

# Costco Wholesale (COST.O/COST US)

## 高會員續約率凸顯競爭優勢

### 增加持股・維持

收盤價 May 28 (US\$)	1,008.7
3 個月目標價 (US\$)	1,054.1
12 個月目標價 (US\$)	1,190.0
前次目標價 (US\$)	1,190.0
維持 (%)	0.0
上漲空間 (%)	18.0

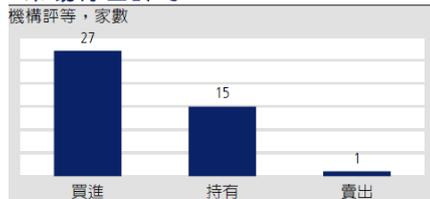
### 焦點內容

- 3Q FY25 每股盈餘 4.28 美元，優於預期係受惠會費收入加速成長及毛利超前
- 美加會員續約率維持近 93% 高檔水準，凸顯高會員忠誠度
- 彈性供應鏈策略及自有品牌比重提升將維持成本優勢

### 交易資料表

市值：(US\$bn)	447.6		
流通在外股數 (百萬股)：	444		
機構持有比例 (%)：	71.9		
3M 平均成交量 (百萬股)：	2.5		
52 週股價 (低 \ 高) (US\$)：	788.2-1078.2		
<b>股價表現</b>	<b>3M</b>	<b>6M</b>	<b>12M</b>
絕對表現 (%)	(3.8)	3.8	25.1
相對表現 (%)	(3.1)	5.8	12.8

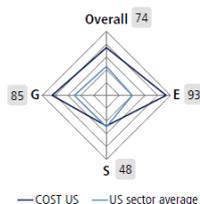
### 市場綜合評等



<b>12M 機構目標價</b>	<b>最低</b>	<b>平均</b>	<b>最高</b>
目標價 (美元)	610	1,061	1,205
潛在報酬 (%)	(39.5)	5.2	19.5

資料來源：Bloomberg

### ESG 分數評等



資料來源：Refinitiv、凱基

### 重要訊息

Costco (好市多) 3Q FY25 財報優於市場預期，公司會員續約率持續維持高檔水準，顯示會員忠誠度高，面對總體環境不確定性及美國調高關稅後對消費潛在影響，我們相信好市多將較其他零售業者更具韌性與競爭優勢。

### 評論及分析

**3Q FY25 財報超前。** 3Q FY25 營收年增 8%，主因會員費收入加速成長至年增 10.4%，加上各地區同店營收維持穩健增長動能，其中美國市場年增 7.9% (扣除匯率及能源價格影響)，對比上季為成長 8.6%、加拿大 7.8% (10.5%) 及其他海外地區 8.5% (10.3%)，電商同店營收則成長 15.7% (22.2%)。受惠生鮮產品銷售規模放大與食材成本下降，毛利率年增 0.4 個百分點至 11.25%，優於市場預期 10.90%。每股盈餘 4.28 美元，年增 13%、季增 6%，超前市場共識 4.24 美元。

**高會員黏著度。** 好市多會員人數年增 7%，其中高端的黑鑽卡會員 (Executive Member) 成長更快，年增達 9%，對整體營收貢獻為 73.1%，帶動會費收入加速成長。美加地區的會員續約率維持在高檔 92.7%，即使去年調漲會員費，會員忠誠度依然穩固，突顯好市多在價格競爭力、商品品質及會員滿意度上的優勢。面對潛在通膨壓力，消費者對高性價比的商品選擇更為敏感，我們認為這將鞏固好市多的會員基礎並進一步提升市佔率。

**彈性供應鏈策略。** 目前約三分之一在美國銷售的商品來自海外，其中中國進口商品約占美國總銷售額的 8%。面對美國近期調升關稅，好市多展現高度靈活的應對策略，包括：提前引進部分夏季商品、將受關稅影響的商品轉移至非美國市場銷售，並優先採購美國當地製造商品，以降低會員受關稅影響。此外，公司也進一步提高 Kirkland Signature (自有品牌) 商品在銷售地區或鄰近地區的採購比例，以提升供應鏈效率及控制成本。我們認為供應鏈具彈性加上自有品牌滲透率提升，好市多可望持續維持成本優勢並帶動獲利增長。我們大致維持 FY25-27 獲利將年複合成長 11.2% 的預估。

