



耐用消费产业行业研究

买入（维持评级）

行业专题研究报告

证券研究报告

国金证券研究所

分析师：赵中平（执业 S1130524050003） 分析师：龚轶之（执业 S1130523050001）

zhaozhongping@gjzq.com.cn

gongyizhi@gjzq.com.cn

复盘仓储会员龙头 Costco，指引中国商超变革

内容简介

近年来以 Costco 为代表的仓储会员店客流火爆、本土超市胖东来也出圈成为“网红品牌”。2024 年初国内商超龙头永辉超市开启转型，携手胖东来调改门店迈向“品质零售”，零售龙头名创优品亦看好其未来发展大举收购近 30% 股份入局商超行业。值此变革时刻，本文以凭借优质商品和服务闻名的全球仓储会员店龙头 Costco 为标杆，拆解其成功模式，辨析其对国内商超行业改革的启示，并展望永辉超市未来发展。

投资逻辑

- **Costco：美国仓储会员店龙头，创造零售神话。** Costco 成立于 1980 年，长期秉持“为会员持续提供优质、低价的商品和服务”理念。05-24 财年归母净利累计增长 6 倍，年化增速 10.7%，其中会员费贡献利润，商品销售业务贡献收入。截至 24 财年，全球门店 890 家/付费会员 0.76 亿人，以美国/加拿大为主并进军全球。
- **模式拆解：付费会员制为基，精选品+强运营打造性价比。** Costco 成功在于以“会员为中心”重塑产业链实现共赢，会员/选品/运营是三大关键要素：①会员：变革盈利模式，会员费贡献收入使收益前置，公司变身为采购服务商，提前锁定利润从而实现低毛利率+专注选品运营。②选品：精简 SKU 数量，聚焦优质商品，以极致性价比吸引客户并扩大规模形成飞轮效应以降低成本。③运营：强调周转效率，在门店运营、客户服务等细节精益求精。
- **未来展望：开启全球化扩张，推动零售行业变革。** 公司品牌得到全球消费者认可，未来增长在于国际市场。①北美：北美是公司主战场，24 财年收入占比 86%。我们测算美国仓储会员店渠道渗透率已达 4.0%，19-23 年市场增速约 3.3%；23 年公司市占率约 63%，提升空间较为有限。②国际：20-24 财年收入复合增速 12.4%，拓展步伐加快，单店表现亦有提升空间。19 年踏足中国大陆市场，20-24 财年中国大陆门店增长至 7 家。
- **中外对比：中国商超大变局，永辉超市引领变革。** 24 年 5 月永辉超市携手胖东来启动门店调改，聚焦：①商品升级；②体验提升；③员工激励，重在提升消费体验和商品品质。首家调改店营业首日销售额增长 13.9 倍表现强劲，11 月末永辉全国调改店已达 17 家，计划 25 年春节前达 40-50 家，25 全年调改 100 家以上。对标 Costco，永辉超市此次改革有两大看点：①优化商品结构，提升周转效率。Costco/永辉超市历年总资产周转率分别为 3.4/1.6，存货周转天数分别约 30 天/50 天，随着永辉超市导入 DL 品牌、自有品牌及名创优品合作产品等优质商品，动销效率有望显著提升。②定位优质优价，提升利润空间。Costco 采用付费会员制、以会员费锁定利润，因此主动将毛利率保持在较低水平，但永辉超市受制于行业价格竞争毛利率并未显著高于 Costco，近年来均值分别为 11.0%/15.7%。此外永辉超市的费用率亦高于 Costco，历年均值约 19.8%。随着永辉超市运营思路转变，定位优质商品，利润率水平或进入上行通道。

投资建议

- 中国超市迎来变革，永辉超市携手胖东来开启改革，调改店运营表现亮眼，或预示线上线下零售渠道迎来再平衡。
- Costco 成功的核心在于独特的会员制商业模式，“以性价比引流、会员费作为利润”。同时公司坚持低价+优质商品&服务，并以精简 SKU/大包装/货架陈列等运营技巧显著提升周转效率，经营思路值得借鉴。
- 此次永辉超市改革定位“品质零售”，在商品优化和服务升级上与 Costco 不谋而合，数据证明消费者也认可该模式。后续看点在于：①周转效率&利润率改善空间、②门店调改进度。若进展顺利，永辉超市有望开启新一轮量价齐升，值得持续关注。

风险提示

数据统计误差；市场竞争加剧；门店调改不及预期；市场波动风险。



内容目录

引言：以 Costco 为鉴，看永辉超市改革前景.....	5
一、Costco：美国仓储会员店龙头，创造零售神话.....	5
1.1、公司历史溯源，开仓储零售先河.....	5
1.2、穿越经济周期，长期保持高成长.....	6
二、模式拆解：付费会员制为基，精选品+强运营打造性价比.....	8
2.1、会员：变革盈利模式，会费贡献核心利润.....	8
2.2、选品：精简 SKU 数量，规模效应降低成本.....	9
2.3、运营：强调周转效率，进一步提升性价比.....	10
三、未来展望：开启全球化扩张，推动零售行业变革.....	12
3.1、北美市场：渗透率至高位，竞争优势稳固.....	13
3.2、国际市场：复制成功经验，推进全球扩张.....	14
四、中外对比：中国商超大变局，永辉超市引领变革.....	15
4.1、永辉改革加速，携手胖东来调改门店.....	15
4.2、对标 Costco 模式，迈向品质零售之路.....	18
4.3、调改有序推进，25 年目标 100 家以上.....	21
五、投资建议.....	21
六、风险提示.....	22

图表目录

图表 1：Costco 发展大事记.....	5
图表 2：美国城镇化率 1970s 起已处于高位.....	6
图表 3：两次石油危机导致美国居民收入承压.....	6
图表 4：公司收入规模随门店扩张增长.....	6
图表 5：公司净利润长期维持增长.....	6
图表 6：公司主营业务结构.....	6
图表 7：会员费收入占比低但毛利贡献高.....	7
图表 8：公司收入以销售收入为主（%）.....	7
图表 9：公司产品结构中泛食品类占大头（%）.....	7
图表 10：公司门店数量保持增长（家）.....	7
图表 11：公司全球会员数量已破 1 亿人（亿人）.....	7
图表 12：公司商业模式以会员为中心.....	8
图表 13：会员制下零售商提前锁定利润（美元）.....	9



图表 14: 会员费是公司净利润主要来源 (亿美元)	9
图表 15: 公司会员构成 (亿人)	9
图表 16: 公司会员粘性极强	9
图表 17: Costco SKU 数量较少	10
图表 18: 公司定价保证“极致性价比”	10
图表 19: 会员年人均消费金额 (美元)	10
图表 20: 公司存货周转效率极高	10
图表 21: 公司单店经营面积较大	11
图表 22: 公司门店相关资产周转率优秀	11
图表 23: 门店货架采取仓库式布局	11
图表 24: 门店动线设计	11
图表 25: 门店都附带食物区	12
图表 26: 门店提供大量试吃体验	12
图表 27: 公司人效水平领先	12
图表 28: 公司持续提升员工薪资待遇 (美元)	12
图表 29: 公司全球门店分布 (家)	13
图表 30: 公司营业收入以北美市场为主 (%)	13
图表 31: 美国仓储会员店行业发展成熟	13
图表 32: 美国仓储会员店渠道渗透率约 4% (%)	13
图表 33: Costco 销售额市占率位居北美第一 (%)	14
图表 34: Costco 店效领先于其他品牌 (百万美元/年)	14
图表 35: 2020-2024 财年分地区门店新增数量 (家)	14
图表 36: 中国 Costco 开店进程 (家)	14
图表 37: 公司国际业务店效低于北美 (百万美元/年)	15
图表 38: 公司国际业务营业利润率较高 (%)	15
图表 39: 永辉超市门店改造进展	16
图表 40: 永辉引入胖东来自有 DL 品牌产品	17
图表 41: 永辉超市扩大熟食区域	17
图表 42: 名创优品具有强大的产品开发能力	17
图表 43: 名创优品产品毛利率优秀 (%)	17
图表 44: 永辉门店环境优化	18
图表 45: 永辉门店内增加便民设施	18
图表 46: 永辉超市关注员工工作状态	18
图表 47: 调改后员工工资提升显著 (元/月)	18
图表 48: Costco&永辉超市商业模式对比	19



图表 49: 永辉积极推广自有品牌产品	19
图表 50: 永辉超市自有品牌销售占比 (%)	19
图表 51: 永辉超市总资产周转率低于 Costco.....	20
图表 52: 永辉超市调改门店店效提升明显	20
图表 53: 永辉超市存货周转天数高于 Costco.....	20
图表 54: 永辉超市应付账款天数高于 Costco.....	20
图表 55: 永辉超市毛利率尚有提升空间 (%)	21
图表 56: 永辉超市费用率较高 (%)	21
图表 57: 永辉超市各地区门店存在差异	21
图表 58: 永辉超市销售人员规模较大	21



引言：以 Costco 为鉴，看永辉超市改革前景

实体零售行业过去十余年经历了电商平台崛起、流量迁移和价格战考验，度过了一段至暗时刻。而近年来以 Costco、Sam's Club 为代表的仓储会员店客流火爆、本土超市胖东来也出圈成为“网红品牌”。2024 年初国内商超龙头永辉超市开启转型，携手胖东来调改门店，迈向“品质零售”，零售龙头名创优品亦看好其未来发展大举收购近 30% 股份入局商超行业。值此变革时刻，本文以凭借优质商品和服务闻名的全球仓储会员店龙头 Costco 为标杆，拆解其成功模式，辨析其对国内商超行业改革的启示，并展望永辉超市未来发展。

