

2024-9-9



探索山姆和奥乐齐逆势成长的奥秘 以及日本高景气长青折扣业态复盘

分析师：郭梦婕
证书编号：S1190523080002

太平洋证券股份有限公司证券研究报告
行业深度报告

- ▶ **山姆满足中产家庭对于差异化创新下的高品质和高性价比需求，逆势实现双位数增长。** 依托于中产家庭的山姆凭借大包装性价比和走差异化创新路线的好产品牢牢抓住消费者的心智，同时借助即时零售的拓展和小红书口碑式营销扩大消费群体。山姆国内门店数量从2020年的山姆的31家增长至目前的48家，2023年销售额预估800亿左右。2024Q2沃尔玛中国销售额46亿美元，同比增长17.7%，在普遍承压的消费环境下山姆仍逆势取得双位数增长。山姆的成功首先是源于好产品，基于深度的用户调研和消费者洞察，采购从产品经理视角进行选品，追求差异化创新，打造独创、高品质和性价比产品。同时严格审核把关供应商，长期合作共同优化效率和成本，如共建自动化流水线等。并能在全球选择最优供应链，通过采购端和供应链环节的效率优化不断降低成本，最终让利给消费者。山姆2020年起组建电商团队实行全渠道运营，即时零售快速起量占比过半，在全国25个城市拥有近500个前置仓，2023年线上销售额接近400亿元。同时山姆深谙中国消费者营销，山姆负责推广爆品的团队主要瞄准小红书，通过口碑式传播树立消费者心智。
- ▶ **奥乐齐国内重新火出圈的秘籍：年轻人的低价社区商店。** 奥乐齐2019年进入中国市场，但真正起势在2023年开始，源于战略定位转向低价好物的年轻人社区超市，2024年凭借9.9元自有产品超值系列深受消费者欢迎。2019年至今单店销售额和门店数量分别增长128%和26.5倍，目前在上海共有55家门店，24年计划新开20家门店。我们认为奥乐齐这两年能够火爆主要得益于高性价比策略的转型，低价差异化的自有产品和社区食堂，以及精选SKU、近社区、小包装适合年轻人消费需求。奥乐齐通过收集大量数据来分析消费者购物偏好和消费习惯，如上海地区推出专为2-3人的小型家庭和单身人士的小包装，不设会员费降低门槛。奥乐齐精选产品，SKU数量仅2000个左右，规模效应降低单品采购成本。全球自有产品比例90%+，国内约70%，国内低于对标同类品质商超价格20%左右，9.9元自有超值系列吸睛引流。奥乐齐拥有全球采购供应链，提供全球各地的美食好物，兼具地方特色进行本土化改良。选址以市区的社区和二线城市商场为主，小业态选址灵活更易可得。同时门店人员精简，SKU精简和送货频率高减少仓储成本，线上占比35-40%，即时零售贡献增量。
- ▶ **日本高景气长青折扣业态复盘。** 日本90年代后高性价比的折扣店业态迅速普及和兴起，以大创、堂吉诃德、Seria、神户物产等软硬折扣业态高速开店扩张，成为日本失落30年中景气长虹的赛道。日本百元店龙头大创90年代受益于消费降级快速扩张，2000年日本门店数量达1500家，之后出海探索全球化机会，门店数量从2000年的1500家增长至2020年的5892家，CAGR达5.6%。大创在产品策略上以低价产品引流，自有设计产品高达99%保证独创性和差异化，产品迭代快速，全球供应链降低采购成本，高效率运行下和低成本优势，大创毛利率超过40%，周转优于同行。Seria是日本第二大百元店，满足低价高质女性悦己型消费，收入从2001年的139亿日元提升至2021年的2007亿日元，CAGR达14.3%，2008年至2018年股价涨幅超百倍，盈利水平高于同行，2023年毛利率及净利率分别达43%及7%。神户物产是日本预制菜龙头+平价超市巨头，以低价大包装的冷冻食品引流，同时搭配高毛利进口产品，供应链端通过自持工厂实现产品差异化和持续迭代，自有产品占比从2017年的26%提升至2022年的35%带动净利率提升超过3 pct，综上所述我们发现日本长青的折扣业态均是通过高性价比、差异化和持续迭代的产品，定位精准抓住部分人群的需求和偏好，背靠全球采购或者自有供应链带来的低成本优势，结合门店高效运营取得了长期高景气成长和戴维斯双击。

目录 CONTENTS

01

解析山姆中国逆势增长的原因

02

奥乐齐国内重新火出圈的秘籍

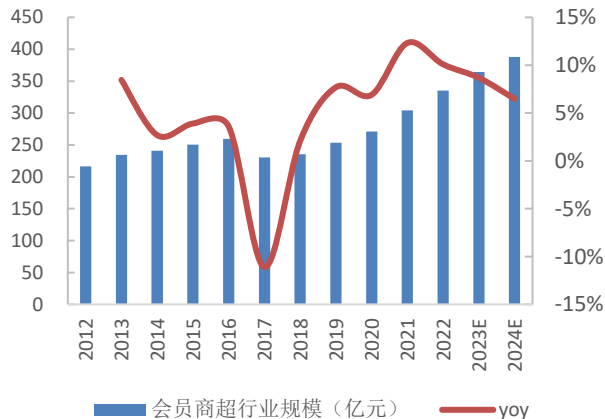
03

日本高景气长青折扣业态复盘

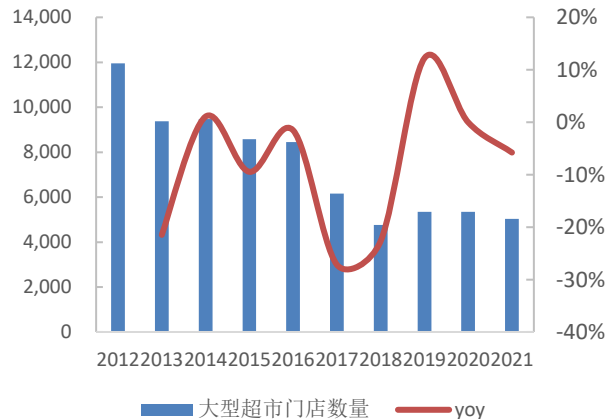
1.1、会员商超行业兴起，城镇化和中产阶级群体扩大的产物

▶ **人均GDP突破1万美元后的会员商超业态开始兴起，传统大卖场近两年步入衰退。** 仓储会员超市模式在20世纪50年代起源于美国，业态增长的动能为城镇化率的提升和中产阶级群体的壮大，在1978年人均GDP突破1万美元后开始进入快速发展阶段。山姆会员店于1996年进入中国大陆，同样在2019年中国人均GDP突破1万美元后开始快速扩张。这几年会员商超凭借基于深度用户调查后的强大选品、高效供应链以及高品质高性价比视线快速发展，取代了部分传统大卖场的客流和份额。据艾媒咨询数据，2022年仓储会员超市市场规模达到了约335亿元，2019-2022年CAGR达9.75%。2023年仓储会员店主要玩家门店数增幅37.8%，预计到2025年行业规模有望接近400亿元。传统商超和大卖场2023年分别下滑3.1%和15.7%，根据国家统计局数据，每年大型超市关店690家左右，沃尔玛过去5年关店90家，传统大卖场走向衰退。而会员商超正加速扩店，至2023年山姆、Costco、麦德龙门店数量分别达47、5和56家。根据艾瑞咨询数据显示，消费者选择仓储会员超市购物的最主要原因是精选商品（72.6%），其次是优惠的产品价格（67.9%）、新颖的产品（63.8%）和良好的售后服务（59.6%）。

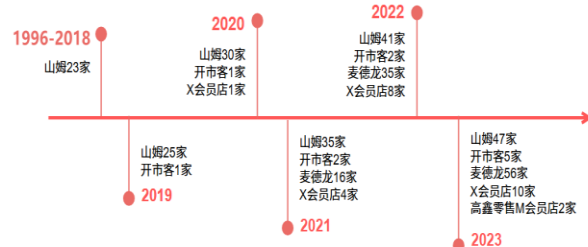
图表：会员商超行业规模（亿元）和同比



图表：全国大型超市数量（个）和同比



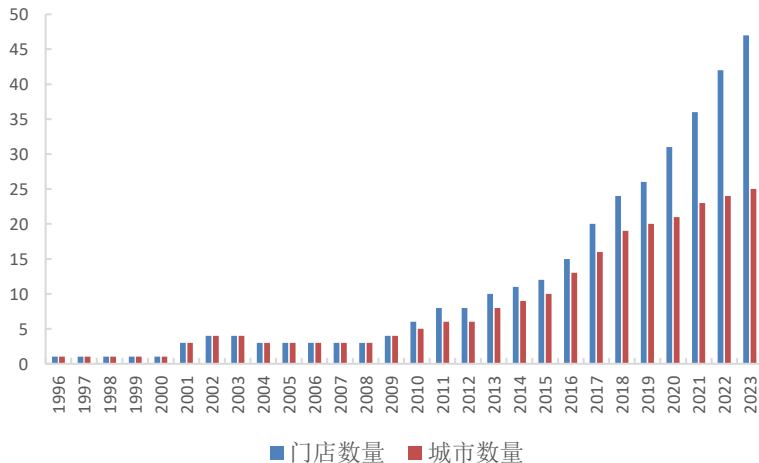
图表：2020年起会员商超加速布局



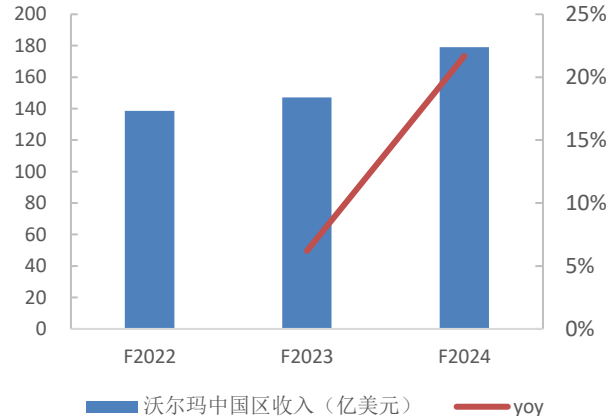
1.1、山姆为什么能这么成功

- **山姆中国市场腾飞历程。** 山姆1983年在美国市场开设第一家门店，随后90年代初进入国际市场，目前全球拥有超过800家门店。山姆于1996年在中国市场开设第一家门店，1996-2019年门店数量仅增长25家达26家，2019年我国人均GDP达1万美金，为会员制商超发展提供后真正抓住中国中产阶级对于高品质产品消费的需求进入高速开店阶段，每年新增5-6家，至2024年5月山姆在中国共25个城市开设了48家山姆会员店。2022年山姆中国区销售额约660亿，2023年约800亿，增速21%。2021-2023年山姆会员数量增长30%，2024Q1山姆会员数量增长25%，公司不断吸引千禧一代和Z世代顾客，目前共拥有超过550万个会员。2024年在整体消费表现偏弱和商超客流下滑的大背景下，山姆依然维持逆势高增长。
- **山姆电商业务增长较快，占比达50%。** 2024Q2沃尔玛中国销售额46亿美元，同比增长17.7%。其中电商贡献主要增量，沃尔玛电商收入同比增长23%，目前电商渗透率达到49%，同比增加超过2%。2023年/2024H1山姆中国线上销售额分别同比增长32.5%/29%，目前占比约50%。

