



# 零售的奔腾年代系列（一）

买入（维持评级）

行业专题研究报告

证券研究报告

商贸零售组

分析师：王译（执业 S1130525090006）  
wangyi9@gjzq.com.cn

分析师：于健（执业 S1130525070012）  
yu\_j@gjzq.com.cn

分析师：赵中平（执业 S1130524050003）  
zhaozhongping@gjzq.com.cn

## 日本商超行业启示录，胖东来模式的逆势成长

### 研究说明

2024年底通过《美日消费变迁的启示》我们提出：零售变革带来的机会，是未来中国消费行业进攻性最强的行业性机会，有望孕育一波长牛公司。为更好承接这波由零售公司崛起带来的长期投资红利，本系列报告将着眼于已经走过中国所处阶段的其他国家，结合中国国情（尤其是电商外卖的影响），尝试去回答从需求到格局到估值定价的多种问题。

### 日本超市行业端变化

**需求端：**1997年后日本超市行业在市场规模没有扩大的背景下发展。人口老龄化率攀升和人口总量到顶是重要背景，人口总量长期下降趋势压制了整体超市市场规模的增长，人口结构变化导致超市内部品类的明显分化。收入方面工资水平上涨有限，但出现结构性分化，中产阶级财富增长受到明显冲击，这一趋势加剧了消费者的性价比需求。

**供给端：**尽管超市市场规模整体稳定，但日本超市供给端呈现出明显的进攻性。超市数量持续增长，小型化趋势明显；传统的综合超市（大卖场）减少，食品超市增加；传统头部玩家份额减少，尾部玩家出清，中部玩家强势成长。

### 日本胖东来——Life 超市的崛起

①**产品定位：**Life 超市严格集中于食品类（占比达到 88.74%），尤其是其中最具有成长韧性的加工类食品，这样的差异化定位给予其在老龄化时代抵御传统品类销量下滑的能力。加工类食品包括熟食烘焙和深加工肉类，熟食烘焙是少有的兼具高频和高毛利的品类，日本接近 40% 消费者每周至少购买一次熟食；熟食烘焙还具备“非标+烟火气”属性，更具差异化+情绪价值，提价能力更强；此外相比专业熟食烘焙店，超市具备获客端+成本端天然成本优势。深加工肉类具备更高利润率且可捕捉最具支付能力的顾客。最终 Life 超市得以避免卷入无限价格竞争，做好品质与价格的平衡。

②**区位策略：**作为日本规模最大的食品超市，Life 并没有在全日本扩张，而是集中在东京都/大阪等地区不断加密门店，布局了日本人口规模前五个地区中的 4 个，且布局的地区是近些年日本还能维持人口正增长的少数地区。

③**卖场及员工：**门店面积在 2500 平方米左右，实现 20-25 亿日元年收入；正式员工在职年数达到 14 年，平均年龄达 40 岁；非正式员工人数达到了正式员工的 3.42 倍，临时雇佣员工替代了相当多正式员工的角色。

④**增长动力拆分：**增长主要来源于开店，而不是同店增长。单店收入从 90 年代末到 2012 年之前均稳定在 20 亿，2012 年后随 CPI 上涨迎来提升，期间主要依靠门店数量增长带动收入提升，门店数从 90 年代末 150 家增长至 2024 年 314 家。从利润率角度，毛利率保持 26% 左右，营业利润率在 1990 年前达 2.78%，之后随经济环境变差和竞争加剧持续下滑，1994 年开始 Life 超市加速扩张，6 年内门店数量迅速翻倍导致营业利润率加速下滑至 0.5% 历史最低水平，此后随着门店扩张放缓，营业利润率持续恢复，2008 年回归 2.39%，2023 年达到 3.13% 历史最高水平。

⑤**收益率情况：**快速开店期创造了最佳投资时点。90 年代末快速拓店成本前置，收益后置特征导致股价大跌，此后开启十几年利润快速增长，2000-2010 年营业利润复合增速达到 18%，而股价从 1998 年底-2015 年底复合收益率达到 15%。

### 投资建议与启示

我国与日本竞争环境的同与不同：①**相同点：**老龄化是推动食品超市快速增长核心原因，中国食品超市的崛起确定性很高；蔬菜肉类、熟食等的高频消费习惯对欧美商超构成冲击，为中国食品超市崛起提供机遇。②**不同点：**中国发达的线上业态会加剧“高收入+高人口密度+休闲时间较少地区”的竞争，推动利润率下行。而受线上影响更小的广大下沉市场仍旧是线下商超发展的沃土；相比日本国土面积小/区域间消费力差异不大/人口高度集中/行业高度竞争的国情，我国市场幅员辽阔/下沉市场纵深明显/人口呈现多中心集聚的状态，有可能为行业玩家提供“人口数量够多、经营成本不高、竞争环境适中”的发展区域，从而在下沉市场实现高于日本高度竞争市场状态下的行业利润率水平。

### 风险提示

消费习惯差异、经济发展水平差异、人口老龄化进度差异。



## 内容目录

一、引言：海外视角研究是解决当前中国零售业疑难问题的关键工具	5
二、日本超市需求端的变化	6
2.1、受人口和收入端影响，市场规模维持稳定	6
2.2、品类端销售情况分化明显，仅有食品类需求获得长期增长	8
三、日本超市供给端的变化	9
3.1、超市数量快速增长，呈现小型化趋势	9
3.2、头部玩家份额减少，中部玩家强势成长	10
四、日本“胖东来”——Life 超市的崛起	12
4.1、产品定位——聚焦食品，以差异化的加工食品为矛	13
4.1.1、聚焦食品品类，抵挡老龄化的冲击	13
4.1.2、重点开发加工类食品，确立差异化超市定位	14
4.1.3、立足品质零售，向上向下兼容更多目标客户	17
4.2、区位策略——在大规模人口聚集地区密集开店	18
4.3、卖场及员工——面积与人数的精简战略	21
4.4、增长动力拆分——同店增长微薄，开店贡献增长核心	22
4.5、收益率情况——快速开店时期创造了最佳投资时点	23
五、投资建议与启示	24
六、风险提示	24

## 图表目录

图表 1：剔除出海贡献后，渠道商是日本过去 30 年复合收益率最高的消费公司	5
图表 2：剔除出海贡献后，过去 30 年渠道商为美国贡献了最多的消费牛股	6
图表 3：日本人口总量及结构的变化（万人，%）	6
图表 4：日本老龄化率变化（%）	6
图表 5：1990 年后日本工资水平陷入停滞（以 1991 年为基数 100）	7
图表 6：1990 年后日本不同收入水平人群数量增长比例（收入单位为万元/年，比例为%）	7
图表 7：1997 年后日本进入十多年的通缩环境	7
图表 8：1990 年后日本个人消费总支出变化（1990 年为 1）	7
图表 9：1997 年后十几年日本超市行业销售额整体稳定-经济产业省口径	8
图表 10：1998 年后超市行业规模变化-日本超市协会口径	8
图表 11：日本超市行业各品类商品销售额占比变化（%）	8



图表 12: 食品饮料品类是过去 30 年日本超市内部唯一增长的品类 .....	8
图表 13: 日本超市内各品类占比变化 (%) .....	9
图表 14: 日本家庭每户每年分类型食品支出金额变化 .....	9
图表 15: 1996 年至今日本超市数量持续增长 (家) .....	9
图表 16: 1996 年至今日本超市呈现小型化发展趋势 .....	9
图表 17: 2015-2024 年日本不同类型超市的数量变化 .....	10
图表 18: 1990 年食品零售业销售额排名 (单位: 百万日元) .....	10
图表 19: 2015 年食品零售业销售额排名 (单位: 百万日元) .....	10
图表 20: 1998 年日本超市行业销售额占比 (% , 按企业销售额排名) .....	11
图表 21: 2017 年日本超市行业销售额占比 (% , 按企业销售额排名) .....	11
图表 22: 行业内总销售额占比 (按销售额排名) 的变化 .....	11
图表 23: 行业内总店铺数 (按销售额排名) 的变化 .....	11
图表 24: 日本不同规模超市企业毛利率变化 (%) .....	12
图表 25: 日本不同规模超市企业营业利润率变化 (%) .....	12
图表 26: 2013 年日本不同销售规模超市对应的营业利润率分布 .....	12
图表 27: 2013 年日本亏损超市和盈利超市的关键费用率对比 (%) .....	12
图表 28: Life 超市收入利润及门店数量历史变化 .....	13
图表 29: Life 超市食品类销售额占比持续提升 (%) .....	13
图表 30: Life 超市内部各品类销售额占比 (%) .....	13
图表 31: Life 樱新町店 —— 店内蔬果区实景 .....	14
图表 32: Life 樱新町店 —— 店内熟食区实景 .....	14
图表 33: Life 超市 4.0 旗舰店的 SKU 数量分布 .....	14
图表 34: Life 超市熟食区展示 .....	15
图表 35: Life 超市烘焙区展示 .....	15
图表 36: 日本各类熟食的消费者购买频率 .....	15
图表 37: 日本各类熟食的使用场景 .....	15
图表 38: Life 超市各品类毛利率变化 (%) .....	16
图表 39: life 超市多种多样的深加工肉类 .....	17
图表 40: Life 超市深加工肉类的陈列 .....	17
图表 41: Life 超市的价格&面积定位示意图 .....	17
图表 42: 东京各超市价格定位示意图 .....	17
图表 43: 2024 财年 Life 超市自有品牌销售情况 .....	18
图表 44: Life 超市旗下四大自有品牌的定位差异 .....	18
图表 45: Life 超市门店布局图示 .....	18
图表 46: Life 超市仅在日本 7 个城市开店, 主要集中在大阪和东京 (家) .....	18



图表 47: Life 超市集中布局在日本仅有的几个人口还在增长的大城市 .....	19
图表 48: 日本按照人口规模排序的各地区 2015-2020 年人口增长率 (%) -红色为 life 超市所在地区.....	19
图表 49: Life 超市前两大地区门店数量变化 (家) .....	20
图表 50: Life 超市前两大地区门店收入变化 (家) .....	20
图表 51: Life 超市两大持续关店地区门店数量 (家) .....	20
图表 52: Life 超市两大持续关店地区门店收入 (亿元) .....	20
图表 53: Life 超市三大持续开店地区门店数量 (家) .....	21
图表 54: Life 超市三大持续开店地区门店收入 (亿元) .....	21
图表 55: Life 超市单个门店总员工数量约 100 人左右.....	21
图表 56: Life 超市卖场面积基本在 2000-2500 平方米.....	21
图表 57: Life 超市正式员工平均年龄 (岁) 及在职年数 (年) .....	22
图表 58: Life 超市非正式员工人数达到正式员工的 3.42 倍 .....	22
图表 59: Life 超市门店数量增长情况.....	22
图表 60: Life 超市单店营收增长情况.....	22
图表 61: Life 销售额增长动力主要来自于客户数增加.....	23
图表 62: Life 超市毛利率/营业利润率情况 (%) .....	23
图表 63: Life 超市营业利润率随开店的变化情况.....	23
图表 64: Life 超市股价 (日元/每股) .....	24
图表 65: Life 超市营业收入及利润历史变化 (十亿) .....	24
图表 66: Life 超市分阶段收入利润复合增速 (%) .....	24



## 一、引言：海外视角研究是解决当前中国零售业疑难问题的关键工具

2024 年底通过《美日消费变迁的启示》，我们提出：零售变革带来的机会，是未来中国消费行业进攻性最强的行业性机会，有望孕育出一波长牛公司。2025 年随着调改在全国的进一步扩散，包括早先开始调改的步步高和永辉超市，以及后续调改的高鑫零售、武商集团、汇嘉时代、新华百货等公司，均迎来一定的阶段性行情。

在这波阶段性行情中，“终局定价”是市场参与者普遍采取的定价方法，但终局定价包含的预期假设，市场还没有高置信度的方法，来确认公司实现预期假设所需的时间，这就导致了后期股价的明显回调和市场对业绩兑现的分歧出现。

客观来讲，按照成熟国家的历史，优质的零售长牛公司起步于经济的调整期，兴盛于经济的中后期，中国大陆过去还未曾真正经历过线下优质零售龙头公司的成长，再加上过去十年线下零售公司的业绩低潮带来的低关注度，我们认为目前市场对于零售公司的研究还有大量真空，定价方法论还不成熟，尤其是全球范围内零售行业所普遍具备的“慢开店，缓称王”的行业特点，与资本市场的短期兑现需求形成了冲突，这会对定价产生复杂的影响。

为了能够更好承接这波持续时间很长的由零售公司崛起带来的长期投资红利，本系列报告将着眼于已经走过中国所处阶段的其他国家，尤其是和中国人口分布特征/人口年龄特征更相似的日本，以及盛产零售牛股的美国，结合中国本土的国情(尤其是电商外卖的影响)，尝试去回答从需求到格局到估值定价的多种问题。