一、Costco：美国仓储会员店龙头，创造零售神话

1.1、公司历史溯源，开仓储零售先河

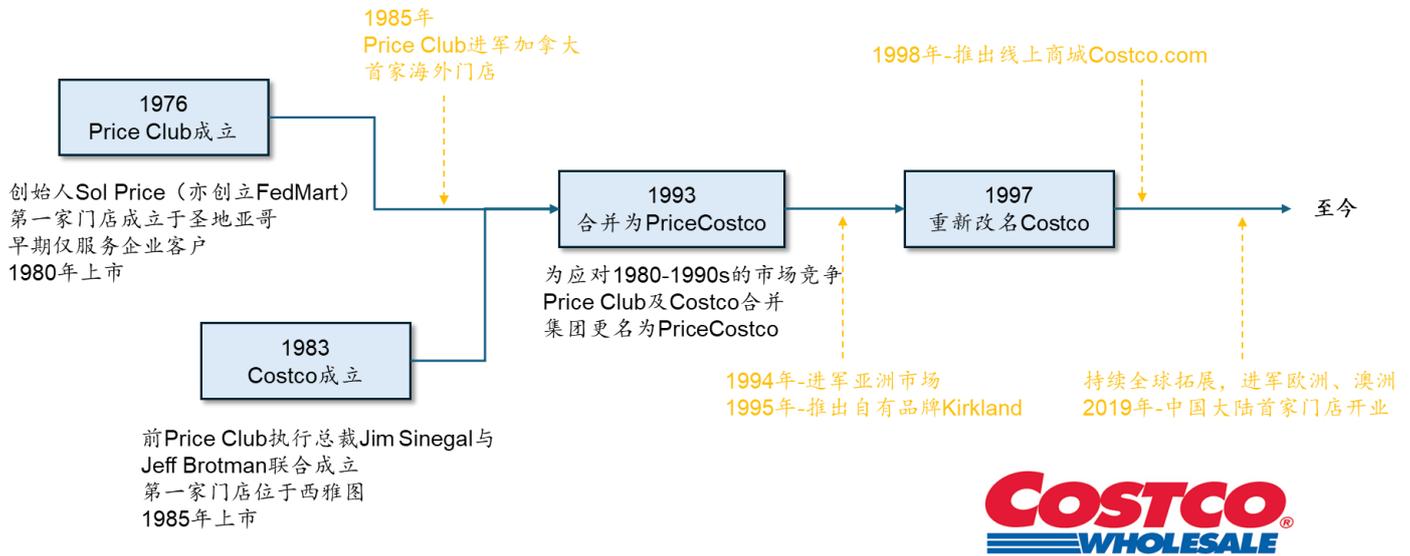
Costco 是美国仓储会员制零售龙头，也是全球最早引入这一经营模式的零售企业之一。仓储会员制的核心是先付费、后消费，仅向会员提供服务，零售商主要负责选品、采购和物流交付。

公司前身 Price Club、Costco 分别成立于 1976 年、1983 年，二者在 1980-1990 年代独立经营，后面临市场竞争加剧尤其是沃尔玛旗下 Sam's Club 的冲击而在 1993 年合并，并于 1997 年重新更名为 Costco 并沿用至今。

尽管公司在架构上曾有过调整，但核心管理团队渊源颇深并都长期从事零售业。创始人 Sol Price 在 1953 年即成立 FedMart，探索出仓储会员制的雏形；Costco 创始人之一 Jim Sinegal 早年也曾担任 Price Club 的执行副总裁，负责日常运营管理。

公司长期秉承“为会员持续提供优质、低价的商品和服务”的经营理念，并在长期运营中证明了仓储会员模式的优越性。截至 2024 财年（注：Costco 财年截至当年 8 月末最近的星期日），公司收入、归母净利润分别达到 2545 亿美元、74 亿美元，全球门店数量 890 家，覆盖美国、加拿大、墨西哥、英国、日本等多个国家。

图表1: Costco 发展大事记



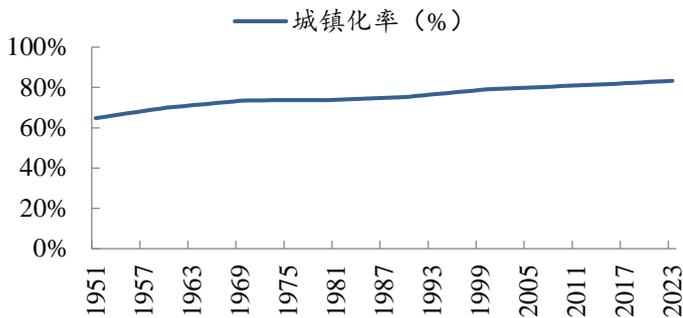
来源：Costco 官网，国金证券研究所整理

公司能取得成功，一方面在于商业模式创新，另一方面也与成立初期的美国本土市场消费环境变化高度相关。1970 年代初美国已完成大规模基础设施建设，城镇化率达到 70% 以上，公路网络完善并且居民汽车保有量也较高。然而 1973 年、1979 年的两次石油危机导致了输入性通胀，对美国消费者的消费能力构成较大压力，但消费者尤其是中高收入群体对于优质商品的需求已经根深蒂固。

仓储会员店的出现及时满足了当时美国消费者对性价比的追求，尽管门店位置相对偏远、商品包装量大，但更实惠的价格依然吸引来大量消费者，为公司早期生意规模和会员群体的扩张打下良好基础，C 端业务重要性开始日益提升。

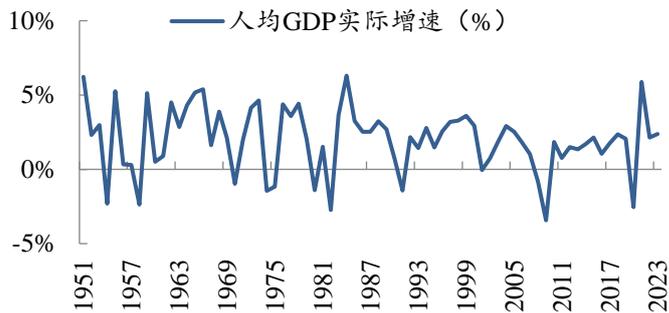


图表2: 美国城镇化率 1970s 起已处于高位



来源: Wind, 国金证券研究所

图表3: 两次石油危机导致美国居民收入承压



来源: Wind, 国金证券研究所

1.2、穿越经济周期，长期保持高成长

公司在历史上呈现出强大的持续成长性，业绩增长穿越经济周期，反映出全球消费者对仓储会员店模式的认可。2005-2024 财年，公司营业收入、归母净利润分别增长 381%、593%，年化增速分别为 8.6%、10.7%。

图表4: 公司收入规模随门店扩张增长



来源: Wind, 国金证券研究所 (注: Costco 财年截至当年8月底)

图表5: 公司净利润长期维持增长



来源: Wind, 国金证券研究所 (注: Costco 财年截至当年8月底)

公司主营业务收入主要包括两块: 1) 销售收入; 2) 会员费。

- 销售收入: 作为线下零售的代表, 公司销售收入通过持续开店扩大客流、提升同店销售实现增长。尽管公司 1998 年即开设了线上商城, 但占公司整体销售收入的比例长期低于 10%, 线下销售依然是核心。公司历史上的持续增速伴随着门店数量的扩张, 包括美国本土市场深化覆盖以及对国际市场的布局。
- 会员费: 不同于其他零售业态, 公司独有的会员制能带来会员费收入。公司会员分普通会员 (Gold Star) 和企业会员 (Business), 二者都需要支付年费因此也可称为付费会员, 美国市场定价 60 美元/年 (2024 财年上调至 65 美元/年), 同时可免费获得一张家庭会员卡。此外付费会员还可额外升级为高级会员 (Executive), 享受购物金额 2% 的现金折扣。

图表6: 公司主营业务结构

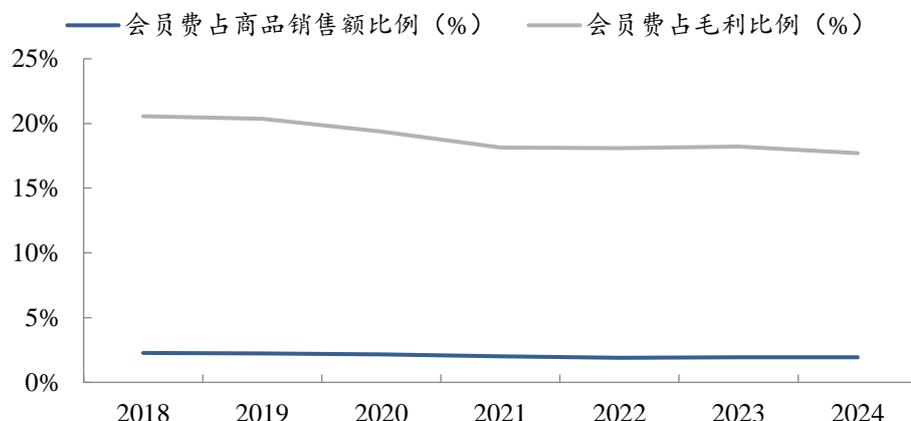
业务	FY24 收入占比	FY24 毛利率	FY19-24 收入 CAGR	说明
销售收入	98.1%	10.9%	10.8%	主要包括: 1) 食品; 2) 非食品; 3) 生鲜; 4) 其他附加商品及服务 (包括汽油、轮胎、线上商城、熟食、眼镜、旅行等项目)
会员费	1.9%	/	7.6%	会员分: 1) 普通会员 (Gold Star); 2) 企业会员 (Business) 所有付费会员均可免费获得 1 张家庭卡 付费会员可额外升级为高级会员, 享受购物金额 2% 的折扣返还, 上限 1000 美元 2024 财年 Costco 上调了会员费及高级会员返点上限至 65 美元、1250 美元

来源: 公司公告, 国金证券研究所整理 (注: Costco 财年截至当年8月底)



从结构上看，商品及服务销售收入贡献收入大头，2018-2024 财年公司销售收入占营业总收入比例约为 98%，同期会员费收入仅为 2%。但销售收入的毛利率偏低，2024 财年约为 10.9%，独有的会员费才是贡献利润的核心，会员费占毛利比例接近 20%。

图表7: 会员费收入占比低但毛利贡献高

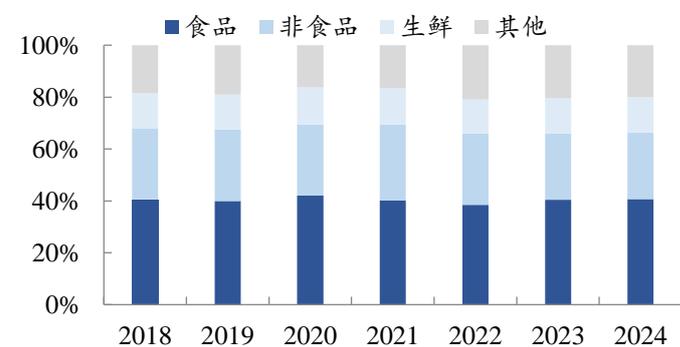
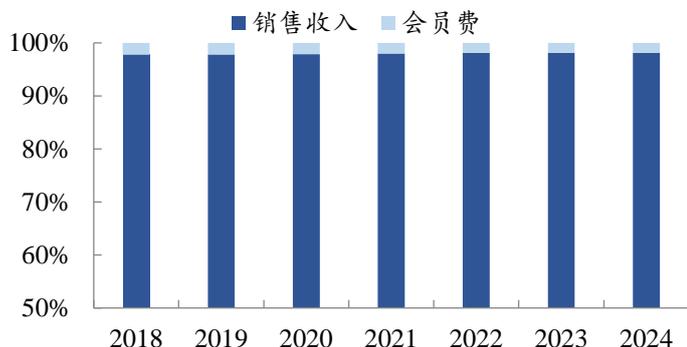


