好市多（COST.O）

更新报告

持有

2023 年 6 月 15 日

营收不及预期，净利润同比下滑 3.8%

- **2023Q3 财报摘要：**财报显示，公司 2023 年第三季度收入从去年的 526.0 亿美元增至 536.5 亿美元，同比增长 2.0%，低于市场预期的 546.6 亿美元；归母净利润为 13.02 亿美元，同比下降 3.8%。
- **收益低于预期，消费者将重心迁移至必需品：**公司 2023 年第三季度的收益低于预期，电商销售额也同比下降了 10%，大件非必需品的电商销售额同比下降 20%，电商销售额在过去 4 个月里持续下降。出现这种情况是因为在持续通胀的环境下，消费者的非必需品支出减少。不过，公司本季度的全球客流量增长了 4.8%，美国增长了 3.5%，客流量一直保持稳步增长的趋势。但由于消费者把购物重心放在了价格较低的食品等必需品上，平均客单价出现了下滑：全球下降了 4.2%，美国下降了 3.5%。
- **未来或将提高会员费:**公司 2023 年第三季的会员费达到了 10.44 亿美元，同比增长了 6.1%。公司在财报电话会上表示未来会提高会员费，并认为公司有足够的杠杆来推动业务发展。公司一般每五年左右调整一次会费，上一次调整会费是在 2017 年 6 月，因此预计下次调整会费的时间可能会在今年下半年，会费的提升可能会带来短期冲击。
- **中国市场加速拓店：**2023 年 3 月，上海第 2 家 Costco 门店开始试营业。除了上海以外，今年公司计划进入宁波、杭州、深圳，年内会开 4 家门店。2024 年还会在南京开店以及 2025 年将中国总部落户上海闵行区。从 2019 年开始 4 年开 2 店，到现在 1 年开 4 店，在 2023 年底中国市场将会有 6 家 Costco 门店。
- **目标价 540.80 美元，持有评级：**估值方面，我们采用 DCF 估值（WACC=7.0%,永续增长率 3.0%），调整公司未来 12 个月目标价格为 540.80 美元，较目前价格有 2.57%的上涨空间，持有评级。
- **风险提示：**1）通货膨胀风险；2）未来会员费的上提升可能导致续费率恶化或将影响公司盈利；3）消费者信心不足，购买力下降；4）新店表现不及预期。

金煊
852-54855519
Lexy.jin@firstshanghai.com.hk
Chuck Li
852-25321539
Chuck.li@firstshanghai.com.hk

主要数据

行业	零售行业
股价	527.27 美元
目标价	540.80 美元（+2.57%）
股票代码	COST.US
已发行股本	4.43 亿股
市值	2313.32 亿美元
52 周高/低	561.93/439.48 美元
每股净资产	53.17 美元
主要股东	The Vanguard Group (8.97%) BlackRock, Inc. (7.00%)

表：盈利摘要

年结日：31/8	2021财年 实际	2022财年 实际	2023财年 预测	2024财年 预测	2025财年 预测
收入(百万元)	195,929	226,954	225,944	238,312	251,554
变动(%)	17.5%	15.8%	-0.4%	5.5%	5.6%
归母净利润(百万元)	4,926	5,844	6,010	6,343	6,637
变动(%)	27%	19%	3%	6%	5%
每股盈利(元)	11.12	13.17	13.56	14.29	14.92
变动(%)	26.5%	18.5%	3.0%	5.4%	4.4%
市盈率@527.27美元	47.0	39.6	38.5	36.5	34.9
每股股息（美元）	12.80	3.31	3.64	4.00	4.40
息率(%)	2.4%	0.6%	0.7%	0.8%	0.8%

来源：公司资料，第一上海预测

股价表现

来源：Bloomberg

主要财务报表

损益表

单位：百万美元

	2021财年 实际	2022财年 实际	2023财年 预测	2024财年 预测	2025财年 预测
总收入	195,929	226,954	225,944	238,312	251,554
-净销售收入	192,052	222,730	221,543	233,650	246,571
-会员费	3,877	4,224	4,402	4,662	4,983
销售成本	170,684	199,382	196,730	207,481	218,955
SG&A	18,377	19,779	21,757	23,933	26,326
开业前费用	76	0	69	83	83
经营利润	6,792	7,793	8,091	8,515	8,881
利息费用	-171	-158	-165	-166	-167
利息收入及其他	143	205	137	161	191
融资净额	-28	47	-28	-5	23
除税前利润	6,764	7,840	8,062	8,510	8,904
所得税	1,766	1,925	1,980	2,090	2,186
净利润	4,998	5,915	6,083	6,421	6,718
归母利润	4,926	5,844	6,010	6,343	6,637
少数股东损益	-72	-71	-73	-77	-81
基本EPS	11.12	13.17	13.56	14.29	14.92
摊薄EPS	11.09	13.14	13.53	14.25	14.88
DPS（美元）	12.8	3.3	3.6	4.0	4.4

财务能力分析

	2021财年 实际	2022财年 实际	2023财年 预测	2024财年 预测	2025财年 预测
盈利能力					
毛利率 (%)	12.9%	12.1%	12.9%	12.9%	13.0%
经营利润率（%）	3.5%	3.4%	3.6%	3.6%	3.5%
净利率(%)	2.6%	2.6%	2.7%	2.7%	2.7%
营运表现					
销售及管理费用/收入(%)	9.4%	8.7%	9.6%	10.0%	10.5%
实际税率 (%)	26.1%	24.6%	24.6%	24.6%	24.6%
股息支付率 (%)	115.1%	25.1%	26.8%	28.0%	29.5%
库存周转天数	30.4	32.8	32.8	32.8	32.8
应收账款天数	3.4	3.6	3.6	3.6	3.6
应付账款天数	34.8	32.7	32.7	32.7	32.7
财务状况					
资产负债率	69.5%	67.8%	63.0%	59.6%	56.7%
流动比率	1.0	1.0	1.1	1.2	1.3
速动比率	0.5	0.5	0.6	0.7	0.8
ROA	8.7%	9.6%	9.2%	9.0%	8.6%
ROE	27.2%	30.5%	26.5%	23.1%	20.5%