图表：山姆中国区域门店和开设城市数量



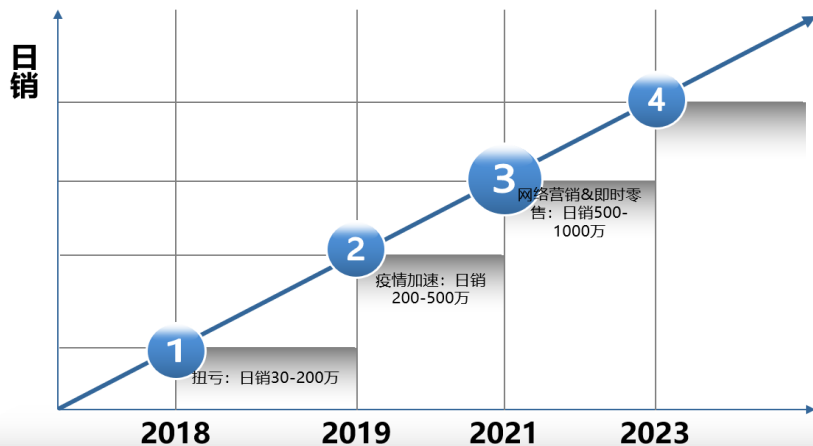
图表：沃尔玛中国区销售额及同比



1.1、复盘上海山姆门店日销增长30倍背后的故事

- **复盘上海山姆门店日销从30万到1000万的变革举措。** 山姆上海门店从2018年仅有一家门店日销30万成长到日销突破1000万经历一系列调整，也可以看出山姆管理层对于中国区的市场战略变化。增长历经3个发展阶段。
- 第一阶段：2018年-2019年底扭亏：单店日销从30万提升到200万， 1) 主要通过将“营采分离”转化成“以运营为中心”，其他部门为运营服务，可以从采购、供应链调动均能打通灵活调配，效率更高。2) 产品汰换革新：原先山姆产品老化未能吸引年轻消费者，后续提出新奇特战略运用全球采购资源，提升用户洞察和精准选品能力，并且结合互联网营销，通过高品质产品打造爆品出圈吸引人流和会员。3) 管理变革：公司提高员工薪资，上海山姆副店薪资2万（其他门店1.2万），并且简化进货流程，使大仓物流成本小于1%，明显低于零售同行。
- 第二阶段：经过疫情的加速，培养了居民囤大包装食物的习惯，2020年初-2021年初山姆单店日销从200万上升到500万。
- 第三阶段：借助小红书营销和线上即时零售，日销从500万进一步爬升至1000万。

图表：上海山姆店改革复盘



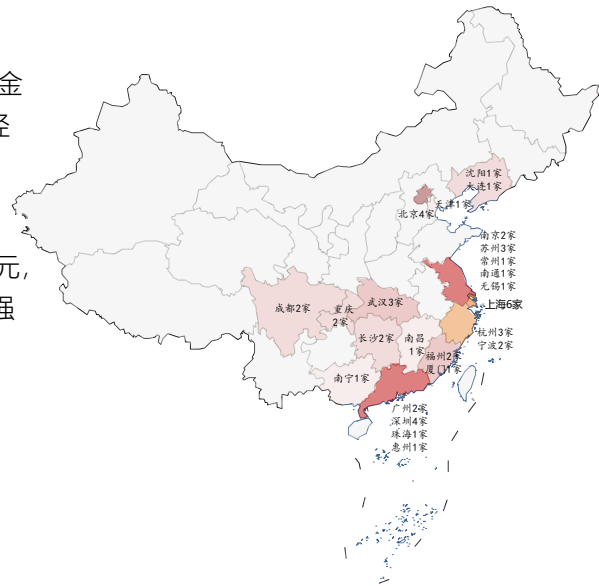
1.2、聚焦一二线城市开店，未来计划每年新开6-7家

➤ **聚焦一二线等发达城市开店，目前拥有48家门店。**山姆目前在25座城市拥有47家门店，过去三年每年新增4-5家，其中有13座城市门店数量超过2家，上海门店数量最多达到6家，分布在青浦、嘉定、浦东、宝山的外环区域，北京和深圳均有4家，杭州、苏州及武汉为3家。全球销售额TOP10的山姆门店中接近一半都位于北上深，山姆深圳福田店（中国首店）连续15年稳居沃尔玛全球单店冠军（30亿元）。山姆选址主要集中在一二线城市和发达地区三四线城市的远郊区域，开店城市均具备人口密度大、经济发达、中产阶级人群壮大的特点，经过严格选址后山姆普遍自建物业，营业面积约1-2万平方米。

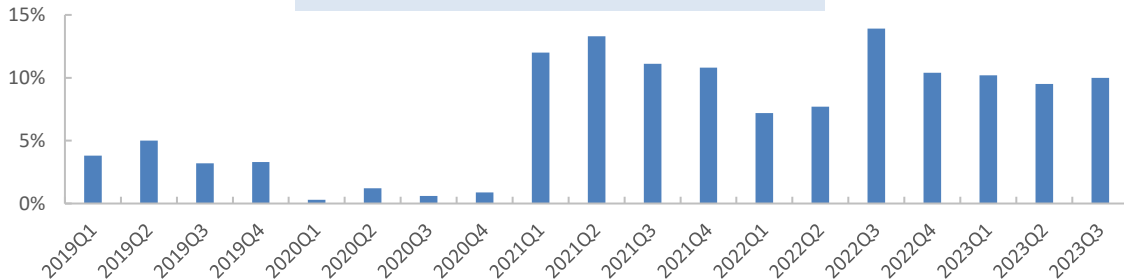
➤ **未来计划每年新增6-7家门店。**山姆计划未来每年新开6-7家门店，2026年预计将超过60家，明年上海浦东金桥店、扬州邗江店、西安经开和雁塔两店、苏州张家港店、无锡惠山店、深圳宝安店、嘉兴经开店、合肥经开店、天津虹桥店、广州岭南V谷店和中山店陆续计划开业，2026年佛山顺德店和山东青岛店计划开业，2027年北京通州店计划开业。

➤ **单店年销售额约18亿元，保持个位数增长。**2022年中国区山姆单店年销售额预估16.9亿元，2023年约18亿元，同比增长6.2%，根据沃尔玛财报，山姆会员店（全球）单店销售维持个位数增长，表现出超越同行的单店强劲增长动能。

图表：山姆中国门店分布



图表：山姆全球单店增长



1.2、会员数量超过500万个，年均消费1.4万元

- **客单价高，会员消费能力和忠诚度强。**山姆会员数量从2017年100万个到2021年突破400万个，最新会员数量超过550万个，续费率80%+。我们按照2023年800亿销售额计算，基本上每个会员年均花费达1.4万元，人均消费额分别是阿里、京东和拼多多的1.55、2.8、4.7倍，部分消费者会从线上平台采购电子产品和电器类等货值偏大产品。山姆普遍单次购买客单价约1000元左右，远超其他超市。山姆会员分为普通会员和卓越会员，会员费分别为每年260元和680元，会员享受部分产品折扣、积分换礼/钱等以及免费口腔护理、洗车等服务。山姆其实本质是通过会员费对购物人群进行集中和筛选，锁定有消费能力和追求品质的城市中产。因此针对这部分人群，山姆的思路是基于深度的用户调研和消费者需求研究下，精选优质、独创差异化和高质价比的产品，以好产品为前提牢牢抓住中国消费者的需求。山姆遵循宽SPU、窄SKU原则，山姆产品SKU数量仅有4000个，相较于传统大卖场1-2万个SKU数量明显缩减，同一个品类仅选择1-3个最优品牌和产品。

图表：会员商超和普通大卖场区别

	传统大卖场	会员制商超
选址	市区、居民区和商圈	远郊
城市	全国大部分城市和县级市场	一二三线发达城市
面积	5000-12000平米	6000-16000平米
SKU	10000-20000个	3000-5000个
自有产品占比	占比较低	30%
会员费	0	200元以上/年
选品策略	每类产品超过10个品牌	每类产品1-3个品牌
坪效	1-2万元/平米	山姆6-8万元/平米
毛利率	平均高于20%	平均低于15%

图表：山姆消费者画像

分类	特征
年收入	中产家庭占比过半，年收入20万以上。山姆会员店由于商品包装较大，所以单价较低也无法减少消费者每次购买的开销，客单价为1000元左右。
性别及年龄	60%的客户为家庭女性，高品质大包装的产品是吸引她们的部分原因。60%的客户年龄在26岁至45岁之间，这一年龄段的消费者更容易接受会员店模式。
家庭人口	家中有4口人及以上。由于山姆会员店产品包装较大，如550克的薯片，导致人数较少的家庭无法完全消耗对应产品。
品质及健康	对产品品质要求更高，且要求产品“无添加”。山姆会员店选品严格，SKU相较普通商超更少，产品质量得以保证。并且山姆会员店会将产品配料表进行调整，采用自然原料制作，并抹除添加剂配方，以天然替代工业制品。

1.3、什么造就好产品--新奇特战略&采购遵从产品经理原则

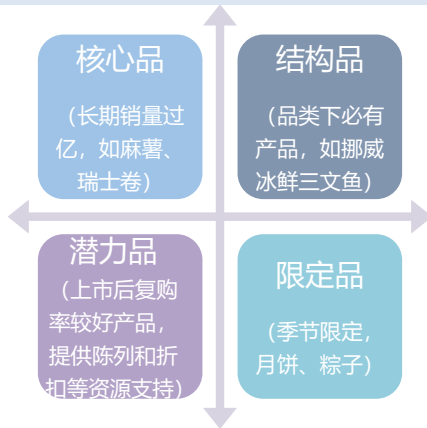
- **山姆的成功主要来自于精选的好产品，得益于新奇特战略的实行。** 首先山姆根据深度的用户调查和大量的消费者需求研究，以产品经理视角进行选品，再优选头部供应商共同优化和设计产品，并且借助全球化供应链和采购优势，将产品品质、成本和价格上综合做到最优，山姆的产品有来自全球各地的优选产品、独创的差异化产品以及结合当地口味的本地化商品，遵循相同价格带内品质最优，或相同品质下单价最低的核心原则，通过高品质和高性价比获取产品在消费者心中的高价值感。山姆产品分为鲜食类、干货类、非食品类，分别占40%+、30%、30%。
- **深度用户调研和消费者洞察，基于产品经理视角选品。** 首先我们来看山姆的选品，选品的成功采购功不可没，内部针对采购设置了支持部门，可以提供最前沿的行业趋势研究和消费者洞察数据调研，可以帮助采购进行调研，帮助其做决策前能深度了解消费者真实需求和喜好以及流行趋势。采购基于用户调研和市场研究后，找到消费者关注的核心要素和流行趋势，在多种要素中找到最优组合。通过需求来寻找优质头部供应商，后续和供应商共同改进优化产品。山姆在产品开发主要考虑生命周期和消费场景，完成产品概念设计后将通过山姆产品评审会，由CMO和内部四大部门进行评审，需要符合山姆内部选品对于独特性、品质和价格优势的要求，需得到内部人员全员认可才能通过。采购更多是基于产品经理视角，从消费者需求、产品生命周期、客户体验和预期销售等多方面需要进行大量的调研和思考。产品生产出来后需要进行内部试错、消费者盲测、小范围试卖等多个步骤，其中不断进行调研、评审、优化。山姆内部对于选品极为重视，每年均有年度、月度和周度的选品复盘和策略制定会议，年度制定品类策略和方向，每月选择最适合的季节性产品，周度对商品进行复盘。另外在采购人员选择上，优先选择拥有较强产品审美和见识过海外丰富高品质商品的人群。

