

2017.07.24

评级:

增持

上次评级:

增持

## 日系便利店全球领先的奥秘解析

### ——从日系便利店看内资便利店发展空间

	<b>瞿猛 (分析师)</b>	<b>彭璞 (研究助理)</b>	<b>陈彦辛 (分析师)</b>
	021-38676442	021-38674933	021-38676430
	zimeng@gtjas.com	pengying@gtjas.com	Chenyanxin@gtjas.com
证书编号	S0880513120002	S0880116100160	S0880517070001

#### 本报告导读:

参考日本经验,我国便利店行业有望迎来高速发展期,一二线城市人口密度高、生活节奏快有望率先受益,借鉴日本经验,内资便利店运营效率和盈利能力正逐步改善。

#### 摘要:

- **投资建议:** 日本便利店行业规模高达 6923 亿元,渗透率 8.2%;而国内便利店行业规模仅 1334 亿元,渗透率 0.45%。我国人均 GDP 水平已达日本便利店高速发展期水平,发达一二线城市人口密度高、生活节奏快,有利于便利店行业发展。未来主要在发达一二线城市布局的日系便利店有望率先受益行业渗透率提升,内资便利店通过借鉴日系便利店成功经验,有望逐步提升运营效率和盈利能力,推荐两条投资主线:(1)受益便利店行业加快发展的内资便利店企业,建议增持:永辉超市、天虹股份、家家悦,受益标的:红旗连锁;(2)与日系便利店紧密合作的内资企业,建议增持:王府井、中百集团。
- **日本便利店行业全球领先,寡头垄断格局稳固。**全球零售 250 强中便利店企业共 11 家,其中日系便利店与其代理商占据 5 席,7-11 及其代理商企业 2015 年营收 658 亿美元,占比 61%,处于绝对领先地位。日本便利店行业 CR4 85%,前三大企业 7-11、罗森、全家的市占率分别为 39%/19%/18%,而以 7-11 和全家为代表的便利店企业近年来市占率还处于持续提升的阶段,规模效应不断凸显。
- **日系便利店成功的奥秘:产品结构、运营效率和开放加盟。**日系便利店在长期经营中积累了宝贵经验:1、提高快餐鲜食占比能够提升盈利能力:以罗森和全家为例,其快餐鲜食销售占比高达 40%,毛利率接近 40%,而其他产品毛利率只有 27%;2、区域密集开店和共同配送模式可以提高运营效率;3、开放加盟是盈利和标准化扩张的关键:三大便利店企业在日本的加盟店占比均超过 95%,全家作为后进入者通过开放加盟实现了在日本和中国市场扭亏为盈,净利率最高达 8%。
- **国内便利店行业有望进入高速发展期,内资便利店运营效率和盈利能力有待提升。**1976-1990 年日本便利店行业开启高速成长期,当前中国人均 GDP 为 8516 美元与日本 80 年代水平相近,发达一二线城市人口密度高、生活节奏快,多方因素有望共同促进便利店行业加快发展。对标日系便利店,内资便利店主要存在以下问题:1、运营效率偏低:日本便利店的坪效和日均来客数分别为国内便利店的 5 倍和 2 倍;2、盈利能力偏弱:大陆便利店平均毛利率为 26%,而日本便利店平均毛利率为 30%;3、产品结构和门店结构不尽合理:内资便利店快餐鲜食和加盟店占比分别为 15%和 50%,而日本本土便利店这一比例分别为 40%和 95%。未来,内资便利店通过借鉴日系便利店成功经验,将逐步改善运营效率和盈利能力。
- **风险提示:** 经济下滑导致消费疲软,行业竞争加剧,新技术冲击等。

#### 相关报告

批零贸易业:《为零售插上技术的翅膀》	2017.07.12
批零贸易业:《从日本消费及业态变迁看中国消费机遇》	2017.06.26
批发零售业:《高端消费提速复苏,中端消费接力回升》	2017.06.25
批零贸易业:《新零售、新消费、铸龙头》	2017.06.01
批零贸易业:《从供应链变革及消费者行为看超市未来》	2017.05.31

目 录

序言 ..... 3

1. 日系便利店全球领先，二十年持续增长 ..... 4

    1.1. 日系便利店全球领先，7-11 占据绝对领先地位 ..... 4

    1.2. 日本便利店复盘：二十年持续增长，寡头垄断格局稳固 ..... 5

2. 日系便利店成功的奥秘：产品结构、规模效应和开放加盟 ..... 7

    2.1. 产品结构：高毛利的快餐鲜食和自有品牌提升盈利能力 ..... 7

    2.2. 规模效应：区域密集扩店和共同配送提高运营效率 ..... 8

    2.3. 开放加盟：实现盈利和标准化扩张的关键 ..... 9

3. 国内展望：具备发展潜力，内资便利店运营效率和盈利能力有待提升 11

    3.1. 经济发展水平和高人口密度创造有利条件 ..... 12

    3.2. 竞争格局分散，龙头企业扩张潜力大 ..... 13

    3.3. 产品结构和运营效率改善空间大 ..... 15

4. 投资建议 ..... 18

5. 风险提示 ..... 19

起点学院，产品、运营技能提升必修课。

## 序言

日系便利店发展全球领先，近 20 年持续正增长，2016 年行业规模已达 6923 亿元，渗透率 8.2%，而国内便利店行业规模仅 1334 亿元，渗透率 0.45%。日本便利店前三大企业 7-11、罗森、全家的市占率分别为 39%/19%/18%，CR4 高达 85%，寡头垄断格局稳固。回顾日本便利店行业的发展历史，龙头企业能够取得成功的原因可以归纳为以下几点：

- 1、宏观和政策环境支持：**1969-1975 年日本经济处于高速增长期，人均 GDP 持续攀升，到 1976 年人均 GDP 已达 6230 美元。1976-1980 年，日本经济增速处于换挡期，但仍保持较快增长，快节奏的都市生活和老龄化的社会刺激了便利性购物需求，《大店法》颁布为中小型零售商家保驾护航，多方因素共同促进日本便利店行业进入高速发展期。
- 2、人口结构和消费行为变迁：**1976-1980 年是日本便利店行业的高速增长期，也是日本老龄化加快阶段，这一时期 65 岁以上人口占比不断提升。老龄化社会进一步催生便利性消费需求，从 7-11 便利店的顾客年龄结构演变来看，1993 年 40 岁以上的顾客占比仅为 21%，而 2013 年这一比例已经达到 50%，中老年人逐渐取代年轻人成为 7-11 最主要的消费群体。
- 3、日系便利店在产品结构、运营效率和加盟模式三方面具备优势：**便利店产品中快餐鲜食毛利率接近 40%，而其他产品毛利率只有 27%，因此提高快餐鲜食占比能够有效提升盈利能力，罗森和全家的快餐鲜食占比高达 40%。便利店行业规模效应明显，7-11 通过区域密集开店和“多温带+小量多次共同配送”模式有效提高运营效率，在行业内占据绝对领先地位。开放加盟是盈利和标准化扩张的关键，三大便利店企业在日本本土的加盟店占比均超过 95%，全家作为便利店行业的后进入者通过开放加盟实现了在日本本土和中国市场扭亏为盈，巅峰时期净利率高于 8%。

当前我国便利店行业面临渗透率较低、市场结构分散、经营效率偏低等问题，未来我国便利店行业能否迎来高速增长期？哪些企业最为受益？本文试图通过对比分析日系便利店和国内便利店的发展情况为国内便利店行业提供启示。

## 1. 日系便利店全球领先，二十年持续增长

### 1.1. 日系便利店全球领先，7-11 占据绝对领先地位

日本便利店发展全球领先，7-11 占据绝对领先地位。根据德勤发布的《2017 年全球零售报告》，全球零售 250 强中上榜便利店企业共 11 家，其中日系便利店与其代理商占据 5 席，其收入总和占上榜便利店收入总和的 52%。7-11 及其代理商企业 2015 年营收达 658 亿美元，占上榜便利店收入总和的 61%，处于绝对领先地位。

