

商贸零售：COSTCO低价为矛，会员为盾，效率撬动业绩雪球

——海外对标系列报告之一

2019年12月17日

看好/维持

商贸零售 | 行业报告

研究员	王习	电话：010-66554034	邮箱：wangxi@dxzq.net.cn	执业证书编号：S1480518010001
研究助理	赵莹	电话：010-66555446	邮箱：zhaoying_yjs@dxzq.net.cn	执业证书编号：S1480118120009

投资摘要：

COSTCO（开市客）是全球零售商龙头企业。开市客 1983 成立于美国华盛顿州，以仓储式综合大卖场为主要零售业态。公司以低价、优质著称，为会员提供精选商品。2019 年公司营业收入达 779.46 亿美元，营业利润达 47.65 亿美元。截止 2019 财年，公司共有 782 家门店遍布全球 11 个国家，全球 COSTCO 会员超过 9850 万人。根据 2019 德勤《全球零售业力量》报告公布，COSTCO 已发展成为全球第二大零售商。通过对公司的研究，我们整理了公司成功的三大关键点：

- **创立至今，开市客始终以优质低价商品服务为中心。**公司向消费者提供最优价格、最高品质的商品、服务。并制定产品毛利不得高于 14% 的定价方案，通过质优价美的商品服务吸引消费者成为会员。
- **精选模式提升周转效率，保证开市客低价优势。**开市客为消费者提供畅销精选产品，并采用大包装销售方式提升了商品周转效率。高效周转提升单品销售额，打造单品规模优势，成为公司维持低价的有利途径。同时，精选产品和优质服务使得人均消费额保持高增长。近十年，公司产品销售收入增速高于会员费收入增长，商品收入利润贡献率持续上升。
- **付费会员制是 COSTCO 盈利循环关键。**开市客以满足会员需求，凭借“多快好省”的产品服务维护会员需求，会员数量持续增长。公司会员费收入利润贡献率达 70%，成为贡献利润主要来源；同时，稳定的会员收入为企业低价策略提供持续稳定的资金来源。

对国内零售企业启示：通过分析开市客的盈利模式，我们认为开市客以下三点值得国内零售行业借鉴：（1）以消费者出发，提供高性价比产品和服务和满足用户体验为零售商将赢得销售者喜爱。（2）零售企业离不开效率，产品结构优化提升周转效率，为企业提升盈利能力有效途径。（3）当前竞争激烈的零售市场中，会员制度带来的高用户粘性或为提升客流有效途径之一。

投资建议：基于 COSTCO 的分析，我们推荐：①超市行业市占率第一（8.3%），在阿里巴巴加持下运营效率持续提升的**高鑫零售**。公司新零售探索红利即将释放，市场份额将持续提升。②公司市占率第四（4.2%），深耕生鲜领域 18 年，以生鲜构筑的公司护城河模式的**永辉超市**。公司顺应行业发展趋势，大小业态迅速拓展，完成多层次业态布局。③以智慧零售和线上线下融合战略，全品类经营、全渠道运营的**苏宁易购**。公司积极探索会员模式，凭借产品和服务和线下渠道发展优势，公司会员数量持续增长。

风险提示：宏观经济承压，电商对线下渠道压制。

行业重点公司盈利预测与评级

简称	EPS(元)				PE				PB	评级
	18A	19E	20E	21E	18A	19E	20E	21E		
高鑫零售	0.27	0.28	0.31	0.35	24.97	28.84	25.72	23.47	-	推荐
永辉超市	0.15	0.24	0.30	0.41	50.88	32.08	25.05	22.43	0.61	强烈推荐
苏宁易购	1.43	0.48	0.28	0.38	6.88	22.09	38.80	27.91	1.13	推荐

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

目 录

1. 低价出发，精选产品带来高效周转	5
1.1 复盘历史，COSTCO 始终以质优价低出发	5
1.2 精选模式叠加高效周转保证开市客低价优势	5
1.2.1 SKU 精简，打造单品规模效应	5
1.2.2 大包装打造极致运营效率	6
1.3 推陈出新节奏快，爆款网红产品带动产品周转高效	8
1.4 简化费用，低运营费用保证低价策略可持续	9
2. 付费会员制是 COSTCO 盈利循环关键	11
2.1 会员模式的领军者，会员费贡献主要利润	11
2.1.1 会员费贡献主要营业利润	12
2.1.2 会员数量增长带动业绩增长	13
2.1.3 付费会员带来自助餐效应，公司盈利正向循环	14
2.2 定位中产阶级，从商品管理到会员运营赛道转换	15
2.2.1 会员制锁定核心用户，分众营销满足一揽子需求	15
2.2.2 从商品管理到会员运营，会员存续率高	16
2.3 低价为矛，会员制为盾，效率撬动业绩雪球	17
3. 会员精选模式领跑全球，公司为全球第二大零售商	18
4. 投资建议	19
相关报告汇总	21

表格目录

表 1: 开市客与可比企业存货周转率 (次)	8
表 2: 开市客会员分类及权益介绍.....	12

插图目录

图 1: COSTCO 发展 60 年始终以优质低价出发	5
图 2: 开市客单店 SKU 在 3800 个左右	6
图 3: 开市客单店单品销售额最高	6
图 4: COSTCO 以单品规模优势提升价格优势	6
图 5: 开市客的榛子酱包装 VS 普通超市贩卖装	7
图 6: 普通超市贩卖小包装榛子酱	7
图 7: 开市客人效高于行业其他龙头企业	7
图 8: COSTCO CONNECTION 2019 年 9 月“寻宝”活动	9
图 9: 风靡全球的开市客大熊	9
图 10: 原价 2500 以上的茅台在开市客仅售 1498 元	9
图 11: 上海开市客内排队抢购茅台的情况	9
图 12: 开市客费用率远低于其他龙头商超品牌	10
图 13: 开市客自有门店比重达 79.28%	10
图 14: COSTCO 商品流通环节不超过 2 次	10
图 15: 开市客门店位于远郊, 开店成本低	11
图 16: 开市客门店装潢简约	11
图 17: 开市客与传统零售商业模式对比	12
图 18: 会员费收入对营业利润贡献比重超过 70%	13
图 19: COSTCO 会员费收入及其 YOY (亿美元)	13
图 20: COSTCO 总会员数量及其 YOY (万人)	13
图 21: 产品销售收入和会员费收入及增长率 (亿美元)	14
图 22: 会员机制下 COSTCO 盈利正向循环	14
图 23: COSTCO 产品结构丰富	15
图 24: 开市客的主要目标人群——美国中产阶级家庭的画像	15
图 25: COSTCO 门店分布国家中产阶级比例	16
图 26: Costco 美国和全球会员续费率	17
图 27: Costco 的增长循环	18
图 28: COSTCO 各国门店数量及 yoy	18
图 29: COSTCO 各国销售额及 yoy (亿美元)	18
图 30: COSTCO 全球发展三部曲	19