图表：山姆产品设计流程

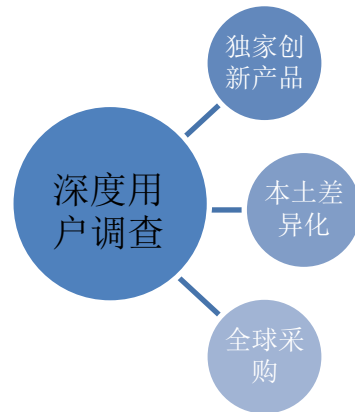
一款 Member's Mark 商品是如何开发设计的？



图表：山姆四大类产品



图表：山姆产品优势



1.3、自营和定制为主，差异化创新并重

► **差异化创新，打造独创、高品质和性价比产品。**山姆通过三种方式打造产品的差异化和质价比：①寻找一些独家供应产品，追求差异化创新和更高品质，如牛奶为山姆专供。②当需求产品没有清晰行业标准或者外部供应链利润率过高，山姆会选择开发自有品牌，目前自有品牌占比30%，2022年销售额占40%。③精选标品差异化改良，通过大量采购拿到更优惠价格，如服装、家电等标品价格普遍低于商超和部分电商平台。山姆通过更优的品质，大包装高性价比打造出众多爆款，比如瑞士卷、青柠汁、烤鸡、麻薯等。如山姆和恩喜村合作的瑞士卷，山姆要求将配方中植物奶油更换为动物奶油，并且要求不添加香精，传统小麦粉换成更干净的烘焙预拌粉，原材料品质好于同行，单片只需3.7元，瑞士卷一经推出立马成为爆款。山姆麻薯为专供产品，单只只需1.24元，远低于大润发的1.49元和沃尔玛的1.6元。另外山姆会开发定制产品，如山姆要求霸蛮招牌牛肉米粉比京东和盒马等渠道增加四种配料包和牛肉的分量。

图表：瑞士卷和麻薯配方对比

产品	价格	配料/描述
山姆-原味麻薯 29.8元/24个	1.24元/个	鸡蛋液、水、植物油、白砂糖、小麦粉、乳粉、芝麻、食用盐、酿造酱油、食品添加剂(增稠剂150a、乳化剂471、着色剂160a、食用香精)
盒马-原味麻薯 14.9元/12个	1.24元/个	麻薯面包预拌粉(羟丙基二淀粉磷酸酯、白砂糖、小麦粉、植物油、乳粉、食用盐、单双甘油脂肪酸酯)、水、全蛋液、食用油脂制品、植物油、黑芝麻、蛋黄液、酿造酱油、蔗糖脂肪酸酯
麦德龙-黑芝麻麻薯 35.8元/24个	1.49元/个	麻薯面包预拌粉(羟丙基二淀粉磷酸酯、白砂糖、小麦粉、植物油、乳粉、食用盐、单双甘油脂肪酸酯)、水、全蛋液、食用油脂制品、植物油、黑芝麻、蛋黄液、酿造酱油、蔗糖脂肪酸酯
山姆-原味伯爵瑞士卷 59.8元/1.2kg约16片	3.74元/片	鸡蛋、预拌粉(白砂糖、小麦粉、鸡蛋蛋白粉、食用盐、增稠剂、乳化剂、稳定剂)稀奶油、饮用水、大豆油、纯牛奶、复配乳化剂、牛乳风味固体饮料、干酪、白砂糖、防潮粉(食用葡萄糖、精炼植物油、增稠剂)、伯爵红茶加香调味茶、香草豆荚
盒马-瑞士卷(原味+伯爵红茶味) 26.9元/8片	3.36元/片	全蛋液、蛋糕预拌粉(小麦粉、白砂糖、淀粉、食用盐、鸡蛋蛋白粉、酪蛋白酸钠、单、双甘油脂肪酸酯、抗坏血酸亚硫酸盐、硬脂酰乳酸钙、水、蛋味调节剂)、可可粉、干酪、卡拉胶(改性)、乙基化二淀粉磷酸酯、海藻酸钠、葡萄糖内酯、柠檬酸钠、(胡萝卜素、乳粉、食用盐)、白砂糖、糖、食品添加剂、伯爵红茶、食用香精、防潮粉
麦德龙-瑞士卷(牛乳味+可可饼干味) 81.6元/16片	5.1元/片	全蛋液、蛋糕预拌粉(白砂糖、小麦粉、蛋白粉、食用盐、增稠剂、乳化剂、稳定剂、着色剂、食品用香精)、稀奶油、大豆油、水、纯牛奶、巧克力可可浆(水、白砂糖、大豆油、全脂乳粉、可可粉、乳清蛋白粉、食用盐、增稠剂、食用香精、防腐剂、酸度调节剂、乳化剂、调味盐、白砂糖、大豆油、麦芽糖素、全脂乳粉、乳清蛋白粉、增稠剂、乳化剂、防腐剂、酸度调节剂、着色剂、食用香精、乳化剂)、半脂态复合调味料、可可粉、可可饼干碎、卡士达粉(白砂糖、增稠剂、稳定剂、着色剂、乳粉、食用盐)、白砂糖

图表：山姆爆款产品

山姆明星榜

图表：山姆标品和三大电商价格对比

随机抽样 15款山姆日化、数码、电器标品与三大电商的价格比较

品名	山姆	京东	天猫	拼多多
美下加热帽	122.9	179	149	123
情韵菜油125ml	150	257.5	218	129
多芬空气丰盈洗发水400g	185	157	155	128
丝芙兰洁面乳501ml	87	99	99	89
帮宝适一级帮纸尿裤	149	167.3	269	136.9
大牌 Cosmo Pocket 2	2499	2499	2499	2299
环球美视充电器 65w	129	129	129	111
荣耀X80pro 512g 120Hz 护眼版	69	89	89	89.1
AirPods Pro 2	1699	1799	1849	1589
华为 P60 256G	4788	4438	4888	4057
三星 T5 4K 智能电视	6999	6299	5599	5399
追觅V16 吸尘器	1899	2289	2299	1758
戴森AM07 手持风扇	2557	2999	2999	2540
小佩全自动猫砂盆	1197	1599	1599	1009
松下 NP-W5WQG2 洗相机	1399	1899	1898	1580

备注1:商品价格为随机抽取。
备注2:价格为时间为2023.09.03,山姆数据来自山姆App,京东、天猫、拼多多数据分别来自京东、天猫首页/品牌官方旗舰店、拼多多官方旗舰店/百亿补贴专区。
资料来源: 根据公开资料整理
晚点 LATE POST 制图

1.3、何为真正性价比? --全环节效率提升

➤ **严格审核把关供应商，长期合作共同优化效率和成本，全球选择最优供应链，最终让利消费者。** 山姆对于供应商选择优先考虑产品品质、行业口碑地位、以及规模化生产能力，而非看重价格优势。因此山姆前期对于供应商的审核相对严格，但是一旦能达到山姆对于产品生产的要求，后续将长期合作共同开发产品。山姆将其产品和消费者洞察、未来流行趋势把握给予供应商赋能，当供应商合作体量达到一定规模后有机会成为战略供应商，优先获得更多份额，山姆目前拥有上百家战略供应商，如冷冻烘焙，前两大供应商每年供应规模分别为20亿和10亿量级。同时山姆会和供应商在生产自动化、供应链方面不断优化改进，比如和供应商投资共建自动化产线，当规模不断提升后伴随规模效应和成本效率优化将带来成本节约，最终通过调低售价来返利给消费者。同时山姆拥有全球采购能力，会选择全球最优供应链。2022年山姆宣布计划让利5亿元，将10款复购率和渗透率高的产品进行长期价格下调。2023年针对部分自有品牌产品如鸡蛋、鲜牛奶、阿胶糕等进行长期价格下调，降价幅度约在2-20元。2023年盒马针对山姆发起价格战，多款产品对标山姆出台移山价，价格战对山姆影响较小，而门店数量达300多家店的盒马在2024财年亏损有所加大。真正的性价比不是仅压榨上游供应商利润进入价格战的内卷中，而是全环节效率的提升和提供高质平价的好产品。

图表：山姆供应链优化



全球化采购，选
择最优供应链



协助供应商优化生
产、供应链各环节

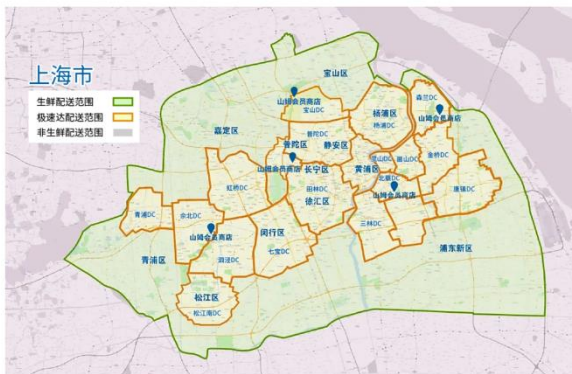


提高效率节约成本
让利给消费者

1.4、全渠道运营即时零售贡献大，小红书网红式传播

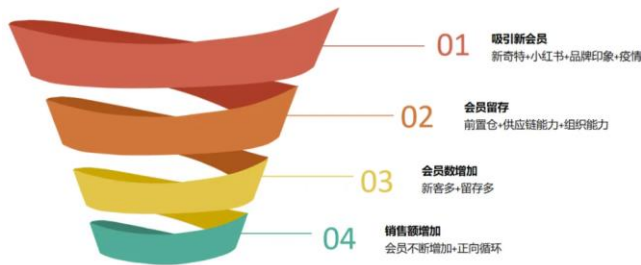
- **全渠道运营，即时零售快速起量占比过半。** 山姆中国市场线上订单占比超过50%，2023年山姆线上年销售额接近400亿元，规模远超叮咚买菜（220亿）和美团买菜（200-300亿）。2020年沃尔玛新任掌门人朱晓静上任后开始全力推进全渠道变革，组建电商团队，从国内互联网大厂如阿里、叮咚、盒马招募优秀人才，后续不断打磨线上APP，选择爆款在线上进行运营。山姆早在2016年就与京东平台战略合作，2018年加入京东到家平台，由京东帮忙送货。疫情和会员数不断增加共同催生了即时零售的爆发，山姆单仓日订单已经从2019年的200单上升到2021年底的1000单。目前山姆在全国25个城市拥有近500个前置仓，平均一个门店对应10个前置仓，客单价230元，日均销售额23万。消费者通过线上点单仅需30分钟即可送达，满299元免运费，前置仓收入计入门店，高客单价和客单量保障了门店能实现盈利。
- **小红书口碑式传播网红效应出圈，占据年轻人心智。** 小红书中作为年轻人喜好的社交媒体，平台上用户经常分享购物种草的测评和推荐。山姆负责推广爆品的团队主要瞄准了小红书，在小红书上投放大量广告做产品宣传推荐，通过口碑式传播树立消费者心智，山姆已经成为网红打卡点。

