

行业研究|行业专题研究|商贸零售 (2145)

# 出海系列之三——挤进美国零售高地意义非凡



## | 报告要点

复盘美国零售龙头的成长史，1) 线下零售巨头在本土普遍拥有持续开店、同店持续增长的高质量发展历史。以沃尔玛为例，1999-2023 年，本土门店数量 CAGR 为 3%。在较高规模的基础上，同店增速在大部分时候均保持正增长。2) 门店天花板、坪效与零售商经营战略定位相关。3) 零售巨头牢牢占据细分业态的头部地位，新进入者必须差异化竞争。4) 得益于公司自身持续稳健高质增长，线下连锁零售巨头被给予较为稳定的市场估值，相对其绝对增速水平来说，溢价明显。

## | 分析师及联系人



邓文慧



曹晶

SAC: S0590522060001 SAC: S0590523080001

## 商贸零售

# 出海系列之三——挤进美国零售高地意义非凡

投资建议：强于大市（维持）  
上次建议：强于大市

相对大盘走势



### 相关报告

- 1、《商贸零售：7月社零同比+2.7%，增速环比改善》2024.08.15
- 2、《商贸零售：消费税改或影响利益分配，关注百货、免税机遇》2024.07.29



扫码查看更多

### 投资要点

#### ➤ 美国线下零售：全球消费高地

2023年美国零售销售额为7万亿美元，在全球零售市场占比约25%，在全球范围内保持一贯的领先地位和消费韧性。以30年维度复盘美国零售变化，1992-2022年间美国零售行业复合增速为4%，电子商务、个人护理零售、加油站等3个细分业态复合增速超过大盘；服装及配件商店在零售行业中占比收缩更为明显。从消费大盘规模及增速韧性看，美国是当之无愧的全球消费高地。大水养大鱼，美国线下连锁零售业态诞生出了沃尔玛、好市多、家得宝等多领域全球领军企业。

#### ➤ 美国零售巨头：易守难攻，享有溢价

复盘美国零售龙头的成长史，1) 线下零售巨头在本土普遍拥有持续开店、同店持续增长的高质量发展历史。以沃尔玛为例，1999-2023年，本土门店数量CAGR为3%。在较高规模的基础上，同店增速在大部分时候均保持正增长。2) 门店天花板、坪效与零售商经营战略定位相关。3) 零售巨头牢牢占据细分业态的头部地位，新进入者必须差异化竞争。4) 得益于公司自身持续稳健高质增长，线下连锁零售巨头被给予较为稳定的市场估值，相对其绝对增速水平来说，溢价明显。

#### ➤ 关税简析：美国零售巨头离不开中国制造

我们从美国零售商供应链现状与特朗普执政期间关税影响两个维度探讨市场关心的关税问题。美国零售企业高度依赖中国供应链，如沃尔玛进口货物最大来源地为中国，若大幅提高关税，存在推高通胀与侵蚀利润可能。从特朗普过往关税思路看，基于企业端、消费者端压力，消费品在关税征收的排序中靠后，且加征关税并不带来非关税商品的收缩。以上一轮征税商品为观察对象，美国零售公司及消费者是关税买单者，关税压力可向消费者端转移，但企业利润率下滑也是现实存在。

#### ➤ 投资建议：关注名创优品等零售个股

美国市场作为全球消费高地，体量大增速稳，跻身美国零售龙头的企业长期享有较高市场估值。当然，作为消费高地的存在，美国也持续吸引着全球企业入局，但入局者众、站稳者少，差异化的竞争优势、本土化的运营实力均是迈向成功的门槛。名创优品以IP为差异化手段入局美国零售市场，实现百家门店的突破，阶段性证明其在美国市场的竞争实力，建议关注。

**风险提示：**1) 宏观经济增长放缓风险；2) 零售复苏不及预期风险；3) 市场竞争加剧超预期；4) 新市场开发不及预期风险；5) 数据误差风险。

## 正文目录

1. 美国线下零售：长牛个股倍出 .....	5
1.1 大体量：全球消费高地，线下业态主导 .....	5
1.2 强运营：连锁巨头长期保持高质量运营 .....	10
1.3 高估值：连锁巨头享受较高市场估值 .....	12
2. 关税简析：美国零售巨头离不开中国制造 .....	12
2.1 现状剖析：巨头高度依赖中国供应链 .....	12
2.2 Trump Tariffs 复盘：美国零售商及消费者为关税买单 .....	14
3. 投资建议：关注名创优品等零售个股 .....	18
4. 风险提示 .....	19

## 图表目录

图表 1：美国占据全球零售市场 1/4 的份额 .....	5
图表 2：美国零售市场维持多年的增长势头 .....	5
图表 3：2001 年以来，美国零售行业消费量持续增长，客单价偶有波动 .....	5
图表 4：复盘美国零售 30 年，电商占比逐步上行，但线下零售依然占据主流 ...	6
图表 5：复盘美国零售 30 年，各零售商增速：电商>个护商店>加油站>机动车及 零部件经销商>日用百货商店>其他 .....	6
图表 6：2023 年全球零售商 20 强中美国占据 6 席 .....	7
图表 7：2022 财年按主要国家/地区划分的前 250 强零售收入份额 .....	8
图表 8：美国 TOP 零售商发展时间线 .....	9
图表 9：日本零售业态发展系统图 .....	9
图表 10：1999-2023 年 Walmart 美国本土门店数（家） .....	10
图表 11：1999-2023 年 Walmart 美国本土同店增速（%） .....	10
图表 12：1999-2023 年 Dollar General 美国本土门店数（家） .....	11
图表 13：1999-2023 年 Dollar General 美国本土同店增速（%） .....	11
图表 14：1999-2023 年 Costco 门店数（家） .....	11
图表 15：1999-2023 年 Costco 同店增速（%） .....	11
图表 16：1999-2023 年 Autozone 美国本土门店数（家） .....	11
图表 17：1999-2023 年 Autozone 美国本土同店增速（%） .....	11
图表 18：主要零售巨头单店面积及坪效情况对比 .....	12
图表 19：Walmart 客流及客单价对单店贡献（%） .....	12
图表 20：美国主要零售巨头估值水平 .....	12
图表 21：2024 年 4 月沃尔玛线上 73% 的新活跃卖家来自中国 .....	13
图表 22：中国卖家占亚马逊美国站前 1 万名卖家的近 50% .....	13
图表 23：Walmart 进口货物来源地结构 .....	14
图表 24：Dollar General 进口货物来源地结构 .....	14
图表 25：美国主要零售巨头毛利率水平 .....	14
图表 26：特朗普执政期间中美关税的演变 .....	15
图表 27：2017 年后中国占美国商品进口的份额大幅下降 .....	15
图表 28：2018 年以来中国占美国进口贡献的变化 .....	15

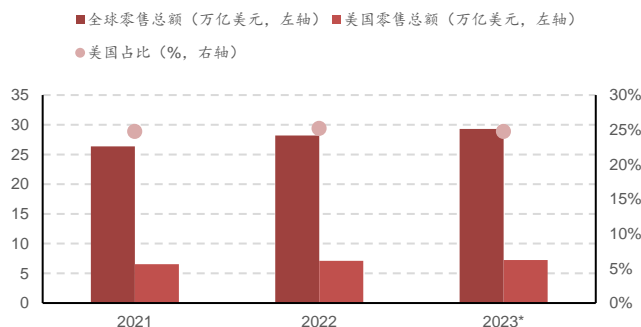
图表 29:	2023 年美国玩具进口仍非常依赖中国 (百万美元) .....	16
图表 30:	美国零售巨头在 2018、2019 年间毛利率下滑 .....	16
图表 31:	NPR 跟踪的沃尔玛购物车中商品价格大幅上涨 .....	17
图表 32:	美国服饰鞋类消费者价格指数在加征关税后飙升 .....	17
图表 33:	服装类商品进口价格上涨的数量占比 .....	17
图表 34:	假设终端销售价不变, 加征关税造成服饰零售商毛利率下滑 1.5pct ..	18
图表 35:	零售进入 2.0 时代 .....	19

