

本篇报告从折扣零售业态兴起，美国、日本及德国的折扣零售业态的发展及代表企业的复盘入手，说明折扣零售业态兴起于经济增速放缓期间，且在穿越经济周期后依旧保持经营韧性。对标美国、日本、德国及全球的折扣零售店和仓储会员店的渗透率，说明我国折扣零售业态有较大增长空间，总结供需双向驱动下，如何催生我国折扣零售业态，进一步论证我国具备发展硬折扣模式的环境，并总结跑通硬折扣模式企业需具备的特质，最终落实到推荐标的与建议关注标的层面。

➤ 供需催生折扣零售业态：1) 折扣零售本质上是对供应链和运营能力的持续优化。相对而言，软折扣的发展依赖于上游尾货的剩余量，零售商对商品供给稳定性和品质的掌控力小；硬折扣模式以供应链降本为核心，有更强的自主性，硬折扣模式具备更广阔的发展空间。2) **海外折扣零售业态具备穿越周期的能力。**①**日本：以 Seria、MUJI、唐吉诃德为代表的软折扣模式企业发展较快。**百元店 Seria 积极扩张下形成规模优势，大体量采购订单保证价格低廉的同时，产品更新速度快，种类丰富；MUJI 高自营化率、自有品牌优势实现高利润率水平；唐吉诃德以上万 SKU 密集陈列、30%低价尾货+70%正价折扣混合的销售模式，符合日本消费者习惯，迎来快速发展。②**美国：以 Costco 与山姆会员店为代表的仓储会员店表现突出。**Costco 锚定美国中产阶级性价比消费群体，会员续约率在 90%以上，高级会员有较强复购能力，大包装销售&会员费模式提供低价产品，集中采购&精简 SKU 有效控制成本，近三年 ROE 在 27%以上；山姆会员店注重提供高品质与低价格的商品与服务，面向中产家庭和高消费人群，经营策略更专业化与精细化。③**德国：以 ALDI 和 LIDL 为代表的硬折扣企业背靠经济萧条起家，经济平稳期和上升期仍焕发光彩。**ALDI 采用精选 SKU+自有品牌+高效运营，保证产品高质量的同时，主打低价策略，其低毛利率+高运转率主要来源于：ALDI 人员成本低（3-5名员工/店）且单店坪效高（沃尔玛 2-3 倍）；精选 SKU（1500~1800 个），自有品牌占比 90%；毛利率低于 15%，高效配送下，商品周转率约为沃尔玛的 5 倍，全球化代工方式降低采购成本。3) **国内折扣零售进入快速成长期。**①**需求侧：**居民的实际购买力增速放缓，消费者日趋理性，转向价格更具竞争力的渠道，寻找折扣与促销，逆周期折扣零售渠道获得青睐。②**供给侧：**线上渠道红利逐步消退，线下零售折扣化成为发展趋势，我国制造业具备集群化优势，容易形成规模化下降本增效，更适合发展硬折扣模式。

➤ 行业规模与竞争格局研判：1) **从海外发展看各国各类模式的空间：**2008-2022 年，美国与德国折扣零售店市场规模复合增速分别为 5.8%与 2.3%，美国与日本仓储会员店市场规模复合增速分别为 5.3%与 13.2%，均高于整体零售市场增速（美国、德国、日本为 2.7%、2.0%与 0.3%），且渗透率不断提升（德国折扣零售店渗透率由 2008 年的 14.8%提升至 2022 年 15.5%，美国仓储会员店渗透率由 3.5%增至 4.4%）。2) **国内折扣零售市场星辰大海：**随着供给侧与需求侧共同推动，我们预计我国折扣零售店的渗透率有望趋近全球折扣店的渗透率（2.5%-2.6%），对应 2025 年我国折扣零售店市场规模为 7707-8015 亿元；预计我国仓储会员店市场渗透率 2025 年达 1.6%-1.7%，对应市场规模为 4932-5241 亿元。3) **行业具备实现高集中度的要素：**根据欧睿数据，全球折扣零售店与仓储会员店市场的集中度（2022 年 CR10 分别为 68.5%与 93.7%）远远高于全球零售业（2021 财年全球零售前十大零售商营收占比为 34%），在规模优势下“强者恒强”，集中度提升为发展趋势。展望我国的折扣零售业态，也具备培育龙头企业的行业发展环境。