来源：公司公告，国金证券研究所（注：Costco 财年截至当年 8 月底）

销售收入中则以泛食品类为主，反映出公司对 SKU 的选择。2018-2024 财年，食品、非食品、生鲜、其他商品及服务的销售占比分别为 40.3%、27.2%、13.7%、18.8%，其中泛食品类合计约为 54%。

图表8: 公司收入以销售收入为主 (%)

图表9: 公司产品结构中泛食品类占大头 (%)



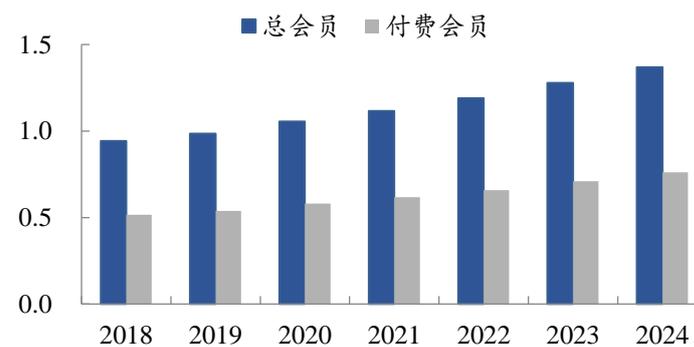
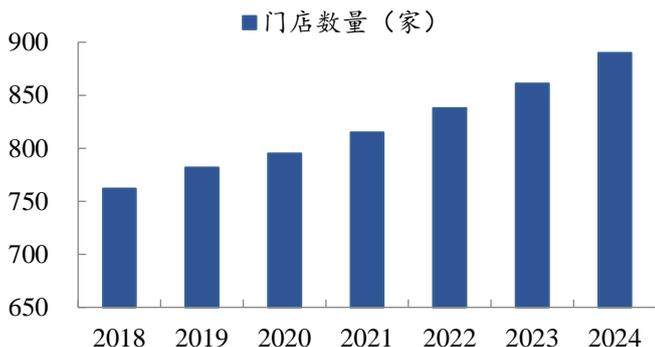
来源：公司公告，国金证券研究所（注：Costco 财年截至当年 8 月底）

来源：公司公告，国金证券研究所（注：Costco 财年截至当年 8 月底）

公司实现持续增长的背后是门店数量和付费会员规模的持续扩张，分别驱动销售规模和会员费的提升。2018-2024 财年，公司门店数量、会员规模复合增速分别为 3.6%、7.2%；截至 2024 财年已分别达到 890 家、0.76 亿人。

图表10: 公司门店数量保持增长 (家)

图表11: 公司全球会员数量已破 1 亿人 (亿人)



来源：公司公告，国金证券研究所（注：Costco 财年截至当年 8 月底）

来源：公司公告，国金证券研究所（注：Costco 财年截至当年 8 月底）



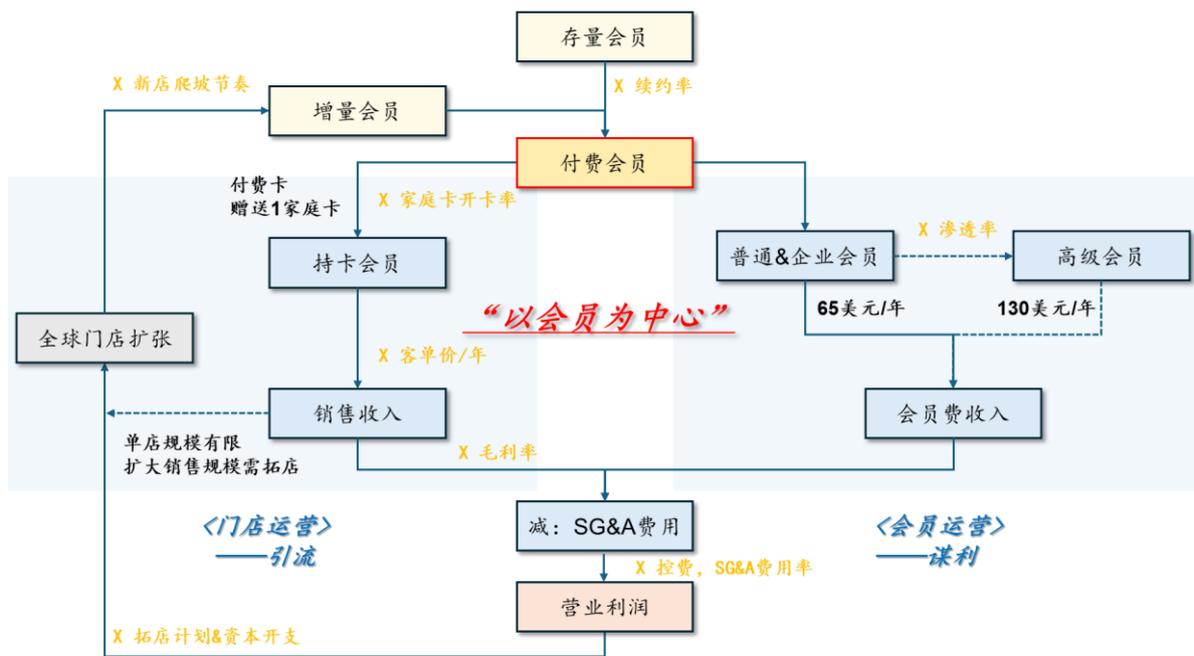
二、模式拆解：付费会员制为基，精选品+强运营打造性价比

我们认为公司仓储会员店业态的成功主要在于商业模式创新，以“会员为中心”的模式重塑了产业链关系，并最终形成飞轮效应不断巩固性价比优势。其中会员、选品、运营是模式跑通的三大关键要素：

1. 付费会员制下，公司利润主要源自会员费而非传统零售的商品买卖价差，这也是最本质的模式创新。收益前置改变了激励机制，仓储会员店变身为会员的采购服务商，在低加价倍率下也能生存。公司的主要任务是会员寻找优质商品和附加服务，会员也能更放心消费并形成极强的信任度和消费依赖，二者利益得到统一。
2. 仓储会员店主要诉求是扩大会员群体，“性价比”是最好是引流方式。精准选品+会员集中采购带来极高的周转效率和对上游供应商的议价能力，真正做到好货不贵，并且随着会员规模扩大性价比优势能进一步得到巩固，形成“飞轮效应”。
3. 公司日常运营中继续通过优化运营效率（例如门店设计、商品陈列、物流体系等）实现控费提升性价比优势，并通过附加客户服务（免费停车、轮胎维修、试吃等）强化客户认可度以提高会员留存续约、新会员开发和高级会员渗透升级。

在这种“以性价比引流、以会员费盈利”的独特商业模式下，公司居中协调显著提升了产业链效率，会员收获了优质低价商品、公司赚得会员费利润、供应商则找到账期短&采购量大的客户。溯源来看，公司的创新在于降低了传统零售链条中消费者的搜索成本、零售商和供应商的销售成本（包装、营销等）以及存货减值风险，并将之转化为商业利润。

图表12：公司商业模式以会员为中心



来源：国金证券研究所整理

2.1、会员：变革盈利模式，会费贡献核心利润

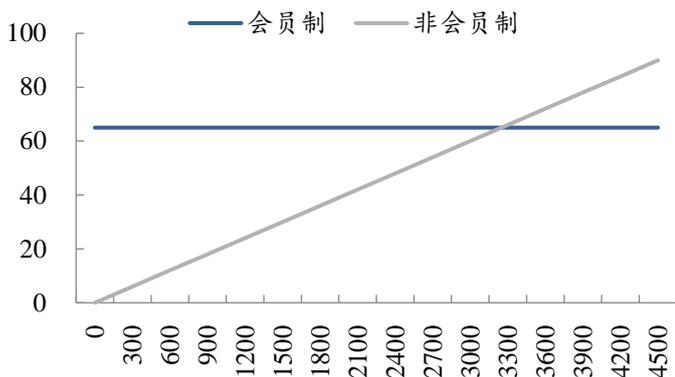
仓储会员制下，公司最重要的资产是会员群体，最主要的收入来源则是会员费。独特的“先付费、后消费”模式使得收益前置，改变了激励机制和零售商与会员的关系，打开了除依靠商品差价盈利外的新兴盈利模式。

以美国市场情况为例，按照公司当前商品销售业务的营业利润率近 2.0%的水平测算，若单纯通过销售收入赚取 65 美元/年的普通会员费，需要会员消费 3250 美元/年，因此会员费成为公司利润贡献的大头。尽管会员提前缴纳了会员费，但换来了更低的商品毛利率和更高的性价比，公司也可以更加聚焦在选品和日常运营上。

2016-2019 财年，会员费占净利润的比例平均约为 103%，占绝对主导地位。近年来随着公司控费成效显著，商品销售业务也开始贡献利润率，因此会员费占净利润比例有所下滑。但截至 2024 财年，公司净利润约 74 亿美元，而会员费收入已达到 48 亿美元，占比接近 66%，依然是最主要的利润来源。

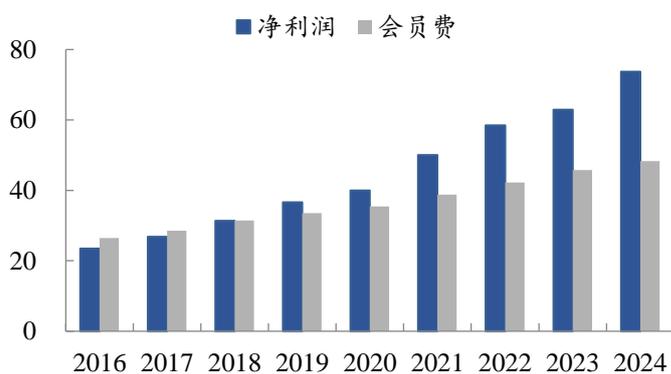


图表13: 会员制下零售商提前锁定利润 (美元)



来源: 国金证券研究所测算

图表14: 会员费是公司净利润主要来源 (亿美元)