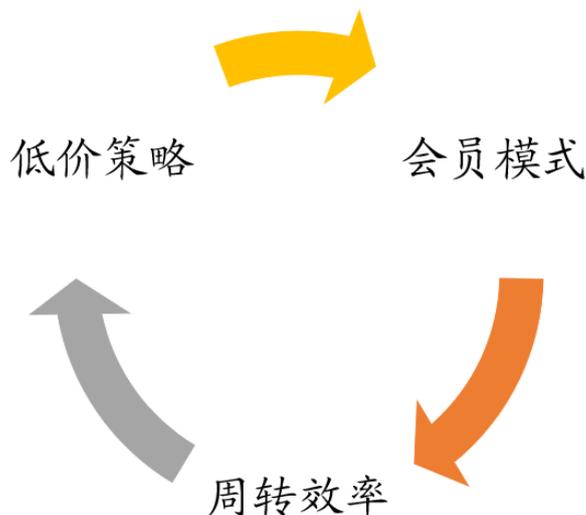
引言：

零售是什么？借用一句广告语：我们不生产产品，我们是产品与消费者的连接器。如果说品牌商的突围以产品、渠道、品牌为核心，那么零售行业将围绕什么进行提升？从产业链角度划分，零售上游对接渠道商、品牌商；下游传递消费者。作为产品和消费者连接器，零售的最核心业务为获得品牌商、接入渠道商、赢得消费者。然而，由于产销两地分离、商品资金占用成本高，导致超市行业上游形成多层级的渠道商、代理商结构，产品流通环节多、供给效率低。在今年 8 月发布的深度系列报告《零售的模样》中，我们按照效率、性价比、体验对消费需求进行细分。我们认为，消费需求的多样将导致零售端的业态变化。1992 年，政策开放引入外资，在外资品牌带动下，国内超市行业进入高速发展时期。外资模式主导下的内外资商超遍地开花抢占市场。经历 20 余年的发展，行业总体增速放缓，行业发展已进入到存量市场的竞争。零售企业是否能在存量市场中获得更多市场份额，取决于企业高效的运营和管理，“多快好省”完成上下游供需连接。

2019 年，对于零售行业是变新的一年，家乐福、麦德龙等老牌外资零售退出国内市场、内资品牌兼并收购频频发生。与此同时，新品牌超市 COSTCO、ALDI 等新外资超市进入，带来新的经营管理模式。作为会员模式的楷模，COSTCO 在亚洲其他地区如日本、中国台湾地区已经占领一席，其中在中国台湾地区零售业市场份额位列前三。同时，COSTCO 进入国内市场后也引发国内市零售商探索付费会员制经营模式，如盒马会员、阿里 88VIP、苏宁会员等，零售企业也开始试探会员制模式。在此背景下，本篇报告旨在分析 COSTCO 新经营模式是否将成为我国超市未来发展的新方向？我们将通过两篇报告，围绕三个方面重点分析，本篇报告将重点围绕第一点开市客的经营模式为重点分析：

- (1) COSTCO 以低价策略+会员制度管理核心消费群，高效率撬动业绩雪球滚动。
- (2) COSTCO 的护城河：持续为会员提供性价比的能力。
- (3) 对标 COSTCO 在亚洲日本、台湾地区看 COSTCO 在我国市场潜力；对标 COSTCO, 分析国内零售商做会员制的优势。

图 1：COSTCO 的循环模式



资料来源：东兴证券研究所

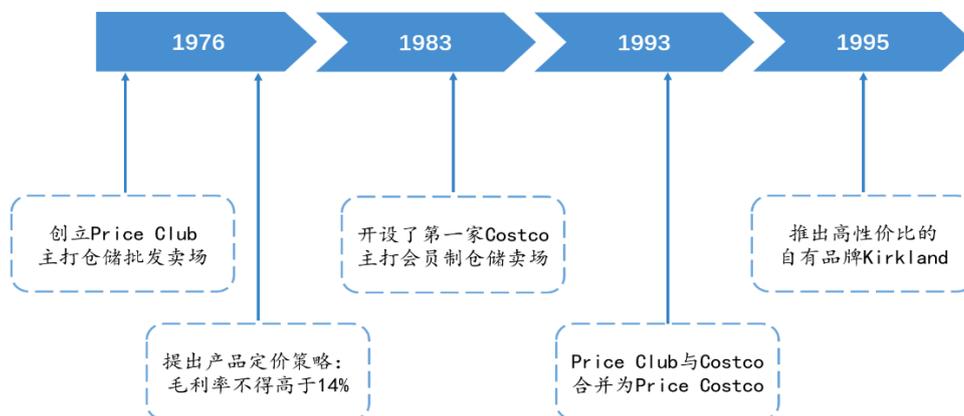
1. 低价出发，精选产品带来高效周转

COSTCO（开市客）是全球零售商龙头企业，以仓储式综合大卖场为主要零售业态。公司市场份额在全美第二，全球第二，共有 782 家门店遍布全球 11 个国家，全球 COSTCO 会员超过 9850 万人。业务范围包含：商品零售、汽车维修服务、眼科诊所、加油站等产品和服务。公司以低价、优质著称，为会员提供精选商品。2018 年荣登美国《财富》杂志“2018 年财富世界 500 强排行榜”，位列 35 名。

1.1 复盘历史，COSTCO 始终以质优价低出发

创立至今，开市客始终以优质低价商品和服务为中心。在开市客年报中提到：“We will continue to offer highest quality and best value to our more than 90 million loyal members（以尽可能最优的价格持续为会员提供高品质的商品及服务）。” 1976 年，创立 Priceclub 主打仓储批发卖场，个人消费者和商业企业为主要服务对象。同期，公司提出产品定价策略：产品毛利率不得高于 14%。1983 年，Jim Sinegal 和 Jeffrey Brotman 在美国华盛顿州西雅图市开设了第一家 COSTCO，主打会员制仓储卖场。1993 年，Price Club 与 Costco 合并为 Price Costco，继续作为两个独立的商店经营，任何一家连锁店的会员都可以用会员卡在这两家商店购物。1995 年，公司推出性价比取胜的自有品牌 KIRKLAND，产品种类涉及食品、生活用品、保健品等。复盘历史我们认为，公司从创立至今始终以质美价优出发，经历 60 年发展已形成良好品牌形象。

图 2：COSTCO 发展 60 年始终以优质低价出发



资料来源：公开资料整理，东兴证券研究所

1.2 精选模式叠加高效周转保证开市客低价优势

1.2.1 SKU 精简，打造单品规模效应

畅销精选单品模式，开市客在产品选择与传统商超有显著差异。COSTCO 门店面积为 1.5 万平米，产品范围包含食品、生鲜、饮料酒品、钻石珠宝、化妆品、3C 家电、汽车及维修保养等，涵盖消费者衣食住行的全部需求。然而，COSTCO 单店产品 SKU 约为 3800 个左右。同等经营面积的大卖场品牌沃尔玛、家乐福门店面积约在 1.6 万平米、1.5 万平米，SKU 达 30000、40000 个。也就是说开市客的 SKU 仅为同类企业的 10%-40% 左右。在商品细分品类上，开市客同一类型产品仅提供 2-3 种产品选择，而沃尔玛、大润发等超市同一类型产品达数十种。相较于同等门店规模的大卖场，开市客在商品 SKU 数量、品牌、品类上与传统大卖场有明显差异。

经过品类、质量筛选保证产品质量和价格双优，同时又在有限的门店空间提供丰富的产品广度，既满足了消费者衣食住行全部需求，也为消费者节约了挑选时间，提高了消费者的用户体验。

