



Research and  
Development Center

对比 Costco、Sam's Club、Aldi, 本土企业布局硬折扣有哪些值得借鉴的地方?

一般零售

2024 年 01 月 23 日

证券研究报告

行业研究

行业深度研究

一般零售

投资评级

上次评级

刘嘉仁 社零&amp;美护首席分析师

执业编号: S1500522110002

联系电话: 15000310173

邮箱: liujiaren@cindasc.com

蔡昕妤 商贸零售分析师

执业编号: S1500523060001

联系电话: 13921189535

邮箱: caixinyu@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编: 100031

# 对比 Costco、Sam's Club、Aldi，本土企业布局硬折扣有哪些值得借鉴的地方？

2024年01月23日

## 本期内容提要：

- **消费追求性价比、回归商品使用属性，我国折扣业态 2023 年以来快速发展。**折扣业态的兴起契合消费分级大背景下性价比消费的崛起趋势，对标海外，折扣业态通常兴起于宏观经济增速放缓的大背景下。我们认为在国内传统商超零售发展受阻，实物商品消费线上化率进程趋缓、线上线下消费结构已达相对稳定水平的背景下，布局折扣业态转型或为新的成长机遇。
- **硬折扣龙头具备低毛利、低费用率、高周转、高 ROE 的特征，业绩韧性强。**我们以折扣零售龙头 Costco 的财务数据为例，其近 10 年商品销售毛利率稳定在 10-12% 的水平，低于国内外传统零售龙头 20%-25% 的毛利率水平，通过一定程度的终端价格让利实现性价比定位。而其 ROE 却能持续领先传统商超标的，且在 2021-2022 年得到进一步提升，FY2022 其 ROE 为 28.31%，同期传统商超巨头沃尔玛为 15.23%，家家悦为 2.64%。拆解来看，Costco 的高 ROE 核心来自显著低于同业的费用率、处于同业平均水平且稳中有升的净利率，以及高于同业的周转效率，且在消费者消费理念变化及宏观经济环境波动下，Costco 商业模式更具韧性。Costco、Sam's Club 营收成长性好于传统商超标的，且均在 FY2020 之后经历了增长提速，而其他可比公司均不同程度增速放缓/下滑。
- **高坪效为支撑业绩增长和拓店的核心驱动力之一。**Costco 营收增长由坪效、拓店、会员费收入共同贡献，Sam's Club 近 5 年门店体量基本稳定，营收增长主要由坪效提升贡献。在毛利率较低的折扣业态下，门店盈利主要依靠高周转高坪效来实现。FY2023 Costco 的坪效达到 2 万美元以上，Sam's Club 为约 1.3 万美元，且近 5 年总体均呈持续提升趋势。门店扩张的核心动力来自单店模型跑通，Costco 凭借并不低于同业的净利率（由高坪效、低费用率、会员费收入共同贡献）和显著更优的周转效率，实现了高于同业的 ROE，支撑全球门店扩张。且随着规模效应显现，我们预计净利率、ROE 仍有进一步优化趋势。
- **本土企业布局硬折扣有哪些值得借鉴的地方？我们总结以下四点：**1) 精简 SKU 以提升单品运营效率和采购议价能力，社区硬折扣 SKU 数量最为精简，如比宜德约 600 个 SKU，条马约 800 个 SKU，小百零食折扣铺约 1100 个 SKU，Aldi 约 1800 个 SKU，而沃尔玛综合超市 SKU 可达 2 万个。2) 聚焦高频刚需品类、发展自有品牌、强化源头直采。3) 领先的成本管控能力，最大化人效。Costco 人效显著优于沃尔玛、Target，且规模化效应下有较为明显的逐年提升趋势。FY2022 Costco 的人均创收和人均创利分别为 75 万美元、2 万美元，人均创收为沃尔玛和 Target 的 2-3 倍，人均创利均为沃尔玛和 Target 的 3 倍以上。4) 随中国家庭小型化趋势，社区型小店或更具备高周转和快速

请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com> 2

复制的可能性。

- **总结与投资建议：**我们认为折扣业态的核心竞争力在于零售企业本身的运营能力、品牌效应、上游供应链的布局和整合能力，龙头例如 Costco 具备较深护城河且规模效应持续放大，本土龙头企业转型折扣业态或具备一定先发优势，建议关注具备布局折扣业态核心竞争要素/已开始试水折扣业态的商超便利龙头重庆百货、家家悦、红旗连锁。
- **风险因素：**宏观经济增速不及预期风险；行业竞争加剧风险；终端需求疲软风险。

## 目录

|   |    |
|---|----|
| 写在前面：消费追求性价比、回归商品使用属性，我国折扣业态 2023 年以来快速发展 | 6  |
| 1、硬折扣龙头具备低毛利、低费用率、高周转、高 ROE 的特征，业绩韧性强     | 9  |
| 2、高坪效为支撑业绩增长和拓店的核心驱动力之一                   | 11 |
| 3、本土企业布局硬折扣有哪些值得借鉴的地方？                    | 13 |
| 3.1、精简 SKU 以提升经营效率、提高单 SKU 采购议价能力         | 13 |
| 3.2、聚焦高频刚需品类、发展自有品牌、强化源头直采                | 14 |
| 3.3、多维度降本增效、领先的费用管控能力                     | 19 |
| 3.4、租金与选址：社区小店或更具备高周转和较快复制的可能性            | 22 |
| 4、总结与投资建议                                 | 23 |
| 5、风险因素                                    | 23 |

## 表目录

|  |    |
|--|----|
| 表 1：消费社会的四个阶段以及消费特征                            | 6  |
| 表 2：目前布局折扣业态的国内公司/品牌梳理                         | 8  |
| 表 3：奥乐齐、盒马、百联的自有品牌/源头直采商品价格低于第三方品牌（以鲜牛奶、鲜鸡蛋为例） | 19 |
| 表 4：美国奥乐齐成本结构（1995）                            | 19 |
| 表 5：商超零售相关标的盈利预测与估值                            | 23 |

## 图目录

|   |    |
|---|----|
| 图 1：日本、德国、美国 GDP 不变价同比                            | 7  |
| 图 2：日本、德国、美国国民可支配收入同比                             | 7  |
| 图 3：追求性价比，回归商品使用属性                                | 7  |
| 图 4：传统线下零售业态 2020-2022 年零售额表现平稳                   | 8  |
| 图 5：实物商品消费线上化率已达到相对稳定水平                           | 8  |
| 图 6：折扣零售 Costco 毛利率显著低于传统商超标的                     | 9  |
| 图 7：Costco 费用率显著低于传统商超标的                          | 9  |
| 图 8：Costco、Sam's Club 的销售净利率在疫情期间展现较强韧性           | 10 |
| 图 9：Costco 存货周转天数明显低于传统商超标的                       | 10 |
| 图 10：Costco 的总资产周转效率持续领先传统商超标的                    | 10 |
| 图 11：Costco 的 ROE 水平较传统商超领先且稳定                    | 10 |
| 图 12：折扣业态 Costco、Sam's Club 营收成长性好于传统商超标的         | 11 |
| 图 13：Costco 全球门店数稳步增长                             | 11 |
| 图 14：Costco 营收增长由坪效、拓店、会员费收入共同贡献                  | 11 |
| 图 15：Costco 会员费收入及同比（百万美元）                        | 12 |
| 图 16：Costco 会员费占营业利润比重 FY2022-FY2023 降至 55%左右     | 12 |
| 图 17：Sam's Club 门店数 FY2018 以来维持在 600 家左右          | 12 |
| 图 18：Sam's Club 营收增长主要由坪效贡献                       | 12 |
| 图 19：Costco、Sam's Club 坪效对比（美元/平米）                | 13 |
| 图 20：国内主要商超标的坪效对比（万元/平米）                          | 13 |
| 图 21：不同门店类型 SKU 数量对比                              | 14 |
| 图 22：奥乐齐门店品类中生活必需品占比高                             | 15 |
| 图 23：奥乐齐拥有多个自有品牌                                  | 15 |
| 图 24：Costco 自有品牌 KIRKLAND 布局多个品类商品                | 16 |
| 图 25：Sam's Club 自有品牌 Member's Mark 定位高质量且具有竞争力的价格 | 16 |
| 图 26：家家悦、永辉超市自有品牌销售占比                             | 17 |
| 图 27：家家悦直采比例维持较高水平                                | 17 |

|   |    |
|---|----|
| 图 28: 家家悦旗下好惠星好货硬折扣店布局丰富的自有品牌.....                | 17 |
| 图 29: 奥特乐布局多款联名产品、独家授权产品.....                     | 18 |
| 图 30: Costco 人均创收显著高于沃尔玛、Target (万美元).....        | 20 |
| 图 31: 国内主要商超标的人均创收 (万元人民币).....                   | 20 |
| 图 32: Costco 人均创利显著高于沃尔玛、Target (万美元).....        | 20 |
| 图 33: 国内主要商超标的人均创利 (万元人民币).....                   | 20 |
| 图 34: 奥乐齐将商品整箱陈列, 大幅节省货架摆放整理成本.....               | 20 |
| 图 35: 家家悦旗下会员仓储超市、好惠星好货硬折扣店内部陈列.....              | 21 |
| 图 36: 奥乐齐鼓励顾客自带购物袋、自助收银打包, 也提供可重复使用的购物袋在门店销售..... | 21 |
| 图 37: 奥乐齐上海联洋大拇指门店自助收银柜台.....                     | 21 |
| 图 38: 中国平均家庭户规模呈下行趋势.....                         | 22 |
| 图 39: 奥乐齐上海门店选址普遍位于核心商圈.....                      | 22 |

