

折扣零售开启新一轮渠道变革，未来可期

折扣零售行业专题报告

评级及分析师信息

行业评级：推荐

行业走势图



分析师：许光辉

邮箱：xugh@hx168.com.cn

SAC NO: S1120523020002

联系电话：

我国折扣零售发展提速，迎接新一轮变革

我们认为，理性消费+库存压力+线下成本下行，是这一轮折扣零售崛起的背景，当前消费者对性价比产品、“挖宝”式购物需求持续抬升，折扣零售正引领新一轮线下渠道变革，长期空间不断打开（我们测算量贩零食长期看6~8万家门店、硬折扣超市长期看2~3万家门店）。

我国传统折扣零售业态主要包括奥莱店、仓储会员店、绝对低价店等，近年来量贩零食店、折扣商超店等新业态发展迅猛，进一步丰富折扣零售业态。从整体来看，我国折扣零售市场超1.5万亿元规模，近年来持续保持稳健增长。细分赛道来看，折扣零食店、商超店等均达到300-500亿元规模，且增速更快。折扣店模型能够持续跑通，从需求端看，折扣店能够给消费者提供高性价比、便利、有趣的购物体验；从供给端来看，折扣店因细分品类新的聚合场景（碎片化、快速更新换代需求）、供应链整合效率的不断提升（持续压缩传统流通渠道）、极简门店模型等，重构传统零售，通过高坪效（是传统零售的2-3倍）、高周转、高杠杆方式实现可观收益，实现了消费者与零售商的“帕累托优化”。

海外映射：日本、欧美折扣零售发展与启示

（1）日本：日本折扣零售业发展起源于90年代泡沫经济破灭以及08年金融危机，第四消费社会背景下日本便利店、百元店、软折扣店等蓬勃发展，诞生了诸如唐吉诃德、大创等持续穿越周期的折扣（低价）零售企业，“便利+折扣+娱乐”形成了日本折扣零售龙头企业特有的品牌心智；（2）美国：以Costco、TJX等为代表的美国折扣零售龙头，不但在盈利模式上独具创新，而且在供应链整合方面展现极致效率，在选品和采购方面建立核心护城河优势，为消费者提供全球低价好货；

（3）德国：奥乐齐通过90%以上的自有品牌产品组合，形成其独一无二的折扣零售业态，此外无论是门店人员精简、装修选位简化，还是柔性仓储供应等方面，均体现为消费者省钱的经营理念。

投资建议

建议重点关注：（1）积极谋划折扣零售新业态布局的传统零售商，供应链优势明显，未来新业态布局可期。受益企业包括家家悦、重庆百货等；（2）折扣店新玩家，创新能力强，借助资本和先发优势持续扩张。受益企业包括万辰集团、名创优品、盒马鲜生（未上市）、零食很忙（未上市）等。

风险提示

行业竞争加剧风险；折扣零售业态下沉扩张不及预期；单店财务模型不及预期。

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

更多免费行业报告

并购家

www.ipoipo.cn

并购家 免费行业报告网

IPOIPO.CN 每日更新 不用注册会员 无广告 永久免费

正文目录

1. 我国折扣零售发展提速，迎接新一轮变革	4
1.1. 理性消费+库存压力+线下成本下行，是这一轮折扣零售崛起的背景	4
1.2. 我国折扣零售的发展现状及分类	5
1.3. 奥莱&品牌特卖	7
1.4. 仓储会员店	9
1.5. 量贩零食店	11
1.6. 硬折扣超市	14
1.7. 折扣零售逻辑总结	18
2. 海外映射：日本、欧美折扣零售发展与启示	20
2.1. 日本：第四消费社会下折扣零售大行其道	20
2.2. 美国：模式创新+极致供应链效率开辟折扣零售新曲线	25
2.3. 德国：ALDI 打造折扣超市标杆	28
3. 投资建议	30
4. 风险提示	31

图表目录

图 1 我国消费者信心指数变化	4
图 2 龙头食品/调味品公司“库销比”呈现上升趋势	4
图 3 我国线上零售占比变化趋势	5
图 4 疫情以来我国重点城市商铺租金呈现下滑趋势	5
图 7 硬折扣 VS 软折扣	5
图 5 中国特卖市场规模	6
图 6 中国折扣零食市场规模	6
图 7 中国仓储会员超市行业规模及增速	7
图 8 中国奥莱数量及建筑面积	7
图 9 16-21 年中国奥莱新增数量及面积	7
图 10 百联股份旗下青浦奥莱单店财务模型（2014 年数据）	8
图 11 百联、王府井奥莱门店数持续增长	9
图 12 奥莱毛利率显著高于其他业态（百联，2022）	9
图 13 Costco 会员店价格较传统渠道具备价格优势	10
图 14 仓储会员店毛利率显著低于传统商超	10
图 15 我国零食业态演变过程	11
图 16 量贩零食渠道 VS 传统渠道加价结构	12
图 17 零食很忙饮料类价格较传统渠道具备显著优势	12
图 18 我国头部量贩零食企业门店数规模	12
图 19 赵一鸣 22-23H1 营收及利润表现	13
图 20 行业开启合并整合	13
图 21 量贩零食渠道 VS 传统零售门店单店模型	13
图 22 我国休闲零食渠道占比（2019 年）	14
图 23 盐津铺子商超渠道占比持续下滑	14
图 24 硬折扣超市 VS 传统商超	15
图 25 侯毅认为的折扣商超三要素	16
图 26 盒马持续通过战略合作持续夯实供应链优势	16
图 27 盒马自有品牌矩阵不断扩充	16
图 28 中百收入及利润变化	17
图 29 家家悦收入及利润变化	17
图 30 传统商超店中店折扣专区	17
图 31 好惠星折扣店以自有品牌产品为主	17
图 32 我国超市门店数变化	18
图 33 我国超市零售规模变化（亿元）	18

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

图 34	折扣零售通过高周转、高杠杆模式实现高 ROE 水平	19
图 35	1.3. 折扣零售逻辑总结	19
图 36	1990 年后日本 GDP 增速显著放缓	20
图 37	1992 年后日本商业零售长期处于负增长区间	20
图 38	1992-2003 年期间日本青年失业率持续攀升	20
图 39	日本生育率呈现持续下滑趋势	20
图 40	1990 年后日本便利店数量快速扩张	21
图 41	日本便利店零售额持续增长	21
图 42	百元店品牌 Seria 收入规模长期持续扩张	22
图 43	日本折扣店的独特商业模式	22
图 44	日本产能利用率指数变化	22
图 45	中国成为日本大创最主要的供应商	23
图 46	唐吉珂德门店分布（截止 2022 年 6 月 30 日）	23
图 47	唐吉珂德拥有多业态门店	23
图 48	唐吉珂德独特商业模式	24
图 49	唐吉珂德营收及利润表现	25
图 50	唐吉珂德的股价表现	25
图 51	Costco 毛利率及 ROE 水平	27
图 52	会员收入持续保持稳健增长	27
图 53	TJX 收入及利润长期保持快速增长	28
图 54	TJX 门店外观	28
图 55	TJX 公司 06 年至今股价涨幅高达近 19 倍（单位：美元）	28
图 56	奥乐齐门店外观	29
图 57	奥乐齐自有商品比例远超其他玩家	29
图 58	奥乐齐营收持续保持较高增长	30
表 1	我国折扣店发展分类	6
表 2	我国仓储会员店发展历程	10
表 3	我国仓储会员店主要参与方及门店数	11
表 4	美国主要折扣零售企业简介	26
表 5	Costco 平均单店销售额持续保持增长态势	27
表 6	相关公司估值表（截止 2023 年 12 月 17 日）	31

1. 我国折扣零售发展提速，迎接新一轮变革

1.1. 理性消费+库存压力+线下成本下行，是这一轮折扣零售崛起的背景

我国零售渠道经历数轮变迁，过去多轮变革均围绕“人货场”三要素的重构，线下渠道经历街边杂货店、大卖场、超市、仓储会员店等；线上渠道经历综合电商、社交电商、直播电商等迭代发展。尽管经历多轮变革，但批发零售渠道的效率仍然相对偏低，一方面是渠道层层分发，加价率偏高；另一方面产品选择大而全，缺乏精细化品类管理和周转。疫情后我国消费升级趋势短期受阻，消费者购物时“价格”因素成为重要决策变量，结合我们的理解，我们认为当下理性消费+库存压力+线下成本下行，是这一轮折扣零售崛起的背景。

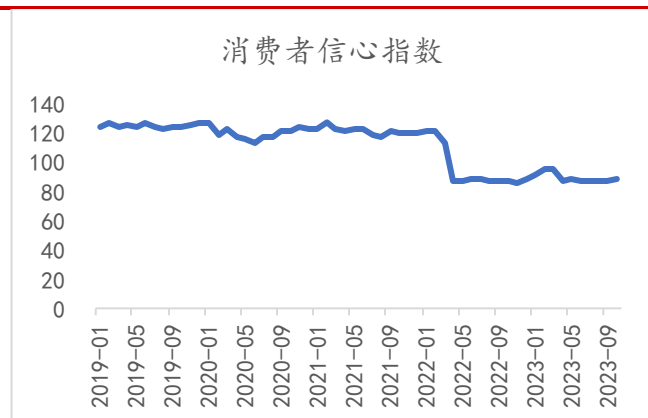
理性消费：从需求端来看，我国居民消费迎来新趋势，正在经历从“炫耀性消费”过渡到“理性消费”阶段，“该省省，该花花”成为很多年轻人新消费主张。消费者对情绪消费产品（例如演唱会、潮玩等）支出持续增加，而对商品消费持续理性，追求“极致性价比”成为当前消费新趋势。

库存压力：从供给端来看，由于疫情导致需求持续疲软，上游品牌库存问题日益突出，尤其是聚焦于食品、零食、服装鞋帽等季节性、短保类商品，客观上为线下折扣零售的新一轮崛起提供了机遇。

线下成本下行：当前我国零售（线上、线下）渠道正经历流量去中心化阶段，具体表现为传统电商渠道流量红利逐渐消失，流量成本高企。此外，线下综合商超大而全模式因坪效低、部分商品周转慢，产品逐步失去性价比。相对应的，三四线城市门店租金、人工成本等在当下环境下呈现下行趋势。

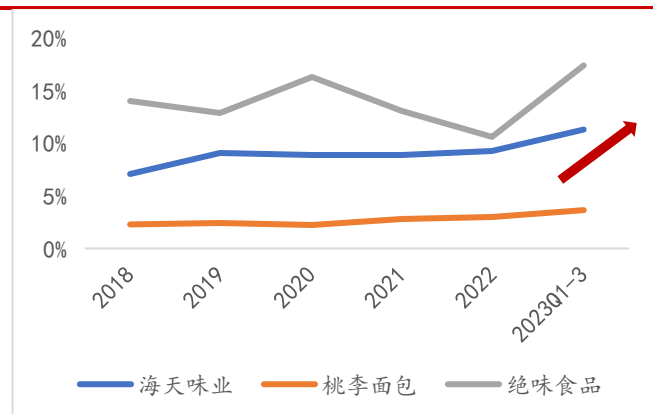
结合以上趋势，以 100-500 平米的中小型垂直折扣零售业态表现出极强的精简 SKU、高复购、高坪效、高周转、低成本优势，尤其是以量贩零食、生鲜折扣店、兴趣低价零售店为代表的新折扣零售业态，在多维度有利条件的催化下呈现加速扩张态势，正在引领新一轮零售渠道变革。

