

证券研究报告|行业专题报告
可选消费|零售

仓储会员业态再迎风口，盒马X会员店蓄势待发

——仓储会员店系列报告之三



丁浙川

dingzhechuan@cmschina.com.cn

S1090519070002

李秀敏

lixiumin1@cmschina.com.cn

S1090520070003

徐锡联

研究助理

xuxilian@cmschina.com.cn

CMS  招商证券

2021年6月15日

摘要

- **核心观点：**仓储会员店由传统零售商品差价模式转变为会员服务模式，核心满足消费者对高性价比商品和线下场景体验的需求，难以被电商替代。近期众多玩家密集加入仓储会员店赛道，参考海外仓储会员店业态以及Costco在日本和台湾的发展经历，国内仓储会业态有望进入快速发展期。盒马X会员店首店于2020年10月开业，预计开业两月实现盈利，开业三个月客单价近千元，会员月均复购率超两次，今年起有望进入快速开店期，建议投资者重点关注。
- **仓储会员店核心满足高性价比和线下场景体验的需求。**仓储会员店定位为用户的“受托人”，由传统零售商品差价模式转变为会员服务模式，通过极致的低毛利高周转以及会员费收入赚取利润。仓储会员店定位中高消费客群，核心满足高性价比和线下场景体验的需求。精选SKU，极致的成本管理，供应商资源调动，自有品牌构建了仓储会员店的核心竞争力。
- **仓储会员店新玩家纷纷入局，参考海外经验行业有望进入快速发展阶段。**在电商对实体零售的持续冲击下，近期永辉、Fudi等众多玩家密集加入仓储会员店赛道。参考Costco、山姆在多个国家地区的运营经验，并结合美国仓储会员店业态的兴起和发展历程，发现国内一二线城市的中高消费群体已初具规模，城镇化率已达较高水平，且都市圈、城市群将进一步发展壮大，仓储会员店行业的基础条件已基本成型，有望进入快速增长阶段。展望未来，客群需求洞察和供应链能力是仓储会员店的决胜关键。
- **盒马X会员店：预计开店两月实现盈利，今年起有望进入高速扩张期。**盒马X会员店首店于2020年10月开业，相比盒马鲜生更加聚焦家庭客群、更加注重商品性价比、更加重视线下场景体验。从经营情况来看，预计盒马X会员店首店开业两月内实现盈利，开业三个月客单价近千元，依托盒马体系沉淀会员数达50万，会员月均复购率超两次。X会员店目前SKU已逐步拓至3000个，自有品牌“盒马MAX”占比超过20%，商品保持高更新率，毛利率不高于14%。今年起盒马X会员店有望进入快速开店期，建议投资者重点关注。
- **投资建议：**建议关注积极布局仓储店业态的盒马（阿里巴巴）、永辉超市。
- **风险提示：**行业竞争加剧；开店数量不达预期。

- 一、仓储会员店：从“赚钱意识”到“服务意识”
- 二、参考海外：仓储会员店有望进入高速增长期
- 三、盒马X会员店：预计两月实现盈利，进入高速扩张期

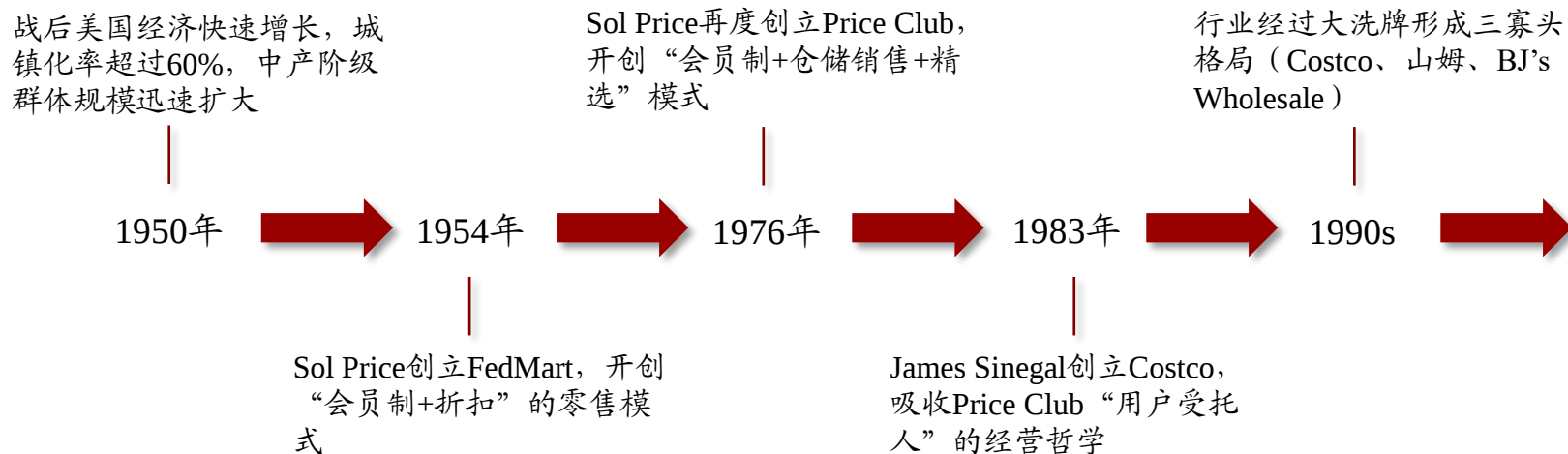
一、仓储会员店：从“赚钱意识”到“服务意识”

- 1.1 以会员制为基础，秉持服务心态
- 1.2 商业模式：低毛利高周转，叠加会员费收入
- 1.3 满足消费者对高性价比和线下场景体验的需求
- 1.4 多重运营策略组合建立核心竞争力

1.1 以会员制为基础，秉持服务心态

- 仓储会员店指以会员制为基础，精选高性价比商品，库存和销售合一的零售业态。仓储会员店起源于美国，战后美国城镇化率提高、中产阶级群体扩大、城市外围商业圈发展催生了仓储会员店业态。仓储会员店目标客群为中高消费家庭，主打低价优质的商品，采取仓储式销售。仓储会员店一般选址于交通便利的城郊地区，营业面积较大，并设有大规模的停车场。自仓储会员店业态在美国兴起后，行业迅速增长、竞争激烈，最终形成了以Costco、山姆、BJ's Wholesale为主的三寡头格局。
- 仓储会员店秉持用户“受托人”的服务心态。传统零售核心在于赚取商品差价，扮演了消费者交易对手的角色，而仓储会员店将自己定位为用户的“受托人”，以客户为中心，为会员用户精心挑选性价比最高的商品。

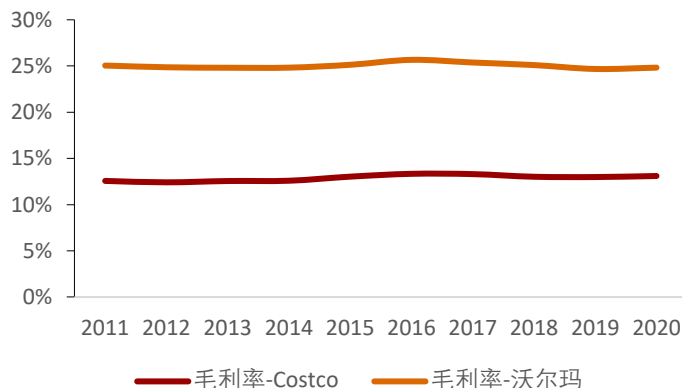
图：美国仓储会员店的发展历程



1.2 商业模式：低毛利高周转，叠加会员费收入

- 仓储会员店毛利率低于传统零售，但存货周转率显著更高。2020财年Costco毛利率为13.09%，远远低于沃尔玛的24.83%，但2020财年Costco存货周转率高达12.26次，显著高于沃尔玛的9.40，出色的周转率帮助Costco实现了更高的净资产收益率。
- 成熟的会员制仓储超市以会员费为重要利润来源。Costco2011-2020财年的会员费占收入比例与净利率保持高度一致，而商品毛利仅用来覆盖日常的营业支出。Costco的会员制度已发展较为成熟，会员费收入为主要利润来源。