## 写在前面：消费追求性价比、回归商品使用属性，我国折扣业态 2023 年以来快速发展

折扣业态加速发展，消费观念发生变化。2023 年以来国内消费复苏进度整体慢于预期，但折扣零售、奥特莱斯、量贩零食、低价电商等业态爆火：“平价之王”名创优品 2023 年以来业绩、股价表现强劲；根据中国百货商业协会，2020-2022 年我国传统线下零售业态（百货店、超市、专卖店）零售额规模平稳，以折扣为主的奥莱表现相对更好。

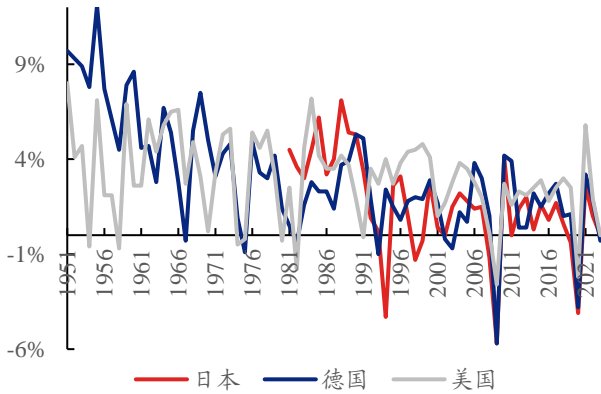
性价比成为越来越多消费者的首选。在此前的经济高速发展时期，消费者见识到各种新兴商品而需求高涨，很容易进行跟风消费并出现攀比心理，“人无我有、人有我优”是该阶段消费者的普遍心态，也是消费升级速度最快的阶段；而当经济增速放缓之后，高效率的线上线下载体使得消费者可以选择全球各类商品。正如松浦弥太郎在《Cheap Chic》书中提到的，“当该有的东西大家都拥有了之后，谁比谁拥有更多一点的不再有意义，商品终究要回归使用本质”。而这一点也正好与三浦展《第四消费时代》一书中提到的消费 4.0 时代的特征类似：消费者重新审视消费的意义，个人化、差异化的消费变得异常重要，不愿再为过高的品牌溢价买单，以简约、共享为特征的产品受到欢迎。

表 1：消费社会的四个阶段以及消费特征

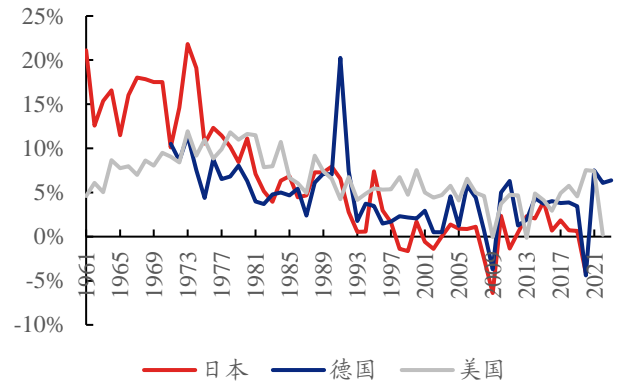
| 时代划分    | 第一消费社会            | 第二消费社会                          | 第三消费社会                                     | 第四消费社会                                |
|---------|-------------------|---------------------------------|--|---------------------------------------|
|         | 1912-1941         | 1945-1974                       | 1975-2004                                  | 2005-2034                             |
| 人口      | 人口增加              | 人口增加                            | 人口微增                                       | 人口减少                                  |
| 出生率 (%) | 5                 | 5→2                             | 2→1.3~1.4                                  | 1.3~1.4                               |
| 老年人比率   | 5%                | 5%→6%                           | 6%→20%                                     | 20%→30%                               |
| 国民价值观   | 消费属于私有主义，整体来讲重视国家 | 消费属于私有主义，重视家庭、社会                | 私有主义、重视个人                                  | 趋于共享、重视社会                             |
| 消费趋向    | 西洋化<br>大城市倾向      | 大量消费<br>大的就是好的<br>大城市倾向<br>美式倾向 | 个性化<br>多样化<br>差异化<br>品牌倾向<br>大城市倾向<br>欧式倾向 | 无品牌倾向<br>朴素倾向<br>休闲倾向<br>日本倾向<br>本土倾向 |
| 消费主题    | 文化时尚              | 每家一辆私家车<br>私人住宅<br>三大神器<br>3C   | 从量变到质变<br>每家数辆<br>每人一辆<br>每人数辆             | 联系<br>几人一辆<br>汽车分享<br>住宅分享            |
| 消费承担者   | 中等阶级家庭<br>时尚男女    | 小家庭<br>家庭主妇                     | 单身者<br>啃老单身                                | 所有年龄层里<br>单一化的个人                      |

资料来源：《第四消费时代》，信达证券研究开发中心

复盘国外折扣业态的发展历史，通常诞生于宏观经济放缓的大背景下。比如德国的 Aldi 兴起于二战之后 GDP 增速放缓时期；唐吉诃德在 20 世纪 90 年代快速发展，当时日本泡沫经济濒临崩溃，GDP 增速放缓/下滑，国民可支配收入见顶；奥特莱斯最早起源于 20 世纪 70 年代的美国，而更广义的折扣零售在国外早已是成熟的商业模式，例如美国的 TJX、罗斯，欧洲的 Primark、TK Maxx 等商场。

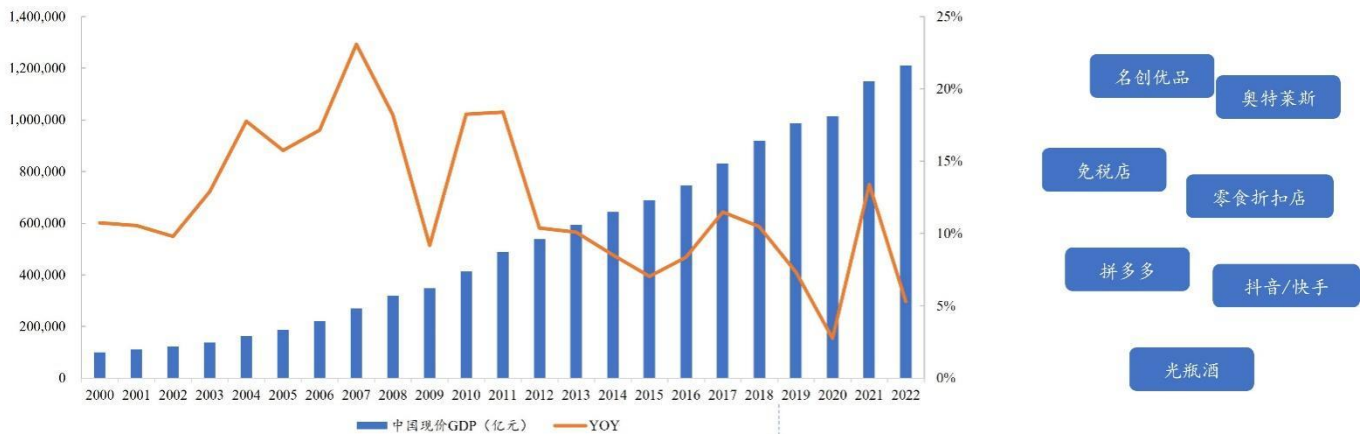
**图1：日本、德国、美国 GDP 不变价同比**


资料来源：Wind、日本内阁府、欧盟统计局、美国经济分析局，信达证券研究开发中心

**图2：日本、德国、美国国民可支配收入同比**


资料来源：Wind、联合国、德国统计局、美国经济分析局，信达证券研究开发中心

**消费分级而非降级，“物美价廉”受青睐。**我们认为折扣业态的爆火并非意味着消费降级，线下零售折扣模式发展较早且成熟的美国、日本、德国等均展现经济韧性，随宏观大背景下GDP增速放缓，部分消费者的消费升级进入到新阶段，多种因素带来其消费观念的改变。从当前国内消费市场来看，根据BCG 2023年5月消费者调研，未来一年预期收入增加人数(45%)远高于减少人数(16%)，但整体预期收入变化绝对值较2023年1-5月下滑1.5%，BCG预计未来一年中国消费者意愿正不断增强，同时不同收入层次的消费者信心分化可能加剧，富裕阶层或将延续消费升级趋势，而中产及以下群体的消费或将持续向更具性价比的商品倾斜；麦肯锡亦提出中产阶级持续壮大、高端化势头延续、消费者整体转向价格更具竞争力渠道并更积极寻求折扣和促销为重塑中国消费市场的明显趋势。

**图3：追求性价比，回归商品使用属性**

**我国经济高速增长时期**

**社交属性推动消费升级：**年轻人见识到各种新鲜商品，需求高涨，很容易跟风消费并进行攀比，此时商品的社交属性更重要，消费更多为取悦别人；

**我国经济增速逐步放缓**

**消费回归商品使用属性：**1) 当该有的东西大家都有了之后，谁比谁拥有更多一点的比较不再有意义，商品终究要回归使用本质，消费更多为了取悦自己；2) 越来越多年轻人有了危机意识，在消费上更加理性

资料来源：Wind，信达证券研究开发中心

在国内传统商超零售发展受阻，实物商品消费线上化率进程趋缓、线上线下消费结构已达相对稳定水平的背景下，布局折扣业态转型或为新的成长机遇。根据中国百货商业协会，

2020-2022 年我国超市业态零售额以每年低个位数增长，行业处发展成熟期。从重点商超标的财务状况来看，2020 年以来均经历不同程度的盈利下滑/转亏，收入增速放缓/下滑，传统零售业态陷入发展瓶颈，具备强运营能力的头部零售商陆续开始整合供应链提效、推出折扣业态寻求变革，包含家家悦、中百集团、永辉超市等。