图 1 我国消费者信心指数变化



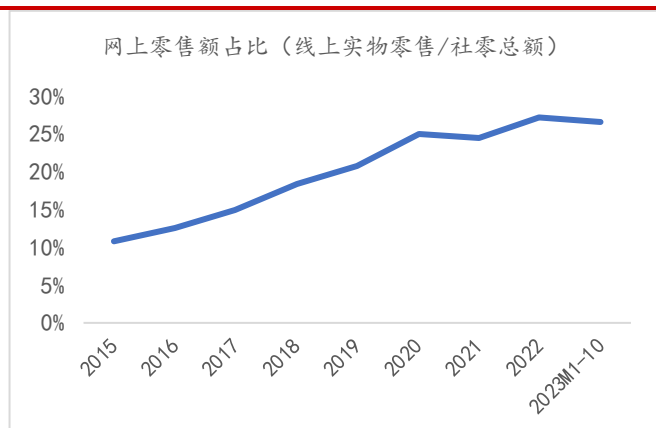
资料来源：wind，华西证券研究所

图 2 龙头食品/调味品公司“库销比”呈现上升趋势



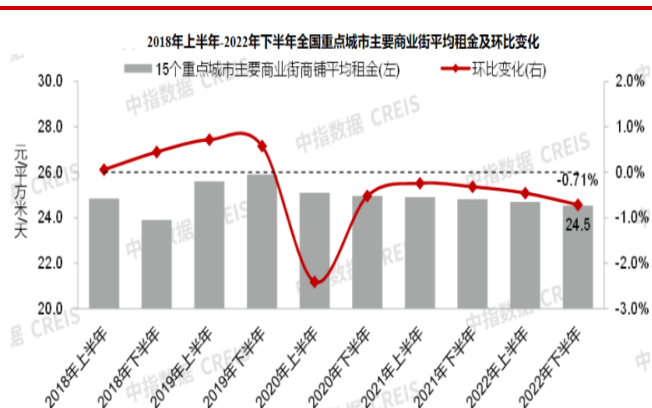
资料来源：wind，华西证券研究所

图3 我国线上零售占比变化趋势



资料来源: wind, 华西证券研究所

图4 疫情以来我国重点城市商铺租金呈现下滑趋势

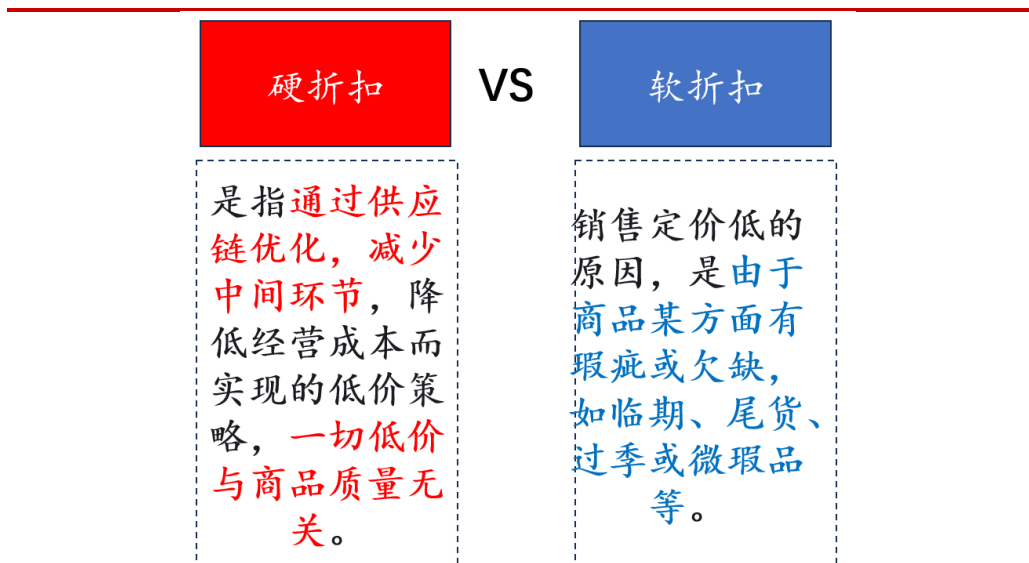


资料来源: 中国房地产指数系统, 华西证券研究所

1.2. 我国折扣零售的发展现状及分类

我国折扣零售行业的发展主要围绕着价格、品类、门店规模、业态创新等方面不断进化, 先后诞生**奥莱&品牌特卖**、**仓储会员店**、**低价商品店**、**量贩零食店**、**折扣生鲜店**等模式。追求在有限 SKU 的条件通过硬折扣或软折扣方式降低产品价格。折扣零售行业规模的几个口径: (1) 从市场规模来看, 根据艾媒咨询发布的报告, 2018 年我国特卖市场规模达 1.5 万亿元, 并预测 2021 年市场规模将达到 1.6 万亿元。(2) 根据新经销数字化研究院发布的《中国零食硬折扣白皮书 (快消行业洞察 2023)》, 2022 年我国全国零食折扣店数量在 8000-10000 家之间, 营收规模在 300 亿左右。预计到 2023 年底, 门店数会达到 2.2-2.5 万家, 销售规模达 700-800 亿元, 增速较 22 年高达 133%-166%。(3) 根据艾媒咨询的报告, 2022 年我国仓储会员超市的市场规模为 335 亿元, 同比+10%, 近年来持续保持较快增长。

图5 硬折扣 VS 软折扣



资料来源: 亿邦动力, 华西证券研究所

表 1 我国折扣店发展分类

2000

2003

2008

2017-2019

2020

2023



上品折扣

shopin.net

百货折扣



哎呀呀

中国饰品领导者

十元店



唯品会

品牌特卖



MINISO



零食很忙



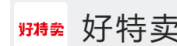
盒马X会员店



好惠星



赵一鸣零食



好特卖

好特卖



盒马 生鲜奥莱



燕莎奥特莱斯



会员店

类型	代表企业	品类	模式
奥莱/品牌特卖	奥莱	服饰、箱包	软折扣，直营模式为主，主要销售名牌过季、下架、断码商品，价格较正价商品低1-6折。
仓储会员店	山姆会员店、盒马X会员店	生鲜、食品、酒水等	硬折扣，直营为主，产品聚焦生鲜、食品、酒水等品类，一般采用大包装，价格较传统渠道低10%-15%。
量贩零食	零食很忙、好特卖	零食	硬折扣/软折扣都有，加盟模式为主，平均价格比传统渠道低20%-30%
折扣超市	盒马奥莱、家家悦、好惠星	农产品、生鲜、预制菜等、食品	硬折扣/软折扣都有，直营/加盟，平均价格比传统渠道低10%-15%

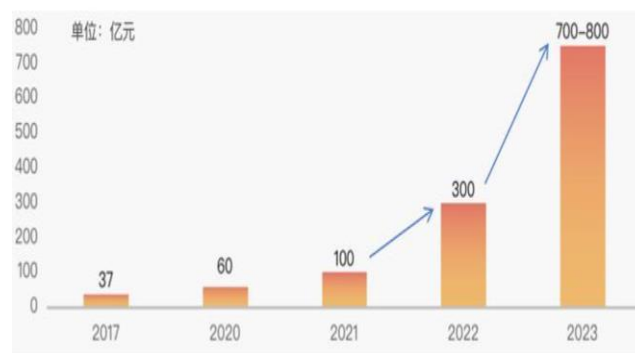
资料来源：观研天下，搜狐，公司官网，华西证券研究所

图 6 中国特卖市场规模



资料来源：艾媒咨询，华西证券研究所

图 7 中国折扣零食市场规模



资料来源：新经销数字化研究院，华西证券研究所

图 8 中国仓储会员超市行业规模及增速

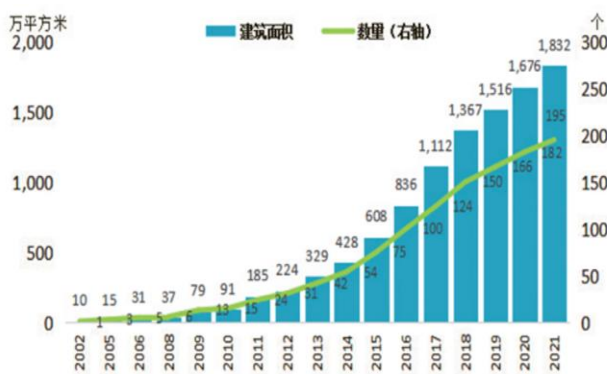


资料来源：艾媒咨询，华西证券研究所

1.3. 奥莱&品牌特卖

我国的奥莱&品牌特卖起步于 2000 年前后，从早期的百货折扣、奥莱线下店模式，再到 08 年互联网电商+金融危机背景下的线上品牌特卖模式（代表企业如唯品会），主要聚焦的品类多为服装鞋帽、美妆家居等产品，其折扣模式主要为软折扣为主，即通过较大的折扣力度帮助品牌商处理库存尾货，相较于专柜，折扣力度一般在 1-6 折左右。根据《2022 年中国奥特莱斯行业白皮书》，2021 年我国在营奥莱项目共有 195 个，总建筑面积 1832 万平方米，2022 年我国奥特零售总规模达 2100 亿元。2015 年之后，我国奥莱数量呈现快速增长态势，奥莱业态持续受到消费者的欢迎。

图 9 中国奥莱数量及建筑面积



资料来源：《2022 年中国奥特莱斯行业白皮书》，华西证券研究所

图 10 16-21 年中国奥莱新增数量及面积



资料来源：赢商网，华西证券研究所

品牌特卖背后发展逻辑是品牌+折扣：品牌特卖商品类型中，服饰鞋包是占据 60%，是最主要的消费品类。供给侧，由于服饰箱包类产品换季快、容易产生库存问题，需要品牌特卖市场帮助消化尾货库存；而需求侧，消费者理性消费回归，尤其是换季更为频繁的服饰鞋帽商品，更加追求性价比。但品牌特卖也会面临供应链不稳定、品牌商支持态度变化、折扣优惠力度不足等问题。

奥莱的单店模型：奥莱一般属于重资产投入项目（地产或者百货集团主导投资，规模一般在 10 亿以上），在选址上面选择城市郊区位置，主要考虑其土地及开发成本相对较低，且拥有较为充足的停车位置，可以满足市区及周边居民假期驾车购物需求。目前奥莱的经营模式主要分为“联营扣点”和“买断产品自营”两种模式，其中联营模式为目前主导模式。联营扣点率方面，根据华丽志的相关报道，以上海青浦奥莱为例，品牌扣点率均在 10% 上下，往上可达 16%-17% 水平，上限一般不超过 20%。根据百联股份披露财务数据以及相关新闻报道，奥莱店毛利率一般为 12.5% 左右水平（GMV 收入全口径计算），净利率为 7.3% 左右水平（2014 年青浦奥莱数据）。

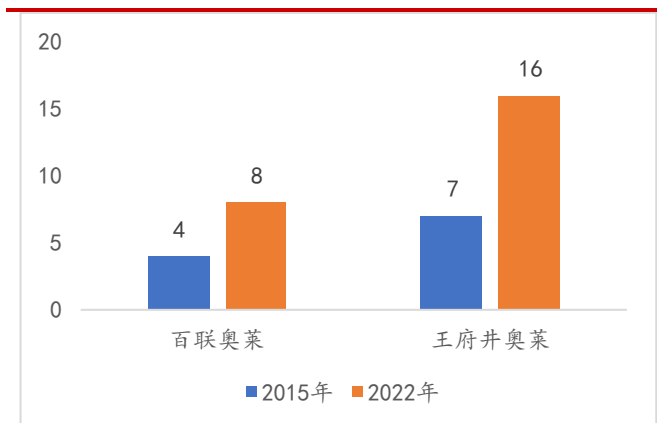
图 11 百联股份旗下青浦奥莱单店财务模型（2014 年数据）

营业收入（GMV，亿元）	41.75
毛利	5.22
毛利率	12.50%
折旧摊销	0.92
折旧摊销率	2.20%
水电及其他管理费用	0.22
水电及其他管理费用率	0.5%
营业利润	4.08
所得税	1.02
所得税率	25%
净利润（亿元）	3.06
净利率	7.3%

资料来源：百联集团官网，wind，华西证券研究所，注：部分费用为我们假设数据，或与实际存在一定误差

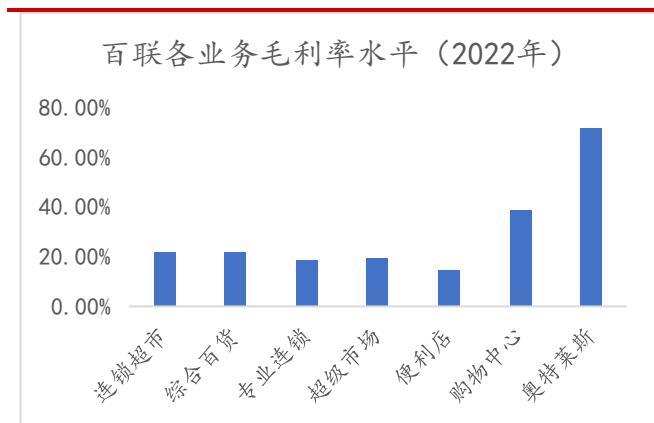
奥莱近年来需求高增，成为百货公司新增长点：疫情后，消费者消费趋于理性，既追求品牌消费，但同时也对价格更为敏感，这促使奥莱在 2022 年成为增长最快的商业业态，2022 年实现销售规模 2100 亿元，同比增长 8%。而根据麦肯锡预测，到 2025 年我国奥莱零售体量将达到 3900 亿元，未来 3 年复合增速或高达 23%。近年来百联股份、王府井等综合百货公司也在持续加大对奥莱的布局，由于奥莱较高的毛利率水平（以百联股份为例，新会计准则下，2022 年奥莱业务毛利率高达 72.17%，显著高于综合百货业务的 22.17% 的毛利率水平）以及超越行业整体的增速，已经越来越成为百货企业业绩增长的贡献来源。

