

模式为王，供应链能力奠定护城河

——海外研究之从好市多我们学到什么

- **仓储会员业态典范，经营指标领先同行。**好市多于1983年在美国创立，当前已发展成为全美第一仓储会员业态；经营指标领先同行，规模领先效率致胜：1) 于规模，据公司公告，至FY2018共拥有762家门店，单店营收1415.8亿美元、净利润31.3亿美元，为仅次于沃尔玛的全美第二大零售商；2) 于效率，在极低加价率的定价策略下（毛利率低于同行10pct），凭借极高效率（人效、坪效约为沃尔玛2倍、国内龙头4倍）及极强费用控制能力（费用率仅为同行1/2），获得了与同行近乎持平的净利率；3) 加之公司资产周转速度极高，因而最终ROE高于沃尔玛、且远高于国内龙头。回溯公司历史营收及利润增长变化，可以发现，其庞大消费者会员体系实为宝藏，即：公司会员数增长（2004-2018年CAGR 7%）是营收增长（2004-2018年CAGR 8%）主要贡献来源；会员费收入对公司毛利额贡献约1/6、利润贡献近70%。
- **模式为王，供应链能力奠定护城河。**公司会员费创利模式的背后是其独特仓储会员模式及强大供应链能力的支撑：1) 精选SKU、大包装策略使得单个SKU进货需求更高，进而获得更低采购价；且一旦发现具有市场空间且价格仍有下降空间的优质商品，便自行开发，以超25%的自有品牌销售额占比创造优质低价条件；2) 业态模式叠加高自有物业占比、交叉转运配送、低广告促销的经营战略使得其在员工、折旧及摊销、仓储运输、营销费用率上可相对同行减少约5-7pct、2-4pct、1-2pct、1pct，进而在极低加价率下，以精准定位及深库存促成高效运营；3) 附以爆款及轻奢品吸客，并以优质服务引流，从而量价创收迭代孵化。据公司公告，2004-2018年：1) 公司会员数“量增”明显：其增速与门店数增速相关性较高，印证客户认可度；单店会员数CAGR 3%，渗透率有所提升；会员续费率连续10年保持85%+水平，粘性较强；2) 会员付费意愿促进“价增”：高级会员占比从15%增至27%，且顺利推行三次会员费提价，平均单人会员费收入CAGR约2%。
- **好市多发展史：黄金时期乘风而上，经营战略一以贯之。**事实上，在无规模效应基础上，好市多所代表的若干仓储会员经营模式均本无壁垒；而公司作为该种业态中“既非第一、亦非唯一”的企业，其对契机的把握以及精准的客户定位亦为成功关键：1) 20世纪80年代，顺应竞争加剧、利润极度压缩的行业条件应需而起，获得先发优势；2) 1993年，以并购模式与Price Club强强联手，抗衡山姆会员店扩张，并于1996年总营业额超越山姆成为全美第一；3) 1995年起发展自有品牌，以规模成就价格优势，与上游合作共赢，不断扩大领先优势。相反，山姆会员店作为昔日龙头，一则客户定位不够明晰，会员收入较低，在1990s以来

投资评级 **领先大市-A**
维持评级

首选股票	目标价	评级
601933 永辉超市	11.00	买入-A
603708 家家悦	30.00	买入-A
000759 中百集团	10.00	买入-A
002697 红旗连锁	6.50	增持-A

行业表现



资料来源: Wind 资讯

%	1M	3M	12M
相对收益	-3.24	-9.82	-4.83
绝对收益	4.19	20.24	4.73

刘文正

分析师

SAC 执业证书编号: S1450519010001

liuwz@essence.com.cn

021-35082109

相关报告

复盘海内外，探当前环境，超市龙头投资机遇几何 2019-02-21

《新零售的未来》启示录：

谈谈超市行业的变与不变 2018-07-23

几次美国经济下行的宏观背景下，发展受阻；二则在同样主打低价的经营战略下，与沃尔玛购物广场存在内部竞争，因而选址更为受限，最终难以望其项背。在以上经营策略推动下，好市多在过去 15 年内规模迅速扩张（营收增长约 8.6 倍），盈利能力显著增强（净利率中枢约从 1% 增至 2%），净利 CAGR 20%+，进而推动其成为 15 年 13 倍股；细分到年，公司净利增速波动较大，主要为阶段性因素影响，单年净利增长或减少原因在下一年往往快速有所改变，故而估值中枢相对稳定，PE 约为 20-30 倍、PS 约为 0.4-0.6 倍。

- **好市多模式在中国：因地制宜，机遇与挑战并存。**在国内经济发展及城市建设水平、高分散度行业格局及消费习惯下，外资仓储会员店发展并不顺利；唯有山姆会员店凭借高端客户群体定位、生鲜等品类增设及线上线下融合，才微有建树。看未来，若在成本覆盖的条件下讨论其在国内发展，规模复制可能仍有挑战，但其细节模式仍值得借鉴。如：1) 付费会员模式。我国线上消费者对付费会员模式已有所接纳，京东 PLUS 会员上线两年会员数及销售额月复合增长率达 30%，会员续费率高达 76%；在线下超市行业发展条件及高分散度竞争格局下，如何掌握用户心智，提供优质低价产品成为关键；线下龙头家家悦凭借生鲜供应链优势，2013-2018 年公司会员数从 2612 万人增至 603.5 万人，年复合增长率 18.2%，至 2018 年会员销售额贡献已从 58.7% 增至 75.7%。2) 精选 SKU 及自有品牌。国内超市行业双线融合及新零售变革条件下，技术赋能，使得优秀龙头在原有消费群体基础上具备数据分析、客户精准识别以及逆向牵引供应链、按需定产的条件；优势企业由于掌握更多客户数据，在选品、采购、物流、库存、销售上的规模优势将更加凸显。**综合以上推荐：**永辉超市、家家悦、中百集团、红旗连锁。
- **风险提示：**1) 行业竞争加剧；2) 行业数据化变革不及预期；3) 宏观经济拖累消费需求；4) CPI 大幅下行风险。

内容目录

1. 仓储会员业态典范，经营指标领先同行，庞大会员体系实为宝藏.....	5
1.1. 仓储会员业态典范，经营指标领先同行.....	5
1.2. 庞大消费者会员体系实为宝藏.....	7
2. 模式为王，供应链能力奠定护城河.....	9
2.1. 精选商品，打造自有品牌，创造低价优质条件.....	9
2.2. 从各环节压缩费用，极低加价率下运营高效.....	10
2.3. 爆款及轻奢品吸客，优质服务引流.....	12
2.4. 量价创收，迭代孵化.....	14
3. 好市多发展史：黄金时期乘风而上，经营理念一以贯之.....	16
3.1. 大浪淘沙：黄金时期乘风而上，具备先发优势（1983~1993）.....	16
3.2. 强强联手：与 Price Club 合并，抗衡山姆会员店扩张（1993~1994）.....	17
3.3. 称霸北美：山姆会员店内外掣肘，好市多称霸仓储会员品牌(1994-至今).....	19
3.4. 15 年 13 倍股，规模扩张及盈利能力改善为关键，估值中枢相对稳定.....	20
4. 好市多模式在中国：因地制宜，机遇与挑战并存.....	22
4.1. 中国仓储会员店发展有喜有忧.....	22
4.2. 模式借鉴：因地制宜，机遇与挑战并存.....	24
5. 投资建议.....	26
6. 风险提示.....	27

图表目录

图 1: 1993 年以来，公司门店增速约 5%，同店增速（不含燃料）中枢约 6%（2008 年以来数据），销售收入增速约 10%.....	5
图 2: 公司已成为单年营收规模 1415.8 亿美元、净利润规模 31.3 亿美元、仅次于沃尔玛的全美第二大零售商.....	5
图 3: 公司会员可分为个人会员及企业会员两种，均可增加会员费升级为高级会员，进而享受更多优惠.....	7
图 4: 企业会员单次购买额度更高、更为频繁，但近年占比在下降.....	7
图 5: 从收入拆分角度：公司会员数增长是营收增长主要贡献来源.....	8
图 6: 从毛利拆分角度：会员费占据公司毛利额的重要组成部分.....	8
图 7: 从利润拆分角度：会员费收入贡献大部分利润.....	9
图 8: 公司单品类 SKU 对应年销量已达到 3500 万美元级别.....	9
图 9: 公司自有品牌占比高于同行，且逐年增加.....	10
图 10: 多品类中涵盖自有品牌明星产品.....	10
图 11: 仓储会员模式下，好市多从各个环节压缩费用，费用率相对大卖场低 10pct 左右.....	11
图 12: 好市多物流配送体系：交叉转运模式下，从接收货物到满载运抵商店只需 8 小时.....	11
图 13: 80%自建门店，且开业成本低、建设速度快.....	11
图 14: 好市多在精选商品前提下，采取大包装销售.....	12
图 15: 极低加价率下，以精准定位及深库存促成高效运营——存货周转及效率均高于同行（2017 年数据）.....	12
图 16: 应收回款及存货周转快，使得营运资金周转快于沃尔玛.....	12
图 17: 好的经营战略及高周转条件下，好市多可以超低营运资金运营.....	12
图 18: 好市多 75%SKU 为生活必需品，用以吸客；25%SKU 为附加可选产品，用以盈利... ..	13
图 19: 公司营收结构中，生鲜占比较高.....	13

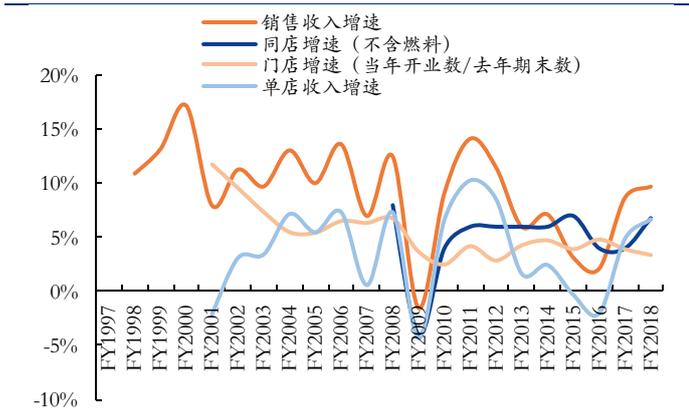
图 20: 熟食及半加工品为明星品类.....	13
图 21: 有机食品占比逐年提升, 已领先对手.....	13
图 22: 好市多为会员提供各种配套服务.....	14
图 23: 各项附加服务收入逐年提升 (FY2018 销售额占比 18%)	14
图 24: 展店、单店渗透率提升及会员续费促成会员“量”增.....	14
图 25: 优质商品服务提升会员付费意愿, 并进一步增加会员购买额, 量价创收孵化迭代... ..	15
图 26: 公司作为仓储会员业态典范的成长逻辑图.....	15
图 27: 1976 年 Price Club 成立, 1983 年起模仿者相继出现, 相关公司最多曾达 25 家.....	16
图 28: 1983-1994 年美国仓储会员店数从 23 增至 734 家.....	16
图 29: 1983-1994 年美国仓储会员销售额从不足 10 亿美元增至 377 亿美元.....	16
图 30: 与 Price Club 合并, 强强联手对抗山姆会员店.....	18
图 31: 美国仓储会员店龙头格局已定.....	18
图 32: 相同一篮子产品, 好市多相对其他同行具备价格优势 (B.J.会员店价格位于山姆会员店及大卖场之间)	19
图 33: Costco 自有品牌部分品类推出时间.....	19
图 34: 山姆会员店会员年费低, 偏向中低收入群体; 好市多会员年费高, 偏向中高收入者和中小企业.....	20
图 35: 美国 1990s 后几次宏观经济低迷期间, 对低收入者消费能力影响更大.....	20
图 36: 1996 年, 好市多总营业额超过山姆会员店.....	20
图 37: 好市多发展史.....	21
图 38: 历史股价变动和业绩增速正相关.....	21
图 39: 收入增速较为稳定、盈利波动主要为阶段性因素所致.....	21
图 40: 估值中枢相对稳定: 盈利波动较大前提下, PE 约为 20-30 倍、PS 约为 0.4-0.6 倍... ..	22
图 41: 我国付费会员消费主要集中在经济发达城市.....	23
图 42: 中国消费品类更加高频, 单次购买额少, 缺少囤货习惯.....	23
图 43: 山姆会员店在中国有所发展.....	23
图 44: 2019 年年中, 好市多将于中国大陆开设首店, 位于闵行.....	24
图 45: 2013-2018 年, 家家悦会员数从 261.2 万人增至 603.5 万人, 年复合增长率 18.2%.. ..	25
图 46: 2013-2018 年, 家家悦会员销售额占比整体呈提升趋势, 至 2018 年会员销售额贡献增至 75.7%	25
图 47: 新零售下超市行业的流量运营及效率提升.....	26
表 1: 至 FY2018, 公司共拥有 762 家门店, 其中 527 家位于美国本土, 主要定位为中产阶级客户; 其余门店分别位于加拿大、墨西哥、英国等国	5
表 2: 好市多在锁定极低毛利率 (规定不超过 14%) 的前提下, 凭借极高效率, 获得了行业极高的盈利能力及 ROE	6
表 3: 公司采取低 SKU、精选的选品策略.....	10
表 4: 公司员工激励机制行业领先 (2003 年数据)	17
表 5: 山姆会员店首先开启了对竞争对手的兼并整合.....	17
表 6: 在我国线上高集中度的竞争格局及消费升级背景下, 付费会员制显现勃勃生机	25
表 7: 行业估值比较.....	26