图 3:开市客单店 SKU 在 3800 个左右

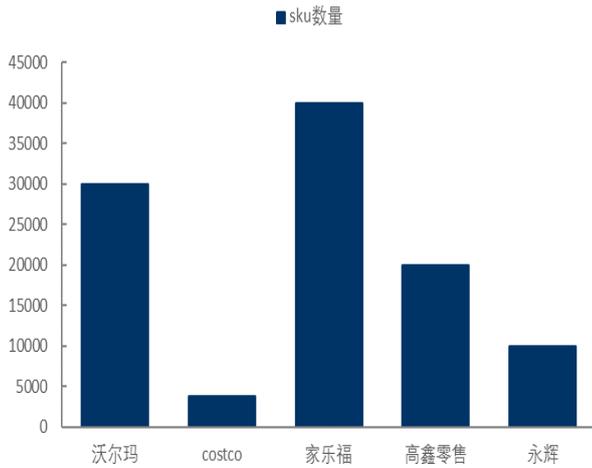
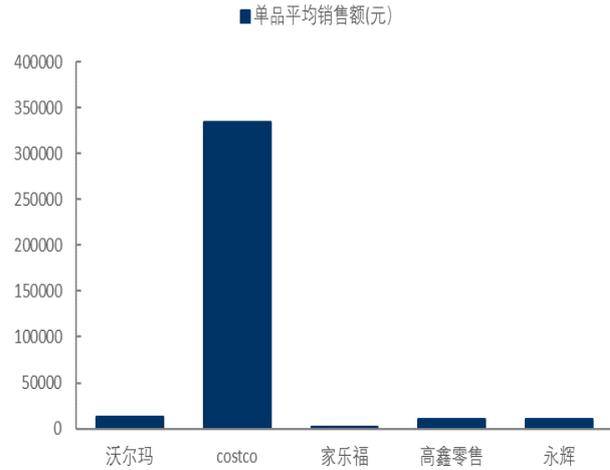


图 4:开市客单店单品销售额最高



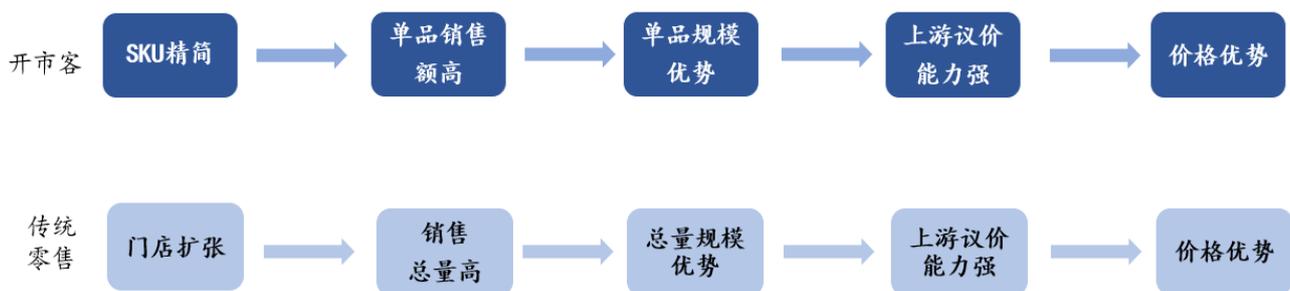
资料来源：公开资料，东兴证券研究所

资料来源：公司公告，公开资料，东兴证券研究所

注：单店单品平均销售额=单店平均销售额/sku

单品销售额高，打造单品规模优势，保持产品价格双优。开市客以销售畅销精选单品的形式将销售额主要集中在产品上，提升单品销售额，塑造单品规模优势。根据开市客和沃尔玛财报数据测算，开市客的单店单品销售额为 333,680 美元远高于沃尔玛（12,400 美元）单品销售额。通过高销售额提升单品规模效应。传统商超通过门店扩张提升市场份额达到规模化，开市客通过畅销精选产品，通过单一产品的高销售量，做单品规模化。我们认为，做精简 SKU 带来两优势：①单一产品更容易做到规模化；同时，单一产品规模优势下，开市客对上游品牌商议价能力的提升，更易获得采购优惠。开市客精简 SKU，有助于压低成本形成规模效应。②精简 SKU 有利于降低费用。集约采购可以降低采购的谈判成本、物流运输成本。成本费用降低传导至终端零售价格，购买价格具备优势，形成积极良性循环。

图 5：COSTCO 以单品规模优势提升价格优势



资料来源：公开资料整理，东兴证券研究所

1.2.2 大包装打造极致运营效率

专注产品价值本身，简约包装降低成本费用。开市客低价策略的运营除了畅销精选产品外，运输商品是采用

大包装，减少无附加值的过度包装，降低过度包装成本。同时，产品采用标准化机械作业，减少人工拆分装成本。在仓储方面，品类少数量大的存货可以进行统一管理，仓储管理费用低。开市客从产品端降低无效成本，较少的人工、仓储等管理费用有利于持续维持产品市场价格竞争优势。

图 6: 开市客的榛子酱包装 VS 普通超市贩卖装

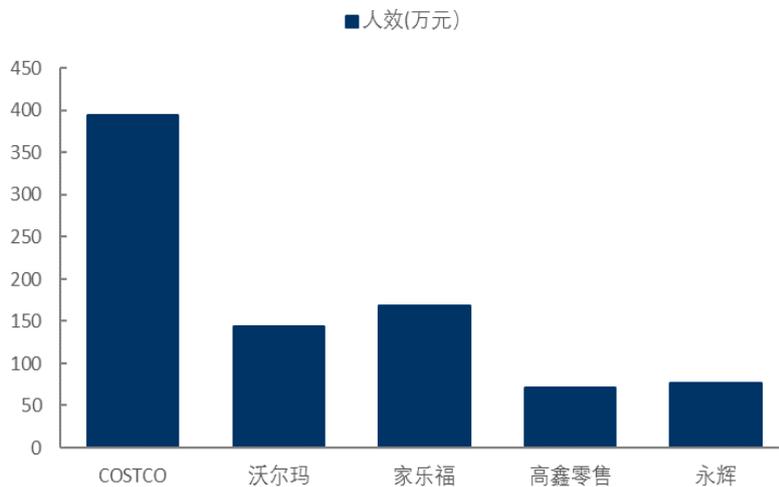
图 7: 普通超市贩卖小包装榛子酱



资料来源：公开资料，东兴证券研究所

资料来源：公开资料，东兴证券研究所

图 8: 开市客人效高于行业其他龙头企业



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

大包装带来高周转，成为公司维持低价有利途径。作为零售企业，周转率对于开市客来说是极为重要的。商品周转率快，意味着同一笔资金可以创造更多的销量和销售额；而周转率慢，则意味着资金以存货资产的形式存在，则无法带来超额利润。大包装商品显著提高单次销量，增加了商品的流转。2018 年开市客的存货周转率高达 11.8，周转率高于欧美和中国超市龙头企业。开市客商品周转极致高效，产品变现约为一个月。也就是说，开市客产品与消费者传输效率提升、资金使用效率高，产品竞争优势明显。同时，单品销售额上升叠加周转效率的提升，单品销售规模优势凸显。开市客对品牌商更具有议价能力，产品采购成本降低，有利

于公司维持低价优势。开市客在周转率上占据优势，大包装+高周转是公司维持低价的有利保证。

综合来看，一方面，包装简约的大包装商品提高资金利用率和存货周转率，打通低毛利高周转的“薄利多销”盈利模式，维持低价优势；另一方面，依靠大包装、高周转提升单品规模效应降低采购与仓储费用。我们认为，大包装高周转是开市客维系低价的有效途径。