图 12 百联、王府井奥莱门店数持续增长



资料来源：wind，华西证券研究所

图 13 奥莱毛利率显著高于其他业态（百联，2022）



资料来源：wind，华西证券研究所

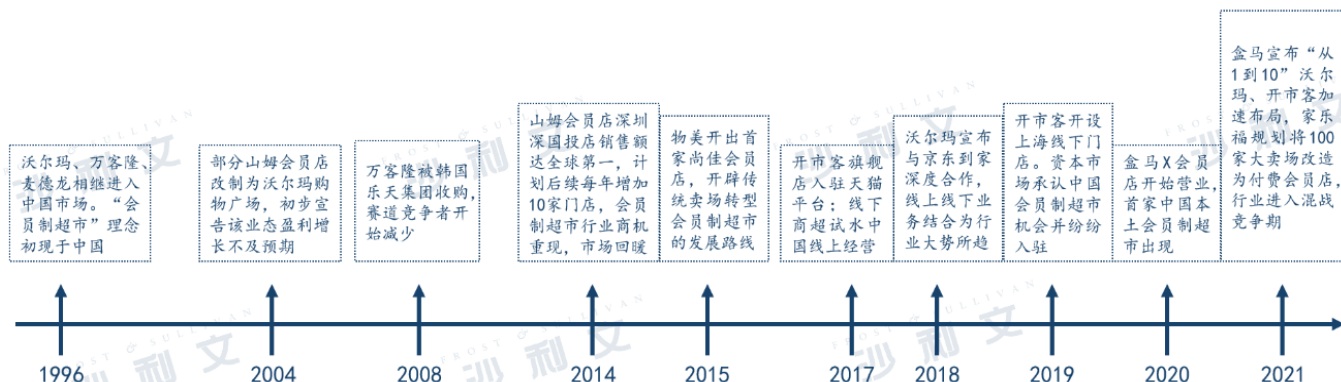
1.4. 仓储会员店

以食品、生鲜为主的仓储会员店在 2000 年前后引入中国，早期主要以外资品牌（山姆会员店、麦德龙等）为主，近年来以盒马为代表的内资企业也在不断试水仓储会员店模式。仓储会员店通过规模优势对上游供应商的极强议价能力，以及高效的供应链及 SKU 管理能力，实现产品相对低价，属于硬折扣模式。

仓储会员店背后发展逻辑是低毛利+会员费：我国仓储会员店目前国内主要针对高线城市的中产家庭，尤其是家庭人口相对较多人群。SKU 一般在 3000-4000 个，仅为传统商超 SKU 的近 1/3 水平，但产品品质相对较优。仓储会员店品类更为聚焦在生鲜、食品等产品，一方面通过聚焦品类实现降低供应链物流、人工成本、采购等成本；另一方面通过聚焦高频消费生鲜日用品等产品+大包装，实现高频效和高周转。根据天下网商的报道，以 Costco 为代表的仓储会员店，通常商品毛利率仅为 10% 左右，为沃尔玛的一半水平，但坪效却是沃尔玛的两倍多，此外商品周转天数为 30 天，也显著低于传统商超。传统商超的盈利来源是提升毛利率水平（赚取商品价差、提升上架费等），而仓储会员店则更多降低商品成本来实现低毛利+高周转的组合，同时会员费也是盈利的重要来源，以 Costco 为例，其会员费占其净利润的 70%。

仓储会员店的单店模型：结合上文分析以及新快报报道，会员店的毛利率一般在 10-12% 左右，费用率在 8-9% 左右，净利率 2.5%-3% 水平（参考 Costco 表现，或有误差，仅供参考）。

表 2 我国仓储会员店发展历程



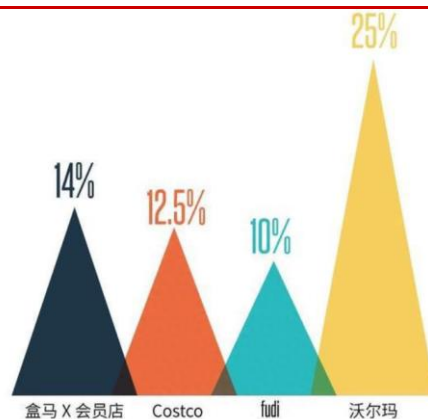
资料来源：沙利文，华西证券研究所

图 14 Costco 会员店价格较传统渠道具备价格优势



资料来源：艾媒咨询，华西证券研究所

图 15 仓储会员店毛利率显著低于传统商超



资料来源：新快报，华西证券研究所

以盒马 X 会员店为代表的内资企业积极布局，推出“移山价”正面竞争。2020 年盒马开设 X 会员店，与山姆、Costco 会员店模式相似，收取会员年费模式。根据观察者网报道，短短 3 年时间盒马 X 会员店数量已经达到 10 家，积累了近 300 万付费会员，速度和规模领先于本土零售企业。根据红星新闻网报道，2023 年 7 月盒马宣布上线“移山价”行动，已覆盖至全国 15 座城市，发起了对外资零售品牌核心品类的价格战。我们认为盒马“移山价”行动反映出其通过“折扣”全面竞争外资品牌的战略意图，仓储会员店竞争或将持续加剧。

夯实全球供应链能力+本地化服务将是胜负手。仓储会员店的目标人群主要针对高线城市中产家庭，对产品品质具有较高要求，目前国内仓储会员店商品除了本土商品之外，进口商品占比相对较高，产品采购供应链相对国际化，相比较于内资企业，山姆、Costco 等外资企业全球化供应链体系相对完善，竞争优势相对突出。我们认为内资企业未来在发展仓储会员店方面，一方面需要持续提升全球供应链能力，提升进口商品品类数量及价格的优势；另一方面也需要重视本土化服务差异，优选国货精品及本地特色产品，充分发挥本土采购供应链优势，与外资品牌形成差异化竞争。

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

表 3 我国仓储会员店主要参与方及门店数

品牌	山姆	Costco	盒马X会员店	Fudi	麦德龙plus	永辉仓储超市	家乐福	北京华联	家家悦	高鑫零售
入局时间	1996.8	2019.8	2020.10	2021.5	2021.6	2021.5	2021.1	2021.9	2021.12	2023.4
门店总数	46	5	10	4	24	55	4	1	1	1

资料来源：公司官网，百度百科等新闻网站，华西证券研究所

1.5. 量贩零食店

2017、2019 年国内量贩零食代表企业零食很忙、赵一鸣零食先后成立，核心为量贩零食模式，随后一级市场多轮融资，疫情中保持高速扩张态势。量贩零食店将零食这一品种多、品牌心智弱、传统渠道毛利较为丰厚的大品类单独打造成线下量贩连锁业态。量贩零食店既有硬折扣模式、也有软折扣模式，但考虑到食品安全、货源稳定性等问题，预计未来硬折扣（通过供应链、周转率、规模效率降低产品价格）将会是量贩零食店发展的主要模式。

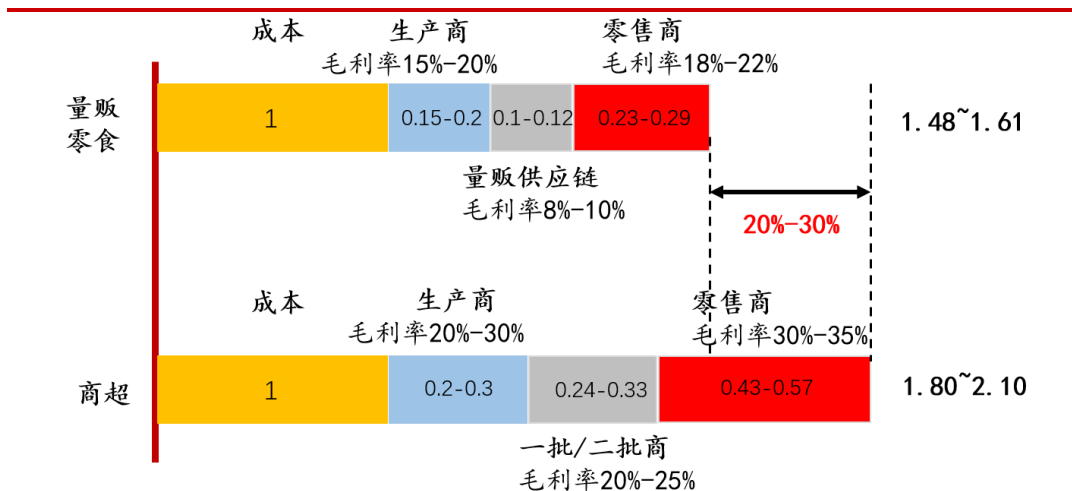
量贩零食店背后发展逻辑是低价产品组合+加盟连锁渠道杠杆：需求端，性价比零食消费逐渐成为年轻人消费刚需，尤其是下线市场，消费者对零食价格更为敏感。供给端，零食在传统渠道中属于高毛利产品，且消费者对零食品牌意识较淡（尤其是散称类小食品），通过核心产品引流+白牌产品盈利的组合模式带来综合产品价格的降低。整体来看折扣零食店商品较传统渠道低 20%-30%（根据极目新闻网报道）。量贩零食实现价格优势的路径：（1）上游直采，不收取进场费、条码费，减少中间环节，同时通过规模优势提升采购议价能力（量贩零食品牌的合并、加盟快速扩张、渠道杠杆效应均为获得规模优势，从而巩固采购价格优势），实现低价。（2）采用无账期现金结算，使得连锁品牌与上游供应商谈判时获取更多价格优惠。

图 16 我国零食业态演变过程



资料来源：瑞莱博，华西证券研究所

图 17 量贩零食渠道 VS 传统渠道加价结构



资料来源：新经销，搜狐，华西证券研究所，注：图示中部分环节加价率为我们合理假设和估算，或与实际情况存在一定偏差，仅供参考

图 18 零食很忙饮料类价格较传统渠道具备显著优势

	天猫超市	京东	美团买菜	华联超市	零食很忙	优惠幅度
	2.5元	2.54元	3.2元	4.0元	2.4元	4%-40%
	1.37元	1.29元	1.8元	2.0元	1.2元	7%-40%
	2.93元	2.7元	3元	3.5元	2.3元	15%-34%
	1.25元	1.4元	1.075元	2.0元	1.2元	4%-40%
	5元	4.6元	6元	7.0元	5.2元	26%
	2.7元	2.6元	3.6元	4.8元	2.5元	4%-48%
	4.33元	4.33元	6.5元	5.5元	3.9元	10%-40%
	1.42元	1.38元	1.8元	2.2元	1.2元	13%-45%
	2.45元	2.5元	3.2元	3.8元	2.4元	2%-37%

资料来源：瑞莱博，华西证券研究所

图 19 我国头部量贩零食企业门店数规模

品牌	创立时间	模式	门店数
零食很忙	2017	加盟	4000+
好想来	2011	加盟	3700+
赵一鸣	2019	加盟	2300+
零食有鸣	2019	加盟	2000+
爱零食	2020	加盟	1400+
糖巢	2011	加盟	1400+
零食优选	2018	加盟	1300
戴永红	1996	加盟	600+
老婆大人	2010	加盟	550+

资料来源：联商网，华西证券研究所，注：门店数据为 2023 年 9 月更新，或与最新数据存在偏差

盈利能力分析：

(1) 连锁品牌方

连锁品牌方收入主要来自于商品供应批发差价、初始加盟费等。根据经济观察网、搜狐财经等媒体报道，2022 年、2023H1 赵一鸣实现的收入规模分别为 12.15 亿元和 27.86 亿元，实现净利润分别为 3844 万元和 7631 万元，2022 年、2023H1 净利润率分别为 3.2%和 2.7%。

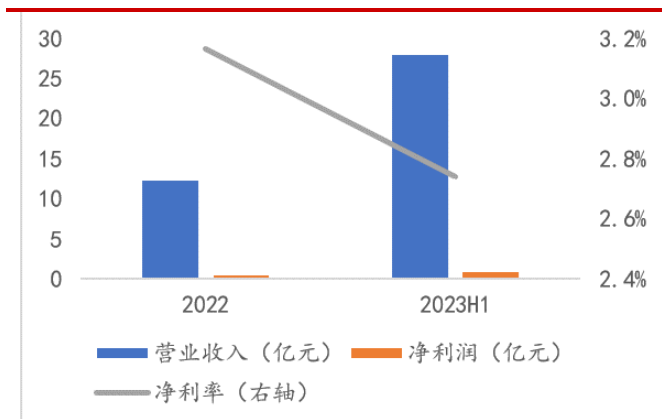
(2) 加盟门店

根据中国商报、搜狐财经、零食很忙官网等报道，以零食很忙为例，目前量贩零食店面面积在 120-150 平米左右，初期投入在 50-60 万水平（初始加盟费 0-5 万；门店租金、装修 25 万左右；首次进货 20 万左右）。商品方面经营方面，SKU 在 800-1000 个左右（包括散货、包装食品、饮料等）。日均销售 1-1.5 万左右，新店培育期在 6-12 月左右。门店毛利率在 18%水平，我们估算一般门店利润率水平在 6%-8%左右。