➤ 当前国内折扣零售行业主要参与者：1) **海外折扣零售企业：**山姆、Costco 与奥乐齐在进入中国市场后进行针对性的运营模式调整，精准定位在国内大城市高性价比的优质产品的需求人群；2) **本土折扣零售初创企业：**如名创优品（基于“三高三低”产品理念，叠加高效供应链及良性库存管理能力）、好特卖与嗨特购（销售临期商品、尾货及部分自有品牌，门店快速扩张）、折扣牛（社区硬折扣连锁品牌）等；3) **本土零售企业增设折扣零售业态：**盒马鲜生（推出盒马奥莱，以折扣方式出售临期产品）、家家悦（悦记·好零食为一站式极致性价比的零食集合店，好惠星探索硬折扣社区店）、永辉超市（在超市门店内部增设“正品折扣店”，并同步增设线上折扣专区）、重庆百货（积极探索“社区折扣店”，加强供应链建设，以区域门店为单位进行试点，计划打造试点 20+家；计划打造店内零食专区 50+家）等。

➤ 国内哪类企业可以跑通硬折扣模式：1) **围绕高周转对企业提出两大核心能力：**强选品能力与高效供应链管理。2) **生鲜布局能力：**生鲜能力才能体现和线上的差异化，减轻线上渠道的直接冲击。3) **自有品牌：**尽可能地靠近工厂端，减少不必要的加价和成本损耗。

➤ 投资建议：推荐重庆百货、名创优品、家家悦，建议关注永辉超市及其他待上市标的。

➤ 风险提示：终端需求不及预期、产品推广不及预期、竞争格局恶化、新业态推广不及预期。

重点公司盈利预测、估值与评级

代码	简称	股价 (元)	EPS (元)			PE (倍)			评级
			2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E	
600729.SH	重庆百货	29.84	3.20	3.53	3.92	9	8	8	推荐
9896.HK	名创优品	33.99	1.90	2.34	2.76	18	15	12	推荐
603708.SH	家家悦	10.21	0.23	0.47	0.56	45	22	18	推荐
601933.SH	*永辉超市	2.61	-0.10	0.04	0.08	-	65	33	-

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（股价为 2024 年 3 月 1 日收盘价；未覆盖公司数据采用 wind 一致预期；汇率为 1 港元=0.92 人民币）

推荐

维持评级

分析师 刘文正

执业证书：S0100521100009

邮箱：liuwenzheng@mszq.com

分析师 郑紫舟

执业证书：S0100522080003

邮箱：zhengzizhou@mszq.com

研究助理 褚菁菁

执业证书：S0100123060038

邮箱：zhujingjing@mszq.com

相关研究

1. 跨境电商行业深度一：浪潮之下，如何看美国电商格局重构-2024/03/04
2. 零售周观点：上美 23 年业绩预告净利润同增 180%，唯品会 23 年财报公告净利润同增 39%-2024/03/03
3. 零售周观点：昊海生科发布 2023 年业绩快报，央视报道医美直播乱象，利好产品合规化发展-2024/02/25
4. 零售周观点：2 月中国零售业景气度环比小幅提升，1 月淘系+抖音美妆大盘 GMV 同比+78%-2024/02/18
5. 零售周观点：亚马逊发布 23 年财报，Q4 收入利润超预期，AWS 盈利能力持续优化-2024/02/05

目录

1 供需催生折扣零售业态	3
1.1 何为折扣零售?	3
1.2 海外折扣零售业态如何穿越周期?	5
1.3 国内折扣零售如何进入快速成长期?	23
2 行业规模与竞争格局研判	31
2.1 从海外发展看各国各类模式的空间	31
2.2 国内折扣零售市场星辰大海	32
2.3 行业具备实现高集中度要素	33
3 国内哪类企业可以跑通硬折扣模式?	35
3.1 围绕高周转对企业提出两大核心能力	35
3.2 生鲜布局以及配送履约能力	36
3.3 自有品牌	37
3.4 总结具备三大要素特征的标的/企业	38
4 投资建议	44
5 风险提示	45
插图目录	47
表格目录	48