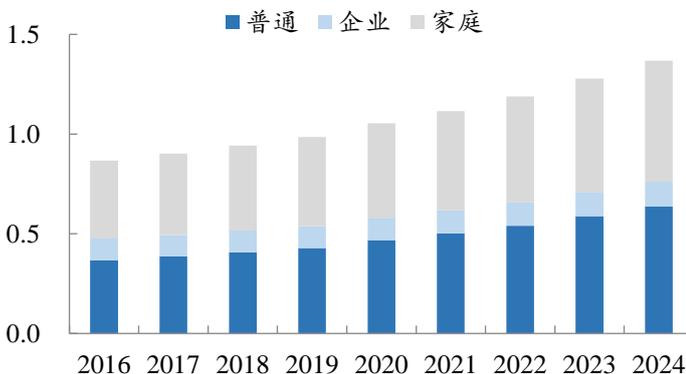


来源: 公司公告, 国金证券研究所 (注: Costco 财年截至当年8月底)

付费会员是公司商业模式的核心,一方面付费会员贡献了会员费,另一方面付费会员及其衍生带来的家庭会员扩充了销售规模、帮助公司实现规模化采购,因此有效的会员运营至关重要。

2024 财年公司全球范围内普通、企业会员合计约 0.76 亿人,产生出 0.61 亿家庭卡会员,派生比例约为 1: 0.8,全球会员总数达到 1.37 亿人。并且这部分会员的消费粘性极强,养成消费习惯后形成路径依赖,滚动会员续约率长期维持在接近 90%的水平,构成公司的坚实壁垒。

图表15: 公司会员构成 (亿人)



来源: 公司公告, 国金证券研究所 (注: Costco 财年截至当年8月底)

图表16: 公司会员粘性极强



来源: 公司公告, 国金证券研究所 (注: Costco 财年截至当年8月底)

2.2、选品: 精简 SKU 数量, 规模效应降低成本

“极致性价比”是公司引流的利器,通过:①精简 SKU、②精细选品、③低加价率,公司在少数动销快的优质商品上实现规模化采购,从而保证在维持低价的同时又保证了在售商品的质量,真正实现“好货不贵”,并且公司在对外营销和店内标语等细节上持续加深这一品牌形象,占领了消费者心智。

相比于其他零售业态,公司的 SKU 数量显著偏低,线下商店仅不足 4000 个,线上商城也仅为 9000-10000 个。公司的运营重心放在提升商品的质量和动销而非单纯提高货架广度,其实选择太多也意味着没有选择,所以 Costco 为付费会员提供的服务之一也包括能更放心、更省心的买到目标品类中最好的商品,而不需要进行频繁的挑选比价。同时由于接受付费会员制的消费者大多收入水平较高,在购物选择上倾向于购买最佳商品。

从公司的商品组合上也可以印证这一思路,对存在成熟强势品牌的品类公司直接与其合作,例如家电、数码、化妆品、酒水等,而在市场相对分散的类目公司则推出自有品牌 Kirkland 并打造优质品牌形象作为替代,核心目的还是在建立消费者认可后提高品类集中度,从而加大采购量、加快动销、减少库存损耗。

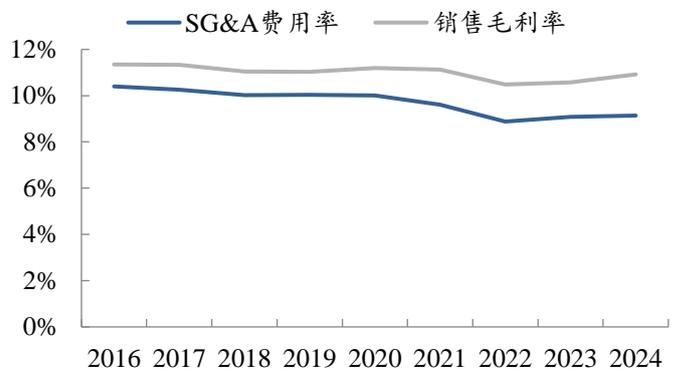
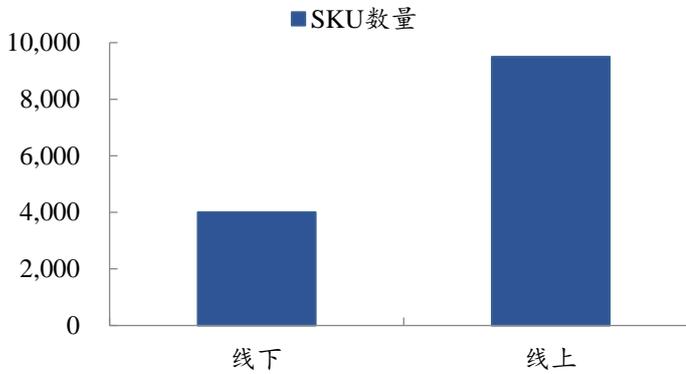
除了在供给端通过规模效应降低采购成本,实现性价比的另一关键在于直接让利,降低加



价倍率。由于付费会员制下公司利润已经通过会员费得到保证，因此在让利上的操作空间也更大。公司销售收入业务毛利率长期维持在 11% 左右，远低于其他零售渠道的利润率水平。而同期公司 SG&A 费用率中枢亦接近 10%，因此可以理解为公司的加价仅维持日常运营成本，而不通过销售商品赚钱。

图表17: Costco SKU 数量较少

图表18: 公司定价保证“极致性价比”



来源：公司公告，国金证券研究所

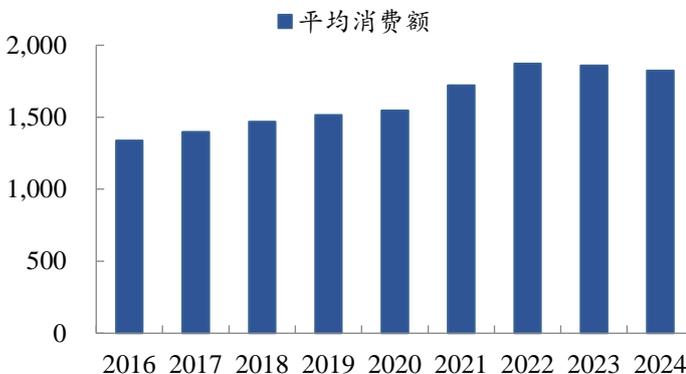
来源：公司公告，国金证券研究所（注：Costco 财年截至当年 8 月底）

在优选好货、极致性价比的品牌形象加持下，会员消费意愿得到有效调动。公司历年会员平均年消费金额持续提升，2024 财年已经达到 1825 美元/年，会员规模的扩张叠加人均消费金额的提升，公司采购的规模效应未来有望继续凸显。

在消费规模的带动下，公司存货周转效率也极高，存货周转率常年维持在 11-12，并且因为周转速度快常能获得对上游供应商的提前结款优惠，进一步增强公司在让利降低毛利率上的空间。

图表19: 会员年人均消费金额（美元）

图表20: 公司存货周转效率极高



来源：公司公告，国金证券研究所（注：Costco 财年截至当年 8 月底）

来源：公司公告，国金证券研究所（注：Costco 财年截至当年 8 月底）

2.3、运营：强调周转效率，进一步提升性价比

仓储会员店商业模式的关键在于效率，公司在门店全链路运营的细节把控上同样优秀，进一步促进销售和客户引流，促进“飞轮效应”发挥作用。其中最令消费者印象深刻的包括大包装、仓库式货架、试吃活动、熟食柜台等创新模式。

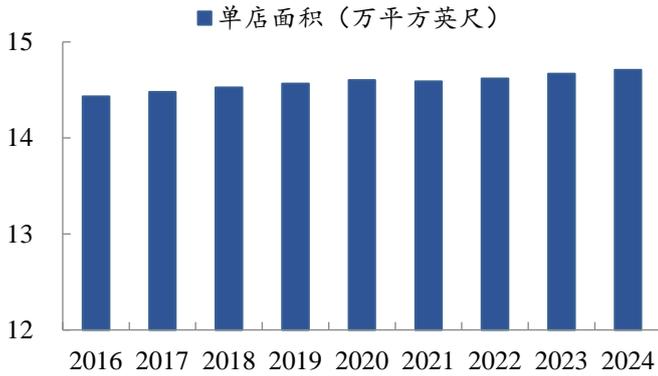
在渠道定位上公司以线下经营为主，因此门店相关资产较重，并且由于采用仓库式设计单体面积也大多接近 14.7 万平方英尺（合 13.7 万平方米）。然而公司业绩并没有受到折旧摊销的明显拖累，一方面公司门店选址多位于郊区因此土地&门店成本较低，另一方面公司的门店运营能力也极其优秀，历年来门店相关资产的周转率接近 5.0。

我们认为公司之所以运营效率极高，主要体现在：①门店设计；②附加服务；③人员激励。



图表21: 公司单店经营面积较大

图表22: 公司门店相关资产周转率优秀



来源: 公司公告, 国金证券研究所 (注: Costco 财年截至当年8月底)

来源: 公司公告, 国金证券研究所 (注: Costco 财年截至当年8月底)

■ 门店设计

仓储会员店除了采取会员模式,另一大特色则是仓库式门店布局,具体表现为门店面积大、货架陈列类似仓库、配备有独立停车场,这主要也是为了实现规模效应而服务。

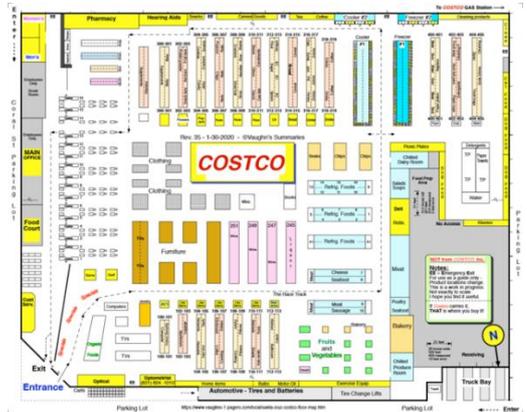
公司深知消费者来购物的首要原因在于更优质实惠的商品,即被“极致性价比”所吸引,因此在门店设计上能简则简、一切以效率为先。例如公司采取大包装商品便于批量售卖、仓库式货架减少上货的人力和时间成本,将节约下来的运营成本通过低毛利回馈给会员从而巩固自身的竞争优势。

除此之外公司门店大多设计为一层作为销售区域,上层作为停车场,并通过合理的动线设计营造出独特的探索式购物体验,引导消费者进场后从家电数码产品开始过渡到日用品、食品等其他品类,其中穿插布局试吃点,避免人员拥挤的同时激发购物欲望。

