

泛太平洋国际

7532 JP

日本消费品行业

本文内容由 Ryan Lee (李昊谦) 提供

中信证券财富管理(香港)

产品及投资方案部

电话: (852) 2237 9250 / 电邮: wminvestmentsolutions@citics.com.hk

从不停步

摘要

中信证券财富管理与中信里昂研究观点一致。根据中信里昂研究在 2026 年 9 月 30 日发布的题为《Never standing still》的报告，9 月 29 日《日本经济新闻》的一篇文章称，泛太平洋国际（PPIH）将收购玩具“反”斗城及其在日本的 156 家门店。100 亿日元的价格看起来像是一笔划算交易，因为建筑成本上升推高了门店扩张费用。分析认为，在采购方面存在潜在协同效应，并认为鉴于其在 Uny 上的成功，PPIH 同时整合该资产和 Olympic 而不堪重负的风险较低。

- PPIH 尚未作出任何评论，但文章称，PPIH 目前将维持门店原样运营，之后再推出同时吸引成人和儿童的新玩具业态。文章还提到，目标是增加与儿童和家庭的互动，这将有助于堂吉诃德（Don Quijote）自有品牌产品开发，尤其是与 Bandai Namco 和 Takara Tomy 等大品牌合作。
- 继今年早些时候仅以 250 亿日元收购 98 家 Olympic 超市门店之后，这不仅显示出 PPIH 在日本国内零售整合方面正变得多么活跃，也显示出其在 2025 年退出 Seiyu 激烈竞标流程后，在并购方面有多么审慎。
- 分析也很难相信不会有部分门店被关闭，而其他门店可能会被改造成唐吉诃德，甚至是新的以食品为重点的 Robin Hood。鉴于玩具“反”斗城在过去九年中有七年录得营业亏损，分析认为，毫无疑问，PPIH 的采购能力将有助于提升毛利率，同时其也将分享高效门店运营方面的经验。PPIH 去年在 31.8% 的毛利率和 24.5% 的销售及管理费用/销售额（不包括 Kanemi 并表影响）基础上，营业利润率达到 7.3%，相比之下，玩具“反”斗城的毛利率为 32.5%，但销售及管理费用/销售额高达 36.2%。
- 玩具“反”斗城在 2025 财年的销售额为 750 亿日元，Olympic 在 2026 财年的销售额为 980 亿日元。鉴于 PPIH 在 Uny 上的过往记录，任何关于 PPIH 管理层无法同时整合两条连锁业务的担忧可能都是不必要的；PPIH 在 2017 年（40%）和 2019 年（剩余 60%）分两阶段收购了 Uny。当时，Uny 拥有由 200 家门店组成的 GMS 网络，销售额超过 6,000 亿日元，在将 62 家门店改造成唐吉诃德之后，其能够将剩余 130 家门店的营业利润率提升至 7.1%。
- 玩具“反”斗城总部位于神奈川县川崎市，于 1991 年在日本开设首家门店，但过去连续八年录得净亏损，2025 财年报告亏损 37 亿日元。其还在许多门店内经营 Babies ‘R’ Us 门店。该公司于 2017 年成为 Toys ‘R’ Us Asia 的直接持有子公司，并试图转向开设小型门店，但由于出生率下降导致需求下滑，以及来自线上零售商和扩大产品品类的电子产品零售商的竞争加剧，其需求下降。

催化因素

催化因素包括进一步确认 PPIH 能够维持其营收增长的强劲动能，其中月度销售数据是焦点。堂吉诃德业务部分具有入境消费因素，相关新闻流也会在短期内推动股价。就利润率而言，自有品牌增长逻辑的持续性非常重要，而公司以严格成本控制著称，因此这方面的延续也同样重要。鉴于其在整合 Uny 方面的强劲往绩，进一步并购也有可能。然而，其亚洲和北美业务的表现也是该股情绪的驱动因素，多数人都同意该公司在北美并没有真正的优势。

