

买入

2022 年 01 月 06 日

中产家庭补给站 全球扩张是蓝海

► **全球领先会员制仓储零售巨头**：Costco（中文：好市多，下称公司）是全球第三大零售商，美国第一大连锁会员制仓储量贩零售商。截至 2021 年 12 月份，公司共运营全球门店约 828 个，其中美国（含波多黎各）572 个，加拿大 105 个，墨西哥 40 个，日本 30 个，英国 29 个，韩国 16 个，台湾 14 个，澳大利亚 13 个，西班牙 4 个，法国和中国各两个，冰岛各一个。同时，公司也在美国、加拿大、英国、墨西哥、韩国、台湾、日本和澳大利亚经营电子商务网站。按 21 财年，公司实现 1921 亿美元（下同）净销售额及 38.8 亿会员费，实现归母利润约 50 亿元。截至 21 财年，公司总持卡会员约 1.116 亿人，其中付费会员约 6170 万人。公司雇员总数 28.8 万人（超过 50% 为全职员工）。

► **打造强劲单店模型，同店表现持续优异**：从单店数据拆分来看：以 21 财年看，公司单店可实现营业收入约 2.43 亿美元，其中单店商品销售额贡献 2.38 亿元（中美超市龙头中，单店坪效最高），会员费收入 480 万元（单店平均会员人数 7.6 万人），单店综合毛利率 13%，商品销售毛利率稳定在 11% 左右（同业中毛利率最低），会员费收入是单店的主要盈利来源（占单店营业利润近 60%，往年基本保持在 70% 左右）。在扩张过程中，公司单店坪效依然持续提升。从需求端来看，Costco 目标客群精准定位于中产阶级（含家庭及个人）以及中小企业为主。这部分消费群体用户基数大，具备一定消费能力及意愿，追求品质及高性价比，同时生活层面需求，沉浸式体验型购物及冲动性购物等可导致其高复购率，需求端基本盘足够大；从供应端来看，公司拥有持续提供高性价比产品及服务的能力，低价高质产品及服务是公司一直以来经营核心。凭借优质低价的商品吸引消费者，愿意付出类似于门票性质的会员费，而商品价格弹性主要来源于：零售服务商定位上的主动让利与消费者，供应链及规模采购优势上成本管控（精简 SKU，约 4000 个左右，做大单品规模，提高品牌议价权，简化流通链条，节省运输成本，与供应商形成合作共赢模式，建立自有品牌体系，保证整体价格竞争力）以及高效率运营下的低费用（同业中成本管控最强，费用率最低）等，铸就公司具备提供高质低价的商品能力。在同店表现中，剔除汽油及汇率影响，同店持续保持正增长，大多年份增长率保持 4% 以上，展现出门店运营强大的韧性。

► **追求会员人数的长期增长，带来稳定的现金流**：公司作为会员仓储模式的鼻祖，打破了传统零售企业的盈利模式，依靠以低价高质量商品及优质服务吸引消费者，追求会员数量的长期增长，公司付费会员从 1990 年的 600 万人增长至 2021 财年 6170 万人，年均增速约 8%。同时，公司会员续约率多年来始终保持高水平，以 21 财年看，美国及加拿大会员续订率达 91.3% 及全球会员平均续订率约 88.7%。会员存续率高既体现出 Costco 对会员经营和维护的成功，也展示消费者对 Costco 会员制模式的认可。会员数量的长期增长且保持高续约率是公司业绩稳定增长的关键。

► **目标价 647 美元，给予买入评级**：我们认为 Costco 是少有的稳健型增长的公司，公司独特的商业模式已经持续被市场验证成功。Costco 打破传统零售商盈利模式，以会员费作为主要盈利来源，通过低价优质的商品去持续吸引消费者，利用产品设计（包括精选模式，大包装，高质低价，自有品牌走强，规模供应）等及严格的成本管控能力，尽可能压低商品价格，持续为消费者提供高性价比产品及多方面的权益服务，不断加强会员粘性，长期上会员人数的持续增长。公司单店销售持续表现强劲，公司的品牌效应持续提供及议价权进一步走强，从而获得更低商品，吸引更多新消费者及留住现有会员保持高续约率，成功培养其线下消费习惯，形成一个良好的商业循环。估值方面，我们采用 DCF 估值（WACC=6%，永续增长率 3.7%），给予目标价 647 美元，对应现有股价仍有 15% 上升空间，给予买入评级。

陈珠

852-25321539

Vicky.chen@firstshanghai.com.hk

李倩

+852-25321539

Chuck.li@firstshanghai.com.hk

主要资料

行业	零售行业
股价	564.23 美元
目标价	647.0 美元 + (15%)
股票代码	COST.US
已发行股本	4.43 亿股
总市值	2501 亿美元
52 周高/低	307/571 美元
每股净资产	42 美元
主要股东	The Vanguard Group (8.34%) BlackRock, Inc. (6.48%)

