

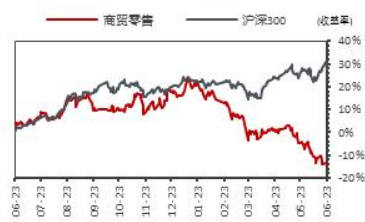
行业及产业
商贸零售

穿越周期的零售破局：折扣业态崛起，仓储会员店引领新趋势

——全球零售行业深度报告

强于大市

一年内行业指数与沪深 300 指数对比走势：



资料来源：聚源数据，爱建证券研究所

相关研究
《中国中免首次覆盖报告：政策利好密集落地，战略布局持续深化》2026-03-30
《卡牌产业深度报告：全球娱乐文化轻量级增长引擎》2025-09-23

证券分析师

范林泉
S0820525020001
021-32229888-25516
fanlinquan@ajzq.com

- 投资要点：**
- **全球经济增长放缓叠加高通胀，消费结构性降级趋势或延续，自有品牌认可度提升。** 1) 全球经济增长放缓叠加通胀水平总体高位，消费呈现结构性降级，消费者更加关注商品品质价比。预计 2026 年全球经济增长放缓、通胀不降反升，居民购买力持续承压下，消费结构性降级趋势或将延续。2) 零售商自有品牌产品正从消费者的备选方案跃升为品牌产品的有力竞争者，其凭借对品牌产品的模仿、高质价比优势以及消费者对零售商的信任，吸引消费者选购，消费者认可度提升。零售商发展自有品牌，可提升产品毛利率、满足消费者高质价比需求，以定制化产品实现差异化竞争。仓储会员店普遍推出高质价比自有品牌，将自有品牌带到了全新的高度。
 - **全球零售业整体增速放缓，转向存量市场，净利率持续低位，折扣业态逆势崛起。** 1) 电商规模扩张放缓，最大电商市场中国网购渗透率见顶。互联网人口红利见顶、行业竞争加剧下，流量投放与低价竞争的粗放式增长逻辑逐渐失效，从增量抢夺走向存量内卷。在当前消费结构性降级与全球地缘政治危机、贸易政策不确定性加大的背景下，电商面临获客、物流及合规等成本上升，低价优势收窄的挑战。2) 线下传统大卖场增长滞缓，头部企业门店数逐渐萎缩。传统大卖场商品同质化严重，依赖通道费模式，在同质化竞争与线上冲击的双重挤压下，流量优势逐渐丧失。3) 全球高通胀催化下，折扣业态逆势崛起，增速超过传统渠道。折扣业态分为硬折扣和软折扣两种模式，产品价格均明显低于传统渠道，但两者的低价逻辑不同。硬折扣通过供应链效率提升降低成本，叠加低毛利、高周转，实现产品的低价。软折扣多承接非固定的尾货、临期、微瑕等渠道货源，实现机会型低价，供应链稳定性弱于硬折扣。
 - **仓储会员店融合硬折扣与会员制两种模式，利润主要来自会员费，形成商家盈利与消费者获高质价比商品的共赢正向循环。** 1) 硬折扣模式起源于二战后的德国，满足当时民众对低价生活必需品的需求。目前硬折扣零售商的核心策略包括主打自有品牌（消除品牌溢价），精简 SKU（提高单品采购量、增强采购议价权），砍掉中间商（工厂直供），极致运营成本控制（一人多能、极简装修），高周转（小自有资金滚动出大业务量）。2) 1930 年代，美国大萧条催生现代连锁超市，高销量、低利润、大空间、提供停车场的模式大获成功。为保护中小商户，1931 年起美国各州出台《公平贸易法》限制最低零售价。1954 年普莱斯创立 FedMart，利用会员制规避最低零售价监管。1970 年代，美国高通胀与高失业率同时爆发，加上最低零售价限制取消、反价格歧视法案放松，仓储会员店正式诞生并迎来快速成长期。1993 年至今，美国仓储式会员店市场由三大巨头主导，Costco 稳居第一。3) 传统大卖场的利润主要来自商品进销差价和通道费，与消费者利益往往存在天然冲突。仓储会员店的利润主要来自会员费，会员规模增加或续费的前提是帮会员省钱，与消费者利益趋于一致，最终形成“优质低价、向消费者让利—会员规模增加与高续费—采购规模与议价权同步提升—压低供应链成本”的正向循环。
 - **投资建议：** 建议把握两条主线投资机会，一是自有品牌开发能力强、销售占比高的企业，重点关注自有品牌 Kirkland Signature 销售额占比超 30% 的 Costco (COST.O)；二是单店模型成熟度高、复制速度快的企业，重点关注 Walmart (WMT.O)，主要看点是其在中国市场高速扩店的山姆会员店。
 - **风险提示：** 市场竞争加剧；会员增速及续费率下滑；拓店速度不及预期；供应链不稳定等。

目录

1. 零售业巨变：消费降级下的结构性机遇，折扣业态逆势而起	4
1.1 全球经济增长放缓叠加高通胀，消费结构性降级趋势或延续	4
1.2 自有品牌认可度提升，仓储会员店将自有品牌带到全新高度	5
1.3 电商增速放缓，传统大卖场衰退，折扣业态逆势而起	8
2. 仓储会员店：时代倒逼的效率升级，会员费为锚的共生盈利逻辑 .	15
2.1 硬折扣起源于二战后的德国，满足民众对低价生活必需品的需求	15
2.2 从规避监管到经济滞胀，仓储会员店应运而生	17
2.3 利润主要来自会员费，与消费者利益趋于一致	19
3. 投资建议	21
4. 风险提示	22

图表目录

图表 1 : 2017-2025 年全球经济体 GDP 同比变动	5
图表 2 : 2017-2025 年全球经济体 CPI 同比变动	5
图表 3 : 在线消费者对零售商自有品牌产品的看法	5
图表 4 : 代表性零售商自有品牌	6
图表 5 : 2024 年中国自有品牌与 KA 品牌毛利率	7
图表 6 : Costco 自有品牌 Kirkland Signature 品类细分	8
图表 7 : 全球 250 强零售企业总零售收入同比增速	8
图表 8 : 全球 250 强零售企业整体净利润率	8
图表 9 : 2024 年福布斯全球企业 2000 强榜单中分行业净利润率	9
图表 10 : 全球零售电商销售额	9
图表 11 : 全球电商占零售总额的份额	10
图表 12 : 主流社交媒体平台平均 CPM (单位: 美元)	11
图表 13 : 全球零售 250 强榜单中传统大卖场企业总零售收入	12
图表 14 : 全球前 6 传统大卖场业态的上市零售商门店数 (家)	12
图表 15 : 硬折扣和软折扣对比	13
图表 16 : 代表性软折扣品牌	13
图表 17 : 2024 年分渠道消费品销售额同比增速	14
图表 18 : 仓储会员店: 硬折扣与会员制的融合	15
图表 19 : 德国人均实际 GDP (按 2011 年不变价美元)	16
图表 20 : 2023 财年全球零售 250 强榜单中具有硬折扣业态的企业	16
图表 21 : 美国 CPI 同比数据	18
图表 22 : 美国失业率	18
图表 23 : 美国仓储会员店三大巨头发展史	19
图表 24 : 仓储会员店产品低价来源拆解	19
图表 25 : 仓储会员店与消费者的共赢正向循环	20