图表：山姆会员店上海前置仓分析



备注：前置仓信息更新至2022.12.31，门店信息更新至2023.09.04。

图表：山姆打法



图表：山姆小红书推广



目录 CONTENTS

01

解析山姆中国逆势增长的原因

02

奥乐齐国内重新火出圈的秘籍

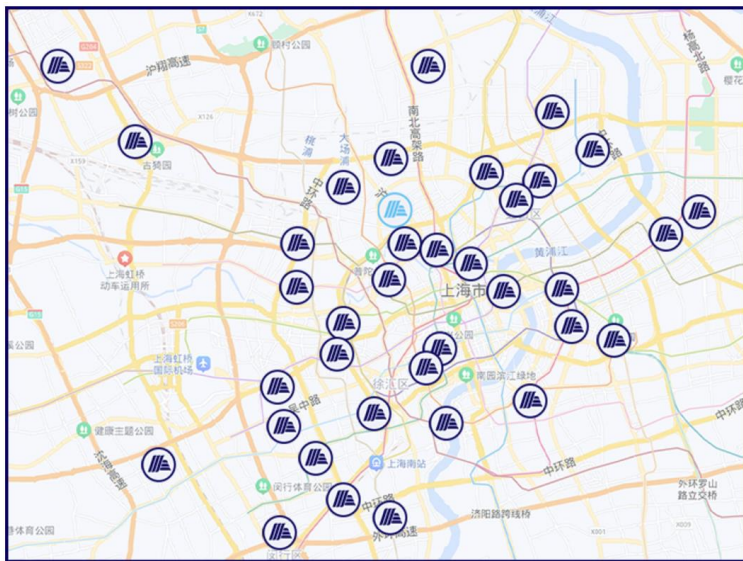
03

日本高景气长青折扣业态复盘

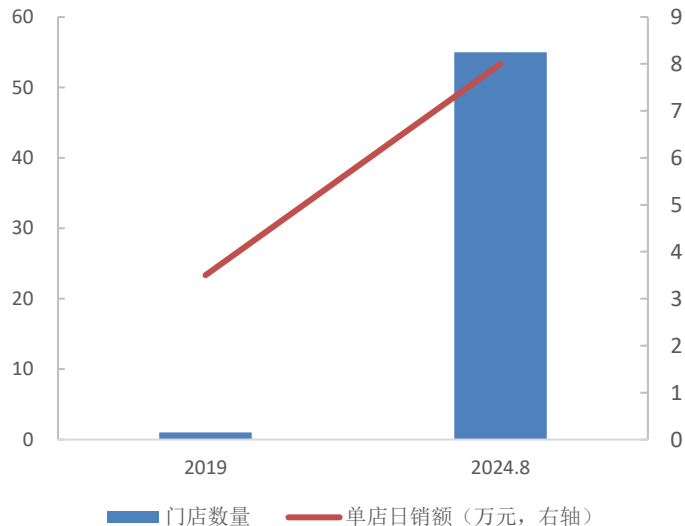
2、奥乐齐国内重新火出圈的秘籍

▶ **以社区食堂切入，2023年转向“好品质够低价”策略，单店和开店齐加速。** 奥乐齐在今年凭借多款9.9元高性价比自营产品火出圈，特别是9.9元白酒，多地超市出现卖断货现象，契合当下消费降级环境下的高性价比趋势。奥乐齐是一家德国零售品牌，诞生于经济下行期，通过敏锐的消费者洞察和高性价比在全球10个国家拥有超过1.3万家门店，2023年营收为1120亿欧元（约合人民币8815亿元），同增8.7%。奥乐齐最早进入中国市场是在2019年上海开设首店，早期定位轻奢精品超市，主打社区食堂概念。2020年后每年新增10家店左右，2022年重新梳理战略定位推出超值系列进行低价引流，2023年提出主打好品质够低价。目前在上海共有55家门店，24年计划新开20家门店，单店日销售额从2019年的3.5万元提升到目前的8万元，2019年至今单店销售额和门店数量分别增长128%和26.5倍。无论是早期的社区食堂还是现在被誉为的“穷鬼超市”，奥乐齐一直定位清晰，不追求大而全反而聚焦小而美，为当代城市年轻人提供物美价廉的商品。

图表：奥乐齐上海门店



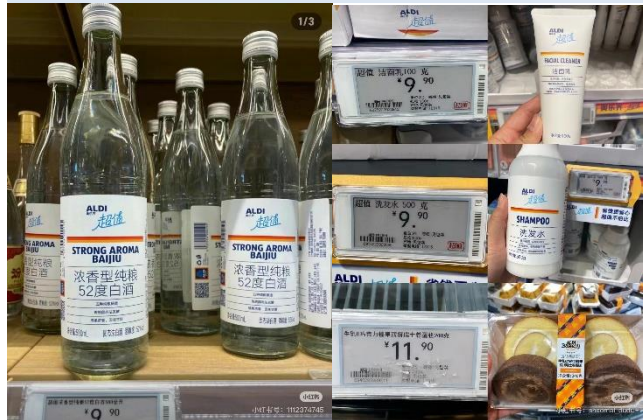
图表：奥乐齐门店数量和单店销售额变化



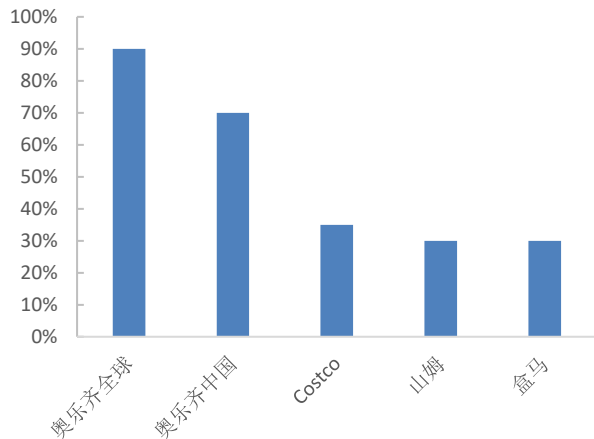
2、奥乐齐重新火出圈的秘籍

- 我们认为奥乐齐这两年能够火爆主要得益于高性价比策略的转型，低价差异化的自有产品和社区食堂，以及精选SKU、近社区、小包装适合年轻人消费需求。
- 采购全球好物，兼具本土化改良。奥乐齐拥有全球采购供应链，可以提供全球各地的美食好物，如维也纳猪肋排、瑞典肉丸、危地马拉咖啡、俄罗斯酸黄瓜，让消费者保持新鲜感。同时也兼具地方特色进行本土化改良，如上海地区提供熏鱼、酱鸭、国际大饭店蝴蝶酥等上海特产。
- 高性价比的自有产品和社区食堂最得人心，9.9元超值系列吸睛引流。奥乐齐相比于国内超市的区别来自于高占比的自有产品，全球自有产品比例90%+，国内约70%。奥乐齐寻找全球优质生产商贴牌生产，减少品牌溢价。奥乐齐自有产品海外价格低于沃尔玛15%左右，国内低于对标同类品质商超价格20%左右，超值系列以低价来引流。奥乐齐推出定价9.9元的洗发水、沐浴露、洁面乳、白酒、啤酒等自有产品，如9.9元光瓶白酒基本上是同等品质行业最低价，固态发酵五种粮食酿造，消费者对于品质较为认可，多次出现缺货。另外奥乐齐丰富的熟食和便当为年轻人提供了个人食的好选择，价格15-25元为主，美味实惠。
- 精选产品SKU精简，不设会员费和以小包装居多。奥乐齐收集大量数据，分析消费者购物偏好趋势和消费习惯，如上海地区推出专为2-3人的小型家庭和单身人士的小包装，不设会员费降低门槛。根据对于流行趋势的观察精简SKU，奥乐齐SKU数量仅2000个左右，其中有1500个是必需生活用品，货架翻新快及时更新，规模效应助于降低采购成本。

图表：奥乐齐自营产品



图表：不同商超自有产品比例



2、奥乐齐重新火出圈的秘籍

- **小业态高人效，线上线下充分融合。**奥乐齐门店多设在市区人口流动大的区域，以社区和商圈店为主，门店面积仅为500-800平米，小业态选址灵活，贴近生活区更易可得。奥乐齐单店日销售额约8万左右，客单量2000单左右，线上和线下客单价为55-60元和100元，门店配备人员较少，基本为10人左右，两班倒，每班4-5人，部分店员可以兼任进货、收银、保洁等多项工作。奥乐齐人效是沃尔玛的2倍，人工成本占比仅为同行一半左右，人力和店面租金成本均可控。门店整体毛利率20%左右，自有产品毛利率25-30%，门店净利率可以达到3%左右，略高于同行。奥乐齐在运营上严格控制成本和提高运营效率，门店采取小批量高周转送货，减少门店仓储成本。奥乐齐的线上占比约35-40%，通过微信小程序和第三方平台（如美团、饿了么、京东到家）进行线上销售，配送由第三方负责。

图表：奥乐齐门店基本情况

	奥乐齐
选址	上海社区和商圈
日销售额	8万
面积	500-800平米
客单量	2000
客单价	线上100元，线下55-60元
线上比例	35-40%
自有产品比例	70%
坪效	123元/平/天
毛利率	整体20%左右，自有产品25-30%
SKU	2000

