

商贸行业投资月报——会员超市运营之道

聚焦思维叠加高效供应链，铸造坚固成本堡垒

行业评级

买入

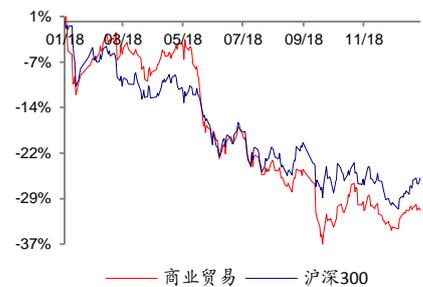
前次评级

买入

报告日期

2019-01-28

相对市场表现



数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

分析师: 洪涛



SAC 执证号: S0260514050005

SFC CE No. BNV287



021-60750633



hongtao@gf.com.cn

分析师: 林伟强



SAC 执证号: S0260517090003



021-60750607



linweiqiang@gf.com.cn

请注意, 林伟强并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人, 不可在香港从事受监管活动。

相关研究:

商业贸易行业:零售行业 2019-01-23

4Q2018 公募基金持仓分析

商业贸易行业:18 年社零整体 2019-01-21

增速为 9.0%, 电商渗透率持续提升

黄金珠宝行业:4Q18 景气度 2019-01-18

下降, 龙头品牌逆势扩张

核心观点:

● 月度专题: 海外巡礼系列之 Costco——聚焦思维叠加高效供应链, 铸造坚固成本堡垒

与市场将 Costco (COST.O, 纳斯达克上市公司) 成功的关键词归结于性价比和会员制不同, 我们认为 Costco 成功的关键在于以聚焦思维建立起坚固的成本壁垒, 依靠性价比抵御电商对 Big Box 类实体零售的冲击。在性价比护城河的建立中, 量贩仓储超市模式、付费会员体系、自有品牌建设、品类结构定位共同发挥了重要作用, 通过时间复利形成了牢固的正向循环:

付费会员门槛核心用户需求, 提高会员购物体验; 精简但全品类覆盖的 SKU 充分满足会员日常需求, 提高单品销量、加快周转; 仓店一体模式下门店陈列集约、人力高效, 充分压缩运营费用; 量贩销售符合消费力强、驱车购物的中产阶级购物习惯。自有品牌建设与恰当的选品选址放大会员仓储超市的业态优势, 使 Costco 最终在同类型公司中脱颖而出。

国内公司很难在短期内构建起如 Costco 的低成本循环, 我们更期待的是优秀公司通过类似的用户聚焦, 获得效率提升。线上以阿里、拼多多、京东、苏宁、唯品会等, 线下以永辉、家家悦、银泰、天虹等为代表的领先公司, 正在探索本土化的会员运作、SKU 精选、自有品牌打造等效率提升方式, 构建成本优势和差异化产品与服务竞争力。

● 月度观点: 部分公司股价走势体现其 α 价值

1 月 SW 商业贸易指数上涨 3.97%, 跑输沪深 300 指数 0.97 个百分点 (截至 1 月 25 日收盘)。国内宏观经济下行压力导致的终端消费疲软在 4Q18 明显体现, 以化妆品、黄金珠宝等为代表的可选消费品增速持续放缓, 而粮油食品、日用品等必需消费品仍保持稳定增速。市场对于 4Q18 以及 1Q19 的消费数据担忧, 表现为消费板块的整体估值压制, 但部分公司的经营表现与行业背离, 其 α 价值在股价走势中得到了体现。

我们继续看好南极电商, 规模化带来的性价比是大众消费层级最核心的诉求, 而电商马太效应的释放将推动南极持续增长。关于黄金珠宝, 经济下行通过消费属性抑制终端销售是现阶段行业面临的压力, 但不同于上一轮经济放缓, 龙头公司仍然保持扩张速度, 抢占三四线品牌化的红利, 建议关注周大生、老凤祥。关于超市, 经济下行对必需消费品的影响有限, 但前端流量格局、业态变迁、消费方式的变化是目前阶段行业的主要矛盾, 这在某种程度上抑制了传统超市的估值提升, 而龙头公司强劲的扩张能力, 持续抢夺市场份额, 实现业绩的稳健增长, 建议关注永辉超市、家家悦。

二月组合: 周大生、南极电商、重庆百货、永辉超市、天虹股份、苏宁易购

- **风险提示:** 宏观经济下行影响终端消费需求; 资金、人才、技术等瓶颈制约传统企业的变革; 电商持续分流持续, 实体零售持续承压; 电商集中度持续提升, 线上竞争加剧; 资本推动新业态持续出现, 分流冲击现有公司业绩。

目录索引

一、月度专题：海外巡礼系列之 COSTCO——聚焦思维叠加高效供应链，铸造坚固成本堡垒.....	5
（一）商业模式：会员制聚焦客群&精简 SKU，仓储量贩压缩费用.....	6
（二）自有品牌：C2M 降低商品成本，单一品牌打下“性价比”烙印.....	12
（三）扩张定位：合适的选品与选址放大业态优势.....	13
（四）外延扩张：谨慎出海，稳健加杠杆提高 ROE.....	17
（五）中国版 COSTCO？聚焦效率提升.....	19
二、月度行情回顾及投资策略.....	19
三、月度行业数据.....	22
四、月度聚焦.....	23
（一）南极电商：从卡帝乐鳄鱼旅行箱看南极新品类突围.....	23
（二）存量突围系列之一——付费会员体系：构建存量用户的升维运营之道.....	24
（三）黄金珠宝行业：4Q18 景气度下降，龙头品牌逆势扩张.....	25
（四）零售行业 4Q2018 公募基金持仓分析.....	25

图表索引

图 1: Costco 营收增速相对 Walmart 更稳健.....	5
图 2: 传统零售衰落时 Costco 保持稳健利润增速.....	5
图 3: Costco 的 ROE 逐步上升, Walmart 则下降.....	6
图 4: 2005 年后 Costco 市盈率开始超过 Walmart	6
图 5: Costco 高效运营模式形成正反馈	6
图 6: Costco 付费会员维持 90%左右的续签率.....	7
图 7: 仓储超市中货架即仓库, 量贩、需要叉车作业.....	7
图 8: 仓储超市中货架即仓库, 量贩、需要叉车作业.....	8
图 9: 会员仓储超市更受高收入家庭欢迎.....	9
图 10: Costco 持续精简 SKU, 追求单品大销量	9
图 11: Costco 周转更快, 精简 SKU 优化终端动销	9
图 12: Aldi 周转速度快于竞争对手 (欧洲, 2017)	9
图 13: 低费用率支持低加价率	10
图 14: Costco 店均人员仅 Walmart 一半, 人效更高.....	10
图 15: Costco 坪效显著高于 Walmart	10
图 16: 仓储超市的坪效普遍高于大卖场.....	10
图 17: 金融危机后仓储超市整体增速胜过 Walmart.....	11
图 18: Costco 同店增速优于 Walmart	11
图 19: 一元店在经济不景气时保持较好的营收增速.....	11
图 20: 一元店的毛利率显著高于其他零售业态.....	11
图 21: DLTR、DG 品类同样以日用为主 (FY18)	12
图 22: 一元店坪效仅 Walmart 一半左右	12
图 23: Costco 的商品销售毛利率长期较为稳定.....	13
图 24: Kirkland Signature 品类繁多, 突出性价比.....	13
图 25: Aldi (北美) 对比竞争对手的折价率.....	13
图 26: 典型公司的单店 SKU 数量与自有品牌占比	13
图 27: Costco 市占率持续提升, 其他两家变化平平	14
图 28: Costco 展店数量明显高于竞争对手.....	14
图 29: 三巨头业态类似但店效差异明显.....	14
图 30: Costco 同店表现优于 Sam's 与 BJ's	14
图 31: BJ's 同样设定 2%左右的会员费比例目标.....	15
图 32: Costco 本土与 BJ's 都维持较高的会员续签率.....	15
图 33: BJ's 品类偏便利店, 鲜食占比高 (2017 年)	15
图 34: BJ's 租金、人力压力致营运费用率更高	15
图 35: 三巨头的门店物业情况 (FY2018)	15
图 36: 物业占营业费用比例, Costco 显著低于 BJ's.....	15
图 37: Costco 的服务与生鲜收入占比逐步提升.....	16
图 38: Costco 门店配套设施完善	16
图 39: Costco 收入增长来源拆分	17

图 40: 开店节奏相对平稳	17
图 41: Costco 非北美地区门店比例增多	17
图 42: 海外扩张过程中保持高自有物业占比	17
图 43: 全球门店店效均有明显增长 (百万美元)	18
图 44: 海外门店的营业利润率提升至北美水平	18
图 45: Costco ROE 明显抬升, ROIC 提升较小	18
图 46: Costco 杠杆率自 2012 年起稳步提升	18
图 47: BJ's 利润几乎全部用于利息偿付, 无力扩张	18
图 48: Costco 经营现金流足以支撑 CAPEX	18
图 49: Sam's Club 在中国的扩张速度不及卖场业态	19
图 50: A 股主要超市的销售+管理费用率逐步上升	19
图 51: 各板块月涨跌幅 (%)	20
图 52: 按主题子板块涨跌幅	20
图 53: 按市值子板块涨跌幅	20
图 54: 主要电商公司月涨跌幅 (截至美股 1.25 收盘)	21
图 55: 申万行业估值横向对比	21
图 56: 零售行业历史估值, TTM 市盈率 (整体法)	22
图 57: 社零总额、社零电商与 CPI 同比增速 (%)	22
图 58: 广发零售行业指数、限额以上零售当月增速	22
图 59: 社会零售总额与百家增速	23
图 60: 网购社零增速	23

表 1: Costco 批发程度更深、产品更刚需、门店辐射力更强, 带来更有效率的运营和更强的可复制性 (2017)

表 2: 限额以上分品类月度同比增速 (%)

一、月度专题：海外巡礼系列之 Costco——聚焦思维 叠加高效供应链，铸造坚固成本堡垒

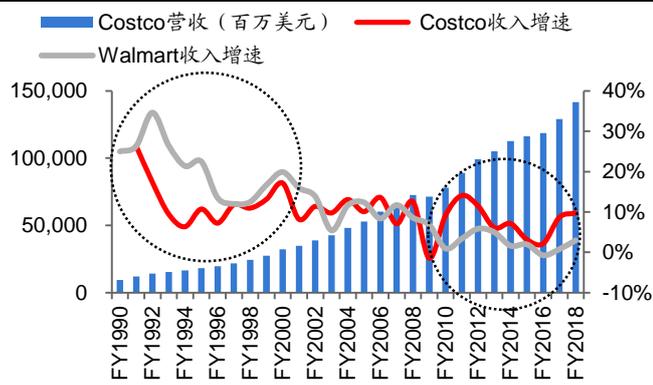
Costco（好市多，COST.O，纳斯达克上市公司）曾被亚马逊创始人贝索斯誉为“最值得学习的零售商”，并被芒格视作“到死都不会卖”的公司。回顾Costco成长史，在20世纪90年代美国连锁超市扩张的黄金时代，Costco扩张能力不及Walmart，却在随后的行业变革中始终维持稳健增长，长盛不衰：

20世纪90年代的美国新经济时期，Walmart引领美国连锁零售业，Costco并未展示出更优异的业绩。Walmart收入超越Sears成为全美第一零售公司后，FY1992增速仍高达34.6%，同年Costco增速仅17.3%；直到FY2003，Walmart营收增速依然保持领先；

2002-2007年，美国科网泡沫后经济调整，同时线下零售开始面临电商挑战。Costco的收入增速与walmart相近，在5-15%区间内波动；

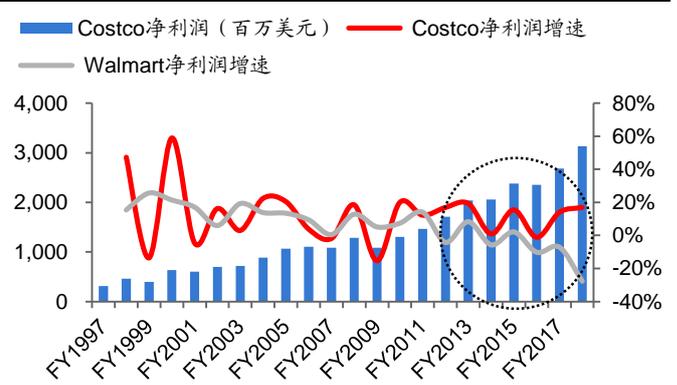
2009年经济危机之后，高性价比渠道崛起，Costco在收入与利润端表现皆胜于Walmart，并保持一贯的稳健。FY2009-FY2018年，Costco营收/净利润复合增速为7.9%/12.5%；同期walmart收入端复合增速仅2.4%，净利润则自2015年起出现下滑。且Costco的ROE逆势上升，FY2016超越Walmart，FY2018达到26.6%（vs Walmart 12.7%）。Costco在行业下行趋势中表现出的抗冲击能力、增长稳定性获得了资本市场给予的确定性溢价；2005年起Costco市盈率开始持续高于Walmart（与营收增速的超越时点相同，但彼时二者还未表现出净利润增速的显著差异），PE（TTM）估值由2009年金融危机后估值从22x左右稳步上升至目前的30x左右。

