

Costco (COST.O/COST US)

高性價比優勢明確

增加持股・維持

收盤價 December 15 (US\$)	860.6
3 個月目標價 (US\$)	922.4
12 個月目標價 (US\$)	1,108.0
前次目標價 (US\$)	1,190.0
調降 (%)	6.9
上漲空間 (%)	28.8

焦點內容

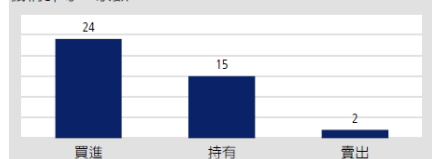
- 1Q FY26 EPS 4.50 美元，優於市場共識 4.28 美元，主因營收及利潤率雙雙超前
- 科技與數位投資效益逐步顯現，包括提升結帳效率與藥局產品在庫比例
- 中長期目標每年展店 30 間以上

交易資料表

市值：(US\$bn)	382.0		
流通在外股數 (百萬股)：	444		
機構持有比例 (%)：	70.8		
3M 平均成交量 (百萬股)：	2.6		
52 週股價 (低 \ 高) (US\$)：	851.4-1078.2		
股價表現	3M	6M	12M
絕對表現 (%)	(10.4)	(13.1)	(13.0)
相對表現 (%)	(13.4)	(27.1)	(25.7)

市場綜合評等

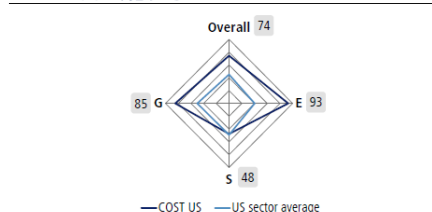
機構評等，家數



12M 機構目標價	最低	平均	最高
目標價 (美元)	640	1,041	1,205
潛在報酬 (%)	(25.6)	20.9	40.0

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) 1Q FY26 財報優於預期，來客數及客單價持續穩健成長，顯示需求具高度韌性。面對整體消費環境走緩，我們認為公司高性價比的產品定位與供應鏈優勢，營運表現將持續優於同業。

評論及分析

1Q FY26 財報超前。1Q FY26 每股盈餘 4.50 美元，年增 11%，優於市場共識 4.28 美元，主因營收及利潤率雙雙超前。營收年增 8%，美國、加拿大與海外市場同店營收均維持穩健成長動能，帶動整體同店營收增長 (扣除匯率及能源價格影響) 達 6.4%，高於市場共識的 5.9%，電商同店營收成長幅度則進一步擴大至 20.5%。1Q FY26 營業率年增 0.1 個百分點至 3.7%，略優於市場共識的 3.6%。1Q FY26 會員人數年增 5.1%，其中黑鑽卡會員 (Executive member) 成長更快年增 9.1%，貢獻營收達 74.3%，帶動會費收入年增 14.0%。

數位投資效益顯現。Costco 近年加速科技與數位投資，已逐步反映於營運效率與會員體驗。門市端導入會員結帳優化後，結帳效率已提升 20%。AI 應用也實際落實於藥局庫存管理系統，使產品在庫比率提升至 98% 以上，並帶動處方量成長中雙位數，管理層表示後續也將 AI 擴展至加油站與採購端。1Q FY26 App 與網站流量分別年增 48% 與 24%，推升電商同店銷售成長 20.5%，明顯高於整體營收，顯見好市多在數位基礎建設的投資效益顯現，不僅提升會員體驗更強化營運韌性。

展店動能支撐中長期成長。管理層表示 FY26 因西班牙進度延遲，全年淨增店數調整至 28 間，但中長期仍維持每年 30 間以上的展店目標。公司 FY25 新開店的第一年年化營收達 1.92 億美元/店，顯著高於兩年前水準，顯示新店選址、會員導入與營運效率明顯提升。雖然線上加入會員比例提高，短期對續約率造成些微壓力，但公司仍以「價格與會員價值優先」為核心策略，在消費環境仍具不確定性下，我們相信 Costco 憑藉高性價比策略將一步鞏固長期競爭優勢並提升市佔率。