目录 CONTENTS

01

解析山姆中国逆势增长的原因

02

奥乐齐国内重新火出圈的秘籍

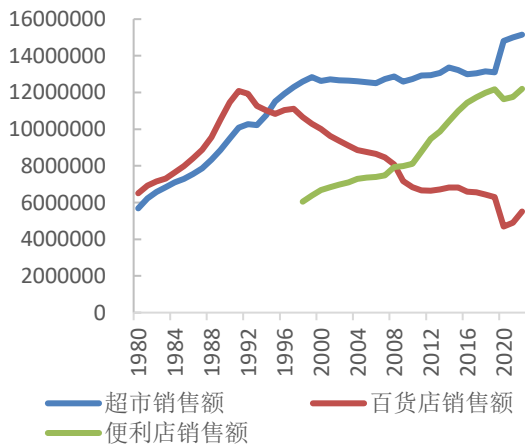
03

日本高景气长青折扣业态复盘

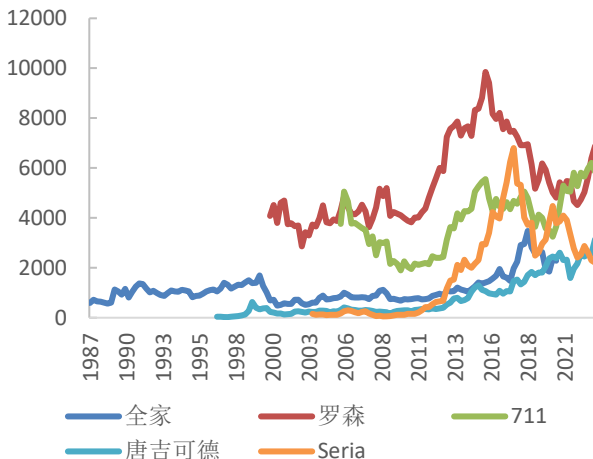
3、日本渠道向性价比、便捷化发展，高性价比折扣渠道兴起

▶ **日本高性价比折扣渠道兴起。**日本90年代后经济处于下行周期以及进入价格通缩螺旋中，渠道发生较大的结构变化，消费者趋于理性，更加偏好性价比高和购物便捷的零售模式。主打性价比及便捷性的便利店、百元店、折扣店业态兴起，百货渠道逐步衰退，日本百货店零售额在1991年达到 121000 亿日元顶峰后持续下滑，至2022年已经下滑55%。便利店销售额从1998年的60492亿日元上升至2022年的121996亿日元，占比提升16.5pct至37.1%。1990s前后折扣店唐吉可德和百元店Daiso（大创）、Seria、Watts、Cando先后成立，销售高性价比杂货的折扣店业态迅速普及。堂吉河德门店数从2000年的27家提升至2020年的631家，大创门店数从2000年的1500家提升至2020年的5892家，CAGR达7.1%。我们针对日本90年代后高速成长的零售商大创、Seria和神户物产进行历史复盘和梳理。

图表：日本主要零售业态销售额（百万日元）



图表：日本平价零售主要企业股价走势



图表：日本零售业零售额销售额排名

排名	1	2	3	4	5	
1968	名称	三越	大丸百货	高岛屋	铁道弘济会	松坂屋
	类别	百货店	百货店	百货店	小卖部	百货店
1978	名称	大家乐	伊藤洋华堂	西友	佳世客	西武
	类别	综合商店	综合商店	综合商店	综合商店	百货店
1988	名称	大家乐	7-11	伊藤洋华堂	佳世客	罗森
	类别	综合商店	便利店	综合商店	综合商店	便利店
2008	名称	7-11	永旺	山田电机	伊藤洋华堂	罗森
	类别	便利店	综合商店	专卖店	综合商店	专卖店
2015	名称	7-11	永旺	罗森	全家	DAISO RETAILING
	类别	便利店	综合商店	便利店	便利店	专卖店

资料来源：wind, Bloomberg, 日本经济新闻2016年零售业调查, 太平洋证券研究院整理

3.1、大创 (daiso) : 日本百元店龙头, 全球扩张品牌升级助力崛起

- 大创是日本百元店龙头, 发展历程可以分为三个阶段。**
 - ①1972-1999年受益消费降级, 日本国内快速扩张, 截至1999年日本门店超过1000家;
 - ②2000-2020年供应链精耕, 全球化发展, 开店从2000年的1500家增加至2020年的5892家, CAGR达5.6%, 目前已覆盖28个国家和地区;
 - ③2020-至今开拓电商渠道, 品牌升级, 目前全球开店达5247家, 其中日本4280家。1997-2000年收入CAGR达61%, 随后增速逐步放缓。2022财年大创营业收入达5493亿日元, 同比增长4.4%, 在百元店中市占率高达62%, 以经典家居生活为元素, 覆盖家居、餐厨、美容和收纳方面, SKU达12万件, 覆盖不同年龄阶段需求。
- 大创成功的秘诀在于对成本的极致控制以及毛利导向的产品引流策略。**
 - 1) 产品低价引流、自有产品比例高, 迭代快。产品不是一味低价低质, 而是通过低价商品引流, 搭配高毛利产品实现盈利; 另一方面重视差异化, 大创自主开发设计产品比例达99%, 推出盲盒、联名等产品增加购物的趣味性, 这部分产品毛利率更高。同时产品迭代快, 每月开发新品数量达800个。
 - 2) 全球供应链降低采购成本, 大创在全球45个国家共拥有1400家制造商和10个工厂, 直接海外进口比例超过60%, 40%来自中国, 20%来自韩国和越南等地。公司也会设立或者投资海外代工厂来降低成本。
 - 3) 高效运营缩减成本, 90年代日本超市通常在6点左右关门, 大创选择延长营业时间至8点半。此外截至2023年2月大创雇佣的员工中有2.4万为临时员工, 正式员工仅有677名, 有效节省员工成本。

图表: 日本百元店对比

	Dasio	Seria	Cando	Wstts
成立时间	1977年	1987年	1993年	1995年
店铺数量	6338家, 其中日本4280家	1961	1000+	1728
定位	知名度高、商品丰富, 满足全年龄层需求	以女性市场为主, 走时尚精品路线	定位年轻可爱, 推行30天内退货政策	商品品类齐全, 极简稳重风格
SKU	7.6万	2万	2万	5000-7000
市占率	62%	20%	9%	6%
销售额	5500亿日元	2124亿日元	932亿日元	583亿日元

图表: 大创发展历程可以分为三个阶段

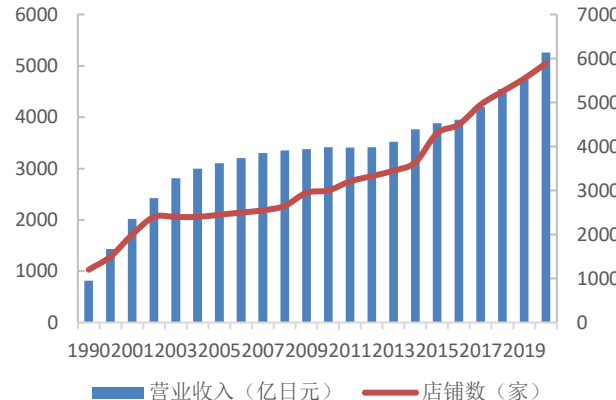
1972 前身矢野商店成立
1977 大创产业成立
1980s 在日本各地注册分公司, 兴建仓库, 打下供应链基础
1991 直营店1号店开张, 正式发展百元店
1999 日本超过1,000家门店

2020收购300元店CouCou
2020 建立2B电子商务网站
2021 推出“Standard Products”和“Natural Coordinate”两个品牌
2021 开设toC电子商务网站
2022 THREPPY品牌重塑, 银座全球旗舰店开业

1972 1999 2020

2001年 第一家海外店落地中国台湾, 至2005年已经在韩国、新加坡、泰国等10个国家和地区开店
2007 泰国工厂开始运营
2010 国内外开店数量达3000家
2012-2014日本8处RDC区域分发中心运营
2015-2016 收购中部商会、Plus Heart
2016 越南工厂开始运营
2018 收购300元店THREPPY
2018 开店达5000家, 覆盖28个国家和地区

图表: 大创历年营业收入及门店数

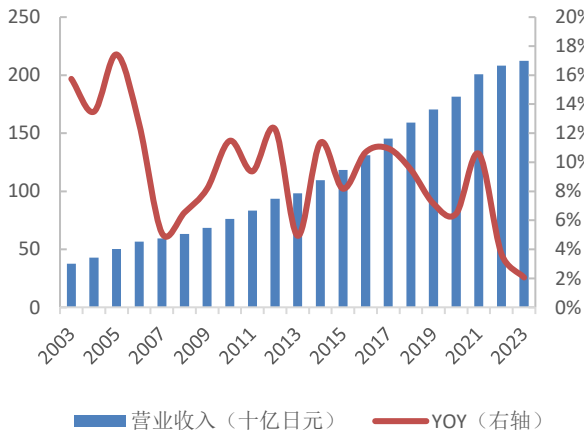


资料来源: wind, 公司官网, 太平洋证券研究院整理
 注释: Daiso数据截至2023年, seria截至2023年3月, can do截至2023年2月, watts截至2022年8月。

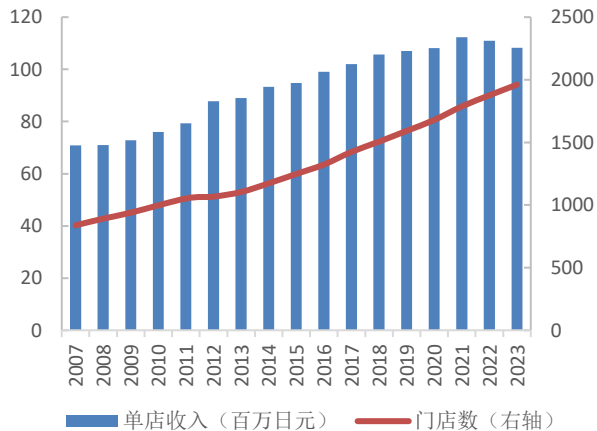
3.2、Seria：日本第二大时尚百元店，聚焦女性悦己型消费

- **Seria是日本第二大百元店，定位低价高质感生活用品，聚焦女性群体。** Seria于1985年成立，以提供高质感的生活杂货用品而闻名。每件商品价格为100日元内，后续公司转型以聚焦女性的时尚和悦己型消费为主，品类包括家居装饰、办公文具、手工艺品、美容产品及厨房用具等，均以日本本土生产设计产品为主。Seria以其精致的商品设计、优质的顾客体验和清晰的店铺布局赢得了消费者的喜爱。
- **收入历年来维持稳定增长，盈利能力卓越。** 公司营业收入连续22年维持增长，从2001年的139亿日元提升至2021年的2007亿日元，CAGR达14.3%，2022-2023年受疫情影响增速有所放缓，2023年公司营业收入达2124亿日元，其日本国内门店数从2007年的838家增长至2023年的1961家，门店数仅次于龙头大创，单店收入稳步从2007年的7082万日元提升至2023年的10829亿元。盈利能力方面，过去公司毛利率及净利率持续提升，近年来保持稳定，2023年毛利率及净利率分别达43%及7%，处业内较高水平。

