

休闲服务

日本消费研究：物质从简，精神至上

投资建议： 强于大市(维持评级)

上次建议： 强于大市

总量低迷，性价比消费兴起

伴随着泡沫经济的破灭，日本经济进入长期低迷期，经济的不景气传导到就业市场表现为失业率增加、非正式雇佣者增加，就业、收入的不稳定直接约束了消费能力，1990-2019年间日本人均消费支出复合增速仅为0.8%。同时，在经济增速放缓期甚至停滞期中成为消费主力军的世代对未来抱有不安全感，对长期增长缺乏信心，平均消费倾向低，物质欲望低，注重精神满足来获取幸福感，于是“性价比”消费特征主导了90年代以来的消费走向。此外，人口老龄化、单身化、非正式雇佣增加也带来人力资源服务等新兴机会。

物质从简，兴趣和精神类消费扩张

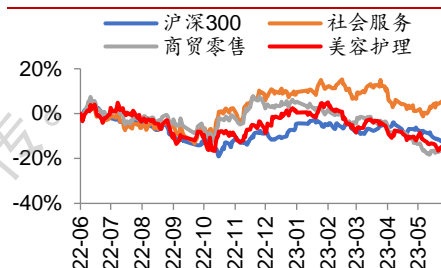
在社会老龄化、企业节约成本、大众低欲望的背景下，大部分消费品量价均有承压，传统消费行业，如零售、体育、住宿、餐饮等市场规模均在90年代见顶，但细分的性价比或兴趣健康消费业态迎来扩张期，海外消费市场也贡献部分增量空间。具体看，美妆产品、盖饭、折扣店&百元店、纯住宿酒店、登山装备&运动自行车、海外旅行&游乐园等细分子行业自1990年来保持向上趋势。而受益于消费者粘性，弹珠、彩票、出境游行业在经济增速降档期仍能保持增长，表现出阶段性抗周期属性。但百货、居酒屋、日式旅馆、滑雪场、保龄球馆、国内旅游等子行业自经济降速以来规模长期下行，颓势明显。除此之外，亦有行业在社会变迁中迎来发展机遇，如人力资源服务、殡葬行业等。

餐饮股长牛，灵活用工股价高弹性

从股市走向看，日经225指数在1989年达到巅峰，此后经历了较长时间调整期，从1989年到2011年底指数涨跌幅看，食品(-56.2%)>零售(-69.1%)>TPX(-74.7%)>服务业(-75.2%)>纺织业(-77.8%)。但服务业、零售业指数自2012年来保持向上趋势，2012年至今服务业指数涨幅超2倍，零售业指数涨幅达1.7倍。从细分行业及个股表现看，餐饮龙头东家控股、折扣店龙头泛太平洋国际控股(唐吉诃德)、百元店龙头Seria成功穿越周期，跑出长牛行情，1990年代至今涨幅分别为30倍、56倍、14倍。从2012年以来的股价表现看，户外运动、主题乐园、人力资源服务行业下属公司受外在环境利好，股价表现亮眼，Goldwin(户外运动)、东方乐园(主题乐园)、DIP(人力资源)股价涨幅分别为18倍、10倍和50倍，其中人力资源板块小市值互联网招聘公司DIP展望出高估值溢价、高弹性。

风险提示：数据局限性风险；国别差异风险；市场竞争加剧超预期；新市场开拓不及预期风险。

相对大盘走势



分析师：邓文慧

执业证书编号：S0590522060001

邮箱：dengwh@glsc.com.cn

联系人 曹晶

邮箱：caojing@glsc.com.cn

相关报告

- 1、《携程强势复苏，暑期出行热度延续休闲服务》2023.06.17
- 2、《华住业绩超预期，中免调整会员权益休闲服务》2023.06.03
- 3、《23Q1 亚朵 RevPAR 恢复至疫情前 118.3%休闲服务》2023.05.20

正文目录

1	消费变迁：内需低迷，消费理性	6
1.1.	经济基础：经济长期低迷，就业不确定性增加	6
1.2.	人口结构：老龄化、单身化显著，困顿世代、觉醒世代更注重理性消费、精神消费	7
1.3.	消费行为：收入、意愿下行制约消费，平价化与个性化兴起	9
1.4.	股价演绎：服务业向上，性价比&内容娱乐龙头长牛	12
2.	行业变化：物欲就简，消费重视性价比	15
2.1.	零售：便利店、百元店兴起	15
2.2.	美护：以史为鉴，聚焦三条主线	19
2.3.	体育：参与意愿上行，客单价下滑	25
2.4.	博彩：客户粘性高，逆风期仍有上行	28
2.5.	旅游：本土出行半径收缩，入境游/主题公园表现优	30
2.6.	酒店：RevPAR 见顶，住宿酒店和会员度假村并进	35
2.7.	餐饮：餐饮快捷化，压缩客单价	40
2.8.	人服：老龄化+产业升级+政策共同驱动行业发展	43
2.9.	殡葬：内需萎缩下稀缺成长型行业	47
3.	风险提示	49

图表目录

图表 1：	1990 年来日本经济长期增长缓慢	6
图表 2：	1990 年来日经 225 指数从高点震荡下滑	6
图表 3：	日本可支配收入增速较缓	6
图表 4：	1990-2009 年间日本失业率高增	6
图表 5：	年轻人失业问题更严重	7
图表 6：	非正规雇用者比例增加	7
图表 7：	日本进入 M 型社会	7
图表 8：	日本基尼系数震荡上行	7
图表 9：	日本人口进入负增长时代	8
图表 10：	日本老龄化明显	8
图表 11：	日本家庭小型化明显	8
图表 12：	日本单身化趋势明显	8
图表 13：	日本各世代特征	9
图表 14：	日本消费时代变迁	10
图表 15：	1990 年来日本居民消费增速徘徊在 0 附近	10
图表 16：	消费支出变动因素拆解	10
图表 17：	平均消费倾向	11
图表 18：	日本年轻人平均消费倾向更低	11
图表 19：	日本各品类消费指数变化	11
图表 20：	1986-2016 年工作为主的人时间分配变化	12
图表 21：	1986-2016 年工作兼家务人时间分配变化	12
图表 22：	1984-2014 年双入家庭消费额占比变化	12

图表 23: 1984-2014 年单人家庭消费额占比变化	12
图表 24: 复盘东京证交所消费子行业指数, 服务业指数震荡中向上	13
图表 25: 东京证交所股价指数 (TPX) 变化	13
图表 26: 东京证交所服务业指数变化	13
图表 27: 东京证交所零售业指数变化	14
图表 28: 1990 年至今股价涨幅排名靠前个股	14
图表 29: 1990 年至今股价跌幅排名靠后个股	14
图表 30: 平成时期的零售业在泡沫经济后停滞不前	15
图表 31: 百货业态销售额锐减, 便利店快速增长	15
图表 32: 711 历年营收和门店规模	15
图表 33: 711 历年单店收入	15
图表 34: 便利店 CR3 持续提升	16
图表 35: 2020 年便利店行业 CR3 达到 85.8%	16
图表 36: 开店驱动股价上行, 便利店股价表现始终相对强势	16
图表 37: 711 股价以 EPS 驱动为主	17
图表 38: 罗森股价以 EPS 驱动为主	17
图表 39: 头部百元店企业销售额持续增长 (亿日元)	17
图表 40: 奥特莱斯在 2000 年后仍保持高景气	17
图表 41: Seria 门店持续增长, 单店销售额持续向上	18
图表 42: Seria 盈利能力长期向好	18
图表 43: 百元店与折扣店股价表现强势	18
图表 44: 估值、业绩双击, Seria 股价表现优异	18
图表 45: 业绩向上, 品牌折扣店 (唐吉诃德) 长牛	18
图表 46: 1940-1947 年日本 GDP 情况 (亿日元, %)	19
图表 47: 日本化妆品行业发展初期本土企业发展情况	19
图表 48: 日本化妆品行业品类占比变化	20
图表 49: 二战后日本经济及化妆品产值情况	20
图表 50: 1955-1975 年日本 GDP 及化妆品产值情况 (亿日元, %,)	20
图表 51: 1976-1990 年日本 GDP 及 yoy (亿日元, %)	21
图表 52: 1976-1990 年日本人均消费水平及 yoy (美元, %)	21
图表 53: “六人的巴黎”时装秀海报	21
图表 54: 日本美容化妆品行业产值变化情况 (百万美元)	21
图表 55: 日本家庭消费者信心指数情况	21
图表 56: 日本药妆产值占比情况	21
图表 57: 1990 至今日本 GDP 及 yoy (亿日元, %)	22
图表 58: 1990 至今日本人均消费水平及 yoy (美元, %)	22
图表 59: 2009-2019 年日本医美行业市场规模情况 (亿日元, %)	23
图表 60: IPSA 专业皮肤测试	23
图表 61: 日本化妆品营销: @cosme“最佳化妆品奖”	23
图表 62: 资生堂企业品牌	24
图表 63: 大型美妆个护集团品牌矩阵	24
图表 64: 2007-2023 年资生堂股价和市盈率情况	25
图表 65: 2007-2022 年资生堂营收和 yoy (亿日元, %)	25
图表 66: 2007-2022 年资生堂归母净利润和 yoy (亿日元, %)	25
图表 67: 体育市场规模于 1992 年见顶	26
图表 68: 体育运动参与比例上行	26
图表 69: 体育运动参与频次增加	26

图表 70: 健身房/训练服/运动自行车/体育门票/登山露营装备规模略有上行 (亿日元)	26
图表 71: 禧玛诺股价自 1990 年来始终强势, Goldwin 2012 年后股价大幅上涨	27
图表 72: 戴维斯双击下, Goldwin 股价涨幅超 20 倍	27
图表 73: 1990 年至今, 禧玛诺股价涨幅超 8 倍	27
图表 74: 日本健身房数量	28
图表 75: 日本健身房会员数增长	28
图表 76: 全国弹珠机销售规模	28
图表 77: 全国弹珠机在经济下行期仍有正增长	28
图表 78: 全国弹珠机店数和弹珠机数量	29
图表 79: 全国弹珠机参与人数减少	29
图表 80: 赛马式微, 弹珠机/游戏机生产销售商在指数上行期更为强势	29
图表 81: 弹珠机生产商股价阶段性表现优异	29
图表 82: 弹珠机生产商收入在经济下滑期韧性显著	29
图表 83: 经济逆风期, 彩票销售具备更强的韧性	30
图表 84: 国内旅游和出境游收入先后于 1990S 见顶	30
图表 85: 2010 年来国内游略有增长 (亿日元)	30
图表 86: 国内旅游整体稳健, 出国游规模下降明显, 入境游持续增长	31
图表 87: 出入境人次更具韧性	31
图表 88: 入境游消费增长较快	31
图表 89: 人均国内观光旅游费用支出 (千日元/回)	32
图表 90: 人均旅游次数有所下降	32
图表 91: 旅游形态向个人游转变	32
图表 92: 国内旅行中不同年龄段的人所占百分比	32
图表 93: 许多人年轻人停止过夜旅行	32
图表 94: 许多人年轻人停止旅行, 降低旅行次数	32
图表 95: 一日游人群中结伴比例	33
图表 96: 过夜观光人群中结伴比例	33
图表 97: 自然名胜游、温泉游增加	33
图表 98: 游乐园/主题公园市场规模震荡中提升	34
图表 99: 游乐园/主题公园客单价持续上行	34
图表 100: 日本出境游最多的国家和地区由美国转变为中国	34
图表 101: 旅行社规模	34
图表 102: HIS 收入与增速	34
图表 103: 东方乐园 (东京迪士尼) 于 2011 年左右启动上涨行情, H.I.S 阶段跑赢服务业指数	35
图表 104: 东方乐园业绩上行驱动 2011 年上涨行情	35
图表 105: HIS 业绩上行驱动股价走高	35
图表 106: 日本酒店业规模于 1991 年见顶	36
图表 107: 会员制度假村增长	36
图表 108: 旅馆行业大量破产	37
图表 109: 酒店间并购增加 (个, 百万美元)	37
图表 110: 日式旅馆数量萎缩, 酒店家数增长 (千家)	37
图表 111: 酒店客房数超日式旅馆 (万间)	37
图表 112: 商务酒店占比逐步提升	37
图表 113: 专营住宿的头部酒店客房数扩容明显	37
图表 114: RevPAR (日元) 进入下行通道	38

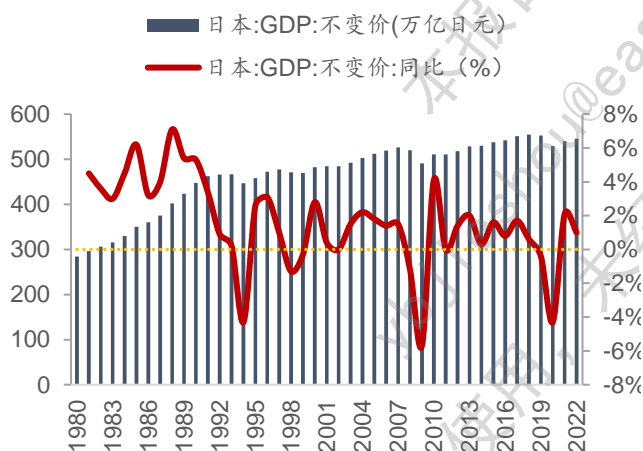
图表 115: 日本酒店入住率下降后升	38
图表 116: 年度人均国内住宿费用变化 (日元)	38
图表 117: 冲绳酒店平均房价和入住率 (日元, %)	38
图表 118: 酒店股价整体不佳, 豪华型仍有亮点	39
图表 119: 非上市商务型酒店营收向上 (亿日元)	39
图表 120: 非上市商务型酒店净利润表现佳 (亿日元)	39
图表 121: 藤田观光业绩长期表现不佳	39
图表 122: 帝国饭店业绩相对稳健	39
图表 123: 1975-2021 年日本外食行业市场规模及同比增速	40
图表 124: 日本外食行业的客单价在 1994 年后逐步下滑	40
图表 125: 1990-2019 年日本外食各细分业态累计增速	41
图表 126: 1983-2019 年日本快餐细分品类市场规模	41
图表 127: 1990-2019 年日本快餐行业规模增幅	41
图表 128: 1975-2021 年日本外食 (包含食品零售渠道) 与外食率差距拉大	42
图表 129: 1975-2021 年日本外食与中食市场规模及同比增速	42
图表 130: 泉盛控股长牛, 萨莉亚、河童寿司、物语 (烧烤&面条) 依次领涨餐饮板块	43
图表 131: 藏寿司估值、业绩双升	43
图表 132: 泉盛控股股价长期稳健向上	43
图表 133: 1960-2021 年日本人口结构变动	44
图表 134: 日本三大产业产值占比变化趋势	44
图表 135: 日本三大产业从业人数占比变化趋势	44
图表 136: 日本灵活用工市场规模及同比增速	45
图表 137: 日本正式雇佣和非正式雇佣员工数量 (万人)	46
图表 138: 日本非正式雇佣员工比例与失业率	46
图表 139: RECRUIT 股价走势	46
图表 140: DIP 存在估值溢价	46
图表 141: 灵活就业大背景下, 人服企业股价持续强势	47
图表 142: 日本死亡人数及死亡率上行	47
图表 143: 殡仪服务办事处增长	47
图表 144: 殡葬服务是少数维持增长的行业	48
图表 145: 殡葬服务客单价先增再降	48
图表 146: 2020 年殡葬市场规模分布	48
图表 147: 殡葬服务企业股价持续强势	49
图表 148: Tear 经营情况	49
图表 149: Tear 股价走势	49

1 消费变迁：内需低迷，消费理性

1.1. 经济基础：经济长期低迷，就业不确定性增加

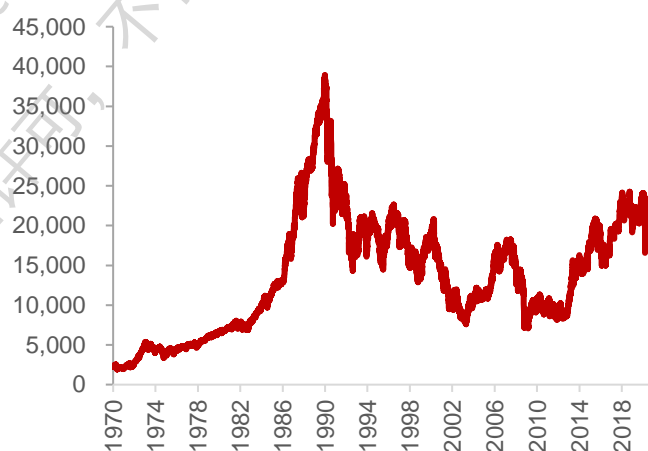
日本经济自 1990 年来长期低迷。日本经济于 1970 年代初结束高增长期，1985 年的广场协议带来了泡沫时代，1990 年代初泡沫经济硬着陆，日本经济陷入长期停滞期。从 GDP 增速看，1992-2022 年间日本 GDP 复合增速仅为 0.5%，几乎没有增长。从资本市场看，1989 年 12 月 29 日日经指数一度创下 38957 的新高，但 2012 年 12 月 28 日日经指数收盘价仅为 10395 点，较高点下滑 73%，此后指数呈上升趋势，但至今未恢复至最高水平。

图表 1：1990 年来日本经济长期增长缓慢



来源：内阁府，国联证券研究所

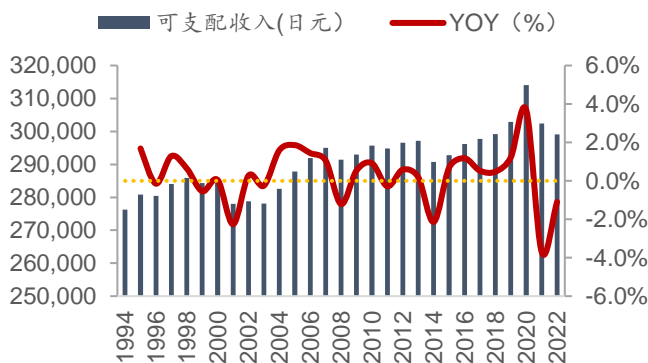
图表 2：1990 年来日经 225 指数从高点震荡下滑



来源：东京证券交易所，国联证券研究所

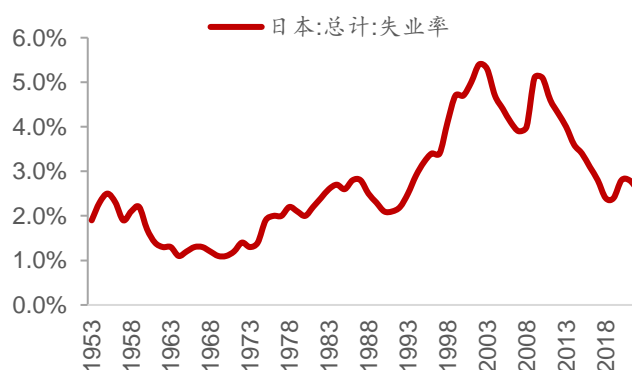
可支配收入增速较缓，就业不确定性增加。泡沫经济破灭后，由于经济放缓、失业增加，居民可支配收入增速下滑，1995-2020 年间可支配收入复合增速仅为 0.4%。细看就业市场，日本的失业率一度从 1990 年的 2.1% 攀升至 2002 年的 5.4%，其中年轻人失业问题更为严峻。且社会就业不稳定性凸显，非正式员工的比例从 1990 年的 20.0% 上升至 2020 年的 37.8%，这意味着目前超过 1/3 的劳动者为灵活就业状态。

图表 3：日本可支配收入增速较缓



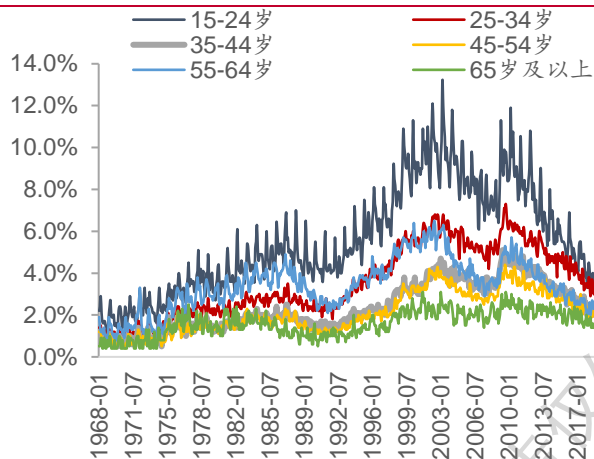
来源：内阁府，国联证券研究所

图表 4：1990-2009 年间日本失业率高增



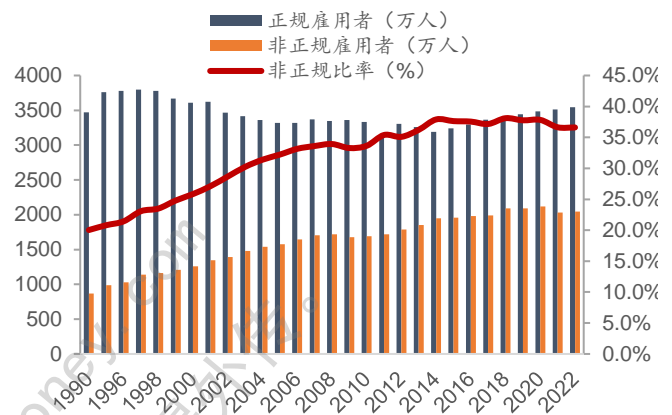
来源：厚生劳动省，国联证券研究所

图表 5：年轻人失业问题更严重



来源：内阁府，国联证券研究所

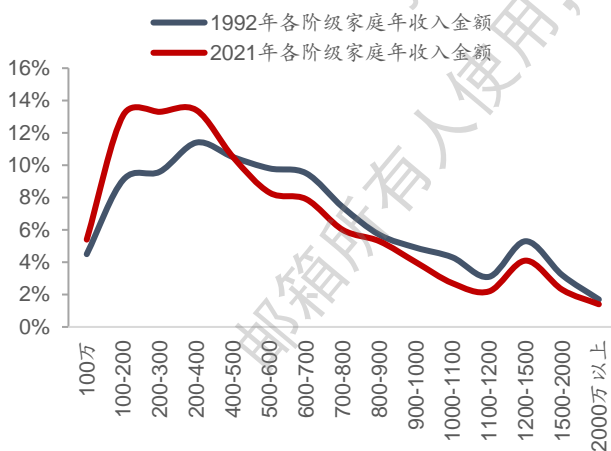
图表 6：非正规雇用者比例增加



来源：劳动力调查，国联证券研究所

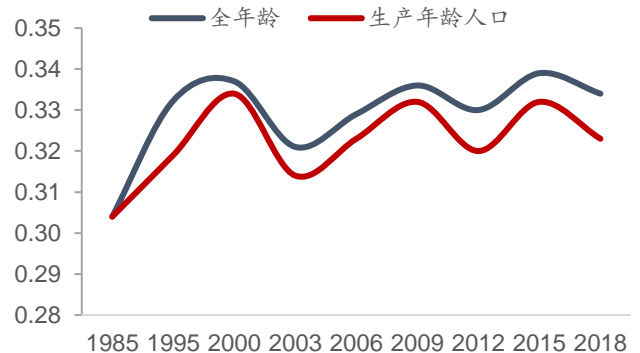
收入差距扩大，M 型特征明显。从基尼系数看，日本阶层收入差距略有扩大。从内部结构看，1990 年来，随着经济持续衰退，大量的中间阶层向中下阶层转移，形成两边高中间低的 M 型收入结构。对比日本厚生劳动省 1992 年和 2021 年国民生活基础调查报告发现，年收入 500 万日元以下的低收入家庭从 1992 年的 45.1% 上升至 2021 年的 55.7%，对应地，年收入 500-1500 万日元的中产阶层人口占比下降 9.5pct。

图表 7：日本进入 M 型社会



来源：厚生劳动省，国联证券研究所

图表 8：日本基尼系数震荡上行

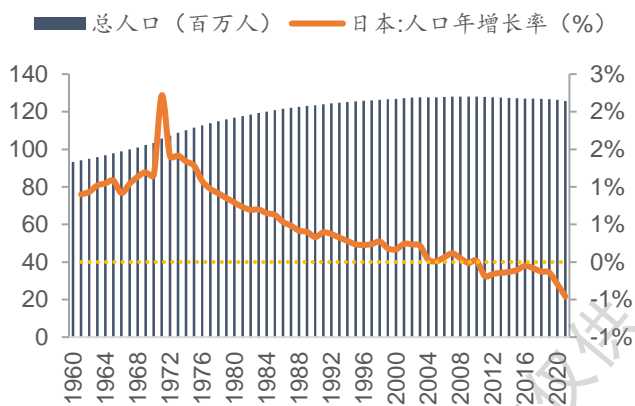


来源：厚生劳动省，国联证券研究所

1.2. 人口结构：老龄化、单身化显著，团块次代、觉醒世代更注重理性消费、精神消费

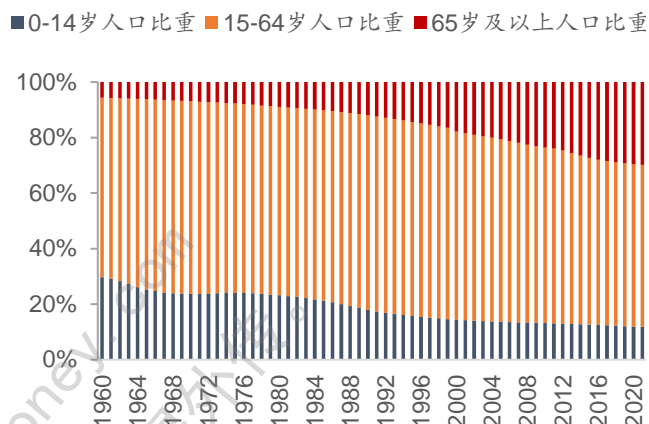
人口负增长，老龄化明显。早在 1970 年，日本 65 岁以上人口占比就达到 7.1%，进入老龄化社会；2010 年前后，日本正式进入人口负增长时代；截至 2021 年末，日本 65 岁以上人口占比已经达到 29.8%，深度老龄化明显，总人口连续十余年负增长。

图表 9：日本人口进入负增长时代



来源：日本统计局，国联证券研究所

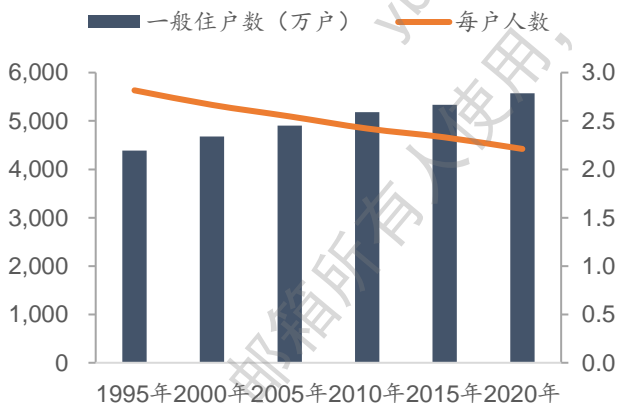
图表 10：日本老龄化明显



来源：厚生劳动省，国联证券研究所

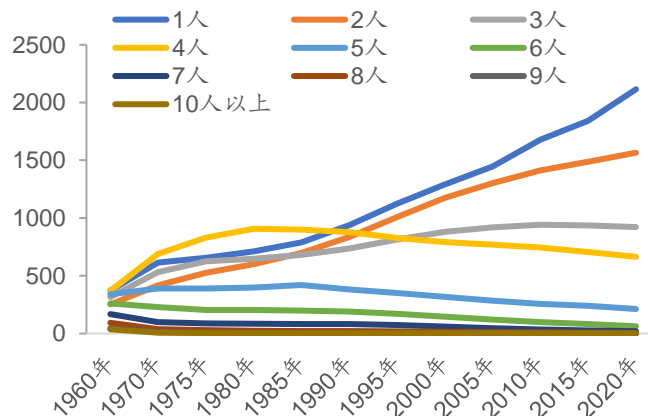
家庭规模收缩，单身家庭比例持续提升。二战后，日本家庭成员人数持续减少，1953 年，日本的平均家庭人数为 5.0 人，2020 年平均家庭规模仅为 2.21 人，跌破一半。细看家庭内部结构，1 人户家庭持续快速增长，2020 年日本独居家庭占总家庭比例达到 38.0%。

