

Costco Wholesale (COST.O/COST US)

忠誠會員凸顯成長潛力

增加持股・首次評等

收盤價 February 24 (US\$)	1,035.6
3 個月目標價 (US\$)	1,074.2
12 個月目標價 (US\$)	1,190.0
前次目標價 (US\$)	N/A
維持 / 調升 / 調降 (%)	N/A
上漲空間 (%)	14.9

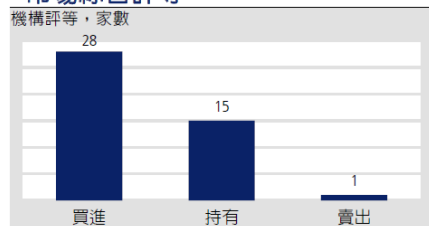
焦點內容

- 會員人數成長高於店數，加上續約率持穩九成以上，帶動會費收入不斷成長
- 同店營收成長率超前零售產業及同業，顯示市佔率持續增加
- 營利率擴張預估帶動獲利三年複合成長 11%，支撐評價高於同業

交易資料表

市值: (US\$bn)	459.7		
流通在外股數 (百萬股):	444		
機構持有比例 (%):	72.2		
3M 平均成交量 (百萬股):	2.0		
52 週股價 (低 \ 高) (US\$):	697.3-1078.2		
股價表現	3M	6M	12M
絕對表現 (%)	7.8	17.8	40.3
相對表現 (%)	7.8	11.6	22.8

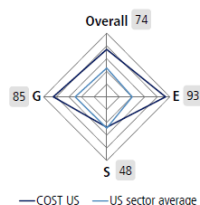
市場綜合評等



12M 機構目標價	最低	平均	最高
目標價 (美元)	560	1,053	1,200
潛在報酬 (%)	(45.9)	1.6	15.9

資料來源: Bloomberg

ESG 分數評等



資料來源: Refinitiv、凱基

重要訊息

好市多 (COST) 為美國最大批發連鎖零售業者，公司獨特的會員制商業模式及大包裝、低價產品營銷策略，帶動同店營收成長表現超前。公司市佔率持續提升將支撐評價水準高於同業，我們首評給予「增加持股」評等。

評論及分析

會員人數不斷增長。好市多採會員制經營，消費者需繳交年費才能購物，但公司採低價策略（商品毛利率僅低雙位數，遠低於一般零售業的 25%-30%），並透過大容量包裝進一步降低成本，高性價比的商品選擇為吸引顧客的主要特色。過去五年總會員人數複合成長 7.1%，遠高於同期店數 2.6% 增長，速度也較 2014-2019 財年的複合成長率 5.1% 快。會員人數加速成長，加上穩定的高續約率（美加地區近 93%、全球超過九成）推升會員收入五年複合成長率達 7.6%。我們相信獨特的會員制、大量採購創造的價格優勢以及民生必需品銷售比重高，使得好市多門店在高速膨脹環境下更容易吸引消費者上門，並凸顯其防禦性。

市佔率提升。好市多全球 896 家店中，美國佔 69% 最多。雖然美國零售市場相對成熟，但好市多持續展店下（五年新增 70 家店），美國同店營收成長最近四季平均仍達 6.1%，遠高於零售產業及同採會員制的零售商同業（Sam's Club 及 BJ's Wholesale Club），顯示其市佔率持續擴張。好市多在海外市場也積極佈局，除美加地區外，已在 13 個國家設有門店（店數及營收占比分別為 19.0% 及 13.9%）。海外市場同店營收成長及營利率均較美國高，我們預期海外營收比重提升將有利於公司長期利潤率前景。

營利率擴張帶動評價提升。雖然好市多低價策略可能會壓縮毛利率上檔，但我們認為黑鑽卡會員（Executive members）人數佔比提升（會費較高且平均每人消費比一般會員高 2 倍以上、自有品牌銷售比重增加及海外市場貢獻成長將持續推升營利率及評價水準。我們預估 FY25-27 營利率將平均年增 0.14 個百分點，帶動獲利複合成長 11.2%，延續過去三年成長 13.7% 的動能。