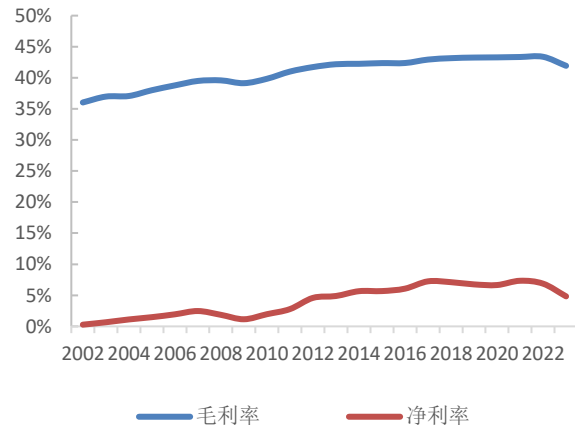
图表：Seria营业收入及同比增速



图表：Seria历年日本国内单店收入门店数



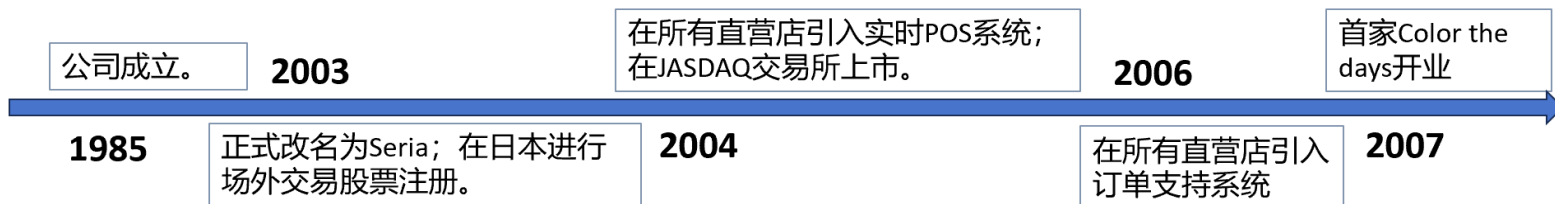
图表：Seria毛利率及净利率情况



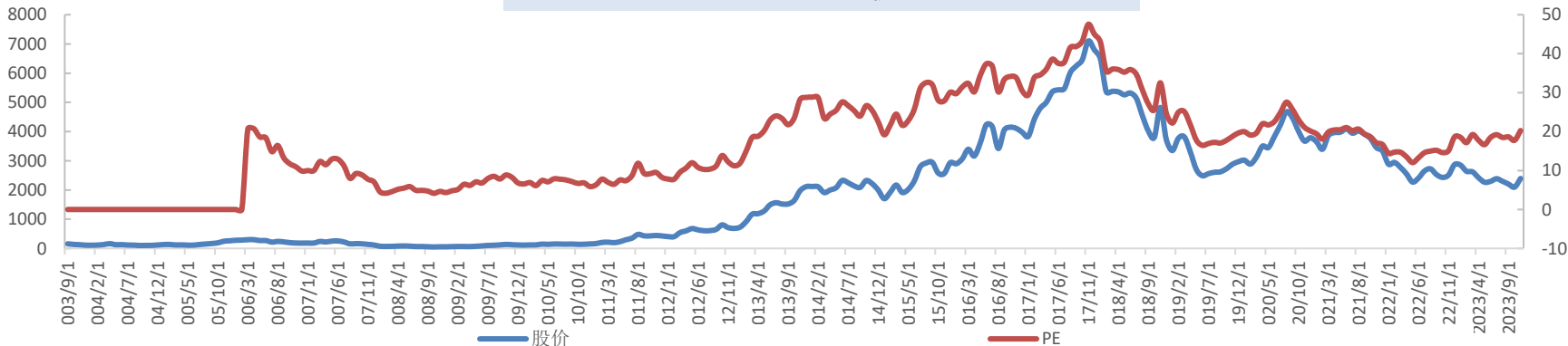
3.2、Seria：日本第二大时尚百元店，聚焦女性悦己型消费

- 十年涨幅超百倍。公司于2004年在JASDAQ交易所正式上市，2007年起由于color the days新型门店获得成功，收入利润持续维持较高增长，其股价自2008年最低45日元上升至2018年的巅峰值6914日元，涨幅超百倍，2017年PE最高达47X。2017年后股价估值有所回调，PE回落至15X-25X区间，2023年11月30日公司股价为2394日元，PE约20X。

图表：Seria发展历程



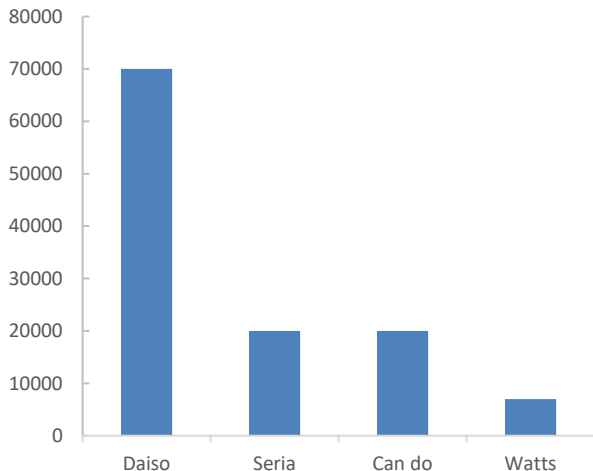
图表：Seria历史股价及PE



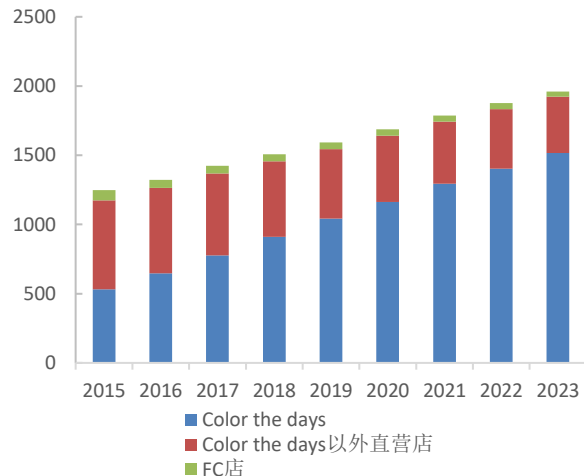
3.2、Seria：丰富品类、精准聚焦女性、高毛利产品结构为成功核心

- **丰富SKU数量及较快迭代频率，满足消费者购物及新鲜感需求。** Seria总体SKU数达20000件，每月更换的SKU数量在400到600件之间，其SKU丰富度仅次于daiso，同时产品较其他百元店更加时尚，颜值也更高，更能捕捉年轻人的审美需求。
- **重点布局Color the days，聚焦女性悦己型消费，店铺聚焦综合购物中心等高流量区域。** 2007年公司加大对Color the days布局，将客群转型聚焦可爱时尚的女性客群，产品涵盖美容护肤、个人护理、饰品、手工制品等，满足女性低客单价的悦己型消费。同时新开门店也从街边店向综合购物商场变迁，2023年colorthe days店铺数量达1516家，占比从2015年的42.5%提升至2023年的77.3%。
- **积极调整产品结构，提高整体毛利率。** 2009年起公司加大杂货类高毛利产品SKU比重，其收入贡献占比从2009年的85%提升至2023年的98%，毛利变动趋势与杂货商品收入贡献占比一致。

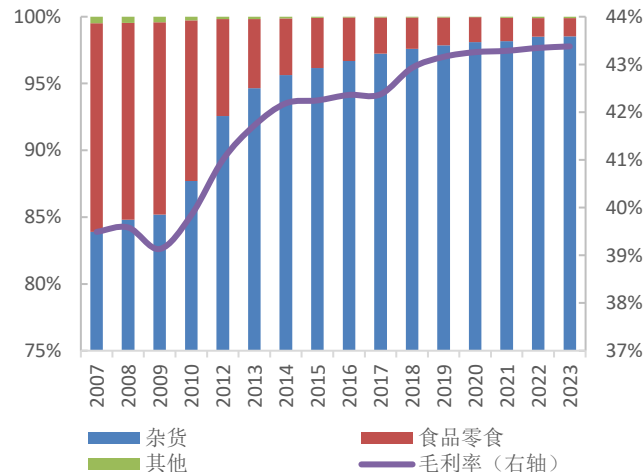
图表：日本主要百元店及折扣店SKU数量对比



图表：Seria历年不同类型店铺数量



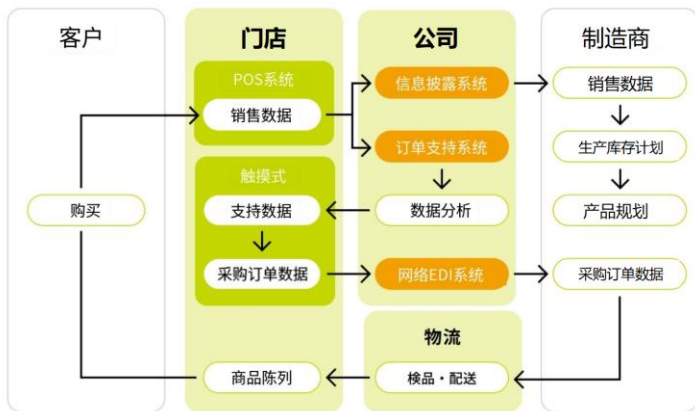
图表：Seria分产品类别收入及毛利率



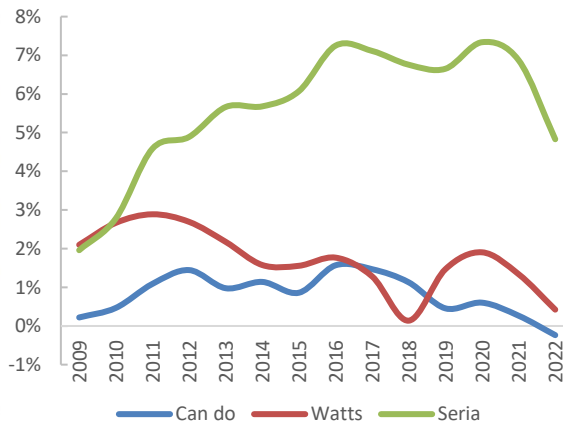
3.2、Seria：最早引入POS系统提高销售效率，盈利能力领先

- **开发阶段与供应商紧密合作保证高效及低成本，库存销售阶段引入POS系统提升库存管理及销售能力。** 1) 开发生产环节：Seria在售的约九成的商品是与制造商共同开发的。这种模式不仅优化了生产过程，减少了不必要的库存积压，还允许Seria在生产之前进行质量监控，使得Seria能够提供高品质的商品的同时，减低生产和库存成本，并维持其100日元的定价策略，在价格敏感的消费市场中保持竞争力。2) **客户分析和POS系统提升管理销售力**：2004年公司引入实时POS系统，而其竞争对手Cando和Watts在06及14年才引进POS系统，同时Seria的客户分析系统遥遥领先，这种数据驱动的方法使得Seria精准把握需求侧变化，及时调整产品组合，并在库存管理方面具备领先优势，提高了产品的销售效率，确保畅销产品的充分供应。3) **和供应商现金结算**：Seria采用现金向上游供货商结算，因此能获得比竞争对手先得到好产品的机会，和供应商共赢。Seria应付账款周转率领先得益于现金结算，其库存周转率也长期稳定在6%-6.5%
- **盈利能力领先同行，周转率水平较高。** 对比业内第三第四名企业，Seria净利润水平较高。2016-2020年净利率在6.7-7.2%，显著高于Cando及Watts；其经营净资产收益率水平自2011年超越Watts后始终领先同行，2022年Seria，Cando，Watts经营净资产收益率分别为23.5%，3.2%及8.6%。

