 (倍)	65
图表 159:	Procter & Gamble 主要产品	66
图表 160:	1990 年以来宝洁市值涨幅达到 12 倍 (倍)	66
图表 161:	Church & Dwight 旗下消费品牌	67
图表 162:	1990 年以来 Arm & Hammer 市值涨幅达到 65 倍 (倍)	67
图表 163:	必需品零售细分板块市值涨幅 (%)	68
图表 164:	Costco 门店内部	68
图表 165:	1992 年以来 Costco 市值涨幅达到 101 倍 (倍)	68
图表 166:	沃尔玛门店外景	69
图表 167:	1990 年以来沃尔玛市值涨幅达到 16 倍 (倍)	69
图表 168:	必需品批发细分板块市值涨幅-Part1 (%)	70
图表 169:	必需品批发细分板块市值涨幅-Part2 (%)	70
图表 170:	安德森斯农业供应链	71
图表 171:	1996 年以来安德森斯市值涨幅达到 25 倍 (倍)	71
图表 172:	Performance Food Group	72
图表 173:	2016 年以来 Performance Food Group 市值涨幅达到 3.5 倍 (倍)	72
图表 174:	食品生产细分板块市值涨幅 (%)	73
图表 175:	包装食品制造板块并未走出牛股 (亿美元)	73
图表 176:	饮料生产细分板块市值涨幅 (%)	73
图表 177:	可口可乐主要品牌	74



图表 178:	1990 年以来可口可乐市值涨幅达到 8 倍 (倍)	74
图表 179:	百事产品	75
图表 180:	1990 年以来百事市值涨幅达到 11 倍 (倍)	75
图表 181:	Dr Pepper 商品	76
图表 182:	2008 年以来 Dr Pepper 市值涨幅达到 11 倍 (倍)	76
图表 183:	燃力士商品	77
图表 184:	2007 年以来燃力士市值涨幅达到 770 倍 (倍)	77
图表 185:	National Beverage Corp	78
图表 186:	1992 年以来国民饮料公司市值涨幅达到 110 倍 (倍)	78
图表 187:	美国主要酒精饮料公司市值 (亿美元)	79
图表 188:	美国主要酒精饮料公司市值增长比例 (倍)	79
图表 189:	Brown-Forman 的畅销酒款	80
图表 190:	1994 年以来 Brown-Forman 股价涨幅达到 13 倍 (倍)	80
图表 191:	MOLSON COORS 的啤酒产品	81
图表 192:	1993 年以来 MOLSON COORS 市值涨幅达到 132 倍 (倍)	81
图表 193:	波士顿啤酒主要商品	82
图表 194:	1995 年以来波士顿啤酒市值涨幅达到 8 倍 (倍)	82
图表 195:	美国非必需消费品一级行业市值结构变化 (%)	83
图表 196:	美国非必需消费品一级行业市值规模变化 (%)	83
图表 197:	美国非必需消费品二级行业市值结构变化 (%)	83
图表 198:	服装与纺织细分板块市值涨幅-Part1 (%)	83
图表 199:	服装与纺织细分板块市值涨幅-Part2 (%)	83
图表 200:	代表性的三家户外运动品牌市值增长比例 (倍)	84
图表 201:	代表性的三家纺织制造企业市值 (亿美元)	84
图表 202:	NIKE 的经典 logo	84
图表 203:	1990 年以来 NIKE 市值涨幅达到 54 倍 (倍)	84
图表 204:	美国 DECKERS 门店内部陈设	85
图表 205:	1993 年以来 DECKERS 市值涨幅达到 67 倍 (倍)	85
图表 206:	美国斯凯奇门店陈设	86
图表 207:	1999 年以来斯凯奇市值涨幅达到 71 倍 (倍)	86
图表 208:	家具与办公产品制造细分板块市值涨幅 (%)	87
图表 209:	美国家用电器制造主要公司市值增长比例 (%)	87
图表 210:	美国家具制造主要公司市值 (亿美元)	87
图表 211:	非必需零售细分板块市值涨幅 (%)	88
图表 212:	非必需零售细分板块市值涨幅 (%)	88





图表 213: 成长性较好的专业服饰公司市值增长比例 (倍)	88
图表 214: 未实现长期成长的专业服饰公司市值 (亿美元)	88
图表 215: 美国 WINMARK 门店外景	88
图表 216: 1993 年以来 WINMARK 市值涨幅达到 11 倍 (倍)	88
图表 217: BURLINGTON STORE 售卖的商品图片	89
图表 218: 2014 年以来 BURLINGTON STORE 市值涨幅达到 7 倍 (倍)	89
图表 219: TJX 门店陈列	90
图表 220: 1997 年以来 TJX COS INC 市值涨幅达到 95 倍 (倍)	90
图表 221: ROSS STORES 门店外景	91
图表 222: 1990 年以来 ROSS STORES INC 市值涨幅达到 148 倍 (倍)	91
图表 223: 家得宝门店外围场景	92
图表 224: 1990 年以来家得宝市值涨幅达到 113 倍 (倍)	92
图表 225: LOWE' S 门店内部陈设与布局	93
图表 226: 1990 年以来 LOWE' S 市值涨幅达到 127 倍 (倍)	93
图表 227: BUILDERS FIRTSO 售卖的预切割框架木材	94
图表 228: 2005 年以来 BUILDERS FIRTSO 市值涨幅达到 28 倍 (倍)	94
图表 229: O' REILLY “黑色星期五” 促销品	95
图表 230: 1993 年以来 O' REILLY AUTOMOT 市值涨幅达到 223 倍 (倍)	95
图表 231: AutoZone 美国门店	96
图表 232: 1990 年以来 AUTOZONE 市值涨幅达 30.5 倍 (倍)	96
图表 233: 利西亚车行销售氢电能源车	97
图表 234: 1990 年以来 LITHIA MOTORS 市值涨幅达到 122 倍 (倍)	97
图表 235: 非必需批发细分板块市值涨幅-Part1 (%)	98
图表 236: 非必需批发细分板块市值涨幅-Part2 (%)	98
图表 237: Copart 在美国的汽车拍卖场	98
图表 238: 1994 年以来 Copart Inc 的市值涨幅达到 333 倍 (倍)	98
图表 239: ePlus Inc 在美国的广告屏	99
图表 240: 1999 年以来 ePlus Inc 的市值涨幅达到 21 倍 (倍)	99
图表 241: PoolCorp 在美国的业务	100
图表 242: 1995 年以来 Pool Corp 的市值涨幅达到 347 倍 (倍)	100
图表 243: 消费者服务细分板块市值涨幅-Part1 (%)	101
图表 244: 消费者服务细分板块市值涨幅-Part2 (%)	101
图表 245: 休闲产品制造细分板块市值涨幅 (%)	101
图表 246: 玩具与游戏制造主要公司市值走势 (亿元)	101
图表 247: 休闲设施与服务细分板块市值涨幅-Part1 (%)	102



图表 248: 休闲设施与服务细分板块市值涨幅-Part2 (%)	102
图表 249: 麦当劳在美国的门店	102
图表 250: 1990 年以来麦当劳的市值涨幅达到 20 倍 (倍)	102
图表 251: 星巴克在美国的门店	103
图表 252: 1992 年以来星巴克咖啡的市值涨幅达到 261 倍 (倍)	103
图表 253: 墨式烧烤在美国的门店	104
图表 254: 2006 年以来墨式烧烤的市值涨幅达到 34 倍 (倍)	104
图表 255: 达美乐披萨在美国的门店	105
图表 256: 2004 年以来达美乐披萨的市值涨幅达到 12 倍 (倍)	105
图表 257: Live Nation 举办热门的音乐节	106
图表 258: 2005 年以来 Live Nation 的市值涨幅达到 25 倍 (倍)	106
图表 259: Vail Resorts 在美国 (科罗拉多) 的酒店	107
图表 260: 1997 年以来 Vail Resorts 的市值涨幅达到 10 倍 (倍)	107
图表 261: Flutter Entertainment 在纽交所的海报	108
图表 262: 2002 年以来 Flutter Entertainment 的市值涨幅达到 1293 倍 (倍)	108
图表 263: 万豪在美国纳什维尔的酒店	109
图表 264: 1998 年以来万豪国际的市值涨幅达到 9 倍 (倍)	109
图表 265: 精选国际酒店在美国的门店	110
图表 266: 1998 年以来精选国际酒店的市值涨幅达到 7 倍 (倍)	110
图表 267: 电子商务细分板块市值涨幅-Part1 (%)	110
图表 268: 电子商务细分板块市值涨幅-Part2 (%)	110
图表 269: 亚马逊在美国的无人超市	111
图表 270: 1990 年以来亚马逊市值涨幅达到 1084 倍 (倍)	111
图表 271: Etsy 在美国的线下社区	112
图表 272: 2015 年以来 Etsy 市值涨幅达到 10 倍 (倍)	112
图表 273: 1980-1989 年日本个人消费支出增长 63%	113
图表 274: 1980-1990 年耐用品和服务占比提升 (%)	113
图表 275: 1980-1990 年日本耐用品消费支出明显增加 (%)	113
图表 276: 1980-1990 年家电家具为代表的传统耐用品增长是推动耐用品消费支出的动力 (%)	113
图表 277: 日本全家便利店门店外景	114
图表 278: 日本 7-ELEVEN 便利店门店外景	114
图表 279: 日式妆容追求自然、清新	115
图表 280: 欧美妆容追求大胆、立体	115

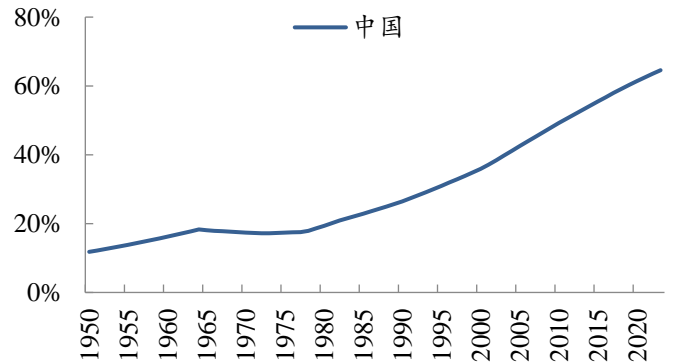
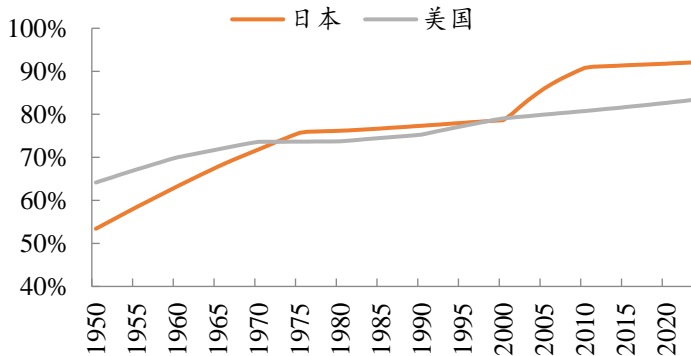


## 一、城镇化率放缓后，消费股可能面对的三种情景

站在地产调整进入尾声、城镇化率提升斜率放缓时点，复盘日美类似经验，有助于为未来消费的发展提供长周期的启示。随着中国城镇化率超过 65%，中国城镇化率提升速度将逐步减缓，同时伴随近些年地产调整的大背景，房地产对于中国经济的推动作用开始逐步减小。在旧的发展动能逐渐式微之际，我们试图通过回顾美国和日本在进入城镇化后周期之后，挖掘当时消费所面临的新情况以及新机遇，从而为中国未来消费股的发展提供投资建议。

图表1：美日城镇化率在达到 70%之后开始放缓（%）

图表2：中国城镇化率已达到 65%以上（%）



来源：联合国，国金证券研究所

来源：联合国，国金证券研究所

美日进入城镇化率放缓阶段后，消费所面临的情景又各不相同，我们根据①老龄化率水平、②收入分化情况、③全要素生产率三个核心指标，划分为三个时代，代表三种消费可能面对的情景，分别包括：

### 1) 第一种：

美国 1970s 之后，代表特征是老龄化率较低（10%→18%）且提升速度缓慢，社会不同群体收入开始分化，受益于科技创新的推动，全要素生产率仍在提升。

### 2) 第二种：

日本 1990s 之后，代表特征是高老龄化率（12%→30%），社会不同群体收入开始分化，且未创造出足够有力的新质生产力，全要素生产率陷入停滞。

### 3) 第三种：

日本 1970-1990 年，代表特征是老龄化率适中（7%→12%），社会不同群体收入普涨，全要素生产率迅速提升。

## 1.1、第一种情景：美国 1970s 后——低老龄化+收入分化+全要素生产率提升

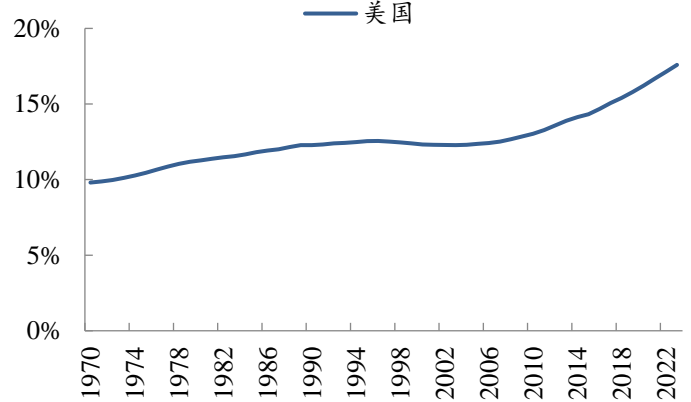
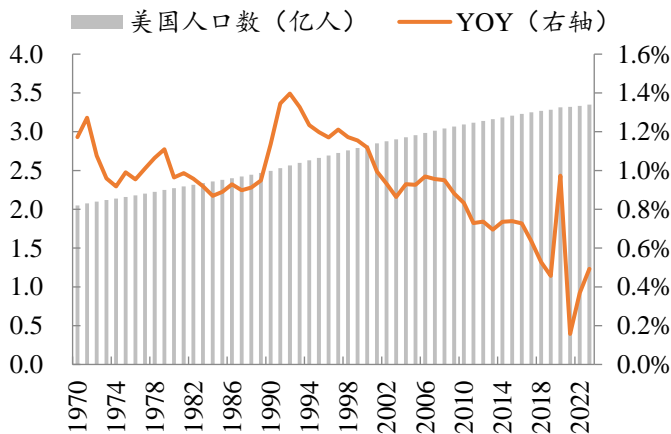
### ■ 人口——总量持续增长，老龄化率提升缓慢

美国和中日两国不同，人口总量持续增长，且老龄化率提升缓慢。美国进入 1970 年代后，人口总量虽然增速不快，但是整体保持在 1% 以上的水平，2000 年之后增速开始下滑至 0.6% 的水平，人口总量长期维持增长态势。从年龄结构角度看，美国 1970 年的老龄化率为 10%，和日本 1981 年、中国 2014 年的水平相当。更重要的是美国的老龄化率没有迎来迅速的提升，长期维持小幅上涨的趋势，人群结构中仍旧有大量的年轻群体。截止 2023 年美国老龄化率达到 18%，而日本达到 30%，中国达到 14%。这或许得益于美国特有的移民政策、宗教信仰和社会氛围等多方面因素的影响。



图表3: 1970年后美国人口(亿人)及增速(%)

图表4: 美国65岁以上人口占比(%)



来源: 世界银行, 国金证券研究所

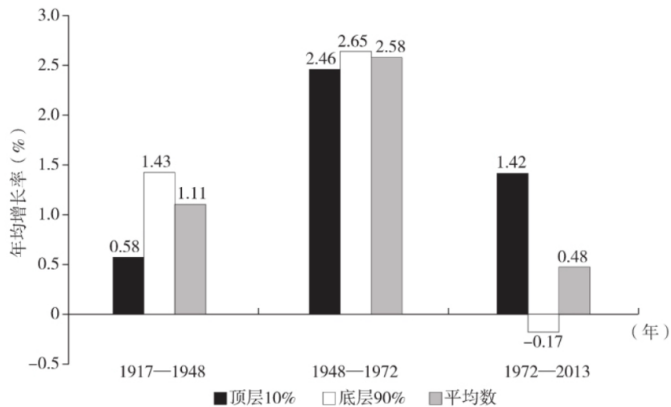
来源: 世界银行, 国金证券研究所

■ 收入——人均收入增长, 群体间不断分化

1970年代后, 美国人均收入仍旧持续提升, 但高收入群体收入增速明显快于整体, 这同1970年之前的趋势有所不同。在不考虑税收(尤其是针对高收入群体的高税率)和转移支付(针对低收入群体的社会保障)的情况下, 1948-1972年美国全民整体的年均收入复合增速均达到2.5%的水平, 且中低收入群体的增速快于高收入群体。但进入到1970年代之后群体间发生明显变化, 社会平均收入增速降低到0.48%的水平, 而低收入群体的增速为负, 高收入群体的增速保持1.42%的水平。在考虑到税后和转移支付后, 群体间的差距相对变小。这种收入结构的特殊性变化, 也构成了美国1970年后消费环境的底层要素。

图表5: 不考虑转移支付及税收下美国人群收入增速(%)

图表6: 考虑税收及转移支付前后人群收入增速对比(%)



收入群体	市场收入	
	(1)	(2)
顶层1%	3.82	4.05
81~99百分位	1.39	1.60
20~80百分位	0.46	1.05
1~20百分位	0.46	1.23
所有百分位平均	1.16	1.48
1~99百分位平均	0.87	1.28
所有百分位平均与1~99百分位平均之差	0.29	0.20
所有百分位平均与中位数之差	0.70	0.43

来源: 根据 Facundo Alvaredo, Anthony B. Atkinson, Thomas Piketty and Emmanuel Saez 的世界顶层收入数据整理, 国金证券研究所

来源: CBO, The Distribution of Household Income and Federal Tax, 2011, 国金证券研究所 (时间区间为 1979-2011 年)

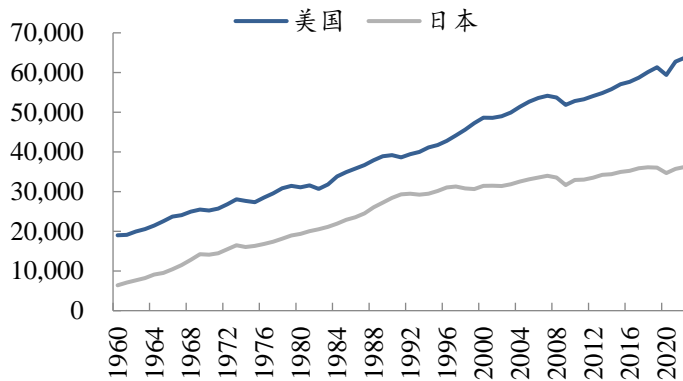
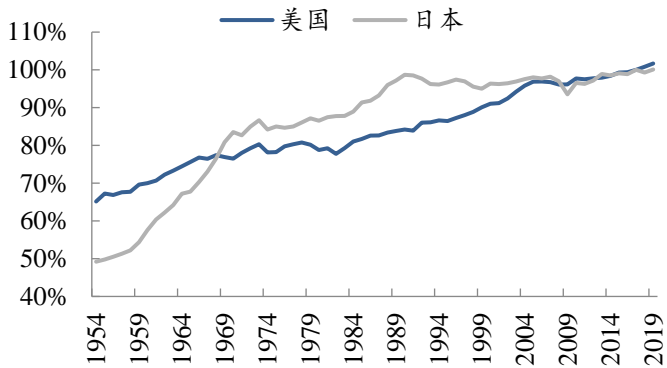
■ 全要素生产率——短暂放缓后持续提升, 推动国民收入增长

进入1970年代, 美国全要素生产率提升速度有所放缓, 1980年代后期新技术影响下增速恢复, 从而推动美国人均收入与日本的差距进一步扩大。全要素生产率用于衡量资本和劳动要素投入之外, 由技术进步和能力实现等创新要素所导致的产出增加。1970-1983年期间, 美国全要素生产率提升速度明显放缓, 随着逐步进入到1990年代, 互联网等新技术的爆发进一步推动了全要素生产率的提升, 最终推动美日的人均收入差距从1990年开始不断扩大。



图表7: 美日全要素生产率比较 (%)

图表8: 全要素生产率提升推动美日人均收入差距扩大 (美元/人/年)



来源: 格罗宁根大学, 国金证券研究所 (此处采用不变价, 剔除价格因素影响)

来源: 世界银行, 国金证券研究所

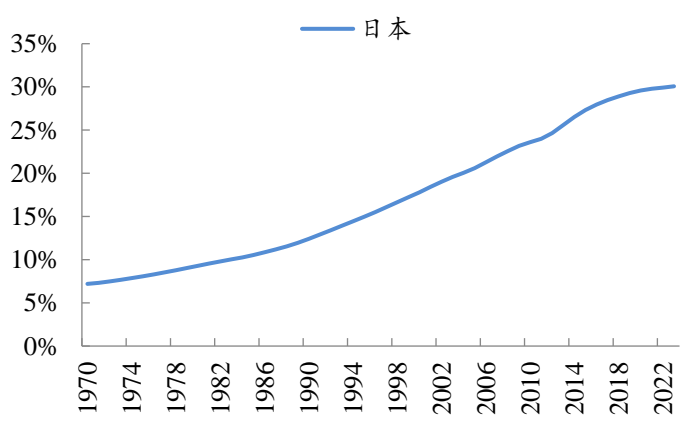
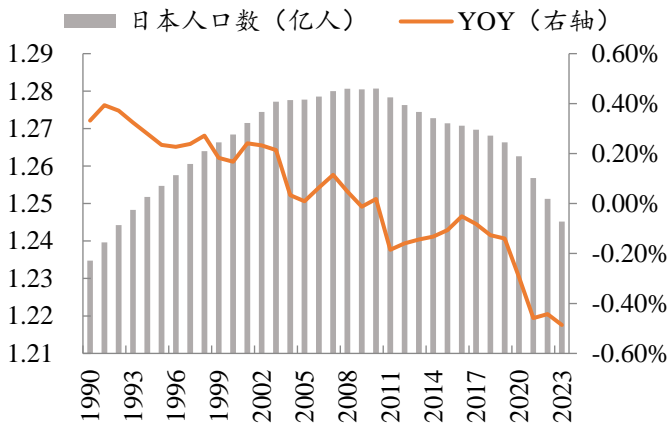
1.2、第二种情景: 日本 1990s 以后——高老龄化+收入分化+全要素生产率停滞

■ 人口——总量到顶后下降, 老龄化率持续提升

1990 年后日本人口总量达到 1.28 亿后开始下滑, 且老龄化率持续提升。1990 年后日本人口增速不断下降, 2010 年日本人口见顶, 此后人口不断减少, 2023 年人口总数和 1993 年相当。同时人口老龄化程度持续加深, 从 1990 年的 12% 提升至 2023 年的 30%, 提升速度相对较快。这也使日本消费股迎来了一个全新的时代, 即人口总量下降且年轻人口比重明显下滑的时代。

图表9: 1990 年后日本人口 (亿人) 及增速 (%)

图表10: 日本 65 岁以上人口占比 (%)



来源: 世界银行, 国金证券研究所

来源: 联合国人口署, 国金证券研究所

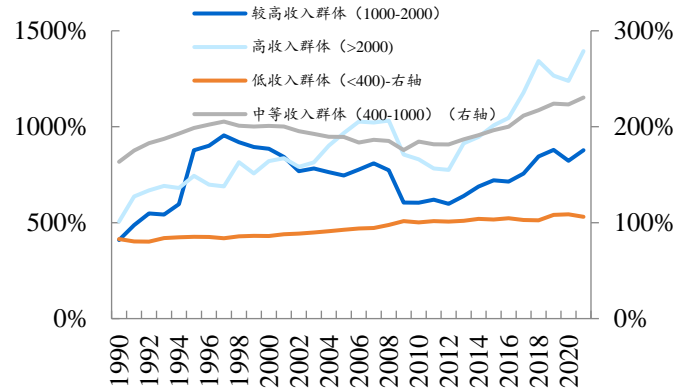
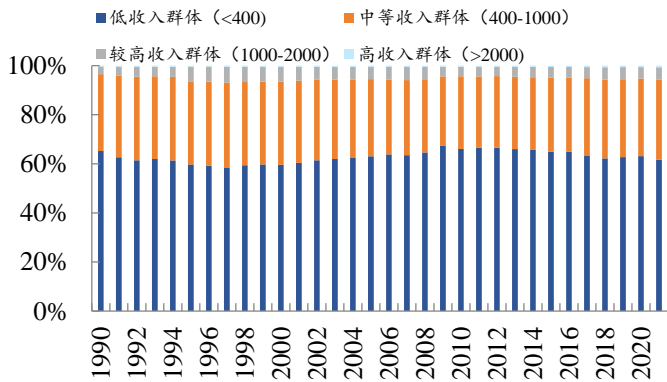
■ 收入——人均收入增长缓慢, 群体间收入开始分化

1990 年后日本人均收入增长缓慢, 同时出现了高收入和低收入群体持续增长, 中产阶级减少的结构性变化。战后随着经济高速发展, 日本中产阶级规模不断扩大, 其在人群中占比提升至 1992 年 34% 的比例, 此后随着经济减速, 中产阶级规模先开始停滞, 此后于 1997 年后开始减少, 到 2014 年减少至 29% 的比例, 此后随着日本经济复兴重新恢复增长。随着中产阶级的减少, 低收入群体和较高收入群体持续增长, 尤其是较高收入群体仅在 08 年后有所减少, 整体呈现持续增加的趋势。收入结构的特殊性变化, 构成日本 1990 后消费环境的底层要素之一。



图表11: 1990年后日本不同收入水平人群占比(万元/年, %)

图表12: 1990年后日本不同收入水平人群数量增长比例(万元/年, %)



来源: 国税厅《令和3年民间工资状况统计调查》, 国金证券研究所(反映的是受薪群体中的收入占比情况)

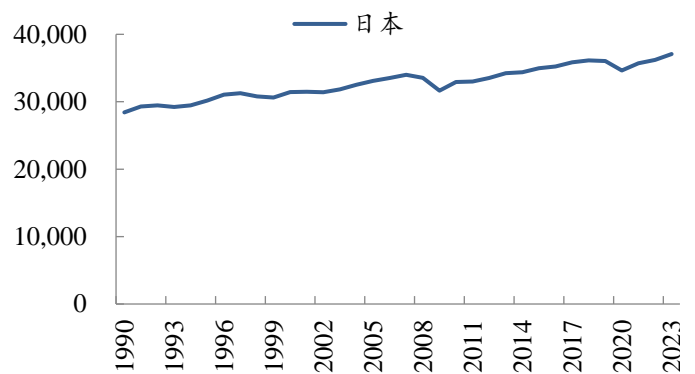
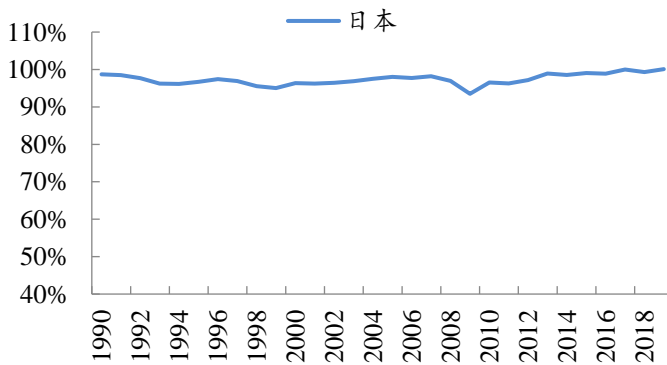
来源: 国税厅《令和3年民间工资状况统计调查》, 国金证券研究所(反映的是受薪群体中的收入情况, 以1980年的人群数量为基数100%)

■ 全要素生产率——经济未找到新动能, 增速水平停滞

1990年后日本全要素生产率陷入停滞, 经济未找到新的增长动力, 这是导致日本人均GDP增长缓慢的根本原因。日本传统优势产业大多成长于1970-1980s, 例如燃油车、电视机、家用电器、电子产品、光学仪器等等, 进入到1990s之后, 无论是早期的传统互联网, 还是后期移动互联网等新的技术爆发领域, 日本均未诞生重要的全球性公司。由于新增长动力的缺乏, 1990年后日本人均GDP提升缓慢, 逐步被美国拉开了差距。

图表13: 1990年后日本全要素生产率停滞(%)

图表14: 1990年后日本人均GDP提升缓慢(美元/人)



来源: 格罗宁根大学, 国金证券研究所(此处采用不变价, 剔除价格因素影响)

来源: 世界银行, 国金证券研究所

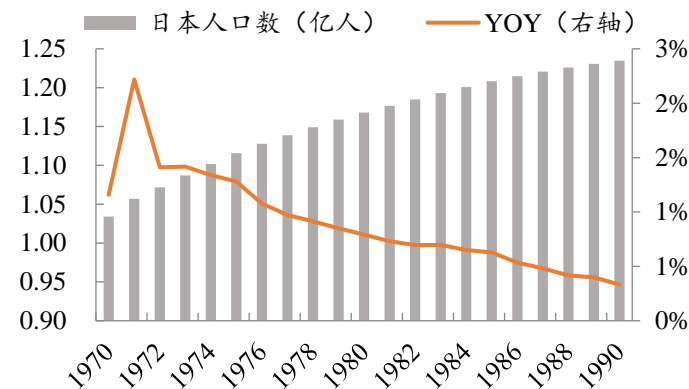
1.3、第三种情景: 日本1970-1990——低老龄化+收入普涨+全要素生产率提升

■ 人口——总量持续增长, 老龄化率适中

1970-1990年日本人口总量持续增长, 且老龄化率维持在适中水平。20年期间, 日本人口总量从1.03亿增长至1.23亿, 增幅近20%, 这直接促进了国内消费总需求的扩大。从年龄结构来看, 20年期间日本老龄化率有所上升, 但总体维持在适中水平, 没有出现明显的老龄化带来的消费压力。

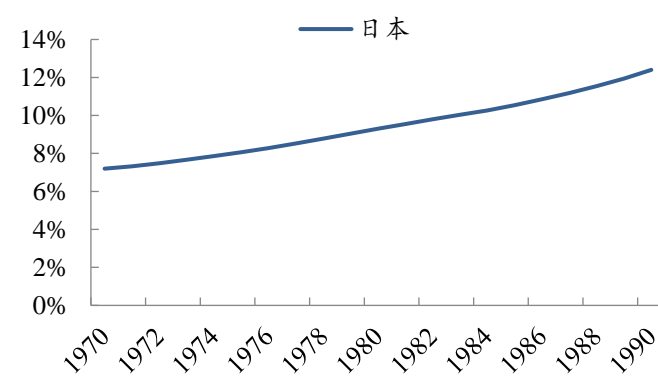


图表15: 1970-1990年日本人口(亿人)及增速(%)



来源: 世界银行, 国金证券研究所

图表16: 1970-1990年日本65岁以上人口占比(%)

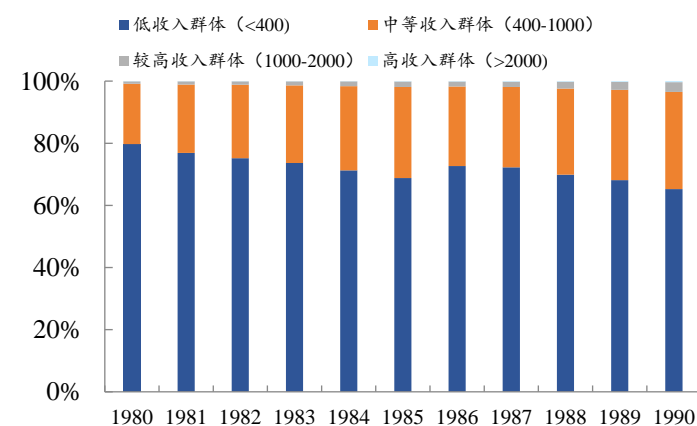


来源: 世界银行, 国金证券研究所

■ 收入——人均收入增长, 中产阶级和高收入群体扩大

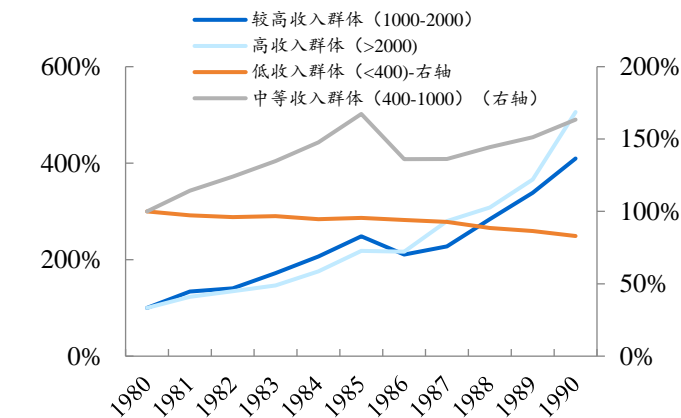
1970-1990年是日本经济发展的黄金时代, 人均收入水平持续提升, 中产阶级群体持续扩大。从1980至1990年, 日本低收入群体占比从80%持续下降至65%, 而中产阶级群体占比从19%不断上升至31%。全社会各群体的收入均迎来增长, 社会财富蛋糕持续扩大。人均收入的提高, 进一步推动了消费需求的增长和提质。

图表17: 1980-1990年后日本不同收入水平人群占比(万元/年, %)



来源: 国税厅《令和第3年民间工资状况统计调查》, 国金证券研究所(反映的是受薪群体中的收入占比情况)

图表18: 1980-1990年后日本不同收入水平人群数量增长比例(万元/年, %)



来源: 国税厅《令和第3年民间工资状况统计调查》, 国金证券研究所(反映的是受薪群体中的收入情况, 以1980年的人群数量为基数100%)

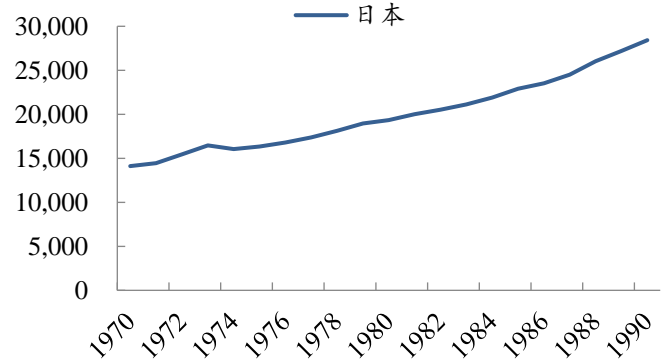
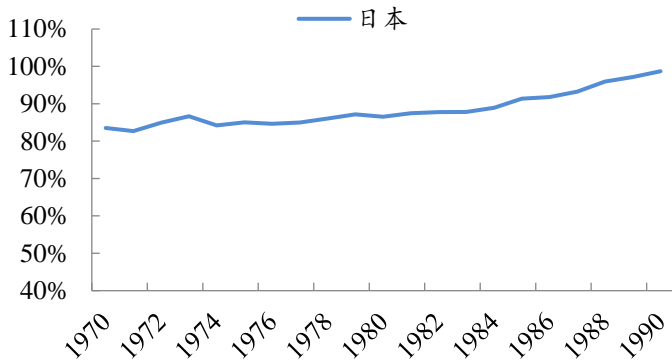
■ 全要素生产率——社会创新不断, 收入快速增长

1970-1990年间, 日本全要素生产率不断提升, 推动人均国民收入快速增长。1970年后, 日本众多领域诞生了引领世界的创新, 出现了一批世界级公司, 包括①半导体领域: 松下、三菱电机、NEC; ②家电领域: 索尼、松下、夏普; ③汽车领域: 丰田、本田; ④生物技术领域: 大冢制药、武田药品等等。新质生产力的发展推动了经济和国民收入快速提升, 日本人均GDP从1970年的1.45万美元提升至1990年的2.84万美元。



图表19: 1970-1990年后日本全要素生产率不断提升(%)

图表20: 1970-1990年日本人均GDP迅速提升(美元/人)



来源: 格罗宁根大学, 国金证券研究所 (此处采用不变价, 剔除价格因素影响)

来源: 世界银行, 国金证券研究所

在对三个时代所代表的三种消费场景细致了解之后, 让我们进一步将视角深入到消费行业之内, 去挖掘在这三个不同的时代之中, 崛起了哪些消费行业的机会, 背后揭示了什么样的底层规律。

## 二、美日消费变迁的历史规律总结

本文采用的行业分类为 Bloomberg industry classification, 将大消费板块划分为必需消费品和非必需消费品两类。其中必需消费品包括家用产品制造、食品生产、烟草、饮料生产和必需品对应的零售和批发。非必需消费品包括车辆制造、房屋建设、服装纺织等非必需品消费品, 以及服务类消费和非必需品对应的零售和批发。

图表21: 彭博必需品板块分类

二级分类	三级分类
家用产品制造	个人护理用品生产
	家用产品制造
	消费保健品
零售 (必需品范围)	大型零售商
	食品及药店
	农产品批发商
批发 (必需品范围)	其他批发商
	食品饮料批发商
	包装食品制造
食品生产	农产品生产商
	烟草和大麻
烟草和大麻	烟草
	非酒精饮料生产
饮料生产	含酒精饮料生产

来源: Bloomberg, 国金证券研究所 (分类标准为 BICS: Bloomberg industry classification 行业分类)

图表22: 彭博非必需品板块分类

二级分类	三级分类
非必需消费品	车辆制造
	房屋建设
	服装和纺织产品
	家具与办公产品制造
非必需消费品服务	休闲产品制造
	消费者服务
	休闲设施与服务
零售与批发-非必需	零售-非必需品
	批发-非必需品
	在线交易市场

来源: Bloomberg, 国金证券研究所 (分类标准为 BICS: Bloomberg industry classification 行业分类)





从日本和美国两大国家所有消费板块中，我们分别挑选出了 27 家日本消费品公司和 42 家美国消费品公司，挑选标准为：①长期存续，目前仍为上市状态 ②连续年化市值增长率居于各个板块最前列 ③非小市值公司。这些公司均是 1990 年以来各个板块长期增长最优异的代表性公司，其中除了一些耳熟能详的热门公司之外，更有一些国内不熟悉的细分赛道优秀公司，我们力图将各个消费板块的代表性公司都挑选出来，从而实现从全消费+长周期视角的全面比较，从中找到相通的规律，最终为中国消费板块未来的投资提供长期建议。

图表23：日本 1990 年来各消费板块表现优异的 27 家公司

一级行业	二级行业	代表性公司	代码	市值(亿日元)
必需品	零售	唐吉诃德	7532 JP	21,400
	食品药店	WELCIA	3141 JP	5,170
	食品药店	KUSURI-AOKI	3549 JP	2,023
	批发	三菱商社	8058 JP	97,200
	批发	伊藤忠商社	8001 JP	91,400
	批发	丸红株式会社	8002 JP	37,500
	消费保健品	乐敦制药株式会社	4527 JP	5,661
	个人护理	尤妮佳	8113 JP	31,700
	个人护理	高丝化妆品	4922 JP	6,408
	食品生产	寿制菓株式会社	2222 JP	3,363
食品生产	味之素	2802 JP	28,400	
食品生产	龟甲万	2801 JP	16,700	
饮料生产	三得利	2587 JP	14,400	
饮料生产	养乐多	2267 JP	10,800	
饮料生产	朝日啤酒	2502 JP	26,700	
服装鞋类	Goldwin	8111 JP	4,641	
服装鞋类	迪桑特	8114 JP	2,762	
服装鞋类	亚瑟士	7936 JP	8,095	
零售(专业服饰店)	迅销集团	9983 JP	107,452	
零售(专业服饰店)	PAL Group	2726 JP	2,201	
批发(汽车批发)	CENTRAL AUTO PRO	8117 JP	805	
批发(消费电子商店)	DAIWABO HOLDINGS	3107 JP	2,871	
餐饮业	泉盛控股ZENSHO HOLDINGS	7550 JP	11,828	
餐饮业	东利多控股 TORIDOLL	3397 JP	3,570	
娱乐设施	东京迪士尼度假区管理	4661 JP	95,487	
电子商务	MonotaRO Co	3064 JP	7,448	
电子商务	ZOZO	3092 JP	9,206	

来源：Bloomberg，国金证券研究所

图表24：美国 1990 年来各消费板块表现优异的 42 家公司

一级行业	二级行业	代表性公司	代码	市值(亿美元)
必需品	零售	沃尔玛	WMT US	3,874
	零售	Costco	COST US	2,410
	批发	安德森斯	ANDE US	19
	批发	PERFORMANCE FOOD性能食品	PFGC US	93
	消费保健品	prestige消费品保健	PBH US	31
	个人护理	PROCTER & GAMBLE宝洁公司	PG US	3,584
	个人护理	Church&Dwight Co艾禾美	CHD US	230
	饮料生产	可口可乐	KO US	2,539
	饮料生产	百事可乐	PEP US	2,334
	饮料生产	KEURIG DR PEPPER:彭象思蓝宝	KDP US	463
饮料生产	CELSIUS HOLDINGS:燃力士	CELH US	126	
饮料生产	NATL BEVERAGE:全国饮料	FIZZ US	46	
饮料生产	BROWN-FORMAN:百富门	BF_A US	276	
饮料生产	MOLSON COORS:啤酒	TAP US	132	
饮料生产	BOSTON BEER:波士顿啤酒	SAM US	42	
服装鞋类	耐克	NKE US	1,613	
服装鞋类	DECKERS	DECK US	118	
服装鞋类	SKECHERS:斯凯奇	SKX US	95	
零售(专业服饰店)	TJX COS折扣商	TJX US	946	
零售(专业服饰店)	ROSS STORES:罗斯百货	ROST US	410	
零售(专业服饰店)	BURLINGTON STORE:伯灵顿百货	BURL US	147	
零售(专业服饰店)	WINMARK:威马克工贸	WINA US	15	
零售(家居专卖)	HOME DEPOT:家得宝	HD US	3,218	
零售(家居专卖)	LOWE'S:劳氏	LOW US	1,298	
零售	BUILDERS FIRSTSO	BLDR US	203	
零售(汽车零售)	O'REILLY AUTOMOT:汽配	ORLY US	561	
零售(汽车零售)	AUTOZONE:汽车地带	AZO US	438	
零售(汽车零售)	LITHIA MOTORS:汽车经销	LAD US	90	
批发(汽车批发)	COPART:ING科帕特	CPRT US	423	
批发(消费电子商店)	EPLUS:ING正羽科技	PLUS US	13	
批发	POOL CORP:泳池用品分销	POOL US	153	
餐饮业	麦当劳	MCD US	2,143	
餐饮业	星巴克	SBUX US	1,043	
餐饮业	墨式烧烤	CMG US	627	
餐饮业	达美乐披萨	DPZ US	143	
娱乐设施	LIVE NATION ENTE:音乐会制作	LYV US	218	
娱乐设施	VAIL RESORTS:韦尔德度假村	MTN US	90	
博彩业	FLUTTER ENTER-DI	FLUT US	317	
酒店业	万豪	MAR US	655	
酒店业	CHOICE HOTELS:精选国际	CHH US	56	
电子商务	亚马逊	AMZN US	15,776	
电子商务	ETSY:ING古董电商	ETSY US	97	

来源：Bloomberg，国金证券研究所

## 2.1、日本 1990 年后消费变迁的启示

### 1) 银发经济、平价消费方向包揽了大部分高成长公司

#### ■ 银发经济明显受益方向

药妆店：Welcia、Kusuri

#### ■ 平价消费明显受益方向

折扣零售：唐吉诃德

性价比服饰零售：迅销集团（优衣库）

平价餐饮：东利多控股（食其家）、泉盛控股（丸龟制面）

其中进攻性最强的赛道当属折扣零售和药妆店，因为他们不仅完全受益于新需求，而且几乎是从 0 开始的全新业态，没有历史的包袱，共同促成了两大板块的高成长性。



图表25: 日本市值年化增速最快的10家代表性消费品公司(%, 除电子商务之外)

一级行业	二级行业	代表性公司	代码	市值(亿日元)	市值年化增速(%)	市值区间	2000年之前	2000-2010	2010-2023	海外业务占比	消除出海因素后市值年化增速(%)
非必需品	餐饮业	象盛控股ZENSHO HOLDINGS	7550 JP	11,828	26%	2014-2023			26%	68%	11%
必需品	食品药品店	WELCIA	3141 JP	5,170	24%	2001-2023		26%	23%	1%	24%
必需品	零售	唐吉河德	7532 JP	21,400	21%	1997-2023	83%	7%	20%	15%	20%
必需品	食品药品店	KUSURI-AOKI	3549 JP	2,023	20%	2006-2023		-7%	30%		20%
非必需品	餐饮业	东利多控股 TORIDOLL	3397 JP	3,570	20%	2006-2023		7%	24%	38%	16%
非必需品	服装鞋类	亚瑟士	7936 JP	8,095	17%	1990-2023	-14%	28%	13%	74%	11%
必需品	食品生产	寿制菓株式会社	2222 JP	3,363	16%	1995-2023	-16%	14%	32%	3%	15%
非必需品	零售(专业服饰店)	迅销集团	9983 JP	107,452	16%	1994-2023	43%	5%	13%	61%	12%
非必需品	零售(专业服饰店)	PAL Group	2726 JP	2,201	15%	2001-2023		20%	11%		15%
非必需品	批发(消费电子商店)	DAIWABO HOLDINGS	3107 JP	2,871	13%	2009-2023		25%	12%	43%	9%

来源: Bloomberg, 国金证券研究所 (此排序为根据标准筛选出来的代表性公司内部的排序, 由于电子商务板块受新兴技术影响明显, 因此不放在排序之中)

2) 相比消费品生产商, 渠道商的成长优势开始凸显

随着人口因素转变导致的必需品消费量逐渐见顶, 商品生产商的国内成长优势减缓, 而随着商品大生产时代的到来, 渠道商迎来一次由效率提升, 行业出清带来的成长机会。这体现为零售商龙头相比商品生产商龙头的市值复合增速上, 尤其是将出海因素剔除之后。这样的特征在美国也得到了同样的体现, 而且体现的更加明显。

3) 消费品生产商的成长重心从国内转向海外

从剔除了出海因素后的增长情况来看, 食品、饮料、个人护理、服装鞋类等板块的代表性公司在依赖内需成长的情况下, 市值复合增速为中低个位数, 包含出海贡献后增速有所提升, 代表性公司的海外业务占比整体得到明显提高。

图表26: 按照海外业务占比排序的代表性消费品生产企业(%)

一级行业	二级行业	代表性公司	代码	市值(亿日元)	市值年化增速(%)	市值区间	2000年之前	2000-2010	2010-2023	海外业务占比	消除出海因素后市值年化增速(%)
必需品	食品生产	龟甲万	2801 JP	16,700	8%	1993-2023	1%	1%	18%	77%	3%
非必需品	服装鞋类	亚瑟士	7936 JP	8,095	17%	1990-2023	-14%	28%	13%	74%	11%
必需品	食品生产	味之素	2802 JP	28,400	5%	1993-2023	4%	-5%	13%	70%	0%
必需品	个人护理	尤妮佳	8113 JP	31,700	10%	1993-2023	14%	5%	13%	60%	7%
非必需品	服装鞋类	迪桑特	8114 JP	2,762	5%	1994-2023	-11%	13%	13%	56%	2%
必需品	饮料生产	三得利	2587 JP	14,400	3%	2013-2023			3%	55%	-5%
必需品	消费保健品	乐敦制药株式会社	4527 JP	5,661	9%	1994-2023		4%	13%	42%	7%
必需品	饮料生产	朝日啤酒	2502 JP	26,700	6%	1993-2023	2%	3%	10%	39%	4%
必需品	饮料生产	养乐多	2267 JP	10,800	5%	1994-2023	-3%	6%	8%	38%	3%
必需品	个人护理	高丝化妆品	4922 JP	6,408	9%	1999-2023		0%	13%	36%	7%
非必需品	服装鞋类	Goldwin	8111 JP	4,641	7%	1994-2023	-31%		27%	5%	7%
必需品	食品生产	寿制菓株式会社	2222 JP	3,363	16%	1995-2023	-16%	14%	32%	3%	15%

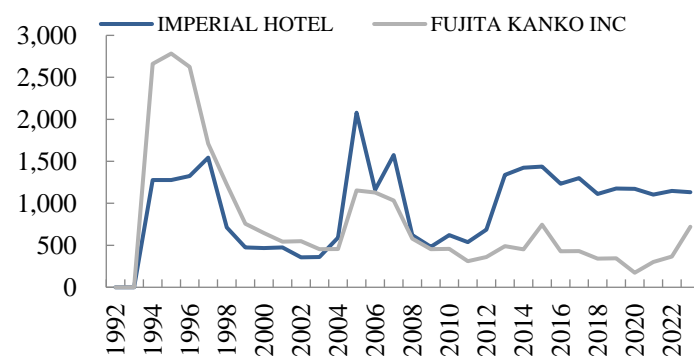
来源: Bloomberg, 国金证券研究所

4) 致敬品牌的力量, 高端糖果商、东京迪士尼成另类成长代表

寿制菓株式会社从一众食品生产商中脱颖而出, 实现了年化16%的复合增速, 一家专注于礼品糖果的生产商, 依靠独特的品牌力优势, 在日本消费低迷的年代, 仅依靠内需就实现了高速增长, 堪称东方的“喜诗糖果”。

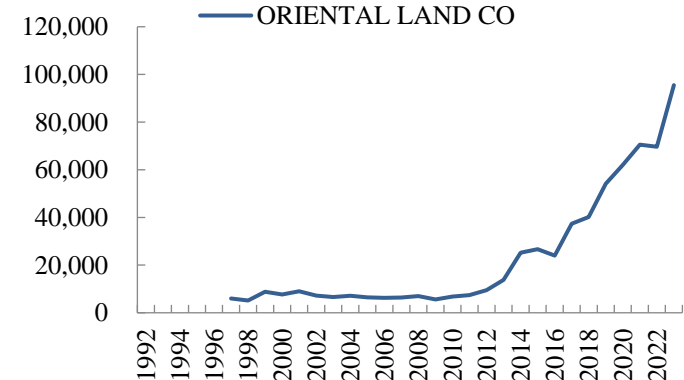
东京迪士尼也完全不同于其他随着经济周期起起落落的娱乐设施公司, 依靠全球独特的品牌优势和日本的稀有地位, 也仅仅依靠内需实现了年化11%的复合增速。

图表27: 其他娱乐设施公司市值随周期波动(亿日元)



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表28: 东京迪士尼管理公司市值持续上涨(亿日元)



来源: Bloomberg, 国金证券研究所



图表29：日本各消费板块代表性公司市值增速表现汇总（%，分不同时间阶段/是否出海的不同情景）

一级行业	二级行业	代表性公司	代码	市值(亿日元)	市值年化增速(%)	市值区间	2000年之前	2000-2010	2010-2023	海外业务占比	消除出海因素后市值年化增速(%)
必需消费品	零售	唐吉珂德	7532 JP	21,400	21%	1997-2023	83%	7%	20%	15%	20%
	食品/药店	WELCIA	3141 JP	5,170	24%	2001-2023		26%	23%	1%	24%
	食品/药店	KUSURI-AOKI	3549 JP	2,023	20%	2006-2023		-7%	30%	低	20%
	批发	三菱商事	8058 JP	97,200	3%	1996-2023	18%	-8%	8%	90%	-6%
	批发	伊藤忠商事	8001 JP	91,400	0%	2002-2023		-4%	3%	90%	-10%
	批发	丸红株式会社	8002 JP	37,500	6%	1993-2023	-7%	9%	11%	90%	-2%
	消费保健品	乐敦制药株式会社	4527 JP	5,661	9%	1994-2023	9%	4%	13%	42%	7%
	个人护理	尤妮佳	8113 JP	31,700	10%	1993-2023	14%	5%	13%	60%	7%
	个人护理	高丝化妆品	4922 JP	6,408	9%	1999-2023		0%	13%	36%	7%
	食品生产	寿乐果株式会社	2222 JP	3,363	16%	1995-2023	-16%	14%	32%	3%	15%
	食品生产	味之素	2802 JP	28,400	5%	1993-2023	4%	-5%	13%	70%	0%
	食品生产	龟甲万	2801 JP	16,700	8%	1993-2023	1%	1%	18%	77%	3%
	饮料生产	三得利	2587 JP	14,400	3%	2013-2023			3%	55%	-5%
	饮料生产	朝日啤酒	2502 JP	10,800	5%	1994-2023	-3%	6%	8%	38%	3%
	服装鞋类	Goldwin	8111 JP	4,641	7%	1994-2023	-31%	12%	27%	5%	7%
服装鞋类	迪森特	8114 JP	2,762	5%	1994-2023	-11%	13%	13%	56%	2%	
服装鞋类	亚瑟士	7936 JP	8,095	17%	1990-2023	-14%	28%	13%	74%	11%	
零售(专业服饰店)	零售集团	9983 JP	107,452	16%	1994-2023	43%	5%	13%	61%	12%	
零售(专业服饰店)	PAL Group	2726 JP	2,201	15%	2001-2023		20%	11%	低	15%	
批发(汽车批发)	CENTRAL AUTO PRO	8117 JP	805	6%	1994-2023	-14%	10%	14%	31%	5%	
批发(消费电子商店)	DAIWAHO HOLDINGS	3107 JP	2,871	13%	2009-2023		25%	12%	43%	9%	
非必需消费品	餐饮业	东宝控股ZENSHO HOLDINGS	7550 JP	11,828	26%	2014-2023			26%	68%	11%
	餐饮业	东利多控股 TORIDOLL	3397 JP	3,570	20%	2006-2023		7%	24%	38%	16%
	娱乐设施	东京迪士尼度假区管理公司 ORIENTAL LAND CO	4661 JP	95,487	11%	1997-2023	8%	-1%	22%	0%	11%
	电子商务	MonotaRO Co., Ltd	3064 JP	7,448	24%	2006-2023		0%	32%	4%	23%
	电子商务	ZOZO	3092 JP	9,206	23%	2007-2023		82%	13%	低	23%

来源：Bloomberg，国金证券研究所

## 2.2、美国 1970 年后消费变迁的启示

### 1) 相比消费品生产商，渠道商的成长优势显著

曾经被认为是竞争激烈的批发零售业，却贡献了过去 30 年最多的牛股。这些零售商龙头公司分别瞄准不同的消费品方向，覆盖服饰、汽车、家居、消费电子等多个细分方向，但均具备“高性价比”特点，最终大多公司在不需要依赖出海，仅依靠内需成长的前提下，实现了较高的长期市值增速水平。

图表30：美国零售批发板块代表公司市值增速表现优异（%）

一级行业	二级行业	代表性公司	代码	市值(亿美元)	市值年化增速(%)	市值区间	2000年之前	2000-2010	2010-2023	海外业务占比	消除出海因素后市值年化增速(%)
非必需消费品	零售(专业服饰店)	BURLINGTON STORE 伯灵顿百货	BURL US	147	26%	2014-2023			26%	2%	25%
非必需消费品	批发	POOL CORP 泳池用品分销	POOL US	153	23%	1995-2023	63%	8%	22%	7%	23%
非必需消费品	批发(汽车批发)	COPART INC 科帕特	CPRT US	423	22%	1994-2023	34%	16%	22%	低	21%
非必需消费品	零售	BUILDERS FIRSTSO	BDR US	203	21%	2005-2023		-23%	43%	0%	21%
非必需消费品	零售(汽车零售)	O'REILLY AUTOMOT 汽配	ORLY US	561	20%	1993-2023	28%	20%	16%	1%	20%
非必需消费品	零售(汽车零售)	LITHIA MOTORS 汽车经销	LAD US	90	20%	1996-2023	21%	9%	28%	33%	18%
必需消费品	批发	PERFORMANCE FOOD 性能食品	PFGC US	93	19%	2016-2023			19%	低	19%
非必需消费品	零售(专业服饰店)	ROSS STORES 罗斯百货	ROST US	410	16%	1990-2023	15%	17%	16%	0%	16%
必需消费品	零售	Costco	COST US	2,410	16%	1992-2023	27%	4%	19%	27%	15%
非必需消费品	零售(家居专卖)	LOWE'S COS 劳氏	LOW US	1,298	16%	1990-2023	33%	6%	11%	5%	16%
非必需消费品	零售(家居专卖)	HOME DEPOT 家得宝	HD US	3,218	15%	1990-2023	47%	-8%	16%	8%	15%
非必需消费品	零售(专业服饰店)	TJX COS 折扣	TJX US	946	15%	1990-2023	17%	12%	15%	22%	14%
非必需消费品	批发(消费电子商店)	EPLUS INC 正羽科技	PLUS US	13	14%	1999-2023	328%	-6%	19%	6%	13%
必需消费品	批发	安德森斯	ANDE US	19	13%	1996-2023	-4%	27%	9%	未披露	13%
非必需消费品	零售(汽车零售)	AUTOZONE 汽车地带	AZO US	438	11%	1991-2023	8%	14%	12%	13%	11%
必需消费品	零售	沃尔玛	WMT US	3,874	9%	1990-2023	26%	-2%	5%	17%	8%
非必需消费品	零售(专业服饰店)	WINMARK 威马克工贸	WINA US	15	9%	2004-2023		1%	18%	低	9%

来源：Bloomberg，国金证券研究所

### 2) 消费品生产商中，具备健康属性的能量饮料和运动户外领域内成长性优越

消费品生产商整体增速水平不及零售批发商，其中能量饮料和运动户外领域成长性优越。市值年化增速的前四名中，三家企业是能量饮料生产商，其整体海外占比较低，完全依靠美国的国内市场实现了快速的发展，凸显了健康化趋势叠加人口增长优势下，能量饮料赛道的长期爆发力。运动户外品牌依靠内需成长的速度仅次于能量饮料赛道，同时由于运动户外品牌出海比例更高，最终均实现了较高的复合增速。



图表31: 美国代表性消费品生产企业 (%)

一级行业	二级行业	代表性公司	代码	市值 (亿美元)	市值年化增速 (%)	市值区间	2000年之前	2000-2010	2010-2023	海外业务占比	消除出海因素后市值年化增速 (%)
必需品	消费保健品	prestige消费品保健	PBH US	31	7%	2005-2023		-13%	16%	15%	6%
必需品	个人护理	PROCTER & GAMBLE宝洁公司	PG US	3,584	8%	1990-2023	9%	9%	6%	50%	6%
必需品	个人护理	Church& Dwight Co艾禾美	CHD US	230	13%	1990-2023	9%	19%	13%	16%	13%
必需品	饮料生产	可口可乐	KO US	2,539	7%	1990-2023	17%	0%	4%	83%	1%
必需品	饮料生产	百事可乐	PEP US	2,334	8%	1990-2023	16%	2%	6%	43%	6%
必需品	饮料生产	KEURIG DR PEPPER彭泉思蓝宝	KDP US	463	18%	2008-2023		35%	15%	13%	16%
必需品	饮料生产	CELSIUS HOLDINGS燃力士	CELH US	126	46%	2009-2023		-22%	77%	5%	46%
必需品	饮料生产	NATL BEVERAGE全国饮料	FIZZ US	46	16%	1992-2023	17%	13%	18%	低	16%
必需品	饮料生产	BROWN-FORMAN百富门	BF A US	276	9%	1994-2023	14%	8%	8%	55%	6%
必需品	饮料生产	MOLSON COORS啤酒	TAP US	132	11%	1993-2023	25%	12%	3%	20%	10%
必需品	饮料生产	BOSTON BEER波士顿啤酒	SAM US	42	8%	1995-2023	-21%	24%	10%	5%	8%
非必需品	服装鞋类	耐克	NKE US	1,613	13%	1990-2023	15%	12%	12%	50%	11%
非必需品	服装鞋类	DECKERS	DECK US	118	15%	1993-2023	-17%	52%	11%	70%	11%
非必需品	服装鞋类	SKECHERS斯凯奇	SKX US	95	19%	1999-2023		6%	19%	62%	15%