表 1: 全球零售 250 强上榜的便利店企业

公司名称	所属国家	2015 财年收入 (百万美元)	2015 财年业务分布 国家或地区数量	2010-2015 财年复 合年增长率
7-11	日本	47,795	19	3.20%
CP ALL (7-11 代理商)	泰国	11,890	1	24.00%
OXXO	墨西哥	9,572	3	19.40%
陆空军贩卖服务机构	美国	7,206	33	-3.80%
统一超商 (7-11 代理商)	台湾	6,080	3	4.40%
GS25	韩国	5,341	1	12.70%
罗森	日本	4,056	6	4.60%
BGFretail	韩国	3,832	2	14.40%
Indomarco	印度尼西亚	3,709	1	23.10%
Alfamart	印度尼西亚	3,620	1	28.00%
全家	日本	3,545	7	6.00%
7-11 相关企业合计		65,765		
日本企业合计		55,396		
总计		106,646		

数据来源：Deloitte，国泰君安证券研究

图 1: 7-11 在全球范围内运营超 30000 家店铺



数据来源：7-11 公司官网



## 1.2. 日本便利店复盘：二十年持续增长，寡头垄断格局稳固

日本便利店发展经历了萌芽期-高速成长期-加速整合期三个阶段。日本首家便利店诞生于 20 世纪 70 年代初，Family Mart、7-11、罗森先后于 1973、1974、1975 年开设第一家店铺，此后日本便利店行业从 1998 年至今维持了 20 年持续正增长，即便是在泡沫经济破灭以后经济增长停滞时期，便利店行业的增速也远超超市和百货业态，2016 年日本便利店行业规模已达 11.45 万亿日元，约合 6923 亿元人民币。

- **1969-1975 年：日本便利店萌芽期。**20 世纪 70 年代初，超市业态的迅猛发展对一般批发商和中小零售商带来较大冲击，日本自由连锁协会、日本能率协会举办有关便利店经营知识的讲座，日本中小企业厅制定《便利店手册》，对便利店概念的普及和经营技术的发展奠定了基础。这一阶段诞生了日本最早的便利店，主要由酒类、食品类批发商开设，以自由连锁为主要经营形式。
- **1976-1990 年：日本便利店高速成长期。**20 世纪 80 年代中期以后日本经济增速放缓、消费疲软，多家地方中小连锁零售店破产，《大店法》颁布为便利店的发展创造了有利条件。这一时期便利店由自由连锁转变为以特许加盟为主要经营形式，1982-1991 年期间日本个人零售店铺总数从 102.7 万家下降到 68.2 万家，中小零售商逐渐被便利店取代。
- **1990 至今：日本便利店逐渐成熟进入加速整合期。**泡沫经济破灭后日本经济增长几乎停滞，直到 2010 年起恢复正增长、开始缓慢复苏。在此期间，便利店始终保持正增长，2008 年超过百货成为日本第二大零售业态，在日本零售店铺总数逐年减少的同时，便利店数量实现了稳步增长，排名前三的 7-11、罗森和 Family Mart 总店铺数超过 15000 家，寡头垄断格局越来越明显。

表 2：日本便利店发展历程

	1969-1975 年	1976-1990 年	1990 年至今
行业周期	萌芽期	高速成长期	加速整合期
经济环境	受益于“国民收入倍增计划”，日本经济处于高速增长期	受“尼克松冲击”、“石油危机”影响日本经济增速放缓	泡沫经济破灭后日本经济增长几乎停滞；2010 年起恢复正增长、缓慢复苏
政策环境	日本中小企业厅制定《便利店手册》	实施《大店法》，限制大型零售店的发展	-
行业特征	以自由连锁店为主，经营管理水平较低	特许连锁店快速发展，行业龙头 7-11 利润率达到最高	企业推出多元化服务、进军国际市场；行业并购整合
人均 GDP (美元)	1,669-5,111	6,230-24,505	25,123 以上

数据来源：夏春玉《日本便利店的发展历程》，国泰君安证券研究

图 2：日本便利店销售额持续走高

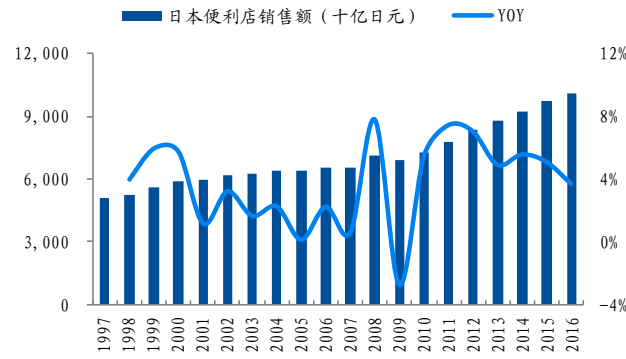
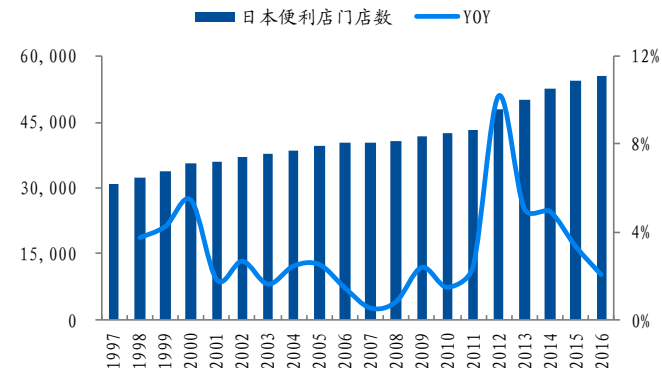


图 3：日本便利店数量不断增加



数据来源：日本经济产业省，国泰君安证券研究

图 4：便利店已成为日本第二大零售业态

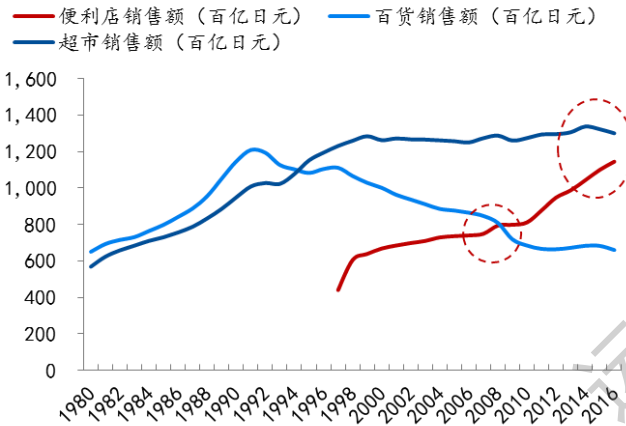
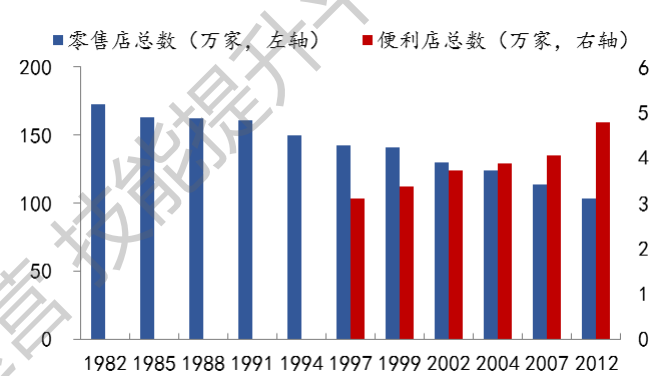


图 5：日本零售店总数逐年下降，便利店逐年增加



数据来源：Wind，日本经济产业省，国泰君安证券研究

表 3：1990 以后日本便利店进入加速整合期

时间	并购事件
1995 年	南九州全家收购当地 9 家连锁店铺
1996 年	罗森收购松江市的 A&B
1998 年	Circle K 与 Sunkus 宣布合并
2008 年	罗森收购生鲜便利店 shop99
2009 年	全家收购行业排名第七的 am/pm
2016 年	全家与第四大便利店 Circle K Sunkus 合并成立 UNY 集团

数据来源：《日本便利店的发展历程》，国泰君安证券研究

日本便利店行业规模效应远超超市行业，寡头垄断格局稳固。超市和便利店两种业态经营模式颇为相似，但超市行业的规模效应远不如便利店行业。以日本为例，日本超市行业 CR4 仅为 27%，规模最大的 Aeon 集团的市占率为 12%；而 2016 年 2 月便利店行业的 CR4 已达 85%，前三大企业 7-11、罗森、全家的市占率分别为 39%/19%/18%。而且以 7-11 和全家为代表的便利店企业近年来市占率还处于持续提升的阶段，行业规模效应显著，龙头企业优势不断凸显。