## 1. 美国线下零售：长牛个股倍出

### 1.1 大体量：全球消费高地，线下业态主导

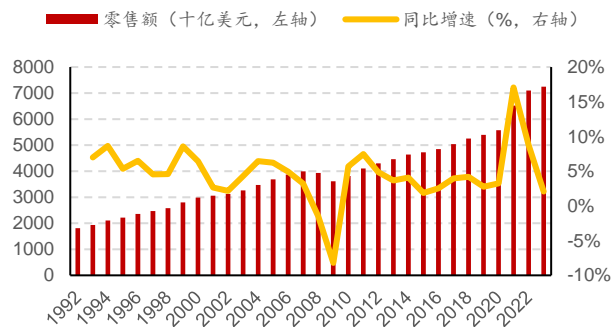
**美国系全球消费高地。**2023 年美国零售销售额为 7 万亿美元，在全球零售市场占比约 25%，在全球范围内保持一贯的领先地位和消费韧性。以 30 年维度复盘美国零售变化，1992-2022 年间美国零售行业复合增速为 4%，电子商务、个人护理零售、加油站等 3 个细分业态复合增速超过大盘；服装及配件商店在零售行业中占比收缩更为明显。从消费大盘规模及增速韧性看，美国是当之无愧的全球消费高地。

图表1：美国占据全球零售市场 1/4 的份额



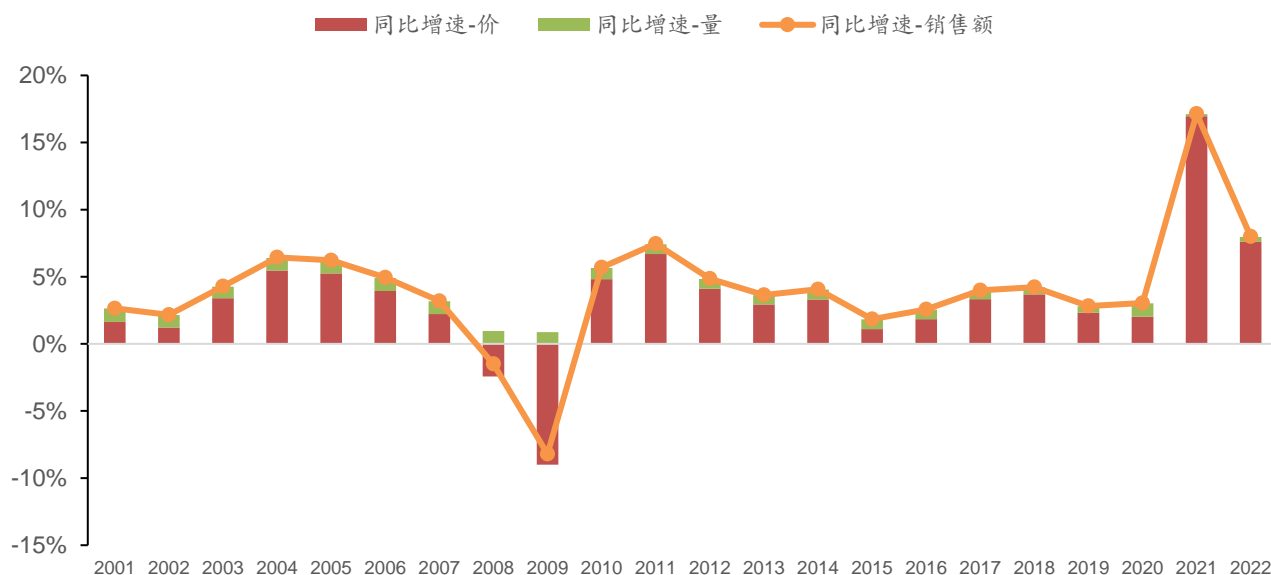
资料来源：eMarketer, US Census Bureau, 国联证券研究所