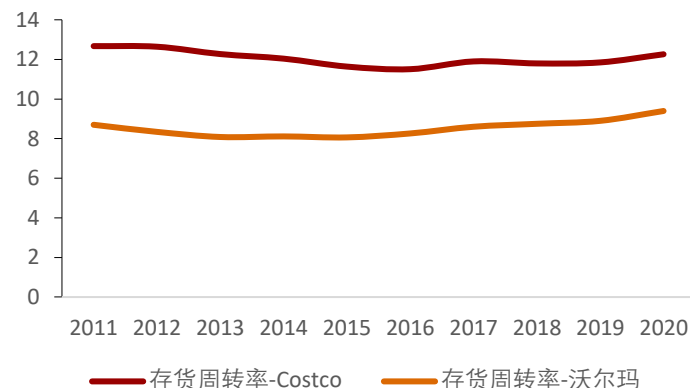
图：仓储会员店毛利率低于传统零售



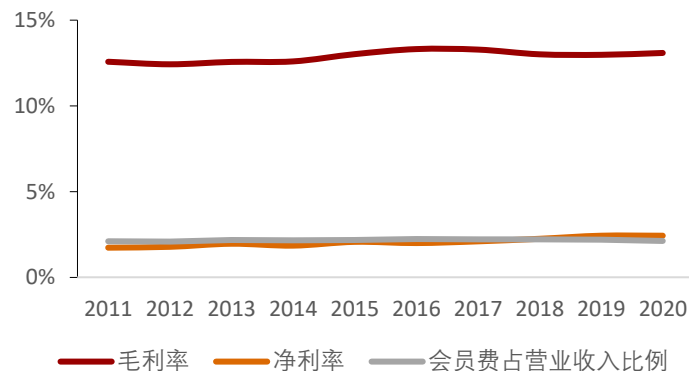
表：Costco净资产收益率高于沃尔玛

	ROE=净利率 × 总资产周转率 × 权益乘数			
Costco	23.87	2.43	3.30	2.97
沃尔玛	17.37	2.45	2.29	2.88

图：仓储会员店存货周转率高于传统零售



图：Costco净利率与会员费占收入比例基本一致



1.3 满足消费者对高性价比和线下场景体验的需求

- 仓储会员店定位中高消费客群，满足全品类、高品质、性价比需求。Costco目标客群为美国年收入8-10万美元、Top30%的家庭，国内的盒马X会员店同样定位中高消费人群，中产阶级家庭对全品类、高品质、性价比有强烈需求。对比Costco和天猫的商品价格，Costco在数码、家电、酒水等品类的知名品牌商品上具备性价比优势。从消费客单价数据看，Costco用户倾向于一站式购齐所需商品，且消费能力较强，消费客单价高于竞争对手。

图：Costco与天猫价格对比（红色表示价格更低）

数码产品类	Costco	天猫
Microsoft surface pro6 平板电脑	9699.9	8958
联想Thinkpad X1笔记本电脑	9499.9	9888
欧乐B电动牙刷组P9000	1799.9	1199
欧乐B电动牙刷刷头组	339.9	702
美妆类		
蝶翠诗橄榄卸妆油	399.9	525
雅漾活泉喷雾	319.9	186
AMIRO 8寸LED化妆镜	499.9	399
汽车用品类		
米其林混合式雨刮HYDROEDGE 28	49.9	109
美孚速霸 2000 5W-40 1L*6	479.9	720
美孚1号0W-20 1L*6	829.9	1254
酒水类		
奔富bin 389赤拉子红葡萄酒	499.9	568
奔富bin 8赤拉子红葡萄酒	189.5	258
科罗娜特级	168	145.63
百威9.7度啤酒	98.9	109
格兰麒麟啤酒	329.9	432
家电类		
大金1.5匹挂机冷气 FTCT136UC-W1	7299.9	9999
三星双开门冰箱RS55K 4000SA	4859.9	5499
惠普激光多功能一体机MFP1005W	1769.9	1899

图：Costco消费客单价高于其他竞争对手

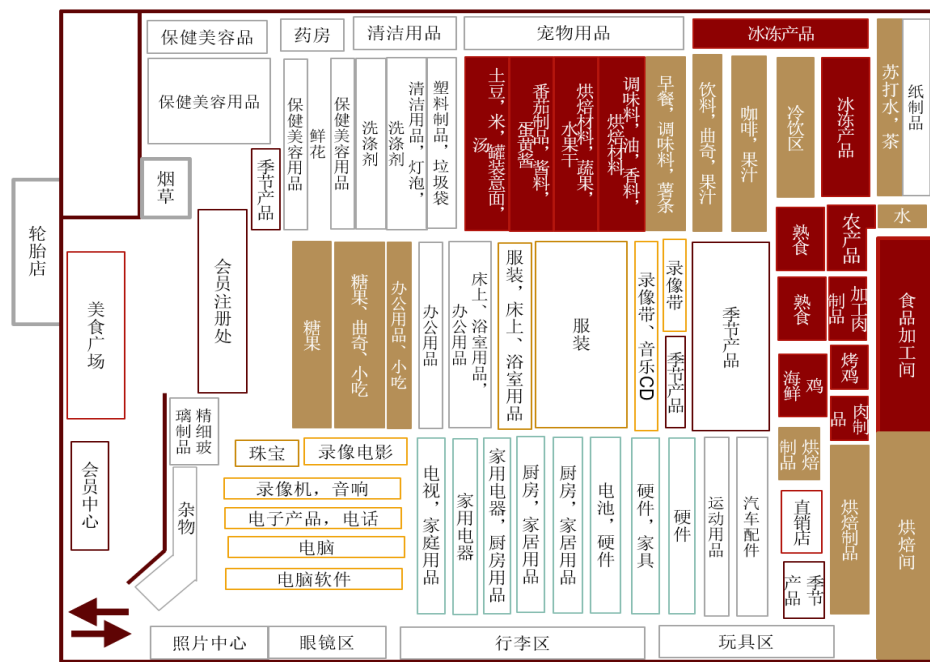


1.3 满足消费者对高性价比和线下场景体验的需求

- 仓储会员店核心满足消费者对体验场景的需求。仓储会员店不仅为消费者精心挑选高性价比的商品，还致力于为用户提供丰富场景体验。从Costco的物品陈列看，Costco为消费者提供美食、保健美容、视力听力检查、轮胎修护等服务。盒马X会员店同样计划向视听、时尚、健身、宠物等生活品质类服务做更多的尝试和探索。