图 6：日本便利店市场集中度高

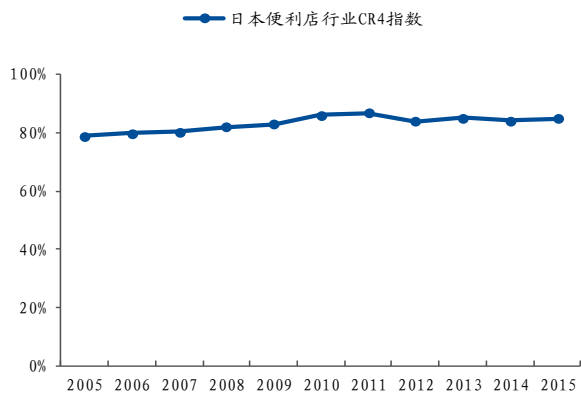
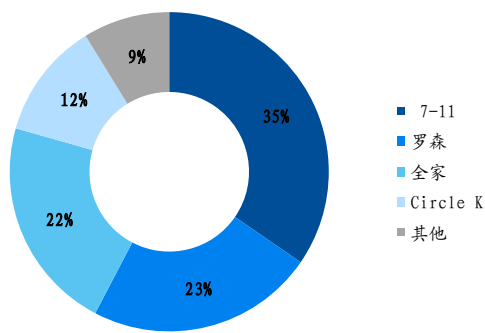


图 7：日本前四大便利店企业门店数占比高达 91%



数据来源：公司年报，国泰君安证券研究

图 8：7-11 在日本的市场份额最高

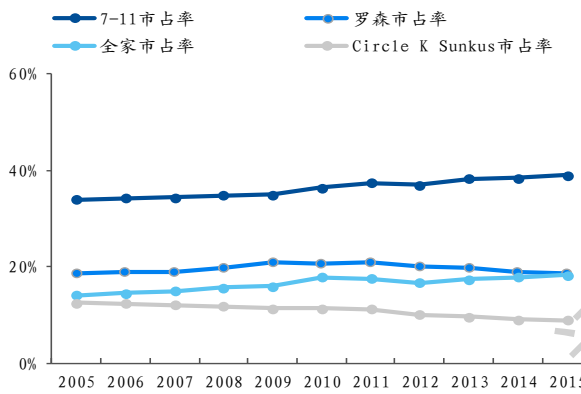
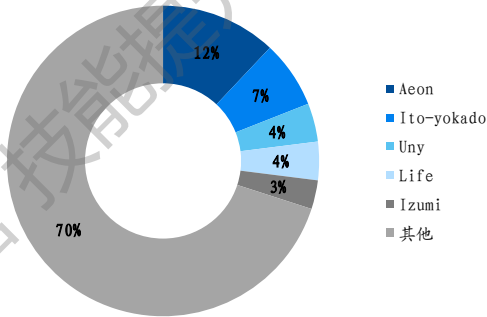


图 9：日本最大超市 Aeon 市占率仅 12%（2015）



数据来源：公司年报，Nikkei，国泰君安证券研究

## 2. 日系便利店成功的奥秘：产品结构、规模效应和开放加盟

### 2.1. 产品结构：高毛利的快餐鲜食和自有品牌提升盈利能力

便利店通过出售快餐鲜食大幅提升盈利能力。便利店经营商品主要可以分为 3 类：第一类是快餐鲜食：包括盒饭、关东煮、面包等，日系便利店的快餐鲜食基本都是自有品牌产品；第二类是加工食品，包括面包、甜点等，这类产品中部分为自有品牌产品；第三类是非食品，包括日用品等。在这 3 类产品中，快餐鲜食的盈利能力最强，罗森和全家 2016 年快餐、鲜食的平均毛利率分别为 41%和 35%，而其他产品的平均毛利率只有 27%。

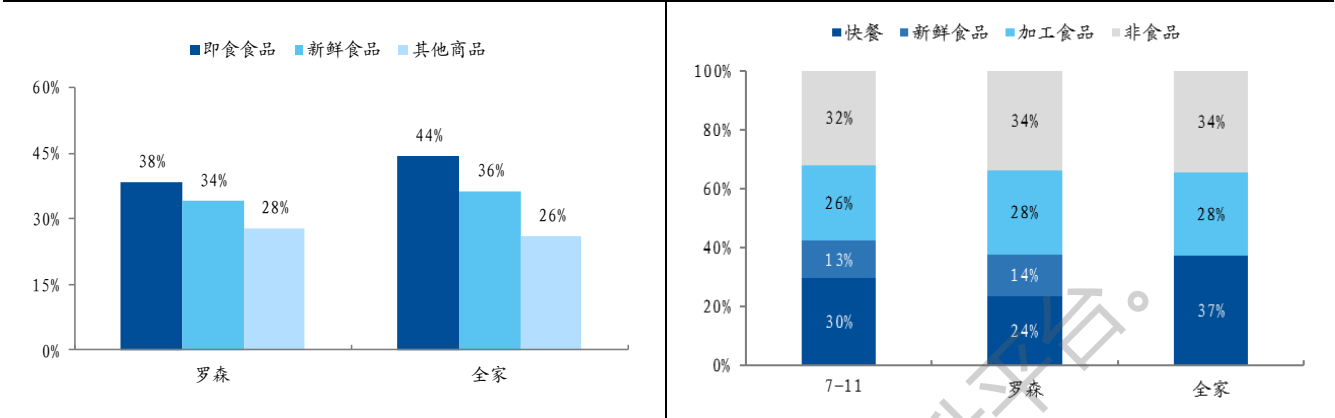
表 4：便利店主要商品分类

分类	产品种类	属性
快餐	盒装午餐、面条、三明治，通过柜台售卖的关东煮、咖啡、豆浆等。	通常为自有产品
新鲜食品	保质期较短的面包、甜点等	通常为自有产品

加工食品	饮料、包装零食等	部分产品属于自有产品
非食品	香烟、杂志、日用品、礼品等	通常不属于自有产品

数据来源：公司年报，国泰君安证券研究

图 10：快餐鲜食利润率高于其他产品（2016） 图 11：快餐鲜食销售占比近 40%（2016）



数据来源：公司年报，国泰君安证券研究

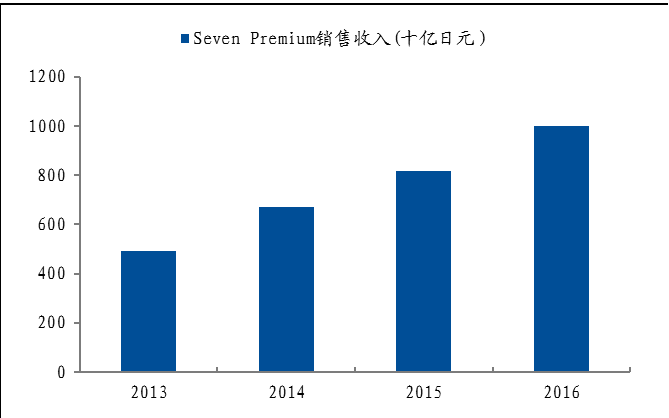
**7-11 自有品牌矩阵丰富，新品研发能力卓越。**7-11 先后开设了不同定位的多个自有品牌：1、优质和价格较高的“7-Gold”；2、优质和高性价比的“7-Premium”；3、强调“原汁原味”的“Daily Fresh Food”；4、日常用品“Seven Lifestyle”品牌。其中 7-Premium 品牌从 2007 年推出，在随后 9 年间销售额增长了近 5 倍，截至 2012 年占 7-11 销售总额的 59%，2016 年销售收入超过 1 万亿日元，已经成为目前日本规模最大的零售商自有品牌。7-11 创造性地与供应商成立策略联盟，有效建设了高效的自有产品开发体系，每年 7-11 门店中约有 70% 的产品会进行更新，平均每周会推出 100 个新产品。强大的新品研发能力有效提高了客户黏性，形成差异化的竞争优势。

