

Costco在中国胜算几何？

中美Costco对比报告



宁浮洁

ningfujie@cmschina.com.cn

S1090518090002

丁浙川

dingzhechuan@cmschina.com.cn

S1090519070002

周洁（研究助理）

zhoujie10@cmschina.com.cn

CMS  招商证券

摘要

- 美国仓储超市Costco于8月27日在上海开出第一家中国大陆门店。为分析其未来发展趋势，我们从人口密度、家庭结构、饮食习惯等角度分析中美主要零售业态和商品结构的差异，对比中美两国零售业流通体系与竞争格局，并结合上海Costco门店的实地调研情况和Costco在亚洲其他地区的发展情况，对Costco在中国内地市场的发展作出展望。
- 1) 中美人口分布与饮食习惯的区别导致两国主流零售业态不同。美国地广人稀，家庭人口相对较多，适合大批量采购；中国人口密集，家庭人口较少，单次采购量少；美国冷食消费占比较高，而中国人生鲜需求量大，购买频次高。因此美国大卖场和仓储超市业态市占率较高，而中国离消费者更近的小型零售业态较为发达。
- 2) 中美零售行业流通体系与竞争格局存在较大差异。规模优势是Costco在美国的核心竞争力之一，而中国Costco尚不具备，且中国零售业流通环节较多，或较难获得厂商的直接支持。此外，发达的电商行业亦将是Costco在中国所需面临的挑战。
- 3) Costco中国店调研：基本沿袭美国风格，标品价格优势明显。从我们草根调研的情况看，Costco上海店基本延续了美式的陈列布局与经营理念，开业期间多数商品价格亦有较明显优势。但考虑到开业促销因素，未来价格优势能否长期保持仍需观察。
- 4) Costco在亚洲其他地区的发展历程与成功经验。Costco在台湾和日本发展之初都曾遇冷，但Costco始终坚持大批量、厂家直供、会员制的经营模式，同时对商品积极进行本地化调整，最终在日韩台均取得了亮眼的业绩。借鉴Costco在亚洲的发展历程与成功经验，我们认为Costco亦有能力在中国内地市场占据一席之地。

目录

- 一、中美国情对比：人口、饮食、零售业态差异明显
- 二、中美零售业对比：流通体系与竞争格局存在较大不同
- 三、Costco中国店：基本沿袭美国风格，标品价格优势明显
- 四、Costco在亚洲其他地区的发展历程与成功经验

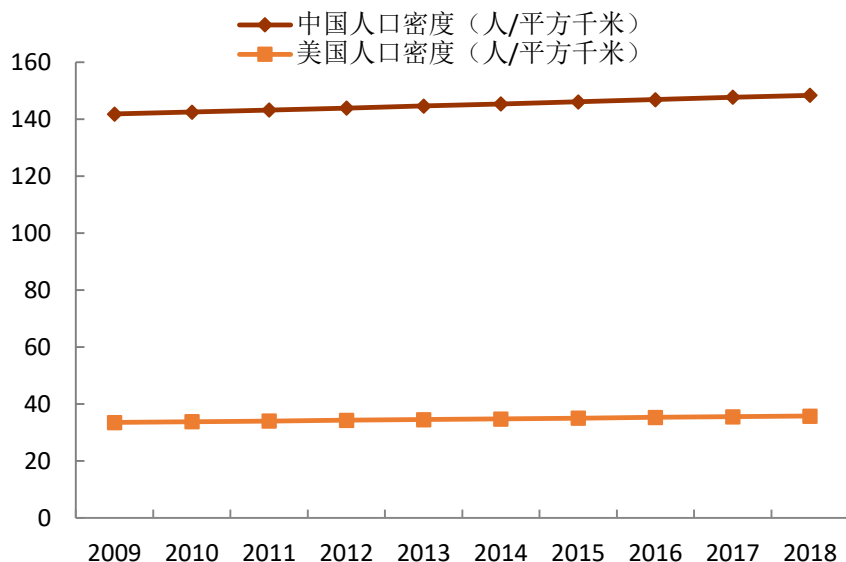
一、中美国情对比：人口、饮食、零售业态差异明显

- 1.1 中国人口密度远高于美国，家庭人口数则较美国更少
- 1.2 中国小业态份额占比较高，相同业态单店面积亦低于美国
- 1.3 中国消费者偏好生鲜，消费量与支出占比高于美国
- 1.4 中国大型卖场生鲜销售占比高于美国

中国人口密度远高于美国，家庭人口数则较美国更少

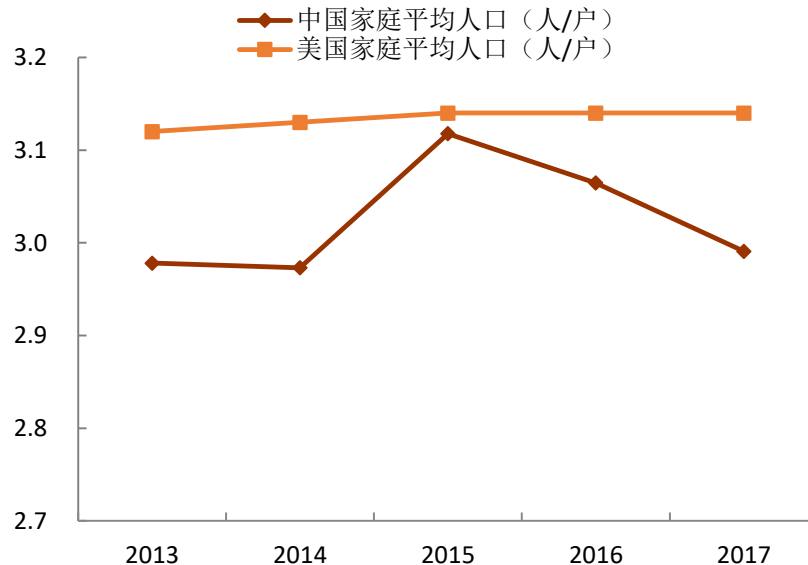
中美两国人口分布存在较大差异，中国人口密度远高于美国，家庭成员数则较美国更少。美国地广人稀，2018年人口密度为35.76人/平方千米，而中国人口较为稠密，2018年人口密度为148.35人/平方千米，约为美国4倍；从家庭结构看，美国家庭平均人口数高于中国，2017年美国家庭平均人口为3.14人/户，中国约为2.99人/户。