图：Costco提供美食、保健美容、验光检查、听力测试、轮胎修护等丰富场景体验

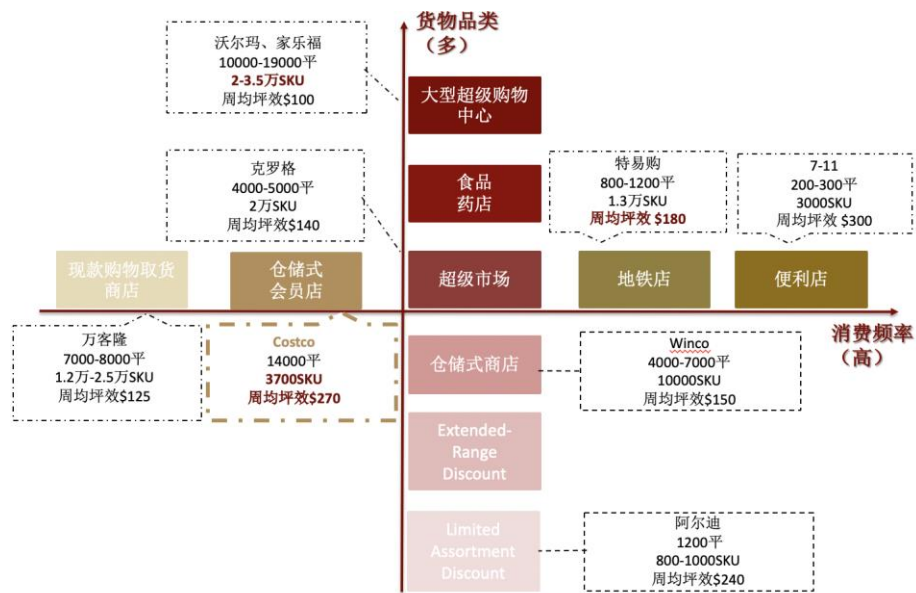
图：盒马X会员店提供养生补品、视力检测、车辆养护、成衣养护等服务



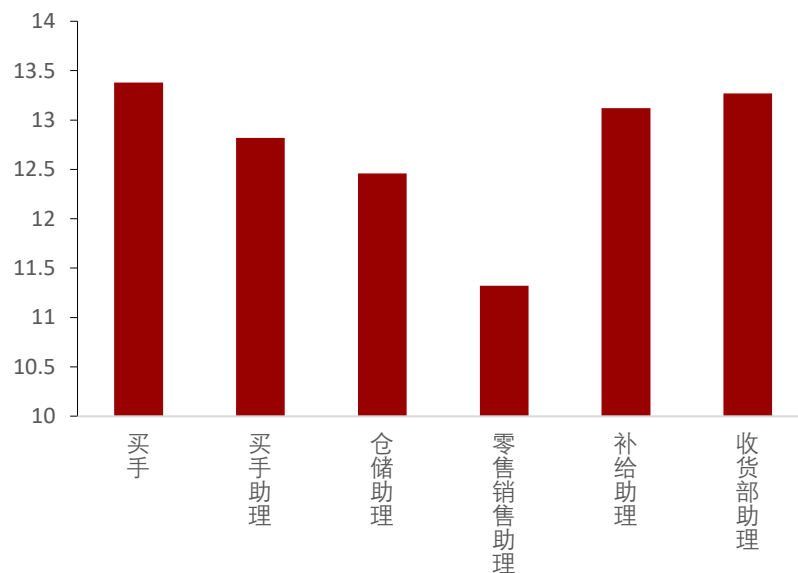
1.4 多重运营策略组合建立核心竞争力

- 宽品类浅SKU，精选品牌保证商品质量。仓储会员店经营的商品基本覆盖所有品类，但每个品类仅挑选少数几个优秀品牌。Costco单个品类选出1-3个品牌，每个品牌小于4个SKU，全店大概有3700个活跃的SKU，优质的品牌促使Costco周均坪效达270美元，优于零售同业。在品牌的挑选上，仓储会员店一般设有专门的选品团队，Costco的买手时薪达13.38美元，位居各类职工首位，买手助理每年的工资区间在5.9万美元-7.5万美元，高额薪资激励买手团队精心挑选品牌。

图：仓储会员店SKU较少但坪效更为出色

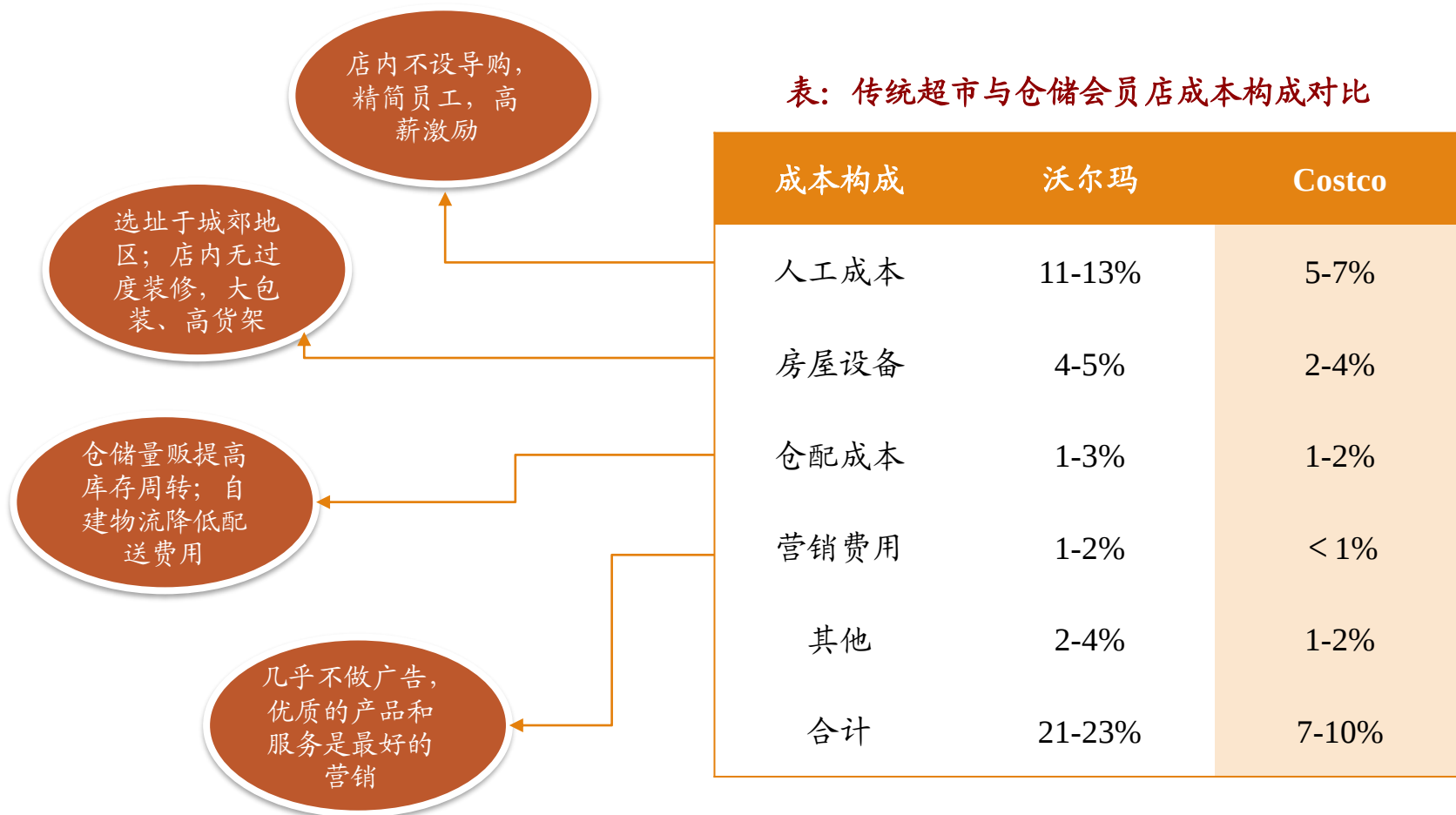


图：Costco各类职工工资（美元/小时）



1.4 多重运营策略组合建立核心竞争力

- 极致的成本管理保持性价比优势。仓储会员店通过精简员工，选址城郊，仓储量贩，自建物流，节省营销等措施将各项成本开支压缩到极致，得以长期保持自身的性价比优势。



资料来源：公司公告，招商证券

1.4 多重运营策略组合建立核心竞争力

- 仓储会员店凭借强大销售规模充分调动供应商资源降本增效。仓储会员店销售额形成一定规模后，对上游供应商有较强议价能力，可以充分调动供应商资源，深度参与到产品的制作中如提供差异化产品、设计包装等，进一步强化品质和性价比优势，并逐步提高供应商市场份额，最终将供应商融入到仓储会员店的经营哲学中。

图：Costco与供应商深度合作提高运营效率



1.4 多重运营策略组合建立核心竞争力

- 打通供应链建立自有品牌，补充优质SKU。当仓储会员店和供应商的合作到达一定深度后，仓储会员店有能力依靠供应链管理经验建立自有品牌。自有品牌以高毛利、需求大的单品为切入点，补充优质产品。Costco于1995年创立自有品牌Kirkland Signature，至今已是全美排名第一健康品牌，提供包括休闲食品、保健补剂、面包、冷冻食品等品类的优质产品。自1999年以来，Costco自有品牌销售额占比持续提升，2020年上升至约30%。

图：Kirkland Signature台湾线上销售的保健品



\$469

含運

Kirkland Signature 科克蘭 月見草油膠囊食品 250粒

Kirkland Signature Evening Primrose Oil 250 Softgels



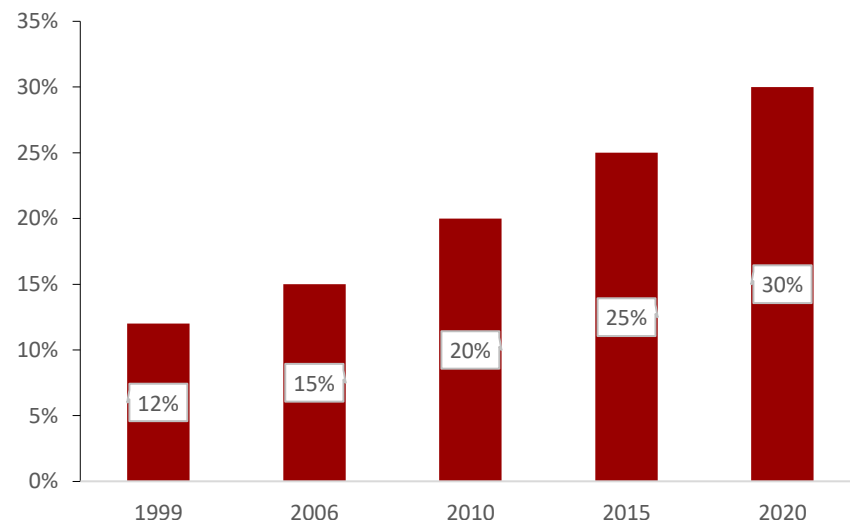
\$525

含運

Kirkland Signature 科克蘭 新型緩釋魚油軟膠囊 180粒

Kirkland Signature Enteric Omega 3 Fish Oil 180 Softgels

图：Costco自有品牌销售占比持续提升



二、参考海外：仓储会员店有望进入高速增长期

- 2.1 国内仓储会员店风口再起，新玩家纷纷入局
- 2.2 Costco初入台湾五年亏损，积极调整商品获顾客青睐
- 2.3 Costco初入日本无供应商支持，坚持原有模式终获市场认可
- 2.4 山姆会员店洞察国内客群需求，推动本土化发展
- 2.5 一线城市仓储会员店有望进入快速发展阶段
- 2.6 客群需求洞察和供应链能力是未来决胜关键