投資建議

我們認為 Costco 獨特的會員制模式與高續約率，顯示「高性價比」的策略將鞏固長期競爭優勢。我們維持「增加持股」評等，調整目標價至 1,108 美元，係根據 FY26-27 平均每股盈餘預估的 50 倍。

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-25A	Dec-26F	Dec-27F
營業收入 (US\$百萬)	226,954	242,290	254,453	275,235	294,366	313,697
營業毛利 (US\$百萬)	27,572	29,704	32,095	35,349	34,183	35,798
營業利益 (US\$百萬)	7,793	8,114	9,285	10,383	11,380	12,999
EBITDA (US\$百萬)	9,990	10,500	11,806	12,809	14,055	16,005
稅後淨利 (US\$百萬)	5,844	6,292	7,367	8,099	9,356	10,360
每股盈餘 (US\$)	13.14	14.16	16.56	18.21	21.03	23.29
營業收入成長率 (%)	15.8	6.8	5.0	8.2	7.0	6.6
每股盈餘成長率 (%)	16.6	7.8	16.9	9.9	15.5	10.7
毛利率 (%)	12.1	12.3	12.6	12.8	11.6	11.4
營業利益率 (%)	3.4	3.3	3.6	3.8	3.9	4.1
EBITDA margin (%)	4.4	4.3	4.6	4.7	4.8	5.1
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	30.7	28.8	26.3

資料來源: 公司資料; Bloomberg; 凱基預估

圖 1：1Q FY26 財報暨 2Q FY26 市場共識預估

百萬美元	1Q FY26					2Q FY26F		
	實際數	QoQ (%)	YoY (%)	市場共識	差異 (%)	市場共識	QoQ (%)	YoY (%)
營收	67,307	(21.9)	8.3	67,069	0.4	68,925	19.1	25.8
毛利	8,797	(20.9)	9.4	7,589	15.9	7,532	0.1	10.3
營業利益	2,463	(26.3)	12.2	2,434	1.2	2,588	28.5	36.6
稅前獲利	2,583	(26.4)	12.0	2,532	2.0	2,689	27.7	36.2
稅後淨利	2,001	(23.3)	11.3	1,898	5.4	2,003	22.8	37.5
每股盈餘 (元)	4.50	(23.3)	11.4	4.28	5.2	4.51	24.9	39.9
毛利率 (%)	11.3	0.2 ppts	0.0 ppts	11.3	0.0 ppts	10.9	(0.3)ppts	0.1 ppts
營利率 (%)	3.7	(0.2)ppts	0.1 ppts	3.6	0.0 ppts	3.8	0.3 ppts	0.3 ppts
淨利率 (%)	3.0	(0.1)ppts	0.1 ppts	2.8	0.1 ppts	2.9	0.1 ppts	0.3 ppts