图 1: Costco营收增速相对Walmart更稳健



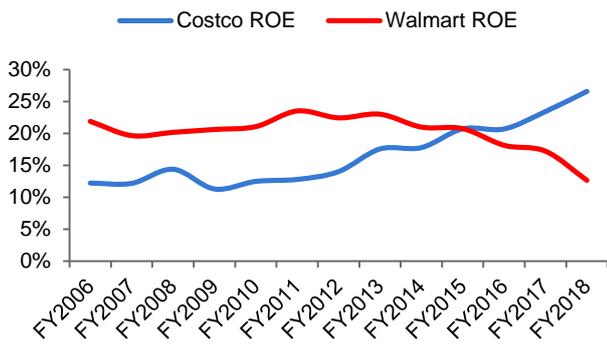
数据来源：Bloomberg，广发证券发展研究中心（Costco财年截止到当年9月，Walmart为当年1月，存在不同步现象）

图 2: 传统零售衰落时Costco保持稳健利润增速



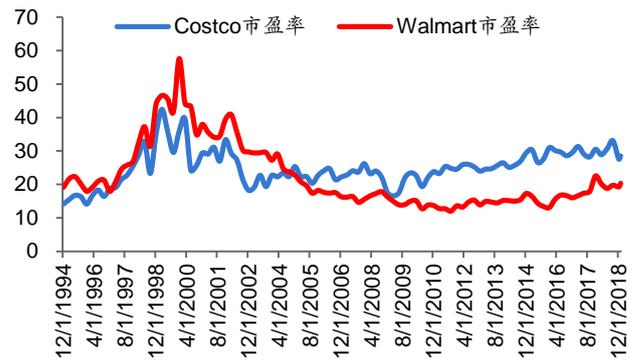
数据来源：Bloomberg，广发证券发展研究中心

图 3: Costco的ROE逐步上升, Walmart则下降



数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

图 4: 2005年后Costco市盈率开始超过Walmart

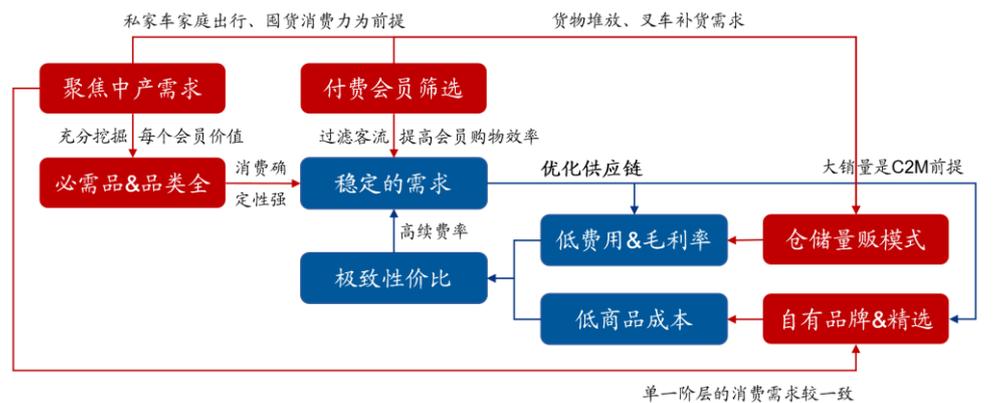


数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

与市场将Costco成功的关键词归结于性价比和会员制不同,我们认为, Costco成功的关键在于以聚焦思维建立坚固的成本壁垒,依靠性价比抵御电商对实体零售 Big Box业态的冲击。在性价比护城河的建立中,量贩仓储超市模式、付费会员体系、自有品牌建设、品类结构定位共同发挥了重要作用,通过时间复利形成了牢固的正向循环。

拆分上述每一项战略选择, Costco并非行业中该策略的唯一使用者;但各策略的有机结合、运营层面的执行打磨能力的领先使得Costco最终脱颖而出。Costco的每一项运营策略都紧紧围绕自身的定位,我们将在下文逐一分析其运营中的各个环节是如何相互关联的。

图 5: Costco高效运营模式形成正反馈



数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

(一) 商业模式: 会员制聚焦客群&精简 SKU, 仓储量贩压缩费用

Costco的基本商业模式有四个特点: 付费会员制、精简SKU、仓店一体、量贩销售。四者是底层要素, 相互依存, 共同支撑终端的极致性价比。

Costco为代表的会员制仓储超市, 是一种偏向“批发”的零售业态, 基本经营理念为聚集会员的零散购买力, 统一向大型厂家订货, 获得批发折扣, 取缔中间环节, 使得会员取得的零售价格尽可能降到最低, 相应盈利模式已经从商品进销差、级差地租转向服务佣金。

Costco选择设定收入2%为会员费率, 商品几乎不盈利(商品毛利率11.0%与运营费用率10.0%基本持平)。常态下优秀零售公司净利率约3-4%(Walmart 2017年

前的情况)，如忽略运营差异，2%的设定意味着主动出让1-2%的利润给消费者。让利消费者的经营理念和会员制是容易模仿的外在形式，Costco的核心壁垒在于利用多种运营策略和强供应链能力，将费用率长期维持在10%左右，是对手“学不来”的护城河。

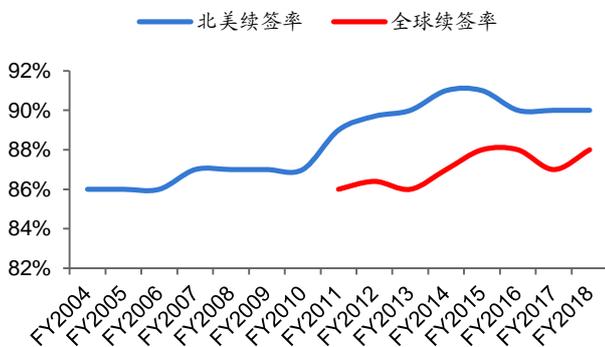
Costco的性价比逻辑已经被市场反复解读，并无“奥秘”；但其商业模式一直并未被成功套用——至少我们还未看到第二个Costco诞生。一方面，供应链、门店运营本身是“know-how”的艺术，中后台的建设打磨非一日之功；另一方面，Costco的运营策略是围绕自身定位展开的，无法轻易向其他客群/品类复制。本篇报告，我们不止是描述Costco“做了什么”，更是指明“为什么这么做”，以及解答“为什么其他人不这么做/做不好”。

1. 付费会员制：聚焦核心用户需求，提高会员购物体验

Costco的会员体系服务于供应链效率和核心用户的购物体验：

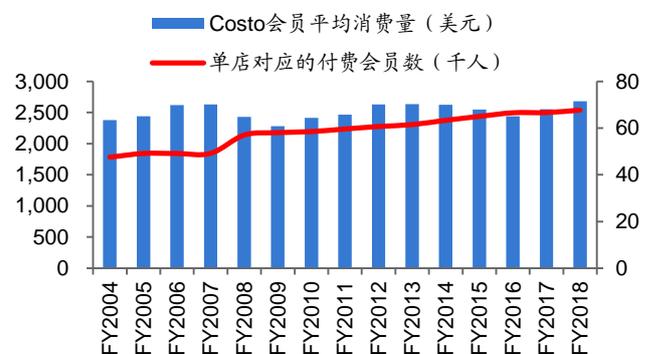
1) 过滤偶发性消费，保持客群的稳定。供应链中存在的牛鞭效应（需求端的小波动造成上游生产备货的大波动），不利于优化效率、节约成本。付费会员机制预知了客流大小、捆绑了用户次年的消费量（基本均为刚需品，单会员消费量稳定）。2004年以来，Costco会员续费率维持在86-91%，单会员最低消费为2284.0美元（FY2009）、最高2682.8美元（FY2018），相差仅14.9%。高续费率和稳定消费量，保障供应链生产、采购、库存的长期稳定，是供应链优化的基础。

图 6: Costco付费会员维持90%左右的续费率



数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

图 7: 仓储超市中货架即仓库，量贩、需要叉车作业



数据来源：Costco网站，广发证券发展研究中心

2) 限制闲杂客流，方便叉车补货，提升会员的购物效率。仓储超市模式中，仓库即门店，货物整箱批量堆放，补货需叉车运作，宽敞过道与稀疏客流是安全快速操作的必要条件；同时，不拥挤的环境有利于提高购物效率（门店的动线设计通常也更方便寻找商品），满足中产阶级用户高效购物体验需求。目标中产阶级的美国三大仓储超市Costco、Sam's Club、BJ's均采用仅允许付费会员购物的模式（俱乐部式会员是仓储超市的一种特有的配套商业模式，此种业态被称为warehouse CLUB）。

图 8: 仓储超市中货架即仓库, 量贩、需要叉车作业



数据来源: Costco 网站, 广发证券发展研究中心

2. 品类全但SKU精简: 充分满足日常需求, 提高单品销量、加快周转

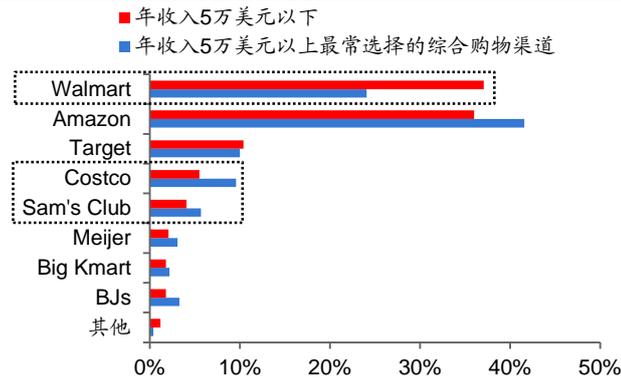
Costco的品类结构有两个显著特点: 精选 (limited selection)、齐全 (wide range)。

Costco聚焦中产阶级, 放弃了非核心用户群的生意。单一阶级的消费偏好相对统一, 在每个品类中选择2-3个SKU即可满足顾客的挑选需求、提高购物效率。中产阶级消费力较强, 购物往往并不会锱铢必较, 对比在货架前面对数种琳琅满目的同类商品、思考哪种更便宜哪种更好用, 在商家预先筛选出2-3种中略作选择、拿完即走是更好的消费体验 (依据statista的用户调查, 年收入5万美元以下最常选择**Costco**的消费者仅有6%, 收入5万美元以上则有10%)。

精选策略下, **Costco**单店布局约3700支SKU (FY18) 就可基本实现生活日用的全品类覆盖。对比**Walmart**, 大卖场面向多层次客群, 需要高商品丰富度满足不同的消费需求 (**Walmart**典型门店SKU量接近10万), 降低了单一SKU的销售效率。

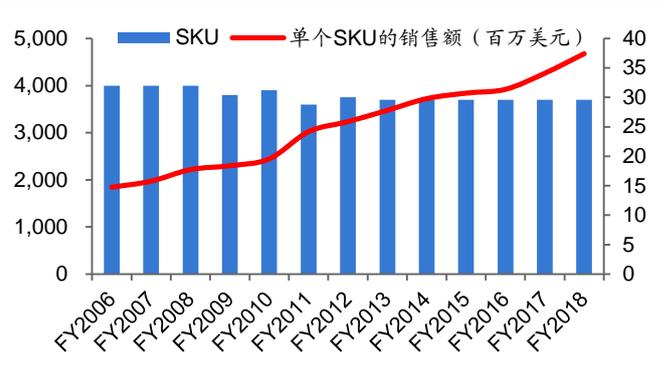
总销售规模一定时, 精选策略将提高单一品类销量, 获取上游议价权, 降低进货成本, 同时也是开发自有品牌的有利条件。FY2018, **Costco**单SKU销售额3741万美元, 同期**Walmart**单SKU仅516万美元 (以9.7万支核算)。低SKU数目加快周转速度。为避免前端脱销, 实体零售有一定的库存深度 (由销售与补货速度决定)。极精简的选品策略最大程度保持每个SKU的活跃, 提高库存周转率。对比**Costco**与**Walmart**, FY2018, **Costco**库存/总资产周转率为11.8/3.7, 约为**Walmart** 8.6/2.5水平的1.4倍。

图 9: 会员仓储超市更受高收入家庭欢迎



数据来源: statista, 广发证券发展研究中心(2017年10月-2018年2月对2500家庭的调查)