2.1 国内仓储会员店风口再起，新玩家纷纷入局

- 在电商对实体零售的持续冲击下，仓储会员店由于其场景式的体验与极致性价比的商品，可满足消费者的差异化需求，近期众多玩家密集加入仓储会员店赛道。老牌零售永辉超市将福州和成都的两家卖场改造为仓储超市；行业新秀Fudi在北京开设第一家仓储会员店，主打生鲜品类；华联第一家会员店预计在6月底进驻兰州，主打生鲜和进口品牌；家乐福也宣布2021年将部分门店改造为会员店。近期众多新玩家布局仓储店业态，未来行业有望进入快速增长阶段。

图：国内近期仓储会员店参与者

永辉超市第一家仓储店于福州市仓山区开业：

- 面积1.1万平米
- SKU5000+
- 不设会员费
- 提供一小时到家服务

Fudi首家仓储会员店于北京市朝阳区开业：

- 面积6800平米
- SKU20000+
- 70%为生鲜
- 自有品牌占比25%
- 会员费分两档，365，680元/年

永辉仓储超市第二家分店于成都市武侯区开业：

- 面积5000平米
- SKU5000+
- 不设会员费
- 提供一小时到家服务

华联会员店即将入驻兰州：

- 面积6800平米
- 主打生鲜和进口品牌
- 提供1000+停车位
- 会员费258元/年

家乐福计划升级改造部分门店为会员店：

- 并未限定在仓储模式
- SKU5000-6000
- 目标人群为家庭用户和虚拟家庭用户
- 会员店只覆盖5-10公里的消费者

2020.5.1

2020.5.18

2020.6.3

2020年6月底

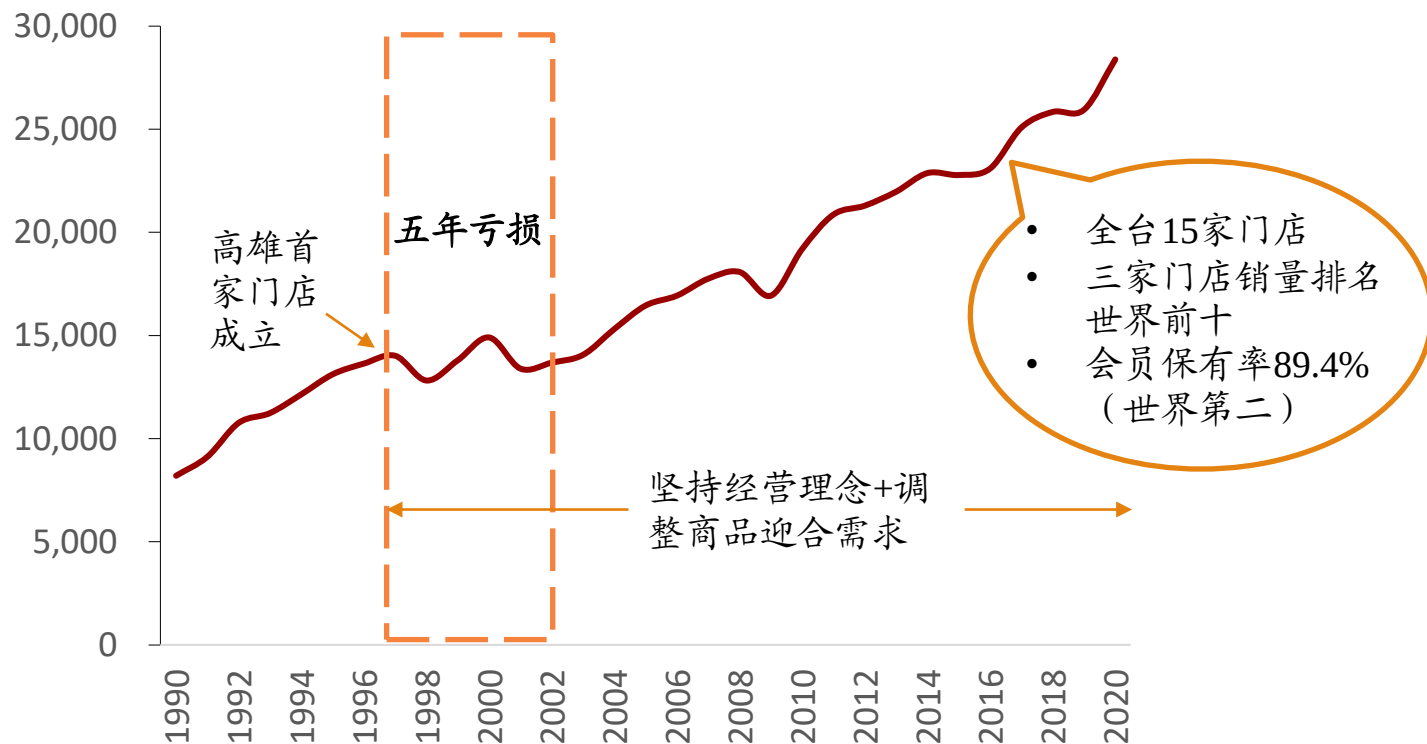
2021

资料来源：公开资料，招商证券

2.2 Costco初入台湾五年亏损，积极调整商品获顾客青睐

- 初入台湾五年亏损，调整商品终获成功。Costco于1997年进入台湾市场，在高雄市设立了首家门店。由于消费习惯的不同，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，高雄市连续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，人均GDP的提升也促使越来越多人愿意为会员制付费。随着首店的扭亏，Costco逐渐打开了台湾市场。截止2018年Costco在台湾已有门店15家，年销售额约27.8亿美元。