图表 11：日本家庭小型化明显



来源：全国人口普查，国联证券研究所

图表 12：日本单身化趋势明显



来源：全国人口普查，国联证券研究所

团块次代、觉醒世代更注重理性消费、精神消费。从消费主力军来说，团块次代、觉醒世代于泡沫经济破灭后进行社会，他们的消费理念主导着经济停滞期的消费变迁。团块次代出生于 1971-1978 年，他们成长于日本经济的鼎盛时期，就业于泡沫经济崩溃，企业为缩减运营成本，大幅裁员的就业难时代，收入的不稳定直接影响了他们的预算曲线，催生简约化、性价比消费。觉醒世代成长于经济发展停滞期，物质欲望低下，更加追求内心的充实，注重理性与精神消费。

图表 13：日本各世代特征

	出生时段	2023 年时 年龄	进入社会时 年份	成年时日本经济社会环 境	群体特征	消费特征
团块世 代	1947- 1949 年	74-76 岁	1970 年	在美国的支持下快速发展	进入社会开始经历日本经济高速增长、泡沫经济期以及破裂期，为社会创造了巨大的财富	消费同质化
冷漠世 代	1950- 1959 年	64-73 岁	1975 年	经济繁荣增长，就业形势非常好	厌恶政治	拒绝潮流，自我意识崛起
新人类 时代	1960- 1965 年	58-63 岁	1983 年	1980 年日本制造业出口的高光时刻	在经济高速增长期中度过童年，不关心政治，大部分认为自己是中产阶级，享受发展红利，且女性社会地位开始逐渐崛起	追求数量及品牌
泡沫世 代	1965- 1970 年	53-58 岁	1986 年	日本泡沫经济加速膨胀	成长环境造就消费欲望较高，成年后经历经济的快速下行，企业终身雇用抑制了年轻人向上奋斗的动力，贫富差距开始加大，阶级分化，单身族、啃老族开始增加	过度消费、个性化、差异化消费
团块次 代	1971- 1978 年	41-52 岁	1994 年	房市股市泡沫破裂，经济走向衰退	童年生活与进入社会后形成巨大反差，少年时代沉溺于父母支持下的高消费，进入社会后遭遇日本经济的快速衰退，经济能力差，低欲望催生宅经济、单身经济	从高档到简约、注重性价比、差异化消费
觉醒世 代	1985- 1994 年	29-40 岁	2013 年	日本经济长期停滞	低欲望社会环境中成长，追求内心的自我充实，没有太多物质追求，乐于悠闲的生活方式	消费理性

来源：日本统计局，国联证券研究所

1.3.消费行为：收入、意愿下行制约消费，平价化与个性化兴起

从标准到个性，消费趋向理性化。伴随着经济发展、人口结构的变迁，大众的消费意识和习惯也随之变动。在第一消费时代中，中产初起，人们以西方化消费为风格；第二消费时代伴随经济高速发展和中产阶层扩容而来，工业化、标准化的产品开始销售，广告营销下“大就是好”的消费理念深入人心，人们通过买更大、更贵的东西获得愉悦感；此后，社会经济进入低增长阶段，从小在物质丰富的环境成长起来的年轻人进入社会，这群消费者依然崇尚欧美生活方式，但也重视个性化发展；当经济长期停滞，社会进入少子老龄化时，第四消费时代到来，量的优势对于消费者不再具备吸

引力，消费者更注重消费的性价比，大众更加以自我为中心，主张简约自由，趋于共享。

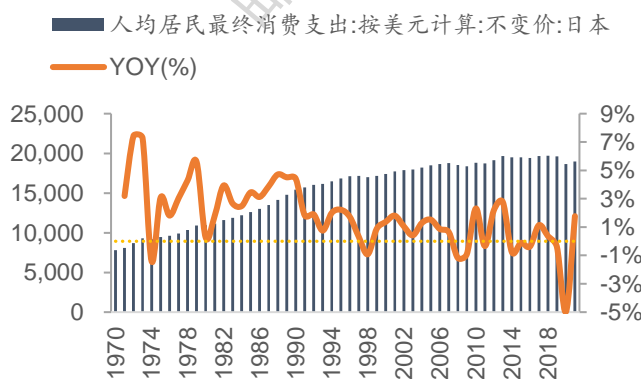
图表 14：日本消费时代变迁

时间	对应世代	消费价值观	消费取向	经济社会背景
第一消费时代 1912-1941	大正时期出生的第一代	消费属于私有主义，整体来讲重视国家	西方摩登文化、大城市倾向	从日俄战争胜利开始至中日战争，人口不断向城市地区集中，以东京、大阪等大城市为中心的中等阶级诞生
第二消费时代 1945-1971	1945 年的“婴儿潮一代”（团块世代）	消费属于私有主义，重视家庭、社会	大就是好、大城市倾向、美式倾向	战败后复兴、经济高速增长期开始至石油危机，大量生产、大量消费，全国一亿人口中产阶级化
第三消费时代 1975-2004	1971 年到 1974 年第二次生育高峰时出生的人	私有主义，重视个人	个性化、多样化、差别化、品牌倾向、大城市倾向、欧式倾向	从石油危机开始到低增长、泡沫经济、金融破产、小泉改革，差距拉大
第四消费时代 2005-	第四消费社会始于 2005 年，本应从婴儿潮一代的第三代诞生开始，但实际上因晚婚化，少子化等多种原因，实际较婴儿潮一代的第三代诞生稍有推迟	趋于共享，重视社会	无品牌倾向、朴素倾向、休闲倾向、日本倾向、地方倾向	日本经济走向衰退，1998 年自杀人数开始增多，人的意识出现变化；15 岁-64 岁的“生产年龄人口”在 1995 年达峰，之后开始逐渐减少，消费市场缩小

来源：《第四消费时代》，国联证券研究所

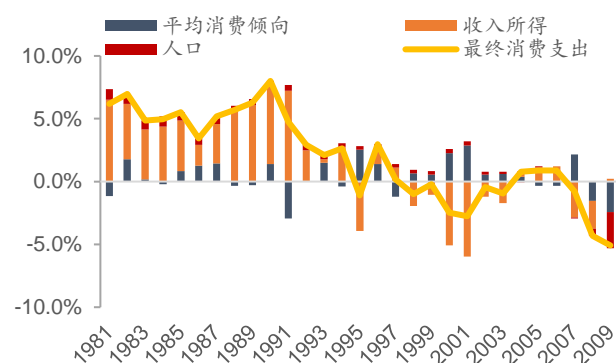
受收入拖累，消费支出的增长开始徘徊在零附近。从 1980 年来的消费趋势看，1980-1990 年的人均消费支出平均增长率为 3.5%，消费支出增长保持在平稳的态势。1990 年代上半叶泡沫经济破灭后，由于失业增加、收入增速下降，消费增速降档，消费支出的增长在 0 附近徘徊，1990-2019 年间人均消费支出复合增速仅为 0.8%。

图表 15：1990 年来日本居民消费增速徘徊在 0 附近



来源：内阁府，国联证券研究所

图表 16：消费支出变动因素拆解



来源：内阁府，国联证券研究所

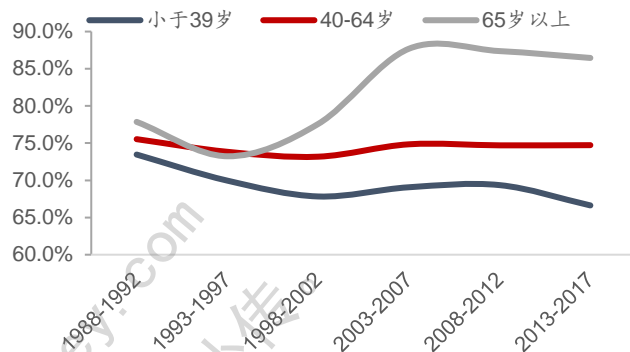
平均消费倾向分化，年轻人消费倾向下行。消费倾向出现分化，65 岁以上的老年人平均消费倾向上行明显，并保持在高位运行。40-64 岁人群消费随着可支配收入同步下降，平均消费倾向基本稳定在 75% 左右。但长期看，39 岁以下家庭的平均消费倾向下降，1988-92 年消费倾向在 74% 左右，2000 年左右开始所下降，此后基本持平，2013-17 年平均消费倾向约为 67%，预计与收入水平和对未来的担忧有关。

图表 17：平均消费倾向



来源：总务省统计局，国联证券研究所

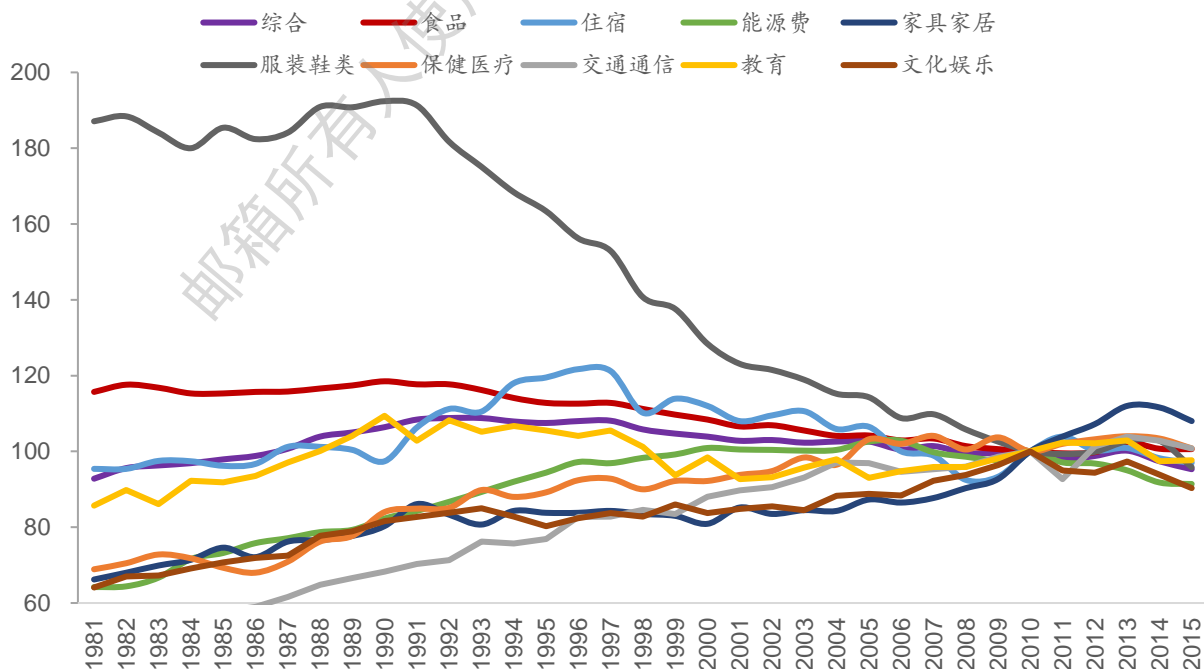
图表 18：日本年轻人平均消费倾向更低



来源：内阁府，国联证券研究所

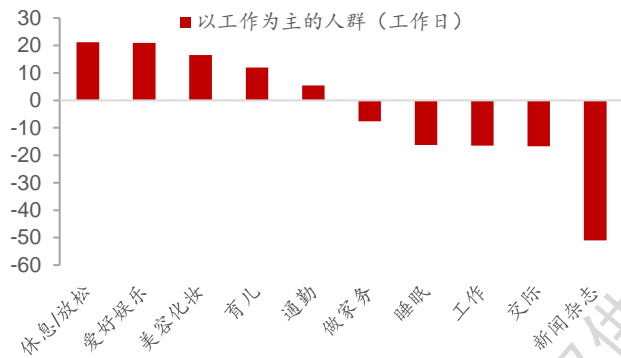
更加忠于自己，消费平价化。从 1980 年代以来消费品指数变迁可以看出，消费力在 1990 年代达到最高，此后震荡下行。从消费的时间偏好看，大众更注重休息放松、爱好娱乐、美容化妆等精神层面可选性消费；从消费品类看，文化娱乐、交通通信、能源费等走高，服饰鞋类断崖式下滑。年轻消费群体的消费模式变迁也反映同样趋势，住房费、通信费等固定成本在增加，结合时间分配变化可以看出，花费时间减少的项目直接导致消费减少，而花费时间增加的项目并未必会带动消费增加，年轻消费群体消费性价比趋势明显。

图表 19：日本各品类消费指数变化



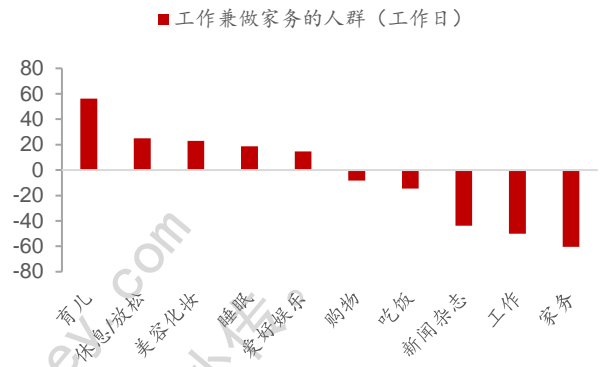
来源：经济产业省，国联证券研究所

图表 20: 1986-2016 年工作为主的人时间分配变化



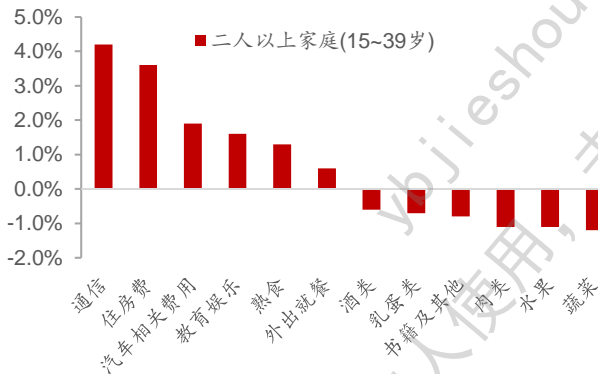
来源: 总务省, 国联证券研究所

图表 21: 1986-2016 年工作兼家务人时间分配变化



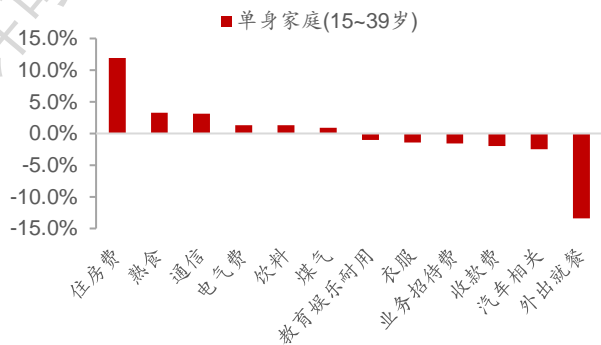
来源: 总务省, 国联证券研究所

图表 22: 1984-2014 年双入家庭消费额占比变化



来源: 总务省, 国联证券研究所

图表 23: 1984-2014 年单人家庭消费额占比变化

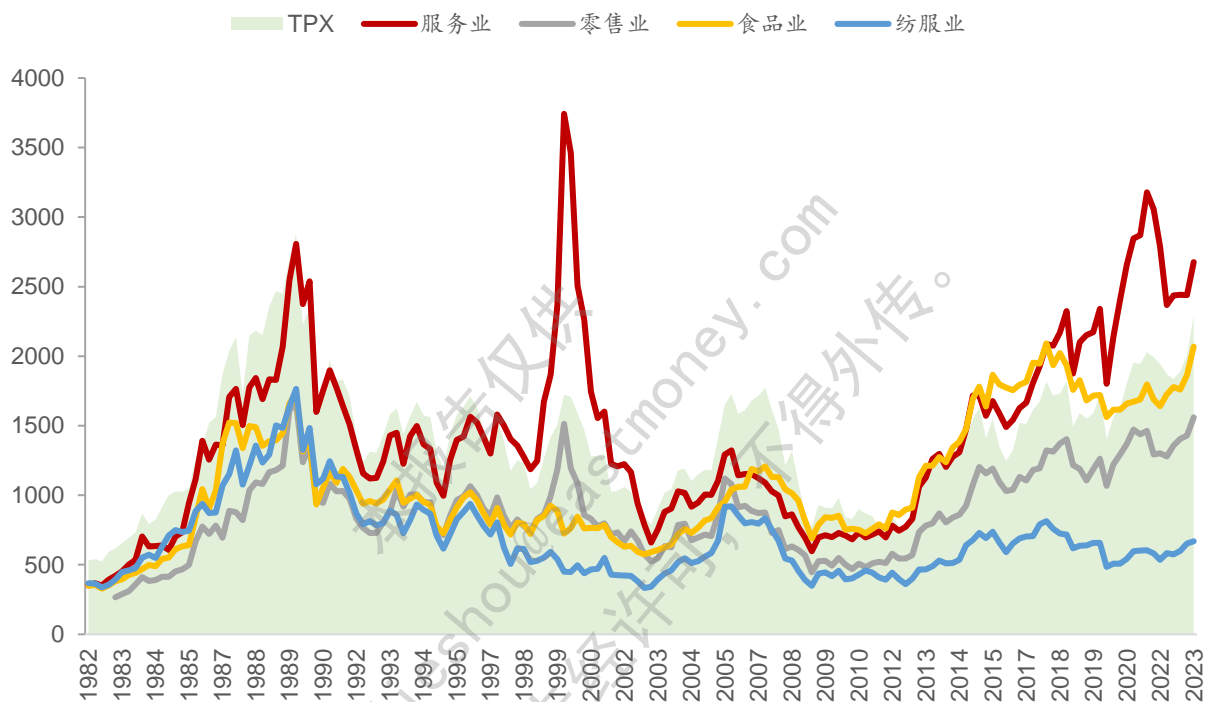


来源: 总务省, 国联证券研究所

1.4. 股价演绎: 服务业向上, 性价比&内容娱乐龙头长牛

行业指数: 复盘 1990 年代以来东证消费子行业指数, 从长周期的维度看, 纺织服装行业跟随经济长期停滞; 食品行业凭借其刚需属性, 股价表现相对稳健; 零售行业股价波动略高于食品行业; 服务行业阶段性波动较大, 但在经济下行期中亦能阶段性表现优异, 且 2012 年以来长期趋势向上, 领涨消费板块。从 1989 年到 2011 年底指数涨跌幅看, 食品 (-56.2%) > 零售 (-69.1%) > TPX (-74.7%) > 服务业 (-75.2%) > 纺织业 (-77.8%); 从 2012 年至今股市表现看, 服务业 (+242.4%) > 零售业 (+169.2%) > TPX (+168.2%) > 食品业 (+136.2%) > 纺织业 (+50.6%)。

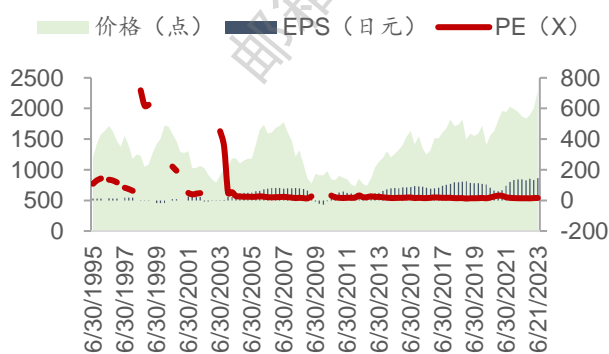
图表 24：复盘东京证交所消费子行业指数，服务业指数震荡中向上



来源：Bloomberg，国联证券研究所

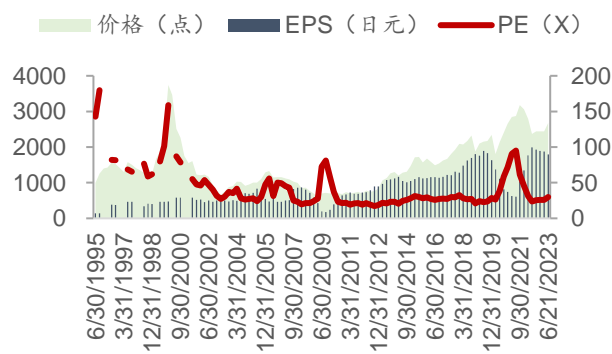
估值下杀压制股价，业绩修复推动股价上行。从 TPX 及服务业、零售业的股价指数走势看，1990 年后股市迎来持续的估值下杀，中间偶有修复，但持续时间较短。2012 年初，TPX 指数迎来估值修复，后在业绩支撑下股价持续抬升。从 2012 年后的服务业和零售业指数走势看，业绩持续向好推动股价上行。

图表 25：东京证交所股价指数（TPX）变化



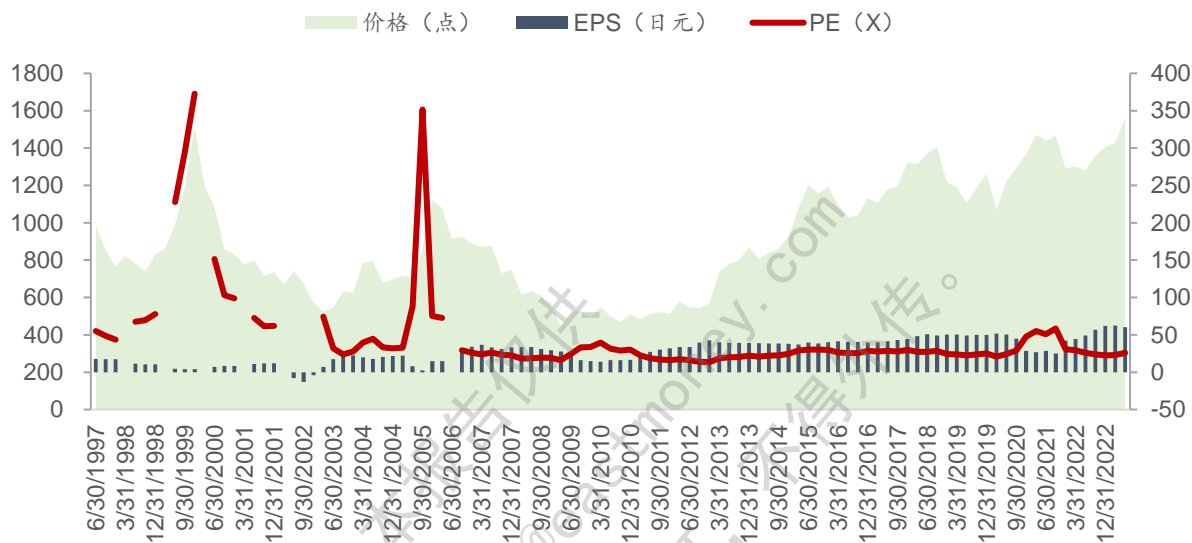
来源：Bloomberg，国联证券研究所

图表 26：东京证交所服务业指数变化



来源：Bloomberg，国联证券研究所

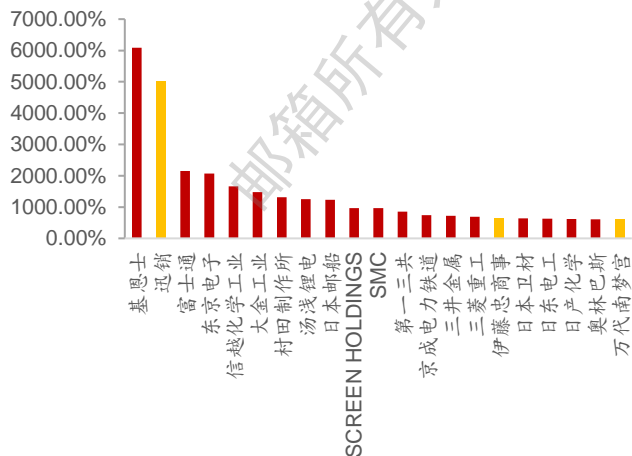
图表 27：东京证交所零售业指数变化



来源：Bloomberg，国联证券研究所

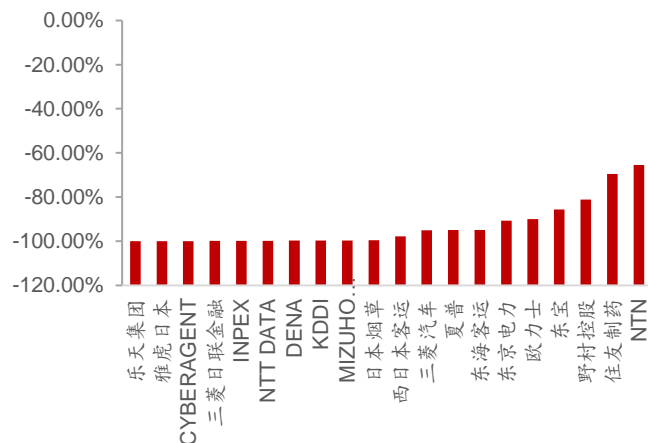
个股：性价比服饰厂商迅销集团/平价零售及多元化布局的伊藤忠商事/内容娱乐公司万代南梦宫涨幅居前。从股价表现看，1990 年初至今，伴随消费力变化和消费心理由泡沫时代“昂贵且优质”转向为“低价且优质”，以性价比消费著称的迅销集团（优衣库母公司），纺织、零售店、信息金融等多元布局的伊藤忠商事（全家母公司），精神娱乐消费的万代南梦宫等股价上行，在日经 225 指数中涨幅排名居前。

图表 28：1990 年至今股价涨幅排名靠前个股



来源：wind，国联证券研究所

图表 29：1990 年至今股价跌幅排名靠后个股



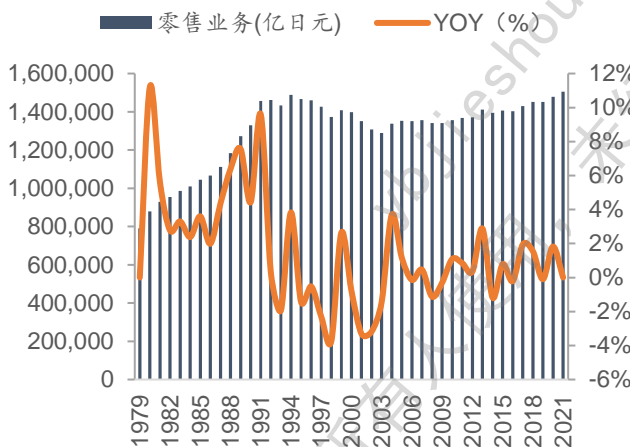
来源：wind，国联证券研究所

2. 行业变化：物欲就简，消费重视性价比

2.1.零售：便利店、百元店兴起

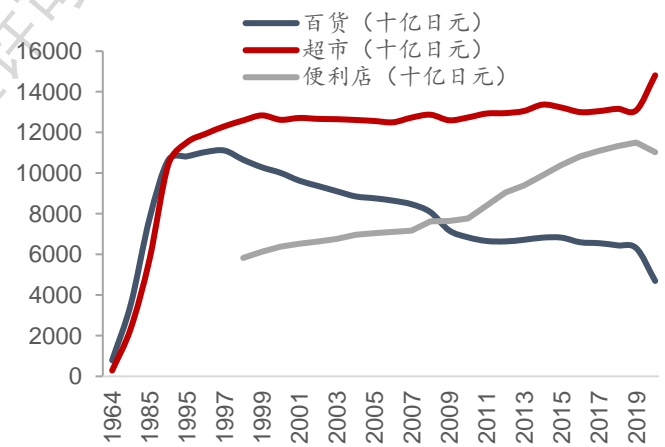
买方市场下，便利店逆势扩张。在经济降速、消费力走弱的大背景下，日本零售业的销售额在1994年左右达到顶峰，此后趋向停滞，1995-2020年间零售业务销售额增速仅为0.03%。分业态看，根据消费时代的变化，日本零售也对应经历百货（炫耀性消费）-超市（大众消费）-便利店（社区消费）等业态。从具体业态演进看，百货店业在1991年达到12.9万亿日元的顶峰，此后持续不景气；超市行业伴随卖方市场不断壮大，在2014年达到13.4万亿日元的峰值后持平；受益于少子化、老龄化、女性职业化和《大店法》等因素，便利店行业需求崛起，叠加行业内部积极变革应对变化，其成为买方市场中持续增长的行业，自90年代来销售额持续增长，2008年销售额超过百货商店，并于2015年突破10万亿日元的销售额。