### 投資建議

我們相信好市多採取低毛利策略提供會員高性價比商品，將持續維持高會員黏著度及穩定會費收入。我們維持「增加持股」評等及目標價 1,190 美元。

### 投資風險

會員續約率下滑；消費環境競爭加劇。

### 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					
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 1：3Q FY25 財報暨 4Q FY25 市場共識預估**

百萬美元	3Q FY25					4Q FY25F		
	實際數	QoQ (%)	YoY (%)	市場共識	差異 (%)	市場共識	QoQ (%)	YoY (%)
營收	63,205	(0.8)	8.0	63,261	(0.1)	85,642	55.2	23.1
毛利	8,209	2.9	11.8	6,897	19.0	9,447	32.6	7.7
營業利益	2,530	9.2	15.2	2,436	3.9	3,378	61.3	34.1
稅前獲利	2,580	6.5	13.0	2,535	1.8	3,494	64.6	36.4
稅後淨利	1,903	6.4	13.2	1,883	1.1	2,595	65.7	33.9
每股盈餘 (元)	4.28	6.4	13.2	4.24	1.0	5.83	66.1	34.3
毛利率 (%)	11.2	0.4 ppts	0.4 ppts	10.9	0.3 ppts	11.0	(0.1)ppts	0.1 ppts
營利率 (%)	4.0	0.4 ppts	0.2 ppts	3.9	0.2 ppts	3.9	0.2 ppts	0.3 ppts
淨利率 (%)	3.0	0.2 ppts	0.1 ppts	3.0	0.0 ppts	3.0	0.2 ppts	0.3 ppts

資料來源：公司資料；Bloomberg；凱基

**Costco 5/29 財報後電話會議重點摘要：**

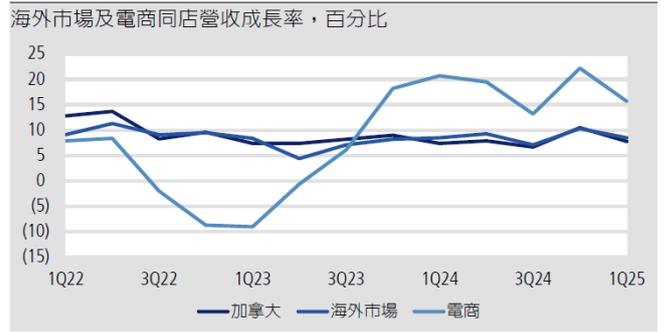
- 公司同比銷售成長 5.7%，排除油價與匯率影響則為 8%。電子商務同比銷售成長 14.8%，若排除匯率影響則為 15.7%
- 全球來客數（購物頻率）增加 5.2%，美國為 5.5%；平均交易金額（每筆消費）全球增加 0.4%，美國增加 1.1%；若調整油價與匯率，全球與美國的交易金額分別上升 2.7% 與 2.3%
- 第三季會員費收入為 12.4 億美元，年增 1.17 億美元，成長 10.4%
- 截至 3Q FY25，美國與加拿大的續卡率為 92.7%，全球續卡率為 90.2%。續卡率較第二季略降，主要是因為 2023 年秋季的 Groupon 推廣所吸引的新會員首次納入計算，加上線上辦卡的比例提高，也拉低了續卡率
- 黑鑽卡會員數為 3,760 萬人，年增 9%，高級會員佔整體付費會員的 47.3%，貢獻全球銷售的 73.1%
- 3Q FY25 新開了九間賣場，包括澳洲墨爾本的遷址、日本第 37 間賣場，以及美國淨增七間新據點
- 計畫在 4Q FY25 再開設 10 間新賣場，包含瑞典第二間賣場、韓國第 20 間賣場，以及加拿大第 110 間賣場
- FY2025 預計開設 27 間新賣場，其中包含 3 間遷址賣場，等於淨增 24 間新賣場，使全球總賣場數達到 914 間
- 面對關稅上漲，公司仍下調了部分商品的售價，包括雞蛋、奶油與橄欖油。也透過延長加油站營業時間及提供優惠油價，吸引顧客辦卡或續卡
- 好市多表示在某些情況下，會自行吸收關稅成本差異；但在其他情況下，則會調高售價。例如決定不調漲來自中南美洲的鳳梨與香蕉價格，因為這些是顧客日常購買的重要商品
- 3Q FY25 Kirkland Signature 商品的銷售成長再度超越整體銷售成長，其銷售滲透率年增約 50 個基點
- 2025 財年資本支出將介於 45 億至 50 億美元，主要用於新賣場開設、既有賣場改善、物流中心建設與 IT 系統升級