表：盈利摘要

年结日：31/8	2020财年	2021财年	2022财年	2023财年	2024财年
	实际	实际	预测	预测	预测
收入(百万元)	166,761	195,929	214,422	227,917	240,577
变动(%)	9.2%	17.5%	9.4%	6.3%	5.6%
归母净利润(百万元)	4,002	5,007	5,583	5,953	6,290
变动(%)	9%	25%	12%	7%	6%
每股盈利(元)	9.05	11.30	12.56	13.36	14.08
变动(%)	8.7%	24.9%	11.1%	6.4%	5.4%
市盈率@564.23美元	62.9	50.3	45.1	42.3	40.0
每股股息(美元)	2.70	12.80	3.31	3.64	4.00
息率(%)	0.5%	2.3%	0.6%	0.6%	0.7%

资料来源：公司资料，第一上海预测

股价表现



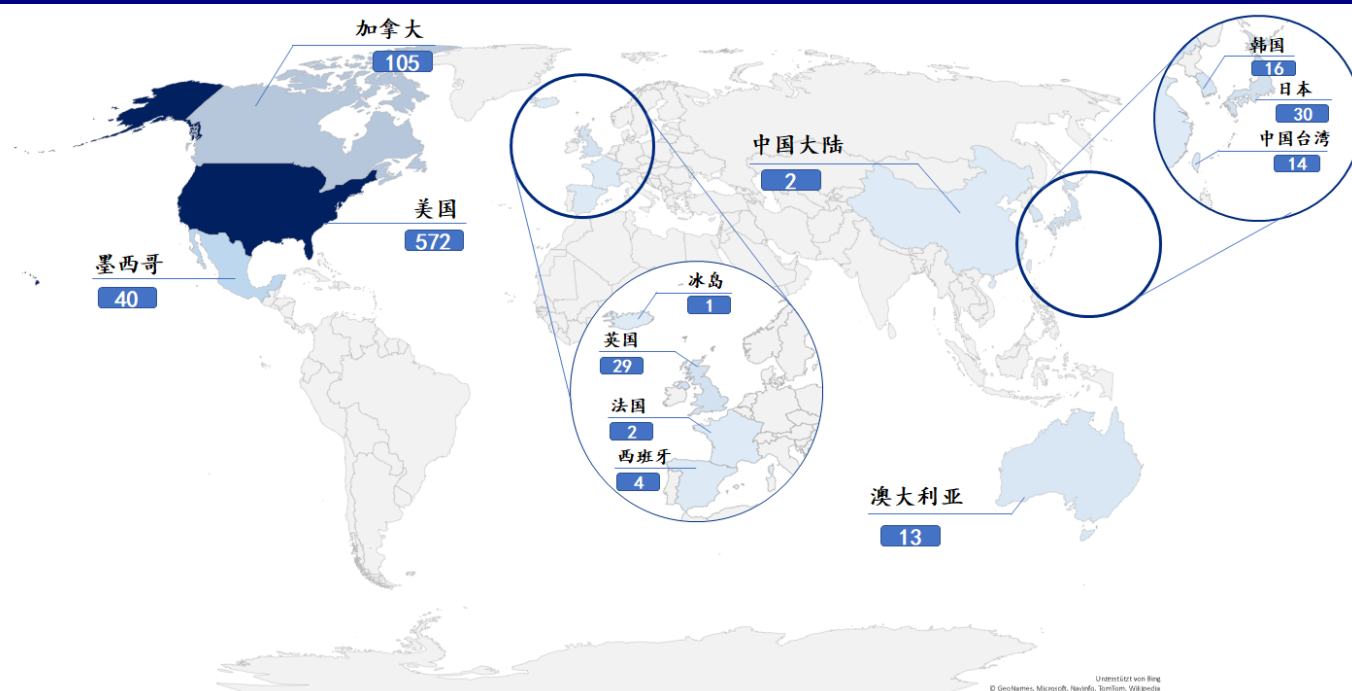
资料来源：彭博

公司简介

全球领先会员制仓储零售巨头

Costco（中文：好市多，下称公司），成立于1983年华盛顿州西雅图，1993年10月与首家提出会员批发零售概念的老牌仓储超市Price Club（1976年创立会员仓库概念）合并为Price Costco公司，1997年，公司更名为Costco Companies, Inc。在1999年8月，公司正式更名Costco Wholesale Corporation，并在纳斯达克交易，代码为COST。