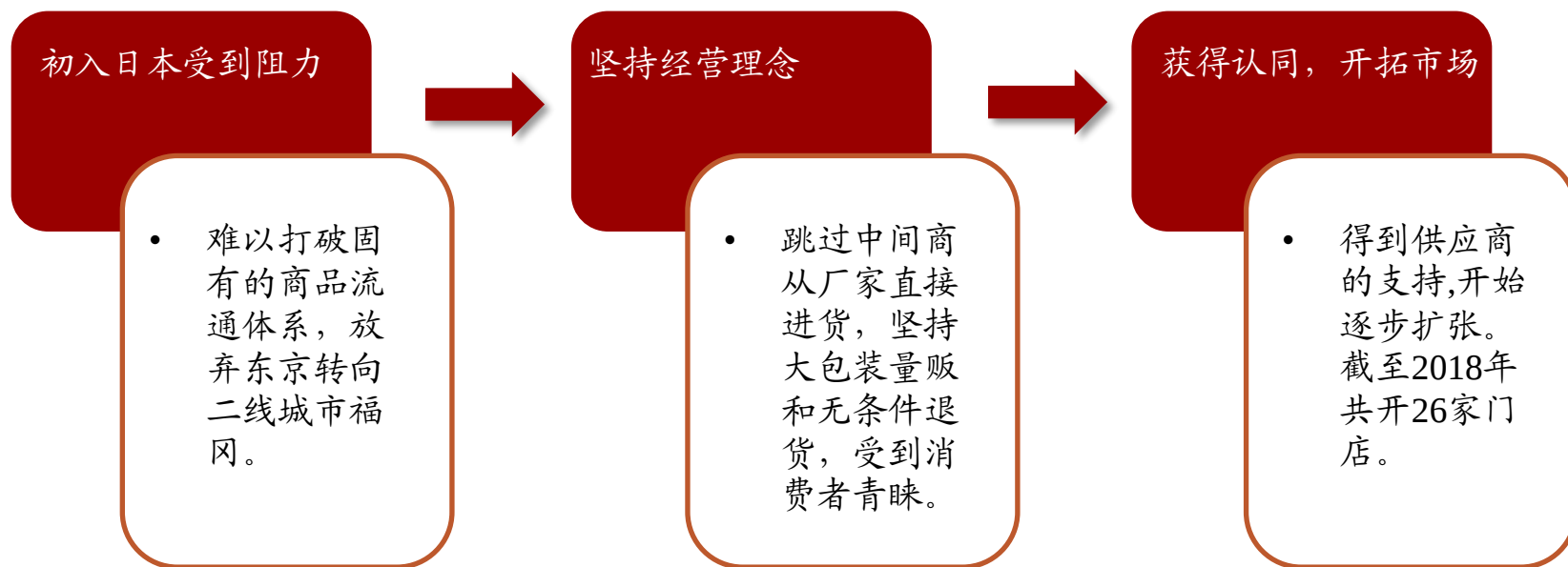
图：台湾人均GDP（美元）走势与Costco发展历程



2.3 Costco初入日本受阻，坚持原有模式终获市场认可

- 初入东京受到阻力，转向福冈获得供应商支持。Costco在进入日本市场时也非一帆风顺，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的让步，福冈Costco开业之时厂家提供的商品占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深度合作，Costco开始打开日本市场。截止2018年Costco在日本已有门店26家，2018年销售额约为33.6亿美元。

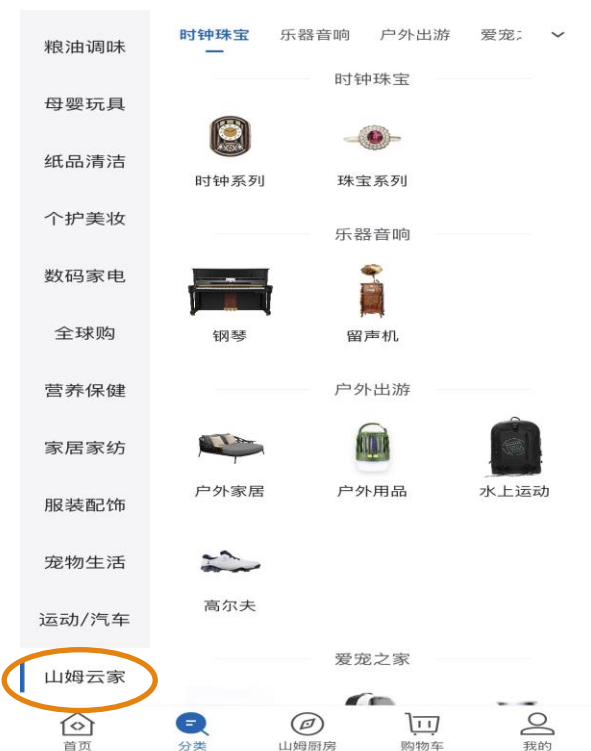
图：日本Costco发展历程



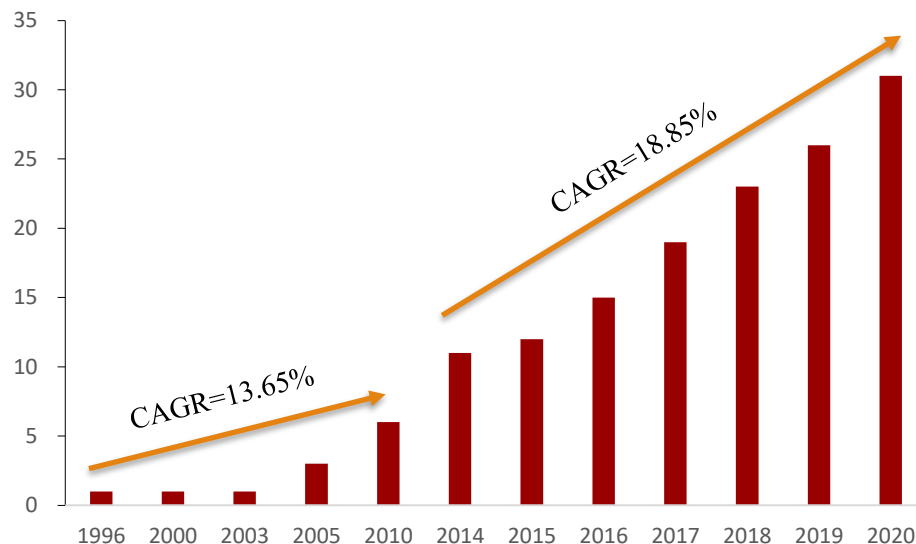
2.4 山姆会员店洞察国内客群需求，推动本土化发展

- 山姆会员店早期扩张速度较慢，逐步洞察国内客群需求。山姆会员店1996年进入中国市场但早期门店扩张速度较慢，随着时间的推移山姆逐步理解中国市场客群需求，加上国内中高消费群体的扩大，2014-2020年山姆会员店扩张速度显著加快。当下山姆判断以吃、喝为主的快消品已不是会员群体的消费重心，针对会员群体在户外出游等精神消费需求越来越大，战略性推出山姆云家业务。截至2020年底，山姆会员店在中国共有31家门店，覆盖多个城市，其中深圳福田店销量常年位居世界第一。

图：山姆会员APP上线山姆云家功能



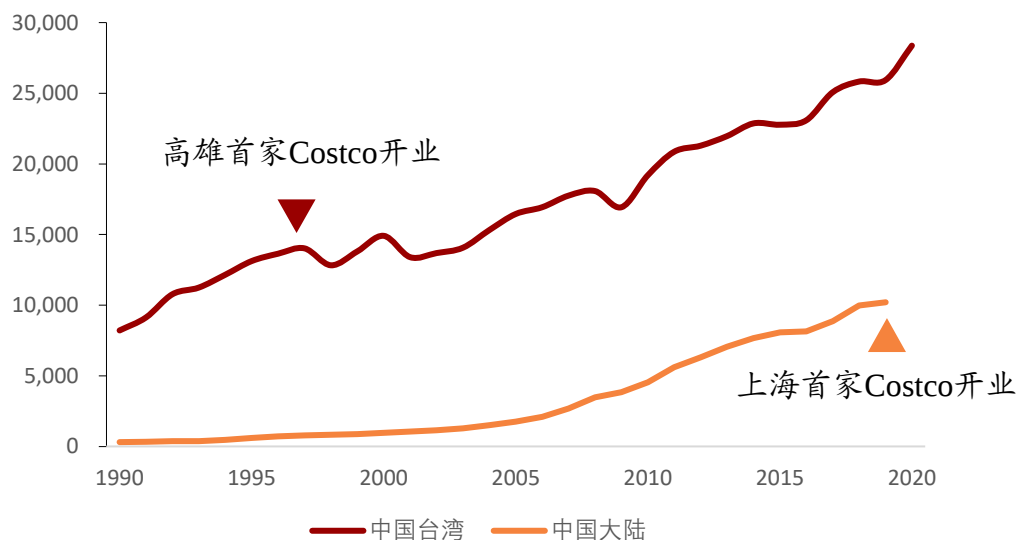
图：山姆会员店门店扩张速度加快



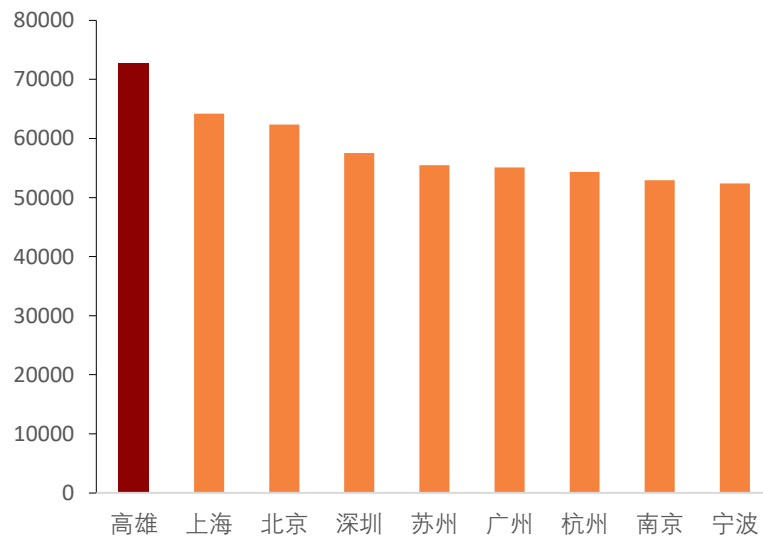
2.5 一二线城市仓储会员店有望进入快速增长阶段

- **Costco进入大陆与初入台湾时人均GDP相仿。**Costco于1997年在台湾高雄开设第一家门店，彼时台湾人均GDP为14020万美元，而2019年Costco在上海设立第一家门店时，中国大陆人均GDP突破1万美元。由于台湾和大陆经济文化环境相似，借鉴Costco进入台湾经验，未来有望进入快速增长阶段。
- **一二线城市中高消费群体已初具规模。**Costco台湾在2018年三家门店销量世界前十，会员保有率世界第二，对比2018年大陆城市与高雄的人均可支配收入，一二线城市人均收入已接近高雄，中高消费群体初具规模，为仓储会员店的发展奠定基础。