图 10: Costco持续精简SKU, 追求单品大销量



数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

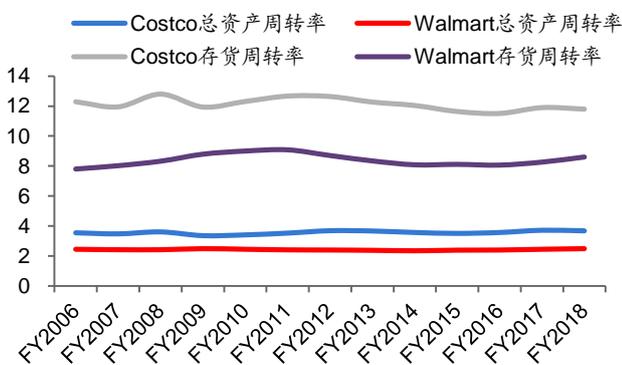
ALDI同样采用精选策略加快周转、降低商品成本。ALDI是无付费会员门槛、使用仓储超市模式但不量贩的硬折扣店, 面对中等及更低收入人群(品质定位低于Costco), 门店仅备700-1300支SKU (Costco约3700支)。对比Costco和ALDI:

异: Costco定位中产(偏上), ALDI定位中等及更低收入人群。因而: ①ALDI无会员门槛。会员门槛容易削弱价格敏感用户的购物意愿, 中产则更容易接受。②ALDI商品拆卖, Costco整包装销售。低收入人群的囤货能力相对弱; 大包装批量采购(尤其是去相对偏远的门店)隐含了“自驾出行”的前提条件, 同样也是一种消费力门槛。

同: 二者均是追求为目标客群提供最具性价比的商品。①简单装修、不做广告节约费用, 门店货架即仓库以节省人力。②精选商品加快周转, 扩大单品销量, 降低进货成本。③开发自有品牌进一步降低商品成本(我们将在后文探讨)。

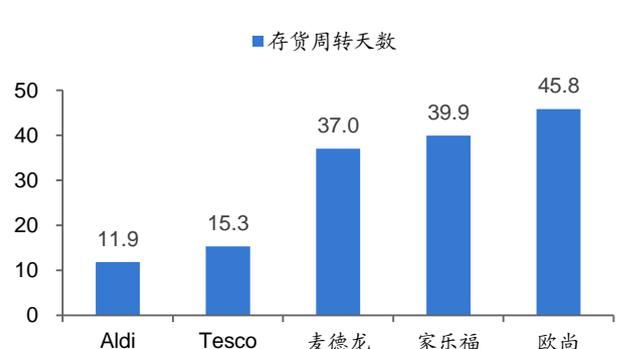
在电商的冲击中, 精选类业态比大卖场更有生存空间。电商具有无限展示空间, Walmart为代表的线下大卖场失去了商品丰富度优势; **实体门店不再需要堆砌数万SKU, 更加强调提供线上不能提供的品类和服务, 或者以极致的供应链效率对线上表现出成本优势。**Costco和ALDI为代表的精选业态较大卖场更易实现效率的提升, 在部分品类中建立成本壁垒。

图 11: Costco周转更快, 精简SKU优化终端动销



数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

图 12: Aldi周转速度快于竞争对手(欧洲, 2017)



数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

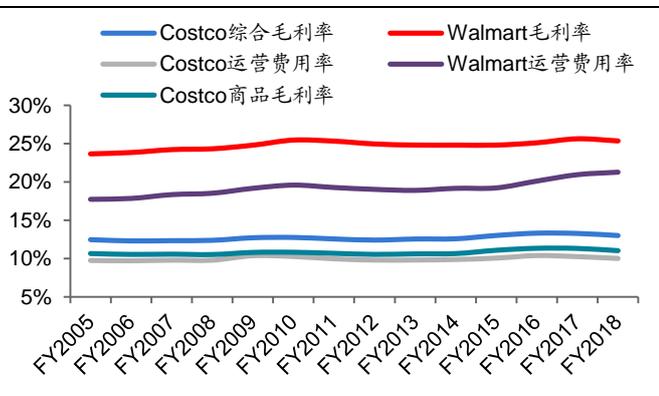
3. 仓店一体节约费用：人力高效，陈列集约

仓储超市是一种硬折扣的形式，尽力省去非必要费用以降低终端售价。该业态中，仓库货架即门店，省去了销售人员上货、整理等步骤；同时减少广告宣传和促销活动（Costco几乎不做营销），尽可能降低终端售价，将节约的期间成本返还给消费者。

从财务结果看，Costco的SG&A费用率显著低于Walmart（FY2018，10.0% vs 21.3%）。人效来看，Costco店均面积14.8万平方英尺，店均员工仅75.8人；Walmart为17.5万平方英尺，员工196.3人（且Walmart在2008年后出现了明显的人员收缩）；Costco人效高达57.8万美元/人/年，Walmart仅21.8万美元/人/年。

低费用率支撑低加价率。FY2018 Costco商品销售毛利率仅11.0%（没有单品毛利率超过14%），对比Walmart同期25.4%的毛利率，终端性价比凸显。

图 13：低费用率支持低加价率



数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

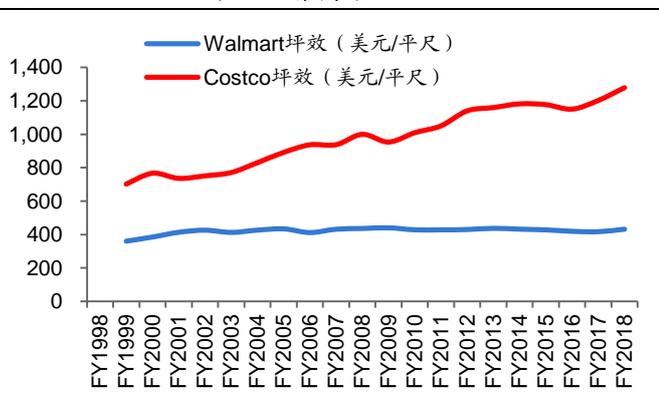
图 14：Costco店均人员仅Walmart一半，人效更高



数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

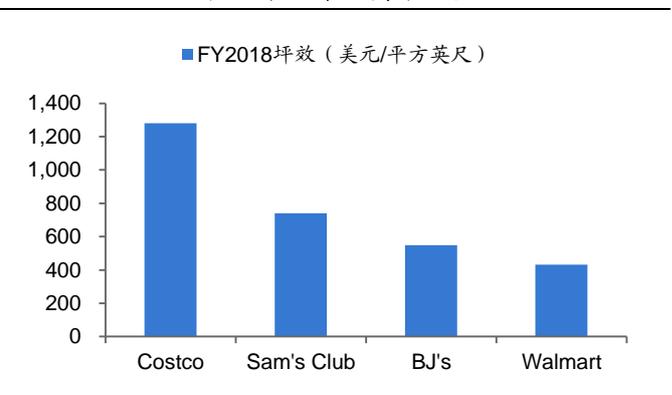
精选SKU+集约陈列提高门店利用率，带动高坪效。精选SKU降低商品展示空间的需求；同时，大包装堆叠+超级屋顶下的货架充分利用了单位面积上的“高度”（一般超市并不会将货物堆放至数米）。FY2018，Costco坪效达到1278.9美元/平方英尺/年，约是Walmart（432.1美元/平方英尺/年）的3倍。作为印证，Walmart旗下的Sam's Club坪效同样也高于其体系内的大卖场。

图 15：Costco坪效显著高于Walmart



数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

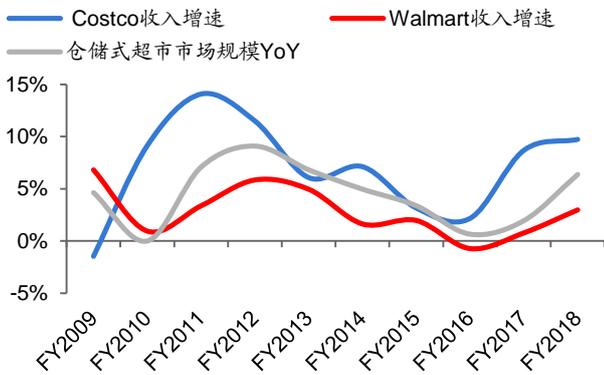
图 16：仓储超市的坪效普遍高于大卖场



数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

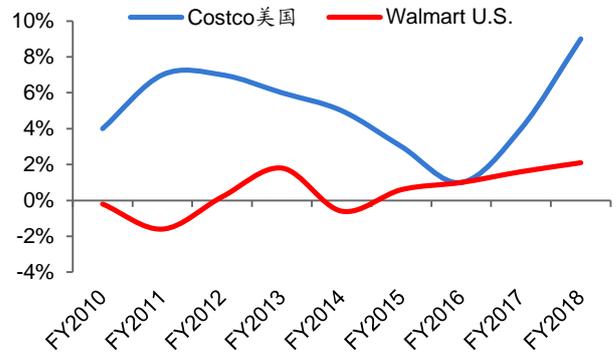
另外，美国自2009年以来的经济下行压力增加了消费者对性价比渠道的青睐。根据BJ's（美国第三大仓储超市）招股书中提供的行业统计数据，2011年之后会员仓储超市行业整体增速跑赢Walmart。FY2010-2015，Costco美国同店逐年有3-7%增长，Walmart则在0附近波动。而2008年前，Costco并未表现出对Walmart的比较优势（如我们在开篇的介绍）。

图 17: 金融危机后仓储超市整体增速胜过Walmart



数据来源：公司年报，Warehouse Club（BJ's招股书）、广发证券发展研究中心

图 18: Costco同店增速优于Walmart



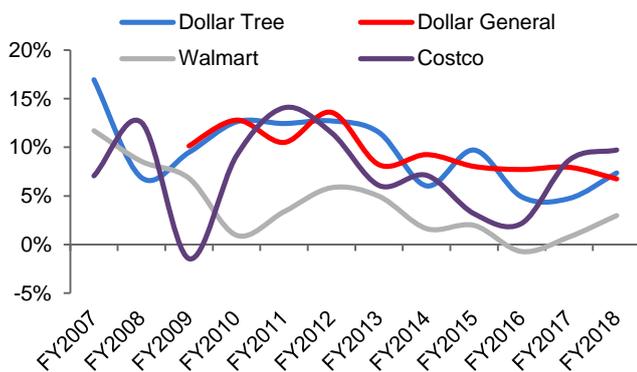
数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

4. 量贩销售：面向消费力强而理性的中产阶级

在ALDI与Costco的对比中，我们说明了量贩的可行性与客群的收入水平、出行方式相关：能够自驾采购、家庭预算宽松的的中产阶级更欢迎“囤货式”购物。

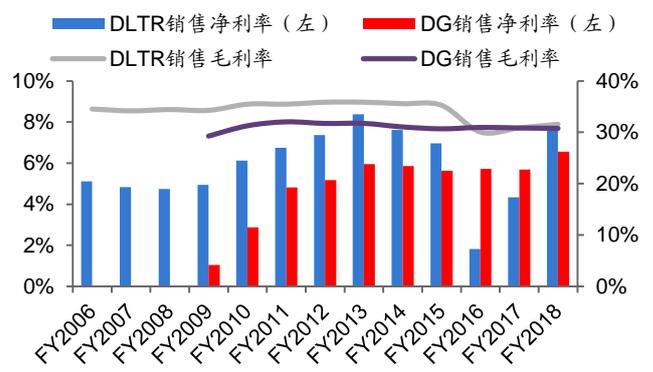
ALDI与Costco快速成长时，面向低收入人群的“一元店”Dollar Tree、Dollar General也实现了逆势扩张。虽然同样标榜折扣，但Costco与一元店定位不同阶层，运营策略与财务表现截然不同。典型一元店甚至是Costco的反面：追求极致低标价（不高于一美元），开发小包装产品（比如佳洁士为3.5盎司/支，Walmart为6.2盎司/支、两支装），供应商灵活更换；依靠定制小包装产品、增加当地品牌、陈列冲动型小商品（节日用品）维持着收入成长和30%以上的毛利率。

图 19: 一元店在经济不景气时保持较好的营收增速



数据来源：公司年报，wind，广发证券发展研究中心（Dollar Tree FY2016-2017年收购了Family Dollar，此处增速经调整；二者财年截止1月的最后一周）

图 20: 一元店的毛利率显著高于其他零售业态

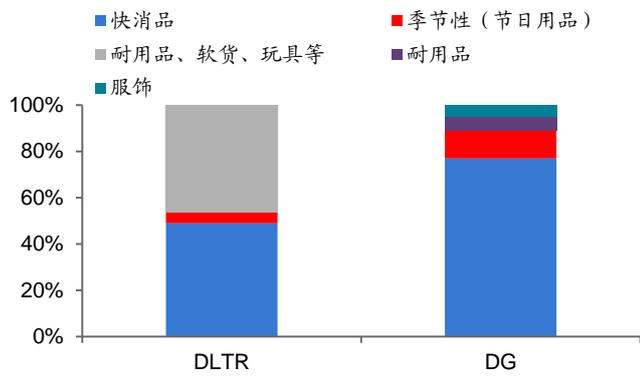


数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心（Dollar Tree缩写DLTR，Dollar General缩写DG，下同；DLTR FY2016的收购对财务指标产生了较大影响）