图表1：剔除出海贡献后，渠道商是日本过去 30 年复合收益率最高的消费公司

一级行业	二级行业	各赛道代表性公司	市值 (亿日元)	市值年化增速 (%)	市值区间	市值口径			海外业务占比	消除出海因素后市值年化增速 (%)
						2000-2010	2010-2023	2000-2010		
零售	零售	唐吉珂德	21,400	21%	1997-2023	83%	7%	20%	15%	20%
	食品药品店	WELGIA	5,170	24%	2001-2023		26%	23%	1%	24%
	食品药品店	KUSURI-AOKI	2,023	20%	2006-2023		-7%	30%	低	20%
	批发	三菱商事	97,200	3%	1996-2023	18%	-8%	8%	90%	-6%
	批发	伊藤忠商事	91,400	0%	2002-2023		-4%	3%	90%	-10%
	批发	丸红株式会社	37,500	6%	1993-2023		-7%	9%	11%	90%
	消费保健品	乐敦制药株式会社	5,661	9%	1994-2023		9%	4%	13%	42%
	个人护理	尤妮佳	31,700	10%	1993-2023		14%	5%	13%	60%
	个人护理	高丝化妆品	6,408	9%	1999-2023		0%	13%	36%	7%
	个人护理	寿制药株式会社	3,363	16%	1995-2023		-16%	14%	32%	3%
必需品	食品生产	味之素	28,400	5%	1993-2023		4%	-5%	13%	70%
	食品生产	龟甲万	16,700	8%	1993-2023		1%	1%	18%	77%
	食品生产	三得利	14,400	3%	2013-2023			3%	55%	-5%
	饮料生产	养乐多	10,800	5%	1994-2023		-3%	6%	8%	38%
	饮料生产	朝日啤酒	26,700	6%	1993-2023		2%	3%	10%	39%
	服装鞋类	Goldwin	4,641	7%	1994-2023		-31%	12%	27%	5%
	服装鞋类	迪森特	2,762	5%	1994-2023		-11%	13%	13%	56%
	服装鞋类	亚瑟士	8,095	17%	1990-2023		-14%	28%	13%	74%
	零售 (专业服饰)	迅销集团	107,452	16%	1994-2023		43%	5%	13%	61%
	零售 (专业服饰)	PAL Group	2,201	15%	2001-2023			20%	11%	15%
非必需品	批发 (汽车批发)	CENTRAL AUTO PRO	805	6%	1994-2023		-14%	10%	14%	31%
	批发 (消费电子)	DAIWABO HOLDINGS	2,871	13%	2009-2023			25%	12%	43%
	餐饮业	森盛控股ZENSHO HOLDINGS	11,828	26%	2014-2023				26%	68%
	餐饮业	东利多控股 TORIDOLL	3,570	20%	2006-2023			7%	24%	38%
	娱乐设施	京迪士尼度假区管理公司 ORIENTAL LAND I	95,487	11%	1997-2023		8%	-1%	22%	0%
	电子商务	MonotaRO Co., Ltd	7,448	24%	2006-2023			0%	32%	4%
	电子商务	ZOZO	9,206	23%	2007-2023			82%	13%	23%
	谷子经济	万代南梦宫	18,802	9%	2006-2023			-14%	18%	29%
	谷子经济	三丽鸥	4,782	5%	1994-2023		14%	-12%	15%	31%
	谷子经济	任天堂	59,737	3%	1991-2023		0%	5%	3%	78%
谷子经济	科乐美	8,228	9%	1992-2023		38%	-11%	10%	29%	
谷子经济	东映动画	5,381	11%	2001-2023			-9%	28%	54%	

来源：Bloomberg, 国金证券研报《美日消费变迁的启示》，国金证券研究所（消除出海因素原理：上市公司不披露利润的海外占比，因此假定海外收入占比≈海外利润占比，将该比例所占的市值剔除之后，计算其相比上市初市值实现的复合增长，用于比较赛道间长期内成长性差异，单个增速存在偏差，但不影响横向比较）



图表2: 剔除出海贡献后, 过去30年渠道商为美国贡献了最多的消费牛股

一级行业	二级行业	各赛道代表性公司		市值口径						
		代表性公司	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(%)
必需消费品	零售	沃尔玛	3,874	9%	1990-2023	26%	-2%	5%	17%	8%
	零售	Costco	2,410	16%	1992-2023	27%	4%	19%	27%	15%
	批发	安德森斯	19	13%	1996-2023	-4%	27%	9%	未披露	13%
	批发	PERFORMANCE FOOD性能食品	93	19%	2016-2023			19%		19%
	消费保健品	prestige消费品保健	31	7%	2005-2023		-13%	16%	15%	6%
	个人护理	PROCTER & GAMBLE宝洁公司	3,584	8%	1990-2023	9%	9%	6%	50%	6%
	个人护理	Church&Dwight Co艾禾美	230	13%	1990-2023	9%	19%	13%	16%	13%
	饮料生产	可口可乐	2,539	7%	1990-2023	17%	0%	4%	83%	1%
	饮料生产	百事可乐	2,334	8%	1990-2023	16%	2%	6%	43%	6%
	饮料生产	KEURIG DR PEPPER海美思蓝宝	463	18%	2008-2023		35%	15%	13%	16%
饮料生产	CELSIUS HOLDINGS冰力士	126	46%	2009-2023		-22%	77%	5%	46%	
饮料生产	NATL BEVERAGE全国饮料	46	16%	1992-2023		17%	13%	18%	16%	
饮料生产	BROWN-FORMAN百富门	276	9%	1994-2023		14%	8%	8%	6%	
饮料生产	WOLSON COORS啤酒	132	11%	1993-2023		25%	12%	3%	10%	
饮料生产	BOSTON BEER波士顿啤酒	42	8%	1995-2023		-21%	24%	10%	8%	
服装鞋类	耐克	1,613	13%	1990-2023		15%	12%	12%	50%	
服装鞋类	DECKERS	118	15%	1993-2023		-17%	52%	11%	70%	
服装鞋类	SKECHERS斯凯奇	95	19%	1999-2023			6%	19%	62%	
零售(专业服饰)	TJX COS折扣	946	15%	1990-2023		17%	12%	15%	22%	
零售(专业服饰)	ROSS STORES罗斯百货	410	16%	1990-2023		15%	17%	16%	0%	
零售(专业服饰)	BURLINGTON STORE伯灵顿百货	147	26%	2014-2023					2%	
零售(专业服饰)	WINMARK 威玛虎工贸	15	9%	2004-2023			1%	18%	低	
零售(家居专卖)	HOME DEPOT 家得宝	3,218	15%	1990-2023		47%	-8%	16%	8%	
零售(家居专卖)	LOWE'S 劳氏	1,298	16%	1990-2023		33%	6%	11%	5%	
零售	BUILDERS FIRSTSO	203	21%	2005-2023			-23%	43%	0%	
零售(汽车零售)	O'REILLY AUTOMOT汽配	561	20%	1993-2023		28%	20%	16%	1%	
零售(汽车零售)	AUTOZONE汽车地带	438	11%	1991-2023		8%	14%	12%	13%	
零售(汽车零售)	LITHIA MOTORS汽车经销	90	20%	1996-2023		21%	9%	28%	33%	
批发(消费电子)	COPART INC科帕特	423	22%	1994-2023		34%	16%	22%	22%	
批发(消费电子)	EPLUS INC昂科科技	13	14%	1999-2023		32%	-6%	19%	6%	
批发	POOL CORP 泳池用品分销	153	23%	1995-2023		63%	8%	22%	7%	
餐饮业	麦当劳	2,143	10%	1990-2023		14%	7%	8%	59%	
餐饮业	星巴克	1,043	20%	1992-2023		44%	10%	14%	49%	
餐饮业	星巴克	627	23%	2006-2023			37%	19%	2%	
餐饮业	达美乐披萨	143	14%	2004-2023			-4%	23%	67%	
娱乐设施	LIVE NATION ENTE音乐会制作	218	20%	2005-2023			18%	20%	33%	
娱乐设施	VAIL RESORTS瓦尔度假村	90	9%	1997-2023		-12%	8%	16%	19%	
博彩业	FLUTTER ENTER-DI	317	22%	2006-2023				23%	62%	
酒店业	万豪	655	9%	1998-2023		21%	4%	12%	31%	
酒店业	CHOICE HOTELS精选国际	56	8%	1998-2023		-4%	12%	7%	16%	
电子商务	亚马逊	15,776	31%	1997-2023		56%	31%	26%	23%	
电子商务	ETSY INC古董电商	97	34%	2015-2023				34%	43%	

来源: Bloomberg, 国金证券研报《美日消费变迁的启示》, 国金证券研究所 (消除出海因素原理: 上市公司不披露利润的海外占比, 因此假定海外收入占比≈海外利润占比, 将该比例所占的市值剔除之后, 计算其相比上市初市值实现的复合增长, 用于比较赛道间长期内生成成长性差异, 单个增速存在偏差, 但不影响横向比较)

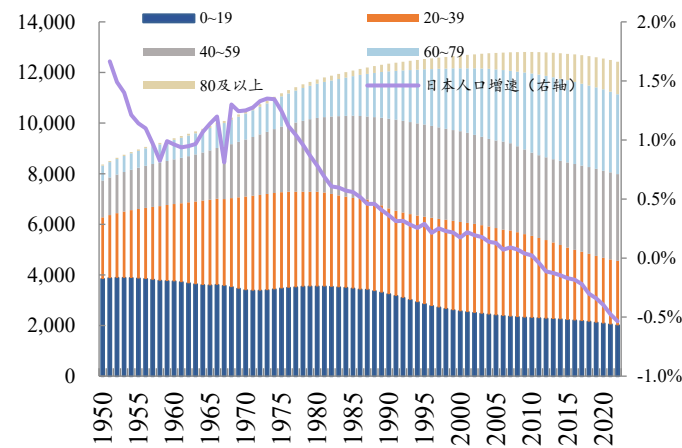
## 二、日本超市需求端的变化

### 2.1、受人口和收入端影响, 市场规模维持稳定

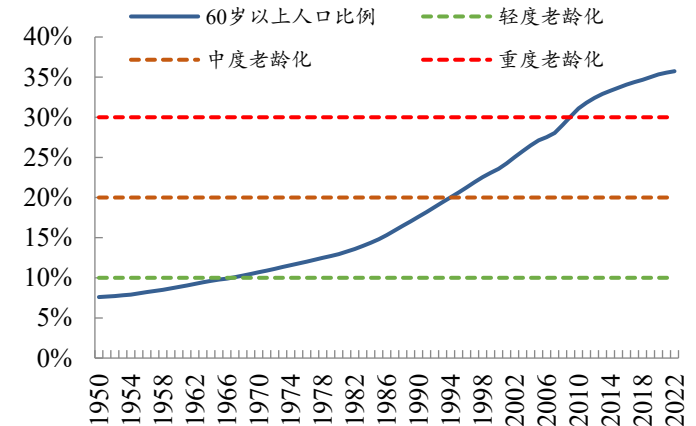
#### ■ 人口和收入变化是决定超市需求端变化的2大核心要素

1) 人口方面: 老龄化率不断攀升和人口总量的到顶是两个重要背景。日本老龄化率(60岁以上人口占比)从1990年的17.6%提升至2022年的35.7%, 老年人逐步替代年轻人成为消费的主力人群, 由于老年人无论是消费量水平还是消费偏好都与年轻人不同, 这将会对超市的品类结构产生长期影响。日本人口总量于2010年到顶, 2011年至今持续负增长, 人口总量的长期下降趋势压制了整体超市市场规模的增长。

图表3: 日本人口总量及结构的变化(万人, %)



图表4: 日本老龄化率变化(%)



来源: 联合国人口署, 国金证券研究所

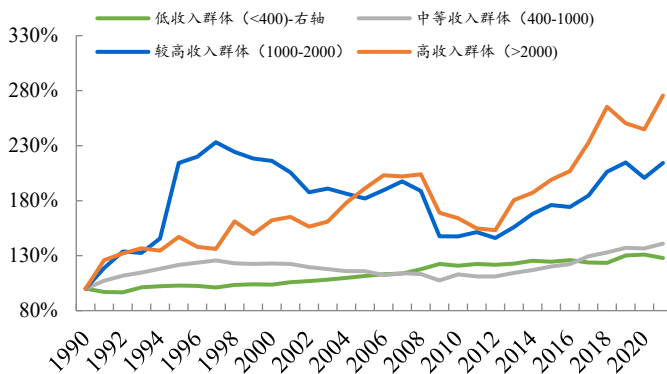
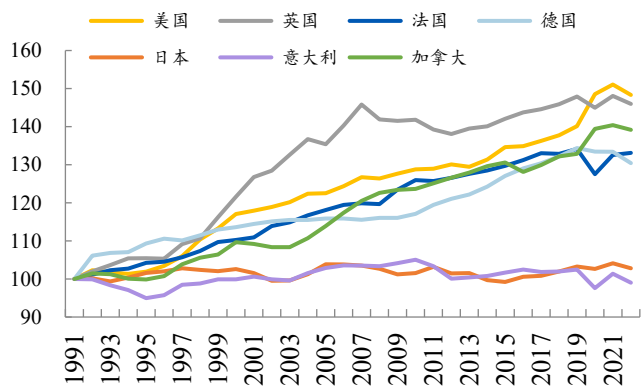
来源: 联合国人口署, 国金证券研究所



2) 收入方面：总体来看日本工资水平上涨有限，但出现结构性的分化。最高收入群体的数量从 1990 年至 2021 年增长了 276%，代表中产阶级的较高收入&中等收入群体数量从 1997 年不断减少，2012 年后开始恢复增长。而低收入群体的数量保持了长期增长。1997 年泡沫破灭后到 2012 年经济开始复苏之间，中产阶级的财富增长受到了明显冲击，这一趋势加剧了消费者的性价比需求。

图表5: 1990年后日本工资水平陷入停滞(以1991年为基数100)

图表6: 1990年后日本不同收入水平人群数量增长比例(收入单位为万元/年, 比例为%)



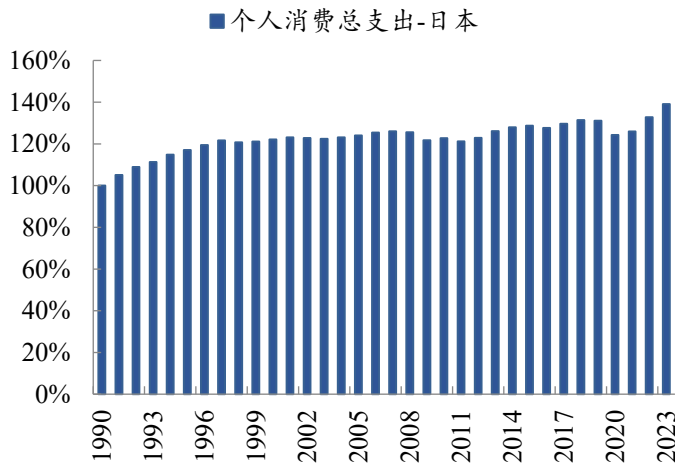
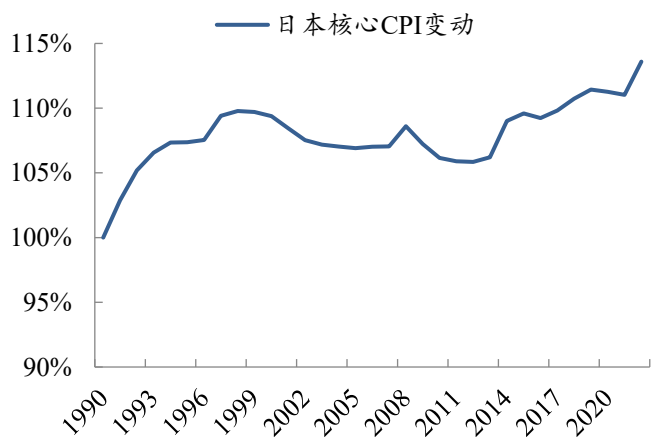
来源: OECD, 国金证券研究所