来源: Bloomberg, 国金证券研究所

3) 传统消费品公司和餐饮公司, 出海成为成长重心

餐饮业依靠内需发展的差异性较大, 星巴克复合增速可以达到 17%, 而麦当劳和达美乐披萨仅可达到 7%的复合增速, 依托出海才实现了更高的增长水平。传统品牌可口可乐和百事可乐, 依靠内需的增速仅可达到中低个位数。这些传统的优势消费品公司, 出海均成为后期成长的重心。

图表32: 按照海外业务占比排序的前十二大美国代表性消费品企业 (%)

一级行业	二级行业	代表性公司	代码	市值 (亿美元)	市值年化增速 (%)	市值区间	2000年之前	2000-2010	2010-2023	海外业务占比	消除出海因素后市值年化增速 (%)
必需品	饮料生产	可口可乐	KO US	2,539	7%	1990-2023	17%	0%	4%	83%	1%
非必需品	服装鞋类	DECKERS	DECK US	118	15%	1993-2023	-17%	52%	11%	70%	11%
非必需品	餐饮业	达美乐披萨	DPZ US	143	14%	2004-2023		-4%	23%	67%	7%
非必需品	服装鞋类	SKECHERS斯凯奇	SKX US	95	19%	1999-2023		6%	19%	62%	15%
非必需品	博彩业	FLUTTER ENTER-DI	FLUT US	317	22%	2006-2023			23%	62%	16%
非必需品	餐饮业	麦当劳	MCD US	2,143	10%	1990-2023	14%	7%	8%	59%	7%
必需品	饮料生产	BROWN-FORMAN百富门	BF A US	276	9%	1994-2023	14%	8%	8%	55%	6%
必需品	个人护理	PROCTER & GAMBLE宝洁公司	PG US	3,584	8%	1990-2023	9%	9%	6%	50%	6%
非必需品	服装鞋类	耐克	NKE US	1,613	13%	1990-2023	15%	12%	12%	50%	11%
非必需品	餐饮业	星巴克	SBUX US	1,043	20%	1992-2023	44%	10%	14%	49%	17%
必需品	饮料生产	百事可乐	PEP US	2,334	8%	1990-2023	16%	2%	6%	43%	6%
非必需品	电子商务	ETSY INC古董电商	ETSY US	97	34%	2015-2023			34%	43%	25%

来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表33: 美国各消费板块代表性公司市值增速表现汇总 (% , 分不同时间阶段/是否出海的不同情景)

一级行业	二级行业	代表性公司	代码	市值 (亿美元)	市值年化增速 (%)	市值区间	2000年之前	2000-2010	2010-2023	海外业务占比	消除出海因素后市值年化增速 (%)	
必需品	零售	沃尔玛	WMT US	3,874	9%	1990-2023	26%	-2%	5%	17%	8%	
		Costco	COST US	2,410	16%	1992-2023	27%	4%	19%	27%	15%	
	批发	安德森斯	ANDE US	49	13%	1996-2023	-4%	27%	9%	未披露	13%	
		PERFORMANCE FOOD性能食品	PFCC US	93	19%	2016-2023			19%	低	19%	
	消费保健品	prestige消费品保健	PBH US	31	7%	2005-2023				16%	15%	6%
		个人护理	PROCTER & GAMBLE宝洁公司	PG US	3,584	8%	1990-2023	9%	9%	6%	50%	6%
		个人护理	Church& Dwight Co艾禾美	CHD US	230	13%	1990-2023	9%	19%	13%	16%	13%
		饮料生产	可口可乐	KO US	2,539	7%	1990-2023	17%	0%	4%	83%	1%
		饮料生产	百事可乐	PEP US	2,334	8%	1990-2023	16%	2%	6%	43%	6%
		饮料生产	KEURIG DR PEPPER彭泉思蓝宝	KDP US	463	18%	2008-2023		35%	15%	13%	16%
饮料生产		CELSIUS HOLDINGS燃力士	CELH US	126	46%	2009-2023		-22%	77%	5%	46%	
饮料生产		NATL BEVERAGE全国饮料	FIZZ US	46	16%	1992-2023	17%	13%	18%	低	16%	
非必需品	服装鞋类	BROWN-FORMAN百富门	BF A US	276	9%	1994-2023	14%	8%	8%	55%	6%	
		MOLSON COORS啤酒	TAP US	132	11%	1993-2023	25%	12%	3%	20%	10%	
	服装鞋类	BOSTON BEER波士顿啤酒	SAM US	42	8%	1995-2023	-21%	24%	10%	5%	8%	
	服装鞋类	耐克	NKE US	1,613	13%	1990-2023	15%	12%	12%	50%	11%	
	服装鞋类	DECKERS	DECK US	118	15%	1993-2023	-17%	52%	11%	70%	11%	
	服装鞋类	SKECHERS斯凯奇	SKX US	95	19%	1999-2023		6%	19%	62%	15%	
	零售 (专业服饰店)	TJX 折扣服饰	TJX US	946	15%	1990-2023	17%	12%	15%	22%	14%	
		ROSS STORES 罗斯百货	ROST US	410	16%	1990-2023	15%	17%	16%	0%	16%	
	零售 (专业服饰店)	BURLINGTON STORE 伯灵顿百货	BURL US	147	26%	2014-2023			26%	2%	25%	
	零售 (专业服饰店)	WINMARK 威马克工贸	WINA US	15	9%	2004-2023			1%	18%	9%	
零售 (家居专卖)	HOME DEPOT 家得宝	HD US	3,218	15%	1990-2023	47%	-8%	16%	8%	15%		
	LOWE'S 洛氏	LOW US	1,298	16%	1990-2023	33%	6%	11%	5%	16%		
零售 (家居专卖)	BUILDERS FIRSTSO	BLDR US	203	21%	2005-2023		-23%	43%	0%	21%		
零售 (汽车零售)	O'REILLY AUTOMOT汽配	ORLY US	561	20%	1993-2023	28%	20%	16%	1%	20%		
	AUTOZONE 汽车地带	AZO US	438	11%	1991-2023	8%	14%	12%	13%	11%		
零售 (汽车零售)	LITHIA MOTORS 汽车经销	LAD US	90	20%	1996-2023	21%	9%	28%	33%	18%		
非必需品	批发 (汽车批发)	COPART INC科帕特	CPRT US	423	22%	1994-2023	34%	16%	22%		22%	
		EPLUS INC 科利枝	PLUS US	13	14%	1999-2023	328%	-6%	19%	6%	13%	
批发 (消费电子商店)	POOL CORP 泳池用品分销	POOL US	153	23%	1995-2023	63%	8%	22%	7%	23%		
非必需品	餐饮业	麦当劳	MCD US	2,143	10%	1990-2023	14%	7%	8%	59%	7%	
		星巴克	SBUX US	1,043	20%	1992-2023	44%	10%	14%	49%	17%	
	餐饮业	墨式烧烤	CMG US	627	23%	2006-2023		37%	19%	2%	23%	
	餐饮业	达美乐披萨	DPZ US	143	14%	2004-2023		-4%	23%	67%	7%	
	娱乐设施	LIVE NATION ENTE 音乐会制作	LYV US	218	20%	2005-2023	18%	20%	33%	33%	17%	
		VAIL RESORTS 韦尔度假村	MTN US	90	9%	1997-2023	-12%	8%	16%	19%	8%	
	博彩业	FLUTTER ENTER-DI	FLUT US	317	22%	2006-2023			23%	62%	16%	
	酒店业	万豪	MAR US	655	9%	1998-2023	21%	4%	12%	31%	8%	
		CHOICE HOTELS 精选国际	CHH US	56	8%	1998-2023	-4%	12%	7%	16%	7%	
	电子商务	亚马逊	AMZN US	15,776	31%	1997-2023	56%	31%	26%	23%	30%	
ETSY INC 古董电商		ETSY US	97	34%	2015-2023			34%	43%	25%		

来源: Bloomberg, 国金证券研究所



### 2.3、日本 1970-1990 年消费变迁的启示

#### 1) 人口收入要素利好下，消费大盘将迎来快速增长

1970-1990 年日本老龄化率从 7% 提升至 12%，同期由于收入要素的明显提高，消费总支出得到了快速增长。

#### 2) 经济发展水平的提高将推动国货品牌的崛起

步入 1970 年代，日本开始了长期的国货崛起之路，从早期的家电电子产品，到服装零售品牌，再到餐饮等品牌，国货最终在消费市场中占据了主导地位。

### 2.4、美日消费变迁的共同特征与差异

#### 1) 人口、收入要素差异，导致了两国传统消费品公司 1990 年后的增速差距

在新的消费方向，如电子商务、折扣零售、平价餐饮赛道，两国的代表性公司增速不相上下。

但在传统消费赛道，例如个人护理、食品饮料生产赛道，代表性公司依赖内需成长的增速产生了差距。

#### 2) “创新”成为大部分新成长方向的底层基因

无论是折扣零售、药妆店等业态的商业模式创新，还是能量饮料等业态的产品创新，不拘泥于原有的模式和需求，扎根于新需求之上的创新，最终衍生出了长期增长的优势业态。

#### 3) 1990 年后均诞生了长期高增长公司的消费赛道（长期市值复合增速 > 10%）

折扣零售批发商、电子商务、运动品牌、专业服饰店、餐饮

#### 4) 1990 年后日本特有的长期高增长业态（长期市值复合增速 > 10%）

药妆店

#### 5) 1990 年后美国特有的长期高增长业态（长期市值复合增速 > 10%）

能量饮料、农产品批发商、演唱会娱乐公司、汽车批发商、博彩公司、泳池用品分销商

## 三、美日消费变迁对中国的启示

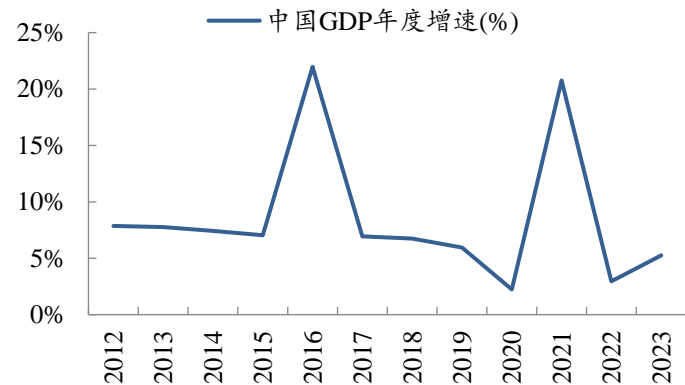
### 3.1、中国消费基本面的分析——全要素生产率成为经济增长和消费复苏的核心

#### 1) 消费需求基本面：2022 年底政策放开后迎来复苏，2024 年需求增速放缓

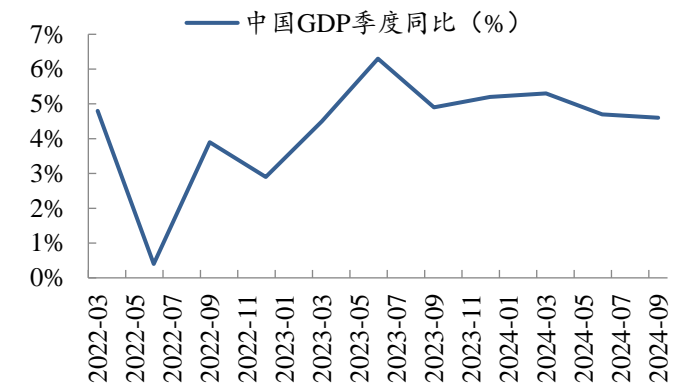
2022 年底政策放开后经济迎来修复，但进入 2024 年后增速开始走低。在 2022 年底公共卫生政策放开后，经济迎来一波修复，2023 年后三个季度 GDP 增速都在 5% 以上，尤其 2023 年 2 季度 GDP 同比增速达到 6%。但进入到 2024 年后，GDP 增速开始走低，二季度和三季度 GDP 同比增速分别为 4.7% 和 4.6%。



图表34：中国GDP年度增速逐步进入5%左右水平（%）



图表35：2024年以来GDP季度增速同比有下滑趋势（%）



来源：国家统计局，国金证券研究所

来源：国家统计局，国金证券研究所

从社零总额数据来看，2024年5月份后部分消费品增速开始走低，10月份特殊因素下家电、化妆品增速反弹。从6月份开始，饮料类、烟酒类、服装鞋帽、化妆品、金银珠宝、日用品、家电、办公用品、家具、汽车等品类的零售额月度同比增速均开始走低，显示出终端消费景气度的走低。10月份化妆品受益于双十一活动、家电受益于补贴政策增速出现明显反弹，但长期来看，反弹的持续性取决于消费者的消费能力和信心。

图表36：2024年各类型消费品零售额月度同比增速（%）

年份	粮油、食品类	饮料类	烟酒类	服装鞋帽针纺织品类	化妆品类	金银珠宝类	日用品类	家用电器音像器材类	中西药品类	文化办公用品类	家具类	通讯器材类	汽车类	建筑及装潢材料类
2024-02	9%	7%	14%	2%	4%	5%	-1%	6%	2%	-9%	5%	16%	9%	2%
2024-03	11%	6%	9%	4%	2%	3%	4%	6%	6%	-7%	0%	7%	-4%	3%
2024-04	9%	6%	8%	-2%	-3%	0%	4%	5%	8%	-4%	1%	13%	-6%	-5%
2024-05	9%	7%	8%	4%	19%	-11%	8%	13%	4%	4%	5%	17%	-4%	-5%
2024-06	11%	2%	5%	-2%	-15%	-4%	0%	-8%	5%	-9%	1%	3%	-6%	-4%
2024-07	10%	6%	0%	-5%	-6%	-10%	2%	-2%	6%	-2%	-1%	13%	-5%	-2%
2024-08	10%	3%	3%	-2%	-6%	-12%	1%	3%	4%	-2%	-4%	15%	-7%	-7%
2024-09	11%	-1%	-1%	0%	-5%	-8%	3%	21%	5%	10%	0%	12%	0%	-7%
2024-10	10%	-1%	0%	8%	40%	-3%	9%	39%	1%	18%	7%	14%	4%	-6%

来源：国家统计局，国金证券研究所

2) 社零增速放缓促消费政策不断，根本在于创造出新的增长引擎

■ 短期视角下：

2022年底至今，政府出台众多扩大内需政策，从多方面推动消费需求增长。2022年底出台扩大内需的纲领性文件，2023和2024年出台明细政策，目前主要侧重于家电、新能源汽车、家具等耐用品领域，此外11月最新推出的“节假日政策”首次从假日角度对消费加以促进。

图表37：政府出台的刺激消费政策梳理

发布时间	政策
2022年12月14日	《扩大内需战略规划纲要（2022-2035年）》
2023年5月22日	（落实2022年商流通发〔2022〕107号文件《商务部等13部门关于促进绿色智能家电消费若干措施的通知》）
2023年7月12日	关于促进家居消费（涵盖家电、家具、家纺、家装等多个领域）的具体措施
2023年7月20日	《关于促进电子产品消费的若干措施》和《关于促进汽车消费的若干措施》
2023年7月底	《关于恢复和扩大消费的措施》
2024年3月13日	《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》
2024年7月24日	《关于加力支持大规模设备更新和消费品以旧换新的若干措施》
2024年8月3日	《关于促进服务消费高质量发展的意见》



发布时间

2024年11月12日

政策

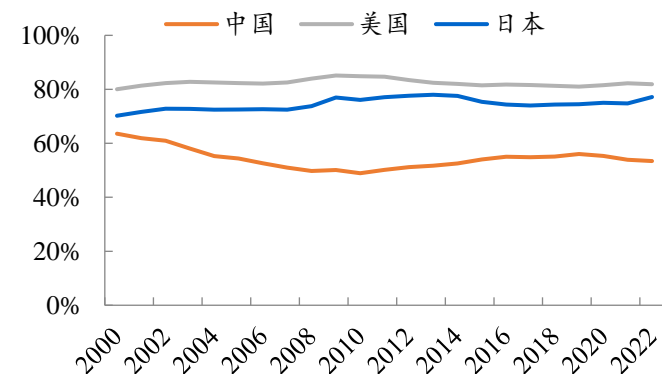
《国务院关于修改〈全国年节及纪念日放假办法〉的决定》

来源：国务院，国金证券研究所整理

■ 长期视角下：全要素生产率的增长是核心

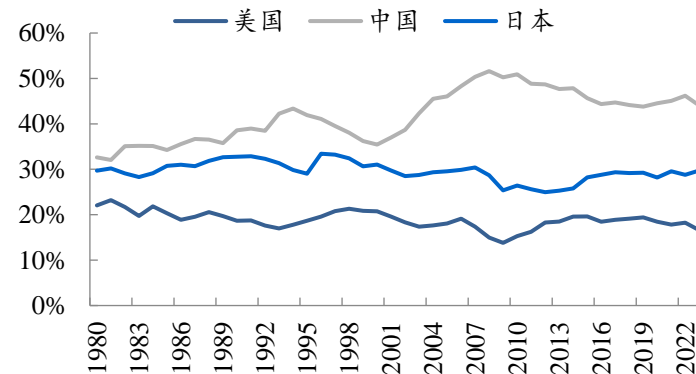
经济驱动力从需求侧投资+出口主导逐步走向需求侧消费+供给侧创新为主导，政府长期政策导向在于助力最终消费率企稳回升。社会保障制度逐步健全为中低收入群体兜底，常态化以旧换新补贴激发中产阶级的耐用品消费，地方政府在今年正式开启财税体制改革，增值税上收消费税下放，也在驱动地方政府在新一轮经济周期中以改善民生促进消费为导向，而不再是卖地盖房刺激投资为核心导向(1994-1995年央地财税分税制改革开启了1998-2018年以需求侧投资(地产+制造)加出口为经济增长引擎的时代，2018-2027年是经济动能支柱转换期，以2024年财税改革开始，2028年希望打造的是以供给侧全要素生产率提高的创新(高端科技，高端制造)+需求侧消费为经济增长引擎的新时代。最终将体现为中产阶级+低收入群体的边际消费倾向提升。

图表38：中国消费支出占GDP比重长期低于美日(%)



来源：世界银行，国金证券研究所

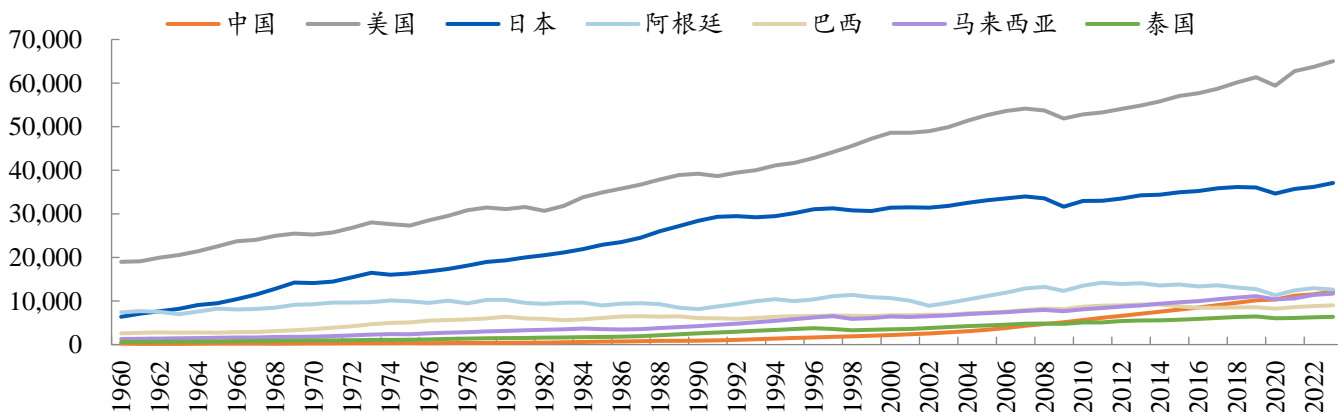
图表39：中国国民总储蓄率长期高于美日(%)



来源：国际货币基金组织，国金证券研究所

能否创造出新的引擎，是决定经济实现二次增长，全要素生产率持续提升，国民收入穿越1万美元向2-3万美元进发，突破中等收入陷阱的关键。这是目前市场分歧最大扑朔迷离难以定论的部分，因为消费具备后周期属性，能否突破取决于经济实现新引擎下的二次腾飞，已经超出了消费的讨论范畴。短期来看，消费回暖更多还是围绕财政补贴和政策红利驱动的消费alpha细分子板块(例如家电家居新能源汽车等)，而长期来看，自主消费的修复有赖于地方政府在化债包袱下降后驱动地方经济重现活力。

图表40：人均国民收入达到1万美元是突破中等收入陷阱的关键期(万美元/人)



来源：世界银行，国金证券研究所



### 3.2、未来长期成长性优越的投资方向

#### ■ 方向一——平价消费占比提升，奢侈消费占比下降

日美的消费变迁历史证实了发展到一定阶段，平价消费的崛起是必然性事件。无论是实现了全要素生产率的提升，人均 GDP 持续上行的美国，还是人均 GDP 停滞的日本 1990 年代，都共同出现了平价消费的趋势，并且是一个长期的趋势，这样的趋势最终推动了唐吉珂德、优衣库、Costco 等优秀公司的崛起，并且有望成为未来进攻性最强的消费方向。

近些年随着经济进入新常态，国内已开始逐步出现性价比消费的趋势，我们认为应当对该方向进行长期的关注和推荐，具体板块和标的方面，推荐关注：

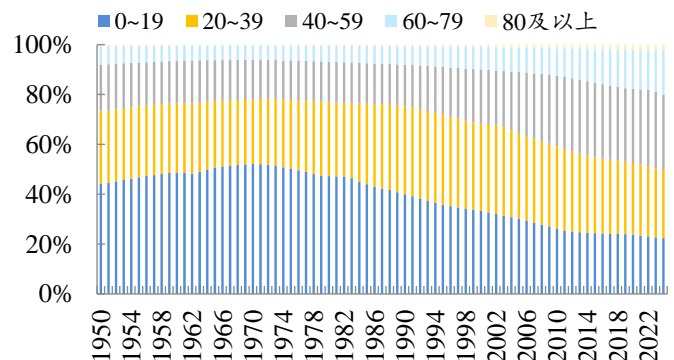
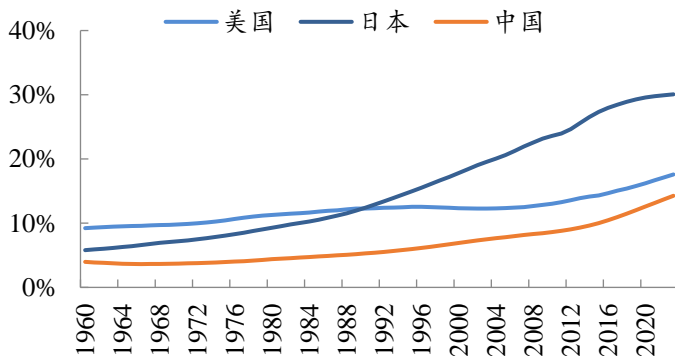
- ①线上平价电商
- ②线下折扣零售商
- ③性价比餐饮
- ④性价比服饰

#### ■ 方向二——银发经济占比提升，婴童消费占比下降

中老年人所推动的需求，与年轻人有所不同。截止 2023 年中国 40 岁以上人口占比已达到 50%，中老年人即将替代年轻人成为消费的主力人群，随着中老年人占比的提高，将利好“健康”、“休闲”、“精神类”消费赛道。健康属性赛道如医药、保健品、个人护理用品、无糖饮料等，休闲属性赛道如旅游、户外运动，精神类属性赛道如宠物、流媒体等。

图表41：中国 65 岁以上人口占比迅速提升 (%)

图表42：截止 2023 年中国 40 岁以上人口占比已达到 50% (%)



来源：世界银行，国金证券研究所

来源：世界银行，国金证券研究所

传统的消费品赛道，可能迎来由于年龄结构变化导致的消费量减少。以日本数据为例，1990 年以来日本众多传统消费品的总需求量迎来下滑，其中尤其是以年轻人为核心消费群体的品类，受冲击相对更大，例如奶粉、水果饮料和啤酒。其他品类方面，酱油受到了低盐低糖健康化和复合调味品两大消费趋势的冲击，男士女士衬衫一定程度上也受到了中老年人衣物更换频率降低叠加经济疲软的共同影响。

我们推荐关注：

- ①具备健康属性的茶饮料、能量饮料赛道
- ②具备健康属性的运动户外赛道
- ③具备健康属性的保健品赛道
- ④顺老龄化的个人护理赛道
- ⑤依靠成瘾性成长的咖啡赛道

#### ■ 方向三——情绪消费占比提升，功能消费占比下降

根据马斯洛需求层次理论，基础的生理与安全需求满足后，消费者将追求更高层次的消费





需求。随着居民人均收入跨过1万美元，消费者基本的衣食住行被满足之后，转而追求精神上的满足和自我实现。近些年潮玩、潮鞋、瑜伽、综艺的流行和爆火，均体现了消费者目前情绪类、兴趣类消费的崛起。

我们推荐关注：

- ①潮玩赛道
- ②宠物赛道

图表43：马斯洛需求层次



来源：《心理学导论》，国金证券研究所

图表44：年轻人的情绪消费代表行为



来源：国金证券研究所

■ 方向四——消费出海占比提升，GNP 重要性高于 GDP

随着人口总量增长停滞和老龄化率提高，国内消费量到顶的赛道企业，最具出海扩张的动力。几年前海外营收占比较高的企业主要分布在家电领域，目前各个消费领域均出现了出海成绩较为显著的消费品企业，例如充电宝领域的安克创新、家居领域的致欧家居、潮玩领域的泡泡玛特、商贸零售领域的名创优品、电商领域的 TEMU 等等。这些企业大多均不是传统的国内消费品巨头，但恰恰得益于新一代企业家的全球化视野，和小体量所带来的轻包袱，最终助力了企业海外竞争的灵活性，同时又具备极强的业绩弹性和空间。扎根传统赛道，瞄准海外市场，也是一个越来越重要的投资方向。

我们推荐关注：

- ①家电板块的出海公司
- ②轻工板块的出海公司
- ③潮玩板块的出海公司
- ④电商板块的出海公司
- ⑤商贸零售板块的出海公司

3.3、新消费方向投资的注意点

■ 容易被宏观数据的表现所掩盖，从而可能被错误定价

由于市场过度关注整体的消费宏观数据走势，隐藏在大消费板块之中的“新消费”个股，容易受市场情绪影响而被错误定价。新消费的发展和传统消费的式微是同时进行的，并且众多新消费的成长才刚刚开始，因此容易被混杂在众多消费股之中，由于市场的整体情绪而被赋予和传统消费股一样的低估值。以出海公司为例，致力于出海并且卓有成效的个股，其估值体系应当和传统的同板块其他企业有所不同。



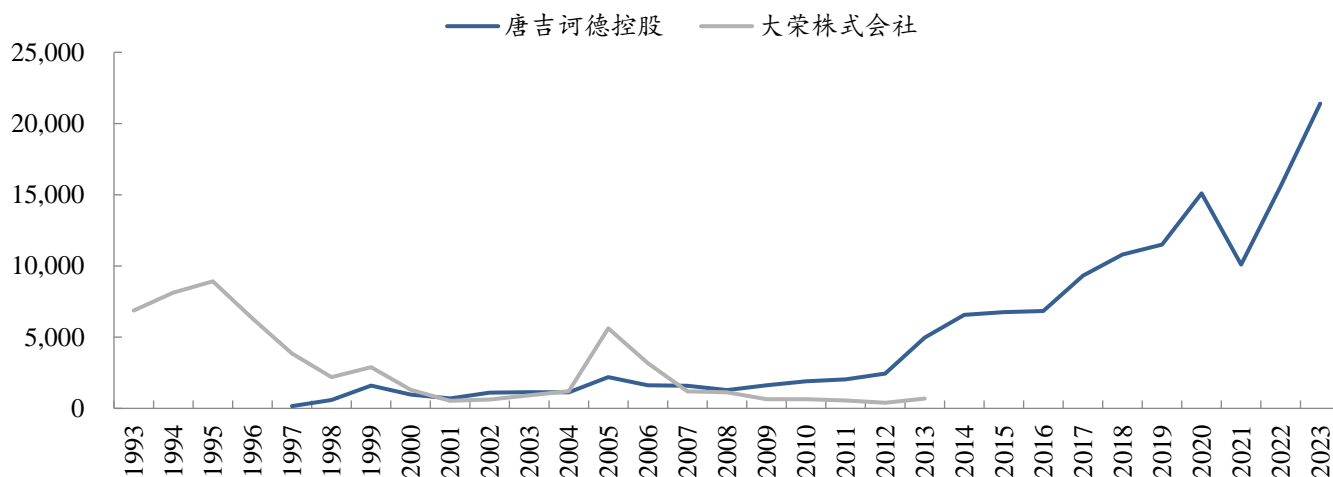
■ 着眼的需求较新，国内研究较少，估值不确定性较强

新消费面对的需求也更为新颖，依赖的成长路径和传统消费有所不同，因此市场研究相对稀缺，市场并未形成一致预期。例如传统的消费品巨头伊利、青岛啤酒、阿里巴巴，其过去的成长模式不一定适用于性价比消费（如胖东来代表的新零售、拼多多代表的白牌电商）、情绪消费（泡泡玛特为代表）等新消费的发展模式，因此市场上对新消费公司还未形成稳固的共识，导致估值的不确定性较强。

■ 龙头公司还未长大，市场关注度低于传统龙头公司

新消费赛道的成长刚刚开始，由于目前体量不及传统的消费赛道，因此其市场关注度，相比其自身的发展潜力来说相对较低。以日本的零售行业举例，90年代末传统零售巨头“大荣”逐渐衰落，同时折扣零售的代表公司“唐吉诃德”开始崛起，站在曾经的时点很难想象未来“唐吉诃德”将成长为万亿级市值的零售公司。类似于中国的现在，未来的“新消费”巨头公司目前还在缓慢成长，且市场关注度相比它本身的长期成长性，被远远低估。

图表45：日本传统零售公司大荣与折扣零售代表唐吉诃德的市值对比（亿日元）



来源：Bloomberg，国金证券研究所

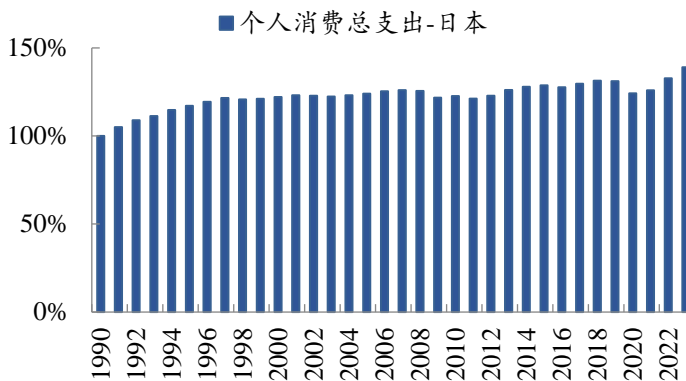
## 四、回看日本 1990 年后的消费变迁

### 4.1、消费基本面——总量微增，服务占比提升

1990年后日本个人消费总支出缓慢增长，服务和非耐用品提升，耐用品下降。1990-2023年日本个人消费支出增长39%，考虑到时间长度，30年之中消费支出的增速相对缓慢。其中仍旧有特殊的结构变化，尽管整体支出增长缓慢，但服务提升比例明显，从1990年初的不到50%提升至60%的水平。

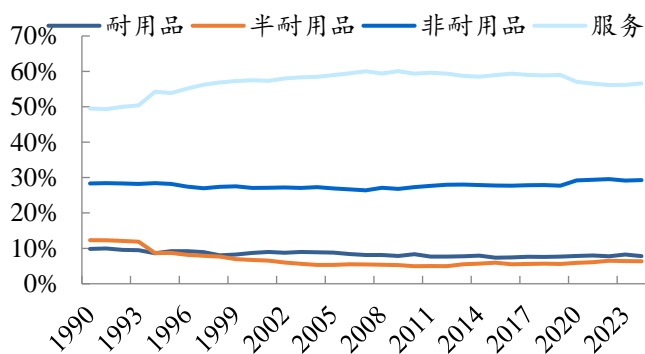


图表46: 1990-2023年日本个人消费支出增长39% (%)



来源: 日本内阁府, 国金证券研究所 (以1990年支出为基数100%)

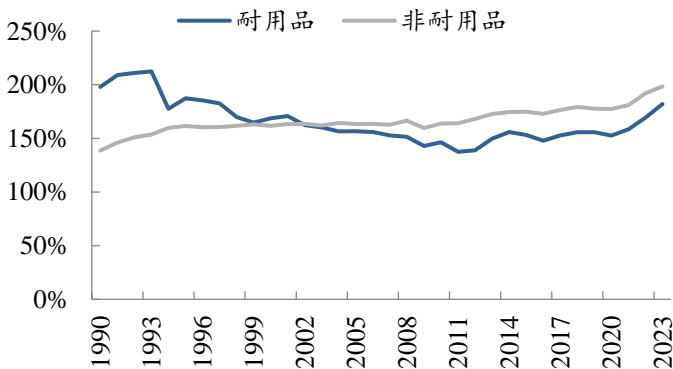
图表47: 1990年后服务在日本消费支出中占比提升 (%)



来源: 日本内阁府, 国金证券研究所

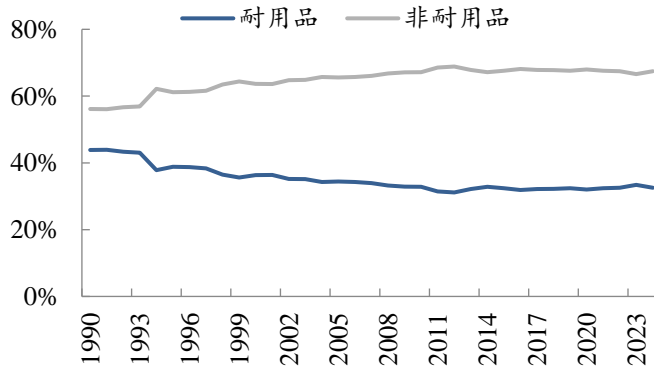
商品支出内部结构发生了重要变化, 耐用用品支出持续下降, 非耐用品支出小幅上涨。从耐用用品内部组成来看, 导致耐用用品支出下降的主要来源是以衣服、鞋子为代表的半耐用品的消费支出减少, 半耐用品支出从1990-1993年增长了76%, 之后持续下降到2013年见底。而同期以家电、家具、汽车为代表的耐用期更长的耐用用品支出相对稳定, 1992年达到高点后整体未出现明显下滑。

图表48: 1990年后日本耐用用品消费支出开始减少 (%)



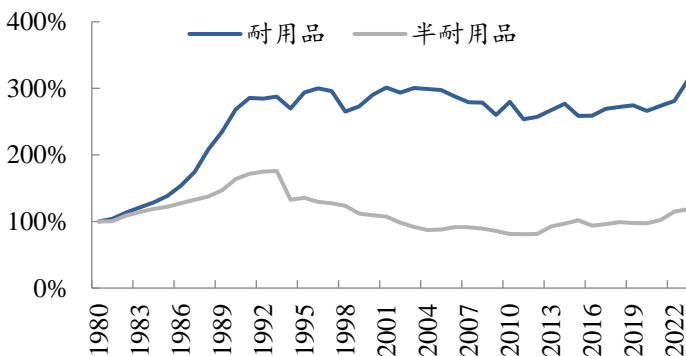
来源: 日本内阁府, 国金证券研究所 (以1980年支出为基数100%)

图表49: 1990年后日本非耐用品消费支出占比提升 (%)



来源: 日本内阁府, 国金证券研究所

图表50: 1993年后半耐用品支出减少, 耐用用品支出停滞, 是大类支出下降主要动力 (%)



来源: 日本内阁府, 国金证券研究所 (以1980年支出为基数100%)

图表51: 耐用用品与半耐用品的区别

分类	概念	类目
耐用用品	使用年限在3年以上	家电、家具 汽车等
半耐用品	使用年限1-3年	衣服、鞋子等

来源: 国金证券研究所整理



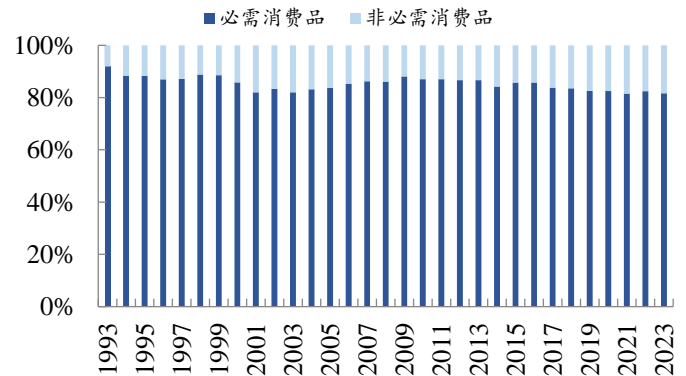
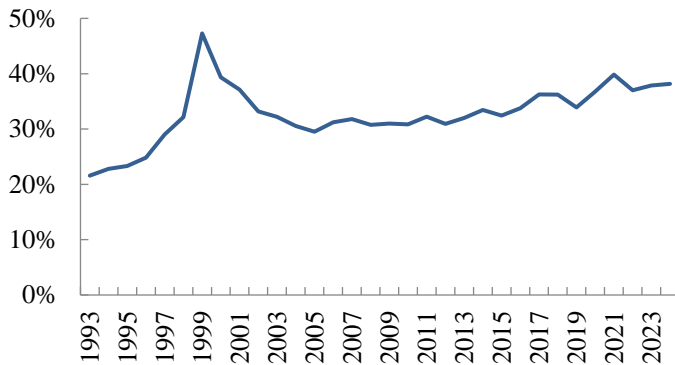
## 4.2、消费板块结构变化——必需体量仍占主导，非必需成长性机会更多

### ■ 消费板块市值总览

日本消费板块占比整体持续提升，其中必需消费品市值占比超过80%。1990年后日本消费板块占股市比重持续提升，1999年达到47.28%的最高水平，此后不断下降，2005年后逐步企稳，比例逐步提升至2024年的38.15%。其中必需消费品仍旧是市值的主体，占比超过80%，但是长期来看，非必需板块占比仍旧在稳步提升。

图表52：日本消费板块市值占比（%）

图表53：日本消费板块内部市值占比（%）



来源：Bloomberg，国金证券研究所

来源：Bloomberg，国金证券研究所

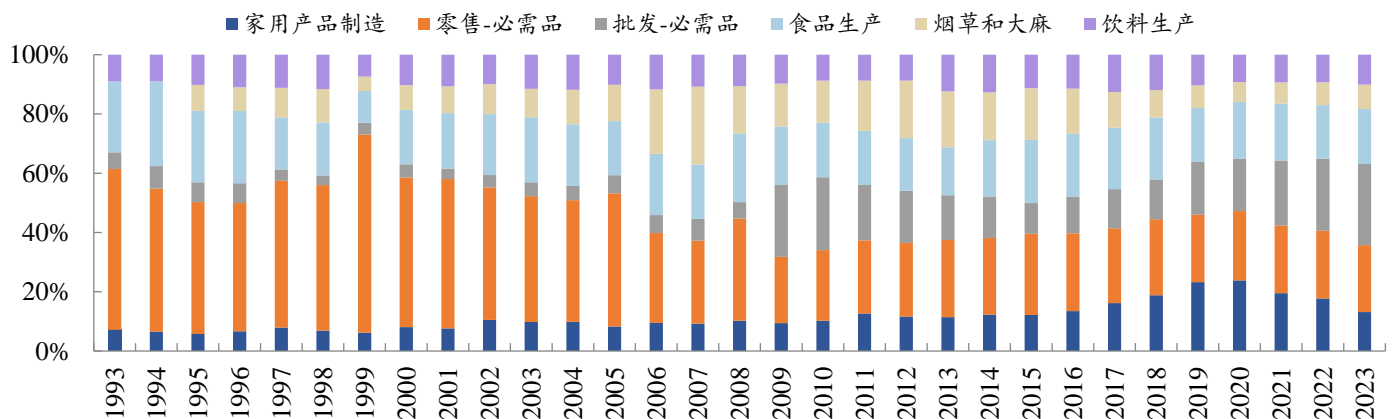
### 4.2.1、日本必需消费品结构变化特点及动力拆分

日本必需品板块中，零售和批发占比超过50%。自1993年至2023年期间，零售板块市值占比从54%降低至26%，核心是发生了结构性的变化，旧零售公司衰退，新零售公司兴起。批发板块市值占比从2008年之后开始不断提升至27%。整体来看，零售批发类的“渠道性质”板块常年占比超过50%。

食品生产和饮料生产占比稳定，家用产品制造板块占比有所扩大。食品生产常年保持20%左右的比重，饮料生产板块常年保持10%左右的比重。而家用制造板块在2010年后占比迎来提升，占比从10%不断提升至接近20%的水平。

由于板块市值占比的变动，不仅受到公司基本面变化导致市值变化的影响，还会受到特定时间公司上市（尤其是大体量公司）、或者公司退市（尤其是大体量公司）的特殊因素影响，因此其大体的板块占比水平有借鉴性，但其占比的变动不一定具备完全的实际意义。更多的启示来自于细致观察每个板块公司内部，公司的具体变化之中，接下来让我们将视角落到必需消费品的六大细分赛道。

图表54：日本必需消费品一级行业结构（%）



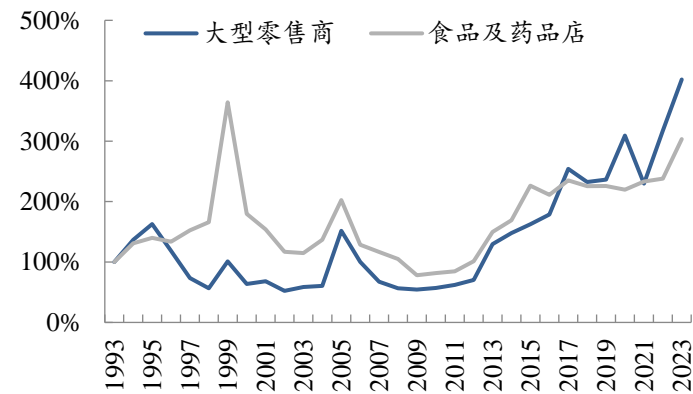
来源：Bloomberg，国金证券研究所



### 1) 必需品零售板块——旧王衰败，新王诞生

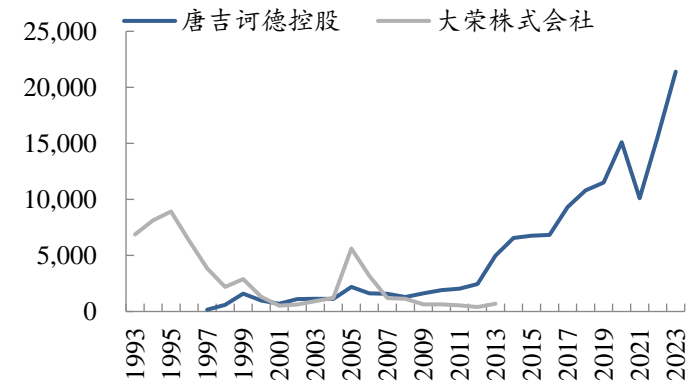
板块整体成长性不足，但出现折扣零售和药妆店两大高成长新业态，这两大业态仅依靠国内市场，就实现了优越的业绩成长。从板块整体来看，必需品零售板块在30年之中市值整体仅增长3倍左右，行业整体成长性较弱。从细分结构来看，行业内发生了新旧业态的竞争与替换，其中出现了折扣零售店和药妆店两大成长性优越的细分板块，并走出几家股价长牛的代表性企业。以堂吉诃德为代表的折扣零售取代了大荣株式会社为代表的传统零售商。

图表55: 必需品零售细分板块市值涨幅(%)



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表56: 大型零售商: 折扣店实现对传统零售的超越(亿日元)



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

#### 零售板块代表公司——唐吉诃德: 日本泡沫经济下应运而生的软折扣先锋

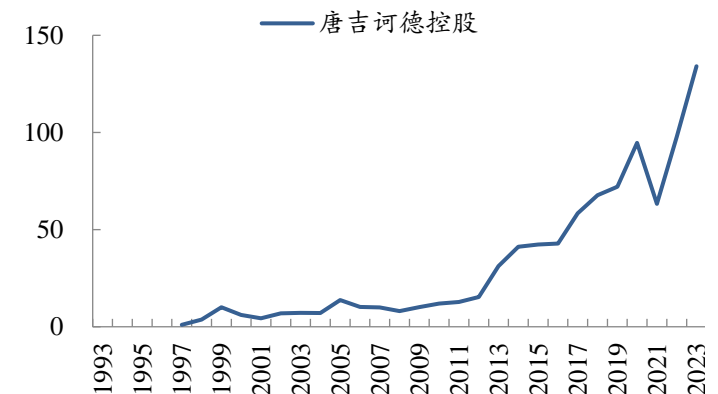
①公司成长历程: 1989年安田隆夫在东京郊区开出首家唐吉诃德折扣店, 他希望像塞万提斯笔下的唐吉诃德一样, 不屈从于常识和权威, 创建“有悖于零售业常规的独特商业模式”。凭借独特的商业模式、供应链管理和企业文化, 唐吉诃德在日本整体经济下行的大环境下持续逆势扩张。2020年, 唐吉诃德(集团名称: 泛太平洋国际控股)以629家门店、16819亿日元收入, 已经成为了日本收入排名第4的零售企业。

图表57: 日本唐吉诃德门店外景



来源: 唐吉诃德官网, 国金证券研究所整理

图表58: 1997年以来唐吉诃德股价涨幅达到134倍(倍)



来源: Bloomberg, 国金证券研究所整理

#### ②成长的核心动力:

➢ 借助于市场上丰富的尾货供给, 实施软折扣销售策略: 日本泡沫经济期间, 商品生产繁荣, 更新频率加快, 许多品牌看到某种新商品的热度而投入生产, 但等到商品到齐后已经成为压箱货, 主流渠道上新越多, 整个社会尾货也就越多, 尾货越多, 折扣店的供给也就越多。

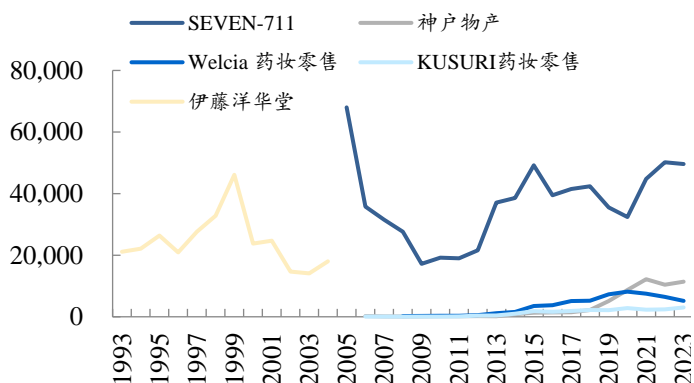


- 24 小时营业，充分扩大销售时间：唐吉诃德的许多店铺实行 24 小时或延长至凌晨的营业时间，推出深夜运营模式，填补市场空缺，打造独特夜间市场锁定夜间消费需求人群。
  - 趣味销售精神推广，弥补供货不足的缺陷：尾货具有售价便宜、成本低、利润丰厚的特性，但是数量有限，供应不稳定，因此需要将尾货和普通商品搭配售卖。由于尾货、微瑕品的品类和数量供应常常变化，顾客每次到店都可能有不同的发现，而配合这样的购物环境，则强化了顾客的“淘金”般的体验。
- ③对海外市场的依赖度：依赖度较低，海外业务占比约 15%+

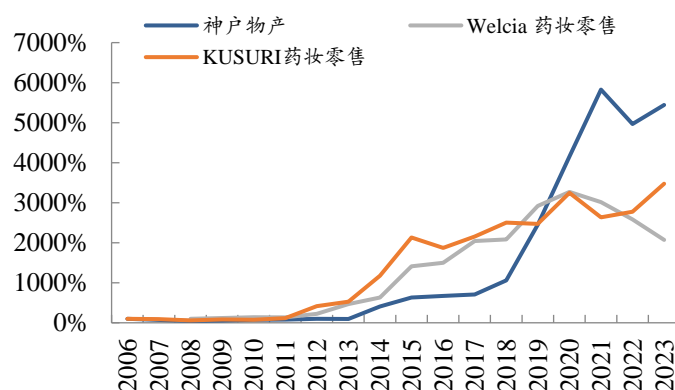
2023 年，唐吉诃德已在全球范围内拥有 722 家门店，除了 617 家国内门店外，还有 105 家由分布在北美和亚洲的海外门店组成。

图表59：食品及药品店板块主要标的市值变动（亿日元）

图表60：食品药品店板块：药妆连锁店市值增长亮眼（%）



来源：Bloomberg，国金证券研究所



来源：Bloomberg，国金证券研究所

■ 食品药品店板块代表公司——WILCIA：临时配药需求下催生的多元化零售龙头

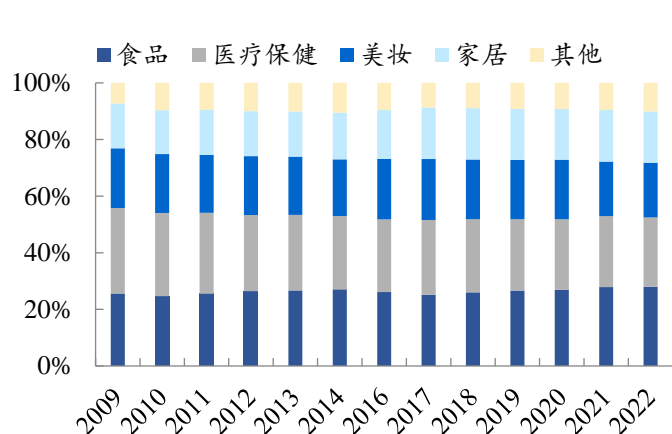
①公司成长历程：1965 年药剂师铃木孝之先生在埼玉县创立 WELCIA 药妆店的前身——铃木药局。药妆店为医疗机构开具的处方提供配药服务，并提供代理配药、非处方药等药物指导、患者上门指导和护理建议。WELCIA 依托渠道优势，从早期的药物品类，逐渐拓展到食品、美妆等多元化零售。2016 年凭借 5284 亿日元的营收，在日本药妆店寡头竞争的格局中成为全日本连锁药店规模首位的品牌。

图表61：WELCIA 药妆店内景

图表62：WELCIA 旗下各业务占比（%）



来源：WELCIA 官网，国金证券研究所



来源：Bloomberg，国金证券研究所

②成长的核心动力：

- 老龄化催生的配药需求+日本药店从医院剥离的制度改革，催生了民间临时配药的强大需求。1992 年起日本政府逐步将药店从医院剥离，同时降低药价并扩大药剂师专



门人才培养，推广固定药店，医疗保障计划逐渐转移至以民众自我治疗为核心，极大增加了日本消费者对自我配药的需求。

- 持续的并购整合，以大吃小，强者恒强。2000 年以后药妆店发展迎来成熟期，产业内部不断整合，中大型店铺持续扩张，小型企业退出市场，逐渐形成寡头垄断的局面。2008 年开始，WELCIA 先后吸纳了寺岛药局、Eleven 药局、藤井药局等 9 家公司，拓展了其在化妆品、保健品、老年人护理方面的业务版图。
- 借助于临近居民的区位优势 and 渠道密集度，从便利店手中抢夺其他消费品份额，将业务进一步拓展至食品、美妆等其他赛道。

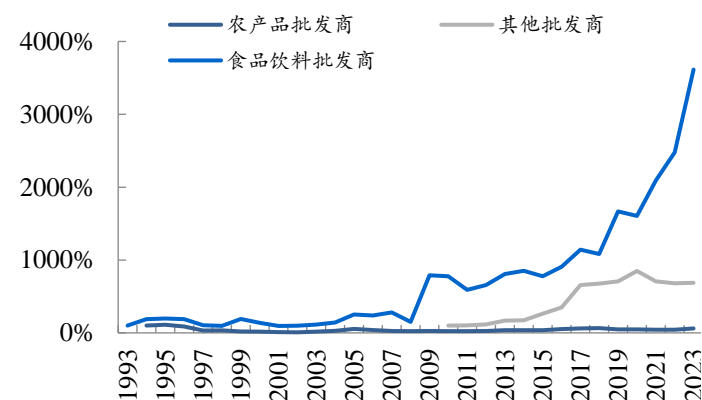
③对海外市场的依赖度：依赖度很低，海外业务占比不到 1%

WELCIA 门店数从 2008 年 412 家增至 2024 年的 2,825 家。截至目前，WELCIA 已有 13 家海外门店。

## 2) 必需品批发板块——日本特色的全球性商社集团是核心亮点

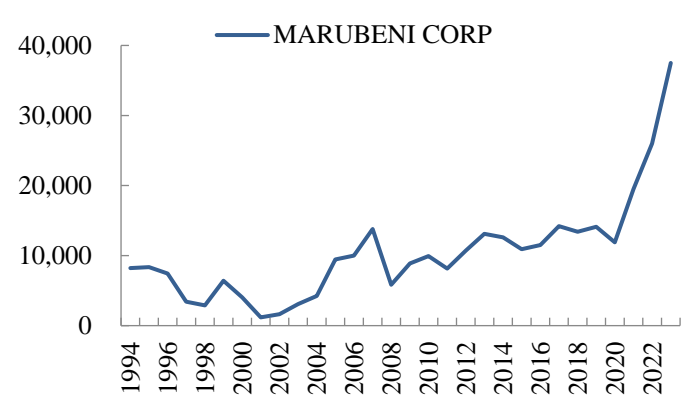
必需品批发板块中，食品饮料批发商的市值涨幅最高，其主要受几大商社纳入板块的推动，在彭博板块数据统计中，2009 年和 2019 年才将两大商社纳入该板块，导致板块的市值涨幅较高。但我们不能否认几大商社仍旧是日本必需品批发板块中唯一也是最重要的亮点。

图表63：必需品批发细分板块市值涨幅（%）



来源：Bloomberg，国金证券研究所

图表64：丸红株式会社市值增长情况（亿日元）



来源：Bloomberg，国金证券研究所

### ①公司成长历程：

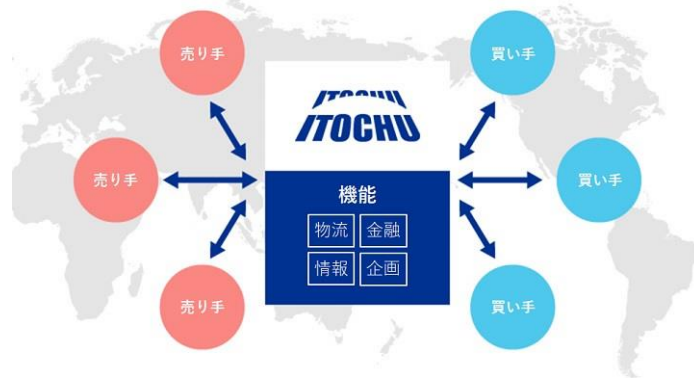
三菱商社起源于 1870 年，最初是由土佐省政府建立的一家小型船务和贸易公司“九十九商会”，后更名为“三菱商会”。创始人岩崎弥太郎将其发展成为一个多元化的企业集团，涉足造船、钢铁、银行、采矿、保险和贸易等多个领域。凭借“所期奉公”、“处事光明”和“立业贸易”的经营理念，三菱商社百年间不断以贸易促进国际间的沟通。截至 2023 年，其市值已经达到 2094 亿元。

伊藤忠商社自 1858 年由创始人伊藤忠兵卫以销售麻布起家，秉承“三方有利”的经营理念，即对卖方、买方和社会均有利。经过一个半世纪的发展，伊藤忠商社已成为全球性的综合贸易公司，下设八个事业部，业务涵盖纺织、机械、金属、能源、粮油食品等多个领域。从一家小小的麻布商发展成为多元化的国际企业，如今。

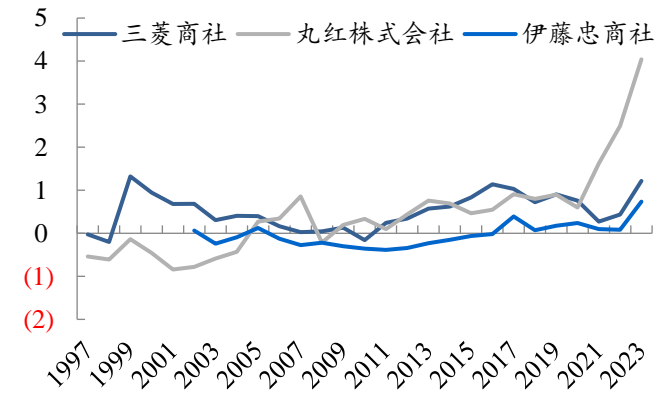
丸红株式会社与伊藤忠商社同根同源，从麻布批发业务起步，逐渐发展成为日本五大综合商社之一。1918 年，伊藤忠商店分拆为“伊藤忠商事”与“伊藤忠商店”，后来伊藤忠商店与伊藤长商店合并，并定名为“株式会社丸红商店”。公司遵循“正·新·和”的经营理念，业务覆盖粮油、生活产业、原材料、能源与金属、电力与成套设备等多个领域。2023 年，丸红市值 37500 亿元，相比 1997 年增长四倍。



图表65: 伊藤忠商社的贸易模式



图表66: 1997年以来丸红株式会社市值增长4倍(倍)



来源: 伊藤忠商社官网, 国金证券研究所整理

来源: Bloomberg, 国金证券研究所整理

②成长的核心动力:

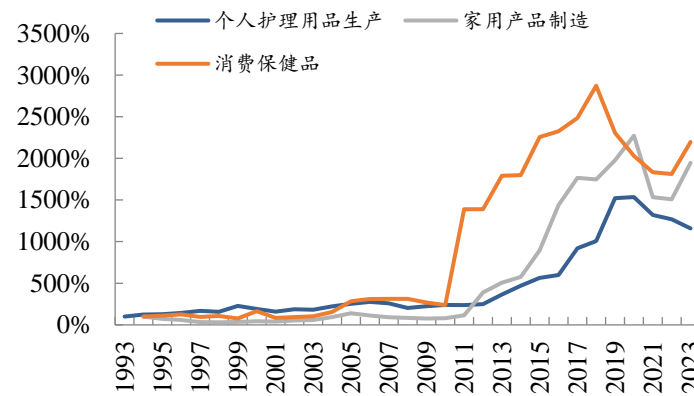
- 日本企业的全球化出海需求, 是商社成长的核心动力。日本商社的全球化扩张始于1950年代, 随着日本经济的快速发展和国际贸易规模的增大, 公司开始全方位化和全球化的经营战略。进入1980年代, 日本商事加速全球化, 深度渗透产业链上下游, 通过参股方式进行海外直接投资, 降低国际化投资风险, 同时强化金融功能效益。商社往往配有发达的情报系统, 渗透在世界各地, 为关联公司在不断变化的全球市场中寻求新的商业模式和机会。
- 综合提供商品和服务, 产业投资和贸易事业两轮驱动: 从公司初创至今, 三家日本商事都经历了从单一贸易功能向高度复合型功能转变, 整合金融、投资、物流、信息等。在庞大的商事内部, 公司能够很好地进行资源的选择与集中, 细分经营结构, 集中资源于成长型业务单位。对每个产品产业链进行纵向延伸, 利用多元化业务中实现“全产业链”布局, 形成均衡的业务组合模式。