投資建議

我們首次將好市多納入評等，建議「增加持股」並根據 FY26-27 平均每股盈餘預估的 55 倍設定目標價 1,190 美元。

投資風險

會員續約率下滑；同質性零售商競爭加劇。

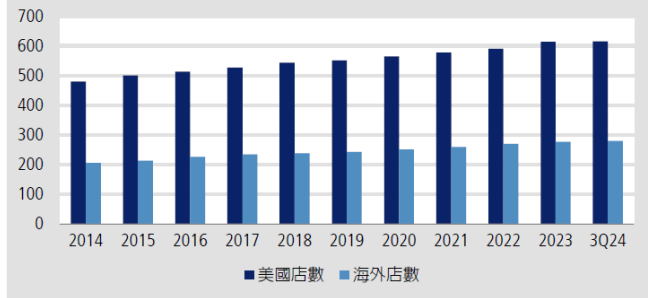
主要財務數據及估值

	Dec-22A	Dec-23A	Dec-24A	Dec-25F	Dec-26F	Dec-27F
營業收入 (US\$百萬)	226,954	242,290	254,453	272,618	290,519	310,746
營業毛利 (US\$百萬)	27,572	29,704	32,095	34,932	37,516	40,750
營業利益 (US\$百萬)	7,793	8,114	9,285	10,197	11,057	12,688
EBITDA (US\$百萬)	9,990	10,500	11,806	12,883	14,080	16,041
稅後淨利 (US\$百萬)	5,844	6,292	7,367	8,172	9,138	10,121
每股盈餘 (US\$)	13.14	14.16	16.56	18.37	20.54	22.75
營業收入成長率 (%)	15.8	6.8	5.0	7.1	6.6	7.0
每股盈餘成長率 (%)	16.6	7.8	16.9	10.9	11.8	10.8
毛利率 (%)	12.1	12.3	12.6	12.8	12.9	13.1
營業利益率 (%)	3.4	3.3	3.6	3.7	3.8	4.1
EBITDA margin (%)	4.4	4.3	4.6	4.7	4.8	5.2
淨負債比率 (%)	Net Cash	Net Cash	Net Cash	Net Cash	Net Cash	Net Cash
股東權益報酬率 (%)	30.2	27.5	30.3	30.9	28.1	25.8

資料來源: 公司資料; Bloomberg; 凱基預估

圖 1：美國及海外市場持續展店

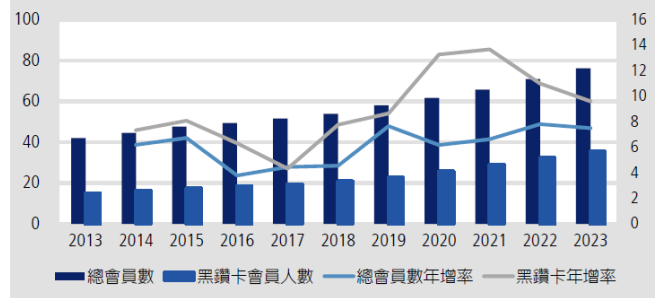
美國及海外市場總店數，家



資料來源：公司資料，凱基

圖 2：會員人數加速成長

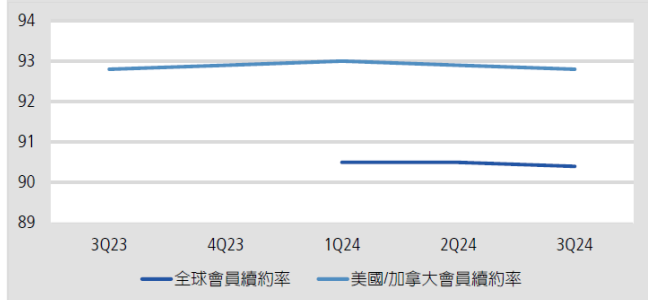
總會員及黑鑽卡會員人數，百萬人(左軸)；年增率，百分比(右軸)