图1：中美人口密度对比（2009-2018）



资料来源：世界银行，招商证券

图2：中美家庭平均人口数对比（2013-2017）

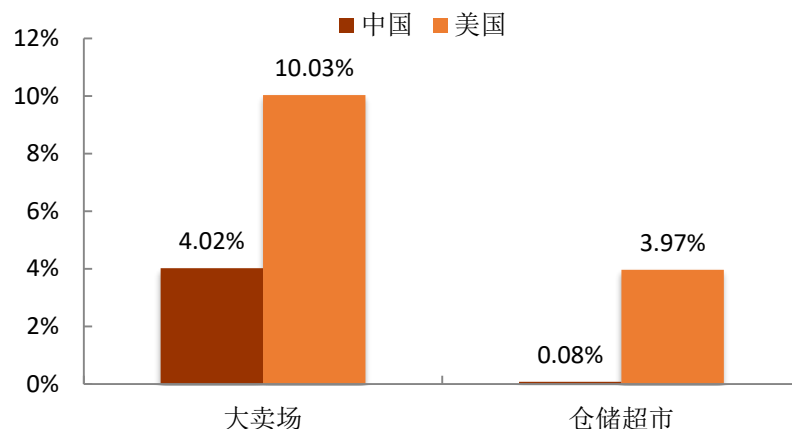


资料来源：US census Bureau，国家统计局，招商证券
注：中国家庭平均人口数为测算值

中国小业态份额占比较高，相同业态单店面积亦低于美国

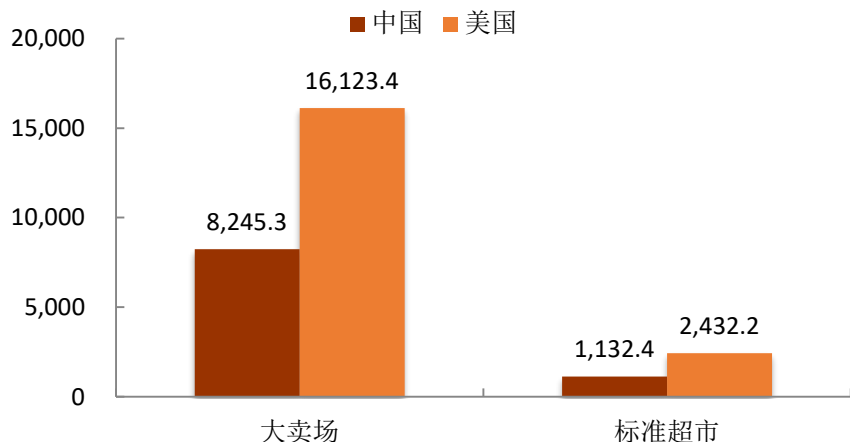
人口分布的差异导致两国主流业态的不同，美国零售业单店面积较大且大卖场、仓储超市的零售额占比远高于中国。从面积上看，美国大卖场、标准超市单店面积约为中国2倍。从业态上看，中国大卖场、仓储超市的零售额占比仅为4.02%和0.08%，低于美国的10.03%和3.97%，但中国小业态较发达，其份额占比为10%，高于全球平均水平6个百分点。

图3：2018年中美大卖场、仓储超市零售额占比对比



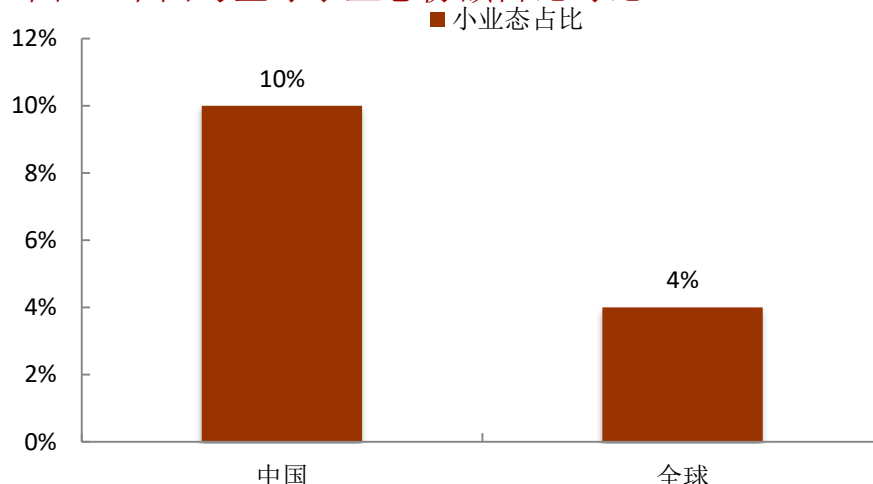
资料来源：Euromonitor, 招商证券 注：大卖场指超过2500平米的卖场；仓储超市指超过4000平米贩卖各类商品且量大价低周转快的卖场。