本篇报告从折扣零售业态的产生、以美国、日本及德国为代表的折扣零售业态及代表企业的发展复盘入手，总结在供需双向驱动下，如何催生我国折扣零售业态，并进一步论证我国具备发展硬折扣模式的充分条件，且通过海外复盘说明折扣零售业态有穿越周期的发展韧性，并总结跑通硬折扣模式企业需具备的特质，最终落实到推荐与建议关注的标的。

1 供需催生折扣零售业态

1.1 何为折扣零售？

折扣零售的本质是对供应链结构和运营能力的持续优化。“折扣化”是指要把好货卖便宜，零售商从消费者的角度考虑问题，帮助其花费更少的钱获得更多或更好的商品。零售折扣店通常为了降低成本而选择精简的装修方式并具备较小的仓储能力，因此需要具备高效及时的产品配送能力，要求各零售折扣店能较为精确的计算销售产品的类别和数量，从而降低库存压力。折扣零售业态往往在经济低迷期崛起，折扣零售店符合理性的消费者追求平价与性价比的需求，代表企业如德国的 ALDI、日本的唐吉诃德、我国的嗨特购、好特卖等。

折扣零售据其商业模式和盈利模式分为硬折扣和软折扣模式。硬折扣模式代表企业有奥乐齐、利德尔、麦德龙、开市客、山姆会员店和盒马奥莱等；软折扣模式的代表企业有 TJX、堂吉诃德、唯品会、零食很忙、赵一鸣零食和好特卖等。

表1：折扣零售主要企业成立时间及国家

硬折扣代表企业的成立时间及国家	软折扣代表企业的成立时间及国家
奥乐齐 (1913; 德国)	TJX (1976; 美国)
利德尔 (1930; 德国)	堂吉诃德 (1980; 日本)
麦德龙 (1964; 德国)	唯品会 (2008; 中国)
开市客 (1976; 美国)	零食很忙 (2017; 中国)
山姆会员店 (1982; 美国)	赵一鸣零食 (2019; 中国)
盒马奥莱 (2021; 中国)	好特卖 (2020; 中国)

资料来源：各公司官网，民生证券研究院整理

硬折扣指通过供应链优化，减少中间环节，降低经营成本而实现的低价策略。硬折扣商业模式的本质是通过改革供应链和简化运营，如产地直采、降低运输及储存损耗、发展自有品牌等方式降低成本，从而为商品提供降价空间。**硬折扣模式具备几大特征：1) 低毛利率**，零售商通过取消渠道费用+精简 SKU+高效供应链+自有品牌的方式实现较低的采购成本，因此硬折扣店能在很大程度上控制自身的供货数量、质量和渠道，具备自有品牌的独特性，从而具有稳定供销模式；同时零售商通过弱化选址+简化装修陈列+简化服务来降低运营成本，减少广告推销和精致服务以最大程度让利消费者。低采购成本+低运营成本下，将低价传导给消费者，零售商以多种方式降低营业成本从而实现低毛利率运转；**2) 高周转率**，零售商通过低价优势提高周转速度，减少库存积压，摊薄各项运营成本，薄利多销，以低价好物使消费者具备一定粘性；**3) 盈利的可持续性**，硬折扣零

售商将自身定位转变为消费者的代理人，聚焦“高频刚需品”。高频刚需品的消费更具理性，从而硬折扣能做到 SKU 精简及一系列运营的简化以压低成本，低价的背后是“高频刚需品”品类消费属性的支撑。

表2：硬折扣代表企业奥乐齐

Logo	店铺情况
	
品牌形象	低调、严谨、务实
门店分布	欧洲、美国、澳大利亚、中国
经营品类	食品、日用品等
门店面积（平方米）	500-800
单店 SKU（个）	1800（2022 年）
自有品牌占比	>90%（2022 年）
商品定价策略	每日低价/天天平价
毛利率	<15%
息税前利润率	3.6%（2017 年）
门店管理	人员精简，身兼多职；高出行业平均 10-20%的薪酬