图表2：美国零售市场维持多年的增长势头



资料来源：US Census Bureau, 国联证券研究所

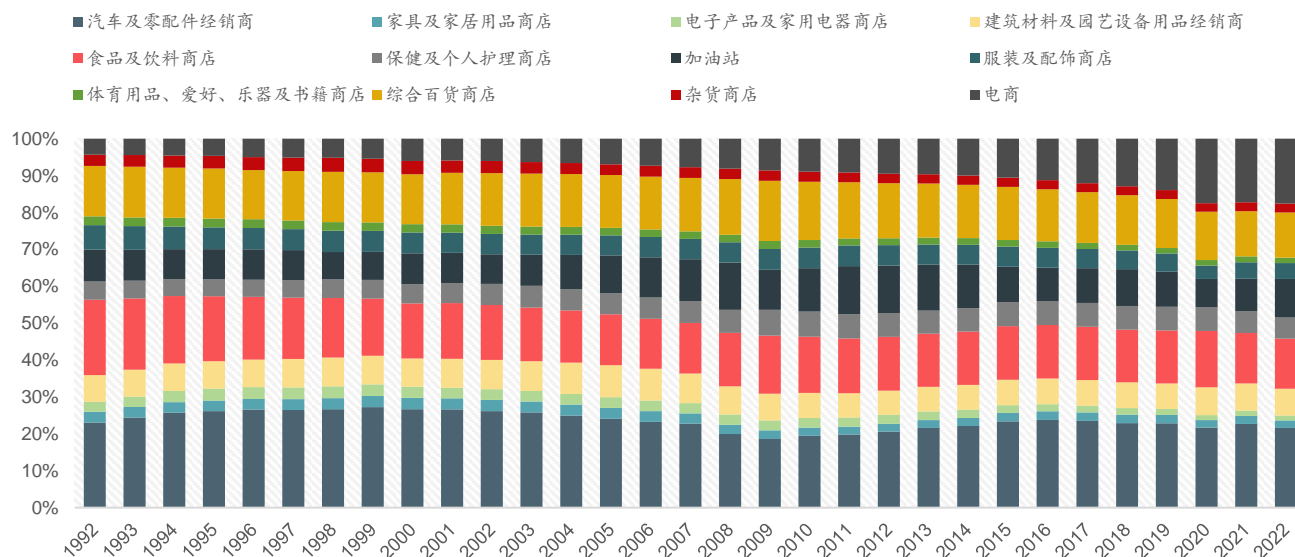
图表3：2001 年以来，美国零售行业消费量持续增长，客单价偶有波动



资料来源：The Census Bureau, 国联证券研究所

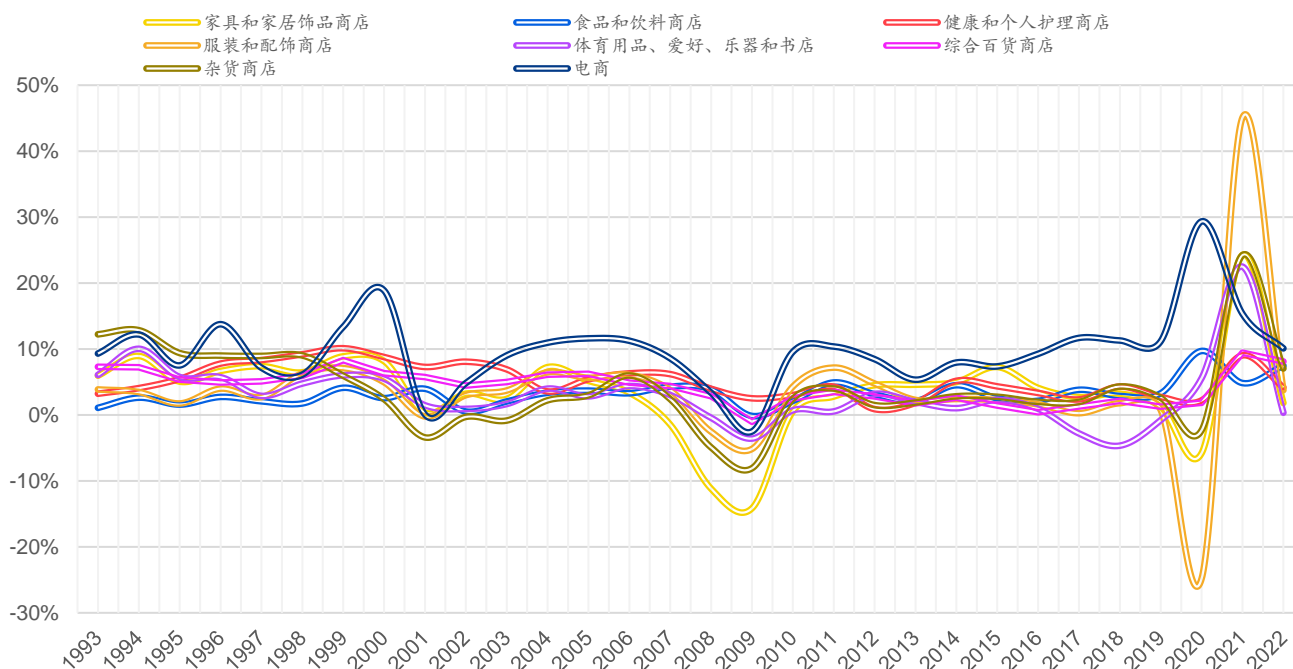


图表4：复盘美国零售 30 年，电商占比逐步上行，但线下零售依然占据主流



资料来源：The Census Bureau，国联证券研究所

图表5：复盘美国零售 30 年，各零售商增速：电商>个护商店>加油站>机动车及零部件经销商>日用百货商店>其他



资料来源：The Census Bureau，国联证券研究所

大水出大鱼，美国零售行业诞生了多业态领头羊。根据德勤调研，2022 财年美国占据全球零售商 TOP 250 的零售收入的最大份额，占比高达 45.7%。NRF 的数据验证这一点，2023 年全球零售商前 10 强里美国占据 4 席，领域遍及超市、电商、会员制俱乐部、家居零售商和零售药房，且沃尔玛这种线下零售商长期占据 TOP 1 的位置。

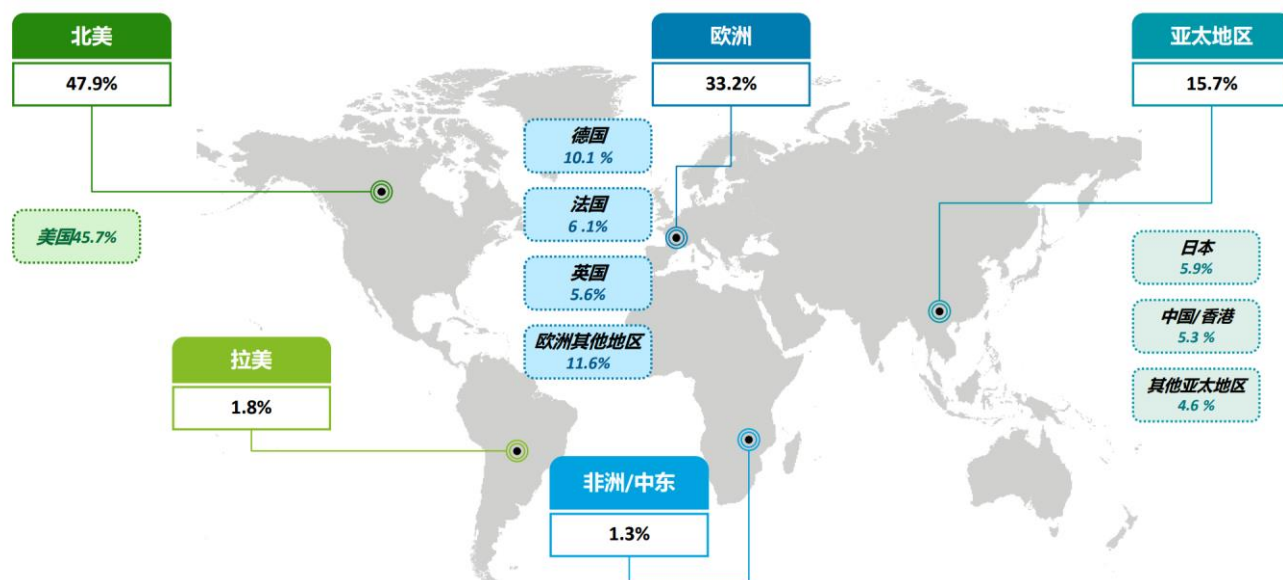
图表6：2023 年全球零售商 20 强中美国占据 6 席

	集团名称	收入体量（十亿美元）	起源地	所处领域
1	沃尔玛	96	美国	超市
2	亚马逊	105	美国	电子商务
3	施瓦茨集团	120	德国	折扣杂货
4	奥乐齐	108	德国	折扣杂货/超市
5	好市多	59	美国	会员俱乐部
6	皇家阿霍德德尔海兹集团	76	荷兰	杂货
7	家乐福	59	法国	超市
8	711	32	日本	便利店
9	家得宝	10	美国	家庭装饰品与建材的零售商
10	宜家	44	荷兰	家具零售商
11	沃尔格林联合博姿	13	美国	零售药店
12	雷弗超市	18	德国	超市
13	苹果	11	美国	电子
14	Inditex（ZARA）	24	西班牙	服饰时尚
15	Casino	22	法国	杂货
16	阿里巴巴	3	中国	电子商务
17	屈臣氏集团	23	中国香港	保健及美容零售商
18	杰罗尼莫·马丁斯	23	葡萄牙	折扣杂货
19	麦德龙	22	德国	超市
20	乐购	9	英国	超市

资料来源：NRF，国联证券研究所



图表7：2022 财年按主要国家/地区划分的前 250 强零售收入份额



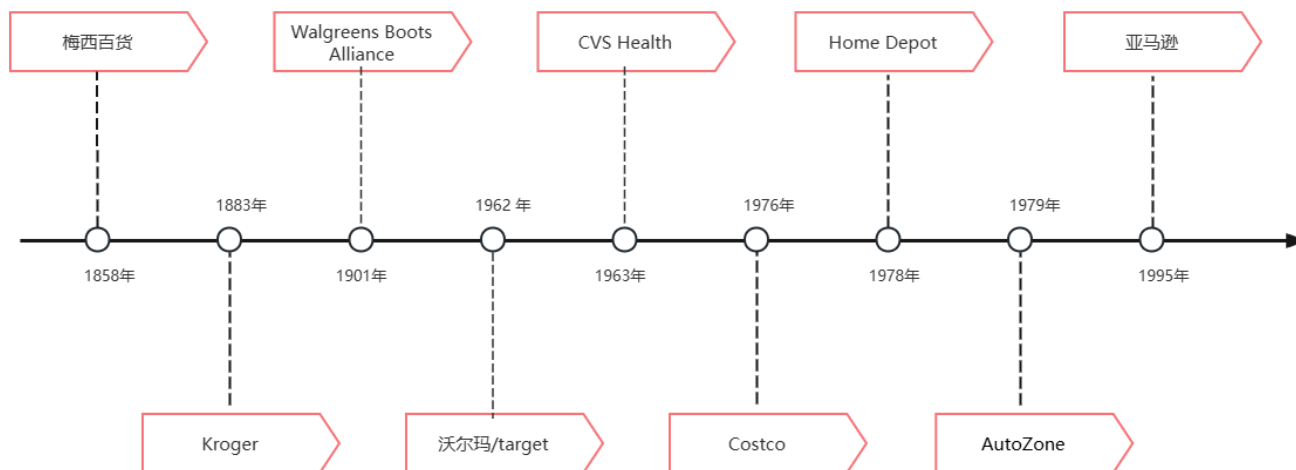
资料来源：德勤，国联证券研究所

#### 从后视镜看美国线下零售发展历程及经验：

美国现代零售渠道发育较早，线下连锁业态充分享受城镇化及收入增长红利。1930 年左右，美国出现了真正意义上的超市，Kroger 的员工 Cullen 首次将大店模式+自助购买+连锁经营相结合，于 1930 年最先开设美国第一家超市店——King-Cullen，真正意义上的超市形态出现。1939 年 Dollar General 前身 J.L.Turner & Son 诞生，1957 年汽配零件专业零售商 O'Reilly 成立，1962 年第一家 Walmart 超市开业，1982 年第一家 Costco 仓储超市开业，1978 年家装专业零售商 Home Depot 成立，1994 年线上零售平台 Amazon 成立。整体看下来，美国、日本等国家零售发展沿革高度相似，对应经历百货（炫耀性消费）-超市（大众消费）-便利店、折扣店（多元消费）-电商等业态。归因来看，美国线下连锁零售渠道充分享受了美国城镇化率快速提升、人均可支配收入快速增长的红利（1940s-1970s，美国城市化率从 57% 提升至约 74%，期间人均可支配收入 CAGR 约 6%）。