通过标志性的门店设计,既节省了运营成本也提升了场地使用效率,达成高周转的目标。

图表23: 门店货架采取仓库式布局

图表24: 门店动线设计



来源: CNBC, 国金证券研究所

来源: Medium, 国金证券研究所

■ 附加服务

此外公司门店还提供大量附加服务,以达到提升消费者体验和促进销售的目的。为了让会员感到会员费用物有所值,公司不仅销售的商品更具有性价比,还通过经营种类丰富&价格实惠的食物区、提供大量试吃点位打造口碑。

此类附加服务的作用一方面在于营销推广,作为记忆点和差异化特色吸引更多付费会员,另一方面在日常门店运营上也可以促进销售,例如在门店出口处设置食物区可以提升消费者目的性加快人员流动、食物试吃也可以直接带动相关产品的销售。

秉持公司对性价比的追求,这部分附加服务的毛利率也控制在较低水平,成本由销售收入的毛利分摊,属于除了直接压低价格外的另一种让利模式。



图表25: 门店都附带食物区



图表26: 门店提供大量试吃体验



来源: Tastingtable, 国金证券研究所

来源: Chowhound, 国金证券研究所

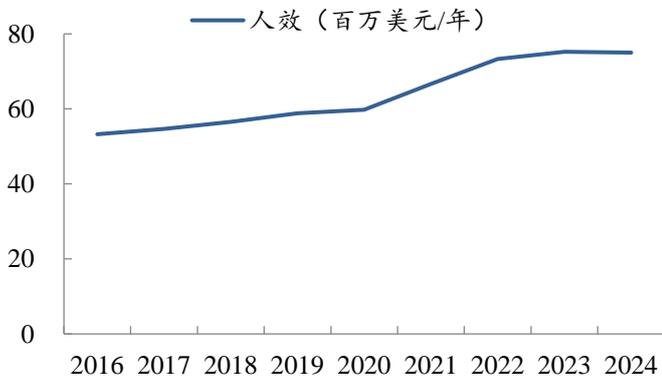
■ 员工激励

门店的运营离不开人工, 公司 95% 以上的员工参与到门店运营和物流系统中, 因此有效的员工激励对整体保持高效率至关重要。公司人效一直维持在较高水平, 2021-2024 财年平均每人创造 73 百万美元的销售收入。

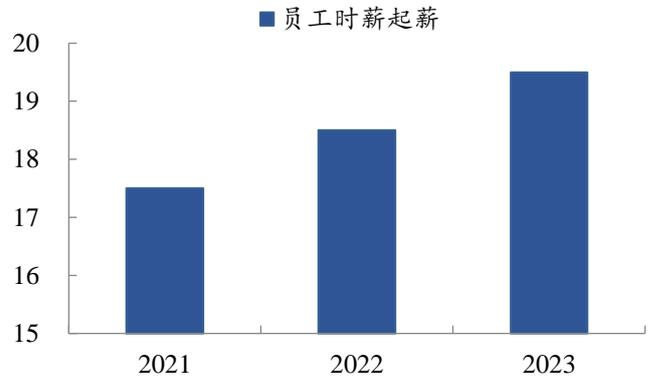
高效能的背后反映的是公司非常重视员工福利和发展, 员工相关支出也是 SA&G 费用的大头。公司提供包括医疗保险、生育补贴、课程培养、年假、新款商品优先购买权、员工折扣等全方位的福利, 并且近年来还在持续上调员工薪资, 员工起薪从 2021 财年的 17.5 美元/小时上升至 19.5 美元/小时。

在高福利的吸引下, 公司 2024 财年北美地区 93% 以上的员工在职超过 1 年, 并且全球接近 75% 的门店经理都是从基层培育提拔而来, 稳定且积极的运营团队保证了公司的战略执行效率。

图表27: 公司人效水平领先



图表28: 公司持续提升员工薪资待遇 (美元)



来源: 公司公告, 国金证券研究所 (注: Costco 财年截至当年 8 月底)

来源: 公司公告, 国金证券研究所 (注: Costco 财年截至当年 8 月底)

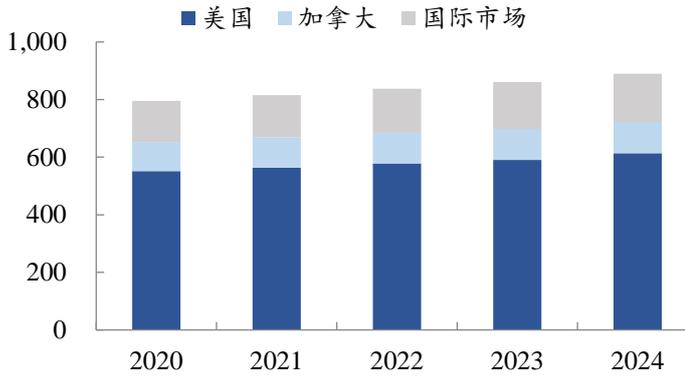
三、未来展望: 开启全球化扩张, 推动零售行业变革

站在当前时点, 公司已经从 1970 年代名不见经传的另类商店成长为具有美国特色的仓储会员店龙头, 并且通过持续打磨运营模型稳固了自身市场地位, 获得全球消费者的认可。

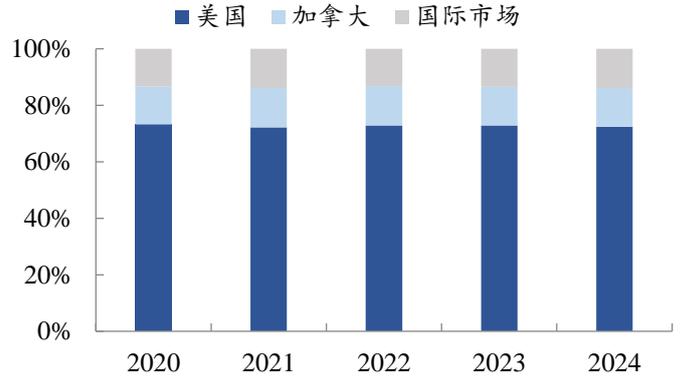
展望未来, 随着公司北美市场渗透逐步完成, 需要通过全球化扩张寻找增量空间, 因此国际业务决定了未来增长潜力。截至 2024 财年, 公司美国/加拿大/国际市场门店分别为 614 家/108 家/108 家, 收入占比分别为 72.4%/13.7%/13.9%。尽管公司传统的北美市场业务依然占据主导地位, 但国际业务的增速已经显著提升, 2020-2024 财年公司美国/加拿大/国际市场收入复合增速分别为 10.8%/11.7%/12.4%。



图表29: 公司全球门店分布 (家)



图表30: 公司营业收入以北美市场为主 (%)



来源: 公司公告, 国金证券研究所 (注: Costco 财年截至当年8月底)

来源: 公司公告, 国金证券研究所 (注: Costco 财年截至当年8月底)

3.1、北美市场: 渗透率至高位, 竞争优势稳固

北美市场是公司主战场, 开发时间最早也最新进入成熟阶段。2019-2023 年美国仓储会员店及超市市场年零售额由 6135 亿美元提升至 6993 亿美元, 年化增速约为 3.3%, 主要受到物价水平提升推动并与整体经济增速接近。

作为一种零售业态, 仓储会员店的潜在天花板取决于当地市场渠道结构, 我们以仓储会员店总销售额占美国除汽车外零售总额衡量其潜在发展空间。从渠道渗透率角度看, 美国仓储会员店渠道渗透率近年来维持在 4.0% 左右, 整体波动较小, 预计未来提升空间也有限。

图表31: 美国仓储会员店行业发展成熟



图表32: 美国仓储会员店渠道渗透率约 4% (%)



来源: IBIS, 国金证券研究所

来源: 美国人口调查局, Costco 年报, Walmart 年报, BJ's 年报, 国金证券研究所 (注: Costco 财年截至当年8月底; Walmart、BJ's 财年截至当年1月底)

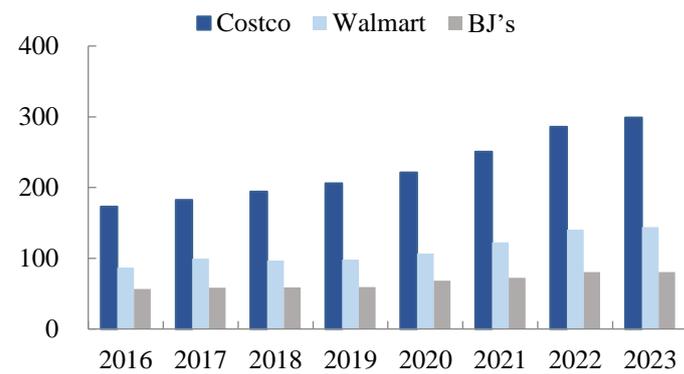
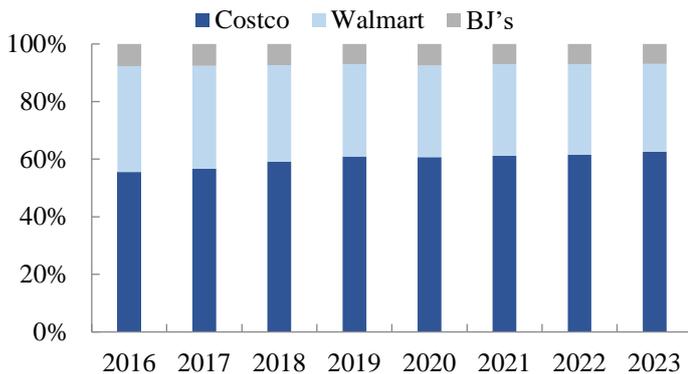
公司在美国市场已经基本奠定了市场领先地位, 若以三家头部上市仓储会员店企业营业收入汇总值近似拟合美国仓储会员店行业规模, 2023 年公司美国销售额市占率约为 62.6%, 远高于竞争对手 Walmart 旗下的 Sam's Club (30.5%) 和主要聚焦美国东部地区市场的 BJ's (6.9%)。(注: Walmart、BJ's 财年截至 1 月末)

除了公司门店规模较大, 更高的市场份额还归功于公司在门店运营效率上的优势, 2023 年公司单店年销售额约为 299 百万美元, 远高于 Sam's Club 的 144 百万美元和 BJ's 的 80 百万美元。



图表33: Costco 销售额市占率位居北美第一 (%)

图表34: Costco 店效领先于其他品牌 (百万美元/年)



来源: Costco 年报, Walmart 年报, BJ's 年报, 国金证券研究所 (注: Costco 财年截至当年8月底; Walmart、BJ's 财年截至当年1月底)

来源: Costco 年报, Walmart 年报, BJ's 年报, 国金证券研究所 (注: Costco 财年截至当年8月底; Walmart、BJ's 财年截至当年1月底)