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

行业逐步进入下半场整合阶段，未来盈利能力或有进一步提升潜力。从过去两年来看，量贩零食赛道头部品牌处于高速扩张阶段，以优惠加盟条件换取市场份额成为当前头部品牌主要策略，利润率存在一定下滑。根据中国商报报道，2023年11月，零食很忙与赵一鸣零食宣布战略合并，双方合并后门店总数为6500多家，量贩零食龙头的合并预示着行业发展或进入下半场阶段，即通过整合进一步强化规模效应，巩固上游采购、供应链及门店卡位的优势，行业补贴竞争态势或有缓和，未来盈利能力有望进一步提升。

图 20 赵一鸣 22-23H1 营收及利润表现



资料来源：经济观察网，华西证券研究所

图 21 行业开启合并整合

时间	事件
2023年11月	零食很忙与赵一鸣零食宣布战略合并，合并后总门店数超6000家，双方在供应链上将更具备采购优势。
2023年9月	万辰生物宣布将旗下“来优品、好想来、叮嘀叮、陆小馋”四大品牌正式合并，合并后的统一品牌为“好想来品牌零食”。9月底又发公告宣布收购零食品牌“老婆大人”。旗下零食总门店数超3300家。
2023年8月	爱零食正式控股“恐龙与泰迪”，升级为四川省第二大量贩零食品牌，其全国门店突破1000家。9月份，爱零食又全资收购了贵州胡卫红零食大约有60家门店，使得爱零食的门店总数突破了1200家。

资料来源：职业零售网，华西证券研究所

图 22 量贩零食渠道 VS 传统零售门店单店模型

	量贩零食店（零食很忙）	传统零食店
门店面积（平米）	150	50
SKU	1600	1400
初始投资（万元）	50-60	40
营业收入（万元）	400	130
日均销售额（万元）	1-1.5	0.3-0.4
毛利（万元）	72	39
毛利率	18%	30%
租金（万元）	16	6.5
租金率	4%	5%
人工成本（万元）	12	10.4
人工成本率	3%	8%
其他（万元）	8	5.2
其他费用率（折旧摊销、水电等）	2%	4%
营业利润（万元）	36	16.9
所得税	9	4.2
净利润（万元）	27	12.7
净利率	6.8%	9.8%
投资回收期（年）	1.8	2.6

资料来源：新经销，搜狐，wind，华西证券研究所，注：传统零食店部分参考来伊份相关财务数据，部分数据拆分为我们合理假设，或与实际情况存在一定偏差，仅供参考。

长期门店空间

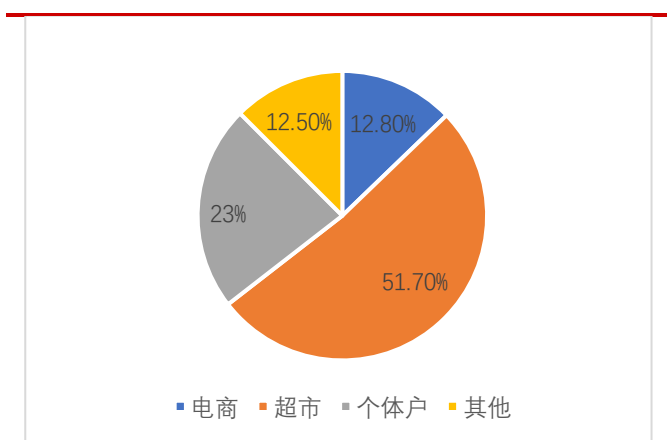
请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

根据 Frost&Sullivan 数据，2022 年我国休闲零食行业总零售规模超 1.5 万亿，其中线下零售额达 1.3 万亿，占比 83%，虽然线上电商发展多年，但线下仍然是零售零售的主要渠道，我们认为主要系零食消费属于冲动消费品类，且近年来零食小包装、散称模式主导，线下场景更具优势。目前，我国零食线下门店渠道主要有三种模式：（1）商超；（2）品牌自营店；（3）零食量贩（集合）店。根据智研咨询的报告，2019 年我国休闲零食零售渠道及占比分别为超市（51.7%）、个体零售商（23.0%）、其他渠道（12.5%）、电商（12.8%）。

商超渠道销售规模呈现下滑趋势，集合店未来有望承接个体零售商、商超渠道更多市场份额。根据盐津铺子财报信息，公司销售模式主要分为：（1）直营 KA 商超模式；（2）经销模式（含新零售渠道和其他渠道，经销商渠道包括地区性连锁超市、便利店、批发市场等）；（3）电商渠道。根据公司近年来渠道变化趋势来看，KA 商超渠道占比持续萎缩，而经销渠道占比持续提升。我们认为社区小店（专卖、集合店等）模式在下沉市场具备更为显著的优势，一方面更贴近消费者，另一方面价格方面更具备优势。此外，量贩零食店品牌连锁化趋势正在加速，传统夫妻老婆店无论是在选品、采购价格还是会员营销管理等方面都存在显著短板，我们判断未来量贩零食连锁业态或有望在休闲零食零售市场将占据重要市场份额。

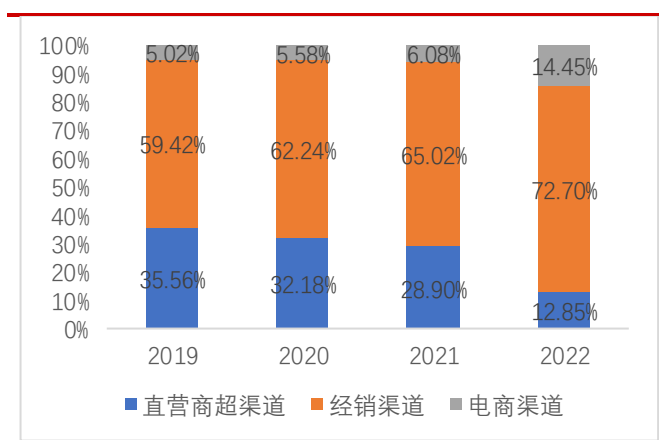
假设量贩零食渠道占比 15-20%，则测算量贩零食门店潜在规模 6.4-8.6 万家。结合上文分析，目前我国休闲零食零售规模超 1.5 万亿，基于量贩零食的独特优势（价格、品类、营销、选位等），我们认为量贩零食业态未来进一步挤占商超、个体零售商等渠道，假设未来在零食渠道中的份额能够达到 15-20%左右，则对应市场规模将达到 2250-3000 亿元（暂不考虑休闲零食市场规模的进一步扩大），假设一家标准量贩零食店平均一年营业额在 350 万左右，则对应的潜在门店数量在 6.4-8.6 万家。

图 23 我国休闲零食渠道占比（2019 年）



资料来源：智研咨询，华西证券研究所

图 24 盐津铺子商超渠道占比持续下滑



资料来源：wind，华西证券研究所

1.6. 硬折扣超市

传统商超企业在面对消费环境变迁，消费者对性价比产品追逐的背景下，也在不断探索利用自身既有供应链优势发展折扣零售店模式，一方面是与既有大店业务及产品形成互补，帮助处理部分临期产品（生鲜、食品等）；另一方面是探索新业务，通过聚焦社区、聚焦有限 SKU 等方式，积极布局新一轮渠道变革。

硬折扣超市与传统商超的区别

（1）SKU 更为精简，主要聚焦于生鲜、食品、乳制品等高频消费品类，价格相较于传统商超低 15%-20%，以此形成对消费者的粘性；（2）门店投入成本低、人员极

致精简，硬折扣店通常选择社区租金相对较低的位置，门店装修相对粗糙，商品陈列相对拥挤，人员配置较少，需要顾客自主选品及结账；(3) 自有产品+白牌产品占比更高，实践制造型零售企业，通过加大自有品牌比重，赚取上游制造+下游零售多环节的钱，增厚盈利点；(4) 相较于传统商超，硬折扣商品低损耗、周转更快、运输成本更优。

图 25 硬折扣超市 VS 传统商超

	硬折扣超市 	传统超市 
面积 (平米)	500	2500 以上
装修投入	装修投入低	装修投入较高
SKU	1000~2000	10000+
产品	品牌产品+自有品牌，自有品牌占比30%-40%	品牌产品为主，自有占比极低
坪效	高，为普通大卖场7倍	较低
人效	高	较低
毛利率	15%	20-25%
净利率	3-4%	2-3%

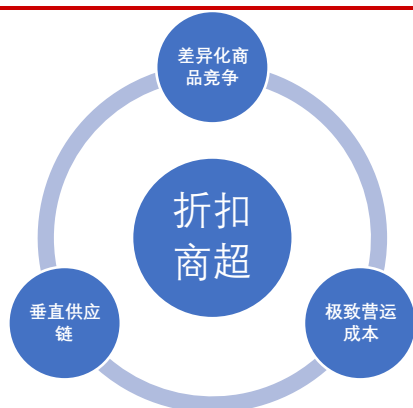
资料来源：六便士财经，电商报，商业观察家，wind，华西证券研究所

盒马：全面启动“折扣化”战略，盒马奥莱发展提速

根据电商报、证券时报等报道，盒马今年 10 月宣布全面启动“折扣化”变革，门店绝大多数商品价格下降 20%，SKU 将从原来的 5000 个缩减至 2000 多个，通过优化，实现 2000-3000 个 SKU 的动态平衡。在业态上面，除了盒马鲜生、X 会员店等传统模式，盒马奥莱已经成为拓展下沉市场、实施“折扣化”战略的重要业态模式。截止到 10 月底，盒马奥莱已经在上海开出超 60 家门店，并计划到年底完成 100 家门店目标，2024 年盒马奥莱计划进入北京、杭州等地，将开出 500 家门店。公司 CEO 侯毅在新零供大会上表示，未来盒马奥莱店将以每年 1000-2000 家的速度在全国推广。

侯毅认为折扣化的核心是：差异化商品竞争、垂直供应链、极致营运成本。(1) 盒马在差异化产品方面主要通过精简 SKU，增加自有产品比重方式等优化产品组合，盒马奥莱自有产品品牌占比 40%（长期目标 70%），远超传统商超。(2) 供应链方面，通过加大与上游供应链的战略直采合作获得稳定供应链及价格优势。(3) 运营效率方面，品类增加预制菜供应，门店端精简人员，不断提升数字化水平。

图 26 侯毅认为的折扣商超三要素



资料来源：界面新闻，华西证券研究所

图 27 盒马持续通过战略合作持续夯实供应链优势

时间	事件
2023年4月	盒马将自有品牌、大进口和预制菜三大部门列为一二级部门。
2023年5月	盒马与头部央厨、农企、高校成立预制菜联盟，月均在售预制菜商品超过1000种。
2023年5月	盒马与13家全球知名零售集团、国际品牌、全球协会、咨询公司在上海签订战略合作，并宣布将在全球设立8个采购中心，链接全球优质产地和商品。
2023年11月	盒马与芸岭鲜生、新希望、卡士乳业、今麦郎等品牌达成近100亿元战略合作。
2023年11月	盒马与国联水产达成战略合作，盒马承诺每年完成5亿元采购，产品主要涉及虾滑、夏冰、牛蛙等预制菜，合作有效期为3年。