截至2021年12月份，公司共运营全球门店约828个，其中美国（含波多黎各）572个，加拿大105个，墨西哥40个，日本30个，英国29个，韩国16个，台湾14个，澳大利亚13个，西班牙4个，法国和中国各两个，冰岛各一个。同时，公司也在美国、加拿大、英国、墨西哥、韩国、台湾、日本和澳大利亚经营电子商务网站。到目前，公司成为全球第三大零售商，美国第一大连锁会员制仓储量贩零售商，按21财年，公司实现1921亿美元（下同）净销售额及38.8亿会员费，实现归母利润约50亿元。截至21财年，公司总持卡会员约1.116亿人，其中付费会员约6170万人。公司雇员总数28.8万人（超过50%为全职员工）。

图 1：公司业务布局

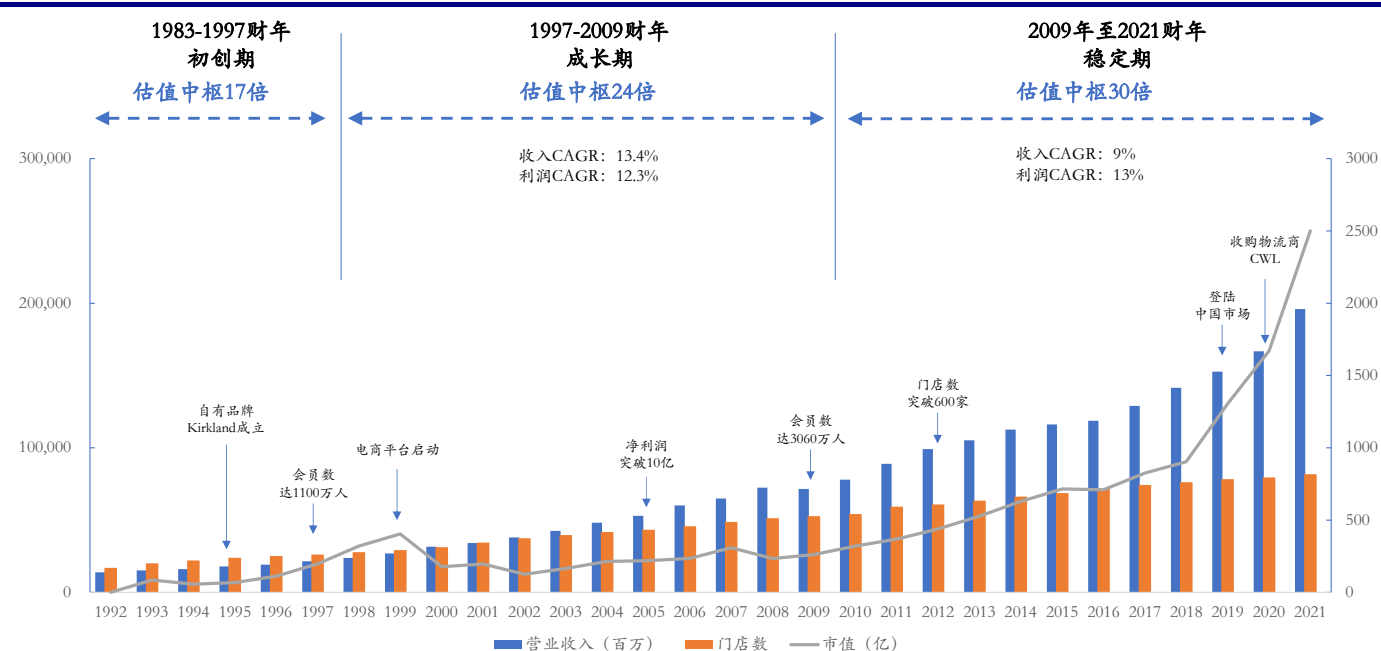


资料来源：公司资料，第一上海

近 30 年，营收翻 14 倍，业绩翻 21 倍

公司是会员制仓储连锁超市的开创者，1992 财年-2021 财年期间，公司总营收从 141 亿美元增长到 1959 亿美元，营收增长近 14 倍，1992 年-2021 年复合增长率约 9.5%。分拆来看，净销售收入从 138 亿美元增长至 1921 亿美元，销售翻 14 倍，1992 年-2021 年复合增长率 9.5%。会员费收入从 2.8 亿美元增长至 38.8 亿美元，增长 14 倍，复合增长率约 9.5%。公司归母净利润也从 2.42 亿美元增长至 50 亿美元，增长近 21 倍，复合增长率约 11%。近 30 年发展期间，公司成功抵御行业周期及电商的冲击，营收及业绩均保持稳健增长。这段时间，公司成功实现戴维斯双击，估值及盈利双提升，公司市值也成功增长至 2517 亿（截至 2021 年 12 月底）