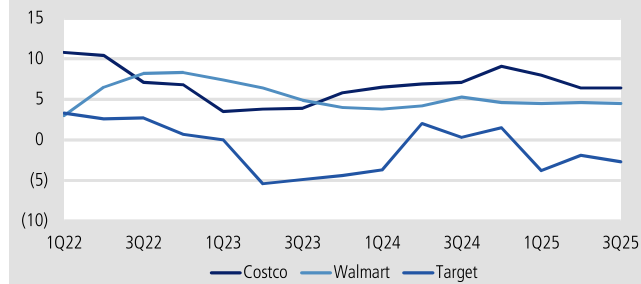
資料來源：公司資料；Bloomberg；凱基

財報後電話會議重點摘要：

- 1Q FY26 同店銷售成長 6.4%（調整油價與匯率後）；全球來客數成長 3.1%，平均客單價成長 3.2%。電商同店銷售成長 20.5%
- 管理層指出，近兩季同店銷售維持在 6.0-6.5%，顯示消費行為具高度一致性
- 1Q FY26 共新開 8 間店，包括加拿大 1 間搬遷店、法國第 3 間、4 間美國新店以及 2 間加拿大商用中心
- 公司預估 FY26 全年資本支出約為 65 億美元，主要用於新倉儲店開設、既有門市改裝、物流網絡擴張及數位投資
- FY26 淨新開店數由原規劃下修至 28 間，但管理層強調，中長期仍維持每年 30 間以上的展店目標不變
- 管理層指出，未來數季會員續約率可能仍有小幅下滑壓力，主因線上加入會員的續約率低於實體門市加入者
- 核心商品毛利率年增 30bps，主要受惠供應鏈效率提升、Kirkland Signature 佔比提高，以及額外的行銷收入
- 目前 AI 工具正導入加油站業務，以優化庫存管理並提升銷售表現
- 未來 AI 將廣泛應用於採購、供應鏈管理與員工作業工具，並同步改善會員體驗與企業營運基本面
- 因應關稅影響，公司透過改變生產國別、提高美國製造比重、整合全球採購與提升 KS 滲透率來降低成本衝擊
- Costco 持續堅守「提供會員最低可能價格」的核心策略。1Q FY26 主動調降多項 KS 產品價格（桃等），KS 產品通常較品牌產品具 15-20% 價值優勢，且品質不打折

圖 2：美國地區同店營收表現優於同業

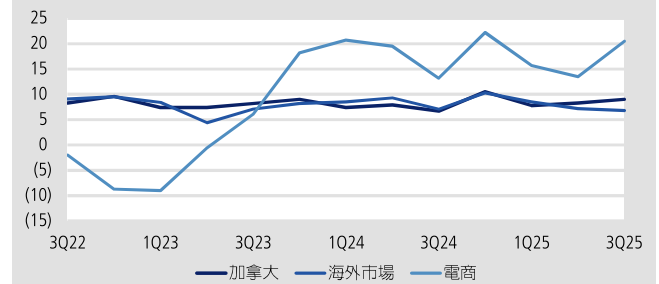
同店營收成長，百分比



資料來源：公司資料；凱基

圖 3：電商同店營收成長強勁

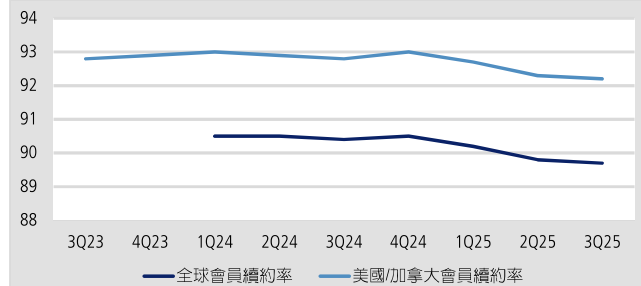
海外市場及電商同店營收成長率，百分比



資料來源：公司資料；凱基

圖 4：會員續約率小幅下滑

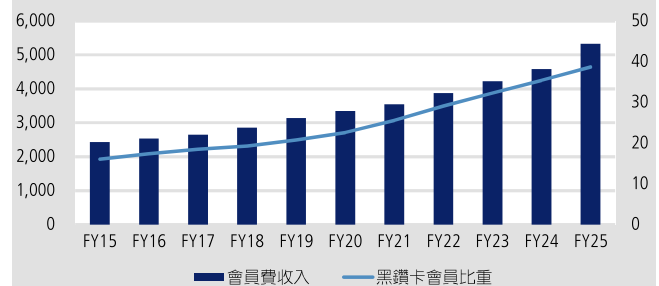
美國加拿大及全球會員續約率，百分比



資料來源：公司資料；凱基

圖 5：黑鑽卡會員佔比持續提升

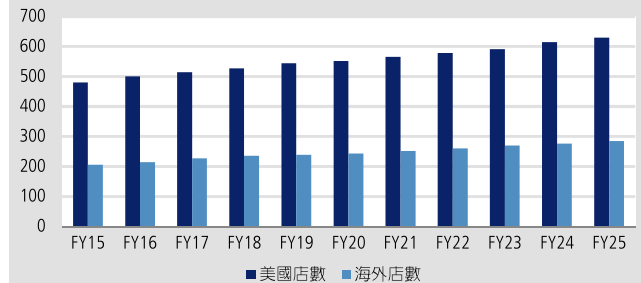
總會員人數，百萬人 (左軸)；黑鑽卡會員佔比，百分比 (右軸)