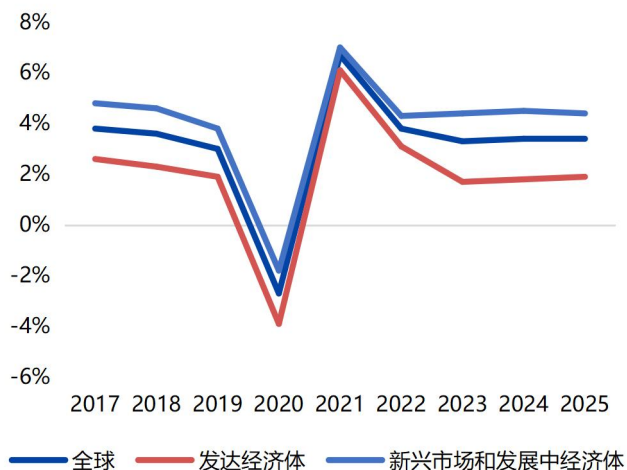
1. 零售业巨变：消费降级下的结构性机遇，折扣业态逆势而起

1.1 全球经济增长放缓叠加高通胀，消费结构性降级趋势或延续

疫情冲击全球经济发展以及全球通胀水平总体高位，消费呈现结构性降级，消费者对商品质价比的关注度提升。1) 2020 年爆发的新型冠状病毒公共卫生事件导致全球需求萎缩及供给失序，多数行业受到冲击，2020 年全球实际 GDP 增速锐减至-2.7%，疫情冲击下的世界发生了深刻变化。2020 年以来，受全球供应链紊乱、各国政府扩张性财政货币政策，以及俄乌冲突、美伊冲突加剧能源、粮食价格上涨等多重因素影响，全球通胀率总体处于高位，2022 年全球 CPI 同比增速达近年峰值（8.7%）。2) 在此背景下，居民未来收入预期下降，预防性储蓄增加，消费意愿减弱，加上生活成本上升、购买力受到高物价水平侵蚀，消费呈现结构性降级。根据 2022 年安永发布的《未来消费者指数》报告，由于疫情以来的经济不确定性与通货膨胀，60%的全球受访者希望为未来储备更多资金（其中 39%将储蓄作为长期目标），52%的全球受访者表示消费能力下降影响其消费决策；消费者对价格更加敏感，对质价比关注度提升，倾向选购更便宜的替代品。2025 年德勤的消费者调查数据显示，消费者对物有所值和合理价格的认知仍然受到通胀冲击和持续经济逆风的影响，追求性价比的行为越来越普遍，所有年龄段和收入阶层的消费者都更加注重性价比；在接受调查的美国消费者中，十分之四的人被认为是追求性价比的消费者，他们打算在个人护理、家居用品、家具和娱乐等非必需品类上减少 40%-50%的支出，同时将更大比例的预算分配给住房和交通等必需品。麦肯锡《2025 年消费者状况：当颠覆成为永久性变革》指出，在全球范围内，79%的受访消费者正在降低消费水平，且跨品类降级消费正变得越来越普遍。

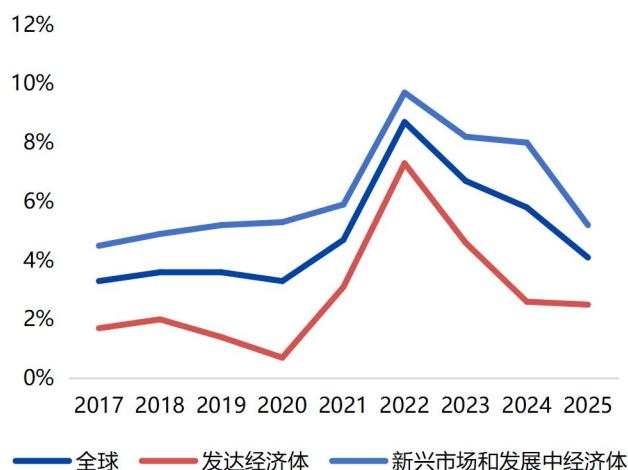
预计 2026 年全球经济增长放缓、通胀不降反升，购买力持续承压下消费结构性降级趋势或将延续。1) 麦肯锡 2025 年报告指出，部分危机时期养成的消费行为和习惯（如追求高质价比商品等）具有常态化趋势，在疫情后依然存在。2) 贸易政策不确定性抑制消费和投资、气候冲击及地缘政治紧张局势下，全球经济下行风险占主导地位，而全球通胀水平虽长期来看已从 2022 年高点回落，但受 2026 年地缘冲突影响正重新抬头，短期内不降反升。2026 年 4 月，国际货币基金组织发布《世界经济展望》，预测 2026 年全球经济增速将放缓至 3.1%，2027 年为 3.2%，同时预测 2026 年全球总体通胀预计将小幅上升至 4.4%。经济增长放缓使人们收入预期下降，CPI 总体保持相对高位且短期内不降反升，消费信心持续保持低位，消费结构性降级趋势或将延续。

图表 1：2017-2025 年全球经济体 GDP 同比变动



资料来源：国际货币基金组织，爱建证券研究所

图表 2：2017-2025 年全球经济体 CPI 同比变动

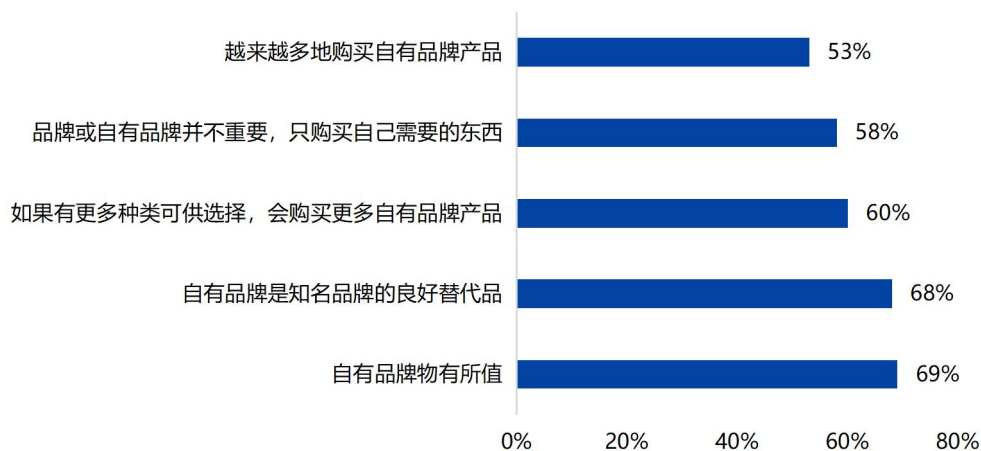


资料来源：国际货币基金组织，爱建证券研究所

1.2 自有品牌认可度提升，仓储会员店将自有品牌带到全新高度

零售商自有品牌产品正从消费者的备选方案跃升为品牌产品的有力竞争者，消费者认可度提升。在高通胀与经济压力下，消费者的购物决策正全面重组，消费者对零售商自有品牌的认可度提升，自有品牌从品牌产品的低端替代品跃升为有力竞争者。根据 2025 年安永对 26 个国家、超过 2 万名受访者的调查，全球消费者从过往的品牌导向转向以价格、效能与价值为核心的新现实，67%消费者认为自有品牌的品质已媲美传统品牌，Z 世代是品牌转换率最高的消费族群（64%）。根据 2025 年尼尔森对 25 个国家、超过 1.7 万名在线消费者的调查，消费者对自有品牌产品的看法正在发生翻天覆地的变化，近七成的受访者认为自有品牌物有所值并且是知名品牌的良好替代品，53%的受访者越来越多地购买自有品牌产品。

图表 3：在线消费者对零售商自有品牌产品的看法



资料来源：尼尔森，爱建证券研究所

图表 4：代表性零售商自有品牌

分类	零售商	自有品牌
仓储会员店	山姆 (Sam's Club)	Member's Mark
	开市客 (Costco)	Kirkland Signature
	BJ's Wholesale Club	Berkley Jensen、Wellsley Farms
	麦德龙 (Maidelong)	宜客、麦臻选
大型商超	沃尔玛 (Walmart)	惠宜、沃集鲜、George
	大润发 (RT-Mart)	超省、润发精选
	塔吉特 (Target)	A New Day、All in Motion、Good & Gather 等
	家乐福 (Carrefour)	客优仕
	永旺 (AEON)	TOPVALU (特慧优)
	Woolworths	PFD 等
	奥乐齐 (Aldi)	Aldi、好生活、悠白、寻露等
便利店	7-Eleven	7-Select、7PREMIUM、7 仔食檔等
	全家 (FamilyMart)	FamiCollection
电商	亚马逊 (Amazon)	Amazon Grocery、Whole Foods Market 等
	京东 (JD.com)	京东京造

资料来源：各公司官网，爱建证券研究所

自有品牌凭借对品牌产品的模仿、高质价比优势以及消费者对零售商的信任，吸引消费者选购。

自有品牌通过模仿品牌产品，利用正面联想与认知混淆吸引购买，品质信任建立后，高质价比优势进一步吸引消费者购买。

1) 自有品牌对品牌产品的模仿造成混淆以及品牌信任转移，尤其包装等模仿，可利用消费者对品牌产品的正面联想，消费者在品牌混淆下将对原品牌的正面印象和信任转移到模仿者（自有品牌）身上，从而吸引消费者购买自有品牌。根据 2025 年人工智能消费者反馈公司 First Insight 的调查，当消费者看到商店自有品牌和全国性品牌产品的并排图片时，72%的消费者无法区分。

2) 自有品牌产品兼顾品质与价格，高质价比特质吸引消费者。随着零售商加大对产品质量和改进的投入，自有品牌与品牌产品的品质差距快速缩小，特别是在日用品、食品饮料、家居清洁等标准化程度高、消费者价格敏感度强的品类。根据 2025 年 First Insight 的调查，自有品牌在赢得消费者认可方面取得了长足进步，84%的消费者现在对自有品牌产品的质量信任度与全国性品牌相当或更高。根据 2025 年尼尔森对在线消费者的调查，在全球范围内，消费品行业中，品牌产品的平均售价通常比自有品牌产品高出 26%，价格差距会促使消费者尝试新的或类似的产品。