③对海外市场的依赖度: 依赖度很高, 海外业务支线多、地区覆盖面广

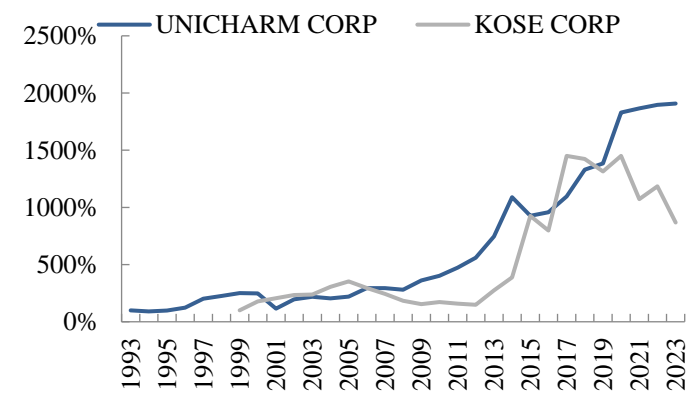
截至2023年底, 三菱总共设置办事机构及分公司121家, 其中日本14家, 海外机构107家, 海外分业务部门占比接近90%。同年, 伊藤忠商事营收中海外业务占比24%, 过去三年中稳定在20%以上, 伊藤忠商社已经拥有14家海外分公司, 覆盖全球九个地区。

3) 家用产品制造——消费保健品、个人护理板块跑出阿尔法

图表67: 家用产品制造细分板块市值涨幅(%)



图表68: 个人护理板块代表性公司市值增长比例(%)



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

来源: Bloomberg, 国金证券研究所





■ 消费保健品板块代表公司——乐敦制药株式会社：眼药水起家，护肤品助力的保健巨头

①公司成长历程：

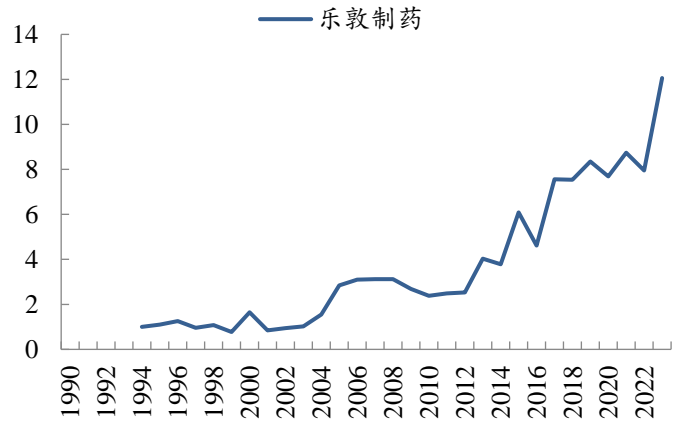
1899年2月22日（明治32年），创始人山田康澄以3,000日元的资本创立了“Shintendo Yamada Yasumin Yakubo”，并发布了胃肠道药物“Gaskatsu”。乐敦制药是日本OTC药品市场上最大的公司，也是日本眼药水市场领导者，占有40%的市场份额。1970至1999年获得Mentholatum Inc.（美国）的独家商标权。为了使曼秀雷敦品牌成为业务的第三支柱，进入了皮肤产品领域，并成为一家全球性的公司的立足点。

图表69：乐敦制药株式会社业务领域



面向2030年的业务发展形象

图表70：1994年以来乐敦制药市值涨幅达到12倍（倍）



来源：乐敦制药株式会社官网，国金证券研究所

来源：Bloomberg，国金证券研究所

②成长的核心动力：

- 乐敦制药始终秉持创新精神，不断推出新产品。在药品领域，从最初的肠胃药和眼药水，拓展到涵盖多种类型的OTC药品，满足了不同疾病治疗和健康护理的需求。在护肤品领域，运用制药技术和知识，开发出具有功能性的护肤产品，如以抗氧化的维他命C、保湿的透明质酸和修护屏障的神经酰胺为战略成分的护肤品牌，深受消费者信赖。此外，功能性食品业务的开展也为公司提供了新的增长点，通过开发针对亚健康状态的差异化产品，进一步拓展了市场份额。
- 收购曼秀雷敦是乐敦制药国际化道路上的关键举措，使其获得了国际知名品牌和广泛的海外市场渠道。通过在全球110多个国家和地区建立销售网络，乐敦制药能够根据不同地区的市场需求和消费者偏好，定制产品和营销策略，实现了全球化布局。此外，公司还积极开拓新兴市场，如成立乐敦制药（印度）公司和乐敦-曼秀雷敦（孟加拉）公司等，不断扩大市场份额。
- 乐敦制药重视研发，投入大量资源用于新产品和新技术的开发。在再生医疗领域，凭借在细胞处理技术和无菌配方技术方面的积累，积极开展干细胞相关研究，推动再生医学的发展。同时，公司不断研发新的眼药水、护肤品和功能性食品等，提升产品品质和竞争力。
- 乐敦制药通过长期的品牌建设，旗下的乐敦眼药水和曼秀雷敦护肤药品等成为了消费者熟知和信赖的品牌。公司注重产品质量和安全性，以高品质的产品赢得了良好的口碑。同时，借助广告宣传、明星代言、线上线下推广活动等多种营销手段，提高品牌知名度和影响力。

③对海外市场的依赖度：依赖度适中，海外业务占比约42%+

- 2023财年日本净销售额占集团综合净销售额的57.3%，海外市场中，亚洲占集团综合净销售额的29.7%，美洲占集团综合净销售额的7%，欧洲占集团综合净销售额的5.1%

■ 个人护理板块代表公司——尤妮佳：踩在每一波老龄化新需求上的护理龙头

①公司成长历程：

1961年2月10日，初代社长高原庆一郎在爱媛县川之江市（现：四国中央市）成立了一

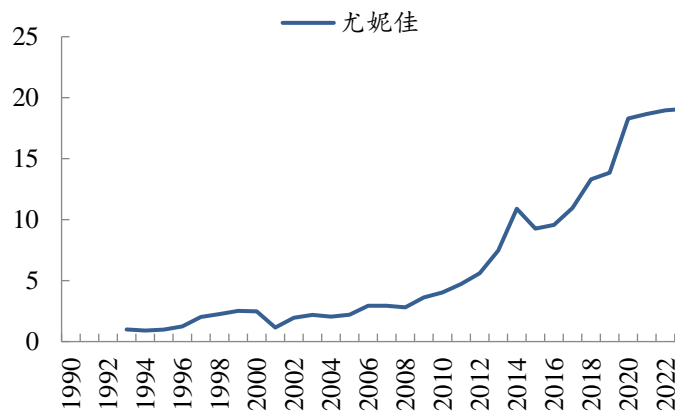


家名为大成化工的建材销售公司，这就是“尤妮佳”的前身。1974年，尤妮佳前身的“大成化工”正式更名为“Unicharm（尤妮佳）株式会社”。尤妮佳将一直秉承公司名内包含的美好愿望和精神，在“想要尽量消除女性在生活中所感到的不安和不满”这个创业初始的原点的基础上，不断地为每个人拥有更舒适、卫生、便利的生活而做出努力。

图表71：尤妮佳旗下商品



图表72：1993年以来尤妮佳股价涨幅达到19倍（倍）



来源：东方新话，国金证券研究所整理

来源：Bloomberg，国金证券研究所整理

②成长的核心动力：

- 精准应对功能性需求的变化，是尤妮佳长期成长的根本从卫生巾到纸尿裤到宠物用品，每一次改变都踩在老龄化所带来的新需求之上。1963年进军卫生巾领域，1981年进军纸尿裤领域，1986年进军宠物行业，1987年进军成人护理业务。尤其纸尿裤和宠物行业，是显著的受益于老龄化的消费行业。在老龄化逐步加深的日本社会，随着尤妮佳产品路线的丰富，公司业务逐步地摆脱了老龄化所带来的负面影响，反而成为老龄化助力的少数消费品公司。
- 依靠细节的微创新，后起之秀蚕食对手份额。尤妮佳并不是卫生巾和纸尿裤的发明者，但通过微创新，不断蚕食先发企业的市场份额。三美电机的“安妮”卫生巾是日本市场首款卫生巾，几年之后尤妮佳开始销售女性卫生巾，在“安妮”基础上对柔软性和吸收性进行大幅提升，包装设计精美，获得消费者更高评价。宝洁的帮宝适纸尿裤1979年进入日本市场，2年之后尤妮佳进入纸尿裤市场，尤妮佳与大王纸业合作，推出首款使用SAP作为吸液材料的纸尿裤，采用超强吸水性树脂。

③对海外市场的依赖度：依赖度较高，海外业务占比约60%

2023年，尤妮佳个人护理营收中，亚洲地区营收占总营收的35%，日本占24.29%，中国占11.268%，其他海外公司占比13.729%。

■ 个人护理板块代表公司——高丝集团：百年美妆企业的起伏之路

①公司成长历程：

日本高丝创立于一九四六年，一开始只是化妆品的经销公司，以美发用品起家，现为日本第二大化妆品公司，以质量著称于日本，获得了日本化妆品行业的第一的质量管理最高奖项“戴明奖”。KOSE秉承“融合知性与感性，创造独特美的价值和文化”的企业存在理念，在传承“专业化妆品制造者”精神的同时，努力将自身发展成为以美为中心并向纵深化发展的多品牌企业。KOSE以缔造美好生活作为发展的远景，旨在成为融入女性的梦想并且创造女性生活文化的企业。

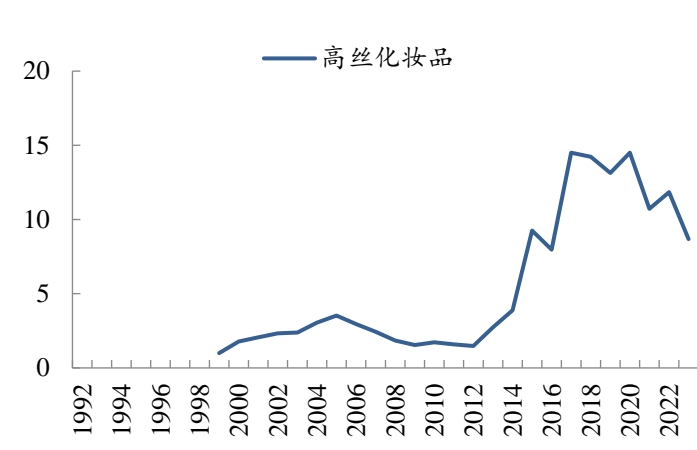


图表73：高丝集团业务领域和主要品牌



来源：高丝集团官网，国金证券研究所整理

图表74：1999年以来高丝化妆品市值涨幅达到9倍(倍)



来源：Bloomberg，国金证券研究所整理

②成长的核心动力：

- 对于化妆品企业来说，尤其是专注于高端市场的高丝，创新成为其转型和解决困境的关键。去年，iPS 细胞研究推动皮肤抗老化研究成果首次亮相进博会。今年，应用 iPS 细胞研究成果开启。定制美容商品服务在本次展会上全球首发。与此同时，高丝集团联合!Peace 和 Reju 两大公司，以前所未有的低价实现了个人 iPS 细胞以及 iPS 细胞提取成分的制作，从而让完全贴合不同个体肌肤状态和偏好的定制化制剂，成为现实。
- 高丝集团拥有多个知名品牌，涵盖了高中低端不同市场定位，满足了不同消费者的需求。公司注重品牌形象塑造和品牌价值提升，通过广告宣传、明星代言、公关活动等多种方式，提高品牌知名度和美誉度。例如，高丝旗下的“雪肌精”品牌长期以来以其美白功效和高端形象受到消费者的喜爱，通过邀请新垣结衣、周迅、张艺兴等明星代言，进一步提升了品牌的影响力。此外，高丝还积极拓展电商渠道，加强线上线下的融合营销，提升销售业绩。
- 高丝集团在全球范围内建立了广泛的销售渠道，包括百货公司、专卖店、药妆店、电商平台等。公司不断优化渠道布局，加强与经销商和零售商的合作，提高产品的市场覆盖率和渗透率。例如，高丝在中国市场通过与天猫、京东、抖音等电商平台合作，开设官方旗舰店，同时拓展线下专柜和专卖店，实现了线上线下的全渠道覆盖。此外，高丝还积极拓展海外市场，通过参加国际化妆品展会、设立海外分支机构等方式，提升品牌在国际市场上的影响力。

③对海外市场的依赖度：

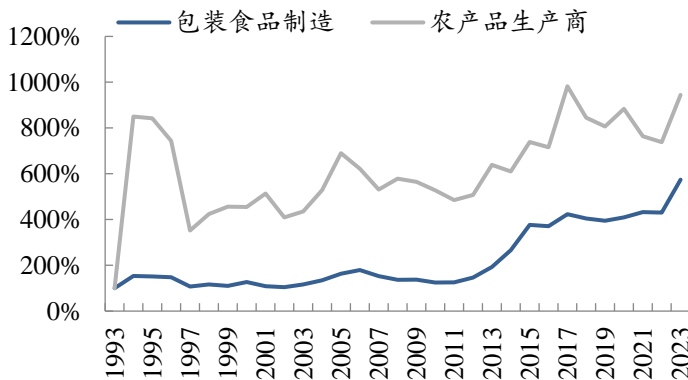
- 2024 年日本市场收入占比为 63.6%，海外市场占比为 36.4%，海外依赖度适中。

4) 食品生产——板块整体成长性一般，细分方向跑出牛股

食品生产板块整体成长性较弱，农产品生产商中并未跑出长牛的公司，包装食品制造板块中出现了几家代表性企业：龟甲万、味之素和寿制果株式会社，从成长性角度看，寿制果 > 龟甲万 > 味之素。龟甲万和味之素的成长，相当程度依赖于两家企业出海的成功，海外业务占比均达到 70% 以上。而寿制果是一家独特的，仅依赖日本国内市场，并且在零食这样的分散化程度高的赛道中，最终铸就了 28 年年化 16% 的市值增速水平，成为一个非常独特的值得研究的样本。

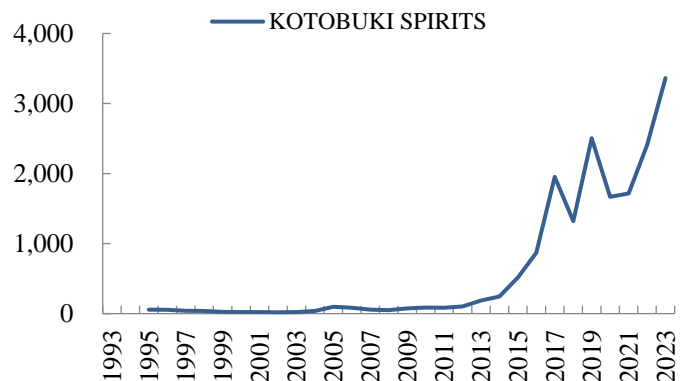


图表75: 食品生产细分板块市值涨幅 (%)



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表76: 寿制果株式会社市值 (亿日元)



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

■ 包装产品生产板块代表公司——寿制果：东方的喜诗糖果，高级礼品糖果成长之路

①公司成长历程：

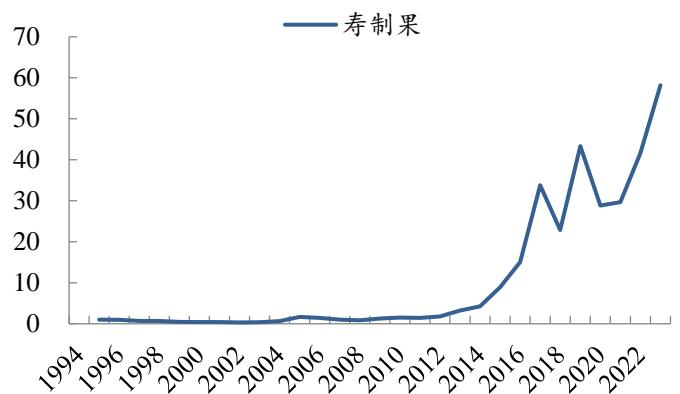
寿烈酒株式会社的前身可追溯到 1952 年，在日本鸟取县米子市，以红薯糖和小米酱的制造销售技术为基石，成立了寿精果株式会社生产糖果。1968 年，凭借山阴地区流行的糖果 “Inaba no Shiro Usagi” 崭露头角，蛋黄馅兔子形状的油炸馒头因可爱美味成为长销品。1996 年，公司成立寿巧克力株式会社（现 KCI 株式会社），涉足巧克力糖果领域。1998 年，在北海道小樽市开设 “小樽西式点心店 LeTAO”，逐步发展为代表公司的知名品牌。2004 年，收购豆奶龙头 Kibun 进军豆奶行业。2006 年，公司名称变更为 Kotobuki Spirits Co., Ltd.，并将 Kotobuki Seika 分拆为独立公司。2017 年，在东京证券交易所 Prime 上市。此后，公司不断拓展业务，在日本各地及海外开设众多店铺，推出多种品牌产品，持续进行市场扩张与品牌建设。

图表77: 寿制果株式会社旗下甜点品牌多样



来源: 寿制果官网, 国金证券研究所整理

图表78: 1995 年以来寿制果市值涨幅达到 58 倍 (倍)



来源: Bloomberg, 国金证券研究所整理

②成长的核心动力：

- 把品味做到极致，为品牌筑牢产品根基。寿制果的最著名产品“稻叶白兔”，颠覆了当时日本“保质期第一，风味第二”的行业惯例，首次将产品保质期定为 5 天。对口味的重视和对行业惯例的颠覆，造就了常年畅销的历史重磅产品。
- 收购陷入财务困境的区域性知名品牌，实施多品牌策略：The Maple Mania、COCORIS、东京牛奶酪工厂、PISTA& TOKYO、冈田金生黄油店、nekochef、Butter Butler、Now on Cheese，所有这些知名的糖果品牌都属于 Kotobuki Spirits 集团。日本各地存在着历史悠久且口味独特的区域性点心品牌，但由于种种原因并未想过全国拓展，也因其小规模的特性，时常陷入经营危机（尤其在经济危机中），寿制果通过收购日



本陷入危机，但本身品牌和产品优秀的小品牌，将其产品推广至全国，一次又一次将收购来的品牌焕发了新的生机和成长，也进一步壮大了公司在礼品糖果点心领域的竞争优势。

③对海外市场的依赖度：依赖度较低，海外业务占比约 3%

2023 年，根据披露的财务信息显示，公司的营收中本国营收占比约 97%，海外营收仅占约 3%。

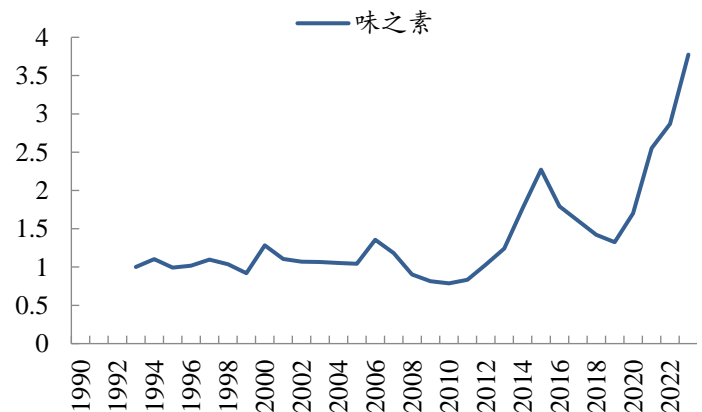
### ■ 包装产品生产板块代表公司——味之素：百年传承，多元创新的味觉帝国

①公司成长历程：

1909 年，公司在日本创立，以池田菊苗博士从昆布高汤中提取出的谷氨酸“Umami”（鲜味）调味料为起点，开启了其在味觉领域的探索之旅。起初，公司专注于味精业务，凭借独特的鲜味调味料迅速在市场上崭露头角，逐渐成为日本味精市场的龙头企业。20 世纪中叶，随着日本经济的快速发展和饮食文化的变化，味之素敏锐地捕捉到市场需求的转变，开始逐步拓展业务领域。公司加大研发投入，推出了一系列创新产品，如在 1960 年代推出的复合调味料，满足了消费者对于便捷、多样化调味的需求；1970 年代进军速冻食品市场，推出的 KK 牌速冻食品以其高品质和独特口味赢得了消费者的青睐。进入 21 世纪，味之素在全球化浪潮中加速布局海外市场。公司通过在多个国家和地区建立生产基地、销售网络和研发中心，不断扩大其国际影响力。同时，味之素还积极拓展业务领域，涉足食品、调味品、医药、化妆品等多个行业，逐步发展成为一家全球性的综合食品企业。

图表 79：味之素产品业务

图表 80：1993 年以来味之素市值涨幅达到 3.8 倍（倍）



来源：味之素官网，国金证券研究所整理

来源：Bloomberg，国金证券研究所整理

②成长的核心动力：

- 始终将产品创新作为核心驱动力：公司不断加大研发投入，深入研究消费者需求和市场趋势，推出了一系列具有创新性和差异化的产品。为满足消费者对健康、便捷食品的需求，味之素研发了低盐、低糖、高蛋白的调味品和食品；针对老年人群体的特殊需求，推出了提鲜调味品、营养补充食品和柔软豆腐包饭等产品。味之素积极实施多元化战略，拓展业务领域。除了传统的调味品和速冻食品业务外，公司还涉足医药、化妆品、饲料等领域，实现了从单一调味品制造商向多元化综合企业的转型。通过多元化发展，味之素降低了对单一业务的依赖，提高了企业的抗风险能力，同时也为公司开辟了新的利润增长点。
- 积极推进全球化战略：公司在海外建立了广泛的生产基地、销售网络和研发中心，加强了与国际市场的合作与交流。在美国、欧洲、亚洲等地设立工厂，生产和销售调味品、速冻食品等产品；通过与当地企业合作、并购等方式，快速进入新市场，提升品牌知名度和市场份额。味之素注重根据不同国家和地区的市场需求和消费习惯，调整产品策略和营销策略。公司推出了符合当地口味的产品，在亚洲市场推出的各种风味的调味料和速冻食品；针对欧美市场，开发了低盐、低糖、有机的健康食品。通过本地化策略，味之素提高了产品的适应性和竞争力，赢得了海外消费者的认可和喜爱。
- 坚持品质至上的理念，建立了严格的质量控制体系：从原材料采购到生产加工、销售



的全过程进行严格把关，确保产品的高品质和安全性。公司注重品牌建设和推广，通过多种渠道和方式提升品牌知名度和美誉度。赞助各类美食活动、与知名厨师合作、开展广告宣传等，树立了良好的品牌形象。在日本经济低迷时期，味之素凭借高品质的产品和强大的品牌影响力，赢得了消费者的信任和忠诚度。消费者对品牌的认可使得味之素在市场竞争中脱颖而出，产品销量持续增长，市场份额不断扩大。同时，品牌的溢价效应也为公司带来了更高的利润空间，为企业的持续发展提供了有力支持。

③对海外市场的依赖度：依赖度较高，海外业务占比约 70%

味之素公司约 70% 营收来自于海外地区，海外依赖度较高。

### ■ 包装产品生产板块代表公司——龟甲万：酱油巨头的辉煌之路与全球征程

①公司成长历程：

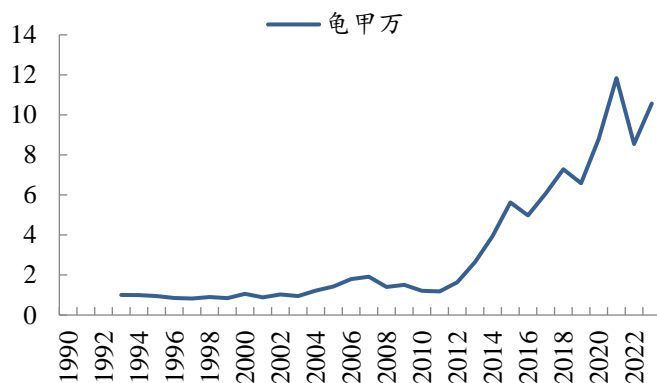
龟甲万的历史可追溯至 17 世纪，其起源于日本野田市，当时茂木家族的祖先开始制作酱油。1917 年，野田酱油株式会社成立，奠定了龟甲万的发展基础。1949 年，龟甲万在东京证券交易所上市。在早期发展阶段，龟甲万凭借其酱油酿造技术和高品质产品，逐渐在日本国内市场崭露头角。随着时间推移，龟甲万不断进行技术创新，提升生产效率和产品质量。1950 - 1970 年，日本经济高速发展，龟甲万抓住机遇，积极拓展市场，其酱油产量不断增长，市场份额逐步扩大，逐渐成为日本酱油行业的领军企业。

图表81：龟甲万酱油业务



来源：龟甲万官网，国金证券研究所整理

图表82：1993 年以来龟甲万市值涨幅达到 10 倍（倍）



来源：Bloomberg，国金证券研究所整理

②成长的核心动力：

- 出海成功是推动龟甲万股价长期增长的核心动力。日本国内酱油消费量随着人口到顶和老龄化不断下降，导致国内竞争不断加剧，详细情况可参考我们先前报告《日本酱油行业启示录》。在此背景之下，龟甲万从 1970 年代开始重点开拓海外市场，针对外国地区生产改良版本的酱油产品，实现远超国内产品的利润率，最终将龟甲万从日本国内的激烈市场中拯救出来。以下几点侧重于龟甲万出海成功的原因。
- 时间优势+本土化：率先进入海外市场，融入当地饮食文化。时间优势给予龟甲万充分尝试空间，与当地饮食融合是打开销路关键。龟甲万在早期就进入海外市场进行开拓，由于竞争对手较少，竞争强度较低，给予了龟甲万充足的时间和空间来检验战略的效果。在饮食类产品出海的过程中，龟甲万充分研究和发掘产品和海外居民饮食文化的连接点，由于美国盛行的烧烤文化，龟甲万专门研发出适用于烧烤的酱汁，帮助产品进一步打入美国市场。
- 品牌形象打造：树立高品质，高价格定位，摆脱潜在价格战。特意设定更高价格，配合更高品质酱油，打造更高定位。初入美国市场，相比其他竞争对手成本低廉的化学酱油，龟甲万采用了成本更高的“原酿造”方法，在保证高品质的基础上，打着“品质不同”的旗号进行宣传，并有意设定更高价格进行销售，产品价格是当地酱油厂商同类型产品的 2 倍。龟甲万初始阶段就有意将品牌同其他普通平价酱油品牌区分开来，在美国总统大选期间投放昂贵重磅广告，从而为美国消费者留下定位高端的第一印象。高端定位的成功树立，赋予龟甲万在美国市场长周期内更强的提价能力，从而为未来摆脱酱油行业潜在的价格战奠定基础。



- 正确渠道策略：重用本土经销商，快速占据超市渠道。重用初始成本更高，效果更好的本土经销商，快速在超市铺货。美国流通渠道大致有两种，第一种是通过本土经销商向超市销售，第二种是通过日本批发商向以亚洲人为对象的东方零售商销售。日本企业通常会选择由厂家直接对接超市进行销售的途径，但龟甲万为了更好更快切入美国人的市场，选择重用美国当地经销商，通过支付中间费用，依靠本土经销商将产品覆盖到美国超市，从而实现了龟甲万超市市场占有率第一的位置。

③对海外市场的依赖度：依赖度较高，海外业务占比约 77%

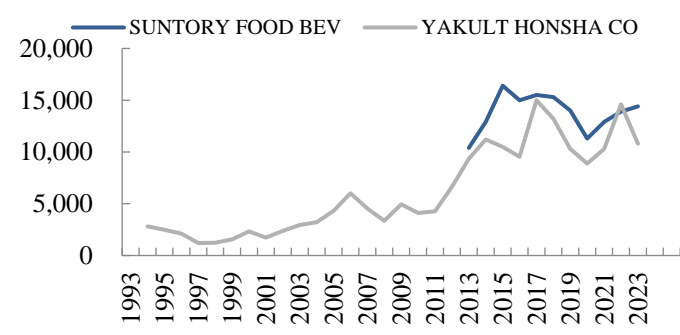
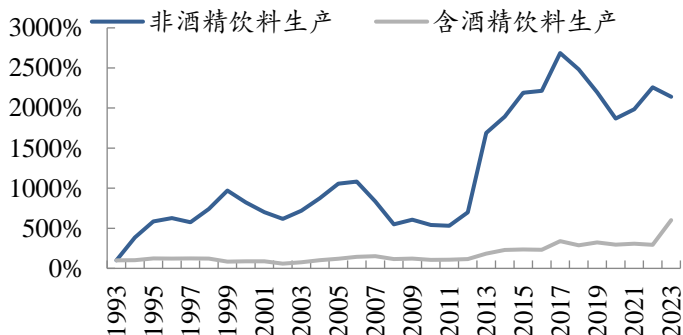
2023 年，相关披露信息显示，龟甲万公司的总营收中，海外营收占比为 76.939%，国内营收占比 23.061%。且近年来海外营收占比整体呈现上升趋势。

### 5) 饮料生产——非酒精强于酒精饮料

饮料生产板块中出现了明显的分化，非酒精饮料板块的成长性整体强于酒精饮料。非酒精饮料板块中出现了三得利、养乐多这样的长牛公司，养乐多的成长性略高于三得利，而酒精饮料板块中，最突出的是朝日啤酒。但三者的成长性放在整个消费板块的代表性公司中并不突出，复合增速分别为三得利 (3%)、养乐多 (5%)、朝日啤酒 (6%)。

图表83：饮料生产细分板块市值涨幅 (%)

图表84：三得利、养乐多公司市值 (亿日元)



来源：Bloomberg，国金证券研究所

来源：Bloomberg，国金证券研究所

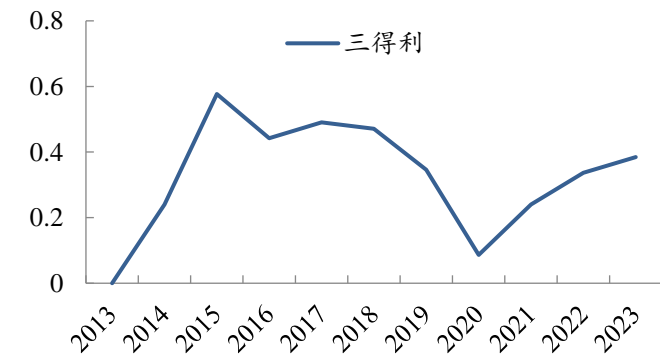
### ■ 非酒精饮料生产代表公司——三得利：“敢想敢试”的本土化经营饮料品牌

#### ①公司成长历程：

1899 年，鸟井信治郎创立三得利 (Suntory) 起初以贩售进出口货物为主，后专营洋酒，成功推出“赤玉红酒”。1923 年在京都山崎开设蒸馏所，1929 年开始酿造威士忌，引领日本洋酒文化。1981 年引入福建乌龙茶，开创无糖茶饮市场，倡导“人与自然和谐相处”。三得利以“志在新，勇于行”的理念不断创新，其产品涵盖酒类、饮料、食品等多个领域。2023 年，三得利股票市值达到 14400 亿元。

图表85：三得利在亚太地区的健康茶饮品牌

图表86：2013 年以来三得利市值涨幅达到 0.4 (倍)



来源：三得利官网，国金证券研究所整理

来源：Bloomberg，国金证券研究所整理



②成长的核心动力：

- 巧妙运用文化符号进行产品创新与本土化改良：三得利工厂从上世纪 70 年代起，便宣扬其使用中国福建的水仙茶原料，为三得利品牌进入市场打下了民众基础。通过调研分析中国消费者的口味偏好与消费习惯，推出了三得利乌龙茶的健康茶饮品牌。进入海外市场后，三得利不断研发新品，尝试将传统茶文化与花果元素相结合，推出茉莉乌龙、桂花乌龙、橘皮乌龙，创造符合消费者口味与需求的新品，夯实茶饮料市场地位。在包装设计上，三得利采用中国元素与现代设计相融合的手法，迎合消费者审美。
- 扩大业务组合，加强企业结构性改革：三得利强调通过加快结构性改革、加速业务增长来增强盈利能力。采取多元化的渠道策略，积极开拓线上销售渠道，如电商平台、社交媒体等，结合线下传统渠道，提升市场覆盖率。同时通过海外并购优化资产布局，三得利收购了美国烈酒生产商 Beam 公司，将 Jim Beam、Sauza 等知名品牌纳入旗下，实现了从日本本土市场向全球市场的扩张，应对日本国内市场因少子化和老龄化带来的市场萎缩。
- 整合营销锁定健康饮品的市场定位：面对消费者日益增长的健康意识和对无糖饮品需求的激增，三得利乌龙茶以“0 糖 0 脂肪 0 能量”为鲜明定位，迅速占据了无糖茶饮市场的制高点。三得利利用社交媒体平台与年轻消费者进行深度互动，同时通过 KOL 合作、话题营销等方式，提升品牌在公众视野中的曝光率，展现出线上、线下多方位的整合营销能力。

③对海外市场的依赖度：依赖度高，海外业务占比超过 55%

截至 2023 年，三得利海外收入由 2013 年的 4045.1 亿日元增长至 8835.8 亿日元，年复合增长率 CAGR 为 8.1%，海外收入占比 55.5%。

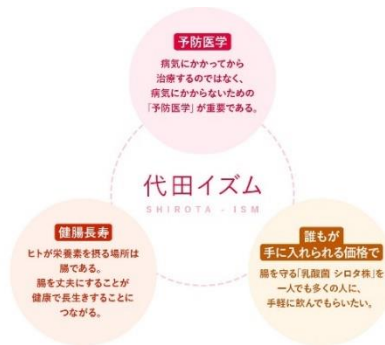
其中亚太、欧洲为主要海外市场，2023 年在总体收入中占比分别为 23.3%、21.3%。

■ 非酒精饮料生产代表公司——养乐多：响应健康需求，单品打天下的乳酸菌饮料

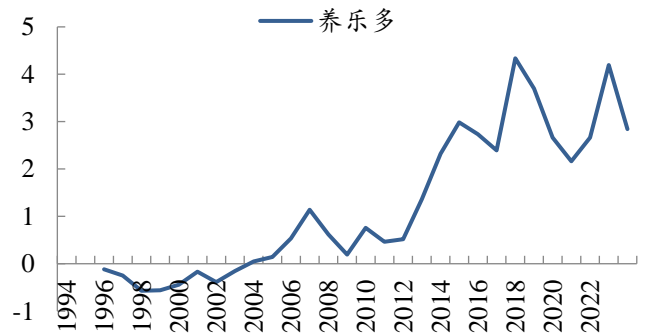
①公司成长历程：

养乐多 (Yakult) 由医学博士代田稔于 1935 年创立。1930 年，代田成功强化培养出一种乳酸菌，命名为“干酪乳杆菌代田株”，并将其应用于饮品中，创造了养乐多活性乳酸菌饮料。养乐多的核心理念是“让所有人健康生活每一天”，强调产品的疾病预防功能和合理定价，使其成为家庭日常补充益生菌的首选饮品。2023 年，养乐多市值达到 10800 亿元。

图表87：养乐多践行的“代田主义”



图表88：1994 年以来养乐多市值涨幅达到 2.8 倍 (倍)



来源：养乐多官网，国金证券研究所整理

来源：Bloomberg，国金证券研究所整理

②成长的核心动力：

- 坚持营销单品品牌，打造健康标签：养乐多是最早定位为“活性乳酸菌饮品”的品牌，并且牢牢占据这一品类，使得养乐多在消费者心中成为乳酸菌饮料的代名词。其红色包装瓶具有极强的品牌特征，使其产品在市场显得突出。包装简单且辨识度较强，减少了消费者挑选及决策时间，建立品牌的战略符号。同时，由于养乐多只销售单一类型的产品，商家在摆货和营销方面面临的压力相对较小，对货架摆放要求相对





较低。这种单品营销策略让消费者更加专注于养乐多的产品，极大增强了品牌的影响力和顾客的忠诚度。

- 利用“养乐多妈妈”结合外卖与直销，维护客情关系：养乐多首创了“家庭配送”服务模式，这些配送员主要是一群和蔼可亲的家庭主妇，被称为“养乐多妈妈”。她们负责将产品直接送到消费者手中，解决了最后一公里的配送问题。每个区域只交付一位“养乐多妈妈”管理，每位“养乐多妈妈”身兼物流人员和社区业务代表两种角色，将外卖与直销结合，在新品导入市场初期进行消费者教育，与消费者建立情感联系，使养乐多健康、温暖的品牌形象深入人心。
- 依靠技术壁垒，推动科学产品力：养乐多从成立伊始就具有强大的科研基因，基于代田博士提出的“预防医学、健肠长寿、轻松享有”的代田 ISM，成为养乐多技术研发的指导方针。以养乐多创始人代田稔医学博士名字命名的代田干酪乳杆菌，是养乐多具有自主知识产权及独有功能的菌种。通过科技研发实现高菌种密度突破，养乐多实现了每毫升含千亿个乳酸菌株的高浓度，有效改善肠内环境，并在缓解压力和提高睡眠质量等方面具有经研究认证的功效。

③对海外市场的依赖度：依赖度适中，海外业务占比 38%

截至 2023 年，养乐多总营收 81475 百万日元，其中饮料和食品业务的海外营收 31132 百万日元，海外收入占比 38.2%。

### ■ 酒精饮料生产代表公司——朝日啤酒：引领“新鲜”口感革命的老牌啤酒

①公司成长历程：

朝日啤酒，起源于 1889 年，由大阪麦酒株式会社成立。1892 年，朝日啤酒正式问世，并在 1893 年芝加哥世界博览会上荣获最优秀奖，标志着其国际认可的开始。朝日啤酒以其“醇而爽”的口感著称，致力于将顾客的期待转化为商品。凭借其独特的商业模式和对品质的坚持，朝日啤酒在日本乃至全球市场上持续扩张，成为日本啤酒界的四大企业之一。2023 年，朝日啤酒市值增长超过 4 倍，达到 26700 亿元。

图表89：朝日啤酒的啤酒品牌



图表90：1993 年以来朝日啤酒市值涨幅达 4.4 倍（倍）



来源：朝日啤酒官网，国金证券研究所整理

来源：Bloomberg，国金证券研究所整理

②成长的核心动力：

- 追随市场趋势，大胆创新引发“新鲜”口感革命：朝日啤酒在 1980 年代进行了大规模市场调研，并敏锐捕捉到消费者对啤酒口感变化的需求，特别是年轻消费者对“新鲜”和“醇和”口感的偏好。公司研发了 508 号酵母，推出朝日 Super Dry，以其清爽口感颠覆传统啤酒市场，与传统的 Lager 啤酒形成鲜明对比，满足了市场对新口感的追求。同时，通过加速灌装化和利用自动售货机，使得 Super Dry 更加接近消费者，提升了购买的便利性。在推广 Super Dry 时，朝日啤酒还采取了果断措施，停止传统啤酒的生产，全面转向 Super Dry 的生产和销售，显示出朝日啤酒对新产品的信心，和对市场趋势的坚定追随。
- 逆算营销策略引领渠道和物流配置：朝日啤酒采用逆算营销策略，从客户需求出发，重新设计产品开发和订单执行流程。这种以客户为中心的营销模式使得公司能够快速



响应市场变化。通过革新物流体系，确保产品快速送达销售终端，强化了朝日啤酒的“新鲜”管理，提升了渠道形象。同时，朝日啤酒实施“鲜度循环行动”，回收市场上超过3个月的啤酒，确保消费者能够享受到新鲜的啤酒。

- 加强高端业务整合，拓展全球市场：业务组合上，朝日啤酒大力推进国际化和高端化战略，通过收购海外高端品牌和提升产品附加值，增强了公司的市场竞争力。公司在海外市场推出了高端产品 Super Dry-Dry Premium，提升了产品的附加值。此外，朝日啤酒也在本土市场之外寻求更大的可能性，通过收购多个精酿品牌，构成了海外高端化战略的重要组成部分。同时，朝日啤酒抓住消费者健康意识增强等趋势带来的需求，发展无酒精啤酒、预调酒等啤酒邻近品类。

③对海外市场的依赖度：依赖度适中，海外业务占比39%

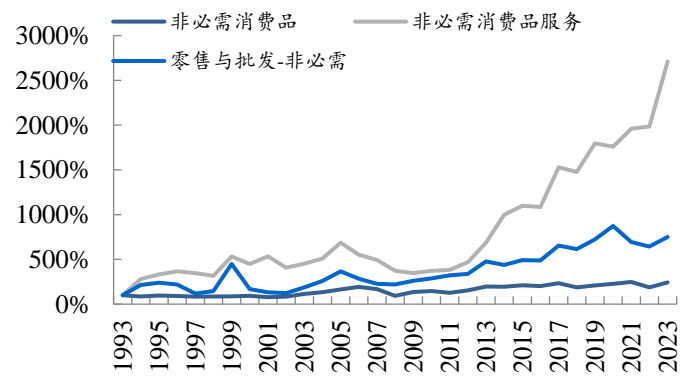
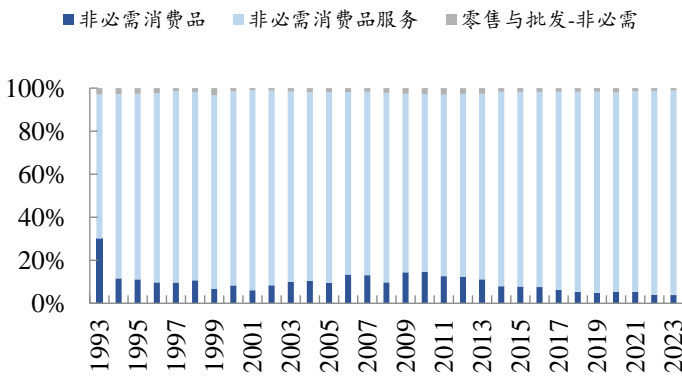
2020年，朝日啤酒总营收20277.6亿日元，其中海外营收7928.65亿日元，占比39.1%。

#### 4.2.2、日本非必需消费品结构变化特点及动力拆分

日本非必需品板块中，服务占据绝对的比重，占比达到85%以上。服务当中主要由餐饮公司和娱乐公司构成，从一级板块成长性角度来看，服务类板块成长性优于非必需消费品和零售批发，从三级板块成长性来看，非必需品板块中成长性最强的板块是服装和纺织产品（主要以其中的品牌鞋服为代表）、消费者服务（整体成长性强但公司存续不稳定）、休闲设施与服务（主要以性价比餐饮龙头为代表）。

图表91：日本非必需消费品一级行业市值结构变化（%）

图表92：日本非必需消费品一级行业市值规模变化（%）

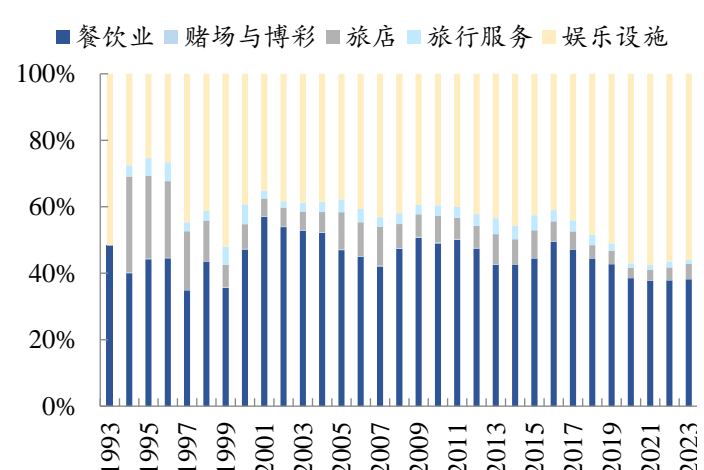
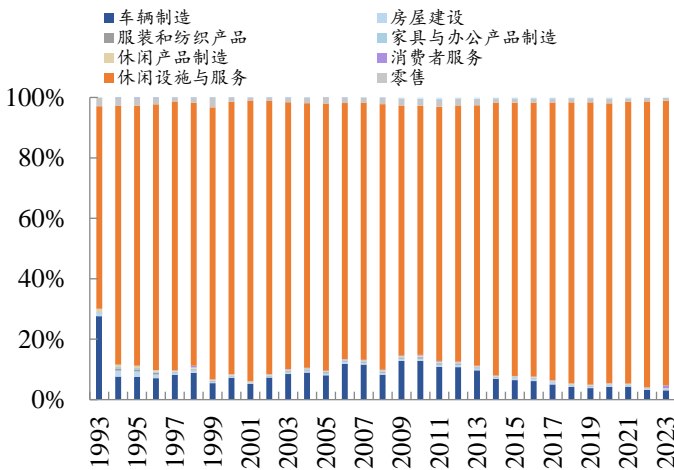


来源：Bloomberg，国金证券研究所

来源：Bloomberg，国金证券研究所

图表93：休闲设施与服务板块占比超过85%（%）

图表94：日本休闲设施与服务内部以餐饮娱乐业为主（%）



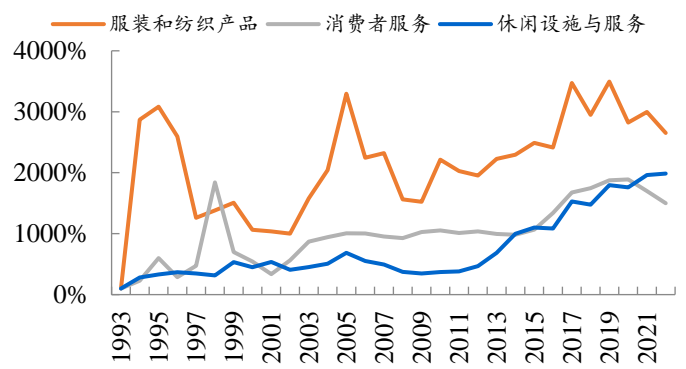
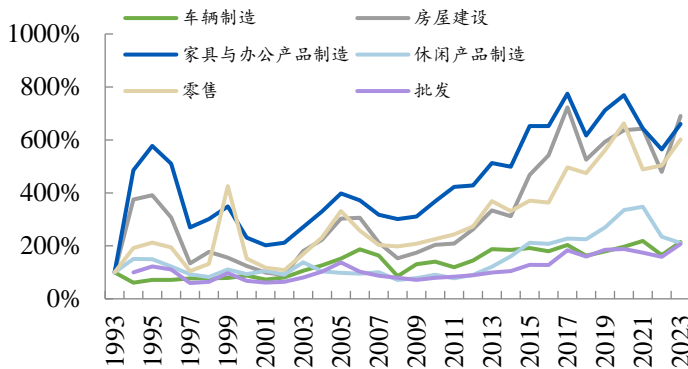
来源：Bloomberg，国金证券研究所

来源：Bloomberg，国金证券研究所



图表95: 日本非必需消费品二级行业市值增长规模 (%)

图表96: 日本非必需消费品二级行业市值增长规模 (%)



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

来源: Bloomberg, 国金证券研究所

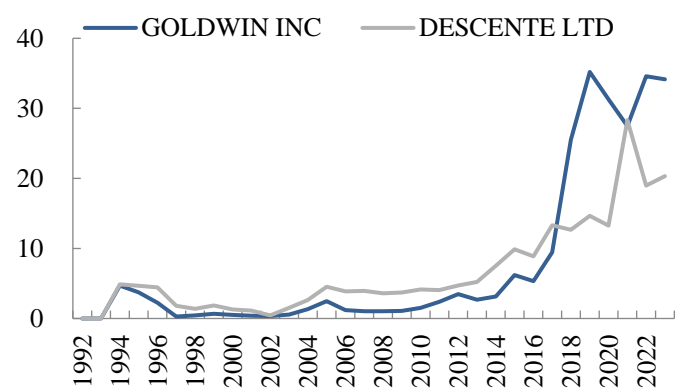
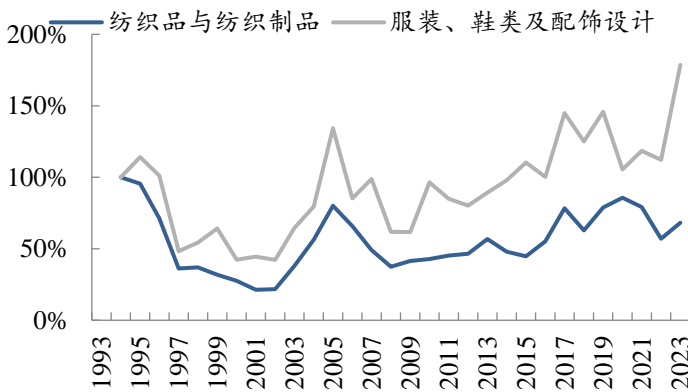
1) 服装和纺织产品——板块整体较弱，品牌强于制造，强运动户外品牌突出

纺织品与纺织制品板块整体增长停滞，1995 年至今板块市值未超过当时的高点。板块整体也未走出长牛股，这个特点和美国类似，该板块成为两国均未走出牛股的几个消费板块之一。

服装鞋类设计板块整体市值不断提升，从 2000 年低点至 2023 年板块整体市值增长 3 倍，其中孕育了几家股价增长几十倍的品牌服饰和鞋类公司，如 Goldwin、迪桑特和亚瑟士。三者作为代表性成长公司，但关键指标有明显差异。从海外业务占比来看，亚瑟士海外拓展最成功，占比达到 74%，其市值复合增速也远超另外两家公司。迪桑特海外占比也较高为 56%，而 Goldwin 海外占比仅 5%，是少有的依靠日本国内市场增长起来的消费品公司，且其最终实现的市值复合增速（7%）超过了迪桑特（5%）。

图表97: 服装与纺织细分板块市值涨幅 (%)

图表98: 两家代表性户外品牌公司的股价涨幅 (倍)



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

来源: Bloomberg, 国金证券研究所

■ 服装和纺织板块代表公司——Goldwin: 高端户外品牌的成长之路与中国布局

①公司成长历程:

Goldwin 于 1950 年由西田东作创办的 Tsuzawa Knit Fabric 津泽针织品厂起家，1963 年转型为品牌，其名称寓意“金牌 + 胜利”。1964 年东京奥运会成为品牌发展的重要契机，80% 身穿 Goldwin 的运动员获得金牌，使其声名鹊起。此后，Goldwin 不断发展壮大，在 70 年代与多个知名运动户外品牌达成授权合作，成为户外领域的重要参与者。2003 年，Goldwin 与 nanamica 的创始人合作推出 The North Face 紫标支线，进一步提升了品牌影响力。近年来，Goldwin 加速全球化布局，尤其将中国市场视为重要战略目标。

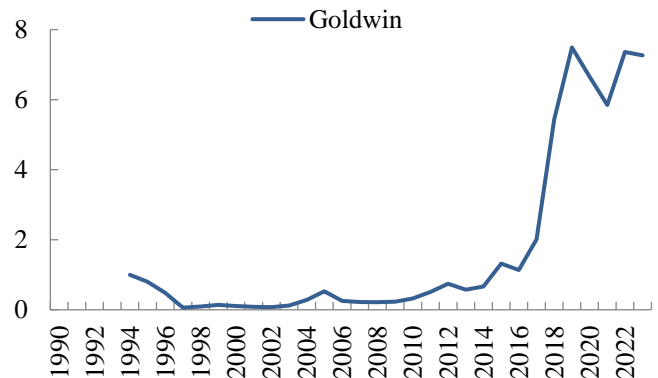


图表99: Goldwin 直营店外景



来源: Goldwin 官网, 国金证券研究所整理

图表100: 1994 年以来 Goldwin 市值涨幅达到 7 倍 (倍)



来源: Bloomberg, 国金证券研究所整理

②成长的核心动力:

- 始终坚守产品创新和技术研发的核心战略:面对市场竞争的加剧,公司积极与 GORE-TEX、Perseverance Mills 等功能性面料公司合作,引入先进技术,为产品开发高性能面料,满足消费者对户外装备性能的严苛要求。同时,Goldwin 大力加强自主研发能力,2017 年成立 Goldwin TECH LAB 技术实验室,模拟不同天气状况研究面料表现,不断探索创新,推出如 Brewed Protein™人造蛋白材料等新型可持续面料,以出色性能和可持续性引领行业发展,在恶劣的经济环境中凭借技术优势脱颖而出。
- 精准定位全球小众高端市场,在市场细分中找准目标客户群体:秉持“精致、细腻、严谨、简洁”的独特美学理念,将其融入产品设计与门店体验中。从门店的装饰选材到产品的廓形剪裁、细节设计,无不体现这一美学特色,营造出“人与自然融为一体”的独特氛围,与其他品牌形成鲜明差异,吸引追求高品质、独特设计的消费者,在日本经济的波动中保持品牌的独特竞争力,赢得消费者的认可与喜爱。

③对海外市场的依赖度: 依赖度较低, 海外业务占比约 5%

2023 年, 财报显示, 海外市场收入仅占集团总营收的不到 5%, 仍有待发掘的潜力。

■ 服装和纺织板块代表公司——迪桑特: 专业运动品牌的全球拓展

①公司成长历程:

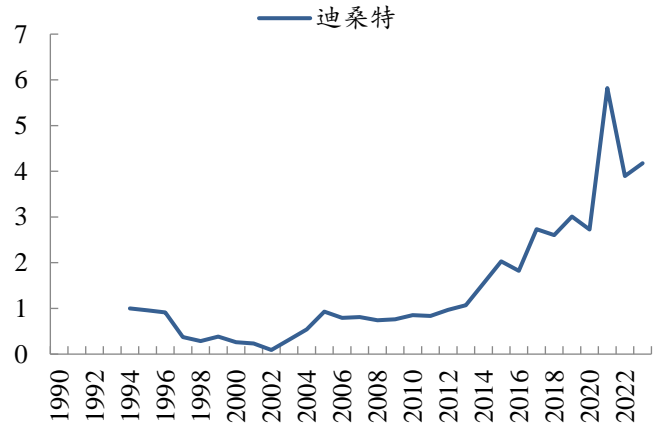
迪桑特的历史可追溯至 1935 年, 石本他家男在日本大阪创立了一家运动男装公司。1954 年, 日本首位专业滑雪运动员 Kazuyoshi Nishimura 受邀担任品牌顾问, 开启滑雪服产品研发, 品牌逐步聚焦滑雪领域。1968 年, 公司采用象征滑雪技术的 LOGO。1970 年, 通过风洞测试推出首款立体剪裁的速降滑雪赛服。1972 年, 借札幌冬奥会契机, 推出一系列滑雪产品。1980-1999 年成为锐意创新的黄金时代, 将速滑服技术应用到其他项目, 推出多款创新产品并成为加拿大国家速滑队装备赞助商。2000-2009 年, 聚焦高科技和经典设计, 推出多款重磅产品。2010 年至今, ALLTERRAIN 等系列开启新时代, 推出多个高端机能系列产品。2016 年, 迪桑特品牌正式进入中国大陆市场, 与安踏、伊藤忠成立合资公司, 由安踏负责运营。



图表101: 迪桑特门店外景



图表102: 1994年以来迪桑特市值涨幅达到4倍(倍)



来源: 迪桑特官网, 国金证券研究所整理

来源: Bloomberg, 国金证券研究所整理

②成长的核心动力:

- 精准定位高端专业运动市场, 在不同发展阶段灵活调整营销策略以适应市场变化: 早期, 凭借深厚的滑雪基因立足专业滑雪运动, 后敏锐捕捉高端健身市场机遇。在品牌出圈过程中, 签约吴彦祖、陈伟霆、彭于晏等明星代言人, 展现运动精英形象, 吸引目标客群。同时, 凭借稀缺的冰雪运动赞助历史, 如与瑞士高山滑雪队、美国速滑明星 Eric Heiden 等长期合作, 背书品牌专业性。此外, 通过赞助世锦赛 - 汇丰冠军赛等顶级赛事, 实现高效曝光, 提升品牌知名度与影响力, 在经济波动中稳定市场地位, 吸引消费者关注与购买。
- 坚守产品创新与专业深耕战略: 公司长期投入大量资源进行研发, 在科技面料领域成果丰硕, 如 Solar a 保暖面料、钛材质 Titanium Thermo 面料等, 使产品具备防风拒水、弹力速干等卓越性能, 满足消费者对高品质运动装备的需求。同时, 不断创新裁剪技术, 从 1970 年的首款立体裁剪滑雪服到 2015 年的 S.O. 裁剪理念工艺, 提升产品舒适性与美观性。通过融合多项技术推出的 ALLTERRAIN 系列旗舰产品, 多次荣获 ISPO 博览会金奖, 凭借顶尖产品树立了品牌在专业运动领域的良好口碑, 吸引了众多忠实消费者, 即便在经济不景气时期, 也能凭借产品优势占据市场份额。
- 积极拓展全球市场, 采用多品牌经营战略, 除自有主品牌外, 代理多个全球运动品牌, 扩大市场覆盖范围。在海外市场拓展方面, 韩国市场取得显著成果, 通过把握市场机遇, 赞助棒球队伍、推出高尔夫子品牌、设立创新中心等举措, 融入当地市场, 实现收入与门店数量快速增长。在中国市场, 与安踏合作成为重要发展契机, 借助安踏的资源与经验, 迪桑特实现高速发展。安踏丰富的渠道资源助力迪桑特进驻高端商场, 提升品牌形象; 强大的零售运营能力, 包括培训员工、制定考核指标、开展会员活动等, 提高了迪桑特的零售运营效率。双方的合作实现了优势互补, 共同推动迪桑特在中国市场取得成功, 抵御了日本本土经济困境对公司发展的限制。

③对海外市场的依赖度: 依赖度较高, 海外业务占比约 56%+

截至 2023 年 3 月 31 日, 迪桑特年收入达 9.2 亿美元, 日本销售额同比增长 6.4% 至 4 亿美元; 韩国同比增长 7.7% 至 4.4 亿美元; 中国同比增长 90.1% 至 5960 万美元。

■ 服装和纺织板块代表公司——亚瑟士: 跑鞋品牌的辉煌之路与增长引擎

①公司成长历程:

亚瑟士的历史可追溯至 1949 年, 鬼塚喜八郎在日本神户创立了鬼塚株式会社 (Onitsuka Co., Ltd.), 品牌名源于创始人名字和老虎, 旨在通过运动鼓舞日本青年, 运动品牌 Onitsuka Tiger (鬼塚虎) 由此诞生。1950 年, 鬼塚虎推出首款篮球鞋, 凭借章鱼脚吸盘灵感的鞋底设计在市场上获得好评。1951 年, 品牌专注于跑鞋领域, 推出第一双马拉松专用跑鞋 Tiger Marathon Tabi。此后, 鬼塚虎不断加大跑鞋研发力度, 凭借出色的产品性能和对马拉松赛事的积极参与, 在上世纪 70 年代成为跑鞋领域的重要品牌, 如 1966 年波士顿马拉松比赛中, 约三分之二选手选择鬼塚虎跑鞋, 同年“鬼爪纹”成为品牌经典