資料來源：公司資料，凱基

圖 3：會員續約率維持九成以上

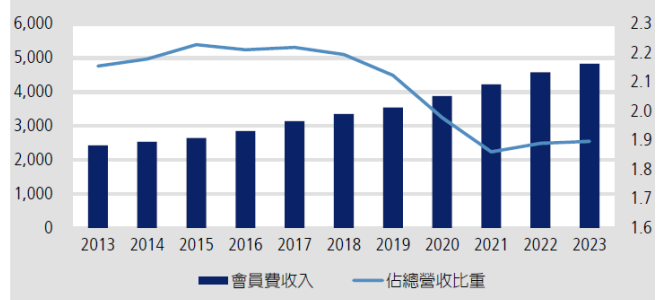
美國加拿大及全球會員續約率，百分比



資料來源：公司資料，凱基

圖 4：會費收入穩定成長

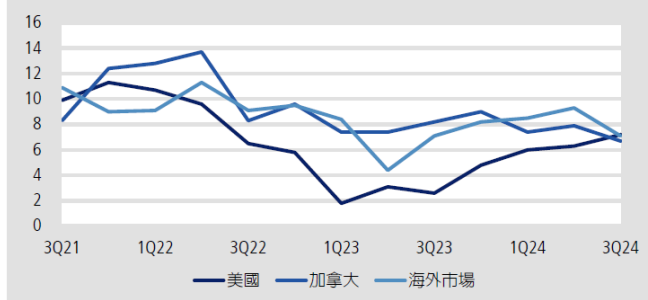
會員費收入，百萬美元(左軸)；佔總營收比重，百分比(右軸)



資料來源：公司資料，凱基

圖 5：海外市場同店營收成長表現超前

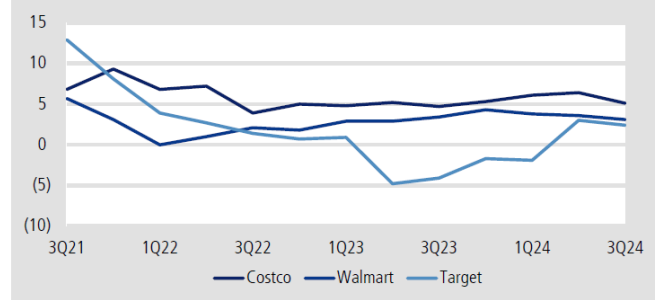
美國加拿大及海外市場同店營收成長率，百分比



資料來源：公司資料，凱基

圖 6：美國地區來客數成長超前同業

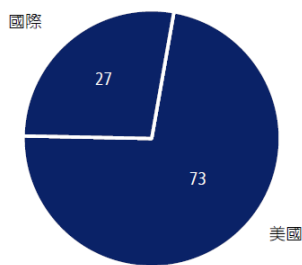
來客數成長，百分比



資料來源：公司資料，凱基

圖 7：美國市場為最大營收來源

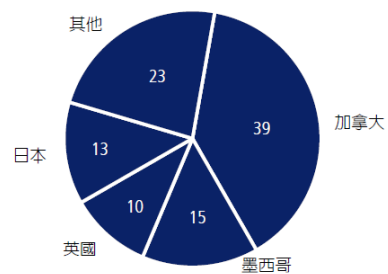
營收地區別，百分比



資料來源：公司資料，凱基

圖 8：加拿大為最大海外市場

海外市場店數比重，百分比



資料來源：公司資料，凱基

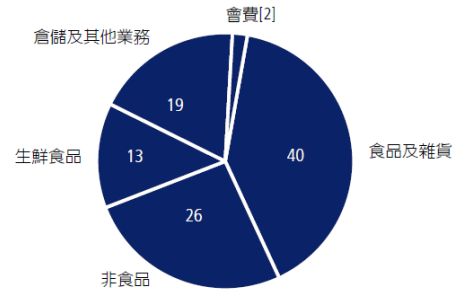
圖 9：公司概况

成立於 1983 年，好市多 (Costco) 為全球最大的會員制批發零售商。公司採會員制經營模式，且以大容量包裝銷售以達到規模經濟降低價格。截至 1Q FY25 底，全球共有 896 家門店，其中美國地區最多達 616 家 (69%)，海外據點則分布於加拿大、墨西哥、日本、韓國及台灣等 14 個國家。美國市場為最大營收來源，占比為 72%，其次為加拿大 (14%)，其他海外市場貢獻 14% 營收。商品銷售為營收主要來源佔 98%，會員費收入佔比 2%。