资料来源：新京报，一刻商业，证券时报，华西证券研究所

图 28 盒马自有品牌矩阵不断扩充

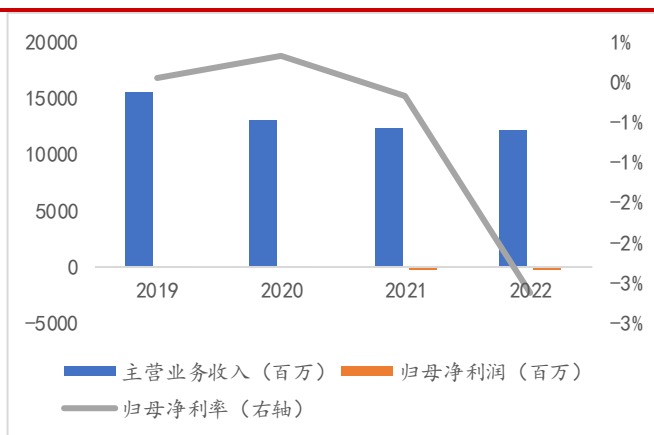


资料来源：营销快讯，华西证券研究所

传统商超：积极参与，紧抓新一轮零售渠道变革机遇

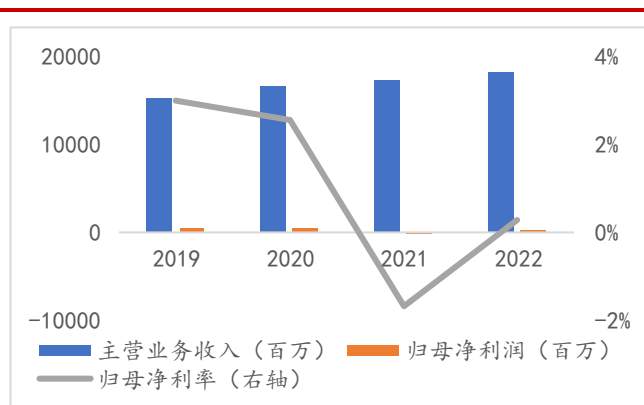
传统超市近年来面临多重冲击，尤其是面对当前消费环境，经营压力相对较大，传统铺货（大而全）模式难以满足当前消费者需求，亟需转型升级，积极拓展折扣零售业态成为各家未来尝试新业态的重要方向。其中：家家悦 2023 年 6 月开设新业态“好惠星折扣店”，门店以销售知名品牌+自有品牌商品为主。中百集团开设正品折扣店，其模式为店中店，即在既有门店内设置折扣专区。此外，物美、人人乐等传统百货商超企业都在试水布局折扣零售。

图 29 中百收入及利润变化



资料来源: wind, 华西证券研究所

图 30 家家悦收入及利润变化



资料来源: wind, 华西证券研究所

家家悦：根据公司财报信息，截止到 23Q3，公司共开设了 3 家好惠星折扣店，2 家在山东烟台，1 家在山东济南，门店面积在 300-500 平米左右。根据新经销新闻报道，好惠星目前以自有产品为主，自有工厂全流程一体化，其他商品来自全国 2000 多家供应商，大批量集中采购有效降低成本。我们认为，家家悦好惠星的门店逻辑与上文中提及的盒马奥莱类似，依托于山东大本营的高效供应链优势，叠加自有产品高占比和极简的门店模型，可以在给到消费者高性价比产品的同时，实现高坪效和高周转，从而跑通门店模型。

图 31 传统商超店中店折扣专区



资料来源: 界面新闻, 华西证券研究所

图 32 好惠星折扣店以自有品牌产品为主



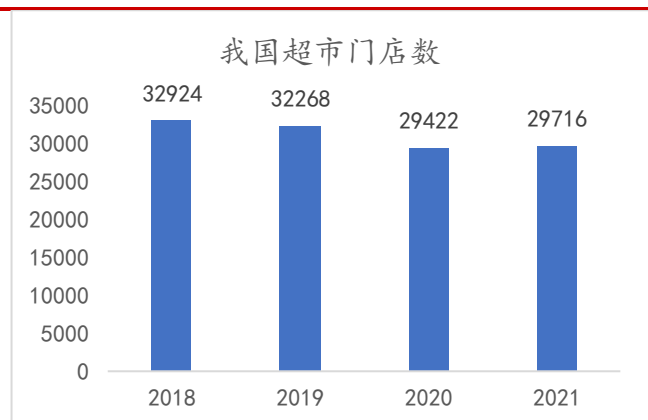
资料来源: 家家悦公众号, 华西证券研究所

中百集团：根据赢商网报道，今年 12 月中百仓储超市公司在武汉首义路店成功开设了首个会员折扣专区。该专区经营面积超过 160 m²，SKU 近 350 个，采用“花车+实物堆+割箱”的独立陈列方式，以“均一价”的售卖形式，主推食百类别直采、自有品牌等优质商品。此外，公司首家平价生鲜店——复地悦城店也在 12 月开出，加速探索折扣零售新业态。

硬折扣超市未来发展趋势及空间

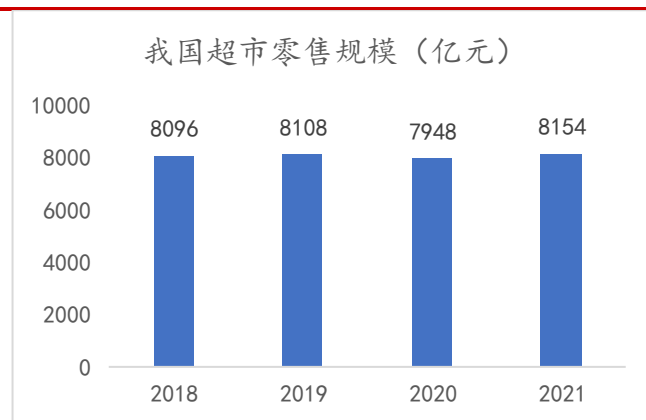
我们从两方面看未来硬折扣连锁超市的发展空间。首先，根据派财经新闻报道，侯毅在 2022 年盒马新零售大会上表示，盒马奥莱在上海跑通盈利模型后，盒马奥莱将加速向全国扩张，根据派财经的报道，未来计划在全国开到 2-3 万家店（我们认为 2-3 万家或为理想情况下的开店天花板，可作为全国折扣零售店潜在空间的一种参考）。此外，自上而下来看，根据国家统计局数据，2021 年我国超市门店总数在 2.97 万个，超市销售总额达 8154 亿元。我们认为折扣超市优势更为明显，未来或持续替代传统超市门店，仅考虑存量替代部分，则预计未来折扣超市门店天花板或接近 3 万家，若进一步考虑未来折扣超市店对其他业态（便利店、专卖店等）以及农贸市场（根据艾瑞的数据，2020 年中国生鲜销售额达到 5 万亿元）的替代，则潜在开店空间或更大。

图 33 我国超市门店数变化



资料来源：国家统计局，华西证券研究所

图 34 我国超市零售规模变化（亿元）



资料来源：国家统计局，华西证券研究所

1.7. 折扣零售逻辑总结

结合上文的分析，我们总结认为，每一轮零售渠道的变革，都有其相对应的时代和宏观环境背景。消费者对商品的追求不再是单边的品牌溢价商品，而是追求更具性价比的商品，我国具备完整的生产制造供应链体系，生产端产品价格极具吸引力，但流通环节还是面临层层批发，层层加价的问题，终端产品加价率仍然偏高，这为流通渠道的新一轮变革提供了新机遇，换言之，折扣零售是我国零售业新变革的必然趋势。

相较于一般超市或百货店，折扣零售更多是以低毛利+高周转+高杠杆的方式实现高 ROE 水平。就门店层面，对坪效追求相对极致，背后需要强大规模效应+供应链效率+选品能力作为支撑。

- (1) **品类聚焦**：回顾上文，我们发现本轮折扣零售是在传统大卖场以及便利店的基础上再次创新组合，在品类上更加聚焦（零食、生鲜、服装等），同时通过加大自有品牌的供给，来实现更多低价策略。我们预期未来在品类聚焦上面或有更多新的垂类折扣零售业态诞生。
- (2) **精简模型**：在门店选址、装修、货架陈列上减少投入，降低不必要的营销及人员服务费用，而是更多的让利于消费者，持续挖掘消费者自主服务意识，共同推动“不要面子、要实惠”的消费导向。
- (3) **供应链整合加速**：在全国市场大一统的政策导向下，未来区域市场保护现象将持续打破，零售行业连锁化率将持续提升，规模效应下也为供应

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

链效率的进一步提升带来机会。通过延伸制造型零售商，数字化（AI）赋能，与上游品牌商战略合作等模式，供应链整合效率的持续提升也是当前折扣零售模型能够跑通的核心原因。

图 35 折扣零售通过高周转、高杠杆模式实现高 ROE 水平

$$ROE = \frac{\text{低毛利率}}{\text{净利率}} \times \text{高周转} \times \text{高杠杆}$$

直采/自有产品/主动让利

高坪效/快上新/占领高势能点位

规模效应/加盟扩店

资料来源：wind，华西证券研究所

图 36 1.3. 折扣零售逻辑总结



资料来源：营销快讯，华西证券研究所

2. 海外映射：日本、欧美折扣零售发展与启示

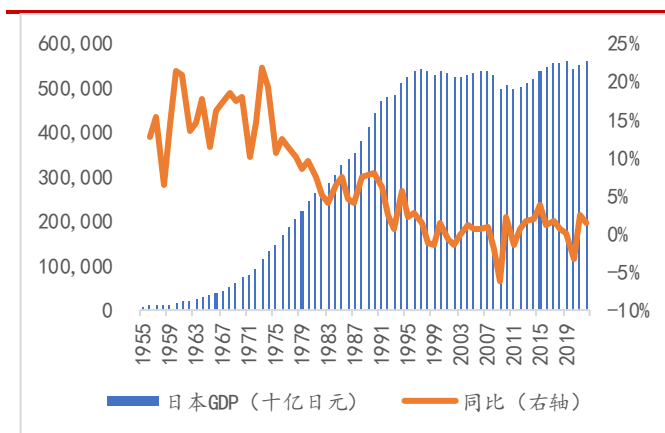
2.1. 日本：第四消费社会下折扣零售大行其道

日本经济泡沫破灭后，消费总量长期陷入负增长区间

根据日本消费社会研究专家三浦展著作的《第四消费时代》，并结合苏宁金融研究院的研究，二战前后，日本消费社会大致经历四个阶段：（1）第一消费时代（1912~1941）：西洋化与大城市倾向明显；（2）第二消费时代（1945~1974）：家庭消费兴起（耐用品消费爆发阶段）；（3）第三消费时代（1975~2004）：个性化消费来袭（个性化、品牌化、高端化、体验式消费快速增长）；（4）第四消费时代（2005 年至今）：理性消费回归（推崇简约消费）。

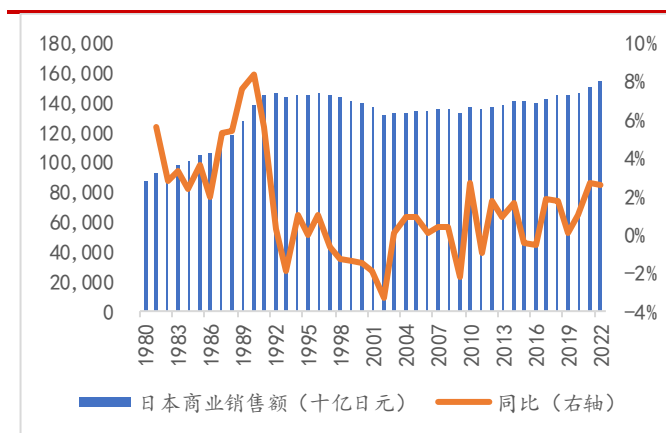
事实上，从 1991 年（广场协议之后）开始，日本泡沫经济快速破灭，经济进入低增速时期，同时失业率持续上升、生育率持续下降，1992 年后商业零售总额长期处于负增长区间，日本进入低欲望消费时代。从这一时期开始，日本第四消费时代已经萌芽并快速发展。

图 37 1990 年后日本 GDP 增速显著放缓



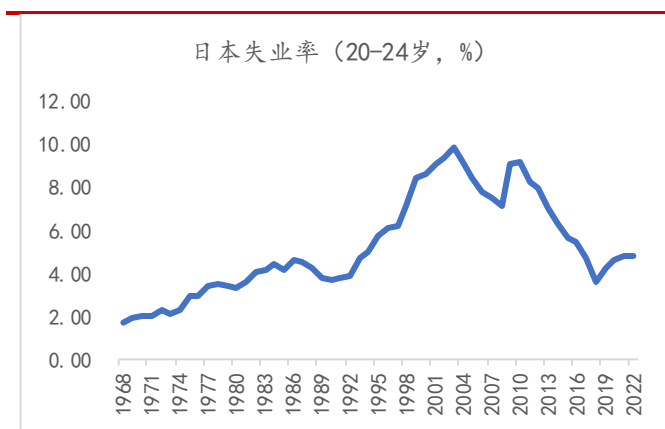
资料来源：wind，华西证券研究所

图 38 1992 年后日本商业零售长期处于负增长区间



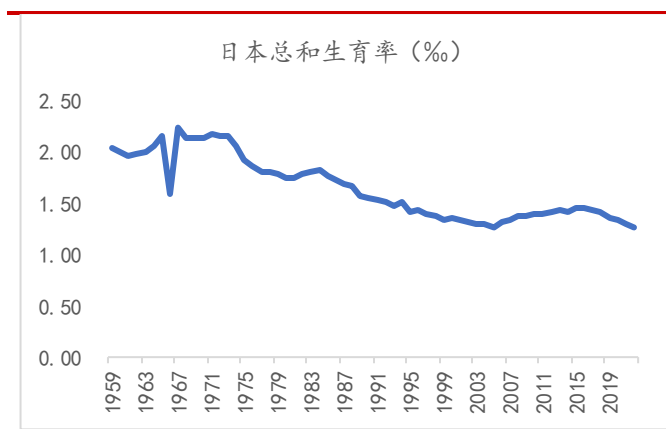
资料来源：wind，华西证券研究所

图 39 1992-2003 年期间日本青年失业率持续攀升



资料来源：wind，华西证券研究所

图 40 日本生育率呈现持续下滑趋势



资料来源：wind，华西证券研究所

零售渠道变革悄然发生，低价、便利性成为新需求

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

因为经济低迷及家庭小型化，日本双职工家庭占比持续提升，叠加人口老龄化问题，消费者在购物时对产品的便利性及性价比要求不断提升。与此同时，泡沫经济破灭、08 年金融危机后，日本均出现明显的制造业产能利用率显著下滑局面，客观上产生了较大的商品库存问题。与之相对应的便是日本零售渠道的变革，从百货商超过渡到便利店、折扣店（主要以软折扣为主）、绝对低价店（百元店等）。