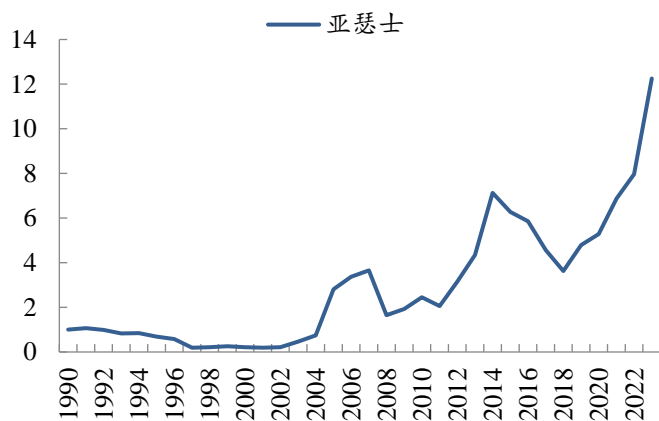
标识。1977年，鬼塚虎与 GTO 和 JELENK 合并成立 ASICS 公司，品牌进入亚瑟士时代，其名称源于拉丁语“Anima Sana in Corpore Sano”，寓意健全的精神寓于健康的体魄。1978年，亚瑟士推出跑鞋 TARTHER，该系列跑鞋凭借先进技术和不断升级，在随后二十多年中持续畅销，推动亚瑟士市场份额不断扩大。2002年，鬼塚虎作为亚瑟士旗下品牌重新发布，定位复古时尚，与亚瑟士专业跑鞋形成差异化发展。至此，亚瑟士形成了多品牌战略布局，通过不同品牌定位满足多样化市场需求。进入21世纪，亚瑟士在跑鞋技术研发上不断创新，推出多个经典跑鞋系列，如 GEL - NIMBUS、GEL - KAYANO 和 GEL - CUMULUS 等，这些系列历经多次迭代升级，在缓震、舒适、回弹、耐久等方面性能卓越，深受消费者喜爱。同时，亚瑟士积极拓展全球市场，根据不同地区市场特点和消费者需求，制定相应的市场策略，逐步在全球范围内建立起广泛的销售网络和品牌影响力。

图表103：亚瑟士门店外景



来源：亚瑟士官网，国金证券研究所整理

图表104：1990年以来亚瑟士市值涨幅达到12倍（倍）



来源：Bloomberg，国金证券研究所整理

②成长的核心动力：

- 坚守技术创新与产品迭代的核心战略：面对市场竞争的加剧，公司持续投入大量资源进行研发，致力于打造高性能跑鞋。其当家科技 GEL 缓震胶技术历经多年发展，从最初的封闭设计到如今的外露设计，不断提升性能，为跑者提供卓越的缓冲与保护，在消费者中树立了良好口碑，成为品牌技术实力的象征。同时，亚瑟士围绕跑鞋打造了丰富的产品矩阵，针对不同消费者需求推出多个系列跑鞋，如 GEL - NIMBUS、GEL - KAYANO 和 GEL - CUMULUS 等，且各系列均不断迭代升级，以满足消费者日益多样化和个性化的需求，确保产品始终保持竞争力，在经济波动中凭借技术优势和优质产品赢得消费者信赖，维持市场地位。
- 精准定位专业跑鞋市场，以“健全的精神寓于强健的体魄”为品牌理念，强调运动与身心健康的紧密联系，吸引注重品质和专业性的消费者：在营销策略上，一方面，通过赞助顶级赛事，如1992年巴塞罗那奥运会、纽约马拉松等，将品牌形象与体育精神深度融合，提升品牌认可度和价值。同时，签约众多顶级运动员，如中国速度滑冰名将张虹、马来西亚羽毛球运动员李宗伟等，借助运动员的专业形象和影响力，传递品牌专业性，吸引广大运动爱好者。另一方面，积极适应市场变化，近年来顺应时尚潮流，与众多潮流设计师和时尚品牌联名合作，如与保加利亚设计师 Kiko Kostadinov、丹麦品牌 Wood Wood、中国品牌 SHUSHU/TONG 等合作，推出具有时尚感的联名产品，吸引年轻消费者和潮流爱好者，拓展品牌消费群体，在竞争激烈的市场中脱颖而出，有效应对经济环境变化带来的挑战。
- 对市场趋势和消费者需求具有敏锐的洞察力：在市场拓展方面，根据不同地区的市场特点和消费者偏好，制定了差异化的市场策略。在中国市场，亚瑟士逐步加大投入，从早期的市场调研和消费者教育入手，到后期通过举办特色跑步活动、开设旗舰店和跑步概念店、签约明星代言人等多种方式，提升品牌在中国消费者中的认知度和美誉度。在全球化布局中，亚瑟士积极开拓新兴市场，不断优化销售渠道，加强线上线下融合发展。通过建立高效的供应链体系，确保产品能够及时、准确地送达消费者手中。同时，亚瑟士注重本地化运营，根据当地市场需求调整产品款式和营销策略，提高品牌的适应性和竞争力。在日本经济面临挑战时，海外市场的成功拓展为公司提供了新的增长动力，降低了对单一市场的依赖，助力亚瑟士实现持续稳定发展。



③对海外市场的依赖度：依赖度较高，海外业务占比约 74%+

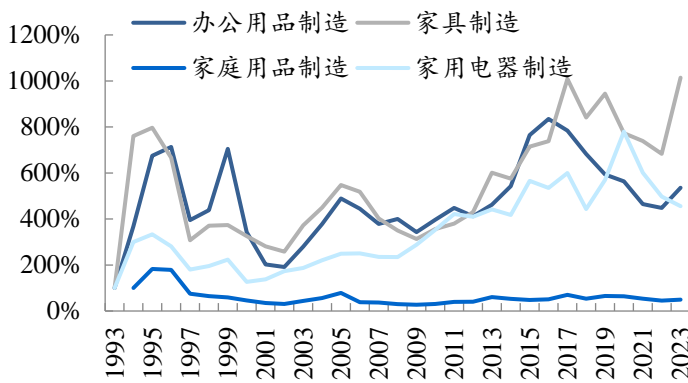
2016 年，亚瑟士收入所有收入中，海外收入占比 74.74%，本国收入占比 25.26%。

2) 家具与办公产品——板块整体成长性较弱

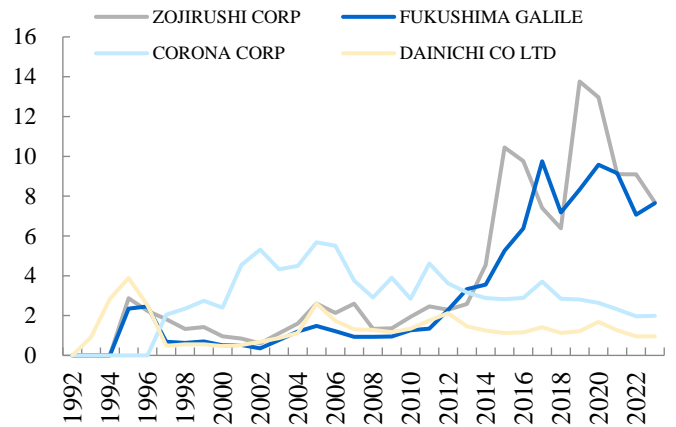
家居与办公产品板块的成长性整体较弱，家用电器相对更好。家具制造板块市值 2016 年才超过泡沫经济的高点，板块内公司整体的市值增长性较弱，并未走出长牛的公司。办公用品制造板块 2016 年略超过 90 年代末高点，后市值又迎来下滑，整体成长性较弱。家庭用品制造板块长期并未有明显增长。家用电器板块内部出现几家成长性较好的公司，但整体成长阶段都在 2014 年之后。

图表105：家具与办公产品细分板块市值涨幅（%）

图表106：日本家电板块主要公司市值变动（亿日元）



来源：Bloomberg，国金证券研究所



来源：Bloomberg，国金证券研究所

■ 家用电器板块代表公司——FUKUSHIMA GALILEI：助力公共卫生、逆势而上的冷链设备制造商

①公司成长历程：

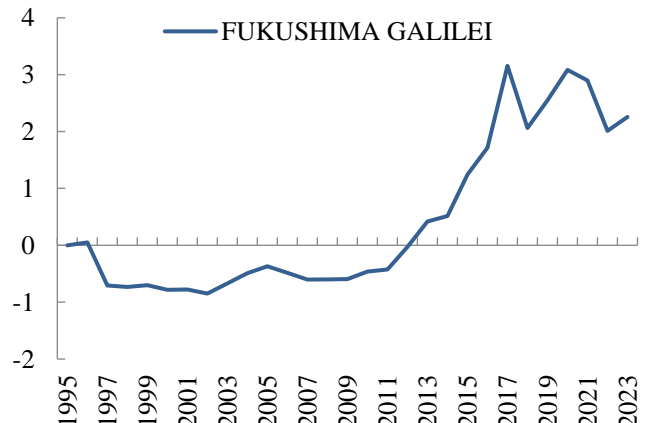
FUKUSHIMA GALILEI 由 Nobuo Fukushima 于 1951 年在大阪创立。公司起初专注于商用冷冻冷藏设备的生产，逐渐以创新和质量为核心，不断推动冷链设备的发展，包括对商用冷冻冷藏展示柜、厨房设备、速冻设备、医疗设备等进行标准化和量产。通过不断的技术创新和市场扩张，FUKUSHIMA GALILEI 已经成长作为一家综合性产业链技术服务企业，为食品相关的各行业提供优质的产品和服务。2023 年，FUKUSHIMA GALILEI 市值达到 7.7 亿。

图表107：FUKUSHIMA GALILEI 业务总览

图表108：1995 年以来 FUKUSHIMA GALILEI 市值涨幅达到 2.3 倍（倍）



来源：FUKUSHIMA GALILEI 官网，国金证券研究所整理



来源：Bloomberg，国金证券研究所整理



②成长的核心动力：

- 专注制冷产业，响应市场生鲜药品制冷刚需：公共卫生事件期间，零售行业的店铺冷藏及冷冻需求坚挺，药妆店销售额增加，面向便利店 FUKUSHIMA GALILEI 采用自然制冷剂的展柜销售稳步增长。在公共卫生事件背景下，低温物流基地需求稳步增长，半导体和锂离子电池等洁净室的需求增加，FUKUSHIMA GALILEI 丰富的制冷设备器械能够很好地响应市场需求，推动营收上涨。此后几年，面向超市和便利店的维护、保养合同均增加，商用冷冻冰箱维修需求恢复。
- 丰富旗下产品，打造制冷全产业链：FUKUSHIMA GALILEI 自成立以来，一直以创新为核心竞争力。公司在 1962 年开发并开始量产业界首款业务用标准冰箱 ER 系列，随后在 1964 年对冷冻开放式陈列柜进行标准化并开始量产。FUKUSHIMA GALILEI 不断创新，逐步健全完善了制冷产品从商用冷冻冷藏展示柜、厨房设备、速冻设备到医疗设备的全产业链，能够迅速响应顾客需求，多业务覆盖市场。
- 人性化的安装售后服务提升消费者忠实度：公司提供技术支持服务，帮助客户解决技术问题，包括安装的技术服务培训。如果客户在使用 FUKUSHIMA GALILEI 的产品时遇到技术问题，可以直接联系公司的技术支持团队，团队将快速响应客户的服务请求，以减少设备故障对客户业务的潜在影响。同时，其售后服务还包括定期维护和必要的修理服务，以确保设备的长期稳定运行和性能。当下消费者的需求多种多样：安全、自然、卫生、环境等。FUKUSHIMA GALILEI 的目标是始终站在消费者的角度思考，不断提高产品和服务的质量。

③对海外市场的依赖度：依赖度较低，海外业务占比约 6%

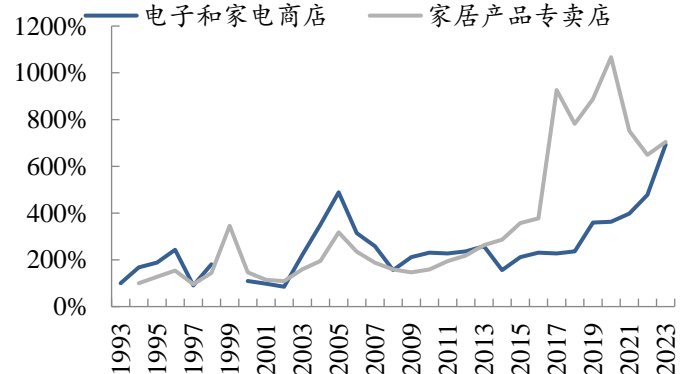
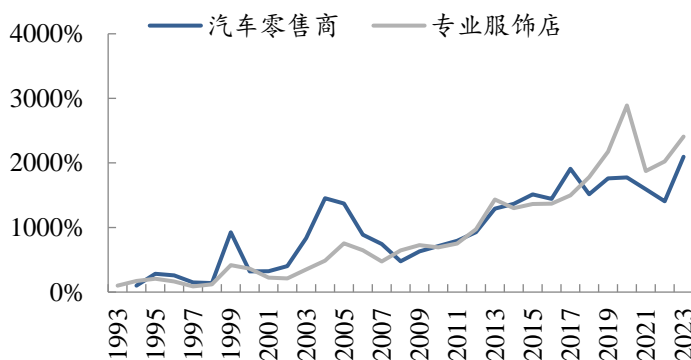
2023 年，FUKUSHIMA GALILEO 总销售额 1158.2 亿元，其中海外销售额 66.4 亿元，海外销售额占比 5.7%。

3) 非必需品零售板块——百货商店疲软，汽车和专业服饰店突出

零售内部板块间的成长性分化明显，百货店、珠宝店疲软，而专业服饰和汽车零售商成长性最强。专业服饰板块成长出了优衣库和 PAL 两家服饰零售店，两家公司通过不同的战略（优衣库重在性价比路线，PAL 重在多元化多品牌策略），实现了同样水平的增长速度。

图表109：非必需品零售细分板块市值涨幅-Part1 (%)

图表110：非必需品零售细分板块市值涨幅-Part2 (%)



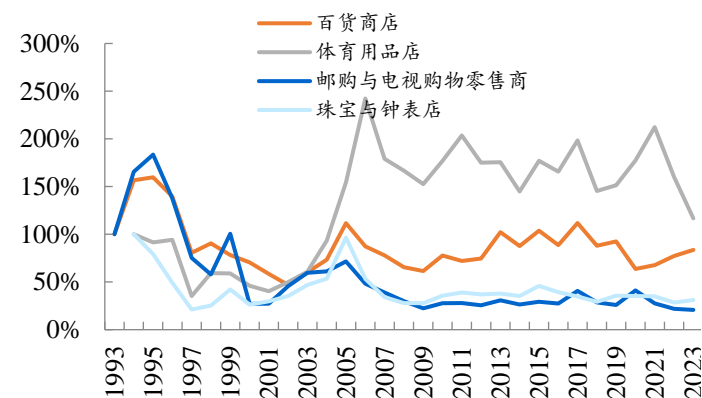
来源：Bloomberg，国金证券研究所

来源：Bloomberg，国金证券研究所



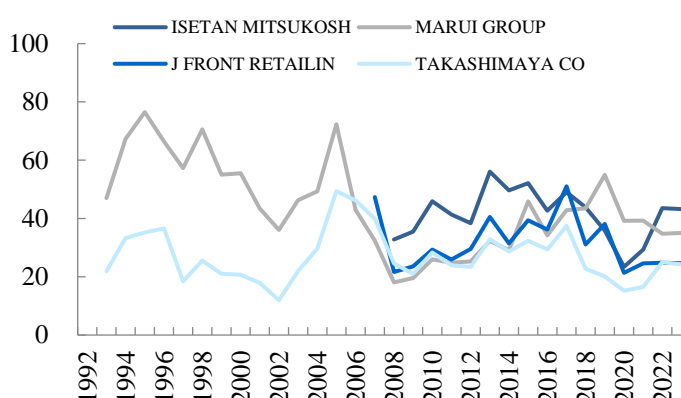


图表111: 非必需品零售细分板块市值涨幅-Part3 (%)



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表112: 主要百货商店公司市值变动 (亿日元)



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

■ 专业服饰店板块代表公司——优衣库: 日本经济浪潮中的服装业领航者

① 公司成长历程:

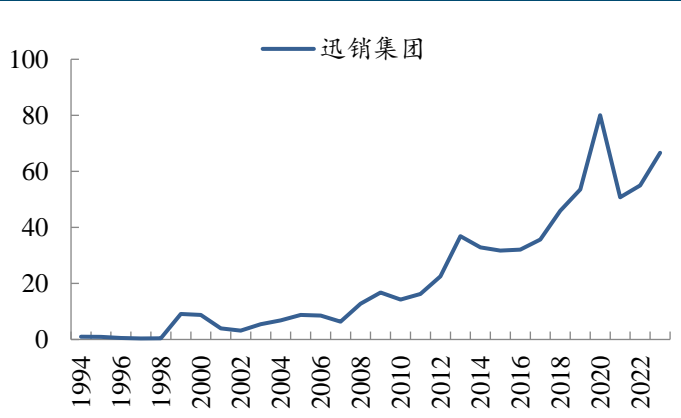
优衣库的故事始于 1984 年, 柳井正开设了第一家优衣库门店, 其名称源于 “Unique Clothing Warehouse”, 旨在为消费者提供丰富多样且价格亲民的服装选择。早期, 优衣库凭借独特的经营理念和敏锐的市场洞察力, 在日本本土市场逐渐崭露头角。通过不断优化产品种类和品质, 积极拓展门店网络, 优衣库以其高性价比的产品吸引了大量消费者, 迅速在竞争激烈的服装市场中站稳脚跟, 为后续的发展奠定了坚实基础。随着品牌知名度的提升和市场份额的扩大, 优衣库开启了全球化扩张战略, 进军国际市场, 将其简约舒适的服装风格带给了世界各地的消费者, 逐步成长为全球知名的服装品牌。

图表113: 日本优衣库门店外景



来源: 迅销集团官网, 国金证券研究所整理

图表114: 1994 年以来迅销集团市值涨幅达到 67 倍 (倍)



来源: Bloomberg, 国金证券研究所整理

② 成长的核心动力:

- 敏锐市场洞察下的精准定位: 20 世纪 80 年代, 日本经济增长放缓, 消费者购买力受到一定影响, 对服装的性价比需求逐渐凸显。优衣库敏锐地察觉到这一市场趋势, 将目标客户定位为大众普通消费者, 尤其是那些注重品质与价格平衡的群体。其品牌理念聚焦于提供简约、舒适且价格亲民的服装, 以 “LifeWear (服适人生)” 为核心, 打造了涵盖男女老少各类人群的基础款服装系列。这些基础款服装不仅款式百搭, 能够满足多种生活场景的穿着需求, 而且在设计上注重细节, 确保品质优良。例如, 其经典的纯色 T 恤、牛仔裤等产品, 通过优化生产流程和供应链管理, 实现了成本的有效控制, 使得产品价格相比竞争对手更具优势, 从而在经济不景气的大环境下吸引了大量消费者, 为品牌的发展奠定了坚实的市场基础。
- SPA 模式驱动的高效运营: 优衣库积极引入并不断优化 SPA (自有品牌专业零售商) 模式。在这种模式下, 公司深度整合了从原材料采购、产品设计、生产制造到销售终



端的整个产业链。在供应链管理方面，优衣库通过与全球优质供应商建立长期稳定合作，确保原材料供应的稳定性和成本优势。同时，对生产环节进行精细化管理，如压缩工厂及 SKU 数量，提高生产集中度，从而降低生产成本。在库存管理上，优衣库以周为单位进行精准的商品管理，根据门店销售数据及时调整生产和促销计划，实现了高效的库存周转，避免了库存积压带来的成本风险。此外，优衣库在销售环节采用直营为主的模式，能够直接获取消费者反馈，快速响应市场变化，进一步提升了运营效率和市场竞争力。

- **创新与营销助力品牌发展：**在日本经济发展的不同阶段，优衣库始终保持创新精神，通过不断研发功能性面料来提升产品附加值。与东丽等顶尖企业合作推出的 HEATTECH 保暖面料、AIRism 透气面料等，为消费者带来了卓越的穿着体验，使优衣库在众多服装品牌中脱颖而出。同时，优衣库善于运用营销策略提升品牌知名度和影响力。在品牌推广方面，积极开展联名合作，与 KAWS、村上春树等知名艺术家和文化 IP 推出联名系列产品，吸引了大量年轻消费者和潮流爱好者的关注。此外，优衣库充分利用数字化营销手段，通过社交媒体平台、线上线下活动等多种渠道与消费者互动，增强品牌粘性。同时，其广告宣传注重传递品牌的价值观和生活方式，进一步提升了品牌在消费者心中的形象，促进了销售业绩的增长。

③对海外市场的依赖度：依赖度较高，海外业务占比约 61%+

2023 年，根据已披露的信息显示，优衣库海外营收约占优衣库总营收的 61.74%，日本的营收占比约 38.26%。

### ■ 专业服饰店板块代表公司——PAL 集团：多元战略引领时尚零售巨头崛起

①公司成长历程：

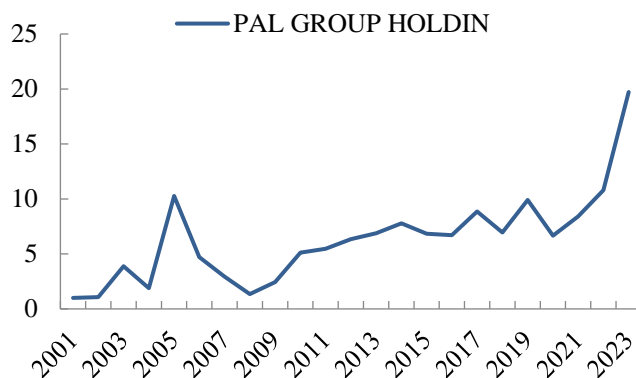
1973 年，公司以男装零售起步，在时代浪潮中不断变革与扩张。早期，通过推出自有品牌和拓展门店，逐渐在市场上站稳脚跟。20 世纪 90 年代末，敏锐捕捉到行业趋势，转型为 SPA 模式，实现了从设计到销售的全流程掌控，大幅提升了运营效率和市场响应速度。此后，积极开展并购与合作，丰富品牌矩阵，强化市场竞争力。近年来，电商业务成为重要增长引擎，线上线下融合的新零售模式，进一步巩固了其在行业中的领先地位。

图表 115：日本 PAL 集团旗下的“十元店”



来源：PAL 官网，国金证券研究所整理

图表 116：2001 年以来 PAL 市值涨幅达到 19 倍（倍）



来源：Bloomberg，国金证券研究所整理

②成长的核心动力：

- **SPA 模式优势：**PAL 采用 SPA（自有品牌服装专业零售商）模式，实现了从商品策划、设计、生产到销售的全产业链整合。在供应链前端，公司通过精准的市场调研和数据分析，把握时尚趋势和消费者需求，自主进行商品策划和设计，确保产品的时尚性和独特性。在生产环节，PAL 与全球优质供应商建立长期合作关系，严格把控产品质量和生产进度。同时，公司利用自身强大的物流配送体系，实现商品的快速调配和配送，大大提高了供应链效率，降低了运营成本。SPA 模式使 PAL 能够快速响应市场变化。公司可以根据销售数据和市场反馈，迅速调整商品的设计、生产和配送计划。例如，当某一款式或品类在市场上表现出较高的需求时，PAL 能够及时加大生产和补货力度，



满足消费者需求；反之，对于销售不佳的商品，公司可以迅速调整策略，减少生产或进行促销活动，降低库存风险。这种灵活的市场响应能力使得 PAL 在激烈的市场竞争中始终保持领先地位。

- 百元店杂货铺经营理念丰富了市场组合与场景化营销，强化消费者粘性：PAL 的门店以杂货铺形式经营，店内除了时尚服装外，还汇聚了家居用品、美妆、食品等丰富多样的商品。这种多品类的商品组合营造出一种生活方式体验店的氛围，消费者可以在店内一站式购买到与时尚生活相关的各类产品。例如，在服装展示区域搭配相应风格的家居饰品和美妆产品，为消费者提供场景化的购物体验，激发消费者的购买欲望，增加顾客的停留时间和客单价。与传统单一品类零售商相比，PAL 的杂货铺经营模式具有独特的差异化竞争优势。丰富的商品种类满足了消费者多样化的购物需求，使消费者在购物过程中能够发现更多惊喜和灵感，从而增强了对品牌的认同感和粘性。此外，通过不断更新和优化商品组合，PAL 能够持续吸引消费者的关注，保持店铺的新鲜感和吸引力，在竞争激烈的零售市场中脱颖而出。
- 品牌多元化战略精准定位不同消费群体：通过运营不同品牌，可以满足各种不同消费者的需求和喜好。仅专注于一个品牌可能只能吸引特定目标群体。拥有不同品牌使得更容易触及广泛的消费者群体。时尚市场因年龄、性别、风格、价格范围等因素而分为不同的市场细分。运营多个品牌可以定位这些不同细分市场。例如，针对年轻人、高端品牌、休闲品牌等，可以区分品牌以满足不同的需求。时尚行业竞争激烈，趋势变化迅速。拥有多个品牌可以灵活应对市场变化，分散风险。不依赖于单一品牌，有助于维持经济稳定性。这使得可以在不同市场细分中保持竞争力，并在整个时尚市场提供多样性。

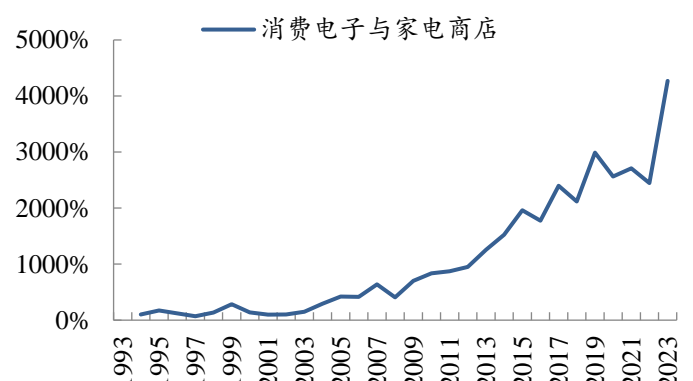
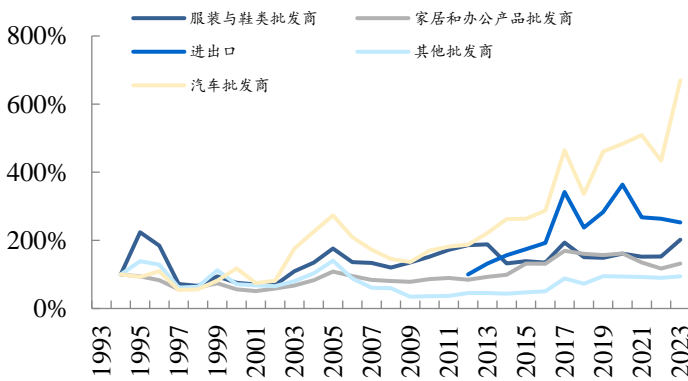
③对海外市场的依赖度：较低

4) 非必需品批发板块——汽车批发商、消费电子商店提供强劲增长

非必需品批发板块中，汽车批发商受益于 90 年代的汽车销售量的增长得到了成长，而消费电子与家电商店板块也得到了不错的成长。

图表117: 非必需品批发细分板块市值涨幅-Part1 (%)

图表118: 非必需品批发细分板块市值涨幅-Part2 (%)



来源：Bloomberg, 国金证券研究所

来源：Bloomberg, 国金证券研究所

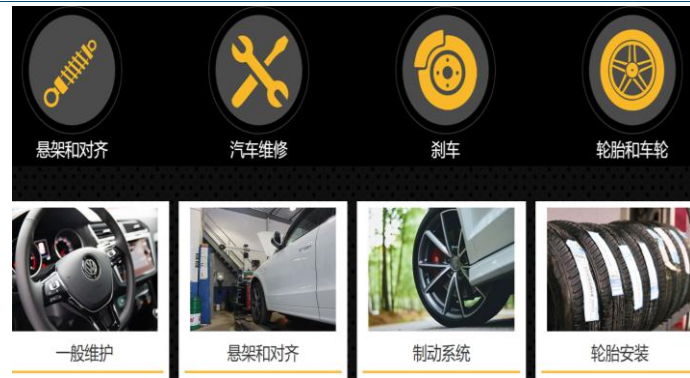
■ 汽车批发商板块代表公司——中央自动车工业：多元驱动，铸就汽车相关产业的卓越发展

①公司成长历程：

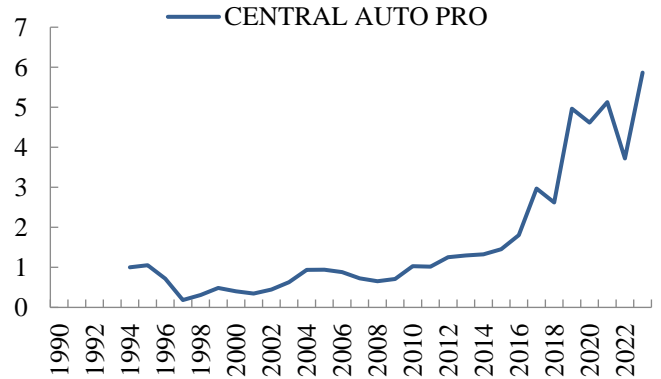
中央自动车工业株式会社成立于 1946 年 5 月，资本金达 10 亿 100 万日元，拥有 301 名员工，在东京证券交易所标准市场上市。公司业务涵盖汽车零部件制造批发、汽车用品制造、汽车冷却器制造、化学品制造（如酒精探测器）以及汽车零部件的进出口等领域，旗下拥有多家子公司和关联公司，包括自动车工业株式会社、株式会社 ABT、CAPCO PTE LTD（新加坡）、CAPCO USA, INC.（美国）、株式会社石川、夕一株式会社等，业务范围广泛，在汽车相关产业领域具有重要地位。



图表119: 日本 CENTRAL AUTO PRO



图表120: 1994年以来中央自动车市值涨幅达到5.8倍(倍)



来源: CENTRAL AUTO PRO 官网, 国金证券研究所整理

来源: Bloomberg, 国金证券研究所整理

②成长的核心动力:

- 灵活的业务转型与创新应对: 在日本经济发展的历程中, 中央自动车工业株式会社展现出了强大的适应能力和创新精神。早期, 公司从传统的汽车零部件制造批发业务起步, 随着市场环境的变化, 敏锐地捕捉到汽车后市场需求的增长趋势, 逐步转型并拓展业务领域。例如, 在汽车用品市场, 公司大力发展汽车冷却器制造和汽车用品批发业务, 通过不断优化产品设计和提高产品质量, 满足消费者对汽车舒适性和便利性的追求。在经济增长放缓、竞争加剧的时期, 公司积极创新, 加大在化学品制造领域的研发投入, 成功研发出酒精探测器等产品。特别是酒精探测器因法律限制修订而产生特殊需求时, 公司凭借敏锐的市场洞察力, 迅速扩大生产和销售规模, 使得该产品的销售额大幅增长, 为公司业绩增长提供了有力支撑。这种灵活的业务转型和持续的创新能力, 使公司在日本经济的起伏中始终能够找到新的增长点, 实现业务的稳步发展。
- 高效的成本控制与质量优化: 面对经济环境带来的成本压力和市场对产品质量要求的不断提高, 中央自动车工业株式会社通过一系列有效的措施, 实现了成本的精准控制和产品质量的持续优化。在成本控制方面, 公司对供应链进行精细化管理, 与供应商建立长期稳定的合作关系, 通过集中采购、优化物流配送等方式降低原材料采购成本和运营成本。同时, 公司注重生产流程的优化, 提高生产效率, 降低单位生产成本。在产品质量方面, 公司引入先进的质量管理体系, 从原材料采购、生产加工到产品检测, 实施严格的质量把控, 确保产品符合高标准。以酒精探测器为例, 公司通过不断改进生产工艺和提高产品性能, 使其在市场上具有较高的竞争力, 赢得了客户的信赖。此外, 公司还积极开展节能减排活动, 降低能源消耗, 进一步降低生产成本, 提高企业的经济效益和环境效益。
- 积极的市场拓展与全球化布局: 随着日本国内市场的逐渐饱和以及经济全球化的趋势, 中央自动车工业株式会社积极实施市场拓展和全球化布局战略。在国内市场, 公司不断加强销售渠道建设, 拓展客户群体, 除了与传统汽车制造商保持紧密合作外, 还积极开拓汽车售后服务市场, 为汽车维修企业、汽车租赁公司等提供优质的产品和服务。在海外市场, 公司充分利用自身的技术优势和产品竞争力, 加快海外布局的步伐。通过在新加坡、美国等地设立子公司, 加强与当地企业的合作, 将产品出口到全球多个国家和地区, 逐步扩大海外市场份额。同时, 公司注重对海外市场的调研, 根据当地市场需求和法规标准, 调整产品策略, 推出符合当地市场需求的产品, 提高产品的适应性和市场竞争力。此外, 公司还积极参与国际行业展会和技术交流活动, 提升品牌国际知名度, 加强与国际同行的合作与竞争, 为公司的国际化发展奠定了坚实基础。

③对海外市场的依赖度: 依赖度适中, 海外业务占比约 31%+

2023年, 中央自动车主要营收中, 海外营收占比约 31.5%, 本国营收占比 68.5%。



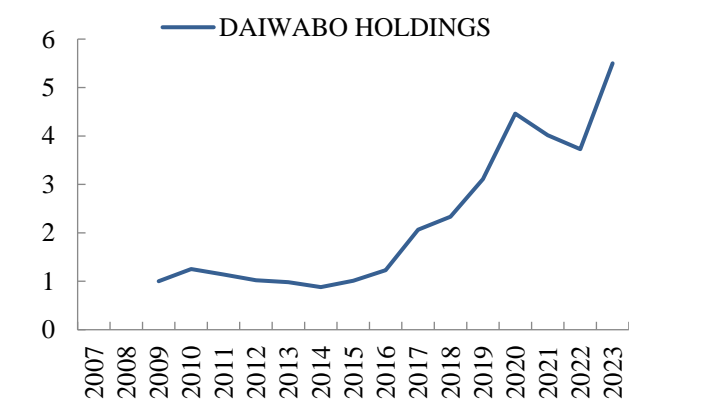
■ 消费电子商店板块代表公司——DAIWABO 代瓦博控股：逆境破局，多元驱动产业跃升

① 公司成长历程：

1941 年，公司由四家纺织公司合并成立，后涉足工业机械领域，1960 年与大阪机械制造所合并成立 O-M Ltd.，1982 年成立 DAIWABO INFORMATION SYSTEM Co., Ltd. 进军信息相关业务，逐步构建起多业务格局。2009 - 2023 年期间，公司进行了一系列管理结构整合，包括与子公司整合管理结构、变更贸易名称、成立中间控股公司等，不断优化业务布局，提升管理效率。面对市场变化，公司积极推进业务转型，特别是在 2024 年将纤维业务 85% 的股份转让，使其成为独立公司，进一步聚焦于 IT 基础设施分销和工业机械等核心业务领域，通过持续优化业务组合，实现稳步增长。

图表121：日本代瓦博业务领域

图表122：2007 年以来代瓦博市值涨幅达到 5.5 倍（倍）



来源：代瓦博官网，国金证券研究所整理

来源：Bloomberg，国金证券研究所整理

② 成长的核心动力：

- **精准业务布局与灵活转型策略：**在日本经济面临诸多挑战，如市场增长放缓、竞争加剧以及技术变革快速的背景下，代瓦博控股展现出了高度的适应性和前瞻性。公司敏锐地察觉到市场趋势的变化，果断对业务布局进行优化。一方面，在传统的纺织业务面临困境时，公司积极探索新的增长点，于 1982 年成立 DAIWABO INFORMATION SYSTEM Co., Ltd.，进军 IT 基础设施分销业务，逐步将其发展成为核心业务之一。随着数字化时代的到来，公司加大在该领域的投入，不断拓展业务范围，从最初的计算机设备销售，逐渐扩展到提供云服务、订阅管理等增值服务，满足了企业和消费者对数字化转型的需求。另一方面，公司对工业机械业务进行持续升级，专注于生产高精度、高性能的机床和自动化包装机械，如 O-M Ltd. 生产的中型和大型立式车床在航空航天、能源等行业的市场份额不断提升。通过精准把握市场需求，公司在经济低迷时期成功实现了业务转型，为持续增长奠定了坚实基础。
- **持续创新与技术升级驱动：**日本经济的低迷促使企业寻求差异化竞争优势，代瓦博控股将技术创新和服务升级作为关键驱动力。在 IT 基础设施分销业务中，公司不断引入先进的信息技术，自主研发了 iDATEN 和 iKAZUCHI 等平台，iDATEN 提供了强大的搜索和订购功能，涵盖约 260 万种产品，同时还作为 IT 门户为经销商提供了丰富的信息资源，帮助其及时响应市场变化；iKAZUCHI 则作为订阅管理平台，集中管理多个供应商的合同和服务，实现了业务流程的自动化，大幅提高了运营效率。通过这些平台，公司加强了与供应商和经销商的合作，优化了供应链管理，为客户提供了更便捷、高效的服务。同时，公司注重服务创新，加强售前、售中、售后服务体系建设，提供全方位的技术支持和培训服务，帮助客户更好地使用和维护 IT 设备。在工业机械业务领域，持续投入研发资源，开发具有更高自动化程度和节能环保性能的生产设备，如新型的立式车床和自动化包装机，不仅提高了生产效率，降低了生产成本，还满足了市场对可持续发展的要求。通过与高校、科研机构的合作，积极开展产学研合作项目，加速技术成果转化，保持在行业内的技术领先地位。
- **强大的供应链管理与资源整合能力：**在日本经济环境不稳定，资源供应和物流配送面临诸多不确定性的情况下，代瓦博控股凭借强大的供应链管理和资源整合能力脱颖而出。公司与全球 1400 多家制造商和供应商建立了长期稳定的合作关系，确保了产品供应的稳定性和及时性。通过优化供应链流程，实现了高效的库存管理和物流配送，降低了运营成本。在面对全球零部件短缺和供应中断的挑战时，公司利用其广泛的供



应商网络和强大的采购。

③对海外市场的依赖度：依赖度适中，海外业务占比约 43%+

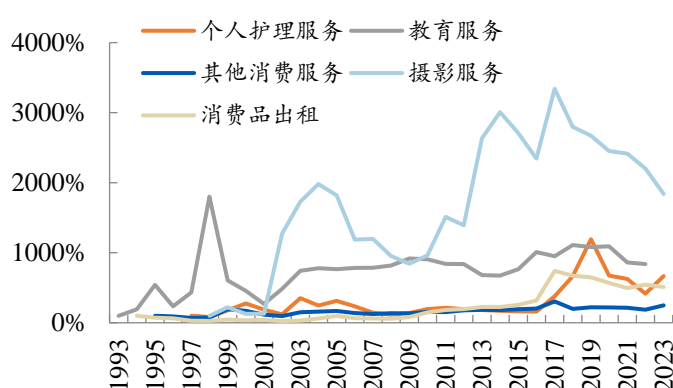
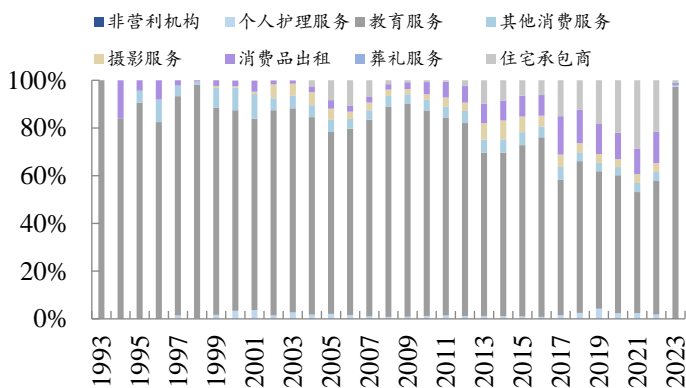
截止现在，代瓦博已在全球范围内拥有 16 家公司，除了 9 家国内公司外，还有 7 家由海外公司组成。

### 5) 消费者服务

消费者服务板块下拥有多个细分方向，但板块整体成长性较弱，仅有摄影服务板块整体市值增长相对明显，但主要受新公司上市纳入板块影响，摄影服务板块内部的主要公司均缺乏长期成长性。

图表123: 消费者服务内部板块市值结构 (%)

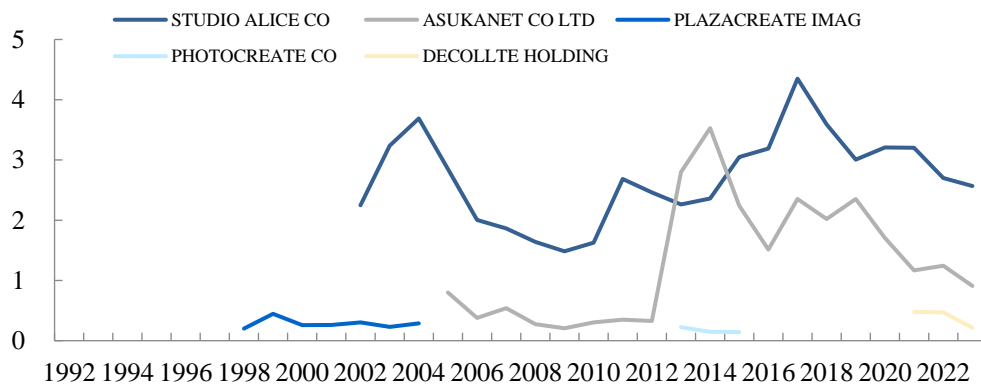
图表124: 消费者服务细分板块市值涨幅 (%)



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表125: 摄影服务内部上市公司市值 (亿日元)



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

### 6) 休闲设施与服务——餐饮业和主题乐园贡献核心动力

休闲设施与服务下包含多个板块，其中餐饮业和娱乐设施业增长强劲，而博彩、旅店板块的增长性较弱，30 年期间内市值并未得到明显增长，旅行服务在经历个别年度的增长后又迎来大幅下跌，整体成长性也不足。

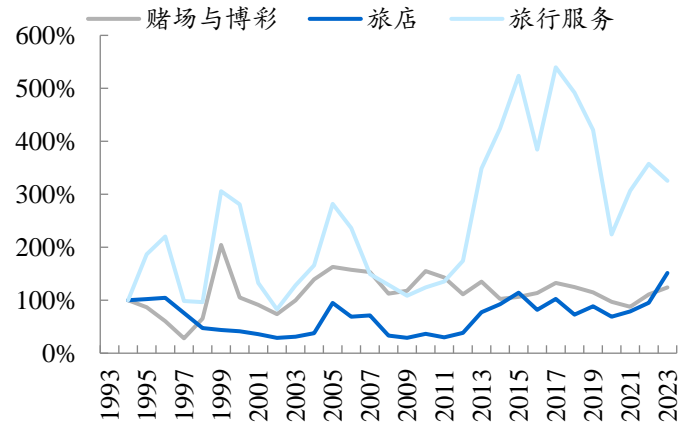
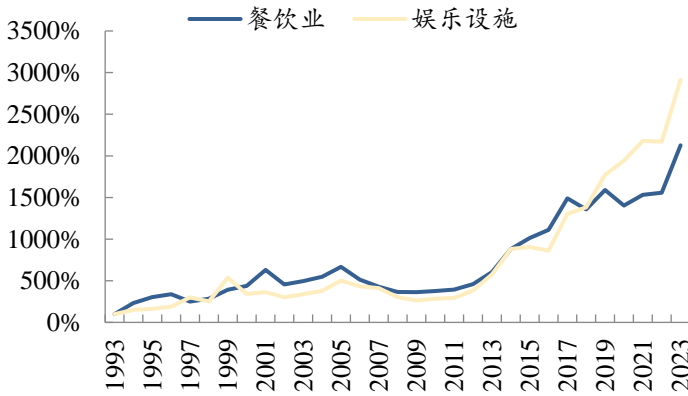
餐饮业中涌现了几个长牛公司，如丸龟制面的母公司东利多控股、食其家的母公司泉盛集团，两者均是通过提供标准化的性价比餐食来应对经济衰退带来的消费低迷，并同时大力发展海外业务，最终实现了位列消费板块前列的复合增长率。

娱乐设施业中最耀眼的公司当属东京迪士尼度假区管理公司，同期的其他娱乐设施同行市值经历了明显的周期性变动，长期来看市值基本停滞不前，仅有东京迪士尼市值长期增长。



图表126: 休闲设施与服务细分板块市值涨幅-Part1 (%)

图表127: 休闲设施与服务细分板块市值涨幅-Part2 (%)



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

来源: Bloomberg, 国金证券研究所

■ 餐饮板块代表公司——东利多控股：全开放厨房里的极致性价比拉面快餐

①公司成长历程：

东利多控股由栗田贵也创立于1985年，以兵库县加古川市的烧鸟居酒屋“东利多三番馆”起家。公司秉承“让食之感动席卷全球”的经营理念，致力于将日本美食文化推广至全世界。东利多控股以其旗舰品牌丸龟制面为核心，在全球多个地区进行快餐门店业务拓展。其中，丸龟制面以其“86秒出餐”和全开放式厨房的特色，成为日本营收最高、门店数量最多的乌冬面连锁店。2023年，东利多控股市值达到3570亿日元。

图表128: 东利多控股旗下品牌

图表129: 2006年来东利多控股股价涨幅达到20倍(倍)



来源: 东利多官网, 国金证券研究所整理

来源: Bloomberg, 国金证券研究所整理

②成长的核心动力：

- 打造极致性价比，打造中低端位品牌：东利多控股通过提升产品价值来强化国民品牌的信赖。公司核心品牌Gusto通过降价策略成功转型，并持续向着“极致性价比”努力。在公共卫生事件期间，公司通过增加中低价位段SKU的数量，并在套餐组合与另加小食上做文章，间接提升客单价，实现销售额的增长。此外，公司其他品牌也努力改进烹饪技法，提升菜品本身的品味，以此吸引顾客，增加品牌竞争力。
- 提升已有品牌，迎合地方市场口味：东利多控股注重门店的升级改造，优化环境和流程，实现品牌焕新。在市场需求不景气的环境下，门店效率将成为盈利核心。比起关店另开，公司当前倾向于将资源集中在现有门店的升级改造上，通过门店内休闲、慢节奏的氛围，在装饰中增加更多中性色调，为顾客打造愉快的用餐心情，提高顾客忠实度。在海外扩张时，东利多公司会根据不同地区的饮食习惯及口味，配置不同的汤底及调料，以适应当地市场需求。



- 引入智能化建设，优化出品效率：面对中长期持续上涨的刚性人地成本，东利多控股通过智能化建设提升门店效率。公司持续推动地面机器人、电子菜单、POS 机升级、自助无现金收银机等智能化软硬件，提升门店坪效与人效。引入后厨炒菜机器人优化餐厨比，间接提升坪效；前厅地面机器人可以减少门店用工人数量，直接提升人效。

③对海外市场的依赖度：依赖度适中，海外业务占比约 38%

2024 年，东利多总营收额 2319.5 亿日元，其中海外营收 886.4 亿日元，占比 38.2%。

### ■ 餐饮板块代表公司——泉盛集团：精细化管理、多品牌战略驱动的快餐供应商

①公司成长历程：

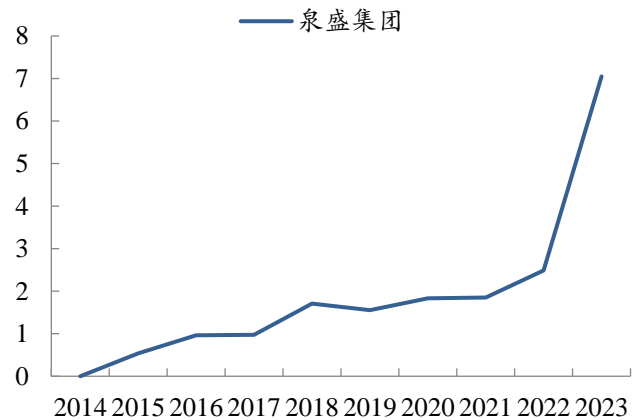
泉盛集团由小川贤太郎创立，以 1982 年开设的“食其家”牛肉饭连锁店起家。集团秉承“安全、品质、成本”的运营理念，开创了 MMD 管理系统，实现了餐饮行业全产业链的科学化、精细化、安全化监管。泉盛集团的经营理念强调“德为尚、诚无价、勤为先、精于业”，致力于通过多品牌战略获得新的发展空间，旗下拥有多个连锁餐饮品牌，包括快餐、汉堡快餐、寿司、西式家庭餐厅等多种业态，从单一品牌到多品牌、从国内到国际。

图表 130：泉盛集团旗下食其家门店外景



来源：泉盛集团官网，国金证券研究所整理

图表 131：2014 年来泉盛集团市值涨幅达到 7 倍（倍）



来源：Bloomberg，国金证券研究所整理

②成长的核心动力：

- MMD 管理压低成本，打薄利多销价格战：MMD 大宗商品供应系统是泉盛集团的核心运营理念，涵盖从原材料供应到加工、物流、销售的完整供应链。在日本，牛井是仅次于拉面的平民美食，面对行业龙头吉野家的竞争压力，泉盛集团的核心品牌食其家采取压低价格换取更多销量来扩张市场地位的策略；同时，公司通过收购其他以大米和牛肉为主要食材的品牌，提高了采购端的议价能力。在 2003 年美国疯牛病危机导致日本政府禁止美国牛肉进口时，得益于集团的 MMD 系统，食其家迅速切换供应，转从澳大利亚进口牛肉，并在吉野家业绩放缓的情况下迅速扩张门店。2009 年，食其家基于成本优势，主导降价，以谋求更大的市场份额，将牛肉盖饭的价格大幅下降以吸引更多消费者。
- 控制 SKU 数量，精简人员作业流程：以食其家牛肉饭为例，制作流程高度标准化，原材料是公司自养的食用牛，挑选肥瘦适中部分，通过中央厨房进行制作加工，再配送至店铺，店内菜单可选单品少，主要单品牛肉饭仅是米饭+牛肉片+几种酱料的组合，因此后台操作步骤非常简单，只需煮肉、煮饭、加汤汁、装盘，正常店内只需要很少员工，除了店长均为小时工，员工不划分严格的做前后台区分，有时候一个人即可兼顾到整个餐厅，动线设计方面，后厨面积小，且和前端结账台连接，方便员工兼顾，极大节约人员雇佣成本。
- 多品牌经营，提高海外品牌本土化的市场适应性：泉盛集团在海外扩张时极其重视本土化。通过并购或内生孵化实现了国际市场的多品牌经营，提高公司盈利能力的同时分散经营风险。以出海中国市场为例，食其家实现了定价、口味和供应链的本土化。在定价上，食其家的小碗牛肉饭售价贴近中国大众快餐价格，口味上推出符合中国消费者口味的菜品，并定期更新菜单；在供应链上，食其家合作中国大米和牛肉供应商，





实现批量采购、仓储和物流等资源共享，降低公司的采购成本和运输成本。泉盛集团通过打造多元海外品牌、迎合不同地区市场的需求，提高市场竞争力。

③对海外市场的依赖度：依赖度较高，海外业务占比约 68%

2023 年，泉盛集团寿喜屋、滨寿司、环球餐饮、快餐四大事业部共有门店 14960 家，其中日本门店 4744 家，海外门店 10216 家，海外门店占比 68.3%。

■ 娱乐设施代表公司——东京迪士尼度假区管理公司：打造梦幻 IP 产业链的吸金乐园

①公司成长历程：

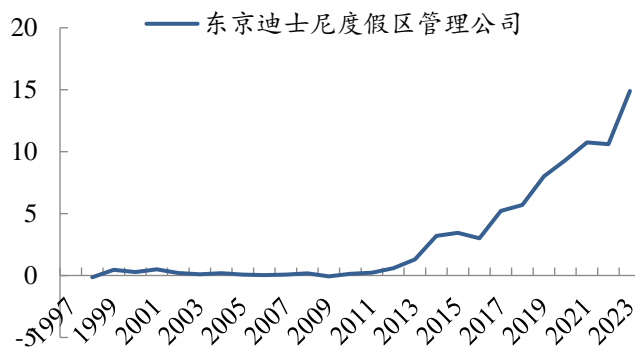
东京迪士尼度假区管理公司（Oriental Land Co., Ltd.）成立于 1960 年，最初目标是在日本提供大众休闲设施。1980 年，OLC 首次与华特迪士尼公司接洽，负责管理东京迪士尼乐园的财务，并于 1983 年正式开幕。东京迪士尼度假区由 OLC 经营和管理，包括东京迪士尼乐园和东京迪士尼海洋两个主题乐园。OLC 与华特迪士尼公司以特许经营模式合作，每年支付授权费用，而迪士尼提供幻想工程师设计和建造整个度假区。东京迪士尼度假区继承了华特迪士尼的理念，致力于为游客提供富有创造性和温馨情感的体验。2023 年，东方置地市值达到 95486.9 亿元。

图表132：东京迪士尼园国内景观



来源：东京迪士尼度假区管理公司官网，国金证券研究所整理

图表133：1993 年以来东京迪士尼度假区管理公司市值涨幅达 14.9 倍（倍）



来源：Bloomberg，国金证券研究所整理

②成长的核心动力：

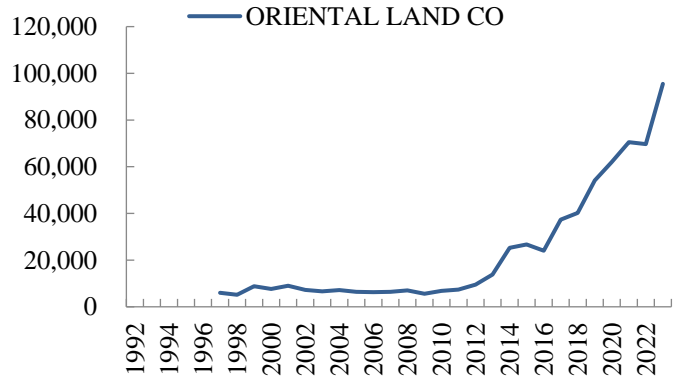
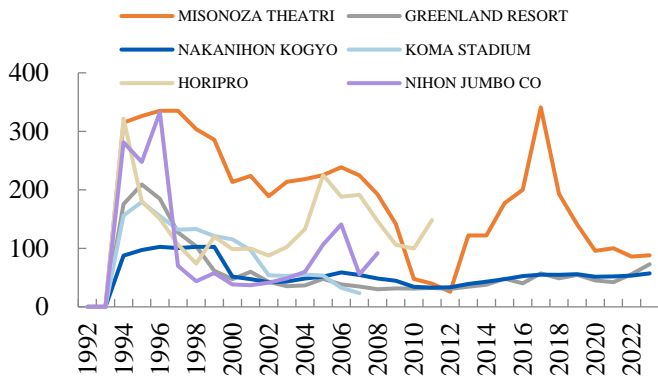
- 持续投资扩建，“三三制”更新园内设施：东京迪士尼度假区管理公司每年投入大量金额用于更新景点及娱乐项目，开发特别活动，开发商店和餐厅及包括厕所在内的其他设施。坚持“三三制”，即每年淘汰一部分硬件，新建一部分项目，补充一部分的娱乐内容，以保持乐园的新鲜感和吸引力。园内设备不断的更新迭代，确保了游客每次访问都能体验到新的内容，从而提高重游率。
- 明确消费群体，打造 IP 全产业链闭环：东京迪士尼明确其消费群体，年轻女性在家庭消费中扮演重要角色，其对卡通和幻想的热爱，更倾向于购买迪士尼的周边产品。通过精准把握女性和儿童市场的需求，迪士尼推出相关的产品和周边服务。在此过程中，迪士尼通过兼并收购、外延拓展等方式，贯通了 IP 产业链，包括游戏、主题乐园、周边衍生文创产品、纪念品等为乐园提供丰富的娱乐内容和衍生产品。迪士尼强大的 IP 资源，包括米老鼠、唐老鸭等经典角色，以及通过并购获得的漫威、卢卡斯影业等，增强了东京迪士尼的品牌影响力。
- 以 SCSE 理念提供卓越客户服务：东京迪士尼强调极致的客户服务，体现在四大运营理念之中，即“安全性 (Safety)”、“讲究礼貌 (courtesy)”、“表演 (show)”、“高效 (efficiency)”，简称为 SCSE。在节假日或高峰时段，为了确保游客安全，工作人员会采取限制入园人数和游客移动路径的措施；对员工的礼貌要求细致，要求员工热情、真诚、礼貌、周到地为客人服务；员工在乐园中的一举一动都是表演的一部分，东京迪士尼要求员工全身心投入到角色中，为游客提供沉浸式的体验；员工还需要在保持高质量服务的同时，快速响应游客的需求，确保游客的等待时间和排队时间尽可能短。这种以客户为中心的服务理念，确保了游客的满意度，让乐园获得忠实的游客。



③对海外市场的依赖度：完全依赖国内市场

图表134：主要娱乐设施公司呈现明显周期表现(亿日元)

图表135：东京迪士尼管理公司市值长期增长(亿日元)



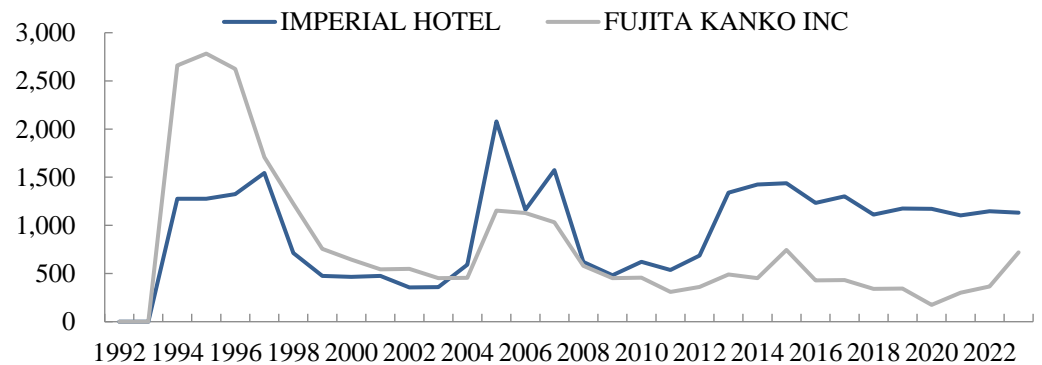
来源：Bloomberg，国金证券研究所

来源：Bloomberg，国金证券研究所

■ 酒店业

日本的酒店业主要公司业绩未能实现长期的不断增长，公司市值整体伴随经济周期波动，仅在98年和07年左右上涨，随后迎来回调。

图表136：主要酒店龙头市值随周期波动(亿日元)



来源：Bloomberg，国金证券研究所

7) 电子商务

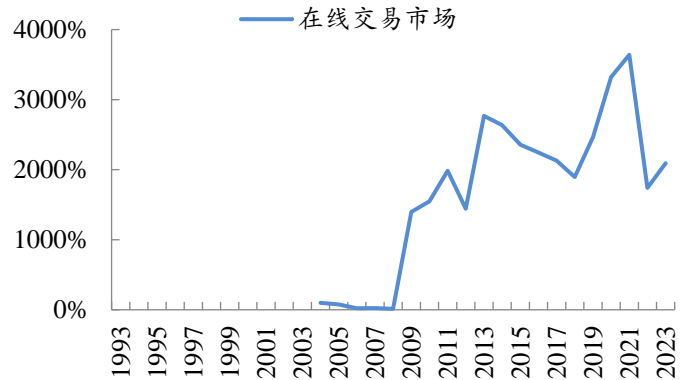
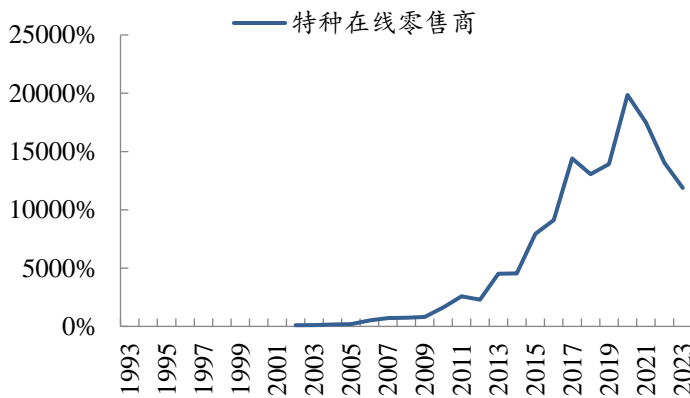
在线交易市场09年之后市值的增加主要来自于当年新企业 RAKUTEN 的上市，由于市值相对较大因此推升板块整体市值，但其后并未迎来持续的成长。