資料來源：公司資料，凱基

圖 10：營收最大來源為食品與雜貨

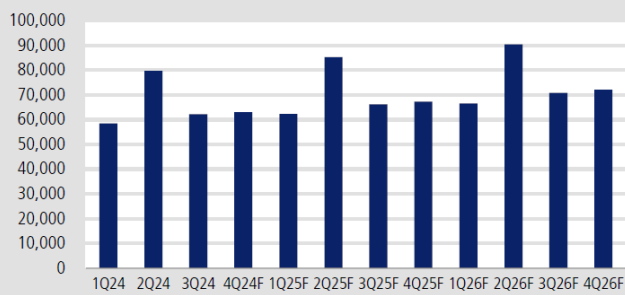
營收產品別比重，百分比



資料來源：公司資料，凱基

圖 11：季營業收入

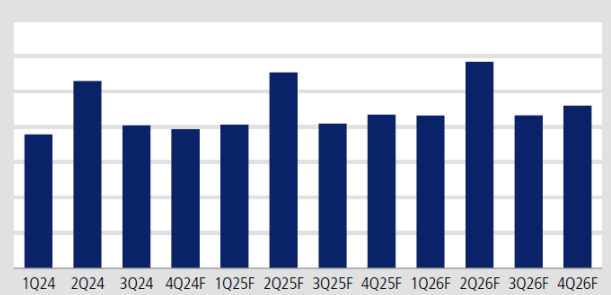
季營業收入，百萬美元



資料來源：公司資料，Bloomberg，凱基預估

圖 12：每股盈餘

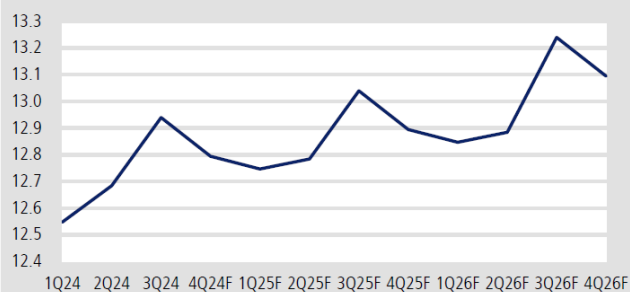
每股盈餘，美元



資料來源：公司資料，Bloomberg，凱基預估

圖 13：毛利率

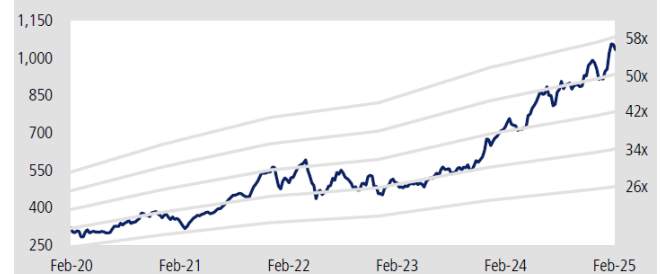
毛利率，百分比



資料來源：公司資料，Bloomberg，凱基預估

圖 14：未來 12 個月預估本益比區間

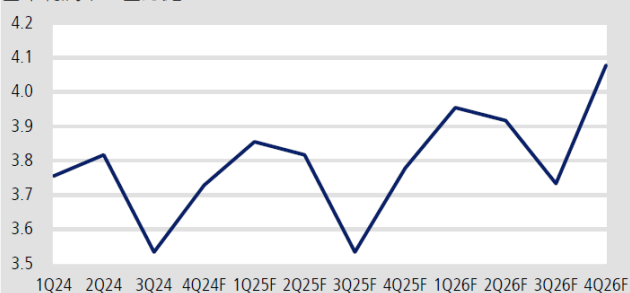
股價，美元(左軸)；本益比，倍(右軸)