图4：传统线下零售业态 2020-2022 年零售额表现平稳

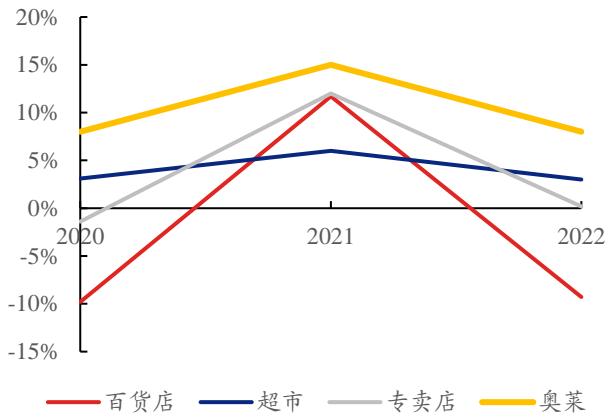
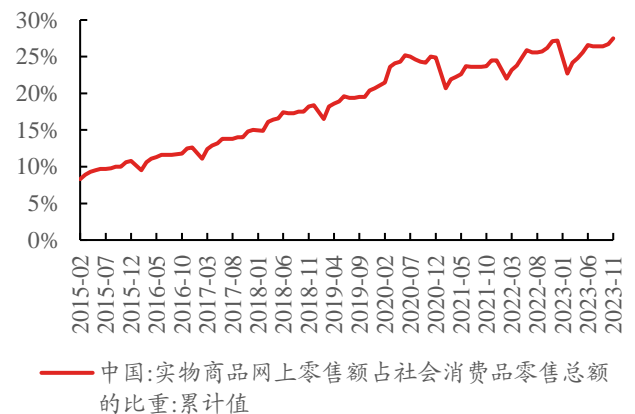


图5：实物商品消费线上化率已达到相对稳定水平



资料来源：中国百货商业协会，信达证券研究开发中心

资料来源：国家统计局、Wind，信达证券研究开发中心

2023 年开始，国内多个传统商超零售龙头入局折扣业态。目前国内折扣业态发展尚处早期，海外代表性龙头 Costco、Aldi 等已先后布局中国市场。发展硬折扣需要具备哪些核心能力？对比 Costco、Sam's Club、Aldi，本土企业布局硬折扣有哪些值得借鉴的地方？本文通过财务数据对比和盈利模式拆解进行详细解读。

表 2：目前布局折扣业态的国内公司/品牌梳理

| 传统商超零售龙头入局折扣业态 |   |
|----------------|---|
| 家家悦            | <p>2023 上半年推出零食连锁品牌“悦记零食”，定位一站式极致性价比的零食集合店，已开放加盟合作模式加快市场拓展。</p> <p>2023 年 11 月于烟台推出新业态“好惠星好货硬折扣店”，SKU 1000+。门店涵盖丰富家家悦自有品牌，家家悦自有工厂全流程一体化，让利消费者。</p>  |
| 永辉超市           | <p>2023 年 10 月开始将在全国范围的门店中增设“正品折扣店”，并同步在线上 APP/小程序增设折扣专区，提供食品、用品惊喜折扣价。</p> <p>在折扣商品选择方面，区别于传统的临期商品折扣价的运营逻辑，永辉以提高商品效率为核心，通过自有供应商系统、YHDOS 数字化系统等数字化手段，科学地对商品绩效进行评估。同时，结合数字化销售看板下的商品数据情况，永辉每日将从新品、网红商品及常规商品中选择一部分进入折扣商品池，根据具体情况按照其原价的七折、五折及三折进行销售。</p> |
| 步步高            | <p>2023 年 10 月开始长沙、湘潭等地超市门店重启，通过对整个供应链进行重大改造，使得商品比以往更丰富、价钱更便宜。</p> <p>公司计划后续会在线上业务和折扣店等业务方面有新的发展。</p>   |
| 中百集团           | <p>2023 年 5 月推出中百仓储超市首家零食折扣店——小百零食铺折扣店庭悦荟店。</p> <p>小百零食铺折扣店是仓储超市以销售自有品牌和周转快的商品为主，限定销售品种，以有限的经营面积、店铺装修简单、和较低的经营成本，向消费者提供“物有所值”商品的零售新业态。</p>  |
| 盒马             | <p>2023 年 10 月启动折扣化变革，推出“移山价”、“线下专享价”，针对盒马鲜生线下门店的 5000 余款商品下调售价。</p>  |

快速扩张的新入局者



|     |  |
|-----|--|
| 奥特乐 | 2021年成立于成都，是一家依托全球供应链,整合美妆护肤、环球百货、零食酒水、母婴生活的全国硬折扣连锁品牌，全场大牌一折起。<br>品牌发展于成都，立足于川渝，全面布局陕、鄂、黔、滇、桂、豫六省，目前在全国已拥有近 250 家门店，营业额稳居新零售硬折扣行业前列。 |
| 折扣牛 | 2019年成立于北京，是一家以折扣为主的新型线下零售店。2022年开始在河南全省布局，计划3年开1000家折扣牛超市。<br>折扣牛通过高效周转，24小时营业，现金直采等运营模式，降低产品价格。                                    |
| 条马  | 总部位于重庆的硬折扣连锁店，门店200家以上，日均单店销售2-3万元，SKU约800个。   |

资料来源：家家悦微信公众号、家家悦2023年半年度报告、永辉超市官网、步步高官网、中百集团官网、奥特乐官网、折扣牛超市微信公众号、新浪财经、新经销，信达证券研究开发中心

## 1、硬折扣龙头具备低毛利、低费用率、高周转、高 ROE 的特征，业绩韧性强

我们以折扣零售龙头 Costco 的财务数据为例，其近 10 年商品销售毛利率稳定在 10-12% 的水平，低于国内外传统零售龙头 20%-25% 的毛利率水平，通过一定程度的终端价格让利实现性价比定位。而其 ROE 却能持续领先传统商超标的，且在 2021-2022 年得到进一步提升，FY2022 其 ROE 为 28.31%，同期传统商超巨头沃尔玛为 15.23%，家家悦为 2.64%。

拆解来看，Costco 的高 ROE 核心来自显著低于同业的费用率、处于同业平均水平且稳中有升的净利率，以及高于同业的周转效率，且在消费者消费理念变化及宏观经济环境波动下，Costco 商业模式更具韧性。Costco 的销售净利率近 20 年总体呈持续稳步提升趋势，FY2022 为 2.61%，其毛、净利率水平与 Sam's Club、Aldi 较为一致，而其他可比公司 2020 年疫情以来盈利能力不同程度下滑/出现亏损。

周转方面，Costco 的存货周转天数稳定在 30 天左右，且 2020 年以来仍保持稳定的周转效率，其他传统商超标的存货周转天数 2019 年及以前普遍在 40 天以上，2021-2022 年有周转放缓趋势。Costco 的总资产周转效率总体在 3.3 以上，其他可比公司普遍低于 2.5。

图6：折扣零售 Costco 毛利率显著低于传统商超标的

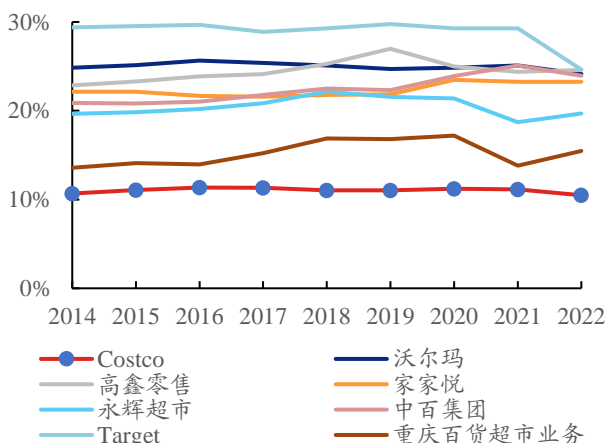
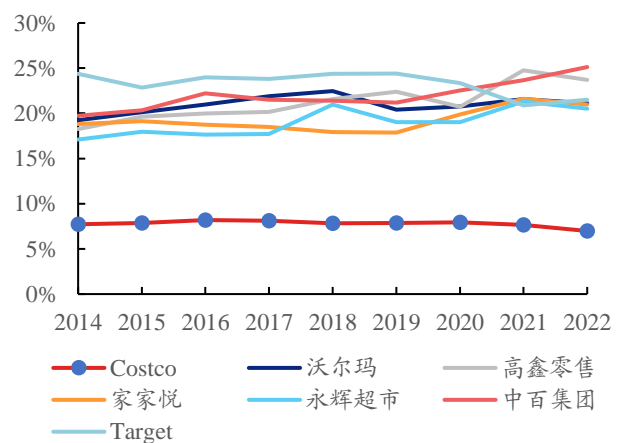
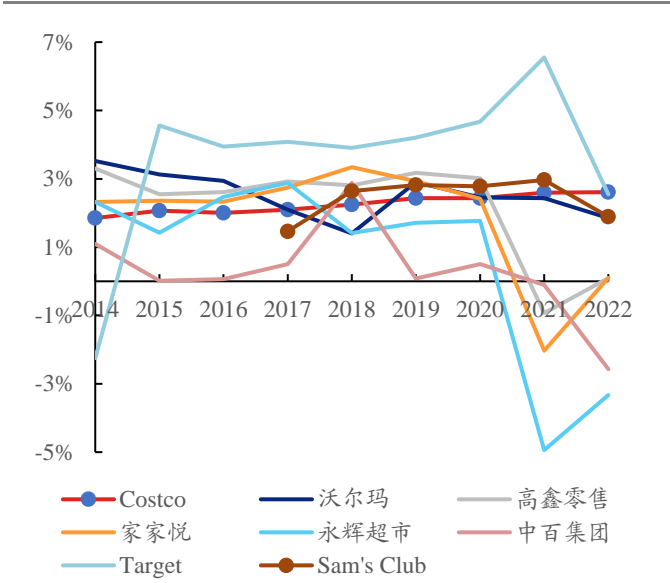