图4：2018年中美大卖场、标超单店面积对比（平米）



资料来源：Euromonitor, 招商证券 注：标准超市指面积在400-2500平米之间的卖场。

图5：中国与全球小业态份额占比对比

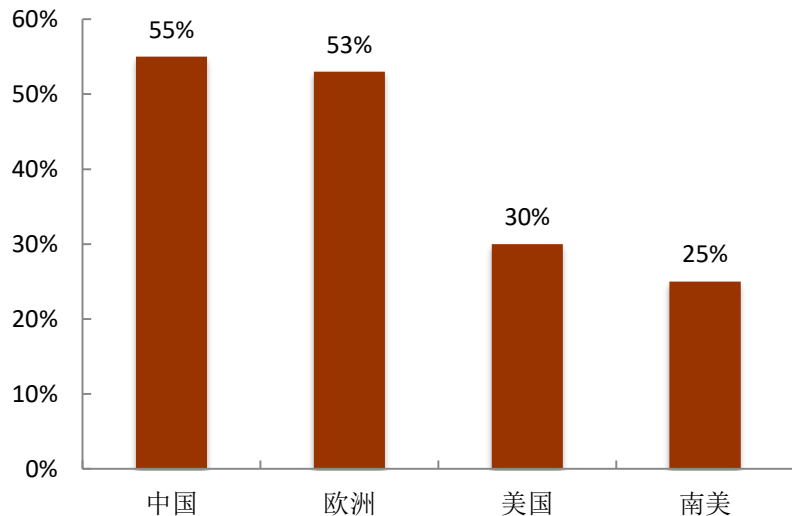


资料来源：凯度, 招商证券 注：小业态包括小超市与连锁便利店

中国消费者偏好生鲜，消费量与支出占比高于美国

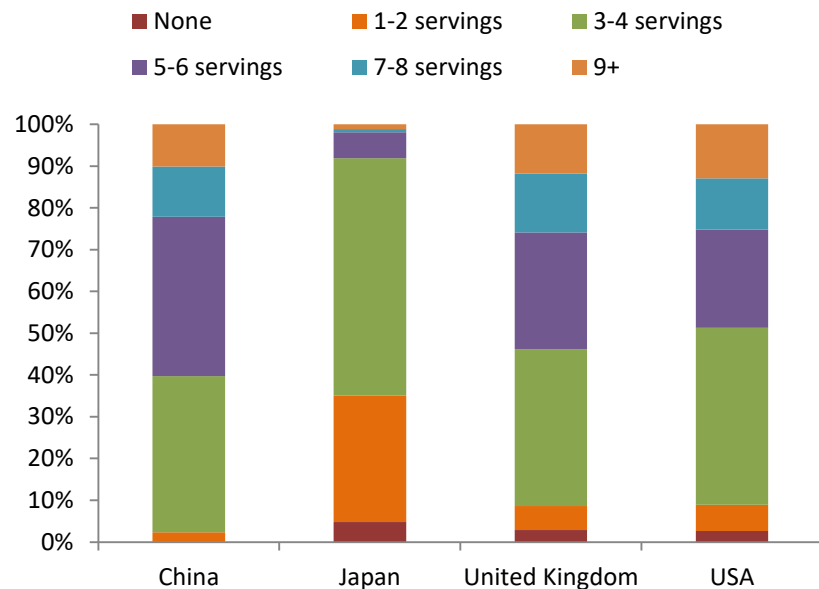
从饮食习惯看，中国居民的生鲜消费量与消费支出占比高于美国。从消费支出看，中国消费者在新鲜食品上的花费占据所有食物、百货和个人护理用品的总消费的55%，位居亚太地区第三，高于美国与欧洲。从品类数量看，我国消费者对生鲜品类丰富度要求较高，每日水果与蔬菜需求5份以上的人群占比达60.31%，高于日本（8.11%）、美国（53.86%）和英国（48.70%）。而美国更偏好高糖高热量食物，根据美国疾病预防和健康促进办公室统计，约85%和75%的美国人在蔬菜和水果摄入量上低于健康标准。

图6：消费者在新鲜食品上的花费占据所有食物、百货和个人护理用品总消费的比例（2013）



资料来源：尼尔森，招商证券

图7：消费者日均水果蔬菜需求份数（2017）

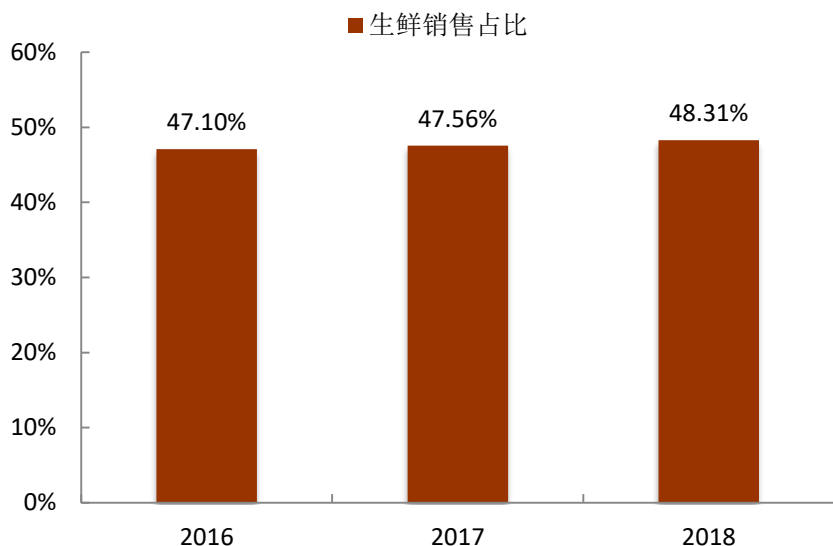


资料来源：Euromonitor，招商证券

中国大型卖场生鲜销售占比高于美国

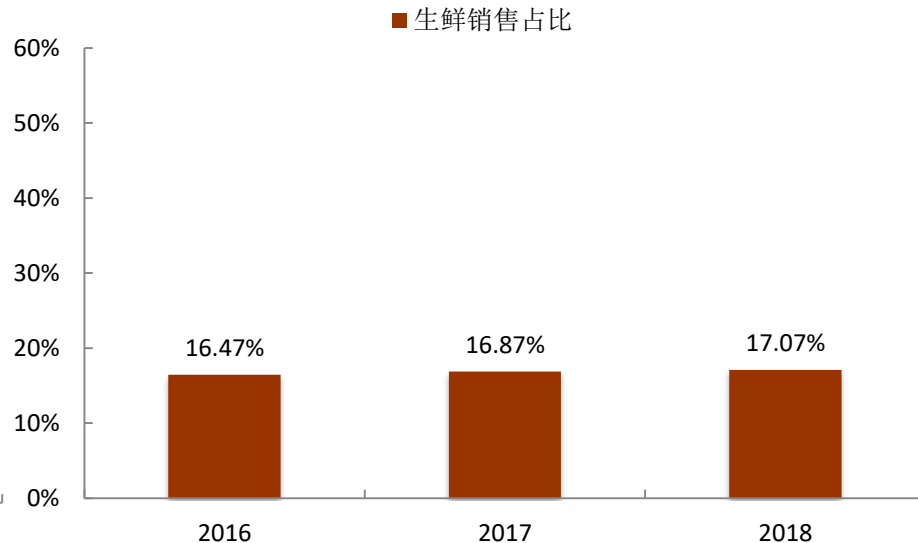
中国人偏好生鲜的饮食习惯使得中国大卖场业态生鲜销售占比高于美国。Costco 2018年主营业务中生鲜品类占比为17.07%，而中国大卖场龙头永辉超市2018年生鲜品类销售占比为48.31%，约是Costco的三倍，两者之间巨大的差别显示出了中美消费者之间饮食习惯的差异。

图8：永辉主营业务中生鲜品类销售占比



资料来源：公司公告，招商证券

图9：Costco主营业务中生鲜品类销售占比



资料来源：公司公告，招商证券

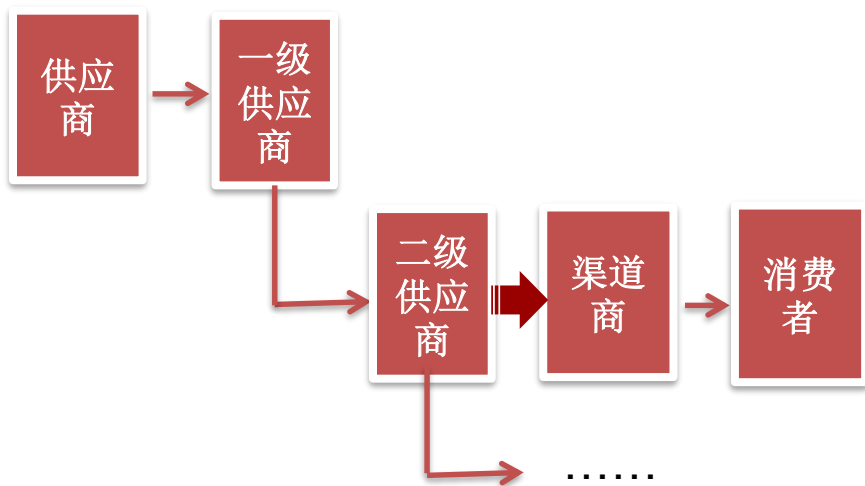
二、中美零售业流通体系与竞争格局存在较大不同

- 2.1 中国商品流通环节较多，流通效率较为低下
- 2.2 零售商规模与集中度差别是造成流通体系区别的根本原因
- 2.3 中国电商行业对实体零售业态已形成一定冲击
- 2.4 规模优势是Costco核心竞争力之一，中国尚不具备