資料來源：公司資料；凱基

圖 6：美國及海外市場持續展店

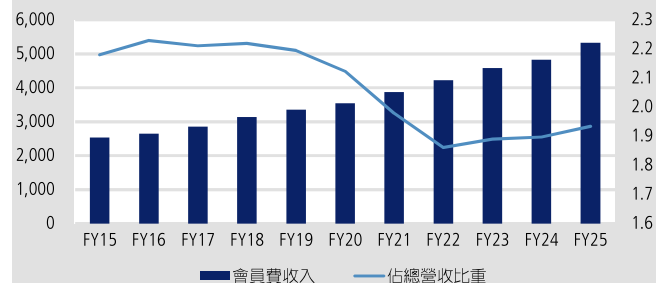
美國市場及總店數，家



資料來源：公司資料；凱基

圖 7：會費收入穩定成長

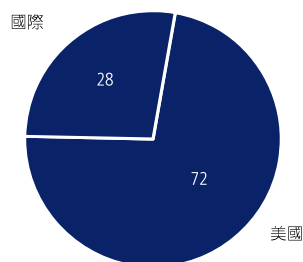
會員費收入，百萬美元 (左軸)；佔總營收比重，百分比 (右軸)



資料來源：公司資料；凱基

圖 8：美國市場為最大營收來源

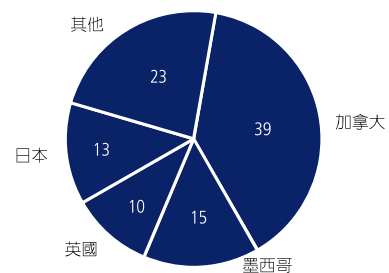
營收地區別，百分比



資料來源：公司資料；凱基

圖 9：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

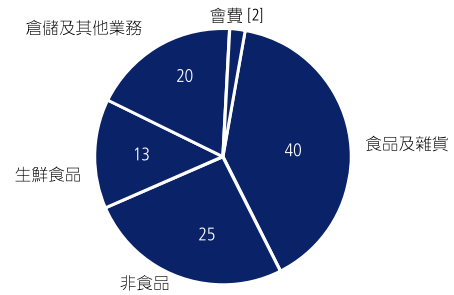
圖 10：公司概況

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 4Q FY25，全球共有 914 家門店，其中美國地區最多達 629 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 72.7%，其次為加拿大 (13%)，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 11：食品與雜貨為營收最大來源