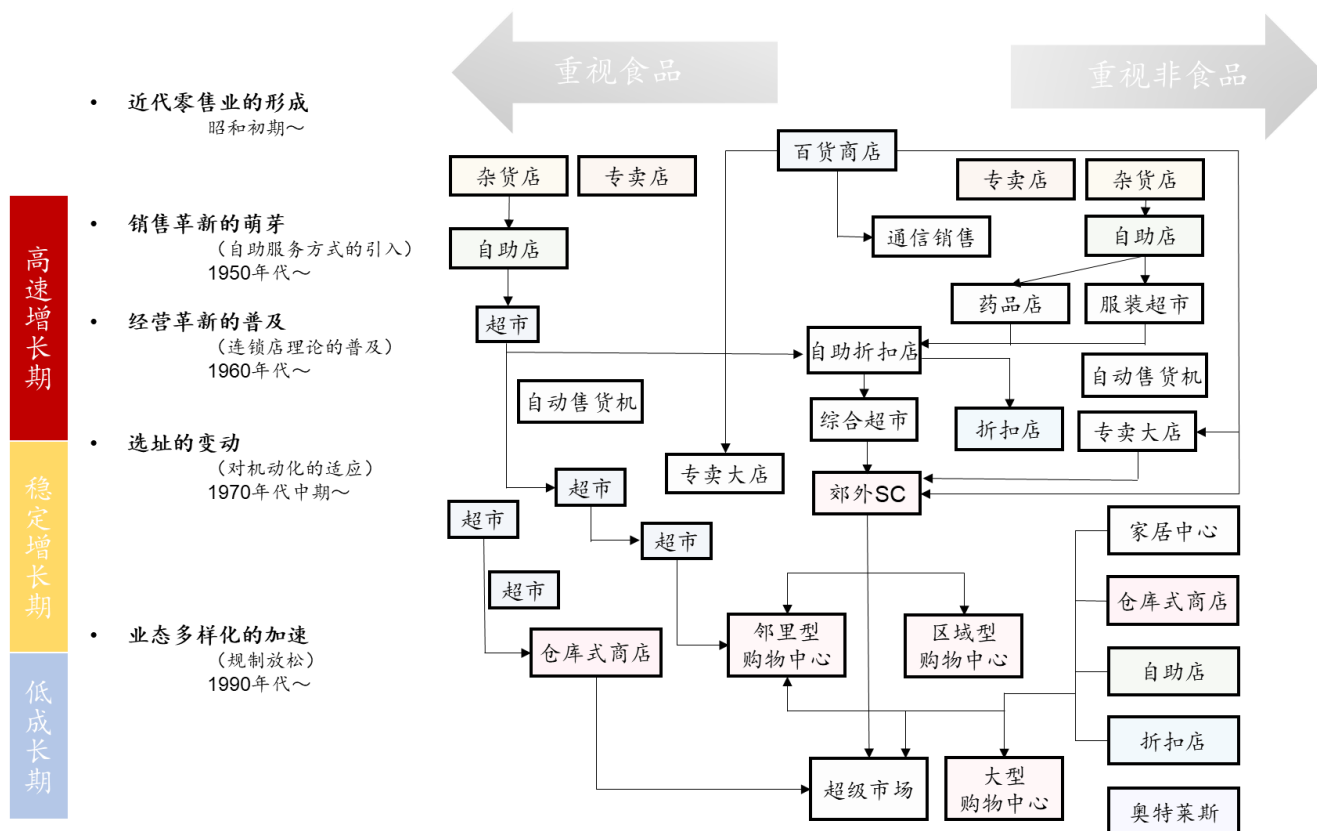
在线上平台成立前，美国线下连锁渠道已经拥有相当大的规模和经营优势，目前仍然占据主导地位。截至 2023 年底，美国国内线上零售占比约 15.6%，且考虑到 Walmart 等传统线下零售巨头也均开设自己的线上购物平台，线下连锁渠道品牌在美国本土消费者中占领绝对心智。

图表8：美国 TOP 零售商发展时间线



资料来源：公司官网，国联证券研究所

图表9：日本零售业态发展系统图



资料来源：《材料流通与商业》(铃木安昭、关根孝、矢作敏)，国联证券研究所

## 1.2 强运营：连锁巨头长期保持高质量运营

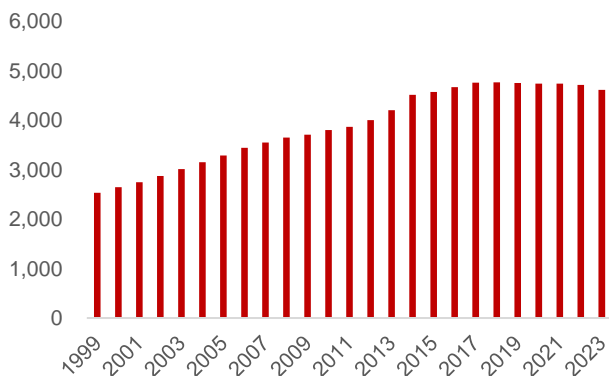
我们选取美国不同类型线下连锁巨头复盘其 1999 年至 2023 年之间在本土展店及同店增速情况，这两个指标能够大致刻画不同类型连锁巨头在本土的开店空间以及持续经营质量。

线下零售巨头在本土普遍拥有持续开店、同店持续增长的高质量发展历史。我们的回溯时间为 1999 年，彼时 Walmart、Dollar General、Costco、Autozone 在美国本土已经拥有 2532、4294、292、2717 家门店，规模已经不小。此后 24 年间，零售巨头仍然保持稳健持续开店，以沃尔玛为例，1999-2023 年，本土门店数量 CAGR 为 3%。在较高规模的基础上，同店增速在大部分时候均保持正增长，仅在金融危机期间出现一定压力。拆分量价看，同店持续增长来自于客流量与客单价的共同贡献，除了外部 CPI 因素在相当于时间内利好零售商同店表现外，巨头持续精细化运营（不断为消费者提供更多、更有性价比、体验更好的购物服务）也起到关键作用。

门店天花板、坪效与零售商经营战略定位相关。我们所选取的几家公司虽然在业态上有所融合（例如，Walmart 也同时布局会员仓储超市），但各自主要业态的战略定位存在明显差异。从门店面积看，定位大卖场/会员仓储超市的 Walmart 和 Costco 单店平均面积约 1.4 万平方米，而折扣店/汽配专卖店 Dollar General/Autozone 单店平均面积约 600-700 平米；货品差异、定价差异带来较大差异的坪效表现，考虑到经营模式差异，单面积经营利润的差异度小于单面积销售额。而门店体量与面积有相关性，门店面积小、需求相对标准化的零售业态一般拥有更高的门店数量天花板。