性价比方面，小规格产品易产生包装冗余，降低经济性；DLTR/DG在FY2018毛利率分别高达31.6%/30.8%，即使考虑高毛利节日礼品、本地品牌的拉动作用，其一般日用的性价比也难以与Costco媲美。但对于一元店定位的中低收入人群，快资金周转或是更重要的短期诉求，长期的性价比将做出让步。坪效方面，由于主要销售廉价商品，DLTR/DG最新财年坪效仅为194/227美元/年/平方尺，远低于Walmart的432.1美元/年/平方尺，也说明了此种业态必须以高毛利支撑运转。

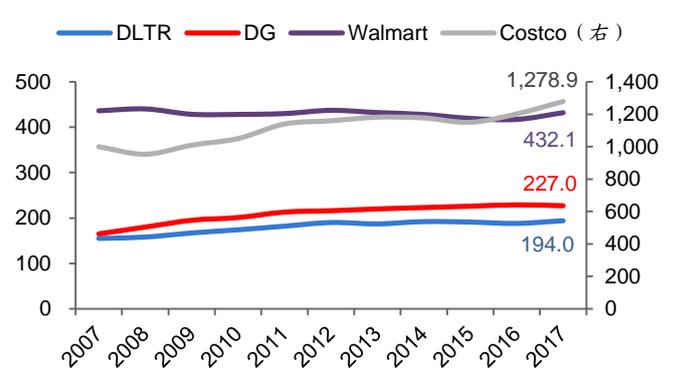
低标价和低加价率都给顾客便宜的感觉，前者更刺激冲动型购物，后者更容易成为长期稳定的消费渠道。一元店是中低收入阶层“少量多次”的随采随用，Costco是中产阶级“少次多量”的补货囤货。两种业态面对不同预算约束的阶级，采用了各有针对性的“折扣”形式。

图 21: DLTR、DG品类同样以日用为主 (FY18)



数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

图 22: 一元店坪效仅Walmart一半左右



数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

付费会员制、品类全但SKU精简、仓店一体、量贩销售是构成Costco商业模式的基本要素，环环相扣形成了成本壁垒；每一项运营策略的出发点，都是“为中产阶级提供最具性价比的日常消费品”、“符合核心客群的消费习惯”。

上述四种策略的综合运用构成了Costco的基本单店模型；自有品牌、选品选址则在基本模型上进一步深挖成本护城河，全球复制单店模型实现外延扩张。

(二) 自有品牌：C2M降低商品成本，单一品牌打下“性价比”烙印

自有品牌是渠道商采用量贩、精选之后，用于提高性价比的进阶形式，对应的供应链壁垒更深，建设成本更高。对比一般商品，自有品牌围绕特定消费者需求进行开发，针对性强；供应商与渠道商相结合，节约供应链中的无效流通成本、营销费用，降低加价倍率。

Costco奉行性价比+单一品牌的自有品牌战略：

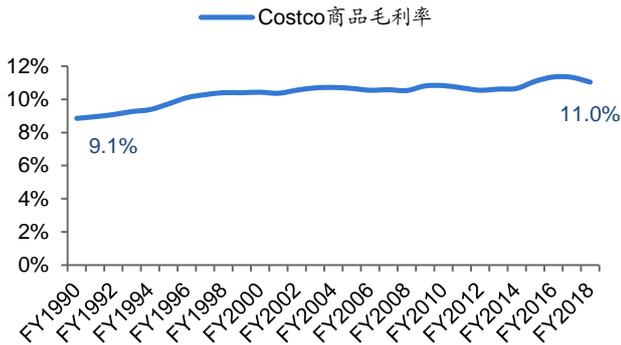
1) 通过提高自有品牌占比，在既定毛利率下尽可能降低终端产品售价。Costco于1992年推出自有品牌Kirkland Signature (Costco总部的地名)，目前约占门店商品的20%左右；近三十年来商品销售毛利率并未跟随自有品牌渗透增加而明显上升，而是将中间环节挤出的利润转化为更低的终端售价，强化低价壁垒。

2) 单一品牌塑造性价比形象。Costco自产商品涵盖吃穿用各个品类，全部归于Kirkland Signature之下。由于每类商品仅2-3支SKU，单一符号可以帮助顾客迅速区分出自有品牌。官网对自有品牌的介绍为“Kirkland Signature means quality &

value”，传达“Kirkland Signature=性价比”的信息，简洁且符合消费者对渠道特征的认识。

性价比路线的自有品牌与精简SKU相辅相成。精简SKU、提高单品销量将摊薄生产成本（否则很难与品牌商抗衡）；Costco和ALDI是典型代表。在Clark.com 2017年对Costco与Aldi的比价调研中，随机抽取的19款常购商品中有9款Costco更低。根据Bloomberg的价格调研数据，Aldi是折扣业态中价格最低的公司，同类商品低于walmart7.1%、Trader Joe's 40.7%；二者的高性价比可见一斑。

图 23: Costco的商品销售毛利率长期较为稳定



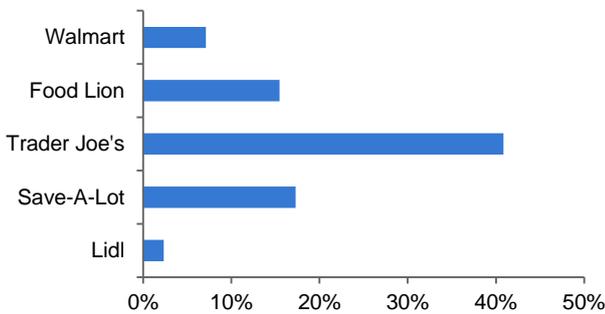
数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

图 24: Kirkland Signature品类繁多，突出性价比



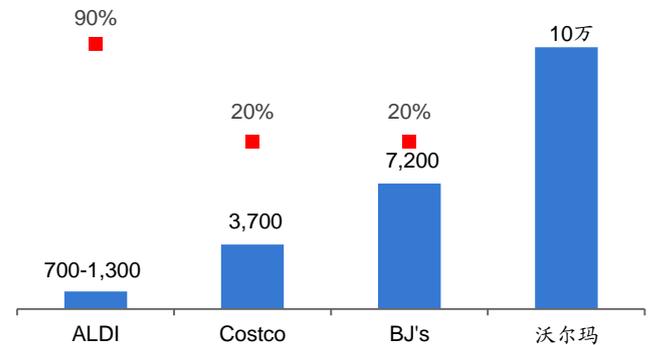
数据来源：公司官网，广发证券发展研究中心

图 25: Aldi (北美) 对比竞争对手的折价率



数据来源：Bloomberg，广发证券发展研究中心

图 26: 典型公司的单店SKU数量与自有品牌占比



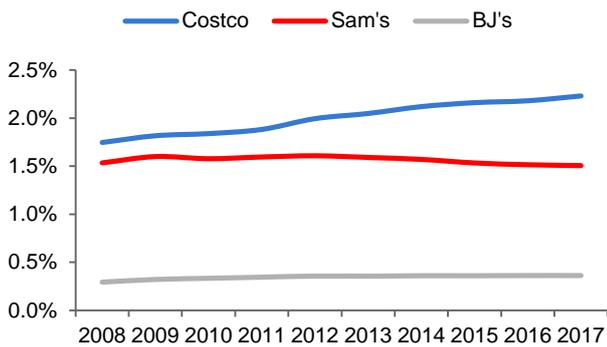
数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

(三) 扩张定位：合适的选品与选址放大业态优势

美国三大会员制仓储超市Costco、Sam's Club、BJ's采用了近乎相同的商业模式（包括前文所讲的一系列策略），但业绩出现显著分化：

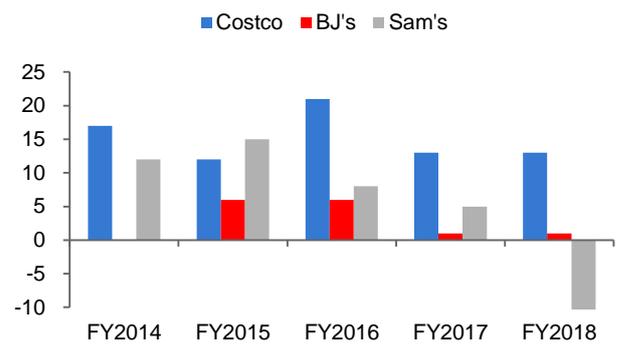
仅看美国本土经营情况，近十年Costco保持每年10-20家净开店、市占率自08年1.7%持续提升17年2.2%，其他两家则原地踏步。海外扩张方面，Costco在美、欧、亚、澳拥有762家门店（FY2018），实现了业态的全球复制；Sam's Club的597家门店随Walmart遍布全球，2018年却因经营问题关闭63家；BJ's至今仅有215家，集中于美东沿海，展店趋于停滞。

图 27: Costco市占率持续提升, 其他两家变化平平



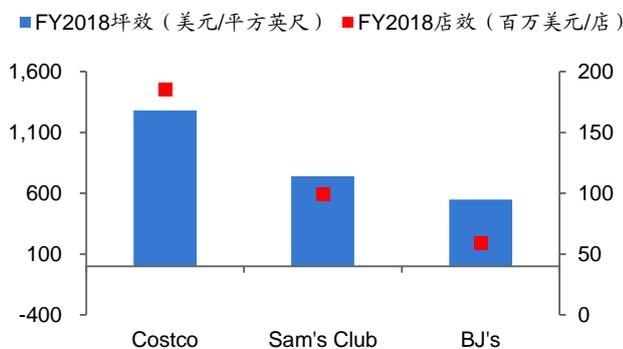
数据来源: Statista, 广发证券发展研究中心

图 28: Costco展店数量明显高于竞争对手



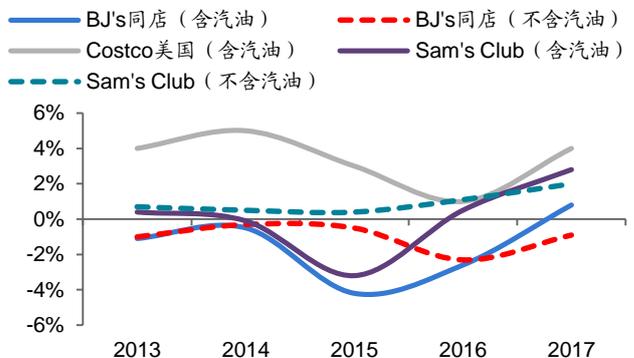
数据来源: Costco, Walmart, BJ's年报及季报, 广发证券发展研究中心 (Sam's Club FY2018关店63家, 坐标轴未列示)

图 29: 三巨头业态类似但店效差异明显



数据来源: Costco, Walmart, BJ's年报, 广发证券发展研究中心

图 30: Costco同店表现优于Sam's与BJ's



数据来源: Costco, walmart, BJ's年报及季报, 广发证券发展研究中心

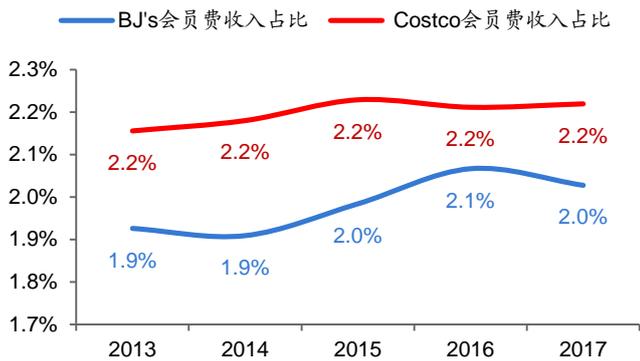
对比Costco与BJ's, 业绩差异源于供应链能力和需求定位。虽然BJ's的续费率2017年高达86%, 并不明显落后Costco (北美90%), 但Costco的SKU更精简、批发程度更深、产品更刚需, 带来更强的费用控制、门店辐射和可复制性:

1) 精简程度、批发深度: Costco单店SKU (3700) 仅BJ's (7200) 约一半, 单品年销售收入是BJ's的21倍, 带来的向上议价权更强;

2) 选品与选址: BJ's易腐鲜食占比高, 品类特性对应更高的毛利率与费用率, 高频鲜食销售需要选址于城区 (租金压力更大)。Costco则多选址在相对偏远地区, 由顾客驱车前往, 自有物业降低租金压力。Costco物业79.4%为自有, BJ's仅5.6%; SG&A费用结构中, Costco仅12.0%

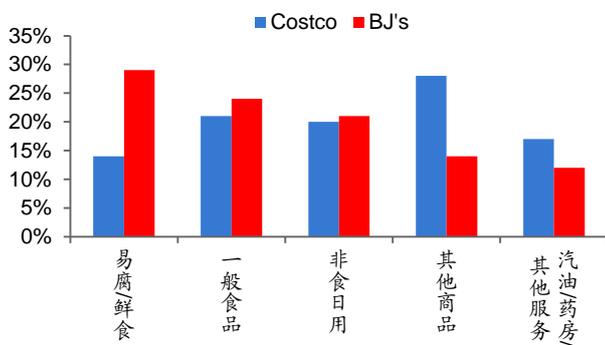
3) 单店辐射力: 对比单会员的年消费量, Costco为2683美元, 并未大幅领先BJ's的2499美元, 但单店辐射人数 (6.7万) 是后者 (2.3万) 的2.9倍。由于BJ's的品类和选址问题, 量贩包装占比和单店辐射范围会相应缩小 (购物更为少量多次)。结果上, Costco坪效达1281.3美元/平尺/年, 是后者549.3美元/平尺/年的2.3倍。