3) 自有品牌有消费者对零售商的信任作为背书。大型零售商以其自身规模作为隐性担保，使消费者信任逐渐从品牌商转移到零售商，这种信任迁移推动了自有品牌购买。

根据 2025 年尼尔森的调查，60%的全球消费者信赖零售商自有品牌，主要得益于对零售商的认可。

零售商发展自有品牌，可提升产品毛利率、满足消费者高质价比需求，以定制化产品实现差异化竞争。 1) 直采降低采购成本，兼顾低价与毛利率。尽管自有品牌的价格较低，但零售商通过缩短供应链环节，由零售端直接对接生产端，把层层加价转为集中直采，省去了品牌方的广告费、渠道费和中间商差价，降低采购成本，并提供产品独家性以提高客户忠诚度，因此自有品牌的毛利率通常高于全国性品牌。2) 消费结构性降级下，消费者对产品质价比的关注提升，自有品牌产品具有较高质价比，零售商发展自有品牌可满足消费者的质价比需求。3) 零售商垂直整合供应链，可针对目标客群打造定制化产品，跳出同质化产品价格战，实现差异化竞争。

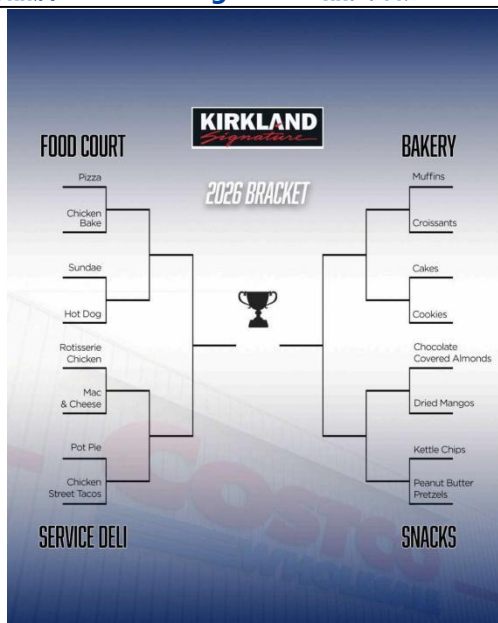
图表 5：2024 年中国自有品牌与 KA 品牌毛利率

代表性品类	自有品牌	KA 品牌
方便面	35-40%	22-25%
卫生纸	30-33%	18-22%
蔬菜	25-28%	18-22%

资料来源：中国自有品牌联盟（PLSC），爱建证券研究所

仓储会员店普遍推出高质价比自有品牌，将自有品牌带到了全新的高度。 1) 全球头部仓储会员店均已布局自有品牌，Costco 在 1995 年推出自有品牌 Kirkland Signature，山姆在 1998 年推出自有品牌 Member's Mark。2) 传统早期自有品牌的定位是品牌产品的廉价替代品，主打低端、低价，包装设计简陋，给人一种廉价感，主要是为了吸引预算极其紧张的底层消费者。仓储会员店将自有品牌带到了全新的高度，比如 Costco 和山姆的目标客群是中产阶级，它们通过严苛的供应链管理，让自有品牌实现了用低于品牌产品的价格、提供等同于甚至优于品牌产品的品质，成为高性价比的品质标杆，主打质优价廉，这种策略成功让自有品牌摆脱了廉价、劣质的标签，变成仓储会员店吸引会员续费的护城河。

图表 6: Costco 自有品牌 Kirkland Signature 品类细分



资料来源: Costco 官方 Instagram 账号, 爱建证券研究所

1.3 电商增速放缓, 传统大卖场衰退, 折扣业态逆势而起

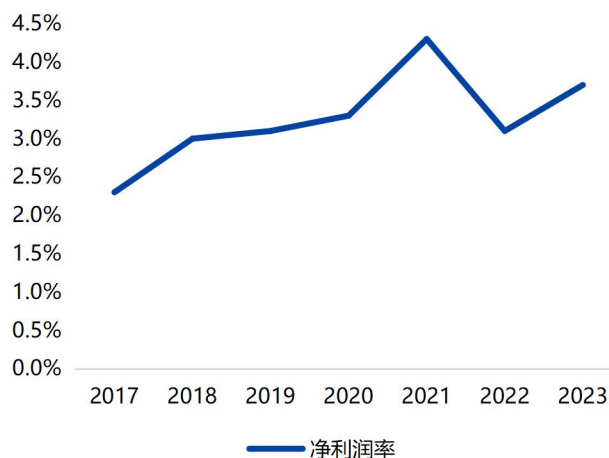
全球零售行业整体增速放缓, 转向存量市场, 净利率持续低位。 1) 全球零售业已过高速增长期, 整体转向存量博弈。根据德勤《2025 全球零售力量报告》, 2023 财年全球 250 强零售企业的总零售收入达到 6.03 万亿美元, 同比增长 3.6%, 增速较上年 (8.3%) 明显放缓, 其中前十强收入占比 34.9%, 较 2021 财年提升 0.9pct, 头部效应继续增强。2) 2017-2023 财年, 全球 250 强零售企业的整体净利率均在 4.5% 以下, 徘徊在 2.3%-4.3% 的区间, 零售行业利润空间薄弱, 且相比其他行业, 盈利能力弱。

图表 7: 全球 250 强零售企业总零售收入同比增速



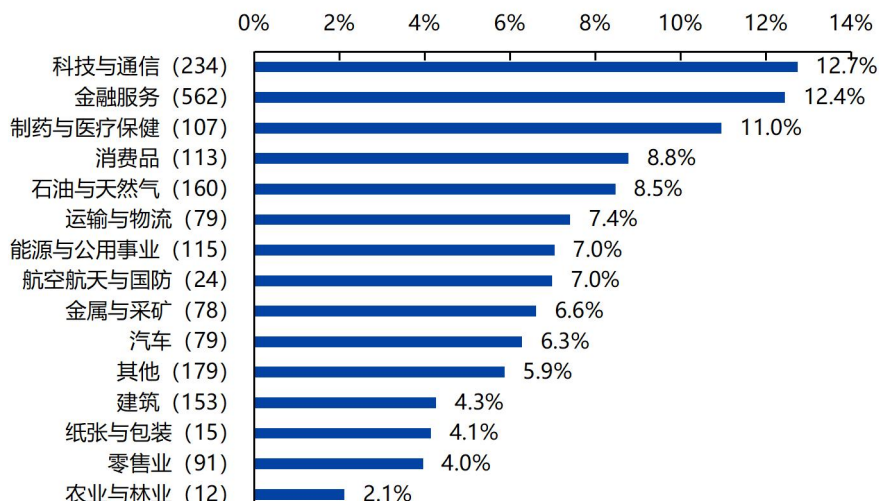
资料来源: 德勤《全球零售力量报告》, 爱建证券研究所

图表 8: 全球 250 强零售企业整体净利率



资料来源: 德勤《全球零售力量报告》, 爱建证券研究所

图表 9：2024 年福布斯全球企业 2000 强榜单中分行业净利润率



资料来源：Global Data，爱建证券研究所

注：行业后括号内数字为该行业上榜公司数量

1.3.1 电商增速放缓，最大市场中国渗透率见顶

全球电商规模扩张放缓。全球零售电商市场在过去实现了快速增长，销售额从 2014 年 1.3 万亿美元增长至 2024 年 6.8 万亿美元，年均复合增速达 17.6%，但由于电商市场逐渐饱和、竞争加剧等因素，全球零售电商销售额增长速度在经历了 2017 年的高峰特别是疫情后，整体呈现逐年下降的趋势。长期来看，电商市场增速放缓的趋势仍将持续。

图表 10：全球零售电商销售额



资料来源：Statista，爱建证券研究所

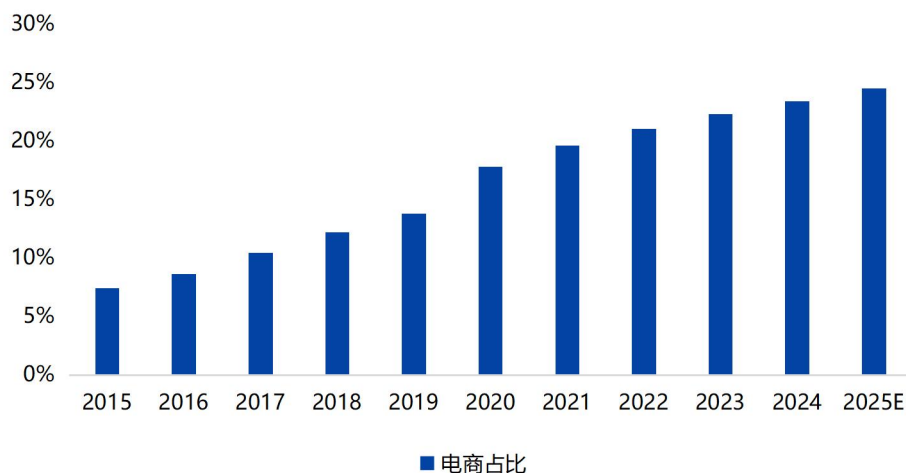
互联网人口红利见顶、行业竞争加剧下，流量投放与低价竞争的粗放式增长逻辑逐渐失效，从增量抢夺走向存量内卷。在当前消费结构性降级与全球地缘政治危机、贸易政策不确定性加大的背景下，电商面临获客、物流及合规等成本上升，低价优势收窄的挑战。