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1990年的人群数量为基数100%)

最终体现在价格端, 日本核心CPI在1997-2012年出现了长期的下行, 在2012年后开始恢复增长, 价格变化对超市行业的影响在于, 超市市场规模在2012年之后终于迎来了由价格端上涨驱动的规模增长。

图表7: 1997年后日本进入十多年的通缩环境

图表8: 1990年后日本个人消费总支出变化(1990年为1)



来源: 日本国家统计局, 国金证券研究所

来源: 日本内阁府, 国金证券研究所

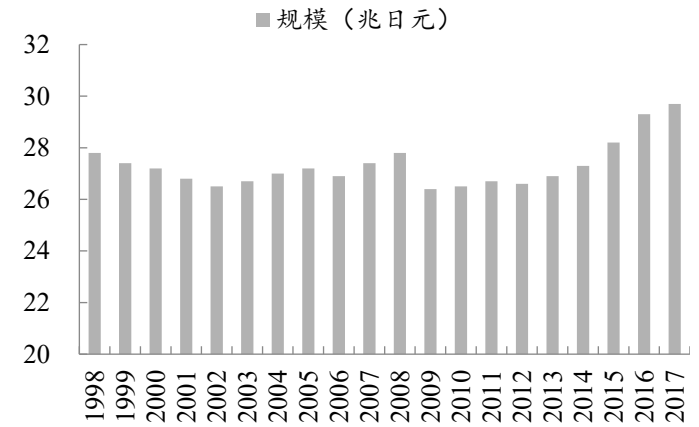
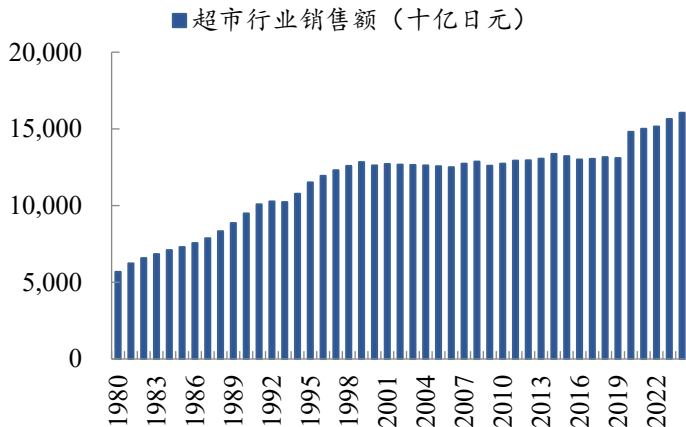
■ 1997年后日本超市整体是在市场规模没有扩大的背景下发展

无论是经济产业省还是日本超市协会的数据, 都揭示出日本超市行业规模在1997年后陷入了长期的停滞, 直到2012年后随着经济恢复, 由价格端驱动了进一步的增长。尽管超市市场规模没有亮眼的增长, 但是如果和日本同期大部分消费品相比, 其稳定的趋势已经相对不错。因为同期受日本老龄化率不断抬升的影响, 从调味品、含糖饮料、酒类、烟草甚至到服装等多个消费品类的需求量经历了长期的下行。



图表9：1997年后十九年日本超市行业销售额整体稳定-经济产业省口径

图表10：1998年后超市行业规模变化-日本超市协会口径



来源：日本经济产业省，国金证券研究所

来源：日本全国超市协会，国金证券研究所

## 2.2、品类端销售情况分化明显，仅有食品类需求获得长期增长

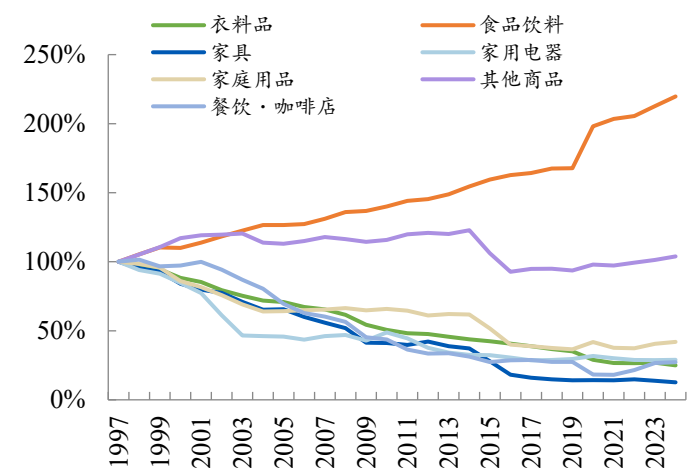
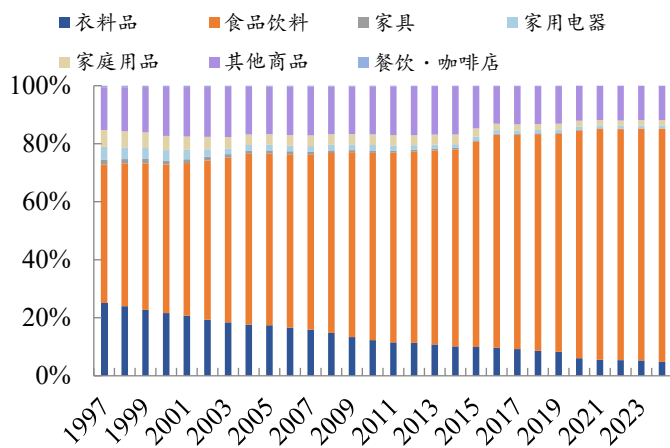
■ 尽管超市规模稳定，但内部品类发生明显的结构性变化，食品需求越来越占主导

1997-2024年日本超市品类中只有食品饮料的销售额迎来长期增长，其他品类均为下跌趋势。其中家具品类销售额下跌87%，衣料品类下跌75%，家用电器品类销售额下跌70%，主要由于人口结构变化和经济下行带来的品类需求减少影响。而食品饮料品类1997年后持续增长，成为支撑超市行业规模稳定的核心品类。

其实食品饮料消费量也受到了人口老龄化的持续冲击，相当多品类消费量长期下跌，从1990-2022年每户每年采购额角度来看，鱼类减少46%、谷物减少30%、水果减少25%、牛奶减少38%、酒类减少18%、蛋类减少3%。有部分品类实现了增长，预制食品增长82%，饮料增长60%，甜点增长14%。

图表11：日本超市行业各品类商品销售额占比变化 (%)

图表12：食品饮料品类是过去30年日本超市内部唯一增长的品类



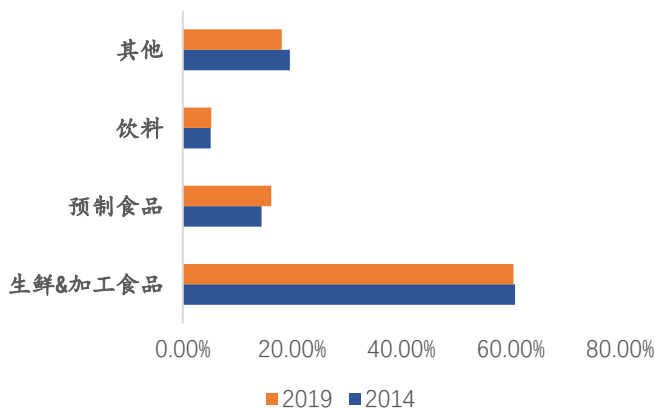
来源：日本经济产业省，国金证券研究所

来源：日本经济产业省，国金证券研究所

在食品饮料消费量本身无明显增长的背景下，超市中的食品饮料销售额增长明显，根本原因在于超市角色的转变，超市开始逐步成为生活中的“第二厨房”。如今日本超市中的食品类别销售额占比达到80%以上，其中第一大品类是生鲜&加工食品（占比达60%），包括水果蔬菜肉类+熟食烘焙品类，第二大品类是预制食品（占比达15%），包括便当、炒饭、饭团等。因此1997年后日本超市食品饮料销售额的增长，主要由超市在食品方面的品类扩张推动，其中加工食品和预制食品扮演了核心角色。

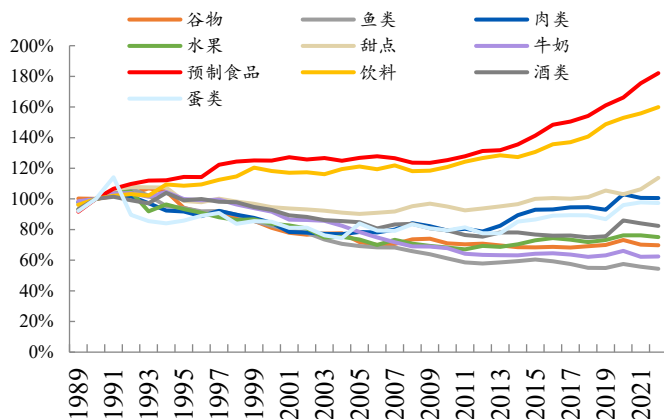


图表13: 日本超市内各品类占比变化 (%)



来源: 日本总务省统计局, 国金证券研究所

图表14: 日本家庭每户每年分类型食品支出金额变化



来源: 《家庭收支调查: 两人及以上家庭》, 国金证券研究所 (收支调查对2人以上家庭支出进行调查, 再根据家庭人数的不同取平均值, 因此不会受到家庭变小带来的消费量减少的影响, 相对客观反映真实的消费情况)

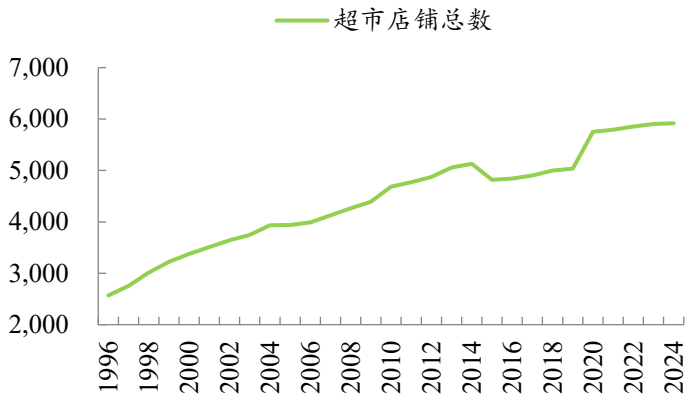
### 三、日本超市供给端的变化

#### 3.1、超市数量快速增长, 呈现小型化趋势

##### ■ 超市数量持续增长, 小型化趋势明显

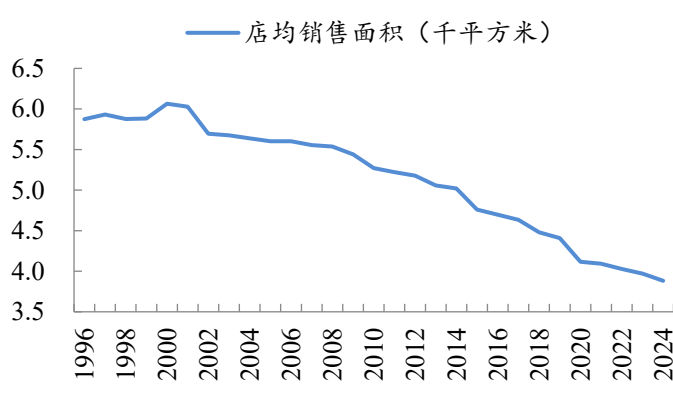
尽管超市市场规模整体稳定, 但日本超市供给端呈现出明显的进攻性。从1997年至2024年日本超市数量从2569家增长至5917家, 总销售面积从1.51万平方米增长至2.30万平方米, 而店均销售面积明显减小, 从1996年的5874平方米减少到2024年的3882平方米, 行业呈现明显的小型化趋势。

图表15: 1996年至今日本超市数量持续增长 (家)



来源: 日本经济产业省, 国金证券研究所

图表16: 1996年至今日本超市呈现小型化发展趋势



来源: 日本经济产业省, 国金证券研究所

##### ■ 传统的综合超市 (大卖场) 减少, 食品超市增加

传统的全品类综合超市不断式微, 而专注于食品品类的食品超市崛起。非食品类的品类需求不断下滑是推动全品类超市衰落的最大贝塔, 这些品类的需求疲软导致综合超市的动销不断变差, 叠加传统综合超市更大经营面积带来的更高租金, 进一步推动了综合超市的衰落。而食品超市专注于更有增长潜力的品类, 结合更小的经营面积, 获得了更好的长期发展。对比1990年和2015年的零售业销售排名, 1990年的前十大企业均为综合超市, 而2015年前十大企业中食品超市占据了4个位置, 且食品超市展现出更强的成长性。



图表17: 2015-2024年日本不同类型超市的数量变化

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
综合超市	1,433	1,406	1,362	1,357	1,308	1,279	1,267	1,269	1,260	1,220
超级中心	425	447	464	490	505	513	503	530	536	558
食品超市	12,614	12,582	12,433	12,657	12,627	12,624	12,682	12,680	12,600	12,538
小型食品超市	3,103	3,188	3,203	3,225	3,024	3,054	2,995	3,014	2,973	2,941
食品折扣超市	832	797	897	1,341	976	986	1,015	1,035	1,036	1,054
小型食品折扣超市	610	643	641	630	641	643	664	702	712	721
批发型食品超市	367	407	408	1,851	1,922	2,010	2,138	2,257	2,337	2,413
迷你超市	745	882	972	1,140	1,226	1,325	1,498	1,541	1,624	1,594
超市数量合计	20,129	20,352	20,380	22,691	22,229	22,434	22,762	23,028	23,078	23,039