图：中国大陆和中国台湾人均GDP走势（美元）



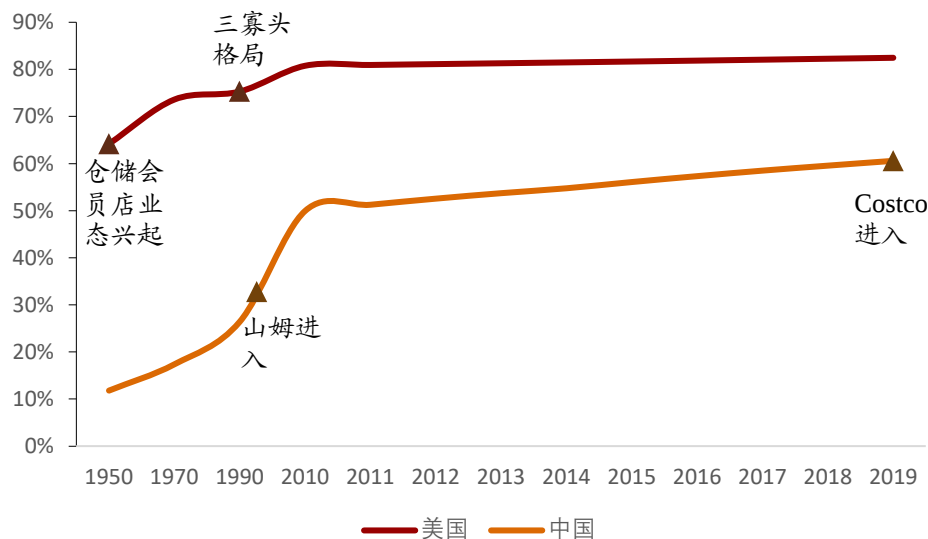
图：2018年各城市人均可支配收入（人民币）



2.5 一二线城市仓储会员店有望进入快速增长阶段

- 中国城镇化率达到美国上世纪50年代水平。回顾仓储会员店业态在美国的兴起，中产阶级群体扩大、城镇化率提高、城市外围商业圈发展是三大关键驱动因素。2020年中国城镇化率达到63.9%，接近美国仓储会员店业态兴起时64.2%的水平。根据十四五规划，未来将发展壮大都市圈和城市群，中心城市功能将逐步向周边郊区扩散，进一步促进仓储会员店行业快速增长。

图：中美城镇化率走势对比



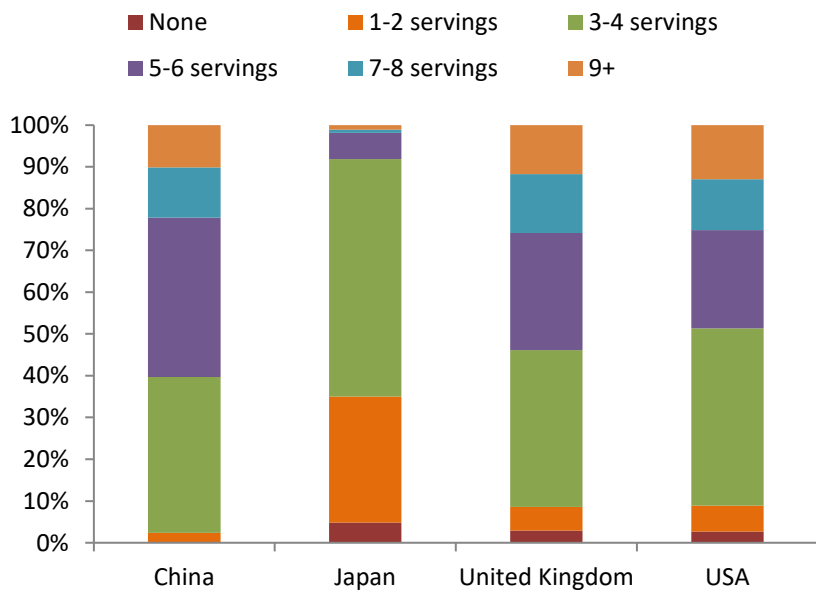
图：中国政府关于城市化发展的相关政策

时间	政策意见	核心内容
2019.02	《关于培育发展现代化都市圈的指导意见》	都市圈建设以同城化为方向，打造1小时通勤圈，圈内中小城市受益
2019.04	《2019年新型城镇化建设重点任务》	超大特大城市要立足城市功能定位、防止无序蔓延，合理疏解中心城区非核心功能
2021.03	《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十四个五年规划和二〇三五年远景目标的建议》	发展壮大城市群和都市圈，推动城市群一体化发展，全面形成“两横三纵”城镇化战略格局

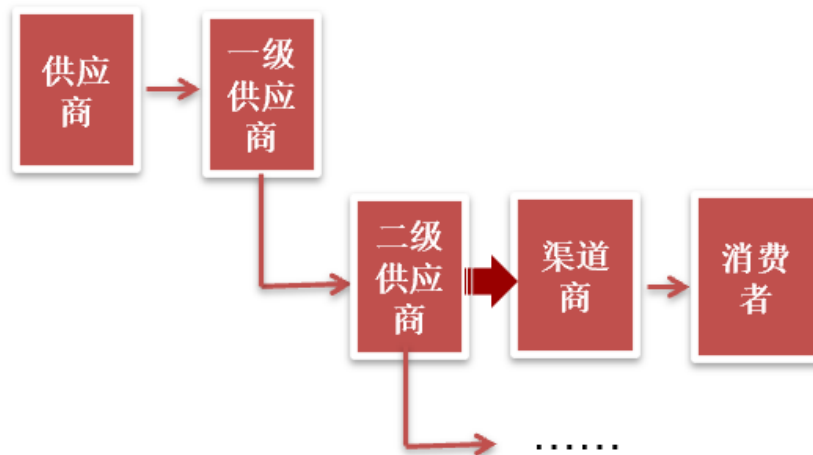
2.6 客群需求洞察和供应链能力是未来决胜关键

- 客户需求洞察和供应链能力决定仓储会员店能否持久经营。回顾Costco在日本和台湾的成功经验，Costco在两地均是先遇到阻力再做出调整获得成功，区别在于Costco台湾通过调整商品迎合用户需求，而Costco日本通过转向二线市场获得供应商支持。国内零售市场也面临客群需求独特如消费者偏爱水果蔬菜，以及流通体系复杂的挑战，客群需求洞察和供应链能力是未来仓储会员店的决胜关键。

图：中国消费者对水果蔬菜需求更高



图：中国流通体系



三、盒马X会员店：两月实现盈利，进入高速扩张期

- 3.1 盒马X会员店再开新店，预计2021年拓至十家
- 3.2 盒马X会员店探店：兼具大而全和小而美
- 3.3 与盒马鲜生并行：细分客群、品类和场景
- 3.4 经营情况：盈利能力强，SKU逐步丰富
- 3.5 供应链：自建供应链+深耕自有品牌+融合本地化元素
- 3.6 仓储会员店对比：开山鼻祖VS后起之秀