1. 仓储会员业态典范，经营指标领先同行，庞大会员体系实为宝藏

1.1. 仓储会员业态典范，经营指标领先同行

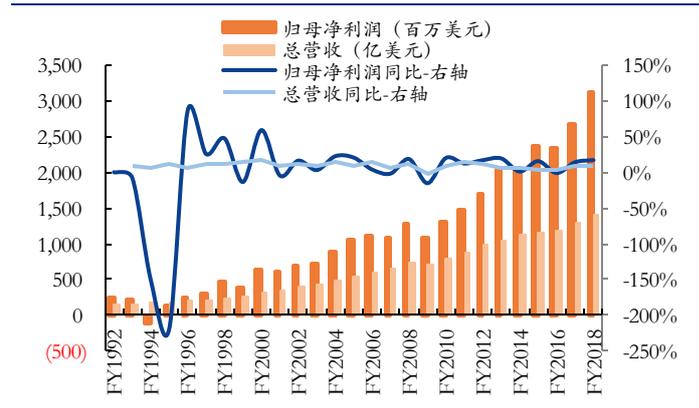
仓储会员业态典范，强强联合增长亮眼。公司 1983 年由 Jeff Brotman 及 Jim Sinegal 于美国创立，其中 Jim Sinegal 在学生时代曾作为 Sol Price 学徒于 FedMart 兼职（Sol Price 为仓储会员店先锋 Price Club 创始人）；1985 年公司上市，同年以加拿大为始开启海外扩张步伐；1993 年，公司与 Price Club 合并，强强联手对抗沃尔玛山姆会员店，并于 1996 年成为全美第一仓储会员业态。据公司公告，1993 年以来，公司门店增速中枢约 5%，单店收入增速中枢为低个位数且有所波动，同店增速（不含燃料）中枢约 6%（2008 年以来数据），销售收入增速约 10%。至 FY2018，公司共拥有 762 家门店，其中 527 家位于美国本土，主要定位为中产阶级客户，其余门店分别位于加拿大（100 家）、墨西哥（39 家）、英国（28 家）、日本（26 家）、韩国（15 家）、台湾（13 家）、澳大利亚（10 家）、西班牙（2 家）、冰岛（1 家）、法国（1 家）；已成为单年营收规模 1415.8 亿美元、净利润规模 31.3 亿美元、仅次于沃尔玛的全美第二大零售商。

图 1：1993 年以来，公司门店增速约 5%，同店增速（不含燃料）中枢约 6%（2008 年以来数据），销售收入增速约 10%



资料来源：Bloomberg，安信证券研究中心

图 2：公司已成为单年营收规模 1415.8 亿美元、净利润规模 31.3 亿美元、仅次于沃尔玛的全美第二大零售商



资料来源：Bloomberg，安信证券研究中心

表 1：至 FY2018，公司共拥有 762 家门店，其中 527 家位于美国本土，主要定位为中产阶级客户；其余门店分别位于加拿大、墨西哥、英国等国

国家	门店数（个）
美国	527
加拿大	100
墨西哥	39
英国	28
日本	26
韩国	15
台湾	13
澳大利亚	10
西班牙	2
冰岛	1
法国	1
总计	762

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

规模领先效率致胜，经营指标领先同行。除规模领先外，从报表角度来看，好市多的效率同样非常值得称道。与大卖场业态不同，好市多作为仓储会员店业态，采取了固定极低毛利率的战略，即规定店内所售商品毛利率不得超过 14%；对比之下，大卖场业态中，即使是主打天天低价的沃尔玛，其毛利率锁定水平也要在 20% 以上。正因如此，对比国内外龙头，好市多毛利率处于极低位置；据公司公告，表观毛利率约 13.0%、商品销售毛利率仅 11.5%。但是，公司正是在商品销售毛利率极低的前提下，凭借极高的效率（人效、坪效约为沃尔玛 2 倍、国内龙头 4 倍）以及极强的费用控制能力（费用率仅为同行 1/2），获得了与同行近乎持平的净利率；加之公司资产周转速度极高（对比国内龙头主要在于存货周转及现金周转），因而最终 ROE 高于沃尔玛、且远高于国内龙头。

表 2：好市多在锁定极低毛利率（规定不超过 14%）的前提下，凭借极高效率，获得了行业极高的盈利能力及 ROE

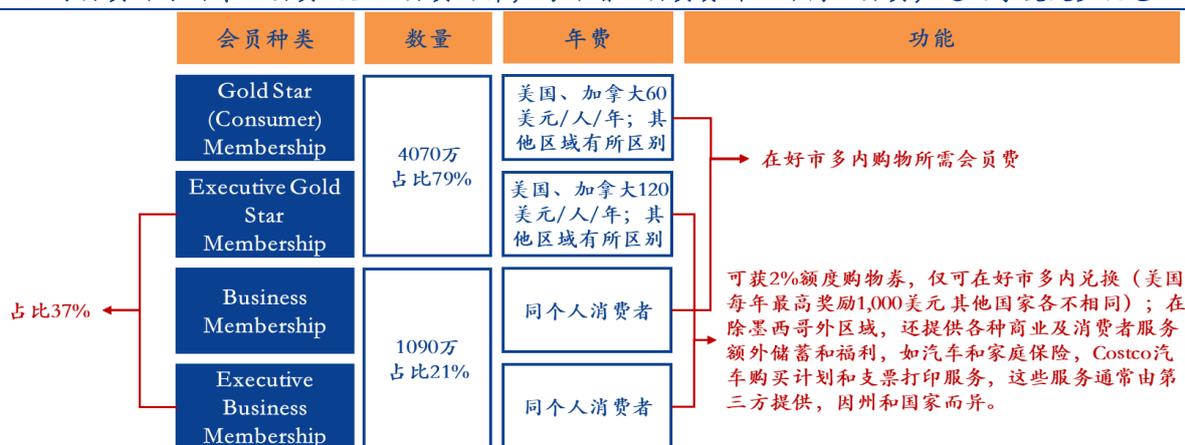
		好市多	沃尔玛	永辉超市	高鑫零售
毛利率 (%)	2016	13.3%	25.7%	20.2%	23.9%
	2017	13.3%	25.4%	20.8%	24.1%
收入 (亿元)	2016	7893	33,325	492	1034
	2017	8504	31,691	586	1076
本土收入 (亿元)	2017	6188	24,106	586	1076
自有品牌比例 (%)		25%+	20%	5%~10%	10%
净利率 (%)	2016	2.1%	2.8% (之前约 3.5%)	2.5%	2.6%
	2017	2.2%	2.0%	3.1%	2.9%
费用率 (%)	2016	10.3%	21.2%	17.0%	20.7%
	2017	10.1%	21.5%	17.3%	21.1%
人效 (万元/人/年)	2016	362	145	70	68
	2017	368	138	69	70
坪效 (元/平方米/年)	2016	82,329	30,817	11,512	14,120
	2017	85,308	29,458	11,155	13,672
SKU 数	大约	3700	万级	万级	-
资产周转率 (次/年)	2016	3.6	2.4	2.0	1.7
	2017	3.7	2.5	1.9	1.7
固定资产周转率 (次/年)	2016	7.3	4.2	16.1	3.8
	2017	7.3	4.3	17.3	4.0
租赁门店占比	2016	20.6%	-	约 97%	68.8%
	2017	20.8%	14.6%	98.1%	69.5%
流动资产周转率 (次/年)	2016	7.30	8.24	3.03	4.05
	2017	7.93	8.53	2.86	3.75
存货周转率 (次/年)	2016	11.5	8.3	8.2	5.5
	2017	11.9	8.6	8.5	5.2
现金周转率 (次/年)	2016	29.7	64.0	7.9	13.7
	2017	32.4	70.5	9.2	11.1
权益乘数	2016	2.9	2.5	1.6	2.7
	2017	3.0	2.6	1.6	2.7
ROE	2016	20.7	17.2	7.9	12.1
	2017	23.4	12.7	9.3	12.7

资料来源：公司公告，Wind，联商网，安信证券研究中心，注：无特殊说明沃尔玛及好市多使用全球数据，SKU 数为根据公开资料估算，图中沃尔玛及好市多毛利率、净利率为表观数据，费用率为 SG&A 及开办费（若有）之和除以销售收入

1.2. 庞大消费者会员体系实为宝藏

庞大消费会员体系实为宝藏。以上，我们看到好市多卓越的报表体现：1) 增量上增长迅速；2) 存量上经营指标领先同行。事实上，如果我们进一步拆解去看，就会发现在好市多巨大规模及极强盈利能力的背后，是其庞大消费会员人群的结果体现。公司会员：1) 以客户类型来区分，会员可分为个人会员及企业会员两种，个人会员占比约 70-80%；但相比之下，企业会员单次购买额度更高、更为频繁；2) 以会员级别来区分，可分为普通会员及高级会员两种，高级会员支付会员费更高、但可以享受更多优惠。据此，我们通过收入、毛利、以及利润的拆分，说明为何我们认为，庞大消费会员体系实为公司宝藏。

图 3：公司会员可分为个人会员及企业会员两种，均可增加会员费升级为高级会员，进而享受更多优惠



资料来源：公司公告，安信证券研究中心，注：图中为 FY2018 数据

图 4：企业会员单次购买额度更高、更为频繁，但近年占比在下降



资料来源：《Understanding COSTCO》，公司公告，安信证券研究中心，注：左图中为 FY2003 数据

从收入拆分角度：公司会员数增长是营收增长主要贡献来源。公司收入贡献可分为商品销售收入及会员费收入两部分（据公司公告 FY2018 占比为 97.8%、2.2%）；进一步拆分，等于会员数*（会员费+单个会员消费额）。据公司公告，FY2018 公司共拥有 5160 万付费会员，其中 79%为个人会员、21%为企业会员，2004-2018 年复合增长率约 7%，是收入增长主要贡献来源（同期公司总营收年复合增长率约 8%）；会员费为 61 美元/人/年，2004-2018 年复合增长率约 2%，高端会员占比从 15%增至 37%；平均单个会员贡献销售商品收入 2683 美元/人/年，2004-2018 年复合增长率约 1%。

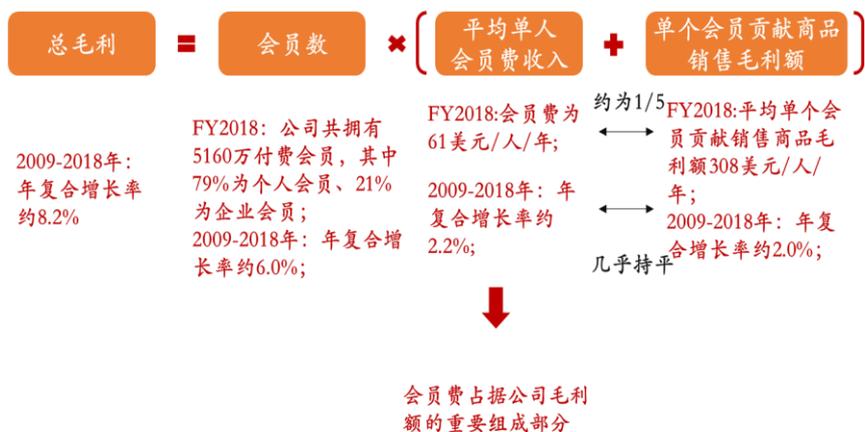
图 5：从收入拆分角度：公司会员数增长是营收增长主要贡献来源



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

从毛利拆分角度：会员费占据公司毛利额的重要组成部分。从毛利拆分角度而言，公司毛利贡献可分为会员费毛利贡献及商品销售毛利贡献两部分；进一步拆分，等于会员数*（会员费+单个会员贡献商品销售毛利额）。据公司公告，FY2018，公司所拥有5160万付费会员中，平均单个会员贡献商品销售毛利额308美元/人/年，仅为会员费的5倍；2009-2018年年复合增长率约2.0%，会员费同期年复合增长率约2.2%；同期，公司会员数年复合增长率约6.0%，公司总毛利额年复合增长率约8.2%。即：从毛利拆分角度来看，会员费占据公司毛利额的重要组成部分。