图表 30：平成时期的零售业在泡沫经济后停滞不前



来源：经济产业省，国联证券研究所

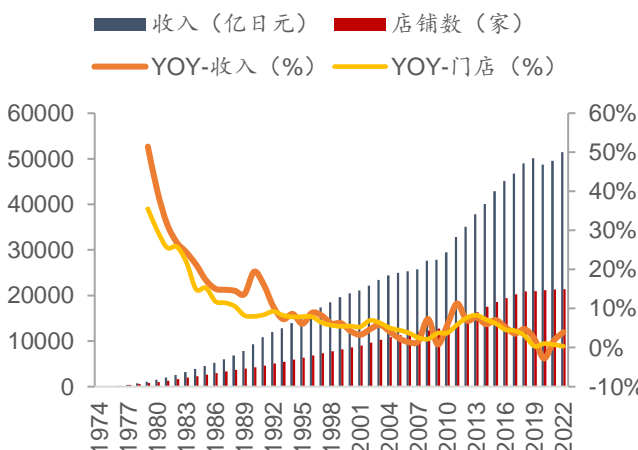
图表 31：百货业态销售额锐减，便利店快速增长



来源：经济产业省，国联证券研究所

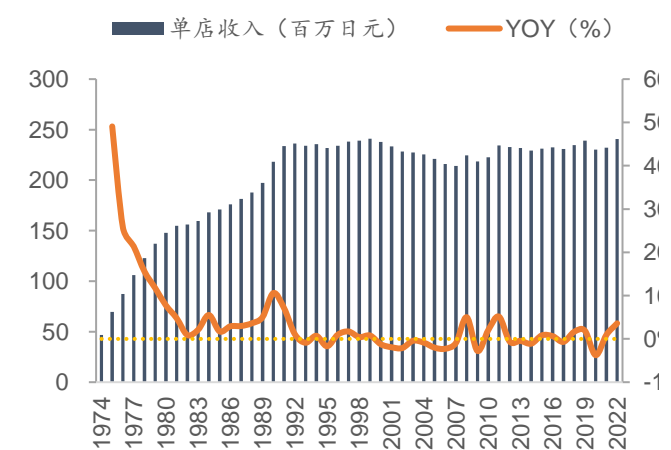
开店驱动营收增长。对比711自1970年代以来的营收和门店数量看，711不断增加的门店规模是营收长期增长的动力，但是在经济增速转向的时点，单店收入亦能贡献不错的营收表现。

图表 32：711 历年营收和门店规模



来源：公司公告，国联证券研究所

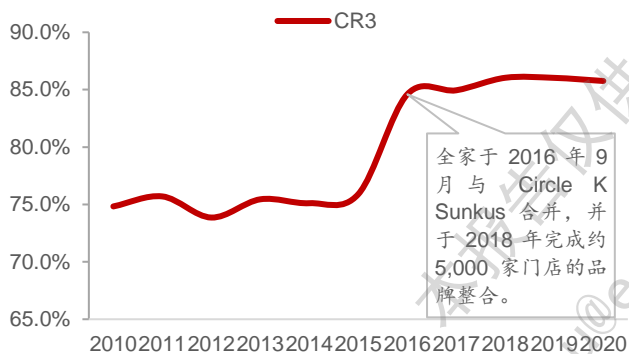
图表 33：711 历年单店收入



来源：公司公告，国联证券研究所

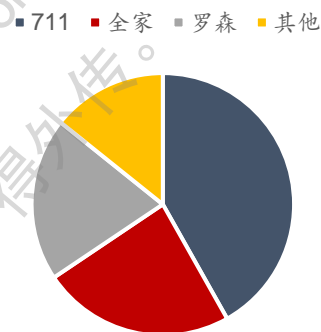
便利店头部效应显著，股价受业绩驱动。便利店业是寡头垄断程度极高的行业，2020 年行业 CR3 达到 85.8%，远高于超市 CR4 的 35%。归因来看，主要源于便利店极其容易实现规模经济。从头部参与者来看，711/全家/罗森为绝对龙头，2020 年的销售占比在 42%/24%/20%，从股价表现看，便利店表现出顺周期属性，在经济上行期获取更大收益，股价主要受 EPS 驱动。

图表 34：便利店 CR3 持续提升



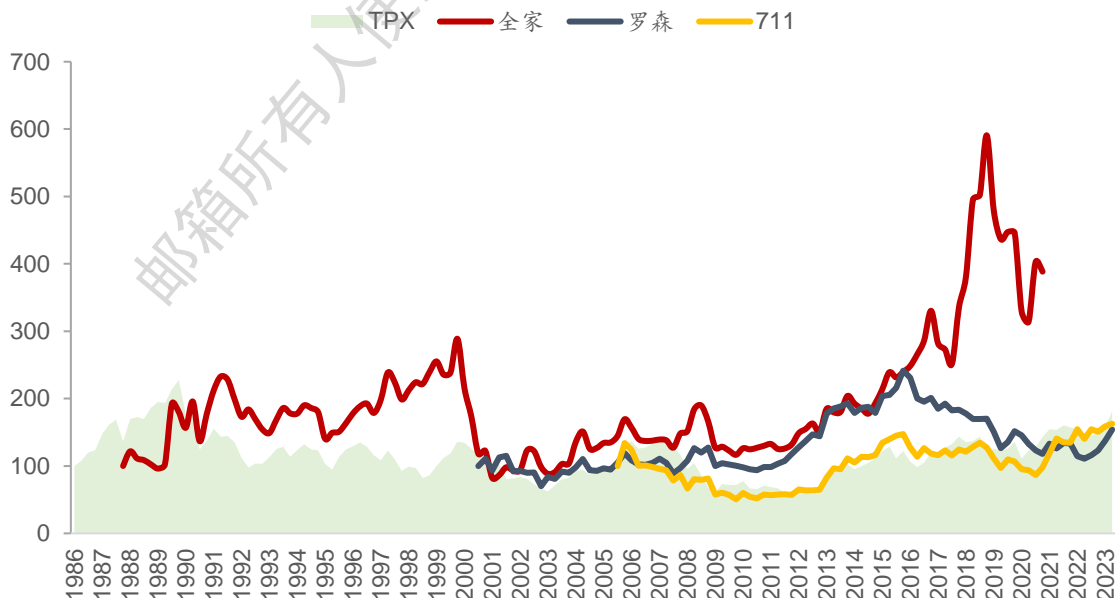
来源：公司公告，国联证券研究所

图表 35：2020 年便利店行业 CR3 达到 85.8%



来源：公司公告，国联证券研究所

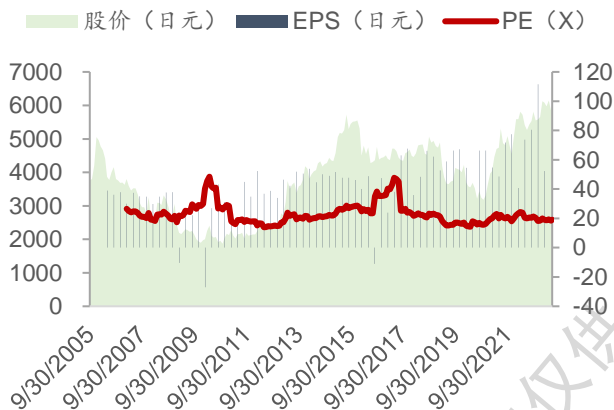
图表 36：开店驱动股价上行，便利店股价表现始终相对强势



来源：Bloomberg，国联证券研究所

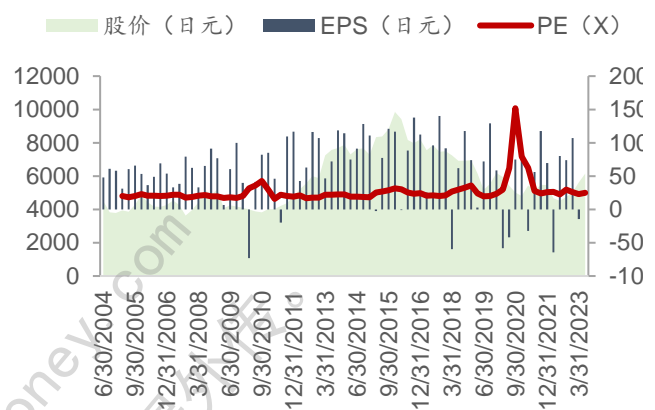
注：股价已进行标准化处理，设置基期数据为 100

图表 37: 711 股价以 EPS 驱动为主



来源: Bloomberg, 国联证券研究所

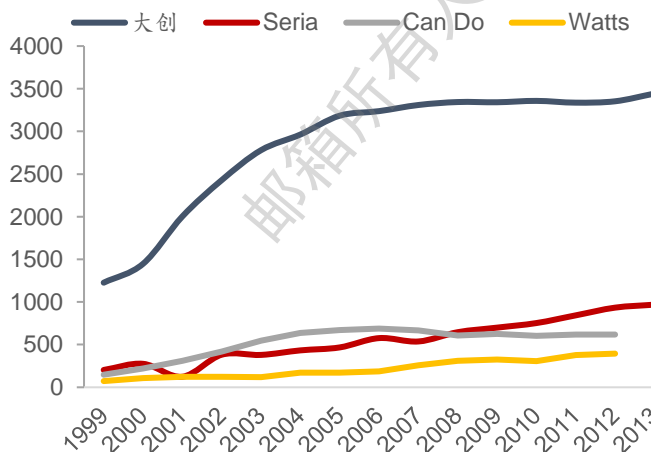
图表 38: 罗森股价以 EPS 驱动为主



来源: Bloomberg, 国联证券研究所

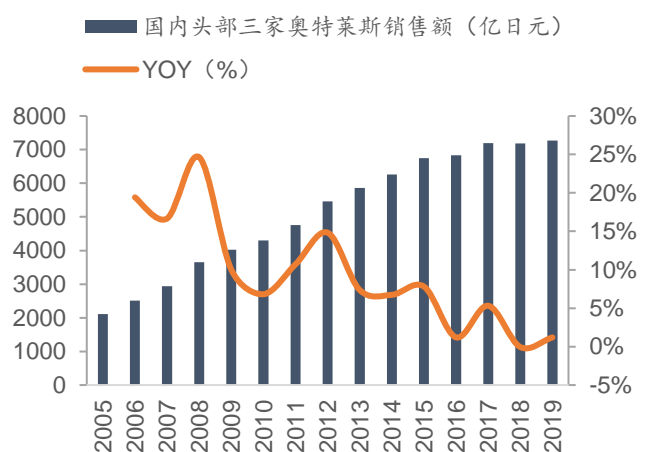
百元店与奥特莱斯并进，性价比路线占优。在日本长期衰退和通货紧缩的背景下，居民收入下滑、国内物价下降，但进口商品的价格却飙升，100 日元商店和奥特莱斯此时以其低价格高品质优势持续提升销售额，成为经济下行时极具弹性的行业。在百元店市场，大创、Seria、Can Do、Watts 这四大百元店占据了绝大部分的销售额，四家百元店在 2010 年市场规模约为 5000 亿日元，2020 年四大公司的销售总和达到约 8525 亿日元。头部三家奥特莱斯销售额在 2005-2019 年间复合增速为 9.3%。从折扣店泛太平洋国际控股(唐吉诃德)股价表现看，上市以来，公司股价表现强势，EPS 与 PE 共同驱动成长。

图表 39: 头部百元店企业销售额持续增长(亿日元)



来源: 公司公告, 国联证券研究所

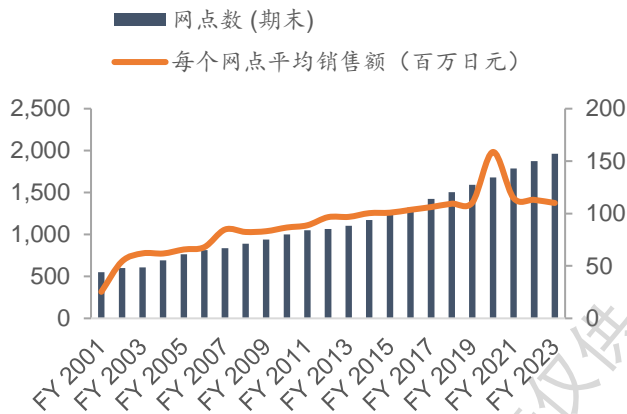
图表 40: 奥特莱斯在 2000 年后仍保持高景气



来源: 经济产业省, 国联证券研究所

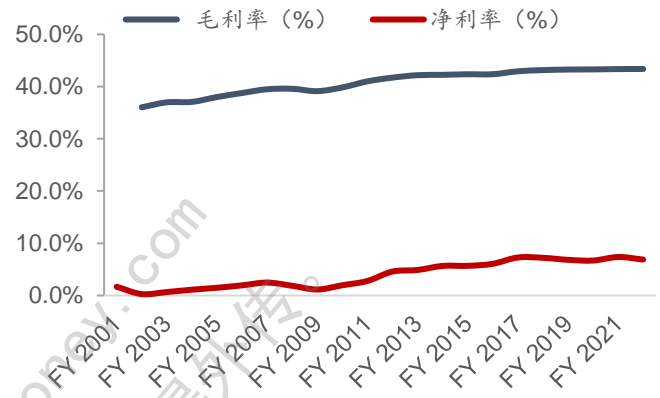
Seria 门店持续扩张，利润水平长期向好，估值业绩双击推动股价长期向上。泡沫经济破灭后，百元店 Seria 凭借其性价比优势和高周转优势持续进行门店扩张，2001-2023 年其门店由 549 家增至 1961 家，CAGR 为 6.2%，同时间段内单店销售额复合增速为 7.3%，在动荡的经济环境中展望高韧性和良好成长性。伴随规模扩大，Seria 盈利能力不断提升，且持续高于同业，其毛利率/净利率由 2002 年的 36.1%/0.3% 提升至 2022 年的 43.3%/6.9%。从股价表现看，百元店 Seria 业绩长期向好，叠加估值提升驱动公司股价在 2010-2017 年间涨幅达 55 倍。

图表 41: Seria 门店持续增长, 单店销售额持续向上



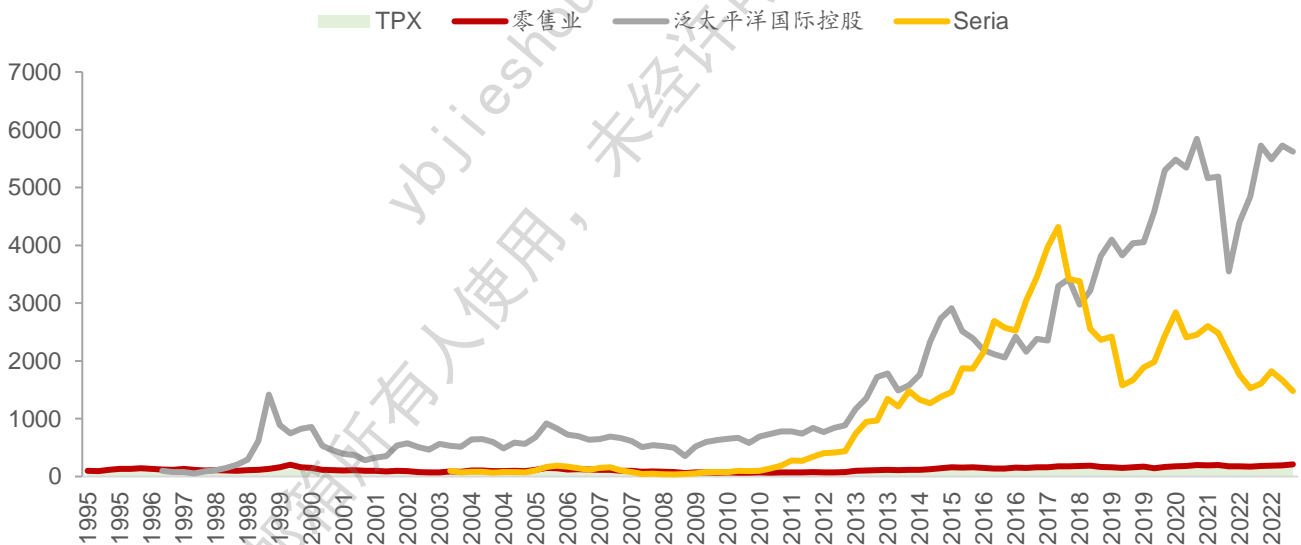
来源: Bloomberg, 国联证券研究所

图表 42: Seria 盈利能力长期向好



来源: Bloomberg, 国联证券研究所

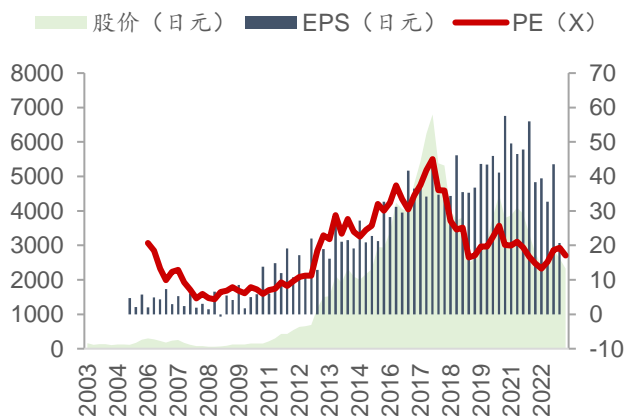
图表 43: 百元店与折扣店股价表现强势



来源: Bloomberg, 国联证券研究所整理

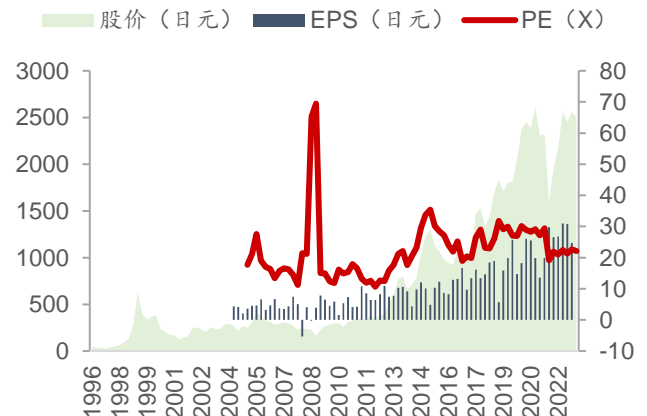
注: 股价已进行标准化处理, 设置基期数据为 100

图表 44: 估值、业绩双击, Seria 股价表现优异



来源: Bloomberg, 国联证券研究所

图表 45: 业绩向上, 品牌折扣店 (唐吉诃德) 长牛



来源: Bloomberg, 国联证券研究所

2.2.美护：以史为鉴，聚焦三条主线

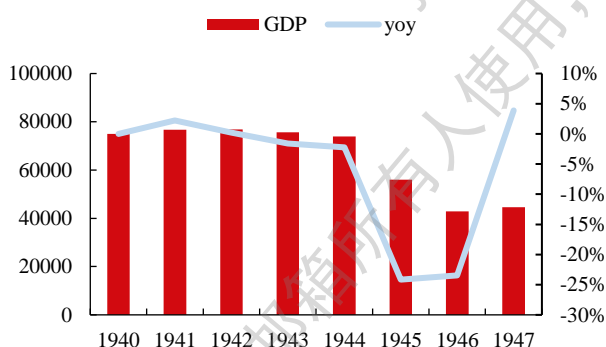
复盘日本美容护理行业历史，在经济和社会环境变化下，行业主要历经 4 个发展阶段：1) 成长初期（1945 年之前，西式化妆品普及）；2) 快速发展期（1946-1975 年，基础美护消费快速渗透）；3) 高质量发展期（1976-1990 年，追求功效护肤等高品质消费）；4) 平稳发展期（1991 年至今，理性消费趋势下美妆盛行）。

1) 历史复盘：四大发展阶段缔造日妆产业

➤ 成长初期（古代-1945 年）：西式化妆品普及,启蒙行业发展

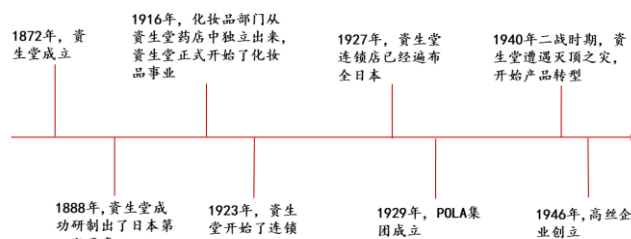
西式化妆品传入并逐渐普及，启蒙行业发展。明治维新后日本政府积极引入西式文化，化妆品技术逐渐走进日本大众，西式化妆品开始取代传统化妆品成为热门，日本民众对化妆品的消费偏好促使日本本土品牌诞生，如头部化妆品品牌资生堂于 1872 年成立，知名品牌 POLA、高丝等也于这一时期创立。1888 年，资生堂研制出日本第一瓶牙膏，随后也创制了护肤化妆水，香水、乳液、化妆水等的广泛普及，使日本民众不再仅使用香粉之类简单的日用品；同时连锁店广泛兴起，日本美容护理行业在二战前蓬勃发展。二战后期经济濒临崩溃，GDP 快速下滑，同时政府对美妆行业加以限制，日本化妆品企业不得不开始转型生产肥皂、牙膏、鞋油、钢笔、维生素等产品来维持生存。

图表 46：1940-1947 年日本 GDP 情况（亿日元，%）



来源：Wind，国联证券研究所整理

图表 47：日本化妆品行业发展初期本土企业发展情况

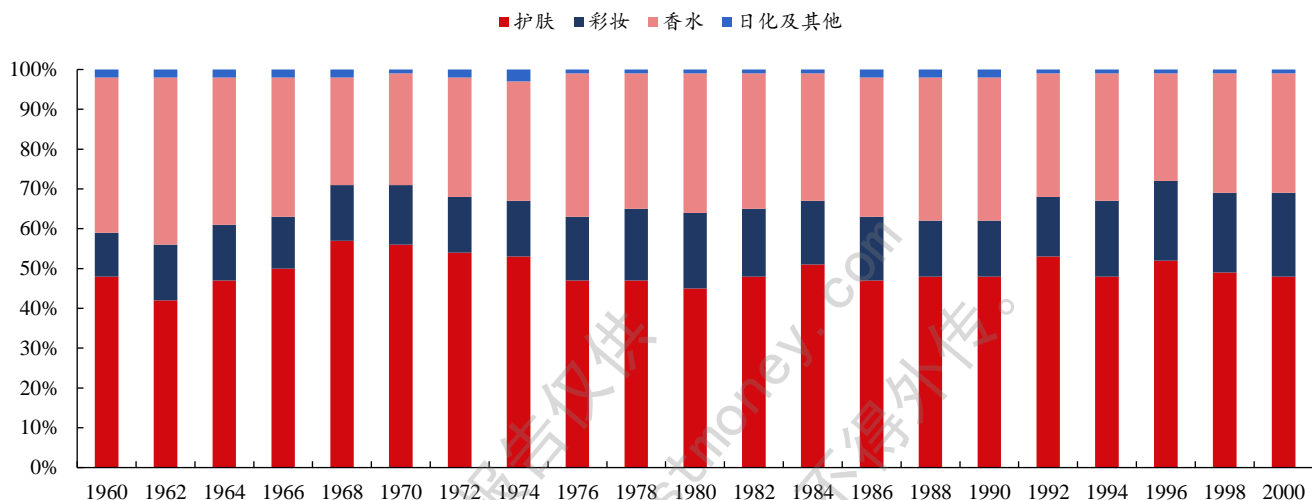


来源：各公司官网，国联证券研究所

➤ 快速发展期（1946 年-1975 年）：战后经济快速发展，驱动基础美护需求提升

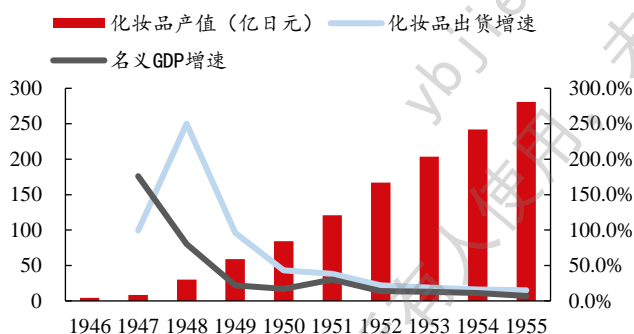
二战后经济迅速崛起，美式文化渗透，民众对彩妆的要求逐步提高。二战后日本大环境仍处在低压萎靡期，而从 1955 年开始，日本经济在制造业的带动下加速复苏，1955-1975 年，日本 GDP 从 8.37 万亿日元快速增长至 148.33 万亿日元，CAGR 达 +15.5%。GDP 的快速增长推动居民收入和消费水平提升，可选消费占比提升，基础护肤用品快速普及。同时，生活水平的提升使民众对更精致的彩妆需求提升，加之受二战后美式流行文化的影响，产品趋势体现在彩妆、香水等日趋多元化和西方化。同时，各化妆品企业二战后纷纷效仿资生堂采用“转售价格维持”制度，战后业务的推广也从日本拓展至海外。

图表 48：日本化妆品行业品类占比变化



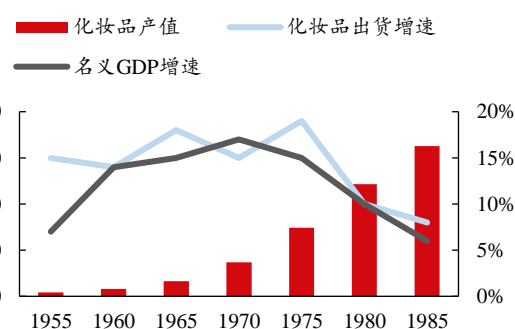
来源：Wind，国联证券研究所整理

图表 49：二战后日本经济及化妆品产值情况



来源：Wind，国联证券研究所整理

图表 50：1955-1975 年日本 GDP 及化妆品产值情况
(亿日元，%)



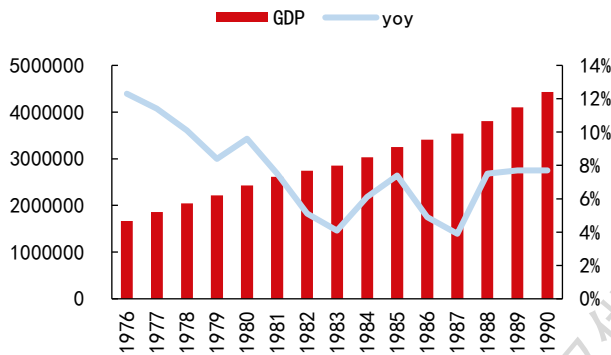
来源：Wind，国联证券研究所整理

➤ 高质量发展期（1976 年-1990 年）：国潮兴起，品质消费需求旺盛

消费者审美观由“欧美”回归“日式”，国潮兴起。该时期主流消费群体成长于 1955-1975 年间，见证了日本经济发展最为辉煌的时代，国民自信明显体现在审美观上，大众消费观回归“日式”审美。1977 年，资生堂组织的“六人的巴黎”时装秀，通过自身的产品和时尚观念传达打破传统思维的新生活方式，到 80 年代资生堂在日本市占率已接近 30%。

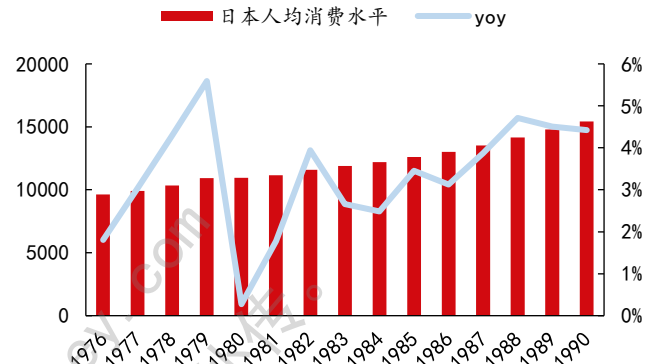
功效护肤品和医美消费需求旺盛，对产品有效成分的研究专门化。这一时期民众更加注重产品的安全性、功效性和个性化，功效护肤品需求旺盛。根据日本《日本香妆学会志》的研究报告显示，日本在 1968 年首次对皮脂量以及皮脂成分进行了定量研究；在 70 年代开发出测量皮肤指标状况的仪器；在 80 年代，将皮肤类型划分为“普通型”、“干燥型”、“油脂型”、“混合型”等，为对产品有效成分的研究做好了铺垫。此外，70 年代后，连锁医美机构开始成立，医美由此发展。

图表 51: 1976-1990 年日本 GDP 及 yoy (亿日元, %)



来源: Wind, 国联证券研究所整理

图表 52: 1976-1990 年日本人均消费水平及 yoy (美元, %)