資料來源：彭博，凱基

圖 15：營業利潤率

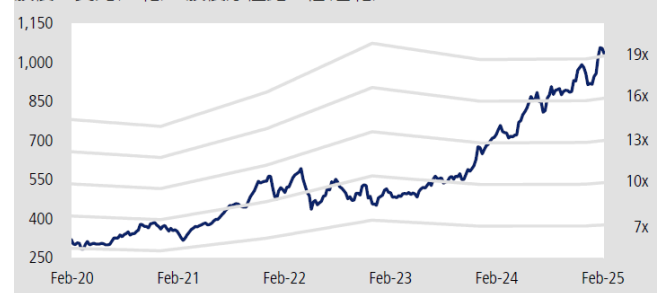
營業利潤率，百分比



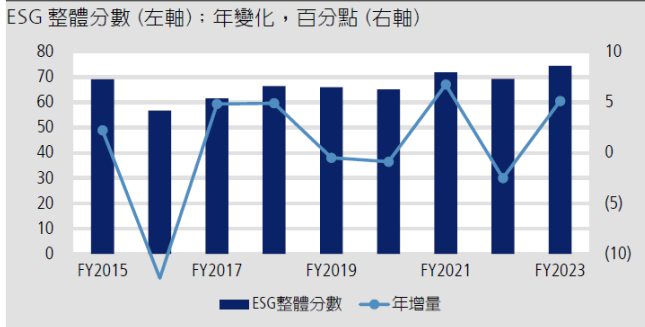
資料來源：公司資料，Bloomberg，凱基預估

圖 16：未來 12 個月預估股價淨值比區間

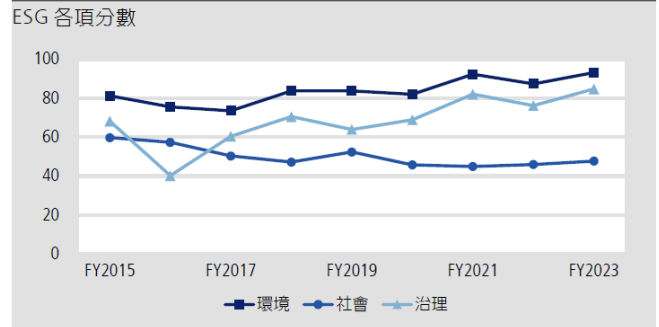
股價，美元(左軸)；股價淨值比，倍(右軸)



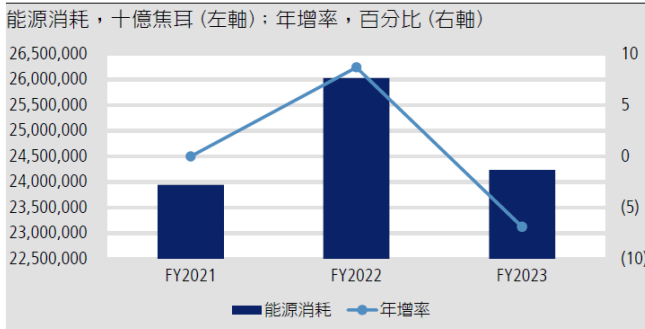
資料來源：公司資料，Bloomberg，凱基預估

圖 17：ESG 整體分數


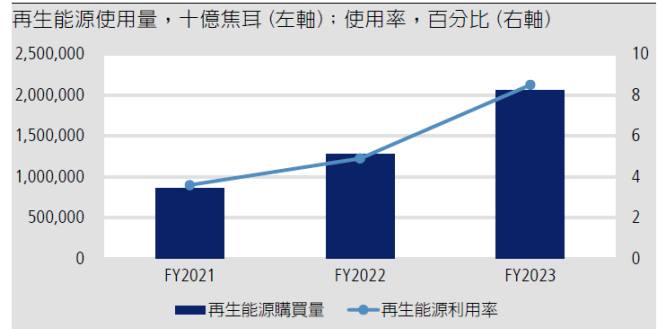
資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 18：ESG 各項分數


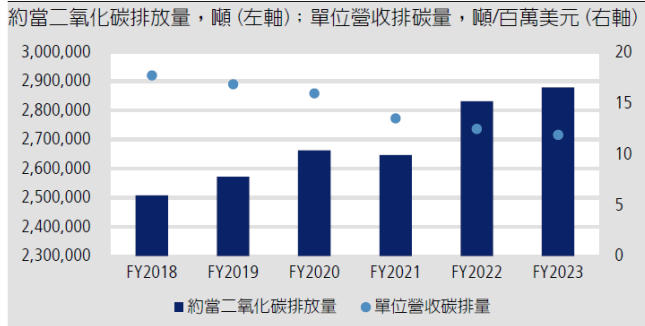
資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 19：能源消耗