图 6：从毛利拆分角度：会员费占据公司毛利额的重要组成部分



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

从利润拆分角度：会员费收入贡献大部分利润。如前所述，从收入拆分角度，公司会员数增长是营收增长主要贡献来源；从毛利拆分角度，会员费占据公司毛利额的重要组成部分。由于会员费收入对应费用同样微乎其微，故而与上述方法类似，我们将公司利润拆分为会员数*（会员费+单个会员贡献商品销售利润额）。特别的，我们指出，公司表现综合毛利率约13%，但如果从商品销售角度来看，对应毛利率仅为11%，几乎与费用率平齐（约10%），扣除后利润率约1%；以FY2018为例，据此计算得出，单个会员贡献商品销售利润额约26元，仅为会员费收入的43%。即：从利润拆分角度，会员费收入其实为公司贡献着绝大多数利润（占比约70%）。

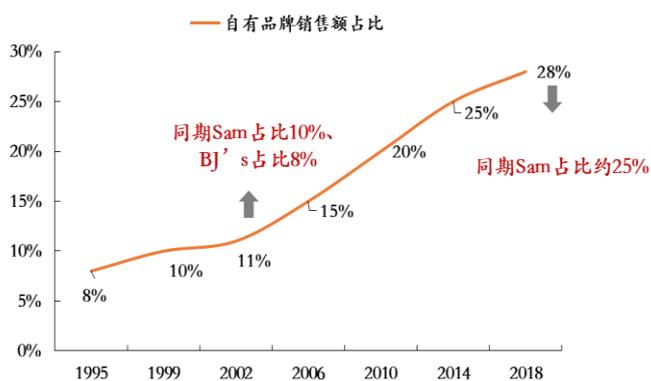
表 3: 公司采取低 SKU、精选的选品策略

业态	平均面积 (平方米)	平均每周销量 (美元)	SKU 种类
Convenience Store	200-300	40000	3000
Metro Store	800-1200	200000	13000
Supermarket	2000-4000	350000	20000
Warehouse Store	4000-7000	900000	10000
Extended-Range Discount	1000-2000	200000	3000+
Limited Assortment Discount	600-1200	150000	800-1000
Food & Drug Combo	5000-6000	600000	40000
Hypermarket / Supercenter	10000-19000	1500000+	80000
Wholesale Club Store	10000	3000000+	4000
Cash & Carry	7000-8000	1000000+	12000-25000

资料来源:《Understanding COSTCO》, 安信证券研究中心

自有品牌进一步支撑选品优质低价, 营收占比同业最高。特别注意, 在中产阶级的客户定位下, 好市多的“低价”策略并非旨在卖给客户最便宜的商品, 而是在提供优质商品的基础上, 尽一切可能给予客户最低价格; 但是, 传统零售多渠道、层层加价, 一定程度上阻碍了其“尽一切可能让利”的经营方针。故而, 公司于 1995 年起开始发展自有品牌 (Kirkland Signature) —— 一旦发现具有市场空间且价格仍有下降空间的优质商品, 便自行开发。自有品牌对公司优质低价定位提供进一步有力支撑, 且丰富选品, 其占比逐年增加: 据公司公告、《Understanding COSTCO》、TB&P 及雅虎财经, 1995 至 2018 年, 公司自有品牌销售额占比从 8% 升至 28%, 高于同业。目前, 其自有品牌 Kirkland Signature 覆盖范围已十分广泛, 拥有包括休闲食品 (果干、坚果)、保健补剂、冷冻食品、生鲜肉品、清洁用品、纸类用品等多品类明星产品。

图 9: 公司自有品牌占比高于同行, 且逐年增加



资料来源:《Understanding COSTCO》, 公司公告, TB&P, 雅虎财经, 安信证券研究中心

图 10: 多品类中涵盖自有品牌明星产品



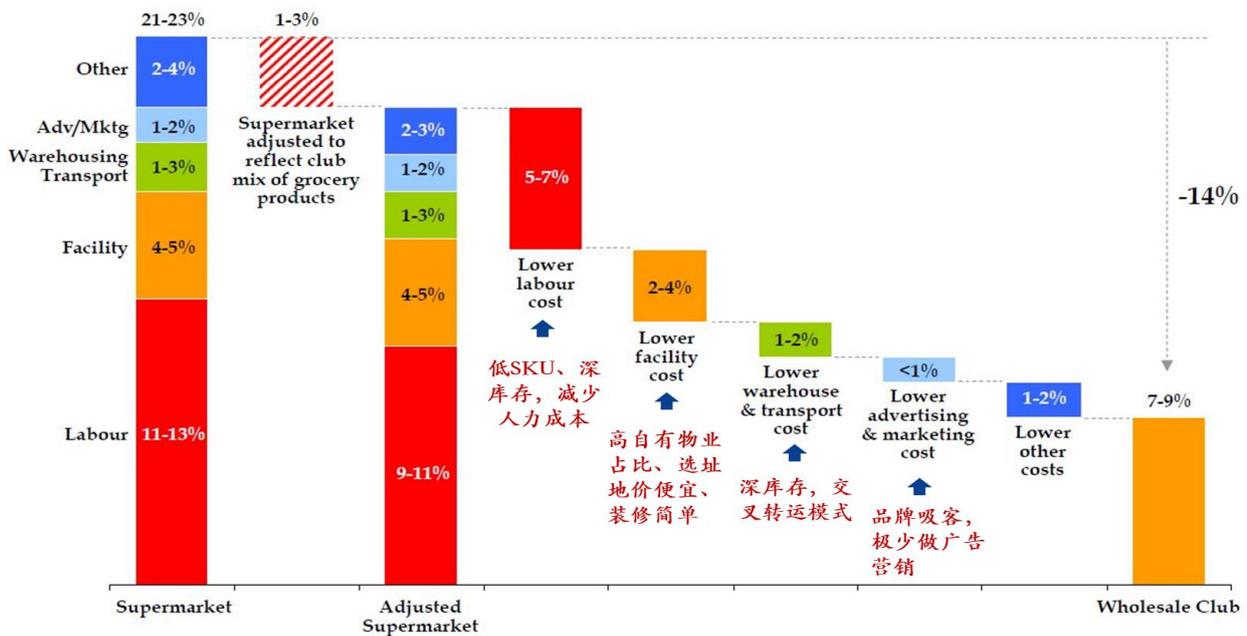
资料来源: 维基百科, 安信证券研究中心

2.2. 从各环节压缩费用, 极低加价率下运营高效

仓储会员模式下, 从各个环节压缩费用。据麦肯锡, 美国大卖场及标超业态行业费用率约 21-23%, 其中员工费用率、折旧及摊销费用率、仓储运送费用率、广告费及其他费用率分别为 11-13%、4-5%、1-3%、1-2%、2-4%; 而好市多在仓储会员模式及低 SKU、深库存的选品策略下, 其费用在各个环节均有缩减。1) 低 SKU、深库存模式使得门店理货量更小、

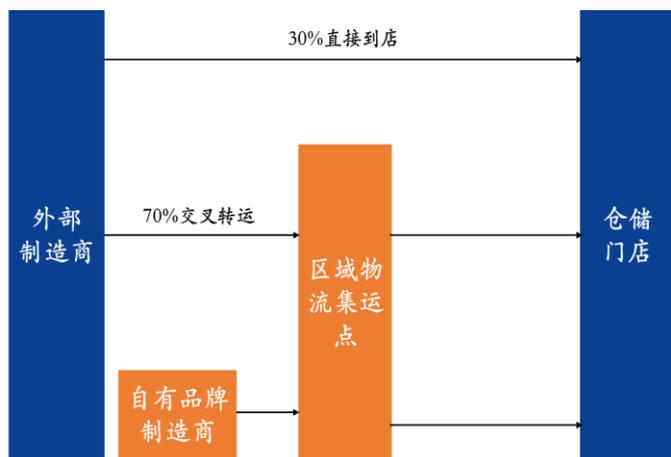
有利于减少员工数量，因而在员工激励较强的前提下，员工费用仍然低 5-7%；2) 80%为自有物业，且通常位于主要城市郊区的高速公路附近，属工业用地、地价便宜，装修简单（开业成本仅 760 万美元、100 天即可建设完成），折旧摊销费用低 2-4%；3) 采取交叉转运模式，70%商品送到区域物流集运点合并后集中运转，30%的商品则直接送抵仓储门店，以便最大限度地降低分销成本成本（从分销商进货的额外成本、中央仓库的使用费、在销售场所以外存储商品的租金管理费等），加之深库存模式下公司几乎将全部货物置于销售区，合计仓储物流运输费用可降低 1-2%；4) 品牌吸客，极少做广告，营销费用极低…加之其他费用上有附带缩减，最终可将费用率降低到 10%左右水平。

图 11：仓储会员模式下，好市多从各个环节压缩费用，费用率相对大卖场低 10pct 左右



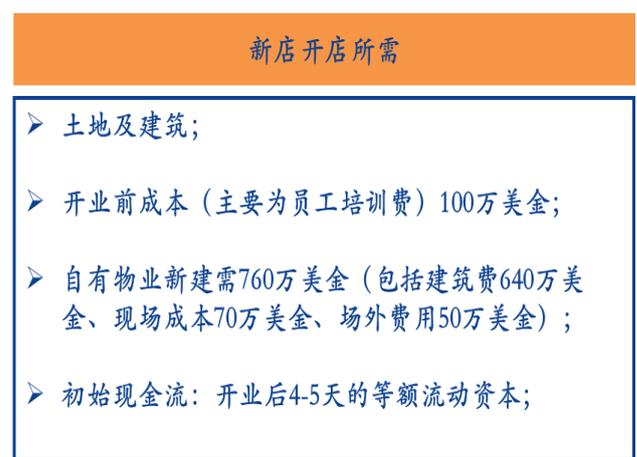
资料来源：麦肯锡，公司公告，安信证券研究中心

图 12：好市多物流配送体系：交叉转运模式下，从接收货物到满载运抵商店只需 8 小时



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

图 13：80%自建门店，且开业成本低、建设速度快



资料来源：《Understanding COSTCO》，安信证券研究中心

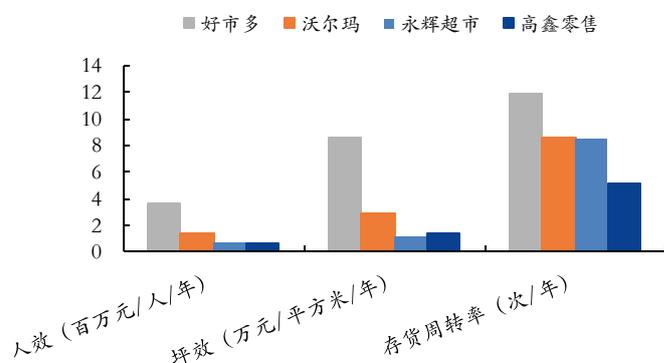
极低加价率下，以精准定位及深库存促成高效运营。好市多精选商品、深库存、高自有品牌比例、强控费的经营战略使得其可将成本、费用控制在行业绝对低位，因而即使在极低加价率下，仍可有所盈利；加之低价高质选品定位下、以会员费获取利润的模式，使得公司可锁定目标客户群体，提供适销对路商品，进一步加速周转。据公司公告，2017 年好市多存货周转率达 11.9 次/年，同期沃尔玛、永辉超市、高鑫零售的存货周转率为 8.6 次/年、8.5 次/年、5.2 次/年；同时，高周转也促进了公司人效及坪效的提升，2017 年好市多人效为 368 万元/人/年、坪效为 8.5 万元/平方米/年，约为沃尔玛 2 倍、国内龙头 4 倍。此外，在好的经营战略及高周转的条件下，公司营运资金周转极快：据公司公告及 Bloomberg 数据，2017 年公司营运资金周转天数仅为 6.7 天，比沃尔玛还低了 1.3 天；且历史数据来看，由于周转回款较快，公司营运资本占销售收入比重极低。