图 2：公司成立以来发展的三大阶段



资料来源：公司资料，第一上海，数据截至 2021 年 9 月

总结公司成立以来的发展历程，可分为三个阶段：

- 1) 初创期（1983-1997 财年）：公司处于门店扩张及业务培育期，截至 1997 年，公司实现收入 195.6 亿元，归母净利润 3.1 亿元，共开设门店数约 261 家（按年均开店数在 18 家左右），付费会员总数达 1100 万人。这期间，公司估值中枢 17 倍，估值区间【8-25 倍】

1983 年公司在华盛顿州西雅图成立第一家 Costco 门店，运营 10 年期间，公司营收超过 140 亿美元（1992 年），并与 1993 年跟美国首家提出会员批发零售概念的老牌仓储超市 Price Club 公司合并，1995 年，Costco 推出了自己的品牌 Kirkland，并取得亮眼的销售成绩。1997 年更名为 Costco Companies, Inc. 在 1999 年 8 月，公司正式更名 Costco Wholesale Corporation，并转在纳斯达克交易，代码为 COST。成立之初，公司便确立付费会员制的经营模式，前期公司大部分顾客来源于小企业，满足小企业的采购需求，从起初的会员付费模式的不被认可到后面逐步认可，公司在创立初期积累了一定的客源。

- 2) 成长期（1997-2009 财年）：公司处于业务拓展期，持续培育消费者消费习惯，每年业绩增速有一定波动。综合来看 1997-2009 财年，公司收入及归母利

润复合增长率分别约 13.4%及 12.3%，门店数扩张至 527 家（（按年均开店数在 21 家左右），付费会员截至 2009 年达到 3060 万人。这期间，公司估值中枢 24 倍。估值区间【19-28 倍】

这段期间，公司除了持续深耕美国市场外，也开启海外扩张，1998 财年 3 家门店在韩国开业，1999 财年第一家门店在日本开业及 2009 财年第一家在澳大利亚开业等，公司的会员制模式开始被消费者认可并接受，同期，公司也推行会员的返点返积分政策，进一步吸引消费者并刺激会员购买力。公司开始受到市场欢迎，成为后起之秀，到 2009 财年，公司门店共开设 527 家门店，其美国 406 家，加拿大 77 家，其他海外 76 家。除美国及加拿大外，其他海外门店数从 1997 财年的 20 家扩张至 76 家，付费会员数从 1997 财年 1100 万人增长至 3060 万人。

- 3) 稳定期（2009-2021 财年）：08 年金融危机过后，消费者习惯及市场逐步培育成熟，公司步入稳健增长阶段，公司业绩持续多年稳步增长，稳扎稳打。这期间，公司收入及归母净利润复合增长率分别约 9%及 13%，门店数扩张至 817 家（（按年均开店数在 24 家左右），付费会员截至 2021 年达到 6170 万人。这期间，公司估值中枢 30 倍，估值区间【23-40 倍】

在经过08年金融危机后，零售业受宏观经济低迷影响受到冲击，消费者信心持续下降，沃尔玛、Target等传统零售商的增长有所下降。而这时候，Costco 凭借产品其高性价比优势逆势增长，2009-21财年，公司业绩复合增长率超过 10%，公司门店扩张及同店销售均保持增长。公司的海外扩张步伐持续推进，公司的商业模式不断在其他海外市场得到验证。随后，2016年，公司以在天猫开设官方旗舰店为始，进军内地市场。2019年第一家Costco在中国上海开设，开业当天便受到消费者追捧，第二家店也在苏州开业。随着公司全球扩张步伐的推进，过去12年，公司营收复合增长达9%及业绩复合增速13%。

打造强劲单店模型，追求会员长期增长

从单店数据拆分来看：以21财年看，公司单店可实现营业收入约2.43亿美元，其中单店商品销售额贡献2.38亿元，会员费收入480万元（单店平均会员人数7.6万人），单店综合毛利率13%，商品销售毛利率稳定在11%左右，会员费收入是单店的主要盈利来源（占单店营业利润近60%，往年基本保持在70%左右）。在扩张过程中，公司单店坪效依然持续提升。