1) 电商在全球零售中份额提升速度放缓，最大电商市场中国网购渗透率见顶。

当下互联网普及率已处于极高水平，互联网的渗透率接近极限，电商市场从高速扩张走向存量内卷。虽然全球零售总额中电商占比仍在攀升，但随着疫情对消费者线上购物习惯的催化作用得到完全消化，电商份额的提升速度逐渐放缓。

2013 年至今，中国稳居全球最大网络零售市场。中国互联网络信息中心发布的数据显示，截至 2025 年 6 月，中国网民规模达 11.23 亿人，网络购物用户规模达 9.76 亿人，据此测算，中国网络购物渗透率已达 86.9%，网络购物消费人群增量空间有限。

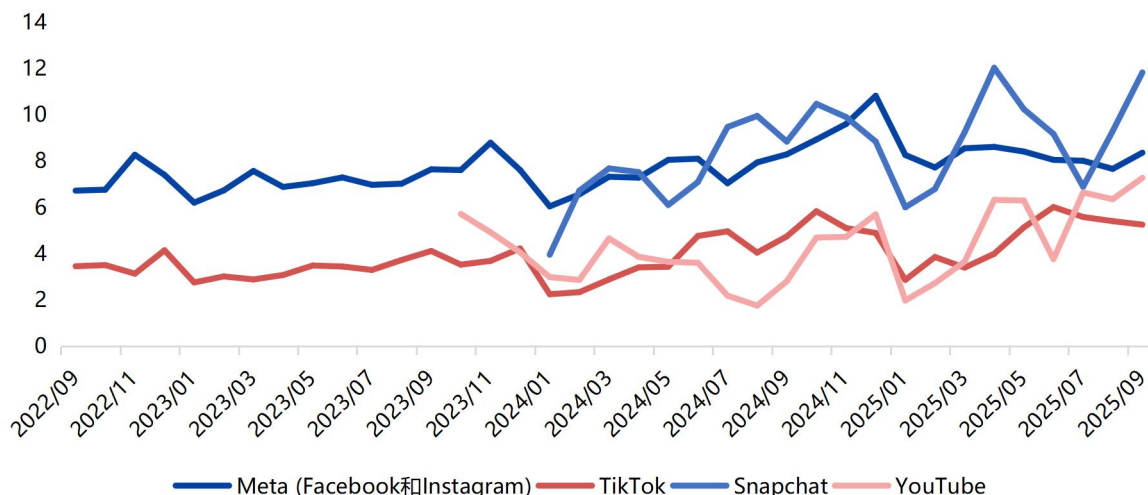
图表 11：全球电商占零售总额的份额



资料来源：艾媒咨询，爱建证券研究所

2) 流量投放费用逐年上升，拉高获客成本。互联网人口红利见顶、行业竞争加剧下，获客成本不断攀升，购买搜索词与广告位的价格增加、广告投放成本显著上升，曾经的增量支出如今已成为竞争的固定成本。Feedvisor 2026 年对一千多个电商品牌进行调查，近八成品牌称 CPC（每次点击成本）同比上涨，其中约三分之一的品牌涨幅超过 10%，近一半品牌表示 2025 年亚马逊的 CPC 涨幅达到两位数；除了广告投放成本之外，大多数品牌还指出，更高的平台费用、物流成本和关税是造成利润压力的主要因素。Gupta Media 分析了各大社交媒体平台的 CPM（每千次展示成本）以及数百亿次的广告展示数据，发现 2022-2025 年 Meta（Facebook 和 Instagram）、TikTok、Snapchat、YouTube 等社交媒体广告投放成本总体呈逐年上升趋势。

图表 12：主流社交媒体平台平均 CPM (单位：美元)



资料来源：Gupta Media，爱建证券研究所

3) 地缘政治危机与各国贸易、监管政策收紧，推高电商物流与合规成本。

地缘政治危机推高物流成本。2026 年，中东、美伊冲突导致霍尔木兹海峡管控，石油供应波动推高能源价格，全球运输成本显著上涨。相比其他零售业态，物流成本占比较高的电商行业所受影响更为显著。

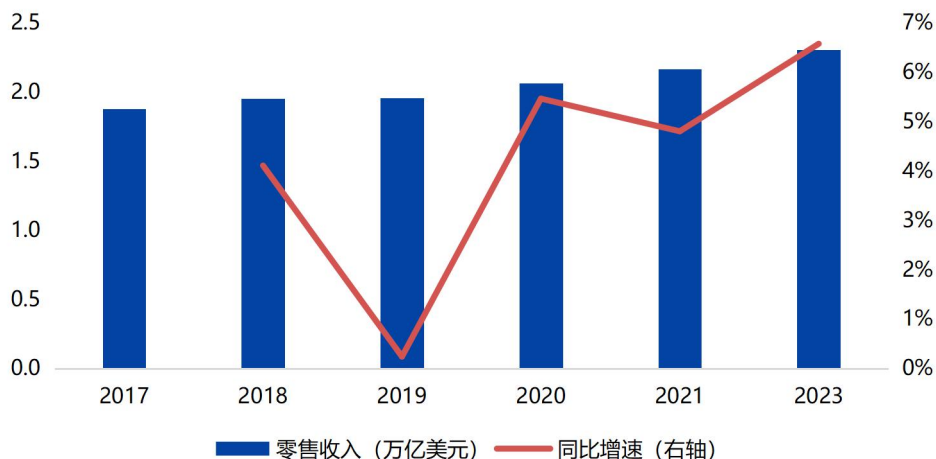
贸易保护主义抬头、监管政策收紧，推高跨境电商合规成本。随着全球贸易保护主义抬头以及跨境电商规模扩大，各国对跨境电商监管收紧，出台更严格的贸易规则和质量标准，跨境电商税务等合规成本显著上升。2025 年 8 月，美国全面终止了长期实行的价值不超过 800 美元的小额免税政策。2026 年 2 月，欧盟理事会正式批准自 2026 年 7 月 1 日起取消价值低于 150 欧元商品的关税豁免政策。2025 年 11 月，英国宣布将取消价值不超过 135 英镑商品的小额关税豁免。2025 年 8 月 15 日起，墨西哥将价值低于 2500 美元包裹的进口关税从 19% 大幅提高至 33.5%，美国、加拿大除外。根据 WTO 发布的 2025 年全球贸易环境发展年度概览报告，2024 年 10 月中旬至 2025 年 10 月中旬期间，受关税及其他贸易措施影响的全球进口额达 26400 亿美元，是上一时期（6110 亿美元）的四倍多，占进口总额的 11.1%。

4) 成本压力传导至价格端，电商低价优势减弱。电商多以低价争夺用户，低价竞争下，商家利润微薄。随着获客、物流及合规成本上升，成本压力逐渐传导至价格端，低价优势减弱。

1.3.2 传统大卖场增长滞缓，头部企业门店数多逐渐萎缩

全球线下传统大卖场增长滞缓，头部企业门店数多逐渐萎缩。根据德勤历年《全球零售力量报告》，2017-2023 财年全球零售 250 强榜单中，传统大卖场企业总零售收入年均复合增速为 3.5%，低于同期全球零售 250 强的整体水平（4.9%）。2017-2025 年，全球前 6 传统大卖场业态的上市零售商，除 Ahold Delhaize 因收购 Profi 导致门店数增加外，其他 5 家头部传统大卖场的门店数均逐渐缩减。