圖 2：美國地區同店營收表現優於同業



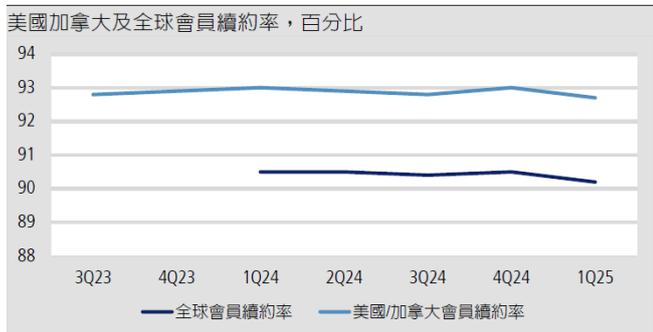
資料來源：公司資料；凱基

圖 3：電商同店營收成長強勁



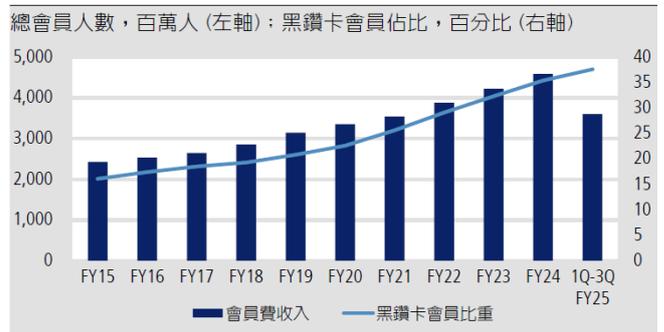
資料來源：公司資料；凱基

圖 4：會員續約率維持九成以上



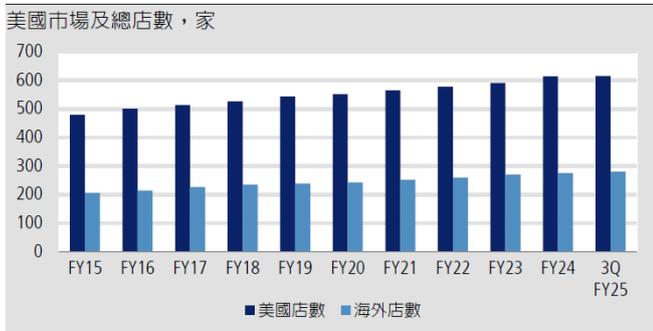
資料來源：公司資料；凱基

圖 5：黑鑽卡會員佔比持續提升



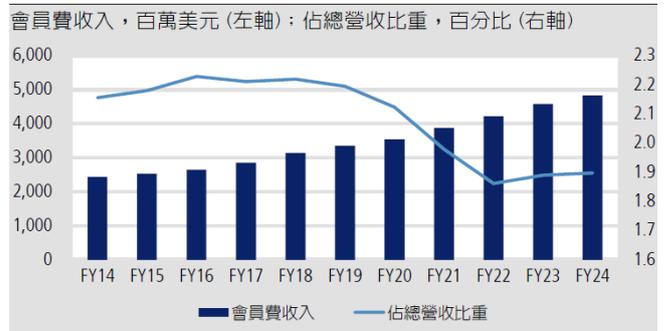
資料來源：公司資料；凱基

圖 6：美國及海外市場持續展店



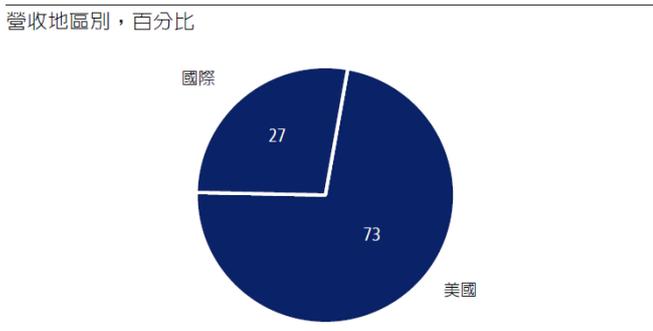
資料來源：公司資料；凱基

圖 7：會費收入穩定成長



