

Costco (COST.O/COST US)

會員收入加速成長

增加持股・維持

收盤價 September 25 (US\$)	943.3
3 個月目標價 (US\$)	1,005.0
12 個月目標價 (US\$)	1,190.0
前次目標價 (US\$)	1,190.0
維持 (%)	-
上漲空間 (%)	26.2

焦點內容

- 4Q FY25 EPS 5.87 美元，優於預期，受惠同店營收成長穩健及會員收入加速成長
- 公司將透過在地生產，減少供應商數量及調整產品組合來減緩關稅衝擊
- 價值導向的商品策略及會員升級將帶動市佔率提升及獲利穩健增長

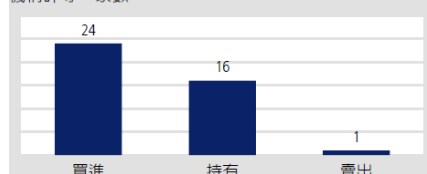
交易資料表

市值：(US\$bn)	418.3
流通在外股數 (百萬股)：	443
機構持有比例 (%)：	71.8
3M 平均成交量 (百萬股)：	2.2
52 週股價 (低 \ 高) (US\$)：	867.2-1078.2

股價表現	3M	6M	12M
絕對表現 (%)	(4.0)	1.5	4.6
相對表現 (%)	(11.6)	(14.2)	(10.3)

市場綜合評等

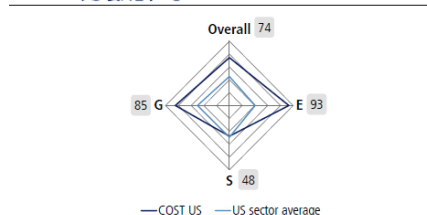
機構評等，家數



12M 機構目標價	最低	平均	最高
目標價 (美元)	907	1,092	1,218
潛在報酬 (%)	(3.8)	15.8	29.1

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) 4Q FY25 財報優於預期，儘管美國關稅推動的通膨開始顯現，加上勞動市場放緩可能影響消費者支出，但公司具備價格優勢並加強門市服務延長營業時間，高階會員人數加速成長，我們相信將進一步提高客戶黏著度，使得 Costco 較其他零售通路更具韌性。

評論及分析

4Q FY25 財報優於預期。4Q FY25 每股盈餘 5.87 美元，年增 11%、季增 37%，高於市場共識的 5.82 美元。受惠同店營收成長穩健及會員收入加速成長，營收年增 8.0%，優於市場預期，同店營收成長 6.4%，高於市場共識的 6.2%，會費收入則顯著成長，年增幅度自上季的 10.4% 加速至 14.0%，主因會費調漲加上公司對黑鑽卡會員 (Executive member) 延長營業時間，帶動高階會員人數成長較一般會員更快，年增 9.3% 並貢獻整體營收達 74.2%，對比前一季為 73.1%。

關稅影響可控。面對關稅不確定性，Costco 強調將採取積極應對策略，僅在不得已時才會調整售價，承諾做到「最後一個漲、第一個降」以確保會員價值與低價形象。公司已透過多元方法分散並緩解衝擊，包括將更多 Kirkland Signature 商品移至銷售地區生產，減少供應商數量以壓低成本 (透過全球整合採購已將部分商品成本壓低 30-40%)。公司也會調整產品組合，並強化供應鏈來降低損耗與成本。我們相信靈活的訂價與採購策略將使 Costco 在不確定的宏觀環境中，維持價格優勢與會員忠誠度。

市佔率提升。管理層表示會員對生鮮與日用品需求依舊穩健，不過在非必需品支出更為謹慎，公司因此減少傳統裝飾與季節性商品配置，並透過新增品牌合作來提升商品吸引力。公司電商業務則延續強勁成長，年增 13.5% 並帶動大件商品配送服務增加 13%。雖然整體宏觀環境具挑戰性，但 Costco 價值導向的商品策略、會員升級以及數位能力提升，我們預期公司市佔率擴大將持續推動同店營收表現超前及獲利穩健增長。

投資建議

好市多同店銷售成長穩健，公司獨特的會員制，使得消費者更具忠誠度，我們相信面對總體經濟不確定性 Costco 將較其他零售商更具韌性。我們維持「增加持股」評等及 1,190 美元目標價。