图 3：历年单店模型

亿美元	2016	2017	2018	2019	2020	2021
总门店数	715	743	762	783	795	817
总营业收入	1187	1290	1416	1527	1668	1950
拆：净销售额	1161	1262	1384	1494	1632	1927
会员费收入	26	29	31	34	35	39
单店模型（亿美元）						
单店经营面积（万方）	1.34	1.34	1.34	1.35	1.36	1.35
单店总营业收入	1.69	1.77	1.88	1.98	2.11	2.41
单店销售额	1.66	1.73	1.84	1.93	2.07	2.38
坪效（万美元/平米）	1.23	1.29	1.37	1.43	1.52	1.76
会员费收入	0.038	0.039	0.042	0.043	0.045	0.048
单店会员人数（万人）	6.7	6.6	6.8	6.9	7.3	7.4
单店综合毛利率	13%	13%	13%	13%	13%	13%
单店销售毛利率	11.35%	11.29%	11.04%	11.02%	11.20%	11.13%
单店费用率	10%	10%	10%	10%	10%	9%
经营利润	0.05	0.06	0.06	0.06	0.07	0.08
会员费/经营利润	72%	70%	70%	71%	65%	58%
经营利润率	3%	3%	3%	3%	3%	3%
净利润	0.034	0.036	0.042	0.048	0.051	0.063
净利润率	2.0%	2.0%	2.2%	2.4%	2.4%	2.6%
可比门店销售增长率（剔除天然气价格及汇率波动）	4%	4%	7%	6%	9%	13%

资料来源：公司资料，第一上海，数据截至 2021 年 9 月

需求端：定位中产阶级

Costco目标客群精准定位于中产阶级（含家庭及个人）以及中小企业为主。

这部分消费群体工作繁忙，讲求效率，时间成本高，居住郊区，其消费者画像特征具体表现为：

1) 中产阶级用户基数大，具备一定消费能力及意愿：中产阶级的家庭年收入大多在5-10万美元左右（即普通大众），而这部分人群是有足够大基数，以美国为例，根据2020年公布数据，全美约有1.3亿个家庭，而其中年收入在5-10万美元的家庭占比约29%。这部分人群具备一定的消费能力及消费意愿，是贡献Costco营业收入的主力军。

2) 降低时间成本，追求品质及高性价比：部分人群讲求效率且更加倾向于高性价比产品，追求品质及价格的均衡。同时，这部分人群也较为在意自身的时间成本，有一定效率要求，希望能用最短时间挑选出最具性价比产品（节省纠结及选择时间，节省采购及管理成本），一次性满足自己的购物需求（一站式购物+大包装）。Costco的低价、高品质的精选系列等多方面满足其需求。

3) 生活层面需求+沉浸式体验型购物+冲动性购物 =高复购率：1) Costco 的产品主要分类，基本涵盖了生活方方面面需求，且大多属于日用品，包含所有品类。这部分需求是稳定不变的，且当用户习惯培养完成后，具备计划性购物习惯，Costco尤其在北美区域，已经成为主流消费模式，是具有高复购率特点。虽然一定程度上有电商的冲击，但大多数消费者都仍有线下直观且直接购物需求，随着体验式购物需求的崛起，线下门店以打造场景为中心的用户体验功能逐步加强。同时，Costco也逐步加强线上线下一体化，多层面满足消费者需求。2) 省钱：占便宜的感觉，买的越多，省的越多。

供给端：持续提供高性价比产品及服务优势

1) 门店环境上：位置偏，空间大，装修简约

Costco在门店选择上，通常选择在偏远地区开设超级大店，以自有物业为主，按21财报统计，自有物业占79%（门店共815家，自有物业占644家），选择郊区为主，主要是为了有充足的停车空间及其他综合服务区满足一站式购物需求，同时也降低投资拿地成本。门店经营面积基本维持在1.3-1.4万平左右，基本满足公司的定位特色，仓储式摆货，商品空间需求大。整体装修风格上，公司以标准简约大气为主，极大降低装修费用。

图 4: Costco 区位展示



资料来源：公司资料，第一上海

图 5: 内部排列



资料来源：公司资料，第一上海

2) 产品组合上：类别全面，单类型精简且以大包装为主

A) 商品销售方面：公司线下SKU少于4000个左右（线上SKU9000-11000个），远低于行业平均水平（大多超市平均3万个），按分类上，Costco主要提供2大类型，A：核心商品销售业务，占公司净销售收入约83.5%（21财年数据）。这部分产品包含行业生活各个方面，品类广度大。主要分为3大类：1）食品及杂物(包括杂物、干货、糖果、熟食店、酒类和烟草等)；2）非食品(包括家电、电子、保健美容用品、体育用品、轮胎、玩具及季节性用品、办公用品、汽车护理、邮资、门票、服装、小家电、家具、家纺、家居用品、珠宝首饰等)；3）新鲜食品(包括肉类、农产品、熟食店和面包房等)；除核心商品类别外，B：综合服务业务，包括汽油、药房、眼镜、美食广场、助听器和轮胎安装和其他业务（包括电子商务、商务中心、旅游等），这部分收入占公司净销售额16.5%左右，其中，加油站收入占总净销售收入的9%。