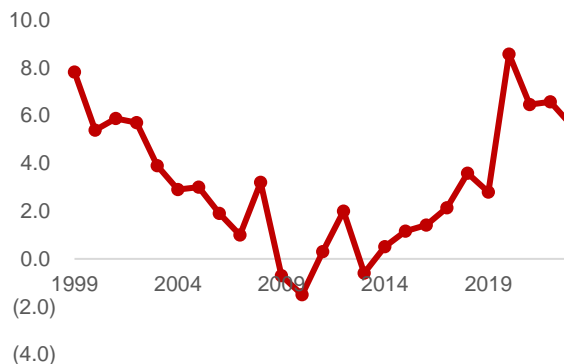
零售巨头牢牢占据细分业态的头部地位，新进入者必须差异化竞争。细化到各个细分业态，零售巨头在各自擅长的赛道中不断加深自己的经营优势，体现在财务报表中即使规模、效率持续同时提升，具有极强的头部效应。在线下零售极其发达的美国本土市场，新进入者必须在价格、品质或者体验等维度寻找到差异化切入点。

图表 10：1999-2023 年 Walmart 美国本土门店数（家）



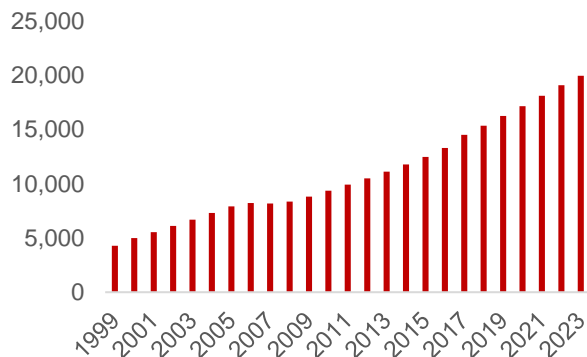
资料来源：公司年报，国联证券研究所

图表 11：1999-2023 年 Walmart 美国本土同店增速（%）



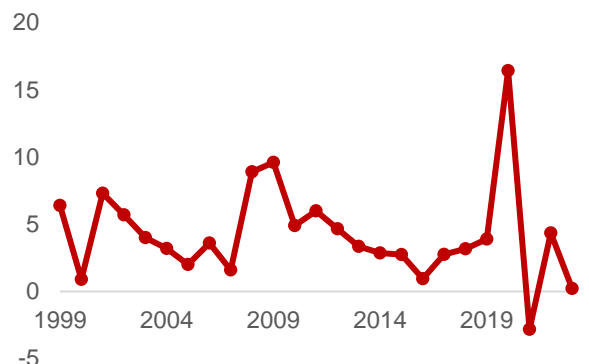
资料来源：公司年报，国联证券研究所

图表12：1999-2023 年 Dollar General 美国本土门店数(家)



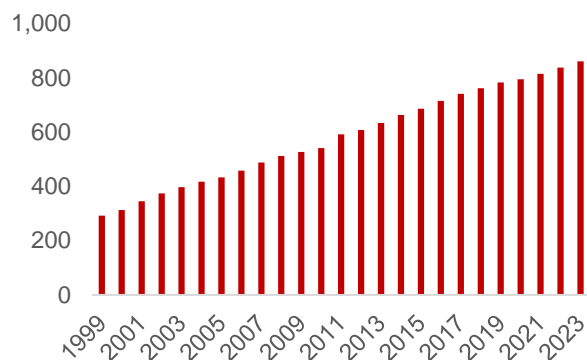
资料来源：公司年报，国联证券研究所

图表13：1999-2023 年 Dollar General 美国本土同店增速 (%)



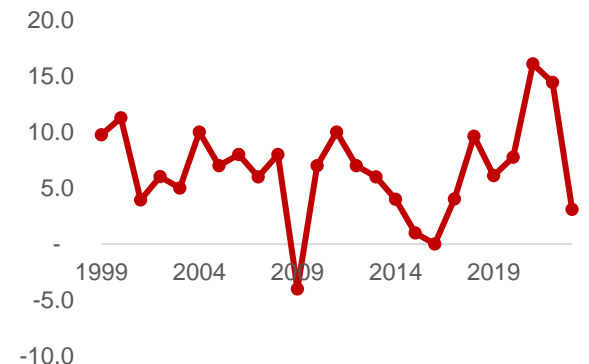
资料来源：公司年报，国联证券研究所

图表14：1999-2023 年 Costco 门店数 (家)



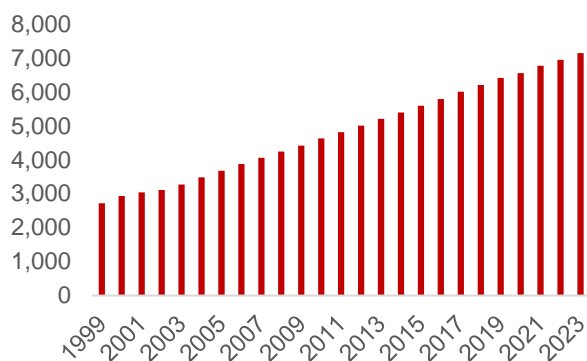
资料来源：公司年报，国联证券研究所

图表15：1999-2023 年 Costco 同店增速 (%)



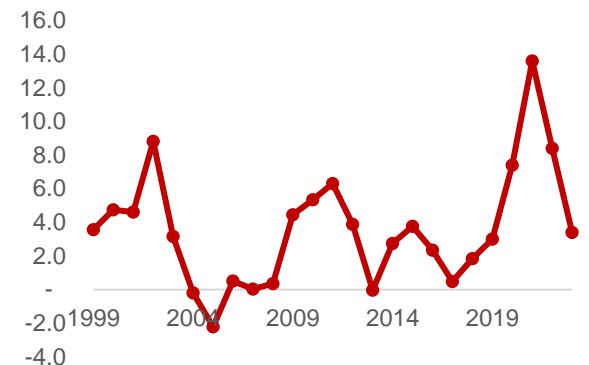
资料来源：公司年报，国联证券研究所

图表16：1999-2023 年 Autozone 美国本土门店数 (家)



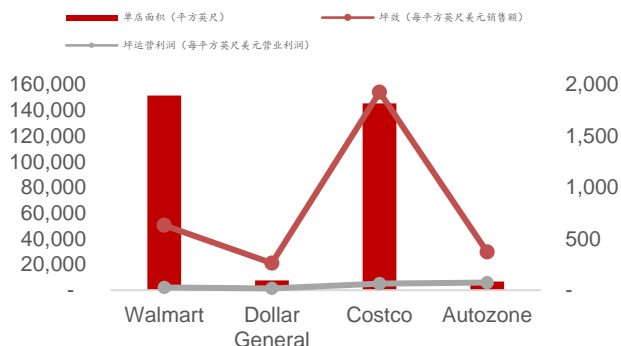
资料来源：公司年报，国联证券研究所

图表17：1999-2023 年 Autozone 美国本土同店增速 (%)



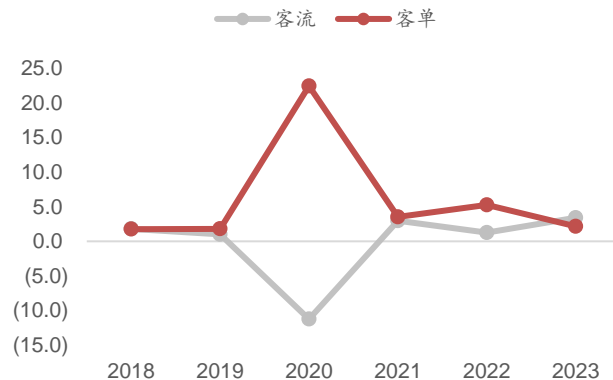
资料来源：公司年报，国联证券研究所

图表18：主要零售巨头单店面积及坪效情况对比



资料来源：公司年报，国联证券研究所

图表19：Walmart 客流及客单价对单店贡献 (%)