图 14：好市多在精选商品前提下，采取大包装销售



资料来源：公司官网，安信证券研究中心

图 15：极低加价率下，以精准定位及深库存促成高效运营——存货周转及效率均高于同行（2017 年数据）



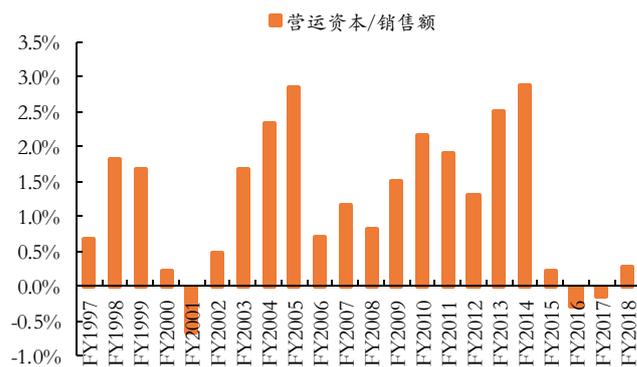
资料来源：Bloomberg，公司公告，安信证券研究中心

图 16：应收回款及存货周转快，使得营运资金周转快于沃尔玛

项目	好市多	沃尔玛
应收账款周转率 (次/年)	96	85
存货周转率 (次/年)	11.9	8.2
应付账款周转率 (次/年)	13	9
营运资金周转天数 (天)	6.7	8

资料来源：Bloomberg，公司公告，安信证券研究中心

图 17：好的经营战略及高周转条件下，好市多可以超运营资金运营



资料来源：Bloomberg，公司公告，安信证券研究中心

2.3. 爆款及轻奢品吸客，优质服务引流

打造爆款，附以轻奢品，优质大单品吸客。一般而言，在好市多每店 4000 个 SKU 中，约 75% 比例为高频消费的生活必需品，库存选品相对稳定，用以获取客流量，包括食品、熟食、饮料、谷物等；约 25% 为附加消费品，应季改变，用以获取利润，包括家具、衣物、运动器材等，同时，物美价廉的附加消费品也有利于提升消费者粘性。在生活必需引流类产品中：1) 好市多从 1987 年起开始于店内发展生鲜及烘焙制品，并很快有所成效，至 1990 年公司

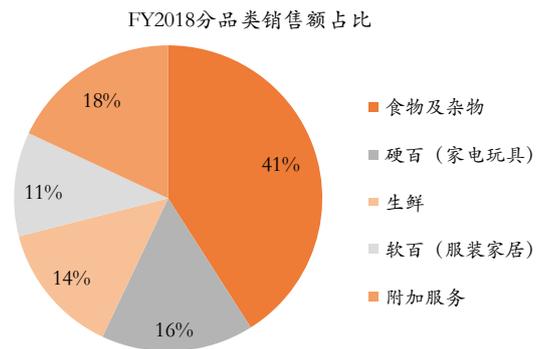
生鲜占销售额比重已达 8%；据最新财报，2016-2018 年公司生鲜占销售额比重约为 14%（不考虑附加服务占比 17%），特别是有机食品品类营收占比已达到 4%（据 Warehouse Club Focus），领先同行；2）此外，为弥补生鲜类产品高损耗、费用高的缺陷，公司于 1996 年起开始发展熟食品类（包含 Kirkland Signature 旗下自有品牌），促进引流。在附加消费品中，好市多于店内设立“寻宝轻奢品”，包含名牌奢侈品及酒类等；在公司中产阶级消费群体定位下，同样受到欢迎，据《Understanding COSTCO》，2002 年公司已成为全美最大的红酒零售商。

图 18: 好市多 75%SKU 为生活必需品,用以吸客;25%SKU 为附加可选产品,用以盈利



资料来源:《Understanding COSTCO》, 安信证券研究中心

图 19: 公司营收结构中, 生鲜占比较高



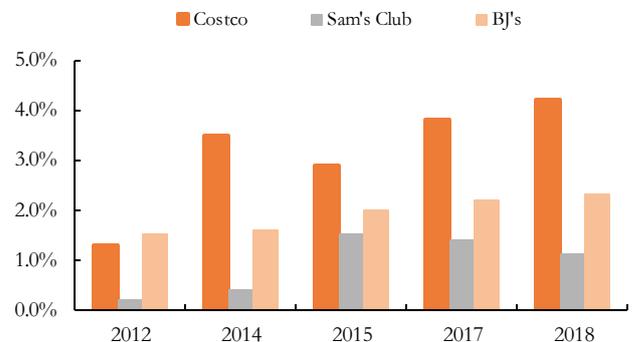
资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心

图 20: 熟食及半加工品为明星品类



资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心

图 21: 有机食品占比逐年提升, 已领先对手



资料来源: Warehouse Club Focus, 安信证券研究中心

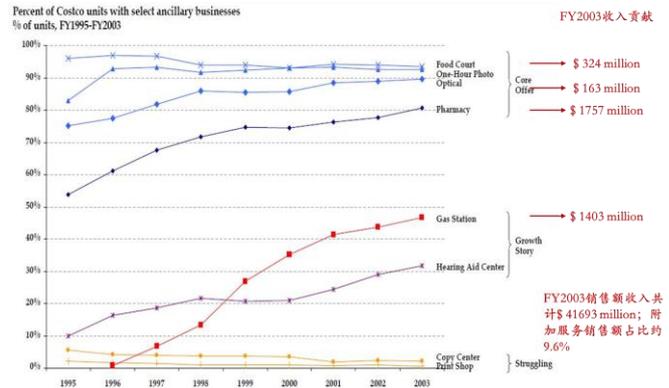
门店增设配套设施, 优质服务引流。除在门店中不断打造优质单品外, 好市多同时也在门店提供多项配套设施服务, 一则可与商品销售协同引流、提高会员购物频率; 二则可提升单个用户消费额、以一站购物体验提升客户黏性。据公司公告, 1995-2003 年间, 公司于大部分门店设置餐饮、加油站、药房、拍照中心, 于小部分门店设置光学配镜中心, 至 2003 年贡献销售额比重达 9.6%。如今, 在公司所有配套设施服务中, 加油站服务最受欢迎; 据公司公告, 至 2018 年财年末, 公司已拥有 567 个加油站, 而包含加油业务在内的所有附加服务营收占销售额总额比重已达 18%。

图 22：好市多为会员提供各种配套服务



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

图 23：各项附加服务收入逐年提升 (FY2018 销售额占比 18%)



资料来源：《Understanding COSTCO》，安信证券研究中心

2.4. 量价创收，迭代孵化

展店、单店渗透率提升及会员续费促成“量”增。前文中，我们将好市多的收入贡献拆分为会员数*（会员费+单个会员消费额），其中会员数为量，单个会员的贡献（包括会员费及商品消费额）为价，并指明，从过去 15 年数据来看，会员“量”的增长（CAGR 约 7%）是收入增长（CAGR 约为 8%）的主要贡献来源。这里，我们进一步将会员数拆分为新店带来新用户+老店会员渗透数增加+原有会员续费；在好市多仓储会员模式及供应链能力奠定的经营优势条件下，以上三点共同促成了“量”的变化：1) 据公司公告，历史数据来看，会员数增速和门店数增速相关性较高（除 2008 年受新类型会员加入影响，会员数增速较高），说明新店对会员增量贡献；2) 2004-2018 年单店会员数年复合增速为 3%，体现单店会员渗透率有所提升；3) 会员续费情况来看，过去 10 年内，美国、加拿大及其他地区会员续费费率均保持 85%以上增速水平，且逐年提升，会员粘性极强。

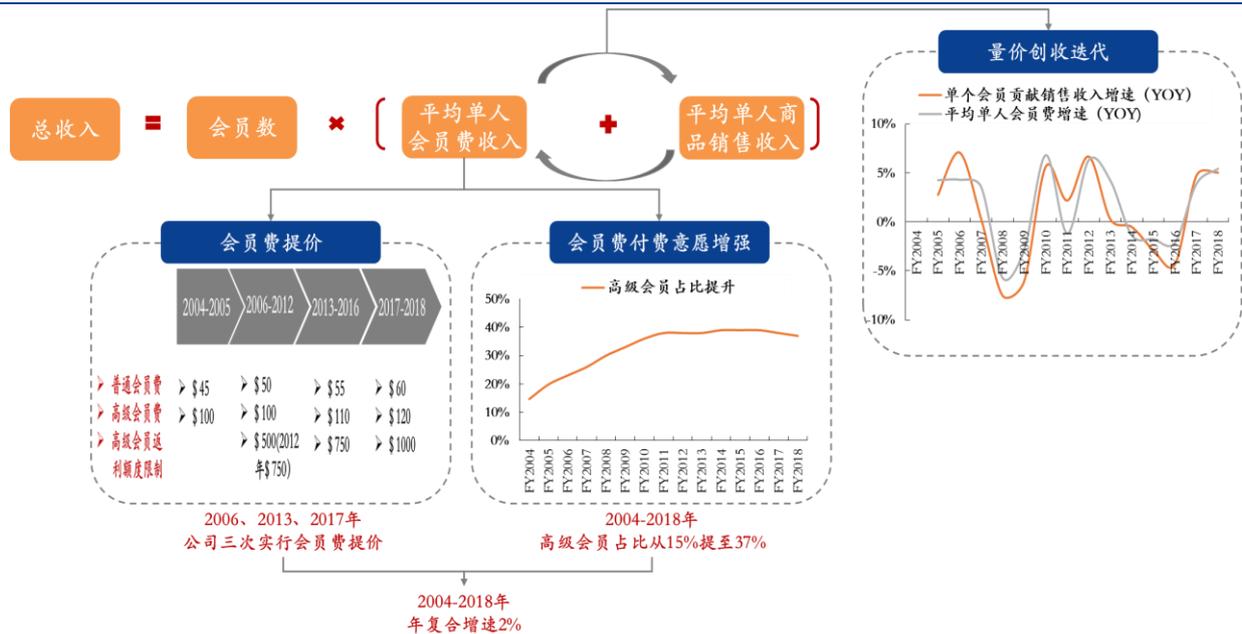
图 24：展店、单店渗透率提升及会员续费促成会员“量”增



资料来源：公司公告，Bloomberg，安信证券研究中心

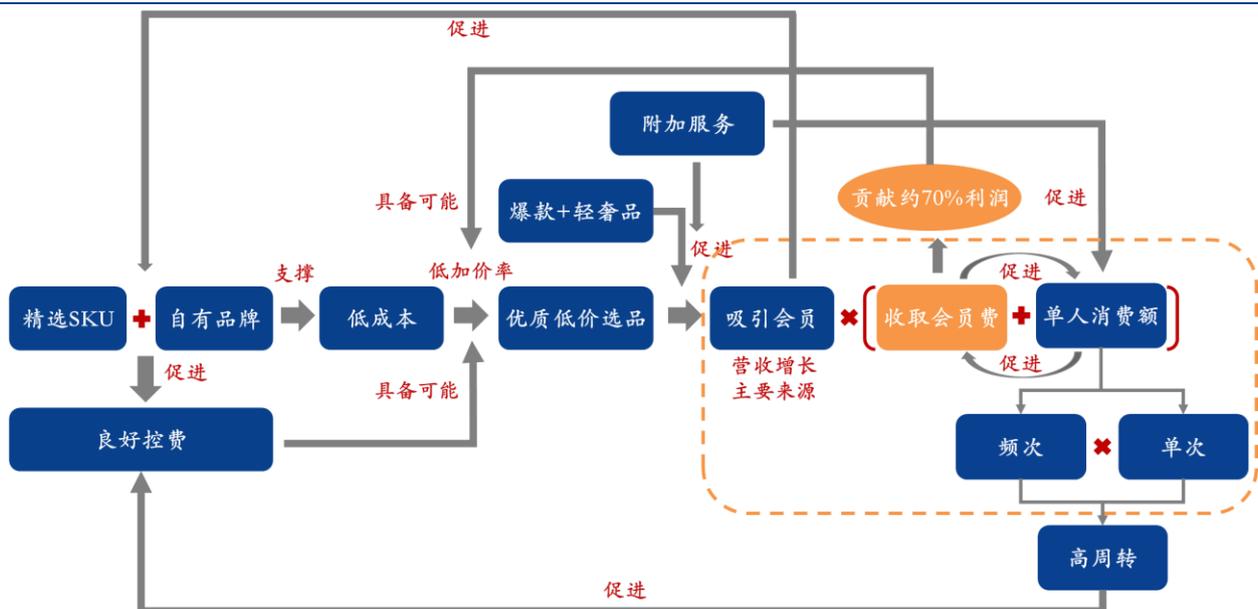
会员付费意愿提“价”，量价创收孵化迭代。在对公司商品及服务充分认可的前提下，近年来高级会员占比逐年提升，2004-2018年，高级会员占比从15%提至37%；加之公司分别于2006、2013、2017年三次实行会员费提价，平均单人会员费收入呈上升趋势，2004-2018年年复合增长率为2%。而会员费作为隐形成本，其提升也会促使消费者扩大单年购买量，进而获得更大消费者剩余：据公司公告，公司历史单人会员费收入和平均单人商品销售额呈较强相关性，即为印证。即：仓储会员模式下，由供应链能力支撑的优质低价选品策略及强费用控制能力下的低加价率定价策略使得会员费创利的模式得以形成，而会员付费意愿的提升又会进一步促进消费者扩大购买额，并帮助公司选品更加适销对路、提升自有品牌试错空间、扩大规模优势。量价创收，孵化迭代。