在核心商品销售收入中按类别划分：以21财年算，其中食品杂物类占销售额48.2%，非食物产品销售占比34.9%，新鲜食品占比16.9%。

图 6：2021 财年营业收入拆分

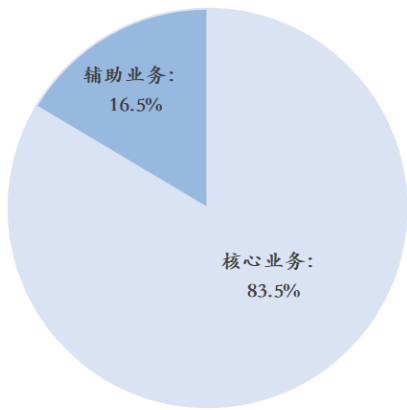
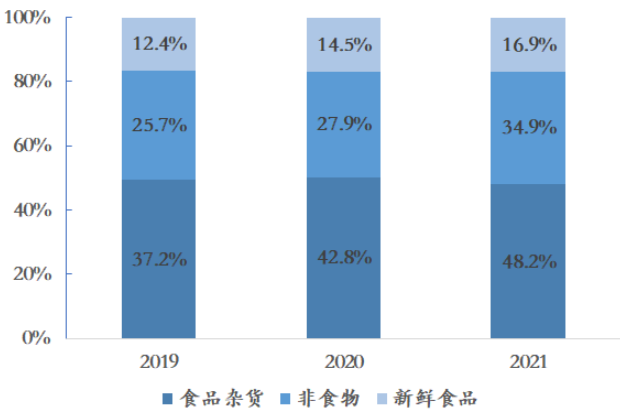


图 7：核心商品销售不同类别占比情况



资料来源：公司资料，第一上海

资料来源：公司资料，第一上海

图 8：产品分类概览

品类	产品	品类	产品	品类	产品
家用电器	厨房电器 家用电器	家具	儿童家具 房间家具 客厅家具 婴幼儿家具 办公室家具	家装改装	厨房改装 照明及天花板系统 收纳及容置 热水器
母婴用品	纸尿裤 奶粉及婴幼儿营养品 婴幼儿家具	礼品卡	护理按摩礼品卡 电影礼品卡 餐厅礼品卡 零售礼品卡 旅游礼品卡	珠宝、腕表及墨镜	项链 耳环 手链 戒指 墨镜 手表
护肤美妆	洗护用品 护肤品 香水 化妆品 指甲护理 秀发护理	生鲜	速运生鲜套餐 预处理肉 红酒、香槟及气泡酒	床垫	加利福尼亚国王大床 皇后大床 双胞胎大床
服饰包箱	男士服饰 女士服饰 儿童服饰 手提包及行李箱 行李箱	百货	甜品及烘焙 休闲酒饮 水果蔬菜 肉制品 有机食品 零食速食 维生素 营养补充剂 轮椅	办公用品	收纳盒及文件夹 休息室用品 邮寄用品 办公电器 纸及书写用品
电脑	笔记本电脑 台式电脑 平板电脑 打印机、扫描仪 无线路由器	医药保健	行走辅助器及医用设施	健身运动	自行车、轮滑及花瓣 水上运动 露营及登山 高尔夫及其他户外 团队运动 冬季运动
电器数码	摄影机及摄像机 智能家居 音乐设备 电视 电子游戏	水电家装服务	置物架及安装 门及安装 家居设计服务 水管、太阳能安装服务	轮胎&摩托车	轮胎 电池 机油 洗车及打蜡服务
鲜花礼盒	鲜花 礼物篮	厨具	厨房收纳 厨房用具 厨房清洁	玩具&书籍	书籍及桌游 填充玩具 大型玩具
后院花园	游泳池 草坪护理及户外能源装置				