资料来源：迪特尔·布兰德斯、尼尔斯·布兰德斯《大道至简-德国零售巨头 ALDI 管理法》，奥乐齐公司官网，联商网，民生证券研究院

软折扣指由于商品某方面有瑕疵或缺，如临期、尾货、过季或微瑕品等而降低价格的销售模式。软折扣的商业模式主要是因产品本身不足而进行低价折扣，大多基于产品的临期或过季属性，销售产品类型主要集中在服饰箱包和食品品类，商业模式也因此面临货源和供应链不稳定的问题，零售商的自有品牌比例非常低，低价来源于上游生产商的让利。**头部软折扣零售商多通过加强选品及供应链能力、品类拓展、开发品牌专供或自有产品等方式解决货源及产品痛点。**

表3：软折扣代表企业唐吉诃德

Logo	店铺情况
	
品牌形象	叛逆、张扬、娱乐精神
门店分布	日本、美国夏威夷
经营品类	食品、日用品、手表和时尚用品、电器、体育/户外用品等
门店面积（平方米）	1000-3000
单店 SKU（个）	40000-60000
自有品牌占比	<15%（2025 财年目标为 25%）
商品定价策略	高低定价
毛利率	26%-29%（PIIH 整体，2017-2021 财年）
税后利润率	4%-6% PPIH 整体，2017-2021 财年）
门店管理	门店有 30%采购权、定价权、变更陈列权；绩效竞争、奖优罚劣

资料来源：PPIH 年报，公司官网，联商网，民生证券研究院

硬折扣和软折扣的区别主要体现在：

- 1) 毛利率方面：**硬折扣的毛利率普遍在 15%-16%，一般不超过 18%；对应软折扣毛利率在 25%-35%之间，取决于商品来源的组成部分，比如临期产品占比高则毛利率高，如果达不到 25-35% 毛利率，软折扣店则较难生存。
- 2) 供给稳定性方面：**临期工厂的供货不掌握在零售终端，硬折扣的品牌供货自己主导因而更加稳定。
- 3) SKU 数目方面：**硬折扣店的 SKU 数目更少，比如 ALDI 初期发展把 SKU 控制在 600-700 个，后期扩张到 900 个；随着欧盟经济的发展，SKU 数量增加但总量保持在 1500-1800 个，SKU 增加会带来成本上升。而软折扣 SKU 数目较多，如好特卖为 3000-4000 个。

表4：硬折扣与软折扣主要区别

	硬折扣	软折扣
毛利率	15%-16%，一般低于18%	25%-35%
供给稳定性	自己主导，相对稳定	终端不掌握供货，相对不稳定
SKU数目	较少	较多

资料来源：联商网，民生证券研究院

对比来看，软折扣的本质是以低价营销为卖点而非竞争力，其发展依赖于上游尾货的剩余量，零售商对商品供给稳定性和品质的掌控力小；而硬折扣模式以供应链降本为核心，相比软折扣而言，具有更强的自主性。综上所述，从业态竞争力来看，硬折扣模式具备更广阔的发展空间。

1.2 海外折扣零售业态如何穿越周期？

在海外折扣零售业的复盘部分，选取日本、德国与美国的折扣零售业态与代表企业进行复盘，进而说明，折扣零售业态往往产生于经济低迷期，对应消费者特征为价格敏感与追求性价比，且当经济重返增长轨道后，海外折扣零售业态的代表企业仍具备增长的动力与韧性，即其具备穿越周期的能力。

1.2.1 软折扣零售业态——日本

泡沫经济破裂，折扣零售业态应运而生。20 世纪 90 年代，日本经历泡沫经济的破灭，进入经济衰退期，消费者对价格变得更加敏感。这一情况引发了零售业态的调整和变革。折扣零售业态在 90 年代快速崛起，店铺通常采用低成本的经营模式，通过大量采购和规模经济效应来降低商品成本，从而提供给消费者更具竞争力的价格的产品。**经过多年的发展，Seria、MUJI、唐吉诃德成为行业有代表性的企业，折扣零售业态具备穿越经济周期的韧性和发展的可持续性。**