表 1：开市客与可比企业存货周转率（次）

公司名称	2018 年存货周转率	2017 年存货周转率	2016 年存货周转率
开市客(COSTCO)	11.8	11.9	11.51
普尔斯玛特 (PriceSmart)	8.41	8.49	8.91
沃尔玛 (WALMART)	8.75	8.6	8.26
家乐福 (Carrefour SA)	9.49	9.14	9.07
红旗连锁	4.98	4.78	4.9
高鑫零售	5.18	5.24	5.45
三江购物	10.06	8.47	7.84
家家悦	7.83	6.96	6.82
永辉超市	8.01	8.46	8.16
北京城乡	1.72	1.31	1.26
华联综超	7.48	6.68	6.27
新华都	6.45	6.54	6.79
步步高	6.6	6.48	6.12
中百集团	9.28	7.76	6.6
联华超市	8.86	7.84	7.7

资料来源：Wind、东兴证券研究所

1.3 推陈出新节奏快，爆款网红产品带动产品周转高效

产品更迭快，寻宝体验培养到店需求。公司产品更新换代快，经常光顾开市客的消费者都知道开市客门口位置摆放高折扣的高价的电子产品、珠宝、奢侈品，或是以日常必需的服装、儿童玩具，同时，门口产品更新速度极高，通常产品上架周期为 2-3 周，而且许多畅销产品、季节商品只进一次。公司通过不断更新产品，培养消费者到店“时常”寻宝的消费偏好。开市客依靠爆款产品迅速引爆网络，获得消费者关注，拉动消费者到店消费，提高了客流量。同时也会“顺便”采购其他产品，提高开市客的周转率。2014 年，美国开市客上市了一款 2.36 米高的大熊布偶，由于身形巨大，形象可爱，成为开市客网红单品。网红单品带来门店高流量，增加消费者到店探寻的渴望；同时，单品带动大卖场内食品、日用品、保健食品和家居用品等消费。开市客利用畅销单品带来客流，提升产品总周转率。

图 9: COSTCO CONNECTION 2019 年 9 月“寻宝”活动



资料来源：公开资料，东兴证券研究所

图 10: 风靡全球的开市客大熊



资料来源：公开资料，东兴证券研究所

2019 年 8 月开市客在上海开店也同样很好地利用“爆款产品”的策略。上海开市客开业提供零售价格为 1498 元的贵州茅台，远低于茅台酒市场流通价格（2500 元）。消费者为了购买便宜的茅台彻夜排队办理会员卡，8 月 30 日开市客宣布上海店会员人数已经超过 10 万人。10 月初，开市客上海的会员人数达 20 万人，创下了 35 年的纪录。9 月，再次投放的 1 万瓶茅台重现开市客，再一次激起了消费者的热情。网红爆款带来客流，同时消费者形成时常探店的消费习惯。

图 11: 原价 2500 以上的茅台在开市客仅售 1498 元



资料来源：公开资料，东兴证券研究所

图 12: 上海开市客内排队抢购茅台的情况

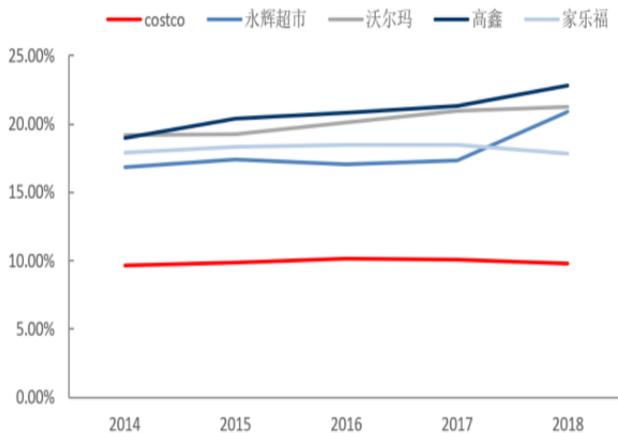


资料来源：公开资料，东兴证券研究所

1.4 简化费用，低运营费用保证低价策略可持续

以质优价美产品为核心，降低无效费用。过去 10 年，公司经营费用率保持在 10% 左右，费用率保持稳定，保证公司持续运行低价经营模式。

图 13: 开市客费用率远低于其他龙头商超品牌



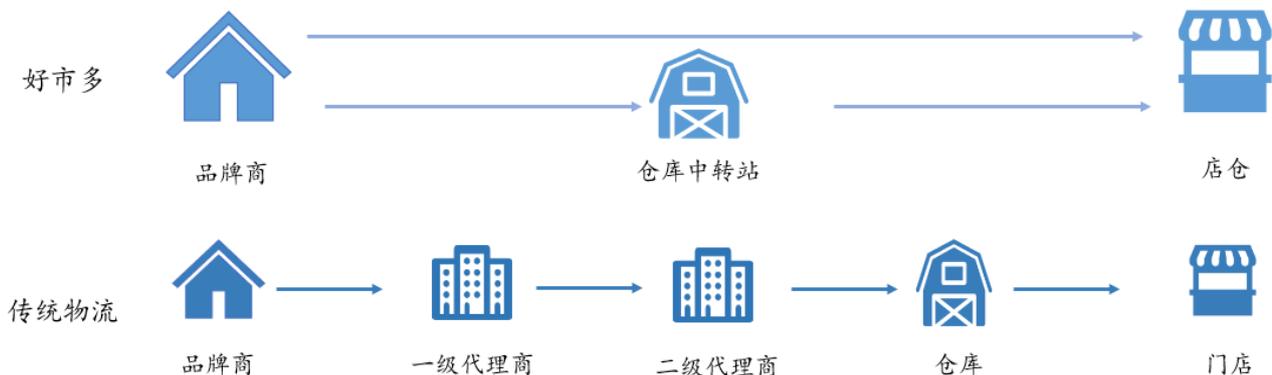
资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图 14: 开市客自有门店比重达 79.28%



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

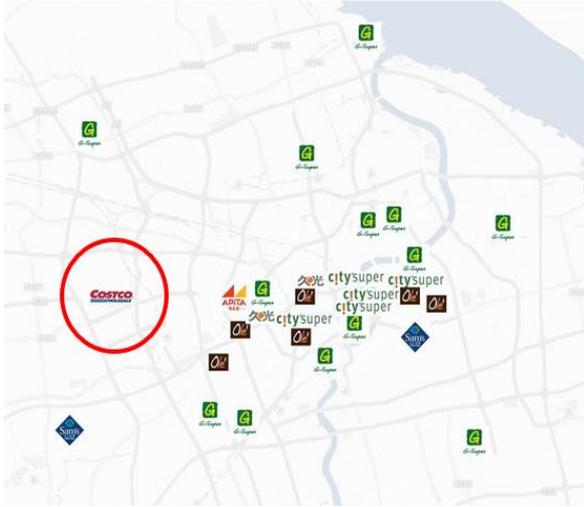
图 15: COSTCO 商品流通环节不超过 2 次



资料来源：公开资料整理，东兴证券研究所

- 商品流转环节简化。**传统多层级物流环节：生产制造—一/二级经销商—中央仓—门店仓库—上架分拆；开市客物流环节不超过 2 个：生产制造—中央仓—仓储门店或生产制造—仓储门店。产品到消费者中间环节减少，大大提升了产品周转效率，并降低传统多层级物流流通成本。同时，门店内货架兼具仓储功能，部分商品直接上架，去掉仓库储藏环节。
- 自有门店比重高，门店位于远郊门店租赁、购买成本较低。**与位于核心商圈的家乐福、沃尔玛等商超不同，开市客门店位于土地价格低的市郊。开市客虽然单个店仓占地面积较大但总体租金费用较低。此外，开市客自有门店比重较高，截止 2019 财年末，公司共拥有门店 782 家，其中自有门店 620 家，租赁门店 162 家，分别占比 79.28%、20.72%。公司自有门店数量高，租金费用可控，经营管理费用较低。
- 店仓一体的 Warehouses（仓库）。**开市客以 Warehouses 命名门店，相较于传统门店，开市客门店更像是仓库。开市客的门店内部装修简单，节省了门店高额的装修、后期维护费用，保持较低的管理费用率水平。