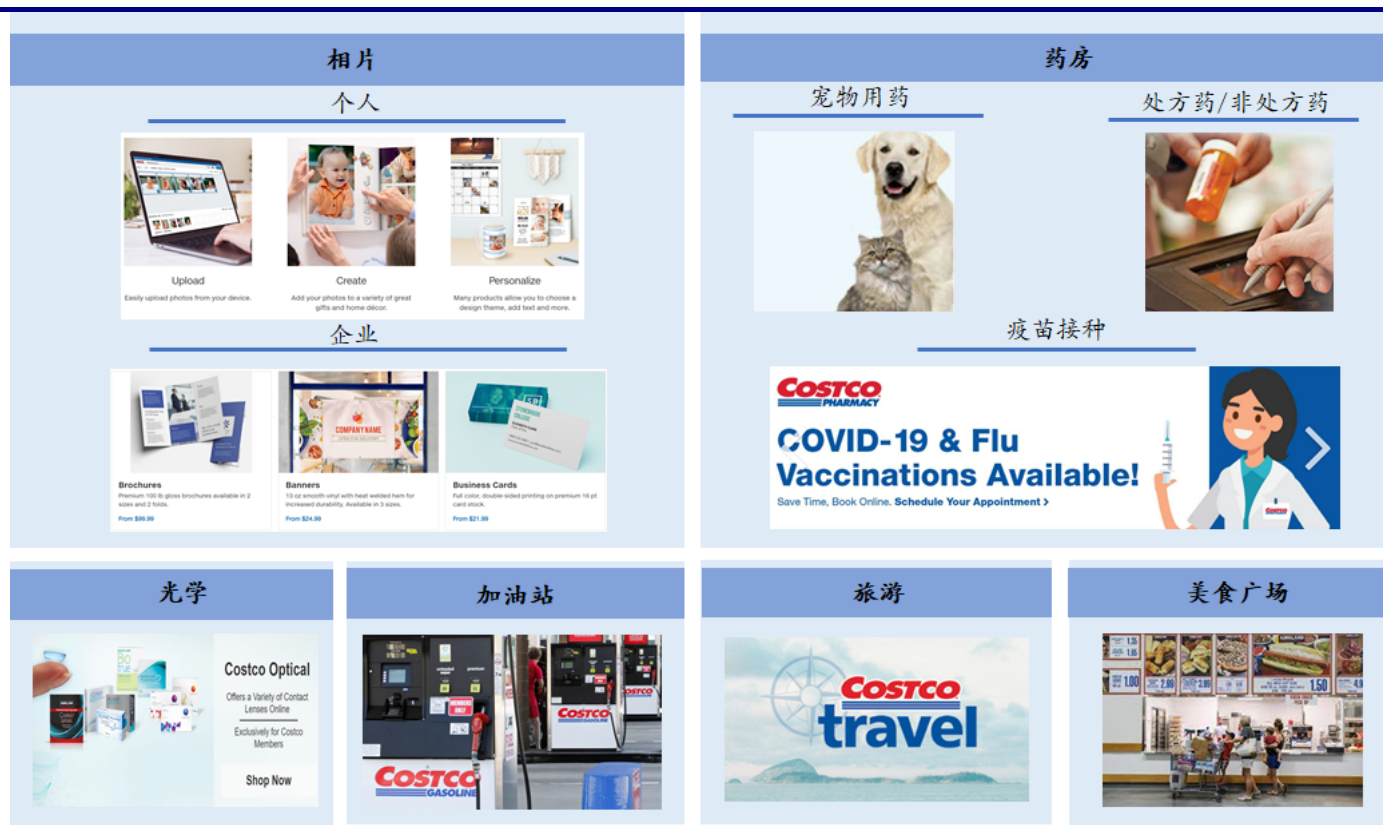
资料来源：公司资料，第一上海

B) 综合服务方面：公司的综合服务业务，包括汽油、药房、眼镜、美食广场、助听器和轮胎安装和其他业务（包括电子商务、商务中心、旅游等），主要在门店内或门店附近经营，与核心业务互相补强，增进双边业务部门的客流量，从而提高会员于Costco的消费频次。截至2021财年，综合服务部分收入占公司净销售额16.5%左右，其中，公司目前共经营 636个加油站，汽油业务净销售额约占 2021 年净销售额的 9%。

公司致力于通过多渠道与会员建立连接，将简单高效的购物体验在线上和线下同步延申。公司早在1999年便启动第一个电商购物平台，为会员提供便利以及更广泛的产品和服务选择。截至目前，公司共在全球运营8个电商网站，运营范围覆盖北美、英国、韩国、日本以及中国台湾。疫情使得许多消费者将日常购买活动转为线上，为电商业务带来了进一步的增长，2021财年上半年，电商业务同店销售额增长高达80%，2021年共计同店销售增长44%，贡献净收入137亿美元，占总净收入7%。

为进一步优化电商业务流程，公司于2020年收购供应链物流商Costco Logistics，以优化供应链提高运输效率，进一步缩短交货时间并降低大件物品运输成本。除此之外，公司亦在其他方面同步进行数字化升级，包括降低挑拣商品成本，上线冷冻食品杂货2日达业务，以及简化的COVID-19疫苗计划。