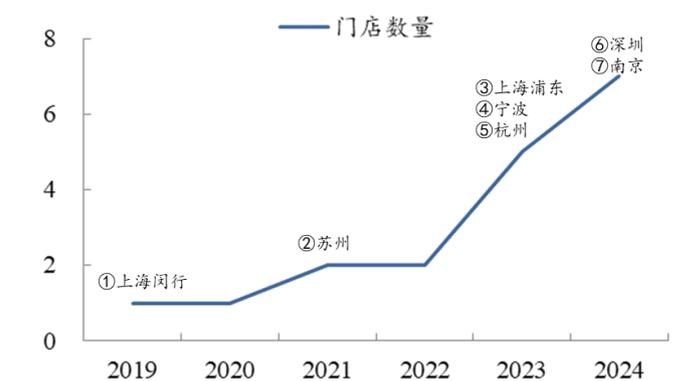
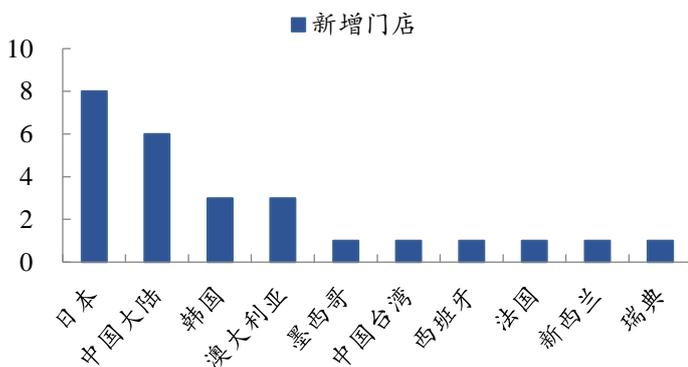
3.2、国际市场：复制成功经验，推进全球扩张

公司在国际市场的拓展开始较早，1985年即进入加拿大市场开启扩国扩张，2024财年门店数仅次于美国本土，也是公司重要的市场之一。1990年代是公司开始初步尝试国际化扩张的时代，1992-1999年间先后进入墨西哥、英国、韩国、中国台湾、日本等国家和地区。2010年后公司北美市场发展逐步放缓，第二阶段国际化拓张加速，开始进入西班牙、法国、冰岛等国家，尤其是在2019年开始首次踏足中国大陆市场并获得良好反响。2020-2024财年，尽管面临全球公共卫生事件影响，中国大陆门店增长数量亦达到了6家，全球范围内仅次于日本市场。

根据公司2025财年的拓店计划，预计国际门店将继续增加7家至175家，稳步实现其出海战略。

图表35: 2020-2024 财年分地区门店新增数量 (家)

图表36: 中国 Costco 开店进程 (家)



来源: 公司公告, 国金证券研究所 (注: Costco 财年截至当年8月底)

来源: 品智 PLSC, 企业管理杂志, 映像网, 东方网, 潮新闻, 澎湃新闻, 深圳新闻网, 国金证券研究所

从公司国际业务的表现上看，尚有较大发展提升空间，尤其是在门店覆盖方面。以中国大陆市场为例，测算2023年仓储会员店渠道销售额占比仅约0.09%，若以美国市场4%的水平为参考则还有明显差距。目前公司在中国大陆市场门店共7家，刚刚开始提速扩张。

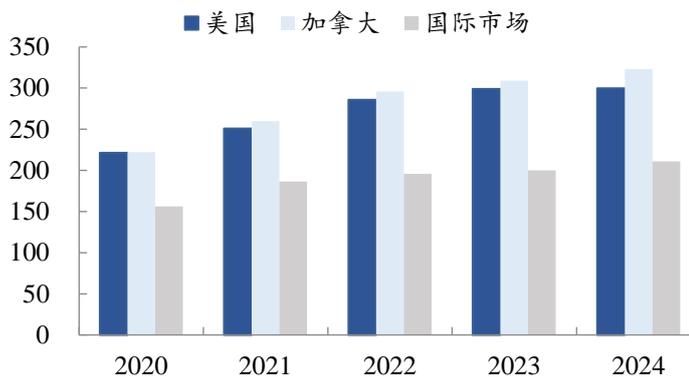
单店投资效率角度分析，国际市场门店ROA稍低于北美。由于国际市场消费者收入水平相对低于北美，因此单店销售额尚存在差距，2024财年国际业务门店平均年销售额211百万美元，这也导致总资产周转慢于北美市场。目前国际业务的营业利润率表现较优，2024财年约为4.0%，介于美国、加拿大之间。

综合来看国际市场业务ROA约10.1%，为保证业绩高质量增长，则需要继续优化效率或在利润率上进行提升。

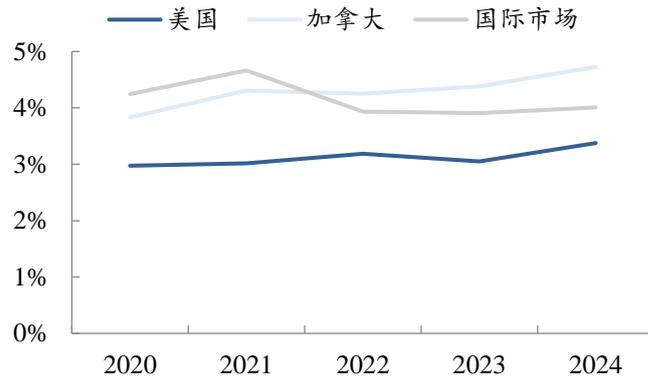


图表37：公司国际业务店效低于北美（百万美元/年）

图表38：公司国际业务营业利润率较高（%）



来源：公司公告，国金证券研究所（注：Costco 财年截至当年8月底）



来源：公司公告，国金证券研究所（注：Costco 财年截至当年8月底）

我们认为公司的海外扩张是北美市场发展成熟后的必然选择，公司过去优先发展收入水平高、品牌认可度强且供应链成熟的美国、加拿大市场无可厚非，而在未来能否在其他国家复制成功则是决定下一阶段增长的关键。

公司具有充分的运营管理经验和品牌口碑，是其进军海外的核心竞争优势。但国际市场的拓展同样面临挑战，也决定了仓储会员店模式是否会面临“橘生淮北则为枳”的困境，有3点值得重点关注：

1. 消费偏好。付费会员制的出现有独特的市场环境因素，美国作为发达经济体在滞涨时期成功导入了该模式并完成消费者教育，与其基础设施完善、居民消费意愿强、人均居住面积大等因素都有一定关系。此外在SKU数量上Costco一直控制在4000个左右，有助于公司提升运营效率，这与美国消费者的生活习惯也有关。相反同样在欧洲市场，公司的前期拓展则相对缓慢，或许反映出消费者偏好的差异。仓储会员店模式成功要素之一是选品，如何把握其他国家消费者的偏好也是重要命题。
2. 市场先机。公司在北美市场的成功与其最早创造出仓储会员店模式有关，积累的大量高粘性会员和市场口碑构筑了竞争壁垒，并且先发优势会随着规模效应带来的产品性价比进一步放大。以中国市场为例，目前Walmart旗下的Sam's Club已经先行一步开始布局，并且还存在着诸如麦德龙、盒马、永辉超市等其他竞争者，中国发达的互联网电商也会对其构成影响。
3. 供应链。高效率的前提是有较为成熟的优质供应链，供给端的前期建设也需要一定的时间。

四、中外对比：中国商超大变局，永辉超市引领变革

Costco 作为全球线下零售行业龙头，其成功经验值得参考，随着全球化脚步加快也势必对包括中国在内的国际市场零售生态产生影响。与此同时，中国本土实体零售业也在发生变革，尤其是在深耕河南市场的现象级超市品牌“胖东来”开启对外帮扶之后，中国超市行业正在经历商业模式的迭代升级。

过去中国商超行业流量思维盛行，以客流换利润、运营能力弱且同质化较高，因此在线上电商崛起分流消费者后压力明显加大。而当下线下商超龙头开始摆脱固有模式，重在提升产品和体验，不仅作为销售渠道更是消费者服务商甚至独立品牌，使差异化竞争成为可能。

其中本土超市龙头永辉超市在同样具备丰富零售经验的名创优品入股后，更是志在打造“中国的Costco”，从中外对比角度出发分析中国超市业态升级方向和潜在空间，或许可以更好的判断未来趋势。

4.1、永辉改革加速，携手胖东来调改门店

胖东来是极具特色的中国本土区域性超市品牌，目前主要聚焦在河南许昌、新乡的下沉市场，因其产品质量、服务体验和员工高福利待遇而著称。2023年底胖东来即开始对外开



展帮扶行动，最早支持江西超市品牌嘉百乐，此后又在 2024 年开启了对步步高、永辉超市等龙头品牌的改造。

2024 年 5 月永辉超市即开始与胖东来接洽探讨合作事宜，今年下半年开始加快改造步伐。2024 年 6 月，胖东来帮扶的首家永辉超市信万广场店完成改造开门营业，首日销售额 188 万元，是调改之前日均销售额的 13.9 倍，客流达 12926 人。2024 年 8 月底，永辉超市全国首家自主调改门店——永辉超市陕西西安中贸广场店试营业，日均销售额由此前约 20 万的水平跃升至开业首日的约 151 万元，客流量也从 3000 人提升至 1.4 万人。

在拥有帮扶调改和自主调改经验后，永辉超市开始着手推广改造范围，郑州市场继续由胖东来对口帮扶，自主调改则扩大到 10 个城市。截至 12 月初，全国已有近 21 家调改门店开业。

图表39：永辉超市门店改造进展



来源：永辉超市官网，国金证券研究所

在吸收胖东来经验后，永辉超市门店形态发生了较大改变，因此经营表现的改善也尤为明显。我们认为永辉的变化主要体现在：①商品升级；②体验提升；③员工激励。在面对电商、便利店、仓储会员店等渠道的竞争下，重心放到提升消费的体验和商品品质，实现差异化竞争。

■ 商品升级

永辉超市最直观的改变主要体现在商品组合方面，对 SKU 进行了大范围的轮换，以胖东来为锚进行调整。根据永辉超市披露，部分门店调改后商品结构接近胖东来的 90%，并积极调整、增加了众多新 SKU。选品思路和团队都在进行调整，从传统 KA 模式向更关注产品质量，以真实销售数据（动销、复购等）为指引。