图 31: BJ's 同样设定 2% 左右的会员费比例目标



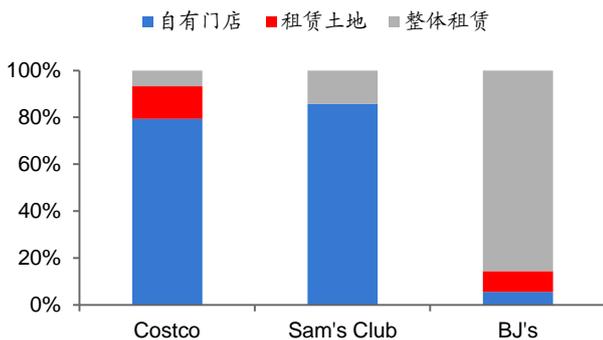
数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

图 33: BJ's 品类偏便利店, 鲜食占比高 (2017 年)



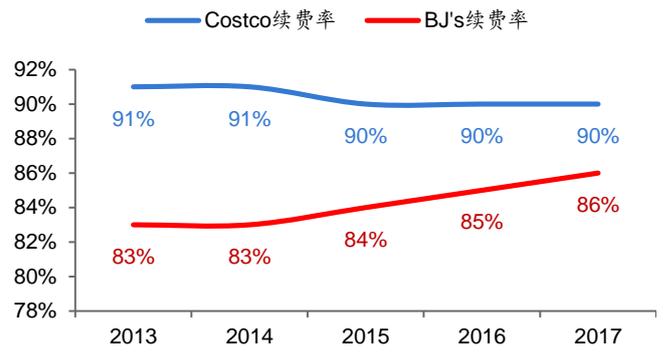
数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

图 35: 三巨头的门店物业情况 (FY2018)



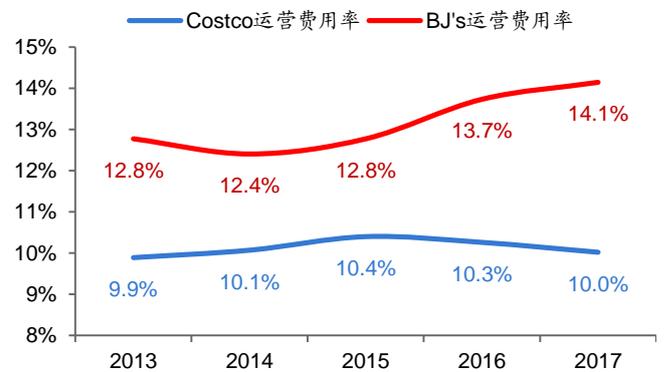
数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心 (租赁土地指建筑物自建)

图 32: Costco 本土与 BJ's 都维持较高的会员续签率



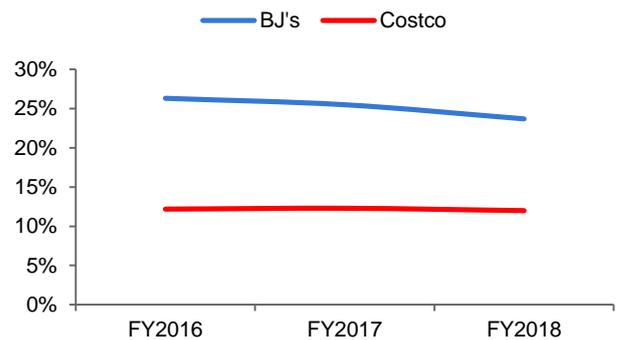
数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

图 34: BJ's 租金、人力压力致运营费用率更高



数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心 (BJ's 16/17 年 SG&A 费用上涨分别来源于支付给期权持有者的补偿款/上市费用; 若剔除, FY2017 运营费用率下降 0.2%)

图 36: 物业占营业费用比例, Costco 显著低于 BJ's



数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心 (物业费用为 rental expenses、depreciation and amortization、capital lease 之和, 分母为 SG&A 费用)

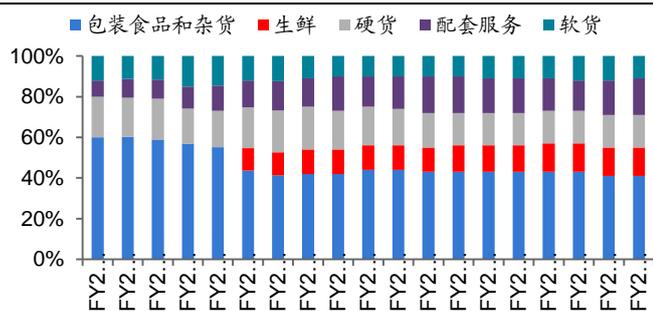
表 1: Costco批发程度更深、产品更刚需、门店辐射力更强，带来更有效率的运营和更强的可复制性（2017）

	Costco	BJ's	Sam's Club
用户定位	注重品质和性价比 不需要廉价	轻微价格敏感 更高频的食品补货	追求便捷性 品质要求低于 Costco
销售收入（百万美元）	138,434	12,496	59,216
目标客群家庭收入	\$94k	\$75k	\$25k
付费会员总量（百万）	51.6	5	-
单会员年消费量	2,683	2,499	-
基础会员费	\$60	\$55	\$45
高级会员费	\$120	\$110	\$100
高级会员占比	约 39%	约 16%	-
续费率	北美 90%; 全球 88%	86%	-
SKU 量	3700	7200	中国门店从 1 万调至 4k
存货周转天数	30.51	34.84	-
单 SKU 销售收入（百万美元）	37.41	1.74	-
SKU 量/平方英尺	25.5	66.7	-
自有品牌占比	约 20%	约 20% 鲜食为特色	约 16%
门店数量	762	215	597
单店销售额（百万美元）	181.7	58.1	99.2
单店平均付费会员数（千）	67.7	23.3	-
平均单店面积（千平方英尺）	145	108	134
平均单店员工数量	76	123	-
加油站门店渗透率	74%	62%	-
选址（与商品结构相关）	偏远（顾客驱车前往）	人流量大（1/4 在纽约城区）	中国：相对偏远但交通便利

数据来源：各公司财报，广发证券发展研究中心

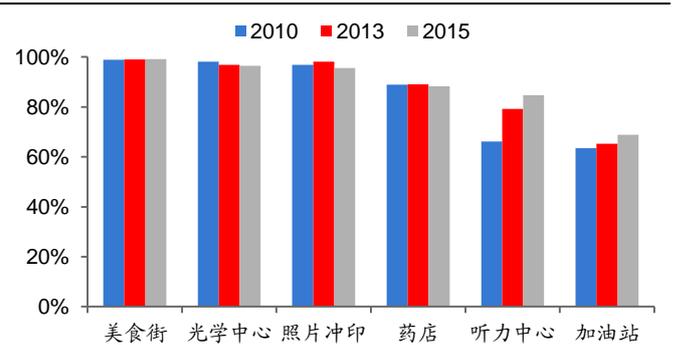
4) 充分发挥线下门店+驱车购物的优势，为会员提供体验式服务，抵御线上冲击：①强化配套服务：Costco定位于驱车批量采购，很容易成为中产阶级固定的周末家庭活动，加油站（驱车）、药店（定期补充常备药）等是恰到好处的顺路服务，又难为线上替代，增强Costco的“一站式”优势。体现在报表中，Costco配套服务在收入中的占比从FY2000的8%提升至FY2018的18%。②提高生鲜占比（非美食街鲜食）：Costco收入结构中，硬货、软货、包装食品杂货占比略有下降，标准品类容易受到电商冲击，增加线上不易经营生鲜产品是一种防御措施（FY2005的11.1%提升至FY2018的14%）。

图 37: Costco的服务与生鲜收入占比逐步提升



数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

图 38: Costco门店配套设施完善



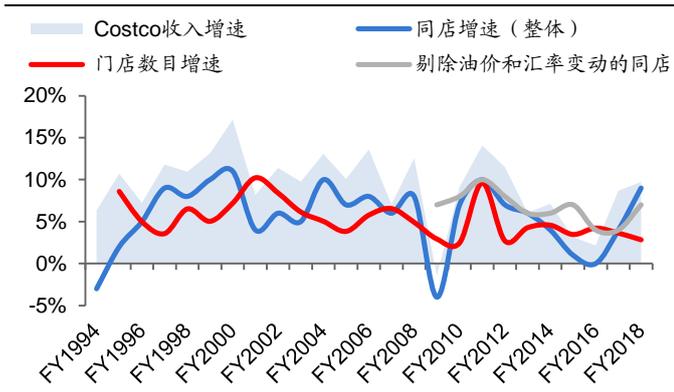
数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

(四) 外延扩张：谨慎出海，稳健加杠杆提高 ROE

聚焦型公司的单店模型像一座围城，业绩增长来源于外延扩张。竞争对手无法突破Costco的成本壁垒，但Costco也不似电商或互联网巨头可以轻易延展用户群和品类，商业模式决定了其只想也只能做中产消费者、一般日用类目的生意。单店模型的复制能力决定了收入增长空间。

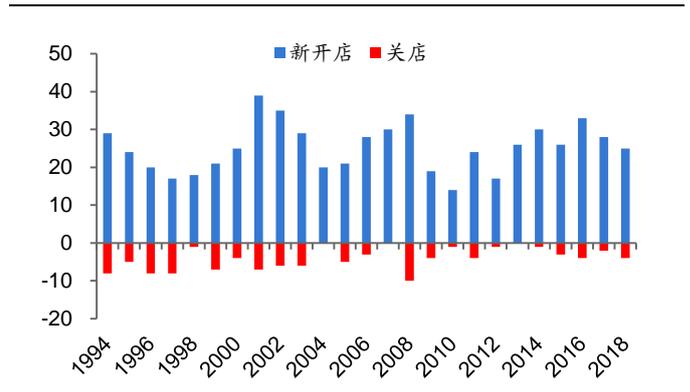
Costco整体收入增长主要随同店变动，外延的增速贡献大多处于3-5%区间。整体展店节奏平稳，扩张谨慎，每年的关店（包括迁址）数量稳定在10家以内；较少的门店调改同样压缩非必要费用。

图 39: Costco收入增长来源拆分



数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

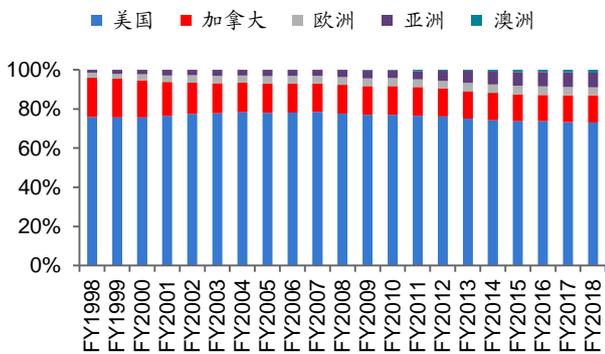
图 40: 开关店节奏相对平稳



数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心（门店迁址也包含在内）

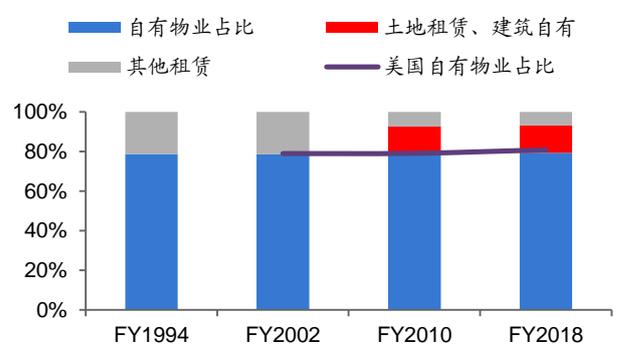
Costco 1992年在英国、墨西哥（50%持股）各开出2家门店，开始向北美之外扩张；至FY2018，公司在美/加/欧/亚/澳拥有527/100/30/54/10门店。海外扩张过程中，Costco基本保持了惯有的选址策略控制费用（自有物业占比维持在79%附近，未随时间或跨区扩张明显改变）。店效上，海外门店的单店营业额一直略逊于北美地区；营业利润率在FY2011前持续提升，FY2018达到4.5%，仅次于加拿大的4.1%，明显高于美国本土的2.7%。海外复制能力得到财务印证，是后续获得估值溢价的重要基础。

图 41: Costco非北美地区门店比例增多



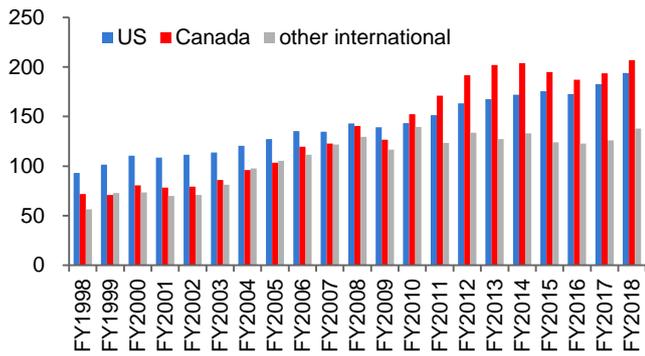
数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