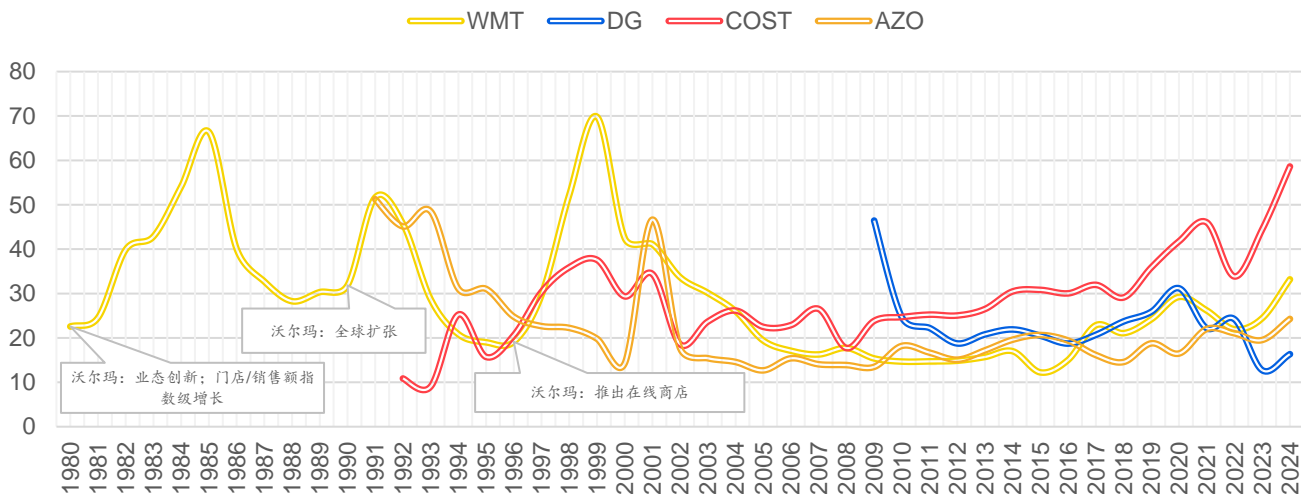


资料来源：公司年报，国联证券研究所

### 1.3 高估值：连锁巨头享受较高市场估值

得益于公司自身持续稳健高质增长，线下连锁零售巨头被给予较为稳定的市场估值，相对其绝对增速水平来说，溢价明显。其中，Walmart、Costco 除本土市场发展外，海外市场拓展成功，2009 年至今，估值中枢明显抬升；而 Dollar General 及 Autozone 主要深耕美国本土市场 (Autozone 也在墨西哥及巴西市场拓展门店，2023 年海外门店数量占比仅为 12%)，估值中枢基本维持稳定。

图表20：美国主要零售巨头估值水平



资料来源：Bloomberg，国联证券研究所

## 2. 关税简析：美国零售巨头离不开中国制造

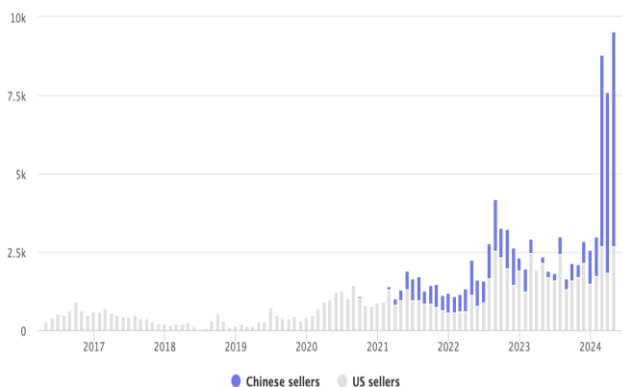
### 2.1 现状剖析：巨头高度依赖中国供应链

今年以来市场对特朗普关税提案日益担心，我们尝试根据美国海外数据来分析美国零售巨头本土供应链情况。

以 Walmart 为例，其进口货品主要包括人造纤维织物、家纺面料、玩具、小家电、蜜饯干果等，TOP3 进口货物来源地为中国、印度、孟加拉国，占比分别为 62.4%、13.9%、4.0%。主打 10 美元以下价格带的折扣零售商 Dollar General 对中国供应链的依赖度更高，进口货物来源地中，中国占比约 89%。总体来看，不考虑食品等本土供应品类，其他日用消费品进口中，中国仍为几乎所有零售巨头的最主要供应地。

Walmart、Costco、Dollar General 均将极致性价比作为其主要竞争优势（虽然其价格带、目标人群有差异），因此终端加价率并不高，2023 年三家公司毛利率分别为 23.7%、12.3% 和 30.3%。在其对中国供应链仍然较为依赖的当下，若大幅提高中国制造产品的关税，除非全部向消费者转移，否则也将大幅侵蚀头部零售商的利润。