投資風險

會員續約率下滑；消費環境競爭加劇。

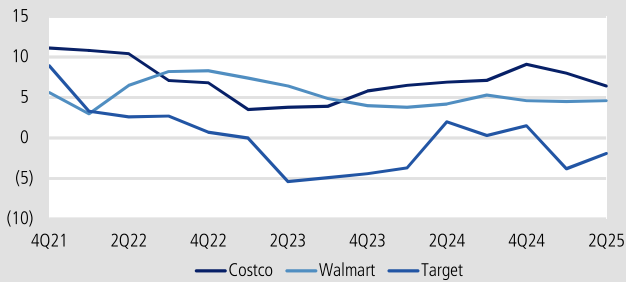
主要財務數據及估值

	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	290,519	310,746
營業毛利 (US\$百萬)	27,572	29,704	32,095	35,349	37,516	40,750
營業利益 (US\$百萬)	7,793	8,114	9,285	10,383	11,057	12,688
EBITDA (US\$百萬)	9,990	10,500	11,806	12,809	14,080	16,041
稅後淨利 (US\$百萬)	5,844	6,292	7,367	8,099	9,138	10,121
每股盈餘 (US\$)	13.14	14.16	16.56	18.21	20.54	22.75
營業收入成長率 (%)	15.8	6.8	5.0	8.2	5.6	7.0
每股盈餘成長率 (%)	16.6	7.8	16.9	9.9	12.8	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	3.8	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	30.7	28.2	25.9

資料來源：公司資料；Bloomberg；凱基預估

圖 1：美國地區同店營收表現優於同業

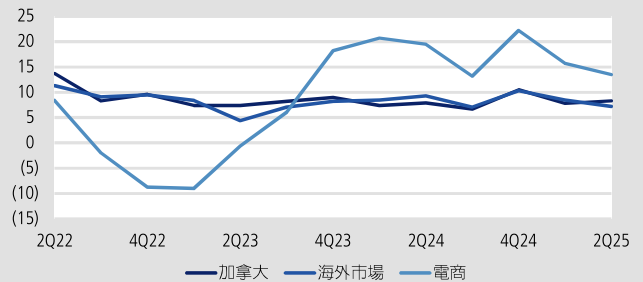
同店營收成長，百分比



資料來源：公司資料；凱基

圖 2：電商同店營收成長強勁

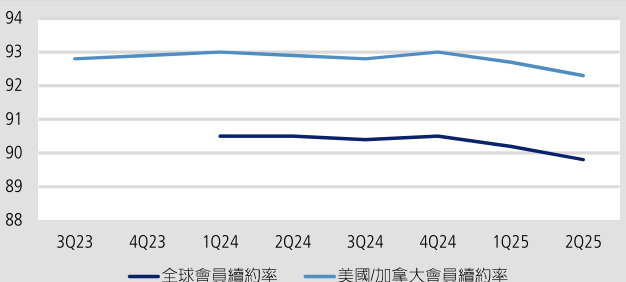
海外市場及電商同店營收成長率，百分比



資料來源：公司資料；凱基

圖 3：會員續約率小幅下滑

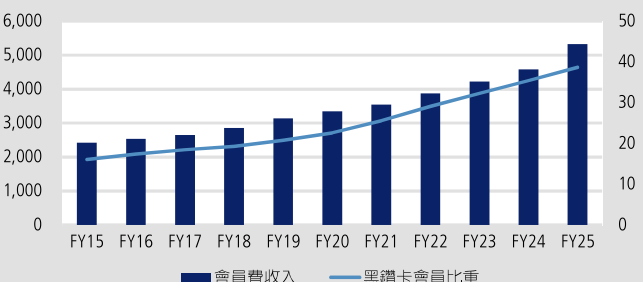
美國加拿大及全球會員續約率，百分比



資料來源：公司資料；凱基

圖 4：黑鑽卡會員佔比持續提升

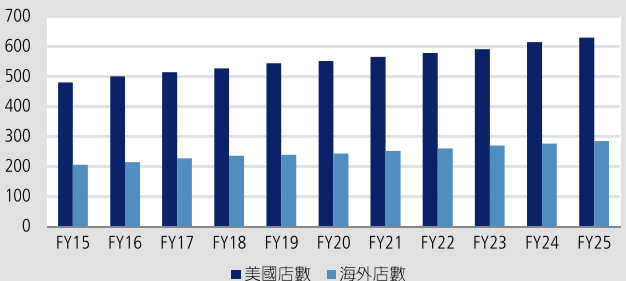
總會員人數，百萬人 (左軸)；黑鑽卡會員佔比，百分比 (右軸)