图7：Costco 费用率显著低于传统商超标的

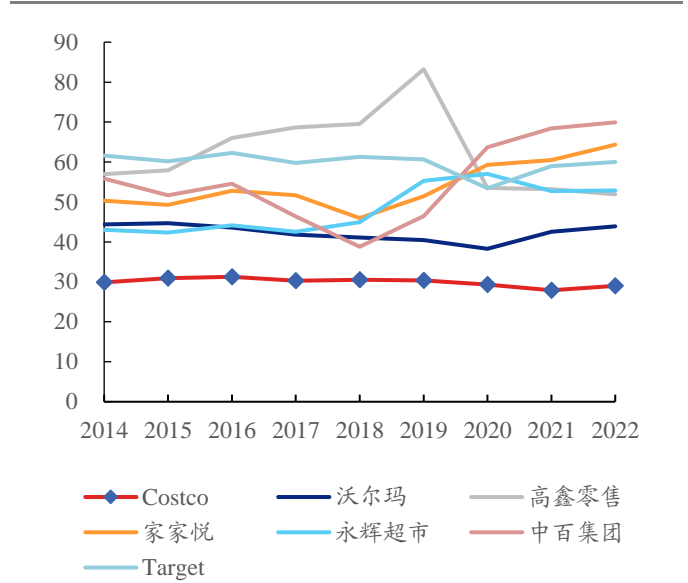


资料来源：Wind, iFind, 各公司定期报告，信达证券研究开发中心  
注：Costco FY2023 财年截止日期为 2023.9.3，此处以其 FY2022 对应 A 股公司 2022 年报数据；沃尔玛 FY2023 财年截止日期为 2023.1.31，此处以其 FY2023 对应 A 股公司 2022 年报数据；Target FY2023 财年截止日期为 1 月底/2 月初，此处以其 FY2023 对应 A 股公司 2022 年报数据；高鑫零售从 FY2021 开始调整报告期，FY2023 财年截止日期为 2023.3.31，此处以其 FY2023 对应 A 股公司 2022 年报数据。

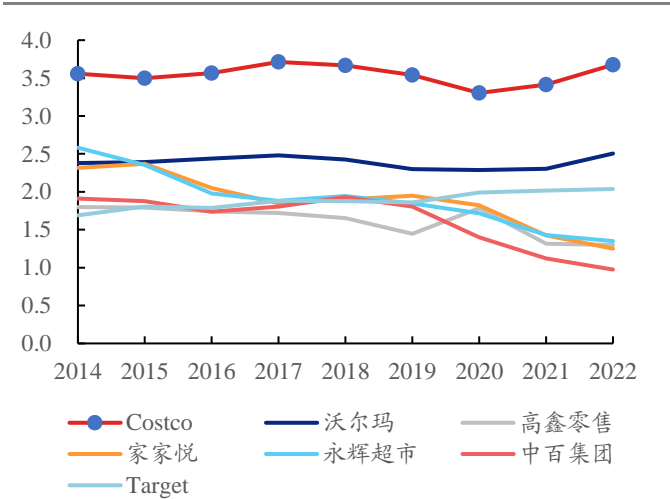
资料来源：Wind, 各公司定期报告，信达证券研究开发中心

**图8: Costco、Sam's Club 的销售净利率在疫情期间展现较强韧性**


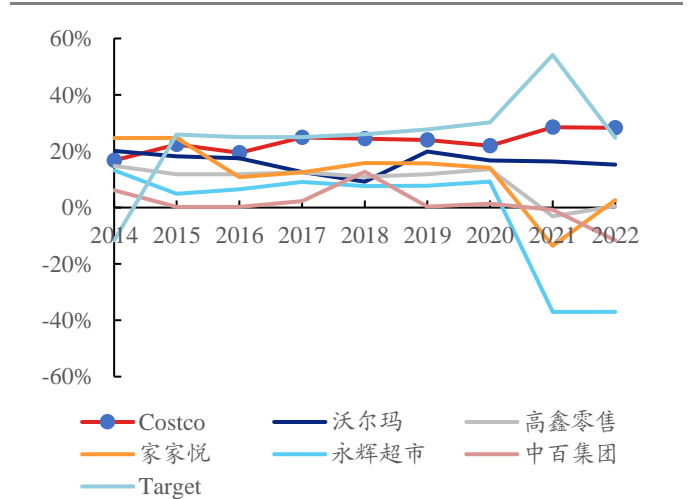
资料来源: Wind, 各公司定期报告, 信达证券研究开发中心  
 注: 此处 Sam's Club 以 operating income 计算, 与其他可比公司采用的销售净利率并不完全等同; 未考虑加油业务, 以剔除油价波动对利润的影响。

**图9: Costco 存货周转天数明显低于传统商超标的**


资料来源: Wind, 各公司定期报告, 信达证券研究开发中心

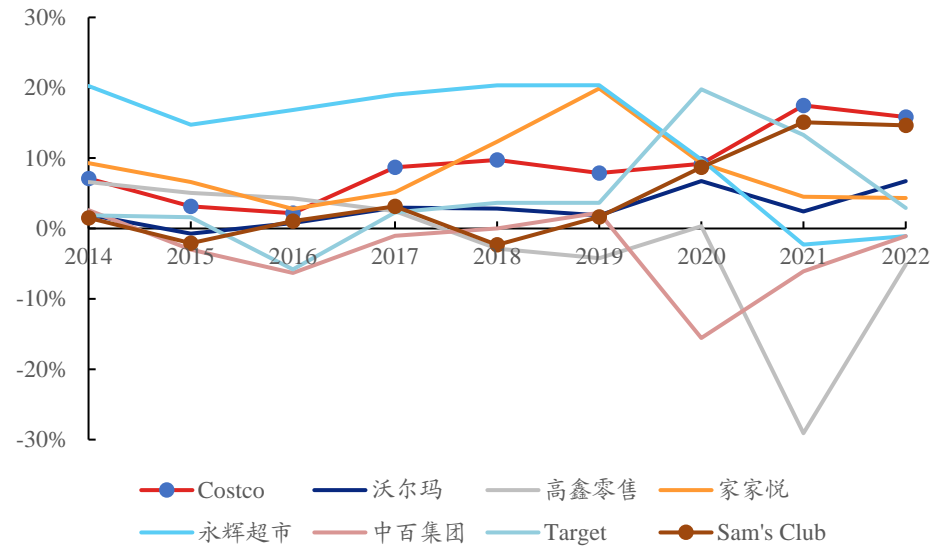
**图10: Costco 的总资产周转效率持续领先传统商超标的**


资料来源: Wind, 各公司定期报告, 信达证券研究开发中心

**图11: Costco 的 ROE 水平较传统商超领先且稳定**


资料来源: Wind, 各公司定期报告, 信达证券研究开发中心

从营收成长性来看, Costco、Sam's Club 好于传统商超标的, 且均在 FY2020 之后经历了增长提速, 而其他可比公司均不同程度增速放缓/下滑。

**图12：折扣业态 Costco、Sam's Club 营收成长性好于传统商超标的**


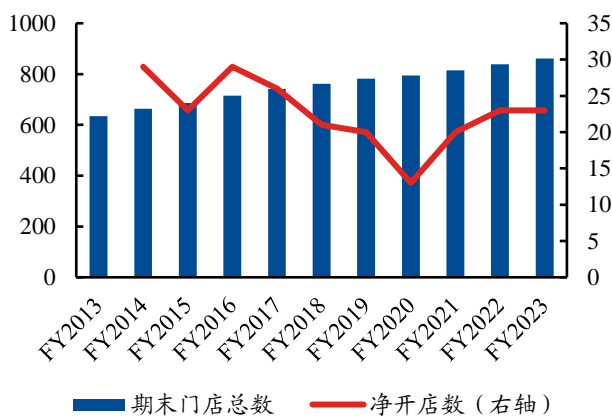
资料来源：Wind，各公司定期报告，信达证券研究开发中心

## 2、高坪效为支撑业绩增长和拓店的核心驱动力之一

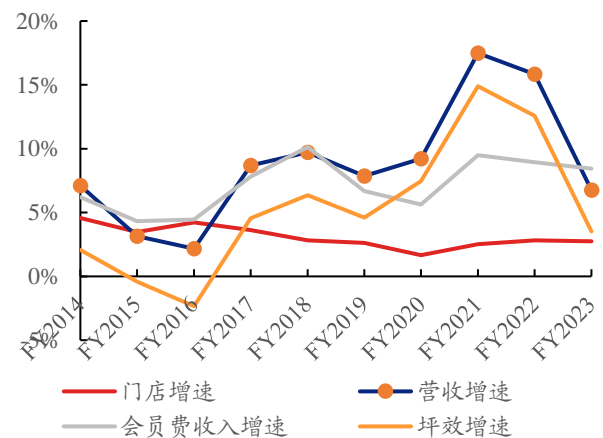
拆解 Costco、Sam's Club 的收入增长来源，Costco 营收增长由坪效、拓店、会员费收入共同贡献，Sam's Club 近 5 年门店体量基本稳定，营收增长主要由坪效提升贡献。

截至 FY2023 期末(2023. 9. 3), Costco 全球门店数量 861 家, 实现净开店 23 家, FY2014-FY2023 的坪效复合增速为 5.6%, 门店复合增速为 2.9%, 会员费收入复合增速为 7.3%、占营收比重维持在 2%左右, 营收复合增速为 8.9%, 坪效提升和拓店为 Costco 营收增长的主要驱动。