来源: 全国超级市场协会, 国金证券研究所

图表18: 1990年食品零售业销售额排名(单位: 百万日元)

排序	企业	日文名	业态	本社	销售额(百万日元)
1	大荣	ダイエー	GMS	兵庫	1,842,088
2	伊藤洋华堂	イトーヨーカ堂	GMS	东京	1,355,139
3	西友	西友	GMS	东京	1,045,456
4	佳世客	ジャスコ	GMS	东京	995,396
5	二幸	ニチイ	GMS	大阪	708,122
6	UNY	ユニー	GMS	爱知	524,766
7	长崎屋	長崎屋	GMS	爱知	409,199
8	泉屋	イズミヤ	GMS	大阪	371,460
9	忠实屋	忠実屋	GMS	东京	315,473
10	丸悦	マルエツ	GMS	东京	296,538
11	UNY大荣	ユニーダイエー	GMS	福岡	292,166
12	寿屋	寿屋	GMS	熊本	282,354
13	东急百货店	東急ストア	SM	东京	256,850
14	平和堂	平和堂	GMS	滋贺	189,234
15	约克维尔	ヨークベニマル	SM	福岛	159,576
16	Life	ライフ	SM	大阪	158,513
17	稻毛屋	いなげや	SM	东京	151,592
18	富士	フジ	GMS	爱媛	133,174
19	泉	イズミ	GMS	广岛	130,092
20	东武百货店	東武ストア	SM	东京	125,902

来源: 《日本中小型零售企业的创新》, 国金证券研究所 (GMS代表综合超市, SM代表食品超市)

图表19: 2015年食品零售业销售额排名(单位: 百万日元)

排序	企业	日文名	业态	本社	销售额(百万日元)
1	永旺零售	イオンリテール	GMS	东京	2,117,200
2	伊藤洋华堂	イトーヨーカ堂	GMS	东京	1,255,680
3	UNY集团	ユニーグループ	GMS	爱知	1,038,733
4	西友	西友	GMS	东京	987,324
5	泉	イズミ	GMS	广岛	668,783
6	联合超市控股	ユナイテッド.SM.HD	SM	东京	663,798
7	Life	ライフ	SM	大阪	629,985
8	大荣	ダイエー	GMS	东京	502,273
9	Arcs	アークス	SM	北海道	501,905
10	巴罗控股	パローHD	SM	岐阜	497,463
11	平和堂	平和堂	GMS	滋贺	437,085
12	约克维尔	ヨークベニマル	SM	福岛	412,977
13	泉屋	イズミヤ	GMS	大阪	368,591
14	丸悦	マルエツ	SM	东京	363,258
15	山协	ヤマキョー	SM	埼玉	325,441
16	富士	フジ	GMS	爱媛	318,423
17	西日本玛克斯拜利	マックスバリュ西日本	SM	静岡	275,988
18	稻毛屋	いなげや	SM	神奈川	268,115
19	奥克瓦	オークワ	SM	和歌山	264,940
20	卡斯美	カスミ	SM	茨城	257,385

来源: 《日本中小型零售企业的创新》, 国金证券研究所 (GMS代表综合超市, SM代表食品超市)

### 3.2、头部玩家份额减少，中部玩家强势成长

#### ■ 传统头部玩家份额减少，尾部玩家出清，中部玩家强势成长

不同于大多数行业头部集中度越来越高的趋势，日本超市行业呈现了一种中部玩家崛起的趋势。1998年前十大企业占据份额为33%，而到了2017年前十大企业占据的份额降低到23%，反而是排名11到50的企业份额从1998年的21%提升至31%。我们认为这一现象是由几个因素共同作用：

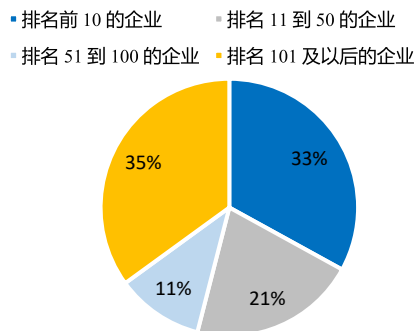
1) 90年代强势的日本传统超市巨头未能成功转型，其营业额增长有限，但仍排在行业前列。企业文化方面，日本悠久的终身雇佣制和年功序列制导致组织内部缺乏活力，论资排辈现象严重，抑制了年轻人才的晋升和创新思维的涌现，不利于传统巨头的转型；商业模式方面，零售业是精细化经营的代表，对管理能力要求很高，而新型的专注于专门品类的食品超市，和传统的综合性超市模式差异较大，并且有潜在品类间的利益冲突影响，因此传统日本综合性超市难以彻底转型。

2) 传统巨头的先发优势&各地割据型的新型超市格局，限制了后发超市玩家的规模天花板。尽管中部的玩家成长趋势明显，但经历20年仅有Life/联合超市控股/Arcs/巴罗控股这四家企业成为了行业的Top10，且其销售额均未超过前五名的综合性超市零售商，我们认为有2点原因：一方面由于零售行业存在一定先发优势，在早期成长起来的全国型零售商，先行占据了核心地段，而零售业又是一个对可得性（距离）有所偏好的行业，所以在日本这样人口高度密集的区域，尽管传统巨头并未获得高成长，但也保持了相当的经营绩效。另外一方面，即使是像Life这样后发的一流食品超市，也并未完成全国化扩张，主要集中在两个区域发展，我们认为这主要是由人口高度密集&日本市场区域狭窄的影响：①由



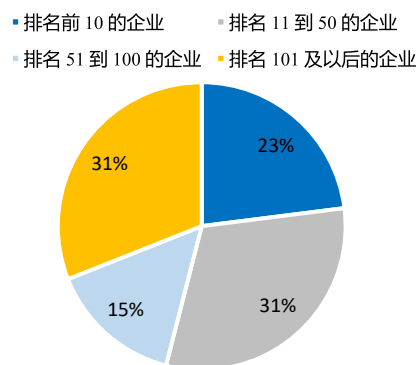
于人口高度密集，因此开设一家超市天然容易获得进店流量，即使是经营能力不如 Life 的其他超市，得益于零售业对可得性（距离）偏好的特点，先行占据了当地的核心区域之后，Life 超市再进入该地区扩张的难度就得到抬升。②由于日本市场各个省份区域相对狭窄，因此仅一个省份的市场份额难以提供给一个区域零售商相比其他零售商显著的规模优势，因此在跨区域扩张时，由规模带来的各方面优势被减弱，这尤其不同于美国，由于美国整体国土广阔，沃尔玛早期得以通过低调的农村扩张策略，逐步获得了显著的规模优势，开始能够同早期的零售巨头直接竞争，且越到后期其进入其他市场扩张的规模优势越发明显。

图表20：1998年日本超市行业销售额占比（%，按企业销售额排名）



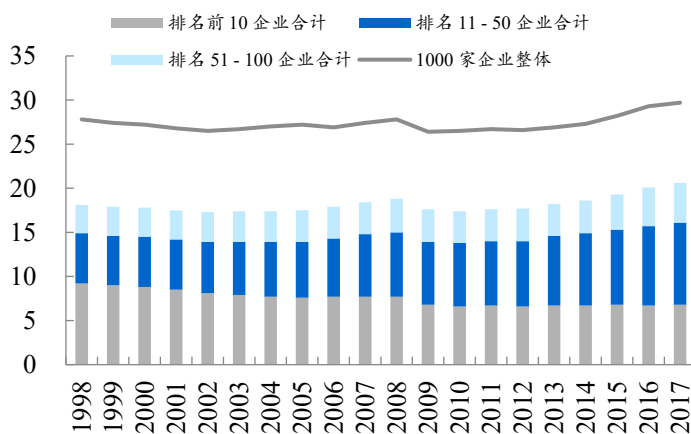
来源：《日本超市20年》，国金证券研究所

图表21：2017年日本超市行业销售额占比（%，按企业销售额排名）



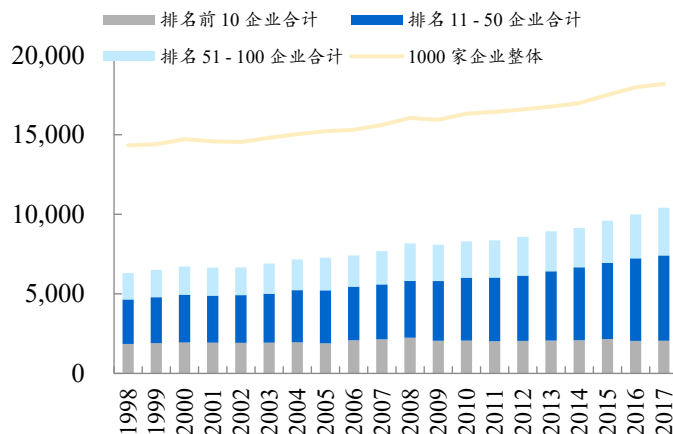
来源：《日本超市20年》，国金证券研究所

图表22：行业内总销售额占比（按销售额排名）的变化



来源：《日本超市20年》，国金证券研究所

图表23：行业内总店铺数（按销售额排名）的变化



来源：《日本超市20年》，国金证券研究所

■ 行业整体的利润率情况

通过历史的稀缺数据，我们得以把握日本超市行业的利润率水平和规律特征

1) 不同规模企业的毛利率差异较小

从不到30亿规模的超市到超过1000亿规模的超市，整体的毛利率水平差异度不大。我们认为这是由于消费者对商品价格的高敏感度决定的，超市很难保持一个长期高于行业平均水平的毛利率，这是行业竞争的基本规律。

2) 规模效应在营业利润率层面体现的非常明显

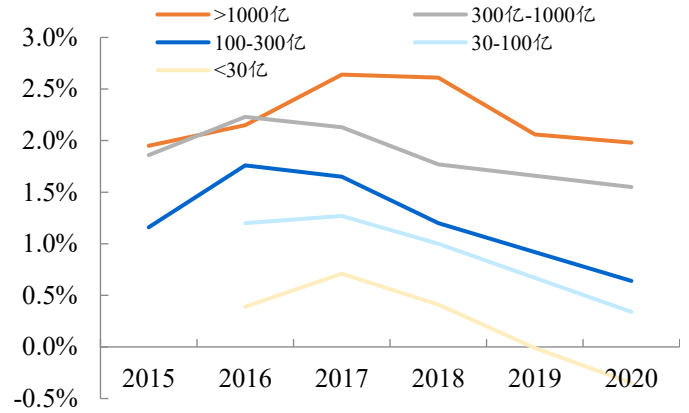
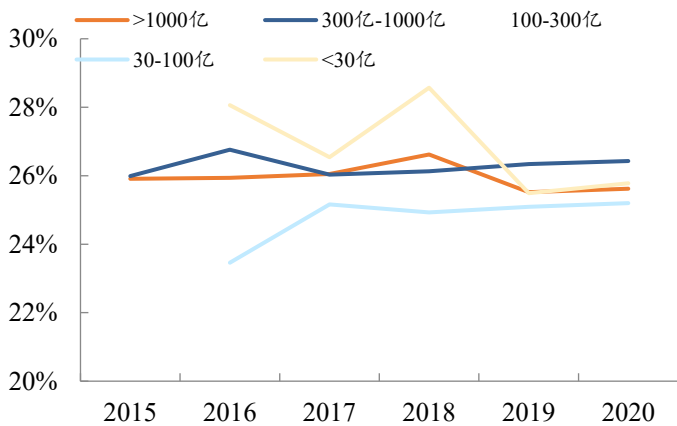
营业利润率存在明显随规模变化而分化的规律，销售额越大的超市营业利润率越高。日本销售额超过1000亿的超市营业利润率保持在>2%的水平，而销售额在100-300亿的超市营业利润率基本在1%-1.5%的区间，而销售额小于30亿的超市营业利润率最低。在商品毛



利率差异度不大的前提下，销售规模越大的企业，其单位分摊的人工、物流、营销、研发等成本越低，规模效应这一古老的规律在零售行业体现的非常明显。

图表24：日本不同规模超市企业毛利率变化（%）

图表25：日本不同规模超市企业营业利润率变化（%）



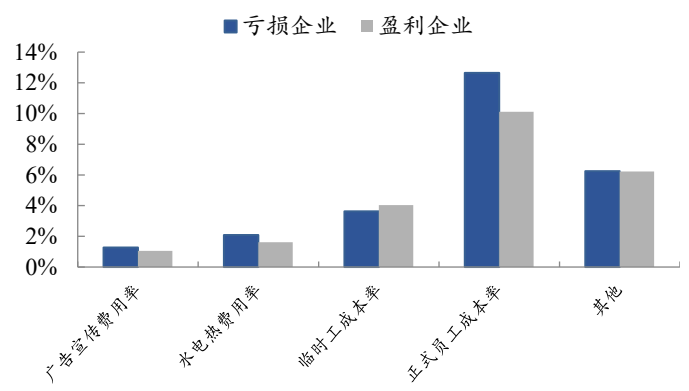
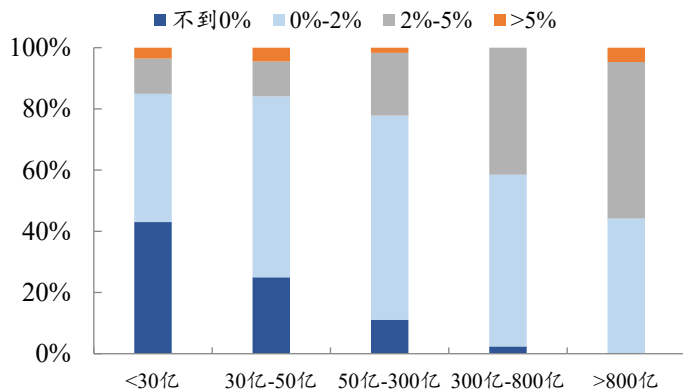
来源：《日本超市白皮书》，国金证券研究所