特种在线零售商板块成长性更强，且板块中出现了两家代表性公司，分别为商业采购网络公司 MonotaRO 和个性化定制私人服饰的电商龙头 ZOZO。



图表137: 电子商务细分板块市值涨幅-Part1 (%)

图表138: 电子商务细分板块市值涨幅-Part2 (%)



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

来源: Bloomberg, 国金证券研究所

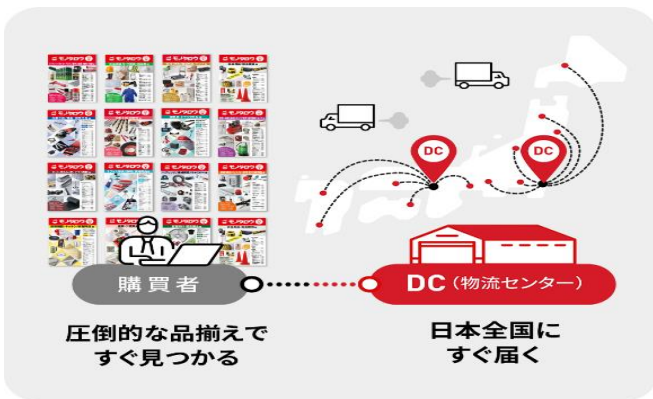
■ 特种在线零售商板块代表公司——MonotaRO: 分销改革实现大库存高周转的新兴电商

①公司成长历程:

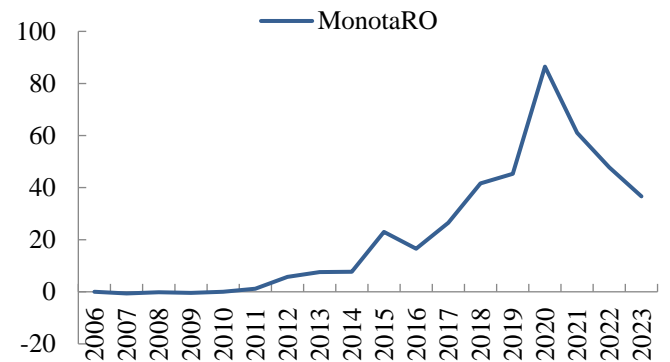
MonotaRO 成立于 2000 年, 由住友商事和美国固安捷公司共同出资建立。公司以“桃太郎”为灵感, 寓意着对抗不公平的传统分销体系, 致力于通过互联网技术改革间接材料的分销结构, 解决客户在采购中的痛点。2003 年, MonotaRO 在东大阪市建立了首个配送中心, 并逐步扩展至全国。MonotaRO 通过提供覆盖多个领域的大量 SKU, 满足不同行业的需求。MonotaRO 的使命是创新商业采购网络, 通过技术和运营的力量, 为顾客提供更高效、更透明的采购解决方案。截至 2023 年, MonotaRO 公司市值达到 54.8 亿。

图表139: MonotaRO 公共卫生危机后间接集中采购物料示意

图表140: 2006 年以来 MonotaRO 市值涨幅达到 36.6 倍 (倍)



来源: MonotaRO 官网, 国金证券研究所整理



来源: Bloomberg, 国金证券研究所整理

②成长的核心动力:

- 背靠两大股东强大支撑, 实现有机增长: MonotaRO 背后有两个大的股东——住友商事和美国固安捷公司, 它们为 MonotaRO 提供强大的资源和战略支持。固安捷的参与解决了上游供应链的问题, 使得 MonotaRO 能够更好地拓展中小企业的客户。而住友商事的内部情报体系则为 MonotaRO 提供战略依据和合作支持, 帮助公司紧跟市场风向、开拓分销渠道。目前, MonotaRO 在海外各国逐步建设子公司, 包括印度尼西亚、韩国、印度, 通过不同的分支服务于全球市场。
- 通过建立自有品牌和引进丰富 SKU, 满足市场需求: MonotaRO 拥有丰富的自有品牌商品, 如“MonotaRO”、“MonotaRO 大阪魂 (Otokomae-Monotaro)”和“风度 MonotaRO (Osaka-Spirit)”。自有品牌的高占比一定程度上提高了公司的毛利率。同时,



MonotaRO 提供非常多的 SKU，涵盖工具、机械设备、文具、电子元件等多个领域，拓宽了其服务的消费群体；公司还探索了线下模式，如 2018 年开设的无人超市，利用 AI 和机器视觉技术自动化营业，供客户实地挑选产品，满足不同行业的需求。

- 构建供应链体系和物流配送系统，抬高周转率：MonotaRO 提供采购解决方案，使大公司能够在线集中采购所有情况下所需的间接材料，从而提高业务流程的效率并降低成本。由于每个站点和站点单独采购，间接材料难以集中，对此 MonotaRO 的应对方案是基于公司在电子商务中培养的数据库，打出较短的交货期、丰富的商品和稳定的价格，降低与间接材料相关的总体成本。MonotaRO 的数据库可以与各种采购管理系统顺利连接，还可以与每家公司自己的采购管理系统连接。公司业务涵盖小批量购买各种长尾产品，消除难以可视化的长尾采购难题。

③对海外市场的依赖度： 依赖度较小，海外业务占比约 4%

2023 年，MonotaRO 总销售额 2543 亿，其中海外销售额 111 亿，海外销售额占比 4.35%。

### ■ 特种在线零售商板块代表公司——株式会社 ZOZO：个性化定制私人服饰的电商龙头

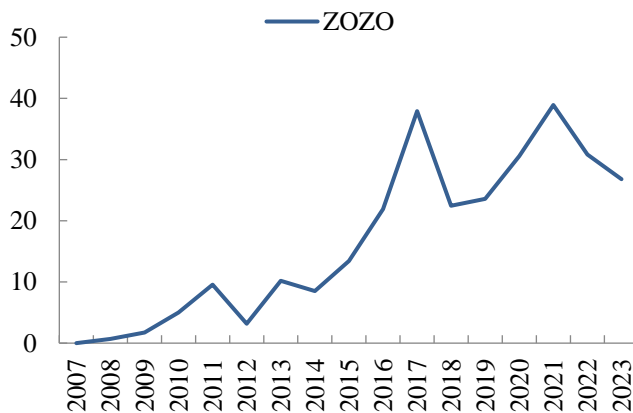
①公司成长历程：

株式会社 ZOZO，由前泽友作创立于 1998 年。公司以“Be unique. Be equal.”为口号，致力于用时尚连接世界每一种个性，让世界变得更酷、让世界充满笑容。2018 年 10 月 1 日，公司名由株式会社 Start Today 变更为 ZOZO, Inc.，并于 2012 年 2 月在东京证券交易所第一部挂牌上市。ZOZO 不仅拥有日本人气时尚穿搭应用「WEAR」和时尚二手服装购物平台「ZOZUSED」，还推出了「ZOZOSUIT」、「ZOZOMAT」等先进技术，推动了“人适衣服”到“服适人生”的转变。ZOZO 在时尚电商领域持续扩张，成为日本乃至全球知名的电商平台。2023 年，株式会社 ZOZO 市值达到 67.7 亿元。

图表 141：ZOZO 经营战略：提供令人兴奋的服装



图表 142：2007 年以来 ZOZO 市值涨幅达到 26.8 倍（倍）



来源：株式会社 ZOZO 官网，国金证券研究所整理

来源：Bloomberg，国金证券研究所整理

②成长的核心动力：

- 利用数字技术创新，个性化服务定制成衣：株式会社 ZOZO 强调增加购买以外的流量，将 ZOZO 从“购买”时尚的地方进化为“为了”时尚的地方。使用测量技术诊断用户骨骼结构和个人肤色类型，并将这些数据链接到服装模型，为用户提供个性化的产品、颜色和尺寸推荐。此外，公司计划通过利用大量信息资产，包括浏览数据和购买历史记录，为每个用户提供个性化的产品信息和用户界面，并针对每个用户进行优化。
- 多种产销模式并行，拓宽产品渠道：株式会社 ZOZO 主要发展 ZOZOTOWN 业务，该业务涵盖直接购买/生产销售、寄售销售和二手销售三种形式。多元化的业务模式使得 ZOZOTOWN 能够覆盖更广泛的市场和消费者群体，增加公司收入来源。直接购买的生产销售模式让 ZOZOTOWN 能够从多个品牌采购产品并在自营店铺销售，而寄售销售模式则允许品牌在 ZOZOTOWN 上开设店铺，拓宽了销售渠道。二手销售业务则为消费者提供了购买二手时尚商品的平台，增加客户粘性，促进了循环经济。
- 技术许可销售，进入生产支持：将其测量技术和相关知识产权、专有技术和测量数据



许可给时尚以外的行业。公司成立了 ZOZO NEXT，致力于创新和研发的专业机构，加强与海外子公司的合作，实现全球创新。公司将研发产生的知识产权整合到每个基地，并通过一个专门的单位进行管理。同时，ZOZO 提供由 ZOZOTOWN 上的品牌使用 ZOZOSUIT 测量的体型数据设计的多种尺寸商品等。利用通过这些企业在需求分析和生产基地方面获得的专业知识，公司现在为品牌提供生产支持、规划和提案。

③对海外市场的依赖度：依赖度较低

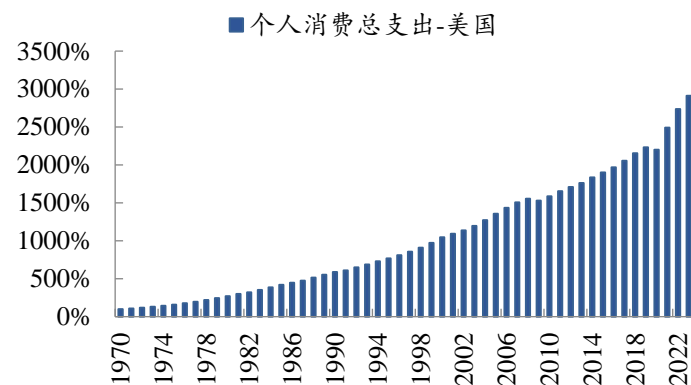
## 五、回看美国 1970 年代后的消费变迁

### 5.1、美国消费基本面——总量稳步增长，服务占比提升

随着全要素生产率的减缓，服务业对于 GDP 的贡献逐渐增大，工业的贡献开始减少。1970 年代末尾，美国服务业增加值占比提升明显加快，截止 2020 年服务业占比从 1970 年之前不到 60% 的水平提升至接近 80% 的水平。日本也呈现了同样的趋势，且服务业占比提升的速度相比美国更快。从 1990 年的 61% 提升至 71% 的水平。

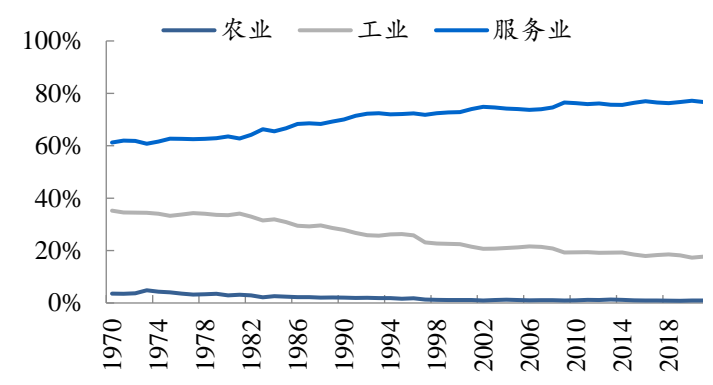
从居民消费支出的角度来看，服务重要性提升的趋势依然非常明显。服务在美国居民消费支出的比重从 1970 年初的 51% 提升至目前的 67% 的水平，而同期商品消费支出（包含耐用品和非耐用品）的占比不断减小。而日本居民消费支出中，服务的比重从 1990 年的 49% 提升至最高 60% 的水平，而同期商品消费支出占比均出现下降。

图表143：1970年后30年美国消费总支出增长10倍(倍)



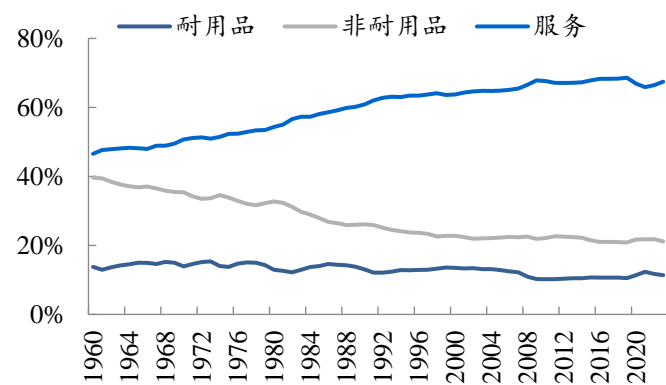
来源：美国经济分析局，国金证券研究所（均为现价口径）

图表144：美国服务业增加值占GDP比重明显上升(%)



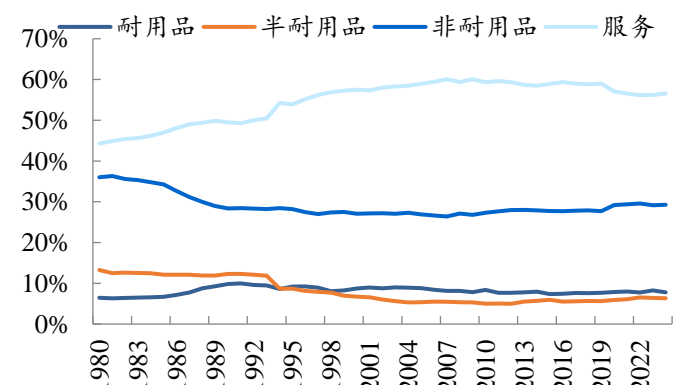
来源：世界银行，国金证券研究所

图表145：服务在美国消费支出中的占比不断提高(%)



来源：美国经济分析局，国金证券研究所

图表146：服务在日本消费支出中的占比不断提高(%)



来源：日本内阁府，国金证券研究所

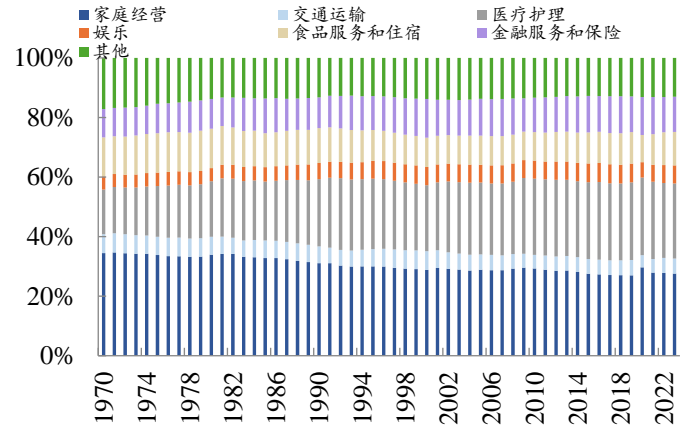
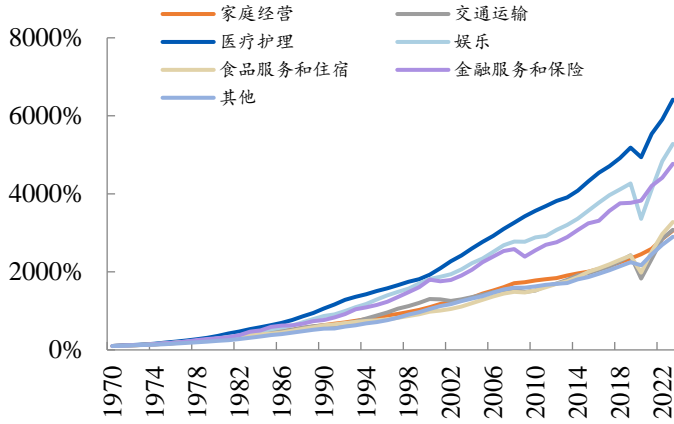
以美国为例，医疗、娱乐和金融保险成为推动服务业增长的主要动力来源。美国服务类消



费支出包含家庭经营、交通运输、医疗护理等7类细分科目，1970-2023年期间，各类型服务支出均实现了超过29倍的增长，其中增长最强劲的需求是医疗护理支出，增长率达到64倍，其次为娱乐服务和金融保险服务，分别增长52.8倍和47.7倍。

图表147: 医疗/娱乐/金融保险成美国服务增长主要推动力 (%)

图表148: 医疗/娱乐/金融保险在美国服务消费占比提升明显 (%)



来源: 美国经济分析局, 国金证券研究所 (各类型以1970年支出为基数100%)

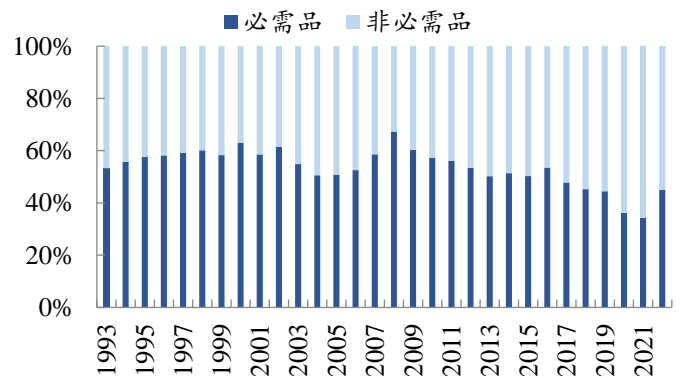
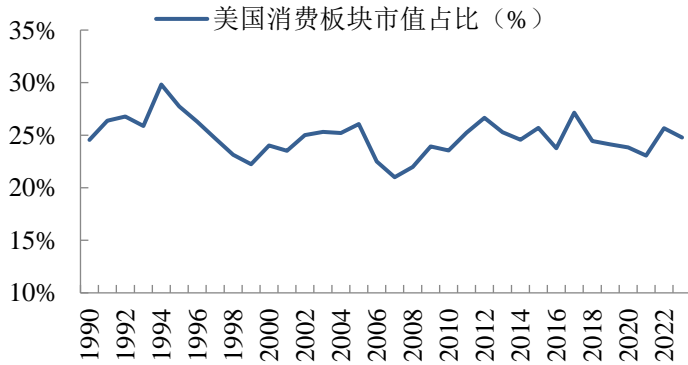
来源: 美国经济分析局, 国金证券研究所

## 5.2、消费板块结构变化——非必需比重上升，凸显成长优势

美国消费板块占股市的市值从1990年代以来维持在25%的水平。其中必需品的比重经历了下降，占比从90年代末60%的水平下降至近几年40%左右的水平，背后体现了美国非必需消费品相对于必需品的成长优势，从后续的几个赛道和龙头公司上，我们能够明显看到非必需板块公司相对于必需品公司的成长优势。

图表149: 美国消费板块市值占比 (%)

图表150: 美国必需品板块市值占比经历了下降 (%)



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

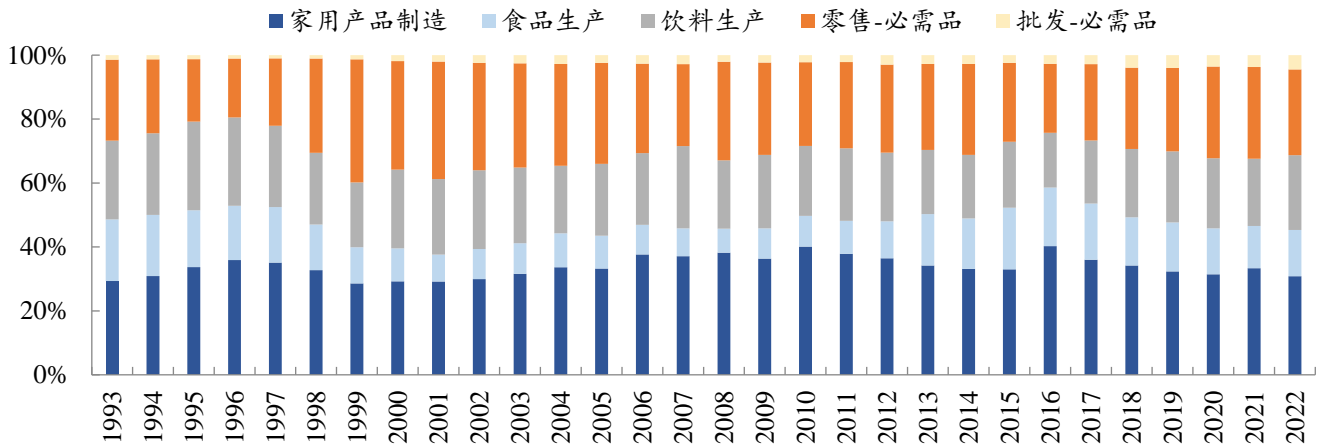
来源: Bloomberg, 国金证券研究所

### 5.2.1、美国必需消费品结构变化特点及动力拆分

美国必需品内不同细分板块的占比基本保持稳定，其中占比最大的是家用产品制造板块(20%左右)，其次为零售和批发板块(合计15%左右)，饮料生产板块占比11%，食品生产板块占比9%左右。

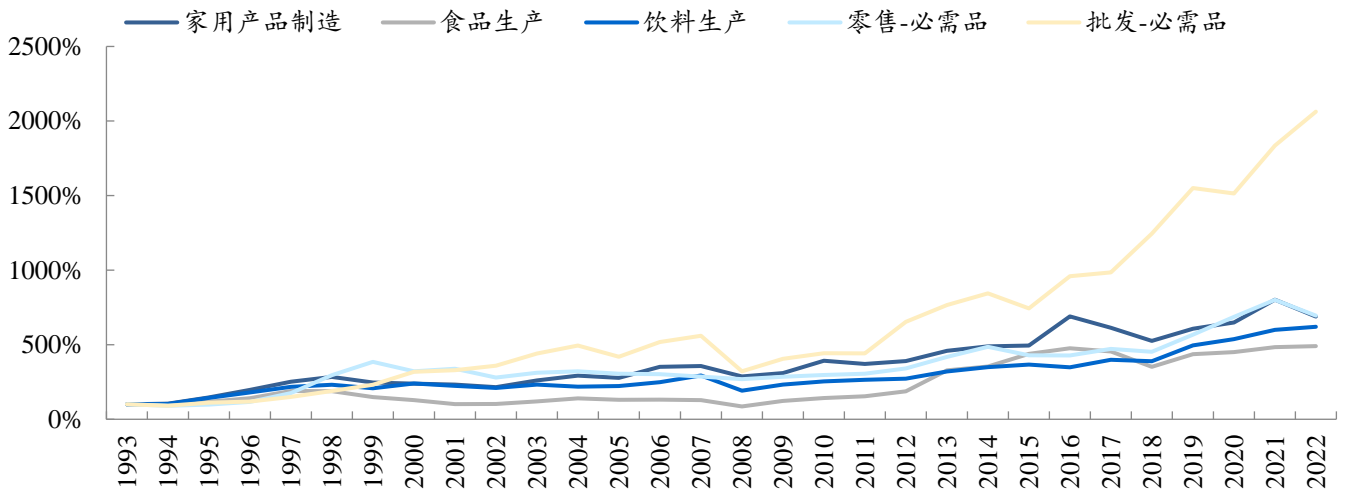


图表151: 美国必需消费品一级行业分类结构 (%)



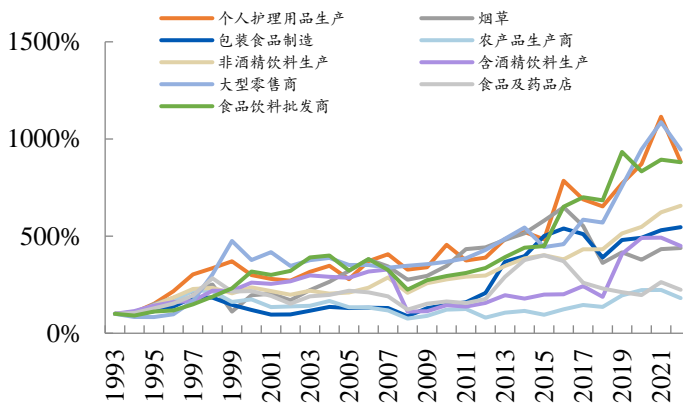
来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表152: 美国必需品内部——一级行业市值增长百分比 (%)



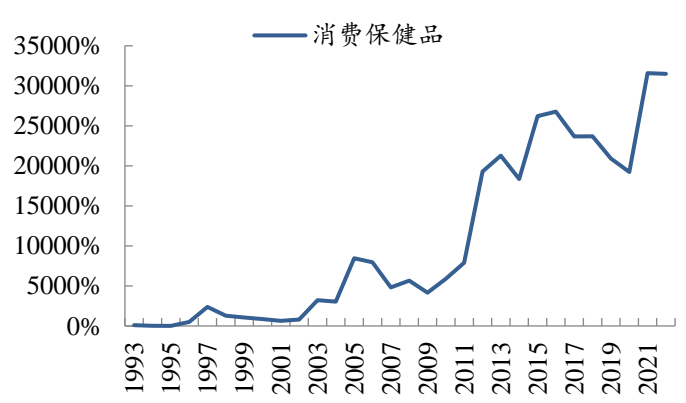
来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表153: 美国必需消费品二级行业市值增长规模 (%)



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表154: 美国必需消费品二级行业市值增长规模 (%)



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

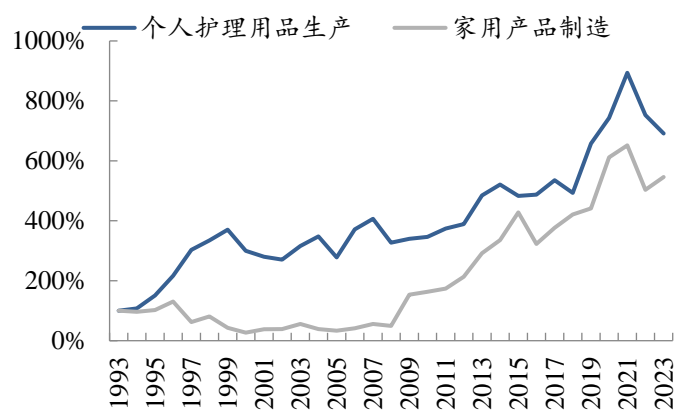
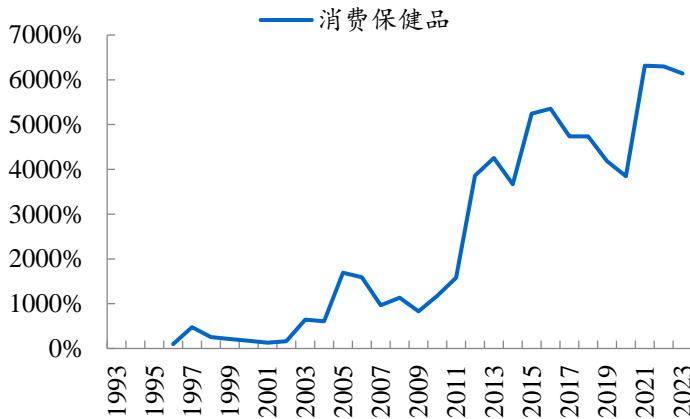


1) 家用产品制造——消费保健品赛道成长性优异

家用产品制造板块包括消费保健品、个人护理和家用产品制造，均诞生了几家长期成长性较好的公司。消费板块整体增长比例较高，主因板块核心公司 PRESTIGE 于 2011 年后迎来的市值增长，整体推高了板块市值，除 PRESTIGE 外板块并无体量类似的其他龙头公司。个人护理用品和家用产品制造板块整体市值涨幅达到 30 年 8 倍的水平，其中分别诞生了宝洁和 Church & Dwight 两家均起步于日用品的代表性公司，而 Church & Dwight 后期将业务进一步拓展至家居和宠物赛道。

图表155: 家用产品制造细分板块市值涨幅-Part1 (%)

图表156: 家用产品制造细分板块市值涨幅-Part2 (%)



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

来源: Bloomberg, 国金证券研究所

■ 消费保健品板块代表公司——普雷斯蒂奇：困境与机遇交织的医疗保健公司

①公司成长历程：

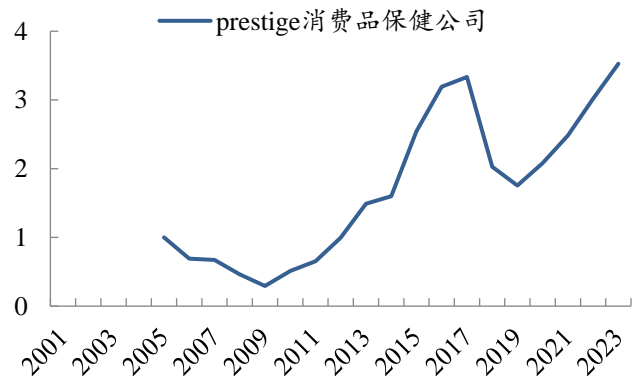
普雷斯蒂奇消费者保健公司 (Prestige Consumer Healthcare) 的发展历程充满了变革与扩张。公司成立于 1996 年，总部位于美国纽约州的塔里敦 (Tarrytown)。自成立以来，通过一系列战略收购不断丰富其产品组合，逐步发展成为非处方医疗保健产品领域的重要参与者。2004 年，MidOcean Partners 将 Prestige Brands 出售给 GTCH Golder Rauner，公司所有权发生变更。此后，公司在品牌收购方面持续发力。2009 年出售了 Denorex 和 Prell 品牌的洗发水，调整产品结构。2010 年收购 Blacksmith Brands 旗下 5 个品牌，进一步拓展业务领域。2011 年 12 月，收购葛兰素史克 (GlaxoSmithKline) 旗下的众多品牌，如 BC Powder、Beano、Ecotrin 等，大幅提升了公司在 OTC 保健品市场的竞争力。2012 年出售 Phazyme 品牌的气体 (喷雾) 品牌，优化资源配置。2013 年收购儿童和成人 OTC 健康护理用品公司 Care Pharmaceuticals of Bondi Junction，进一步丰富产品线。2014 年收购澳大利亚领先的口服液产品公司 The Hydration Pharmaceuticals Trust 旗下的 Hydralyte 品牌，并于同年收购女性护理用品及非处方保健品制造商和营销、分销商 Insight Pharmaceuticals Corporation，巩固了其在女性护理和保健品市场的地位。经过多年的发展，产品通过批发商、药店、杂货店等多种渠道在美国及加拿大等市场销售，主要市场在北美，其余销售额来自澳大利亚、新西兰和某些亚洲市场。公司产品涵盖眼睛用药、皮肤用药、喉咙用药、耳药等 OTC 保健品系列品牌，以及清洁剂、洗发精、护唇膏等家庭清洁用品品牌。





图表157: 普雷斯蒂奇产品

图表158: 2005年以来普雷斯蒂奇市值涨幅达到3.5倍(倍)



来源: Prestige Consumer Healthcare 官网, 国金证券研究所整理

来源: Bloomberg, 国金证券研究所整理

②成长的核心动力:

- 多渠道销售策略: 公司利用批发商、药店、杂货店等多种销售渠道, 广泛覆盖消费群体。这种多元化的渠道布局使产品能够触达不同层次、不同地域的消费者, 提高了产品的市场覆盖率和销售机会。无论是在城市还是农村地区, 消费者都能方便地购买到公司的产品, 从而促进了销售增长。随着市场环境的变化, 公司不断调整和优化销售渠道策略。例如, 在电商兴起的趋势下, 可能加大了在线销售渠道的投入, 以适应消费者购物习惯的转变, 进一步拓展市场空间, 确保公司在不同市场环境下都能保持竞争力。
- 产品改进与更新: 持续投入研发资源, 对现有产品进行改进和更新, 提高产品质量和功效。例如, 在眼药水、喉咙药等产品上不断优化配方, 提升用户体验, 使产品在同类竞争中更具优势, 从而吸引并留住消费者。积极研发新产品, 满足市场新兴需求。随着消费者对健康和个人护理的关注度不断提高, 公司可能推出了更多符合健康趋势的产品, 如天然成分的护理用品、针对特定健康问题的新品种等, 为公司注入新的增长动力。
- 多元化产品布局, 市场份额提升: 公司通过一系列战略收购, 构建了多元化的产品组合。从早期收购各类小型品牌, 到大规模收购葛兰素史克旗下 17 个品牌以及其他公司的相关业务, 不断丰富产品品类, 涵盖了从常见的疼痛缓解药、眼药水、皮肤药到女性护理用品、儿童健康产品等多个领域, 满足了不同消费群体在健康和个人护理方面的多样化需求, 为公司的增长奠定了坚实基础。收购知名品牌有助于迅速提升公司在目标市场的份额。例如, 收购葛兰素史克旗下品牌后, 公司得以借助这些品牌已有的市场知名度和客户基础, 快速进入并扩大在相应细分市场的占有率, 增强了在 OTC 医疗保健和家庭清洁用品市场的竞争力。

③对海外市场的依赖度: 依赖度较低, 海外业务占比约 15%+

普雷斯蒂奇公司的海外市场依赖度相对较低, 主要市场集中在北美地区, 约占其总收入的 85%。

■ 个人护理用品板块代表公司——宝洁: 多品牌矩阵的辉煌之路与转型之旅

①公司成长历程:

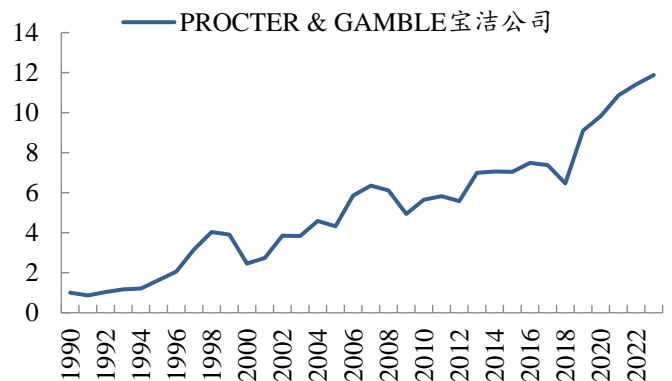
宝洁公司创立于 1837 年, 最初是美国俄亥俄州的一家小作坊, 主要生产销售肥皂和蜡烛。1861 - 1865 年南北战争期间, 为军队供应物资使其销量提升。1886 年设立新工厂, 实现规模化生产。1890 年成立第一个实验室, 开始注重产品研发。1931 年设立市场营销机构和市场调查部门, 建立产品经理制度。1946 - 2007 年, 抓住战后机遇, 通过“内生研发, 外延收购”的战略, 先后收购多个品牌, 业务版图拓展至全球多个国家和地区, 成为全球日化龙头企业。



图表159: Procter & Gamble 主要产品



图表160: 1990 年以来宝洁市值涨幅达到 12 倍 (倍)



来源: 宝洁官网, 国金证券研究所整理

来源: Bloomberg, 国金证券研究所整理

②成长的核心动力:

- 集中式广告投放, 消费者洞察精准: 在传统营销时代, 宝洁凭借强大资金实力, 通过高强度、饱和式广告投放提升消费者认知, 把握传统媒介流量入口。例如, 连续多年成为央视“标王”, 其旗下飘柔、海飞丝、潘婷等品牌在洗发护发品类广告投放中占据重要地位, 舒肤佳在香皂广告投放中优势明显。建立了以消费者为中心的市场调研体系, 深度把握消费者需求及市场趋势变化。早在 1924 年就成立市场研究部门, 近百年沉淀形成独具特色的消费者洞察体系, 为新品研发和品牌营销奠定基础。营销概念精准定位细分市场, 打造差异化卖点, 如洗发水的“去屑”“柔顺”“强韧”等理念, 将品牌与功效深度绑定。
- 多品牌战略矩阵完善, 产品定位精准: 宝洁拥有丰富的品牌矩阵, 涵盖多个品类, 如织物护理、家居护理、婴儿护理、女性护理、个人护理、口腔护理、男士理容等十大品类, 每个品类下有多个品牌。例如, 在洗发水领域有海飞丝、潘婷、飘柔、沙宣等; 在洗衣粉领域有汰渍、碧浪等。众多品牌相互补充, 满足不同消费者需求, 实现全品类覆盖, 最大程度占有市场份额。采用一品多牌战略, 各品牌定位差异化细分客群。以衣物清洁为例, 汰渍主打清洁, 当妮主打留香, 兰诺主打柔顺, 碧浪主打去菌, 品牌间特点鲜明, 覆盖不同价格区间, 有效满足不同细分客群需求, 在全球多个地区保持品类领先竞争优势。
- 研发投入领先, 创新成果显著: 宝洁重视研发, 研发历史悠久, 1890 年建立首个实验室, 持续的投入保障了产品力处于行业领先地位, 为新品拓展奠定基础。通过前瞻性研发, 推出多个业内首创产品, 推动品类升级变革。如 1946 年推出汰渍开启“洗衣革命”; 1955 年开发“佳洁士”牙膏; 1961 年推出“帮宝适”纸尿裤; 1983 年推出“护舒宝”; 1986 年飘柔首创洗发护理二合一产品等, 这些创新产品提升了市场份额。

③对海外市场的依赖度: 依赖度较高, 海外业务占比约 50%+

2023 年年度报告显示, 按地理区域划分的净销售额北美洲占 50%, 其他海外地区占 50%, 其中大中华区占 9%。

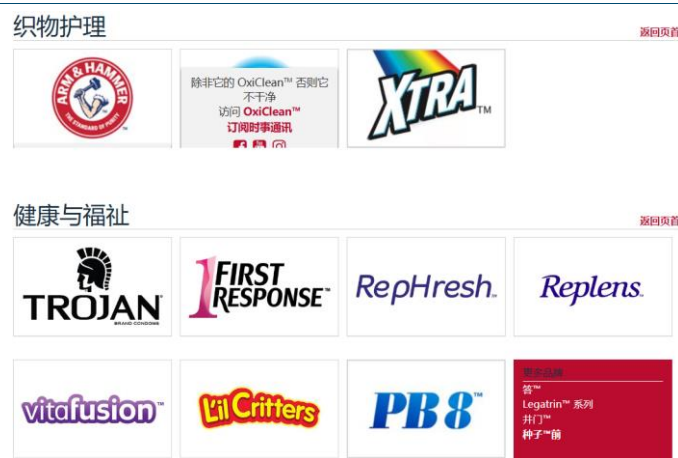
■ 家用产品制造板块代表公司——Church & Dwight: 美国家用巨头的成长之路

①公司成长历程:

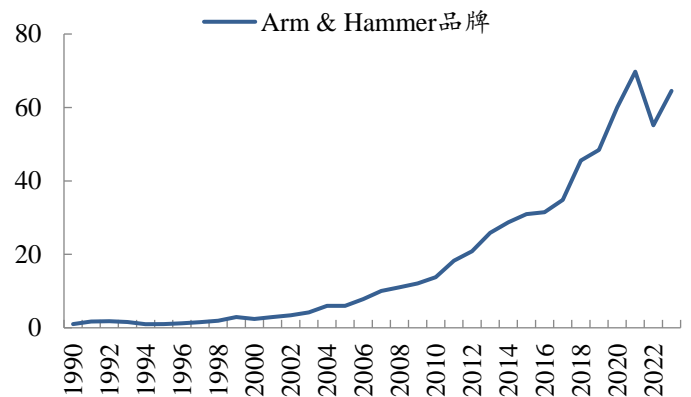
Church & Dwight 公司于 1846 年创立, 最初以小苏打粉生产销售起步, 凭借 ARM&HAMMER 这一经典品牌逐渐在市场上崭露头角。历经近两个世纪的发展, 公司已成功转型为多元化的日化产品供应商, 业务涵盖个人护理、家居护理、宠物用品及特种产品 (含动物营养) 等多个领域, 成为美国日化行业的重要参与者。



图表161: Church & Dwight 旗下消费品牌



图表162: 1990 年以来 Arm & Hammer 市值涨幅达到 65 倍 (倍)



来源: Church & Dwight 官网, 国金证券研究所整理

来源: Bloomberg, 国金证券研究所整理

②成长的核心动力:

- 品牌并购战略和原则严格: 公司的十一大核心品牌中有 10 个 (2000 年以前仅有 1 个) 是通过 2000 年以后的收购获得, 如 2001 年收购的 Trojan 安全套和 Nair 脱毛膏等。这些品牌推动公司在 2004 - 2014 年收入规模增长了 126%, 并助力公司在各细分领域占据领先地位, 目前 80% 的收入来源于这些核心品牌, 且在美国本土, 每个核心品牌在各自细分市场份额均占据前列。品牌并购遵循五项原则, 包括市场份额需处于第一或第二; 具备高增长、高毛利特性; 倾向轻资产模式; 在生产、物流和采购方面能产生协同效应; 拥有可持续的竞争优势。这确保了所收购品牌能与公司现有业务良好融合, 实现资源优化配置, 为公司持续增长提供动力。
- 资源聚焦四大品牌, 协同效应提升效益: 2014 年起实施超级品牌战略, 重点聚焦 ARM&HAMMER、Trojan、OxiClean、Lil critters/Vitafusion 四大品牌。通过集中资源投入, 强化了品牌在市场中的竞争力。相比其他核心品牌, 四大超级品牌在市场投入和研发协同、品牌授权获利、组织管理成本控制等方面优势明显, 有效带动了公司利润增长。以 ARM&HAMMER 品牌为例, 其涉及多个品类, 价格定位覆盖平价到高端, 展现出强大的市场适应能力和品牌延伸潜力。
- 持续推新增强竞争力, 适应市场变化引领趋势: 始终将产品创新作为成功的关键因素, 积极投入研发资源, 不断推出新产品以满足消费者多样化需求, 并提升产品性能和品质。公司能够敏锐捕捉市场动态和消费者偏好变化, 及时调整产品策略。如在消费趋势向高性价比转变的背景下, 部分高频次消费品类采取平价策略, 使洗衣液、织物柔顺剂、牙膏等产品价格低于市场同类竞品, 吸引了更多价格敏感型消费者, 从而在细分市场获取更大份额。

③对海外市场的依赖度: 依赖度较低, 海外业务占比约 16%+

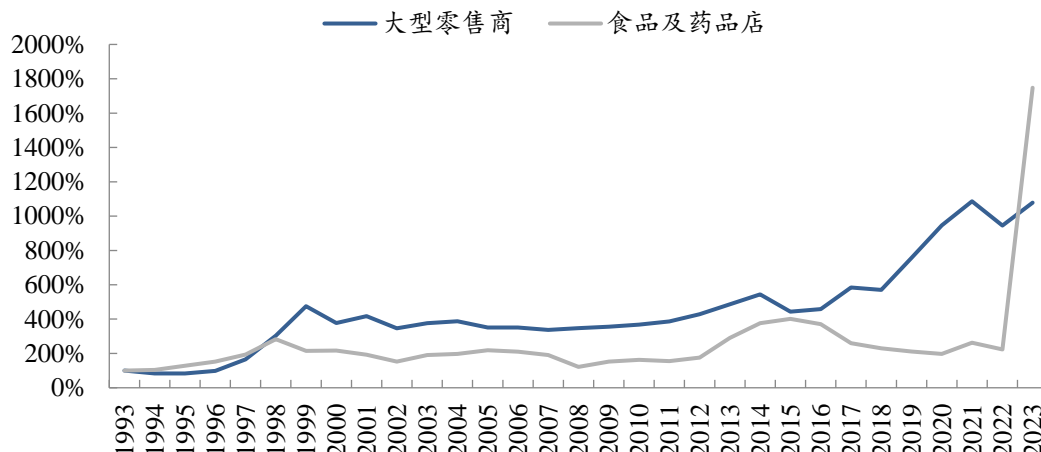
Church & Dwight 公司业务以美国本土市场为主, 海外市场在公司整体业务中占比较小, 约为 16%。

2) 必需品零售板块——零售商整体停滞, 沃尔玛 Costco 突出

美国的必需品零售板块中, 食品及药品店板块成长性较弱, 而大型零售商板块整体实现了 30 年 10 倍的增长, 其中公司之间分化明显, 传统的零售商发展停滞不前, 以 Costco、沃尔玛代表的性价比折扣商迎来了快速而持续的增长, 这和日本发展的规律一致。



图表163: 必需品零售细分板块市值涨幅(%)



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

零售板块代表公司——Costco: 会员制仓储零售的全球典范与增长引擎

①公司成长历程:

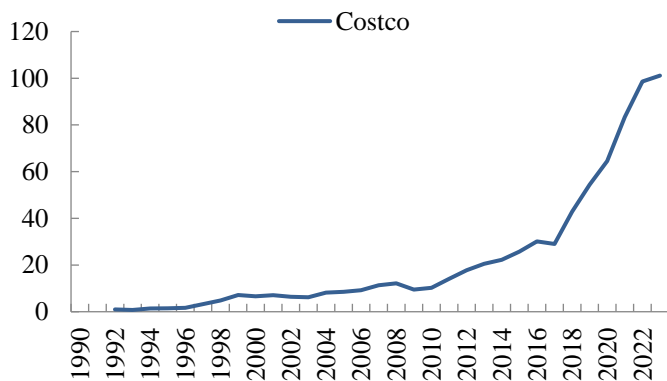
Costco 的发展历程可追溯至 1976 年, Price Club 在美国西雅图成立, 首创会员制仓储批发卖场模式, 初期主要服务小型企业, 后开放个人采买。1980 年, Price Club 上市, 开启了快速发展的篇章。1983 年, Costco 的前身成立, 其商业模式借鉴 Price Club, 并于 1985 年上市。1993 年, Price Club 与原 Costco 合并, 成立了如今的 Costco, 成为仓储会员店行业的重要力量。此后, Costco 不断扩张, 1992 年进军海外市场, 门店数量稳步增长, 尤其在 2011 年之后, 国际化扩张战略成效显著, 门店增速呈上升趋势。目前, Costco 已成为全球第三大零售商及第一大会员制连锁仓储式零售商, 其门店遍布全球 14 个国家和地区, 在全球零售市场中占据重要地位。

图表164: Costco 门店内部



来源: Costco 官网, 国金证券研究所整理

图表165: 1992 年以来 Costco 市值涨幅达到 101 倍(倍)



来源: Bloomberg, 国金证券研究所整理

②成长的核心动力:

- 独特的商业模式, 采用会员制度创新: Costco 采用会员制, 将会员费作为主要盈利来源之一, 而非依赖传统的商品销售差价。这种模式提高了顾客的转换成本, 形成了“自助餐效应”, 促使会员增加购物频率, 从而带动同店销售额增长。其会员续费率很高, 高级会员占比逐年提升, 会员消费贡献了公司大部分利润。同时通过严格控制 SKU 数量, 仅保留有限的精选商品, Costco 能够实现大规模采购, 从而获得更强的议价能力, 为消费者提供低价优质的商品。同时, 公司不断优化品类结构, 保留高引流非标大单品, 精简标品 SKU, 确保商品的高质量与高性价比, 满足目标客群的需求。
- 高效的运营管理, 优化供应链, 严格控制成本: Costco 建立了强大的供应链体系,



采用源头直采和高效物流配送模式，绝大部分的商品直接配送至物流中心再转运至门店，减少中间环节，降低成本。同时，其配送中心发货至门店时间不超过 24 小时，保证了商品的快速周转，提高运营效率。此外，公司通过供应链金融服务，如反向保理与动态贴现，确保现金流稳定，进一步优化供应链运作。在运营过程中，Costco 从多个方面严格控制成本。其自有物业占比高，有效避免了租金波动对成本的影响；门店装修精简朴素，降低装修及维护费用；内部严控商品毛利率，实现低加价倍率，以低价吸引消费者，同时保持与同行相近的净利率水平。

- 客群定位精准，选址策略科学：明确将目标客群定位为中高收入、高学历、家庭消费为主的人群，这部分人群消费能力强、购物目的明确、对品质要求高且注重购物体验。精准的客群定位使得 Costco 能够更好地满足消费者需求，提供符合其期望的商品和服务，进而提高客户满意度和忠诚度。在门店选址上，Costco 偏好高收入、高密度、高人口增长率的区域，如早期深耕美国西部高收入地区，后向东部拓展。科学的选址策略确保了门店能够覆盖目标客群，吸引更多潜在会员，同时也为门店的长期稳定发展提供了有力支持。

③对海外市场的依赖度：依赖度适中，海外业务占比约 27%+

1990 年代 Costco 开启了海外门店的扩张之路，FY2022 公司全球除美国外营收达到 615 亿美元，占集团营收比重 27%。

### ■ 零售板块代表公司——沃尔玛：零售传奇的进阶密码与全球征程

①公司成长历程：

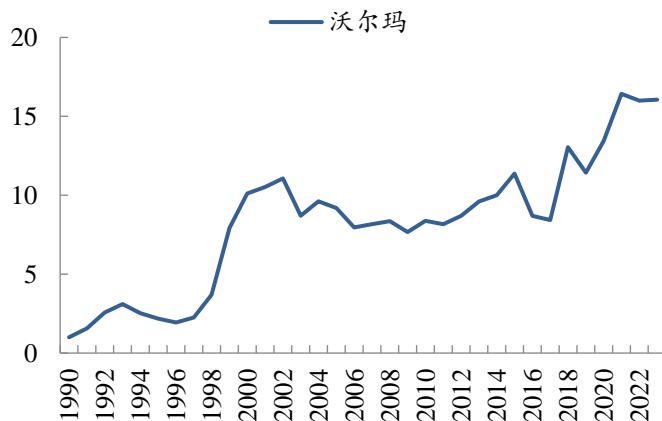
1962 年，山姆·沃尔顿怀揣着对零售事业的热忱，在美国阿肯色州的小镇开启了沃尔玛的创业篇章，最初以折扣店的形态服务当地居民。1972 年，沃尔玛成功登陆纽交所，踏上了资本市场的舞台。在 1973 - 1990 年的关键发展期，沃尔玛巧妙利用美国经济环境的变化，精准施策，实现了规模的迅猛扩张，一跃成为全美零售业的翘楚。此后，沃尔玛将目光投向全球，开启了波澜壮阔的全球化征程，尽管在部分海外市场遭遇了诸如文化差异、市场竞争等挑战，但凭借坚韧不拔的毅力和灵活多变的策略，不断拓展商业版图。如今，沃尔玛已傲然屹立于全球零售之巅，业务版图横跨 28 个国家和地区，构建起了一个涵盖零售、电商、金融服务、制药医疗等多元领域的商业帝国，其多样化的业态如购物广场、山姆会员店、社区店等，如同一颗颗璀璨明珠，满足了全球不同消费者的差异化需求。

图表166：沃尔玛门店外景

图表167：1990 年以来沃尔玛市值涨幅达到 16 倍（倍）



来源：沃尔玛官网，国金证券研究所整理



来源：Bloomberg，国金证券研究所整理

②成长的核心动力：

- 供应链与成本管理高效协同，精细管控：沃尔玛深知配送能力对于零售企业的关键意义，自创立之初便不遗余力地投入资源建设强大的物流配送体系，确保门店货品供应的及时性和稳定性。在库存管理方面，与供应商紧密协作，引入先进的管理模式，实现库存水平的精准控制，减少资金占用，提高资金使用效率，构建起了一条高效、敏捷的供应链。在采购环节，通过直接与工厂合作、集中采购等策略，最大程度降低购货成本；在运营过程中，对每一项费用都进行精打细算，严格控制广告支出、削减行



政开支、强化损耗管理等，确保企业在激烈的市场竞争中始终保持成本优势，实现盈利能力的稳步提升。

- 市场战略精准定位，多元布局：创业伊始，沃尔玛独辟蹊径，选择从竞争相对薄弱的乡村小镇发力，稳扎稳打，逐步积累实力。随着发展进程的推进，精心布局不同业态，从满足日常消费的社区店到提供一站式购物体验的购物广场，再到聚焦会员服务的山姆会员店，精准锁定并覆盖了各个消费层次和需求的客户群体，实现了市场的全方位渗透。始终高举“天天平价”的旗帜，将低价策略贯穿于经营的每一个环节，凭借卓越的成本管控能力，为消费者提供高性价比的商品，赢得了广大价格敏感型消费者的青睐。同时，以消费者需求为导向，持续优化购物环境、丰富商品种类、提升服务质量，致力于为消费者打造便捷、舒适、愉悦的购物体验，从而有效增强了客户粘性和忠诚度。

③对海外市场的依赖度：依赖度较低，海外业务占比约 17.84%+

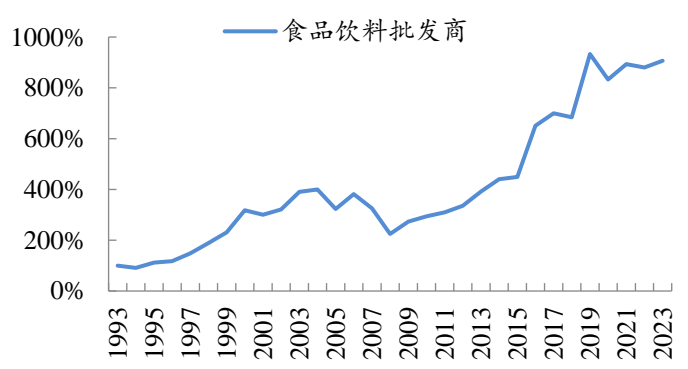
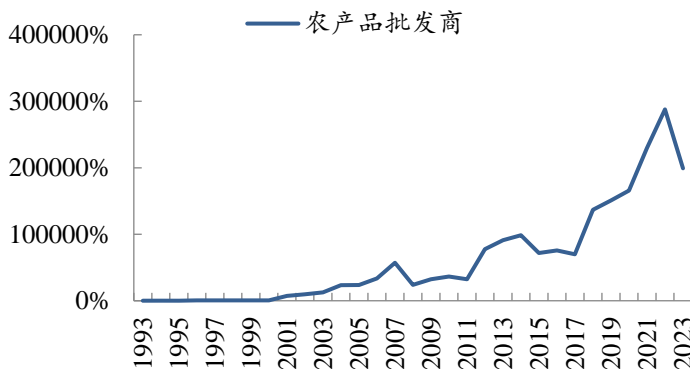
基于 2024 财年收入结构分析，沃尔玛美国销售额为 4418 亿美元，同比增长 5.6%，占总营收 68.75%，沃尔玛国际净销售额为 1117 亿美元，同比增长 10.6%，占营收 17.84%。

### 3) 必需品-批发板块

美国必需品批发板块内的两大细分方向均实现了较高的市值增长，尤其是农产品批发商板块，其主要原因是 2001 年和 2018 年分别迎来了两家体量较大的上市公司，分别为 BUNGE GLOBAL 和 ARCHER-DANIELS，从而推高了板块的市值，但下方的代表性公司，我们挑选了业内市值第三的安德森斯，因此成长性相比前两大公司更加优越。食品饮料批发商板块也实现了 30 年 8 倍的市值增长，其中 PERFORMANCE FOOD 公司是近十多年里行业最快的增长故事。

图表168：必需品批发细分板块市值涨幅-Part1 (%)

图表169：必需品批发细分板块市值涨幅-Part2 (%)



来源：Bloomberg，国金证券研究所

来源：Bloomberg，国金证券研究所

### ■ 农产品批发商板块代表公司——安德森斯：融合多元业务的农业翘楚之崛起

#### ①公司成长历程：

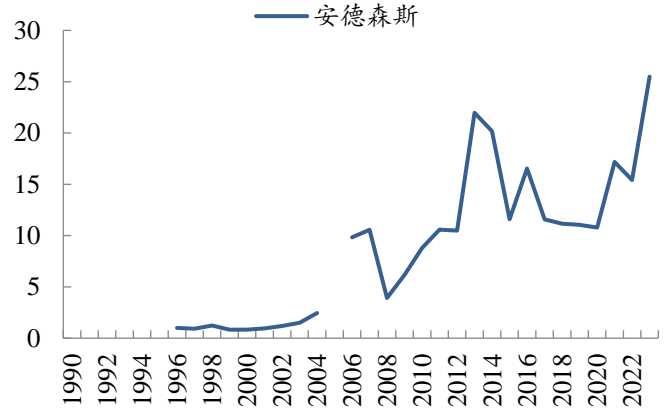
安德森公司 (The Andersons, Inc.) 的历史可追溯至 1947 年，由 Harold 和 Margaret Anderson 夫妇创立，最初名为 Anderson Truck Terminal (ATT)，专注于粮食运输与储存业务，为谷物行业提供服务。在随后的几十年间，公司不断拓展业务领域，通过一系列战略决策实现了逐步扩张。1996 年，公司在纳斯达克成功上市，开启了新的发展篇章。进入 21 世纪，安德森公司在巩固现有业务的基础上，持续探索新的增长点，通过并购等方式不断丰富业务版图，逐渐成长为一家多元化的农业综合企业，业务涵盖贸易、可再生能源、营养与工业等多个领域。



图表170：安德森斯农业供应链



图表171：1996年以来安德森斯市值涨幅达到25倍（倍）



来源：安德森斯官网，国金证券研究所整理

来源：Bloomberg，国金证券研究所整理

### ②成长的核心动力：

- 多元化业务战略：公司通过三个主要部门（贸易、可再生能源、营养与工业）及多个业务单元运营，形成了多元化的业务格局。贸易部门经营谷物升降机，从事谷物及各类农产品的买卖、营销、风险管理等业务，同时提供物流服务；可再生能源部门专注于乙醇及其副产品的生产、采购与销售，并为乙醇工厂提供运营、风险管理和营销支持；营养与工业部门生产和销售多种农业及工业产品，包括植物营养素、液体工业产品、草坪肥料、玉米芯产品等，为商业和家庭农民提供全面的产品与服务。这种多元化布局使公司能够在不同市场环境下分散风险，实现协同发展。不断创新和拓展产品与服务种类，以满足市场多样化需求。例如，在贸易部门，除传统谷物业务外，积极拓展特种配料业务；可再生能源部门致力于提高乙醇生产效率和副产品价值，并适应市场对可再生柴油原料需求的增长；营养与工业部门持续研发和改进各类农业投入品和工业产品，如开发新型草坪护理产品、优化作物营养素配方等，增强了公司在各细分市场的竞争力。
- 市场适应与风险管理：在复杂多变的农业市场中，公司展现出强大的适应能力。如2023-2024年期间，面对全球粮食供应变化和大宗商品价格波动，公司及时调整贸易策略，充分利用谷物资产优势，把握市场机会。在乙醇市场，尽管价格和利润率有所波动，但通过优化生产运营、合理安排维护停机等措施，保持了业务的相对稳定。建立了完善的风险管理体系，在谷物营销中运用风险管理工具应对价格波动风险；在可再生能源领域，通过优化原料采购、拓展销售渠道等方式降低市场风险；在营养与工业产品业务中，密切关注原材料价格 and 市场需求变化，合理控制库存和生产成本，确保公司在各种市场条件下能够稳健运营。
- 高效运营与成本控制：注重运营效率提升，不断优化业务流程和管理模式。在贸易业务中，加强与供应商和合作，提高交易效率和物流配送速度；在生产环节，引入先进的生产技术和经验，提高生产效率和产品质量稳定性；在企业管理方面，加强信息化建设，提升决策效率和资源配置效率，降低运营成本。实施严格的成本控制策略，从采购、生产、销售到行政管理等各个环节进行精细化管理。通过与供应商建立长期合作关系、优化采购渠道等方式降低原材料采购成本；在生产过程中严格控制能耗和物料损耗；在销售和营销方面，精准定位市场，提高营销资源利用效率，确保公司在激烈的市场竞争中保持成本优势。

### ③对海外市场的依赖度

从现有信息来看，公司未明确披露海外市场收入占比情况，难以精确评估对海外市场的依赖程度。但在国际市场上具有一定的业务布局，其业务涉及美国、加拿大、墨西哥、埃及、瑞士等国家和地区。