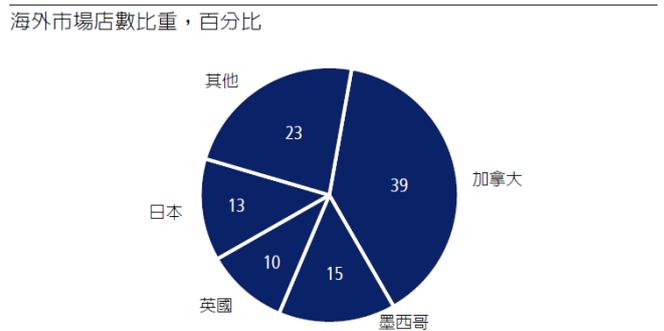
資料來源：公司資料；凱基

圖 8：美國市場為最大營收來源



資料來源：公司資料；凱基

圖 9：加拿大為最大海外市場

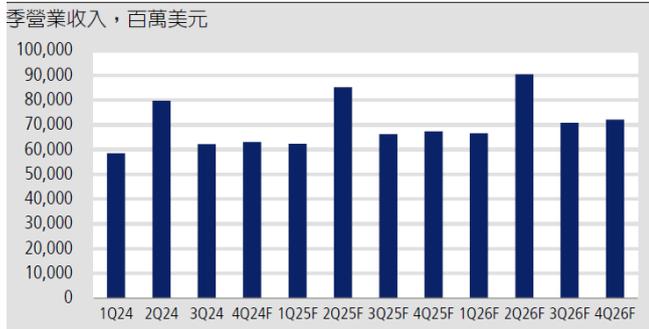


資料來源：公司資料；凱基

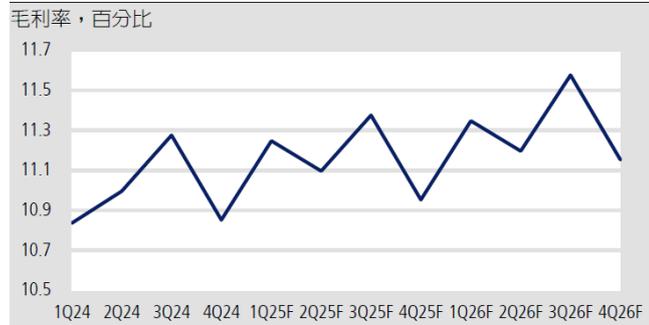
**圖 10：公司概況**

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 2Q FY25 底，全球共有 897 家門店，其中美國地區最多達 617 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 72.5%，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%。