投资风险

如果 Don Quijote 需要过度降价以维持其价格领先地位，那么加工食品和家庭用品价格竞争加剧可能对我们的盈利预测构成风险，而且其已指出，在整个疫情期间，药妆店在定价方面更具攻击性。一些投资者也将电商增长视为堂吉诃德增长战略的风险，但考虑到其门店独特的零售体验，以及迄今日本线上食品零售渗透率有限，这一风险相当低。自有品牌是另一个领域，连同海外扩张在内，公司可能需要从外部招聘，但鉴于其规模和声誉，有信心其能够吸引高质量人才。鉴于其业务具有相当的防御性，堂吉诃德在熊市中的表现往往优于东证指数及其零售同业。市场情绪转向高贝塔股票，可能总体上导致股价跑输。新店开设延迟是一项风险，但这一风险有限，而且如果说有什么不同的话，目前情况恰恰相反，因为其正继续利用郊区 GMS、电子产品和药妆零售商关闭的机会接手选址并提升销售额。堂吉诃德曾遭遇三起纵火袭击和两起勒索威胁，均发生在 2004 年 12 月。任何此类事件的再次发生都可能导致股价在短期内下挫。

公司概况

泛太平洋国际（PPIH）是日本最大折扣零售商堂吉诃德（Don Quijote）在 2018 年收购总部位于中部地区的 Uny 的全部 GMS 业务股份后所采用的名称。其在全球经营约 730 家门店，除新加坡、泰国和中国香港外，还扩展至中国台湾、马来西亚和中国澳门，以及美国本土（加利福尼亚州）和夏威夷。其拥有约 400 家堂吉诃德门店和 62 家 Uny 品牌旗下的 GMS 门店。堂吉诃德拥有独特的商品组合，包括主食和家庭用品，以及服装、配饰和家居用品等可选消费品。压缩式陈列和深夜营业时间使该零售商有别于同业。

收入按产品分类

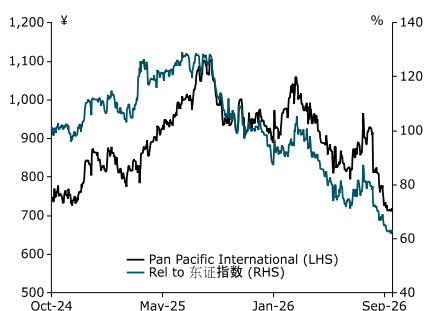
国内	84.4%
北美	11.5%
亚洲	4.1%

收入按地区分类

亚洲	88.5%
美洲	11.5%
欧洲	0.0%
中东和非洲	0.0%

资料来源: 中信里昂

股票信息



资料来源：彭博, 路孚特

股价(@ 2026 年 9 月 30 日): 715.5 日元

12 个月最高/最低价: 1058.5 日元/712.0 日元

市值: 143.90 亿美元

3 个月日均成交额: 69.16 百万美元

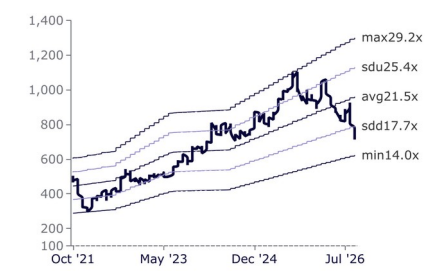
市场共识目标价（路孚特）: 1073.50 日元

主要股东:

DQ Windmolen BV 21.09%

PPIH 5.99%

市盈率区间



资料来源：彭博

市净率区间



资料来源：彭博

企业价值/息税折旧摊销前利润区间



资料来源：彭博

同业比较

公司	代码	市值 (亿美元)	股价 (lcc)	市盈率 (倍)			市净率 (倍)			股息收益率 (%)			股本回报率 (%)		
				FY26F	FY27F	FY28F	FY26F	FY27F	FY28F	FY26F	FY27F	FY28F	FY26F	FY27F	FY28F
Seria	2782 JP	22.3	4655.00	21.2	17.8	16.8	3.8	3.4	3.1	1.6	1.9	2.1	14.6	16.7	16.0

资料来源: 彭博、路孚特 注: 截至 2026 年 9 月 30 日的收盘价。lcc: 当地货币

免责声明

本文由中信证券财富管理（香港）（“**中信证券财富管理（香港）**”）撰写。中信证券财富管理（香港）是中信证券经纪（香港）有限公司（“**中信证券经纪（香港）**”）的财富管理品牌。本文为一般性资讯，仅供参考之用。本文具有教学性质，但不被视为对任何司法管辖区的任何特定投资产品、策略、计划特征或其他目的的建议或推荐，中信证券财富管理（香港）或其任何子公司也不承诺会参与任何此处提及的交易。任何示例都是通用的、假设的并且仅用于说明目的。本文尚未经香港证券及期货事务监察委员会审核。