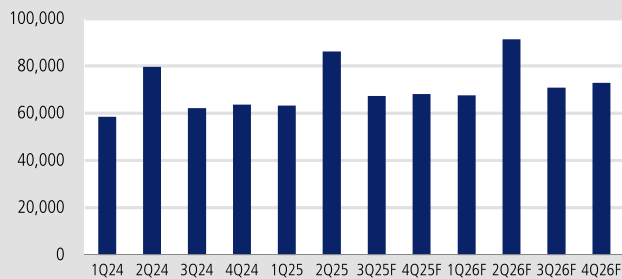
營收產品別比重，百分比



資料來源：公司資料，凱基

圖 12：季營業收入

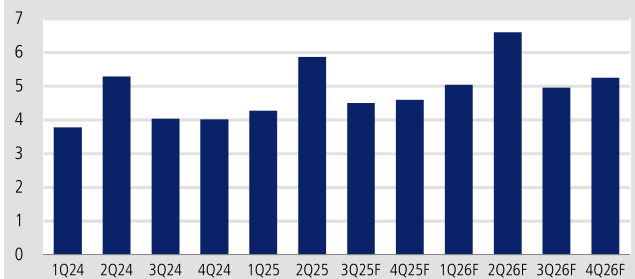
季營業收入，百萬美元



資料來源：公司資料，Bloomberg，凱基預估

圖 13：每股盈餘

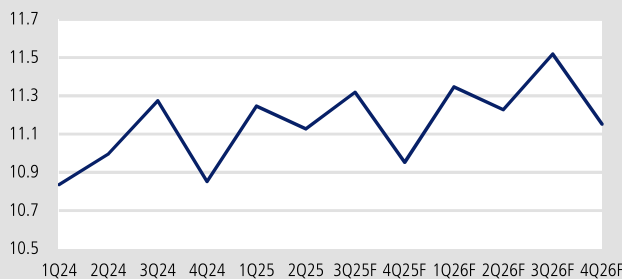
每股盈餘，美元



資料來源：公司資料，Bloomberg，凱基預估

圖 14：毛利率

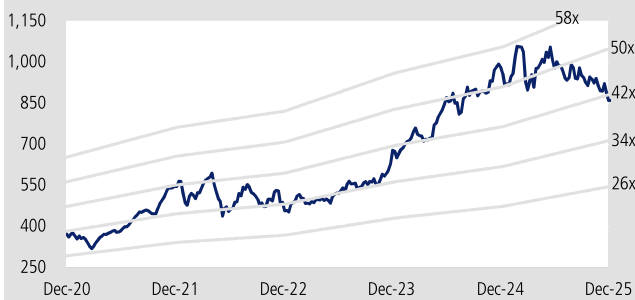
毛利率，百分比



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

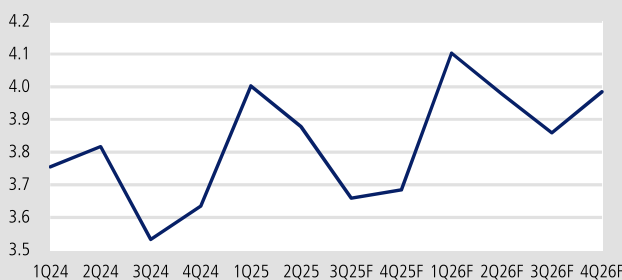
股價，美元(左軸)；本益比，倍(右軸)



資料來源：彭博，凱基

圖 16：營業利潤率

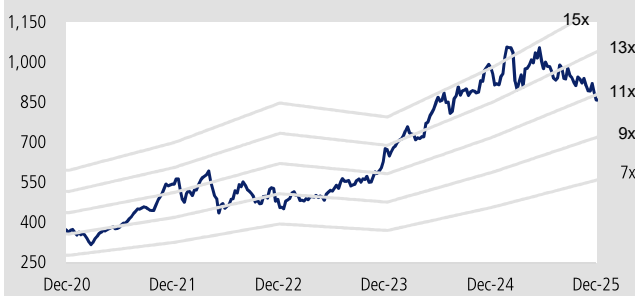
營業利潤率，百分比



資料來源：公司資料，Bloomberg，凱基預估

圖 17：未來 12 個月預估股價淨值比區間

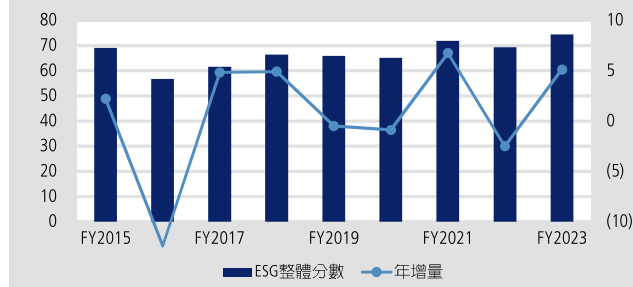
股價，美元(左軸)；股價淨值比，倍(右軸)



資料來源：公司資料，Bloomberg，凱基預估

圖 18：ESG 整體分數

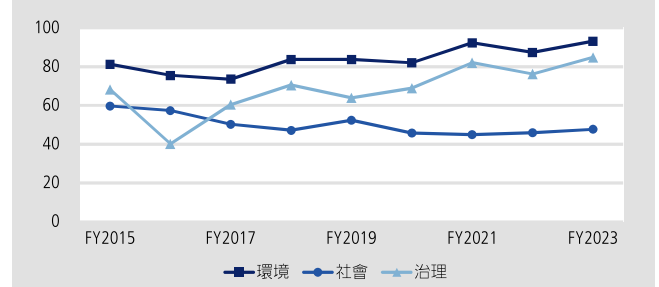
ESG 整體分數 (左軸)；年變化，百分點 (右軸)