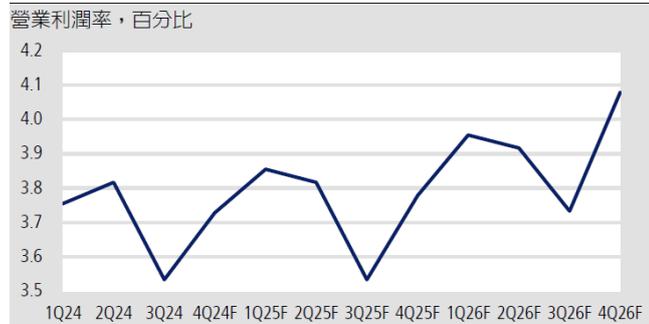
資料來源：公司資料，凱基

**圖 12：季營業收入**


資料來源：公司資料，Bloomberg，凱基預估

**圖 14：毛利率**


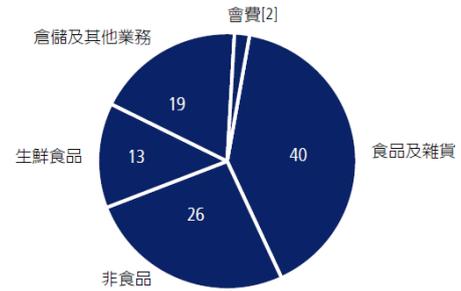
資料來源：公司資料，Bloomberg，凱基預估

**圖 16：營業利潤率**


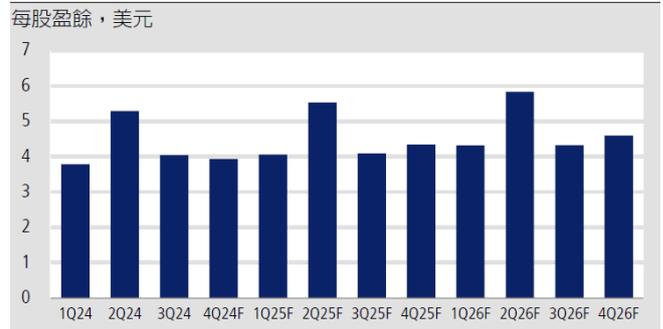
資料來源：公司資料，Bloomberg，凱基預估

**圖 11：營收最大來源為食品與雜貨**

營收產品別比重，百分比



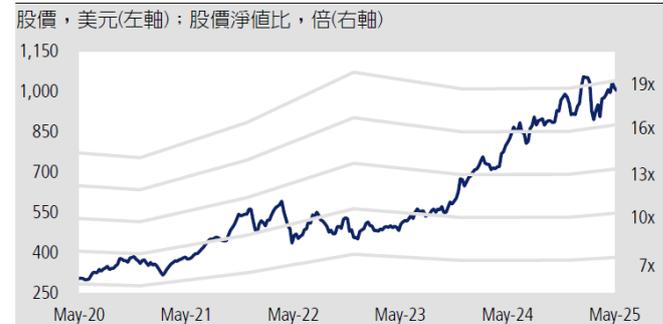
資料來源：公司資料，凱基

**圖 13：每股盈餘**


資料來源：公司資料，Bloomberg，凱基預估

**圖 15：未來 12 個月預估本益比區間**


資料來源：彭博；凱基

**圖 17：未來 12 個月預估股價淨值比區間**


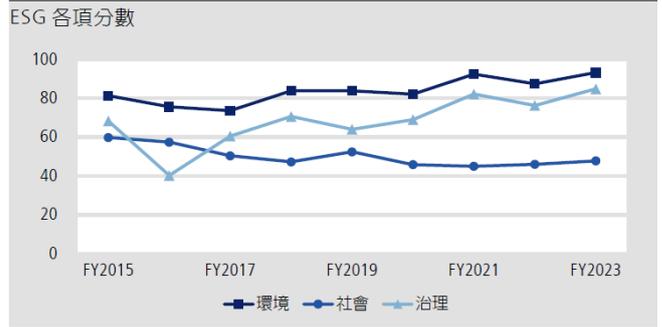
資料來源：公司資料，Bloomberg，凱基預估

圖 18 : ESG 整體分數



資料來源 : Refinitiv、公司資料

圖 19 : ESG 各項分數



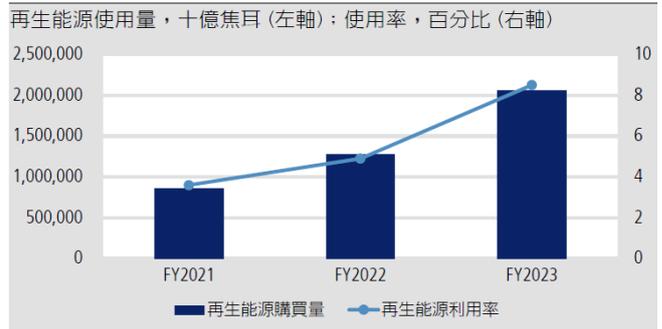