資料來源：公司資料；凱基

圖 5：美國及海外市場持續展店

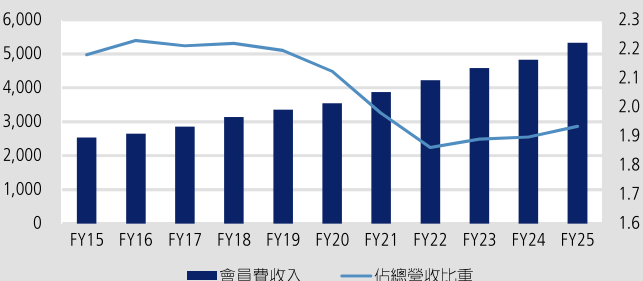
美國市場及總店數，家



資料來源：公司資料；凱基

圖 6：會費收入穩定成長

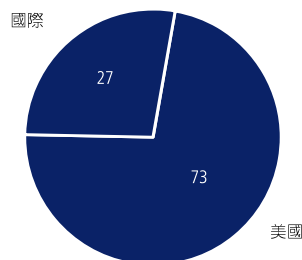
會員費收入，百萬美元 (左軸)；佔總營收比重，百分比 (右軸)



資料來源：公司資料；凱基

圖 7：美國市場為最大營收來源

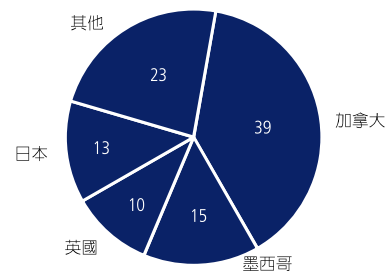
營收地區別，百分比



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 9：4Q FY25 財報暨 1Q FY26 市場共識預估

百萬美元	4Q FY25					1Q FY26F		
	實際數	QoQ (%)	YoY (%)	市場共識	差異 (%)	市場共識	QoQ (%)	YoY (%)
營收	86,156	36.3	8.1	86,052	0.1	66,648	(10.5)	24.1
毛利	11,119	35.4	10.0	9,528	16.7	7,494	(22.6)	7.0
營業利益	3,341	32.1	9.8	3,375	(1.0)	2,425	(9.6)	37.5
稅前獲利	3,510	36.0	12.8	3,465	1.3	2,519	(11.4)	34.9
稅後淨利	2,610	37.2	10.9	2,582	1.1	1,892	(10.7)	29.6
每股盈餘 (元)	5.87	37.2	10.9	5.82	0.9	4.33	(8.9)	32.3
毛利率 (%)	11.2	0.4 ppts	0.4 ppts	11.1	0.2 ppts	11.2	(0.1)ppts	0.2 ppts
營利率 (%)	3.9	(0.1)ppts	0.1 ppts	3.9	(0.0)ppts	3.6	0.0 ppts	0.4 ppts
淨利率 (%)	3.0	0.0 ppts	0.1 ppts	3.0	0.0 ppts	2.8	(0.0)ppts	0.1 ppts

資料來源：公司資料；Bloomberg；凱基

財報後電話會議重點摘要：

- 調整油價與匯率後同店銷售成長 6.4%，其中全球來客數成長 3.7%，平均客單價成長 2.6%
- 美國新增高級會員專屬時段，自上線以來，每週銷售提升約 1%
- 毛利改善因素：供應鏈效率、Kirkland Signature 滲透率提升、生鮮損耗與人力效率改善
- 2025 財年新開 27 家 (淨增 24 家)，全球總數 914 家。2026 財年計劃新開 35 家 (含 5 家搬遷)
- Q4 FY25 資本支出 19.7 億美元，全年近 55 億美元。2026 財年將高於 2025，且增速超越營收成長，用於倉儲擴張、製造設施與科技投資。
- 預期續卡率因線上會員比重提高而略降
- 美國平均時薪已超過 31 美元 (2024—2025 多次加薪)。對 SG&A 衝擊有限，因效率改善抵銷成本。
- 供應鏈穩定，效率改善助益毛利率。亞洲部分產品本地化生產，節省 30-40% 成本。
- 公司策略為「最後漲價、最先降價」。在考慮漲價前，Costco 採取多種方式因應關稅影響：包括內部吸收成本、與供應商合作提升效率、更換採購地點及調整商品組合
- 整體通膨維持在低至中個位數，各類別影響不同。Kirkland Signature 自有品牌商品通常比全國品牌便宜 15-20%。
- Q4 FY25 推出超過 30 款新 Kirkland Signature 商品，在非食品類別新增多個全國品牌合作。