图 25：优质商品服务提升会员费付费意愿，并进一步增加会员购买额，量价创收孵化迭代



资料来源：公司公告，Bloomberg，安信证券研究中心

图 26：公司作为仓储会员业态典范的成长逻辑图



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

3. 好市多发展史：黄金时期乘风而上，经营理念一以贯之

如前所述，我们认为，独特的仓储会员模式及强大的供应链支持使得好市多孵化迭代成为全美业态典范。但我们也需要指出，十分显然，在无规模效应基础上，好市多所代表的若干仓储会员经营模式均本无壁垒。而好市多作为仓储会员业态中“既非第一、亦非唯一”的企业，如何从若干竞争者中杀出重围？本章中我们将一探究竟。

3.1. 大浪淘沙：黄金时期乘风而上，具备先发优势（1983~1993）

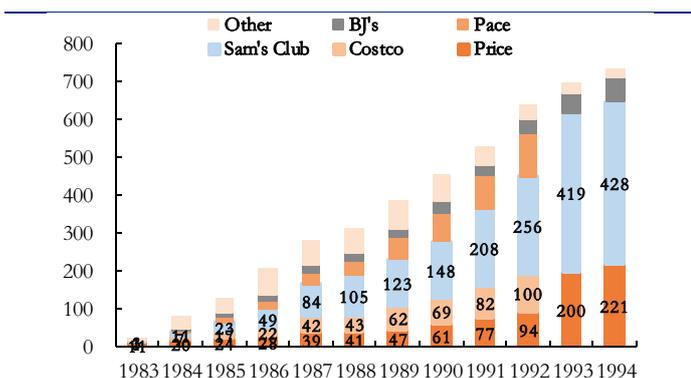
20世纪80年代，美国仓储会员业态迎来黄金发展时期。20世纪60年代，以沃尔玛为代表，美国未来四大折扣店应需而起，并以平价策略不断倒逼压缩行业利润；20世纪80年代，随着行业商品价格及利润空间不断下降，精明的经销商留存后凭借极低运营经费将利润压缩到5-7%，远低于行业22%利润水平。在此背景下，仓储会员模式应运而生。事实上，会员折扣店概念源于FedMart，早在1954年已有雏形；但直到1976年，以Sol Price(曾为FedMart执行副总裁)于加州成立Price Club为标志，行业开始进入黄金发展时期。1983年起，以好市多、山姆会员店、B.J.批发俱乐部(后期三大龙头)为代表，Price Club的一批模仿者相继出现，相关公司最多曾达25家。据Coriolis analysis, 1983年全美仓储会员店仅23家、销售额不足10亿美元；至1994年，店面数量已飞速增长到734家，总销售额超过377亿美元。

图 27：1976 年 Price Club 成立，1983 年起模仿者相继出现，相关公司最多曾达 25 家



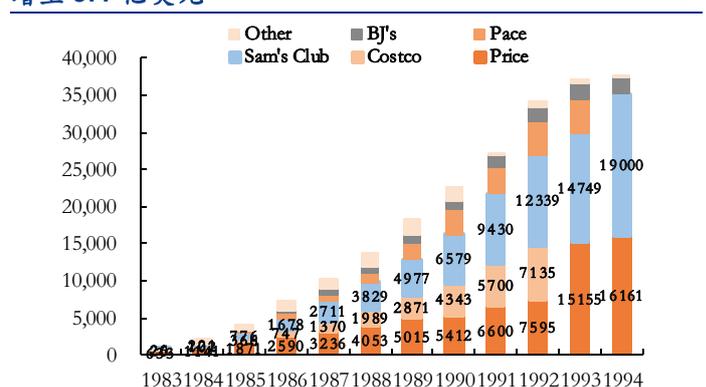
资料来源：《Understanding COSTCO》，安信证券研究中心

图 28：1983-1994 年美国仓储会员店数从 23 增至 734 家



资料来源：Coriolis analysis, 安信证券研究中心

图 29：1983-1994 年美国仓储会员销售额从不足 10 亿美元增至 377 亿美元



资料来源：Coriolis analysis, 安信证券研究中心

会员制度提高顾客转换成本，大浪淘沙乘风而上。与所有零售行业相同，超市行业的供应链核心为资金流、物流、信息流的传递，其效率优化的过程需要人与基础设施的匹配，涉及物流、供货商、消费者售后服务、支付等大量门槛，而上述问题的解决需要人、需要钱、更需要时间。因而，行业先发优势明显。而在仓储会员店的会员制度下，会员费的存在进一步提高了顾客转换成本，因而先发优势愈发重要。好市多于 1983 年成立，相对较早：1) 于人，其创始人之一 Jim Sinegal 在学生时代曾作为 Sol Price (Price Club 创始人) 学徒在 FedMart 兼职，且重视员工激励，人员流动率很低；2) 于钱，高效前提下造血能力较强，1985 年成功上市再获资金支持；3) 于供应链，从一开始即注重选品低价高质及经营控费让利，获得良好客户口碑。

表 4：公司员工激励机制行业领先（2003 年数据）

		好市多	沃尔玛
职工数量 (人数)		10.3 万	150 万
员工分布	全职员工	57%	70%
	兼职员工	43%	30%
典型收银员工资		\$10.50-17.50	\$7.65-11.45
医保比例		82%	48%
保险登记等待期	全职员工	3 个月	6 个月
	兼职员工	6 个月	24 个月
医保公司付费比例		92%	66.6%
员工变动率/年	员工	23%	50%
	经理	1.60%	-
员工平均年龄	员工	35	-
	经理	43	-
员工就职时长	员工	5 年	-
	经理	15 年	-

资料来源：Coriolis analysis, 公司公告, 安信证券研究中心

3.2. 强强联手：与 Price Club 合并，抗衡山姆会员店扩张（1993~1994）

山姆会员店首先开启了对竞争对手的兼并整合。在行业竞争激烈、利润率低以及先发者优势明显的前提下，山姆会员店作为优势龙头，首先开启了对竞争对手的兼并整合。1987 年、1991 年、1994 年，山姆会员店分别收购了位于南部的 Super Saver Wholesale (21 家门店)、位于中西部的 The Wholesale Club (28 家门店)、以及当时展店数全美第二且销售额全美第四的 Pace Membership Warehouse (113 家门店)，一跃成为全美第一大仓储会员店。

表 5：山姆会员店首先开启了对竞争对手的兼并整合

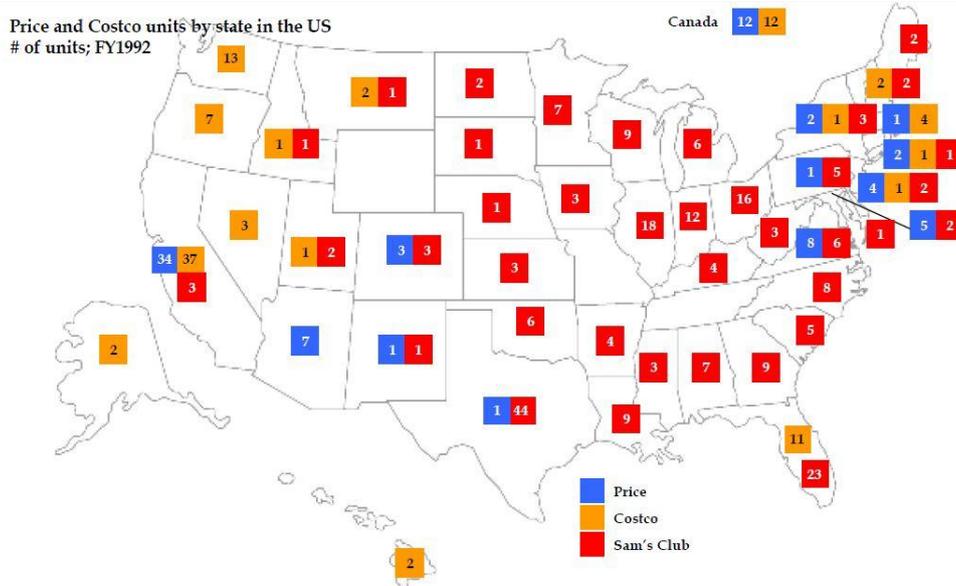
收购对象	成立年份	门店数	备注
Super Saver Wholesale	1987	21	位于美国南部
The Wholesale Club	1991	28	位于美国中西部
Pace Membership Warehouse	1994	113	1989 年首先被凯马特收购，后续凯马特将 113 家门店运营权交给山姆会员店

资料来源：Coriolis analysis, 安信证券研究中心

好市多、Price Club 强强联手，与沃尔玛平分秋色。在山姆会员店兼并整合、高歌猛进的同时，作为原有领军者的 Price Club 却因展店过快遇到周转困难；此时，好市多高效经营管理优势有所显现，再加上两公司从商业模式到经营理念都高度相似，最终 1993 年，好市多与

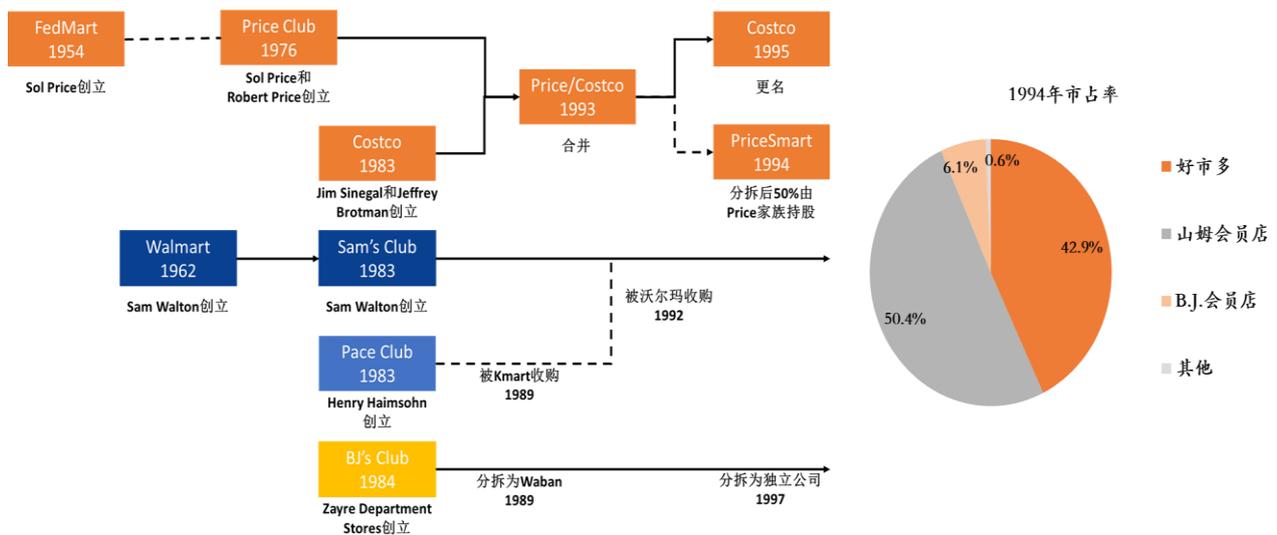
Price Club 合并成为 Price/Costco 公司；合并后，两家公司旗下门店依旧独立运作，客户可持任意一家的会员卡在所有门店进行消费。这场合并使好市多拥有了与沃尔玛山姆会员店抗衡的实力，并以加州和美国西海岸为基地，牵制山姆会员店自美国中部、南部的全国扩张。虽然，不久后，Sol Price 之子因经营理念冲突离开 Price/Costco，并剥离出 Price Smart（销售额占比仅个位数，主要位于中美洲和加勒比地区）；但是，以好市多、山姆会员店、BJ's Wholesale Club 为代表，龙头格局已定，据 Coriolis analysis，三家合计市占率达 90%以上，其中好市多、山姆会员店市占率分别约为 43%、50%。