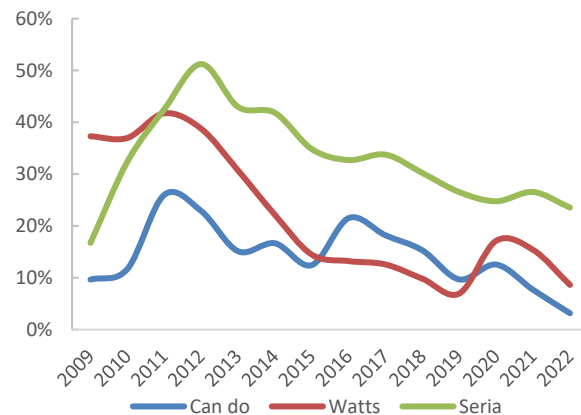
图表：Seria营业收入及同比增速



图表：Can do, Watts, Seria净利率对比



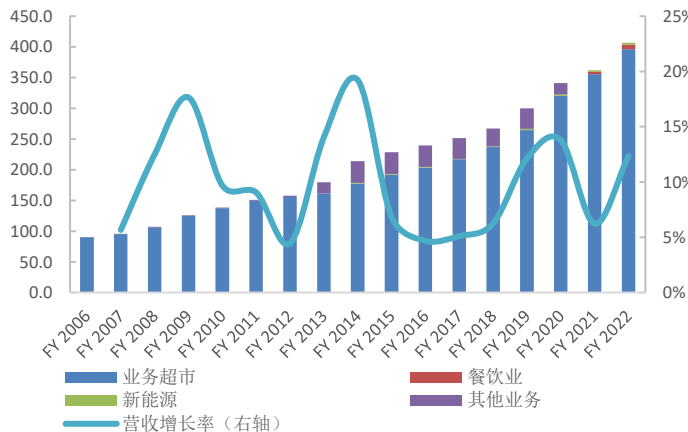
图表：Can do, Watts, Seria经营净资产收益率对比



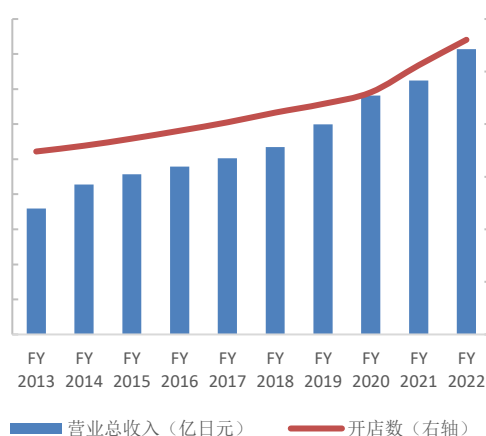
3.3、神户物产：产销一体化的食品巨头，BP占比提升平价超市前景可期

- **神户物产是日本预制菜龙头+平价超市巨头。**公司成立于1985年，是产销一体化的食品巨头。公司自产原材料并进行生产加工，最终以业务超市的形式向B端和C端消费者出售速冻食品和半成品。在上游，公司自营家禽养殖场，在日本拥有25家食品加工厂，并在全球拥有350多家合作工厂，是预制菜龙头之一；在下游，公司拥有1000多家业务超市，为消费者提供独特的有竞争力的平价产品。
- **业务超市是支柱业务，开店拉动收入稳健增长。**公司95%以上的收入来自业务超市的销售收入，上市以来业绩穿越周期保持增长，2006年-2022年的收入CAGR为9.9%，与开店数量基本保持同步增长。公司2020年上半年实现快速增长。受益于食品的必需属性，即使在疫情期间公司依旧增长较快。由于剥离部分餐饮业务的影响，21年公司业绩增速放缓，但超市业务始终保持增长。FY23Q1-Q3（22年10月-23年7月）年公司营收3388亿日元，同比增长12.9%；营业利润232.8亿日元，同比增长6.9%，经济承压下平价销售加速复苏。

图表：神户物产各业务收入（十亿日元）和增长率



图表：神户物产收入和开店数同步增长



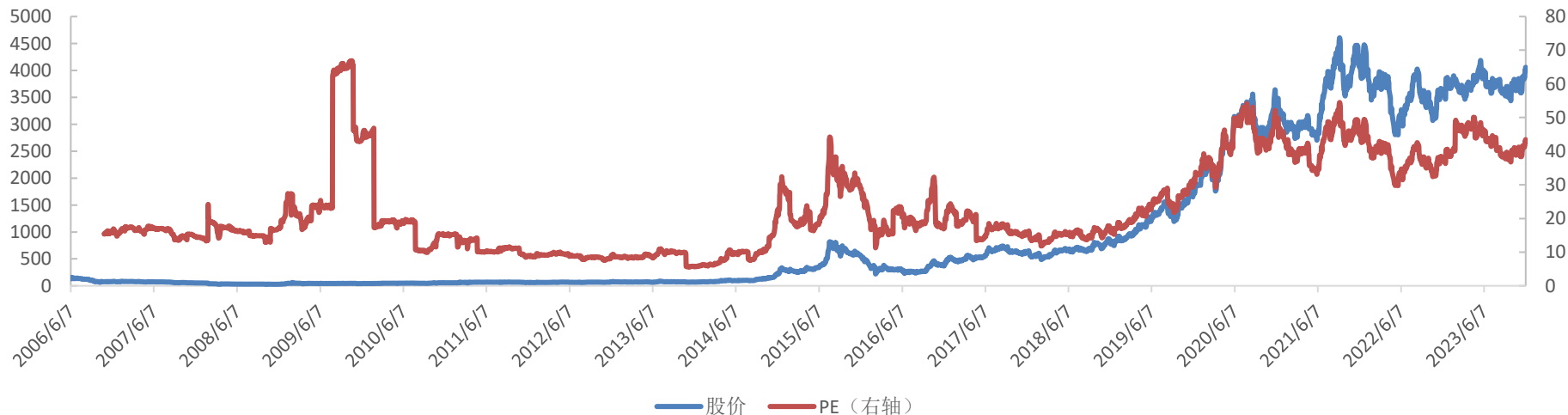
图表：神户物产营业利润和增长率



3.3、神户物产：产销一体化的食品巨头，BP占比提升平价超市前景可期

- 公司的**发展历程可以分为3个阶段**。1) 1981-1999年：**起步于食品超市，明确平价定位**：1981年，创始人沼天昭二在兵库县创立食品超市；1985年11月成立FRESH石守有限公司；1990s 受到大型超市的竞争，决定定位平价原价商品，在大连成立食品制造工厂，为欧美的食品零售商提供代工服务。2) 2000-2015年：**开设业务超市，通过并购开启产销一体化之路**：2000年，开设业务超市并放开加盟；2004年，开启新业务 KobeCookDeli 直营店；2006年挂牌上市；2006-2015年陆续收购十余家食品加工企业，深化供应链建设。3) 2015-至今：**开店扩张加速，自有品牌布局深化**：截至2023年7月，神户物产在日本拥有1032家业务超市、25家食品加工厂，并在全球拥有350多家合作工厂。
- 2013年以来公司股价和PE中枢同步提升，最高涨幅62倍**。受益于公司业绩的稳健发展以及成长空间的持续打开，2013年至2021年高点股价上涨62倍，PE从2012年的8X抬升至2021年的最高54X。

图表：神户物产股价和市盈率



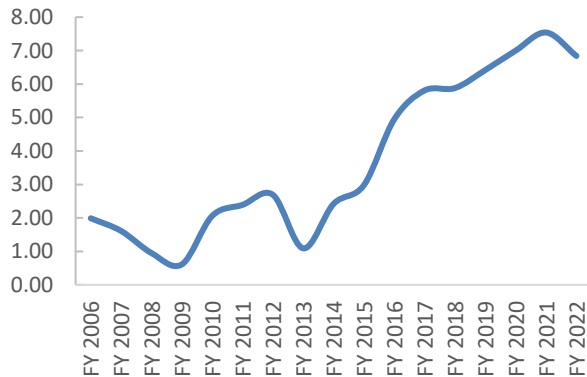
3.3、神户物产：产销一体化的食品巨头，BP占比提升平价超市前景可期

➤ **财务情况：盈利能力持续改善，成本控制能力强。** 伴随公司陆续收购食品加工厂商获得自有品牌，2006年-2014年公司快速扩张，毛利率逐步提升，从FY2006年的4%提升至FY2014年的15%，管理费用开支一度大幅上升对盈利能力带来一定影响，2006年-2014年公司营业利润率围绕2%上下波动。2015年以来公司进入以开店为主要驱动的上升路径，毛利率从FY2013-FY2019年稳定在15%左右，随后受疫情、原材料价格上升和会计准则变更的影响毛利率小幅下滑。期间公司持续提升运营效率，规模效应逐步显现，费用率持续节降，从FY2014年的12.6%降低至至FY2022年的4.6%，带动营业利润率持续改善，从FY2014年的2.4%上升至FY2022年的6.8%。