**图表21：2024 年 4 月沃尔玛线上 73% 的新活跃卖家来自中国**



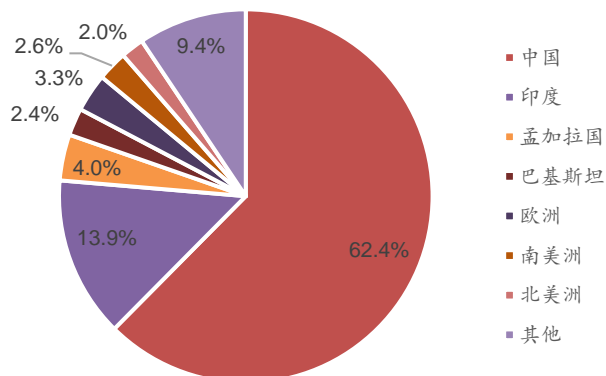
资料来源：Marketplace Pulse，国联证券研究所

**图表22：中国卖家占亚马逊美国站前 1 万名卖家的近 50%**



资料来源：Marketplace Pulse，国联证券研究所

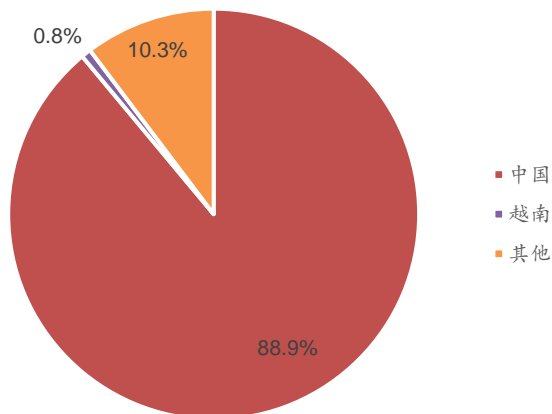
图表23: Walmart 进口货物来源地结构



资料来源:美国海关,国联证券研究所

注:基于美国海关披露信息的整理数据,存在一定误差,仅做分析探讨

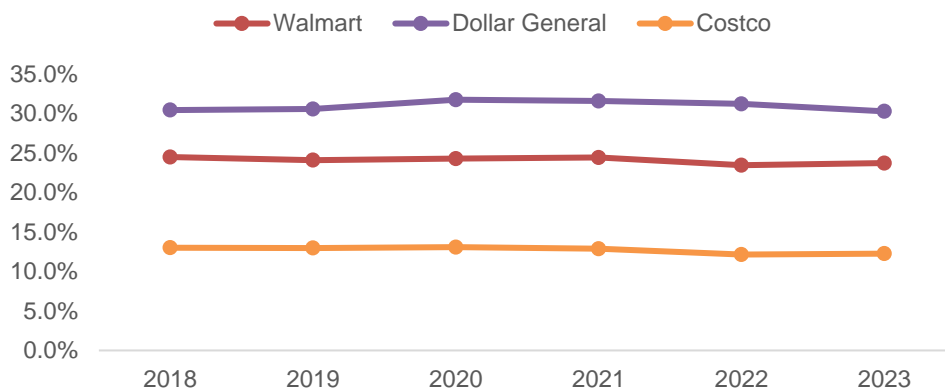
图表24: Dollar General 进口货物来源地结构



资料来源:美国海关,国联证券研究所

注:基于美国海关披露信息的整理数据,存在一定误差,仅做分析探讨

图表25: 美国主要零售巨头毛利率水平



资料来源:公司年报,国联证券研究所

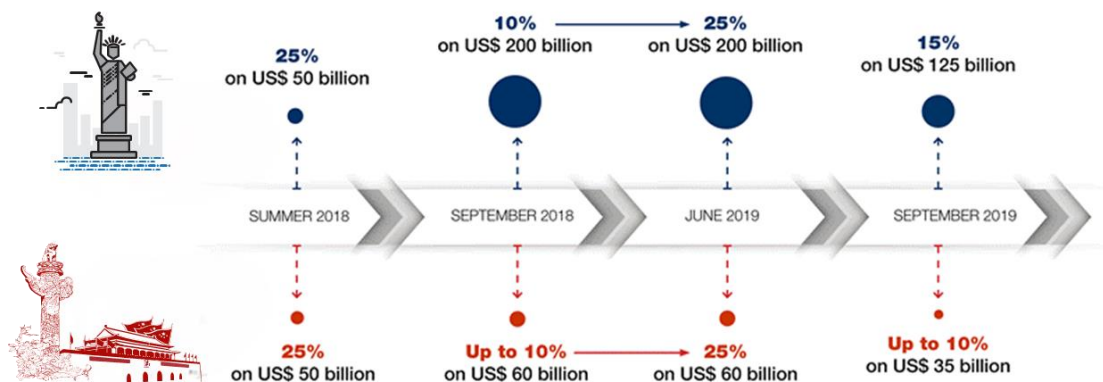
## 2.2 Trump Tariffs 复盘: 美国零售商及消费者为关税买单

中美关税施压始于2018年初,关税以外商品受影响小。中美两国的贸易拉锯战始于2018年初,特朗普先是针对特定产品(太阳能电池板、洗衣机、钢铁和铝)征税,后续专门针对中国进口产品加征关税。2018年6月特朗普宣布对价值500亿美元的中国商品征收关税,9月美国对价值2000亿美元的中国进口商品加征10%的关税。次年5月,美国进一步将关税提高至25%,2019年9月,美国对价值3000亿美元的中国进口产品征收15%的关税,同年12月双方暂时止戈。从品类演进看,特朗普政府先是针对工业材料和零部件加征关税,最终才落脚到与人们日常相关的消费物品。从结果看,2017年后中国占美国商品进口的份额大幅下降,如2023年末中国占美国商



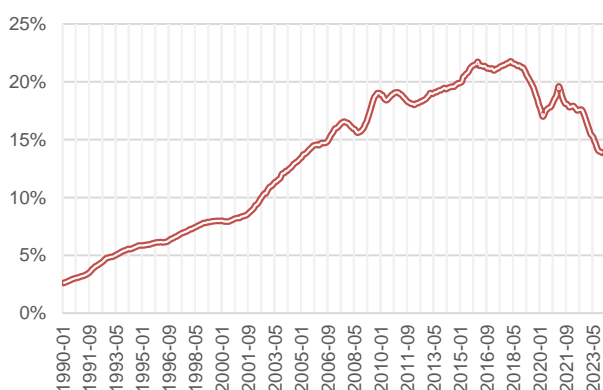
品进口的份额下滑至 2005 年水平；从结构看，关税相关商品占比下滑更明显，关税导致进口商从中国转移并重组供应链。

图表26：特朗普执政期间中美关税的演变



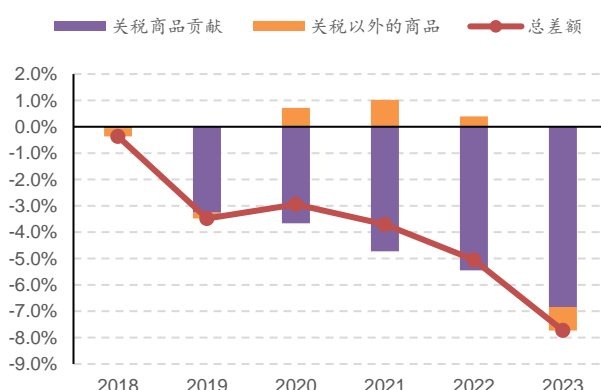
资料来源：联合国贸易和发展会议，国联证券研究所

图表27：2017 年后中国占美国商品进口的份额大幅下降



资料来源：美国经济分析局，国联证券研究所

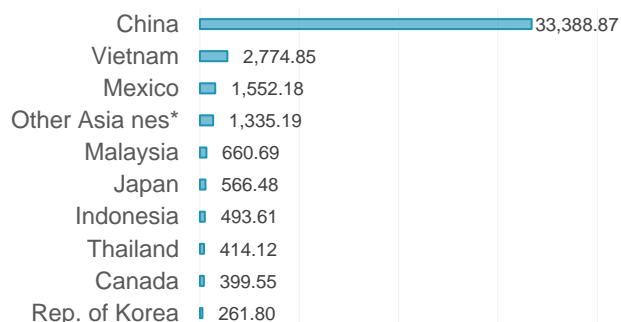
图表28：2018 年以来中国占美国进口贡献的变化



资料来源：美国人口普查局，美联储，国联证券研究所

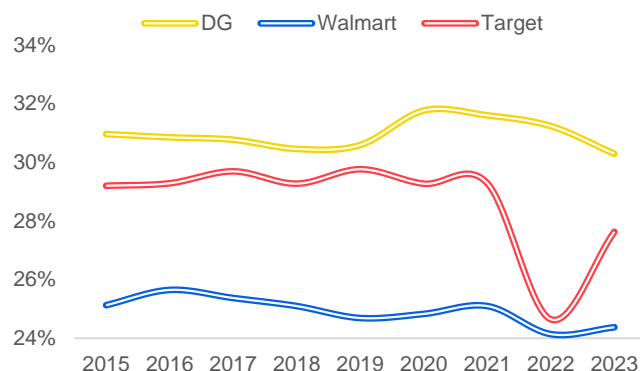
**对消费品征税并不容易。**复盘上一轮特朗普加征关税期间，对消费品征税并不容易，1) 零售行业采取相关反对动作，如 NRF 持续领导反对关税运动，向白宫和国会申诉对关税的担忧，并联合新闻媒体阻止征收关税。沃尔玛、塔吉特、梅西百货、百思买等数家公司呼吁特朗普重返贸易谈判桌。2) 消费品的价格变化容易被消费者感知。从结果看，2019 年 8 月特朗普推迟对手机、笔记本电脑、玩具等易被消费者感知的消费品加征 10% 的关税，并在协议后取消了相关关税。