图 30：与 Price Club 合并，强强联手对抗山姆会员店



资料来源：《Understanding COSTCO》，安信证券研究中心

图 31：美国仓储会员店龙头格局已定

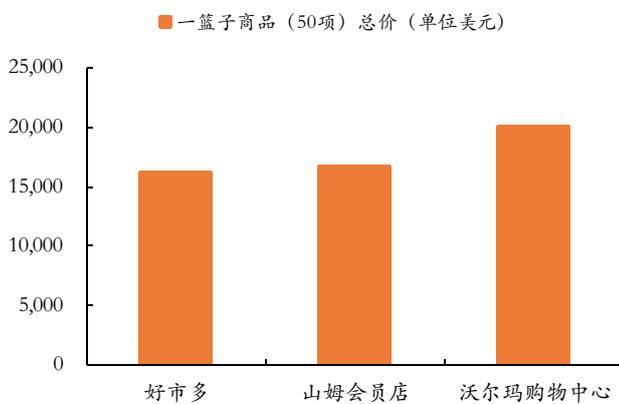


资料来源：公司公告，《Understanding COSTCO》，安信证券研究中心

3.3. 称霸北美：山姆会员店内外掣肘，好市多称霸仓储会员品牌(1994至今)

相对其他：规模成就价格优势，与上游合作共赢，1995年起发展自有品牌。在已有规模基础上，好市多相对其余同行具备价格优势：据 Warehouse Club Focus, Coriolis analysis 及 Fulcrum 数据，相同一篮子产品，好市多的价格低于山姆会员店及 B.J.会员店，且远低于其他同行。与此同时，好市多基于已有规模通过与上游供应商互利协同寻求合作共赢，并于 1995 年起借助上游力量发展自有品牌；在自有品牌发展过程中，多采取 OEM 模式，即：当公司判断某种产品有需求且价格可以更低，便由其设计团队把控发展。在供应链及已有规模支撑下，公司产品从设计、制造、出货再到卖场销售可以在一周内完成。

图 32：相同一篮子产品，好市多相对其他同行具备价格优势（B.J.会员店价格位于山姆会员店及大卖场之间）



资料来源：Fulcrum, Coriolis analysis, 安信证券研究中心 (2002 年数据)

图 33：Costco 自有品牌部分品类推出时间



资料来源：公司公告, 安信证券研究中心

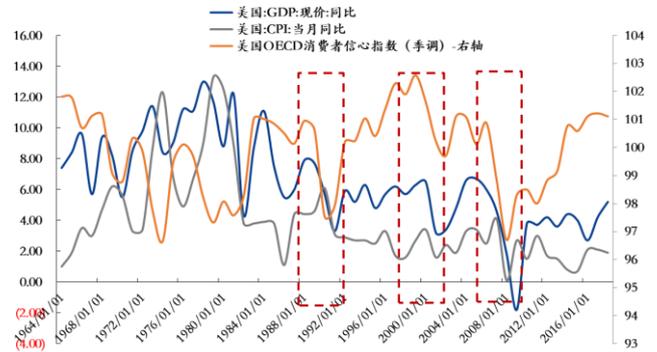
相对山姆：中产阶级定位明晰，不存在内部竞争。可以看到，至 19 世纪中，美国仓储会员店其实是好市多、山姆会员店双足鼎立局面；而二者之所以如今形成较大差距，除在商品价格、自有品牌比例上微弱区别外，原因主要可归为两点：**1) 对外，好市多的中产阶级定位更加明晰。**从整体布局来看，相比东部布局更密集的山姆会员店及 BJ 会员店，好市多在美国西部布局更密集；且从会员费来看，与好市多吸纳中高收入家庭和中小企业为会员不同，山姆会员店主要吸引中低收入者为会员，因此会员形态不及好市多丰富，入会费也比好市多便宜 20% 左右。低收入者的消费能力受宏观经济影响较大，不及中小企业与中高收入者的消费能力稳定，因此在 1990s 以来几次美国经济下行的宏观背景下，山姆会员店的销售收入更易受到冲击。**2) 对内，好市多不存在内部业态竞争。**与山姆会员店一样，沃尔玛购物广场也主打低价但无需缴纳会员费，开在同一区域的山姆会员店与沃尔玛购物广场会形成竞争，导致顾客分流，挤占销售收入，因而其展店选址需要顾虑因素更多；现在山姆会员店选址往往在沃尔玛购物广场隔壁，更依赖沃尔玛的客户群体。上述两点推动好市多在 1996 年总营业额超过山姆会员店后不断扩大领先优势。

图 34：山姆会员店会员年费低，偏向中低收入群体；好市多会员年费高，偏向中高收入者和中小企业



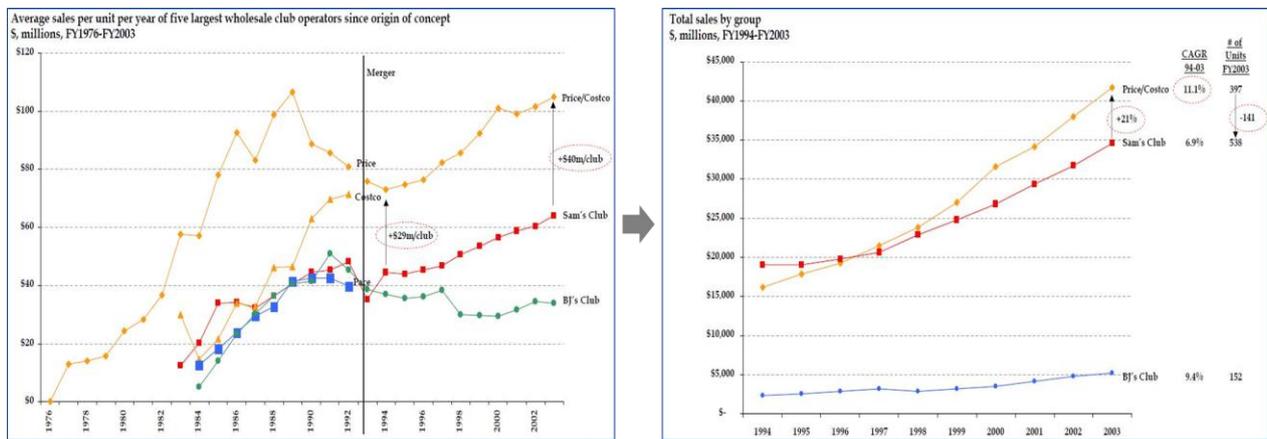
资料来源：公司官网，安信证券研究中心

图 35：美国 1990s 后几次宏观经济低迷期间，对低收入者消费能力影响更大



资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 36：1996 年，好市多总营业额超过山姆会员店

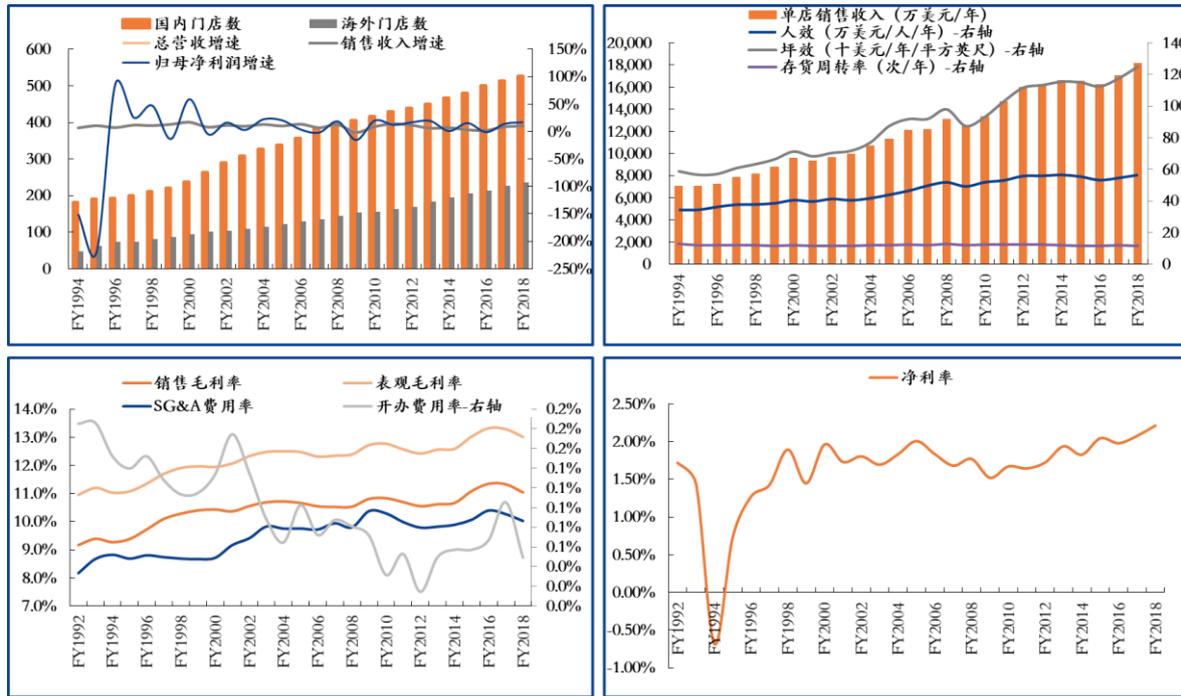


资料来源：《Understanding COSTCO》，安信证券研究中心

3.4. 15 年 13 倍股，规模扩张及盈利能力改善为关键，估值中枢相对稳定

15 年 13 倍股，规模扩张及盈利能力改善为关键。回顾过去 15 年好市多发展史，规模扩张及盈利能力改善成为了其股价增长约 13 倍的重要因素：据公司公告及 Bloomberg 数据，1994-2018 年（1994 年为可提取最早数据），在上述推动因素下，好市多营收增长约 8.6 倍，净利率中枢从 1% 约增至 2%。与沃尔玛随发展阶段不同、各项盈利指标有拐点及趋势变化不同，好市多的各项指标在过去 15 年间并没有阶段性拐点出现。分指标来看：1) 收入端。如前所述，门店增速中枢约 5%，同店增速（不含燃料）中枢约 6%，收入增速中枢约 10%；展店端，公司国外展店布局为稳步推进，平均单年展店数约为 10 家左右，并没有明显加速，21 世纪 10 年代以来有阶段性提速，但如果摊薄到比例计算，提速并不明显；2) 盈利能力端。净利率提升主要靠毛利率提升推动，即：正是由于规模扩大后议价权提升、后台毛利率随之上行、自有品牌占比提升、附加服务占比有所增加、会员收入占比略有提升等重要经营战略，使得好市多毛利率整体趋势上行约 2pct，因而可以在费用率受国际扩张、电商布局、员工福利提升等方面影响趋势上行 1pct 的前提下，使得净利率仍可提升约 1pct。