图 12：7-11 构建了丰富的自有产品矩阵



数据来源：公司年报，国泰君安证券研究

图 13：7-Premium 营收快速增长



## 2.2. 规模效应：区域密集扩店和共同配送提高运营效率

便利店行业规模效应明显，实施区域密集扩店策略可以有效提高运营效率。便利店快餐鲜食占比高、单店库存小、存货周转快，因此对总部统一配送有着很高的要求。便利店行业规模效应明显，日本前三大便利店在日本国内的门店数量均超过一万家。以 7-11 为例，其在创立之初便贯



彻了“区域密集扩店策略”以创造规模效应，第一家 7-11 门店在东京江东区取得成功后，创始人坚持“不准踏出江东区半步”的策略在江东区构建密集的门店网络。区域密集的门店网络一方面有利于消费者建立品牌认知，减少总部在区域的广告投入。另一方面，区域密集门店网络可以分摊总部在不同区域构建物流中心的成本，同时缩短配送车辆的移动距离，门店之间还可以进行快速调货。根据绪方知行、田口香世的调查数据，区域密集扩店策略使得 7-11 门店的缺货率接近于 0，商品到货时间误差小于 30 分钟。

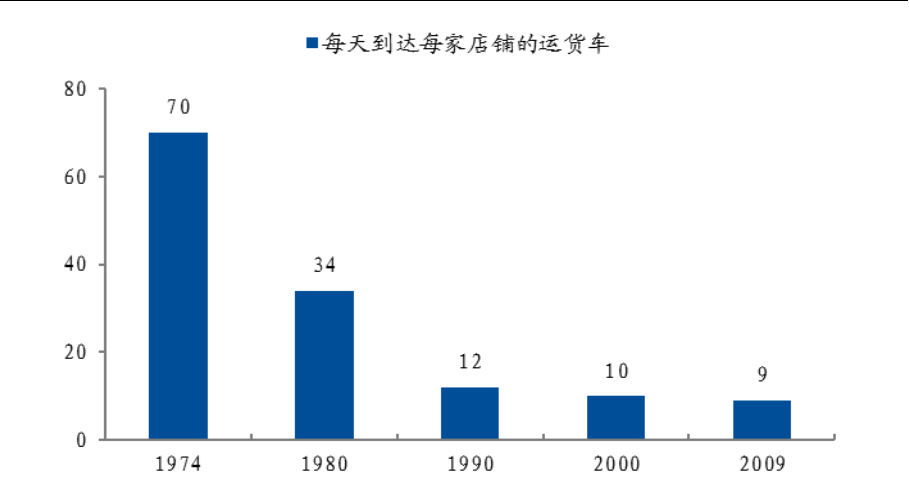
便利店特有“多温带+小量多次共同配送”模式有效提高物流效率。便利店的储藏面积有限，且快餐新鲜食品的保质期短，无法事先安排大量库存，为适应这些特点，日本的三大连锁便利店均采用“多温带+小量多次共同配送”的模式：生产商直接供货到不同区域的配送中心，对配送频率相同的商品，使用配置多温带的同一运货车从配送中心运送到门店。这一配送模式可以在减少供货负担的同时为门店提供密集商品配送服务，最大化地减少库存压力和保证新鲜食品的质量。7-11 从 1970 年开始逐步实施“多温带+小量多次共同配送”模式，此后物流效率不断提升，每家门店的当日配送车辆到店数从 1974 年的 70 辆下降到了 2009 年的 9 辆。

表 5：7-11 的商品共同配送体系

储藏温度	主要产品	配送频率
室温	饮料、百货等	每周 3-7 次
20℃	盒装快餐、饭团等	每天 3 次
5℃	三明治、牛奶、保质期较短的新鲜食品等	每天 3 次
-20℃	冰淇淋等冷冻食品	每周 3-7 次

数据来源：公司年报、国泰君安证券研究

图 14：7-11 每家门店当日配送车辆到店数逐年减少



数据来源：《零售的本质》，国泰君安证券研究

2.3. 开放加盟：实现盈利和标准化扩张的关键

加盟模式有利于提高便利店盈利能力，成为企业盈利的关键。从成本结

构来看,7-11 和罗森的人工费用和租金占比分别为 37%/24%和 19%/31%，是最主要的费用项。在加盟模式下，公司总部提供经营指导、商品供应和配送、广告推广与信息系统支持，而加盟商承担门店的人工成本、租金等费用，同时向总部缴纳固定加盟费和一定比例佣金（通常为毛利的 30%或以上）。由于加盟模式下由加盟店承担人工成本等主要费用，因此便利店企业能够以较低的成本和资本支出实现大规模标准化复制，从而实现规模效应，并通过收取加盟费和利润分成获取较强盈利能力。以全家为例，全家在日本设立第一家门店的 17 年后，才开放加盟，并于其后第 4 年实现盈亏平衡。全家从 2004 年开始进入中国，2014 年起全家开始大力发展加盟门店，加盟店的比例从前一年的 43%提升至 63%，同年即实现盈利，可见开放加盟是日系便利店扭亏为盈的主要路径。

表 6: 日系三大便利店加盟模式解析

7-11			罗森		全家	
	A 类	C 类	B4 类	Cn 类	B 类	N 类
店面所有者	加盟商	总部	加盟商	总部	加盟商	总部
合同期限	15 年	15 年	10 年	10 年	10 年	10 年
销售设备	总部承担	总部承担	-	-	总部承担部分	总部承担部分
初始加盟费	300 万日元	250 万日元	300 万日元	300 万日元	300 万日元	300 万日元
滞销商品处理费用	总部承担 15%，加盟商承担 85%		总部承担 20%-55%	-	总部承担 10%-50%	
水电费	总部承担 80%，加盟商承担 20%		总部承担 50%电费	加盟商承担	总部承担 360 万元以下部分的 90%	
佣金比例	毛利*43%	毛利*浮动比例	按销量梯队收取毛利的 45%-70%	毛利*34%	按不同销售额收取毛利的 39%-52%	按不同销售额收取毛利的 59%-69%
最低毛利收入保证	1900 万日元	1700 万日元	1860 万日元	2220 万日元	2000 万日元	
人工费用	加盟商承担					
其他总部承担费用	信息系统费用、广告推广费用等					

数据来源：公司年报，国泰君安证券研究

图 15: 人工、租金为便利店主要成本项

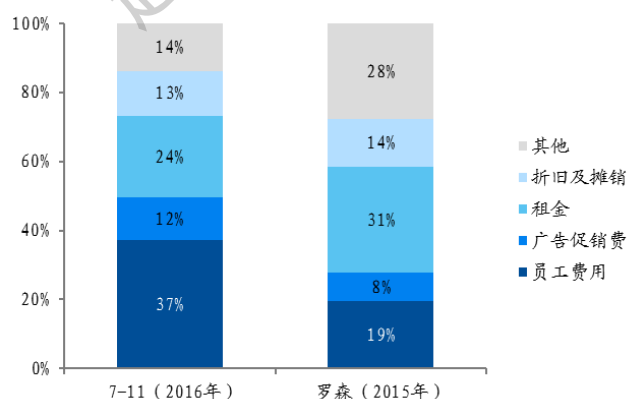
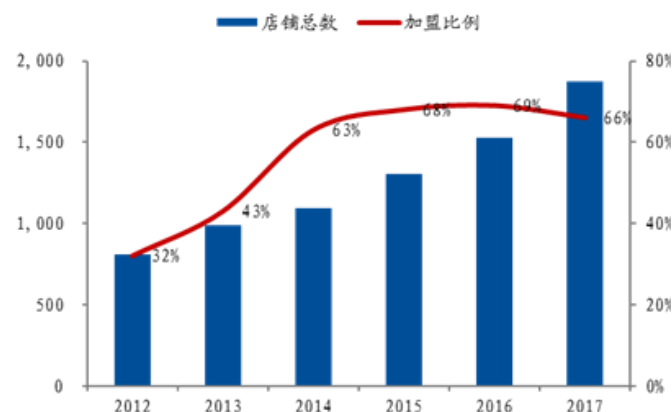