資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 19：ESG 各項分數

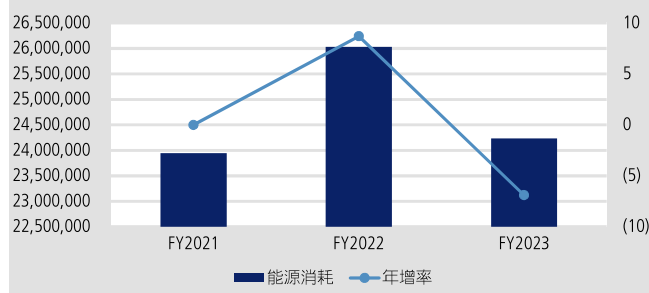
ESG 各項分數



資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 20：能源消耗

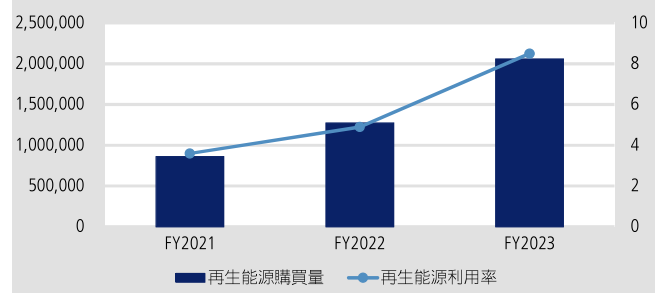
能源消耗，十億焦耳 (左軸)；年增率，百分比 (右軸)



資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 21：再生能源使用

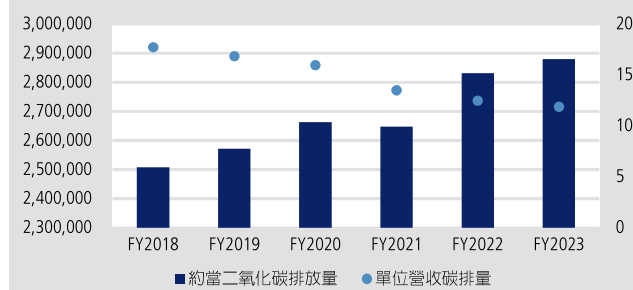
再生能源使用量，十億焦耳 (左軸)；使用率，百分比 (右軸)



資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 22：碳排放量

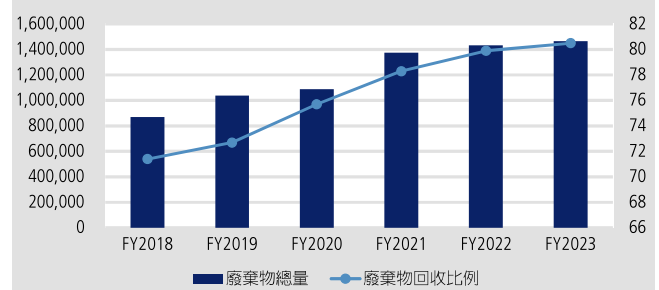
約當二氧化碳排放量，噸 (左軸)；單位營收碳排放量，噸/百萬美元 (右軸)



資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 23：廢棄物總量

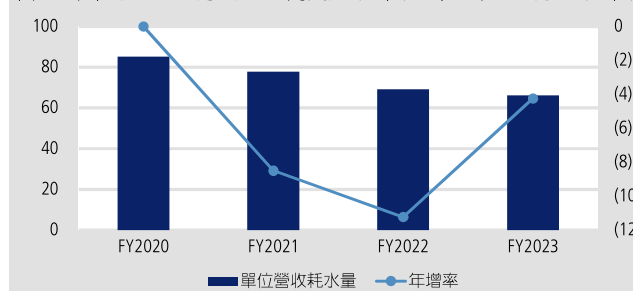
廢棄物總量，噸 (左軸)；廢棄物回收比例，百分比 (右軸)