根据日本的宏观经济、国际政治环境以及零售业态规模、增速和细分业态的市场份额将日本零售行业的发展划分为 5 个阶段。

1) 1950s：百货商店的兴起。外部环境处于战后经济重建阶段，消费特征较为节俭，人们的消费重心主要集中在基本生活必需品上。**这段时期的日本消费者更加节俭，注重商品的节省和实用性。**

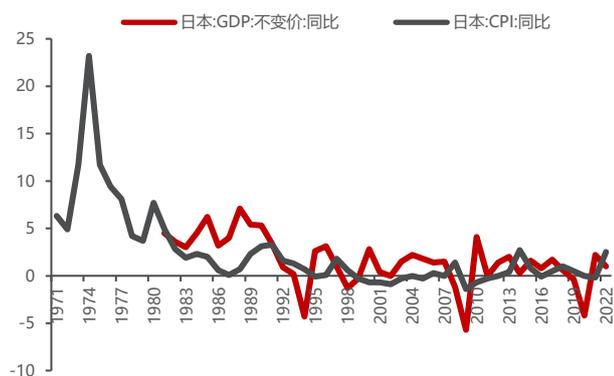
2) 1960-1970s: “超级市场”后来居上, 便利店遍地开花。外部环境处于出口导向型的高速增长期, 即“经济奇迹”, 消费特征为以家庭消费为主。

3) 1980s: 奢侈品店、高档百货公司和购物中心火热。处于泡沫经济时期, 消费特征为收入水平和购买力提高, 消费者对高档次商品和服务有更强烈的需求; 在该阶段, 日本经历了高速经济增长和繁荣, 人们的生活水平得到提升, 消费习惯开始朝向奢侈品和高端品牌转变。名牌时装、高级消费品、豪华汽车等成为日本人炫耀社会地位的象征。

4) 1990s: 泡沫破碎——折扣店的崛起。外部环境处于经济衰退期, 消费特征为重归理性, 追捧名牌的热潮褪去, 人们开始审慎消费, 更加注重物价和性价比。少子化、老龄化趋势加剧, 成为该阶段日本社会的重要发展趋势。

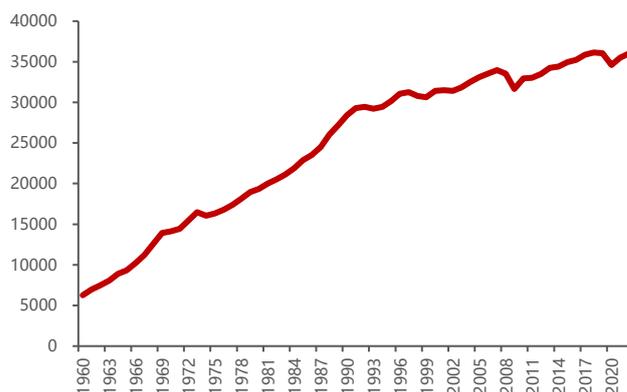
5) 新世纪: 中古店复兴、药妆店崛起。外部环境处于面临消费结构变化的挑战阶段, 消费特征为更注重性价比和实用性, 许多日本消费者开始关注可持续性和环保产品。此外, 健康和健康饮食也成为重要的消费趋势。

图1: 1971-2022 年日本 GDP 增速 (%)



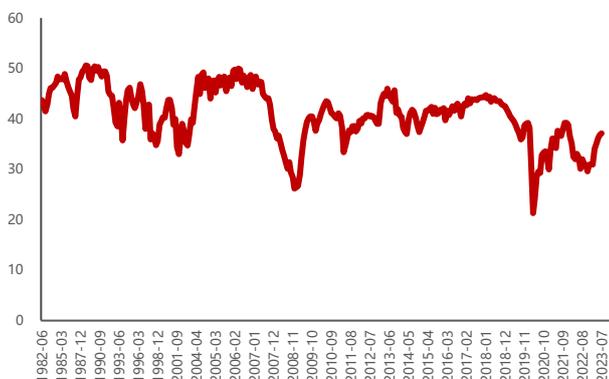
资料来源: wind, 民生证券研究院

图2: 1960-2023 年日本人均 GDP(不变价, 美元)