中国商品流通环节较多，流通效率较为低下

中国流通体系的中间环节较多，流通效率较低。中国商品流通环节繁杂，在流通渠道上存在总经销商，一级经销商、二、三级经销商以及各种代理商，商品从出厂到零售终端环节众多，加价率高。而美国流通体系中没有中国式的分级经销商与代理商，许多制造商和大型零售商都建立了自己的批发机构，大部分商品都是从工厂或农场通过先进的物流体系直接进入消费环节，中间环节少，流通效率高。

图10：中国流通体系



资料来源：《零售世界》，招商证券

图11：美国流通体系

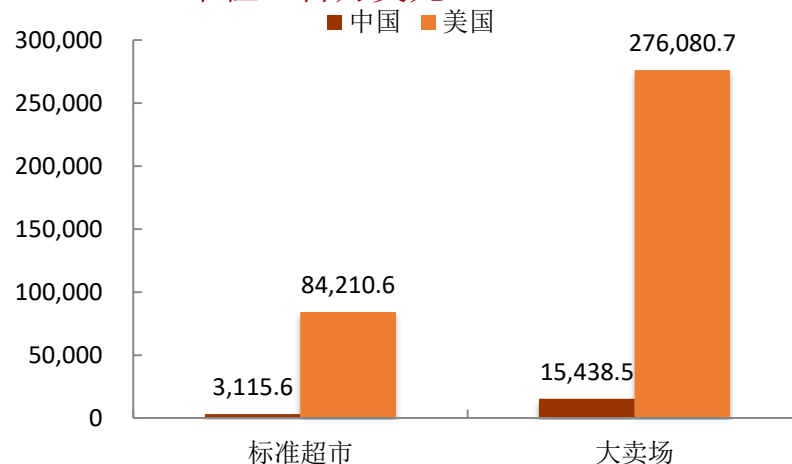


资料来源：《美国商品流通渠道的结构与变迁》，招商证券

零售商规模与集中度差别是造成流通体系区别的根本原因

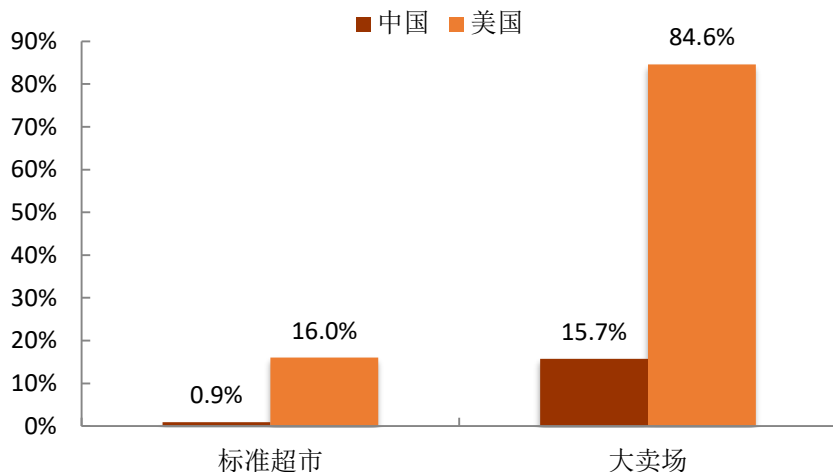
中美零售商销售规模与集中度的区别是造成中美流通体系区别的根本原因。零售行业中无论是标超业态还是大卖场业态，中国零售公司的销售规模同美国相比都有较大差距。从行业集中度看，美国标超业态和大卖场业态TOP1与TOP5公司的市占率也都远高于中国。中国零售行业较低的集中度以及零售商较小的销售规模使得零售商在零供关系中多处于被动地位，难以绕过众多中间环节与制造商直接议价。