图表29： 2023 年美国玩具进口仍非常依赖中国（百万美元）



资料来源：UN Comtrade，国联证券研究所

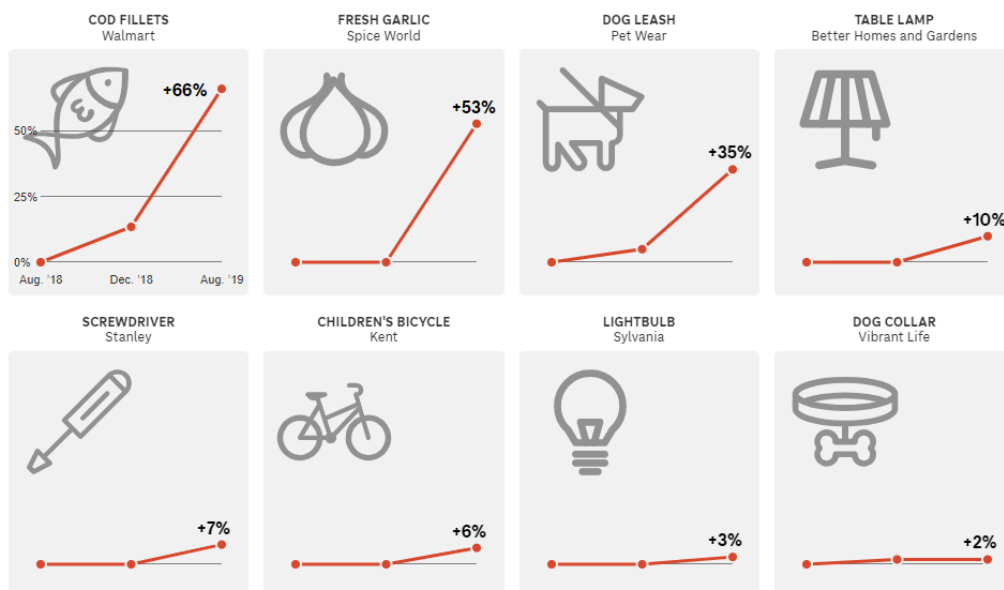
图表30： 美国零售巨头在 2018、2019 年间毛利率下滑



资料来源：Bloomberg，国联证券研究所

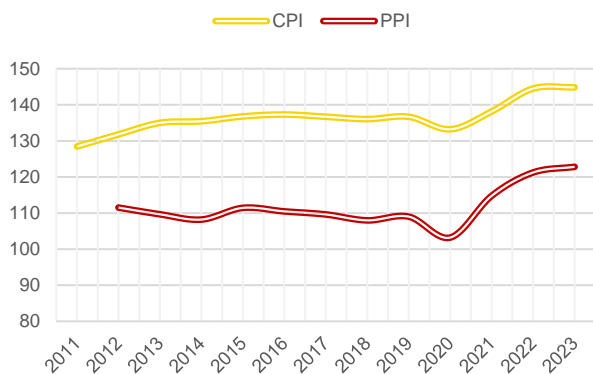
**美国零售公司及消费者为关税买单。**我们从终端销售价格出发推算对华加征关税给美国消费者及美国企业带来的影响，**1）消费者承担了部分价格上行压力。**从 NPR 跟踪的沃尔玛数据观察得知，消费者承担了关税带来的价格上涨风险。自 2018 年 8 月以来 NPR 购物车中的商品平均价格上涨 3%。高于通胀率。当然价格上涨因素很复杂，但结合零售公司公开交流，至少部分原因是关税，如狗绳、狗项圈的价格上涨 35%，螺丝刀的价格上涨 7%。**2）美国企业较难规避毛利率下滑。关税前期，无法立即转移产能的公司面临毛利率下滑的压力。**以服饰品类为例，我们援引 Dr. Sheng Lu 的数据，假设单件服饰原批发价为 7 美元，征收 7.5% 关税将使采购成本增加约 5.8%；若服饰公司无法将成本转嫁给消费者，则零售毛利率将下降 1.5pct。从事实出发，根据 2021 年美国时尚行业协会调查，近 90% 的受访者明确表示对华加征关税直接增加了公司的采购成本，74% 的受访者表示对华加征关税损害美国公司的财务状况。**转移产能过程中依然面临成本上行压力。**零售公司可以慢慢将采购订单从中国迁移至越南、柬埔寨等其他亚洲国家，但不能避免的是，短期依然面临着这些国家产能制约问题，生产成本依然全面上升。

图表31: NPR 跟踪的沃尔玛购物车中商品价格大幅上涨



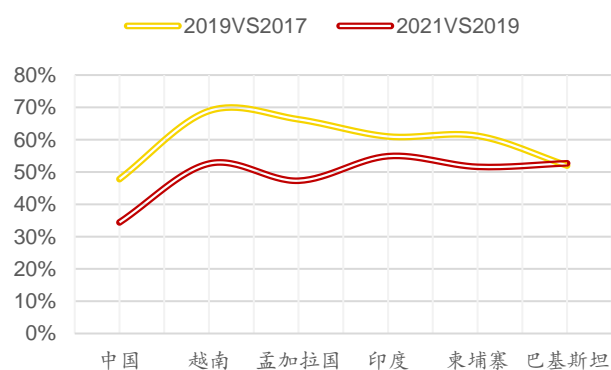
资料来源: Research by Alina Selyukh/NPR and Charlotte Norsworthy for NPR, 国联证券研究所

图表32: 美国服饰鞋类消费者价格指数在加征关税后飙升



资料来源: Bureau of Labor Statistics, Federal Reserve Economic Data, 国联证券研究所

图表33: 服装类商品进口价格上涨的数量占比



资料来源: US International Trade Commission (2022), 国联证券研究所

图表34：假设终端销售价不变，加征关税造成服饰零售商毛利率下滑 1.5pct

项目	比例	金额	附注	与加征关税前对比
纺织品等原材料	60%	\$3.00		
修剪微调	10%	\$0.50		
加工制作	30%	\$1.50		
FOB 价格		\$5.00	$= \$3.00 + \$0.5 + \$1.5$	
采购代理佣金费用	5%	\$0.25	$= \$5.00 * 5\% = \$0.25$	
进口税率	$16\% + 7.5\% = 23.5\%$	\$1.18	$= \$5.00 * (16\% + 7.5\%) = \$1.18$	
运费	5%	\$0.25	$= \$5.00 * 5\% = \$0.25$	
清关费	2.50%	\$0.13	$= (\$5.00 + \$0.25) * 2.5\%$	
DDP 价格		\$6.81	$= \$5.00 + \$1.18 + \$0.25 + \$0.13 = \$6.81$	+5.8%
产品开发	20%	\$1.36	$= \$6.81 * 20\% = \$1.36$	
批发价		\$8.17	$= \$6.81 + \$1.36 = \$8.17$	+5.8%
零售价格		\$30.87	假设零售价保持不变	
减价折扣	折扣率=35%	\$10.80	$= \$30.87 * 35\% = \$10.80$	
净零售价		\$20.07	$= \$30.87 - \$10.80 = \$20.07$	
毛利率		\$11.90	$= \$20.07 - \$8.17 = \$11.90$	
毛利率% (GM%)		38.50%	$= \$11.90 / \$30.87 = 38.5\%$	-1.5pct

资料来源：Dr. Sheng Lu, Professor, Department of Fashion & Apparel Studies, University of Delaware，国联证券研究所

### 3. 投资建议：关注名创优品等零售个股

**美国市场是全球消费高地，龙头享有估值溢价。**从消费体量及增速韧性看，美国无疑是全球消费高地；大水养大鱼，美国线下连锁零售业态诞生出了沃尔玛、好市多、家得宝等多领域全球领军企业。复盘美国零售龙头的成长史，1) 线下零售巨头在本土普遍拥有持续开店、同店持续增长的的高质量发展历史。2) 门店天花板、坪效与零售商经营战略定位相关。3) 零售巨头牢牢占据细分业态的头部地位，新进入者必须差异化竞争。且，4) 得益于公司自身持续稳健高质增长，线下连锁零售巨头被给予较为稳定的市场估值，相对其绝对增速水平来说，溢价明显。

**差异化入局竞争美国市场，重视名创优品等布局美国的零售个股。**美国市场作为全球消费高地持续吸引着全球企业入局，但入局者众开花者少，差异化的竞争优势、本土化的运营实力均是迈向成功的门槛。名创优品以 IP 为差异化手段入局美国零售市场，实现百家门店的突破，阶段性证明其在美国市场的竞争实力，建议持续关注其进展。

图表35：零售进入 2.0 时代



资料来源：名创优品交流，国联证券研究所

## 4. 风险提示

- 1) 宏观经济增长放缓风险。**零售行业受宏观经济影响较大，若经济增长放缓超预期，将影响行业恢复。
- 2) 零售复苏不及预期风险。**若居民收入、消费意愿下行超预期，或将严重影响线下零售复苏。
- 3) 市场竞争加剧超预期。**若 IP 市场参与者增加，则现有参与者的盈利能力将出现恶化。
- 4) 新市场开发不及预期风险。**出海与下沉逐渐成为零售行业共识，若新开拓市场与原有市场消费习惯差异过大，则新市场存在开发收效甚微风险。
- 5) 数据误差风险。**报告中部分数据来自于第三方爬虫数据，与公司财报披露口径存在误差，若误差过大可能会对研究结论产生影响。

## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

## 评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的 6 到 12 个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，北交所市场以北证 50 指数为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准；韩国市场以柯斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
	行业评级	强于大市	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		弱于大市	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

## 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

国联证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国联证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国联证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

## 特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到国联证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

## 版权声明

未经国联证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用。否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

## 联系我们

北京：北京市东城区安外大街 208 号玖安广场 A 座 4 层  
无锡：江苏省无锡市金融一街 8 号国联金融大厦 16 楼

上海：上海市虹口区杨树浦路 188 号星立方大厦 8 层  
深圳：广东省深圳市福田区益田路 4068 号卓越时代广场 1 期 13 楼