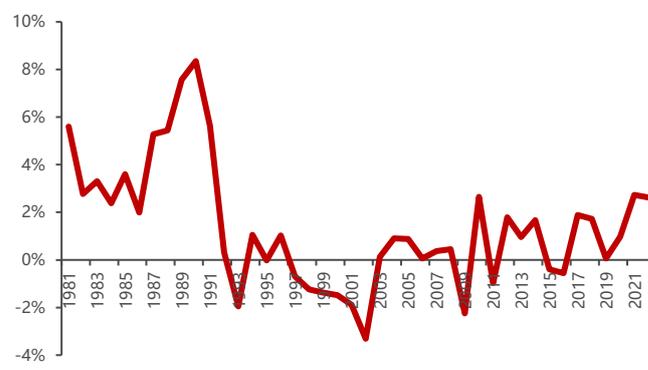
资料来源: wind, 民生证券研究院

图3: 1982-2023 年日本消费者信心指数



资料来源: wind, 民生证券研究院

图4: 1980-2023 年日本商业销售额同比增速



资料来源: wind, 民生证券研究院

在外部环境和消费习惯的双重影响下, 日本折扣零售行业兴起, 以品类完善和国际扩张作为发展的主线。

1970 年代中期：在日本泡沫经济期间，折扣店开始兴起。1971 年，第一家“唐吉诃德” (Don Quijote) 折扣店在东京成立，创始人宫田一郎希望能够提供价格实惠的商品，以满足普通消费者的需求。**唐吉诃德的模式是在大城市的中心地区开设巨大的店铺，销售大量种类的商品，包括电子产品、服装、家居用品和食品等，为消费者提供更具竞争力的价格。**

1980-1990 年：折扣店行业持续发展。越来越多的折扣店出现，包括大创和 Seria 等 100 日元店，为消费者提供各类产品都定价为 100 日元（不含税）。这些 100 日元店迅速受到消费者欢迎，成为购物热点。

2000-2010 年：折扣店继续扩张。唐吉诃德在全国范围内开设了更多分店，进一步提高了其品牌知名度。同时，一些传统百货公司也开始设立折扣店的分支，以应对经济不景气期间消费者购物习惯的变化。随着时间的推移，日本的折扣店不断进行数字化转型，提供更多的在线购物选项和数字服务。**折扣店也不断扩大其商品种类，包括可持续产品、进口商品等，以满足不同消费者的需求。**

2010 年至今——持续发展和国际化时期。折扣店成为日本零售业的重要组成部分，吸引了广泛的消费者群体。日本折扣店以其实惠的价格、丰富的商品选择和多样化的服务，满足日本消费者不断变化的购物需求。

表5：日本主要折扣店对比（截至 2022 年末）

	唐吉诃德 (Don Quijote)	Seria	无印良品
品类	服装、食品、日用品、彩妆、3C	食品、化妆品、生活用品、小五金、厨具、文具	服饰、文具、食品、厨具
消费人群	低收入、喜爱优惠人群	希望以低价格购买到有个性产品的用户	有一定购买力、重视商品质量与实用性
年销售额 (亿日元)	18313 (集团)	2081	4961
店铺数 (个)	699	1961	1136
店铺面积 (平方米)	3613	500-2000	845.32
SKU 数 (个)	40000-60000	20000	7000
单店销售额 (亿日元)	26.20	1.06	4.37