在具体选品上，以一二线品牌、进口品牌、地标品牌及自有品牌为主要更新方向，整体质量有显著提升。调改门店不仅引入了多款胖东来自有品牌 DL 的爆款商品，如精酿啤酒、洗衣液、燕麦片等，还别出心裁的推出具有地方特色的商品。永辉超市在供应链方面有深厚资源，以此为契也将持续导入更多自有品牌优质商品。预计公司未来生鲜产品的比例会有所下降、部分改为包装而非散装销售，更多有特色的食品日用品会成为主导。

永辉超市调改店的另一变化熟食区域显著扩大，烘焙、现场加工、预制熟食等品类起到了很好的引流及提升氛围感的效果，吸引来较多家庭客户，以高频刚需消费带动日用商品的连带销售。



在商品品质升级的同时，永辉超市也追求甄选商品的“高质优价”，让商品回归价值本身，保持一个稳定合理的长期价格。长期来看，这有助于摆脱过去的激烈价格竞争，提振经营利润。

图表40：永辉引入胖东来自有DL品牌产品



来源：永辉超市官网，国金证券研究所

图表41：永辉超市扩大熟食区域



来源：永辉超市官网，国金证券研究所

此次改革中名创优品的加入也将对永辉超市未来的商品结构升级提升助力，尤其是在生活家居用品方面。名创优品作为中国知名的IP设计零售集团，在产品开发上具有丰富经验，在差异化爆款产品支持下毛利率一直处于30-40%的水平。

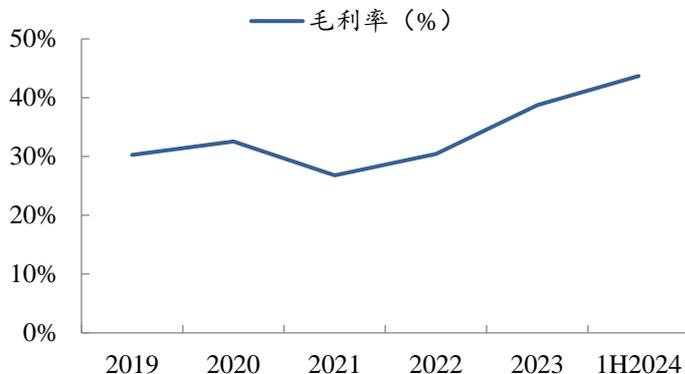
未来名创优品和永辉超市在业务协同发展方面尚有想象空间，可以共同以较低成本开发更优质的自主品牌产品，从而提升差异化竞争能力。

图表42：名创优品具有强大的产品开发能力



来源：名创优品官网，国金证券研究所

图表43：名创优品产品毛利率优秀 (%)



来源：Wind，国金证券研究所

■ 体验提升

永辉超市门店环境和服务上的提升也是此次改革的亮点，重在提供情绪价值。调改门店改变了店内货架陈列和动线设计、拓宽了购物通道，同时在灯光和货品陈列上也进行优化，更好的展示商品营造氛围。

另一方面，门店还扩充了员工规模，以提供细致的服务并增设便民服务设施，例如免费提供宠物寄存、自助饮水机、免费冰袋、现场加热、常用药、血压测量等服务，保证顾客的购物体验。



图表44: 永辉门店环境优化



来源: 永辉超市官网, 国金证券研究所

图表45: 永辉门店内增加便民设施



来源: 永辉超市官网, 国金证券研究所

■ 员工激励

由于调改后的永辉超市门店商业模式已经发生变化, 聚焦优质商品、提供周到服务, 因此对员工的工作量、工作状态的要求都有明显提升。为了保证终端门店能提供一致性的购物体验, 永辉超市大力提高了员工待遇, 从而激发员工积极性。

在具体举措中, 最直接的激励就是提升薪资待遇, 调改门店员工平均工资涨幅在 20%左右。最低工资门槛的提升幅度则更为显著, 例如郑州瀚海尚店员工最低工资来到 5000 元/月, 涨幅超过 60%。

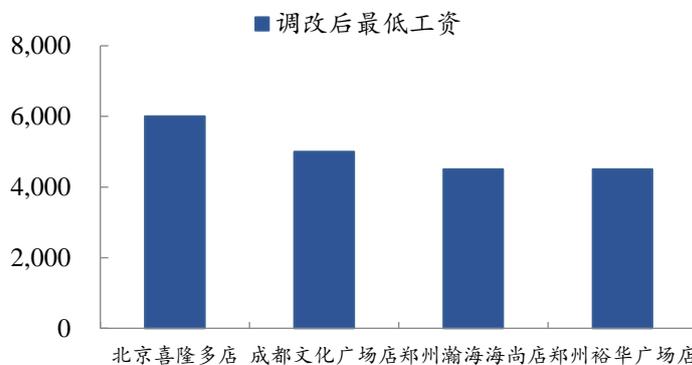
此外永辉超市还推出了其他员工福利, 例如: 1) 增加带薪年假; 2) 缩短工作时间至 8 小时; 3) 增设员工休息室和淋浴房, 保持良好工作状态; 4) 提供员工折扣。

图表46: 永辉超市关注员工工作状态



来源: 永辉超市官网, 国金证券研究所

图表47: 调改后员工工资提升显著 (元/月)



来源: 永辉超市官网, 国金证券研究所

4.2、对标 Costco 模式, 迈向品质零售之路

根据目前永辉超市调改门店的经营数据, 单店模型的优化立竿见影, 边际改革势能强劲。我们认为在历经十余年电商平台挤压和线下零售业自身调整后, 以永辉超市为首的中国商超行业开始逐步探索出符合自身条件的发展战略——“品质零售”。在零售业“多快好省”的评价体系下, 将代表“好”的好货、好服务发挥至极限, 营造出其他渠道难以复制的高品质购物体验或许是线下商超的出路。

对标在提供购物体验方面做的最好的全球仓储会员店龙头 Costco, 永辉超市调改后开始与其在多个维度呈现出较强的相似性, 最突出的共同点就是以品质为先。尽管二者存在一定差异, 例如付费会员制、单体面积、选址均有所不同, 但对零售本质的理解较为一致。以 Costco 为参考, 我们可以展望永辉超市未来改革的方向和空间。



图表48: Costco&永辉超市商业模式对比

项目	Costco	永辉超市	
		调改前	调改后
付费会员制	√	×	×
SKU 数量 (个)	不足 4000	15000 左右	12000-13000 左右
选品	各品类中的头部品牌+自有品牌	传统超市货品	优质商品+DL 品牌商品
选址	郊区为主	市区	市区
单店面积 (万平方米)	13.7	0.8	?
坪效 (万元/平方米/年)	11.0	1.0	?
零售毛利率 (%)	10.9%	16.3%	?
附加服务	优秀	较少	优秀
员工福利水平	优秀	较少	优秀

来源: Costco 公司公告, 永辉超市公告, 国金证券研究所整理

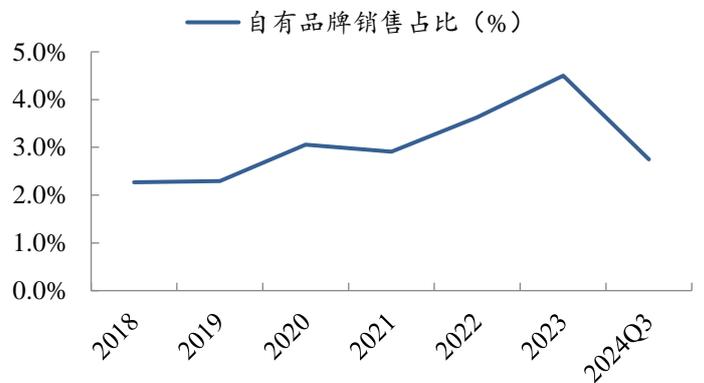
■ 改革一: 优化商品结构, 提升周转效率

在如今供给过剩的时代, 消费者可选择的品类、品牌数量极为庞大。而 Costco 的鲜明特色之一是 SKU 数量极少, 仅选择各品类中最优质的供应商品牌, 通过为会员提前选品以实现品质承诺、省去挑选比价的时间成本。恰恰是在关注产品本身质量的思路下, Costco 的动销、周转效率极高, 库存损耗也较少。

无独有偶, 此次永辉超市改革的重头戏也在于商品调整, 精品思维下单店 SKU 数量较之前亦有所下调。首先是大比例的商品被更换, 以品质、动销为导向搭建最能满足消费者需求的商品组合。其次包括永辉自有品牌、胖东来 DL 品牌产品也被引入, 作为差异化的引流产品。公司在打造自有品牌上已有一定经验, 2024 年前三季度自有产品销售收入占比约 2.75%, 预计随着更多优质产品推出, 将成为公司的关键竞争力之一。

图表49: 永辉积极推广自有品牌产品

图表50: 永辉超市自有品牌销售占比 (%)



来源: 永辉超市公司公告, 国金证券研究所

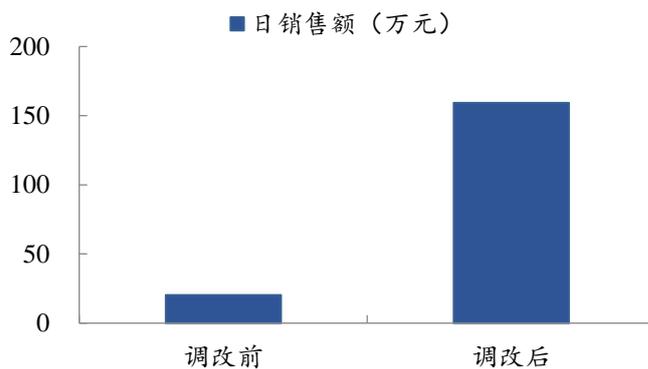
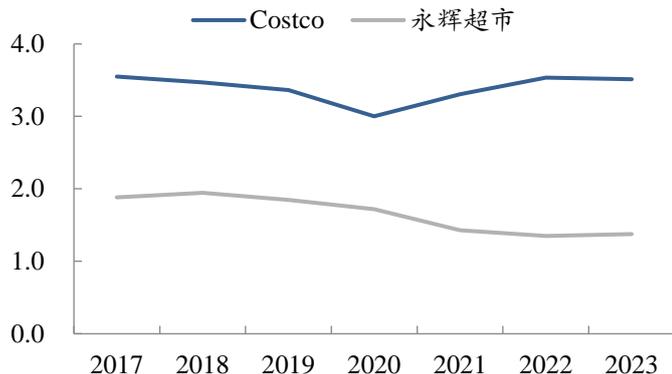
来源: 永辉超市公司公告, 国金证券研究所