图 42: 海外扩张过程中保持高自有物业占比



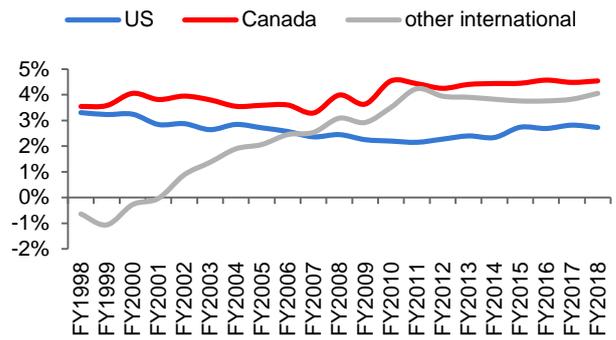
数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心（柱状图为公司整体）

图 43: 全球门店店效均有明显增长 (百万美元)



数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

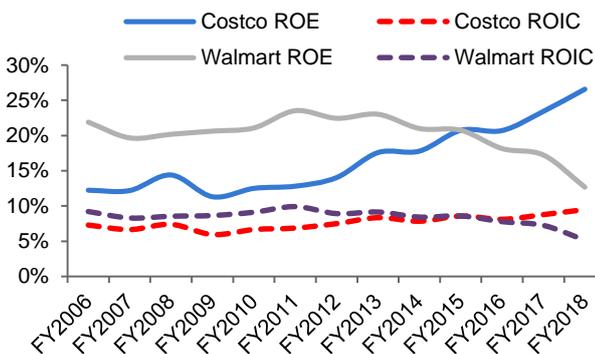
图 44: 海外门店的营业利润率提升至北美水平



数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

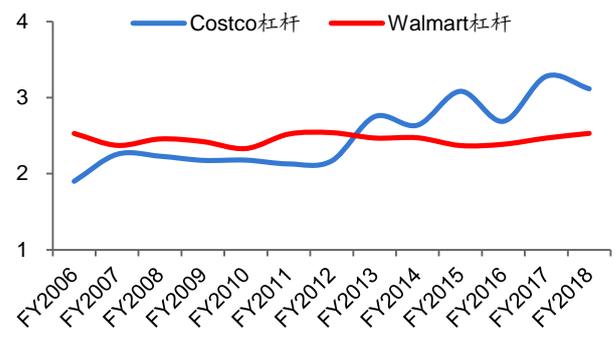
FY2012以来的ROE提升主要源自加杠杆 (senior notes)。从杜邦分析的角度看, Costco ROE从FY2011的11.3%上升到FY2018的26.6%, 财务杠杆从2.13上升至3.12贡献最大, 净利率和周转速度变动较小 (从Costco过往的财务情况来看, 二者以稳定为目标); 期间ROIC从6.9%提升至9.5%。

图 45: Costco ROE明显抬升, ROIC提升较小



数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

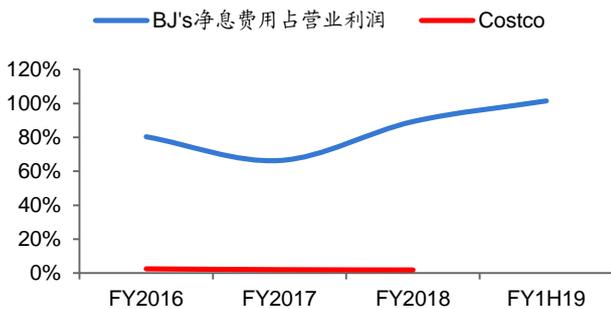
图 46: Costco杠杆率自2012年起稳步提升



数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心 (杠杆=总资产/净资产)

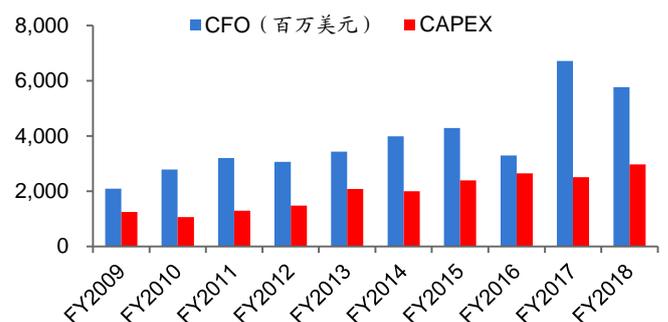
对比Costco与BJ's, 资本的作用显著影响着企业的布局扩张。BJ's在2011年曾被私募基金以极高杠杆收购, 1H18上市募集6亿美元偿还债务后仍背负19亿有息负债, 导致营业利润几乎全部用于利息偿还, 难以形成资金积累实现扩张。Costco则拥有健康的FCFE, 2012年以来虽然持续加杠杆进行海外扩张, 却始终将净息率控制在极低水平, 保持财务健康。

图 47: BJ's利润几乎全部用于利息偿付, 无力扩张



数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

图 48: Costco经营现金流足以支撑CAPEX



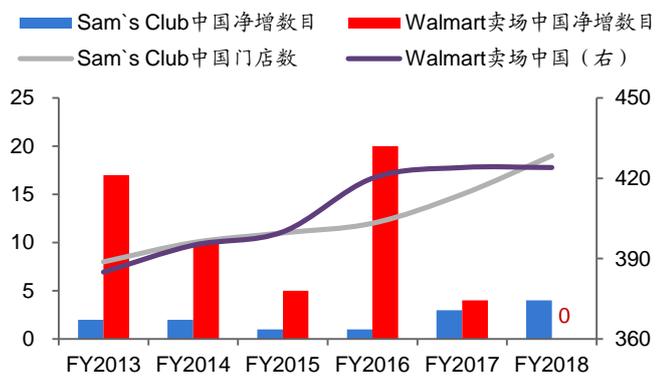
数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

（五）中国版 Costco？聚焦效率提升

欧美移植而来的会员量贩模式在过去的中国未表现出良好的适应性。1996年，会员仓储超市Sam's club、万客隆、麦德龙同时进入中国；然而经过20余年发展后，万客隆2008年被韩国乐天收购，麦德龙业绩惨淡正在寻求买主，walmart旗下Sam's club（中国）展店速度也不及walmart的大卖场业态（walmart卖场业态同为1996年进入中国，至2018年已开店424家，Sam's Club仅19家，前者为后者的22.3倍；而在美国本土，walmart卖场和Sam's Club比例在8倍附近）。

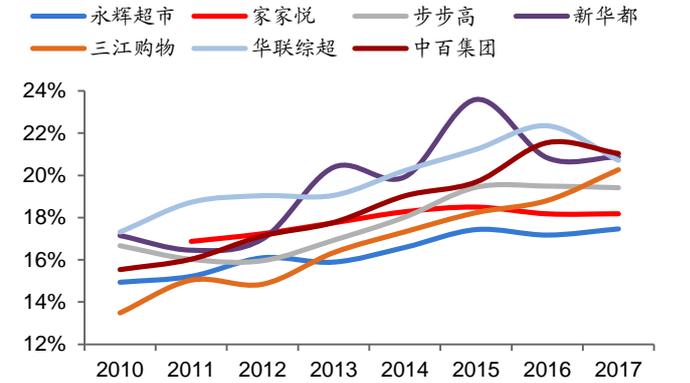
我们认为过去量贩仓储模式在中国的失意，在于收入水平、居住环境、汽车保有量等宏观条件制约了消费习惯培育。根据统计局数据，我国平均家庭规模（3.0）高于美国（2.6），因而家庭小型化并非量贩发展缓慢的最主要原因，经济因素更为重要。在收入水平较低的阶段，家庭资金周转较快、囤货式购物能力不足（如前文所述一元店与量贩业态主流客群的差别），较拥挤的居住环境限制囤货空间，较低的汽车保有量制约批量购买的出行条件（据产业信息网，2006年我国千人汽车保有量为38；2016年上升至140，仍远低于同期美国的800）。

图 49: Sam's Club在中国的扩张速度不及卖场业态



数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

图 50: A股主要超市的销售+管理费用率逐步上升



数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

本土超市尚无人建立足够深厚性价比护城河。如以销售费用率+管理费用率（SG&A）评估经营效率，2017年A股超市表现最优的永辉超市（17.5%）、家家悦（18.2%），对比Costco全球经营仍然能控制在11%的水平仍有相当差距。对比电商，线上全品类经营带来的整体费用率优势（京东期间费用率14.3%，扣除技术与内容开支后为12.5%），叠加平台补贴，线下超市难以形成显著性价比优势。

Costco的壁垒源于效率，效率源于聚焦。国内公司很难在短期内构建起Costco类的低成本循环，我们更期待的是优秀公司通过适度聚焦获得效率提升。线上以阿里、拼多多、京东、苏宁易购、唯品会等，线下以永辉超市、家家悦、银泰商业、天虹股份等为代表的领先公司，也在探索本土化的会员运作、SKU精选、自有品牌打造等效率提升方式，构建成本优势和差异化产品与服务竞争力。

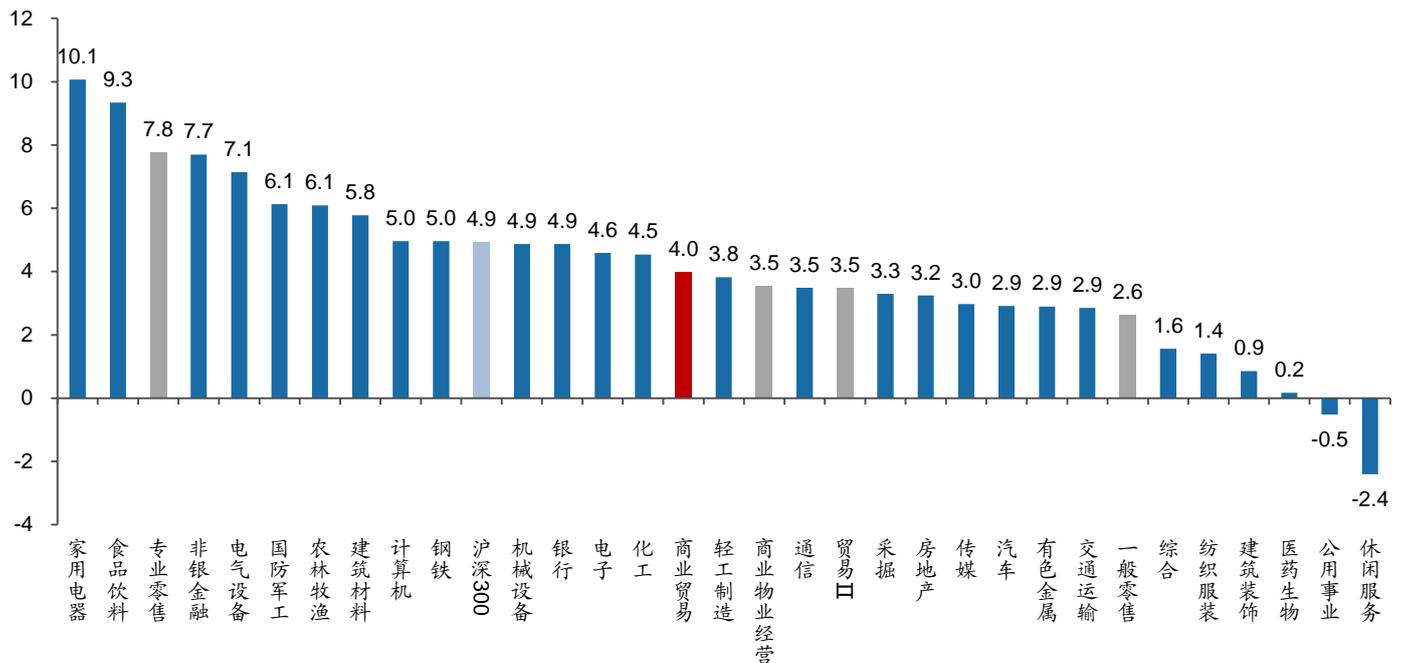
二、月度行情回顾及投资策略

一月大盘整体上涨，截至1月25日收盘，上证综指收于2601.72点，上涨4.32%；沪深300指数上涨4.94%，其中商贸板块指数上涨3.97%，跑输大盘。

分子行业来看，百货板块上涨6.62%，超市板块上涨7.95%，珠宝首饰板块上涨1.61%，化妆品板块下跌1.43%；分市值来看，大市值板块上涨4.16%，中市值板块上涨0.15%，小市值板块下跌2.18%。