图 16: 2013 年全家在中国提高加盟店比例



数据来源：公司年报，国泰君安证券研究，注：7-11 数据包括日本外市场，其他费用包括水电煤费用、设备租赁费用、门店

维护费用等，每年数据从前一年3月至当年2月底止

日系三大便利店本土加盟比例均超过95%，平均净利率高于6%。在成熟市场，三大便利店统一采用高加盟比例经营模式，7-11、罗森、全家在日本本土的加盟店占比分别高达98%/95%/97%。而在新进市场，三大便利店一方面与当地企业代理合作以实现本土化经营，另一方面也在逐步提高加盟比例。在进入新市场的早期，加盟店的比例通常较低，且会根据加盟店的经营情况进行调整。在实现较高品牌知名度、适应本土经营的标准化模式成熟后再逐步开放加盟。以全家为例，全家在近年新进入的越南、印尼、菲律宾等新兴市场均尚未开放加盟，而在早期进入的中国台湾、中国大陆、泰国等市场逐步提高加盟比例，目前台湾地区加盟店比例已经达到90%，大陆地区加盟店比例快速提升至66%，泰国虽然已经开放加盟，但加盟比例仍在不断调整中。加盟模式使得便利店的盈利能力远高于一般超市企业2%-3%的净利率，全家和罗森巅峰时期净利率接近8%，近年来随着新兴市场拓展加快净利率有所下滑，但2006-2016年平均净利率均高于6%。

图 17：三大便利店在日本的加盟比例均超过 95%

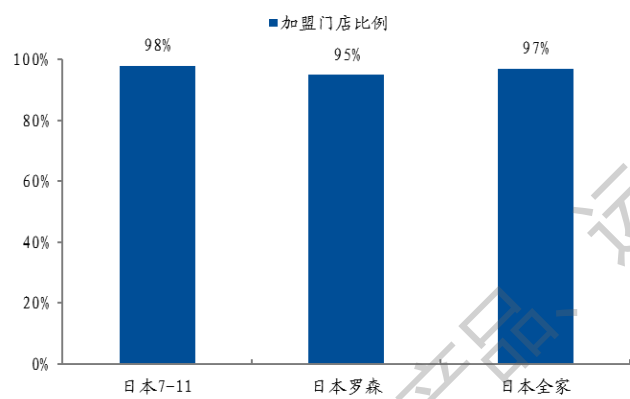
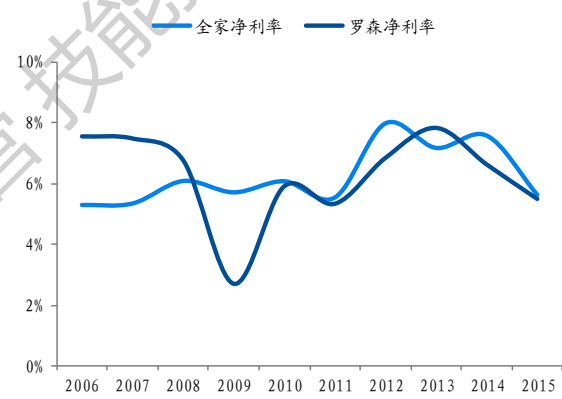


图 18：加盟模式使得便利店净利率高于 6%



数据来源：公司年报，国泰君安证券研究

表 7：全家在日本新兴市场的加盟比例逐步提升

市场	进入时间	加盟店比例		
		2013 年	2015 年	2017 年
中国台湾	1988 年	89%	88%	90%
泰国	1993 年	13%	18%	15%
中国大陆	2004 年	43%	68%	66%
越南	2009 年		0	
印度尼西亚	2012 年		0	
菲律宾	2013 年		0	

数据来源：公司年报，国泰君安证券研究

### 3. 国内展望：具备发展潜力，内资便利店运营效率和盈利能力有待提升

### 3.1. 经济发展水平和高人口密度创造有利条件

我国当前人均 GDP 水平与日本便利店成长期相近，行业渗透率有望加快提升。便利店是消费升级背景下消费者便利性需求增加而催生的细分业态，与一国经济发展水平息息相关。1976-1990 年代日本便利店行业开启高速成长期，人均 GDP 从 6230 美元增长至 24505 美元，而当前中国人均 GDP 为 8516 美元，且 GDP 增速处于较高水平，居民消费能力提升和生活节奏加快有望加速便利店业态行业渗透率提升。根据中国连锁经营协会的统计，我国便利店行业销售额为 1334 亿元，2012 年以后，便利店行业规模一直保持两位数的增速，2012-2015 年各年增速分别为 17%/18%/11%/12%，显著高于超市、百货等传统零售业态。2016 年我国便利店行业渗透率仅为 0.45%，而日本便利店行业渗透率 1998 年就已经达到 4.2%，2016 年上升至 8.2%。对标日本，我国便利店行业渗透率有望加速提升。

图 19：中国经济环境与 80 年代的日本相似

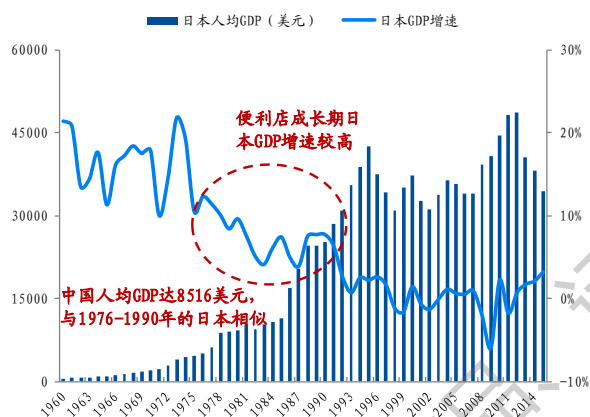
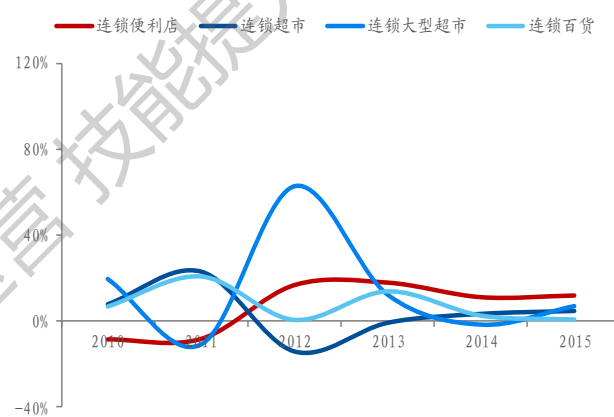


图 20：近年来便利店行业增速好于其他业态



数据来源：Wind，国泰君安证券研究

图 21：中国便利店行业渗透率远低于日本

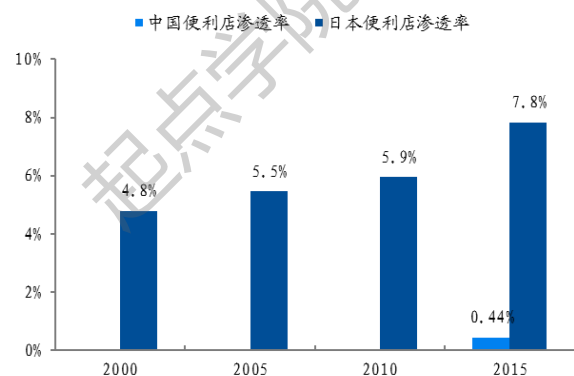
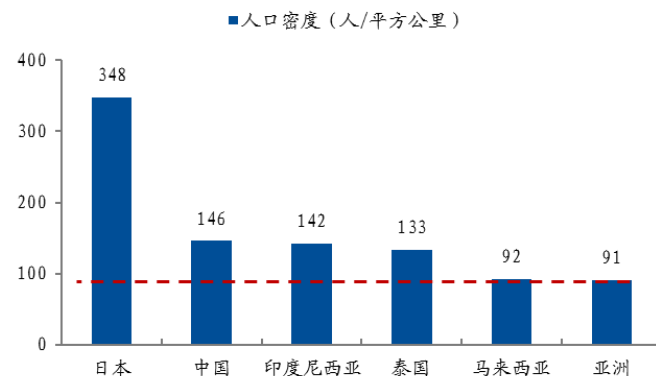