资产负债表

	2021财年 实际	2022财年 实际	2023财年 预测	2024财年 预测	2025财年 预测
现金与现金等同	11,258	10,203	13,518	17,420	21,522
短期投资	917	846	846	846	846
应收账款与票据	1,803	2,241	2,236	2,363	2,499
库存	14,215	17,907	17,670	18,638	19,670
其他流动资产	1,312	1,499	1,499	1,499	1,499
总计流动资产	29,505	32,696	35,769	40,766	46,036
总固定资产	37,654	42,706	46,177	49,714	53,317
累计折旧	-14162	-15286	-17407	-19645	-22011
净固定资产	23,492	24,646	25,996	27,295	28,532
经营租赁资产	2,890	2,774	2,774	2,774	2,774
其他长期资产	3,381	4,050	4,050	4,050	4,050
总资产	59,268	64,166	68,589	74,884	81,392
应付账款	16,278	17,848	17,611	18,573	19,600
短期借款	799	73	73	73	73
其他短期负债	12,364	14,077	14,039	14,501	14,995
总计流动负债	29,441	31,998	31,723	33,147	34,668
长期借款	6,692	6,484	6,484	6,484	6,484
其他长期负债	34,498	37,035	36,760	38,184	39,705
总负债	41,190	43,519	43,244	44,668	46,189
总股东权益	18,078	20,647	25,345	30,216	35,203

现金流量表

	2021财年 实际	2022财年 实际	2023财年 预测	2024财年 预测	2025财年 预测
净利润	5,079	5,915	6,083	6,421	6,718
折旧、摊销	1,781	1,900	2,121	2,239	2,366
其他非现金调整	1,095	1,140	724	724	724
营运资本变动	1,003	-1,563	-33	329	352
经营活动现金流量	8,958	7,392	8,894	9,713	10,160
购买短期投资	115	24	0	0	0
购买固定资产	-3,588	-3,891	-3,471	-3,537	-3,603
固定资产处置	0	0	0	0	0
其他投资活动	-62	-48	0	0	0
投资活动现金流量	-3,535	-3,915	-3,471	-3,537	-3,603
已付股利	-5,748	-1,498	-1,609	-1,773	-1,955
短期拆借变动	41	0	0	0	0
长期借款增加	0	0	0	0	0
长期借款减少	-94	-800	0	0	0
行使股权激励所得及最低税款缴扣	-312	-363	0	0	0
回购普通股	-496	-439	-500	-500	-500
其他融资活动	121	-1,183	0	0	0
融资活动现金流量	-6,488	-4,283	-2,109	-2,273	-2,455
现金净增减	-1,019	-1,055	3,315	3,902	4,102
现金剩余	11,258	10,203	13,518	17,420	21,522

数据来源：公司资料、第一上海预测

本报告不可对加拿大、日本、美国地区及美国籍人士发放

第一上海证券有限公司
香港中环德辅道中 71 号
永安集团大厦 19 楼
电话: (852) 2522-2101
传真: (852) 2810-6789

本报告由第一上海证券有限公司(“第一上海”)编制，仅供机构投资者一般审阅。未经第一上海事先明确书面许可，就本报告之任何材料、内容或印本，不得以任何方式复制、摘录、引用、更改、转移、传输或分发给任何其他人。本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据，或就其作出要约或要约邀请，也不构成投资建议。阁下不可依赖本报告中的任何内容作出任何投资决策。本报告及任何资料、材料及内容并未有考虑到个别的投资者的特定投资目标、财务情况、风险承受能力或任何特别需要。阁下应综合考虑到本身的投资目标、风险评估、财务及税务状况等因素，自行作出本身独立的投资决策。

本报告所载资料及意见来自第一上海认为可靠的来源取得或衍生，但对于本报告所载预测、意见和预期的公平性、准确性、完整性或正确性，并不作任何明示或暗示的陈述或保证。 第一上海或其各自的董事、主管人员、职员、雇员或代理均不对因使用本报告或其内容或与此相关的任何损失而承担任何责任。对于本报告所载信息的准确性、公平性、完整性或正确性，不可作出依赖。

第一上海或其一家或多家关联公司可能或已经，就本报告所载信息、评论或投资策略，发布不一致或得出不同结论的其他报告或观点。 信息、意见和估计均按“现况”提供，不提供任何形式的保证，并可随时更改，恕不另行通知。

第一上海并不是美国一九三四年修订的证券法(「一九三四年证券法」)或其他有关的美国州政府法例下的注册经纪-交易商。此外，第一上海亦不是美国一九四零年修订的投资顾问法(下简称为「投资顾问法」，「投资顾问法」及「一九三四年证券法」一起简称为「有关法例」)或其他有关的美国州政府法例下的注册投资顾问。在没有获得有关法例特别豁免的情况下，任何由第一上海提供的经纪及投资顾问服务，包括(但不限于)在此档内陈述的内容，皆没有意图提供给美国人。此档及其复印本均不可传送或被带往美国、在美国分发或提供给美国人。

在若干国家或司法管辖区，分发、发行或使用本报告可能会抵触当地法律、规定或其他注册/发牌的规例。本报告不是旨在向该等国家或司法管辖区的任何人或单位分发或由其使用。

©2023 第一上海证券有限公司 版权所有。保留一切权利。