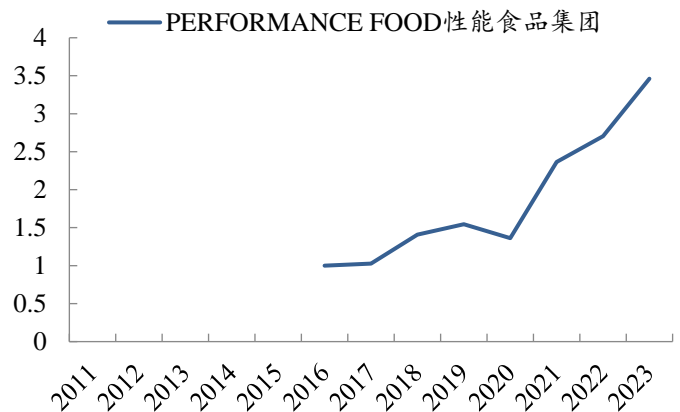
■ 食品饮料批发商板块代表公司——Performance Food Group: 食品分销业的扩张之路与战略布局

① 公司成长历程:

Performance Food Group Company (PFGC) 成立于 1885 年, 总部位于美国弗吉尼亚州里士满。公司由小贩 James Capers 创立, 最初在弗吉尼亚州里士满市为批发商兜售杂货, 后业务逐渐扩展。2008 年, 被 Wellspring Capital Management 和 Blackstone Group 以 13 亿美金收购, 随后零食分销商 Vistar 和意大利餐饮服务公司 Roma Foods 并入。2015 年 10 月, 公司 IPO 登陆纽交所。此后, 通过一系列战略收购不断壮大, 2019 年收购 Eby - Brown Co. 和 Reinhart Foodservice, 2021 年完成对 Core - Mark Holding Co. Inc. 的收购, 2024 年 8 月宣布收购 Cheney Brothers。

图表172: Performance Food Group

图表173: 2016年以来 Performance Food Group 市值涨幅达到 3.5 倍 (倍)



来源: Performance Food Group 官网, 国金证券研究所整理

来源: Bloomberg, 国金证券研究所整理

② 成长的核心动力:

- 战略收购驱动业务扩张: PFGC 通过多次战略收购, 如 2019 年对 Reinhart Foodservice 的收购, 显著扩大了市场份额, 增强了在食品服务分销领域的影响力。2021 年收购 Core - Mark Holding Co. Inc. 后, 成为北美最大的便利店批发分销商之一, 实现了业务规模的快速增长。2024 年收购 Cheney Brothers, 进一步提升了在东南部地区的市场渗透力, 巩固其市场地位。收购不同类型的企业丰富了 PFGC 的产品线, 从食品、饮料到烟草产品等一应俱全, 同时拓展了服务的客户群体, 包括独立餐厅、连锁餐厅、学校、医院、便利店等, 满足多样化的市场需求, 提升了整体竞争力。
- 客户关系管理与服务优化: 公司高度重视客户需求, 提供多样化的增值服务, 如产品选择、采购建议、菜单开发等, 帮助客户提升运营效率, 从而增强了客户的粘性和忠诚度。注重拓展客户群体, 尤其关注独立餐厅和中小型食品服务企业, 为其提供量身定制的服务, 在这些细分市场中占据重要地位, 有效扩大了市场份额。
- 供应链管理与成本控制: PFGC 构建了高效的供应链网络, 利用先进的物流技术和配送中心, 确保产品及时、准确地送达客户手中, 降低了物流成本, 提高了运营效率。通过整合收购企业的资源, 在采购、运营和物流等方面实现协同效应, 降低采购成本, 优化库存管理, 提高资金使用效率, 从而提升了公司的盈利能力。
- 适应市场变化与创新能力: 公司密切关注行业趋势, 如消费升级、技术发展等, 及时调整业务策略, 在通货膨胀时期合理定价产品, 保障了公司收益, 展现出良好的市场适应性。不断在运营管理、服务模式等方面进行创新, 例如持续优化分销网络、拓展私有品牌市场等, 推动公司持续发展, 保持行业领先地位。

③ 对海外市场的依赖度: 依赖度较低

根据提供的信息, Performance Food Group (PFGC) 主要在美国本土开展业务, 其海外业务占比较小。虽然没有明确披露海外收入占比, 但从其收购的企业多为美国本土或北美地区的企业, 以及服务的客户群体主要是美国国内各类机构(包括独立和连锁餐厅、学校、





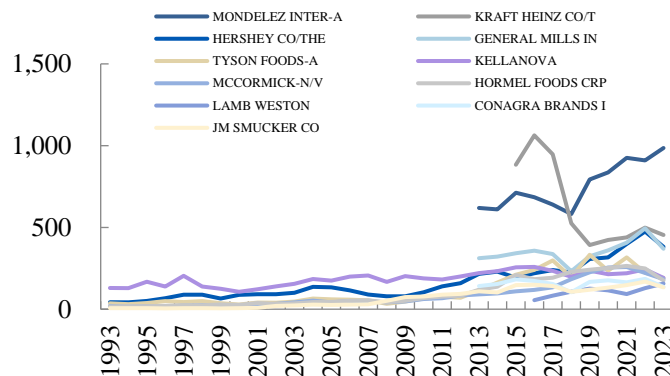
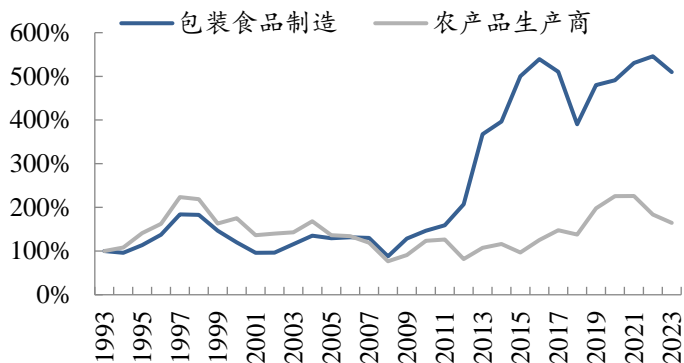
医疗机构、大型零售商、电影院和便利店等)可以看出,该公司的核心市场和业务重心在美国国内。

#### 4) 食品生产

美国的食品生产板块不同于日本,并未走出类似于三得利、龟甲万的长期增长的代表性公司。农产品生产商的市值经历了30年的停滞,而包装食品制造板块2015年后的市值增长,主要得益于新公司的纳入。我们将包装食品制造板块的主要公司股价进行比较,发现大多数公司在过去30年,市值的增长表现平平。

图表174: 食品生产细分板块市值涨幅(%)

图表175: 包装食品制造板块并未走出牛股(亿美元)



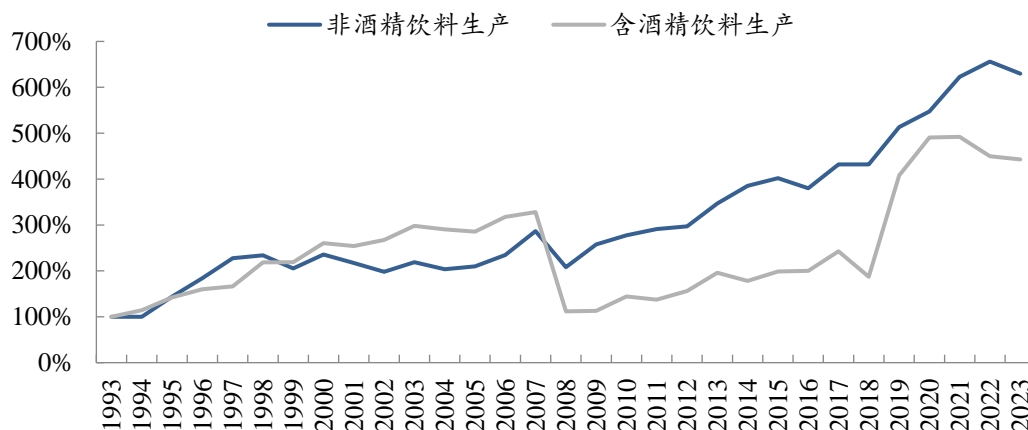
来源: Bloomberg, 国金证券研究所

来源: Bloomberg, 国金证券研究所

#### 5) 饮料生产

美国的饮料生产板块整体迎来了一定的增长,非酒精饮料和含酒精饮料板块市值分别在30年内增长了6倍和4倍,非酒精饮料相对表现更佳。尽管板块整体增长幅度并未领先其他板块,但其中诞生了数家代表性的能量饮料公司,成为近30年美国消费品生产行业少有的高速增长代表。而传统巨头百事可乐和可口可乐,我们也将其作为传统的代表进行列示,此外我们还挑选了三家代表性的酒精饮料公司,分别布局烈酒和啤酒赛道。

图表176: 饮料生产细分板块市值涨幅(%)



来源: Bloomberg, 国金证券研究所



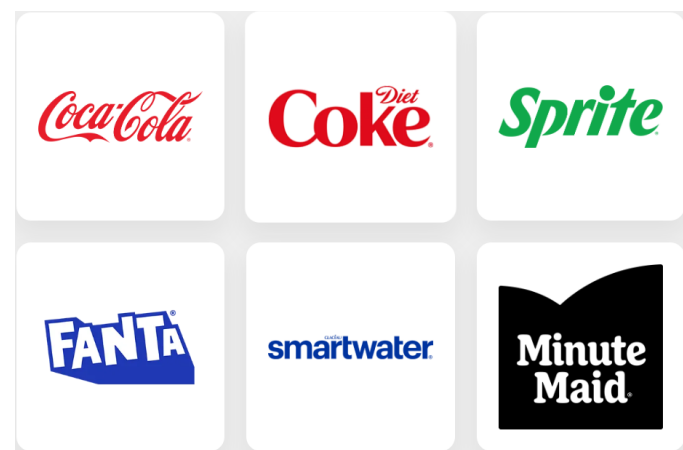
■ 非酒精饮料生产板块代表公司——可口可乐：百年传奇的辉煌之路与全球市场战略

①公司成长历程：

可口可乐的发展历程宛如一部波澜壮阔的史诗，跨越了三个多世纪，书写着全球饮料行业的传奇。1886年，药剂师约翰·彭伯顿在美国亚特兰大意外调制出了可口可乐，最初它被当作治疗头痛的药水，在雅各布药店以5美分/杯的价格售卖，后经商人阿萨·坎德勒收购并大力推广，逐渐在亚特兰大崭露头角，开启了其商业帝国的征程。1919年，坎德勒家族将可口可乐公司出售给以欧内斯特·伍德拉夫为首的投资集团，后由其子罗伯特·伍德拉夫引领公司走向新高度，他通过一系列创新举措，如推出6.5盎司的标志性包装瓶、开展大规模广告宣传活动等，推动可口可乐迅速风靡全美，成为美国饮料市场的翘楚。

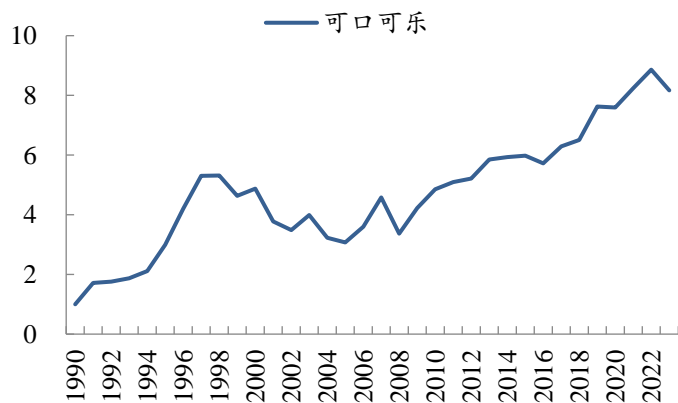
二战期间，可口可乐凭借与美国政府的紧密合作，作为军需物资随美军走向世界，在海外建立了众多装瓶厂，不仅让士兵们在战场上能畅饮可乐，还使可口可乐深深融入了当地文化，为战后的全球化扩张奠定了坚实基础。战后，可口可乐不断拓展国际市场，通过与当地瓶装商合作，逐渐在全球各地生根发芽。1978年，可口可乐重返中国市场，成为改革开放后最早进入中国的外资企业之一，见证并参与了中国经济的腾飞。进入21世纪，可口可乐通过一系列战略收购，如2018年收购Costa咖啡，进一步丰富了产品线，巩固了其在全球饮料市场的领先地位。如今，可口可乐公司已成为全球最大的饮料公司之一，产品畅销200多个国家和地区，拥有众多知名品牌，其标志性的红色和白色商标以及独特的口感，深受全球消费者的喜爱和追捧。

图表177：可口可乐主要品牌



来源：可口可乐官网，国金证券研究所整理

图表178：1990年以来可口可乐市值涨幅达到8倍（倍）



来源：Bloomberg，国金证券研究所整理

②成长的核心动力：

- 产品创新与多元化发展：可口可乐的成功核心在于其神秘且独特的配方，这种口味深受全球消费者喜爱，成为了可口可乐的标志性特征。同时，公司不断推陈出新，推出了健怡可口可乐、零度可口可乐等低糖、无糖产品，以迎合消费者对健康饮品日益增长的需求，适应市场变化趋势，满足不同消费者的口味偏好，进一步巩固了市场份额。除了传统的碳酸饮料，可口可乐公司积极拓展多元化产品线，涉足果汁、茶、咖啡、瓶装水等多个品类，拥有美汁源、纯悦、茶研工坊、Costa咖啡等多个知名品牌。通过多元化的产品布局，可口可乐能够满足不同消费场景和消费者群体的需求，降低对单一品类的依赖，分散市场风险，实现协同发展，提升整体市场竞争力。
- 品牌建设与营销策略：可口可乐始终致力于塑造积极、快乐、活力的品牌形象，将品牌与各种欢乐、分享的场景紧密相连，使其成为消费者情感寄托的一部分。公司投入大量资源进行品牌传播，通过赞助奥运会、世界杯等全球性体育赛事，以及与各种文化、艺术活动的合作，不断提升品牌知名度和美誉度，强化品牌在消费者心中的地位，使可口可乐不仅仅是一种饮料，更是一种生活方式和文化象征。可口可乐采用多样化的营销手段，包括广告投放、明星代言、社交媒体营销、主题活动等，实现全方位的品牌推广。其广告创意新颖、富有感染力，常常引领时代潮流，能够精准触达目标消费者，引发情感共鸣。此外，公司善于利用大数据和数字化技术，实现精准营销，提高营销效果和投资回报率，与消费者建立深度互动和长期关系。



- 全球化布局与本土化运营：可口可乐是全球化的先驱者，早在 20 世纪初就开启了全球化征程，通过建立广泛的国际销售网络，将产品推广至全球各个角落。公司在全球范围内与众多装瓶商合作，利用当地资源和渠道优势，实现快速市场渗透，使可口可乐成为全球最具价值的品牌之一，充分享受全球市场增长带来的红利。在全球化进程中，可口可乐注重本土化运营，根据不同国家和地区的文化、口味偏好和消费习惯，对产品进行定制化调整。例如，在中国市场推出了“冰露”瓶装水、“美汁源”果粒橙等符合中国消费者口味的产品，并在包装、营销活动中融入中国元素，实现了品牌与本土文化的深度融合，增强了消费者对品牌的认同感和亲和力。

③对海外市场的依赖度：依赖度很高，海外业务占比约 83%

2022 年全球货箱销量组合按运营细分，北美占比约 17%，国际销量占比约 83%。

■ 非酒精饮料生产板块代表公司——百事公司：多元化全球巨头的战略转型与可持续发展之路

①公司成长历程：

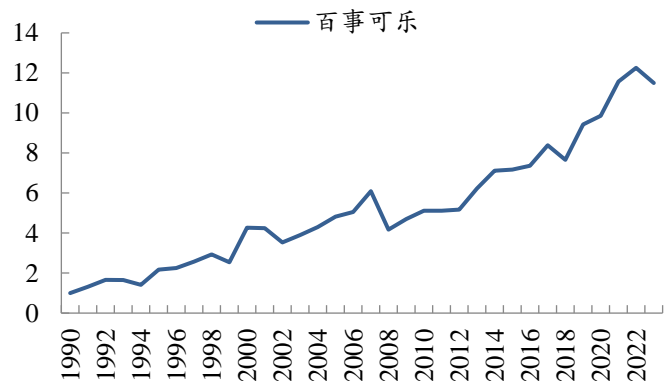
百事公司的发展历程充满传奇色彩。1898 年，药剂师凯乐布·布莱汉姆在美国北卡罗来纳州发明了百事可乐，最初作为药物出售，后逐渐发展为风靡市场的饮料。然而，早期百事经历了诸多波折，一战后糖价上涨和经济大萧条使其陷入破产并多次被转卖。直到 1931 年，被查尔斯·G·格思收购后，凭借低价策略开始复兴，1936 年通过广告宣传进一步巩固市场份额，为全球化奠定基础。20 世纪中叶起，百事开启国际化征程，在全球饮料霸权竞争中不断创新与突破，通过一系列并购和市场拓展策略，逐渐成长为横跨 200 多个国家的全球食品和饮料巨头。

图表179：百事产品



来源：百事公司官网，国金证券研究所整理

图表180：1990年以来百事市值涨幅达到11倍（倍）



来源：Bloomberg，国金证券研究所整理

②成长的核心动力：

- 多元化并购增强市场份额与竞争力：百事通过一系列具有战略意义的并购实现了业务多元化发展。1965 年与零食巨头 Frito-Lay 合并，进入零食市场，旗下乐事薯片、多力多滋玉米片等成为畅销产品，形成“饮料 + 零食”的组合销售模式，增强了市场竞争力。1998 年收购 Tropicana，进军健康饮品市场的果汁领域；2001 年合并 Quaker Oats Company，获得佳得乐运动饮料和桂格燕麦品牌，进一步扩大在运动饮料和燕麦食品领域的份额；2010 年收购俄罗斯 Wimm-Bill-Dann，涉足乳制品领域；近年来还不断收购健康食品和饮料品牌，如 2016 年收购 KeVita、2018 年收购 Bare Snacks 和 SodaStream、2019 年收购 BFY Brands、2020 年收购 Rockstar Energy、2022 年收购 Celsius 股份等，不断丰富产品组合，降低对单一品类的依赖，满足不同消费者需求。这些并购举措帮助百事在全球范围内迅速扩大市场份额，进入新的区域市场和细分领域。通过整合被收购品牌的资源、渠道和技术，百事能够更好地发挥协同效应，提升整体运营效率和盈利能力，巩固其在全球食品饮料行业的领先地位。
- 品牌本土化与全球化平衡：深刻理解全球消费者口味和文化差异，采取灵活的本土化策略。在印度推出“库拉可乐”，针对不同国家和地区的节庆活动推出限量版包装和



口味,使产品更贴近当地消费者需求,增强消费者对品牌的认同感和亲和力。一方面,通过赞助超级碗等全球顶级赛事,强化百事品牌年轻、活力的全球化形象,提升品牌国际影响力;另一方面,根据不同市场特点调整营销策略,确保品牌在本地市场的有效传播和接受度,实现品牌本土化与全球化的有机结合。

- 适应市场变化,拓展新兴市场:能够敏锐捕捉市场趋势和消费者需求变化,及时调整战略方向。随着全球消费者健康意识提升,逐渐向健康饮品和食品转型,减少高糖、高脂肪、高盐产品的比例,推出低糖、无糖、低卡产品系列,顺应健康化消费趋势;在新兴市场面临挑战时,如印度市场曾遭遇的食品安全问题,迅速采取措施建立严格质量控制体系,并通过支持当地农业和公益活动恢复消费者信任。积极拓展新兴市场,尤其是亚太、非洲、中东等地区。尽管亚太地区目前营收占比相对较低,但中国等市场增长潜力巨大,百事通过加强市场布局、推出适合当地的产品和营销策略,挖掘新兴市场的增长机会,实现全球市场的均衡发展。

③对海外市场的依赖度:依赖度适中,海外业务占比约 43%

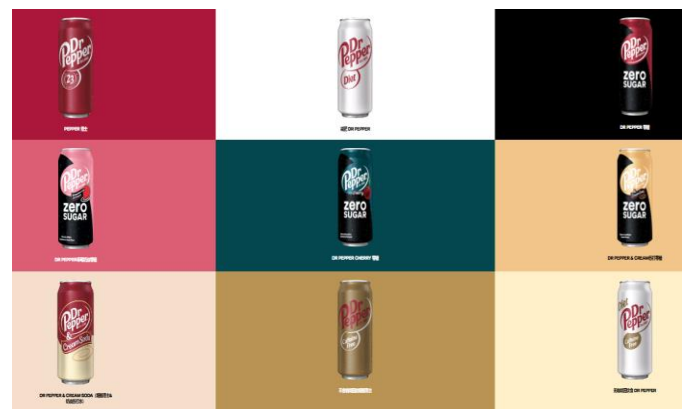
2023 年,百事公司总营收达到 914.7 亿美元,其中美国的营收占 57%,美国以外的营收占 43%。

### ■ 非酒精饮料生产板块代表公司——Dr Pepper: 软饮料品牌的创新营销

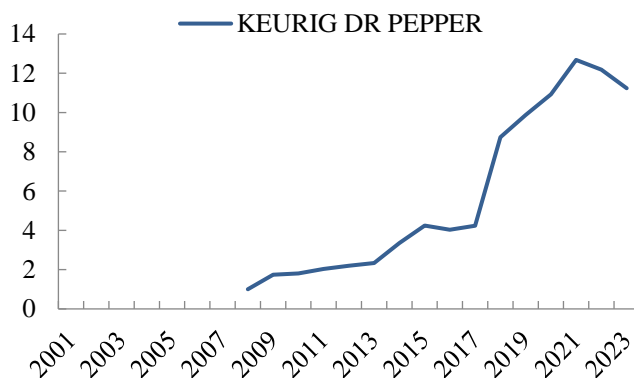
#### ①公司成长历程:

Dr Pepper 诞生于 1885 年美国德克萨斯州的韦科,由药剂师查尔斯·奥尔德顿(Charles Alderton)发明,最初在莫里森老角药店的苏打水喷泉供应。因其独特风味迅速受到顾客喜爱,后由 Robert S. Lazenby 和莫里森接手商业运作。1891 年,成立了 Artesian Mfg. & Bottling Company,即后来的 Dr Pepper Company。1904 年,该公司在圣路易斯世界博览会亮相,将产品推向更广泛受众。此后,Dr Pepper 不断发展壮大,逐渐成为美国软饮料市场的重要参与者。2018 年,Keurig Dr Pepper 成立,由专注于咖啡领域的「绿山咖啡(Keurig Green Mountain)」和专注于软饮的「Dr Pepper Snapple Group」合并而成,并在纳斯达克交易所上市。如今,其产品不仅在美国畅销,还作为进口商品在全球多个国家和地区销售,拥有丰富的产品线,包括多种口味和不同配方版本。

图表181: Dr Pepper 商品



图表182: 2008 年以来 Dr Pepper 市值涨幅达到 11 倍(倍)



来源: Dr Pepper 官网, 国金证券研究所整理

来源: Bloomberg, 国金证券研究所整理

#### ②成长的核心动力:

- 独特的品牌定位与产品特色:以独特的 23 种口味混合配方著称,这种创新组合使其在软饮料市场中独树一帜,区别于传统的可乐等饮料,为消费者带来与众不同的味觉体验,吸引了那些寻求新奇口味的消费者,奠定了品牌成功的基石。在保持经典口味的同时,积极推出新口味产品,如草莓和奶油口味、奶油椰子 LTO 等,满足消费者多样化的口味需求,特别是吸引年轻和多元文化消费者,同时注重平衡新品推出与核心业务的关系,确保不影响传统优势产品的市场份额。
- 创新有效的营销策略:自 2014 年成为大学橄榄球季后赛官方赞助商以来,通过长期运行的“Fansville”活动等一系列围绕大学橄榄球的营销举措,与球迷建立深度联系,利用赛事热点和球员合作,创造了极具吸引力的广告内容,如与海斯曼奖杯冠军



四分卫 Caleb Williams 合作推出“FANicures”指甲油套件，引发广泛关注，提升品牌知名度和影响力。积极利用社交媒体平台，如 Instagram 和 Twitter 等，分享有趣内容并与消费者互动，保持品牌在网络上的热度和话题性。同时，能够迅速捕捉流行趋势，如响应喝 Dr Pepper 配泡菜的病毒式趋势，推出相关 TikTok 视频，获得高观看量，展现出敏捷的营销反应能力，增强消费者对品牌的好感和粘性。

- 战略收购与业务拓展：通过一系列战略收购，如收购 La Colombe、Nutrabolt 等品牌，丰富了公司在咖啡、能量饮料等领域的产品线，整合各方资源，发挥协同效应，提升整体市场竞争力，扩大市场份额，实现多元化发展。利用自身庞大的渠道资源，如在收购 Nutrabolt 后拓展其能量饮料品牌「C4 Energy」的销售渠道，同时借助被收购品牌的现有渠道，进一步拓宽自身产品的市场覆盖范围，提高产品的铺货率和可及性，为消费者提供更便捷的购买途径。

③对海外市场的依赖度：依赖度较低，海外业务占比约 13%

据 2023 年年报，在国际市场，Keurig Dr Pepper 净销售额实现两位数增长，占公司总销售额的 13%。

### ■ 非酒精饮料生产板块代表公司——燃力士：能量饮料市场的崛起新星

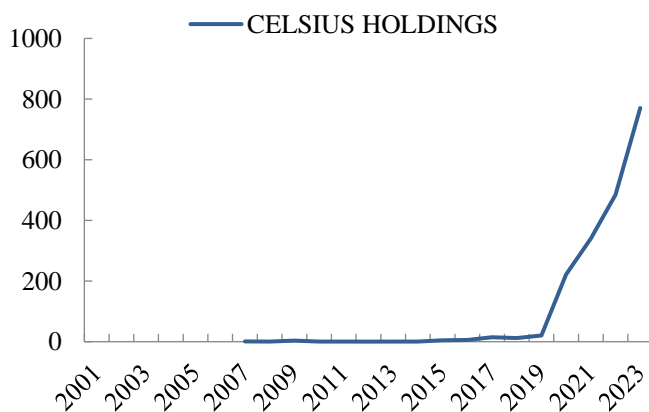
①公司成长历程：

燃力士(Celsius)于 2004 年由夫妻档史蒂夫和珍妮丝·哈利(Steve and Janice Haley)创立，最初以“燃烧卡路里饮料”身份进入市场，专注于促进新陈代谢。2007 年，公司获得重大投资，2008 年首次亮相公开市场，推出临床验证有助于减肥的饮料，但高销售和营销成本导致财务状况恶化，于 2010 年底被纳斯达克摘牌。2012 年，新管理团队引入，进行品牌重新定位，推出新产品，2017 年实现盈利并重新上市。此后，公司发展迅速，2020 - 2023 年营收大幅增长，2022 年与百事公司建立重要合作关系，进一步推动其在全球市场的扩张。如今，燃力士已成为美国能量饮料市场的重要参与者，其产品畅销美国，并逐步拓展至国际市场，如 2024 年宣布向澳大利亚、新西兰和法国市场扩张，且已在加拿大、英国和爱尔兰推出产品。

图表 183：燃力士商品



图表 184：2007 年以来燃力士市值涨幅达到 770 倍（倍）



来源：燃力士官网，国金证券研究所整理

来源：Bloomberg，国金证券研究所整理

②成长的核心动力：

- 产品创新与健康定位：拥有“绿茶 + 瓜拉纳 + 生姜”的独特秒燃配方，添加多种维生素和营养素，0 糖 0 脂肪 0 热量，能有效促进新陈代谢、燃烧脂肪、提高运动表现、增强身体耐力，为消费者带来健康与活力，满足追求健康生活方式的需求，与市场上传统能量饮料形成差异化竞争。采用复合多口味矩阵，大胆选用国际流行口味元素，推出多种独特风味，如百香果凤梨、樱桃石榴、青柠黄瓜、覆盆子 & 阿萨伊果、香橙等，打破同类饮料口味单一局面，吸引更多消费者尝试和喜爱，提高产品复购率。
- 营销策略与品牌建设：明确瞄准对运动健康和精致生活有追求的年轻群体，围绕“减热量添活力”核心利益点，通过“每日燃力士燃后一身轻”等沟通策略，精准触达目标客户，培养忠实消费者群体。赞助各类体育赛事和健身活动，如斯巴达勇士赛、DMS



冠军杯、马拉松等，深入运动健身场景，提升品牌在运动爱好者中的知名度和影响力，强化品牌与健康、活力的关联。签约明星代言人与虚拟偶像，如陈伟霆、胡宇桐、星瞳等，借助明星效应和虚拟偶像的潮流属性，吸引粉丝关注，拓展年轻消费群体，提升品牌时尚感和吸引力，通过联名款产品和互动活动进一步增强粉丝粘性。开展娱乐营销、内容营销和体验式营销，通过与社交媒体红人合作、举办线上线下互动活动等方式，营造体验式互动场景，提高品牌曝光度和话题性，吸引消费者参与和分享，增强品牌传播力。

- 适应市场趋势与消费者需求变化：随着消费者健康意识的不断提高，燃力士精准把握“健康升级”的消费趋势，以 0 糖 0 脂肪 0 热量的健康配方和独特功效，满足消费者对健康饮品的需求，成为传统高糖能量饮料的理想替代品，吸引了更多注重健康的消费者，顺应了市场发展方向。及时适应消费者购买渠道和模式的变化，在便利店客流量下降、电商兴起的趋势下，加大线上渠道投入，优化线上销售策略，同时保持线下渠道优势，实现线上线下融合发展。关注消费者对整箱购买等新消费模式的需求，调整产品包装和销售策略，提供更符合消费者购买习惯的选择。

③对海外市场的依赖度：依赖度较低，海外业务占比约 5%

燃力士目前海外市场销售额占比较小，2022 年国际收入占总营收约 5%，北美地区业务占比近 95%，仍是绝对的核心市场。

■ 非酒精饮料生产板块代表公司——国民饮料公司：创新驱动下的饮料行业崛起之星

①公司成长历程：

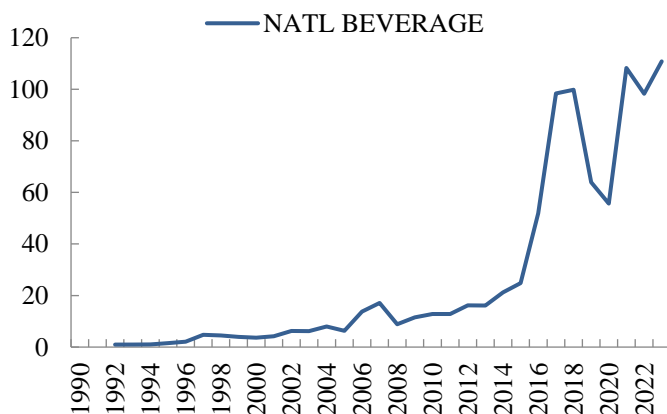
国民饮料公司 (National Beverage Corp.) 成立于 1985 年，总部位于美国佛罗里达州劳德代尔堡。其创立初衷源于一场企业间的纷争，公司创始人 Nick A. Caporella 为抵御外部恶意收购，创建了 National Beverage Corp. 作为“白骑士”，并通过一系列股权操作与业务整合，使其逐渐发展成为一家独立的饮料企业。公司早期通过收购 Shasta Beverages 和 Faygo 等品牌，奠定了在饮料市场的基础。此后，不断拓展业务领域，丰富产品品类，逐渐发展成为一家涵盖苏打水、果汁、能量饮料及碳酸软饮料等多品类的综合性饮料公司。在发展过程中，公司持续进行品牌建设与市场拓展，凭借旗下多个知名品牌，如 LaCroix、Shasta、Faygo 等，在美国饮料市场占据了一席之地。

图表185: National Beverage Corp



来源：National Beverage Corp 官网，国金证券研究所整理

图表186: 1992年以来国民饮料公司市值涨幅达到110倍(倍)



来源：Bloomberg，国金证券研究所整理

②成长的核心动力：

- 精准的市场定位与产品创新：在消费者健康意识逐渐觉醒的市场趋势下，公司敏锐捕捉到这一需求变化，大力研发和推广健康饮品。以 LaCroix 为代表的无糖气泡水系列，主打零热量、无人工添加剂的特点，精准满足了追求健康生活方式的消费者需求，尤其是年轻一代消费者对低卡、无糖饮料的偏好。不断推陈出新，为消费者提供多样化的口味选择。如 LaCroix 气泡水从最初的 6 种口味发展到 2015 年的超过 20 种口味，甚至推出了可口可乐风味等独特口味，极大地丰富了产品线，满足了不同消费



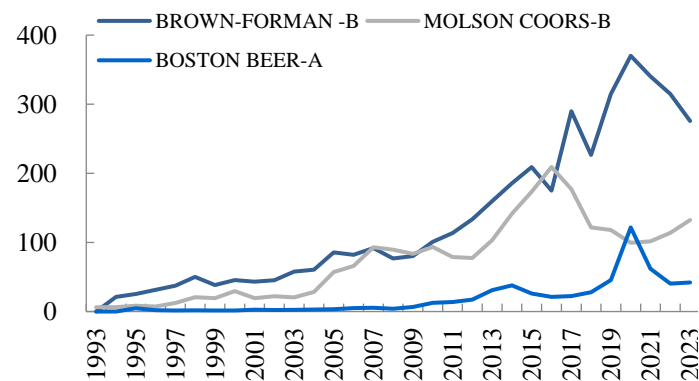
- 者的味蕾需求，为消费者提供了更多个性化的选择，增强了产品的吸引力和竞争力。
- 社交媒体营销的成功运用，独特的品牌包装设计：摒弃传统营销模式，将社交媒体作为核心营销战场。通过积极与消费者互动，回复留言，建立情感联系，鼓励消费者在社交平台上使用品牌专属标签（如 #LaCroixlove、#LiveLaCroix）分享产品体验，实现了口碑传播和品牌推广的有机结合。同时，巧妙借助热门话题和节日活动，如与 Whole30 计划结合、举办万圣节服装赠送活动等，提高品牌曝光度，塑造了潮流品牌形象，吸引了大量年轻消费者的关注和参与。采用大胆、鲜艳且具有强烈视觉冲击力的包装设计，打破传统饮料包装的常规风格。LaCroix 气泡水的水蓝色标志搭配富有流动感的书写字体和宛如霓虹灯般的金属色调，使其在众多饮料中脱颖而出，在货架上具有极高的辨识度，吸引了消费者的目光，激发了消费者的购买欲望，同时也强化了品牌的个性与记忆点。
  - 高效的企业管理与战略决策：面对饮料市场的激烈竞争，公司能够灵活调整发展战略，避开与行业巨头在传统饮料领域的正面竞争，专注于开拓细分市场和新兴品类。例如，在碳酸饮料市场饱和的情况下，果断加大对无糖气泡水等健康饮品的投入，成功抓住市场发展机遇，实现了业务的快速增长。公司重视产品质量的把控，从原材料采购到生产加工的各个环节，严格遵循高标准，确保产品的品质稳定和口感优良。同时，不断优化生产流程，提高生产效率，降低生产成本，从而在市场竞争中占据有利地位，保证了产品的市场竞争力和企业的盈利能力。

③对海外市场的依赖度：依赖度较低

国民饮料公司的主要市场集中在美国本土，虽然公司产品在一定程度上也有出口，但海外市场销售额占总营收的比例相对较小。根据现有资料，公司主要通过在美国本土的制造工厂生产产品，并供应给全美各地的零售渠道，包括零售杂货连锁店、仓库俱乐部、食品服务店、便利店和自动售货机等。

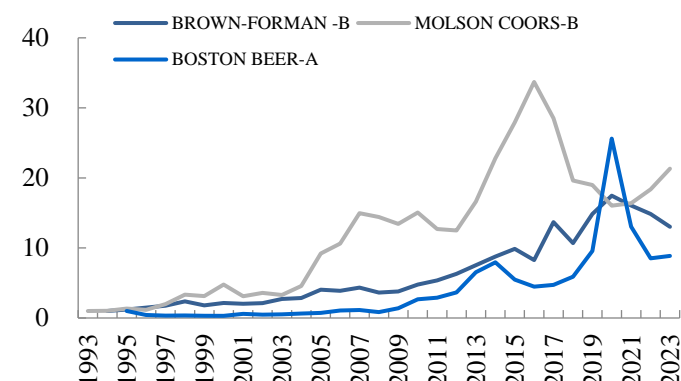
■ 酒精饮料板块

图表187：美国主要酒精饮料公司市值（亿美元）



来源：Bloomberg，国金证券研究所

图表188：美国主要酒精饮料公司市值增长比例（倍）



来源：Bloomberg，国金证券研究所

■ 酒精饮料板块代表公司——百富门公司 Brown-Forman：百年烈酒巨头

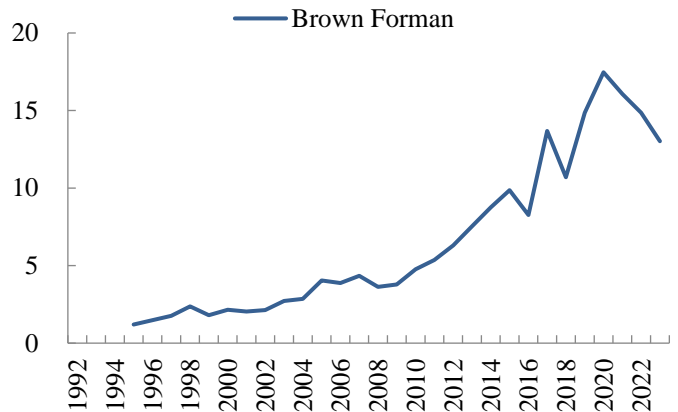
①公司成长历程：

Brown-Forman 公司成立于 1870 年，最初只是一家小型酒类公司。经过百余年的发展，Brown-Forman 通过不断收购兼并，以及对品牌和产品线的持续精细化管理，逐步发展成为全球领先的烈酒和葡萄酒生产商。其旗下拥有杰克丹尼、老福里斯特、伍德福德等多个享誉全球的知名品牌。Brown-Forman 积极拓展全球市场，并根据不同市场的特点调整产品策略，取得了显著的成功。近年来，Brown-Forman 也积极探索与其他饮料巨头的合作，推出创新产品，以满足消费者日益变化的需求。



图表189: Brown-Forman 的畅销酒款

图表190: 1994年以来 Brown-Forman 股价涨幅达到 13 倍 (倍)



来源: Brown-Forman 官网, 国金证券研究所整理

来源: Bloomberg, 国金证券研究所整理

②成长的核心动力:

- Brown-Forman 旗下拥有众多享誉全球的烈酒品牌, 涵盖威士忌、波本酒、伏特加等多种品类, 满足不同消费者群体的需求。这种多元化品牌矩阵, 不仅降低了公司对单一品牌的依赖性, 也使其能够更好地应对市场风险和竞争压力。通过对不同品牌的精准市场定位, Brown-Forman 成功地覆盖了各个价位区间和消费群体。
- Brown-Forman 对其旗下品牌的运营非常精细化, 从原料采购、酿造工艺到产品包装和市场推广, 都制定了严格的标准和流程。同时, 公司注重品牌传承和文化建设, 维护品牌的历史和价值, 提升品牌附加值。这种精细化运营不仅保证了产品质量, 也提升了品牌的形象和市场竞争力。
- Brown-Forman 积极拓展全球市场, 并根据不同地区的文化和消费习惯调整产品策略, 例如与可口可乐公司合作推出创新产品。这种全球化布局, 不仅扩大了公司营收规模, 也提升了品牌的国际影响力。通过战略合作, Brown-Forman 可以借力其他巨头的渠道和资源, 实现共赢, 并进一步拓展其市场和产品线。

③对海外市场的依赖度: 依赖度较高, 海外业务占比约 55%+

■ 酒精饮料板块代表公司——MOLSON COORS: 年轻人偏爱的清爽啤酒巨头

①公司成长历程:

1873 年, Adolph Coors 在美国科罗拉多开设了 Golden Brewery, 这便是后来的 COORS。公司以其优质的啤酒和独特的酿造技术而闻名, 其中 Coors Light (库尔斯淡啤) 自 1973 年推出以来, 凭借其清爽口感和时尚包装, 迅速成为美国年轻消费者的新宠。2005 年, MOLSON 和 COORS 合并, 形成了 MOLSON COORS 制酒公司。截至 2023 年, MOLSON COORS 市值达到 132 亿元。



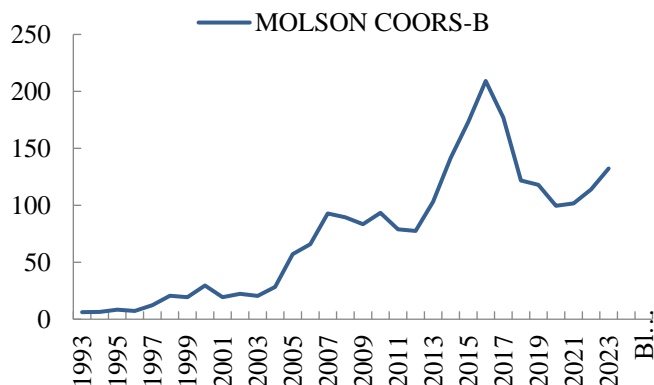


图表191: MOLSON COORS 的啤酒产品



来源: MOLSON COORS 官网, 国金证券研究所整理

图表192: 1993 年以来 MOLSON COORS 市值涨幅达到 132 倍 (倍)



来源: Bloomberg, 国金证券研究所整理

②成长的核心动力:

- 精确市场细分和品牌定位, 匹配消费者需求: MOLSON COORS 通过清晰的市场定位和品牌建设, 将其品牌与消费者的需求和偏好相匹配。在海外, MOLSON COORS 重视品牌的分销和本土化。通过收购和合作, 如与 HEXO 的合资企业, 专注于在加拿大开发非酒精和含大麻饮料, 努力开发多样化产品组合和市场细分。此外, 公司还通过与 Golden Blue 的合作, 在韩国分销其多个品牌, 扩大了其在亚洲市场的影响力。
- 持续全球扩张和区域复苏, 扩大产品市场: MOLSON COORS 通过积极的全球扩张战略, 完成了多项国际协议, 以扩大其品牌如 Coors Light, Miller Genuine Draft 和 Staroprame 的全球影响力, 让产品进入全球市场。在拉丁美洲, MOLSON COORS 通过多项协议, 包括在巴西这个世界第三大啤酒市场与 Heineken 合作生产 Blue Moon Belgian White, 这将在 Heineken 的工艺啤酒组合中起重要的积极影响。此外, 公司在加勒比海地区和哥斯达黎加也获得了分销协议, 进一步扩大了其在这些地区的业务。
- 积极创新和产品开发, 优化生产过程: MOLSON COORS 在产品创新方面表现出色, 如对 ZOA Energy 的投资, 这表明公司在能量饮料市场的增长潜力。且公司持续增加媒体投资, 以支持 ZOA 的增长。通过引入先进的生产线系统, 如 KHS 科埃斯的生产线, 提高了生产效率和灵活性。

③对海外市场的依赖度: 依赖度适中, 海外业务占比约 20%

截至 2023 年, MOLSON COORS COS INC 总净销售额 117.2 亿元, 其中美国净销售额 94.3 亿元, EMEA 和 APAC 地区净销售额 23.0 亿元, 海外业务占比约为 19.6%。

■ 酒精饮料板块代表公司——波士顿啤酒: 精酿传奇的辉煌与挑战

①公司成长历程:

波士顿啤酒公司 (Boston Beer Company) 于 1984 年由 Jim Koch 和 Rhonda Kallman 创立, 起初将啤酒生产外包, 后随着业务发展收购多家工厂, 逐步扩大生产规模。1995 年, 公司在纽交所上市, 标志着其发展进入新的阶段。此后, 通过不断创新和战略布局, 公司推出了多个知名品牌, 如 Samuel Adams、Twisted Tea、Angry Orchard 和 Truly 等, 产品线逐渐丰富。近年来, 公司积极拓展市场, 在保持美国本土市场优势的同时, 逐步向国际市场进军。在发展过程中, 公司经历了行业竞争加剧、市场需求变化等挑战, 但凭借持续创新和灵活的市场策略, 依然保持着行业领先地位。

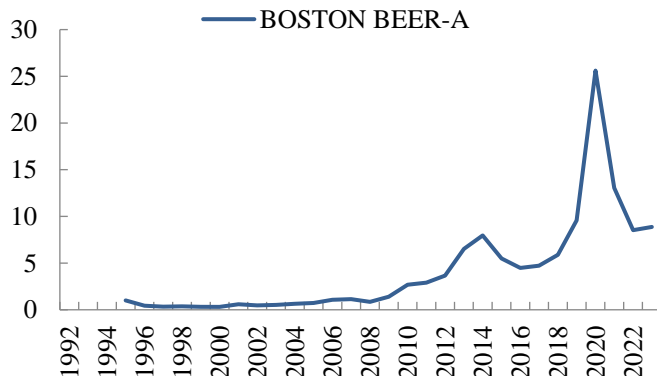


图表193: 波士顿啤酒主要商品



来源: 波士顿啤酒官网, 国金证券研究所整理

图表194: 1995年以来波士顿啤酒市值涨幅达到8倍(倍)



来源: Bloomberg, 国金证券研究所整理

②成长的核心动力:

- 强大的品牌矩阵, 多元化品牌布局与品牌创新: 公司拥有多个知名品牌, 涵盖精酿啤酒、调味麦芽饮料、苹果酒和硬苏打水等多个品类。Samuel Adams 作为旗舰品牌, 以其高品质和丰富口味吸引了众多消费者; Twisted Tea 在调味麦芽饮料市场表现出色, 凭借独特口味和营销策略赢得了消费者的喜爱; Angry Orchard 是硬苹果酒领域的领先品牌, 满足了不同消费者的口味需求; Truly 在硬苏打水市场占据重要地位, 其多样化的产品线适应了市场趋势。这种多元化的品牌布局使公司能够覆盖更广泛的消费群体, 满足不同消费者的偏好, 从而提高市场份额。波士顿啤酒注重品牌创新, 不断推出新口味和新产品, 以保持消费者的新鲜感。例如, Samuel Adams 定期推出季节性和限量版啤酒, 吸引了众多啤酒爱好者的关注; Twisted Tea 不断创新口味, 推出了多种水果味和茶味的麦芽饮料; Angry Orchard 持续研发新的苹果酒口味, 满足消费者对不同风味的追求; Truly 也在硬苏打水领域不断推陈出新, 推出了低卡路里和无酒精等系列产品。通过持续创新, 公司不仅能够满足消费者不断变化的需求, 还能引领市场潮流, 提升品牌竞争力。
- 精准的市场定位与营销策略: 公司主要定位于高端酒精饮料市场, 以高品质、独特口味和优质原料为卖点, 吸引对品质有较高要求的消费者。其产品价格相对较高, 但消费者对品牌的忠诚度较高, 愿意为优质产品支付更高价格。通过精准的市场定位, 公司在高端市场建立了良好的品牌形象, 与竞争对手形成差异化竞争, 提高了产品附加值和盈利能力。波士顿啤酒采用多元化的营销渠道, 包括广告宣传、赞助活动、社交媒体推广等。公司赞助了众多体育赛事、音乐节和文化活动, 如波士顿马拉松、美国足球联合会等, 通过与这些活动的合作, 提高品牌知名度和曝光度; 积极利用社交媒体平台与消费者互动, 开展线上营销活动, 吸引年轻消费者的关注。此外, 公司还通过与零售商合作, 开展促销活动和产品陈列优化, 提高产品在零售渠道的销售。多元化的营销渠道使公司能够触达不同类型的消费者, 扩大品牌影响力, 促进产品销售。

③对海外市场的依赖度: 依赖度较低, 海外业务占比约 5%

在 2023、2022 和 2021 财年, 公司收入的约 94%、95%和 95%分别来自向国内分销商的发货, 5%左右来自向国际分销商的发货, 这些分销商主要位于加拿大。

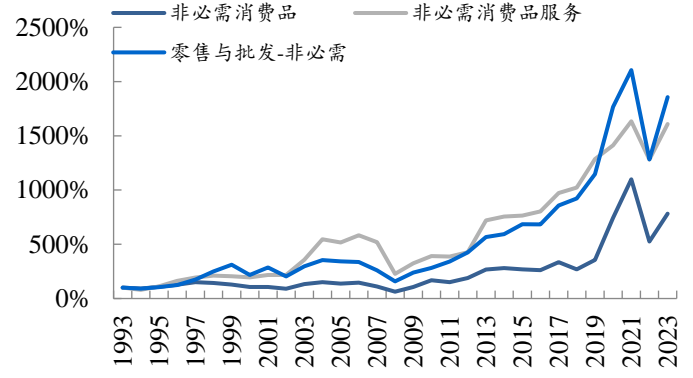
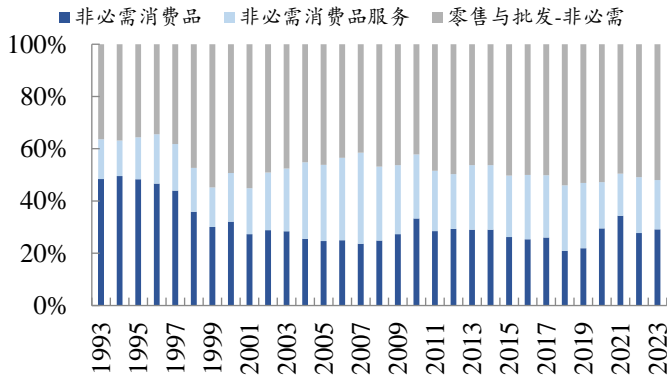
5.2.2、美国非必需消费品结构变化特点及动力拆分

美国非必需品板块主要包括零售批发、服务类和非必需消费品生产板块, 其中零售批发占据了近 50%的比例, 而服务占据了 35%左右。从市值增长角度, 零售批发的成长性最强, 其次为服务类, 最后是非必需消费品生产板块。但市值增长还受到新公司上市、老公司退市等多方面因素影响, 因此更有价值的发现, 还待深入观察每个细分板块内公司的成长。



图表195: 美国非必需消费品一级行业市值结构变化 (%)

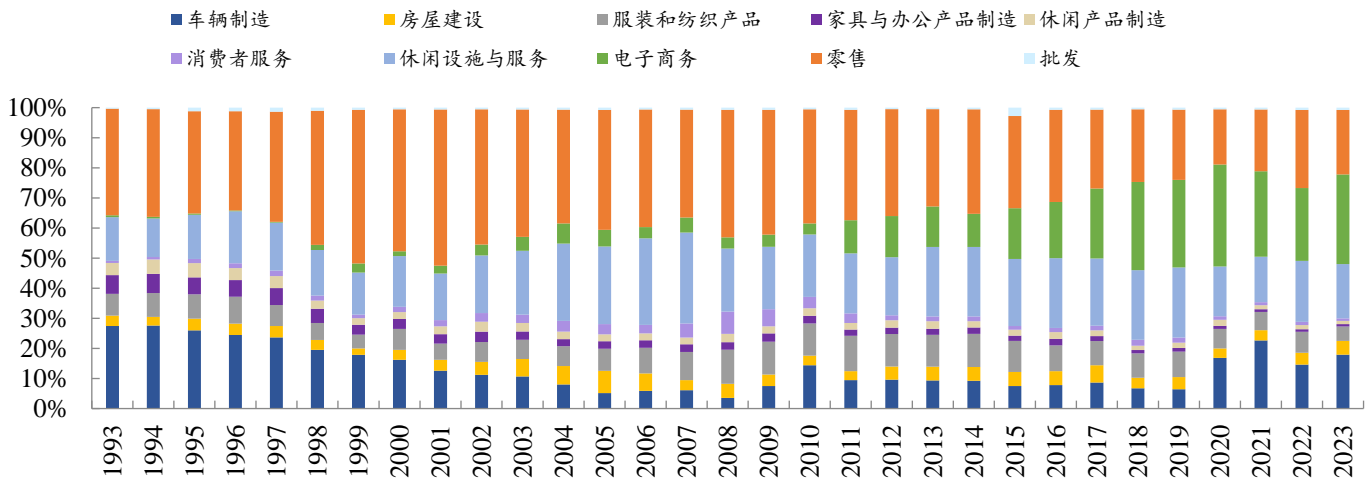
图表196: 美国非必需消费品一级行业市值规模变化 (%)



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表197: 美国非必需消费品二级行业市值结构变化 (%)



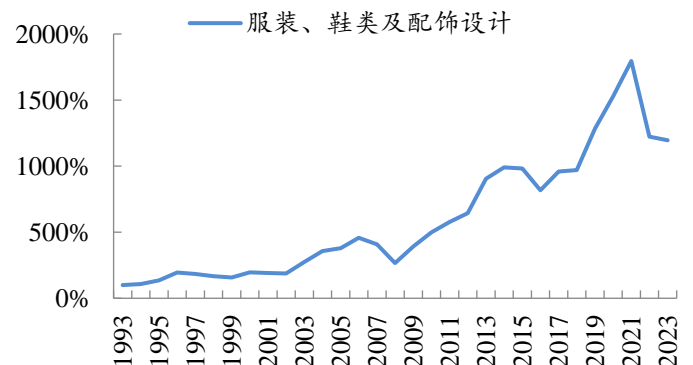
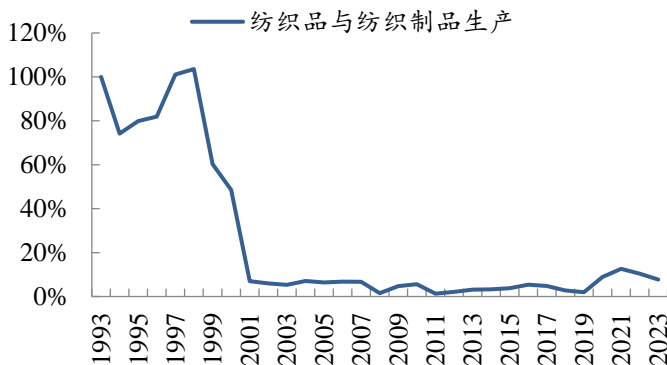
来源: Bloomberg, 国金证券研究所

1) 服装与纺织产品

美国服装与纺织板块中, 纺织制造板块迎来了衰落, 而服装鞋服板块诞生了几个品牌力强的运动户外品牌, 这和日本的规律完全一致。

图表198: 服装与纺织细分板块市值涨幅-Part1 (%)

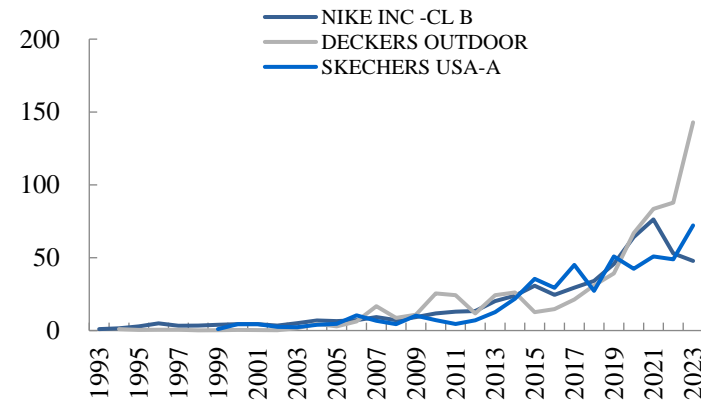
图表199: 服装与纺织细分板块市值涨幅-Part2 (%)





来源：Bloomberg，国金证券研究所

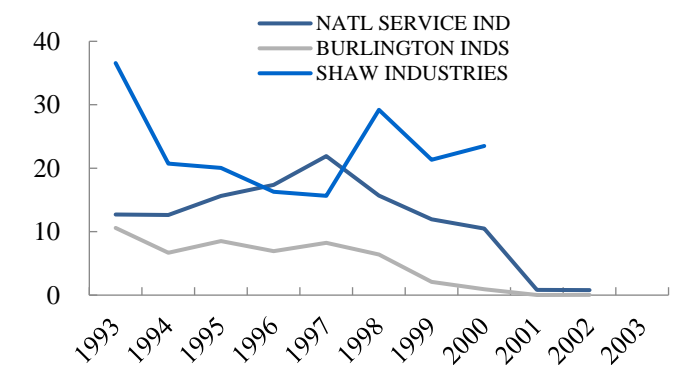
图表200：代表性的三家户外运动品牌市值增长比例(倍)



来源：Bloomberg，国金证券研究所

来源：Bloomberg，国金证券研究所

图表201：代表性的三家纺织制造企业市值(亿美元)



来源：Bloomberg，国金证券研究所

■ 鞋服板块代表公司——NIKE：致力于讲好体育精神的服装品牌巨头

①公司成长历程：

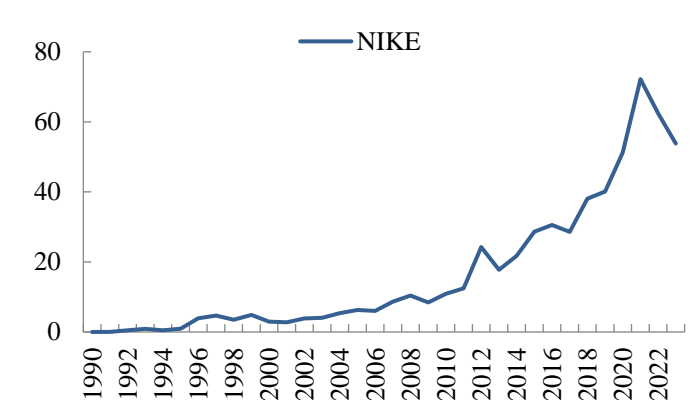
NIKE 由 Bill Bowerman 和 Phil Knight 于 1964 年创立，最初名为 Blue Ribbon Sports。1971 年，公司正式更名为 Nike。NIKE 以其创新的运动鞋设计和 "Just Do It" 的口号，迅速成为全球领先的运动鞋和运动服装品牌。公司的经营理念集中在性能、创新和运动员合作上，在运动服装行业中建立了强大的品牌形象。凭借其独特的商业模式、供应链管理 and 企业文化，NIKE 在体育服装市场中持续增长，成为全球最有价值的品牌之一。2023 年，NIKE 公司市值达到 1613 亿元。

图表202：NIKE 的经典 logo



来源：NIKE 官网，国金证券研究所整理

图表203：1990 年以来 NIKE 市值涨幅达到 54 倍 (倍)



来源：Bloomberg，国金证券研究所整理

②成长的核心动力：

- 外包和多元化管理，降低供应链风险：NIKE 将其所有鞋类和服装的生产完全外包给独立的供应商，这使得 NIKE 能够有效地降低成本并提高效率。通过广泛分散其供应商基础，NIKE 对不可预测事件的脆弱性降低。同时，NIKE 通过建立新的区域服务中心来提高供应链的能力和速度，并大量投资于数字化技术和自动化。这包括使用先进的分析工具、人工智能和机器学习来提高供应链的可见性和效率。数字化改造使得 NIKE 能够实时监控全球供应链，识别潜在的瓶颈，并做出数据驱动的决策以降低风险。



- 品牌故事和明星代言，建立消费群体中的影响力：NIKE 的营销策略侧重于使用引人入胜的故事与目标受众建立情感联系。“Just Do It”这一标志性口号，成为了 NIKE 品牌的精神象征。NIKE 与世界顶级运动员的合作是其品牌营销的重要组成部分。通过与篮球巨星如迈克尔·乔丹，足球运动员如克里斯蒂亚诺·罗纳尔多，以及网球运动员塞雷娜·威廉姆斯等的合作，NIKE 提升了品牌的可信度和影响力。这些运动员的成就和个人故事，传递着 NIKE 的品牌价值观。
- 数字化营销和 DTC 销售，带给客户个性化体验：NIKE 通过数字化转型，加强了与消费者的直接联系，如 NIKEiD 服务，允许顾客在线定制个性化的运动鞋和服装。NIKE 的目标受众范围很广，从职业运动员到休闲锻炼者。公司通过人口统计、心理统计学和行为数据对市场进行细分，为特定群体量身定制产品和营销活动。