来源：《日本超市白皮书》，国金证券研究所

从 2013 年度的横截面数据，我们可以观察到更细致的盈利数据和规律。300 家超市品牌中，整体营业利润率水平随着销售规模的扩大而不断提升，销售额超过 800 亿的超市中，44.20%的超市营业利润率在 0%-2%，51.2%的超市营业利润率在 2%-5%，4.70%的超市营业利润率超过了 5%。把盈利企业和亏损企业的费用端数据拿来对比，盈利企业在正式员工成本率这一项的优势最为明显，是造成盈利差距的核心原因，这一指标类似于中国零售行业常提到的“人效”，领先企业最终通过更高的人效，实现了对其他企业在盈利端的超越。

图表26：2013 年日本不同销售规模超市对应的营业利润率分布

图表27：2013 年日本亏损超市和盈利超市的关键费用率对比（%）



来源：《日本超市白皮书》，国金证券研究所（样本为 300 家超市品牌，左边坐标轴为对应利润率企业所占的比例）

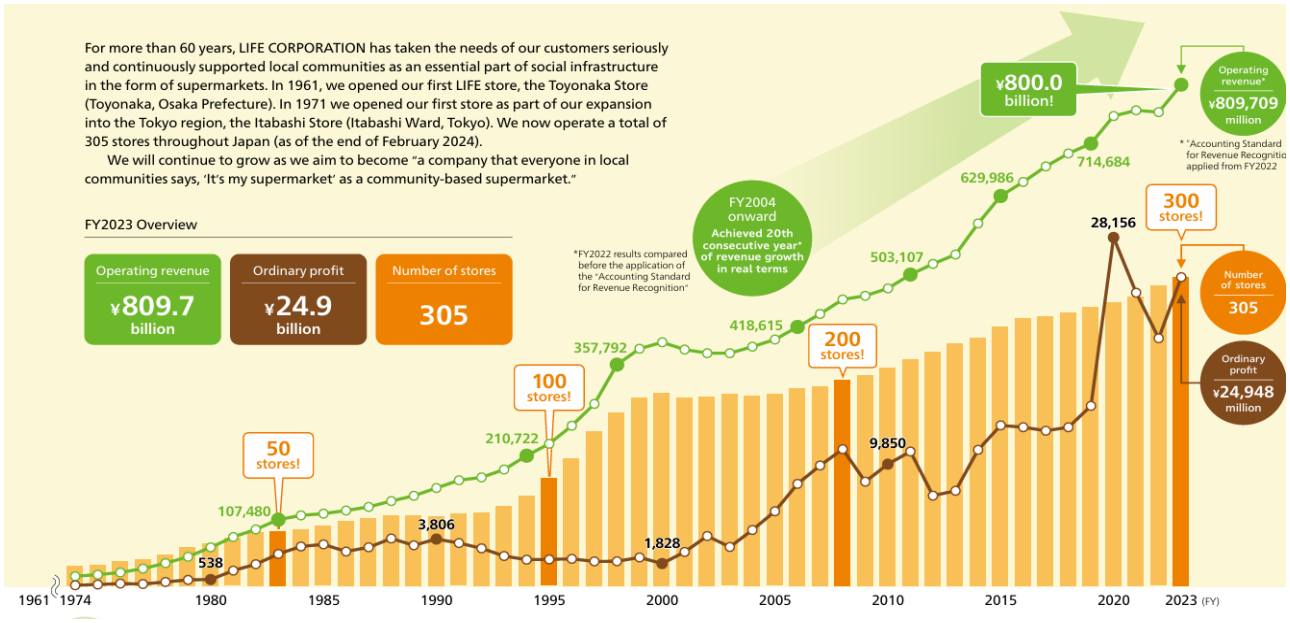
来源：《日本超市白皮书》，国金证券研究所

#### 四、日本“胖东来”——Life 超市的崛起

近几年胖东来模式逐渐被我国消费者和资本市场所了解，这种从河南崛起的高超模式和我们已知的欧美商超模式都完全不同，一度被市场认为是只适合河南地区的一种小众商超模式。但我们最终在日本找到了和国内胖东来超市模式高度相似的一家企业——Life，这是日本目前最大的食品超市，总销售额在整个超市行业都排名前列，是在日本过去失落 30 年中崛起的，完全颠覆以往模式的一种新型超市，依靠特有的模式创新，life 超市得以适应老龄化、少子化的特殊社会模式，在竞争激烈的零售市场中实现了长期的扩张和发展。



图表28: Life 超市收入利润及门店数量历史变化



来源: Life 年报, 国金证券研究所

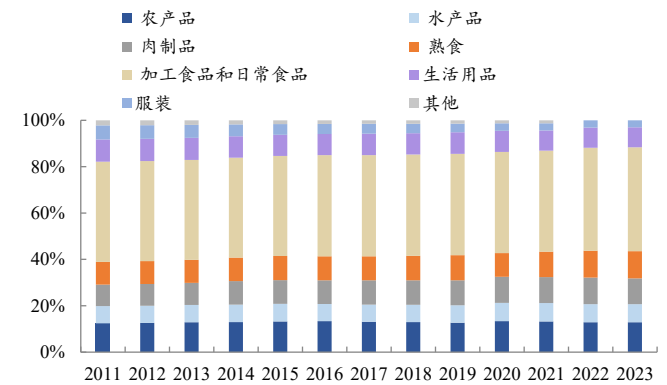
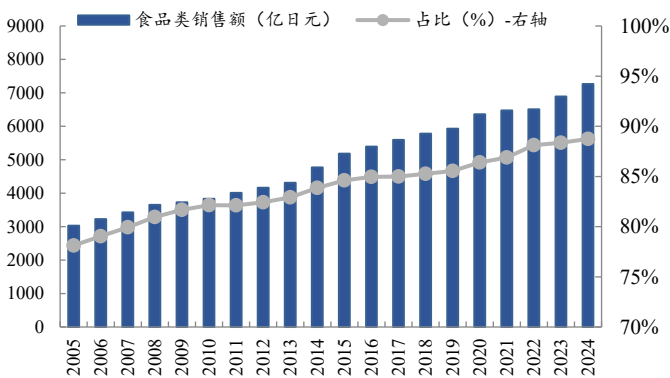
#### 4.1、产品定位——聚焦食品，以差异化的加工食品为矛

##### 4.1.1、聚焦食品品类，抵挡老龄化的冲击

Life 超市的品类严格集中于食品类，尤其是其中最具成长韧性的加工食品，非食品类占比很低，这样的差异化定位给予 life 超市在老龄化时代抵御传统品类销量下滑的能力。Life 超市食品类销售额占比从 2005 年的 78.13% 持续提升至 2024 年的 88.74%，对非食品品类的依赖度逐渐明显降低。从结构来看，2011 年至今服装占比下降 3%，生活用品占比下降 1%，加工食品和日常食品占比提升 2%，熟食占比提升 2%，农产品和水产品占比保持稳定。

图表29: Life 超市食品类销售额占比持续提升 (%)

图表30: Life 超市内部各品类销售额占比 (%)



来源: Life 超市年报, 国金证券研究所

来源: Life 超市年报, 国金证券研究所

Life 超市在生鲜水果方面采取了高比例直采的模式，且仍然保持了品质化方向的选品和定价。产地直采占比高达 70%，通过直接与产地供应商合作降低成本，从源头上把控商品的品质和新鲜度。在蔬菜采购方面，LIFE 与日本各地优质的蔬菜种植基地建立了长期稳定的合作关系。以长野县的蔬菜基地为例，这里土壤肥沃、气候适宜，产出的蔬菜品质上乘。每天清晨采摘工人便开始忙碌，将新鲜采摘的蔬菜迅速进行初步处理和包装，随后通过 LIFE 超市专属的冷链运输车队，马不停蹄地运往各个门店。由于减少了中间环节的周转时间，这些蔬菜到达消费者手中时，依然保持着刚采摘时的鲜嫩口感。在水果采购上，对于一些进口水果，Life 直接与国外优质果园合作，比如智利的车厘子果园、泰国的榴莲果园等。在水果成熟的季节，LIFE 超市会安排专业的采购团队前往产地，严格按照标准进行挑选和采购。采摘后的水果立即进行预冷处理，然后通过冷链空运或海运的方式，



快速抵达日本，再分发到各个门店，确保消费者能够品尝到最新鲜的进口水果。

图表31: Life 樱新町店 —— 店内蔬果区实景



图表32: Life 樱新町店 —— 店内熟食区实景



来源: Life 超市官网, 国金证券研究所

来源: Life 超市官网, 国金证券研究所

#### 4.1.2、重点开发加工类食品，确立差异化超市定位

Life 超市同胖东来类似，门店内部有大量的区域专门提供熟食、烘焙、深加工肉类产品。门店的熟食和烘焙均经过中央厨房生产，然后送至门店进行最终加工。门店也配置了相当的操作人员，对肉类海鲜和熟食进行加工。从商品结构来看，以 LIFE 超市在东京推出的第三家 Central Square 旗舰店——惠比寿店为例：该店共经营 19870 个单品，各品类单品数如下，门店提供了丰富的熟食和烘焙品类选择，SKU 达到 360 个：

- 蔬果 1000（蔬菜 640、水果 320、鲜花 40）
- 水产 500（冷鲜及活鲜 380、盐干 120）
- 肉类 500（肉类 320、肉制品 180）
- 熟食 300（寿司 20、便当 85、油炸 90、冷食 105）
- 烘焙 60
- 食品 9600（预包装食品 5600、零食 1300、酒类 2700）
- 日配食品 3050（日式日配 960、西式日配 850、冰淇淋 770、鸡蛋 30、面包及蛋糕 430、芝士 10）
- 生活杂货 4860（日用杂货 2760、家护及个护 1700、文化用品 300、家居用品 100）

图表33: Life 超市 4.0 旗舰店的 SKU 数量分布

一级品类	二级品类	SKU 数量	一级品类	二级品类	SKU 数量
蔬果	蔬菜	640	食品	预包装食品	5600
	水果	320		零食	1300
	鲜花	40		酒类	2700
水产	冷鲜活鲜	380	日配食品	日式日配	960
	盐干	120		西式日配	850
肉类	肉类	320	生活杂货	冰淇淋	770
	肉制品	180		鸡蛋	30
熟食	寿司	20	面包蛋糕	430	
	便当	85	芝士	10	
	油炸	90	日用杂货	2760	
烘焙	冷食	105	家护个护	1700	
	烘焙	60	文化用品	300	
合计			家居用品	100	19870

来源:《日本最大食品超市 LIFE: 用最新旗舰店诠释超市 4.0》, 国金证券研究所



■ 为何要做熟食烘焙品类？

1) 熟食烘焙是少有的兼具高频和高毛利的品类

熟食烘焙是消费频率仅次于生鲜蔬菜的品类，日本有接近 40%的消费者每周至少购买一次熟食，有接近 80%的消费者每月至少购买 2 次熟食。从熟食的使用场景来看，在老龄化和少子化的日本，把超市购买的熟食作为午餐主要品类的消费者占比达到 50%，把熟食作为晚餐主要品类的消费者占比达到 47.7%，除此之外超市的熟食还担任了一天早午晚餐的配菜角色。

图表34: Life 超市熟食区展示



来源: Life 超市官网, 国金证券研究所

图表35: Life 超市烘焙区展示



来源: Life 超市官网, 国金证券研究所

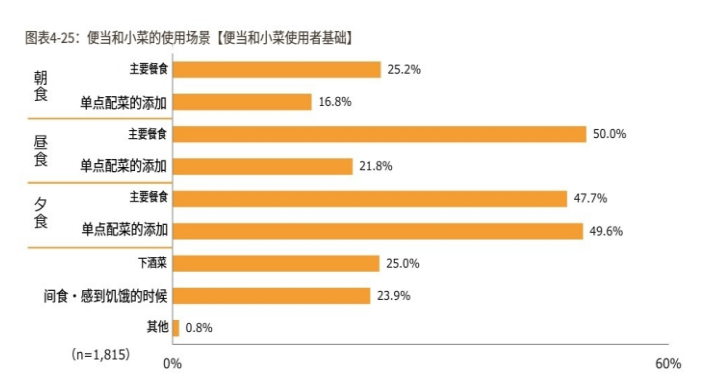
此外熟食的毛利率居于所有品类的最前列，是兼具高频消费和高毛利的最佳品类。Life 超市旗下的品类中，熟食的毛利率达到 40%以上，相比之下消费频率最低的服装毛利率在 35%-40%之间；消费频率高于熟食的肉制品/水产品的毛利率在 25%-30%之间，考虑到肉制品和水产品的高损耗特点，其实际利润表现一般；生活用品、加工食品和日常食品的毛利率在 25%左右，远低于熟食品类的毛利率。

图表36: 日本各类熟食的消费者购买频率



来源: 《日本超市白皮书》, 国金证券研究所

图表37: 日本各类熟食的使用场景



来源: 《日本超市白皮书》, 国金证券研究所

2) 熟食烘焙具备“非标+烟火气”属性，更具差异化+情绪价值，提价能力更强

在竞争激烈的日本零售市场，价格战是每个参与者都无法忽视的行业常态，复制友商的产品并打造更低的价格从而争夺客户，是常见的竞争策略。Life 超市之所以能够在这样的市场中维持自己的差异化优势，坚持住“品质-价格平衡”的战略，离不开熟食烘焙天然具备的“非标+烟火气”属性。