图 16: 开市客门店位于远郊，开店成本低



资料来源：公开资料，东兴证券研究所

图 17: 开市客门店装潢简约



资料来源：公开资料，东兴证券研究所

2. 付费会员制是 COSTCO 盈利循环关键

2.1 会员模式的领军者，会员费贡献主要利润

相较于普通零售企业，开市客主打会员模式，具有会员资格的会员才能购买卖场中商品。作为零售行业付费会员体系领军者，1982年 COSTCO 推出会员体制度。截止 2019 财年末，公司已拥有会员人数达 9850 万人，其中付费会员 5390 万人。公司会员体系经历 3 次变更后，已形成成熟完整的会员体系。公司会员按照用户群体分为，2C 个人会员和 2B 商业会员。同时，根据返点权益将个人用户和商业用户 2 种会员细分为普通卡和具有返点权益的精英卡 2 种。

表 2：开市客会员分类及权益介绍

会员种类	美国				中国	
	金星会员	高级金星会员	公司会员	高级公司会员	金星会员	公司会员
年费	60 美元	120 美元	60 美元	120 美元	299 元	299 元
权益	包含一张免费家用会员卡，全世界门店皆可使用。COSTCO 旗下购买的任意商品（特殊商品除外）可在全世界范围内任一门店免费退货					
	无	可享受在 COSTCO 年消费额 2% 的返利；COSTCO 部分服务的折扣优惠	无	可享受在 COSTCO 年消费额 2% 的返利；COSTCO 部分服务的折扣优惠	无	

资料来源：公司年报、东兴证券研究所

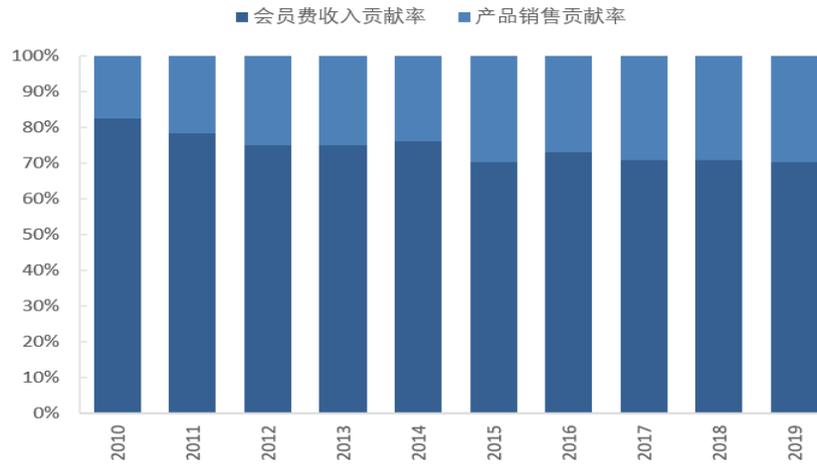
2.1.1 会员费贡献主要营业利润

低价策略下，会员费成为贡献利润主要来源。在第一部分我们验证开市客以为消费者提供质优价廉产品为核心，产品毛利率低于行业水平。在低价模式下，什么是 COSTCO 的盈利来源？根据会员费收入和产品销售收入对营业利润的贡献率分析。沃尔玛、家乐福等传统卖场以获取产品进销差价作为盈利目标，其中家乐福销售收入对营业利润贡献达 97%。公司提升盈利途径主要通过压低进货成本，调整产品结构提升客单价和产品价格，从而提升公司盈利。开市客由于保持低价策略，公司产品销售利润率保持 14% 以下，远低于沃尔玛 (25.14%)、家乐福 (22.14%) 等超市企业，相较于国内永辉超市 (19.98%)、家家悦 (21.51%) 毛利率也有明显差距。剔除会员费收入后，开市客日常经营费用率为 10.11%，日常产品销售的营业利润率在 0.48%-0.95% 之间。2019 年财报，开市客产品销售对营业利润的贡献仅占开市客利润的 29.73%，会员费收入占利润比例高达 70.27%。也就是说，开市客营业利润主要来自会员费收入。经营模式的转变带来盈利模式的变化，会员费收入成为利润贡献主要来源。

图 18：开市客与传统零售商业模式对比



资料来源：Wind，东兴证券研究所

图 19：会员费收入对营业利润贡献比重超过 70%


资料来源：Wind，东兴证券研究所

付费会员制模式下，会员费收入低价策略提供持续稳定的资金。从业务构成细分上看，传统零售商利润主要来自产品进销差价，家乐福产品销售收入占收入比重达 97.85%，其他收入主要为向供应商收取的进店费、促销费等。而开市客收入来源由两部分组成，商品销售收入（2019 年 1493.51 亿美元，占比达 97.8%）和会员费收入（2019 年 33.52 亿美元，占比达 2.20%）。且会员费收入始终保持稳定增长，2010-2019 年会员费收入复合增速达 7.37%。稳定的会员收入为企业低价策略提供持续稳定的资金来源。

2.1.2 会员数量增长带动业绩增长

会员数量稳步增长带动业绩增长。公司会员数量从 2010 年 5800 万人到 2019 年 9850 万人，复合增速为 6.07%。2010-2019 年公司商品销售收入复合增长 7.76%、会员费收入复合增长 7.89%。会员数量增长同时，会员人均消费额也呈现上升趋势，从 2010 年的 1374.74 美元增长至 2019 年的 1516.25 美元。会员数量增长带来会员费收入、销售收入增长。