本文是由投资／产品专员而非分析师撰写的文章汇编。它不构成研究报告，也不应被解释为研究报告，也不旨在提供专业、投资或任何其他类型的建议或推荐。本文件所载观点为投资／产品专员个人观点，或投资／产品专员对公司观点的理解，可能与中信证券财富管理（香港）的官方观点和利益（包括投资研究部门的观点）存在差异，也可能不存在差异。

适合性、风险及适当性

本文不含足够资讯以支持投资决策，并且不得依赖本文来评估投资任何证券或产品的优劣。本文仅提供一般资讯，未针对任何接收者量身定制，亦未考虑任何接收者的投资目标、投资组合持仓、策略、财务状况或需求。本文具有教育性质，并非中信证券经纪（香港）或其附属公司参与任何交易的建议、推荐或承诺。任何范例均为通用、假设及仅供参考之用。

读者应自行独立评估法律、监管、税务、信用及会计方面的影响，并与其财务专业人员共同决定本文提及的任何投资是否适合其个人目标。投资者应确保在进行任何投资前获取所有相关资讯。本文中所涉及的任何预测、数据、观点、技术或策略仅供参考，基于某些假设及当前市场状况，可能会在未通知的情况下发生变更。

信息来源被认为是可靠的，但不保证其准确性，也不对任何错误或遗漏承担责任。请注意，投资涉及风险，投资的价值和收益可能会根据市场情况和税收协议而波动，投资者可能无法收回投资的全部金额。过去的表现和收益率都不是当前和未来结果的可靠指标。

本文不应被解释为在任何司法管辖区向任何不合法接受此类邀请或招揽的人发出购买或出售任何证券的邀请或招揽。此处包含的信息均未在任何司法管辖区获得批准。

责任限制

中信证券财富管理（香港）对于您或任何第三方在使用此材料或其内容时遭受的任何损失或损害（包括但不限于直接损失、间接损失、或由此导致的间接损失、利润损失或机会损失）不承担任何责任。此材料是根据您的请求提供给您的，并适用于熟悉相关市场且愿意并能够承担投资相关风险的个人。在您充分了解所有涉及风险并独立确定该投资适合您之前，请勿进行任何交易。请注意，我们并非您指定的投资顾问。

法律主体声明

香港：本资料由中信证券经纪（香港）有限公司（中央编号 AAE879）在香港发布及分发，该公司受香港证券及期货事务监察委员会监管。

附属披露

本文可能包含先前发布的信息，包括由 CLSA Limited（中央编号 AAB893）发布的信息，该公司受香港证券及期货事务监察委员会监管。中信证券经纪（香港）与 CLSA Limited 是关联实体，均属于中信证券国际有限公司（“**CSI**”）的共同所有或控制之下。

中信证券经纪（香港）与 CSI 及其子公司（“**CSI 集团**”）内的其他实体之间可能存在潜在的利益冲突，这些冲突可能涉及多个领域，包括投资产品、企业咨询服务、证券交易以及提供给本文提及公司（们）的其他金融服务。此外，CSI 集团可能在本文讨论的公司（们）中持有利益或头寸。

中信证券经纪（香港）遵循一项整个集团的政策（可能会不时更新），该政策阐明了 CSI 集团实体如何管理或消除任何实际或潜在的利益冲突。此政策旨在确保 CSI 集团发布的任何研究报告或评论保持公正。

针对不同司法管辖区的声明

香港：根据任何时间下所适用的法律和法规，中信证券财富管理（香港）、其各自的关联公司或与中信证券财富管理（香港）有关联的公司或个人可能在发布本资料前使用了此处包含的信息，并且可能不时购买、出售或在所提及的任何证券或相关证券中拥有重大利益，或在目前或将来可能产生或曾经有业务或财务关系，或可能或已经向本文提及的实体、其顾问和／或任何其他关联方提供投资银行、资本市场和／或其他服务。因此，投资者应注意中信证券财富管理（香港）和／或其各自的关联公司或公司、或此等个人可能存在一项或多项利益冲突。

未经中信证券经纪（香港）有限公司事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、分发或销售本文。

版权所有 2026。中信证券经纪（香港）有限公司。保留所有权利。