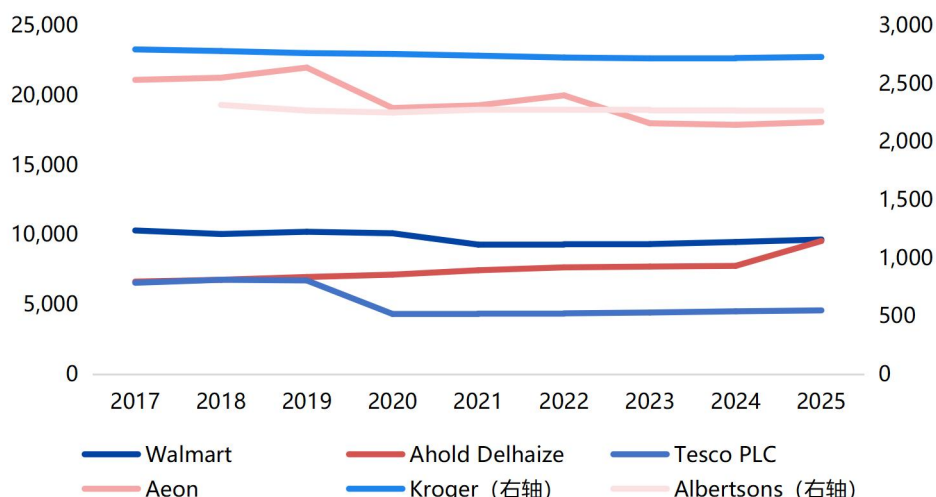
图表 13：全球零售 250 强榜单中传统大卖场企业总零售收入



资料来源：德勤《全球零售力量报告》，爱建证券研究所

注：选取 2017-2023 财年均上榜全球零售 250 强的传统大卖场企业

图表 14：全球前 6 传统大卖场业态的上市零售商门店数（家）



资料来源：公司年报，爱建证券研究所

注：1) 排名标准根据德勤《2025 全球零售力量报告》；2) Walmart 不包含山姆美国超市和 Wholesale, Tesco PLC 不包含 Franchise stores

传统大卖场商品同质化严重，依赖通道费模式，在同质化竞争与线上冲击的双重挤压下，流量优势逐渐丧失。

传统大卖场业态过度依赖全国性品牌，商品高度同质化，调研数据显示，中国连锁超市核心品类重合率超 80%，无论是一线城市的连锁超市，还是县域市场的本地卖场，货架上的核心品类、品牌乃至陈列方式都大同小异。

不仅产品缺乏差异，传统商超的盈利模式也高度趋同，普遍陷入对通道费（涵盖进场费、堆头费、条码费、节庆促销费、DM 海报费等）的路径依赖。这种盈利模式的本质，是将经营压力转嫁给供货商，而非通过优化供应链、提升运营效率、挖掘消费价值实现盈利增长，同时也扭曲了商品定价体系，使得传统商超在与电商平台的价格竞争中处于劣势。

此外，多数商超重销售、轻体验、追求规模制胜，仅是“商品的堆砌场”，而非“消费体验的载体”。相较电商（低价、SKU 丰富）、即时零售（时效性高）、垂直业态（定位精准）及折扣业态（高质价比或低价），传统大卖场的流量优势逐渐丧失，市场份额受到挤压。

1.3.3 折扣业态逆势崛起，增速超过传统渠道

折扣业态分为硬折扣（结构性低价）和软折扣（商品价值折损换取低价）两种模式，两者的低价逻辑不同。硬折扣和软折扣的产品价格均明显低于传统渠道，两者的低价成因与产品品质存在本质区别。硬折扣通过供应链效率提升（砍掉中间商、精简 SKU、高比例自有品牌等）降低成本，叠加低毛利、高周转，实现产品的低价。软折扣多承接非固定的尾货、临期、微瑕等渠道货源，实现机会型低价，供应链稳定性弱于硬折扣。

图表 15：硬折扣和软折扣对比

	硬折扣	软折扣
产品品质	稳定、与正常商品无异甚至更优	通常存在缺陷（临近保质期、包装破损、外观瑕疵）
低价来源	供应链优化、运营效率提升，维持低毛利率	商品价值折损（尾货、临期、微瑕、过季）
供应链稳定性	较强，主动设计供应链，长期合作	较弱，依赖渠道尾货、清仓等偶发性货源
SKU 数量	较精简	波动大，随货源变化而变动
自有品牌占比	高	较低或没有
消费者心智	性价比、日常高频购买	捡漏、淘货、冲动性消费

资料来源：赢商网，Foodaily，爱建证券研究所

硬折扣和软折扣产品品类的侧重点有所不同。硬折扣零售商聚焦高频刚需的日常必需品，以及自有品牌，例如奥乐齐主要聚焦生鲜、食品、日化等品类。软折扣涉及品类宽泛，既有食品、日化、零食等更新换代快、容易产生库存的品类，也有家居等长保商品，例如 TJX 主打服装和家居折扣，好特卖专注食品和日化。

图表 16：代表性软折扣品牌

品牌	成立时间	国家	核心品类	特征
Marshalls	1956 年	美国	家庭服饰（男装/童装比例较高）、鞋履、时尚配饰、家居用品	美国最大折扣零售巨头 TJX 旗下核心品牌，定位更偏家庭化，鞋类和男装的选择通常更丰富
T.J.Maxx	1976 年	美国	品牌服饰、设计师女装、鞋履、美妆、轻奢珠宝、家居饰品	美国最大折扣零售巨头 TJX 旗下核心品牌，定位相对稍高，常能淘到中高端名牌与轻奢尾货

ROSS	1957 年	美国	基础日常服饰、运动鞋履、寝具、行李箱、低价家居用品	偏向高性价比的平民大众品牌
唐吉诃德	1989 年	日本	日本药妆、零食食品、美瞳、日杂小家电、二次元周边、日用品	日本特色“惊安殿堂”（表示产品特别便宜），品类极杂，主打压缩陈列与深夜营业的寻宝式体验
好特卖	2020 年	中国	临期食品、软饮酒水、进口零食、大牌美妆小样、日化用品	中国本土软折扣代表，早期以大牌临期食品切入，目前正逐步提高正价折扣品比例
嗨特购	2021 年	中国	零食饮料、美妆护肤（正装及小样）、日用百货、潮玩盲盒	主打临期与折扣货源，店铺风格更偏年轻化，美妆和潮玩占比较高

资料来源：公司官网，爱建证券研究所

全球高通胀成折扣业态爆发的催化剂。2020 年以来，全球进入高通胀，物价上涨，生活成本激增，消费者向下寻找性价比，不同类型的折扣零售都迎来业绩的飞速增长。

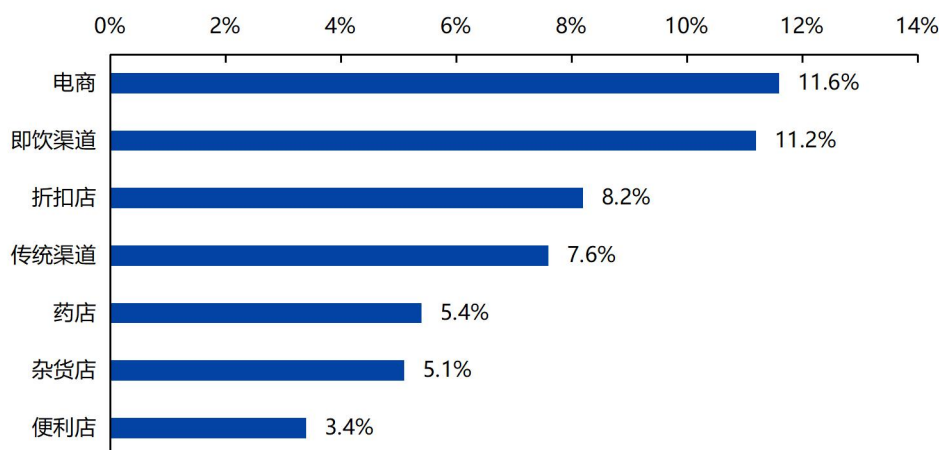
1) 消费者对价格更加敏感，不再愿意为高额的品牌溢价买单，愿意牺牲一部分便利性（比如去没有精美装修的硬折扣店）或更换掉长期使用的核心品牌，转向更便宜的替代品。

2) 折扣店吸引跨阶层客群流入，BCG 与麦肯锡的消费报告指出，中高收入人群开始频繁出入大牌折扣店和仓储会员店，通过控制日常非刚性开支来对抗通胀。

3) 高通胀帮助折扣业态完成了一次规模宏大的消费者教育，即使未来通胀率回落、经济回暖，许多消费者在习惯了高性价比产品、优质自有品牌后，也很难回到过去高消费的习惯中。