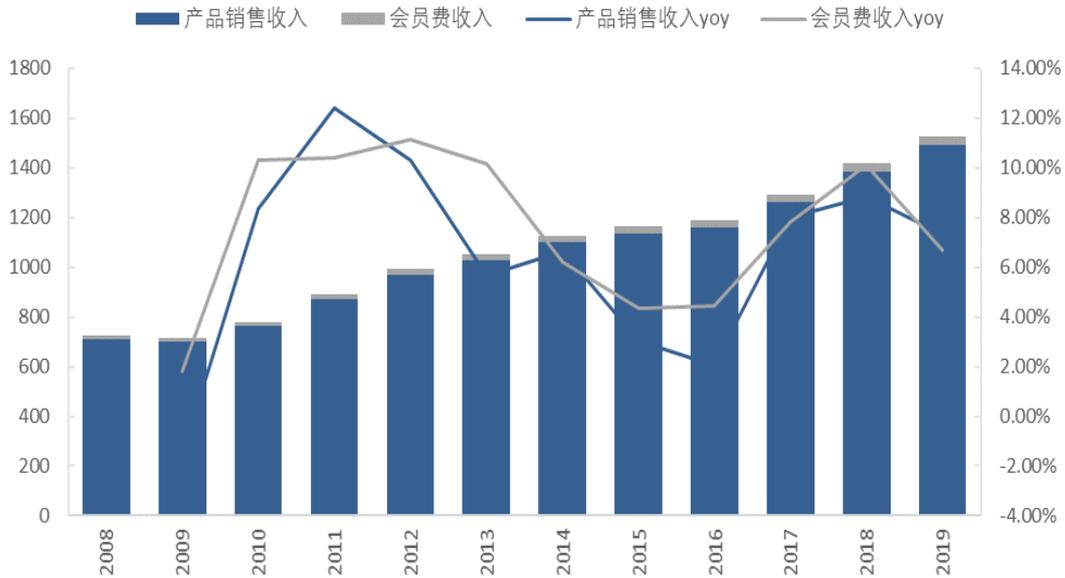
图 20：COSTCO 会员费收入及其 YOY（亿美元）


资料来源：公司年报，东兴证券研究所

图 21：COSTCO 总会员数量及其 YOY（万人）


资料来源：公司年报，东兴证券研究所

图 22：产品销售收入和会员费收入及增长率（亿美元）



资料来源：公司年报，东兴证券研究所

2.1.3 付费会员带来自助餐效应，公司盈利正向循环

自助餐效应形成消费循环，会员门票更有价值。会员费=自助餐入场券，当消费者支付了会员费后，就进入了“自助餐”场景，即尽可能的多买低价产品，争取赚回会员费，产生自助餐效应，购买越多“票价越有价值”。按沃尔玛和开市客商品毛利价差测算，当会员消费金额超过 495 美元，即可值回票价。而开市客消费者人均消费额超 1500 美元，消费者缴纳的会员权益远超票价。同时，高级会员资格返现权益，消费金额按 2% 抵消会员费支出，高返现机制激发消费者购买兴趣。**会员费产生自助餐效应，有助于稳定和促进开市客的销售正向循环。**

图 23：会员机制下 COSTCO 盈利正向循环



资料来源：东兴证券研究所

2.2 定位中产阶级，从商品管理到会员运营赛道转换

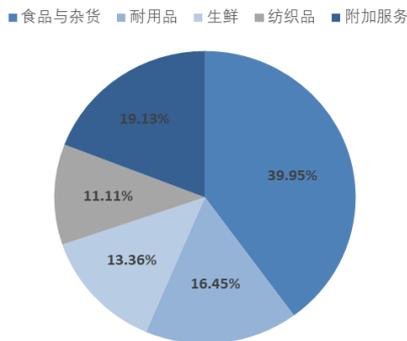
在 2.1 部分我们验证，开市客的盈利主要来源为会员费，当单一消费者贡献的会员费数量固定时，会员数量成为盈利额的关键变量。公司盈利模式以持续增长的根基为新增会员和持续提升的会员续费率。在该模式下，开市客以满足会员需求，凭借“多快好省”的产品服务维护会员需求。公司提供极致性价比的产品，形成消费者满意的盈利增长扩张的内循环系统。

2.2.1 会员制锁定核心用户，分众营销满足一揽子需求

定位中产阶级的分众营销模式。分众营销是一种“圈人模式”，产品服务体现了以核心用户为中心的思路。解决核心用户的全部生活服务需求，所有产品和服务都符合目标用户的消费偏好和性格特征，具有精准性，又具有丰富性，围绕目标用户打破商品分类局限，为用户提供全方面服务的商业模式。开市客从产品、定价、会员制度锁定中产阶级消费群体。以中产阶级消费偏好、消费习惯出发提供质美价优的产品。开市客产品涵盖生鲜食品、服装、家电、日用品、奢侈品等方面；同时，又为会员提供汽车维护保养、免费验光与眼镜修配、照片冲印、听力测试、餐饮的服务，解决了目标会员全部生活需求。

开市客与供应商的双赢合作，满足核心消费者需求。开市客根据其顾客的消费习惯、品牌偏好、产品偏好进行细分，针对目标消费者需求，与品牌商、制造商长期合作。例如，施华洛世奇、新秀丽、李维斯等。除标准化产品满足消费者对品牌品质需求外，各品牌商、制造商联合开市客提供限定专供款。同时，开市客对产品品质的高要求，进一步促进供应链整体质量的提高。与上游厂商的高效合作提高产品维度，吸引目标客户群体，为开市客赢得了品牌效应和客流量。

图 24：COSTCO 产品结构丰富



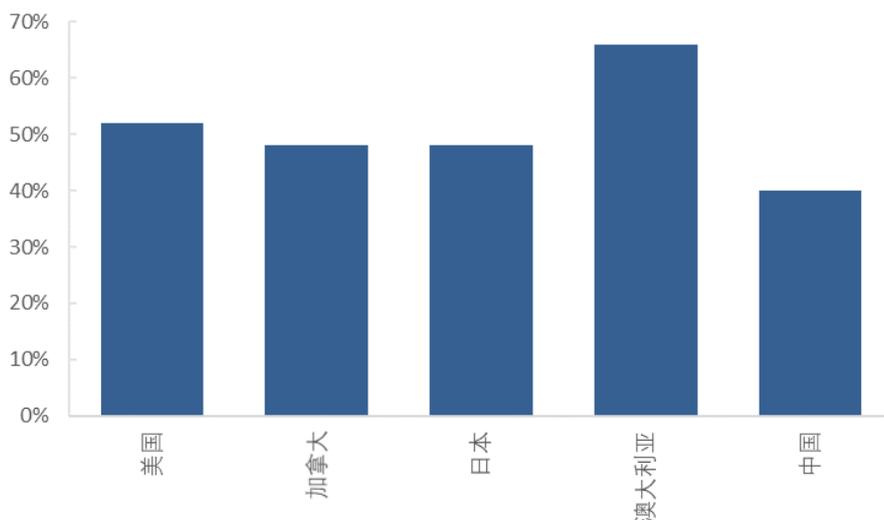
资料来源：公司年报，东兴证券研究所

图 25：开市客的主要目标人群—美国中产阶级家庭的画像



资料来源：COSTCO AUTOPROGRAM，东兴证券研究所

图 26：COSTCO 门店分布国家中产阶级比例



资料来源：皮尤研究报告，瑞士信贷报告，公开资料，东兴证券研究所

欧美中产阶级人口比重高支撑开市客扩张。开市客的主要会员顾客来自美国的中高端中产阶级家庭群体。2018 年，美国总人口达到 3.27 亿人。以收入进行划分，中产阶级人数约 2.13 亿人，占总人口比重达到 65%。该群体通常拥有较为稳定的工作、本科以上的文凭、年收入 10 万美元以上的薪资水平与信用评级，子女数量通常为 2-5 个左右，家庭的日常采购需求量大、对产品质量要求高。自 2008 年以来，美国经济低迷，中产阶级人口数量和其占总人口的比重增长减缓，越来越多的中产阶级开始注重商品价格和质量，从而为以开市客为代表的质优价美的会员制大卖场迅速发展提供了有利条件。在此机遇下，COSTCO 迅速扩张已成为全美第二大零售商。