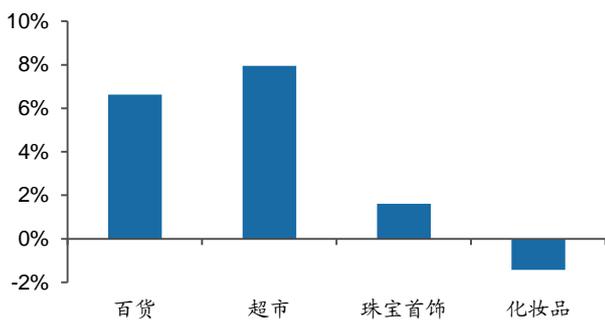
电商板块表现突出，尤其美股中概电商公司上涨明显。唯品会(+39.56%)、拼多多(+31.46%)、南极电商(+17.15%)、阿里巴巴(+16.15%)、京东(+12.90%)、苏宁易购(+9.34%)。

图 51: 各板块月涨跌幅 (%)



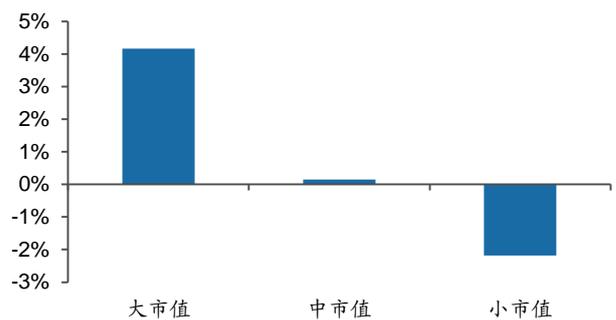
数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

图 52: 按主题子板块涨跌幅



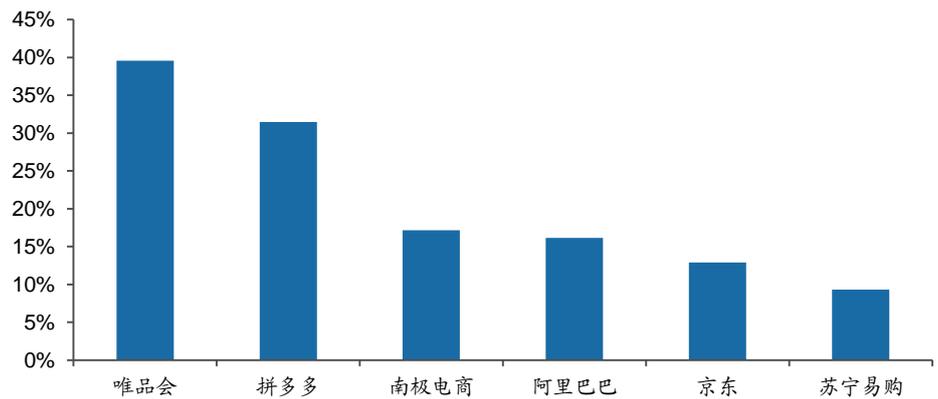
数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

图 53: 按市值子板块涨跌幅



数据来源: wind, 广发证券发展研究中心 (按市值划分依据为: 50亿以下为小市值公司、50亿-150亿为中市值、150亿以上为大市值; 涨跌幅以算术平均计算)

图 54: 主要电商公司月涨跌幅 (截至美股1.25收盘)



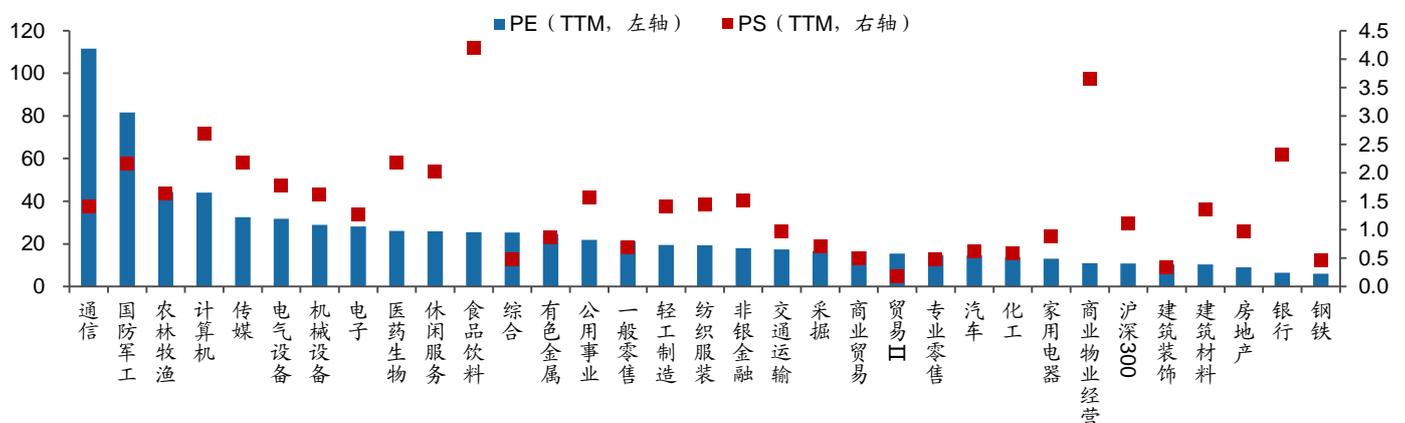
数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

国内宏观经济下行压力导致的终端消费疲软在4Q18明显体现,从统计局社零数据来看,以化妆品、黄金珠宝等为代表的可选消费品类增速持续放缓,而粮油食品、日用品等必需消费品仍保持稳定增速(我们认为商超电商化是必需消费品增速维持的重要动力)。市场对于4Q18以及1Q19的消费数据担忧,表现为消费板块的整体估值压制,但部分公司的经营表现与行业背离,其 α 价值在股价走势中得到了体现。

我们继续看好南极电商,规模化带来的性价比是大众消费层级最核心的诉求,而电商马太效应的释放将推动南极持续增长。关于黄金珠宝,我们前期观点认为经济下行通过消费属性抑制终端销售是现阶段行业面临的巨大压力,但不同于上一轮经济放缓,龙头公司仍然保持扩张速度,抢占三四线品牌化的红利,扩张对冲同店放缓,使得龙头公司保持强劲的增长,建议关注周大生、老凤祥。关于超市,我们认为经济下行对必需消费品的影响有限,但前端流量格局、业态变迁、消费方式的变化是目前阶段行业的主要矛盾,这在某种程度上抑制了传统超市的估值提升,而龙头公司强劲的扩张能力,持续抢夺市场份额,实现业绩的稳健增长,建议关注永辉超市、家家悦。

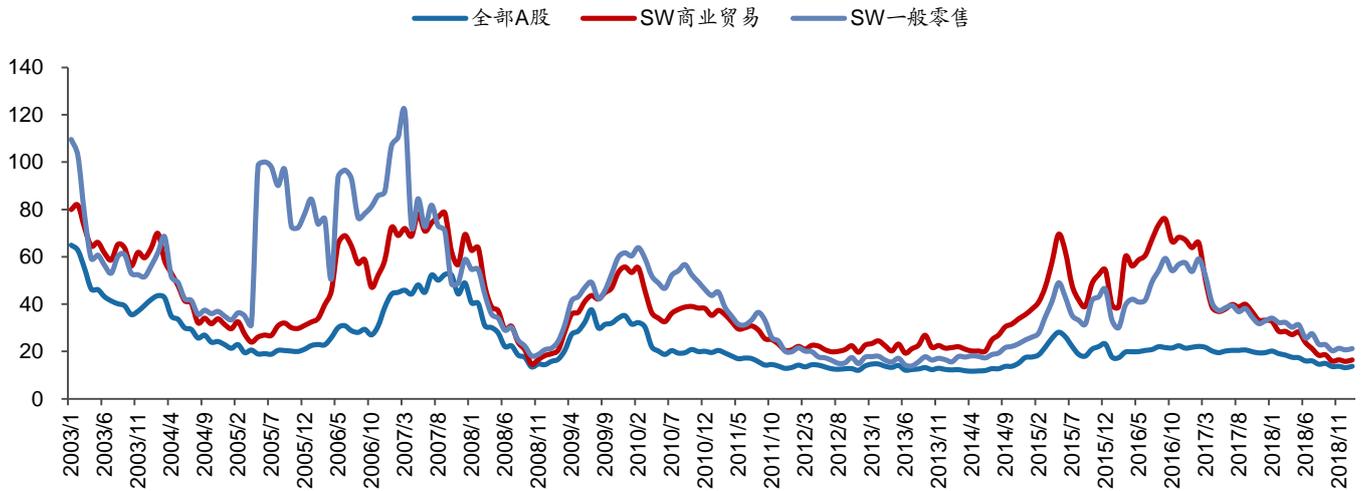
二月组合: 周大生、南极电商、重庆百货、永辉超市、天虹股份、苏宁易购。

图 55: 申万行业估值横向对比



数据来源: wind, 广发证券发展研究中心 (规则为 TTM, 即数据点当天总市值/截至该数据点前最新四个季度已披露财报的单季度归属母净利润或营业收入之和)

图 56: 零售行业历史估值, TTM市盈率 (整体法)

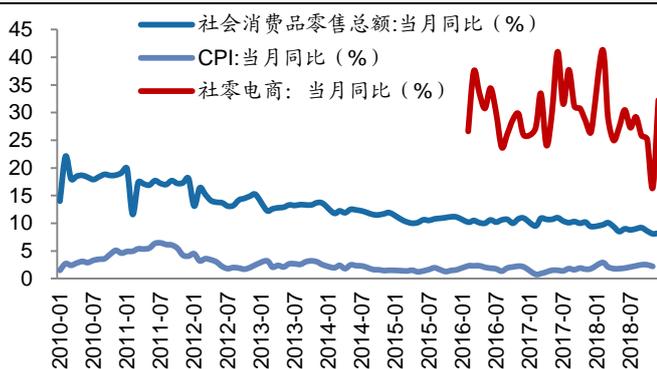


数据来源: wind, 广发证券发展研究中心 (规则为 TTM, 即数据点当天总市值/截至该数据点前最新四个季度已披露财报的单季度归属母公司股东的净利润之和)

三、月度行业数据

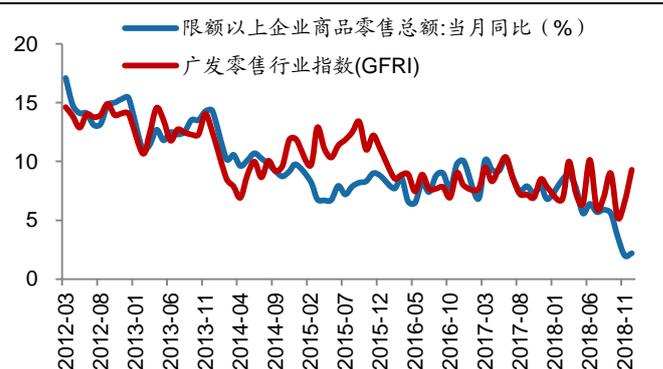
据国家统计局数据, 2018年我国社零总额为38.1万亿元, 同比增长9.0%, 较17年放缓1.2pp; 其中电商全年消费7.02万亿元, 同比增长25.4%, 渗透率达18.4%。12月单月社零总额3.59万亿元, 增速为8.2%, 环比小幅提升0.1pp, 全年社零消费持续走弱。若基于广发零售指数 (GFRI), 全年商品零售累计同比增速为8.9% (限额以上社零商品增速为5.7%), 较17年放缓0.8pp (汽车零售额下滑拖累社零整体增速放缓快于GFRI); 其中, GFRI指数下12月商品零售增速为8.9%, 环比提升1.2pp。

图 57: 社零总额、社零电商与CPI同比增速 (%)



数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

图 58: 广发零售行业指数、限额以上零售当月增速

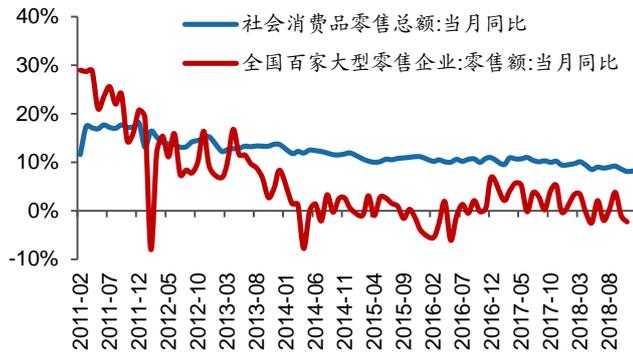


数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

2018年全国实物商品网上零售额为7.02万亿元, 同比增长25.4% (较17年下降2.6pp); 电商渗透率达18.4%。若基于广发零售指数, 则全年电商渗透率达35.7%。12月单月电商零售额为7488亿元, 同比增长32.3%, 环比提升15.9pp, 此趋势与我们跟踪的上市公司线上销售数据保持一致, 如南极电商12月份GMV同比增速约89%, 较11月份环比提升约17pp。分品类来看, “吃、穿、用”的全年累计增速分别为33.8%、