折扣店逆市崛起，同比增速超越传统渠道。根据尼尔森数据，2024 年折扣店消费品销售额同比增长 8.2%，增速超过传统渠道，在主要零售渠道中排名也较为靠前。

图表 17：2024 年分渠道消费品销售额同比增速

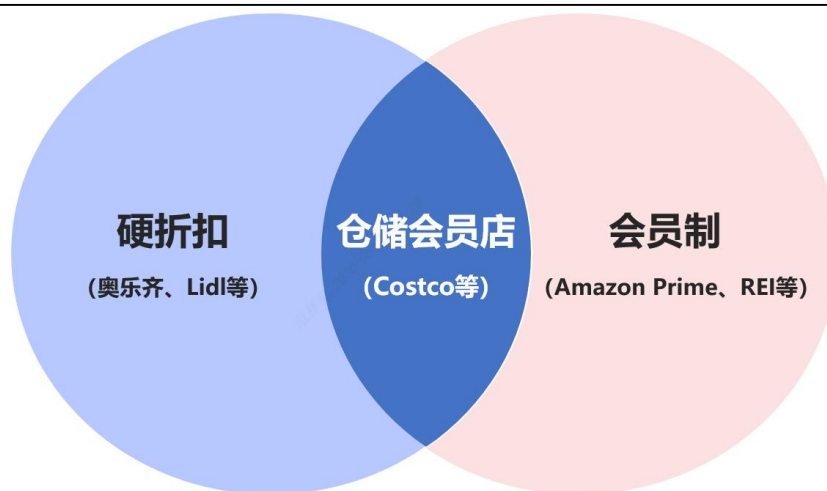


资料来源：尼尔森，爱建证券研究所

2. 仓储会员店：时代倒逼的效率升级，会员费为锚的共生盈利逻辑

仓储会员店融合硬折扣（高质价比、精选 SKU、低毛利、高周转、自有品牌）与会员制（会员门槛、预收会员费）两种模式，利润主体为会员费。硬折扣模式贯穿仓储会员店的 SKU 选品、供应链打造、门店运营及销售全链条。会员制模式使仓储会员店提前圈定客群，实现会员费预收。会员费构成仓储会员店的利润主体，2025 财年 Costco、BJ's 的会员费占净利润比例分别为 65.7%、86.4%。

图表 18：仓储会员店：硬折扣与会员制的融合

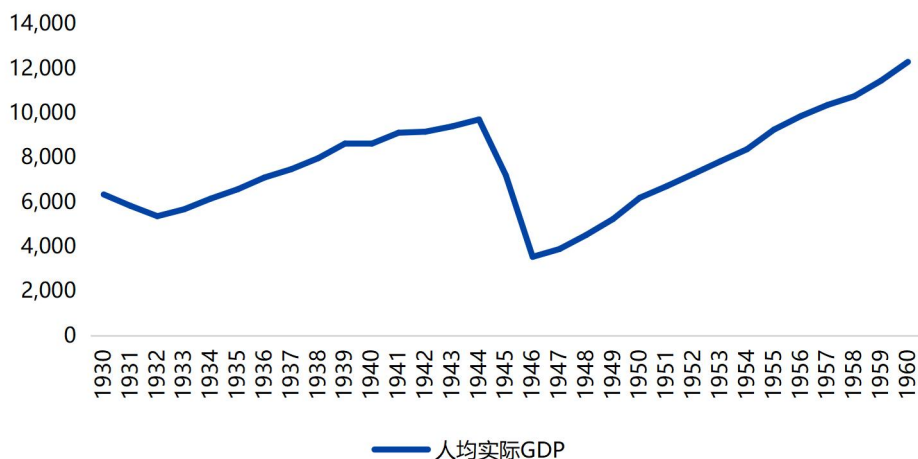


资料来源：爱建证券研究所

2.1 硬折扣起源于二战后的德国，满足民众对低价生活必需品的需求

硬折扣模式起源于二战后的德国，满足当时民众对低价生活必需品的需求。二战后的德国经济崩溃，物资极度匮乏，食品、日用品等生活必需品长期处于短缺状态，叠加恶性通货膨胀，民众购买力降到冰点。当时德国民众的核心消费诉求不是“选择丰富”，而是“用最少的钱满足基本生存”。1945 年，德国埃森市的阿尔布雷希特兄弟接管了母亲经营的杂货铺（奥乐齐前身），因战后资金匮乏，他们无力采购大量品类的商品，只能聚焦面粉、糖、食用油、肥皂等最核心的刚需单品，同时依靠单品的大采购量向供应商压低进货价，用高周转反哺低毛利，逐步形成了“少品类、高周转、低价格”的经营思路，这也是硬折扣模式的最初形态。

图表 19：德国人均实际 GDP（按 2011 年不变价美元）



资料来源：麦迪逊数据库，爱建证券研究所

目前硬折扣零售商的核心策略包括主打自有品牌（消除品牌溢价），精简 SKU（提高单品采购量、增强采购议价权），砍掉中间商（工厂直供），极致运营成本控制（一人多能、极简装修），高周转（小自有资金滚动出大业务量）。例如奥乐齐，每家店仅约 1500 个购买频次高的 SKU，但单品采购量大，以向供应商大批量采购获较强议价权，拿到普通零售商拿不到的工厂底价；自有品牌占比高达 90%，消除品牌溢价；砍掉中间商，直接找工厂进行大批量定制；门店面积通常在几百平米，装修极简，选址往往靠近居民区，而非核心商圈。

图表 20：2023 财年全球零售 250 强榜单中具有硬折扣业态的企业

零售收入排名	零售商	成立时间	国家	备注
3	Costco Wholesale Corporation	1983 年	美国	仓储会员店
4	Schwarz Group	1930 年	德国	混合型零售集团，旗下 Lidl 为硬折扣品牌，同时运营 Kaufland 大卖场
7	Aldi Einkauf GmbH&Co.oHG and Aldi International Services GmbH&Co.oHG	1913 年	德国	硬折扣鼻祖
50	Metro AG	1964 年	德国	B2B 仓储会员店
61	BJ's Wholesale Club Holdings, Inc.	1984 年	美国	仓储会员店
92	Sendas Distribuidora S.A. (Assai)	1974 年	巴西	仓储会员店
104	Action Holding BV	1993 年	荷兰	硬折扣
135	Gruppo Eurospin	1993 年	意大利	硬折扣
204	Pepco Group	2014 年	波兰	旗下 Poundland 为硬折扣模式
213	NORMA Unternehmens Stiftung	1921 年	德国	硬折扣

资料来源：德勤《2025 全球零售报告》，公司官网，爱建证券研究所

2.2 从规避监管到经济滞胀，仓储会员店应运而生

1930 年代，美国大萧条催生现代连锁超市。1930 年代，美国经济大萧条带来的大失业和购买力下降，催生现代连锁超市。在此之前，人们习惯去传统的小型杂货铺买菜，由店员一件件拿货并送货上门，这种服务推高了运营成本。在大萧条时期，美国经济崩溃，家庭收入锐减，民众对极低食品价格的需求达到了顶峰。为了省钱，消费者愿意放弃送货上门和店员服务，转而接受自己拿货和自己提货回家的模式，只要价格足够便宜。1930 年，美国历史上第一家现代意义上的超市成立，“高销量、低利润、大空间、提供停车场”的模式在大萧条时期迎合了所有人，超市大获成功，随后迅速引发了全美范围内的模仿，而这大为挤压了中小商户的生存空间。

为保护中小商户，出台《公平贸易法》限制最低零售价。为保护中小独立零售商免受大型连锁商店激进定价策略的冲击，1931 年起，美国各州通过《公平贸易法》，允许（甚至强制）商品制造商直接规定该商品在零售市场上的“最低零售价”，只要制造商与该州内的任何一家零售商签订了最低限价合同，那么该州内所有售卖该商品的零售商都不得低于这个价格降价促销。

利用会员制规避最低零售价监管，仓储会员店业态逐渐成型。

1) 1954 年，普莱斯创立 FedMart，已经具备了会员制和折扣的元素。消费者只需支付 2 美元的终身会员费即可入会，且开业之初仅对联邦、州和地方政府雇员、现役及退伍军人开放。这种会员制不仅绕过了当时美国部分商品严格的公平贸易最低限价法，还成功模仿了军队合作社的特权感，建立起极高的顾客忠诚度。

普莱斯发现一个法律漏洞：如果不对公众开放，而是实行内部“会员制”，那么商店性质就更接近于私人合伙采购合作社或封闭式俱乐部。通过收取 2 美元的会员费，FedMart 成功向法院辩称自己是在为内部特定会员（如政府雇员）提供福利，不属于纯粹的公开零售，从而在一定程度上巧妙地绕过了最低限价法的严苛管辖。