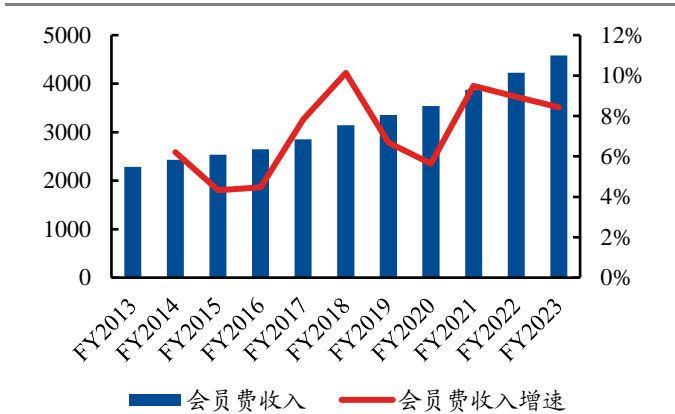
门店扩张的核心动力来自单店模型跑通，Costco 凭借并不低于同业的净利率（由高坪效、低费用率、会员费收入共同贡献）和显著更优的周转效率，实现了高于同业的 ROE，支撑全球门店扩张。且随着规模效应显现，我们预计净利率、ROE 仍有进一步优化趋势。

**图13：Costco 全球门店数稳步增长**


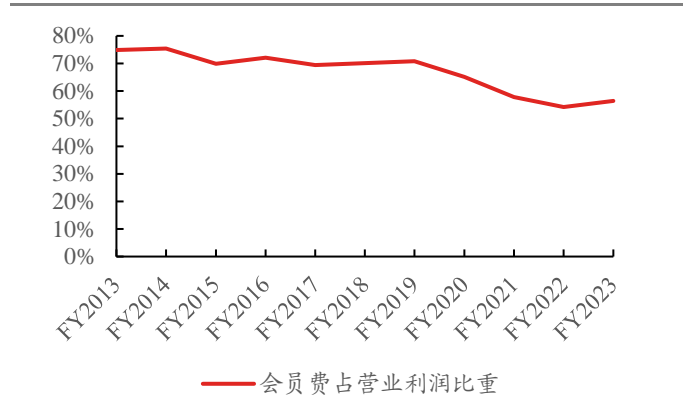
资料来源：Costco 定期报告，信达证券研究开发中心

**图14：Costco 营收增长由坪效、拓店、会员费收入共同贡献**


资料来源：Costco 定期报告，信达证券研究开发中心

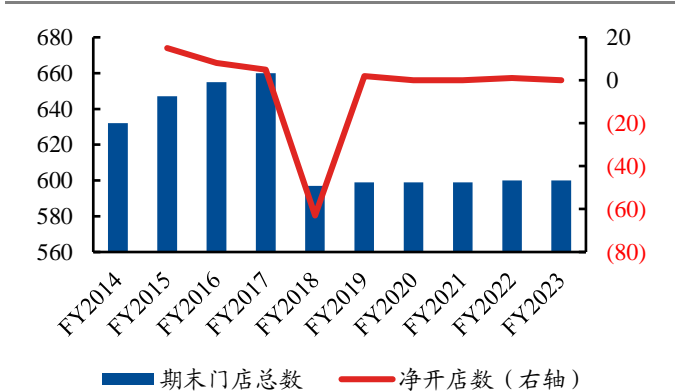
**图15: Costco 会员费收入及同比 (百万美元)**


资料来源: Costco 定期报告, 信达证券研究开发中心

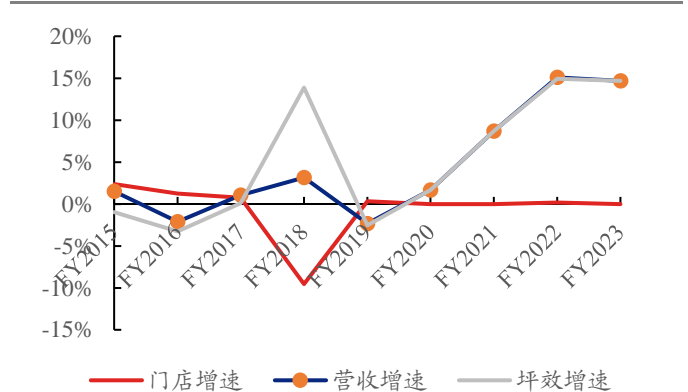
**图16: Costco 会员费占营业利润比重 FY2022-FY2023 降至 55%左右**


资料来源: Costco 定期报告, Wind, 信达证券研究开发中心

Sam's Club 自 FY2018 以来门店总数维持在 600 家左右, FY2018-FY2023 仅累计净开店 3 家, 其营收增长主要由坪效提升贡献, FY2018-FY2023 其收入、坪效复合增速均为 7.3%。

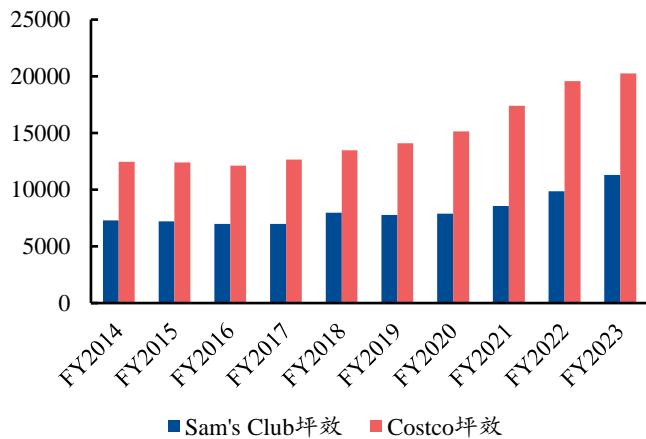
**图17: Sam's Club 门店数 FY2018 以来维持在 600 家左右**


资料来源: 沃尔玛定期报告, 信达证券研究开发中心

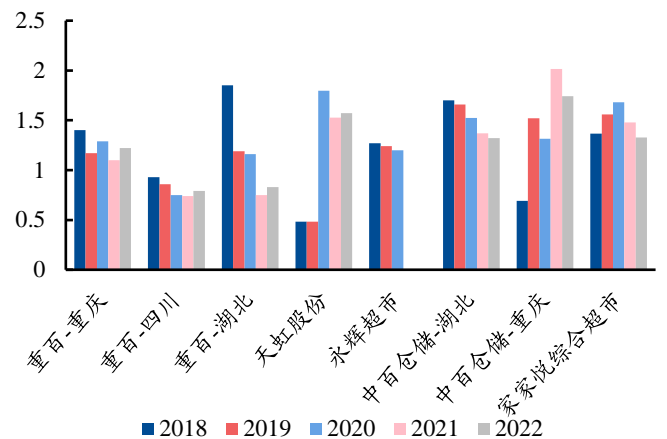
**图18: Sam's Club 营收增长主要由坪效贡献**


资料来源: 沃尔玛定期报告, 信达证券研究开发中心

在毛利率较低的折扣业态下, 门店盈利主要依靠高周转高坪效来实现。FY2023 Costco 的坪效达到 2 万美元以上, Sam's Club 为约 1.3 万美元, 且近 5 年总体均呈持续提升趋势; 国内主要商超标的的坪效普遍在 2 万元人民币以下, 在国内传统商超面临发展瓶颈的背景下, 多家公司超市业务坪效呈下降趋势/尚未恢复至疫情前水平。

**图19: Costco、Sam's Club 坪效对比 (美元/平米)**


资料来源: 沃尔玛定期报告, Costco 定期报告, 信达证券研究开发中心

**图20: 国内主要商超标的坪效对比 (万元/平米)**


资料来源: 重庆百货、家家悦、天虹股份、中百集团、永辉超市定期报告, 信达证券研究开发中心

### 3、本土企业布局硬折扣有哪些值得借鉴的地方?

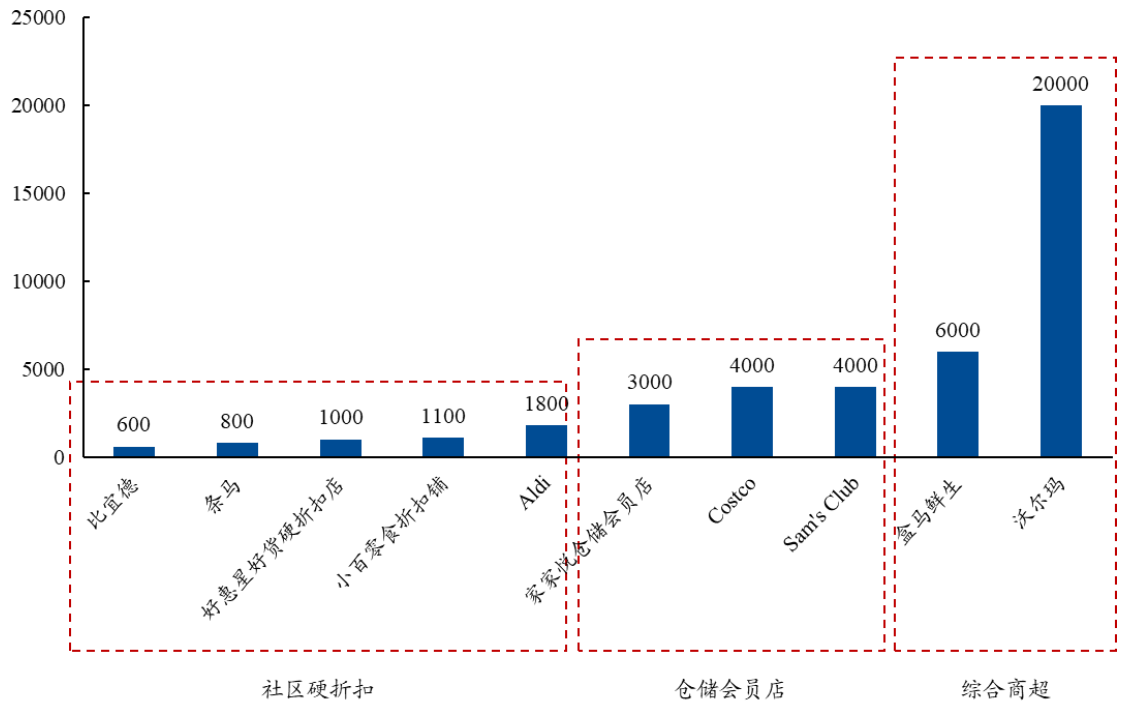
#### 3.1、精简 SKU 以提升经营效率、提高单 SKU 采购议价能力

折扣业态最主要的特征之一为精简的 SKU，以提升单品运营效率和采购议价能力。

对比国内外主要商超业态参与者，我们根据其门店选址定位及 SKU 分布大致分类为社区型硬折扣、仓储会员折扣店、综合商超三类。

社区硬折扣选址位于人流相对密集在社区或商圈，单店面积较小（1000 平以内），比如宜德门店面积 200-300 平，中百集团旗下的小百零食折扣铺 100 平，沃尔玛在中国的社区店店型 600-800 平；社区硬折扣 SKU 数量最为精简，比如宜德约 600 个 SKU，条马约 800 个 SKU，小百零食折扣铺约 1100 个 SKU，Aldi 约 1800 个 SKU。