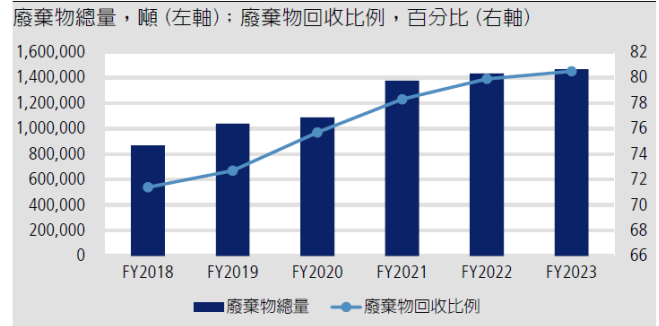
資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 20：再生能源使用


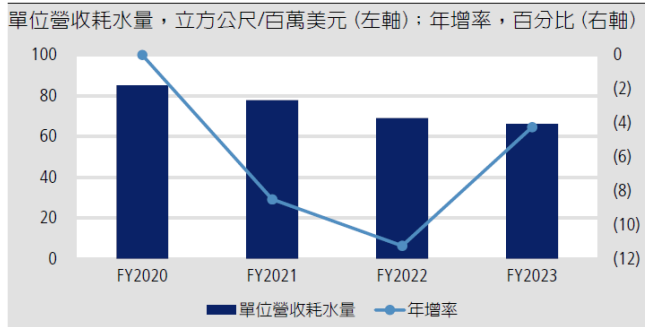
資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 21：碳排量


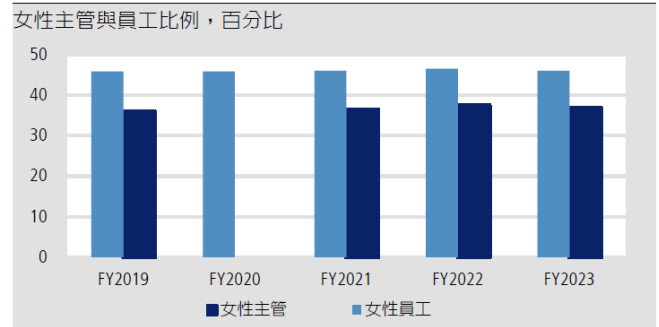
資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 22：廢棄物總量