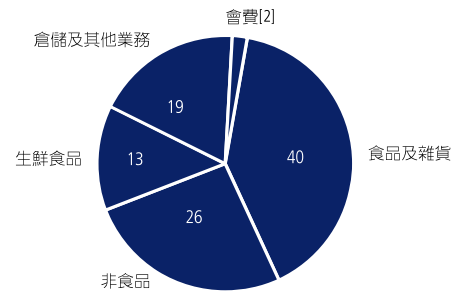
圖 10：公司概況

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 11：營收最大來源為食品與雜貨

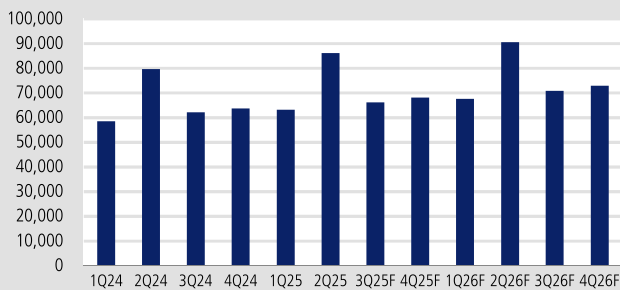
營收產品別比重，百分比



資料來源：公司資料，凱基

圖 12：季營業收入

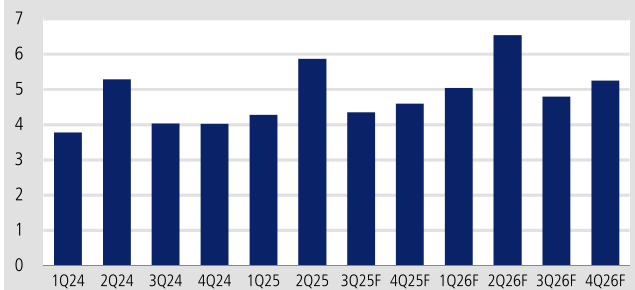
季營業收入，百萬美元



資料來源：公司資料，Bloomberg，凱基預估

圖 13：每股盈餘

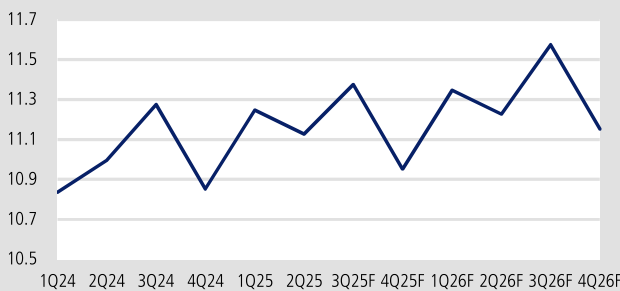
每股盈餘，美元



資料來源：公司資料，Bloomberg，凱基預估

圖 14：毛利率

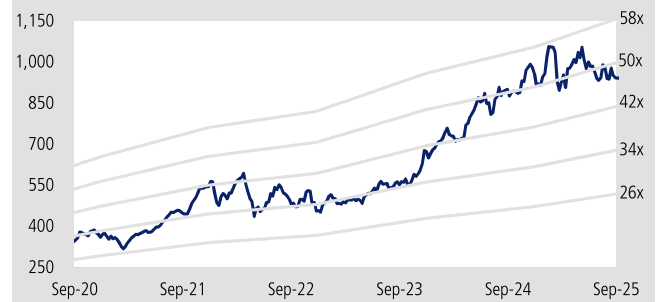
毛利率，百分比



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

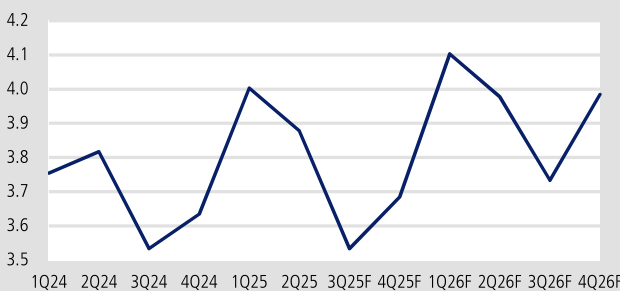
股價，美元(左軸)；本益比，倍(右軸)