2.2.2 从商品管理到会员运营，会员存续率高

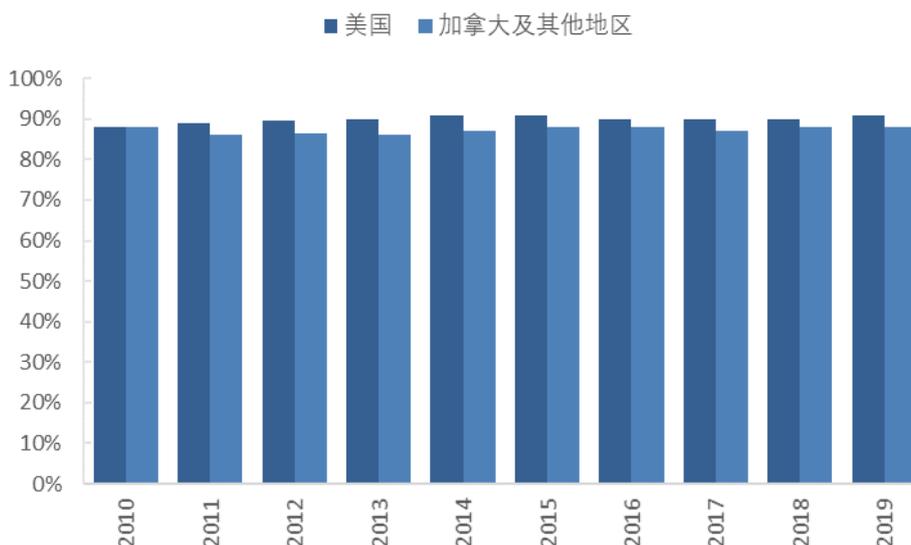
专属权益叠加优质服务，提升会员体验。会员独享的采购权和低价加油、免费停车等便利服务提高了会员满足感和购物体验。开市客为顾客提供了多种类的优质服务，例如车辆的买卖与咨询、轮胎更换与加油、车险和其他保险、验光配镜中心和听力中心等。开市客的会员可以免费订阅月刊彩色杂志《COSTCO CONNECTION》，通过杂志可以了解最新的开市客产品与促销活动信息，了解开市客的门店动态，并且通过杂志内的会员信息反馈表格来搜集有效会员需求。开市客为会员提供更高的消费体验，完成从商品零售商到会员服务商身份的升级。

开市客出色的退换货服务可以让消费者无后顾之忧。开市客的退货服务在同业竞争中极具有竞争力。COSTCO 超市是无限期退货。大部分超市不允许退换生鲜类食品，而 COSTCO 对此并没有限制。唯一的例外是电子产品，电子产品的退换期限是 90 天内。只要顾客不满意或者产品质量被质疑，开市客将无理由提供免费退换货服务。此外，会员可以申请无条件退还会员卡并得到全额退款。公司宽松的退换货制度深入接触会员，用心维护客户，同时了解产品质量和消费者偏好。

正是由于开市客用心经营会员，公司的良好口碑和企业形象被消费者所知，会员从 2006 年的 990 万人，在 10 年间便攀升至 2205 万人，2018 年开市客会员人数为 2618 万人，年均增速约 13.7%。会员每年续费率常年保持在 90%左右，其中北美地区的续费率为 91%，全球平均续费率为 88%。开市客会员存续率高体现出开市客

对会员经营和维护的成功。

图 27：Costco 美国和全球会员续费率



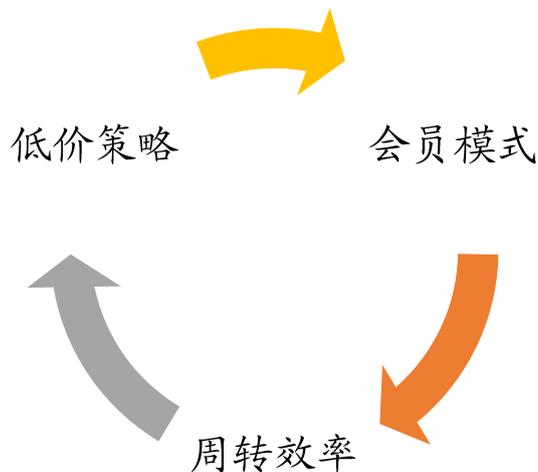
资料来源：公司年报，东兴证券研究所

2.3 低价为矛，会员制为盾，效率撬动业绩雪球

公司以低价出发，凭借精选单品叠加高周转，提升单品销售额，打造单品规模优势，持续保证公司低价优势。低价吸引更多消费者入会，会员数量高增长带来会员费收入的增长。同时，精选产品和优质服务使得人均消费额持续增长，商品收入利润贡献率持续上升。会员收入和销售收入双驱动下，公司业绩实现雪球滚动。通过对公司的研究，我们整理了公司成功的三大关键点：

- ◆ **创立至今，开市客始终以优质低价商品和服务为中心。**公司以向消费者提供最优的价格、最高品质的商品和服务为中心。并制定产品毛利不得高于 14% 的定价方案，通过质优价美的商品服务吸引消费者成为会员。
- ◆ **精选模式提升周转效率，保证开市客低价优势。**开市客为消费者提供畅销精选产品，并采用大包装销售方式提升了商品周转效率。高效周转提升单品销售额，打造单品规模优势，成为公司维持低价有利途径。同时，精选产品和优质服务使得人均消费额持续增长，商品收入利润贡献率持续上升。
- ◆ **付费会员制是 COSTCO 盈利循环关键。**开市客以满足会员需求，凭借“多快好省”的产品服务维护会员需求，会员数量持续增长。公司会员费收入利润贡献率达 70%，成为贡献利润主要来源；同时，稳定的会员收入为企业低价策略提供持续稳定的资金来源。

图 28: Costco 的增长循环

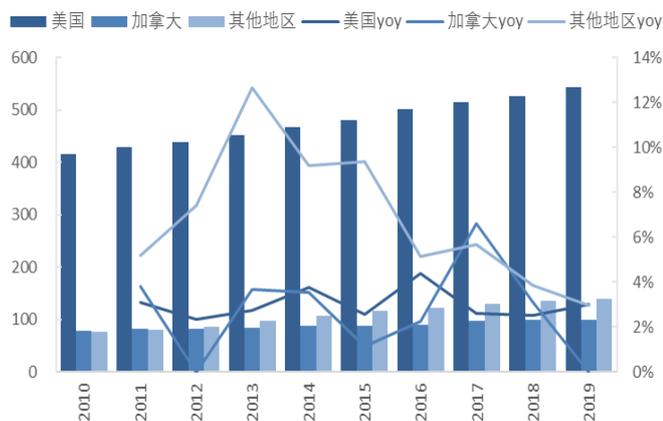


资料来源：东兴证券研究所

3. 会员精选模式领跑全球，公司为全球第二大零售商

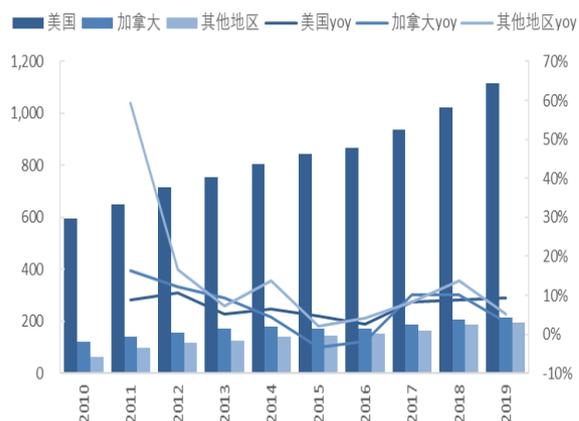
开市客模式得到全球市场的认可，全球扩张步伐持续。1983 年开市客在美国华盛顿州成立，并逐渐将其商业版图扩张到整个美国。截止 2019 财年，在全美开设 543 家门店。1985 年，开市客进入加拿大，开始探索全球市场。目前开市客已在加拿大、墨西哥、英国、日本、韩国、中国台湾、澳大利亚、西班牙、法国、冰岛等地区开设门店，海外门店数量达 239 家，营业规模达 409.52 亿美元，海外营业额占总营收比重为 26.82%。2010-2019 年，开市客海外营收复合增长达 8.38%，超过美国本土市场收入增长（6.48%）。开市客模式不断在全球市场得到印证。