資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 23：耗水量


資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 24：性別多樣性


資料來源：Refinitiv、公司資料

項目	定義
能源使用	直接與間接能源消耗總量(十億焦耳) - 公司運營範圍內消耗之能源總量 - 能源使用總量 = 直接能源消耗總量 + 間接能源消耗量 - 總能源使用量包括購買的能源、生產的能源 - 就公用事業而言，輸電/電網損耗為其業務活動之一部分，被視為總能源消耗，數據不包括為滿足能源使用而生產的電力（公用事業為出售而生產） - 就公用事業而言，用於能源生產的煤、天然氣或核能等原料不屬於「總能源使用」項下
購買之再生能源	Primary 再生能源購買總量(十億焦耳) - 公司各種來源之能源消耗量與購買的能源中屬於自然界可再生者（太陽能、風能、水能、生物質能、地熱能）之量 - 如無證據顯示再生能源由公司生產，則所報告的能源數據視為購買的再生能源
再生能源使用率	再生能源占總能源消耗量之比例
CO2 約當排放量	直接 CO2 與 CO2 約當排放量(公噸) - 公司擁有或控制的來源的直接排放量（範圍 1 排放量） - 相關氣體：二氧化碳 (CO2)、甲烷 (CH4)、一氧化二氮 (N2O)、氫氟碳化物 (HFCs)、全氟化合物 (PFCS)、六氟化硫 (SF6)、三氟化氮 (NF3)
CO2 約當排放量營收比	直接 CO2 與 CO2 約當排放量（公噸）銷售（百萬元）比 - 公司擁有或控制的來源的直接排放量（範圍 1 排放量） - 相關氣體：二氧化碳 (CO2)、甲烷 (CH4)、一氧化二氮 (N2O)、氫氟碳化物 (HFCs)、全氟化合物 (PFCS)、六氟化硫 (SF6)、三氟化氮 (NF3)
廢棄物總量	廢棄物總量(公噸) - 總廢棄物 = 無害廢棄物 + 有害廢棄物 - 僅考慮固體廢棄物，但如液體廢棄物以公噸為單位呈報，則會將其加入求得包含液體廢棄物之總量 - 對於採礦、石油與天然氣等行業，tailings、廢石、煤、飛灰等廢棄物亦考慮在內
廢棄物回收率	公司呈報的廢棄物回收率 - 廢棄物回收率 = 廢棄物回收量/總廢棄物 * 100 - 廢棄物轉化為能源或經由廢棄物焚燒產生能源視為廢棄物回收 - 經由堆肥回收的廢棄物視為回收之廢棄物
總取水量	總取水量(立方公尺) - 由呈報組織直接或經水公司等中介機構從任何水源抽取的總水量 - 水井、城鎮/公用事業/市政用水、河水、地表水等不同之水源均予以考慮
環保支出	環保支出總金額 - 所有用於環境保護，或防止、減少、控制環境因素、影響、危害的投資與支出，亦包括處置、處理、衛生、清理支出
員工流動率	員工流動率 - 包括任何原因（自願或非自願）離開公司的員工，如辭職、退休、自然離職/死亡、醫療失能、冗員、裁員、重組、解僱、裁減或定期合約到期 - 員工流動率 = (離開之員工/平均員工人數) * 100 - 平均員工人數 = (本年末員工人數 + 去年末員工人數) / 2 - 本財年末員工人數 = 上個財年末員工人數 + 新員工數 - 離開之員工數
女性經理	女性經理百分比 - 女性經理占公司經理的百分比 - 如有不同階層之百分比，如最高階、高階、中階、初階，則會考慮中階女性經理之百分比 - 女性經理百分比 = 女性經理人數/經理總數 * 100
女性員工	女性員工百分比 - 女性員工占公司員工總數的百分比 - 女性員工百分比 = 女性人數/員工總數 * 100
教育訓練總時數	所有員工教育訓練總時數 - 僅考慮員工教育訓練時數 - 包括一般員工所有類型的教育訓練（如健康與安全、環境、急難事件救援、技能與職業發展） - 如果數據以天為單位，則乘以 8，係假設 1 天 = 8 小時工作
每位員工教育訓練時數	平均每年每位員工總教育訓練時數
股東治理分數	衡量公司用以反收購工具的有效性
公司治理分數	衡量公司對最佳治理原則的承諾和有效性
產品責任分數	衡量公司生產優質產品和服務的能力，且產品是否將客戶的健康、安全、整合性和數據隱私進行綜合考量
社區關係分數	衡量公司對成為優良公民、保護公眾健康和尊重商業道德的承諾
勞動力分數	衡量公司在員工工作滿意度、健康、工作場所的安全、多樣性、平等以及員工發展機會方面的成效
資源使用指標	衡量公司在原物料、能源或水的使用效率，以及是否通過改進供應鏈來尋求更俱生態效率的解決方案

上述為證監會持牌人，隸屬凱基證券亞洲有限公司從事相關受規管活動，其及 / 或其有聯繫者並無擁有上述有關建議股份、發行人及 / 或新上市申請人之財務權益。

免責聲明 部份凱基證券亞洲有限公司股票研究報告及盈利預測可透過 www.kgi.com.hk 取閱。詳情請聯絡凱基客戶服務代表。本報告的資料及意見乃源於凱基證券亞洲有限公司的內部研究活動。本報告內的資料及意見，凱基證券亞洲有限公司不會就其公正性、準確性、完整性及正確性作出任何申述或保證。本報告所載的資料及意見如有任何更改，本行并不另行通知。本行概不就因任何使用本報告或其內容而產生的任何損失承擔任何責任。本報告亦不存有招攬或邀約購買或出售證券及 / 或參與任何投資活動的意圖。本報告只供備閱，并不能在未經凱基證券亞洲有限公司書面同意下，擅自複印或發佈全部或部份內容。凱基集團成員公司或其聯屬人可提供服務予本文所提及之任何公司及該等公司之聯屬人。凱基集團成員公司、其聯屬人及其董事、高級職員及雇員可不時就本報告所涉及的任何證券持倉。