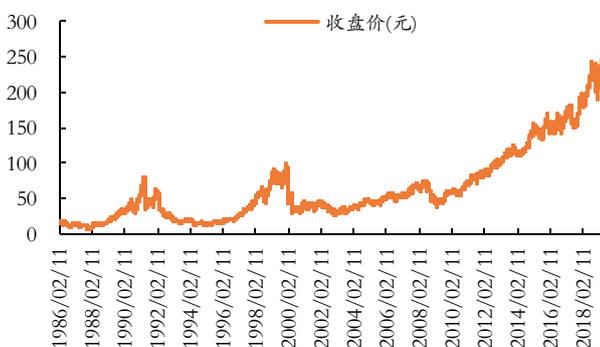
图 37: 好市多发展史



资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心

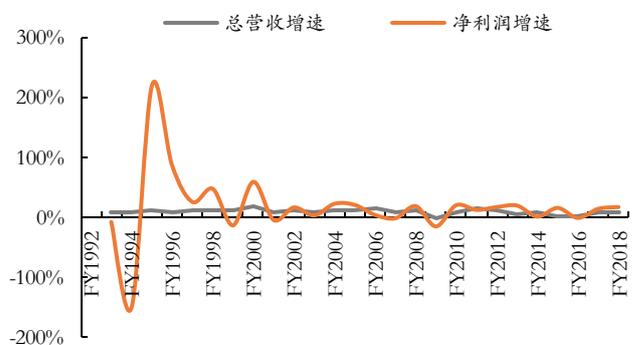
历史股价变动与业绩增速正相关，估值中枢相对稳定。细分阶段来看，1994-2018 年间，公司收入增速仍然稳定；但受阶段性因素影响，单年业绩增速波动较大。如 1994-1995 年，公司同店较差(分别为-3%及 2%)，叠加海外开拓等因素影响，利润增速分别为-150%、-219%；1997 年，同店较高(约 9%)，海外开拓即有所好转，费用率下行压力减弱，并对毛利率上行有所贡献，最终利润增速 25.5%。股价层面看，公司历史股价变动与业绩增速正相关。如：在 1993-1994 年、1999 年、2001 年、2009 年业绩增速为负阶段，股价都呈现下降趋势，反之亦然。也正是因为公司单年盈利波动主要为阶段性原因所致，次年极有可能有所好转，导致公司历史估值中枢相对稳定，均在 20-30 倍 PE、0.4-0.6 倍 PS 水平。

图 38: 历史股价变动和业绩增速正相关



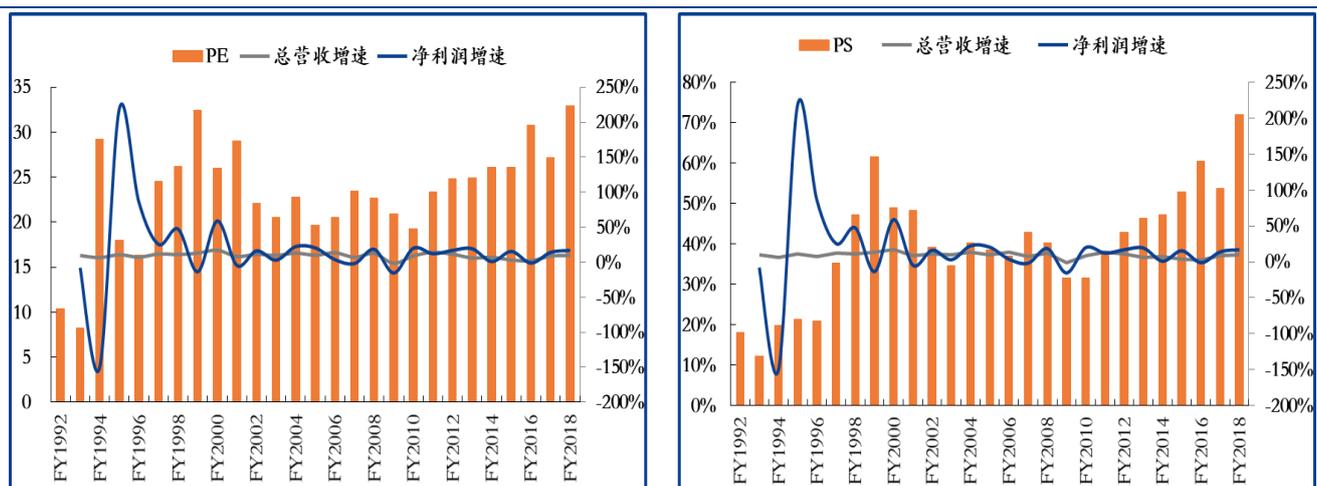
资料来源: Bloomberg, 安信证券研究中心

图 39: 收入增速较为稳定、盈利波动主要为阶段性因素所致



资料来源: Bloomberg, 安信证券研究中心

图 40：估值中枢相对稳定：盈利波动较大前提下，PE 约为 20-30 倍、PS 约为 0.4-0.6 倍



资料来源：Bloomberg，安信证券研究中心

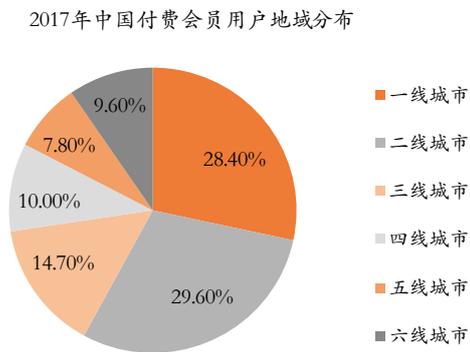
4. 好市多模式在中国：因地制宜，机遇与挑战并存

4.1. 中国仓储会员店发展有喜有忧

早期外资仓储会员店在华发展不顺。早在 1990s，外资零售巨头就已将仓储会员店模式引进中国，山姆会员店（1996 进入深圳）、万客隆（1996 进入广州）、麦德龙（1996 进入上海）和普尔斯马特（1997 进入北京）纷纷抢滩登陆中国市场，填补了中国仓储会员业态的空白。但仓储会员制超市在中国发展至今，并不顺利，不少线下会员店由于水土不服或退出或转型：2005 年，普尔斯马特撤出中国；2007 年，万客隆转型大卖场；麦德龙把收费会员制变革为免费会员制，并向散客发放临时会员证。

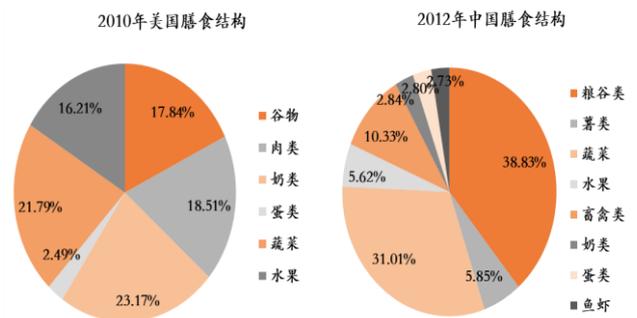
究其原因，主要有以下四点：1) 经济发展水平及竞争格局有异。仓储会员店对所在城市 GDP 要求高，据艾瑞咨询，我国付费会员主要集中在一二线城市；而行业高分散度的格局叠加电商入局，使得加价率已经很低；故而一则没有高质条件、二则没有降价空间。2) 零供关系并非互利共赢，自有品牌等发展不足。经济发展水平的落后及较低的利润空间使得零售商的自有品牌定制多集中在低价品类，零供间存在利益冲突，一定程度上影响了自有品牌的发展。3) 消费品类及习惯不同。从消费品类来看，美国超市行业消费中冷食为主，偏爱奶类；中国人则偏爱粮食谷物及蔬菜，热食为主；因而单次购买额较少、缺少囤货习惯。4) 城市建设及物流水平使得价格优势更加难以凸显。与美国商业区及居住区较为分明、很多人居住在远离市区的郊区不同，中国主要以市中心为居住及消费主体，在公路建设滞后与私家车普及率不高时，低价的优势并不能抵消路途遥远带来的不便，同时使得选址矛盾突出。以上原因导致早期外资仓储会员店在华发展不顺。

图 41：我国付费会员消费主要集中在经济发达城市



资料来源：艾瑞咨询，安信证券研究中心

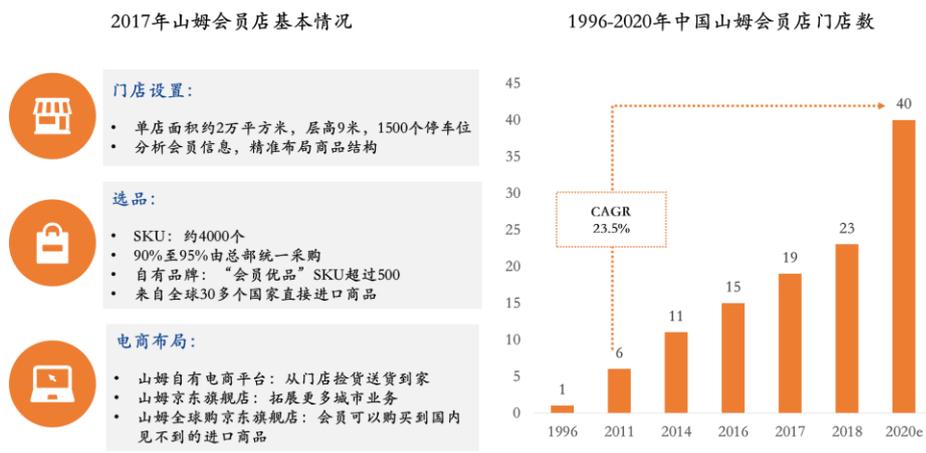
图 42：中国消费品类更加高频，单次购买额少，缺少囤货习惯



资料来源：新浪财经，安信证券研究中心

山姆会员店在中国有所发展。其原因主要在于：1) 在华实行面向高收入者的会员制度。与在美国的中低收入会员群体不同，山姆会员店在中国走高端路线，据艾瑞咨询目前活跃会员客单价约 600-1000 元，远高于普通超市、大卖场。2) 结合线下发展线上业务，扩大服务半径。通过发展自有电商（山姆自营 APP）及与其他电商平台合作（京东山姆官方旗舰店和全球购），扩大服务半径。3) 设云仓，突破生鲜等高频消费。2017 年下半年，利用“极速达”生鲜品类作为引流突破点，山姆和京东合作，有选择地在目标区域开设了云仓，从而让其周围半径 3 公里内的会员可以享受“一小时送达”服务，获取客户增量；且通过高频消费培养用户消费习惯，提升客户黏性，借助高质量生鲜产品和精细化运营树立了高端品牌形象。据统计，运营超过一年的深圳云仓的坪效已超 13 万元/平方米/年。据联商网，2018 年中国山姆会员店线上业务实现三位数增长，95% 的新会员是通过微信加入会籍，门店同店达 8%，预计至 2019 年底国内山姆会员店线上占比将达 13-15%。

图 43：山姆会员店在中国有所发展



资料来源：艾瑞咨询，安信证券研究中心

2019年年中，好市多将于中国大陆开设第一家仓储会员店。早在20世纪90年代，好市多就已进入亚洲市场，截至FY2018在日本、韩国、台湾门店数为26家、15家、13家。随着运营团队、经验的完善及中国消费者对优质产品需求的增加，好市多开始试水中国市场：2014年起，相继入驻天猫、京东全球购、进口电商洋码头，加码在华线上业务；并于2017年12月在上海浦东注册开市客（中国）投资有限公司，注册资本8600万美元。2018年5月，开市客与上海浦东康桥（集团）有限公司正式签署投资协议书，宣布Costco将在浦东康桥设立中国区投资性总部；同时宣布，2019年年中全国首家Costco超市旗舰店将于上海闵行区正式运营，占地2万平方米；第二家Costco超市拟建于浦东新区，预计将于2021年运营。此外，开市客将与深圳星河控股集团合作，共同建设一家会员俱乐部零售旗舰店，具体地段还未公布。目前，开市客旗下有上海闵行开市客贸易有限公司和上海浦东开市客商业有限公司两家子公司，其中，上海闵行开市客贸易有限公司已经获得食品经营许可证等行政许可证件。

图 44：2019年年中，好市多将于中国大陆开设首店，位于闵行



资料来源：搜狐新闻，安信证券研究中心

4.2. 模式借鉴：因地制宜，机遇与挑战并存

模式借鉴：因地制宜，机遇与挑战并存。中国仓储会员店发展有喜有忧，独特的经济发展背景及消费习惯使得其一定程度上遇到阻碍，但是也有山姆会员店等龙头因地制宜，通过设置前置仓、增加生鲜等高频消费品类、发展线上业务等方式试图打开中国市场。看未来，若在本成本覆盖的条件下讨论仓储会员店模式在中国发展，其能否大规模复制很难下定论，但是，仓储会员业态本身的诸类细节模式对于行业玩家而言确实值得借鉴。如：