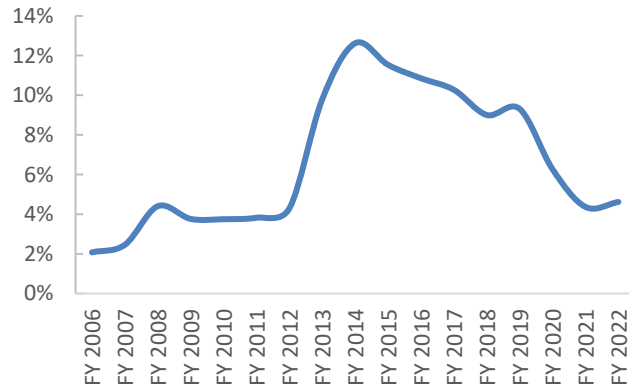
图表：神户物产毛利率



图表：神户物产营业利润率



图表：神户物产费用率



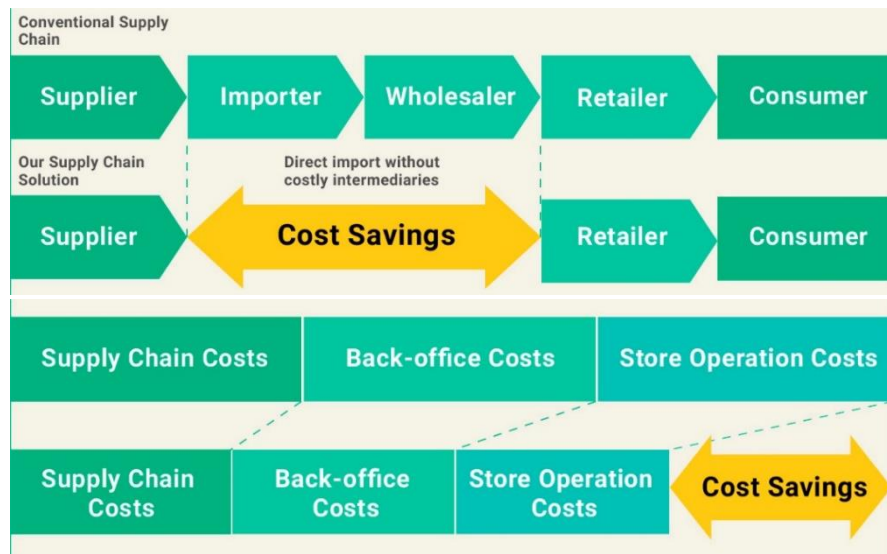
3.3、神户物产：产销一体化的食品巨头，BP占比提升平价超市前景可期

- 经济通缩下的产物，业务超市产品特点Low Price But Unique。** 业务超市是日本经济通缩下的产物，总共经营着约5500个SKU，其中冷冻食品占50%、常温食品占30%、冷藏食品占20%；自产SKU约370个（占比11.2%），海外直采的SKU约1590个（占比23.5%）。大部分冷冻食品是业务超市的自有品牌，采用瞄准中低收入人群的大包装规格，价格为中产阶级超市的一半，比其他新一代折扣店便宜10-20%；此外，公司主动地去寻找海外品牌的产品合作，引入了贸易公司海外直采的食品，给消费者独特的体验。
- 神户物产核心壁垒为来自全产业链打通带来的成本和效率优势。** 1) 从供应链的角度，公司担任了进口商和批发商的角色，减少了整个供应链环节，有效降低了成本。2) 从运营的角度，公司开发了任务管理系统和库存管理系统、设计了店内冷冻装置并提供独特的产品系列，有效降低了费用率和日常损耗。3) 供应链能力还体现在能灵活调整产品配方，提升动态抗风险的能力，并通过生产设备和流程的优化对产品进行改良。

图表：神户物产自有品牌商品（自产和进口）



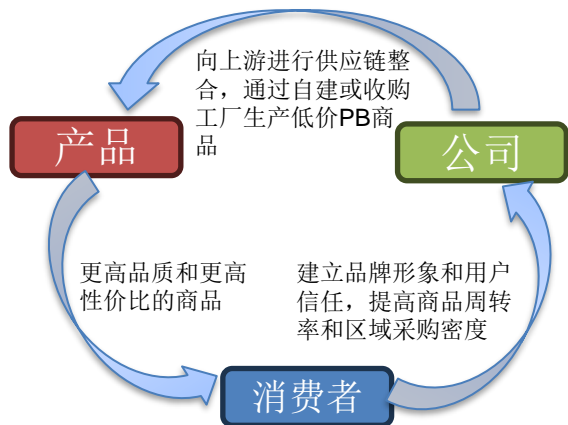
图表：神户物产供应链优势



3.3、神户物产：产销一体化的食品巨头，自有产品占比提升推高利润率

- 高性价比是平价零售的本质，高周转效率带来规模效应的正向循环，低毛利下却获得较高净利率。** 2022年神户物产营业费率仅有4.6%，企业的库存周转周期仅为16天，相比之下，直营折扣店唐吉诃德的营业费用率为24.8%，库存周转天数约50天；食品超市LIFE营业费用率高达32.1%，库存周转天数18天左右。尽管神户物产主打加盟模式下毛利率较低，但凭借高周转高运营效率实现净利率5.1%，高于唐吉诃德（3.4%）和LIFE（1.7%）。
- 提升自有产品占比是商业模式成功的关键，通过收购组建自有供应链。** 自有PB商品价格便宜，动销更好，更受经销商的青睐。例如零食在普通商超的价格是200日元，业务超市是130~140日元；冻品在普通商超价格是300~500日元，业务超市是230~400日元，PB产品普遍便宜30-40%。根据公司中期运营规划，提高PB产品占比是未来发展的第一方针。神户物产主要以自建或收购加工厂的方式生产PB产品，自2008年开始大力并购，并购的目标是可以生产面包和鸡蛋等高频消费食品，或能产生差异化单品，或可以覆盖新的消费地的工厂，目前已经拥有25家食品加工厂。随着自有品牌占比的不断提高，神户物产的利润率也明显提升。

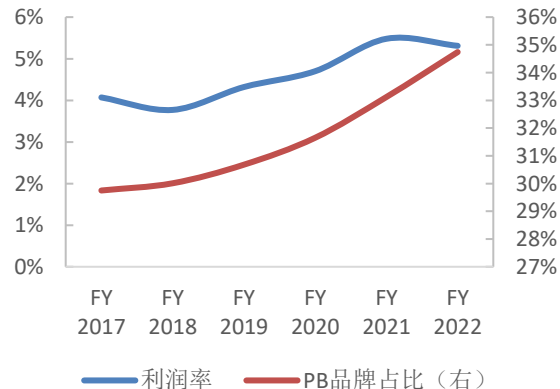
图表：神户物产商业模式实现正向循环



图表：公司并购时间表

完成并购时间	公司名称	所制造PB商品
2006年	神户物产食品公司	酒类产品进口
2008年	Osternfoods	厚玉子烧
2008年	Termelt-foods	预制韩式烤肉
2008年	Eco-green 北海道	炸火腿排饼
2009年	masuzen公司	关东煮
2009年	秦食品	冷冻赞岐乌冬面
2009年	肉之太公	法兰克福式香肠
2009年	宫城制粉	大福, 大人的大份咖喱
2009年	麦面包工厂	天然酵母面包
2011年	green-poultry公司	国产鸡肉
2012年	咖啡豆工坊	咖啡豆
2013年	丰田乳业	1升牛奶盒大小的甜品
2013年	关原酒造	群龟等日本酒
2014年	菊川	菊川烧酒
2015年	Asabiki肉鸡公司	上州高原鸡腿肉

图表：神户物产PB品牌占比和利润率



3.3、神户物产：产销一体化的食品巨头，BP占比提升平价超市前景可期

- 业务超市主要采用加盟模式，加盟条件和费用相对较低。** 业务超市的绝大部分门店运营交给有经验的本土B端企业，平均每个加盟商管理10家门店。神户物产的加盟方式有A和B两种。模式A的加盟商是单店加盟，货物由总部直接配送，总部负担运输费用。模式B的加盟商主要在总部物流无法覆盖的地方，配送费用由地方加盟商负责，但可以获得独家代理权，加盟费用根据所属商圈人口百分比支付。为了每一家店铺在其所属的区域中获得竞争优势，公司允许加盟商除了从总部进货外，就地采购生鲜和肉类等容易成为引流品类的高频消费农产品并自行定价销售。对于加盟商而言，前期投入约为250万元（加盟费10万+货架设备175万+其他费用60万），毛利率约为17%，税前净利率约为2.1%。
- 公司主要利润来自自有品牌产品的批发。** 公司除了加盟费和货架设备主要通过加盟商采购的1%获取收入，因此自有品牌产品的批发是公司利润的重要来源。随着开店步伐加快，22年以来公司业务超市店效略有下降，但总体仍较高。FY2023Q1-3，公司单店收入为3.18亿日元（约1590万元），单店营业利润为2476万日元（约124万元），营业利润率7.8%。

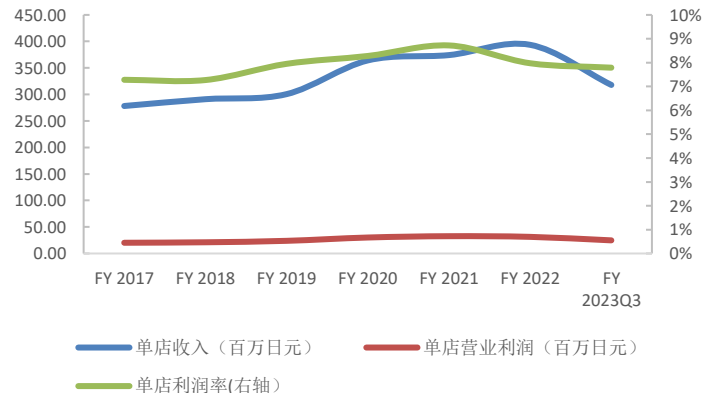
图表：神户物产业务超市加盟政策

	直辖地区	地方地区
契约公司数	89家	15家
签约单位	以单店铺为单位，无出店限制	以县为单位签约，各地区店主有独占权
加盟费	200万日元	该地区人口数*2日元
保证金	1000万日元	该地区人口数*5日元
品牌使用费	总采购量的1%	对象商品采购量的1%
设备费用	常温货架以及冷冻设备工程费用大约3200-3800万日元 其他费用: 设备, 装修, pos收银台, 以及其他准备费用需另行准备	
配送费用	原则上由总部承担	需咨询

图表：业务超市加盟商单店模型

	月额(人民币)	占比
销售额	218万	100.00%
毛利额	37万	17.00%
销售管理费用	33万	14.90%
其中(租金)	6.5万	3.00%
其中(人员工资)	12万	5.50%
税前净利润	4.5万	2.10%

图表：业务超市店效



资料来源：公司公告，Bloomberg，太平洋证券研究院整理
注：日元：人民币=1：20计

► 行业评级

看好：我们预计未来6个月内，行业整体回报高于沪深300指数5%以上；
中性：我们预计未来6个月内，行业整体回报介于沪深300指数 - 5%与5%之间；
看淡：我们预计未来6个月内，行业整体回报低于沪深300指数5%以下

► 公司评级

买入：我们预计未来6个月内，个股相对沪深300指数在15%以上；
增持：我们预计未来6个月内，个股相对沪深300指数介于5%与15%之间；
持有：我们预计未来6个月内，个股相对沪深300指数介于-5%与5%之间；
减持：我们预计未来6个月内，个股相对沪深300指数介于-5%与-15%之间

投诉电话： 95397
投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，公司统一社会信用代码为：91530000757165982D。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。