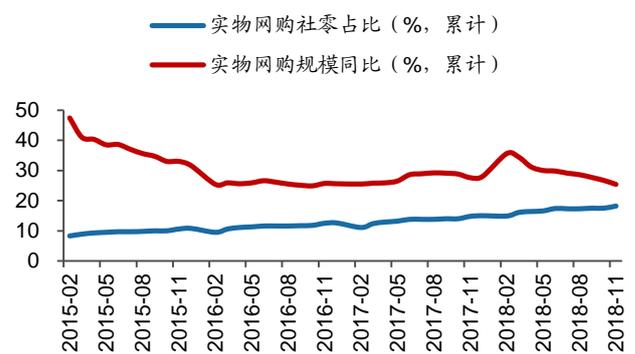
22.0%和25.9%。

图 59: 社会零售总额与百家增速



数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

图 60: 网购社零增速



数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

分品类看, 必选消费增速保持稳定, 食品粮油、服装鞋帽、日用品全年增速分别为10.2%、8.0%和13.7%, 分别同比持平、提升0.2pp和5.7pp。可选消费增速有所放缓, 18年金银珠宝和化妆品增速分别为7.4%和9.6%, 同比分别提升1.8pp和放缓3.9pp(两者增速全年均呈前高后低趋势)。家电和通讯器材全年增速分别为8.9%和7.1%。

表 2: 限额以上分品类月度同比增速 (%)

	2018 年											
	1-2 月	3 月	4 月	5 月	6 月	7 月	8 月	9 月	10 月	11 月	12 月	
食品粮油	9.7	11.2	8	7.3	13	9.5	10.1	13.6	7.7	10.6	11.3	
服装鞋帽纺织品	7.7	14.8	9.2	6.6	10	8.7	7	9	4.7	5.5	7.4	
化妆品	12.5	22.7	15.1	10.3	11.5	7.8	7.8	7.7	6.4	4.4	1.9	
金银珠宝	3	20.4	5.9	6.7	7.9	8.2	14.1	11.6	4.7	5.6	2.3	
日用品	10.1	16.9	12	10.3	15.8	11.3	15.8	17.4	10.2	16	16.8	
家用电器和音像器材	9.2	15.4	6.7	7.6	14.3	0.6	4.8	5.7	4.8	12.5	13.9	
文化办公用品	-0.9	12.6	18.3	8.1	3.5	1.8	5.4	4.9	-3.3	-0.4	-4	
家具类	8.5	10.9	8.1	8.6	15	11.1	9.5	9.9	9.5	8	12.7	
通讯器材	10.7	1.6	10.8	12.2	16.1	9.6	6.4	16.9	7.1	-5.9	-0.9	

数据来源: 国家统计局, 广发证券发展研究中心

四、月度聚焦

(一) 南极电商: 从卡帝乐鳄鱼旅行箱看南极新品类突围

卡帝乐旅行箱异军突起, 一年时间市占率夺冠

投资者普遍对南极人在传统强势品类如内衣、家纺等的市场地位和竞争优势表示认可, 但对新品类新品牌孵化能否成功有着各种质疑。实际上南极在箱包、健康生活、个人护理、汽车用品等诸多新品类有着很好的发展势头, 这篇专题报告我们

聚焦卡帝乐鳄鱼旅行箱（2018年发力的第一年，公司箱包事业部GMV 同比增长489%，在阿里平台市占率第一），深度剖析南极电商新品类突围的成功基因。

卡帝乐旅行箱为何在一年内实现逆袭？

1) 聚焦最主流价格带。阿里平台旅行箱的主流价格带在150-300元，均价220-240元，但有意思的是，阿里平台上的头部品牌与这一价格带并不匹配，这给了卡帝乐鳄鱼逆袭的机会；

2) 聚焦爆款。卡帝乐旅行箱在阿里平台仅有50个单品，单品销售量和销售额均远超竞品，爆款模式更容易实现规模效应，满足高性价比需求；

3) 专注平销。卡帝乐旅行箱自6M18爆发后，月销售额始终保持3000万元以上，电商旺季11月销售额仅占全年的12%，而竞品均高于20%。注重平销而非依赖节日红利，有助于降低工厂生产计划的波动，减轻库存压力，加快周转速度。

（二）存量突围系列之一——付费会员体系：构建存量用户的升维运营之道

存量博弈：从同质化困斗到差异化突围

拼多多是电商流量红利时代的最后一个产物。存量时代，电商平台不仅要面临同行竞争，更要面临内容平台等跨行业竞品对用户时长的争夺。营销玩法相互借鉴、物流差异边际消退、品牌商户全平台渗透，头部电商同样正走向同质化困斗。往后看，付费会员体系构建——差异化的内容组合，和自有品牌建设——差异化内容本身的重要来源，是两个重要的存量突围方向。作为系列报告开篇，本篇报告将重点解读付费会员体系的建设和运营策略。

付费会员：锦上添花有余，雪中送炭不足

依据构建逻辑不同，我们将会员体系分为：1) 积分制，消费量决定权益大小，代表如丝芙兰；2) 独享制，仅会员可购物，代表如Costco；3) 全家桶，包含跨场景权益，代表如亚马逊Prime。总结三类成功会员制运营案例，我们认为会员制本身效仿的壁垒不高，更多用于优秀公司充分调动和发挥自身资源禀赋，即“锦上添花”有余，“雪中送炭”不足。而考察会员制运营成功的公司所具备的禀赋基础，则回到两类核心竞争力构建：差异化的产品和服务、供应链的成本效率优势。

会员制在中国：难觅差异化权益，回归效率比拼

国内付费会员制仍处于探索初期。当前行业主要有三类选手：1) 实体系：物美、永辉、银泰、全家等实体零售公司，在未见差异化强需求禀赋下，成本效率端的优化可能是竞争核心；2) 电商系：主流玩家均提供全家桶式权益吸引用户，囿于类似亚马逊配送的强需求抓手缺失，电商会员体系实质在竞争一揽子服务的提供成本差异；3) 创业系：直接以会员制精准运营和高效率相互促进依托的思路创业，跳出传统会员制体系内“以强带弱”的经验，“平地起高楼”，成败关键在于能否实现权益采购及组合的效率提升。

投资建议：关注会员制下的思维变革与效率提升

会员制是零售公司精耕存量的经营变革，但更多是令优秀公司强者更强的辅助

项。国内现状下大多数公司不具备典型差异化的产品与服务能力，会员制竞争仍然落脚供应链效率比拼，优秀公司有望在会员理念与存量思维下，运营策略变化带来效率提升。建议关注三类投资机会：1) 积极尝试会员制的优秀零售公司。京东、苏宁易购、唯品会等电商公司为代表，以及线下永辉超市、家家悦、天虹股份等领先公司；2) 关注新型创业类带来的商业模式突破。以甄会选和小黑鱼为代表，从会员制中建设业务的逆向思维，是新的存量运营尝试，但需关注后续能否实现供应链效率的进一步优化；3) 全家桶中的弱势业务。以阿里系为代表，关注生态型公司体系下相对弱势业务在会员制下的逆袭机会。

(三) 黄金珠宝行业：4Q18 景气度下降，龙头品牌逆势扩张

宏观和微观层面数据验证4Q18黄金珠宝行业景气度下降

宏观层面来看，18年10-11月限额以上金银珠宝零售额分别同比增长4.7%和5.6%，增速环比较前三季度明显回落；微观层面来看，周大福和六福披露的4Q18经营数据明显体现出终端需求放缓压力：周大福内地同店销售额同比下滑7%，其中珠宝镶嵌和黄金产品分别同比下滑5%和11%；六福内地同店销售额同比下滑14%，其中珠宝首饰和黄金分别同比下滑5%和16%。考虑到今年春节较早，我们建议以1-2月合计数据来判断行业景气度是否回暖。

景气度下降主要是经济放缓通过消费属性传导

黄金珠宝行业增速与名义GDP增速拟合程度较高，且无论是黄金饰品，还是镶嵌珠宝，都是消费属性更占主导。尽管4Q18金价呈稳步上涨趋势，对投资性需求有一定刺激，但经济下行趋势对消费性需求的抑制更大，最终导致终端黄金珠宝消费的走弱。考虑到2019年上半年仍处于经济放缓阶段，叠加居民负债率提升、棚改货币化退潮、就业率压力等风险因素，我们保持对板块景气度的谨慎判断。

龙头品牌逆势扩张加速行业洗牌，重点关注周大生和老凤祥

行业景气度有所下行，但龙头品牌却呈现逆势扩张态势，且渠道扩张主要布局于三四线市场。4Q18周大福与六福中国内地分别净增加259个、72个零售点，均处于门店扩张速度的历史高点，渠道下沉战略持续推进。考虑到周大福和六福披露的内地同店数据主要是位于一二线市场的直营店数据，而三四线市场仍处于渗透率提升、品牌化的红利阶段，因此我们判断三四线市场销售数据好于一二线；门店扩张对冲同店放缓压力，加盟批发模式下的收入平滑能力更强；素金产品向钻石镶嵌和3D硬金的转变推动经销商盈利能力提升，因此终端销售结构中黄金占比较高的品牌从边际上来看更为受益。基于上述判断，我们认为以加盟批发为主、以三四线市场为主、正处于品类结构调整中的周大生和老凤祥经营数据将好于港资品牌的内地经营数据。

(四) 零售行业 4Q2018 公募基金持仓分析

4Q2018基金重仓持股中零售行业比重环比上升0.49pct至1.89%

根据Wind数据，4Q2018基金重仓持股中零售行业比重为1.89%，较3Q18上升

0.49pct。同时零售/A股市值4Q2018环比下降0.03pct至1.67%，2015年以来基金重仓零售股比重首次实现超配。

4Q2018基金持仓永辉超市、老凤祥被大幅增持，苏宁易购遭减持明显

商贸零售行业内部分化明显，永辉超市、老凤祥被大幅增持，南极电商被小幅增持，苏宁易购遭减持明显。从基金重仓持有数量上来看：4Q2018排名前三的零售板块标的分别为永辉超市（111只）、南极电商（58只）、苏宁易购（57只）。4Q2018排名前30标的中，17个标的重仓基金数量较3Q18有所增加，永辉超市（69只增至111只）、老凤祥（15只增至50只）、南极电商（46只增至58只）重仓基金增幅超过10只。4Q2018排名前30标的中10个标的重仓基金数量较3Q2018有所下降，其中降幅最大的前三分别为苏宁易购（115只降至57只）、家家悦（35只降至28只）。

从基金重仓市值来看：4Q2018排名前三的零售板块标的分别为永辉超市（61.83亿元）、南极电商（29.86亿元）、苏宁易购（12.90亿元）。4Q2018排名前30标的中，17个标的基金持有市值较3Q18有所增加，其中增幅最大的前三分别为永辉超市（28.6亿元增至61.8亿元）、老凤祥（3.6亿元增至7.4亿元）、南极电商（27.6亿元增至29.9亿元）。4Q2018排名前30标的中，12个标的基金持有市值较3Q18有所下降，降幅最大的是苏宁易购（28.6亿元下降至12.9亿元）。

从基金重仓市值占总市值比例来看：4Q2018排名前三的零售板块标的分别为南极电商（26.79%）、家家悦（22%）、周大生（10.74%）。从环比增幅来看，4Q2018增幅前三名分别为珀莱雅（+6.68%）、永辉超市（+5.46%）、北京城乡（+4.12%）；后三名分别是美凯龙（1.88%）、苏宁易购（-1.38%）、王府井（-1.11%）。

风险提示

- 1.宏观经济下行影响终端消费需求，可选消费景气度持续下行；
- 2.资金、人才、技术等瓶颈，制约传统企业的变革；
- 3.人工租金成本上涨，电商持续分流持续，实体零售持续承压；
- 4.电商集中度持续提升，线上竞争加剧；
- 5.资本推动新业态持续出现，分流冲击现有公司业绩

广发商贸零售行业研究小组

- 洪涛：首席分析师，浙江大学金融学硕士，2010年开始从事商贸零售行业研究，2014年加入广发证券发展研究中心，曾就职于华泰联合证券、平安证券。2015-2017年新财富批零行业第四名，2017年水晶球分析师第一名，2017年金牛分析师第三名。
- 林伟强：资深分析师，上海财经大学金融学硕士，2015年加入广发证券发展研究中心。2015-2017年新财富批零行业第四名（团队），2017年水晶球分析师第一名（团队），2017年金牛分析师第三名（团队）。
- 高峰：分析师，上海交通大学管理科学与工程硕士，2018年加入广发证券发展研究中心，曾就职于招商证券。
- 贾雨朦：联系人，伦敦政治经济学院风险与金融硕士，2018年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河北路183号大都会广场5楼	深圳市福田区益田路6001号太平金融大厦31层	北京市西城区月坛北街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区世纪大道8号国金中心一期16楼	香港中环干诺道中111号永安中心14楼1401-1410室
邮政编码	510075	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本研究报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收

入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

权益披露

(1)广发证券在过去 12 个月内与周大生(002867)公司有投资银行业务关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，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、刊登、转载和引用者承担。