③对海外市场的依赖度：依赖度较高，海外业务超过 50%

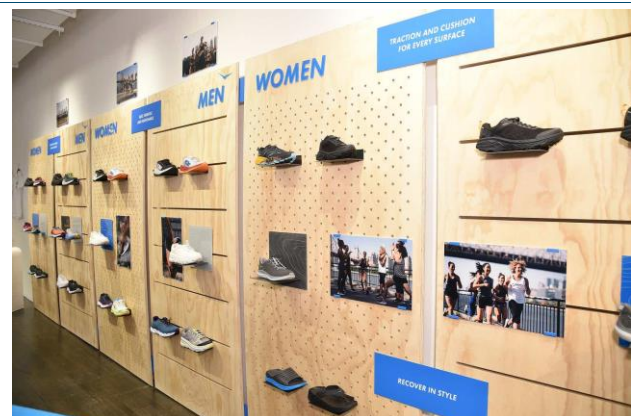
2024 年，NIKE 公司营收额 493.2 亿元，其中海外业务营收 279.3 亿元，海外业务占比 56.6%。

■ 鞋服板块代表公司——DECKERS OUTDOOR：拥有多元品牌矩阵的休闲服饰龙头

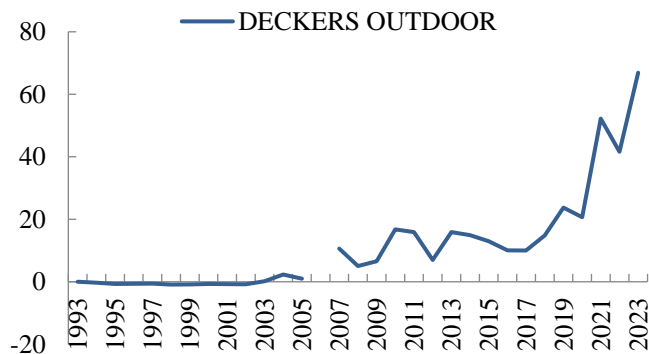
①公司成长历程：

Deckers Outdoor 由 Doug Otto 和 Karl F. Lopker 于 1973 年在美国加利福尼亚州创立，公司起初以生产和销售凉鞋和其他海滩用品为主。1985 年，Mark Thatcher 带着他的 Teva 凉鞋概念加入 Deckers，这一创新设计迅速受到市场欢迎，尤其是户外运动爱好者。1993 年，Deckers 在纳斯达克上市，随后通过一系列收购和品牌扩张，包括 1995 年收购 UGG 品牌，进一步巩固了其在户外休闲鞋履市场的地位。2023 年，DECKERS OUTDOOR 市值达到 118 亿元。

图表 204：美国 DECKERS 门店内部陈设



图表 205：1993 年以来 DECKERS 市值涨幅达到 67 倍（倍）



来源：DECKERS 官网，国金证券研究所整理

来源：Bloomberg，国金证券研究所整理

②成长的核心动力：

- 打造品牌矩阵的多元化战略拓展消费群体：Deckers 通过推进多样化战略，全面布局家居线。公司拥有包括 UGG、TEVA、HOKA ONE ONE、Koolaburra 和 SANUK 在内的多个品牌，每个品牌都有其独特的市场定位和消费群体。如 2013 年 UGG 品牌发布的家居系列，将经典 UGG 的舒适感与家居设计相结合，适合通勤人群。丰富的产品线，扩大了品牌的影响力。
- DTC 改革与国际化扩张重组业务渠道：自 2016 年起，Deckers 开始大力发展直接面向消费者的 DTC 渠道，关闭低效的直营店，提升线上直营占比以及线下店铺的效率，增强了公司的盈利能力和市场响应速度。同时，Deckers 注重国际市场的扩张，特别是在欧洲和亚洲的布局。公司通过开设国际直营店，提高品牌在海外市场的知名度和影响力。
- 坚持产品创新，提供市场需要的高质量服务：Deckers 通过扩展产品种类和创新来增加市场份额。例如 UGG 品牌在保持其经典羊毛皮靴的同时，推出了适应不同季节的新产品，如春秋时尚系列、男鞋系列等。这种产品线的扩展使得 UGG 能够覆盖更广泛的消费者需求，尤其是在非冬季季节。Deckers 持续投入研发，以提升生产效率、节约



成本，同时保证产品的高品质和高附加值。公司的研发实力强大，面料开发能力强，拥有多项专利，这些专利成果转化为新产品，推动了产品创新。

③对海外市场的依赖度：依赖度较高，海外业务占比超过 70%

2024 年，Deckers 共有零售店铺 164 家，其中美国店铺 49 家，海外店铺 115 家，海外店铺占比 70.1%。

■ 鞋服板块代表公司——SKETCHERS OUTDOOR：海外新蓝海崛起的年轻运动服饰

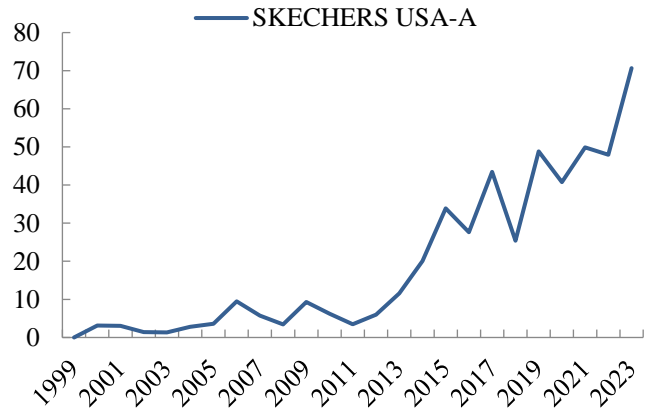
①公司成长历程：

Skechers 斯凯奇成立于 1992 年，由 Robert Greenberg 和他的儿子 Michael Greenberg 在美国加利福尼亚州创立。起初，该品牌主要专注于为时尚年轻人设计和销售溜冰鞋。2000 年代初期，Skechers 开始扩展其产品线，推出了运动鞋、休闲鞋和舒适鞋等多种类型的鞋类产品，不断扩张市场。品牌也开始与知名运动员和名人合作，如篮球巨星 Candace Parker 和美国演员 Robert Downey Jr.，以提升品牌形象。2023 年，SKETCHERS OUTDOOR 市值达到 95 亿元。

图表206：美国斯凯奇门店陈设



图表207：1999年以来斯凯奇市值涨幅达到71倍（倍）



来源：SKETCHERS 官网，国金证券研究所整理

来源：Bloomberg，国金证券研究所整理

②成长的核心动力：

- 强调技术发展带动产品创新，提供高品质消费：SKETCHERS 注重技术创新，推出了多种鞋底技术和材料，如 Memory Foam（记忆棉）技术，提供个性化的缓冲和支撑。此外，品牌还推出了 GOwalk 等特殊鞋底技术，以提供更好的舒适性和支撑性，满足消费者对高品质鞋履的需求。
- 明确品牌定位，扩张海外市场份额：SKETCHERS 进军国际市场，在全球范围内建立了广泛的销售网络和品牌知名度。在欧洲、亚洲和拉丁美洲等地开设了专营店，并与知名零售商合作。在发展最快的中国区，合资公司未来的渠道策略是大店化和渠道下沉。SKETCHERS 定位在“耐克、阿迪之下，安踏、李宁之上”的市场真空带，为消费者提供高性价比的舒适鞋履。品牌沟通对象以 18-25 岁的年轻人为主，通过娱乐营销、偶像明星、街舞学院、综艺合作等方式与年轻消费者建立联系。
- 重组销售渠道，构建成熟供应链：SKETCHERS 战略转变及时，国际业务多采取合资形式强强联合。在本土业务基本成熟的情况下，公司主动调整战略方向大力发展国际业务，在国际上寻找有实力的合作伙伴共同开发当地市场。同时，SKETCHERS 成熟的供应链系统配合快速反应业务。公司的生产全外包，但对供应商和制造商采取严格的准入和监督管理，以保证生产和销售环节的效率，以及产品质量。

③对海外市场的依赖度：依赖度较高，海外业务占比约 62%

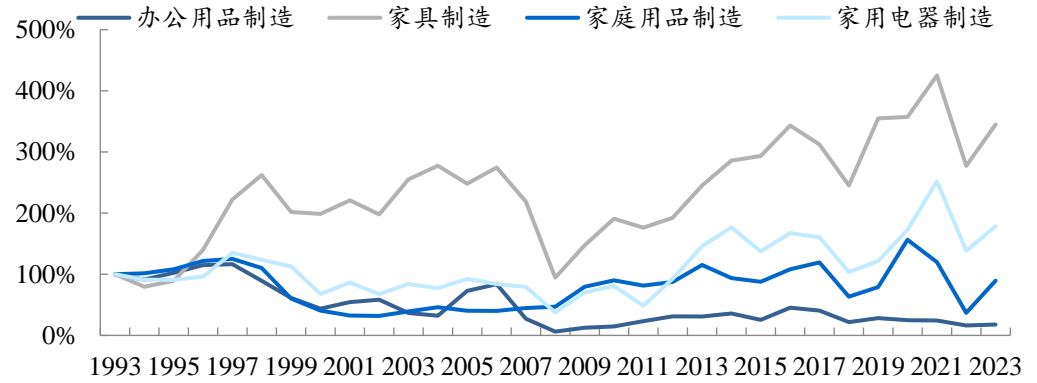
2023 年，SKETCHER OUTDOOR 总营收 80 亿元，其中海外批发 29.4 亿元，海外零售 20.1 亿元，海外营收占比 61.9%。



### 2) 家具与办公产品制造

美国的家具与办公产品制造板块整体成长性较弱，并未有长期成长性优越的个股出现。其中办公用品制造板块的市值持续缓慢下降，家庭用品制造板块的市值截止 2023 年还未超过 1997 年的高点，家用电器制造板块 2013 年后市值有所增长，主要受 WHIRLPOOL 和 IROBOT 两家公司市值增长推动，但其后市值又迎来回归。家具制造板块的主要公司市值，自 1993 年以来整体增长性也相对较弱。

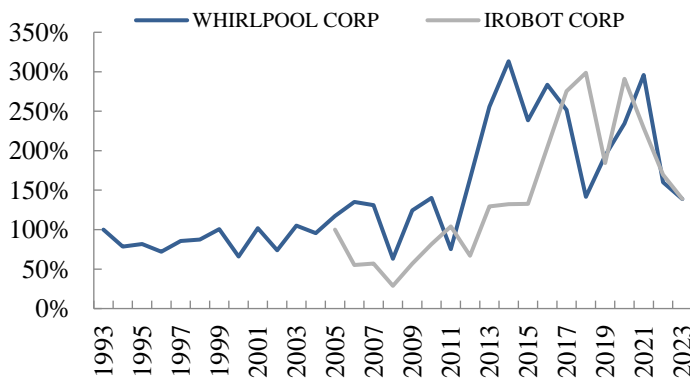
图表208：家具与办公产品制造细分板块市值涨幅（%）



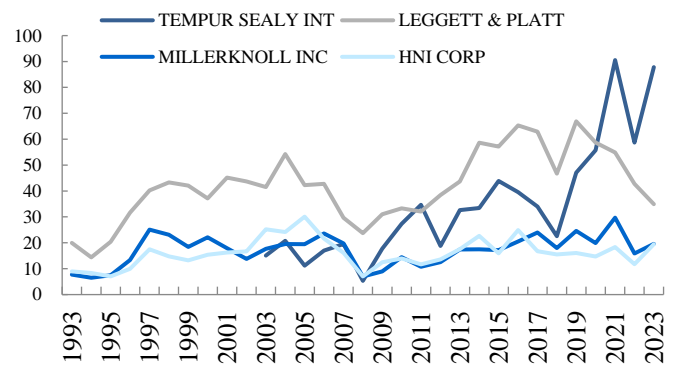
来源：Bloomberg，国金证券研究所

图表209：美国家用电器制造主要公司市值增长比例（%）

图表210：美国家具制造主要公司市值（亿美元）



来源：Bloomberg，国金证券研究所



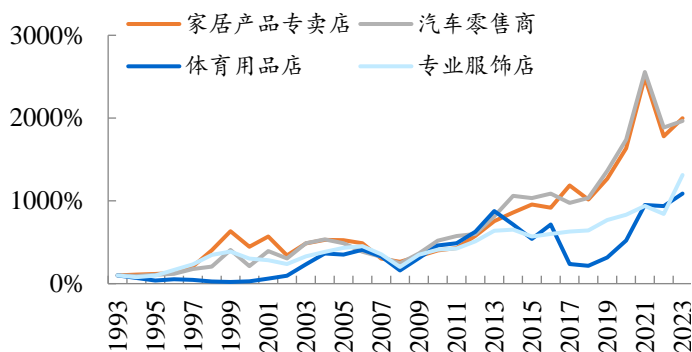
来源：Bloomberg，国金证券研究所

### 3) 非必需-零售

非必需零售板块内部出现了明显的分化，分化趋势和日本类似。百货商店、珠宝钟表板块增长性较弱，而汽车零售商、家居专卖店、专业服饰店增长较好。

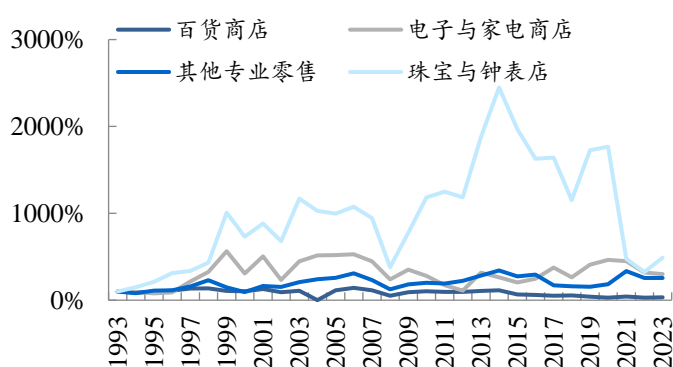


图表211: 非必需零售细分板块市值涨幅 (%)



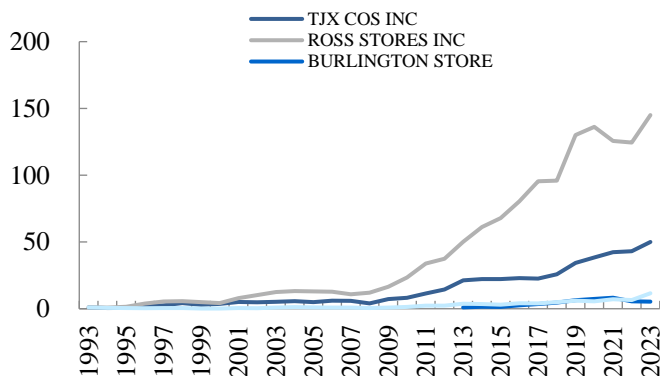
来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表212: 非必需零售细分板块市值涨幅 (%)



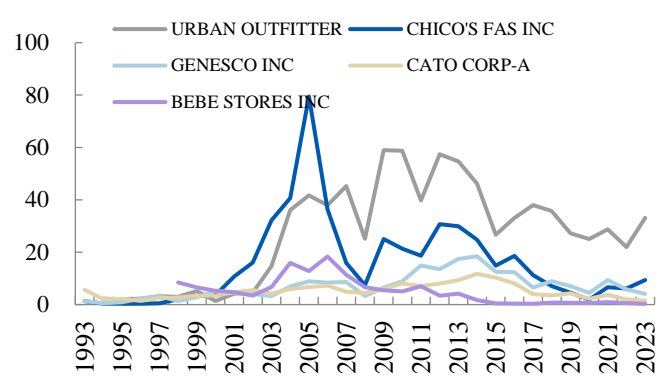
来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表213: 成长性较好的专业服饰公司市值增长比例(倍)



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表214: 未实现长期成长的专业服饰公司市值(亿美元)



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

■ 专业服饰店板块代表公司——WINMARK CORP: 响应可循环经济的二手服装转售公司

①公司成长历程:

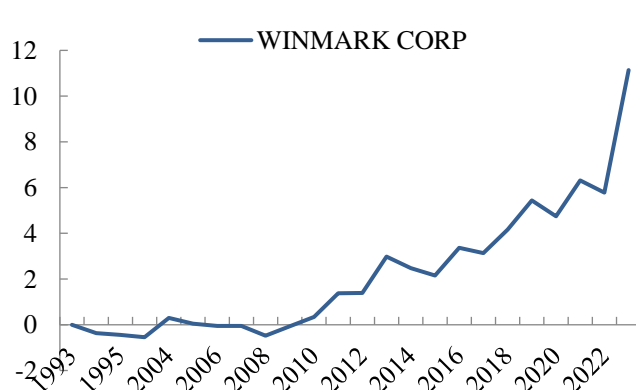
WINMARK CORP 成立于1988年, 最初以 Play it Again Sports 品牌起家, 专注于销售二手体育用品。公司的经营理念是提供一个平台, 让消费者能够购买、出售和交易二手商品, WINMARK 通过特许经营模式, 允许独立企业家运营门店, 并提供全面的特许经营支持, 包括选址、培训、营销和运营指导, 帮助特许经营商成功运营其业务, 提供一致的客户体验和品牌知名度。2023年, WINMARK CORP 市值达到15亿元。

图表215: 美国 WINMARK 门店外景



来源: WINMARK 官网, 国金证券研究所整理

图表216: 1993年以来 WINMARK 市值涨幅达到11倍(倍)



来源: Bloomberg, 国金证券研究所整理





②成长的核心动力：

- 转售业务供不应求，专注二手零售：对于精打细算的消费者、年轻家庭、讨价还价者和购物爱好者来说，转售行业为他们使用过的物品提供了他们所寻求的价值和他们想要的现金。WINMARK 专注于二手商品零售市场，通过提供二手商品的购买和销售平台，WINMARK 满足了消费者对高性价比商品的需求，也符合了日益增长的环保意识。
- 可循环经济下营销输出环保价值观：WINMARK 的企业文化强调诚信、尊重、创新和社区服务，公司的使命是“通过提供独特的购物体验，让世界充满笑容”，这种积极的品牌形象迎合了当前倡导可持续发展的可循环经济风向，吸引环保消费者，提高顾客重视度。
- 坚持二手零售同时业务不断创新：WINMARK 能够迅速判断市场需求、适应市场发展，通过创新满足消费者不断变化的需求。例如，公司在公共卫生事件期间通过加强线上销售和提供无接触购物选项来适应新的购物趋势。WINMARK 通过收购和孵化多个品牌，如 Play it Again Sports、Once Upon A Child、Music Go Round 和 Plato's Closet，覆盖了不同的市场细分和消费者群体。

③对海外市场的依赖度：海外依赖度低

■ 专业服饰店板块代表公司——BURLINGTON STORE：天天低价的尾货零售领先品牌

①公司成长历程：

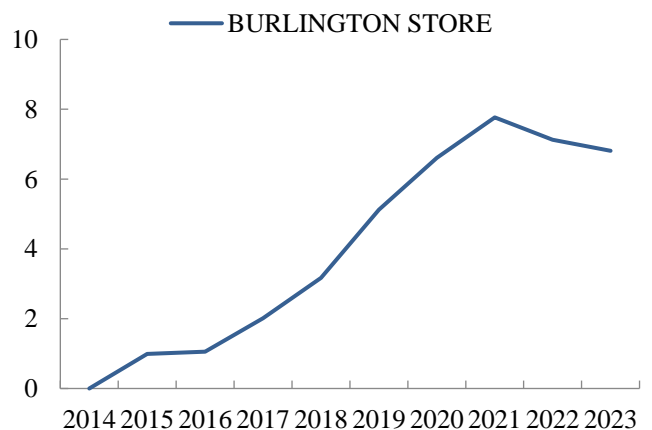
BURLINGTON STORE 成立于 1972 年，最初在新泽西州伯灵顿地区开设了第一家店，主要销售大衣和外套。公司以“天天低价”的 EDLP 模型运营，提供丰富的季节性、时尚为主的多元化产品类别。BURLINGTON STORE 的愿景是以优惠的价格提供高质量的服装和配饰，以其高性价比，成为美国领先的折扣零售商之一。2023 年，BURLINGTON STORE 市值达到 147 亿元。

图表217: BURLINGTON STORE 售卖的商品图片



来源：BURLINGTON STORE STORE 官网，国金证券研究所整理

图表218: 2014 年以来 BURLINGTON STORE 市值涨幅达到 7 倍（倍）



来源：Bloomberg，国金证券研究所整理

②成长的核心动力：

- 专注低价模式，丰富商品品类：BURLINGTON STORE 以其低价零售模式为核心，提供高质量的品牌商品。公司的商业模式专注于购买品牌名称商品的过剩库存，然后以比传统零售商低的价格出售给消费者，吸引广泛的消费者群体。目前，BURLINGTON STORE 已经发展出了服装、鞋类和家居装饰多种产品，鼓励顾客重复购买，因为顾客可以期待在 BURLINGTON STORE 找到新的优惠。
- 战略性门店选址和地产策略，扩大客流：BURLINGTON STORE 在高流量区域如购物中心、广场和独立地点精心选择门店位置，最大化了客流量和销售额。此外，公司通常采用“无装饰”的门店布局，帮助保持运营成本低和价格竞争力。
- 发展电子商务，进行数字扩张：认识到数字领域的重要性，BURLINGTON STORE 一直



在扩大其在线存在。利用数字渠道来提高品牌知名度，与客户互动，并推动流量到其实体店。通过有针对性的在线营销活动和不断增长的社交媒体存在，BURLINGTON STORE 正在吸引更广泛的受众，从而增强其收入来源。

③对海外市场的依赖度：海外依赖度低，海外业务占比约 2.4%

2023 年，BURLINGTON STORE 税前收入 4.7 亿元，其中国内收入 4.5 亿元，国外收入 0.1 亿元，国外收入占比 2.4%。

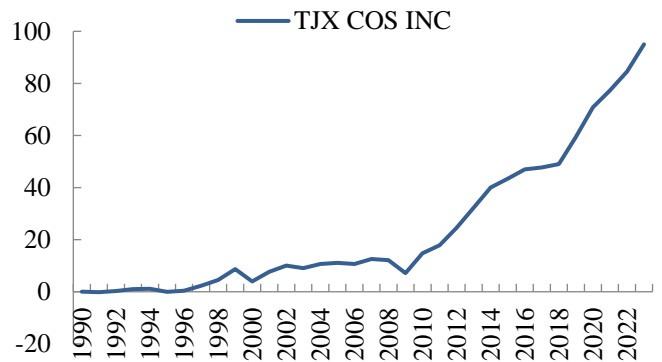
### ■ 服饰板块代表公司——TJX COS INC：灵活周转快速扩张的服饰零售巨头

①公司成长历程：

1976 年，Bernard Cammarata 领导了 TJ Maxx 品牌的诞生，并于 1977 年在马萨诸塞州的奥本和伍斯特开设了首批门店。1980 年代末，TJ Maxx 的母公司 Zayre 进行重组并分拆出三个品牌——TJ Maxx、Hit or Miss 和 Chadwick's of Boston，后来成为 TJX Companies, Inc. 的初始零售品牌。TJX 公司通过在新市场、国家和大陆开设门店、推出新连锁店以及收购其他零售商，不断扩大其业务，将流行的折扣模式带给更广泛的顾客群体。截至 2023 年，TJX 在全球拥有超过数千家门店，业务遍布各个国家，其市值达到 946 亿元，成为全球领先的折扣服装和家居时尚零售商。

图表219: TJX 门店陈列

图表220: 1997 年以来 TJX COS INC 市值涨幅达到 95 倍 (倍)



来源：TJX COS INC 官网，国金证券研究所整理

来源：Bloomberg，国金证券研究所整理

②成长的核心动力：

- 利用灵活购买策略，加强供应链管理：TJX 公司全年采购商品，经常利用尾货、库存积压和订单取消的机会，以较低的价格获取商品，并将节省下来的成本传递给消费者。这种策略使得 TJX 能够提供比正价零售商低很多价格的高品质、时尚品牌商品。
- 快速更新的商品品类，专注高库存周转率：与其他类型的季节性购买零售商不同，TJX 公司旗下的电子商务网站几乎每天都会添加新产品。TJX 拥有多元化的品牌组合，服务于不同的客户群体，市场覆盖力强。公司在美国主要以 TJ MAXX、Marshalls 和 HomeGoods 为主，加拿大有 Winners、Homesense 和 Marshalls，欧洲有 T. K. Maxx 和 Homesense，这样的多产品线 and 区域布局使得 TJX 能够在全全球范围内实现收入多元化。TJX 向消费者传递“喜欢它，就抓住它”的理念，通过商品没有补货为顾客制造紧张感，使顾客快速消费，提高了 TJX 商品的库存周转率。
- “寻宝式”购物体验，增加顾客吸引力：TJX 店铺商品陈设紧凑，通过保持商店布局简单降低运营成本。公司擅长以比竞争对手更低的价格提供产品，吸引精打细算的消费者。同时，TJX 提供的“寻宝式”购物体验也让顾客频繁访问，在探索的乐趣中进行冲动购买。这种购物体验创造了一种兴奋感，鼓励顾客经常光顾店铺，增加销售额和顾客忠诚度。

③对海外市场的依赖度：依赖度适中，海外业务占比约 22%

2024 财年，TJX 总业务营收 542.2 亿元，其中美国国内业务营收 424 亿元，海外业务营收 118.2 亿元，海外业务占比 21.8%。



■ 服饰板块代表公司——ROSS STORES INC: 提供极致性价比的折扣零售龙头

①公司成长历程:

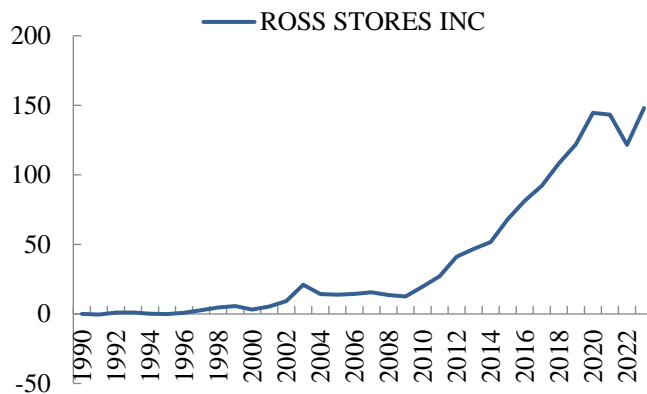
ROSS STORES 由 Mortimer 和 Doris Ross 于 1950 年创立。1982 年,公司在 Mervin Morris (Mervyn's 连锁百货商店的创始人) 的领投下,收购了位于旧金山湾区的六家商店,并转型为“Ross Dress for Less”折扣销售模式,同时在纳斯达克上市。其店铺虽因商品陈设紧凑显得乱,但货物性价比超高。ROSS STORES 以其独特的寻宝式购物体验 and 优惠的商品价格,成为美国领先的折扣零售商之一。2023 年,ROSS STORES 市值达到 410 亿。

图表221: ROSS STORES 门店外景



来源: ROSS STORES INC 官网, 国金证券研究所整理

图表222: 1990年以来ROSS STORES INC 市值涨幅达到148倍(倍)



来源: Bloomberg, 国金证券研究所整理

②成长的核心动力:

- 折扣零售模式, 定位中低价位客户: ROSS STORE 专注于提供 20%-70% 的折扣幅度, 吸引寻求高性价比商品的消费者。这种模式使得 ROSS STORE 能够在保持较低价格的同时, 为顾客提供品牌和设计师商品, 从而在竞争激烈的零售市场中获得优势。ROSS STORE 的市场定位明确, 主要服务于中低端消费者, 尤其是那些对价格敏感的顾客。通过锁定“想要买便宜”和“只能买便宜”的客户群体, ROSS STORE 能够提供符合他们需求的商品。此外, ROSS STORE 还针对特定群体, 如女性和老年人, 提供定制化的服务和优惠, 进一步增强了客户忠诚度。
- 独特采购策略, 严格控制成本: ROSS STORE 通过购买品牌厂商过剩的产品、选择淡季进货、采购不受时间和潮流影响的“久放”型存货, 以及简化内部设施和人员配置以降低成本, 实现了低价采购。公司通过简化门店装修、提倡自助购物、减少导购数量等方式降低人工成本。此外, 公司与门店出租方的租赁协议有助于控制租金费用。这些措施使得 ROSS STORE 在保持低价的同时, 实现了优异的盈利能力。
- 战略性门店扩张, 强势进入市场: ROSS STORE 通过持续的门店扩张来推动增长, 专注于在现有市场增加渗透率以及进入新市场。ROSS STORE 正在投资其电子商务平台, 以提高其在线业务。公司正在适应数字化零售趋势, 并通过全渠道策略来满足顾客的购物需求。通过线上和线下的整合, ROSS STORE 能够提供更加便捷和个性化的购物体验, 从而吸引更多顾客并提高销售额。

③对海外市场的依赖度: 不依赖海外市场

■ 家居产品板块代表公司——HOME DEPOT: 物美价廉的一站式仓储家居专卖店

①公司成长历程:

HOME DEPOT (家得宝) 由 Bernie Marcus 和 Arthur Blank 于 1978 年创立, 最初在亚特兰大开设了第一家店。家得宝的商业模式强调一站式仓储购物, 利用大而全的仓库式商店提供最实惠的家居购物选择, 一半以上商品直接从厂家采购以保证价格优势。公司秉承着提供更大面积、更多商品以及比同行便宜 10-20% 的价格的经营理念, 迅速在美国家居装饰零售市场占据一席之地。2023 年, 家得宝市值达到 3218 亿元。

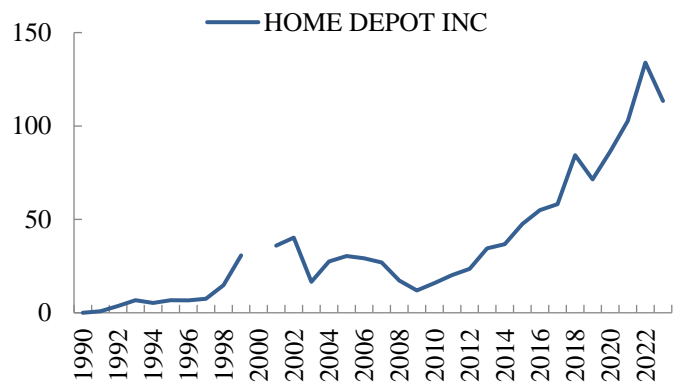


图表223: 家得宝门店外围场景



来源: HOME DEPOT 官网, 国金证券研究所整理

图表224: 1990年以来家得宝市值涨幅达到113倍(倍)



来源: Bloomberg, 国金证券研究所整理

②成长的核心动力:

- 收购上游供应商, 拓展专业客户群体: Home Depot 通过收购行业内的其他公司, 打通建筑业务。家得宝最大的收购案——以 183 亿美元收购 SRS Distribution, 进一步扩展针对专业承包商和建筑商的业务。SRS Distribution 作为一家主要服务于专业屋顶工、景观师和泳池承包商的大型建筑项目供应商, 拥有众多仓库和众多卡车的配送能力。收购帮助 Home Depot 在其专业客户群体中实现增长, 因为这些客户进行更复杂的翻新和改造项目, 需要从专业商店如 SRS 购买商品。
- 创新客户参与策略, 提升消费者忠实度: Home Depot 使用社交媒体以有趣且引人入胜的方式与客户建立联系。公司分享 DIY 项目创意、家装技巧和特别促销活动。这有助于家得宝建立强大的在线社区, 并让客户再次购买更多产品。在家得宝的商店里, 公司专注于让购物变得轻松愉快。他们提供研讨会和动手演示, 以帮助客户学习新技能, 在促进销售的同时让客户感到受到重视和支持, 提高客户的忠实度。
- 利用新兴技术推动企业数字化转型, 升级工作效能: Home Depot 利用包括人工智能、大数据、云计算、区块链和替代现实技术在内的多项新兴技术来提高运营效率和产品供应。

③对海外市场的依赖度: 依赖度较低, 海外业务占比约 8%

2023 年, HOME DEPOT 净销售收入 1526.7 亿元, 其中美国国内业务收入 1400.8 亿元, 海外业务收入 125.9 亿元, 海外业务占比 8.2%。

■ 家居产品板块代表公司——LOWE'S COS INC: 专注本土市场的家居 DIY 配货龙头

①公司成长历程:

劳氏公司 (LOWE'S COS INC) 由 L. S. Lowe 于 1921 年在北卡罗来纳州开设。1946 年, 预见到二战后建筑业的大幅增长, Lowe's 的合伙人 Carl Buchan 将公司重心完全转移到家居改善产品上。1952 年, Carl Buchan 成为 Lowe's 的唯一所有者, 尽管如此, 公司名称依旧保留 Lowe's。1999 年, Lowe's 通过收购 Eagle Hardware & Garden 等同业公司, 继续扩大其业务范围。2022 年, Lowe's 宣布将加拿大零售业务出售给私募股权公司 Sycamore Partners, 进一步聚焦美国市场。Lowe's 以其全面的家居改善产品和服务, 已成为全球领先的家居装饰零售商之一。

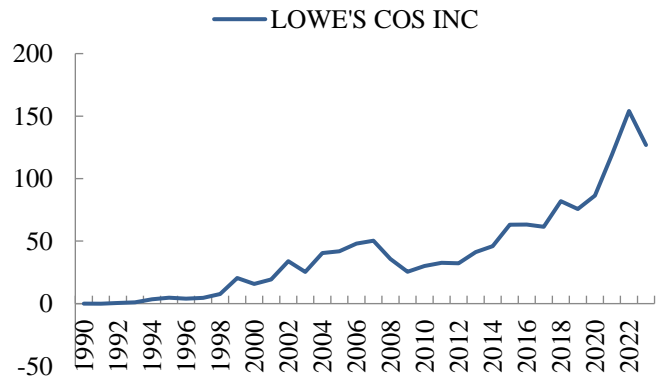


图表225: LOWE'S 门店内部陈设与布局



来源: LOWE'S COS INC 官网, 国金证券研究所整理

图表226: 1990 年以来 LOWE'S 市值涨幅达到 127 倍 (倍)



来源: Bloomberg, 国金证券研究所整理

### ②成长的核心动力:

- 全方位市场策略, 收购拓展份额: Lowe's 实施了"Total Home Strategy", 旨在提升产品组合、增加专业客户渗透率、加速在线业务、扩展安装服务和推动本地化。通过不断优化产品线和服务, Lowe's 能够吸引更多的 DIY 消费者和专业承包商, 推动销售增长。同时, Lowe's 通过战略收购不断扩展市场份额, 例如 2009 年, Lowe's 与澳大利亚零售商 Woolworths 合作, 在澳大利亚开设了 150 家大型超市, 标志着其国际化步伐的加快;2016 年收购了加拿大的 RONA, 进一步巩固了其在加拿大的市场地位。收购增加了 Lowe's 的产品种类和客户基础, 增强了其在竞争激烈的家居改善市场中的影响力。
- 多渠道零售模式, 构建配送网络优化效率: Lowe's 采用多渠道零售模式, 包括实体店、在线平台和移动应用, 确保消费者能够方便地获取产品和服务。通过整合线上线下的购物体验, Lowe's 能够满足不同消费者的需求, 提升销售额。公司还通过优化库存管理和配送网络, 提高了运营效率, 确保产品的及时供应。公司还与 Instacart 合作, 提供同日送货服务, 满足消费者对便利性和速度的需求。
- 响应可持续发展与环保承诺, 提升消费者忠实度: 作为对木材高使用量的家具 DIY 产品零售公司, Lowe's 致力于可持续发展, 通过承诺环保经营, Lowe's 树立其品牌形象, 吸引关注可持续消费的消费者。同时, Lowe's 注重客户服务通过推行 MyLowe's Rewards 计划为会员提供积分、独家优惠和早期销售通知, 提高消费者忠诚度。

### ③对海外市场的依赖度: 依赖度较小, 海外业务占比约 5%

截至 2023 年, LOWE'S COS INC 总净销售额 970.6 亿元, 其中美国净销售额 920.1 亿元, 加拿大净销售额 50.5 亿元, 海外业务占比约为 5.2%。

## ■ 家居产品专卖店板块代表公司——BUILDERS FIRSTSO: 精准化定制的建材配件龙头

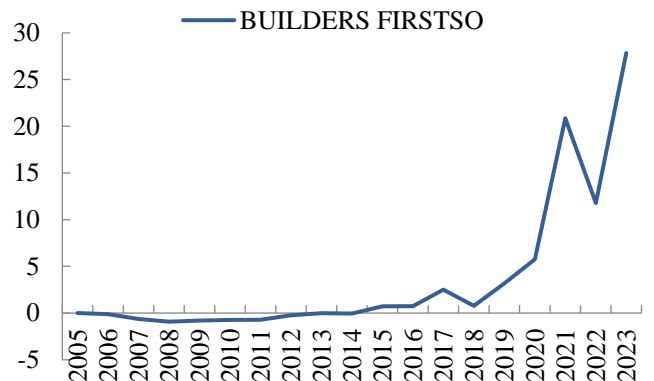
### ①公司成长历程:

BUILDERS FIRST SOURCE 成立于 1998 年, 公司总部位于美国德克萨斯州达拉斯, 主要服务于新住宅建设和维修改造专业市场。BUILDERS FIRSTSO 通过提供全面的解决方案, 帮助客户缩短施工周期、降低施工成本、提高施工质量、提高安全性并减少浪费, 是美国最大的结构建筑产品、增值组件和服务供应商。2023 年, BUILDERS FIRSTSO 市值达到 203 亿元。



图表227: BUILDERS FIRSTSO 售卖的预切割框架木材

图表228: 2005年以来 BUILDERS FIRSTSO 市值涨幅达到 28 倍 (倍)



来源: BUILDERS FIRSTSO 官网, 国金证券研究所整理

来源: Bloomberg, 国金证券研究所整理

②成长的核心动力:

- 收购和扩张战略实现几乎全美地区覆盖: BUILDERS FIRSTSO 通过收购行业内的其他公司来实现扩张和增长。例如, 2015 年收购了其竞争对手 ProBuild Holdings LLC, 这一举措显著扩大了公司的规模和地理覆盖范围。公司在美国的网店横跨各个州, 横跨东部、中部、西部三个地区。
- 多样化产品和服务, 应对消费者业务需求: BUILDERS FIRSTSO 提供多样化的建筑产品和服务, 公司生产屋顶和地板桁架、墙板、楼梯、乙烯基窗户、定制木制品和装饰, 以及根据客户的特定需求量身定制的室内外门。此外, 公司还提供橱柜和硬件, 以及交钥匙框架、外壳施工、设计协助和专业安装服务, 满足不同客户的需求。
- 数字化技术提高运营效率: BUILDERS FIRSTSO 投资于创新和技术, 以提高效率和客户体验。公司提供数字化工具, 如 myBLDR.com 平台, 该平台无缝连接前端设计和销售流程与材料采购, 一直到建筑完成。同时, BUILDERS FIRSTSO 利用计算机化的预切割木材包, 这些木材以 Smart-Bundled 的形式到达工地, 并带有标签, 以增加速度、减少劳动力需求和浪费。

③对海外市场的依赖度: 海外依赖度低, 无海外业务

■ 汽车零售板块代表公司——O'REILLY AUTOMOT: 实现 DIY 和 DIFM 市场双赢的汽配龙头公司

①公司成长历程:

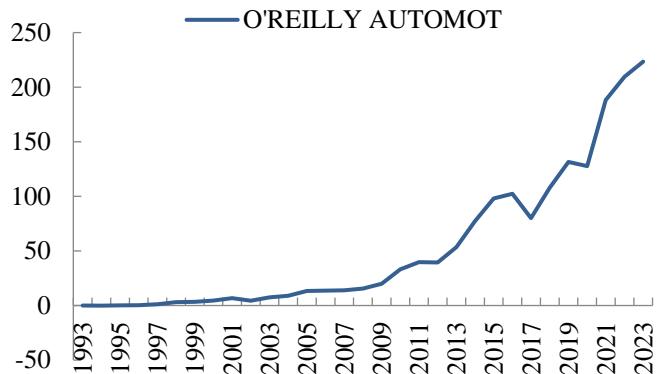
O'REILLY AUTOMOTIVE 成立于 1957 年, 由 O'Reilly 父子在美国密苏里州创立。公司最初专注于汽车售后零部件、配饰及工具的零售业务。1986 年, O'Reilly 确立了其独特的双重市场策略, 公司经营理念集中在精密的市场运营和高效的资源配置上。通过建立强大的分销网络和灵活的供应链管理, O'Reilly 能够满足来自个人客户和专业维修厂的多样化需求。2023 年, O'REILLY AUTOMOT 市值达到 561 亿元。



图表229: O'REILLY “黑色星期五”促销品



图表230: 1993年以来 O'REILLY AUTOMOT 市值涨幅达到 223 倍 (倍)



来源: O'REILLY AUTOMOTIVE 官网, 国金证券研究所整理

来源: Bloomberg, 国金证券研究所整理

②成长的核心动力:

- **DIY 与 DIFM 双重市场策略帮助扩大市场份额:** O'REILLY AUTOMOT 成功实施了面向 DIY 个人客户和 DIFM 专业维修厂客户的双重市场策略。这种策略不仅为公司带来了庞大的消费群体, 还使得其配送中心设施和门店资源得到了高效利用。尤其是在 DIFM 市场, 由于竞争格局相对分散, 大型汽配连锁企业在扩大市场份额方面获得更大的机会。
- **优化供应链管理, 大 SKU 提高客户忠诚度:** O'REILLY AUTOMOT 构建了庞大的库存分销网络和强大的供应链管理能力和。在上游, O'REILLY 开发了自有品牌的汽车零配件, 公司通过信息系统将每家门店与配送中心和中心店连接起来, 实现分层级、高效的库存管理。这种供应链管理能力和确保了门店能在当日或次日接收到来自上万个的配件, 提升顾客的满意度和忠诚度。
- **战略性收购, 扩张分销网络:** O'REILLY 通过一系列战略性收购, 增加公司的市场存在感, 扩展产品组合, 进一步提高竞争力。例如, 2019 年收购了墨西哥的 Mayasa Auto Parts, 2023 年通过收购 Groupe Del Vasto 进入加拿大市场。同时通过快速扩张其零售门店和分销中心, 迅速占领市场份额。公司门店数在 1991-2023 年间由 116 家增长至 6157 家, 使得 O'REILLY 能够覆盖更广泛的地区, 并为个人和专业维修客户提供便捷的服务。

③对海外市场的依赖度: 海外依赖度低, 海外业务约 1%

2023 年, O'REILLY 共开设有门店 6157 家, 其中国内门店 6095 家, 海外门店 62 家, 海外门店占比 1%。

■ 汽车零售板块代表公司——AUTOZONE: 构建规模经济, 汽车市场背后的零部件后盾

①公司成长历程:

AUTOZONE 成立于 1979 年, 最初作为 Auto Shack 在阿肯色州福里斯特城开设了第一家门店。自成立以来, AUTOZONE 秉承着为客户提供卓越的客户服务和高质量汽车零部件的理念, 公司以“WOW! Customer Service”和“Pledge and Values”为指导, 不断适应快速变化的技术, 拓展新市场, 在美国、墨西哥和巴西拥有门店。AUTOZONE 以其创新的商业模式和对客户服务的承诺, 发展成为美国领先的汽车零部件零售商, 成为汽车后市场的重要参与者。2023 年, AUTOZONE INC 市值达到 43810 亿元。

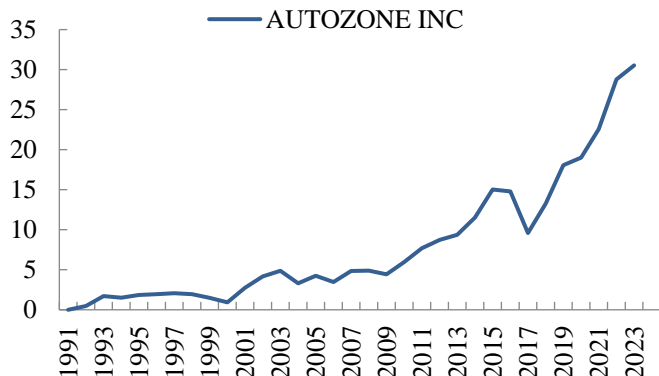


图表231: AutoZone 美国门店



来源: AUTOZONE INC 官网, 国金证券研究所整理

图表232: 1990 年以来 AUTOZONE 市值涨幅达 30.5 倍(倍)



来源: Bloomberg, 国金证券研究所整理

②成长的核心动力:

- 保证存货数量, 让顾客即需即买: AUTOZONE 在库存周转和分销网络方面具有显著优势。公司始终保持着充足的零配件库存, 库存周转率仅为 1.5, 确保顾客能够随时购买到所需的配件。AUTOZONE 的旗舰店和卫星店分别拥有约 10 万件和至少 2.3 万件存货, 这样的库存策略保证了顾客的满意度和忠诚度。同时, AUTOZONE 的分销网络布局为客户提供了高效率的配送和快速反馈, 为竞争对手树立了较高的进入壁垒。
- 选择高利润汽车配件产品, 帮助产业结构优化: AUTOZONE 专注于销售专业度和复杂度较高的配件, 而非标准化产品如轮胎。这种策略虽然面向车主消费者销售非标品较为困难, 但需要极强的供应链能力, 一旦实现, 便能构建起业务壁垒, 保障高毛利率的实现。通过收购其他汽车零部件零售商来增强其市场地位, 帮助公司实现规模经济。通过提供“好、更好、最好”的产品线选择, AUTOZONE 确保了顾客在不同需求层面上都能获得价值, 同时也为公司带来了高利润。
- 明确市场定位, 提供差异化汽配零件: AUTOZONE 专注于汽车售后市场, 满足 DIY (Do It Yourself) 和 DIFM (Do It For Me) 客户的需求。AUTOZONE 推出了自有品牌产品线 Duralast, 包括启动机、发电机、电池等多种部件, 成功地在美国汽车零部件零售市场中占据重要地位。

③对海外市场的依赖度: 依赖度较小, 海外业务约为 12.5%

2024 年, AUTOZONE 总计拥有 7353 家门店, 其中海外门店 921 家, 海外门店占比 12.5%。

■ 汽车零售板块代表公司——LITHIA MOTORS: 多品牌多市场覆盖的汽车零售龙头

①公司成长历程:

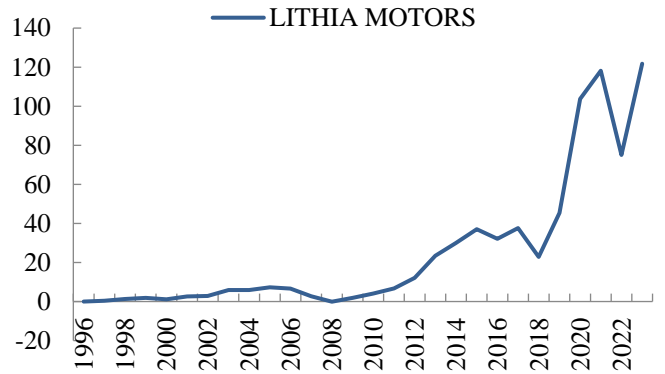
Lithia Motors, Inc. (利西亚车行) 成立于 1946 年, 创始人沃尔特·德波尔 (Walt DeBoer) 在俄勒冈州阿什兰开设了第一家汽车经销店, 并将其发展成为一家多品牌汽车经销商。1996 年, Lithia Motors 成功在纳斯达克上市, 成为公众公司, 进一步推动了其扩张。Lithia 通过收购多家汽车经销商不断扩大规模, 形成了覆盖多个州的网络。截至 2023 年, Lithia 在美国和加拿大、英国拥有众多零售地点, 销售包括新车和二手车在内的多种品牌。Lithia 的愿景是“无论何时何地, 满足消费者需求, 现代化的出行服务商”, 已经成为美国最大的汽车零售商之一。2023 年, 利西亚车行市值达到 90 亿元。





图表233: 利西亚车行销售氢电能源车

图表234: 1990年以来LITHIA MOTORS市值涨幅达到122倍(倍)



来源: LITHIA MOTORS 官网, 国金证券研究所整理

来源: Bloomberg, 国金证券研究所整理

②成长的核心动力:

- 多元化品牌和产品组合, 拓宽业务服务: Lithia Motors 经营多个汽车品牌, 包括豪华品牌和主流品牌, 这使得公司能够满足不同客户的需求, 并在不同的市场细分中实现增长。通过提供从经济型车到豪华车型的广泛选择, Lithia Motors 能够吸引更广泛的客户群体, 增加销售机会, 并提高客户忠诚度。此外, 公司还提供二手车销售和汽车金融服务, 进一步扩大了其收入来源。
- 明确收购战略和增长战略, 产生业务协同效应: LITHIA MOTORS 实施了明确的增长战略, 通过收购扩大其业务范围和市场覆盖。公司通过收购其他汽车经销商, 增加了新的品牌和地区, 从而提高市场份额和收入, 增强了 Lithia Motors 的市场地位, 并为其带来新的客户群体和收入来源。通过精心挑选收购目标, Lithia Motors 能够确保收购后的业务能够顺利整合, 并与现有业务产生协同效应。公司在美国多个州拥有经销店, 并进入加拿大和英国市场, 开拓了国际业务。此外, Lithia 通过推出在线汽车销售平台 Driveway, 与 Carvana 等线上经销商竞争, 具备对市场变化的快速响应能力。
- 数字化成本控制, 助力稳健的运营模式: Lithia Motors 通过集中操作结构收购表现不佳的经销商, 降低成本、提高商店的盈利能力。公司的收购战略专注于独家收购权, 即品牌在一个市场内唯一的代理厂商, 这有助于公司在特定市场中实现更高的成本效率。此外, Lithia 通过应用程序的集中操作结构, 进一步优化了成本控制和运营效率, 保持低杠杆率的同时产生大量现金流。公司通过将业务重新聚焦于消费者体验并利用专有性能测量来增加市场份额和盈利能力。

③对海外市场的依赖度: 依赖度适中, 海外业务超过 33%

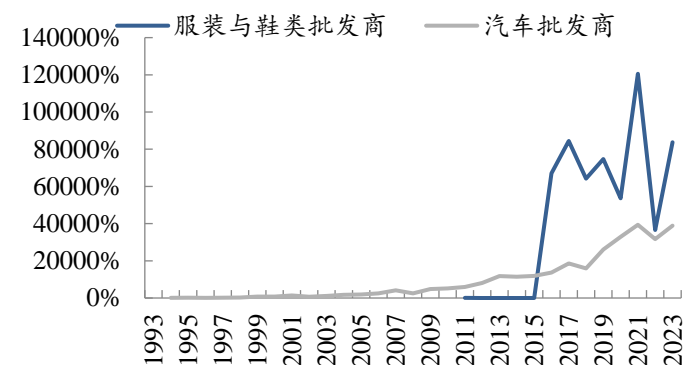
2024 年 LITHIA STORE 总计拥有 449 个零售站点, 其中美国和加拿大站点 299 个, 欧洲站点 150 个, 海外零售站点比例超过 33%。

4) 非必需-批发

非必需批发板块中, 服装与鞋类批发商板块整体市值增长较多, 但板块市值推高是由于 2017 年有新股上市原因导致。此外汽车批发商、消费电子家电商店、其他批发商板块成长性较好, 均诞生了代表性的高成长公司。

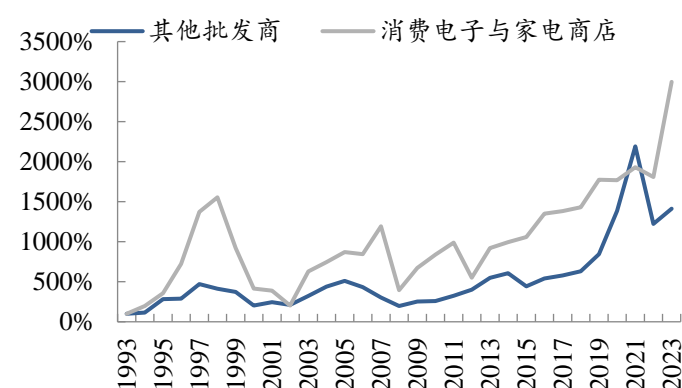


图表235: 非必需批发细分板块市值涨幅-Part1 (%)



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表236: 非必需批发细分板块市值涨幅-Part2 (%)



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

■ 汽车批发商板块代表公司——Copart: 汽车拍卖残值市场的王者

①公司成长历程:

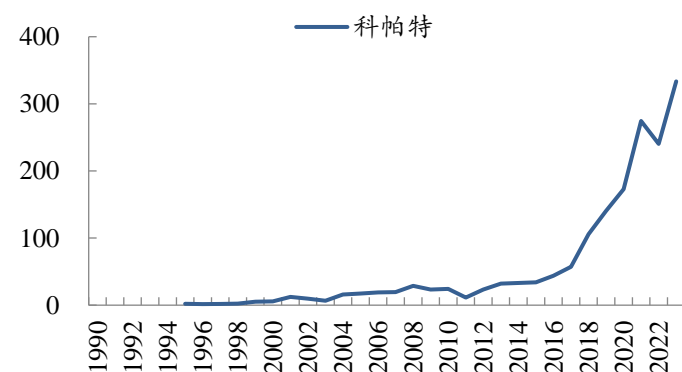
Copart 成立于1982年,最初只是一家小型汽车拍卖公司。创始人Willis J. Johnson 凭借其对技术的敏锐嗅觉,率先将互联网技术应用于汽车拍卖领域,并于1998年推出了在线拍卖平台。通过持续的科技创新和系统升级, Copart 的在线拍卖平台不断完善,吸引了越来越多的买家和卖家。同时, Copart 通过积极的收购策略,不断扩张其线下拍卖场和车辆处理场地,从而建立起强大的线下资源网络。这种线上线下结合的模式,以及对技术的持续投入,使 Copart 成为全球领先的汽车拍卖公司,并实现了股价的持续增长。

图表237: Copart 在美国的汽车拍卖场



来源: 唐吉河德官网, 国金证券研究所整理

图表238: 1994年以来 Copart Inc 的市值涨幅达到333倍(倍)



来源: Bloomberg, 国金证券研究所整理

②成长的核心动力:

- Copart 早期就意识到互联网技术的潜力,并率先将在线拍卖模式应用于汽车拍卖行业,建立了领先的在线拍卖平台。这不仅提高了拍卖效率,也扩大了其市场覆盖范围,吸引了全球各地的买家,并降低了交易成本。长期积累的技术优势和数据积累,构成了 Copart 强大的竞争壁垒,难以被后来者超越。
- Copart 通过持续的收购,整合了大量的汽车处理场地 (salvage yard),建立了覆盖广泛的线下资源网络。这些线下场地不仅为其提供了充足的车辆储备,也方便了车辆的检验、处理和运输,提升了运营效率并降低了成本。庞大的线下网络和规模效应,巩固了 Copart 在行业中的领先地位。
- Copart 坚持精细化管理,注重成本控制和运营效率。创始人Willis J. Johnson 长期低薪,并专注于公司长期发展,体现了其对公司价值的坚定信念。同时, Copart 持



续进行技术创新和平台升级，不断优化用户体验，并拓展新的业务模式，以适应不断变化的市场环境，保持其在行业中的竞争优势。

③对海外市场的依赖度：依赖度较低，海外业务占比约 18%+

2023 年, Copart 全球总营收为 \$3,869,518(千美元), 其中海外营收为 \$679,870(千美元)。

### ■ 消费电子与家电商店板块代表公司——ePlus：深耕 IT 服务，打造综合解决方案

①公司成长历程：

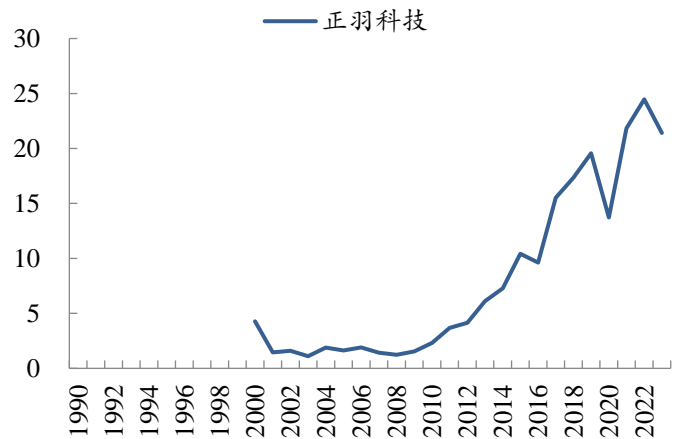
成立于 1986 年, ePlus 通过持续的战略收购和对 IT 行业趋势的精准把握, 逐渐从单纯的产品销售商转型为提供全方位 IT 解决方案的服务商。该公司尤其重视构建大型的、全面的 IT 解决方案, 而非仅专注于单一产品或技术领域。ePlus 与众多厂商建立了稳固的合作关系, 并通过内部培训, 提升销售团队对 IT 行业大趋势的理解, 从而为客户提供更专业的咨询和服务。通过这种全方位服务模式和战略收购, ePlus 的营收持续增长, 最终达到十亿美元的规模。

图表239: ePlus Inc 在美国的广告屏

图表240: 1999 年以来 ePlus Inc 的市值涨幅达到 21 倍 (倍)



来源: ePlus Inc 官网, 国金证券研究所整理



来源: Bloomberg, 国金证券研究所整理

②成长的核心动力：

- 与只专注于单一产品线的公司不同, ePlus 提供全方位的 IT 解决方案, 涵盖数据中心、协作、安全、基础设施、专业和托管服务以及软件等多个方面, 并提供融资方案。这种全面的解决方案满足了客户日益增长的综合性需求, 使其成为客户值得信赖的长期合作伙伴, 从而提升了客户粘性和复购率, 也为公司带来了可持续的收入增长。
- ePlus 通过一系列的战略性收购, 不断扩张其业务规模和地域覆盖范围, 并获取新的技术和专业人才。这些收购目标通常是具有特定技术专长或区域市场优势的公司, 通过整合, ePlus 能够迅速拓展新的市场, 并提升其在特定领域的竞争力, 有效地提升了公司的整体实力和市场覆盖面。
- ePlus 与超过一百家 IT 厂商建立了合作关系, 涵盖一线品牌和专业厂商。ePlus 能够在众多厂商之间保持相对中立的地位, 避免了因偏向特定厂商而造成的客户流失或业务限制。这种中立性使其能够为客户提供最优的解决方案, 而非受限于特定厂商的产品线, 从而赢得了客户的信任和认可, 并保持了持续的业务增长。