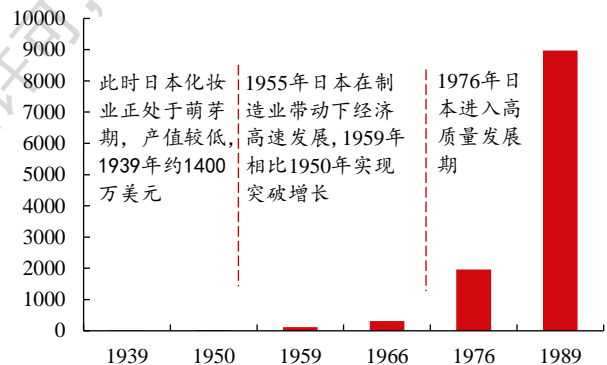
来源: Wind, 国联证券研究所整理

图表 53: “六人的巴黎”时装秀海报



来源: 资生堂官网, 国联证券研究所整理

图表 54: 日本美容化妆品行业产值变化情况 (百万美元)

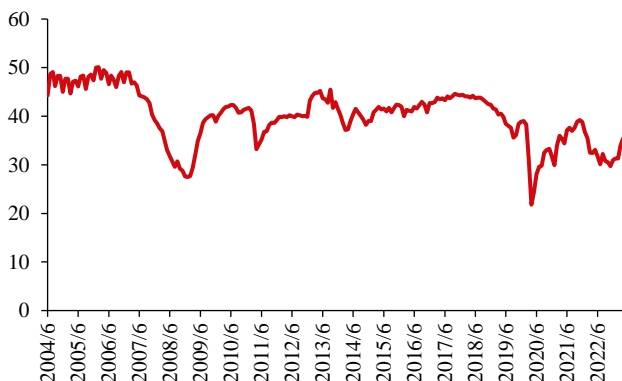


来源: 日本经济产业省, 国联证券研究所整理

➤ 平稳发展期 (1991 年-至今): 理性消费盛行, “药妆”需求韧性强

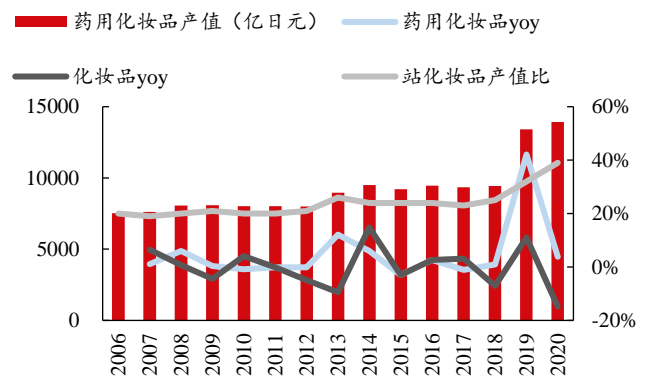
理性消费环境下药妆占比持续提升, 需求韧性强。90 年代起, 日本经济泡沫破裂, GDP 增速下降, 经济低迷和日本严重的老龄化使得盛行的浓艳奢华之风冷却, 日本家庭消费信心指数波动下滑, 民众对衣食住行等各方面的消费有所减少。消费者更偏向于实用主义, 趋向于轻盈而自然的妆容, 而香水、奢侈品等高档消费品的销量有所下降, 民众对安全性高、强功效的药妆产品偏好和适用程度持续增加, 需求韧性强劲。

图表 55: 日本家庭消费者信心指数情况



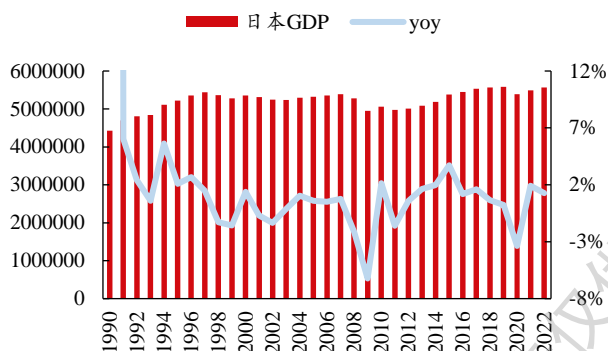
来源: 中国金融信息网, 国联证券研究所整理

图表 56: 日本药妆产值占比情况



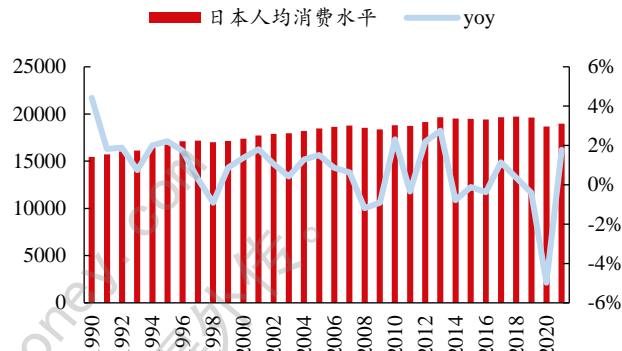
来源: Wind, 国联证券研究所整理

图表 57: 1990 至今日本 GDP 及 yoy (亿日元, %)



来源: Wind, 国联证券研究所整理

图表 58: 1990 至今日本人均消费水平及 yoy (美元, %)



来源: Wind, 国联证券研究所整理

2) 高质量发展期聚焦三主线

纵观日本化妆品行业的四大发展阶段, 结合宏观经济水平、人均可支配收入以及东亚文化属性等特征, 我们认为当前国内美护行业发展阶段与日本美护行业高质量发展期(1976-1990 年)相似: 1) 产品端科学护肤与医美市场崛起; 2) 营销端“个人化”趋势显著; 3) 品牌端多样化丰富矩阵成为主流。

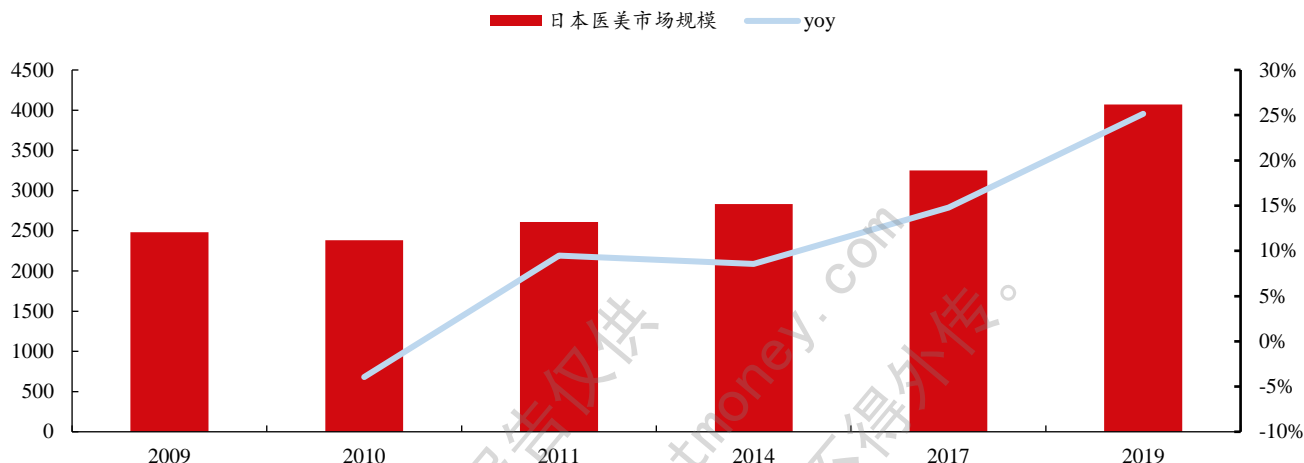
当下国内消费主力军为 Z 时代新消费人群, 与日本 80 年代消费主力一代相似, 成长于国家综合国力快速发展期, 民族认同感和文化自信使其对国产品牌的认同感更强, 并且新消费人群主要为受过高等教育的 95 后年轻群体, 同时也是移动互联网的重度用户, 对信息的获取能力强, “成分党”逐渐兴起, 品牌不再是其产品选择的唯一标准, 在消费理念上更加强调安全性、功效性和个性化, 带动功效护肤和医美行业加速渗透和持续升级。我们持续看好以功效护肤、医美为代表的品质消费长期渗透红利, 建议关注具备产品/渠道/营销/灵活组织等综合优势的头部功效护肤企业巨子生物、珀莱雅、华熙生物、贝泰妮, 以及合规医美厂商/机构龙头爱美客、朗姿股份、美丽田园医疗健康。

➤ 产品端: 科学护肤与医美消费兴起

80 年代后日本美妆行业功效性护肤趋势崛起。20 世纪 70 年代后日本化妆品行业发展成熟, 但随着化妆习惯的普及和环境污染的加剧, 化妆品安全问题引起的皮肤敏感和皮肤受损情况也日益引起消费者关注, 促使对功效性护肤品的研制不断深入, 针对敏感肌和皮肤问题的功效性护肤产品逐步诞生。由于日本消费者更追求水光感肌肤, 因此 80 年代日本针对有效成分的研究主要集中在保湿和祛斑两方面, 纯净护肤品包括芳珂和美丽芳丝等, 如今对功效性护肤品的研制仍备受重视, 有望持续成为日本美容护肤行业发展的强劲趋势。

1978 年以来日本医美消费步入快车道阶段, 主要得益于 1978 年后国家出台政策支持, 以及 80 年代后日本年轻人尤其女性群体热衷于通过医美实现快速变美和增强自信, 消费者的加速扩张也推动了医美领域的技术持续创新发展。70s-90s 连锁医美机构在此阶段成立并不断发展, 截至 2019 年, 日本医美行业市场规模已不断扩大到约 4000 亿日元, 并预计仍将稳步增长。

图表 59：2009-2019 年日本医美行业市场规模情况（亿日元，%）



来源：矢野经济研究所，国联证券研究所

➤ 营销端：由“大众化”向“个人化”趋势发展

营销侧重由自上而下扩大覆盖范围转向增强客户好感度和复购率。80 年代以前，日本化妆品企业主要通过大众传媒自上而下渗透品牌知名度；80 年代以后，“个人化”营销逐渐成为主流营销方式，主要手段包括线下对客户赠送商品小样和线上加大对咨询类平台的广告投入，注重客户好感度和复购率。1978 年“倩碧”在日本触发了新一轮导购模式的改革，咨询导购从原先的大众化到客制化开始转变；同时辅助性营销手段也实现了从报纸到电视广告，再到杂志的转变。

图表 60：IPSA 专业皮肤测试



来源：IPSA 官网，国联证券研究所

图表 61：日本化妆品营销：@cosme “最佳化妆品奖”



来源：日经 BP 网，国联证券研究所

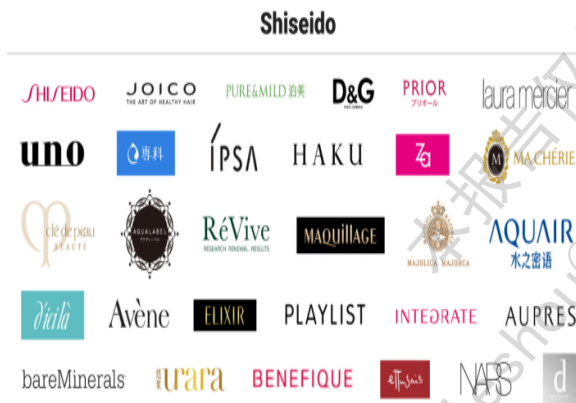
➤ 品牌端：多元化品牌矩阵构筑竞争壁垒

二战后到 70 年代，品牌以企业品牌为主。在这一时期日本化妆品企业对化妆品的定位仍和大众消费品无异，企业以化妆品加大范围推广销售为主，因此品牌专卖店和综合超市区别不大，消费者在不同销售场所购买到产品的心理体验几乎相同，此外，这一时期企业产品销售的渠道特质不明显，化妆品品牌多以“企业品牌”为主，并未形成产品矩阵。70 年代后日本化妆品企业开启品牌矩阵化运营新趋势。这一趋势从“倩碧”进入日本时开启，“倩碧”通过将品牌专一化定位为“百货店品牌”，使日本消费者仅能在百货店才可以购买到产品，其良好的销售情况引发日本本土企业在品牌运营上

的反思和觉醒。

90年代后，日本化妆品企业进一步深化品牌矩阵。为应对市场饱和压力，企业将消费者细分，不断创新品牌发展，其中外部品牌的独立化在90年代末至21世纪初成为主流趋势，新创立的“设计师品牌”、“医生品牌”等也在日本风靡一时，企业由此扩大受众客群，加速抢占市场份额。

图表 62：资生堂企业品牌



来源：BusinessinSider 官网，国联证券研究所

图表 63：大型美妆个护集团品牌矩阵

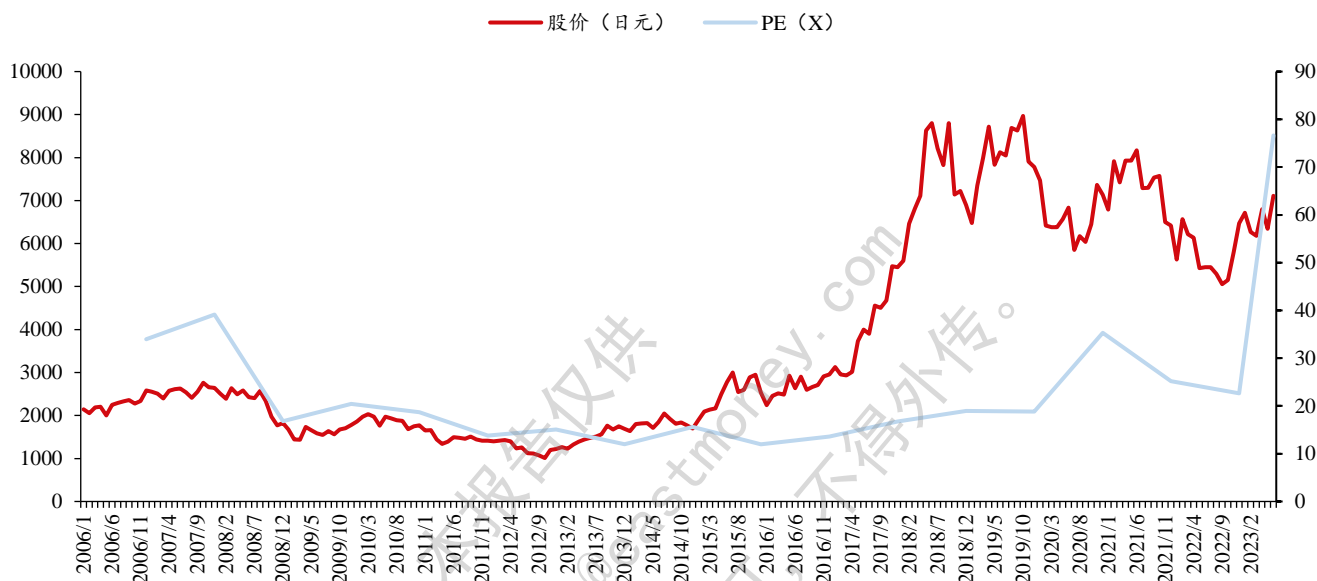


来源：BusinessinSider 官网，国联证券研究所

3) 品牌效应提升股票估值上行空间

2007-2013 年间，化妆品行业 1) 大众消费品属性较强，行业整体估值水平较低；2) 企业营收增速放缓，估值呈下降趋势。在此期间日本化妆品企业除资生堂等头部品牌较行业平均有估值溢价外，其余企业估值并无明显溢价，市盈率基本都有所下降，民众对大牌产品的消费体验更接近于对一般消费品的消费体验。2013 年以后，日本化妆品行业开始出现转折，头部企业百年品牌效应愈发显著，拉动股票估值的上行区间。因本土旅游消费及以中国为首的亚洲地区需求快速增长，日本各化妆品企业营收业绩均实现高增，叠加国际化妆品企业的奢侈品属性及市场对于成长性高的企业给予估值溢价的意愿变强，2013 年以后，日本化妆品企业的估值框架向国际企业靠拢，企业估值不断上升，市盈率从 2014 年的 16 倍大幅提升至 2023 年的 77 倍。

图表 64：2007-2023 年资生堂股价和市盈率情况



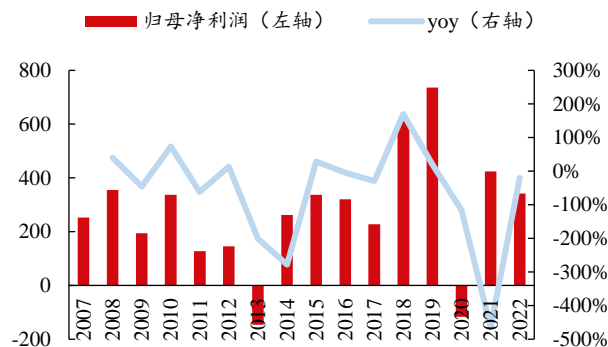
来源：Wind，国联证券研究所整理

图表 65：2007-2022 年资生堂营收和 yoy(亿日元, %)



来源：Wind，国联证券研究所整理

图表 66：2007-2022 年资生堂归母净利润和 yoy(亿日元, %)

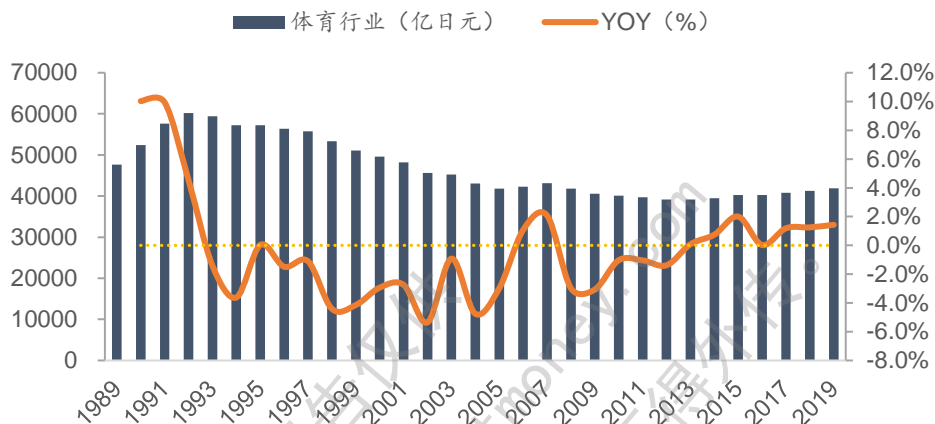


来源：Wind，国联证券研究所整理

2.3. 体育：参与意愿上行，客单价下滑

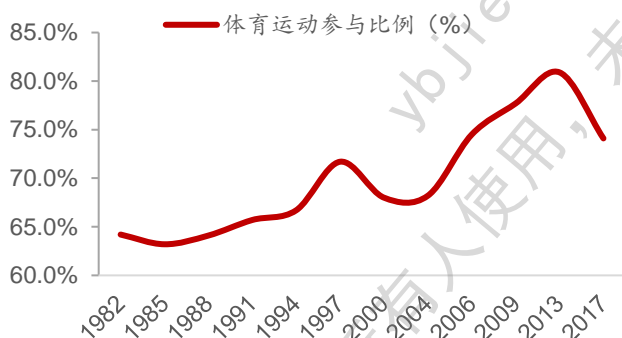
体育市场规模于 1992 年见顶，登山/露营等户外活动崛起。日本的体育市场在 1992 年达到 6.0 万亿日元，成为历史最高峰，此后伴随经济变迁规模一路下滑，2019 年市场规模为 4.2 万亿元，较 1992 年下滑 30.5%。结合体育运动参与率和参与频次看，预计规模下滑与消费力下滑有关。分品类看，不同体育类别的规模分化，高客单价的保龄球馆、滑雪运动消费下滑，更加亲近自然、客单价低、入门门槛低的健身房/训练服/运动自行车/体育门票/登山露营装备等活动规模上行，1999-2019 年间的收入复合增速分别为 2.5%/2.0%/3.0%/1.8%/1.3%。从股价表现看，禧玛诺（专业制造和销售自行车零件、钓鱼具、滑雪板和高尔夫用品的跨国集团公司）以高业绩撑起高股价，1990 年至今股价涨幅超 8 倍；Goldwin（滑雪、户外、休闲和运动服饰等产品制造销售商）股价自 2012 年来表现亮眼，2012 年至今涨幅超 20 倍。

图表 67：体育市场规模于 1992 年见顶



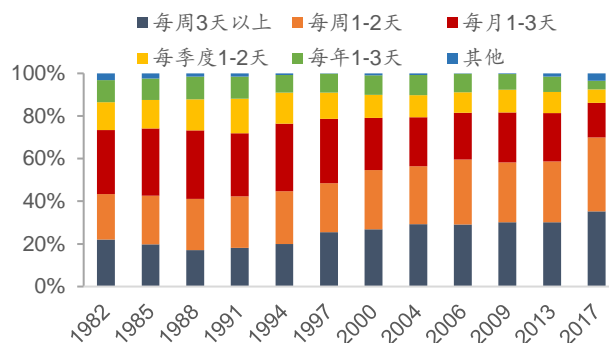
来源：休闲白皮书，国联证券研究所

图表 68：体育运动参与比例上行



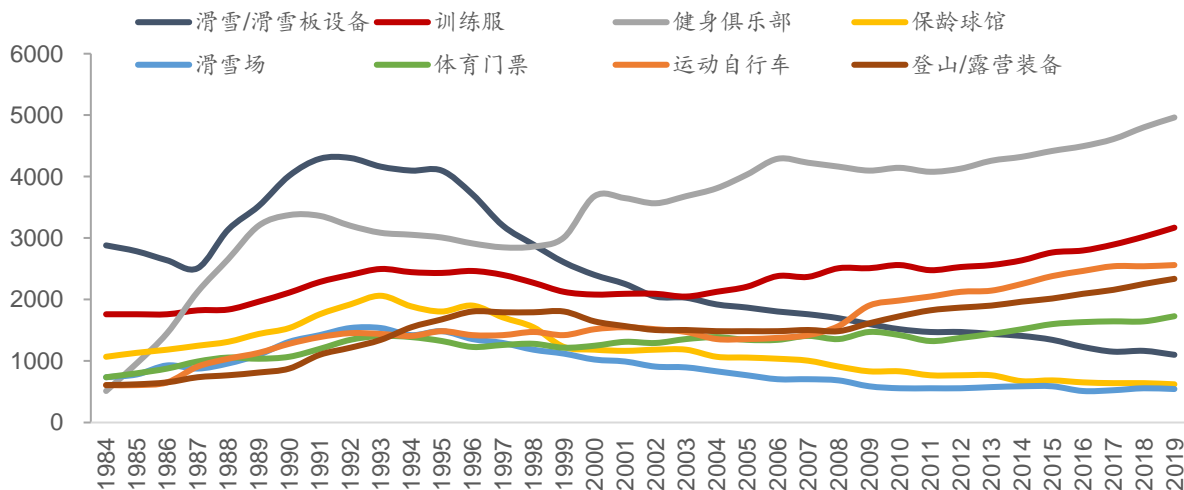
来源：内阁府，文部科学省，国联证券研究所

图表 69：体育运动参与频次增加



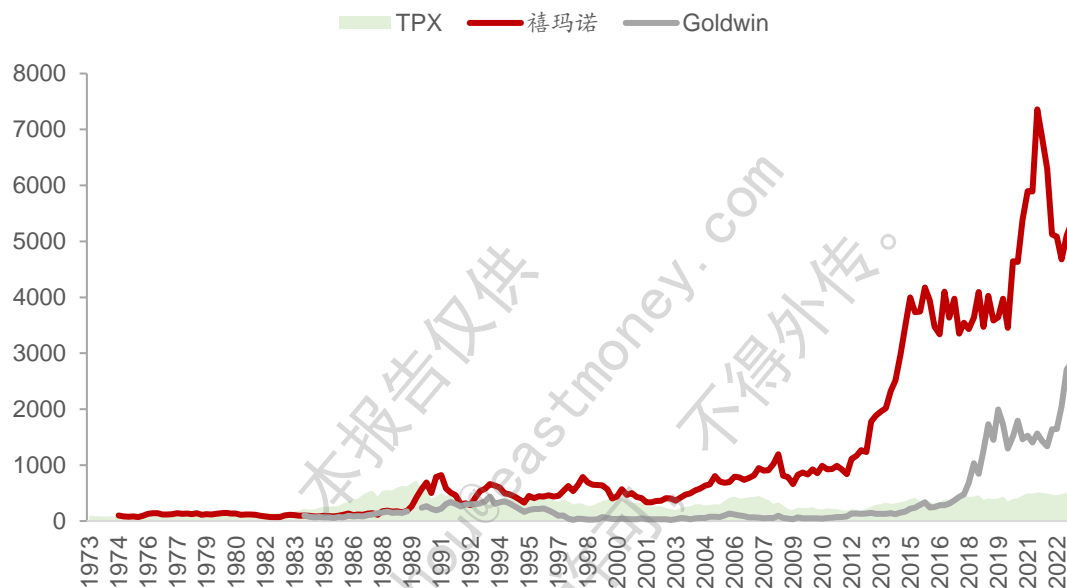
来源：内阁府，文部科学省，国联证券研究所

图表 70：健身房/训练服/运动自行车/体育门票/登山露营装备规模略有上行（亿日元）



来源：休闲白皮书，国联证券研究所

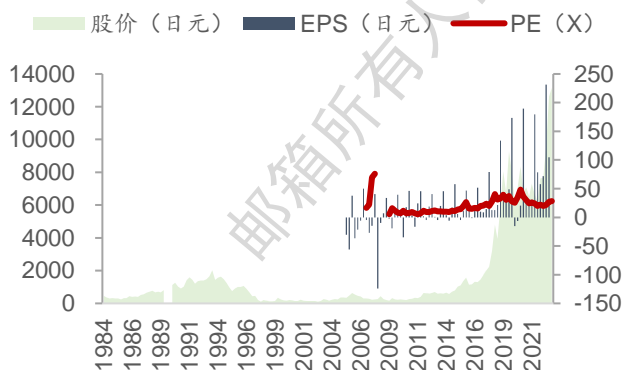
图表 71: 禧玛诺股价自 1990 年来始终强势, Goldwin 2012 年后股价大幅上涨



来源: Bloomberg, 国联证券研究所

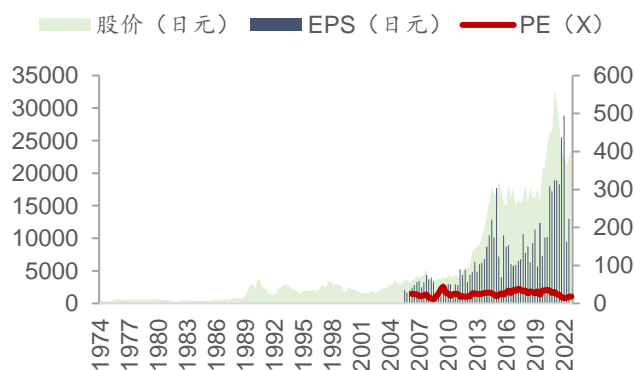
注: 股价已进行标准化处理, 设置基期数据为 100

图表 72: 戴维斯双击下, Goldwin 股价涨幅超 20 倍



来源: Bloomberg, 国联证券研究所

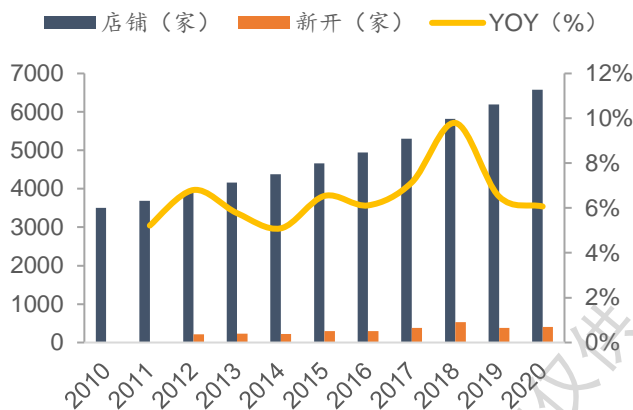
图表 73: 1990 年至今, 禧玛诺股价涨幅超 8 倍



来源: Bloomberg, 国联证券研究所

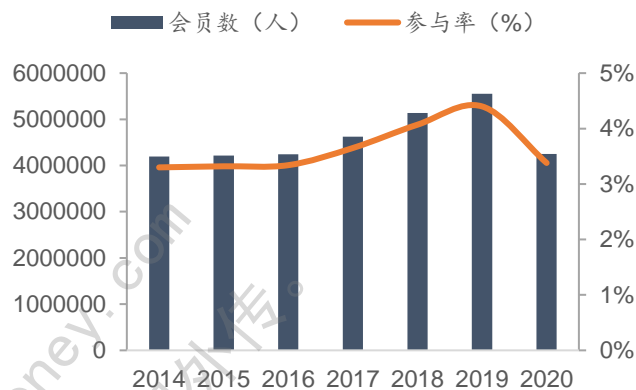
健身参与意愿提升, 客单价下滑。从市场规模来看, 1999 年来, 日本健身房规模持续提升, 2019 年已达到 4963 亿日元, 成为体育行业中亮眼的存在。2010 年来, 健身俱乐部数量 3600 家左右增加到 2020 年的 6573 家, 期间 CAGR 约为 6.5%, 且会员数量也持续增加, 健身房渗透率由 2014 年的 3.3% 增加至 2019 年的 4.4%。从客单价支出看, 经济持续停滞的大背景下, 大众希望减少健身房会员费的支出, 于是投入大、单价较高的综合健身俱乐部逐步退出, 小型健身房、24 小时自用健身房、独立工作室等兴起。