图 22：高人口密度支撑便利店行业发展



数据来源：Wind，公司年报，国泰君安证券研究

中国人口密度高、大都市圈人口聚集明显，便利店发展潜力大。便利店主要是为了满足顾客便利性、即时性的消费需求，门店的辐射范围较小，因此所在地区的人口密度在很大程度上决定了门店的客流量与经营情况。2015 年日本平均人口密度为 348 人/平方公里，且人口主要集中在东京、京阪神、名古屋三大都市圈，人口密度高和生活节奏快拉动了居



民对便利性快餐和鲜食的需求，成为了便利店发展的有利条件。7-11、罗森、全家近年来陆续进入亚洲其他经济较发达的市场，如中国台湾、中国、印尼、泰国、马来西亚等，这些地区都呈现高人口密度的特征。我国 2015 年人口密度为 146 人/平方公里，东部沿海地区的人口密度高于平均，人口多聚集与京津冀、长三角、珠三角三大经济圈，有利于便利店业态发展。

逐渐步入老龄化社会，进一步催生便利性购物需求。1976-1980 年是日本便利店行业的高速成长期，也是日本老龄化加快阶段，65 岁以上人口占比不断提升。从 7-11 便利店的顾客年龄结构来看，1993 年 40 岁以上的顾客累计占比仅为 21%，而 2013 年这一比例已经达到 50%，中老年人逐渐取代年轻人成为 7-11 最主要的消费群体。近年来我国 65 岁以上人口的占比也在逐年提升，老龄人口的增加将进一步催生便利性的购物需求，推动便利店行业的发展。

图 23：老龄人口逐渐成为 7-11 主要顾客

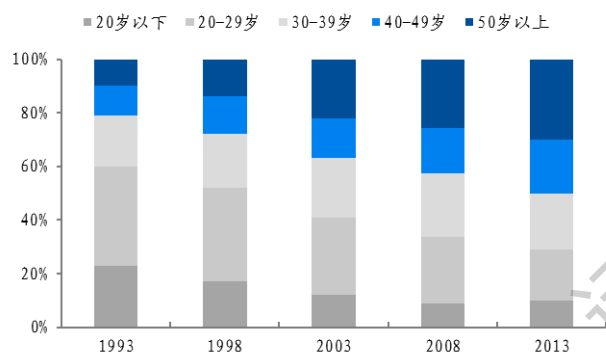
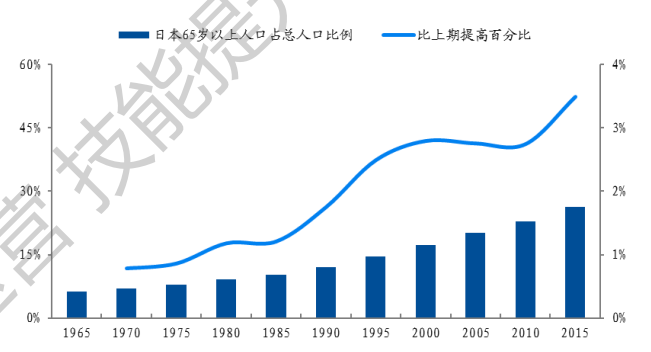
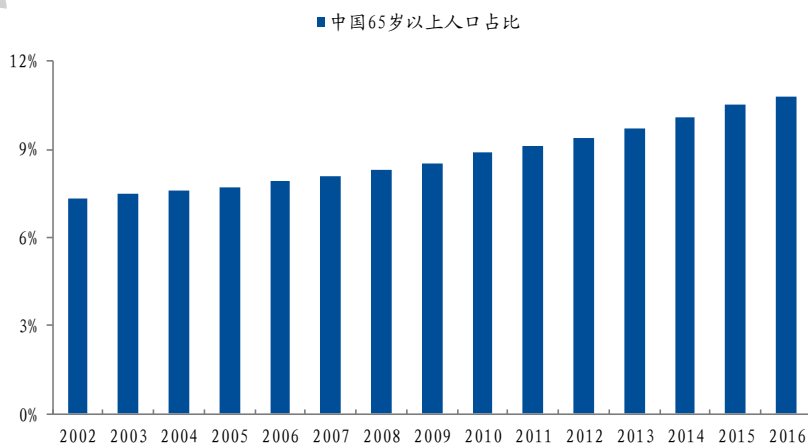


图 24：日本老龄人口占比不断提升



数据来源：Wind，国泰君安证券研究

图 25：我国 65 岁以上人口占比不断提升



数据来源：WIND，国泰君安证券研究

### 3.2. 竞争格局分散，龙头企业扩张潜力大

行业竞争格局较为分散，国企、民企、外资差异化竞争。根据中国连锁经营协会和 BCG 统计，2016 年我国便利店门店总数 9.8 万家，便利店品牌超过 260 个，前十大便利店的门店数之和仅占 59%，便利店行业集中

度仍有较大提升空间。国有便利店企业的规模最大，2016 年排名前 11 的便利店中，国有企业占据 4 席，其中中石化旗下易捷和昆仑好客门店总数约为 2.5 和 1.7 万家，此前主要在加油站周边经营，是全国性布局的便利店，美宜佳和快客分别有 10000+和 1551 家门店，是区域布局的国有便利店连锁企业。民营企业和其他企业占据 4 席，主要在北非上广区域布局。外资企业占据 2 席，主要在国内经济最发达的北上广和部分二线城市布局。

表 8: 国内前十大便利店企业信息汇总

	企业性质	门店数	门店布局	门店分布地区
易捷	国有企业	25000	全国性	北京、上海、山东、云南、浙江、广东、湖北、河南、江西
昆仑好客	国有企业	17000	全国性	无
美宜佳	国有企业	10000+	区域性	广东、福建、湖南、江西、湖北
天福	民营企业	3311	区域性	广东、湖南
红旗连锁	民营企业	2704	成都地区	成都市及周边
十足/之上	民营企业	1936	浙江地区	温州地区、台州地区、金华地区、杭州
全家	外资企业	1810	一二线城市	北京、上海、深圳、杭州、无锡、广州、东莞、成都
快客	国有企业	1551	区域性	北京、上海、广州、大连、杭州、宁波
好德/可的	其他企业	1400	长三角	上海、苏州、无锡、杭州
唐久	民营企业	1420	中西部地区	山西、河北、广东、河南、内蒙古、安徽、陕西、四川
7-11	外资企业	1371	一二线城市	北京、天津、青岛、上海、重庆、成都等

数据来源：中国连锁经营协会，BCG，公司官网，国泰君安证券研究

日系便利店盈利能力转好趋势明显。7-11、罗森、全家三家日系便利店主要采取与国内代理商合作或设置区域子公司的形式在发达一二线城市布局。全家和 7-11 已经于 2014 年实现盈利，罗森在上海、重庆、大连设置的子公司目前仍处于亏损状态，但随着近年来营收规模不断扩大，亏损幅度也在持续收窄。

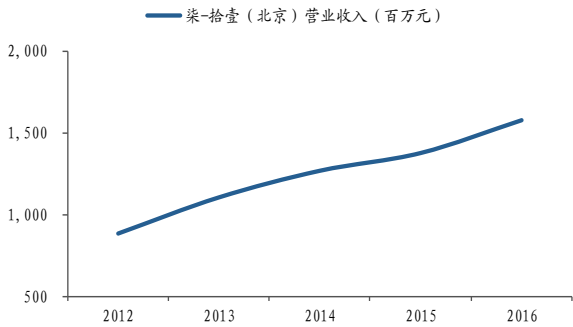
表 9: 日资便利店在国内市场的分布与经营情况

公司	合作方	成立时间	店铺数
7-11	王府井百货	2005	北京 219 家，天津 82 家，青岛 28 家
	统一超商	2009	上海 120 家
	香港牛奶国际	1995	-
	新希望集团	2013	重庆 30 家
	王府井百货	2011	成都 73 家
中国合计		最新	1371
罗森	罗森中国子公司	1996	北京 48 家，大连 82 家，重庆 136 家
	华联	1996	上海 665 家
	中百集团	2016	武汉 72 家

中国合计	最新	1189
全家	全家中国子公司	2004
		北京 21 家，上海 1150 家，杭州 115 家，无锡 64 家，深圳 57 家，广州 215 家，东莞 15 家，成都 69 家
中国合计	最新	1810