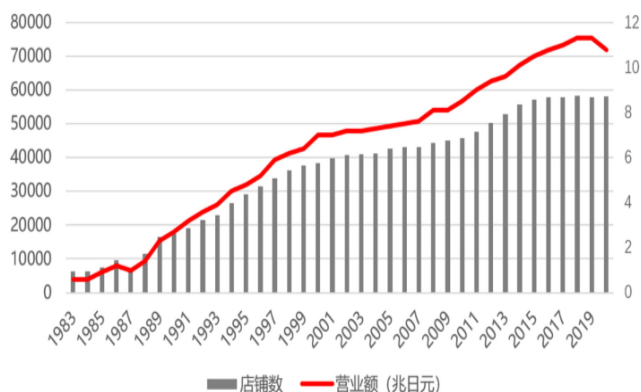
便利店：日本便利店发展迅速，需求旺盛，主要系便利店提供居民（老人、儿童）及上班族更为性价比的预制餐、一站式生活服务（缴费、订阅、打印等服务）等，符合了人口密集型社区消费需求。期间诞生的知名便利店品牌 7-11，目前在全球开店总数超 7 万家。

绝对低价店：日本低价店的代表企业为大创（Daiso）、Seria、Cando 和 Watts，旗下的百元低价店（折人民币约 6 元）主要销售绝对低价的商品（杂货、小饰品等）。90 年代后，日本消费者对日用品、杂货商品追求不再是品牌化，而是更加精打细算的过日子，这为百元零售发展带来契机。大创通过上游直采、自有品牌（制造型零售企业）、规模效应（全球门店数超 5000 家）等策略持续提供消费者物美价廉商品，同时打造“30 分钟·500 日元的购物乐趣”品牌心智，近 7 万个 SKU 的商品，持续延伸消费者购物兴趣和时间，提升购买转化率。

软折扣店：日本经济泡沫破灭后，面临相对严峻的产能过剩问题，一方面是通过积极的海外扩张，向新兴国家输出产能优势；另一方面则是在渠道端发展软折扣零售，通过加大折扣优惠力度处理尾货。日本软折扣的代表企业为唐吉珂德，早期主要以销售尾货为主，泡沫经济破灭以及 08 年金融危机为其快速扩张提供历史机遇，此后通过“尾货+普通商品”（后期尾货占比 30%左右）的组合模式实现差异化定位，在产品稳定供应、低价策略方面取得平衡，通过持续规模化的扩张不断夯实供应链优势，实现了强大的逆周期成长能力。

硬折扣店：日本的硬折扣店主要是借鉴美国奥莱以及仓储会员店模式发展，但并没有取得如软折扣店那样的成功，其中具有代表性的日本企业大荣于 90 年代破产。一方面是日本市场的持续放开，美国具备先发优势的硬折扣品牌进入日本市场后限制了日本本土品牌的崛起，另一方面也在于日本的零售渠道由于历史原因相对复杂，中间批发流通利益割据，上游厂家直采模式受阻。当然在实际发展中，硬折扣和软折扣店的边界也变得越来越模糊，尤其是发展后期，软折扣店中尾货占比持续降低，最终还是通过规模效率给到消费者物美价廉的正常商品。

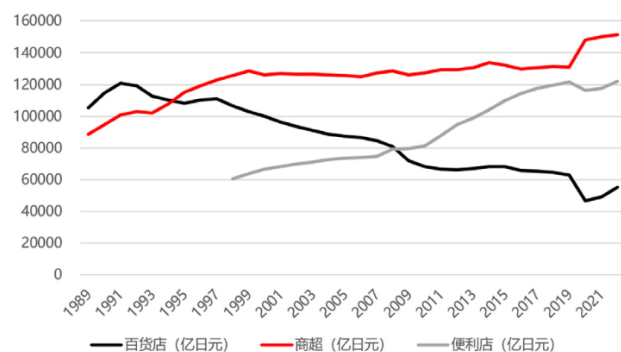
图 41 1990 年后日本便利店数量快速扩张



资料来源：城市产业动力研究院，华西证券研究所

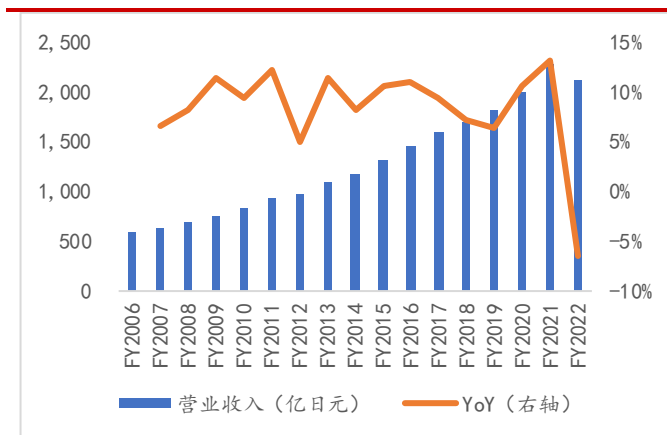
图 42 日本便利店零售额持续增长

图 1989~2022 年日本百货店 & 商超 & 便利店零售额增长情况



资料来源：城市产业动力研究院，华西证券研究所

图 43 百元店品牌 Seria 收入规模长期持续扩张



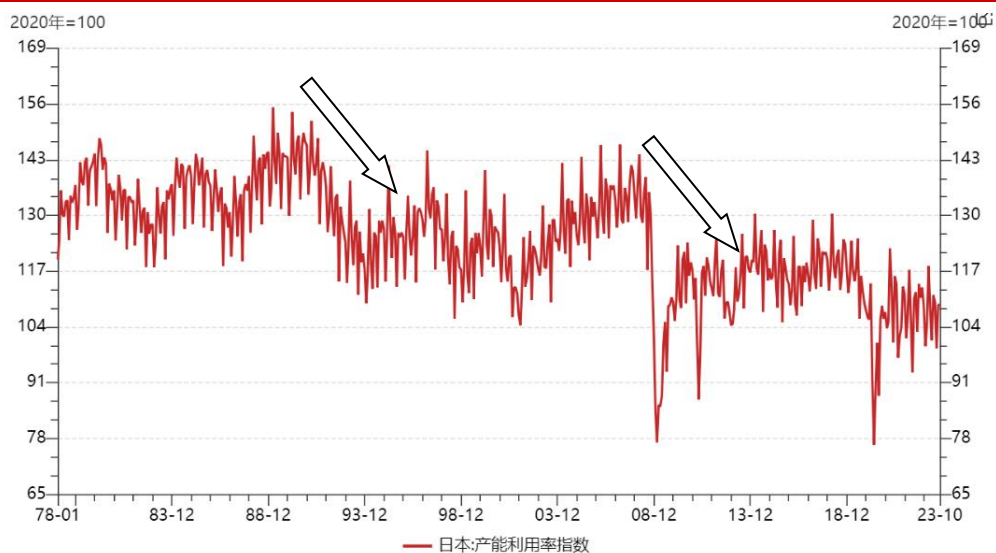
资料来源: wind, 华西证券研究所

图 44 日本折扣店的独特商业模式



资料来源: Mall 先生, 华西证券研究所

图 45 日本产能利用率指数变化

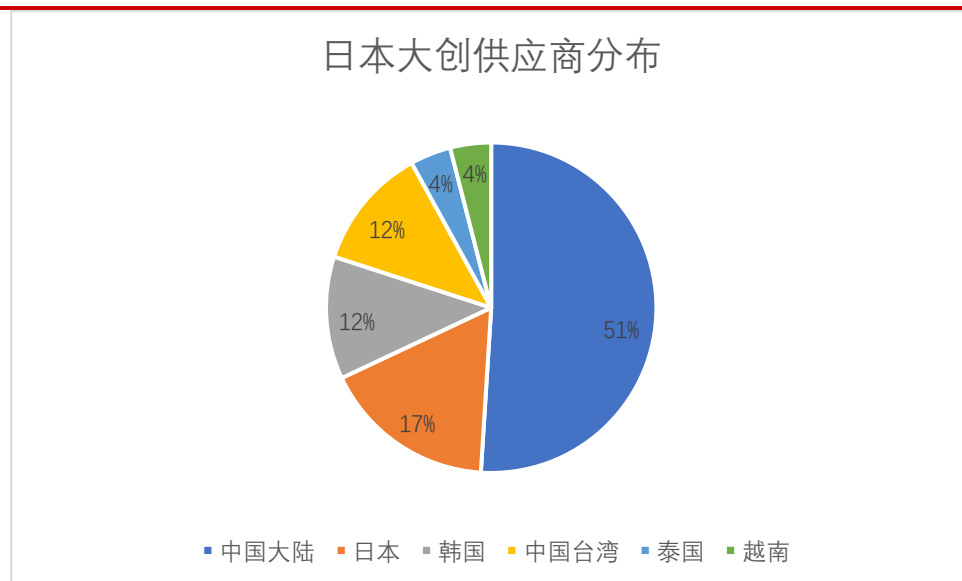


资料来源: wind, 华西证券研究所

中国供应链优势也是日本折扣零售背后的重要支撑

中国自改革开放以来，轻工制造业持续发展，凭借完整的供应链体系、人员成本优势等，中国制造业展现出极强的效率和成本优势，这也成为了日本折扣零售最大的供应商之一。参考红商网的报道，日本大创供应商中，中国贡献占比超过了 50%，尤其是在玩具、衣服、手工用品方面，中国贡献更是超过 90%。

图 46 中国成为日本大创最主要的供应商

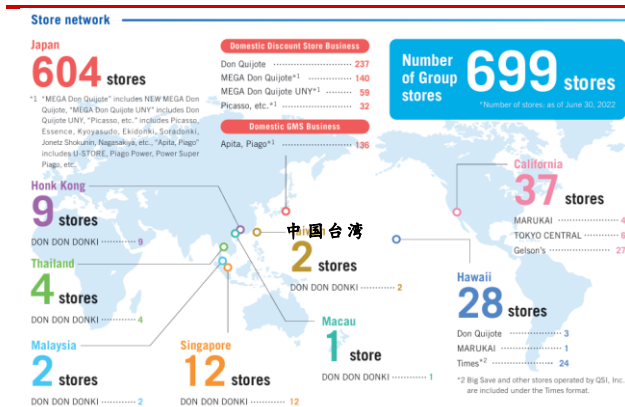


资料来源：红商网，华西证券研究所

代表企业分析：唐吉诃德

唐吉诃德于 1989 年在日本成立（2019 年集团更名为 PPIH），早期主要定位于一家尾货软折扣店，1998 年在东京证券交易所上市，后续发展中不断调整自身模型，以“尾货+自有品牌+普通商品”的组合模式持续打造“低价”消费者心智，通过内生+外延扩张发展，目前已经发展成为一家全球拥有 718 家门店（截止 2023 年 6 月 30 日）的多业态、多品牌零售集团。

图 47 唐吉诃德门店分布（截止 2022 年 6 月 30 日）



资料来源：公司财报，华西证券研究所

图 48 唐吉诃德拥有多业态门店

门店类型	营业面积 (平米)	SKU数量	商品特征	目标客群
堂吉诃德	1000-3000	4-6万	种类丰富，娱乐元素	年轻人
新堂吉诃德	3000-5000	4-8万	食品、日用品、服装	家庭主妇
MEGA	8000-10000	6-10万	食品、日用品、服装	家庭主妇
小型门店 (Picasso等)	300-1000	1-2万	专门品类，如药妆店、便利店、小杂货店	年轻人
Doit	2000-7000	4-8万	DIY相关、家居用品	DIY爱好者、家庭