仓储会员店集仓储+零售于一体，需要的门店面积较大，因此考虑租金成本和社区分布等因素，通常选址在非一线城市市中心/非核心商圈地段，可容纳的 SKU 数量也更多，但 SKU 数量仍明显低于传统的综合商超。家家悦仓储会员店济南弘阳广场店面积达到 7000 平、SKU 3000+，Costco 平均单店面积在 1.36 万平左右、SKU 4000，沃尔玛折扣店面积不到 1 万平米、SKU 4000，而沃尔玛综合商超门店平均面积 1.65 万平，SKU 数量可达 2 万个甚至更多。

**图21：不同门店类型 SKU 数量对比**


资料来源：Costco 定期报告，家家悦官网、微信公众号，中百集团官网，《大道至简》，36 氪，第三只看零售微信公众号，腾讯网，新浪财经，新经销，信达证券研究开发中心

### 3.2、聚焦高频刚需品类、发展自有品牌、强化源头直采

我们认为折扣业态的品类选择上，1) 聚焦高频刚需品类例如肉蛋奶、米面粮油、家清个护等，是提升消费者购物频次和粘性的关键；2) 此外受制于传统商超的层层经销模式，销售第三方品牌商品或难以在极致价格优势和稳定利润之间寻求平衡(以好特卖为代表的临期软折扣除外)，发展自有品牌&定制化商品、强化源头直采为必要条件之一，盒马、奥乐齐等均通过自有品牌或定制化商品实现同等品类及品质条件下远低于第三方品牌经销价格的定价。

**什么样的品类适合线下折扣业态？** 随实物商品消费线上化率进程趋缓、线上线下消费结构已达相对稳定水平，低件单价、单品类品牌化效应弱、上游供应链格局分散的品类受制于线上物流履约成本，更依赖线下消费场景。我们认为相对而言低损耗、低运输成本、依赖线下消费场景且具备冲动消费属性的休闲零食为最适合发展折扣业态的品类之一，也因此国内折扣业态中量贩零食先行；此外肉蛋奶、家清个护、米面粮油等品类具备刚需、高频复购属性，同样适合发展折扣业态。零售商通过外部供应链高效整合+内部强选品能力+线下渠道快速扩张，构筑以渠道和品牌价值为核心的产业链壁垒。

以奥乐齐为例，其门店品类以生活必需品为主，根据第三只看零售微信公众号，奥乐齐约 2000 个 SKU 中生活必需品类可达 1500 个。而国内较早布局折扣业态且模式与奥乐齐相似的本土品牌比宜德的关停，也部分由于其销售杂货为主，没有做好关键的肉蛋奶、生鲜等生活必需品类商品，导致消费者购物频次和销售额都难以提升。

图22：奥乐齐门店品类中生活必需品占比高

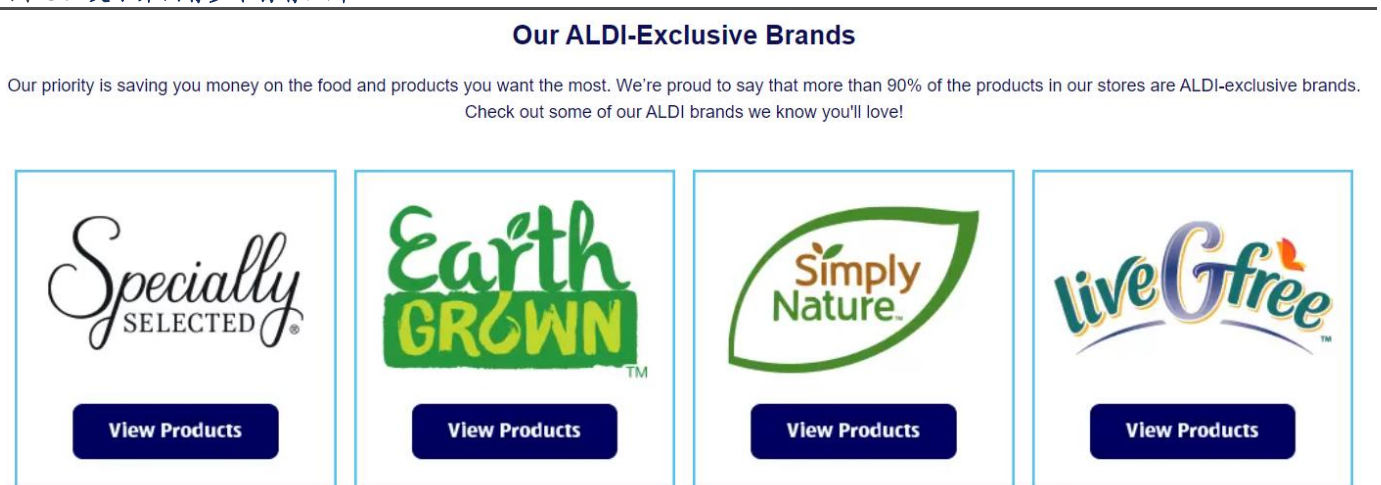


资料来源：奥乐齐官网，信达证券研究开发中心

培育自有品牌、提升直采比例对传统商超企业的自有供应链布局/供应链整合能力、产品开发及选品能力、品牌认知度提出较高要求，我们认为这是传统商超能否成功切入折扣业态的核心竞争要素之一。

以海外龙头为例，奥乐齐目前自有品牌商品占比达到 90%，Costco、山姆分别占比 30%-40%、20%-30%。

图23：奥乐齐拥有多个自有品牌



资料来源：奥乐齐官网，信达证券研究开发中心

图24: Costco 自有品牌 KIRKLAND 布局多个品类商品



资料来源: Costco 官网, 信达证券研究开发中心

图25: Sam's Club 自有品牌 Member's Mark 定位高质量且具有竞争力的价格

|  |  |  |  |   |
|--|--|--|--|---|
|  <p>值得信赖的品质</p> <p>全年尊享优品, 致力为会员省更多</p> |  <p>大包装</p> <p>大包装单位价格更具优势, 能为会员省更多</p> |  <p>自有品牌</p> <p>山姆自有品牌 Member's Mark 以高质量且具竞争力的价格回馈会员</p> |  <p>生鲜直送到家</p> <p>精选新鲜的生鲜食品, 从实体店出发全程冷链</p> |  <p>全球进口品牌</p> <p>国际买手为您精选全球30多个国家的高品质商品</p> |
|--|--|--|--|---|



资料来源：Sam's Club 官网，信达证券研究开发中心

国内龙头企业同样较早就有针对自有品牌及直接采购的前瞻性布局，但目前自有品牌销售占比相较海外龙头尚较低。

永辉超市最早在 2011 年提出培育自有品牌“半边天”，逐渐提高控制产品资源的能力，2022 年其自有品牌销售额 32.7 亿元、同比增长 23.4%，占总收入的比重达到 3.6%。

家家悦也较早即提出“通过建立自有工厂、投资合营公司、建设农产品初加工中心和中央厨房，适度发展自有品牌商品”，至 2022 年自有品牌营收占比达到 13.22%。根据公司公告，2013 年以来其直接采购规模占比总体在 85%以上，与宝洁、娃哈哈、雀巢、玛氏等 2500 多家厂商保持了十年以上的良好合作关系，并在生鲜品类方面作为首批农业部、商务部确定的农超对接企业，与 200 多个合作社及养殖场建立了直接合作关系，与 100 多处基地签订了 5 年以上的长期合同，超过 80%的生鲜都采取了“基地直采”的模式。

图26：家家悦、永辉超市自有品牌销售占比

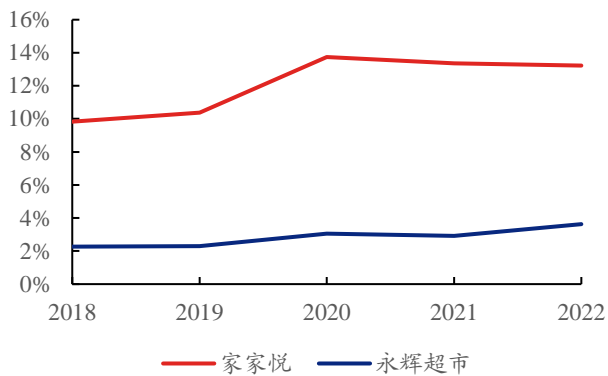
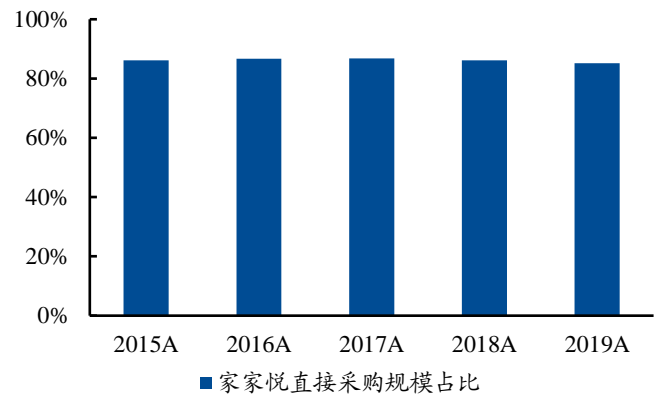