图12：中美标超、大卖场第一大公司销售额对比（2018）（单位：百万美元）



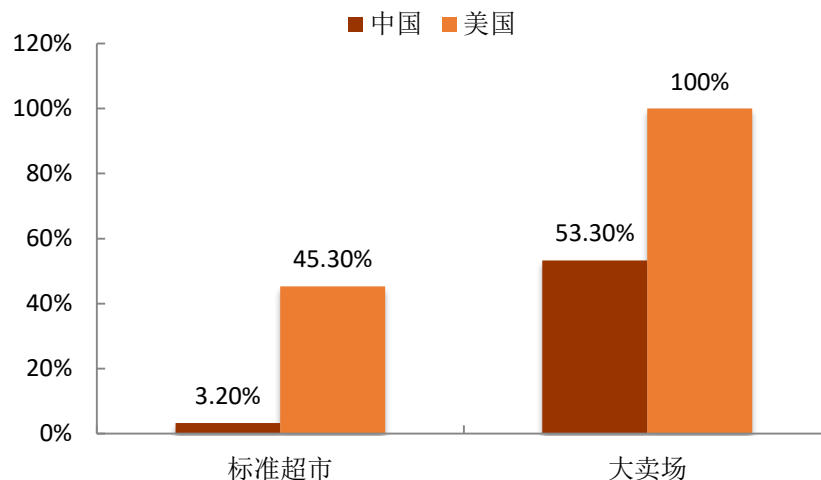
资料来源：Euromonitor, 招商证券

图13：中美标超、大卖场第一大公司市占率对比（2018）



资料来源：Euromonitor, 招商证券

图14：中美标超、大卖场CR5对比（2018）

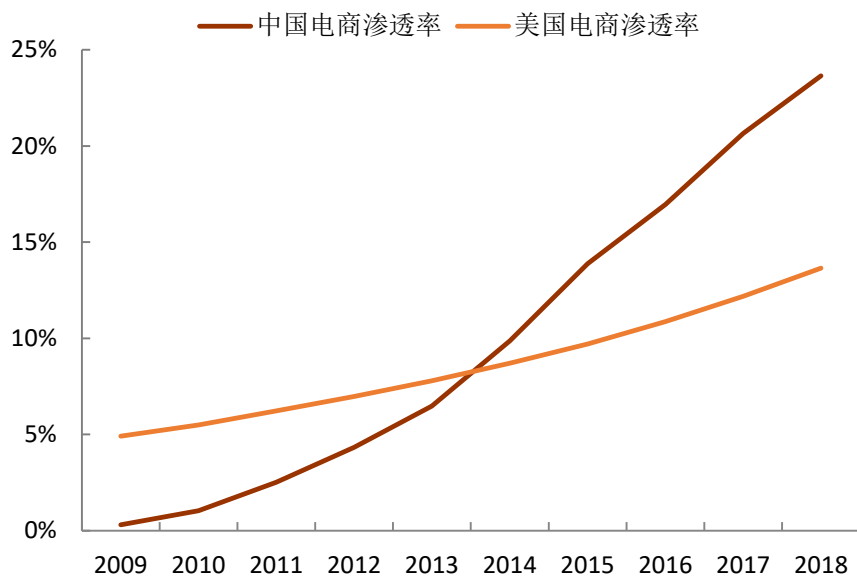


资料来源：Euromonitor, 招商证券

中国电商行业对实体零售业态已形成一定冲击

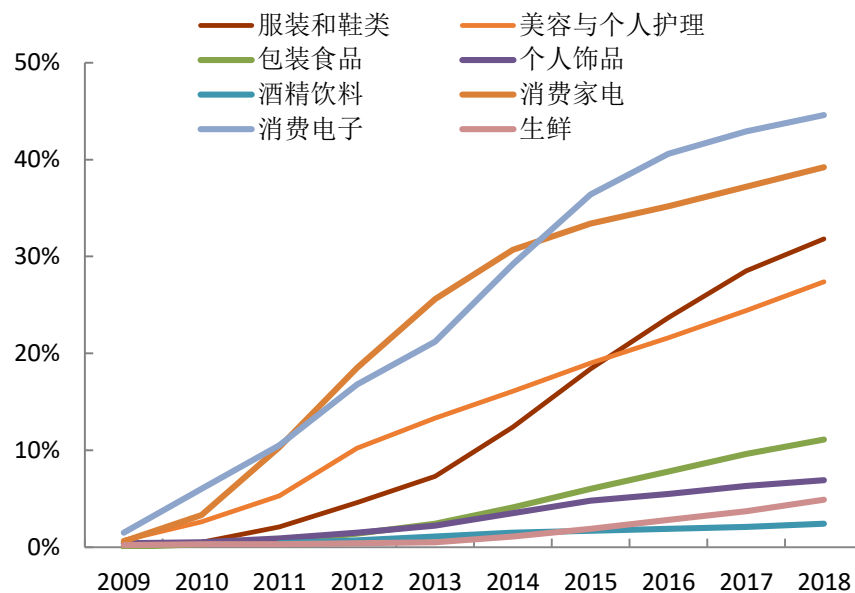
由于线下流通效率低下、快递人力成本相对低廉、实际税收较少等多种因素，中国电商行业发展世界领先，已对传统超市业形成一定冲击。根据欧睿数据，2018年中国电商零售额占比已达23.65%，高于美国的13.66%，其中消费电子、家电以及服装等品类渗透率已达30%以上。中国电商销售规模大，覆盖覆盖品类多，已经深入影响到人们的生活和消费习惯，对传统超市行业形成了一定冲击。

图15：中美电商渗透率对比（2009-2018）



资料来源：Euromonitor，招商证券

图16：中国分品类电商渗透率（2009-2018）



资料来源：Euromonitor，招商证券

规模优势是Costco核心竞争力之一，中国尚不具备

Costco在美国的庞大销售规模使其对上游供应商具备较强议价能力，但在中国尚不具备规模优势。Costco2018年在美国地区实现了1022.86亿美元销售额，因此可以凭借规模优势获得供应商的支持与投入，供应商也愿意按Costco的标准生产商品，而Costco在中国大陆市场尚不具备规模优势。目前上海Costco的商品主要由台湾供应，由顺丰提供台湾-大陆干线+清关+派送的物流服务，未来供应链本土化之路尚需探索。

图17：供应商在美国对Costco的支持



资料来源：《Relationships with Suppliers in the Discount Food Industry》，招商证券

三、Costco中国店：基本沿袭美国风格，标品价格优势明显

- 3.1 位于上海闵行郊区，距离山姆会员店约15公里
- 3.2 店内布局与美国门店基本相似，蔬果比重略有提升
- 3.3 保留仓储一体化与大规格包装，进口商品占比高
- 3.4 价格对比：标品具备较显著优势，生鲜不明显

位于上海闵行郊区，距离山姆会员店约15公里

Costco中国内地首家商店位于上海市闵行区朱建路235号，距离市中心较远。闵行店门店面积约为14000平方米，设有三层停车场，方便满足较远地区的顾客的停车需求，与此同时周边在准备规划修建新的地铁。门店周围社区不多，但有数家康复医院与外国学校，别墅区外国居民较多，这些群体对Costco的模式会更为了解。从周边商业环境看，同为仓储超市业态的山姆会员青浦店距离Costco超市距离约为15公里，或与Costco形成一定竞争关系。此外，Costco门店1.6公里处有一家大润发超市，5公里左右则分布有两家乐福与两家永辉超市。

图18: Costco上海店位置



资料来源：百度地图，招商证券

图19: Costco上海店外观



资料来源：草根调研，招商证券

店内布局与美国门店基本相似，生鲜区域进一步细分

从布局上看，Costco上海店布局与美国相似度较高，生鲜区域进一步细分。与美国店相比，上海店内生鲜区进一步细分为常温水果蔬菜区、冷藏水果蔬菜区、海鲜区、加工肉制品区、等，而罐头类、酱料类和烘焙制品的陈列面积则有所缩小。