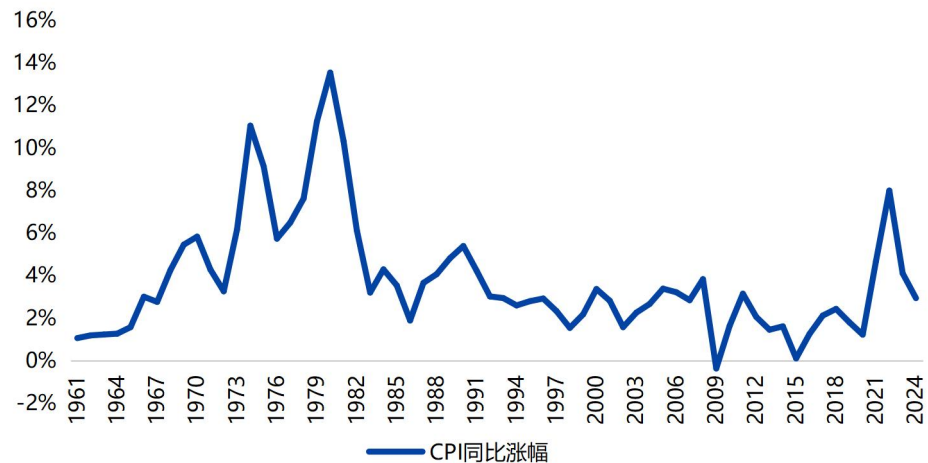
2) FedMart 后由德资获得大部分股权，因管理理念冲突，普莱斯被解雇。1976 年，在被解雇的当年，普莱斯重新创立 Price Club，率先采用年度会员费和批量销售的模式满足小企业和更低单价商品需求家庭的采购需求。Price Club 提供少量商品种类，以 11.7% 左右的极低加价率销售大包装商品，靠快速周转和会员费弥补利润，是全球第一家仓储会员店。

1970 年代美国高通胀与高失业率同时爆发，消费者追求性价比产品，加上最低零售价限制取消、反价格歧视法案放松，仓储会员店迎来快速成长期。1) 1970 年代，受中东石油危机影响，美国经济陷入低增长和高通胀并存的严重滞胀状态，一直持续至 1982 年左右。在高失业率和物价的双重压力下，工薪阶层和中产阶级的实际购买力被严重削弱，消费者对商品价格变得极其敏感。为了省钱，消费者开始愿意牺牲一部分购物体验（如精美装修、热情导购、精细包装），转向追求极致性价比的商品。2) 由于消费者对物价飞涨怨声载道，以及执法困难，1975 年美国各州相继废除《公平贸易法》，商品定价权重新回到了市场和零售商手中。3) 1980 年代初，《罗宾逊-帕

特曼法案》等反价格歧视法案执行放松，允许大型零售商获得批量采购折扣。

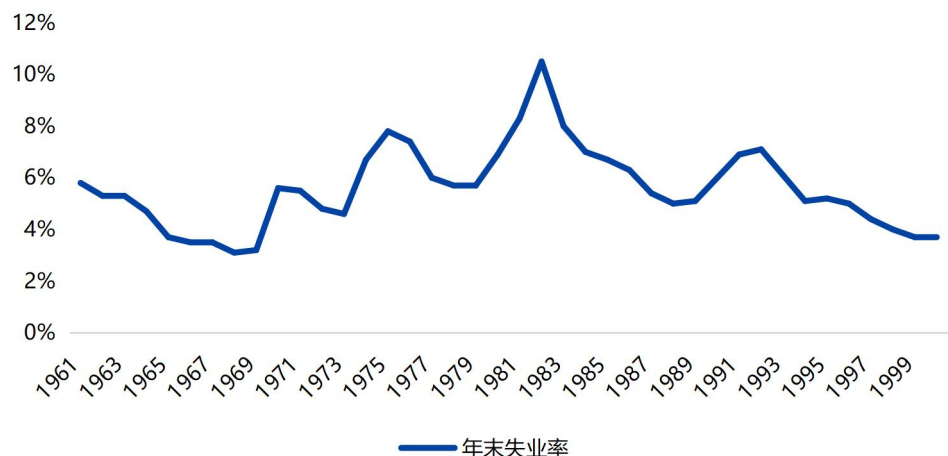
到 1979 年，Price Club 仅凭借在加州和亚利桑那州的两家门店，就发展了 20 万名会员、拥有 900 名员工，单店产出惊人。

图表 21：美国 CPI 同比数据



资料来源：World Bank，爱建证券研究所

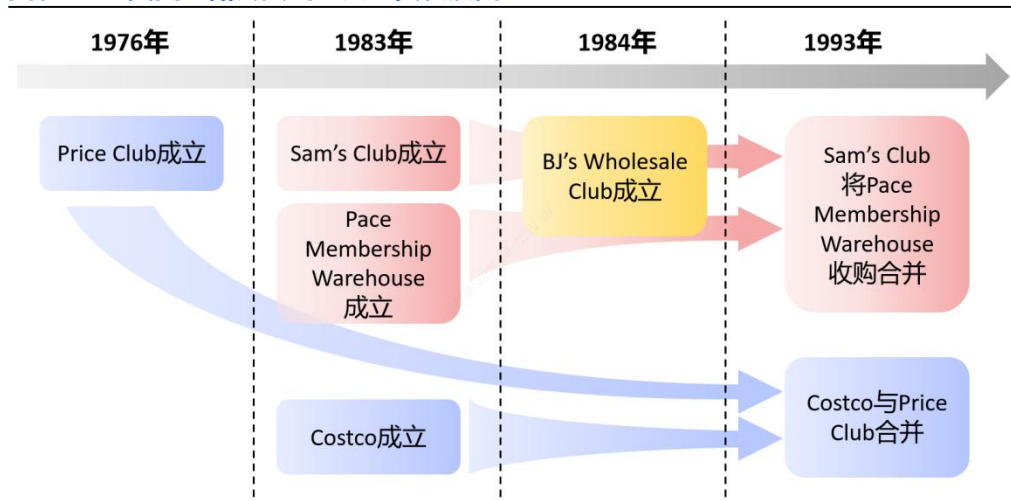
图表 22：美国失业率



资料来源：美国劳工统计局，爱建证券研究所

1993 年至今，美国仓储式会员店市场由三大巨头主导，Costco 稳居第一。 1) 1983 年，长期跟随普莱斯学习的吉姆·塞内加尔创立了 Costco；1993 年，Costco 与 Price Club 合并，后来成为了今天的 Costco。山姆会员店 (Sam's Club) 创立于 1983 年，以沃尔玛创始人山姆·沃尔顿 (Sam Walton) 的名字命名，1993 年收购 Pace Membership Warehouse。1984 年，BJ's Wholesale Club 成立。2) 2022 年，Costco 在美国仓储式会员店市场约占 62% 的份额，在美国及全球均稳居第一；山姆会员店约占 31%，BJ's 约占 7%。

图表 23：美国仓储会员店三大巨头发展史

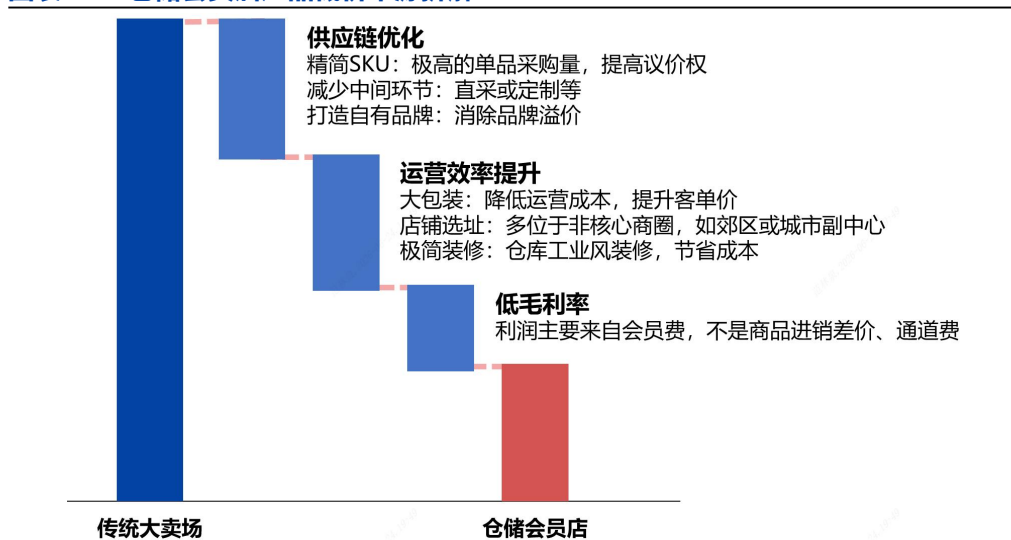


资料来源：公司官网，爱建证券研究所

2.3 利润主要来自会员费，与消费者利益趋于一致

传统大卖场与消费者的利益往往存在天然冲突。传统大卖场的盈利模式下，利润主要来自前台的商品进销差价，以及后台的供应商通道费。1) 商品毛利率通常需要维持在 20%以上，才能覆盖其昂贵的租金和人工成本，因此需在消费者能接受的范围内，维持相对较高的零售价。2) 消费者在超市里最容易看到的、买到的，往往不是性价比最高、最适合消费者的产品，而是最愿意给超市通道费、营销预算最充足的品牌。