图表 74：日本健身房数量



来源：日本健身产业协会，国联证券研究所

图表 75：日本健身房会员数增长

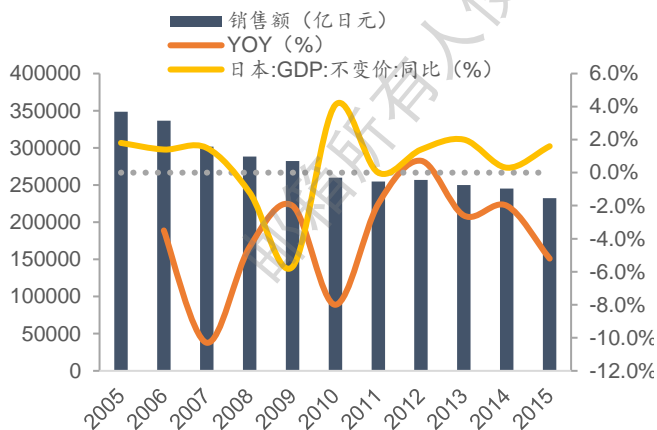


来源：日本健身产业协会，国联证券研究所

2.4. 博彩：客户粘性高，逆风期仍有上行

经济降速期弹珠产业仍能逆势增长。具有赌博+游戏属性的弹珠机行业具备逆周期属性，1991年弹珠市场规模约为 23 万亿日元，1995年达到顶峰约 31 万亿日元，但即使是在泡沫经济破灭后的 2000 年，市场规模业依然维持在 29 万亿日元左右。结合第三产业指数，弹珠市场在 1998-2005 年间仍维持增长，这表明弹珠机行业在经济由正转负的后几年依然能保持增长态势。

图表 76：全国弹珠机销售规模



来源：休闲白皮书，国联证券研究所

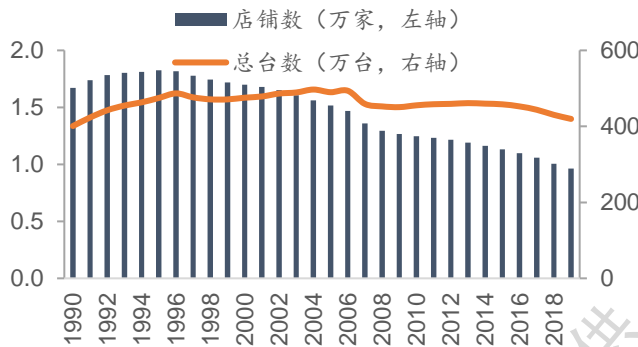
图表 77：全国弹珠机在经济下行期仍有正增长



来源：经济产业省，国联证券研究所

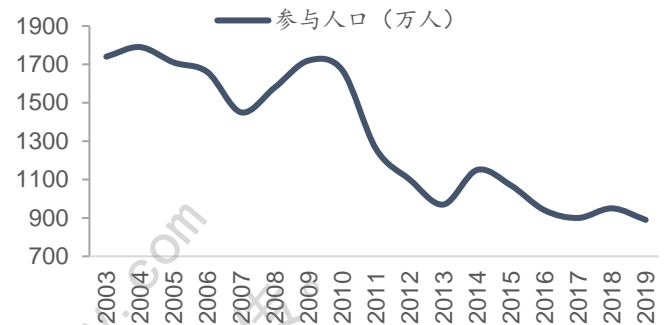
门店大型化，复购率或有提升。根据休闲白皮书，1980 年到 1995 年这一时段，弹珠机参与者维持在 2800 万-2900 万人之间，但 1996 年左右参与者数量开始急剧下滑，1998 年跌破 2000 万大关，2007 年跌破 1500 万。综合参与人数和第三产业指数，预计 1998-2005 年间（参与人数减少，但销售规模增加），单个消费者消费额或者说老玩家回购率有提升。从门店端看，弹珠机行业店铺数量自 1995 年左右开始减少，门店整体趋向大型化，2000 到 2015 年间，店铺数量减少 33.4%，但同一期间每家店铺的平均台数增加了 44.7%。

图表 78：全国弹珠机店数和弹珠机数量



来源：警察厅，国联证券研究所

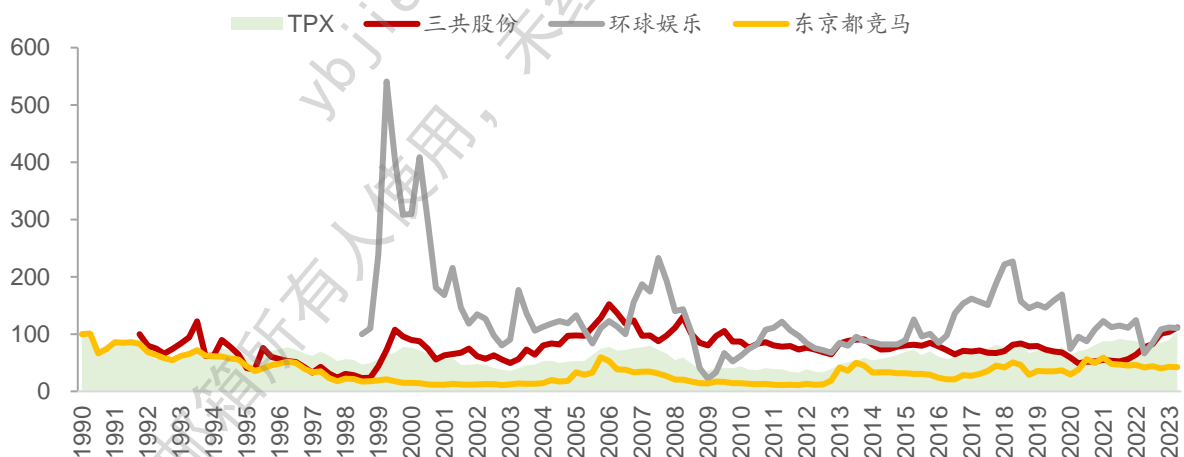
图表 79：全国弹珠机参与人数减少



来源：休闲白皮书，国联证券研究所

经济下行期收获正收益。从股价看，1990年后，赛马类活动式微，股价表现较弱，弹珠机/游戏机生产销售类公司跟大盘走势一致，但弹性更高。1998-1999年经济增速为负的阶段，弹珠机、游戏机相关公司，如环球娱乐等在业绩支撑下仍有3倍涨幅。

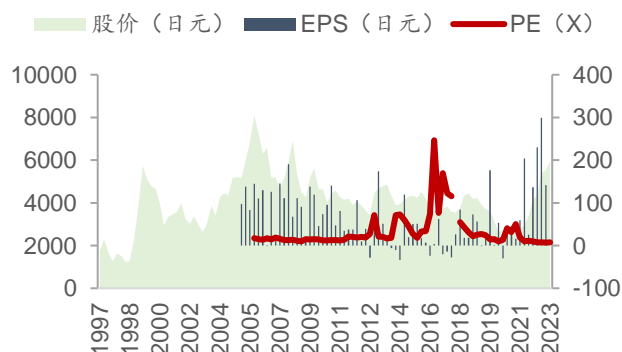
图表 80：赛马式微，弹珠机/游戏机生产销售商在指数上行期更为强势



来源：Bloomberg，国联证券研究所

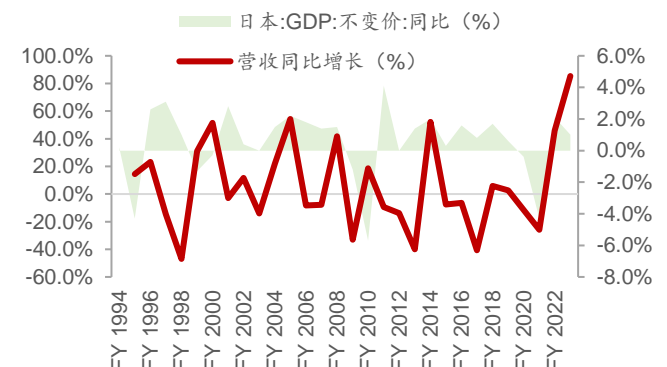
注：股价已进行标准化处理，设置基期数据为100

图表 81：弹珠机生产商股价阶段性表现优异



来源：Bloomberg，国联证券研究所

图表 82：弹珠机生产商收入在经济下滑期韧性显著

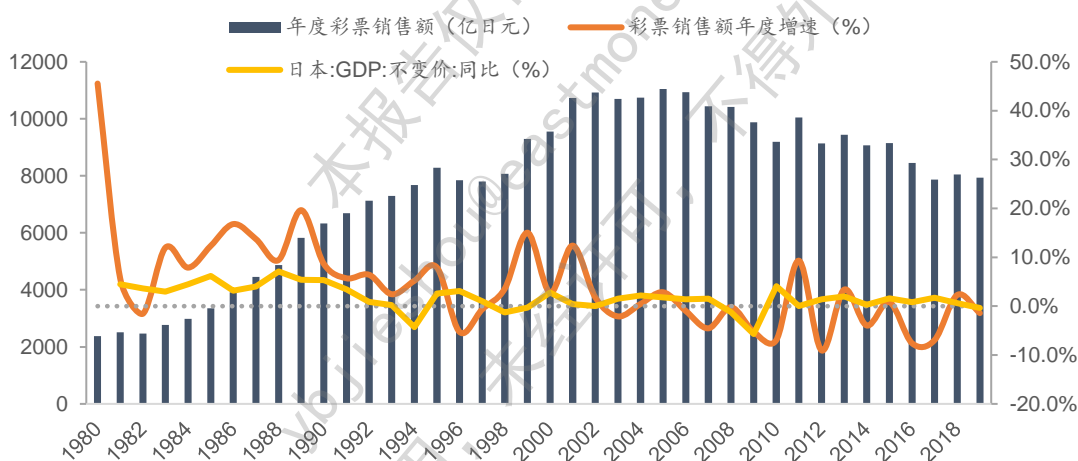


来源：Bloomberg，国联证券研究所

注：年份为财年概念，非自然年

彩票销售滞后于经济周期变动。从彩票在日本推出到 1996 年左右，公益彩票整体呈增长态势，1996 年彩票销售额约为 0.8 万亿元，1980-1996 年间，彩票销售复合增速为 7.8%，虽然与其他行业相比规模较小，但长期持续增长。1994 年，日本 GDP 增速转负，两年后彩票销售转负，但 1997 年左右，日本彩票销售额增速迅速转正，且在随后的金融危机的大背景下实现高增长，彰显韧性，并于 2005 年达到 1.1 万亿日元销售额。从更长期的维度，彩票购买者老龄化趋势明显，销售规模收缩，2004 年彩票购买者中 60 岁及以上人群的比例为 25%，但 2019 年这一比例则达到了 41%，而 30 岁及以下人群占比则从 2004 年的 36% 下降到 2019 年的 23%。

图表 83：经济逆风期，彩票销售具备更强的韧性

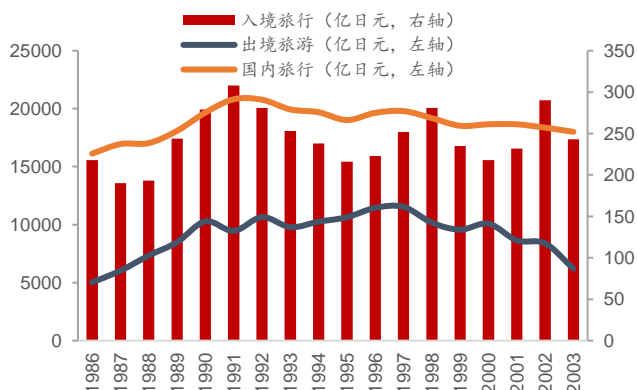


来源：日本官方彩票网站，国联证券研究所

2.5. 旅游：本土出行半径收缩，入境游/主题公园表现优

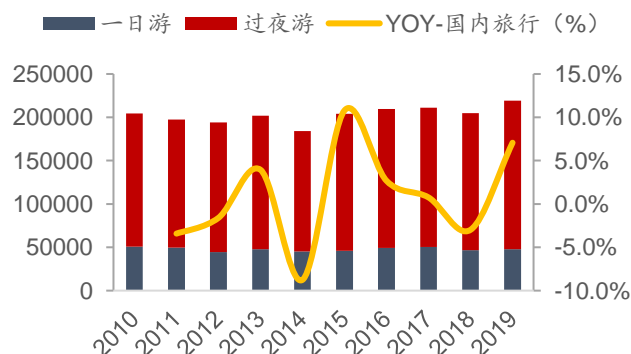
国内游市场略有收缩，入境游高速增长。日本国内旅游在 1991 年达峰，此后伴随出游人次和人均支出的减少规模逐步萎缩，2003 年国内游收入规模收缩至 1991 年的 86.5%。从趋势上看，出境游市场短期韧性更强，但长期衰退更甚，具体看，出境游市场规模在 1997 年达峰，人数规模在 2000 年达到 1780 万人次，后续收入/人次衰减，客单价下滑，收缩速度较快。入境旅游方面则持续向好，伴随日本观光立国的确立、宣传的打响和周边国家经济腾飞，日本入境游市场持续扩张，2010 到 2015 年间，日本的入境旅游收入复合增速近 30%，增速居世界前列。

图表 84：国内旅游和出境游收入先后于 1990S 见顶



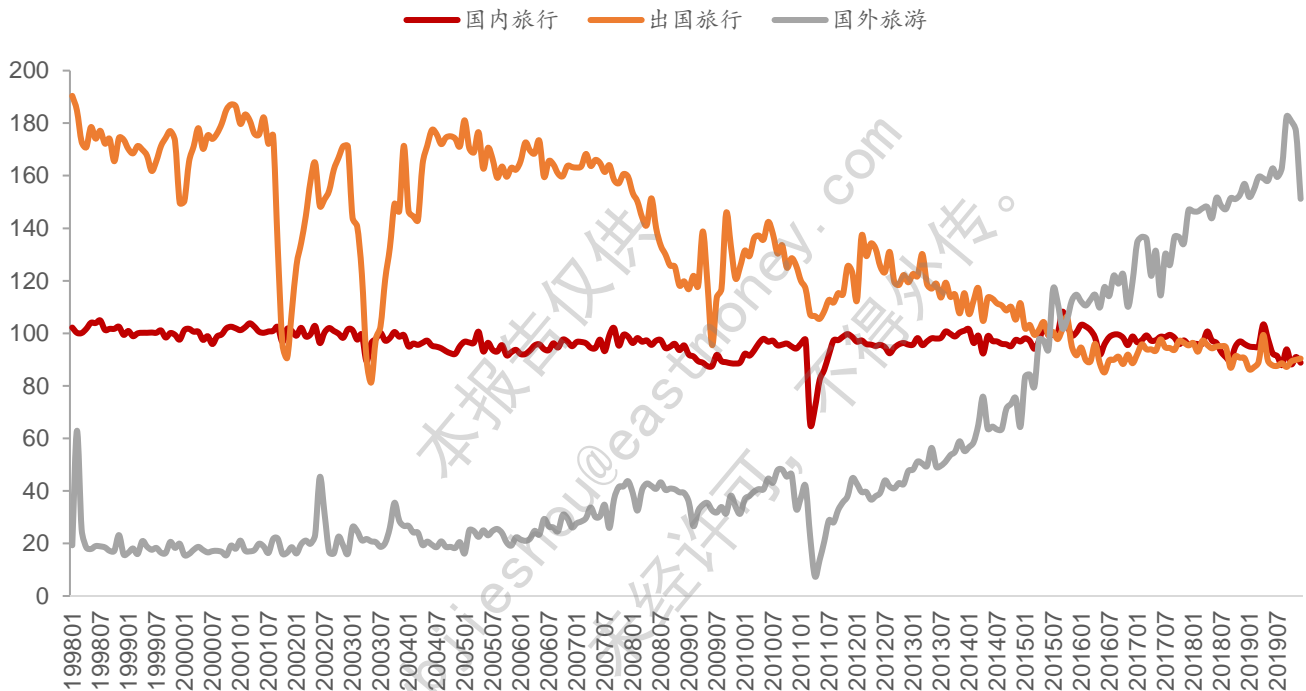
来源：国土交通省，国联证券研究所

图表 85：2010 年来国内游略有增长（亿日元）



来源：国土交通省，国联证券研究所

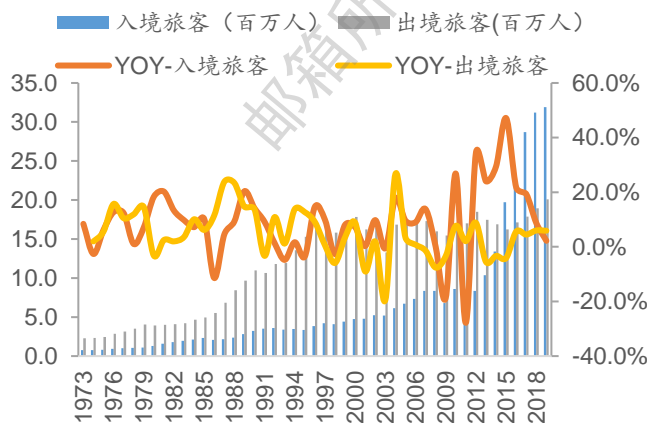
图表 86：国内旅游整体稳健，出国游规模下降明显，入境游持续增长



来源：经济产业省，国联证券研究所

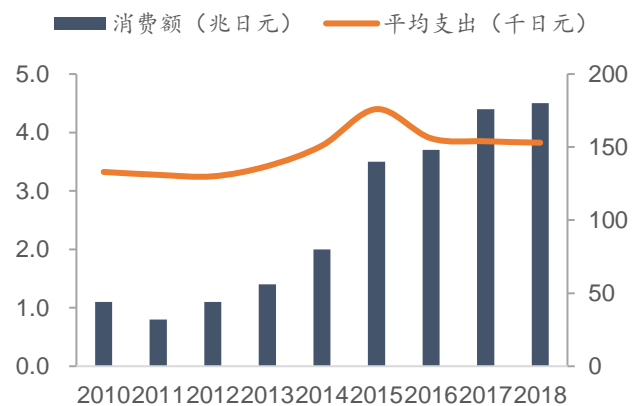
注：数据为第三活动产业指数

图表 87：出入境人次更具韧性



来源：观光厅，国联证券研究所

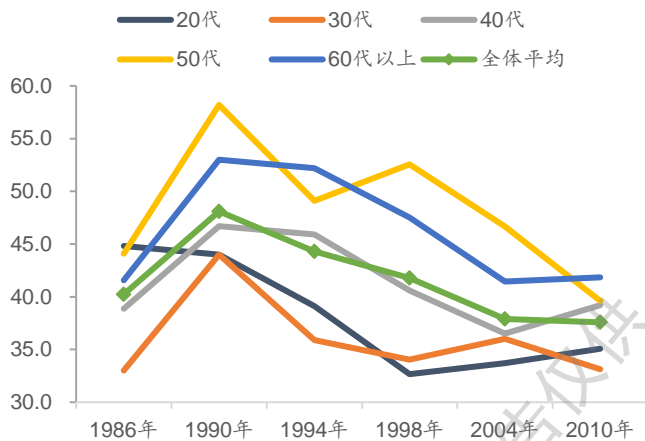
图表 88：入境游消费增长较快



来源：观光厅，国联证券研究所

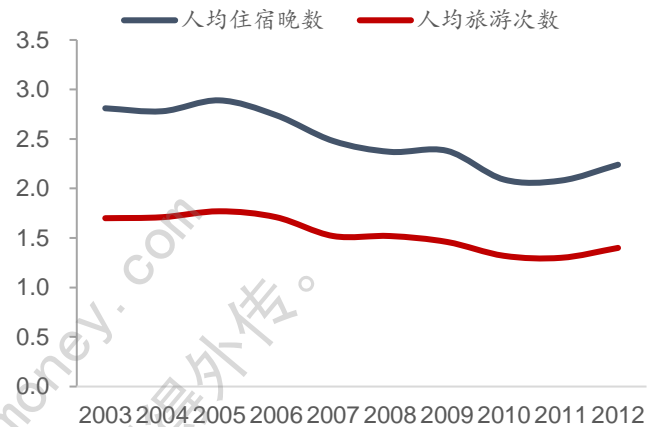
国内游半径收缩，个人游趋势明显。泡沫经济破灭后，国内观光旅游客单价持续下降，其中 20 多岁年轻人在 1990-1998 年间消费力下滑更甚，虽然后续也率先止跌回暖，但消费力仍较低。从出行人数和次数看，在 15-19 岁/20 岁/30 岁的年轻人中，国内旅游比例从 1986 年到 2011 年持续下降，降幅大于其他年龄段，且出游次数衰减明显，对比 20 多岁的年轻人在一年内进行旅行和国内过夜旅行行为 0 的次数占比发现，当日短途游情况略好于过夜长途游。进一步地，国内旅游人群中，家庭出游和个人独行占比提升，团体出游占比下滑。

图表 89：人均国内观光旅游费用支出（千日元/回）



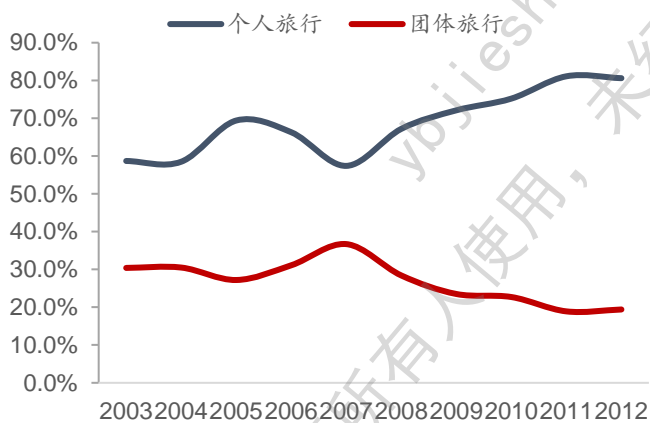
来源：日本观光协会，国联证券研究所

图表 90：人均旅游次数有所下降



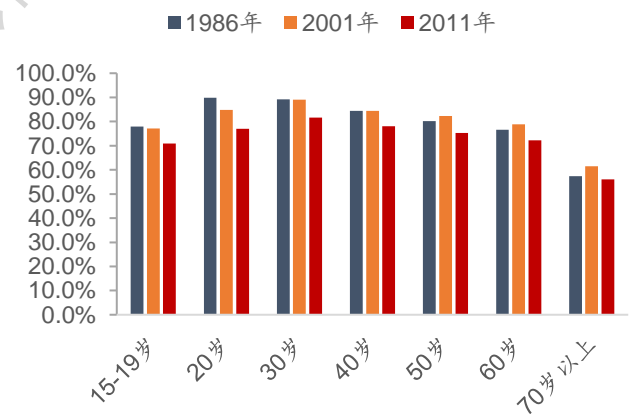
来源：日本观光协会，国联证券研究所

图表 91：旅游形态向个人游转变



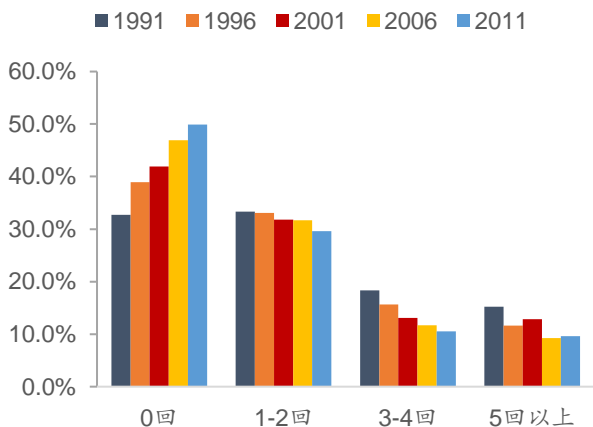
来源：日本观光协会，国联证券研究所

图表 92：国内旅行中不同年龄段的人所占百分比



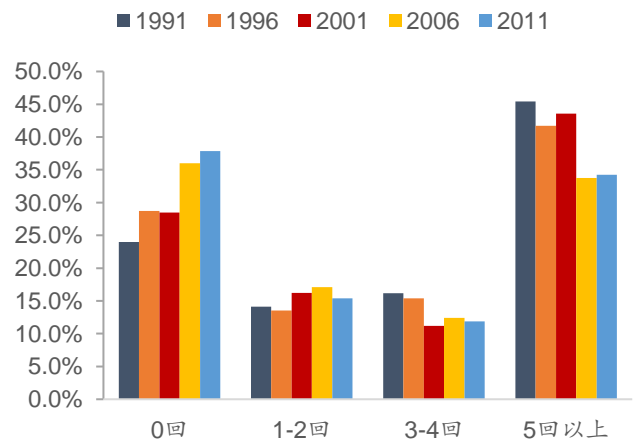
来源：日本观光协会，国联证券研究所

图表 93：许多人年轻人停止过夜旅行



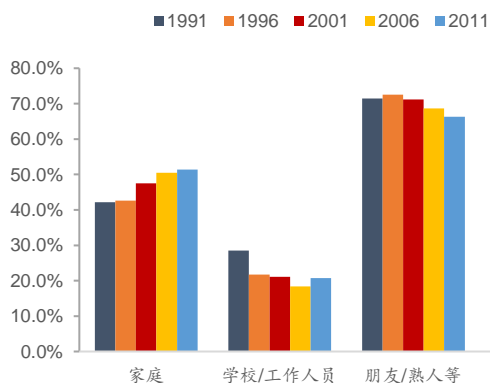
来源：日本观光协会，国联证券研究所

图表 94：许多人年轻人停止旅行，降低旅行次数



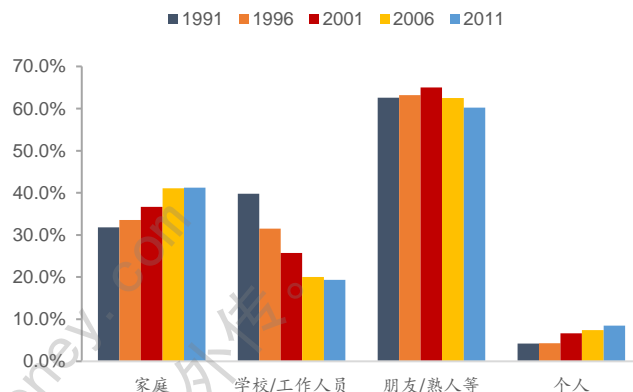
来源：日本观光协会，国联证券研究所

图表 95：一日游人群中结伴比例



来源：日本观光协会，国联证券研究所

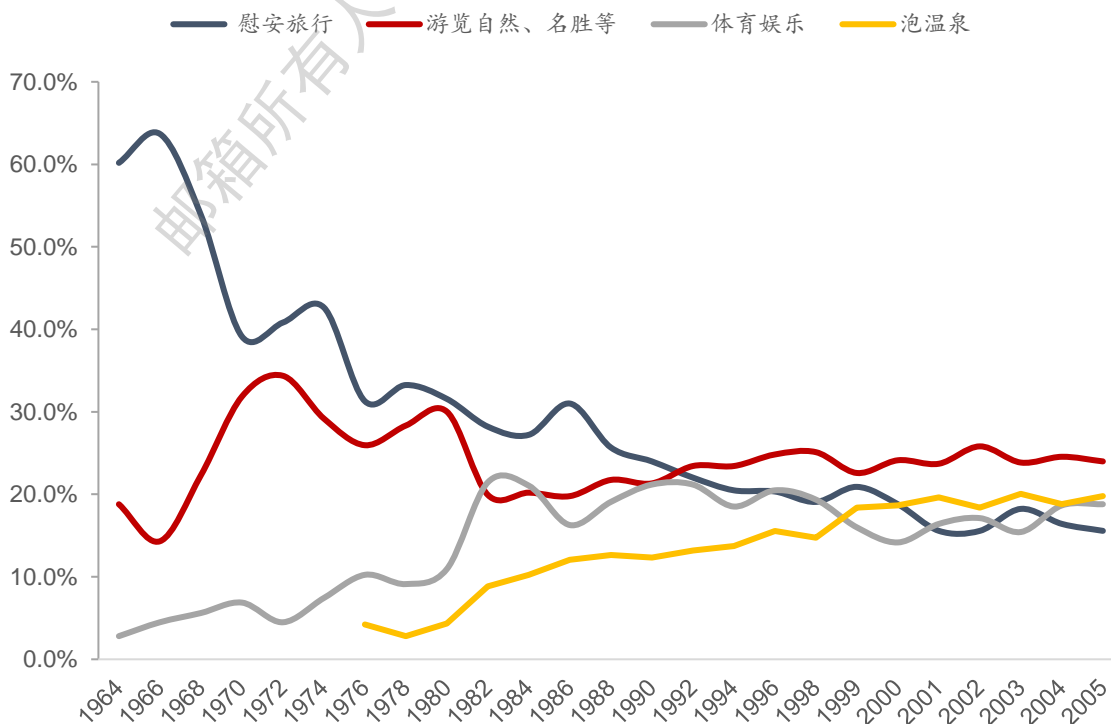
图表 96：过夜观光人群中结伴比例



来源：日本观光协会，国联证券研究所

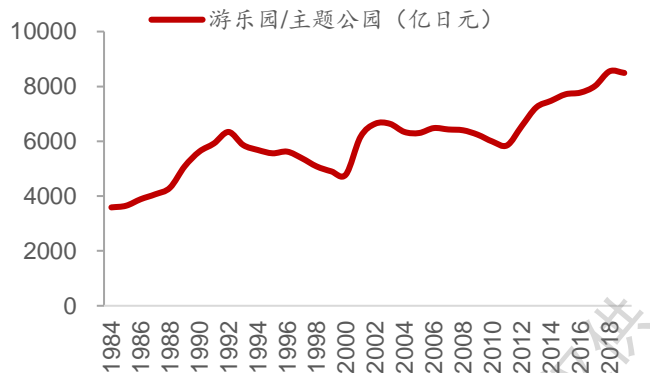
游乐场/主题公园议价能力强，自然景区/温泉游占比提升。从出行目的看，在慰安旅行等团体型旅行减少的同时，与家人、朋友等的个人型旅行增加，且旅游行为的个性化、多元化凸显，1990 年代以来，自然、名胜游览和温泉游增加。游乐园/主题公园跟随行业呈现震荡上行态势，其中以客单价（门票+设备使用费用）驱动为主，根据经济产业省数据，2000 年每位游览者的平均消费在 5000 日元左右，2017 年则上升到 8000 日元左右。从这一维度看，游乐园/主题公园是少数可以逆势提升客单价的行业，具备强议价能力。