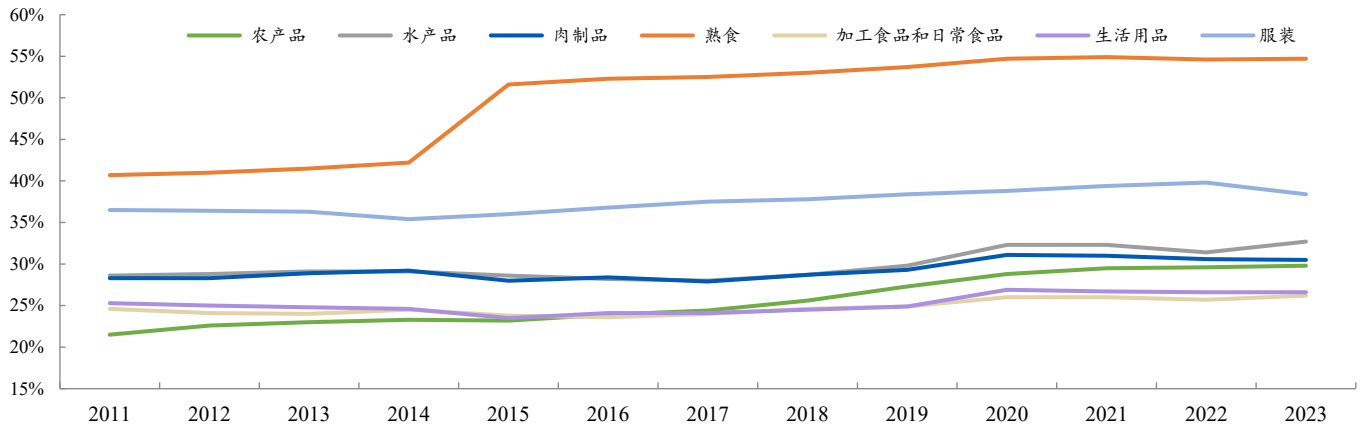
“非标”意味着品类更多的创新空间，更多的差异化可能，更低的同质化竞争程度，尤其是该品类具备的更多刚性人工成本，阻碍了以奥乐齐和 OK 超市为代表的极致性价比零售商的进攻和模仿。简单来说，没有超市可以同时做到极致的人员缩减和丰富美味的熟食品类供给，熟食品类的成功一定需要足够的人员配置、成熟的技工配套、持久灵敏的研发支持。在不考虑口味的前提下，做到熟食的全品类覆盖是低门槛的，但是保证熟食整体的美味和持续的创新，门槛是很高的，尤其是其对人力数量的更高硬性要求，和极致性价比零售商的本质诉求是相悖的，这道门槛阻隔了两者的直接竞争，使得 Life 获得了通过提供



高品质多品类的熟食，避开极致性价比商超竞争的空间。

在做到熟食烘焙高质量供给的前提下，零售商得以获得更高的提价能力。熟食烘焙天然更具“烟火气”，相比于冷冰冰的包装食品，消费者在拿到热气腾腾的熟食或者美味可口的面包甜点时，当下更高的情绪价值带来了更强的提价能力。做熟食本身的门槛是低的，但是否能够保证高品质熟食的输出，是拉开品牌间提价能力差距的关键。

图表38: Life 超市各品类毛利率变化 (%)



来源: Life 超市年报, 国金证券研究所

### 3) 超市经营熟食烘焙具备获客端+成本端的天然成本优势

获客端方面，超市客流量和专业面包店/熟食店完全不在一个级别，而建造一个标准的面包店或者熟食店所需的人工其实和超市内烘焙熟食区的人工数量差别不大，因此由于超市每日的客流量超过后者几个级别，这就导致了人效的天差地别，如果再考虑到品牌超市在租金方面获得的租金折让、中央厨房和规模化带来的成本节约，超市的加工食品经营效率和规模均远远超过街边的熟食店和面包店。超市最终得以在一个更低价格水平，提供更新鲜度的加工食品，并且获得更好的盈利水平。

成本端方面，相比街边的专业面包店和熟食店，超市可直接利用自有食材资源（米面粮油等），规模采购带来的优势能够赋能熟食烘焙的成本端。由于熟食烘焙所需要的原材料，往往也是超市本身经营的品类，因此其供应链资源可以直接得到利用，且由于其原材料采购额相对更大，也可获得一定的成本优势。

#### ■ 为何要做深加工的肉类？

##### 1) 通过深加工可提升肉类的利润率

同样成本的肉类原材料，通过深加工可提升最终销售的利润率。原始肉类鱼类的毛利率水平相对较低，且由于高损耗率的影响实际利润率很低。对肉类进行深加工处理，一定程度上可以提升超市生鲜销售的利润率水平。

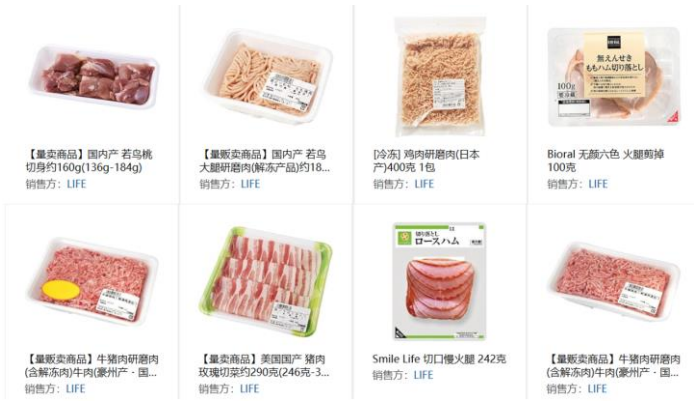
##### 2) 深加工肉类可捕捉最具支付能力的高附加值顾客

在老龄化和少子化的时代背景下，消费者处理原始肉类的技能均迎来整体下降，对于深加工肉类的需求持续提升。且往往愿意购买深加工肉类的消费者，其消费能力相对处于人群中的较高水平，通过提供深加工肉类，Life 超市得以增强高附加值顾客的粘性和复购率。



图表39: life 超市多种多样的深加工肉类

图表40: Life 超市深加工肉类的陈列



来源: life 超市官网, 国金证券研究所

来源: life 超市官网, 国金证券研究所

在以上战略的推动下, Life 超市得以确立了差异化的品质零售的路线, 避免卷入无限的价格竞争, 做好品质与价格的平衡, 成为日本最具代表性的食品超市。

图表41: Life 超市的价格&面积定位示意图

图表42: 东京各超市价格定位示意图



来源: 《日本超市受众分层》, 国金证券研究所



来源: 《日本超市受众分层》, 国金证券研究所

4.1.3、立足品质零售, 向上向下兼容更多目标客户

Life 超市并没有一味地瞄准中端客群, 还通过不同价格带的自有商品, 覆盖更多消费客群:

■ 价格较低的自有品牌——Star Select、Smile Life

Star Select 是 Life 最低端的自有品牌, 2024 年 SKU 数量达到 212 个, 销售额占比达到 1.4%。Smile Life 是最主要的自有品牌, 2024 年 SKU 数量达到 830 个, 销售额占比达到 6.3%。通过这两个价格定位适中甚至偏低的自有品牌, Life 超市进一步扩大了超市的受众。



■ 价格更高的自有品牌——LIFE PREMIUM、BIO-RAL

BIO-RAL 定位为有机品牌，2024 年 SKU 数量达到 410 个，销售额占比 1.1%:以"有机、本地、健康、可持续"为理念，覆盖蔬菜、杂货等品类，在门店设独立专区(如惠比寿店的有机大米称重区)，通过更加有机，但价格也更昂贵的品类向上捕捉更多高收入客群。

LIFE PREMIUM, 2024 年 SKU 数量达到 145 个，销售额占比 0.9%:定位高端熟食(如藤泽店的蒸菜、湘南海寿司)，结合地域特色开发商品(如镰仓火腿)，强化本地化粘性。

图表43: 2024 财年 Life 超市自有品牌销售情况

2024财年 LIFE 超市旗下自有品牌销售情况				
品牌名称	定位	净销售额 (单位: 亿人民币)	销售构成 (单位: %)	SKU数量
Smile Life	日常生活基础品	25.6	6.3	830
LIFE PREMIUM	高品质商品	3.8	0.9	145
BIO-RAL	有机、自然、可持续	4.5	1.1	410
star select	全国超市联合开发 精选商品	5.8	1.4	212
合计		39.7	9.7	1597

图表44: Life 超市旗下四大自有品牌的定位差异



来源: 联商网, 国金证券研究所

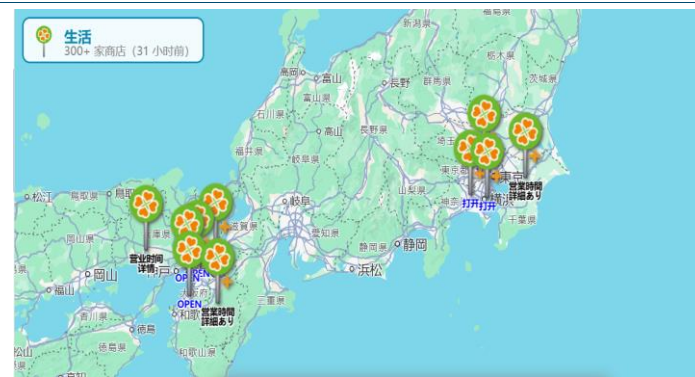
来源: Life 超市年报, 国金证券研究所

4.2、区位策略——在大规模人口聚集地区密集开店

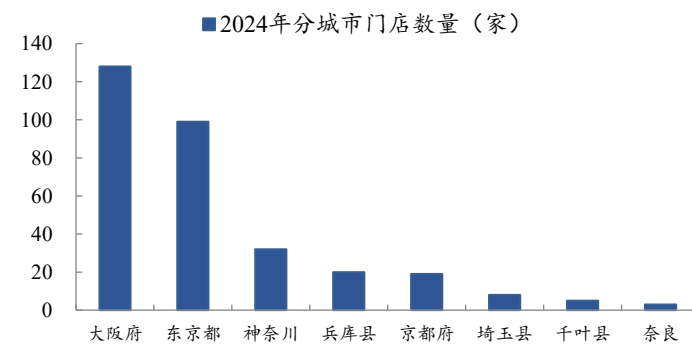
■ Life 坚持了区域高度加密的开店策略

作为日本规模最大的食品超市，Life 超市并没有在全日本全面点状扩张，而是集中在东京都和大阪这两个核心地区，在核心地区不断加密门店。我们认为这样的策略更易阻断同类型竞争对手的竞争，且更具规模与成本效益。超市作为进入门槛较低的行业，竞争对手很容易在附近开设新店，但是如果一定地区率先完成密集的门店布局，可以有效阻碍竞争对手对已有经营区域的渗透。且区域门店数量较多也有助于门店共享供应链&物流体系，一定程度降低物流和供应链成本。

图表45: Life 超市门店布局图示



图表46: Life 超市仅在日本 7 个城市开店，主要集中在大阪和东京(家)



来源: 日本连锁店地图, 国金证券研究所

来源: Life 超市年报, 国金证券研究所

■ Life 集中拓展的区域，不仅人口规模大，且仍在维持难得的人口正增长

从 Life 超市门店分布来看，几乎占据了日本最具消费潜力的地区。首先日本人口规模最大的前五个地区中，除了爱知县，其他 4 个地区均是 Life 重点布局的地区。其次更为难得的是，尽管日本从 2010 年开始就经历人口负增长，但 Life 超市布局的这些地区在近些年还能维持人口的正增长。2015-2020 年期间日本大部分地区的人口都呈现负增长，而 Life 超市所在的东京都、神奈川、爱知县、埼玉县和千叶县，人口均实现了 +3.94%/+1.22%/+0.79%/+1.08%/+0.99% 的增长，仅有大阪府和兵库县人口减少。

我们认为在老龄化率高企的时代，行业需求的贝塔将对消费企业产生根本性的影响，除却个别真正具备超越时代的企业之外，大部分企业的个体努力可能都比不上贝塔的一点点助



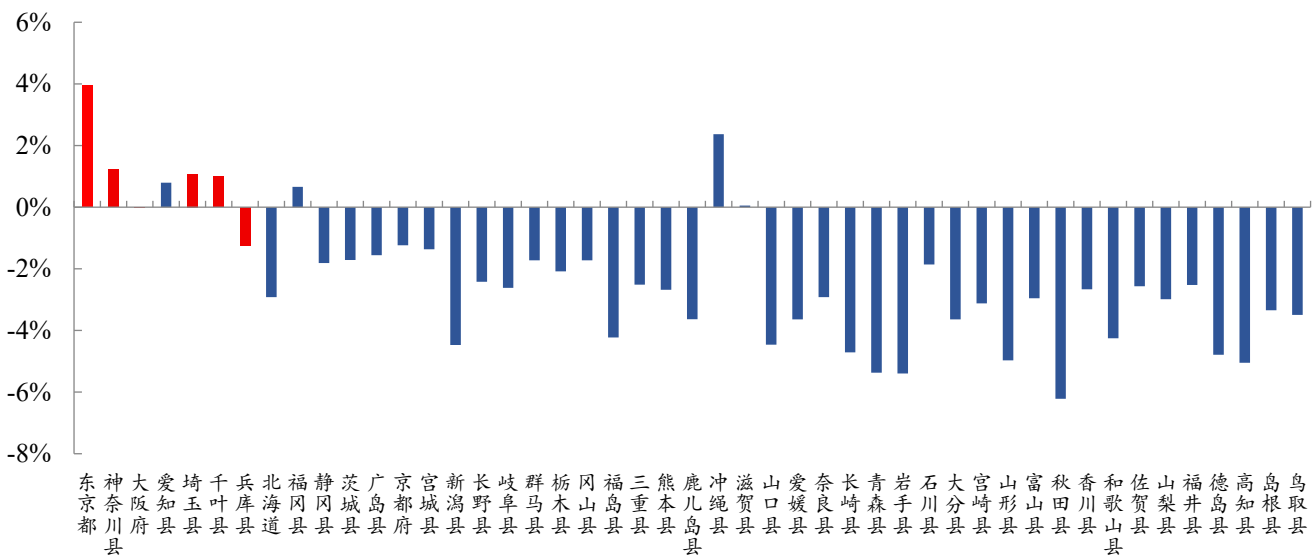
力。对于超市行业来说，区域失去人口增长动力将进一步压制行业规模的增长，加剧行业的竞争，而 Life 超市之所以成为最具代表性的食品超市，也离不开它所在的地区持续人口正增长的贝塔贡献。