③对海外市场的依赖度：依赖度较低，海外业务占比约 6%+

2023 年, ePlus Inc 全球总营收为 \$2,067,718 (千美元), 其中海外营收为 \$114,253 (千美元)。



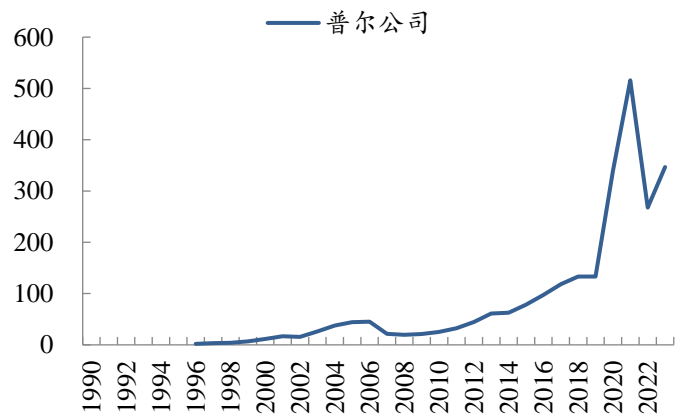
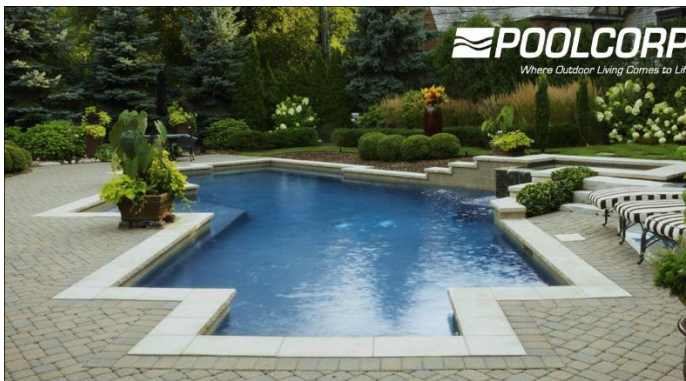
■ 其他批发板块代表公司——Pool Corporation: 美国泳池行业的隐形冠军

①公司成长历程:

Pool Corporation 成立于 1993 年，专注于北美地区的泳池设备及相关产品的批发分销。凭借其高效的供应链管理和广泛的分销网络，Pool Corporation 逐渐成为北美泳池行业的主要分销商，并通过一系列战略性收购，进一步巩固了其市场地位。公司业务模式的核心在于泳池的持续维护需求，以及美国居民对改善家居环境的持续投入。得益于美国房地产市场的繁荣和居民对泳池的持续维护需求，Pool Corporation 的业绩长期保持稳定增长。即使在经济波动时期，其核心业务也具有较强的抗风险能力。

图表241: PoolCorp 在美国的业务

图表242: 1995 年以来 Pool Corp 的市值涨幅达到 347 倍 (倍)



来源: PoolCorp 官网, 国金证券研究所整理

来源: Bloomberg, 国金证券研究所整理

②成长的核心动力:

- Pool Corporation 在北美泳池设备批发分销领域占据了近乎垄断的市场份额，其竞争对手多为小型地方性企业，缺乏规模效应和品牌影响力。这种寡头垄断的地位为公司带来了稳定的盈利能力和定价权，使其能够更好地应对市场波动和竞争压力，并保持较高的利润率。
- Pool Corporation 的业务模式主要依托于泳池的持续维护和更新需求。泳池的日常维护、化学药品消耗、设备更新等，构成了一个巨大的持续消费市场。这种可预测的持续消费需求，为 Pool Corporation 提供了稳定的收入来源和现金流，使其能够在较低的经济波动风险下持续增长。
- Pool Corporation 通过持续的并购，不断扩大其分销网络和产品线，并提升其供应链管理效率。这种战略性收购不仅增强了其市场竞争力，也使其能够更好地满足客户需求，提升服务水平。高效的供应链管理，使其能够以更低的成本采购和配送产品，进一步提升盈利能力。

③对海外市场的依赖度: 依赖度较低，海外业务占比约 7%+

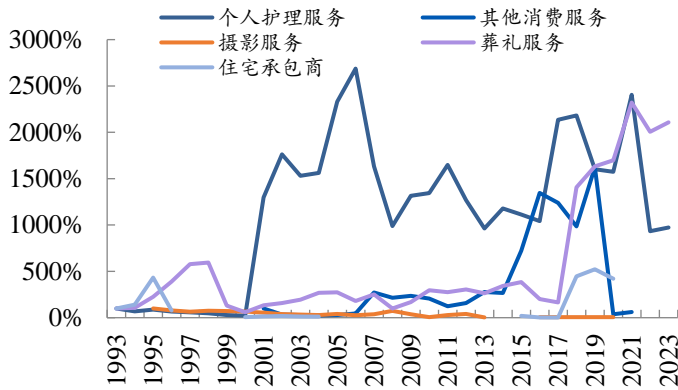
2023 年，Pool Corp 全球总营收为 \$5,541,595 (千美元)，其中海外营收为 \$415,287 (千美元)。

5) 消费者服务

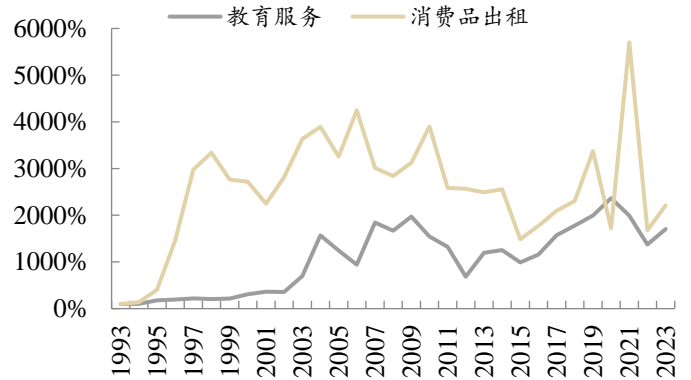
美国的消费者服务板块和日本类似，整体没有走出长期持续成长的消费股。



图表243: 消费者服务细分板块市值涨幅-Part1 (%)



图表244: 消费者服务细分板块市值涨幅-Part2 (%)



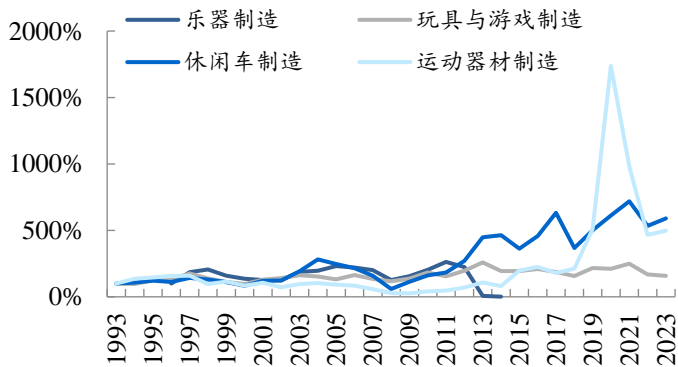
来源: Bloomberg, 国金证券研究所

来源: Bloomberg, 国金证券研究所

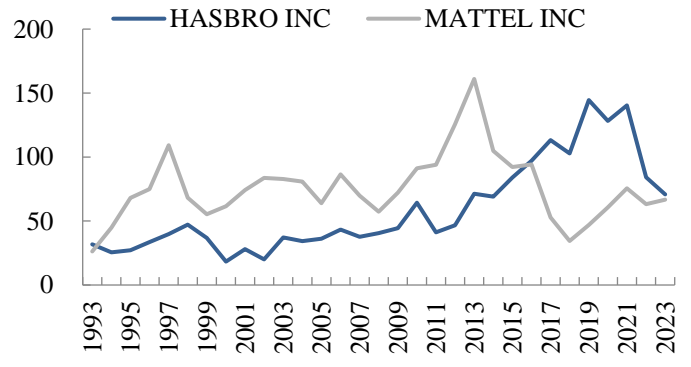
### 6) 休闲产品制造

休闲产品制造包括乐器、玩具、运动器材和休闲车制造, 板块整体的成长性相对较弱, 以其中具代表性的玩具与游戏制造板块为例, 其中的主要公司 HASBRO 和 MATTEL 整体市值增长较缓慢。

图表245: 休闲产品制造细分板块市值涨幅 (%)



图表246: 玩具与游戏制造主要公司市值走势 (亿元)



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

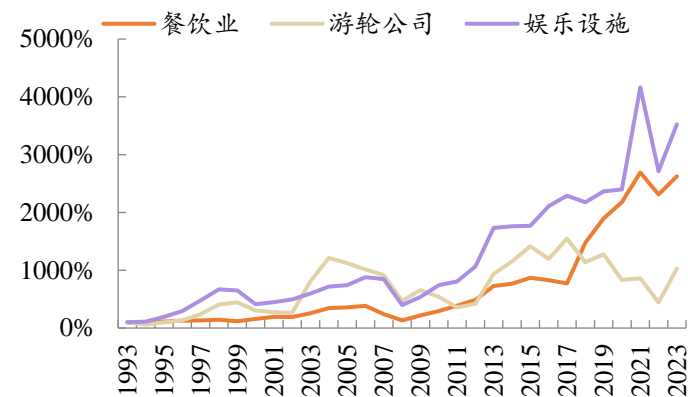
来源: Bloomberg, 国金证券研究所

### 7) 休闲设施与服务

休闲设施与服务是一个诞生众多代表性成长公司的主要板块, 内部包含餐饮业、娱乐设施、旅店、博彩等多个细分板块。其中板块整体成长性较强的是餐饮业和娱乐设施板块, 其次为博彩和旅店板块。

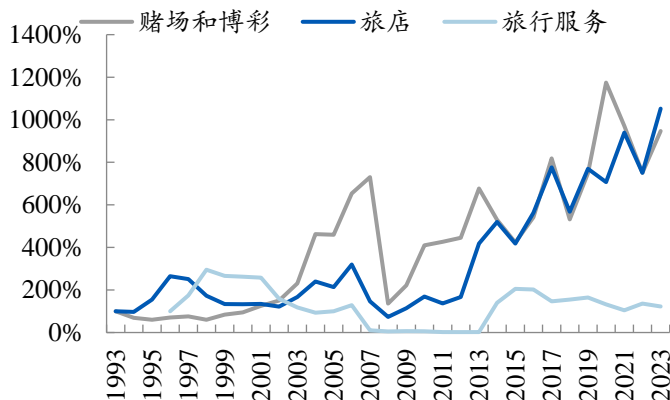


图表247: 休闲设施与服务细分板块市值涨幅-Part1 (%)



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表248: 休闲设施与服务细分板块市值涨幅-Part2 (%)



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

■ 餐饮业板块代表公司——麦当劳：快餐帝国的构建-标准化、全球化与数字化战略的完美融合

①公司成长历程：

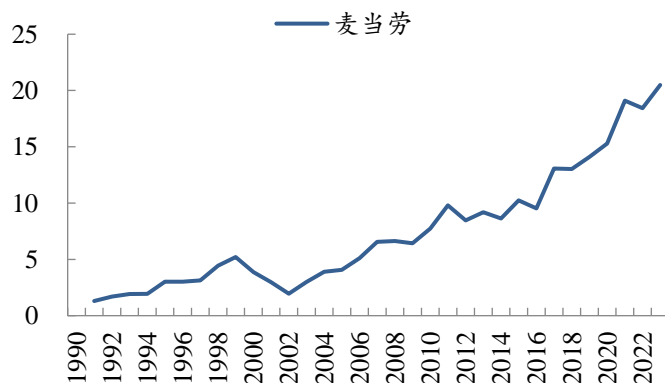
麦当劳公司创立于1940年，最初只是一家路边小餐馆。其创始人麦当劳兄弟通过改进服务流程和标准化生产，创造了快餐模式的雏形。1955年，麦当劳使用特许经营模式迅速扩张门店网络，进而发展成为全球性的快餐帝国。近年来，麦当劳也开始关注健康饮食和可持续发展，以满足消费者日益变化的需求。其成功源于其强大的品牌效应、标准化运营以及对市场趋势的敏锐把握。

图表249: 麦当劳在美国的门店



来源: 麦当劳官网, 国金证券研究所

图表250: 1990年以来麦当劳的市值涨幅达到20倍(倍)



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

②成长的核心动力：

- 麦当劳的成功源于其高度标准化的运营体系。从食材供应到门店服务，所有环节都遵循严格标准和流程，确保全球门店提供一致的产品和服务质量。这不仅提升了效率、降低了成本，更增强了顾客的信任感和品牌忠诚度，为快速扩张奠定了基础。
- 特许经营模式是麦当劳快速扩张的关键。它将风险分散，并能快速进入全球市场。麦当劳根据当地文化和习惯调整菜单和服务，实现了全球化布局，获得了巨大市场份额，也使麦当劳品牌成为全球文化的一部分。
- 麦当劳积极应用数字化技术，提升用户体验和运营效率。自助点餐机、移动支付和外卖服务等创新，不仅提高了顾客满意度，也降低了人力成本。数据分析帮助麦当劳了解消费者需求，并优化产品和服务，确保其在竞争激烈的市场中保持领先地位。

③对海外市场的依赖度：依赖度较高，海外业务占比约59%+



2023年，麦当劳全球总营收为\$25,493.7（百万美元），其中海外营收为\$14,925.3（百万美元）。

■ 餐饮业板块代表公司——星巴克：从一杯咖啡到一种生活方式

①公司成长历程：

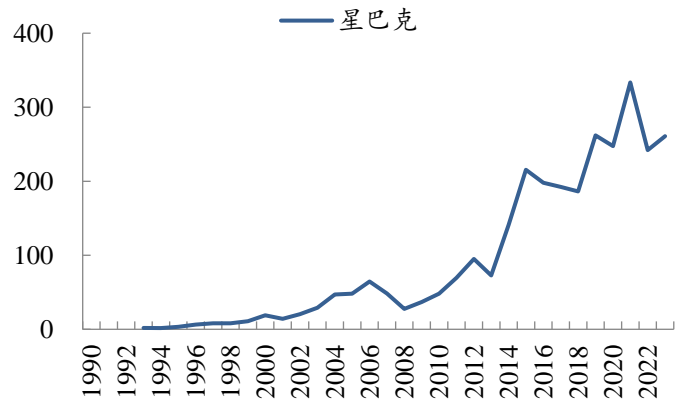
星巴克创立于1971年，起源于西海岸的西雅图。Howard Schultz的加入成为星巴克发展史上的重要转折点，他将意大利咖啡文化引入星巴克，并创造了独特的“第三空间”概念，将咖啡馆打造成为一个舒适的社交场所。星冰乐的推出进一步推动了星巴克的增长。通过持续的品牌建设和门店扩张，星巴克迅速成为全球知名的咖啡品牌。星巴克的成功不仅在于其优质的咖啡产品，更在于其独特的品牌文化和体验，以及其全球化的扩张战略。近年来，星巴克也在积极探索数字化转型，以适应不断变化的市场环境。

图表251：星巴克在美国的门店

图表252：1992年以来星巴克咖啡的市值涨幅达到261倍（倍）



来源：星巴克官网，国金证券研究所整理



来源：Bloomberg，国金证券研究所整理

②成长的核心动力：

- 星巴克成功地将自身打造成为一个具有独特文化和价值观的品牌。其注重社会责任、环保和员工福利的企业文化，赢得了广泛的社会认可。同时，星巴克积极进行全球化扩张，根据不同市场进行本土化调整，并保持其核心品牌价值和体验的一致性，成功地将品牌文化传递到世界各地。
- 星巴克不断推出新的产品和服务，以满足消费者不断变化的需求，并保持其市场竞争力。同时，星巴克积极拥抱数字化，通过移动支付、线上点单和会员制度等，提升用户体验和运营效率，并收集用户数据，进行精准化营销。这些创新举措不仅提升了顾客满意度，也为星巴克未来的可持续发展提供了动力。
- 星巴克的成功并非仅仅依靠咖啡本身，更在于其创造的“第三空间”体验。舒适的环境、优质的服务和社群氛围，使星巴克成为顾客放松、交流和工作的场所，而非简单的消费场所。这种独特的体验提升了顾客的忠诚度，并使其成为一种生活方式的象征，巩固了星巴克的品牌形象和市场竞争力。

③对海外市场的依赖度：依赖度适中，海外业务占比约49%+

2023年，星巴克咖啡全球门店数为19592，其中海外门店数为8964。

■ 餐饮业板块代表公司——Chipotle：用个性化和数字化的墨西哥风味征服美国快餐市场

①公司成长历程：

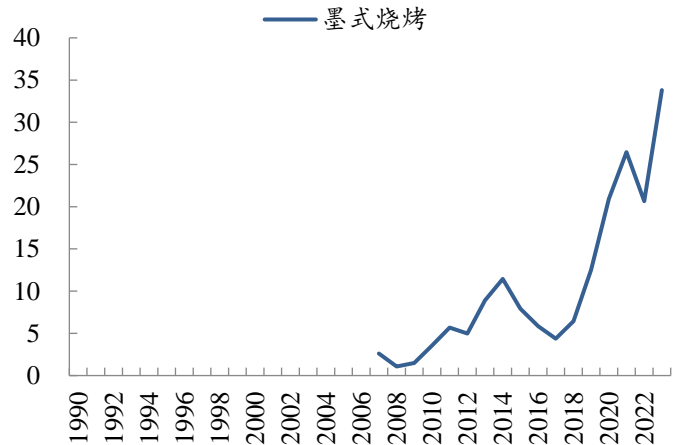
墨式烧烤创立于1993年，创始人Steve Ells在丹佛开设了第一家店。凭借着对新鲜食材的坚持、简单却个性化的菜单以及对墨西哥菜的巧妙改良，Chipotle迅速成为当地网红



店。随后，它获得了麦当劳的投资，在麦当劳的帮助下，Chipotle 快速扩张至全美，并在 2006 年成功上市，股价首日便翻番。2015 年，一场大肠杆菌食品安全丑闻重创了公司，但公司在更换 CEO 后，积极拥抱数字化转型，大力发展线上点餐和外卖业务，并推出 Chipotlane 免下车取餐模式，最终成功摆脱危机并实现业绩高速增长，成为全球市值第三的餐饮品牌。

图表253：墨式烧烤在美国的门店

图表254：2006 年以来墨式烧烤的市值涨幅达到 34 倍（倍）



来源：墨式烧烤官网，国金证券研究所整理

来源：Bloomberg，国金证券研究所整理

②成长的核心动力：

- Chipotle 成功的核心在于其产品策略，它抓住美国消费者日益增长的健康饮食需求，提供健康、美味、高性价比的墨西哥菜。不同于传统快餐的标准化模式，Chipotle 的菜单虽然简单，却允许消费者高度个性化定制，满足了消费者对多元化和自主选择的渴望。这种“简单+个性化”的模式既保证了操作效率和成本控制，又满足了消费者的需求，极大提升了顾客的满意度和复购率。
- Chipotle 在发展过程中始终坚持其品牌核心价值：新鲜、健康、个性化。面对麦当劳提出的改变品牌形象、增加早餐等建议，Chipotle 都毅然决然地拒绝了，坚持自身发展道路。这种对品牌价值的坚定坚守，不仅赢得了忠实的顾客群体，也塑造了其独特的品牌形象，成为其核心竞争力之一。在食品安全问题出现后，公司也迅速采取措施，并最终通过持续改进，赢回了消费者信任。
- 2015 年食品安全危机成为 Chipotle 数字化转型的催化剂。新任 CEO 上任后，公司积极推进数字化战略，大力发展线上点餐和外卖业务，优化线上线下订单流程，推出 Chipotlane 等创新门店模式。这些举措不仅提升了运营效率，也使其在公共卫生事件期间逆势增长，并巩固了其市场地位。高效的数字化运营赋予了 Chipotle 强大的适应性和竞争力。

③对海外市场的依赖度：依赖度较低，海外业务占比约 2%+

2023 年，墨式烧烤全球门店数为 3437，其中海外门店数为 66。

■ 餐饮业板块代表公司——达美乐披萨：30 分钟速递背后的商业帝国-全球披萨连锁的扩张与创新

①公司成长历程：

达美乐披萨公司成立于 1960 年，创始人汤姆·莫纳汉敏锐地洞察到快速配送的重要性，提出“30 分钟必达”的口号，迅速在竞争激烈的美国披萨市场脱颖而出。其后，达美乐将重心放在加盟模式上，以轻资产运营迅速扩张全球门店网络。同时，公司积极拥抱科技，研发了披萨检测器、无人机送餐等创新技术，提升效率并改善消费者体验。在应对 2009 年的食品安全危机后，达美乐更加重视产品质量和品牌形象，最终实现了业绩的持续高速增长，成为全球最大的比萨连锁企业。



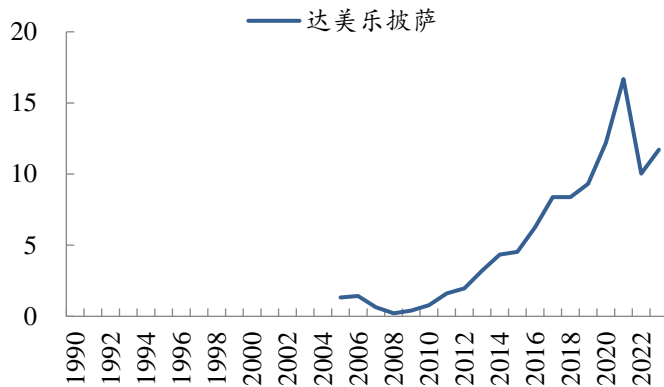


图表255：达美乐披萨在美国的门店



来源：达美乐披萨官网，国金证券研究所整理

图表256：2004年以来达美乐披萨的市值涨幅达到12倍（倍）



来源：Bloomberg，国金证券研究所整理

②成长的核心动力：

- 达美乐采用以加盟为主的商业模式，降低了公司运营成本和风险，并利用加盟商的资金和资源迅速拓展门店网络。这一模式极大地加快了公司在全球市场的扩张速度，使其能够覆盖更广阔的地域，服务更多消费者。相比之下，直营模式需要承担更高的资金压力和管理难度，在扩张速度上明显逊色。达美乐巧妙地将加盟模式与严格的质量控制体系相结合，保障了品牌的一致性和产品质量，避免了因加盟而造成的管理混乱和质量下降。
- 达美乐将科技创新作为企业发展的核心驱动力。公司研发了诸如披萨检测器等一系列技术，用于监控产品质量，并积极探索无人机和无人驾驶汽车等送餐方式，以提升送餐速度和效率。同时，公司优化了线上点餐系统，提供便捷的点餐体验，缩短了点餐时间，提高了客户满意度。通过科技赋能，达美乐有效提升了各个环节的效率，降低了运营成本，并提高了竞争力，在市场上保持领先地位。
- “30分钟必达”不仅是一个口号，更是达美乐的核心竞争力。为了实现这一目标，达美乐对门店选址、配送路线进行精细化管理，并不断优化配送流程。这种注重速度的策略，在竞争激烈的披萨市场中，迅速树立了品牌的独特形象，并有效提升了消费者对服务的感知，成为其在市场中脱颖而出的重要因素。即使在科技发展日新月异的今天，快速便捷的服务仍是吸引消费者的重要因素。

③对海外市场的依赖度：依赖度较高，海外业务占比约67%+

2023年，达美乐披萨全球门店数为20591，其中海外门店数为13737。

■ 娱乐设施板块代表公司——Live Nation：演唱会、音乐节之王如何掌控现场娱乐的未来

①公司成长历程：

Live Nation Entertainment 成立于1996年，最初名为 SFX Entertainment，是一家专注于音乐会和娱乐活动的公司。经过多年的发展和一系列关键的并购，Live Nation 不断壮大，最终成为全球最大的现场娱乐公司之一。Live Nation 的发展策略是垂直整合产业链，从艺人经纪、演出主办、场馆运营到票务销售，几乎涵盖了现场娱乐产业的全部环节。同时，它积极拓展全球市场，收购了多个国际知名的音乐节品牌，并利用数字化技术提升用户体验，例如推出VIP通行证和在线直播平台等。在经历了公共卫生事件的冲击后，Live Nation 迅速恢复增长，2022年营收突破百亿美元，再次证明其强大的实力和适应能力。

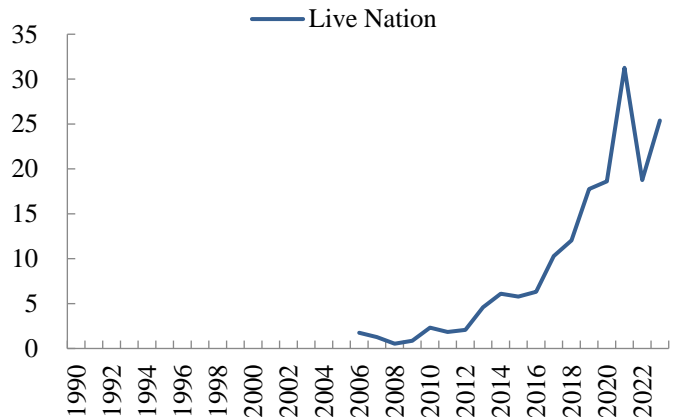


图表257: Live Nation 举办热门的音乐节



来源: Live Nation 官网, 国金证券研究所整理

图表258: 2005 年以来 Live Nation 的市值涨幅达到 25 倍 (倍)



来源: Bloomberg, 国金证券研究所整理

②成长的核心动力:

- Live Nation 的成功秘诀之一在于其对现场娱乐产业链的垂直整合。通过收购 Ticketmaster 等公司, Live Nation 掌控了从艺人经纪、演出策划、场馆运营到票务销售的整个流程。这种整合让 Live Nation 能够更有效地控制成本, 优化资源配置, 并对整个产业链进行精细化管理, 提升盈利能力。垂直整合也使其对市场变化更具掌控力, 并能更有效地应对竞争和风险。
- Live Nation 不仅局限于单一市场, 而是积极进行全球化扩张。它收购了众多国际知名的音乐节品牌, 例如 Lollapalooza 和 Electric Daisy Carnival 等, 迅速扩大了其全球市场份额和品牌影响力。这种全球化扩张策略, 不仅增加了收入来源, 也为公司带来了多元化的文化和市场经验, 增强了抗风险能力。同时, 收购具有知名度的品牌, 迅速提升了公司在全球范围内的品牌认知度, 为其带来了大量的忠实用户。
- Live Nation 积极拥抱数字化转型, 通过开发在线平台、在线直播等方式, 提升用户体验, 并开拓新的收入来源。在公共卫生事件期间, Live Nation 的线上直播业务为其带来了新的增长点, 也证明了其适应市场变化的能力。持续的数字化转型增强了用户粘性也提升了公司运营效率和市场竞争力。这使得 Live Nation 不仅能满足传统用户的需求, 更能吸引更多年轻一代的消费者。

③对海外市场的依赖度: 依赖度适中, 海外业务占比约 33%+

2023 年, Live Nation 全球举办音乐会 (节) 数为 50059, 其中海外次数为 16430。

■ 娱乐设施板块代表公司——Vail Resorts: 四季运营, 多元化体验, 滑雪度假村新模式

①公司成长历程:

Vail Resorts 成立于 1962 年, 经过多年的发展和一系列战略性收购, Vail Resorts 逐步发展成为北美乃至全球最大的山地度假村运营商。2008 年, Vail Resorts 推出革命性的 Epic Pass 季卡, 这一创新模式改变了滑雪行业的传统经营模式, 大幅增加了滑雪客群, 并成功锁定了未来的收入。此后, Vail Resorts 持续收购优质滑雪度假村, 并积极拓展全年运营模式, 推出夏季山地活动, 有效降低了季节性波动带来的风险, 并提升了盈利能力。如今, Vail Resorts 已经成为全球滑雪度假村行业的领导者。

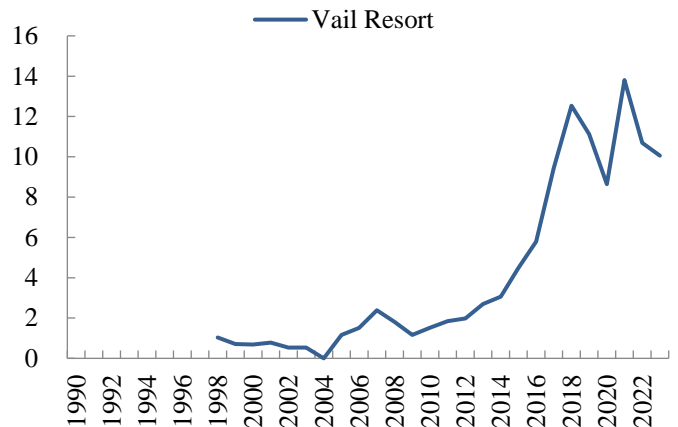


图表259: Vail Resorts 在美国 (科罗拉多) 的酒店

图表260: 1997 年以来 Vail Resorts 的市值涨幅达到 10 倍 (倍)



来源: 唐吉诃德官网, 国金证券研究所整理



来源: Bloomberg, 国金证券研究所整理

②成长的核心动力:

- Vail Resorts 推出的 Epic Pass 季卡模式是其成功的关键。通过一张季卡, 滑雪者可以畅滑 Vail Resorts 旗下众多雪场, 大大降低了单次滑雪的成本, 吸引了更多滑雪爱好者, 尤其是年轻一代。这种预付费模式不仅保障了公司的现金流, 也增强了用户的忠诚度, 并降低了天气等不可控因素带来的风险。
- Vail Resorts 通过一系列战略性收购, 迅速扩张其度假村网络, 并整合资源, 提升运营效率。收购优质雪场, 不仅扩大了其市场份额, 也提升了 Epic Pass 的价值, 进一步吸引更多用户购买季卡, 形成良性循环。这种整合战略有效地提升了公司的规模效益和品牌影响力。
- Vail Resorts 积极拓展全年运营模式, 不再局限于冬季滑雪, 而是推出夏季山地骑行、徒步等多种活动, 有效降低了季节性波动对收入的影响, 并提升了度假村的整体吸引力。多元化的体验丰富了游客的选择, 延长了度假村的运营周期, 并吸引了更多不同类型的游客, 提升了盈利能力和资源利用率。

③对海外市场的依赖度: 依赖度较低, 海外业务占比约 19%+

2023 年, Vail Resorts 全球营收为\$2,889,364 (百万美元), 其中海外营收为\$523,022 (百万美元)。

■ 博彩板块代表公司——Flutter Entertainment: 数字时代博彩业的领航者

①公司成长历程:

Flutter Entertainment 成立于爱尔兰, 通过一系列战略性的收购和并购, 迅速壮大成为全球领先的体育博彩和在线游戏公司。其核心资产 FanDuel 在美国市场取得巨大成功, 为公司带来了显著的收入增长。Flutter Entertainment 积极拓展国际市场, 业务涵盖英国、爱尔兰、澳大利亚等多个国家和地区, 并持续进行产品创新和技术升级, 以满足不同市场和用户的需求。尽管面临着激烈的市场竞争和复杂的监管环境, 但 Flutter Entertainment 通过多元化战略和技术创新, 保持了其在行业内的领先地位, 持续扩大市场份额和收入规模。

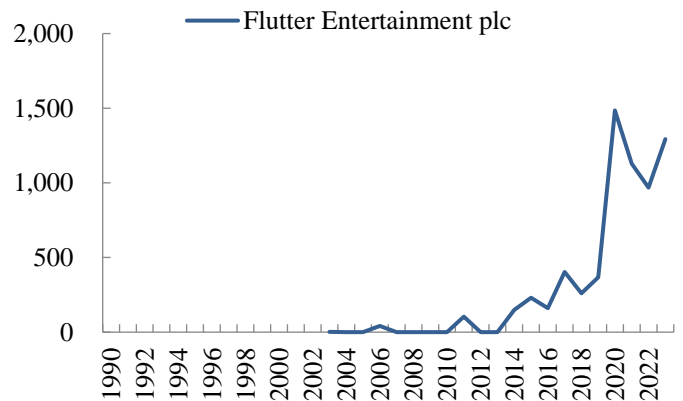


图表261: Flutter Entertainment 在纽交所的海报



来源: Flutter Entertainment 官网, 国金证券研究所整理

图表262: 2002 年以来 Flutter Entertainment 的市值涨幅达到 1293 倍 (倍)



来源: Bloomberg, 国金证券研究所整理

②成长的核心动力:

- Flutter Entertainment 的快速扩张并非依靠单一市场或产品线的突破, 而是通过一系列精明的收购与并购, 迅速整合了多个具有区域优势和品牌影响力的博彩公司。例如, 对 FanDuel 的收购使其迅速打入了竞争激烈的美国市场, 并获得了巨大的成功。这种战略性并购不仅迅速扩大了公司规模和市场覆盖范围, 也整合了不同公司的技术、人才和资源, 有效提升了公司的整体竞争力和盈利能力。
- Flutter Entertainment 的成功并非依赖单一产品或市场, 而是采取了多元化的战略。其业务涵盖体育博彩、在线游戏、扑克等多个领域, 并在全球多个国家和地区开展业务。这种多元化战略有效分散了风险, 降低了对单一市场或产品的依赖, 并使其能够根据不同市场的需求, 提供个性化的产品和服务。
- Flutter Entertainment 积极投资技术研发和创新, 致力于提升用户体验。通过先进的技术, 公司提供更流畅、更便捷的在线博彩平台, 并不断推出新的游戏和功能, 以吸引和留住用户。良好的用户体验是提高用户忠诚度和市场竞争力的关键因素, 而技术创新是实现这一目标的基石。此外, 公司还利用大数据分析等技术手段, 精准把握用户需求, 优化产品和服务, 进一步提升用户粘性和盈利能力。

③对海外市场的依赖度: 依赖度较高, 海外业务占比约 62%+

2023 年, Flutter Entertainment 全球总营收为\$11,790 (百万美元), 其中海外营收为\$7,306(百万美元)。

■ 酒店业板块代表公司——万豪: 百年酒店传奇——从街边小店到世界酒店巨头

①公司成长历程:

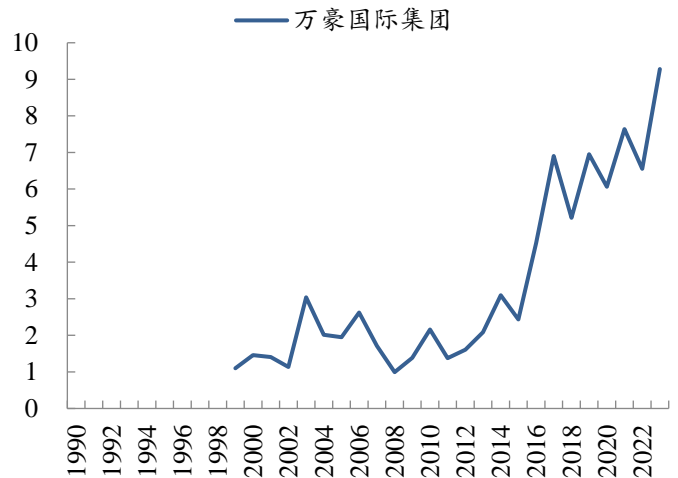
万豪国际集团发源于 1927 年的一家仅能容纳九人的小酒馆。面对季节性波动, 万豪及时转型, 引入热食, 并积极拓展业务, 开设了汽车餐厅和航空食品公司。1957 年, 万豪集团首家酒店——双桥汽车旅馆开业, 标志着万豪正式进军酒店业。此后, 万豪不断创新, 推出不同价位和类型的酒店品牌, 以满足不同客群的需求。通过一系列战略收购, 特别是 2016 年收购喜达屋, 万豪成为全球最大的酒店集团。万豪的发展历程, 展现了其家族传承的企业精神, 以及精细化管理和全球化扩张的成功策略。



图表263: 万豪在美国纳什维尔的酒店



图表264: 1998年以来万豪国际的市值涨幅达到9倍(倍)



来源: 万豪官网, 国金证券研究所整理

来源: Bloomberg, 国金证券研究所整理

### ②成长的核心动力:

- 万豪的成功离不开其对精细化管理和标准化运营的极致追求, 始终坚持着标准化的流程和服务, 确保全球每家酒店都能提供一致的高品质服务。这种标准化不仅体现在酒店设施和服务上, 也体现在员工培训和管理上, 通过标准化的操作手册和培训体系, 万豪确保了服务的一致性, 提升了效率。精细化的管理模式使其能有效控制成本, 并快速复制成功经验, 在全球范围内迅速扩张。
- 万豪并未局限于单一品牌和单一市场, 而是通过不断推出不同价位和定位的酒店品牌, 例如万豪酒店、万怡酒店、丽思卡尔顿酒店等, 以满足不同客群的需求。这种多元化品牌战略, 不仅扩大了其市场覆盖范围, 也使其能够在不同价位区间竞争, 占据市场优势。
- 万豪的全球化扩张并非单靠自身发展, 而是积极通过战略性收购, 快速整合资源, 并进入新的市场。收购喜达屋等大型酒店集团的案例, 让万豪迅速壮大, 并获得了巨大的市场份额和品牌影响力。这种战略性收购, 不仅使其能够快速进入新的市场, 也能够获取新的技术、品牌和管理经验, 提升公司的整体竞争力。

### ③对海外市场的依赖度: 依赖度较高, 海外业务占比约 31%+

2023 年, 万豪国际集团全球拥有酒店数为 8691, 其中海外酒店数为 2726。

## ■ 酒店业板块代表公司——精选国际: 以特许经营为核心, 打造中端酒店的品牌领航者

### ①公司成长历程:

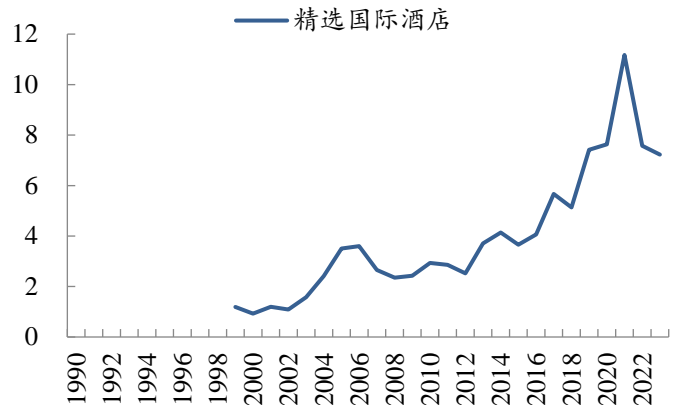
精选国际的成长历程始于 1939 年, 当时由七家南方汽车旅馆联合成立的非营利组织, 旨在提升汽车旅馆的质量标准。经过数十年的发展, 1963 年转型为营利性企业, 专注于酒店特许经营。1970 年代, 精选国际开始国际拓展, 丰富了品牌矩阵。1996 年, 公司成功独立上市, 进一步加大了国际市场的布局。经过多次品牌创新与收购, 精选国际在 2020 年后持续优化运营, 降本增效, 迅速适应市场变化, 成为美国中端酒店市场的领军者。



图表265: 精选国际酒店在美国的门店



图表266: 1998年以来精选国际酒店的市值涨幅达到7倍(倍)



来源: 精选国际酒店官网, 国金证券研究所整理

来源: Bloomberg, 国金证券研究所整理

②成长的核心动力:

- 精选国际自创立之初便采用特许经营模式, 确保品牌扩展的灵活性和低风险。通过提供品牌许可、管理支持和培训, 精选能够迅速吸引加盟商, 降低自营酒店所需的高额资本投入。这种模式使其在扩张过程中, 能够避免重资产带来的财务压力, 实现快速增长。
- 精选国际致力于精细化管理, 通过严格的质量标准和持续的技术创新, 提升加盟酒店的服务质量与运营效率。公司针对不同市场细分推出多品牌战略, 确保每个品牌能够满足特定客户需求。这种精细化管理不仅提升了客户满意度, 还增强了品牌忠诚度, 从而推动了盈利能力的提升。
- 面对快速变化的市场环境, 精选国际展现出强大的市场适应能力。公共卫生事件后, 精选通过降薪、缩招等措施有效控制成本, 同时加大营销力度, 提高费率, 迅速恢复收入。这种灵活应变的策略确保了公司在不确定性中持续运营, 并抓住市场复苏的机会, 实现了稳健的成长。

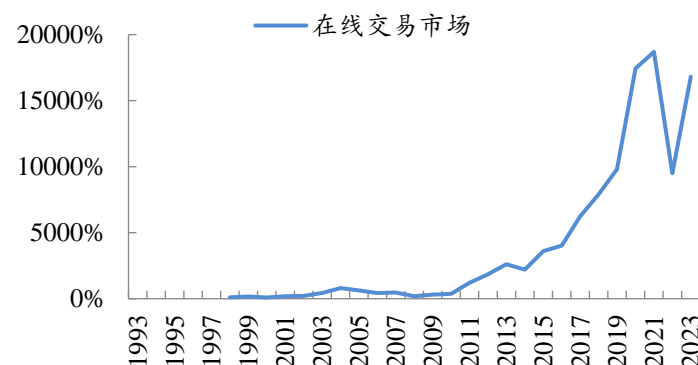
③对海外市场的依赖度: 依赖度较低, 海外业务占比约 16%+

2023 年, 精选国际酒店全球门店数为 7527, 其中海外门店数为 1222。

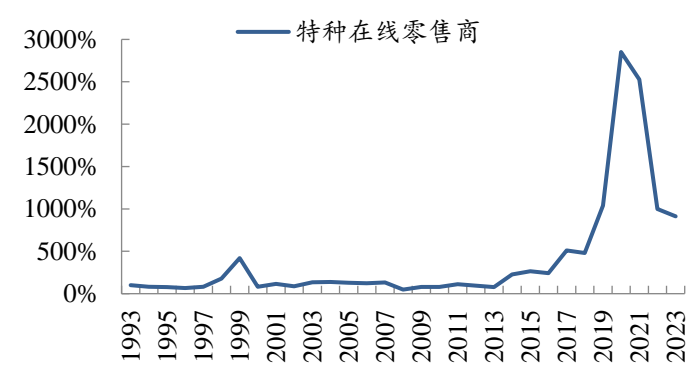
8) 电子商务

美国电子商务板块和日本一样, 都实现了高速增长, 依托互联网技术实现的对旧有购物模式的替代, 贡献了更高的成长动力。

图表267: 电子商务细分板块市值涨幅-Part1 (%)



图表268: 电子商务细分板块市值涨幅-Part2 (%)





来源：Bloomberg，国金证券研究所

来源：Bloomberg，国金证券研究所

## ■ 在线交易市场板块代表公司——亚马逊：从在线书店到全球科技巨头

### ① 公司成长历程：

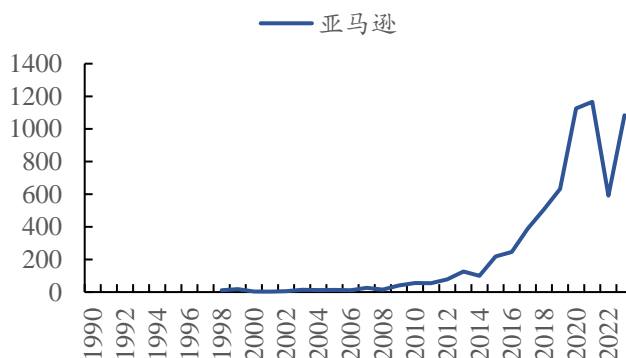
亚马逊公司，由杰夫·贝佐斯于1995年创立，最初以在线书店起家，如今已发展成为全球领先的电子商务巨头，业务涵盖电子商务、云计算(AWS)、数字娱乐、人工智能等多个领域。其发展历程始于对客户体验的极致追求，通过低价、丰富的选择和便捷的物流配送，迅速确立了在线零售的领先地位。此后，亚马逊积极拓展业务，通过战略性收购，如IMDb，以及自营品牌Kindle的推出，不断扩展产品品类和市场版图。其开放的Marketplace平台，连接了全球数百万商家和消费者，进一步巩固了其电商巨头的地位。如今，亚马逊已成为一个庞大的商业生态系统，持续引领着全球科技和零售行业的变革。

图表269：亚马逊在美国的无人超市



来源：亚马逊官网，国金证券研究所整理

图表270：1990年以来亚马逊市值涨幅达到1084倍(倍)



来源：Bloomberg，国金证券研究所整理

### ② 成长的核心动力：

- 亚马逊成功的基石在于其对运营效率近乎极致的追求。这具体体现在供应链的精细化管理上，从商品采购到仓储物流，再到订单处理和配送，每个环节都经过精心设计和优化，力求将成本降到最低，效率提升到最高。强大的技术实力是效率提升的关键，自动化仓储系统、智能算法和数据分析等技术手段被广泛应用，实现了流程自动化、预测性库存管理和个性化推荐，极大提高了运营效率和客户满意度。此外，亚马逊注重精简管理架构，减少冗余环节，提高决策效率，确保资源得到最大化利用。
- 亚马逊对技术创新的不懈追求是其增长的关键驱动力。贝佐斯从一开始就强调技术的重要性，并持续大量投资研发。这一承诺催生了诸如“一键下单”、Kindle 电子阅读器、亚马逊网络服务和复杂的物流网络等突破性创新。这些创新不仅提高了效率，而且创造了新的收入来源和竞争优势。
- 亚马逊利用战略收购迅速进军新市场并获取关键技术。收购 Whole Foods Market 扩展了其杂货业务，而收购 Twitch 和米高梅则扩大了其数字媒体业务。对 Kiva Systems 的收购增强了其物流能力，建立了强大的竞争优势。这些收购加速了增长，使亚马逊的收入来源多样化，巩固了其在多个行业的领导地位。

### ③ 对海外市场的依赖度：依赖度适中，海外业务占比约 23%+

2023 年，亚马逊全球总营收为 \$574,785 (百万美元)，其中海外营收为 \$121,200 (百万美元)。

## ■ 在线交易市场代表公司——Etsy：手工电商平台的崛起与发展

### ① 公司成长历程：

Etsy 成立于 2005 年，致力于打造手工和复古商品的在线市场。初期依靠社区口碑迅速发展，随后在专业管理团队的领导下，提升了平台技术和运营效率，并于 2015 年成功上市。



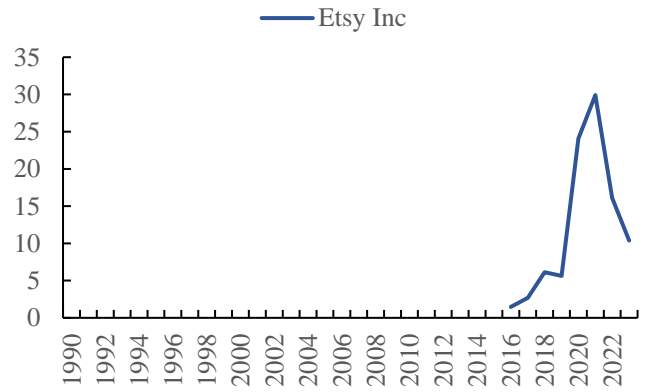
然而，此后在成本控制和市场营销策略上经历了一些挑战，导致领导层变动和股价波动。近年来，Etsy 重新聚焦客户体验和精准营销，吸引更多买家和卖家，实现业务增长。但其高估值和对利基市场的依赖，使其持续面临挑战。

图表271: Etsy 在美国的线下社区



来源: Etsy Inc 官网, 国金证券研究所整理

图表272: 2015 年以来 Etsy 市值涨幅达到 10 倍 (倍)



来源: Bloomberg, 国金证券研究所整理

②成长的核心动力:

- Etsy 的成功与其活跃的在线社区密不可分。平台在工匠和买家之间营造了一种归属感，创造了忠诚且高度参与的用户群体。Etsy 通过论坛、小组和博客等功能积极培育社区，提供资源和工具，支持卖家和买家。强大的社区促进了有机营销并增强了品牌忠诚度。
- Etsy 专注于手工和复古商品，使其有别于大众化电商平台。这种细分市场定位吸引了重视原创性、工艺和个性的特定客户群体。对独特产品的强调塑造了强大的品牌形象和忠诚的客户群体，他们更看重质量和真实性而非单纯的价格。
- Etsy 最初依靠口碑营销，但之后战略性地发展了营销策略，利用社交媒体和精准广告覆盖更广泛的受众。持续改进平台功能（包括搜索功能、支付系统和卖家工具）提升了整体用户体验，从而推动了销售额和用户参与度。Etsy 适应不断变化的消费者偏好和技术进步的能力，对其持续增长至关重要。

③对海外市场的依赖度: 依赖度适中，海外业务占比约 43%+

2023 年, Etsy Inc 全球总营收为\$574,785(千美元), 其中海外营收为\$121,200(千美元)。



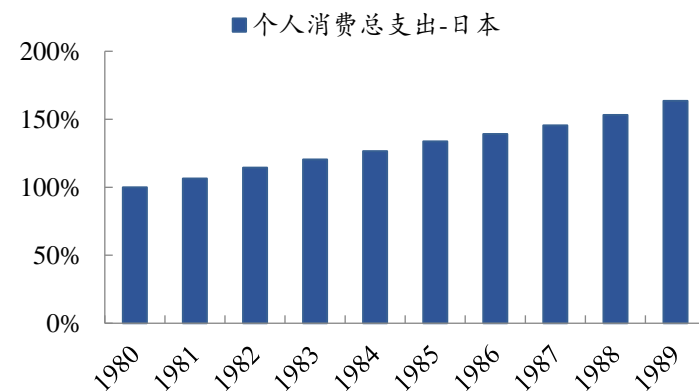


## 六、回看日本 1970-1990 期间的消费变迁

### 6.1、消费基本面——总量快速增长，耐用品占比提升

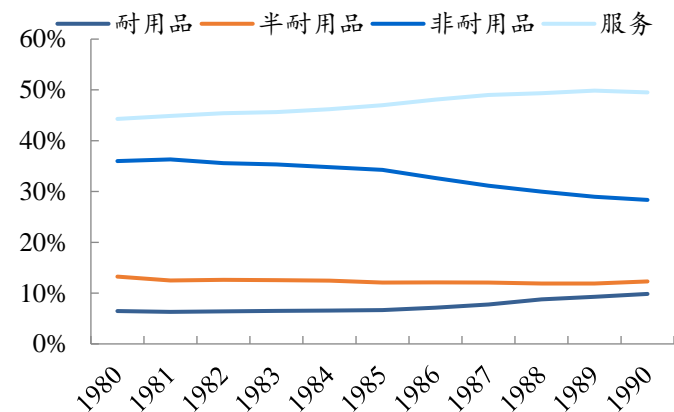
1970 年后日本个人消费支出快速增长，耐用品占比提升是最不同于其他时期的特点。从 1980 年后的数据来看，1980-1989 年短短不到 10 年时间，日本个人消费增长 39%，这是一个消费支出高速增长黄金年代。从结构角度看，耐用品的支出占比在不断提升，其中，以家电家具为代表的耐用性更强的耐用品增长，是推动耐用品占比提升的主要动力。

图表273：1980-1989 年日本个人消费支出增长 63%



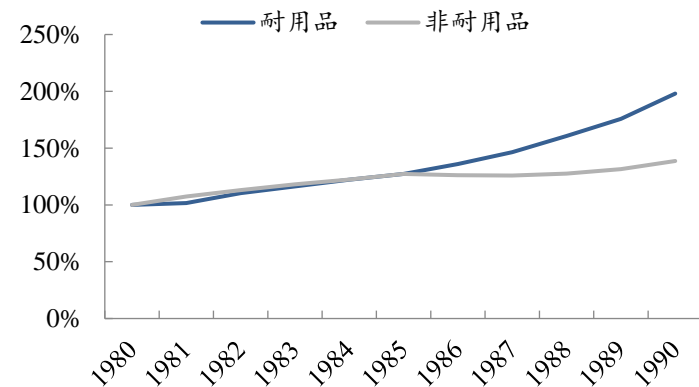
来源：日本内阁府，国金证券研究所（以 1980 年支出为基数 100%）

图表274：1980-1990 年耐用品和服务占比提升 (%)



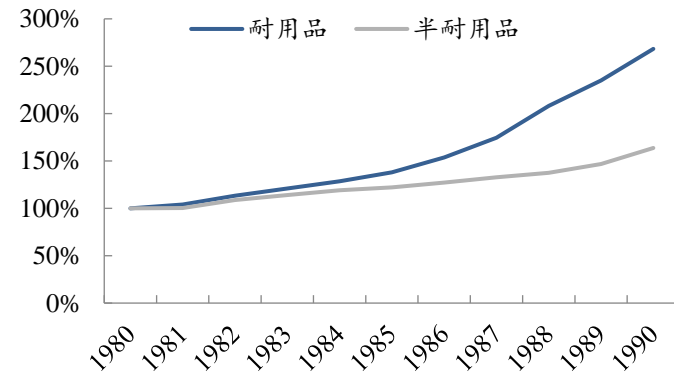
来源：日本内阁府，国金证券研究所

图表275：1980-1990 年日本耐用品消费支出明显增加 (%)



来源：日本内阁府，国金证券研究所（以 1980 年支出为基数 100%）

图表276：1980-1990 年家电家具为代表的传统耐用品增长是推动耐用品消费支出的动力 (%)



来源：日本内阁府，国金证券研究所（以 1980 年支出为基数 100%）

### 6.2、日本 1970-1990 消费板块行业结构变化特征

#### ① 进入第三消费时期，开始迎来消费升级

日本的第三消费时代，大致从 1970 年代初开始，一直持续到 1980 年代末，日本的第三消费时代是一个多元化、个性化和品质化的消费时代。在这一时期，家庭消费趋势从基本需求转向精神服务需求，年轻人生活条件自出生起就相对优越，消费升级转向个人化。消费者不再满足于标准化、大众化的产品，而是追求丰富多彩的设计和选择。他们开始追求与众不同的产品，以表达自我和实现个人身份的确认。耐用消费品由一家一台过渡为一人一台，反映了个人主义倾向的提高。在 20 世纪 80 年代，随着资产价格的膨胀，日本居民收入和财富快速增长，消费者对于高端耐用品的需求加速普及，如乘用车和空调等。此外，消费者对产品功效、原材料、安全性、便利性和舒适性等方面提出了更高的要求，并愿意为这些需求支付更高的溢价。企业需要不断创新和适应，以满足消费者的新期待。



### ② 外食率持续增加，饮食多元化、西式化，餐饮业得到大发展

在这个日本经济快速发展的时期，市场对劳动力的需求使得传统的男主外、女主内家庭模式改变，女性劳动力增加。随着女性进入职场和社会地位的提升，单身家庭和小型家庭的增多，消费模式也随之改变。家中没有固定做家务、烹饪的角色，日本民众的外食消费显著增加，饮食文化变得更加多元化和西式化，日本的快餐店和便利店开始迅速扩张。

1970年代，便利店在日本开始兴起。日本从美国引入了便利店的发展模式。1972年，FamilyMart便利店成立，7-Eleven则在1974年开设了首家门店。便利店进入市场时，民众首先不太感冒，直到饭团入驻便利店时，这种情况开始改变。收银台通常有热狗、饭团，易于准备，并且可以便宜地出售。它向当地顾客传达了一种家的熟悉感，而它的馅料、包装和形状的变化又为消费者提供多种多样新鲜的选择。此后，随着餐饮和家用产品的不断完善，便利店以其24小时营业和便捷的购物体验，迅速获得消费者的青睐，尤其是在城市地区。

图表277：日本全家便利店门店外景



来源：雅虎，国金证券研究所整理

图表278：日本7-ELEVEN便利店门店外景



来源：雅虎，国金证券研究所整理

1970年被认为是日本餐饮业的元年，此后快餐店、外卖都得到了快速发展，1970年肯德基登陆日本，1971年麦当劳在银座开了第一家店。这些快餐店以其快速、方便的服务，满足了日益增长的外出就餐需求。日本本土的快餐品牌也逐渐进入大众视野，如传统日本美食牛肉饭的巨头品牌吉野家，以及改良式西餐公司摩斯汉堡。

### ③ 民族自信心提高，国货品牌崛起

随着经济上升、日本动漫文化的流行，70年代开始日本民众文化自信增强，从崇尚欧美到关注日式审美，化妆品品牌迅速崛起，并通过出海传播日本美学文化，80年代后期民众消费热情高涨，高端产品线增多。

在1950-1970年代前期，日本女性妆容风格始终崇尚西洋文化，化妆品的流行趋势从底妆转向眼睛、嘴唇和眉毛。然而，到了1974年以后，随着日本经济的进一步发展和民众生活水平的提高，日本民众开始逐步摆脱对欧美文化的崇拜，民族自信心增强，日系美妆开始流行起来，本土化妆品企业也随之迎来了发展机遇。民众对个性化精神生活的追求，促使了各种美妆产品和品牌的诞生，也带动了美妆店和药妆店的零售业发展。

以日本老字号美妆品牌资生堂为例，可以一窥日本美妆行业在这一时期的变迁。1970年代，资生堂开始了其国际化的步伐。资生堂出资成立了首个海外销售公司——资生堂夏威夷公司，紧随其后在意大利米兰销售产品，向欧洲出口化妆品。1972年，资生堂迎来了其成立100周年的纪念，成立了“资生堂社会福祉事业团”，并举办了第一届资生堂国际会议“光与皮肤研讨会”，进一步巩固了其在国际化化妆品市场的地位。进入1980年代，日本经济进入了泡沫时代，社会审美转向奢华风。资生堂旗下高端品牌如CPB（肌肤之钥）和IPSA等都诞生于这一时期。资生堂对市场趋势的敏锐把握和对高端化妆品市场的深度开发促成了这些品牌的设立，满足了市场对高端化妆品的需求。



图表279：日式妆容追求自然、清新



来源：资生堂官网，国金证券研究所整理

图表280：欧美妆容追求大胆、立体



来源：资生堂官网，国金证券研究所整理

#### ④石油危机贸易摩擦出现，出海浪潮开始萌芽

70年代初布雷顿森林体系的崩溃导致日元升值，以及石油危机带来的油价飙升，对“来料加工”模式的重工业体系造成了严重冲击，迫使日本进行第二次经济转型。这一时期日本的工业出海，挑战与机遇并存。日本政府出台了一系列政策来引导产业升级：针对传统重工业实施“减量经营”，降低耗能、财务与人力成本；针对新兴产业提出“科技立国”的战略口号，重点研发推广节能减排技术，打造高性价比的工业品消费。这一转型使得日本在全球产业链中开辟了新领域，并在1970-1980年代大滞胀的背景下呈现出“一枝独秀”的稳定经济增速。

一方面，石油危机和美国环保法案出台致使开车成本上升，美国消费者更偏好油耗低、价格便宜的小汽车，对以高性价比、耗油率低为卖点的日本汽车需求增加。日本的代表性汽车品牌丰田的物理生产率显著高于大多数美国工厂，这得益于其生产流程、库存周转率等方面的创新。新的排放规定出台后，丰田通过技术创新来满足这些规定，进一步增强了其产品的环保性能。1970年代，丰田在美国市场取得了重大突破，特别是通过其经济型小轿车 Corolla，销售额显著增长。

另一方面，随着原材料价格上涨、日美贸易摩擦出现，日本家电产能逐步从北美地区向东南亚转移。由于产品性价比高销量好、又利用东南亚的劳动力价格优势，日本快速扩大了家电消费品出海市场和规模。同一时期，日本国内空调开始普及，制冷业逐渐发展，以大金空调为代表的家居家电消费兴起。

## 七、风险提示

- 人口老龄化进度差异：国家间人口老龄化的进度存在差异性，可能影响对行业演变判断的准确性。
- 经济发展水平差异：国家间经济发展水平的差异，可能影响对行业演变判断的准确性。
- 国别差异：不同国家间消费者习惯各异，可能影响消费行业演变规律的普适性。



**行业投资评级的说明：**

买入：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 15%以上；

增持：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5%—15%；

中性：预期未来 3—6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5%—5%；

减持：预期未来 3—6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5%以上。



**特别声明：**

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用；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，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

**上海**  
 电话：021-60753903  
 传真：021-61038200  
 邮箱：researchsh@gjzq.com.cn  
 邮编：201204  
 地址：上海浦东新区芳甸路1088号  
 紫竹国际大厦7楼

**北京**  
 电话：010-85950438  
 邮箱：researchbj@gjzq.com.cn  
 邮编：100005  
 地址：北京市东城区建内大街26号  
 新闻大厦8层南侧

**深圳**  
 电话：0755-83831378  
 传真：0755-83830558  
 邮箱：researchsz@gjzq.com.cn  
 邮编：518000  
 地址：深圳市福田区金田路2028号皇岗商务中心  
 18楼1806



**【小程序】**  
 国金证券研究服务



**【公众号】**  
 国金证券研究