图 29: COSTCO 各国门店数量及 yoy

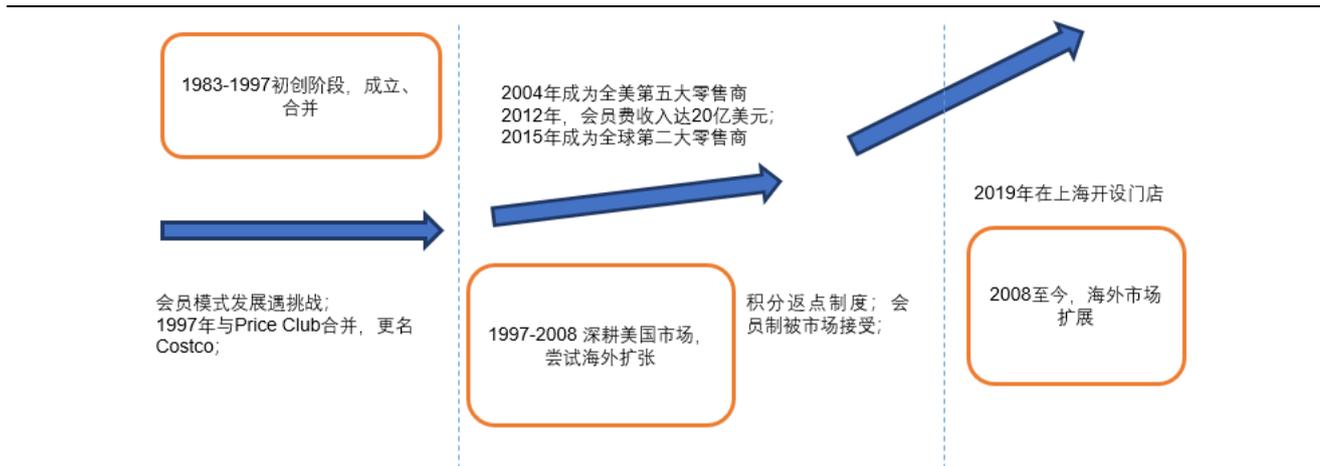


资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图 30: COSCTO 各国销售额及 yoy (亿美元)



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图 31：COSTCO 全球发展三部曲


资料来源：东兴证券研究所

1983-1997年：开市客成立、合并，在美国沃尔玛等零售巨头的压力下探索会员制。1983年，开市客在美国西雅图市成立，首家门店便是仓储式量贩店，这也形成了开市客的风格和品牌，成为全球首家会员制仓储批发大卖场。1993年，开市客与美国Price Club公司合并，并在1997年正式更名为“COSTCO”。成立之初，开市客就确立了付费会员制的经营模式，但是付费会员制在最开始并不被消费者接受。由于开市客的会员收入是营收中重要的一部分，因此当会员收入不达预期时，开市客的经营便遇到了巨大的困境。

1997-2008年：开市客深耕美国市场，同时尝试海外扩张。开市客在会员制受挫后，开始推行会员的返点返积分政策。付费会员制当时并不吸引消费者，2%的返点政策对会员形成有一定的竞争力和吸引力。2007年，会员人均每年在开市客的消费金额可达7000美元，每年可以获得消费返点140美元。也就是说会员通消费返点可覆盖会员的年费支出。开市客逐渐受到市场欢迎，成为后起之秀。

2008年至今：深化海外市场扩展，全球布局。2001年，开市客的美国本土门店占比约76.52%，2018年该比例下降至69.4%。开市客在欧洲和亚洲的门店占比从2001年的6.09%（21家），逐渐提高到2007年的6.96%（34家），2019年占比为17.77%（139家）。从2008年起，海外市场的营业收入显著提高，同比增长49.48%。开市客经营模式逐渐在海外市场得到印证。2016年，开市客便在天猫开设官方旗舰店，开始进入内地市场；2019年，开市客在中国上海正式开设实体门店。2019财年，开市客的海外店营收已达214亿美元，占全部营收总额的12.83%。伴随着全球扩张步伐，过去十年开市客营收复合增速达6.41%，净利润增速达9.24%，目前已成为全球第二大零售商。

4. 投资建议

在当前存量市场中，零售企业能否获得更多市场份额，取决于企业高效的运营和管理。高效完成商品与消费者的供需连接为企业提升盈利能力的重要环节，开市客高效运营和商品周转效率值得国内零售企业学习。此外，开市客会员经营模式已在全球11个国家获得成功，进入上海后引起国内零售企业对新模式的探索。国内已有盒马鲜生、苏宁易购等零售企业引入会员制模式。通过分析开市客的盈利模式，我们认为开市客以下三点值得国内零售行业借鉴：（1）以消费者出发，提供高性价比产品和服务和满足用户体验为零售商将赢得销售者喜爱。（2）零售企业离不开效率，产品结构优化提升周转效率，为企业提升盈利能力有效途径。（3）当前竞争激烈的零售市场中，会员制度带来的高用户粘性或为提升客流有效途径之一。

投资建议：基于 COSTCO 的启示，我们推荐：①超市行业市占率第一（8.3%），在阿里巴巴加持下运营效率持续提升的**高鑫零售**。公司新零售探索红利即将释放，市场份额将持续提升。②公司市占率第四（4.2%），深耕生鲜领域 18 年，以生鲜构筑的公司护城河模式的永辉超市。公司顺应行业发展趋势，大小业态迅速拓展，完成多层次业态布局。③以智慧零售和线上线下融合战略，全品类经营、全渠道运营的**苏宁易购**。公司积极探索会员模式，凭借产品服务和线下渠道发展优势，公司会员数量持续增长。

相关报告汇总

报告类型	标题	日期
公司	红旗连锁：定位社区场景，展店加速主业保持高增	2019-11-02
公司	高鑫零售（6808.HK）：新零售赋能，公司迎来二次腾飞	2019-10-25
行业	东兴证券“不一样的财报解读”系列之 2019 年中报：电商巨头欣欣向荣，新经济收获稳稳的幸福	2019-09-06
行业	东兴证券商贸零售深度系列研究（二）：超市行业，生活服务中心重构超市，产业航母矩阵雏形初现	2019-09-06
行业	东兴证券商贸零售深度系列研究（一）：零售的模样	2019-08-30
公司	永辉超市：2019 中报点评，展店进程加速，同店表现优于预期	2019-08-30
公司	红旗连锁：2019 中报点评，小店大前景，业绩略超预期	2019-08-23
公司	天虹股份：2019 年中报点评，改革创新为企业长期竞争力	2019-08-16
公司	苏宁易购：2019 年中报点评，中报业绩符合预期，持续推进全场景零售布局	2019-07-31
公司	永辉超市：2019 年半年度业绩快报点评，中报业绩符合预期，利润增长提速	2019-07-26

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

王习

中央财经大学学士，香港理工大学硕士，六年证券从业经验，历任中航证券、长城证券军工组组长，2017年加盟东兴证券研究所。

研究助理简介

研究助理：赵莹

澳大利亚国立大学会计学硕士，曾任职于德勤华永会计师事务所。2018年加入东兴证券研究所，从事商贸零售行业研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我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头寸并进行交易，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。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。