图表 97：自然名胜游、温泉游增加



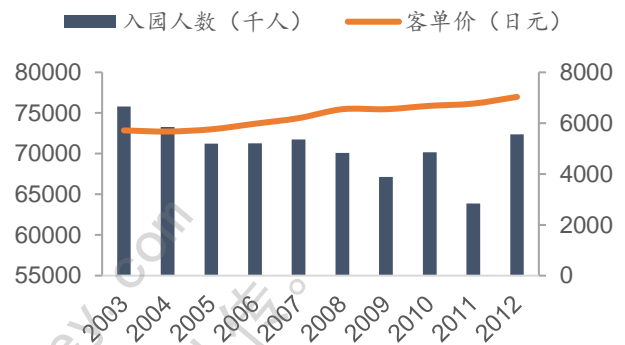
来源：日本观光协会，国联证券研究所

图表 98：游乐园/主题公园市场规模震荡中提升



来源：休闲白皮书，国联证券研究所

图表 99：游乐园/主题公园客单价持续上行



来源：休闲白皮书，日本观光协会，国联证券研究所

出国游半径收缩，入境游客超出境游客。日本出国游的人数自 1980 年代后期迅速增加，2000 年达到 1780 万人，进入 21 世纪以来，这一数字在 1700 万左右波动，1996-2013 年间日本出境人数年均复合增速为 0.3%，基本持平。从出游目的看，广场协议后，商务旅行需求低迷，海外游以散客游为主，且热门目的地由美国、夏威夷、意大利转向中国、韩国、中国香港等周边国家，人均出行客单价降低。入境游方面，日本政府于 2003 年启动 Visit Japan 项目，2011 年后，访日旅客持续大幅增长，2018 年达到 3000 万以上，2015 年，访日游客人数首次超过海外游客。

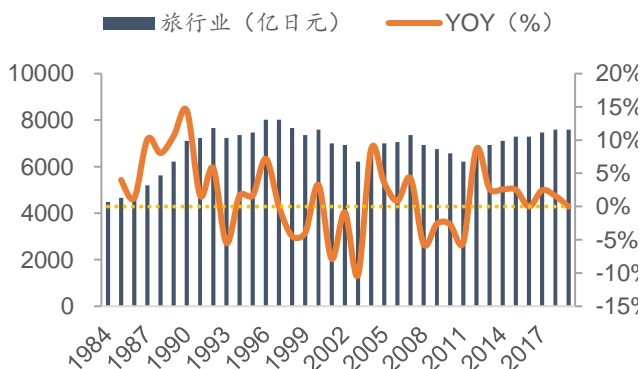
图表 100：日本出境游最多的国家和地区由美国转变为中国

排名	1997	1999	2007	2009	2015
1	美国	美国	中国	中国	中国
2	韩国	韩国	韩国	韩国	韩国
3	中国	中国	香港	香港	夏威夷
4	香港	泰国	夏威夷	夏威夷	中国台湾
5	中国台湾	中国台湾	泰国	泰国	美国

来源：观光厅，国联证券研究所

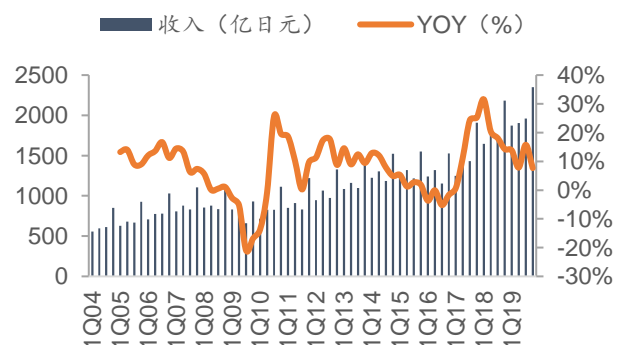
旅行社市场萎缩，高性价比企业成长。日本经济的不景气和人口减少直接影响了旅游业，跟团游向个人游转变更是降低了旅行社的交易量。除了跟团游、商务游等高利润板块不景气外，跟团游的价格竞争也愈演愈烈。在这一背景下，2000 年来，HIS 凭借廉价航空、以低价位提供优质服务而崛起，在经济不景气的情况下成长为日本第二、国际旅行第一的旅行社。

图表 101：旅行社规模



来源：休闲白皮书，国联证券研究所

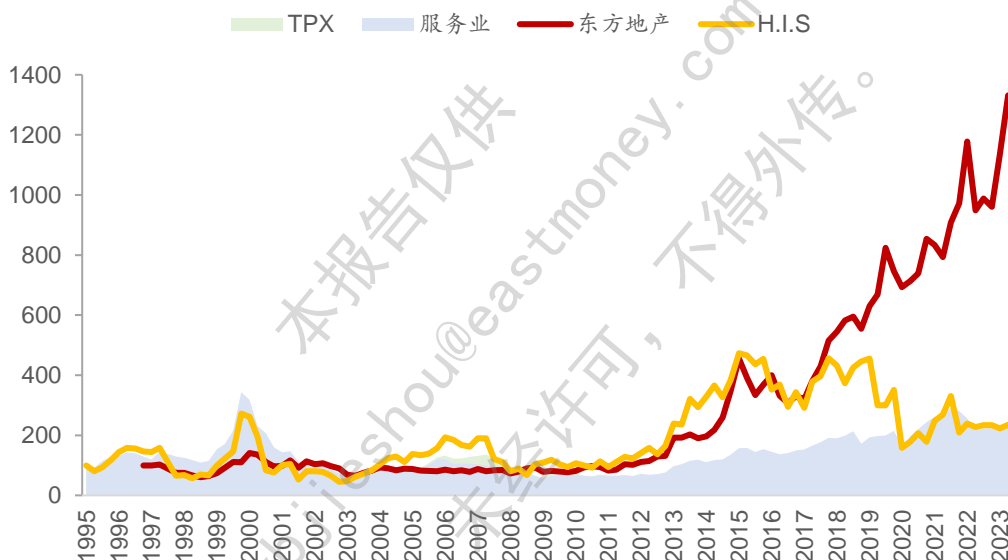
图表 102：HIS 收入与增速



来源：Bloomberg，国联证券研究所

2011年后，主题公园、旅行社股价表现亮眼。从股价表现看，2011年之前，东方乐园（东京迪士尼）和HIS与服务业指数接近，2011年后，入境游旅客大增带动东方乐园、HIS的业绩上行，并启动上涨行情，其中东方乐园（东京迪士尼）得益于2020年来估值大幅上行，股价表现亮眼，2011年至今，股价涨幅约15倍。

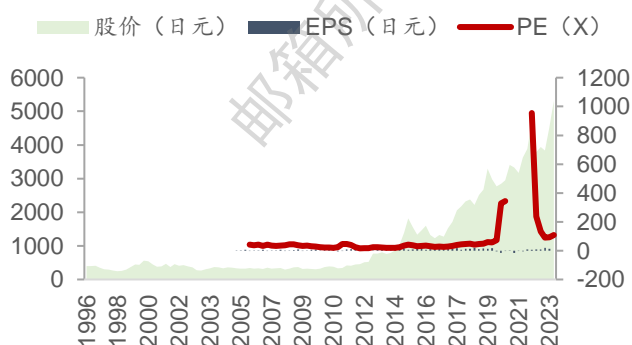
图表 103：东方乐园（东京迪士尼）于 2011 年左右启动上涨行情，H.I.S 阶段跑赢服务业指数



来源：Bloomberg，国联证券研究所

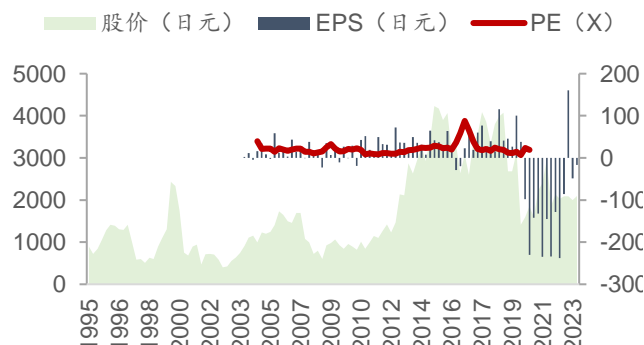
注：股价已进行标准化处理，设置基期数据为 100

图表 104：东方乐园业绩上行驱动 2011 年上涨行情



来源：Bloomberg，国联证券研究所

图表 105：HIS 业绩上行驱动股价走高

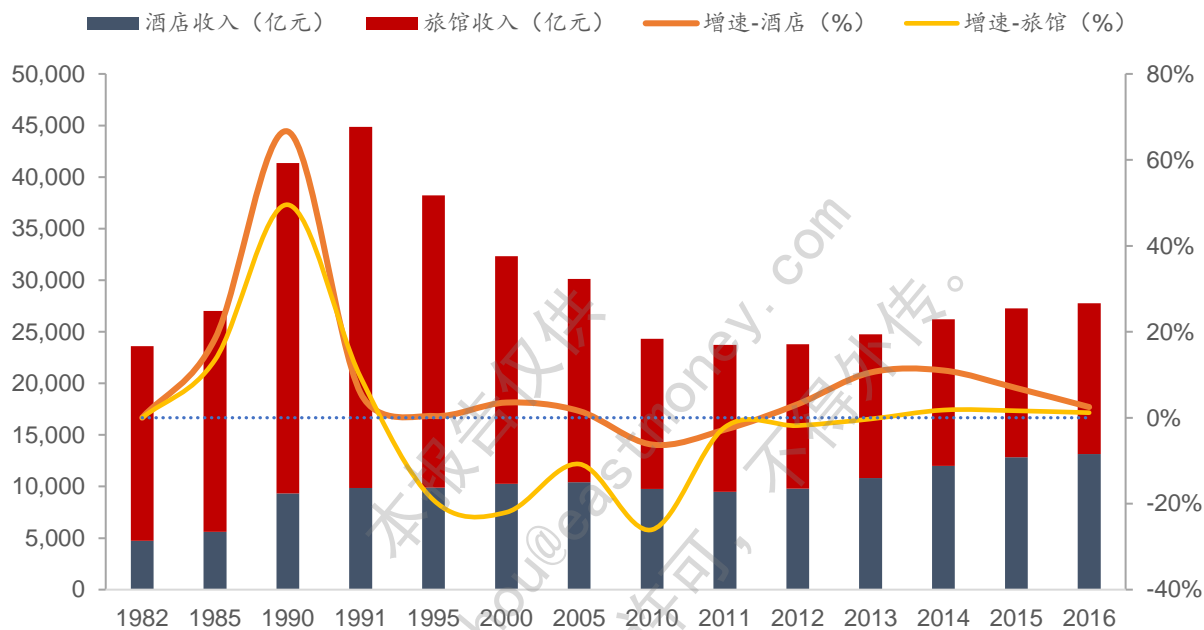


来源：Bloomberg，国联证券研究所

2.6. 酒店：RevPAR 见顶，住宿酒店和会员度假村并进

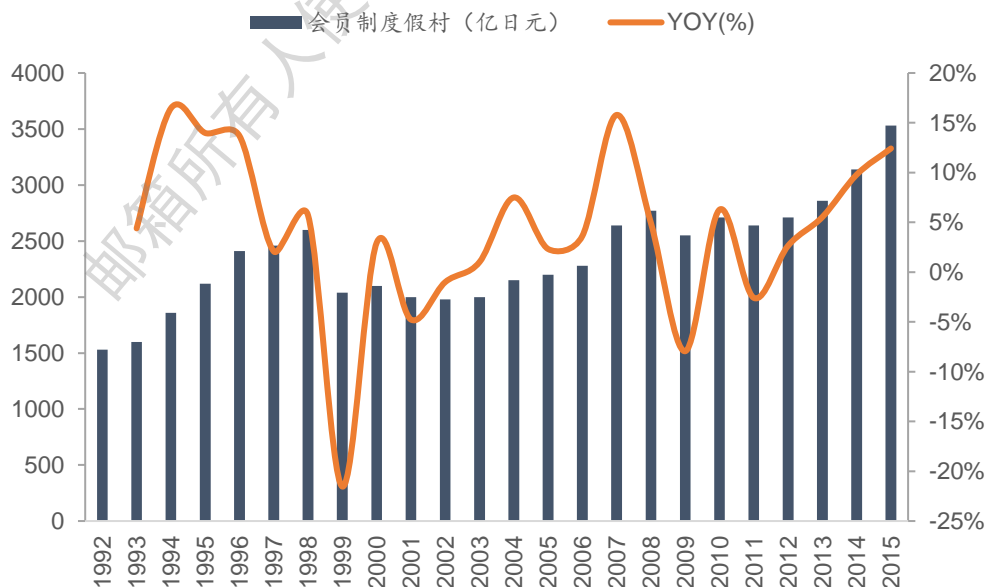
整体市场规模萎缩，会员制度假村仍有增长。在泡沫经济时期，住宿业为适应团体住宿需求的释放，纷纷投资大型客房、礼堂、宴会厅等设施，但伴随 90 年代的经济增速下滑，旅游及商务出行需求衰减，消费者对旅行的需求转向个人游，酒店业破产和并购数量上行，收入规模持续下滑，2010 年的住宿收入较 1990 年下滑 45.8%。分业态看，日式旅馆在 2010 年的收入仅为 1991 年的 41.6%，酒店 2010 年的收入与 1991 年相当，但偏高端休闲的会员制度假村取得增长。

图表 106：日本酒店业规模于 1991 年见顶



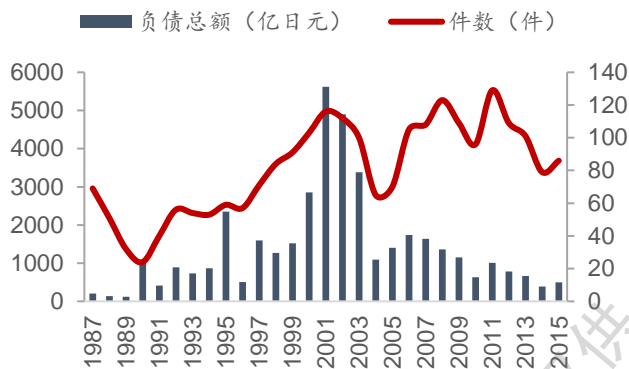
来源：休闲白皮书，国联证券研究所

图表 107：会员制度假村增长



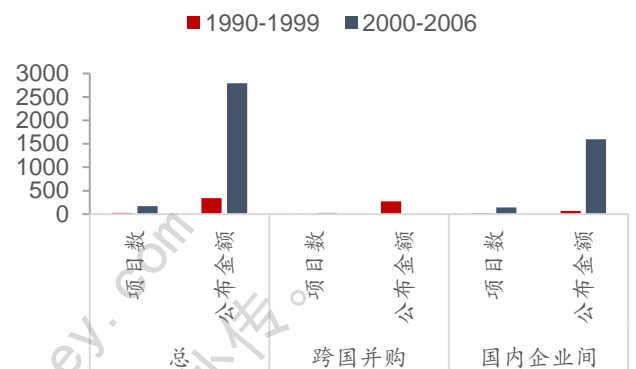
来源：休闲白皮书，国联证券研究所

图表 108: 旅馆行业大量破产



来源: 帝国数据库, 国联证券研究所

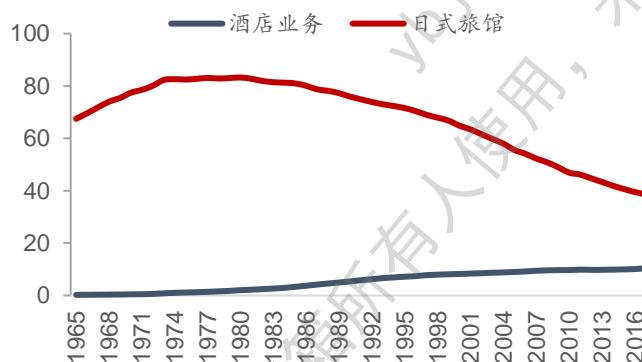
图表 109: 酒店间并购增加 (个, 百万美元)



来源: 汤姆逊金融, 国联证券研究所

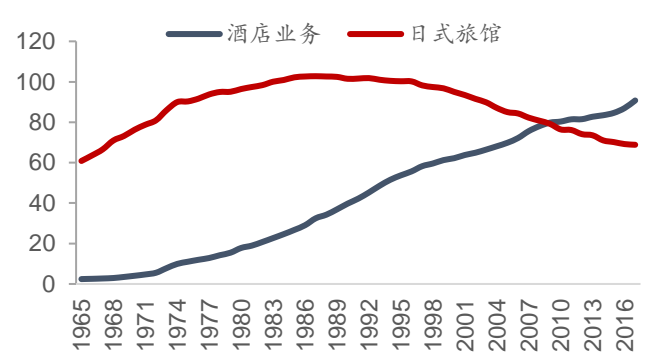
酒店客房取代日式旅馆。从门店规模看, 日式旅馆规模于 1980 年代达到顶峰, 此后逐渐衰减, 而酒店客房规模稳健提升。1990 年到 2010 年间, 酒店门店/客房规模复合增速分别为 3.0%和 3.6%, 保持持续稳健增长。结合前段的酒店收入规模相对止步不前, 预计是酒店内部结构变迁和 RevPAR 下行导致单店收入收缩有关。

图表 110: 日式旅馆数量萎缩, 酒店家数增长 (千家)



来源: 厚生劳动省, 国联证券研究所

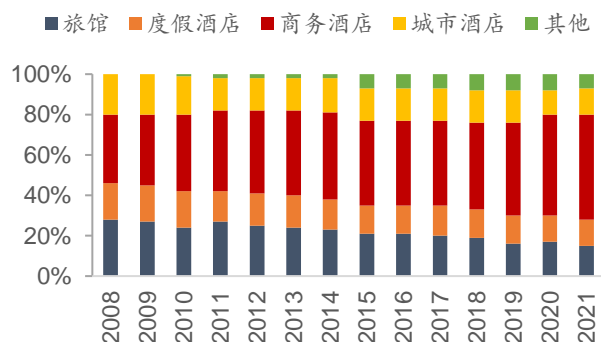
图表 111: 酒店客房数超日式旅馆 (万间)



来源: 厚生劳动省, 国联证券研究所

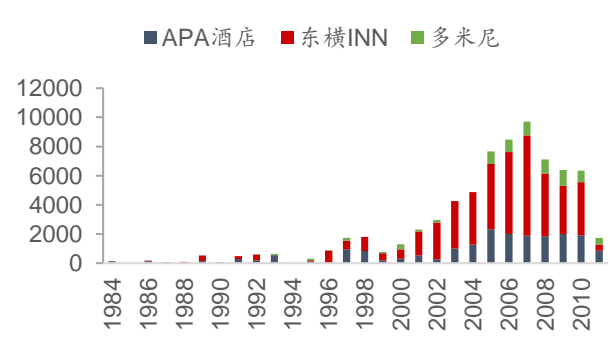
专营住宿型酒店兴起。泡沫经济破灭后, 宴会厅和餐饮部给多功能型酒店带来经营压力, 模式精简的商务型酒店 (主营住宿业务) 以性价比取胜, 开店数量成倍增长, 1998-2008 年间, 东横 INN 客房数量复合增速达 16.3%。

图表 112: 商务酒店占比逐步提升



来源: 厚生劳动省, 国联证券研究所

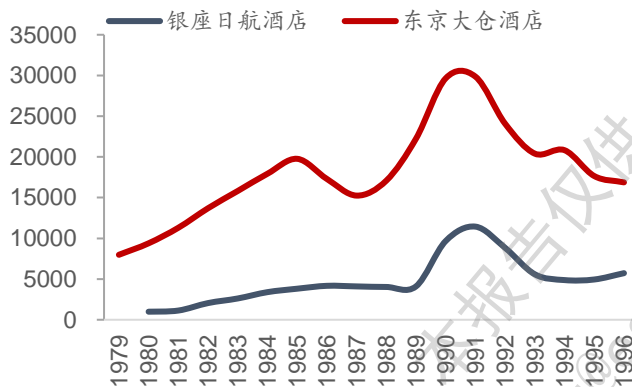
图表 113: 专营住宿的头部酒店客房数扩容明显



来源: 公司公告, 国联证券研究所

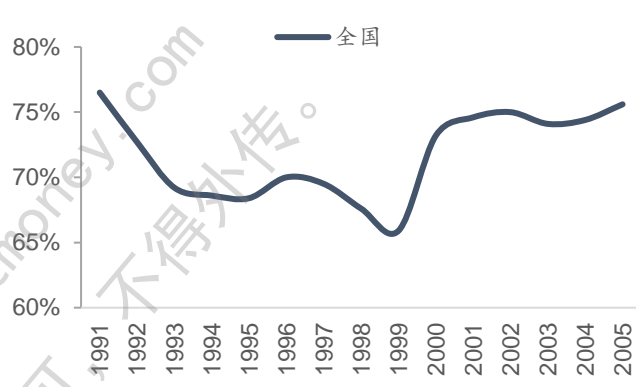
RevPAR 在 1991 年见顶。企业开支收缩+出游需求低迷，日本酒店 RevPAR 于 1991 年见顶，后续 OCC 和客单价均进入下滑通道。自 2000 年以来，在政府以“Visit Japan Campaign”为中心的旅游促进政策的支持下，访问日本的游客人数呈快速增长趋势。随着游客的增加，酒店的入住需求也在增加，但是仍未超过 1991 年水平。

图表 114: RevPAR (日元) 进入下行通道



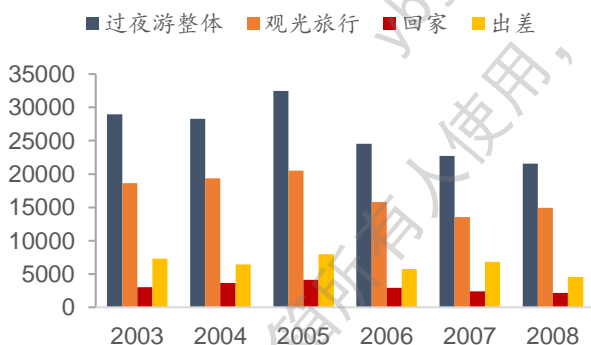
来源: Weekly Hotel Restaurant, 国联证券研究所

图表 115: 日本酒店入住率下降后升



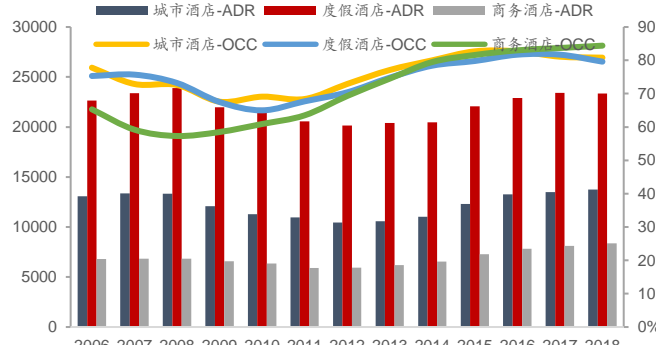
来源: Weekly Hotel Restaurant, 国联证券研究所

图表 116: 年度人均国内住宿费用变化 (日元)



来源: 日本旅行业协会, 国联证券研究所

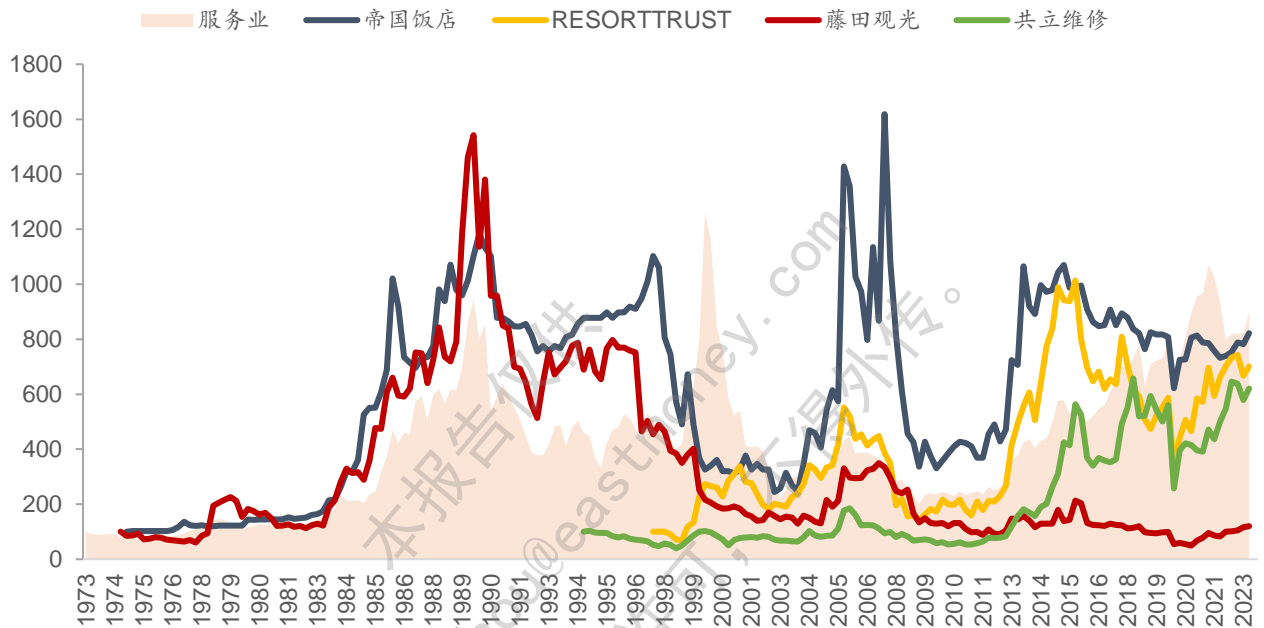
图表 117: 冲绳酒店平均房价和入住率 (日元, %)