資料來源：彭博；凱基

圖 16：營業利潤率

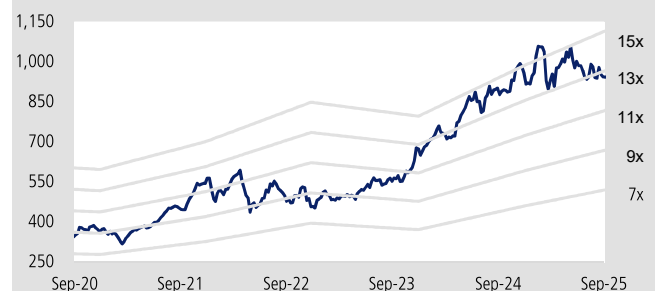
營業利潤率，百分比



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

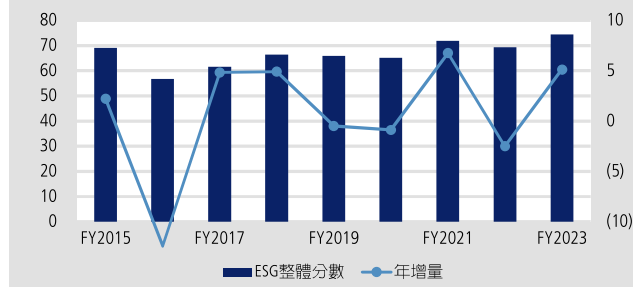
股價，美元(左軸)；股價淨值比，倍(右軸)



資料來源：公司資料，Bloomberg，凱基預估

圖 18：ESG 整體分數

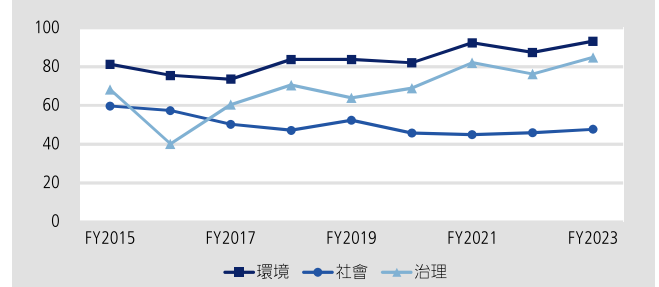
ESG 整體分數 (左軸)；年變化，百分點 (右軸)



資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 19：ESG 各項分數

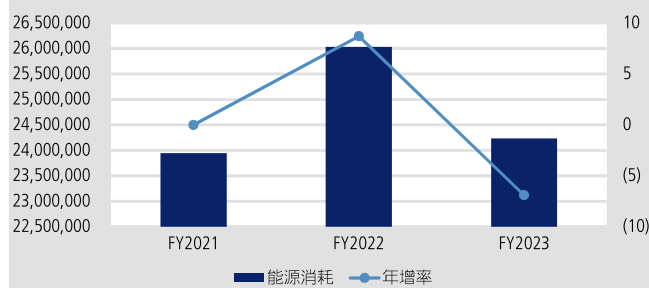
ESG 各項分數



資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 20：能源消耗

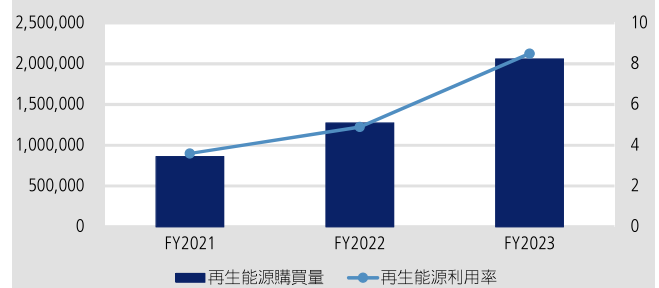
能源消耗，十億焦耳 (左軸)；年增率，百分比 (右軸)



資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 21：再生能源使用

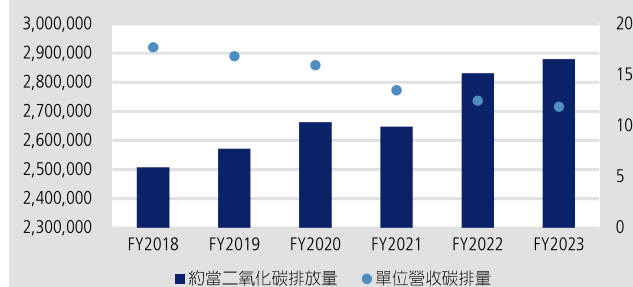
再生能源使用量，十億焦耳 (左軸)；使用率，百分比 (右軸)