图表47: Life 超市集中布局在日本仅有的几个人口还在增长的大城市

排序	城市	2020 年人口数 (千万)	5 年人口增减 (%)	Life 超市是否布局
1	东京都	1.40	3.94%	是
2	神奈川县	0.92	1.22%	是
3	大阪府	0.88	-0.02%	是
4	爱知县	0.75	0.79%	否
5	埼玉县	0.73	1.08%	是
6	千叶县	0.63	0.99%	是
7	兵库县	0.55	-1.26%	是
8	北海道	0.52	-2.92%	否
9	福冈县	0.51	0.66%	否
10	静冈县	0.36	-1.81%	否

来源: 日本总务省统计局, Life 超市年报, 国金证券研究所

图表48: 日本按照人口规模排序的各地区 2015-2020 年人口增长率 (%) -红色为 life 超市所在地区



来源: 日本总务省统计局, Life 超市年报, 国金证券研究所

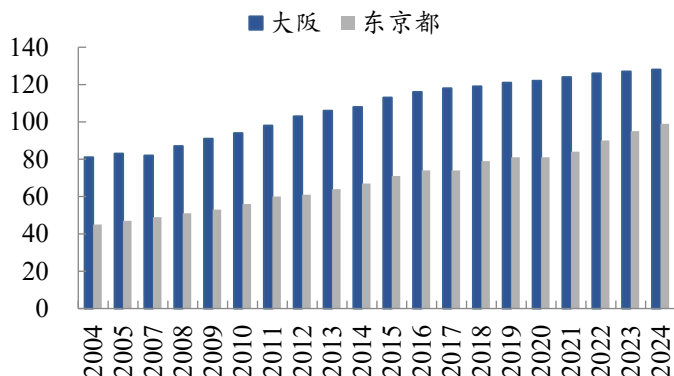
■ Life 各区域的门店扩张节奏和单店表现

1) 两大核心地区，持续稳步拓店，单店收入提升

Life 虽然早早就在东京都和大阪进行门店布局，扩张 20 多年后仍旧没有看到减速的痕迹。东京都的门店数量从 2004 年的 45 家增长至 2024 年的 99 家，实现翻倍增长，大阪的门店数量从 2004 年的 81 家增长至 2024 年的 128 家，增幅达 58%。在此期间，大阪的门店收入相对稳定，在 2013 年 CPI 开始触底回升之前单店年度收入基本保持在 20 亿日元的水平，而东京都的单店收入显著高于大阪，且近些年的增长情况也好于大阪。在门店收入表现更好的区域，Life 超市往往都采取了更快的门店加密战略，这样的规律在其他几个扩张地区也体现的相当明显。

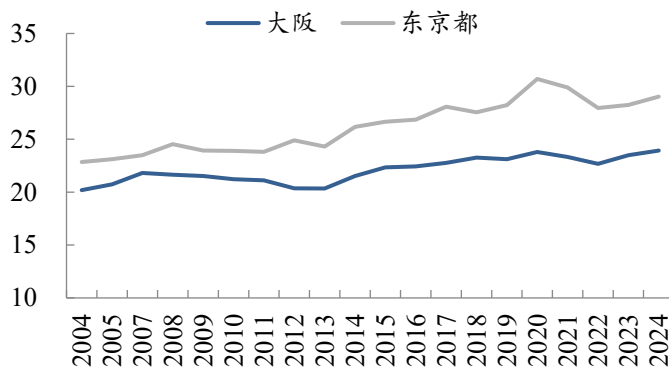


图表49: Life 超市前两大地区门店数量变化 (家)



来源: Life 超市年报, 国金证券研究所

图表50: Life 超市前两大地区门店收入变化 (家)

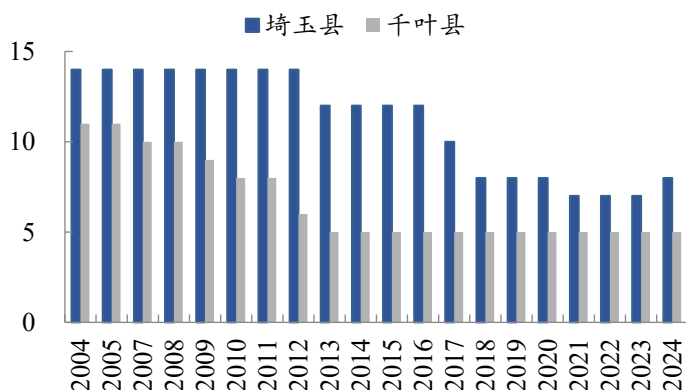


来源: Life 超市年报, 国金证券研究所

2) 两大关店地区, 通过关店实现现存门店的合理日销水平

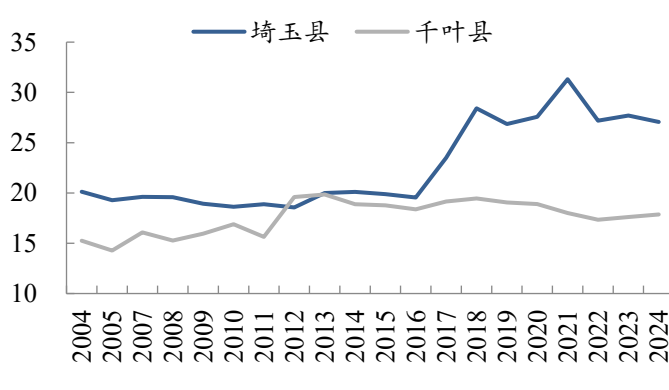
千叶县和埼玉县是 Life 超市持续净关店的 2 个代表性地区。千叶县的门店收入在 2012 年之前一直维持在 15 亿收入的水平, 明显低于公司的整体平均水平, 门店数量从 2004 年 11 家持续减少至 2012 年的 6 家之后, 门店收入逐渐恢复到了 20 亿日元的水平, 此后门店保持了稳定。埼玉县的表现最为特殊, 尽管门店平均收入达到了公司平均水平, 但是 2012 年至 2021 年门店数量从 14 家缩减到了 7 家, 而门店收入达到了 27 亿元左右的高水平, 往往在门店收入更高的地区, Life 超市都会选择继续快速拓店, 埼玉县属于一个例外。

图表51: Life 超市两大持续关店地区门店数量 (家)



来源: Life 超市年报, 国金证券研究所

图表52: Life 超市两大持续关店地区门店收入 (亿元)



来源: Life 超市年报, 国金证券研究所

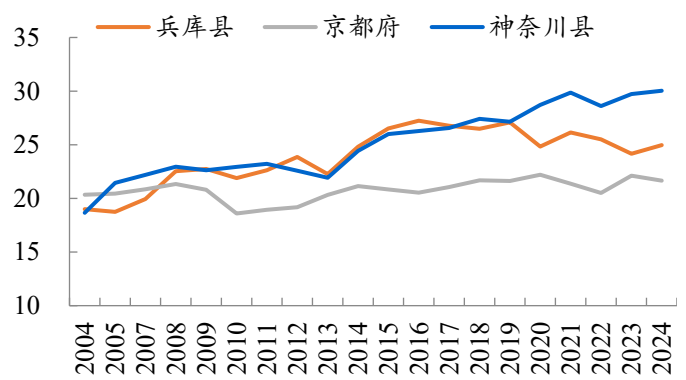
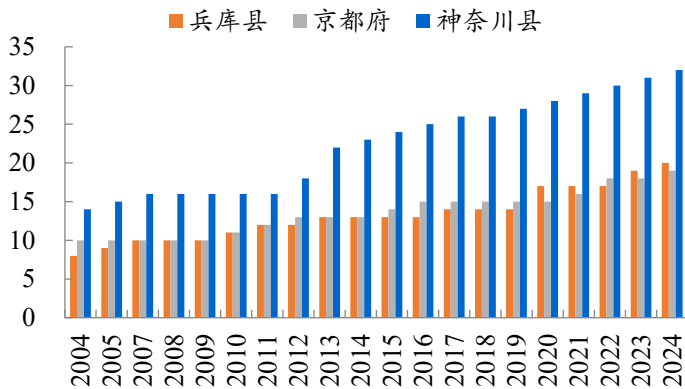
3) 三大新兴的扩张地区, 门店收入越高的地区开店速度越快

在三大新兴的地区兵库县、京都府、神奈川县, Life 超市一直在持续扩张, 呈现的规律也非常明显, 单店收入越高的地区, 门店扩张的速度越快, 一直到其门店收入接近 20 亿日元的水平, 扩张节奏才开始恢复稳定。比如神奈川县是其中单店收入最高的地区, 整体开店的速度也更快; 而兵库县单店收入高于京都府, 其门店数量也逐渐超越了京都; 而京都府的单店收入持续稳定在 20 亿元左右, 其门店的扩张速度也慢于前两个地区。



图表53: Life 超市三大持续开店地区门店数量 (家)

图表54: Life 超市三大持续开店地区门店收入 (亿元)



来源: Life 超市年报, 国金证券研究所

来源: Life 超市年报, 国金证券研究所

通过对 Life 超市不同地区的扩张节奏分析, 我们发现一家零售商存在一个“单店收入边界”, 这个边界可能并不是主观选择的结果, 而是市场竞争和门店模型共同影响的结果, 如果在某个地区平均单店收入超越了这个边界水平, 那这里还存在着进一步扩张的空间, 如果某个地区的单店收入低于这个边界且持续下滑, 该地区的扩张空间就所剩无几了。

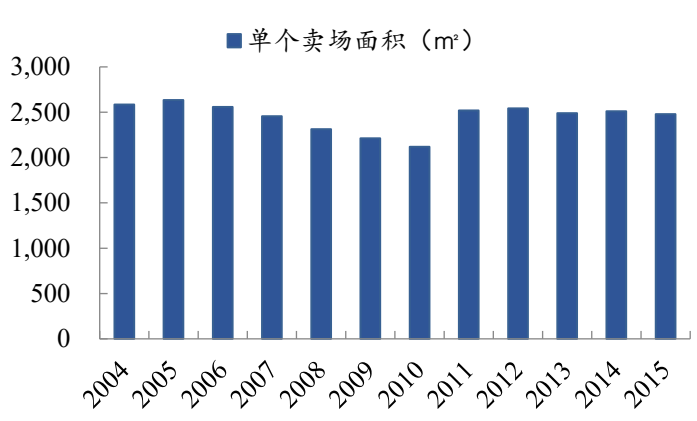
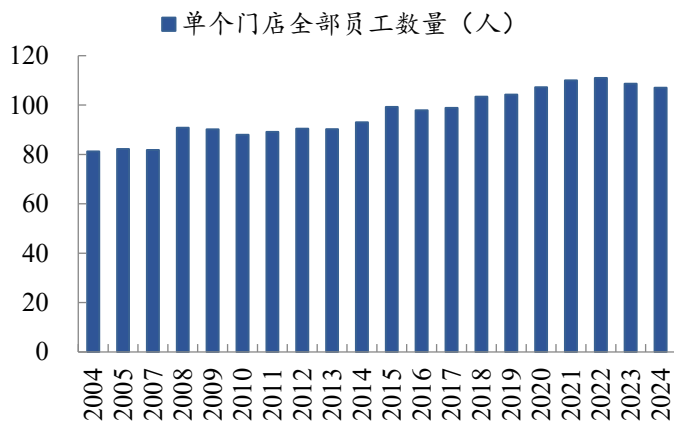
#### 4.3、卖场及员工——面积与人数的精简战略

##### ■ 门店面积

Life 超市门店面积保持在 2500 平方米左右, 平均实现 20-25 亿日元的年收入。这样的面积明显小于综合性超市, 有助于提升门店整体的经营效益。按照日元升值和 CPI 上涨之后的年收入水平来看, 2023 年单店营收达到 26.55 亿日元, 换算成人民币的单店营收就是 1.32 亿元。线性外推之下, 如果是 5000 平方米的门店, 单店年度营收就是 2.64 亿元人民币, 相当于日销 72 万元左右的水平。这样的数据规律或许和国内的超市调改产生了一些有趣的共鸣。如果这是国内品质零售商的单店稳态日销天花板的话, 我们就更容易判断这些企业的潜在价值和未来发展空间。

图表55: Life 超市单个门店总员工数量约 100 人左右

图表56: Life 超市卖场面积基本在 2000-2500 平方米



来源: Life 超市年报, 国金证券研究所

来源: Life 超市年报, 国金证券研究所

##### ■ 员工

Life 超市的经营经验至少为我们证明了 2 个结论:

第一, 品质零售并不一定需要超市员工永远保持年轻。在成熟的培训机制和稳定的经营环境之下, Life 超市正式员工的平均在职年数达到 14 年以上, 平均年龄达到 40 岁以上。尽管面临了高老龄化率带来的年轻劳动力减少的问题, 但 Life 超市的经营没有受到影响, 平均年龄 40 岁以上的年龄配置也可以支撑品质零售超市的发展。

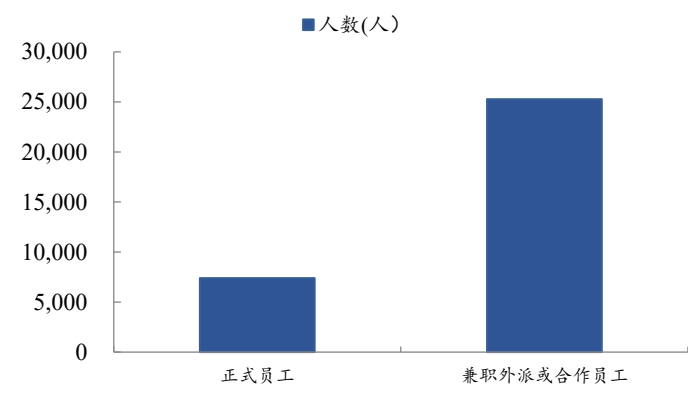
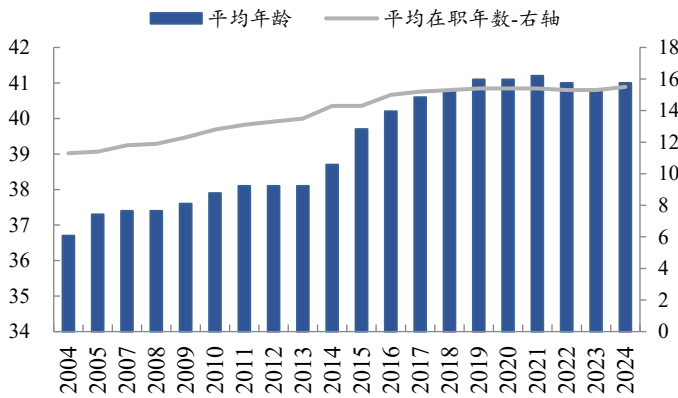
第二, 临时雇佣员工可替代部分正式员工的角色。日本 Life 超市中非正式员工人数达到了正式员工的 3.42 倍, 在老龄化率很高的日本, 临时雇佣制大范围流行, 超市行业也广泛地拥抱了这样的灵活用工制度, 而这样的制度也没有对 Life 超市核心竞争力产生负面