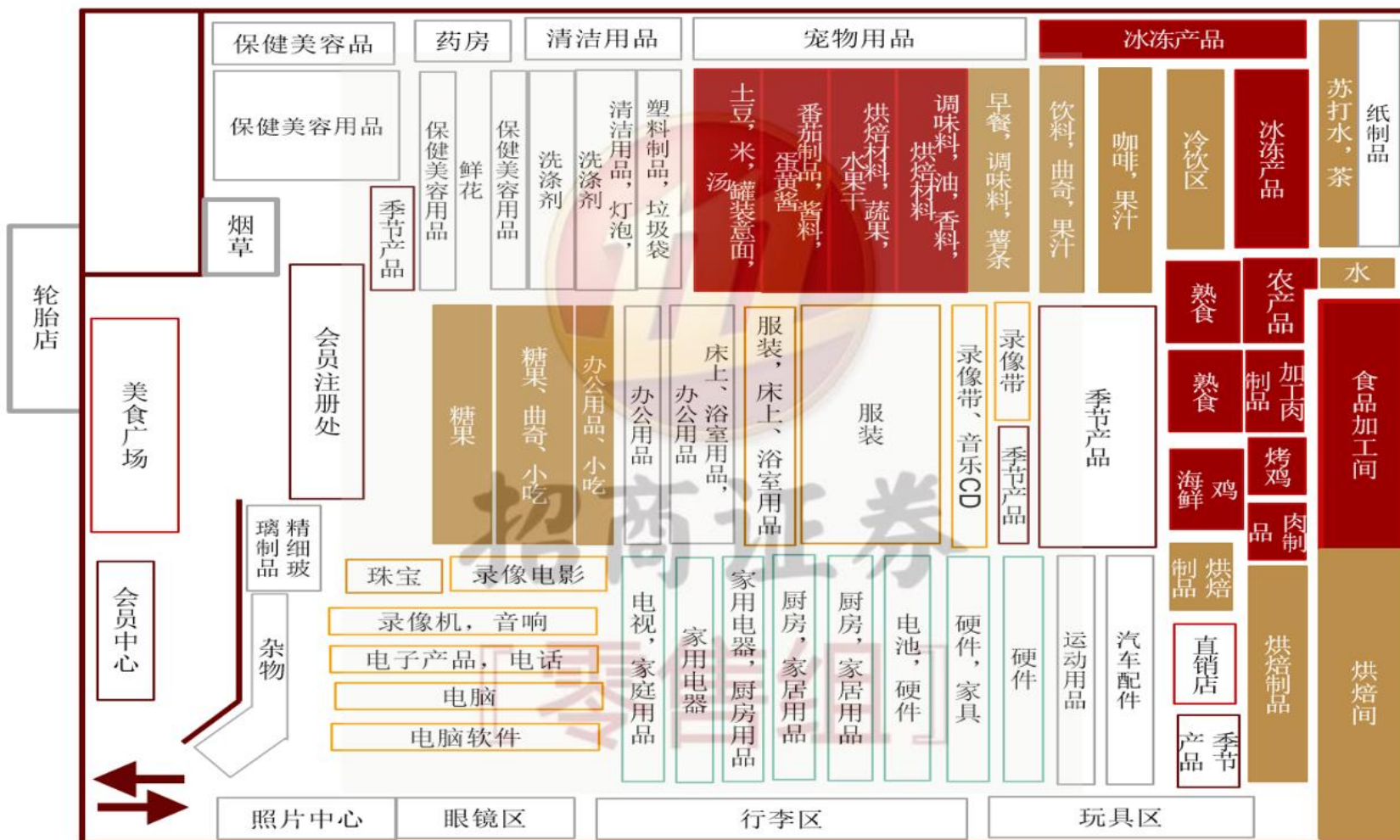
图20：上海Costco的物品陈列平面图（红色为生鲜，黄色为食物）



资料来源：草根调研，招商证券

店内布局与美国门店基本相似，生鲜区域进一步细分

图21：美国Costco的物品陈列平面图（红色为生鲜，黄色为食物）



资料来源：《Understanding Costco》，招商证券

保留仓储一体化与大规格包装，进口商品占比高

从商品陈列上看，上海店基本保留了Costco传统的仓储一体化式布局，店内随处可见高重型货架，商品也保留了大规格、少SKU的特点。从商品构成看，上海店内进口商品数量较多，粗略预计其占比可达40%-50%。

图22: Costco重型货架



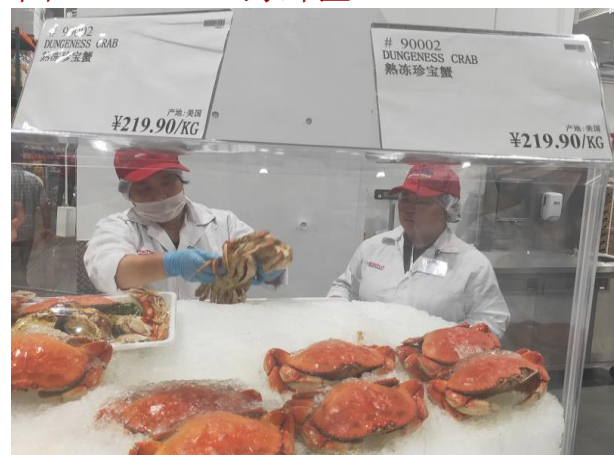
图23: Costco大包装奶粉



图24: Costco进口食品



图25: Costco海鲜区



价格对比：标品具备较显著优势，生鲜不明显

从价格上看，目前Costco在标品上具备一定价格优势，生鲜品类则不明显。我们在店内分别选取了家电、数码产品、美妆、汽车用品、酒水、生鲜等品类部分商品与天猫进行比较，发现Costco在家电3C、酒水、汽车用品等品类上具备较为明显的价格优势，而生鲜品类优势则不明显。考虑到Costco开业期间存在的促销因素，未来其价格优势能否长期维持还需观察。

图26：Costco与天猫价格对比情况（红色表示价格更低）

数码产品类	Costco	天猫	生鲜类	Costco	天猫（换算为相同规格）
Microsoft surface pro6 平板电脑	9699.9	8958	松茸 500g	259	399
联想ThinkPad X1笔记本电脑	9499.9	9888	娃娃菜 800g	11.9	19.04
欧乐B电动牙刷组P9000	1799.9	1199	芥兰菌 600g	12.9	10.56
欧乐B电动牙刷刷头组	339.9	702	奶白菜 600g	12.9	27.6
美妆类			土豆 2500g	12.6	8.45
蝶翠诗橄榄卸妆油	399.9	525	西瓜 4000g	29.9	18.67
雅漾活泉喷雾	319.9	186	黄桃 2400g	59.9	19.1
AMIRO 8寸LED化妆镜	499.9	399	西梅 1000g	53.9	11.92
汽车用品类			文旦柚 3000g	89	64
米其林混合式雨刮HYDROEDGE 28	49.9	109	智利富士苹果 2400g	59.9	65.5
美孚速霸 2000 5W-40 1L*6	479.9	720	新西兰青口贝	75.8元/kg	88元/kg
美孚1号0W-20 1L*6	829.9	1254	带鱼	249元/kg	118.67元/kg
酒水类			鲍鱼	149元/kg	176元/kg
奔富bin 389赤拉子红葡萄酒	499.9	568	梭子蟹	99元/kg	99元/kg
奔富bin 8赤拉子红葡萄酒	189.5	258	熟冻龙虾	189.9元/kg	197.5元/kg
科罗娜特级	168	145.63	大型波士顿龙虾	239.9元/kg	286.67元/kg
百威9.7度啤酒	98.9	109	北海道干贝	399元/kg	408元/kg
格兰麒麟啤酒	329.9	432	雪蟹脚	229元/kg	192元/kg
家电类			黑虎虾	349元/kg	295元/kg
大金1.5匹挂机冷气 FTCR136UC-W1	7299.9	9999	猪肋排长方	69.9元/kg	96元/kg
三星双开门冰箱RS55K 4000SA	4859.9	5499	切片大排	47.9元/kg	83.33元/kg
惠普激光多功能一体机MFP1005W	1769.9	1899	猪里脊	63.9元/kg	88.44元/kg