資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 24：耗水量

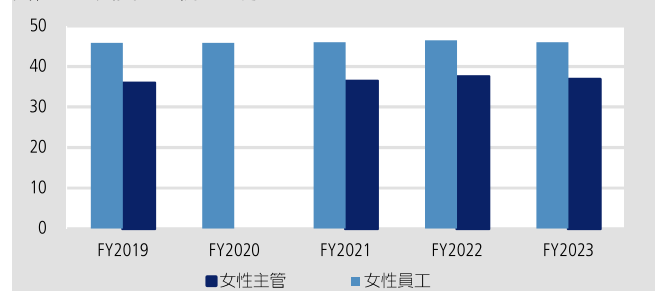
單位營收耗水量，立方公尺/百萬美元 (左軸)；年增率，百分比 (右軸)



資料來源：Refinitiv、公司資料

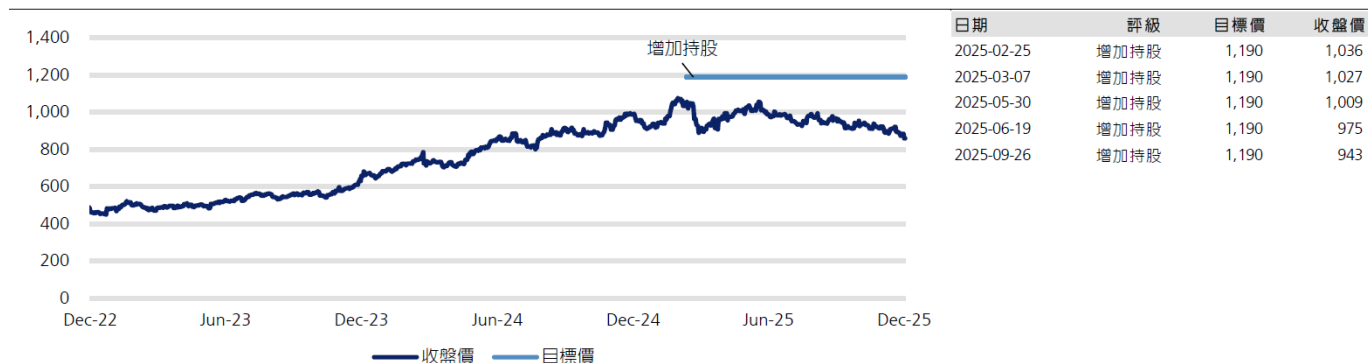
圖 25：性別多樣性

女性主管與員工比例，百分比



資料來源：Refinitiv、公司資料

項目	定義
能源使用	<p>直接與間接能源消耗總量(十億焦耳)</p> <ul style="list-style-type: none"> - 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	<p>Primary 再生能源購買總量(十億焦耳)</p> <ul style="list-style-type: none"> - 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	<p>再生能源占總能源消耗量之比例</p>
CO2 約當排放量	<p>直接 CO2 與 CO2 約當排放量(公噸)</p> <ul style="list-style-type: none"> - 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	<p>直接 CO2 與 CO2 約當排放量（公噸）銷售（百萬元）比</p> <ul style="list-style-type: none"> - 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	<p>廢棄物總量(公噸)</p> <ul style="list-style-type: none"> - 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	<p>公司呈報的廢棄物回收率</p> <ul style="list-style-type: none"> - 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	<p>總取水量(立方公尺)</p> <ul style="list-style-type: none"> - 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	<p>環保支出總金額</p> <ul style="list-style-type: none"> - 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	<p>員工流動率</p> <ul style="list-style-type: none"> - 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 - 本財年末員工數 = 上個財年末員工數 + 新員工數 - 離開之員工數
女性經理	<p>女性經理百分比</p> <ul style="list-style-type: none"> - 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	<p>女性員工百分比</p> <ul style="list-style-type: none"> - 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	<p>所有員工教育訓練總時數</p> <ul style="list-style-type: none"> - 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	<p>平均每年每位員工總教育訓練時數</p>
股東治理分數	<p>衡量公司用以反收購工具的有效性</p>
公司治理分數	<p>衡量公司對最佳治理原則的承諾和有效性</p>
產品責任分數	<p>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</p>
社區關係分數	<p>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</p>
勞動力分數	<p>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</p>
資源使用指標	<p>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</p>

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 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。