盒马X会员店再开新店，预计2021年拓至十家

- 第一家盒马X会员店于2020年10月1日正式营业，选址于上海浦东森兰商都中心B1层，占地18000m²。6月18日，盒马X会员店将于京、沪两地再开新店，面积近20000平米，预计2021年将新开10家盒马X会员店。依托盒马在一、二线城市的布局，未来在盒马X会员店将拓及更多省会城市。
- 盒马X会员店主要选址一线城市，目标人群为中产阶级家庭。盒马X会员店作为首家国内品牌的仓储式超市，将量贩式的高性价比商品和线下购物体验融合在一起，满足消费者“逛”的需求。会员店主打目标人群是中产阶级家庭，选址目前为沪、京等一线城市，一公里附近的小区房价超10w元/平米，周边居民区密集且消费能力相对强。

图：首家盒马X会员店落地浦东森兰商都



表：盒马X会员店一公里附近小区房价超10w/平

小区名称	挂牌均价(元/平)	与盒马X会员店距离
中冶尚城	111221	949m
森兰壹公馆	109939	660m
高海家苑	102947	982m
金地未未来	115763	1.1km
高弘家苑	93964	924m
新城碧翠	108866	1.2km

资料来源：草根调研，招商证券

资料来源：百度地图，高德地图，贝壳找房，房天下，招商证券

首家盒马X会员店探店：兼具大而全与小而美

- **购物+体验二合一，盒马X会员店兼具大而全和小而美：**会员店分为日用百货及生鲜熟食两个大区域：日用百货采用仓储式货架的销售方式，货架上摆放展品，货架下为批发式货物供消费者自取，生鲜熟食区域包括果蔬、烘焙、工坊等。此外会员店出口设有休息区可购买鲜花、手拿派、冰淇淋等休闲小食品，进一步提升购物体验。
- **X会员店内消费群体多为带小孩的家庭或情侣：**X会员店面积大，品类多，满足家庭逛超市的需求，基于交流和增进感情的需求，带小孩的家庭或者情侣选购模式在店内较为常见。
- **较宜家等自助式消费模式，店内员工数量充足：**小食品和生鲜烘焙区域摆放试吃台，较宜家等自助式消费模式相比，店内服务人员更多，体验更有温度。
- **消费群体主要集中在生鲜熟食区域：**整体看来日用百货区域人流量低于生鲜熟食区域，生鲜熟食区域聚集较多消费者进行挑选和试吃。

图：仓储式超市商品销售方式



资料来源：联商网，招商证券

图：X会员店部分热卖商品



资料来源：盒马APP，招商证券

与盒马鲜生并行：细分客群、品类和场景

- 盒马X会员店与盒马鲜生进一步细分客群、品类和场景。
- 客群：X会员店目标人群为家庭客群。盒马X会员店在盒马中高消费群体的基础上进一步细分为家庭客群，强调以家庭为核心的购物及休闲体验。
- 品类：两者共享供应链，X会员店在自有商品和海外商品上更具特色。X会员店和盒马鲜生在供应链上共享，但是约40%的商品为X会员店独供。同时借助保税和境外直采供应链，X会员店进口商品占比数高于普通盒马鲜生门店。
- 场景：盒马鲜生专注线上，X会员店着力打造线下。目前盒马鲜生的线上化率达60%以上，更多是强调到家，消费者下单能够享受即时配送。X会员店虽然线上线下一体化运营，但更注重的是家庭式的线下体验场景。X会员店为消费者提供一个到店的沉浸式的体验场景，以“逛”的体验为主，结合购买家庭所需生鲜、烘焙、零食等同时享受其他休闲服务，感受更有温度的购物体验。

表：盒马鲜生和盒马X会员店主打消费场景不同

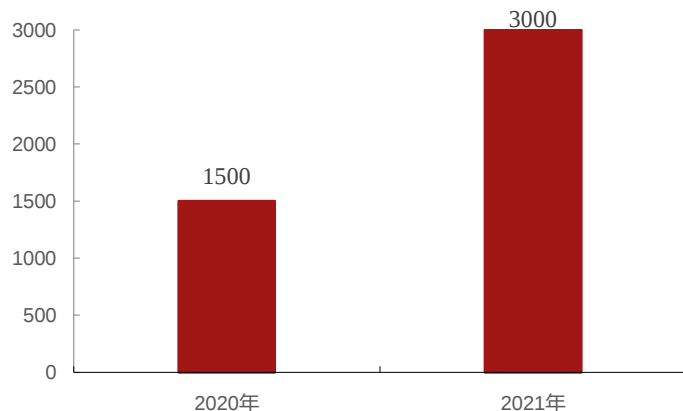
	细分客群	品类	主要消费场景	配送时效	其他服务
盒马鲜生	中高消费群体	与X会员店共享供应链	线上下单，配送到家	30mins达	主要满足购物需求
盒马X会员店	中高消费家庭	40%会员店独供；进口商品占比更高	主要为到店的沉浸式体验场景，到店可选配送到家	半日达：15:00前下单 当日达，15:00后下单 次日达	洗车、养车、美甲、健康体检等休闲服务

资料来源：草根调研，招商证券

经营情况：开店两月实现盈利，客单价近千元

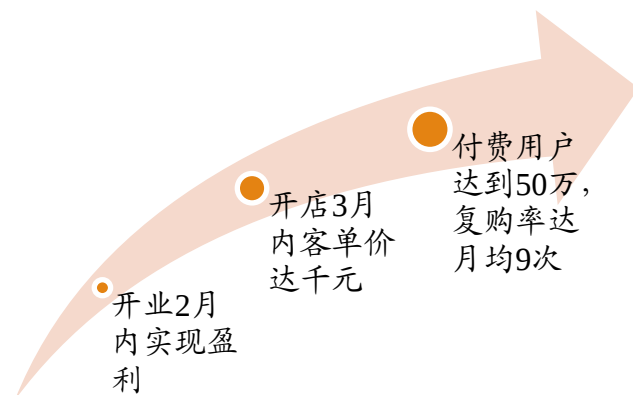
- 会员店盈利能力强，发展势头良好：预计首家盒马X会员店开业2个月内实现盈利（不考虑会员费的收益），开业3个月客单价近千元，门店单日收入最高突破千万。
- 付费会员黏性高，复购率领先：依托盒马体系，首家盒马X会员店的上海沉淀会员数达50万，月均复购次数超两次。
- 商品多为高频消费品，整体毛利率低于14%：作为仓储会员制的超市，盒马X会员店保持低毛利率运营，整体毛利率低于14%。
- SKU逐步丰富，商品保持高更新率：第一家盒马X会员店开业之初，秉承精选原则，SKU数量约为1500个，会员店根据消费者需求逐步提升买手能力和供应链效率，2021年4月的SKU翻倍至3000个。通过盒马各类业态共享的供应链中台，X会员店预计保持每年30%-40%商品更新率。

图：首家盒马X会员店店内SKU翻倍



资料来源：公司调研，招商证券

图：盒马X会员店盈利能力强



资料来源：公司调研，招商证券

强化供应链基地发展，全面打通供应链系统

- 盒马全面打通从采购至配送的全供应链系统，“盒马村”的建设为盒马提供稳定质优的农产品，背靠盒马供应链优势，X会员店深耕自有品牌“盒马MAX”，提升核心竞争力。
- 建设“盒马村”，强化农产品供应链基地发展。“盒马村”是为盒马种植农产品的产业基地，为其提供稳定且有质量保证的农产品，此外盒马的直采、加工、销售、配送四位一体，全面打通供应链系统。盒马坚持直采模式，包括全球优质水产、肉制品、乳制品及其国内有成熟商品基地的特色产品例如赣南脐橙，阿克苏苹果等，采购后盒马对商品进行加工和存储以便门店销售和配送，四位一体的供应链布局保证门店供应商品的能力。
- X会员店背靠盒马供应链优势，深耕自有品牌。自有品牌是会员店商品力的核心表现之一，X会员店目前开发超千个自有品牌，约30%为全球直采，自有商品比例超40%，“盒马MAX”占比超20%。MAX品牌背靠盒马供应链，主要集中的品类包括米面粮油、坚果、鲜奶、果汁、以及香菇、辣椒、芝麻等农产品上。之后MAX品牌的品类也会逐步向美妆、洗护拓展。凭借盒马体系在中国生鲜零售领域处于领先地位，X会员店提供除冰鲜之外的活鲜，例如帝王蟹、鲍鱼、东星斑等高品质生鲜。

表：部分盒马村及代表性农产品

盒马村代表	四川丹巴八科村	上海崇明华西村	深圳坪山曾屋村	湖北仙桃下查埠村	江苏溧阳西土桥村	河北迁西大岭寨村	非洲卢旺达Gashora村	山东临沂李艾曲村	四川美姑九口村	四川峨眉山太平村
供应农产品	黄金英	翠冠梨	杨梅	藕带	白芹	板栗	哈瓦那辣椒	黄瓜、茄子	黑山羊	豌豆尖