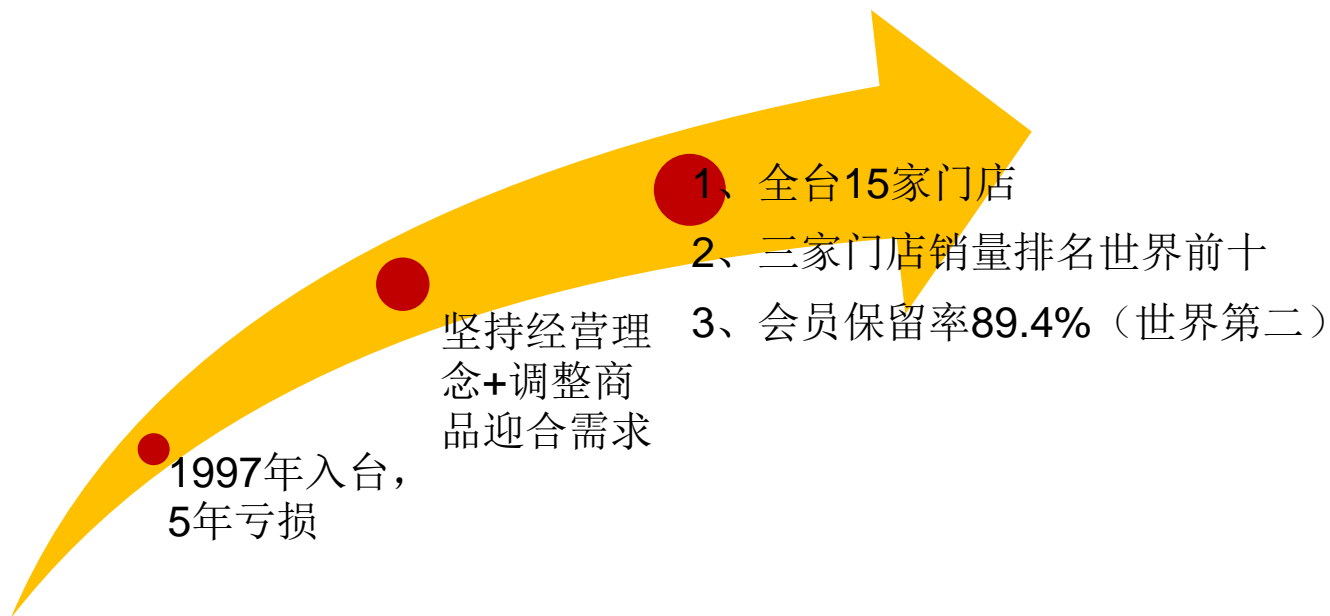
四、Costco在亚洲其他地区的发展历程与成功经验

- 4.1 初入台湾五年亏损，积极调整商品获顾客青睐
- 4.2 初入日本无供应商支持，坚持原有模式终获市场认可
- 4.3 参考亚洲成功经验，看好Costco在内地市场的发展前景

初入台湾五年亏损，积极调整商品获顾客青睐

Costco于1997年进入台湾市场，在高雄市设立了首家门店。由于当地消费习惯的不同，Costco大批量、会员制的消费模式一开始并未受到台湾人的青睐，高雄店连续5年遭遇亏损。后Costco积极做出改变迎合当地客户群的需求，如降低沙拉酸度、降低鸡肉三明治热量等迎合台湾口味；另一方面，Costco高质低价的商品亦逐步获得认可，消费者开始愿意为会员制付费。随着首店的扭亏，Costco逐渐打开了台湾市场。目前Costco在台湾已有门店15家，2018年销售额约27.8亿美元。

图27：台湾Costco发展历程

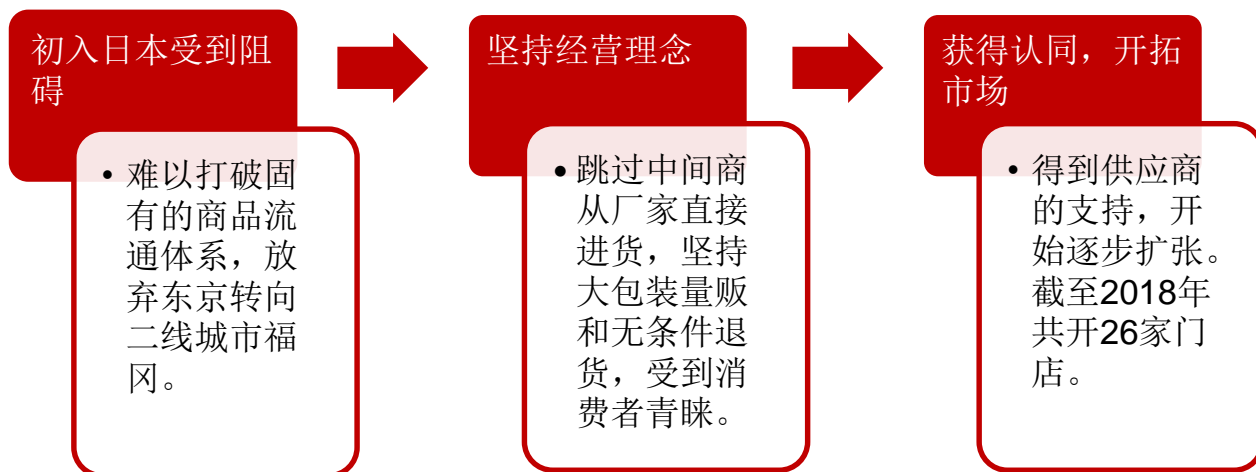


资料来源：Taiwan Business Topics，招商证券

初入日本无供应商支持，坚持原有模式终获市场认可

Costco在进入日本市场时也并非一帆风顺。1999年Costco计划在东京开设首店，但面对日本复杂稳定的流通体系，Costco在与供应商的谈判进展艰难，Costco由此放弃消费能力强的东京市场转而以二线城市福冈为突破口，获得了日本厂商和中间商们的让步，福冈Costco开业之时厂家直供的商品占70%。此后Costco高性价比的商品逐步受到了日本消费者的认可，逐渐有较多的日本供应商愿意与之进行深度合作，Costco开始打开日本市场。目前Costco在日本已有门店26家，2018年销售额约为33.6亿美元。