数据来源：公司年报，公司官网，维基百科，国泰君安证券研究

图 26：7-11 京津冀地区门店营收稳步提升



数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

图 27：7-11 京津冀地区 2015 年后实现盈利

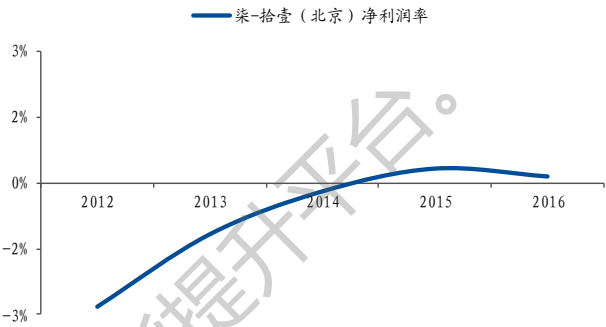
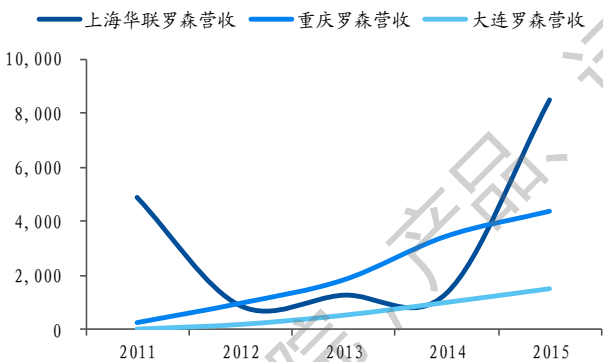
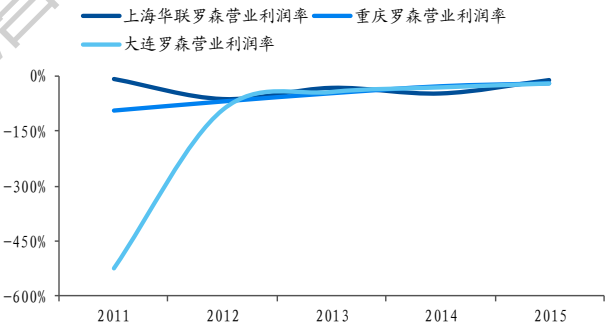


图 28：罗森中国分公司营收逐步增加（百万日元）



数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

图 29：罗森中国分公司亏损减小



### 3.3. 产品结构和运营效率改善空间大

门店运营效率与聚客能力较低，经营改善空间较大。中国连锁经营协会、野村综研对中国大陆、台湾、日本三地区代表性便利店进行的调查结果表明，大陆便利店的经营效率与台湾、日本地区存在较大差异。2013 年日本、台湾便利店的平均单店销售额为 42,032 元和 14942 元，约为 2015 年中国大陆便利店的 7 倍和 2.5 倍。从门店运营效率来看，日本便利店平均门店面积最大，台湾与中国大陆地区的便利店平均门店面积相近，但大陆便利店的坪效仅为 2.6 万元/平方米/年，远低于日本和台湾的 14 万元/平方米/年和 9.1 万元/平方米/年。从聚客能力来看，日本便利店的客单价高达 46 元，台湾与大陆的便利店客单价相近，但日本与台湾便利店的日均来客数分别为 919/800 人，均比大陆便利店高 2 倍以上。日本和台湾地区的便利店通过扩展如账单代收、快递自提等门店服务，有

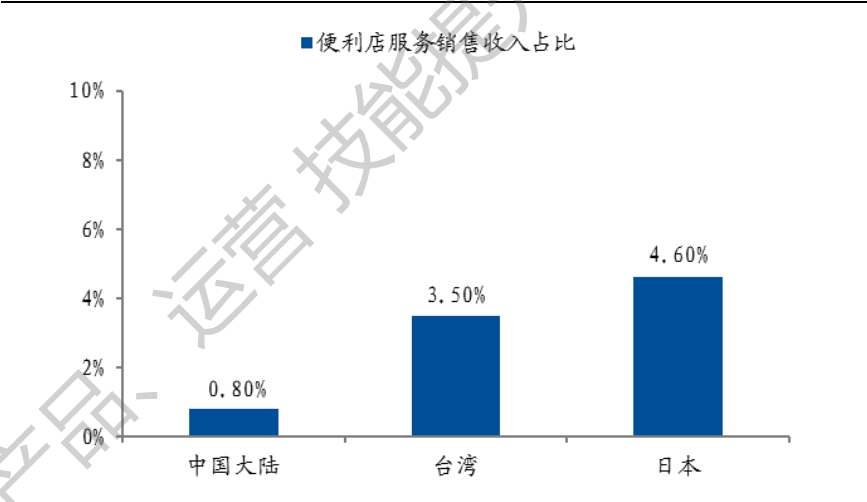
效增加客户来店频率，未来随我国便利店服务的不断完善、便利店商品结构的不断优化和人均收入水平的进一步提高，便利店来客人数和客单价的提升将进一步带动便利店坪效提升和经营改善。

表 10：日本、台湾、大陆便利店经营情况比较分析

经营指标	日本	台湾	中国大陆
单店销售额（元/天）	42032	14942	6002
平均门店面积（m²）	113	80	85
坪效（万元/m²/年）	14	9.1	2.6
日均来客数（人）	919	800	434
客单价（元）	46	18	15

数据来源：中国连锁经营协会，Wind，国泰君安证券研究，注：选取三地区主要便利店企业作为统计样本，除中国大陆单店销售额、平均门店面积、坪效为 2015 年数据，其余为 2013 年数据。

图 30：大陆便利店的服务销售收入占比低

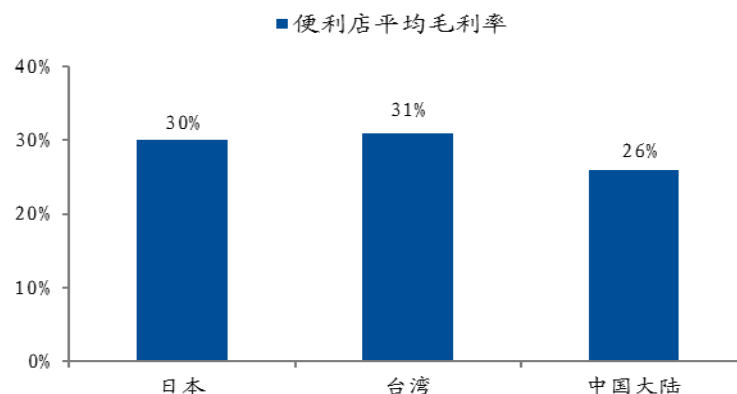


数据来源：中国连锁经营协会，野村综研，国泰君安证券研究

我国便利店利润水平较低，近年盈利改善显著。中国连锁经营协会和野村综研的调研结果显示，2013 年大陆地区便利店的平均毛利率为 26%，而同期日本和台湾便利店的毛利率为 30%和 31%，仍存在改善空间。近年来大陆地区便利店企业盈利情况呈现明显转好，中国连锁经营协会与波士顿咨询公司联合发布的《2017 中国便利店发展报告》表明，2016 年我国便利店行业中毛利率处于 20-30%的企业占比减少，同时毛利率≥30%的企业占比从 3%扩大至 11%，净利率处于 2-4%的企业占比提升，显示便利店企业盈利能力正在逐步提升。



图 31：大陆地区便利店毛利率低于日本和台湾



数据来源：中国连锁协会，野村综研，国泰君安证券研究

图 32：我国便利店企业毛利率改善

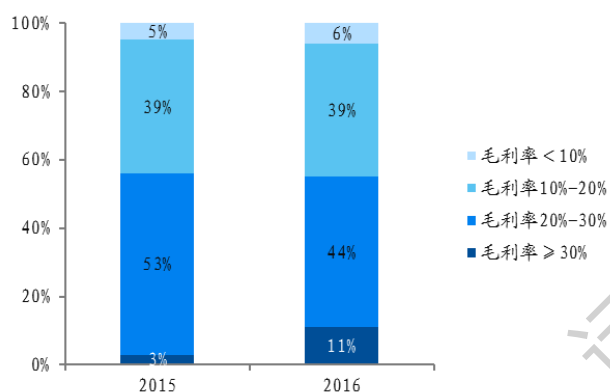
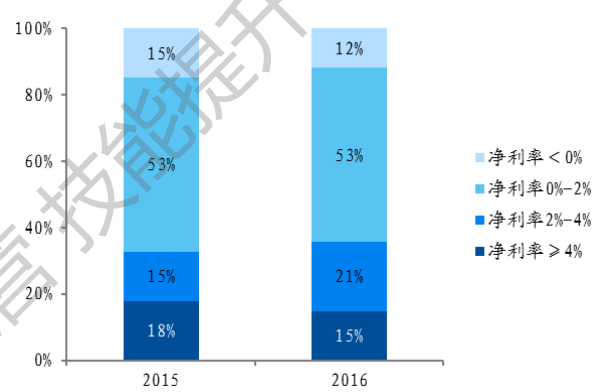