资料来源：Mall 先生，华西证券研究所

唐吉诃德的独特商业模式：

(1) 30%尾货+70%正价折扣。根据启承资本及 Mall 先生等相关报道，产品组合为“30%低价尾货+70%正价折扣”混合销售的模式，即给消费者带来了低价体验，同时也兼顾了产品供应稳定性的问题，形成独特品牌心智。

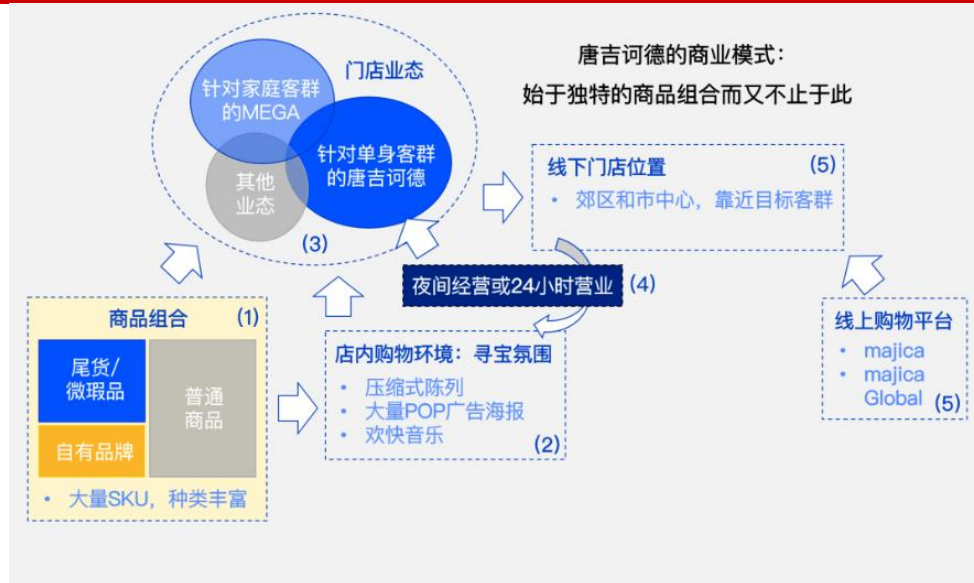
(2) 产品丰富，给消费带来“寻宝”式的购物体验。不同于欧美精简 SKU+低运营成本模式的仓储折扣店，唐吉诃德门店一般采取全直营、3000 平米以上大店、上

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

万 SKU 密集陈列的铺货模式，商品占满过道，同时布满手绘广告海报，配合循环播发的欢乐音乐，营造了一种“寻宝”购物的乐趣体验。同时，因为货品的更新迭代较快（部分也是因为尾货商品供应的不稳定新），夜间或 24 小时经营（针对加班白领），传递出一种“机不可失时不再来”的刺激感，更是激发了消费者冲动消费的欲望。

（3）灵活的管理组织模式。根据启承资本及 Mall 先生等相关报道，唐吉诃德门店在运营上拥有较大的自主权和灵活性，比如可以根据门店周边竞争环境自主调整商品陈列，此外店长还拥有 30% 商品的采购权。与之相对应的就是与业绩挂钩的薪酬评价体系，每半年实施一次内部考核，奖惩分明。

图 49 唐吉诃德独特商业模式

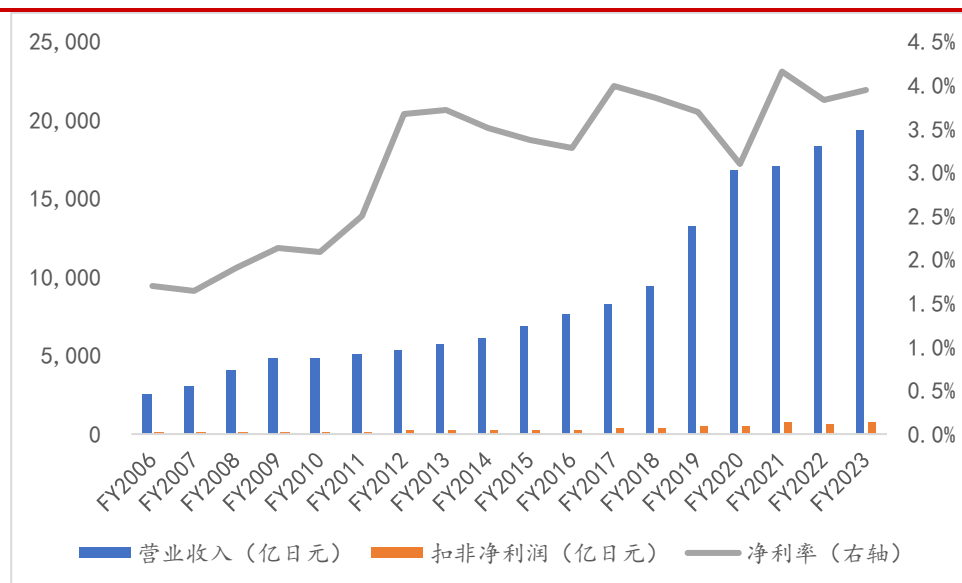


资料来源：Mall 先生，华西证券研究所

唐吉诃德营收持续保持 30 年增长，展现出强大的逆周期成长能力。公司自 1989 年开设第一家唐吉诃德折扣店以来，持续保持强劲增长态势，尤其是在几次全球经济危机的背景下，公司依然保持了强大的逆周期成长能力。结合 wind 数据的可获得性，2023 财年公司实现收入及归母净利润（扣非）分别为 1.94 万亿日元和 764 亿日元，06-23 财年复合增速分别为 12.5% 和 18.3%。净利率水平从 06 财年 1.7% 提升至 23 财年的 3.9% 水平，盈利能力稳步提升。

06 年至今股价上涨超 7 倍，主要受业绩增长驱动。公司 06 年至今上涨超 7 倍，股价涨幅与业绩涨幅基本匹配，表明公司股价上涨核心依靠业绩驱动，公司最新总市值达 1026 亿人民币（截止 2023 年 12 月 17 日）。

图 50 唐吉诃德营收及利润表现



资料来源: wind, 华西证券研究所

图 51 唐吉诃德的股价表现



资料来源: 富途, 华西证券研究所

2.2. 美国：模式创新+极致供应链效率开辟折扣零售新曲线

美国折扣零售诞生于经济阶段性衰退

自二战后，美国经济持续了长时间的高速发展，也成为了全球零售创新的引领者，诞生了如沃尔玛、梅西百货等传统线下百货超市巨头。1973、1978 年全球接连两次发生石油危机，对美国经济造成了阶段性冲击，美国居民收入及消费信心受到重创。在此背景下，Costco（前身 Price Club，仓储会员店）、TJX（服装折扣品牌）均在 1976 年前后成立；Dollar Tree、Dollar General（一美元店）成立于上世纪 50 年代前后，但快速成长于 70 年代。

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

表 4 美国主要折扣零售企业简介

零售商	简介	全球门店数	总营业额 (FY2023)	总市值 (截止2023年12月17日)
Costco	其前身Price Club成立于1976年，定位于会员制仓储批发卖场。商场没有多余装饰，不打任何广告，设立交通便捷地点，全面让利于消费者。1983年第一家Costco会员店在西雅图开业。	861 (截止2023年9月3日)	2423亿美元	2924亿美元
TJX (T. J. Maxx)	前身为新英格兰贸易公司 (1919)，后发展为连锁女装店，1956年更名 Zayre，开启折扣百货之路。1976年，Bernard Cammarata创办了针对家居和服饰品类的折扣连锁店，即T. J. Maxx，并于1977年开出了首家店面。TJX旗下有多条品牌线，包括TJMaxx, Marshall's 和 Winners Apparel等，并以比正价零售商低20%-60%的价格售卖全球各大品牌商品。	4835 (截止2023年1月28日)	499亿美元	1018亿美元
Dollar Tree	前身为家庭美元店 (1959)，主要提供2美元以下的商品。1986年公司聚焦1美元店模型，并开启快速扩张。	19104 (截止202年底)	283亿美元	285亿美元
Dollar General	公司成立于1939年，主要面向中低收入社区，80%的商品售价低于5美元。	19294 (截止2023年5月5日)	378亿美元	285亿美元

资料来源：公司财报，华西证券研究所

Costco:极致供应链效率+会员模式，开辟零售新模式

Costco 通过低毛利+自主品牌+大包装+有限 SKU 等策略，为消费者提供极具性价比产品（商品价格比一般渠道便宜 10%-20%），顺应了美国家庭集中采购、更大冰箱、开车购物的消费习惯。同时采用会员收费模式，极高的会员续费率，为公司盈利带来较大贡献，开辟了零售新模式。

- (1) **极低的毛利率水平。**Costco 毛利率保持在 12%左右水平，显著低于沃尔玛的 24%左右水平，但依托其高周转、高坪效，公司 ROE 水平高达 25%以上；
- (2) **低 SKU 换取高议价能力、高库存周转率。**Costco 的 SKU 约为 3000-5000 个左右，远低于沃尔玛近 10 万个 SKU，通过甄选模式选择最具性价比商品，同时利用规模优势提升上游采购议价能力，通过大包装的销售模式拉升客单价水平和销量，从而驱动公司库存周转销量的提升。根据物流时代周刊的报道，Costco 库存周期只有 29.5 天，显著低于沃尔玛的 42 天和 Target 的 58 天。
- (3) **自有品牌占比近 30%。**根据观潮新消费的报道，Costco 于 1995 年创立自有品牌 Kirkland Signature，从 1999 年至 2018 年，Kirkland 品牌销售占比从 12%大幅提升至 28.17%；
- (4) **会员续费率高达 90%，会员费收入占利润超 70%。**根据公司财报信息，公司针对会员收取年费，美国市场为 60 美元/年（其他地区有所差异），截止 2023 财年，公司共拥有持卡会员 1.28 亿人，续费率高达 90.4%。2023 财年公司会员费收入为 45.80 亿美元，占公司营业利润的比重高达 73%左右，会员费已经成为公司盈利的重要来源。

表 5 Costco 平均单店销售额持续保持增长态势

Average Sales Per Warehouse* (Sales in Millions)													
Year Opened	# of Whse's												
2023	23												\$ 151
2022	23												\$ 158
2021	20												\$ 172
2020	13												\$ 184
2019	20								\$			\$	\$ 216
2018	21							\$				\$	\$ 214
2017	26							\$					\$ 247
2016	29												\$ 212
2015	23												\$ 199
2014 & Before	663	\$	164	\$	165	\$	165	\$	170	\$	184	\$	268
Totals	861	\$	164	\$	162	\$	159	\$	163	\$	176	\$	252
			2014		2015		2016		2017		2018		2019
													2020
													2021
													2022
													2023

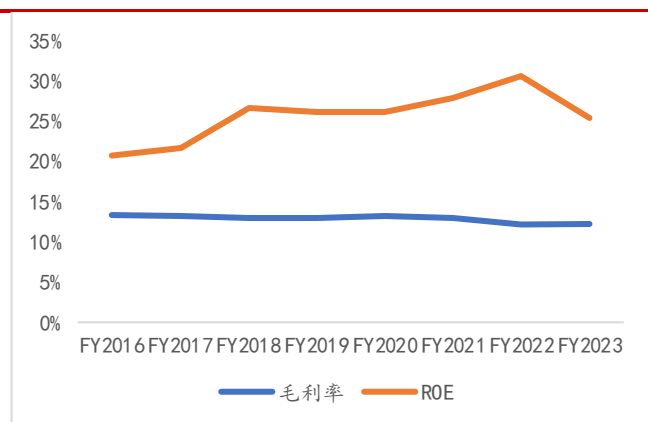
First year sales annualized.

2017 and 2023 were 53-week fiscal years but have been normalized for purposes of comparability.