图28：日本Costco发展历程

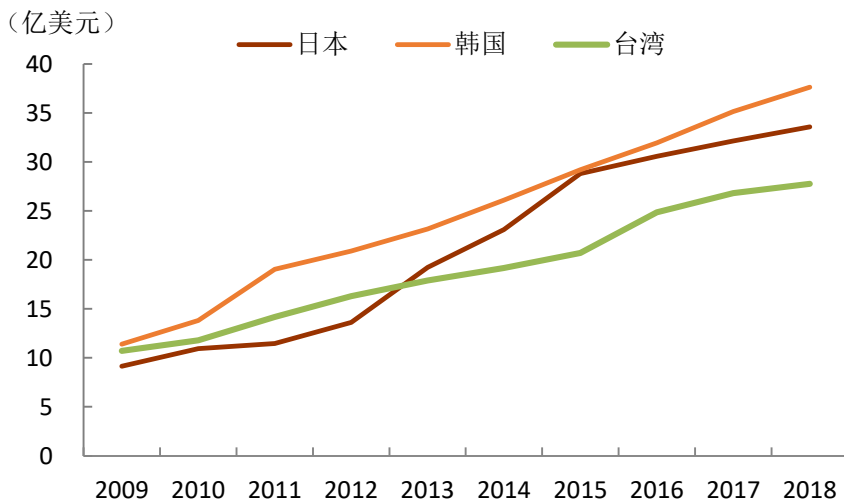


资料来源：时代周报，招商证券

参考亚洲成功经验，看好Costco在内地市场的发展前景

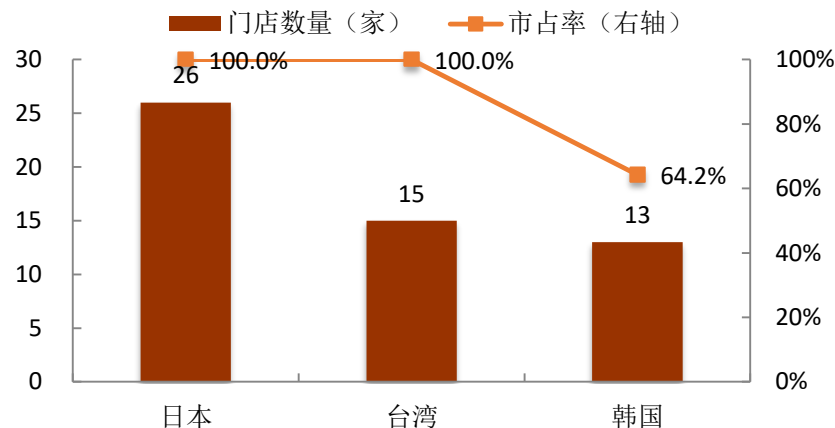
参考Costco在台湾、日本等地的发展历程与成功经验，我们认为Costco亦有能力在中国内地市场占据一席之地。从Costco进入台湾和日本市场的经验可以看出，Costco在面对来自消费者和供应商的质疑时，坚持自己大批量、厂家直供、会员制的经营模式，同时积极调整商品迎合当地消费者的需求。中国与美国相比在人口分布、饮食习惯、流通模式、竞争环境等多个层面确实存在较大不同，但参考其在亚洲地区的成功经验，我们认为Costco亦有能力在中国内地市场占据一席之地。

图30: Costco在日本、台湾、韩国的销售规模 (2009-2018)



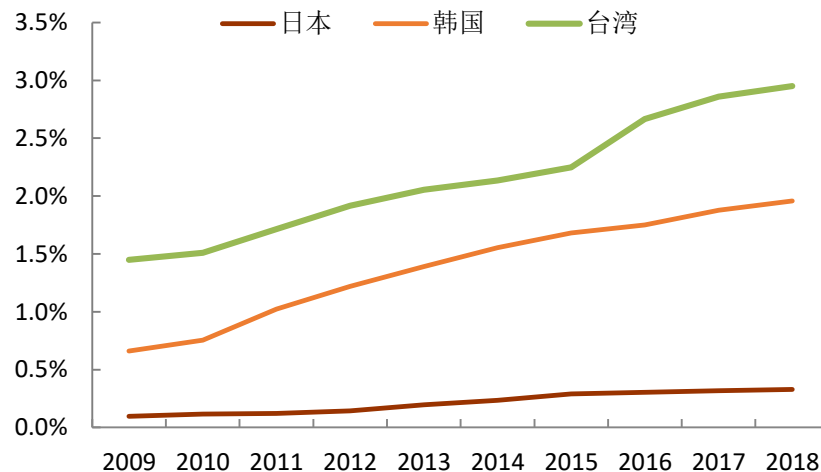
资料来源: Euromonitor, 招商证券

图29: Costco在日本、台湾、韩国的门店数量及零售额市占率



资料来源: Bloomberg, 招商证券

图31: 日本、台湾、韩国的仓储超市零售额占比 (2009-2018)



资料来源: Euromonitor, 招商证券

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

宁浮洁： 商贸零售首席分析师。南京大学经济学硕士，曾任职于中泰证券零售组，覆盖商业零售行业，2018年加盟招商证券，产业资源丰富，逻辑清晰。

丁浙川： 布里斯托大学金融学硕士，曾任职于华泰证券零售组，2019年加入招商证券，主要方向为新零售和超市。

周洁： 同济大学、KEDGE Business School管理学双硕士，2018年加入招商证券，主要方向为电商和化妆品。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起6个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

回避：公司股价表现弱于基准指数5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起6个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

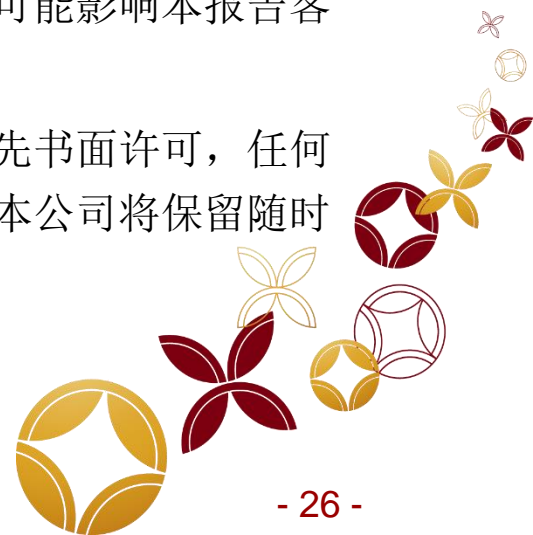
中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。





感谢聆听
Thank You