影响，同时一定程度上降低了超市的人力成本。

图表57: Life 超市正式员工平均年龄 (岁) 及在职年数 (年)

图表58: Life 超市非正式员工人数达到正式员工的 3.42 倍



来源: Life 超市年报, 国金证券研究所

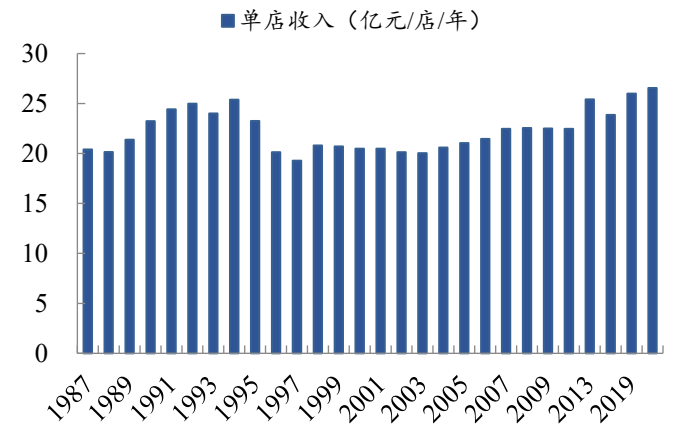
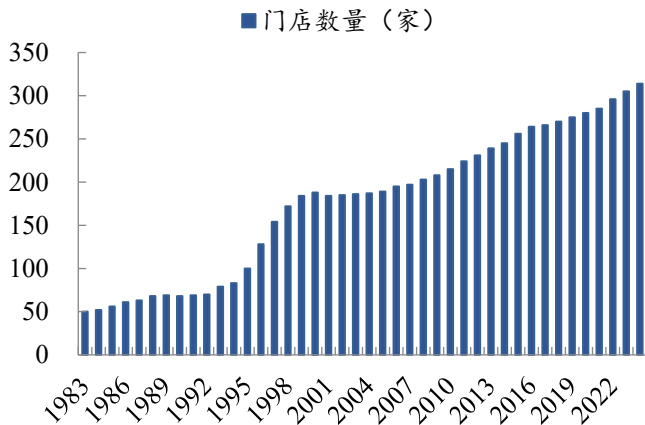
来源: Life 超市年报, 国金证券研究所

#### 4.4、增长动力拆分——同店增长微薄，开店贡献增长核心

Life 超市的增长主要来源于开店，而不是同店的增长。零售业的从业人员或者投资者都推崇 Costco 式的增长，不仅门店数量持续扩张，而且单店收入持续提升。但是这样模式的增长在零售业实际很少见，而 life 超市代表的是大多数零售商的成长方式，单店收入从 90 年代末到 2012 年之前均稳定在 20 亿左右的水平，2012 年后随着整体 CPI 的上涨而迎来了提升，期间主要依靠持续的门店数量增长带动整体收入的提升，门店总数从 90 年代末的 150 家增长至 2024 年的 314 家，翻了一倍有余。

图表59: Life 超市门店数量增长情况

图表60: Life 超市单店营收增长情况



来源: Life 超市年报, 国金证券研究所

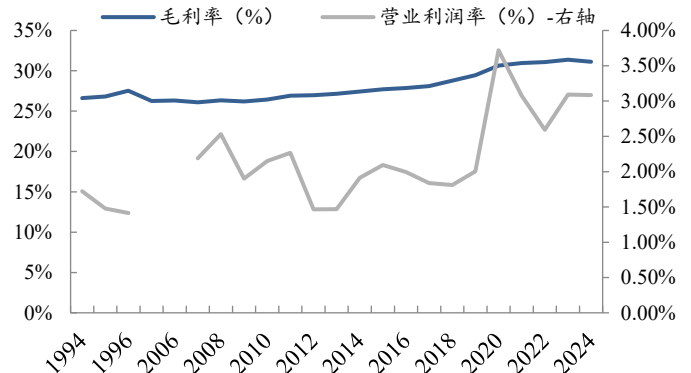
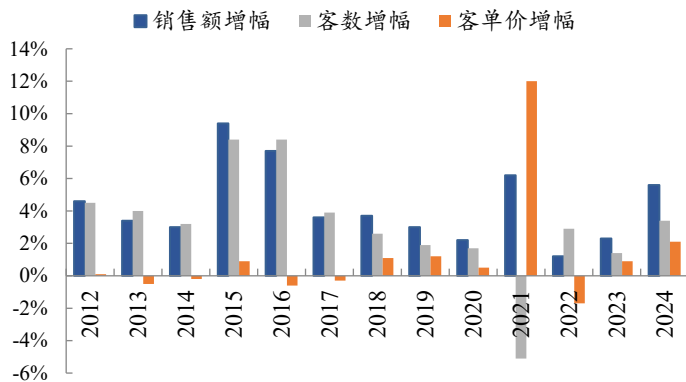
来源: Life 超市年报, 国金证券研究所 (Life 超市门店面积一般为 2500 平方米)

继续将销售额的增长进行拆分，其中客单价增幅贡献微小，主要来源于开新店带来的总客流量的增加。尽管 life 超市定位的是中端品质零售方向，但是也没有做到客单价的长期增长，其销售额的增长基本来源于总客流量的贡献，而客流量的贡献主要来自于门店数量的增加，覆盖了更多的目标用户。



图表61: Life 销售额增长动力主要来自于客户数增加

图表62: Life 超市毛利率/营业利润率情况 (%)



来源: Life 超市年报, 国金证券研究所

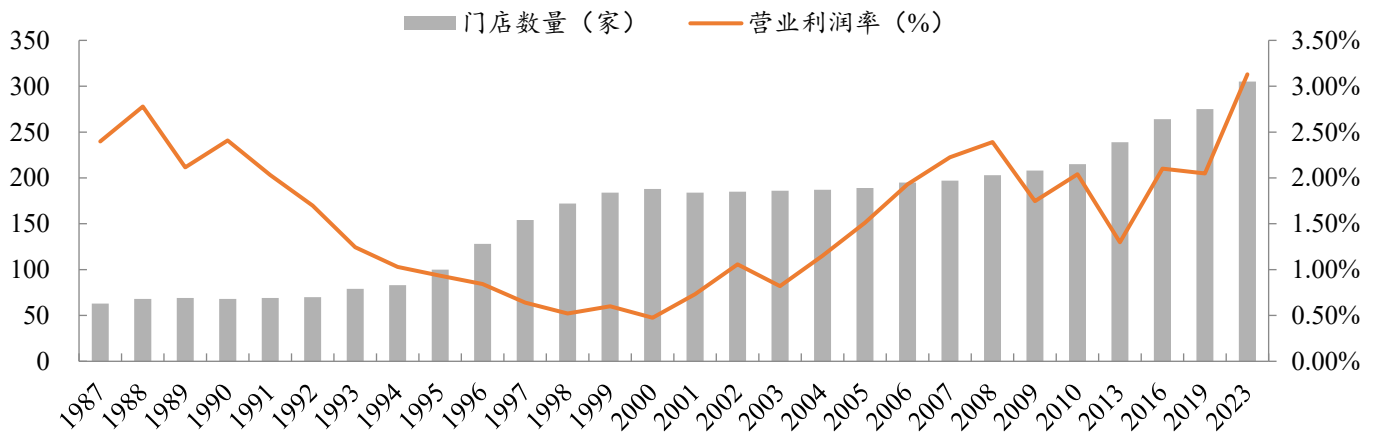
来源: Life 超市年报, Bloomberg, 国金证券研究所

从利润率角度来看, 毛利率整体保持稳定, 营业利润率发生着复杂的变化:

**毛利率:** 剔除掉近几年日本物价大幅上涨的年度, Life 超市毛利率整体稳定地保持在 26% 左右的水平。

**营业利润率:** 在 1990 年之前门店数量较少的时期, 营业利润率一度达到了 2.78% 的水平, 之后随着经济环境的变差和竞争的加剧, 营业利润率持续下滑, 从 1994 年开始 Life 超市启动了门店的加速扩张, 由于门店数量增长过快, 6 年之内从 83 家门店增长至 188 家门店, 门店数量迅速实现了翻倍, 导致营业利润率加速下滑至 0.5% 左右的历史最低水平。此后随着门店扩张放缓, 营业利润率开始持续恢复, 一直到 2008 年重新回归 2.39% 的营业利润率水平, 2013 年后门店扩张进一步加速, 营业利润率经历小幅回落后恢复增长, 叠加 CPI 上涨的带动作用, 2023 年营业利润率达到了 3.13% 的历史最高水平。

图表63: Life 超市营业利润率随开店的变化情况



来源: Life 超市年报, 国金证券研究所

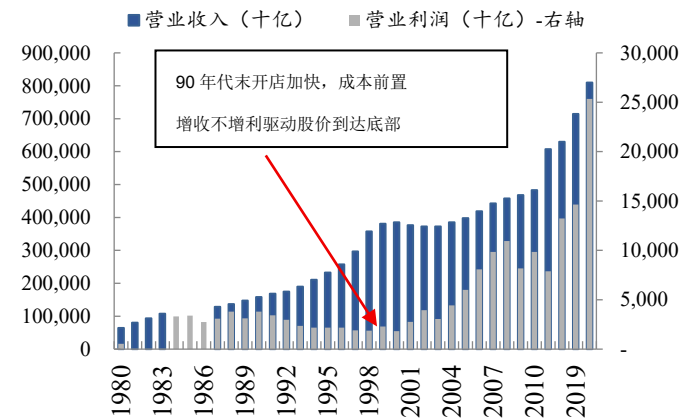
#### 4.5、收益率情况——快速开店时期创造了最佳投资时点

从 Life 历史上看, 90 年代末到 10 年代中期这十几年贡献了最高的投资收益率, 年化收益率达到 15% 左右 (不包括股息率)。90 年代末期在泡沫破灭背景下 life 开启了快速拓店, 由于宏观环境的压力, 以及快速拓店所带来的成本前置, 收益后置特征, 导致 life 的营业利润率一直下滑到了历史最低的水平, 而从历史的后视镜来看, 此后 life 开启了十几年的利润快速增长, 2000 年至 2010 年这 10 年间的营业利润复合增速达到了 18%, 而股价从 1998 年底到 2015 年底, 复合收益率达到 15%。



图表64: Life 超市股价 (日元/每股)

图表65: Life 超市营业收入及利润历史变化 (十亿)



来源: Life 超市年报, 国金证券研究所

来源: Life 超市年报, 国金证券研究所

图表66: Life 超市分阶段收入利润复合增速 (%)

	1980-1990	1990-2000	2000-2010	2010-2023
收入 CAGR	9%	9%	2%	4%
营业利润 CAGR	22%	-7%	18%	8%

来源: Life 超市年报, 国金证券研究所

## 五、投资建议与启示

日本版胖东来超市的发展历程, 让我们有机会从更长时间尺度观察这一商业模式的特征, 从市场贝塔的变化、模式的兴起、收益率的发展等多方面对胖东来超市所代表的食品超市这一细分方向有了理解, 但是也需要注意我国与日本竞争环境的同与不同。

### ■ 相同点:

- ①老龄化社会。高老龄化率以及其带来的人口总量下滑和少子化趋势是两国最大的相似点, 这也是推动食品超市快速增长, 综合性超市告别历史舞台的核心原因, 食品超市在中国兴起的长期确定性很高。
- ②对蔬菜肉类、熟食等的高频消费习惯。这是亚洲国家同欧美很大的不同点, 我们对于新鲜蔬菜肉类和熟食等加工食品的消费频率高于欧美地区, 这对起源于欧美的商超模式构成了冲击, 也为中国食品超市的崛起提供了发展机遇。

### ■ 不同点:

- ①线上业态的冲击。中国电商和外卖的发达程度超过日本, 这对于线下商超的竞争环境产生了重要的影响, 但我们认为由于商业模式和消费习惯的限制, 这种影响主要局限在高收入+高人口密度+休闲时间较少的地区, 线上业态会进一步加剧这些地区的竞争, 从而降低整体线下零售的利润率水平。而对于中国广大的下沉市场, 电商外卖渗透率相对更低的地区, 仍旧是中国线下商超发展的沃土。
- ②下沉市场的宽度。相比日本国土面积较小/区域间消费力差异不大/人口高度集中/行业高度竞争的国情, 我国市场幅员辽阔/下沉市场纵深明显/人口呈现多中心集聚的状态, 有可能为行业玩家提供相当的“人口数量够多、经营成本不高、竞争环境适中”的发展区域, 从而在下沉市场很多区域实现高于日本高度竞争市场状态下的行业利润率水平。

建议关注: 永辉超市、步步高、万辰集团、锅圈等细分零售行业的代表性龙头企业。

## 六、风险提示

- 消费习惯差异: 不同国家间消费者习惯各异, 可能影响对行业竞争判断的准确性。
- 经济发展水平差异: 国家间经济发展水平的差异, 可能影响对行业需求演变判断的准确性。
- 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, 可能影响对行业需求演变判断的准确性。



**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	北京	深圳
电话：021-60753903	电话：010-85950438	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	地址：北京市东城区建国内大街26号	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路1088号	新闻大厦8层南侧	地址：深圳市福田区金田路2028号皇岗商务中心
紫竹国际大厦7楼		18楼1806



**【小程序】**  
国金证券研究服务



**【公众号】**  
国金证券研究