資料來源 : Refinitiv、公司資料

圖 20 : 能源消耗



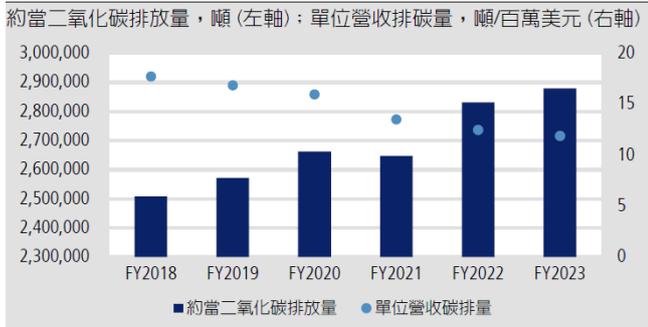
資料來源 : Refinitiv、公司資料

圖 21 : 再生能源使用



資料來源 : Refinitiv、公司資料

圖 22 : 碳排放量



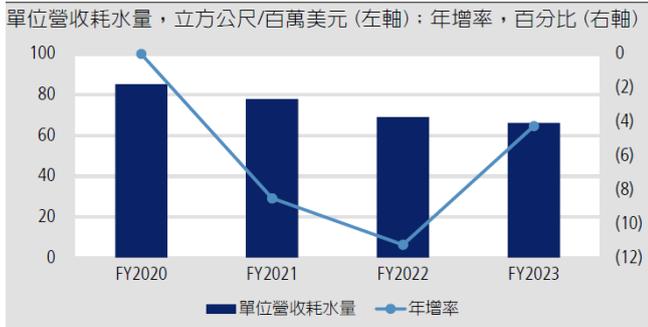
資料來源 : Refinitiv、公司資料

圖 23 : 廢棄物總量



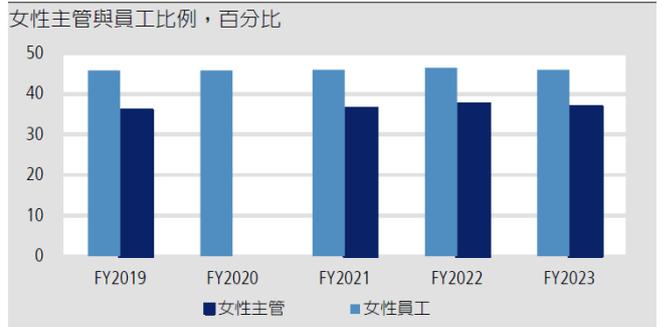
資料來源 : Refinitiv、公司資料

圖 24 : 耗水量



資料來源 : Refinitiv、公司資料

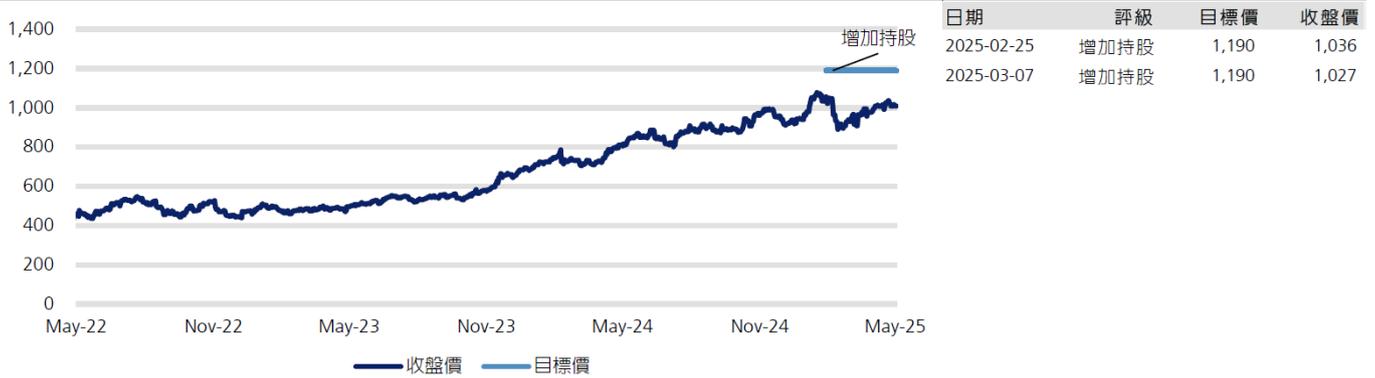
圖 25 : 性別多樣性



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具生態效率的解決方案

## Costco Wholesale – 以往評級及目標價



資料來源：彭博；凱基

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](http://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。