图 33：我国便利店企业净利率改善



数据来源：中国连锁经营协会，BCG，国泰君安证券研究

**产品结构：快餐鲜食和自有产品占比低，有待提升。**据统计，国内便利店的代表企业中生鲜及半成品的销售额占比平均为 15%，低于日本的 30-40%；其中高达 45% 的国内便利店生鲜、半成品产品销售占比 ≤ 10%。便利店企业自有品牌 SKU 数量占比平均仅为 8%，其中 63% 的企业 SKU 数量占 10% 以下，另有 16% 的便利店企业不经营自有品牌，而日本便利店自有品牌的销售占比高达 40-50%。未来，国内便利店有望通过提升快餐鲜食和自有产品占比，提升盈利水平、增加客户黏性。

图 34：国内便利店生鲜及半成品销售比例低

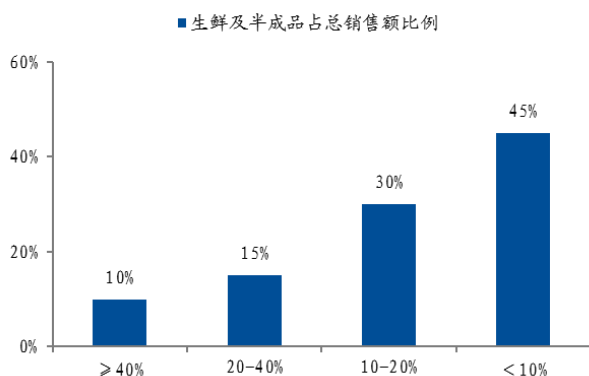
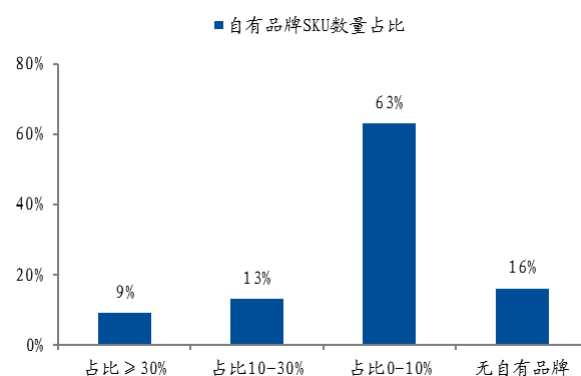


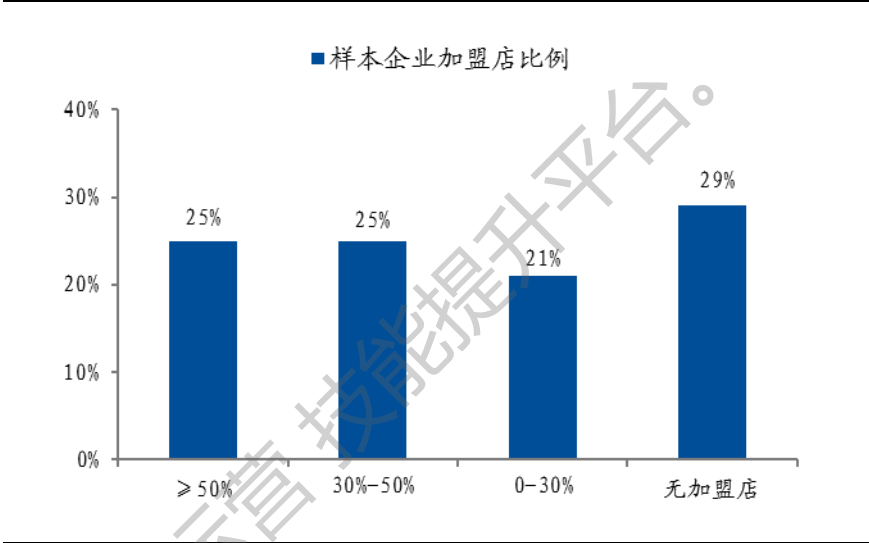
图 35：国内便利店自有品牌 SKU 数量少



数据来源：中国连锁经营协会，BCG，国泰君安证券研究

**经营模式：加盟店占比低，有待提升。**《2017 中国便利店发展报告》中支出我国便利店加盟店比例约为 50%，但有 21%的便利店企业加盟店比例小于 30%，还有 29%的便利店企业未开展加盟模式。三大日资便利店在国内市场的加盟店占比已经超过 50%，但相比日本本土 95%以上的加盟比例，未来仍有提升空间。加盟模式有利于便利店以较低的成本实现快速扩张，也是便利店提升盈利能力的重要途径，未来国内便利店企业需要打造品牌影响力和标准化经营输出能力，逐步提高加盟店占比。

图 36：国内便利店企业加盟店比例小



数据来源：中国连锁经营协会，BCG，国泰君安证券研究

表 11：三大日资便利店在中国开展加盟的情况

公司	加盟模式开展情况
全家	2017 年加盟店比例达 68%
罗森	加盟店比例约为 51%，2016 年启动区域大加盟商计划
7-11	2007 年开始在北京开设加盟店，2013 年北京地区加盟店比例超过 50%

数据来源：公司年报，公司官网，国泰君安证券研究

**总结：**

对标日本便利店行业发展历史，我国便利店行业有望进入高速增长期。当前国内便利店行业竞争格局较为分散，内资便利店在快餐鲜食占比、加盟店占比、门店运营效率等方面仍有较大改善空间。未来，主要在发达一二线城市布局的日系便利店有望率先受益行业渗透率提升，内资便利店通过借鉴日系便利店发展经验，有望逐步提升运营效率和盈利能力。

**4. 投资建议**

**投资建议：**日本便利店行业规模高达 6923 亿元，渗透率高达 8.2%；反观国内，便利店行业规模仅 1334 亿元，渗透率 0.45%。我国当前人均 GDP 水平已达日本便利店行业高速发展期水平，再加上发达一二线城市人口密度高、生活节奏快，催生便利性消费需求。未来主要在一二线发达城

市布局的日系便利店有望率先受益行业渗透率提升，内资便利店通过借鉴日系便利店成功经验，有望逐步提升运营效率和盈利能力。我们推荐两条投资主线：（1）受益便利店行业加快发展的内资便利店企业，建议增持：永辉超市、天虹股份、家家悦，受益标的：红旗连锁；（2）与日系便利店紧密合作的内资企业，建议增持：王府井、中百集团。

表 12: 重点公司盈利预测和估值表（数据截至 2017. 07. 24，均采用国泰君安预测）

公司代码	简称	最新价格 (元)	EPS				PE			目标价	评级
			2016A	2017E	2018E	2019E	2017E	2018E	2019E		
601933.SH	永辉超市	6.80	0.14	0.19	0.26	0.32	36	26	21	8.32	增持
600859.SH	王府井	15.84	0.89	1.06	1.2	1.37	15	13	12	23.32	增持
603708.SH	家家悦	15.72	0.71	0.58	0.64	0.71	27	25	22	24.9	增持
000759.SZ	中百集团	9.46	0.01	0.16	0.09	0.21	59	105	45	11.89	增持
002419.SZ	天虹股份	14.58	0.65	0.79	0.96	1.19	18	15	12	18.96	增持

数据来源：WIND，国泰君安证券研究

## 5. 风险提示

- 1、经济下滑导致消费疲软；
- 2、行业竞争加剧导致企业盈利能力下滑；
- 3、无人零售等新技术冲击。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师声明

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，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，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。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构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中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

国泰君安证券研究所

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		