Costco 历年来总资产周转率约 3.4, 永辉超市则为 1.6, 相差一倍以上, 经营重心不同导致的选品能力差异或许是关键因素。在永辉超市启动改革砍掉大量不达标商品后, 调改门店单店日均销售额较前期有 5-6 倍的增长, 优化商品结构对周转提升的效果显著。随着永辉超市调改的推进, 调改门店占比提升将有效推动公司整体周转的改善。



图表51: 永辉超市总资产周转率低于 Costco

图表52: 永辉超市调改门店店效提升明显



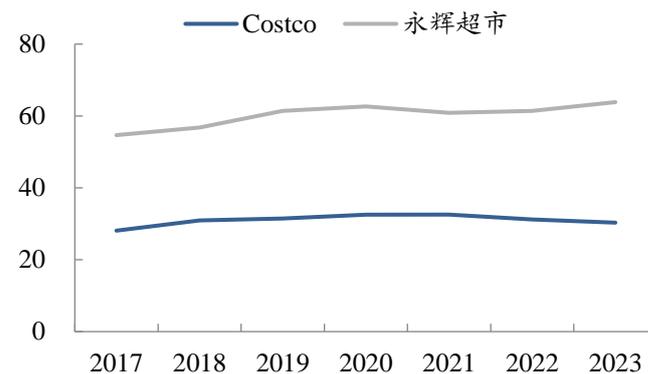
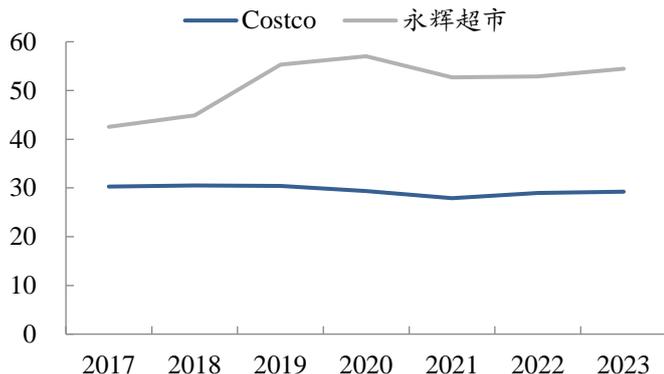
来源: Costco 公司公告, 永辉超市公司公告, 国金证券研究所

来源: 永辉超市官网, 国金证券研究所 (注: 样本包括福州公园道店、北京石景山店、成都文化广场店、郑州信万广场店、陕西西安中贸店)

具体分项目看, 永辉超市商品销售效率的提升或是最大看点。近年来永辉超市存货周转天数约为 50 天, 而 Costco 则保持在约 30 天左右。若永辉超市选品能力持续提升, 存货周转效率将有显著提升, 对营运资本的占用也将大幅减少。

图表53: 永辉超市存货周转天数高于 Costco

图表54: 永辉超市应付账款天数高于 Costco



来源: Costco 公司公告, 永辉超市公司公告, 国金证券研究所

来源: Costco 公司公告, 永辉超市公司公告, 国金证券研究所

■ 改革二: 定位优质优价, 提升利润空间

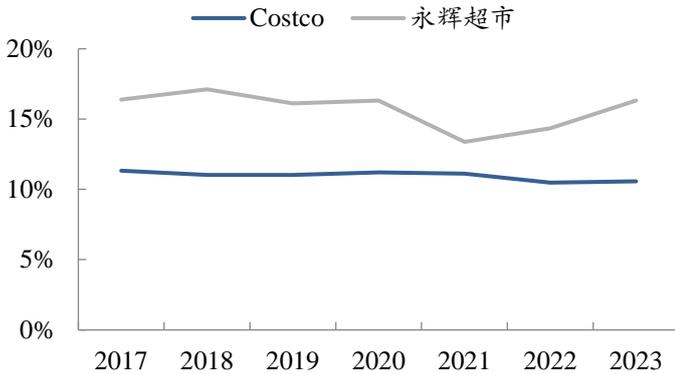
永辉超市改革值得期待的另一方面在于利润率提升, 摆脱价格竞争打开提价空间。Costco 由于采用付费会员制、以会员费提前锁定利润空间, 因此主动将毛利率保持在较低水平, 永辉超市目前则还需要销售差价保持合理利润。但从 Costco 进入中国市场后的火热可以看出, 中国消费者对优质商品的需求依然旺盛, 提供好货能打开利润率提升空间。

对标来看, 虽然二者利润来源不同, 但永辉超市的毛利率并未显著高于 Costco, 近年来均值分别为 11.0%和 15.7%。此外永辉超市的费用率(销售+管理费用)明显高于 Costco, 历年均值约为 19.8%。可以看出由于过去经营模式不同, 陷于线下商超价格战的永辉毛利率较低、费用率较高, 利润空间相对受限。

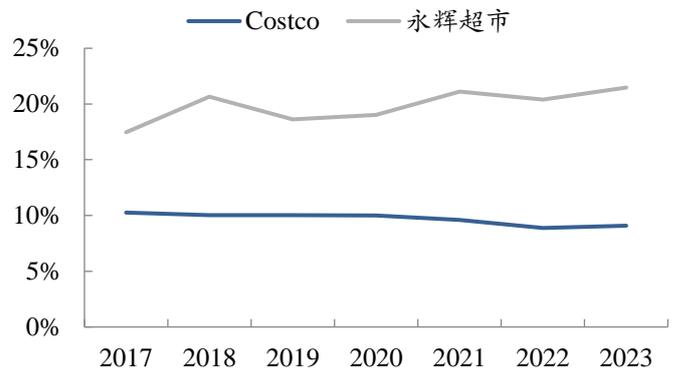
展望未来, 永辉超市在定位优质商品后有望提升毛利率或降低销售费用率, 利润率提升将增厚业绩。



图表55: 永辉超市毛利率尚有提升空间 (%)



图表56: 永辉超市费用率较高 (%)



来源: Costco 公司公告, 永辉超市公司公告, 国金证券研究所

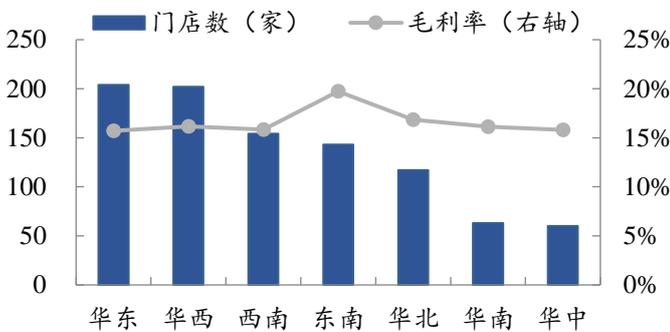
来源: 永辉超市公司公告, 国金证券研究所 (注: 包括销售费用、管理费用)

4.3、调改有序推进, 25年目标100家以上

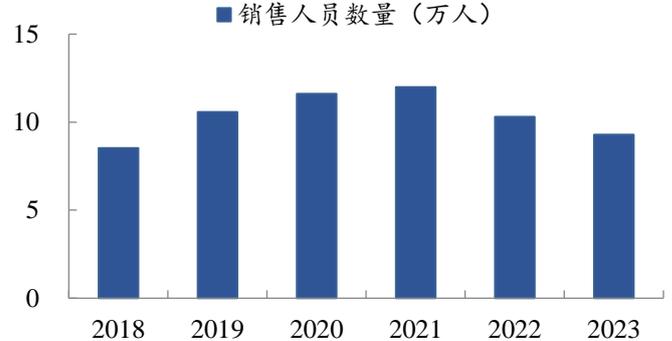
目前永辉超市的门店调改稳步推进中, 率先完成改造的标杆门店经营表现优异, 各经营大区对改革的诉求热切。根据公司披露, 计划到2025年春节前完成40-50家门店的改造升级, 2025年全年调改门店达到100家以上。

影响调改进度的主要因素在于: 1) 供应链建设; 2) 人员培训。预计到11月底, 公司在主要大区都将会有标杆门店以供内部学习参考。但考虑到公司全国性门店网络具备较大的差异, 而本轮改革的重心在于优质商品, 因此能否找到成熟供应链是影响门店改革节奏的关键。其次线下商超业态属于人力密集型行业, 公司历年来销售人员规模均在10万人左右。此次改革的另一重心是提高服务、提高员工福利, 因此会形成一定员工缺口、员工服务能力的培训提升亦需要一定时间。

图表57: 永辉超市各地区门店存在差异



图表58: 永辉超市销售人员规模较大



来源: 永辉超市公司公告, 国金证券研究所 (注: 数据截至2024年上半年)

来源: 永辉超市公司公告, 国金证券研究所

五、投资建议

中国超市正迎来巨大变革, 永辉超市携手胖东来开启改革, 调改门店运营表现亮眼, 或预示着线上线下零售渠道迎来再平衡。值此变革时机, 我们以海外线下仓储会员店龙头Costco为标杆, 研判线下零售业态能成功的共性经验, 并展望未来永辉超市的发展。

1. Costco 成功的核心在于独特的会员制商业模式, 化身为付费会员采购服务商, 以“性价比”引流、会员费作为利润。同时公司坚持低价+优质商品&服务, 并以精简SKU、大包装、货架陈列等运营技巧显著提升周转效率, 回馈全产业链实现共赢。
2. 此次永辉超市改革定位“品质零售”, 在商品优化和服务升级上与 Costco 不谋而合, 数据证明消费者也认可该模式。后续看点在于: ①周转效率&利润率改善空间、②门店调改进度。若进展顺利, 永辉超市有望开启新一轮量价齐升, 值得持续关注。



六、风险提示

- 数据统计误差：国内外数据统计方式、频率存在差异，且海外公司财年亦不同于自然年，数据误差可能影响结论。
- 市场竞争加剧：线下零售行业参与公司众多，市场竞争激烈，若竞争水平加剧可能对业绩造成不利影响。
- 门店调改不及预期：永辉超市正处门店变革阶段，若门店改造进度偏慢或经营表现不及预期，可能对公司表现造成负面影响。
- 市场波动风险：永辉超市改革尚在推进，市场预期变化可能导致股价大幅波动。



行业投资评级的说明：

买入：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 15%以上；

增持：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5%—15%；

中性：预期未来 3—6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5%—5%；

减持：预期未来 3—6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5%以上。



特别声明:

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的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，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话: 021-80234211	电话: 010-85950438	电话: 0755-86695353
邮箱: researchsh@gjzq.com.cn	邮箱: researchbj@gjzq.com.cn	邮箱: researchsz@gjzq.com.cn
邮编: 201204	邮编: 100005	邮编: 518000
地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址: 北京市东城区建国内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址: 深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究