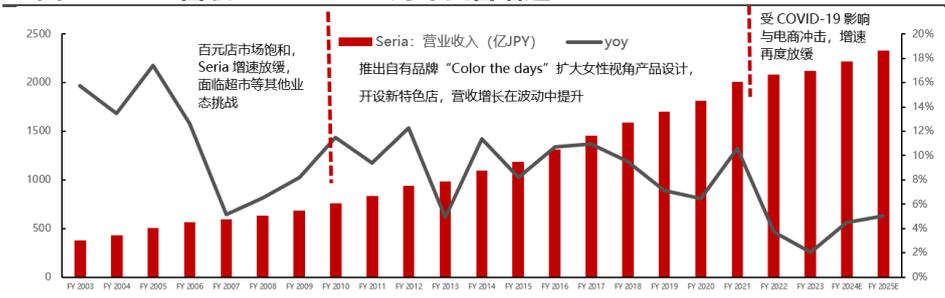
资料来源：各公司官网，民生证券研究院

我们选择日本三家代表性折扣零售企业的发展历程与现状进行复盘，进一步说明折扣零售业态具备穿越周期的能力与发展韧性。

1) 日本百元折扣龙头：Seria

Seria 是日本第二大百元店，以杂货业务为核心。公司经营类目广泛，包括食品、化妆品、生活用品、小五金、厨具、文具等，以 100 日元以内的商品为主的销售模式，为消费者提供高品质、多种类的百元商品，包括厨房用品、居家生活用品、化妆品、文具等，目标客群覆盖各年龄层需求差异化的消费者，推出“Color the days”，主要用户群体为 30-40 岁女性，提供丰富日常生活的事物。

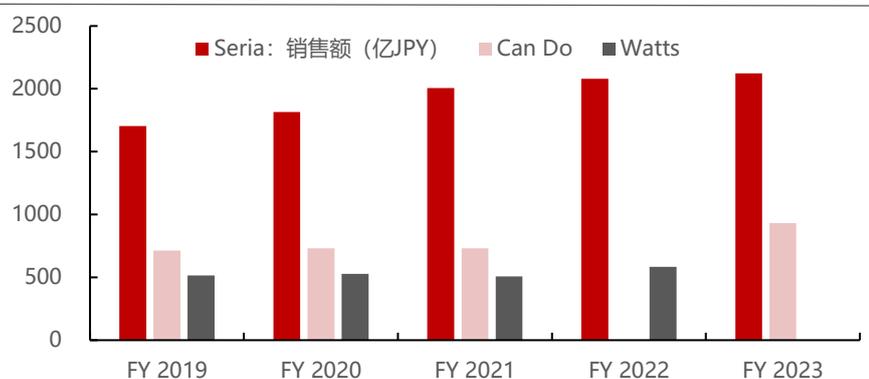
图5: Seria 营收 2001-2023 财年复合增速 13.20%



资料来源: Bloomberg, 民生证券研究院

日本百元店具有独特优势，市场竞争格局稳定。百元店品类丰富，涵盖日常生活用品；SKU 丰富，上新快，可以满足消费者的新鲜感需求、个性化的需求；从盈利能力的角度，百元店毛利率高于传统零售企业，得以迅速扩张；契合当时的消费者需求特点，满足了消费者个性化和理性消费的需求，得以在折扣零售中脱颖而出。百元店保持持续增长的韧性主要因为积极扩张举措下形成规模化优势，降低进货成本，提高商品流通效率，降低运营成本，精简员工数量降低管理成本；因其具备较大体量采购订单，保证价格低廉的同时，产品更新速度快、种类丰富。Daiso、Seria、Can Do 和 Watts 成立于 90 年代，在泡沫经济破裂后快速发展，形成较为稳定的格局，占据大部分市场份额。**按照四家企业 2022 财年的销售规模进行估算，Daiso 的市场份额占比 60%左右，Seria、Can Do、Watts 分别是 20%、9%、6%左右。**

图6: Seria 规模远超第三，四名



资料来源: Bloomberg, 民生证券研究院

Seria 门店数近 2000 家，以直营店为主。截至 2023 年 6 月，Seria 在日本国内门店共计 1961 家，其中直营店 1922 家，加盟店 39 家，Seria 在早期发展过程中采取直营店与加盟店并举的战略，门店数量高速扩张。2015 年，公司经营重心转移至直营店，加盟店规模持续收缩，但店铺总体规模继续保持稳定增长。2007 年，公司开设“color the days”特色门店，直营门店中以“color the days”特色产品设计定位女性客群，占比不断提升。

以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文，请访问：<https://d.book118.com/138140026105006042>