资料来源：盒马官网，招商证券

因地制宜，从品类入手走特色化经营道路

- **因地制宜，商品本地化程度高：**X会员店的使命是打造中国人自己的会员店，和西式仓储会员店相比，X会员店商品品类中本地化程度更高，包括推出大闸蟹鲜肉月饼、蝴蝶酥等本地化小食，以及接入本地西区老大房等上海本地知名品牌入驻，将标品和本地特色融合在一起，满足消费者多方面的需求。
- **商品规格贴合中国家庭人口设计：**虽然盒马X会员店为提高性价比主打家庭量贩式大包装，但针对中国一线城市小家庭模式推出的大包装是精心设计的，主要是两种方式达到总量上的MAX而又满足小家庭的消费需求：包括大包装内的独立小包装例如480g*18包的家庭量贩式黑加仑葡萄干，或者是独立中型包装的套装售卖，例如6.6kg（1.1kg*6）的烘烤混合坚果。
- **联名打造爆品，SKU进一步拓宽：**深耕自有品牌之外，X会员店也和部分人气网红产品做联名品牌打造爆品，例如钟薛高与盒马联名的黄金冰蓝海盐椰雪糕，增加人气的同时进一步拓宽SKU。

表：盒马X会员店部分本地化特色食品

上海特色	中国特色
大闸蟹鲜肉月饼	炸鱼
蝴蝶酥	酒酿米糕
笋丁烧卖	烧腊
西区老大房鲜肉月饼	冷吃小龙虾

资料来源：草根调研，招商证券

图：薛钟糕、盒马联名雪糕

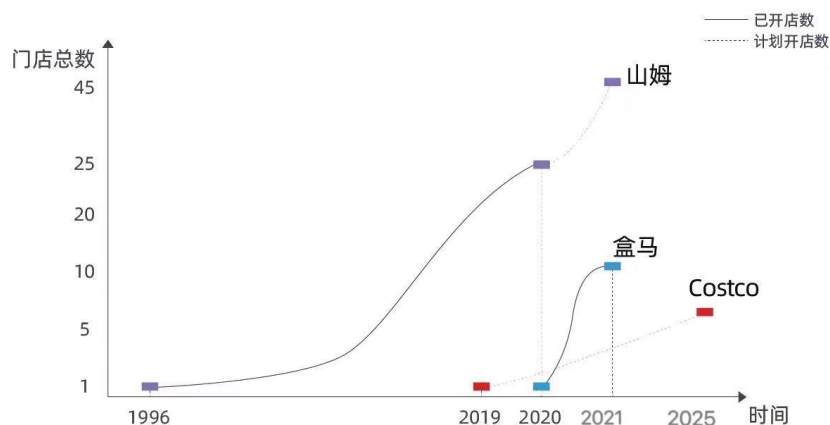


资料来源：淘宝，草根调研，招商证券

仓储会员店对比：开山鼻祖VS后起之秀

- **开山鼻祖vs后起之秀：**Costco是会员制仓储超市的鼻祖，2019年8月登陆上海，整体扩店速度相对缓慢，2025年计划新5家门店；与Costco相似发展路径的山姆会员店更早地进入中国市场2020年已有25家门店，2021年计划开店数至45家；2020年10月1日盒马X会员店落户上海浦东，2021年预计新开10家会员店。

图：Costco、山姆、盒马X会员店开店计划



资料来源：招商证券

表：Costco、山姆、盒马X会员店对比

种类		Costco	山姆会员店	盒马X会员店
商品	风格	商品偏向西式	商品偏西式	本土化选品
	种类	各品类均有涉及，分布均衡	品类均衡，明星单品为牛奶和蛋糕	生鲜食品占比高，引入活鲜
	SKU	约3700个	约4000+	约3000+（2021年4月）
会员费		299元人民币/年	260元人民币/年	258元人民币/年
占地面积		14000平方米（上海一店）	30000平方米（上海一店）	18000平方米（上海一店）
线上业务		×	√	√
经营优势		自有品牌优势明显	差异化竞争，深耕品类，重视商品引流	首家引入活鲜，供应链强大，本土化程度高，人员服务好
经营策略		低价严选，经营只为获客，大部分利润来自于会员费	洞察需求、领先会员半步逻辑是“货找人”而非“人找货”	沉淀50万付费会员，坚持线上线下一体化

资料来源：盒马官方，Costco公告，《第三只眼看零售》，赢商网，招商证券

仓储会员店对比：开山鼻祖VS后起之秀

- **人：**目标人群均为中高消费群体。Costco、山姆、盒马X会员店的兴起均为满足中产阶级家庭的消费需求，目前Costco的客群为上海，山姆和X会员店的消费客群逐渐向其他一二线城市拓展。
- **货：品类之争，各有所长。**Costco拥有强大的海外供应链，选品方面注重量大价优。山姆强调人无我有的差异化竞争，对供应商精挑严选，注重供应产品的差异化，同质产品即下架。X会员店背靠盒马村，拥有稳定质优的本地供应链，本地产业链提供具有中国特色的活鲜和具有上海特色的本地化小食。此外各家分别打造自有品牌引流。
- **场：线上线下一体化经营为新趋势。**Costco注重线下经营，大方试吃，线下消费体验良好；山姆逐步发力线上营销；盒马X会员店服务人员较多，消费者体验感更强，同步发展线上销售一体化运营，提高商品运营效率。

表：Costco、山姆、盒马X会员店“人货场”对比

		Costco	山姆会员店	盒马X会员店
目标人群		消费观念成熟、高收入城市的中产阶级消费者	一二线城市的中产阶级家庭	一二线城市、中高消费的中产阶级家庭
货	供应链	海外供应链强大，上海门店目前主要由台湾供应	重视复购率，严格要求供应商，同质商品即下架自有品牌销售占比已经做到35%	约30%为全球直采，背靠“盒马村”，农产品等本地供应链丰富
	选品	大单采购，采用直采、买断等方法控制采购成本。	差异化选品，提高复购率和顾客黏性。	强调本地化特征，提供活鲜，鲜肉月饼等本地化小食
	自有品牌	质量相同甚至更优的情况下，自有品牌Kirkland产品比同类产品价格优惠至少20%	自有品牌Member's Mark销售占比超35%	自有商品比例超40%， “盒马MAX”占比超20%
场		试吃量大有温度，线下经营居多	逐步发展线上营销	门店服务人员数量充足，线上线下一体化经营

资料来源：招商证券

投资建议与风险提示

- 投资建议：建议关注积极布局仓储店业态的盒马（阿里巴巴）、永辉超市。
- 风险提示：1) 行业竞争加剧；2) 开店数量不达预期。

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。

丁浙川：商业团队首席分析师，布里斯托大学金融硕士、电子科技大学工学学士，曾任职于华泰证券，2019年加入招商证券，善于前瞻性地从产业发展趋势发掘投资机会。2019-2020年Wind金牌分析师第一名。

李秀敏：商业团队资深分析师，浙江大学/复旦大学金融学学士/硕士，2018年6月加入招商证券，重点覆盖本地生活、免税、餐饮、酒店板块。团队获得2019年Wind金牌分析师餐饮旅游行业第一名，2020年金牛奖休闲服务行业最佳分析团队客观量化榜单第二名。

徐锡联：上海交通大学金融硕士，上海财经大学金融工程学士，2020年加入招商证券。

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 $\pm 5\%$ 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

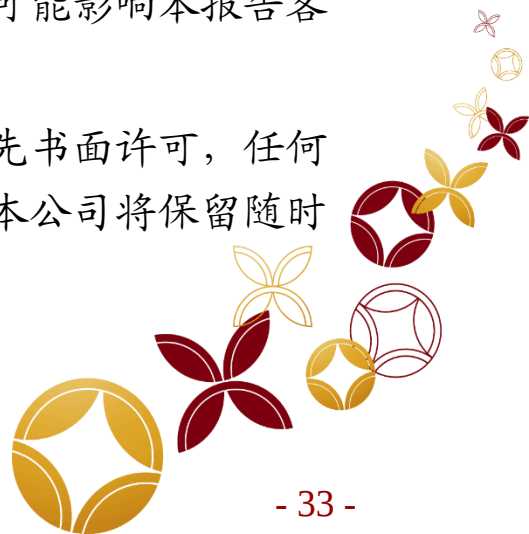
中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

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