*First year sales annualized.
2017 and 2023 were 53-week fiscal years but have been normalized for purposes of comparability

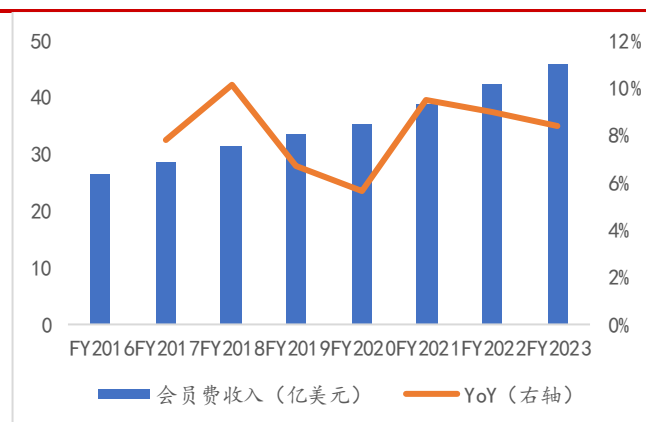
资料来源：公司财报，华西证券研究所

图 52 Costco 毛利率及 ROE 水平



资料来源：wind，华西证券研究所

图 53 会员收入持续保持稳健增长



资料来源：wind，华西证券研究所

TJX：强大选品能力+买断式采购，塑造服装折扣典范

根据爱分析以及熊猫资本的报道，TJX 是全美最大的品牌折扣运营商，主要以经营女装以及家居品类，全球共拥有 4835 家门店（截止 2023 年 1 月 28 日），2023 财年实现销售额 499 亿美元。公司旗下拥有多个品牌线，包括 T.J. Maxx, Marshall's 和 Winners Apparel 等，并以比正价零售商低 20%-60% 的价格售卖全球各大品牌商品。

TJX 的品牌心智在于“性价比+寻宝”。其售卖家居、服装并非完全以“便宜”为卖点，而是给年轻女性树立“高性价比”的心智，通过货品多、上新快、折扣大等方式，对消费者产生持续粘性。此外，消费者逛 TJX 还有一种“寻宝”式的体验，消费者去购物通常并未带有明显的意图，更多是一种发现好东西的心态逛店，TJX 称之为“Treasure Hunting Experience”。

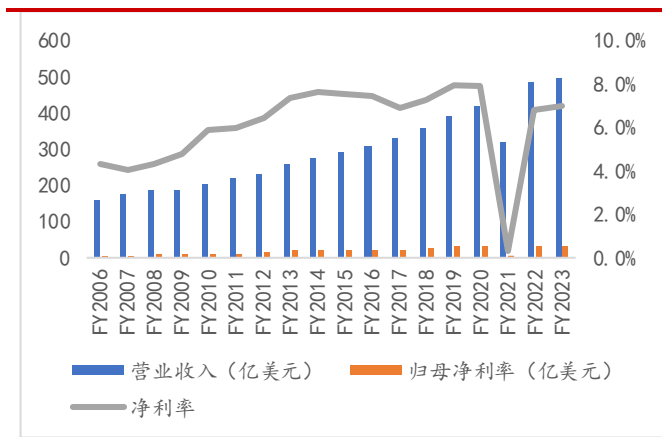
买断式采购塑造强大上游议价能力。根据零售星球及熊猫资本的报道，TJX 的上游供应商高达 21000 家，公司在全球 12 个国家设有 16 个买手办公室，买手团队超 1000 人，从超过 100 个国家采购，对时尚趋势、产品价格趋势都有敏锐的洞察力，往往能够采购到足够便宜但产品质量又够硬的商品。由于 TJX 拥有庞大的线下及线上零售渠道，TJX 通常与供应商采取买断式采购，不要额外补贴，提供更短的付款周期，承诺不退货。因此，供应商与 TJX 形成了长期稳定、甚至独家的合作模式，给到低于市场价的采购条款。

业绩表现方面优异，06 年至今股价上涨近 19 倍。公司 2023 财年实现收入及归母净利润分别为 499 亿美元和 35 亿美元，06-23 财年上涨幅度分别为 210% 和 400%，

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

复合增速分别为 6.9% 和 9.9%。股价层面，06-23 年公司股价上涨幅度 1870%，公司股价迎戴维斯双击。

图 54 TJX 收入及利润长期保持快速增长



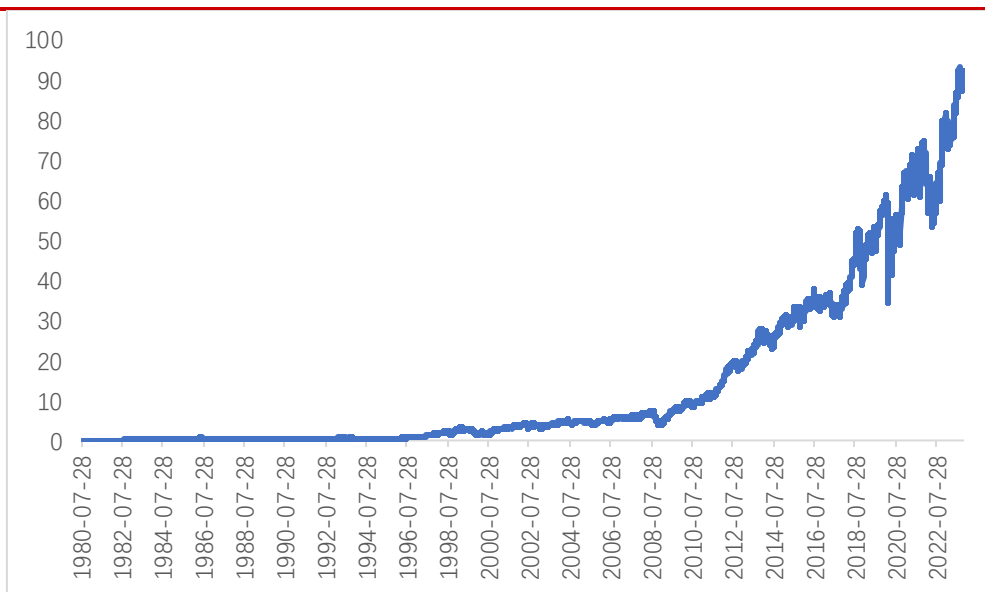
资料来源：公司财报，华西证券研究所

图 55 TJX 门店外观



资料来源：Mall 先生，华西证券研究所

图 56 TJX 公司 06 年至今股价涨幅高达近 19 倍（单位：美元）



资料来源：wind，华西证券研究所

2.3. 德国：ALDI 打造折扣超市标杆

德国 ALDI（奥乐齐）成立于 1913 年，其前身是一家食品杂货铺，后因定位于“穷人的超市”而逐渐发展壮大，如今奥乐齐也不再局限于“穷人”购物，依托于其极致性价比的商品受到全世界消费者的欢迎。根据 FoodTalks 报道，截止 2023 年，全球奥乐齐门店总数达 10394 家，其中海外门店数达 6226 家，2021 财年公司零售总额达 1209 亿美元（德勤数据）。2019 年奥乐齐在中国正式开设线下店，目前在中国门店数达 49 家。奥乐齐因其极高占比的自有产品、精简的门店模型、高效的供应链体系等，形成了其独特的折扣店商业模型。

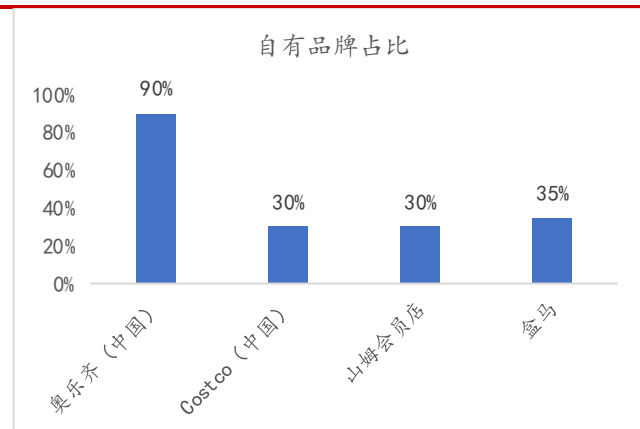
- (1) **自有产品占比高达 90%，远超其他对手。**根据 FoodTalks 报道，奥乐齐商品中的 90%均为自有品牌，远超其他对手（结合上文分析，其他商超自有品牌一般在 10%-30%区间），奥乐齐通过直接链接源头生产商，移除中间商加价环节，将流通环节的成本降到了极致。
- (2) **精简模型和 SKU。**奥乐齐门店面积一般在 500-800 平米，选址一般倾向于租金较低的居民区、大学生宿舍区和小城镇。与传统商超近 4 万个 SKU 相比，奥乐齐 SKU 仅为 1400 多种，极为精简，这极大提升了采购时单品类的议价能力，同时也降低了库存管理的难度和成本。
- (3) **人员配置少，高坪效。**根据中国商报网以及财经涂鸦网报道，奥乐齐门店人员配置一般不超过 4 人，每个人身兼数职，极大程度压缩人员成本。奥乐齐门店的坪效相对较高，接近 13000 美元/平米，是沃尔玛坪效的 2-3 倍，远高于同行竞争者。
- (4) **高效物流配送。**根据轻盈话零售媒体报道，奥乐齐每个地区分公司均设有一个配送中心，向各分店供货，由于门店后仓面积较小，对仓储配送要求有极高的精准度，公司在物流配送上形成了自有的一套体系，形成了门店库存低、商品周转快的正循环模式。

图 57 奥乐齐门店外观



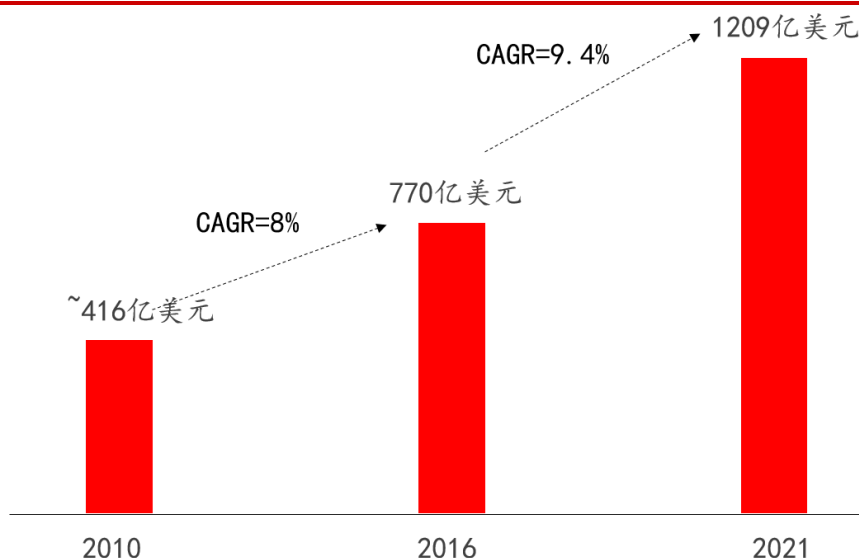
资料来源：携程网，华西证券研究所

图 58 奥乐齐自有商品比例远超其他玩家



资料来源：浪潮新消费，科尔尼，华西证券研究所

图 59 奥乐齐营收持续保持较高增长



资料来源：澎湃新闻，华西证券研究所

3. 投资建议

我国线下零售业正经历新一轮变革，其背景在于消费者回归理性消费、库存压力、以及线下成本降低带来的机遇，以量贩零食、折扣超市的为代表的新业态正以加速的方式对传统业态形成替代或补充，预计未来将会有更多垂直折扣业态涌现出来。“性价比”、“商品甄选”、“供应链效率”将会是未来一段时间零售业态创新的核心逻辑。

当前，零售新玩家、传统零售转型都在积极布局折扣零售赛道，这将加快对消费者的教育以及后端供应链的完善，最终带来的是整个社会流通渠道效率的提升。结合上文分析，我们认为未来折扣零售的天花板将相对较高，目前正处于发展的早期阶段，行业定局尚未形成，传统零售商和新进入者各有优劣势。结合我们对海外折扣零售龙头的分析，我们认为未来我国折扣零售市场或也将诞生中国的巨头企业，真正在“价格、成本、效率、体验”上处于竞争优势的零售企业方能在未来竞争中脱颖而出。

建议重点关注：(1) 积极谋划折扣零售新业态布局的传统零售商，供应链优势明显，未来新业态布局可期。受益企业包括家家悦、重庆百货等；(2) 折扣店新玩家，创新能力强，借助资本和先发优势持续扩张。受益企业包括万辰集团、名创优品、盒马鲜生（未上市）、零食很忙（未上市）等。

表 6 相关公司估值表（截止 2023 年 12 月 17 日）

代码	证券简称	市值（亿元，人民币）	收盘价（元，人民币）	EPS			PE		
				2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
603708.SH	家家悦	94	14.55	0.42	0.51	0.61	34.5	28.3	23.9
600729.SH	重庆百货	116	28.47	3.31	3.70	4.13	8.6	7.7	6.9
300972.SZ	万辰集团	56	35.97	-0.15	1.04	2.01	-232.8	34.5	17.9
9896.HK	名创优品	432	33.35	1.41	1.85	2.25	23.7	18.0	14.8

资料来源：wind 一致预期，华西证券研究所，注：港币兑人民币采用 0.91 汇率，名创优品 EPS 为财年数据，非自然年

4. 风险提示

- （1）行业竞争加剧风险；
- （2）折扣零售业态下沉扩张不及预期；
- （3）单店财务模型不及预期。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资 评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15% 之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在 -5%—5% 之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15% 之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在 -10%—10% 之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。