1) 付费会员模式。虽然线下仓储店在中国发展并不完全顺利，但付费会员制却从线下发展到线上，与电商结合后获得旺盛生命力。付费会员制源于亚马逊 Prime 会员计划（2005年推出），如今已经成为其稳定的获利来源及三大业务支柱之一：据公司公告，目前全球 Prime 会员超1亿人，2018年以Prime会员收入为主的订阅服务营收超100亿美元，同比增长26%，占总营收5.5%左右。回看国内，中国电商会员制最初以免费会员为主，通过消费获得积分折扣进一步促进消费，如京东的京享值和阿里的淘气值会员体系；如今，随着京东、当当、亚马逊、贝贝、网易考拉等电商对于付费会员服务的多年打造，正通过差异化运营增强用户粘性；这些付费会员年费在100~400元之间，为消费者提供的会员服务包括折扣、配送费减免、优惠券、专属会员和退换货服务等。在我国线上高集中度的竞争格局及消费升级背景下，电商付费会员制显现勃勃生机：京东 PLUS 会员制发展迅速，上线两年内会员人数和销售额的月度复合增长率达30%，会员续费率高达76%。但相比之下，对于线下超市而言，行业发展条件及高分散度竞争格局下，如何掌握用户心智，提供优质低价产品成为关键；家家悦

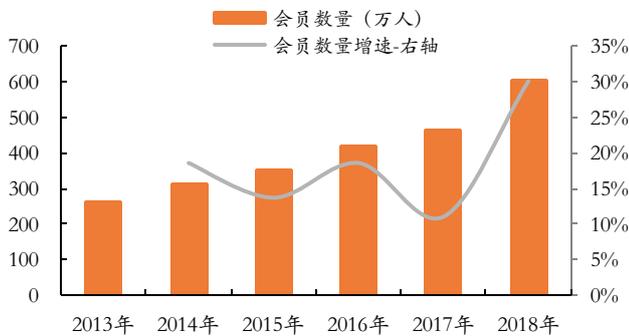
凭借生鲜供应链优势，获得较高会员数增速及高比例会员销售贡献，据公司公告，2013-2018年公司会员数从261.2万人增至603.5万人，年复合增长率18.2%，至2018年会员销售额贡献已从58.7%增至75.7%。

表 6: 在我国线上高集中度的竞争格局及消费升级背景下，付费会员制显现勃勃生机

平台	价格	平台内权益	其他权益
淘宝 88VIP	888	天猫超市、国际直营和 88 个精选品牌 95 折 每年运费券和税费券各 26 张，价值 520 元	优酷 VIP、虾米超级 VIP
网易考拉黑卡 (2017)	888	黑卡专享价、商品 96 折，每月固定会员日，会员专享券，黑卡优先购，黑卡专享商品，极速退款，每月领取工厂店优惠券，美妆品牌优先买	-
亚马逊 Prime 中文版 (2016)	388	海外购订单满 200 元跨境免邮，国内 0 门槛免邮； 会员专享折扣，周三会员日电子书 360 元/年的运费券，免费上门退换货	电子书
京东 PLUS (2015)	299	10 倍京豆回馈，9 折服饰品类券、100 元全品类专享券、会员价商品，专属购物节	爱奇艺 VIP
苏宁 super	299	24 张自营运费券，12 张海外购运费券，免取件费退换货 2%云钻返利，每月 6 日专属会员日	PP 影视会员 372 天，PP 体育足球通 31 天，电子书
唯品会超级 VIP	199	自营商品无限免邮，免费上门退货 超级 VIP 专场，可在指定专场享受额外 8-9 折专享价优惠	198 元五折开通腾讯视频+唯品会联合会员
贝贝网会员 (2017)	199	会员折扣、会员抢购促销活动	-
小红书黑卡会员	199	会员折扣、无门槛包邮、跨境商品包税、限时购提前抢、7 天报价自动退、专属客服	-
每日生鲜优享会员	180	1 小时送达 会员专享商品 300 款、毛利率上限 13.9%、返现 5%、会员专享价最高优惠 50%	-

资料来源：艾瑞咨询，安信证券研究中心

图 45: 2013-2018 年，家家悦会员数从 261.2 万人增至 603.5 万人，年复合增长率 18.2%



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

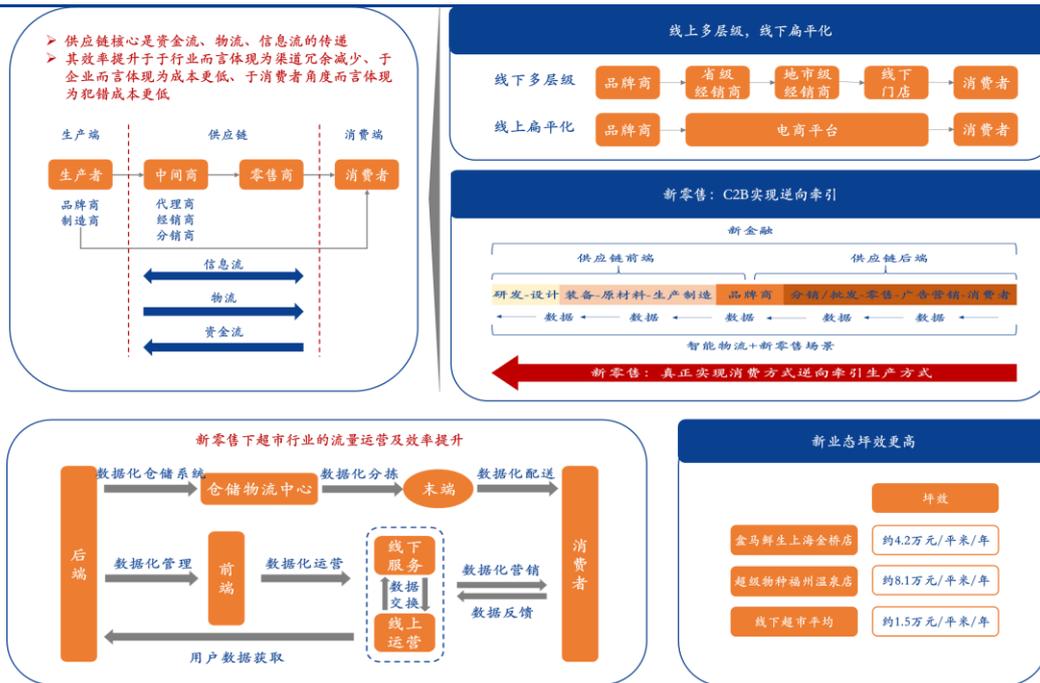
图 46: 2013-2018 年，家家悦会员销售额占比整体呈提升趋势，至 2018 年会员销售额贡献增至 75.7%



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

2) 精选 SKU 及自有品牌战略。如前所述，好市多精准的 SKU 选品其实是基于对于其会员画像的充分分析基础上完成的；而其之所以具备高比例自有品牌及良好客户黏性，亦为不断沟通试错的过程，即：其精选 SKU 策略及自有品牌优势的充分显现本身是基于规模优势的结果。从这个角度来看，在目前我国国内行业发展条件、格局变化及消费习惯条件下，零售龙头发展精准选品及自有品牌均有挑战。但是，另一方面，我们也应看到，在行业双线融合及新零售变革条件下，技术赋能，使得优秀的零售商在原有消费群体基础上具备了数据分析、客户精准识别以及逆向牵引供应链、按需定产的条件。流量端的分散化及精准社群化的趋势将倒逼供应链端升级，催生自有品牌需求，促进 SKU 缩减；优势企业由于掌握更多客户数据，在选品、采购、物流、库存、销售上的规模优势将更加凸显。在超市行业内，以永辉及家家悦为例，二者正不断加大自有品牌扶持力度：据公司公告，2016-2018 年，家家悦自有品牌销售比例分别为 8.58%、8.96%、9.83%。

图 47：新零售下超市行业的流量运营及效率提升



资料来源：阿里研究院，亿欧智库，电子商务研究中心，安信证券研究中心，注：坪效为2017年上半年数据

5. 投资建议

在独特仓储会员模式及强大供应链能力的支撑下，好市多以会员费创利，量价创收迭代孵化，已成为规模领先、效率致胜的超市业态典范；国内经济发展及城市建设水平、高分散度行业格局及消费习惯条件下，仓储会员店规模的复制可能有所挑战，但其细节模式仍值得借鉴。如：1) 付费会员模式。我国线上消费者对付费会员模式已有所接纳，京东 PLUS 会员上线两年会员数及销售月复合增长率达 30%，会员续费率高达 76%；在线下超市行业发展条件及高分散度竞争格局下，如何掌握用户心智，提供优质低价产品成为关键；2) 精选 SKU 及自有品牌。国内超市行业双线融合及新零售变革条件下，技术赋能，使得优秀龙头在原有消费群体基础上具备数据分析、客户精准识别以及逆向牵引供应链、按需定产的条件；优势企业由于掌握更多客户数据，在选品、采购、物流、库存、销售上的规模优势将更加凸显。以上两点龙头均更具优势，重点推荐：永辉超市、家家悦、中百集团、红旗连锁。

表 7：行业估值比较

代码	证券简称	收盘价	总市值 (万元/ 港币/美元)	每股收益 (元/股)				PE		PS (TTM)
				2018	2019E	2020E	TTM	2019E	2020E	
601933.SH	永辉超市	9.27	8,871,818	0.15	0.26	0.32	48	36	29	1.20
6808.HK	高鑫零售	6.88	6,563,317	0.27	0.27	0.27	22	25	25	0.57
603708.SH	家家悦	25.60	1,198,080	0.92	0.95	1.09	28	27	23	0.94
002251.SZ	步步高	8.81	761,099	0.18	0.22	0.25	49	40	35	0.41
002264.SZ	新华都	6.17	426,991	0.03	0.02	0.04	264	309	154	0.64
002697.SZ	红旗连锁	5.72	777,920	0.24	0.29	0.40	22	20	14	1.07
601116.SH	三江购物	13.87	759,630	0.24	0.21	0.22	68	66	63	1.84
000759.SZ	中百集团	7.78	529,835	0.63	0.19	0.26	12	41	30	0.35
002336.SZ	人人乐	6.94	277,600	-0.89	--	--	-	--	--	0.34
WMT.N	沃尔玛	101.53	29,135,904	2.28	4.73	4.98	45	22	20	0.55
COST.O	好市多	243.82	10,725,160	7.15	7.98	8.50	31	31	29	0.70

最高值	264	309	154	1.8
中位值	38	38	29	0.6

资料来源: Wind, 安信证券研究中心, 注: 图中为2019年4月26日数据

6. 风险提示

- 1) 行业竞争加剧;
- 2) 行业数据化变革不及预期;
- 3) 宏观经济拖累消费需求;
- 4) CPI 大幅下行风险。

■ 行业评级体系

收益评级:

领先大市 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 10%以上;

同步大市 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-10%至 10%;

落后大市 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 10%以上;

风险评级:

A — 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;

B — 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

■ 分析师声明

刘文正声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断, 本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期, 本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态, 本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。同时, 本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点, 一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准, 如有需要, 客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下, 本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务, 提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议, 无论是否已经明示或暗示, 本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下, 本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有, 未经事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设, 并采用适当的估值方法和模型得出的, 由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性, 估值结果和分析结论也存在局限性, 请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
	刘恭懿	021-35082961	liugy@essence.com.cn
	孟昊琳	021-35082963	menghl@essence.com.cn
北京联系人	苏梦		sumeng@essence.com.cn
	孙红	18221132911	sunhong1@essence.com.cn
	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	姜东亚	010-83321351	jiangdy@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	姜雪	010-59113596	jiangxue1@essence.com.cn
深圳联系人	王帅	010-83321351	wangshuai1@essence.com.cn
	夏坤	15210845461	xiakun@essence.com.cn
	胡珍	0755-82528441	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-23991945	fanhq@essence.com.cn
	杨晔	0755-23919631	yangye@essence.com.cn
	巢莫雯	0755-23947871	chaomw@essence.com.cn
	王红彦	0755-82714067	wanghy8@essence.com.cn
黎欢	0755-23984253	lihuan@essence.com.cn	

安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编： 200080

北京市

地址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编： 100034