資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 22：碳排放量

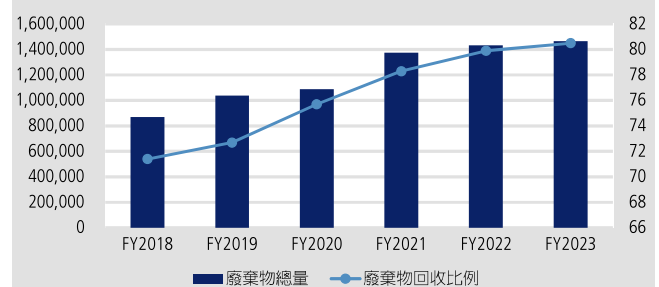
約當二氧化碳排放量，噸 (左軸)；單位營收碳排放量，噸/百萬美元 (右軸)



資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 23：廢棄物總量

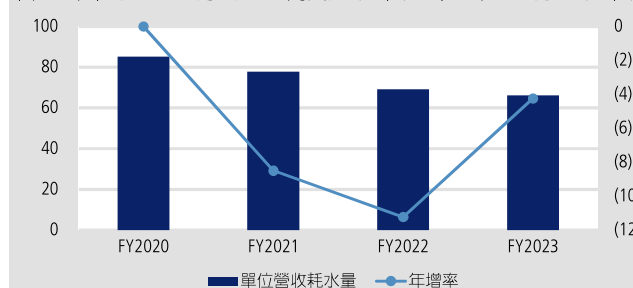
廢棄物總量，噸 (左軸)；廢棄物回收比例，百分比 (右軸)



資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 24：耗水量

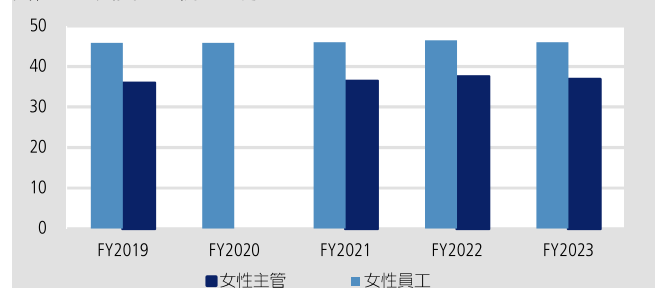
單位營收耗水量，立方公尺/百萬美元 (左軸)；年增率，百分比 (右軸)



資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 25：性別多樣性

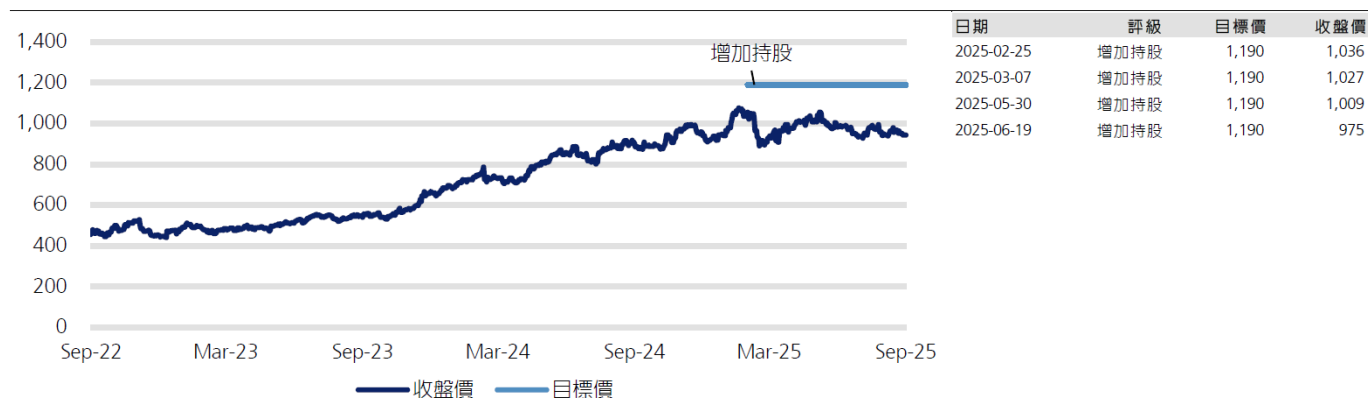
女性主管與員工比例，百分比



資料來源：Refinitiv、公司資料

項目	定義
能源使用	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 - 本財年末員工數 = 上個財年末員工數 + 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 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。