来源: 冲绳开发金融公司, 国联证券研究所

上市商务型酒店股价表现不佳，豪华型和会员制酒店阶段性跑赢指数。从股市看，主要商务型酒店并未上市（东横 inn、Route-Inn、APA 酒店），而上市的商务型酒店共立维修（Dormy Inn 母公司）、华盛顿酒店、爱玛仕（HOTELAZ）等酒店集团上市相对较晚，且业绩、股价整体表现不佳；多元业务（商务型酒店、豪华宴会厅）布局的藤田观光股价伴随行业 RevPAR 见顶而进入长期下行期；反而专注经营豪华型酒店、会员度假酒店的帝国饭店和 RESORTTRUST 股价表现仍较坚挺，且阶段性跑赢指数。

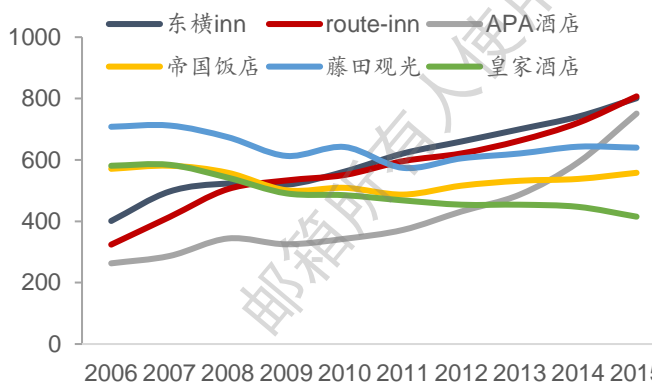
图表 118: 酒店股价整体不佳, 豪华型仍有亮点



资料来源: Bloomberg, 国联证券研究所整理

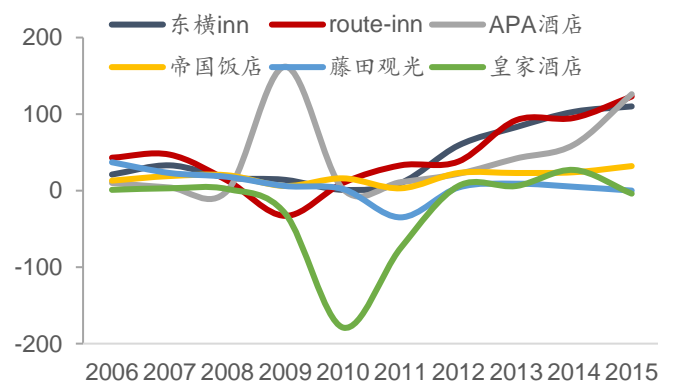
注: 股价已进行标准化处理, 设置基期数据为 100

图表 119: 非上市商务型酒店营收向上 (亿日元)



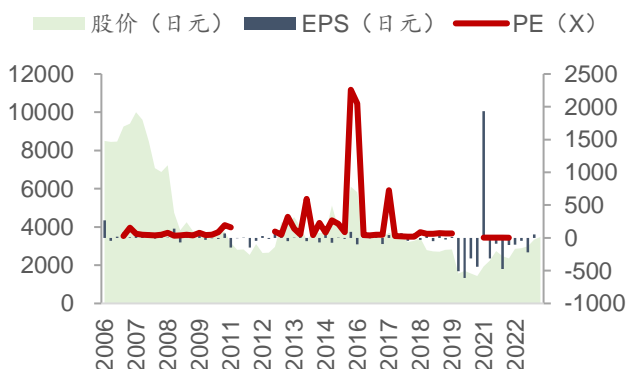
来源: Bloomberg, 国联证券研究所

图表 120: 非上市商务型酒店净利润表现佳 (亿日元)



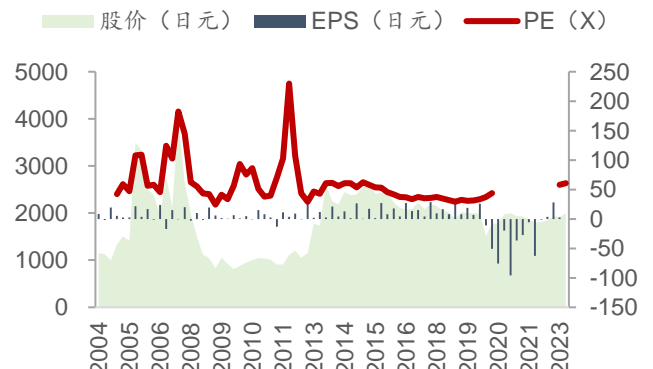
来源: Bloomberg, 国联证券研究所

图表 121: 藤田观光业绩长期表现不佳



来源: Bloomberg, 国联证券研究所

图表 122: 帝国饭店业绩相对稳健

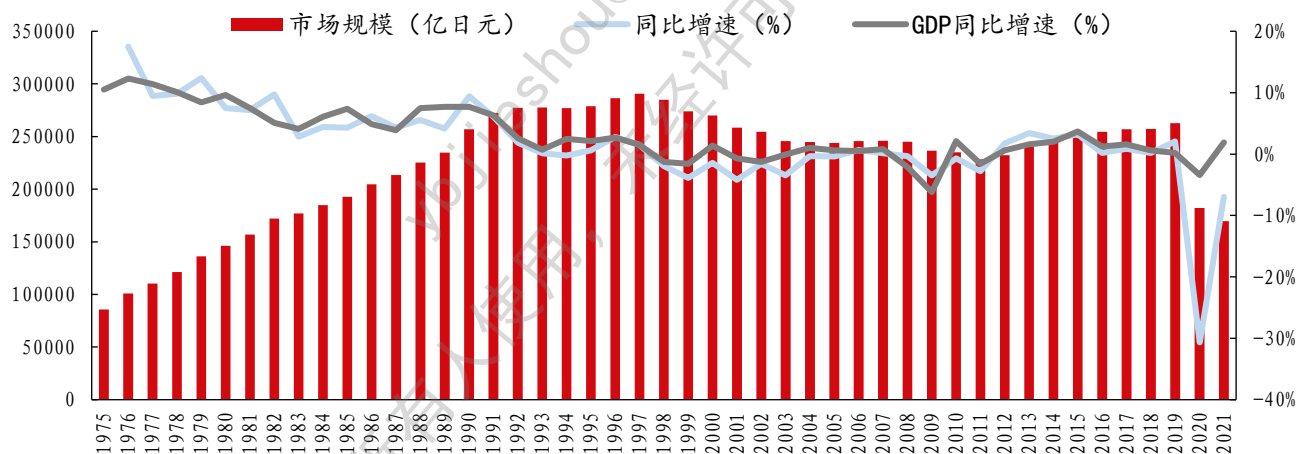


来源: Bloomberg, 国联证券研究所

2.7. 餐饮：餐饮快捷化，压缩客单价

外食行业高度顺周期性，在上世纪 90 年代后随着经济泡沫的破裂出现萎缩。在日语语境中，根据用餐场景（在家吃饭、外出就餐）可划分为外食和内食。外食是指在家庭场景外的餐厅堂食；内食是指从市场购买食材后在家完成全部菜肴制作过程；而中食的概念介于外食与内食之间，把买菜回家烹饪的内食概念进一步细分，强调简单加热半成品食材后直接食用。1970 年系日本的外食业元年，此后餐饮市场规模随着日本经济快速增长而发展，1980 年市场规模达到 14 万亿日元，20 世纪 80 年代后半期，市场规模超过 20 万亿日元，并于 1997 年达到历史最高值，随后在平成萧条时期市场规模同比增速也伴随着 GDP 增速呈现下滑的态势。经济衰退之后，民众为了省钱，减少了外食的次数；客单价方面，外食行业的客单价从 1994 年开始出现下滑直到 2022 年才恢复至 1994 年的水平。

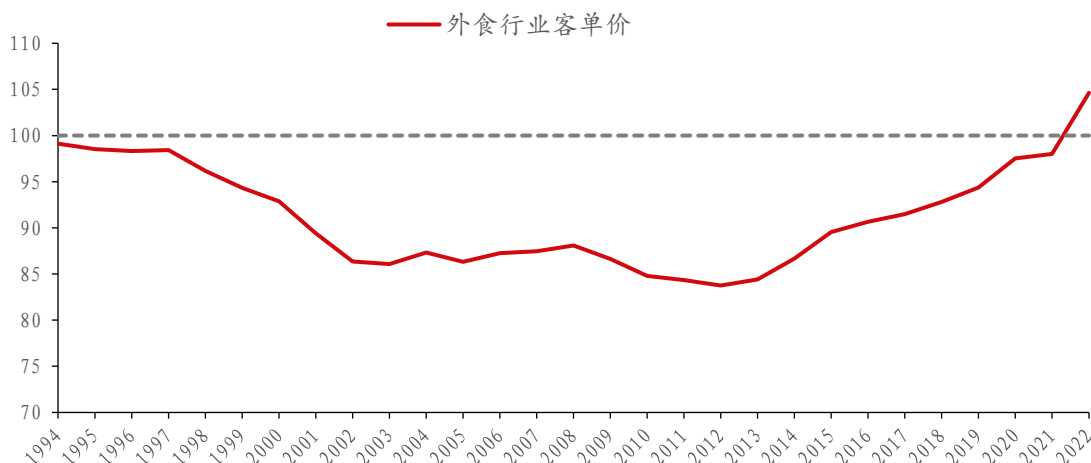
图表 123：1975-2021 年日本外食行业市场规模及同比增速



资料来源：日本外食产业协会，国联证券研究所整理

注：此处外食的统计口径未包含中食

图表 124：日本外食行业的客单价在 1994 年后逐步下滑

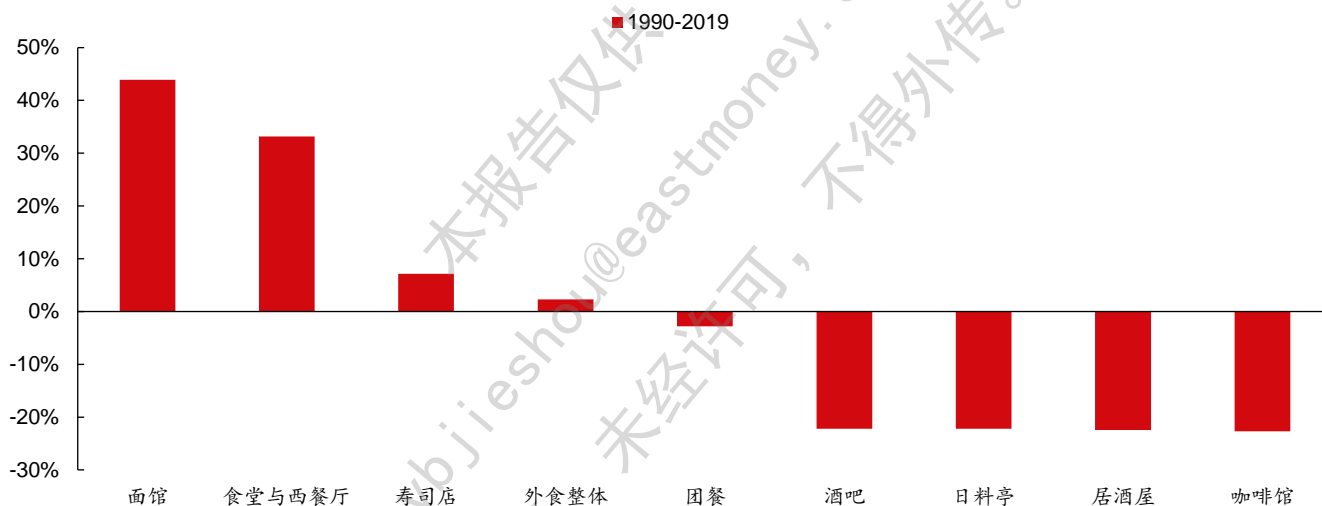


来源：日本外食产业协会，国联证券研究所整理

注：客单价进行标准化处理，以 1994 年为基期，基期数据取 100

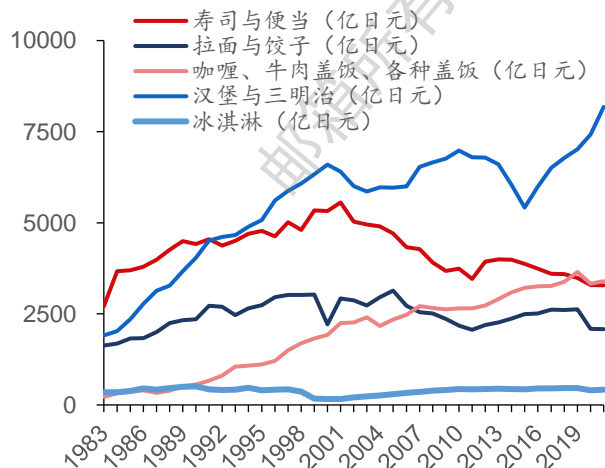
外食行业中低价便餐发展迅速，休闲类酒水餐饮萎缩。进入 90 年代后，日本外食行业进入存量竞争阶段，不同业态表现分化。日本经济进入衰退阶段后以酒吧、日料亭、居酒屋、咖啡馆为代表的休闲酒水餐饮持续萎缩，而以盖饭、面馆、回转寿司为代表的低价便餐消费持续增长、在外食行业内的占比逐渐提升。日本连锁快餐细分品类中，以咖喱牛肉盖饭为代表的各类盖浇饭可以很好满足职场客群的日常需求，在存量竞争中发展迅速，具有便捷、快速、标准化优势的汉堡与三明治增速紧随其后。

图表 125: 1990-2019 年日本外食各细分业态累计增速



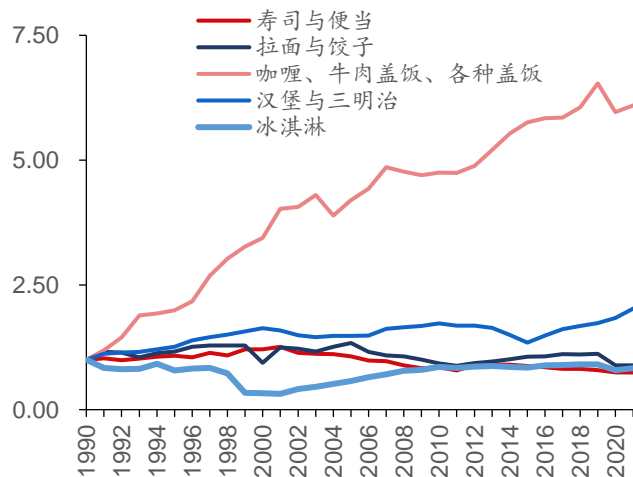
来源：日本外食产业协会，国联证券研究所整理

图表 126: 1983-2019 年日本快餐细分品类市场规模



来源：日本特许经营连锁协会，国联证券研究所

图表 127: 1990-2019 年日本快餐行业规模增幅

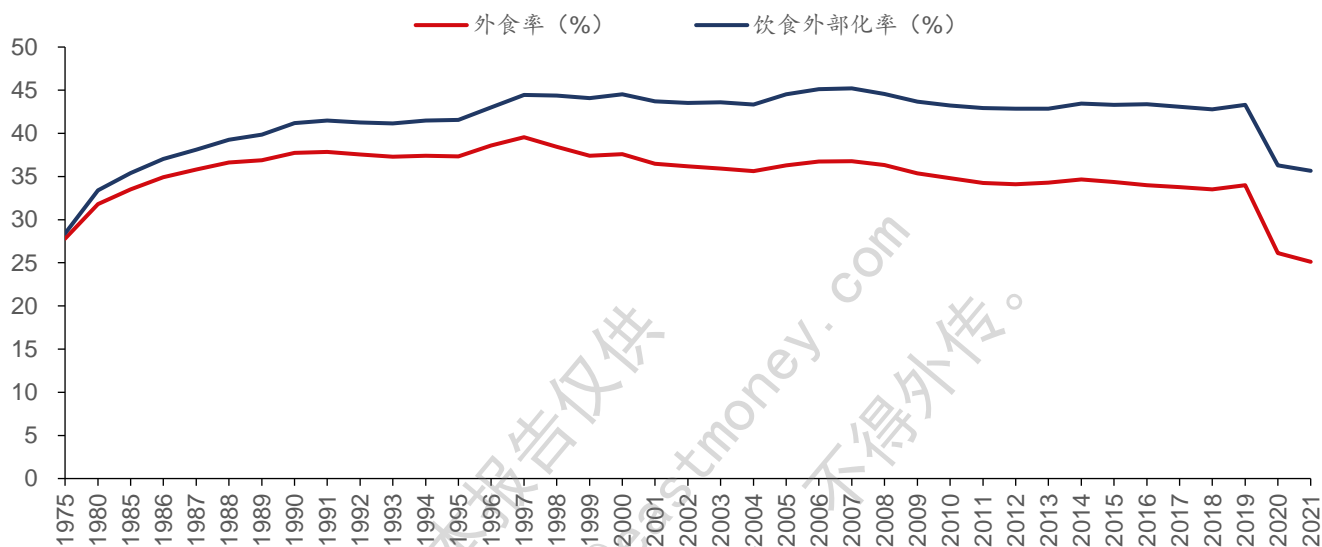


来源：日本特许经营连锁协会，国联证券研究所

注：数据进行标准化处理，以 1990 年为基期，基期数据取 1

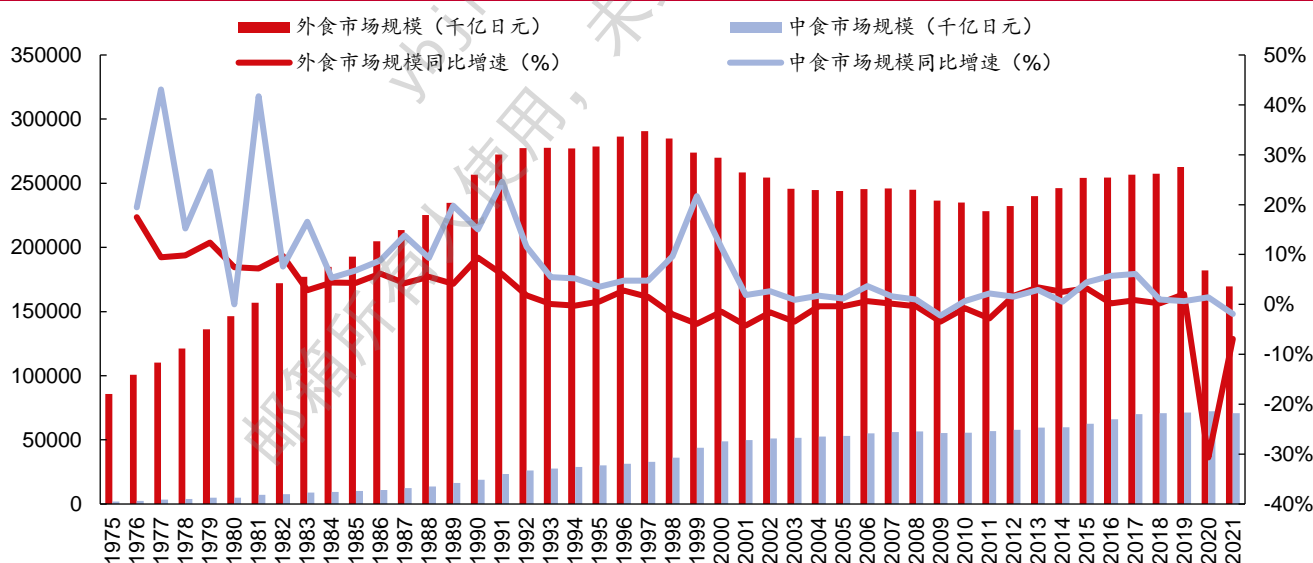
食品零售不断挤压传统外食行业，其中中食行业异军突起。90 年代日本宏观经济走弱后，饮食外部化率（包含食品零售渠道）与外食率有所分化之间差距拉大，暗示以超市、便利店为代表的被高性价比零售渠道不断挤压传统外食服务行业。其中具有价格相对便宜、备菜方便、节约时间等特点的中食快速崛起，市场规模增速高于外食市场。

图表 128: 1975-2021 年日本外食（包含食品零售渠道）与外食率差距拉大



来源：日本外食产业协会，国联证券研究所整理

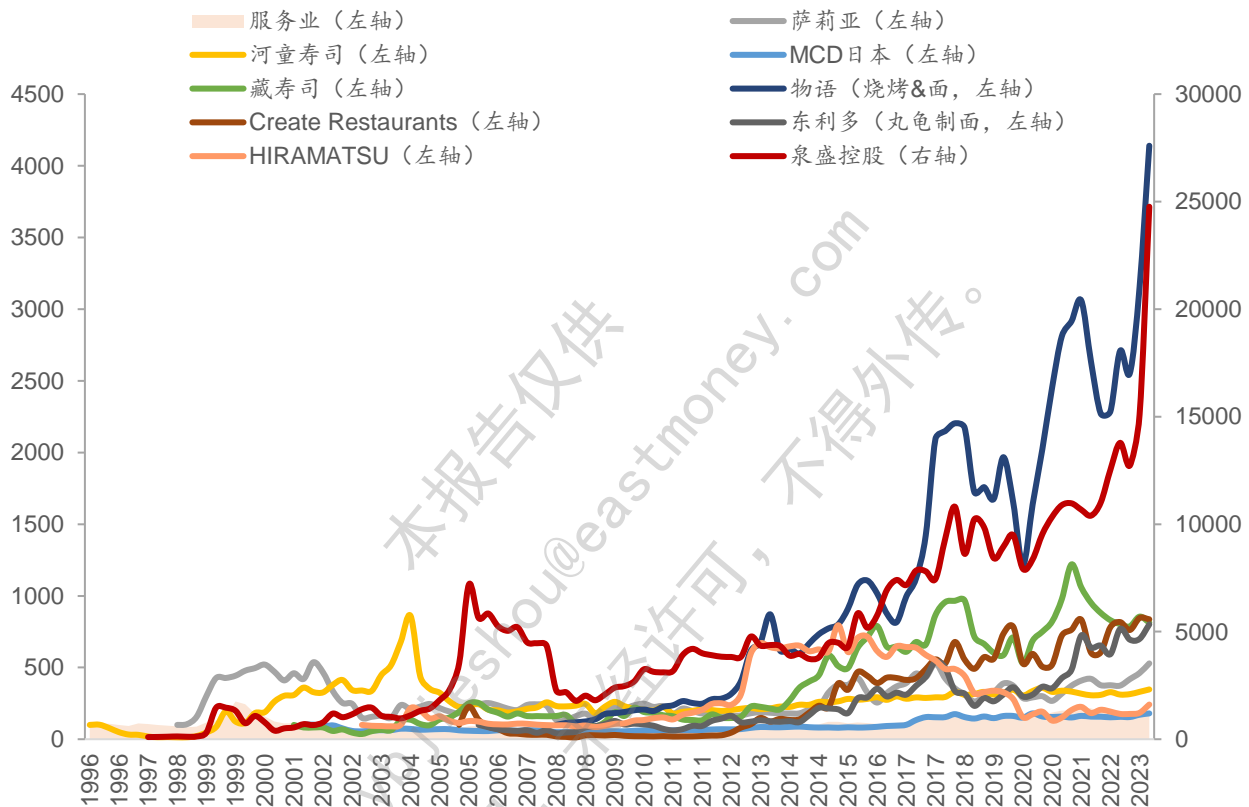
图表 129: 1975-2021 年日本外食与中食市场规模及同比增速



来源：日本外食产业协会，国联证券研究所整理

回转寿司阶段性优异，Monogatari/泉盛控股股价长牛。从股价表现看，受股东福利和稳健的业绩支撑，以泉盛控股（食其家母公司）、物语公司（烧烤、面等）为代表的多元布局的优秀餐饮企业可以穿越周期，股价长牛。1997 年至今，泉盛控股股价共上涨 247 倍，2008 年至今，物语公司涨幅达到 40 倍。此外，各业态龙头阶段性领涨餐饮行业，家庭意式高性价比的萨莉亚餐厅在 1998-2001 年间涨幅为 5 倍；回转寿司的出现压缩了人工成本，降低了寿司客单价，1997-2004 年间，河童寿司股价涨幅达 40 余倍，2012-2021 年间藏寿司涨幅亦有 7 倍。

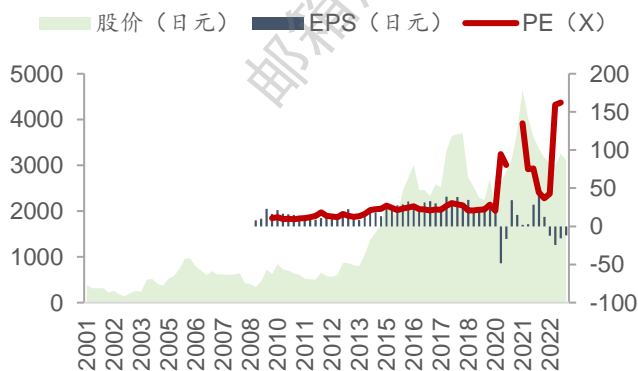
图表 130: 泉盛控股长牛，萨莉亚、河童寿司、物语（烧烤&面条）依次领涨餐饮板块



来源: Bloomberg, 国联证券研究所整理

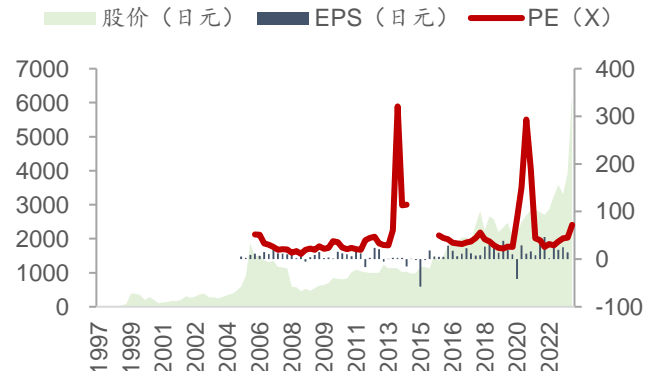
注: 股价已进行标准化处理, 设置基期数据为 100

图表 131: 藏寿司估值、业绩双升



来源: Bloomberg, 国联证券研究所

图表 132: 泉盛控股股价长期稳健向上

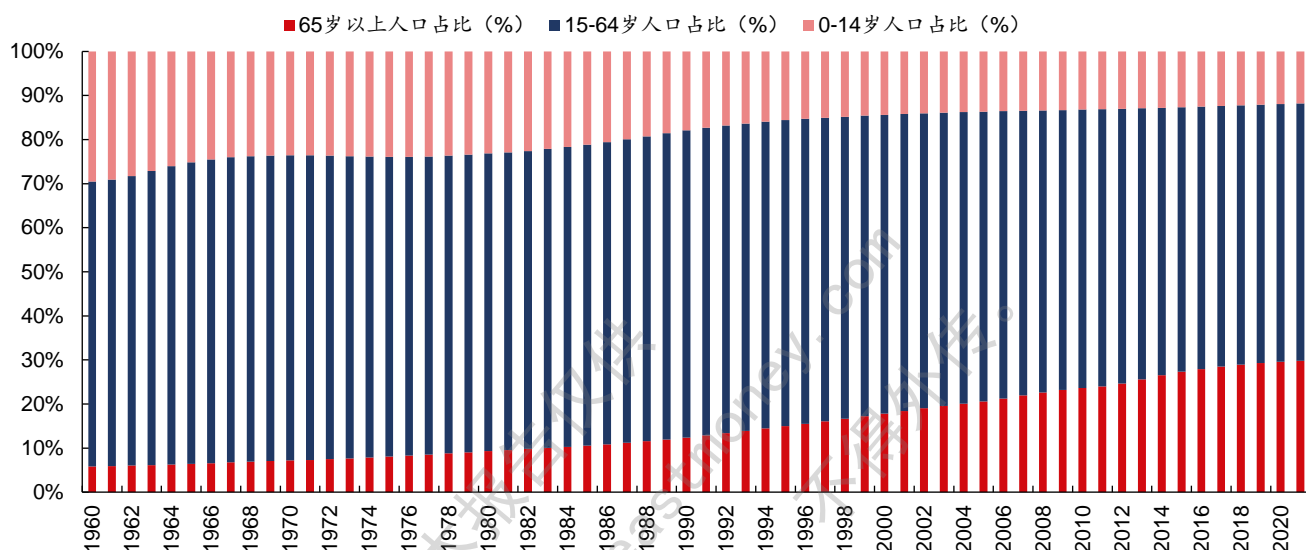


来源: Bloomberg, 国联证券研究所

2.8.人服: 老龄化+产业升级+政策共同驱动行业发展

人口老龄化趋势下的适龄劳动力短缺为人力资源服务行业带来发展契机。日本在上世纪 70 年代开始就迈入了老龄化社会阶段, 1970 年日本 65 岁及以上人口占比已达到 7.20%, 此后老龄化问题日趋严重, 到 2021 年 65 岁以上人口占比进一步提升至 29.79%, 人口老龄化使得整体劳动适龄人口数量呈下降趋势, 劳工市场供需不平衡, 各行业“用工难”问题变得突出, 灵活用工行业应运而生。