图27：家家悦直采比例维持较高水平

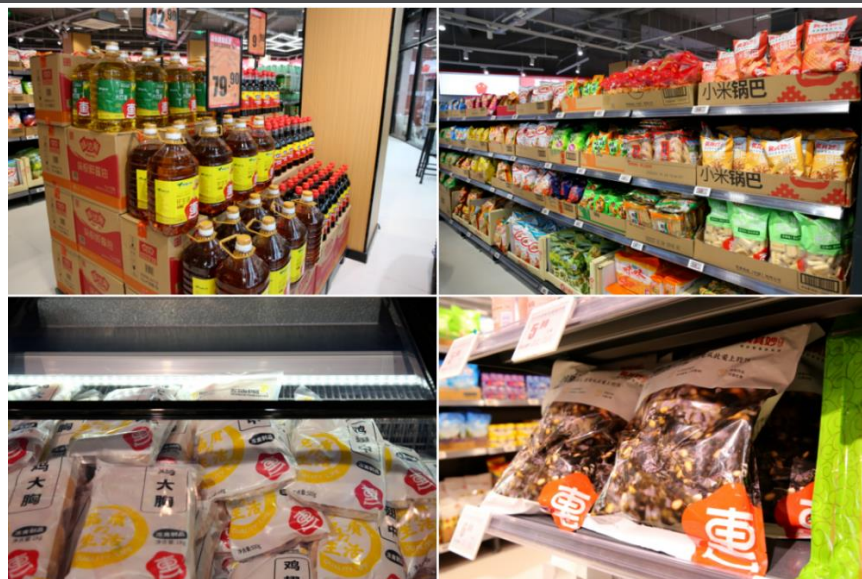


资料来源：家家悦、永辉超市定期报告，信达证券研究开发中心

资料来源：家家悦定期报告，信达证券研究开发中心

2023 年 11 月推出的家家悦旗下新业态“好惠星好货硬折扣店”布局丰富的自有品牌，自有工厂全流程一体化，品质保障，成本可控，更多让利给消费者。

图28：家家悦旗下好惠星好货硬折扣店布局丰富的自有品牌



资料来源：家家悦微信公众号，信达证券研究开发中心

本土硬折扣新锐奥特乐的官网显示，其通过推出联名产品、独家授权产品等方式实现低价。

图29：奥特乐布局多款联名产品、独家授权产品



奥特乐的独家授权产品涵盖了零食，饮料，百货，洗化等众多分类，从筛选产品开始就建立了严格的甄别机制和程序，有专业的质检团队全程把关，对独家授权产品进行严格的质量把控。



资料来源：奥特乐官网，信达证券研究开发中心

**表 3: 奥乐齐、盒马、百联的自有品牌/源头直采商品价格低于第三方品牌（以鲜牛奶、鲜鸡蛋为例）**

| 鲜牛奶   |   |   | 鲜鸡蛋  |   |   |
|---|---|---|--|---|---|
| 奥乐齐自有品牌   | 奥乐齐第三方品牌  | 百联第三方品牌   | 奥乐齐自有品牌  | 盒马自有品牌  | 百联自有/第三方品牌  |
|  |  |  |  |  |  |

资料来源：奥乐齐小程序、盒马 App、百联到家小程序，信达证券研究开发中心

注：终端零售价格可能随时产生变化，本图所展示的均为 2024 年 1 月 21 日所查询到的价格，且未考虑额外的满赠满减、搭售、会员折扣、平台补贴等因素。

### 3.3、多维度降本增效、领先的费用管控能力

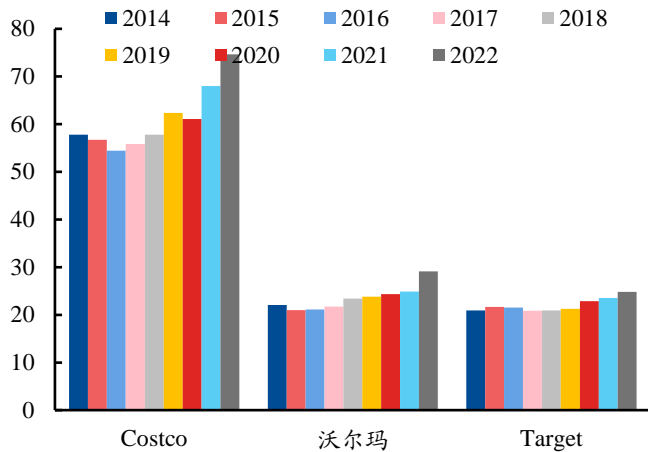
成功的折扣零售企业通常拥有领先的成本管控能力。根据第三只看零售微信公众号，1995 年美国奥乐齐门店商品销售毛利率 12%、费用率可以控制在 10%、由此实现 2% 的净利率。

**表 4: 美国奥乐齐成本结构（1995）**

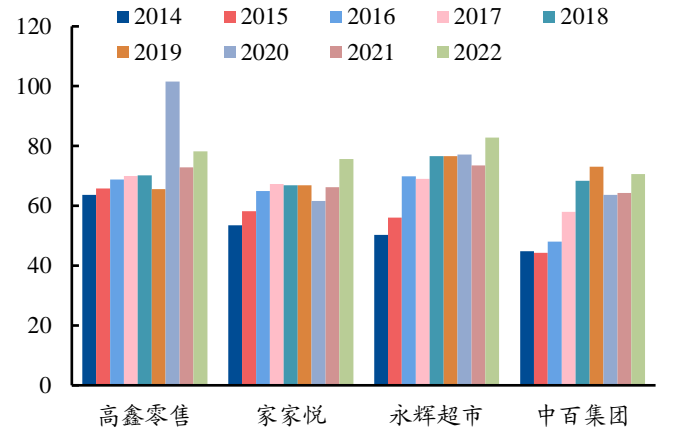
|            | 百分比    | 每周销售额（万美元） | 每年销售额（万美元） |
|------------|--------|------------|------------|
| 销售额        | 100.0% | 12.00      | 624.00     |
| 商品销售成本     | 88.0%  | 10.44      | 542.88     |
| 损耗         | 0.5%   | 0.06       | 3.12       |
| 工资         | 3.0%   | 0.36       | 18.72      |
| 物业成本       | 1.4%   | 0.17       | 8.74       |
| 营运、物流、行政费用 | 5.1%   | 0.73       | 12.48      |
| 净利润        | 2.0%   | 0.24       | 12.48      |

资料来源：第三只看零售，信达证券研究开发中心

人效的提升为成本管控的核心要素之一。对比海外商超零售龙头 Costco、沃尔玛、Target 的人均创收和人均创利，Costco 人效显著优于沃尔玛、Target，且规模化效应下有较为明显的逐年提升趋势。FY2022 Costco 的人均创收和人均创利分别为 75 万美元、2 万美元，人均创收为沃尔玛和 Target 的 2-3 倍，人均创利均为沃尔玛和 Target 的 3 倍以上。

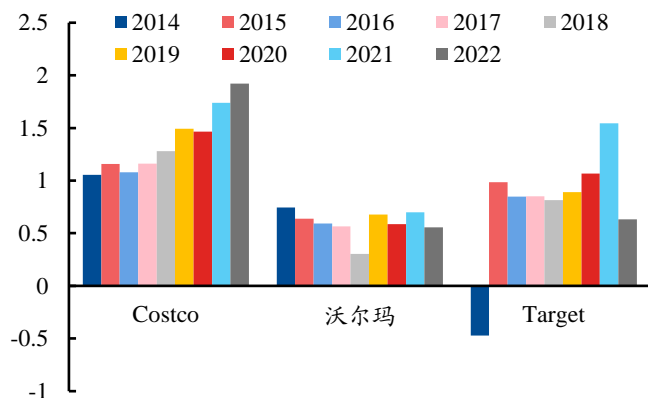
**图30: Costco 人均创收显著高于沃尔玛、Target (万美元)**