图表 24：仓储会员店产品低价来源拆解



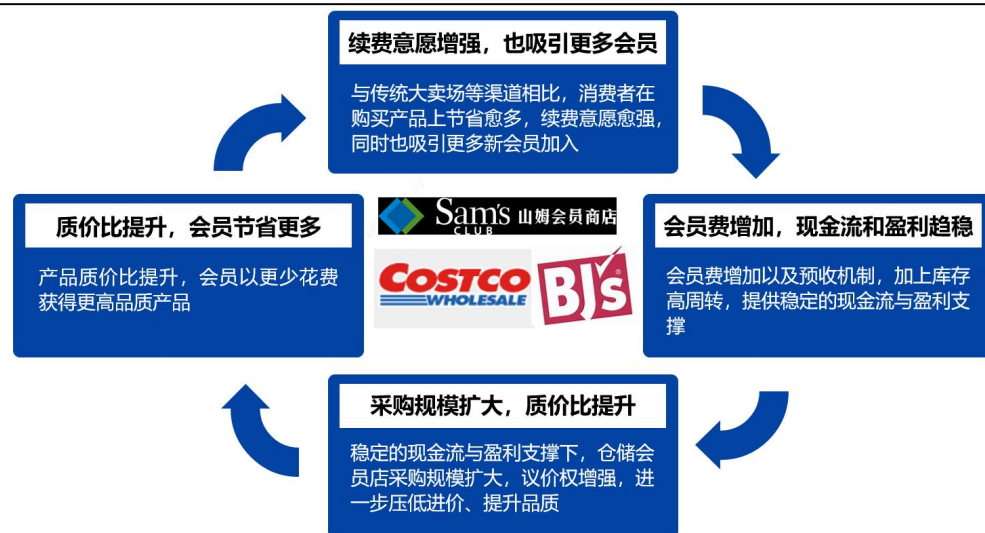
资料来源：爱建证券研究所

仓储会员店以商品购买资格体现会员核心权益，利润主要来自会员费，而不是商品进销差价或通道费。仓储会员店的商业模式中，会员费购买的是购物资格，为消费者带来一定的“特权感”。商品销售的毛利率低，利润主要来自会员费，即使商品销售盈亏平衡或微亏，算上会员费后，整体仍可盈利。例如，Costco 商品销售的毛利率长期保持在 10%-12%，远低于传统超市，2025 财会员费占净利润比例为 65.7%。

仓储会员店与消费者利益趋于一致，会员规模增加或续费的前提是帮会员省钱。1) 仓储会员店的盈利模式高度依赖会员费收入，会员规模的持续扩张以及高水平的会员续费率，是公司维持供应链议价能力、实现利润稳定增长的基石。例如 Costco 2025 财年全球续费率达 89.8%。2) 理论上，消费者续费意愿随节省金额的增长而增长。这倒逼商家优化供应链，压低进价、提升品质，甚至开发自有品牌来降低价格，提供高质价比产品，以此增强会员粘性、提升续费率，并吸引更多新会员加入。

形成商家盈利与消费者获高质价比商品的共赢正向循环。会员费增加以及预收机制，加上商品高周转，不仅为仓储会员店提供稳定现金流和盈利支撑，还带来采购规模扩大，议价权增加，进而继续降低采购价格、提升产品品质，进一步提升产品质价比。产品质价比提升下，消费者节省增多，续费意愿增强，也吸引更多新会员加入，带来更多的会员费收入，最终形成共赢正向循环。

图表 25：仓储会员店与消费者的共赢正向循环



资料来源：爱建证券研究所

3. 投资建议

当前零售行业整体面临全渠道转型与消费分化的挑战，但仓储会员店凭借高度契合消费者对理性消费、产品质价比的核心诉求，依然是整个零售板块中确定性最强的景气赛道之一。

建议把握两条主线投资机会：

一是自有品牌开发能力强、销售占比高的企业。为了打造极致质价比产品，仓储会员店发展自有品牌是最佳选择：自有品牌可以消除品牌溢价，提供更具有质价比的产品；自有品牌是独家专属，具有独特性，有利于打破同质化竞争，把消费者对商品的依赖成功转化为对仓储会员门店的忠诚度；拥有强大自有品牌，即掌握供应链话语权，不仅可以向工厂深度定制，还可以倒逼大牌产品让利。因此，自有品牌销售占比是衡量供应链话语权和用户忠诚度的核心指标，建议关注自有品牌 Kirkland Signature 销售额占比超 30% 的 Costco (COST.O)。

二是单店模型成熟度高、复制速度快的企业。仓储会员店是典型的重资产、长周期行业，开店投入大，商品销售毛利率低，意味着必须靠极高的库存周转率和高坪效来维持现金流，同时会员续费率稳定在 80% 以上。单店模型成熟后，需向外快速复制开店，提升议价权、抢占优质点位、分摊成本等。建议关注 Walmart (WMT.O)，主要看点是其在中国市场高速扩店的山姆会员店。山姆是中国仓储会员店赛道中单店模型最成熟、盈利能力最强的标杆，高线城市下沉供应链延展性极强，新店达到盈亏平衡的时间远快于同行。2025 年，山姆中国销售额超过 1400 亿元，付费会员突破 1070 万人，全年开出 10 家新店，创下 1996 年入华以来历史新高。截至 2026 年 5 月，山姆在中国内地的门店数已达 67 家，较 2021 年 4 月实现翻倍。2026 年，山姆中国的扩张进一步提速，计划全年新开 13 家门店。

4. 风险提示

1) 市场竞争加剧风险。当前零售市场已步入存量阶段，行业整体面临供给过剩与渠道多元化的双重挑战。若未来行业竞争进一步加剧，可能导致企业获客成本上升、毛利率承压，进而对经营业绩和市场份额造成不利影响。

2) 会员增速及续费率下滑风险。仓储会员店的盈利模式高度依赖会员费收入。随着行业供给端快速饱和，目标客群渗透率接近阶段性天花板，若未来企业无法持续输出差异化爆款商品，或者面临竞对的存量分流，将面临会员增速放缓及续费率下滑的风险，这将对企业盈利能力造成系统性冲击。

3) 拓店速度不及预期风险。仓储会员店的业绩增长高度依赖新店扩张与同店增长。仓储会员店属于典型的重资产、强供应链业态，拓店进程受到土地资源、特定物业结构、地方行政审批、异地供应链复制等多重因素的刚性制约。若未来开店数量不及预期，将直接减缓企业的整体营收增速。

4) 供应链不稳定风险。仓储会员店的商业壁垒建立在精选 SKU、大单品采购、高周转、低毛利的极致供应链效率之上，由于 SKU 数量远少于传统零售，单品的销售集中度高，因而对供应链的稳定性以及全球采购履约能力有严苛的要求。未来若出现核心大单品断供、海外供应链摩擦、物流履约成本飙升，将直接削弱企业的商品差异化优势与价格竞争力，对同店增长和会员留存造成重大负面影响。

爱建证券有限责任公司

上海市浦东新区前滩大道 199 弄 5 号

电话: 021-32229888

传真: 021-68728700

服务热线: 956021

邮政编码: 200124

邮箱: ajzq@ajzq.com

网址: <http://www.ajzq.com>

评级说明

投资建议的评级标准

报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，也即以报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场：沪深 300 指数（000300.SH）；新三板市场：三板成指（899001.CSI）（针对协议转让标的）或三板做市指数（899002.CSI）（针对做市转让标的）；北交所市场：北证 50 指数（899050.BJ）；香港市场：恒生指数（HIS.HI）；美国市场：标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）。

股票评级

买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 15%
增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5% ~ 15% 之间
持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -5% ~ 5% 之间
卖出	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于 -5%

行业评级

强于大市	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
弱于大市	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告采用信息和数据来自公开、合规渠道，所表述的观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的独立看法。研究报告对所涉及的证券或发行人的评价是分析师本人通过财务分析预测、数量化方法、或行业比较分析所得出的结论，但使用以上信息和分析方法可能存在局限性，请谨慎参考。

法律主体声明

本报告由爱建证券有限责任公司（以下统称为“爱建证券”）证券研究所制作，爱建证券具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管。

本报告是机密的，仅供我们的签约客户使用，爱建证券不因收件人收到本报告而视其为爱建证券的签约客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但爱建证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供签约客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见未考虑到获取本报告人员的具具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，爱建证券及其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测后续可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，爱建证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

版权声明

本报告版权归爱建证券所有，未经爱建证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用。否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。版权所有，违者必究。