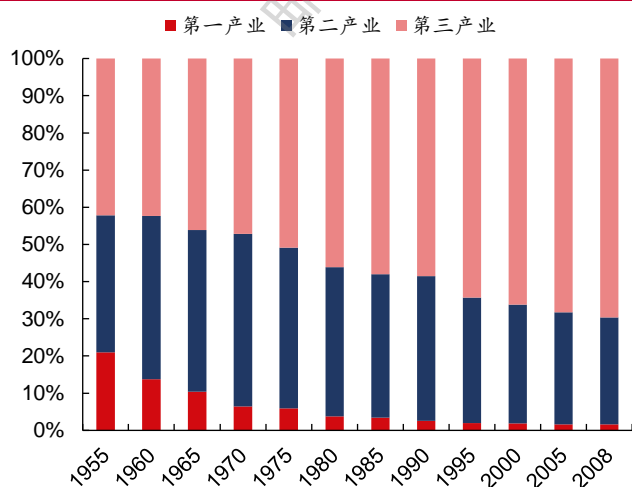
图表 133: 1960-2021 年日本人口结构变动



来源: wind, 世界银行, 国联证券研究所

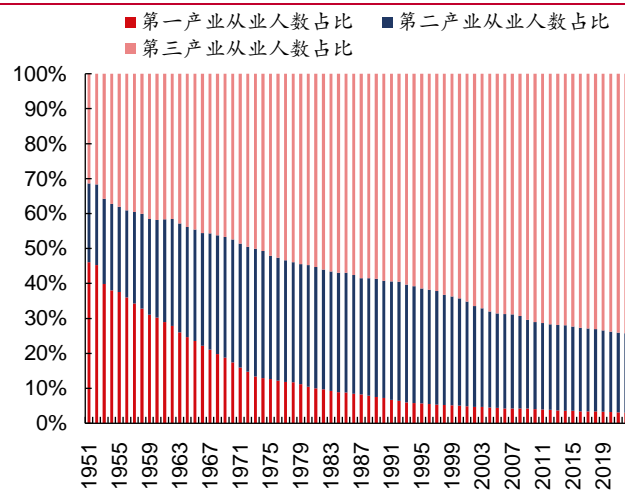
第三产业占比的提升为人力资源服务行业创造发展空间。日本第三产业的占比从 1955 年的 42.2% 提升至 2008 年的 69.6%，第三产业在日本经济发展中的地位持续提升也带动了从业人员的增加，第三产业从业人数占比从 1951 年的 31.4% 提升至 2022 年的 72.3%；第二产业占比从 1955 年的 36.8% 下降至 2008 年的 28.8%；第一产业占比从 1955 年的 21% 下降至 2008 年的 1.6%，工业和农业对日本 GDP 的贡献逐渐降低。由于第三产业以高科技及服务业为主，具有人员密集、人员流动大和对从业人员技能要求高等特点，其对于就业人员的吸纳能力也强于第一产业和第二产业。因此第三产业的快速发展将加大对人力资源的中介服务需求，助力人力资源服务行业发展。

图表 134: 日本三大产业产值占比变化趋势



来源: 日本厚生劳动省, 国联证券研究所

图表 135: 日本三大产业从业人数占比变化趋势

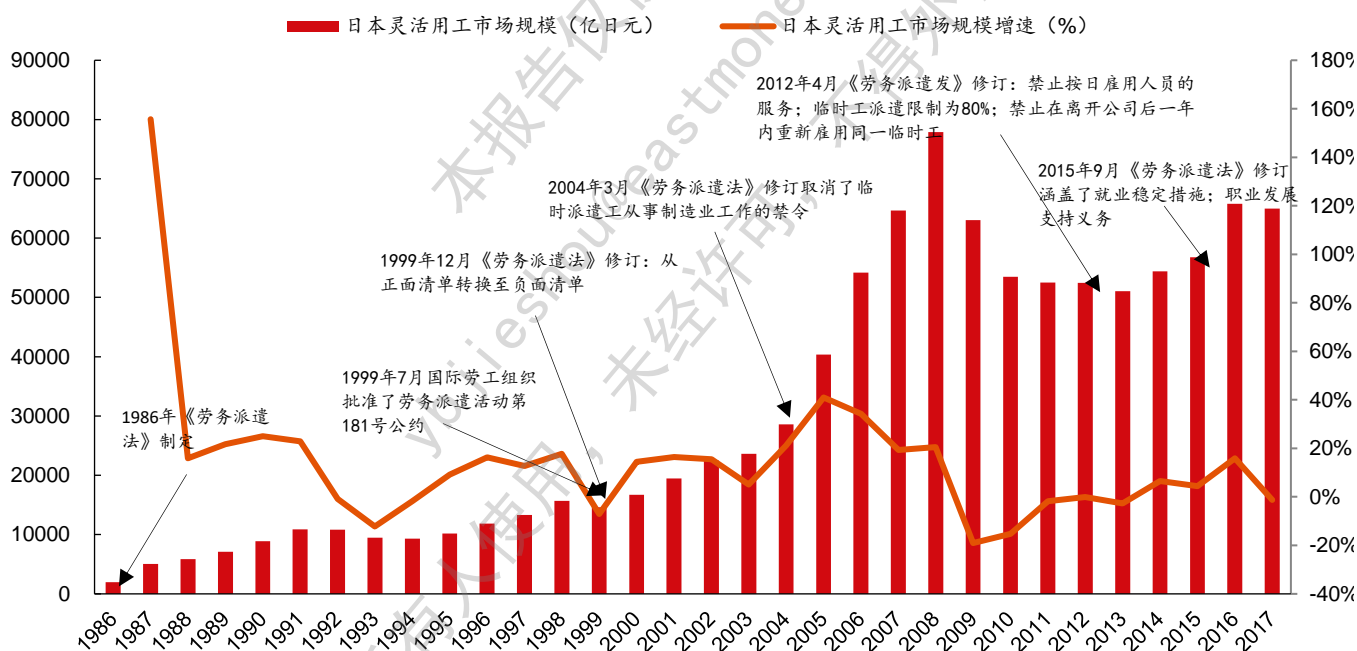


来源: 日本劳工政策与培训研究所, 国联证券研究所

灵活用工诞生于日本经济换挡期，政策为行业发展保驾护航。在 20 世纪 70 年代以前，日本经济高速发展，整体奉行“终身雇佣制”提升劳动力队伍的稳定性。而后石油危机的发生使得日本加快推行产业结构转型，第三产业占比不断提升，日本政

府也在此背景下于 1986 年首次立法明确了派遣用工的合法化。进入 20 世纪 90 年代后日本泡沫经济使得经济进入停滞状态，大量企业为了节省开支开始大规模雇佣非正式员工，此后日本政府通过对《劳务派遣法》的多次修订不断放松对灵活用工的限制以及保障灵活用工人员的合法权益，在此期间日本灵活用工行业快速发展，市场规模从 1986 年的 1668 亿日元增长至 2008 年的 77892 亿日元，对应 CAGR 为 18.2%。2008 年受金融危机的影响市场规模有所萎缩，灵活用工市场规模维持在 6 万亿日元上下。

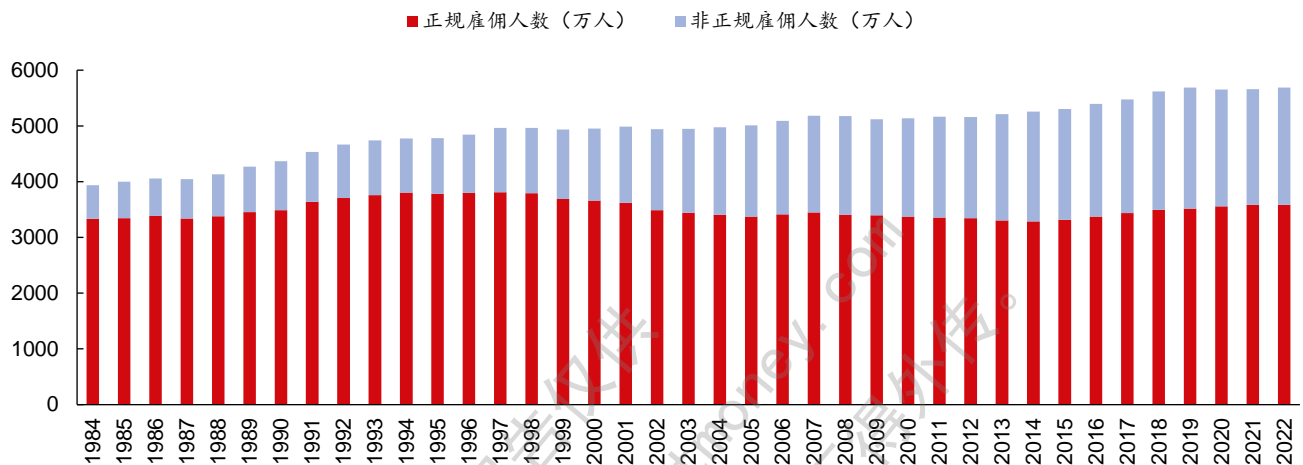
图表 136：日本灵活用工市场规模及同比增速



来源：JASSA, iFinD, 国联证券研究所

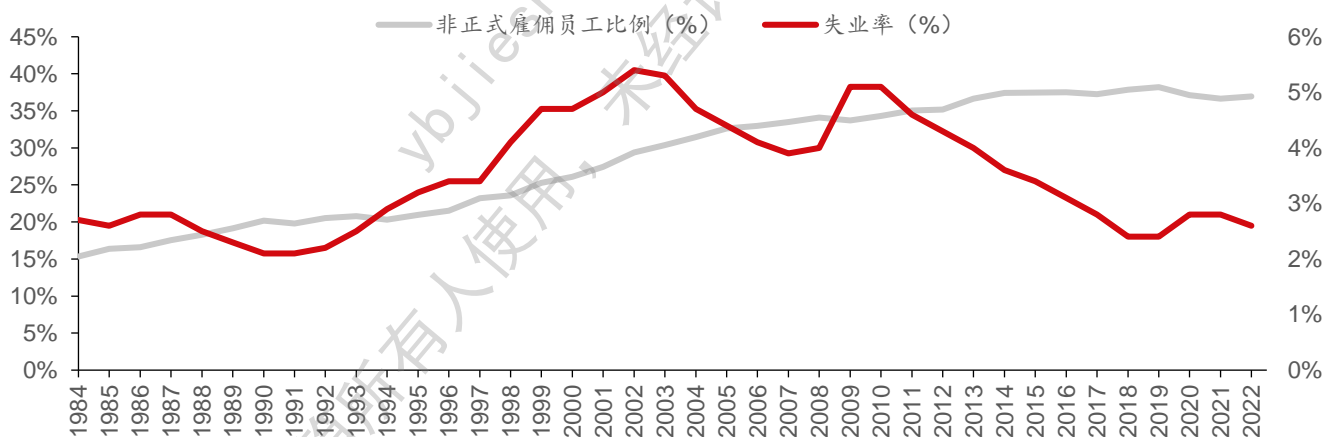
灵活用工在行业发展初期的高增速能够对冲宏观经济下行的影响，呈现抗周期属性；行业发展成熟后增速放缓，顺周期属性特征明显。从日本非正式雇佣员工比例和失业率的发展趋势来看，上世纪 90 年代后日本经济开始陷入低迷，失业率不断攀升，从 1990 年的 2.1% 上升至 2002 年 5.4%，由于日本灵活用工行业正处于高速发展阶段，非正规雇佣人数从 1990 年的 881 万人增长至 2003 年的 1452 万人，同期非正规雇佣率由 20.16% 增长至 29.38%，高速的增长态势对冲了宏观经济下行的影响。在 2020 年新冠疫情后，灵活用工行业由于已迈过高速增长抗周期阶段，顺周期属性明显，非正式雇佣员工比例趋于稳定并随着宏观经济波动。

图表 137: 日本正式雇佣和非正式雇佣员工数量 (万人)



来源: 日本总务省统计局, 国联证券研究所

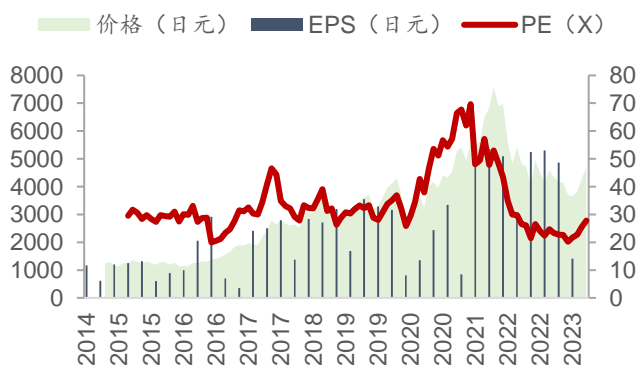
图表 138: 日本非正式雇佣员工比例与失业率



来源: 日本总务省统计局, wind, 国联证券研究所

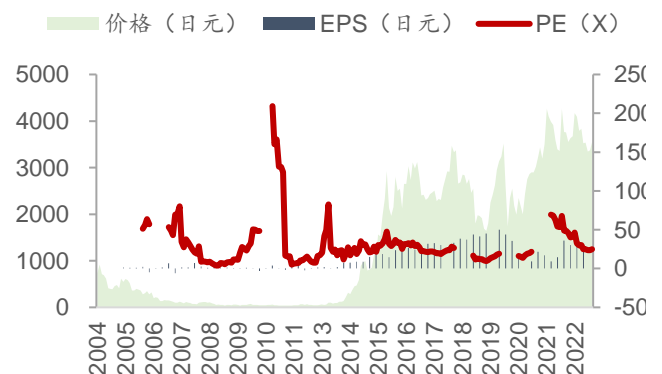
龙头与指数走势一致, 小市值股涨幅高。复盘人力资源服务股价看, 龙头股价表现较为稳健, 小市值互联网招聘企业股价弹性高, DIP 在 2013-2015 年间股价涨幅达 50 倍。

图表 139: RECRUIT 股价走势



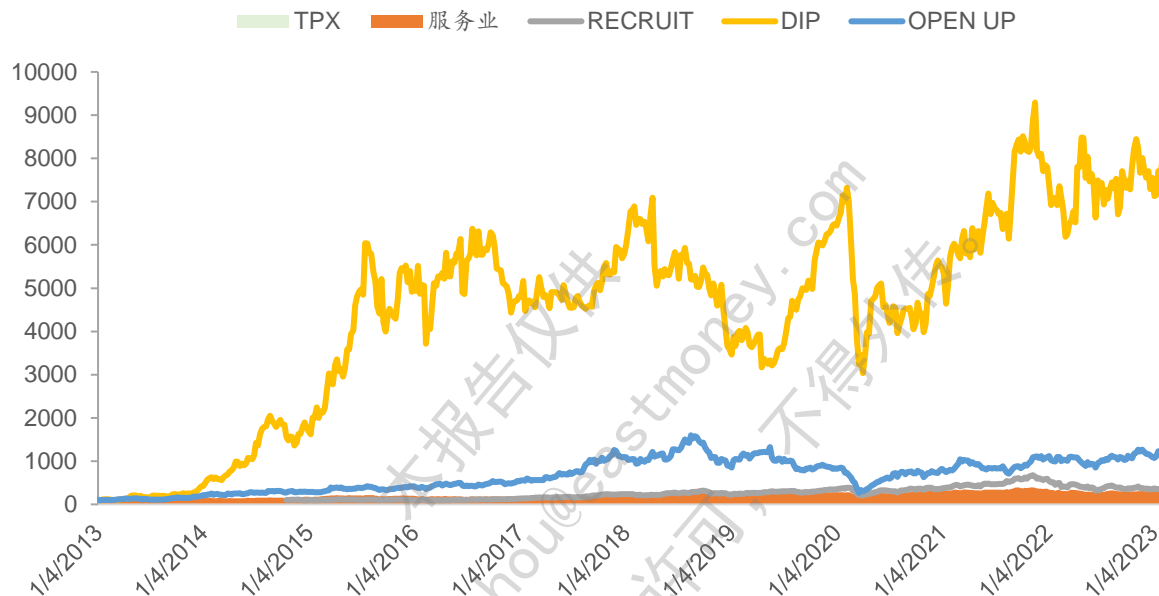
来源: Bloomberg, 国联证券研究所

图表 140: DIP 存在估值溢价



来源: Bloomberg, 国联证券研究所

图表 141: 灵活就业大背景下, 人服企业股价持续强势



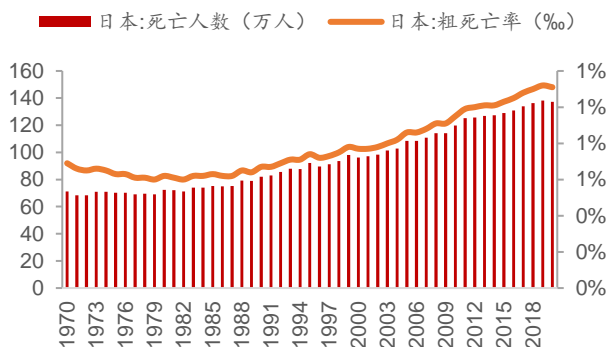
来源: Bloomberg, 国联证券研究所

注: 股价已进行标准化处理, 设置基期数据为 100

2.9. 殡葬: 内需萎缩下稀缺成长型行业

殡葬业是少数成长型行业, 量有支撑价下滑。受人口老龄化驱动, 殡葬业成为泡沫经济破灭后少数的成长型行业。从死亡人口数据看, 殡葬需求增加, 殡仪服务办公室数量也从 2000 年的 553 个增加到 2019 年的 2361 个, 复合增速为 8.9%。从销售额看, 2000 年销售额为 2633.2 亿日元, 2017 年销售额为 6112.5 亿日元, 2000-2012 年间复合增速为 6.9%, 2012-2017 年间规模基本稳定。从殡葬公司业务趋势看, 殡葬行业刚形成时, 殡葬公司主营租赁殡葬设备。随着居住环境变化和人口向城市集中, 丧礼的举办成为常态并呈现多样化趋势, 殡葬公司业务和规模不断扩大。伴随家庭小型化和消费理性化, 家庭葬礼、小型葬礼等小型化、低成本、简易葬礼需求向上, 殡葬服务单价随之呈现趋势性下滑。

图表 142: 日本死亡人数及死亡率上行



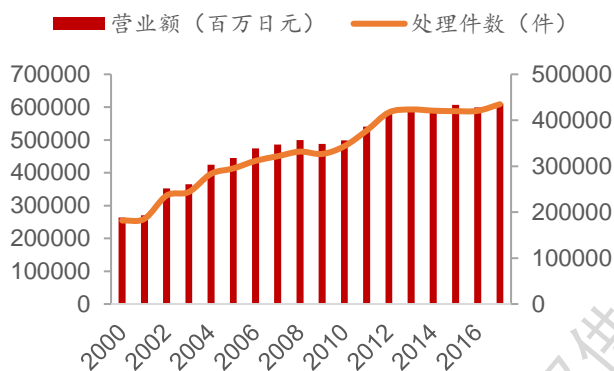
来源: 日本统计局, 世界银行, 国联证券研究所

图表 143: 殡仪服务办事处增长



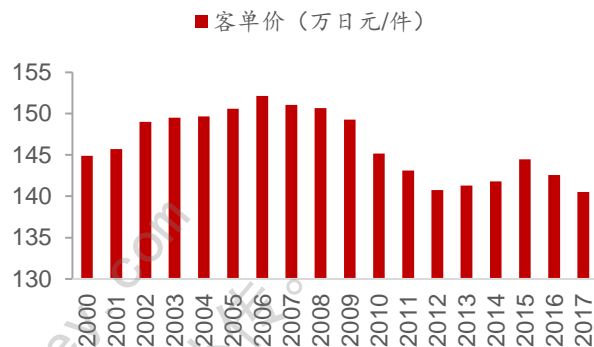
来源: 经济产业省, 国联证券研究所

图表 144：殡葬服务是少数维持增长的行业



来源：经济产业省，国联证券研究所

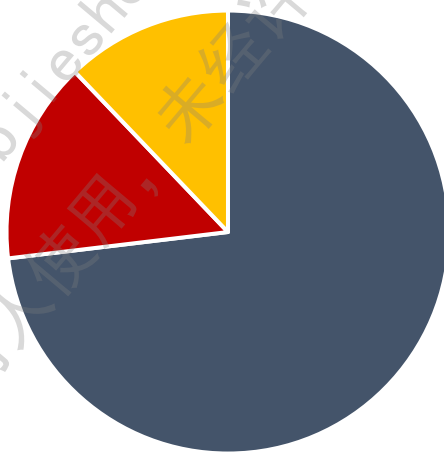
图表 145：殡葬服务客单价先增再降



来源：经济产业省，国联证券研究所

图表 146：2020 年殡葬市场规模分布

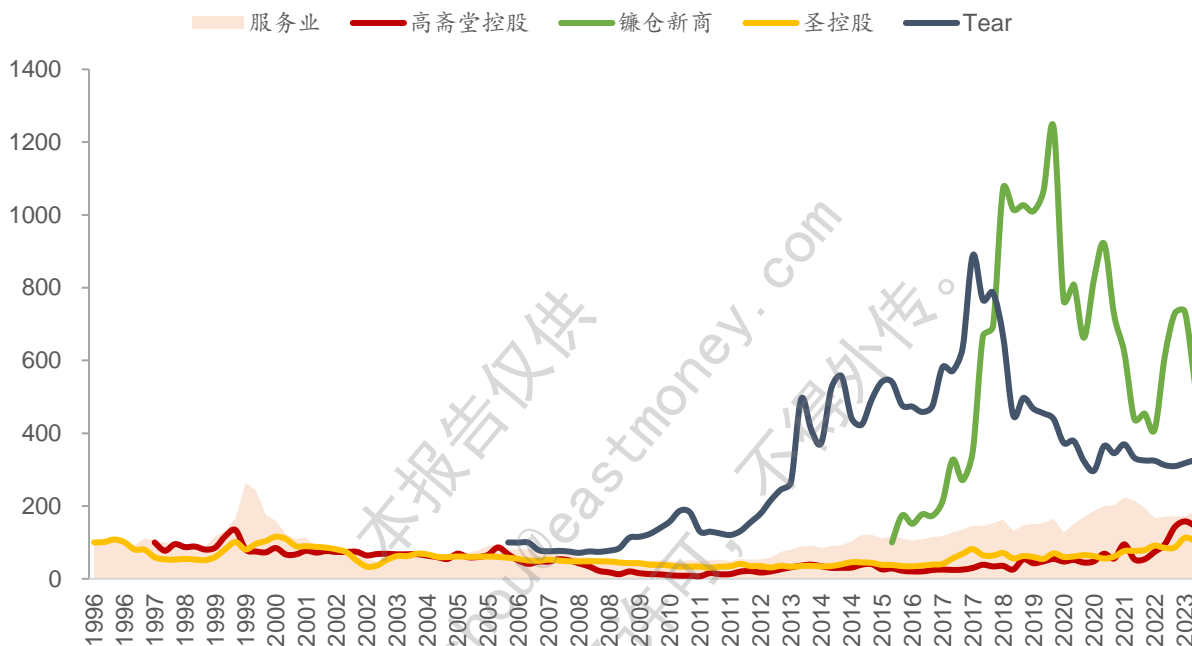
■ 丧葬费用 ■ 礼品费用 ■ 餐饮费用



来源：矢野研究所，国联证券研究所

行业参与者多，竞争格局分散。据日本殡葬合作社联合会统计，全国有 4000-5000 家殡仪公司和殡仪馆，参与者众多，且以地方中小企业为主，全国前 10 大企业销售额占比低于 20%。从龙头股价看，经营墓地、殡葬、佛坛等丧葬咨询及请求网站的镰仓新商在强劲业绩支撑下，2015-2019 年间股价涨幅为 12 倍，区域殡葬企业 Tear 在 2011-2017 年间股价上行 6 倍。

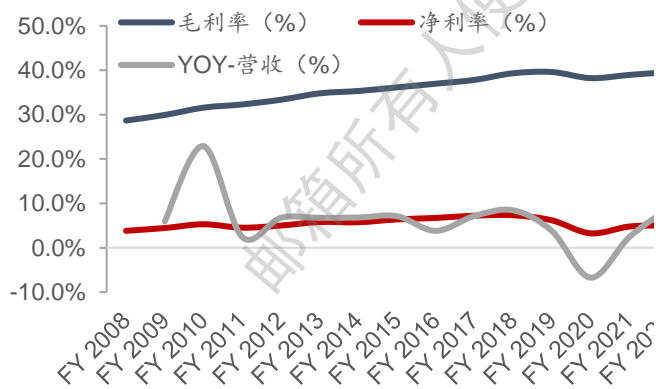
图表 147：殡葬服务企业股价持续强势



来源：Bloomberg，国联证券研究所

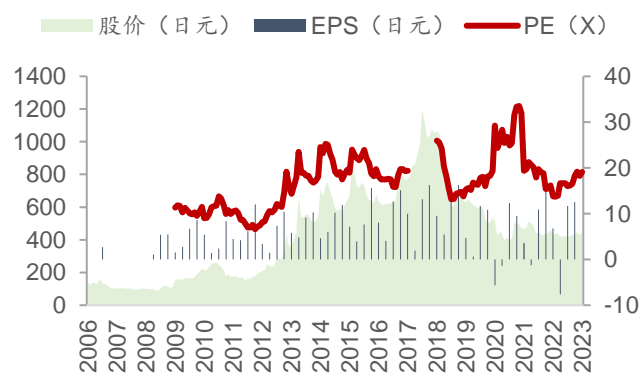
注：股价已进行标准化处理，设置基期数据为 100

图表 148：Tear 经营情况



来源：Bloomberg，国联证券研究所

图表 149：Tear 股价走势



来源：Bloomberg，国联证券研究所

3. 风险提示

1) **数据局限性风险。**日本消费数据取自历史数据，可能由于数据不全面而导致存在一些局限性。

2) **国别差异风险。**各国国情不同、制度环境不同，或导致结论存在偏差。

3) **市场竞争加剧超预期。**若经济增长不及预期，市场价格战进一步加剧，消费公司的盈利能力将出现恶化。

4) **新市场开发不及预期风险。**新开拓市场消费能力，消费习惯不及预期，消费行业新市场开发收效甚微。

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，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）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指数涨幅 20% 以上
		增持	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于 5%~20% 之间
		持有	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于 -10%~5% 之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表指数跌幅 10% 以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表指数涨幅 10% 以上
		中性	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于 -10%~10% 之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表指数跌幅 10% 以上

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有私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

联系我们

无锡：江苏省无锡市太湖新城金融一街8号国联金融大厦9层

电话：0510-82833337

传真：0510-82833217

北京：北京市东城区安定门内大街208号中粮置地广场4层

电话：010-64285217

传真：010-64285805

上海：上海市浦东新区世纪大道1198号世纪汇广场1座37层

电话：021-38991500

传真：021-38571373

深圳：广东省深圳市福田区益田路6009号新世界中心29层

电话：0755-82775695