资料来源: Wind, 各公司定期报告, 信达证券研究开发中心

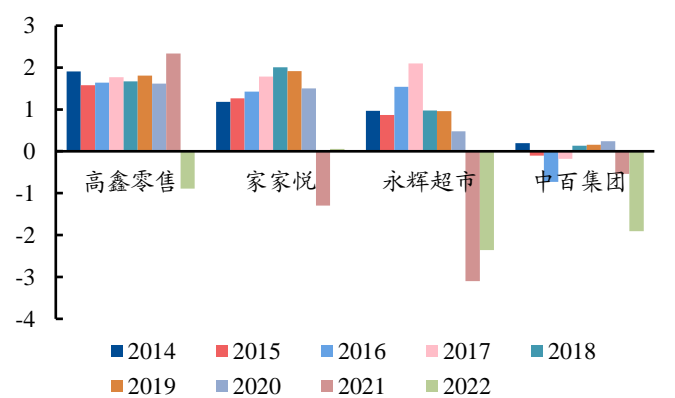
**图31: 国内主要商超标的人均创收 (万元人民币)**


资料来源: Wind, 各公司定期报告, 信达证券研究开发中心

国内主要商超标的仍以传统商超模式经营, 受制于行业发展步入转型瓶颈期、疫情、线上化冲击等多重因素影响, 2021-2022 年盈利普遍表现不佳。

**图32: Costco 人均创利显著高于沃尔玛、Target (万美元)**


资料来源: Wind, 各公司定期报告, 信达证券研究开发中心

**图33: 国内主要商超标的人均创利 (万元人民币)**


资料来源: Wind, 各公司定期报告, 信达证券研究开发中心

奥乐齐、家家悦旗下好惠星好货硬折扣店均通过极简装修、货品整箱上架的模式大幅节约货架成本和仓储费用。

仓储会员折扣店仓储+销售一体, 节省门店仓储、货架及装修成本。

**图34: 奥乐齐将商品整箱陈列, 大幅节省货架摆放整理成本**


资料来源：奥乐齐官网，信达证券研究开发中心

图35：家家悦旗下会员仓储超市、好惠星好货硬折扣店内部陈列



资料来源：家家悦官网、微信公众号，信达证券研究开发中心

收银环节，奥乐齐鼓励顾客自带购物袋、自助收银并打包商品，也提供可重复使用的购物袋在门店销售。以奥乐齐上海门店为例，门店配置5台自助收银设备，仅需1名员工做一些支持性工作，收银、打包基本由顾客自行完成。

图36：奥乐齐鼓励顾客自带购物袋、自助收银打包，也提供可重复使用的购物袋在门店销售

**ALDI Reusable Shopping Bags**



资料来源：奥乐齐官网，信达证券研究开发中心

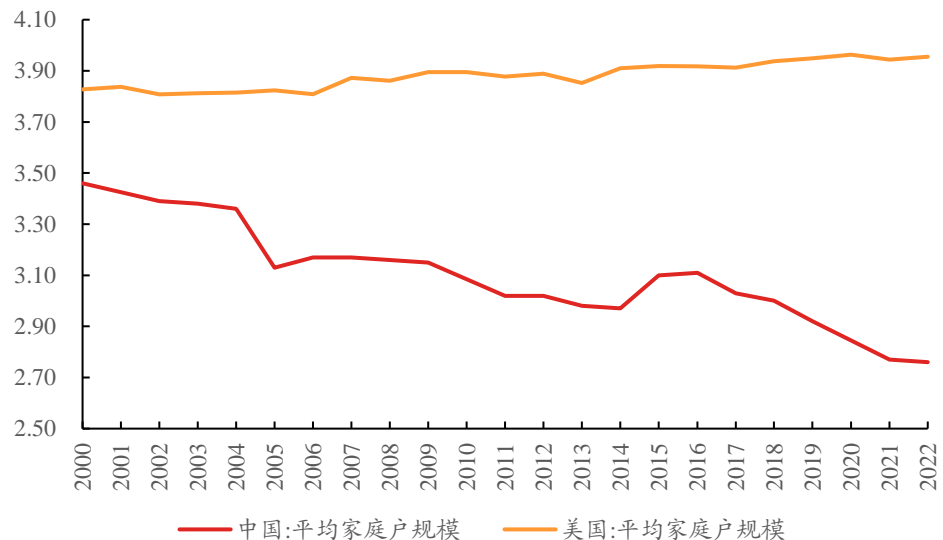
图37：奥乐齐上海联洋大拇指门店自助收银柜台



### 3.4、租金与选址：社区小店或更具备高周转和较快复制的可能性

根据国家统计局，我国平均家庭户规模 2000 年以来总体呈持续下行趋势，2022 年平均每个家庭 2.76 人；相较而言美国平均家庭户规模 2000 年以来稳定在 3-4 人且有规模持续扩大趋势。美国人口分布相较国内分散、单户家庭规模较大的特征使得其更适合发展仓储会员店形式的折扣业态，门店通过选址在城郊位置获得较低的租金成本以支撑大店模式，同时通过大规格、低单位价格的商品满足家庭日常需要。

图38：中国平均家庭户规模呈下行趋势



资料来源：国家统计局，美国商务部普查局，美国经济分析局，Wind，信达证券研究开发中心

中国家庭小型化的趋势之下，仓储制大店或难以实现大规模复制，社区型小店模式更为适用，核心关注点在于租金成本。国内零售业态普遍租金成本较高，例如选址位于上海的比宜德，闭店或也一定程度受上海租金较高的影响，国内门店集中于上海的奥乐齐目前选址普遍偏核心商圈购物中心地段，或也面临较高租金压力。

图39：奥乐齐上海门店选址普遍位于核心商圈



资料来源：高德地图，信达证券研究开发中心

## 4、总结与投资建议

折扣业态的兴起契合消费分级大背景下性价比消费的崛起趋势，对标海外，折扣业态通常兴起于宏观经济增速放缓的大背景下。我们认为在国内传统商超零售发展受阻，实物商品消费线上化率进程趋缓、线上线下消费结构已达相对稳定水平的背景下，布局折扣业态转型或为新的成长机遇。

折扣业态的核心要素是精简 SKU、聚焦高频刚需品类、布局自有品牌&定制化商品&源头直采以实现低价策略，低毛利+强费用管控+高效周转共同带动门店盈利。我们认为核心竞争力在于零售企业本身的运营能力、品牌效应、上游供应链的布局和整合能力，龙头例如 Costco 具备较深护城河且规模效应持续放大，本土龙头企业转型折扣业态或具备一定先发优势。

建议关注具备布局折扣业态核心竞争要素/已开始试水折扣业态的商超便利龙头重庆百货、家家悦、红旗连锁。

表 5: 商超零售相关标的盈利预测与估值

| 代码        | 公司   | 市值<br>(亿元) | 归母净利 (亿元) |       |       | 未来 2 年业绩<br>复合增速 | EPS (元) |       |       | PE    |       |       |
|-----------|------|------------|-----------|-------|-------|------------------|---------|-------|-------|-------|-------|-------|
|           |      |            | 2023E     | 2024E | 2025E |                  | 2023E   | 2024E | 2025E | 2023E | 2024E | 2025E |
| 600729.SH | 重庆百货 | 114        | 13.3      | 14.9  | 16.6  | 12%              | 3.27    | 3.67  | 4.08  | 9     | 8     | 7     |
| 603708.SH | 家家悦  | 75         | 2.9       | 3.5   | 4.1   | 19%              | 0.45    | 0.54  | 0.63  | 26    | 21    | 18    |
| 002697.SZ | 红旗连锁 | 64         | 5.4       | 5.8   | 6.1   | 7%               | 0.39    | 0.42  | 0.45  | 12    | 11    | 10    |

资料来源: Wind, 信达证券研究开发中心预测 (注: 采用 2024 年 1 月 22 日收盘价)

## 5、风险因素

**宏观经济增速不及预期风险:** 如宏观经济增速低于预期，或将影响市场出行需求，拖慢消费行业复苏节奏，同时将影响消费者收入预期，影响线下消费复苏。

**行业竞争加剧风险:** 行业过度竞争损伤企业盈利能力与生产经营积极性，收入利润增速或有下行压力。

**终端需求疲软风险:** 消费复苏不及预期将降低人均支出，需求疲软或导致行业量价下行。

## 研究团队简介

**刘嘉仁**，社零&美护首席分析师。曾供职于第一金证券、凯基证券、兴业证券。2016年加入兴业证券社会服务团队，2019年担任社会服务首席分析师，2020年接管商贸零售团队，2021年任现代服务业研究中心总经理。2022年加入信达证券，任研究开发中心副总经理。2021年获新财富批零与社服第2名、水晶球社服第1名/零售第1名、新浪财经金麒麟最佳分析师医美第1名/零售第2名/社服第3名、上证报最佳分析师批零社服第3名，2022年获新浪财经金麒麟最佳分析师医美第2名/社服第2名/零售第2名、医美行业白金分析师。

**王越**，美护&社服高级分析师。上海交通大学金融学硕士，南京大学经济学学士，2018年7月研究生毕业后加入兴业证券社会服务小组，2022年11月加入信达新消费团队。主要覆盖化妆品、医美、社会服务行业。

**周子莘**，美容护理分析师。南京大学经济学硕士，华中科技大学经济学学士，曾任兴业证券社会服务行业美护分析师，2022年11月加入信达新消费团队。主要覆盖化妆品、医美。

**涂佳妮**，社服&零售分析师。新加坡南洋理工大学金融硕士，中国科学技术大学工学学士，曾任兴业证券社服&零售行业分析师，2022年11月加入信达新消费团队，主要覆盖免税、眼视光、隐形正畸、宠物、零售等行业。

**蔡昕妤**，商贸零售分析师。圣路易斯华盛顿大学金融硕士，曾任国金证券商贸零售研究员，2023年3月加入信达新消费团队，主要覆盖黄金珠宝、线下零售、培育钻石板块。

**李文静**，伊利诺伊大学香槟分校理学硕士，西南财经大学经济学学士，2022年11月加入信达新消费团队。主要覆盖化妆品、医美。



## 分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

## 免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

## 评级说明

| 投资建议的比较标准   | 股票投资评级                      | 行业投资评级                  |
|---|-----------------------------|-------------------------|
| 本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）；<br>时间段：报告发布之日起 6 个月内。 | <b>买入</b> ：股价相对强于基准 20% 以上； | <b>看好</b> ：行业指数超越基准；    |
|   | <b>增持</b> ：股价相对强于基准 5%~20%； | <b>中性</b> ：行业指数与基准基本持平； |
|   | <b>持有</b> ：股价相对基准波动在±5% 之间； | <b>看淡</b> ：行业指数弱于基准。    |
|   | <b>卖出</b> ：股价相对弱于基准 5% 以下。  |                         |

## 风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。