图 9：综合服务



资料来源：公司资料，第一上海

供应端优势：持续提供高性价比产品服务能力

costco从创立到今，公司的使命是“以尽可能低的价格不断地向我们的会员提供优质的商品和服务。”低价高质产品及服务是公司一直以来经营核心。凭借优质低价的商品吸引消费者，愿意付出类似于门票性质的会员费，而商品价格弹性主要来源于：零售服务商定位上的主动让利与消费者+供应链及规模采购优势上成本管控+高效率运营下的低费用。具体展开如下：

1) 零售服务商定位

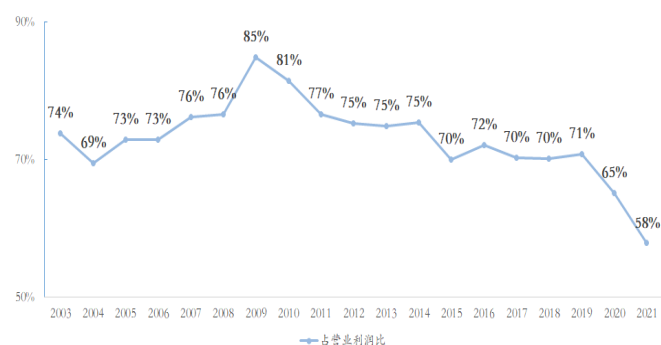
相比于传统零售商（渠道商），赚取销售商品的差价，而Costco公司定位是零售服务商，从公司的利润拆分来看，公司大部分利润来源于会员费，优质低价商品更多是引流作用，提高会员忠诚度作用，商品销售毛利率多年来持续保持10-11%水平（一般超市平均毛利率20%-30%之间）。根据网上公开报道有讲到Costco的商品毛利率定价不得高于14%标准，一旦超过，则要报CEO，再经过董事会批准。此外，面对外部供应商，一旦在别的地方比Costco的价格还低，则它的商品将永远不会再出现在Costco的货架上。

图 10： 历年毛利率情况



资料来源：公司资料，第一上海

图 11： 会员费占营业利润占比



资料来源：公司资料，第一上海

2) 供应链及规模采购优势

A) 精简SKU, 做大单品规模，提高品牌商议价权：Costco采取精选模式，尽管公司品类覆盖面广泛（可覆盖交叉销售需求），但公司总SKU仅4000个不到，每一品类均只挑选1-2个性价比最高的畅销爆款，降低用户选择成本及提升用户体验；此外，精选模式能很大程度上决定了单品类项目大体量，做大单品的规模化，以21财年数据算，平均来看，单个SKU共可贡献4800万+销售额，精简SKU模式下，单一品类直接上量，形成规模优势，同时叠加快速的付现周期，提高对上游品牌商成本议价能力，甚至会对某个单品的整条供应链拥有绝对的控制权，成为其唯一渠道。同时，Costco产品系列除精简外，通常以大包装为主，商品尽量不再拆包，仓储式陈列的卖场布局，大包装的整包售卖，库存就存放在销售区上方的货架上，节省了仓储成本及人工成本。

B) 简化流通链条，节省运输成本：相比传统物流，在商品流通环节需要经过一级/二级代理商后再到门店仓库最后商家，而Costco则是简化流通链条，直接将商品从供应商购买的商品运送其交叉配送整合点（中心库）或直接运送仓库（通常30%会直接

由厂商直送门店，70%由厂商运至中心库，不进库直接在站台上向各个门店配送）；公司仓库从供应商那里接收基于集装箱的货物，并将这些货物重新分配到门店各个仓库，通常在不到 24 小时的时间内。这一过程最大限度地提高了货运量和处理效率，消除了与传统多级分销渠道相关的许多分销成本。

C) 与供应商形成合作共赢模式，建立自有品牌体系，保证整体价格竞争力：由于 Costco 的单品类项目超高销售量，在一定程度上，在供应链上公司具备一定的话语权，仅 Costco 门店渠道，甚至对于部分产品供应链可达至垄断（拥有批发折扣优势）。同时，对于部分尾货，也可利用 Costco 自身渠道优势进行售卖，获得一定的折扣（尾货折扣），进一步扩大公司保持价格竞争力的优势。尽管在供应链拥有一定定价权，但多年来，Costco 始终保持与众多供应链友好合作关系，并没有过于榨取供应商利润，甚至会参加与产品生产阶段，保证产品品质，并帮助其降低生产成本。同时如存在物流等问题，也参与改善，共同合作共赢。

图 12：新增部分品牌概览



资料来源：公司资料，第一上海

此外，在保证产品质量一流的情况下，提高并保持公司整体价格优势，Costco 在 1995 年推出 Kirkland Signature（科克兰）作为其自有品牌，主要想以低价策略继续提供高质量商品。一旦 Costco 的高管认定某一品牌没法在 Costco 里以最优最低的价格出售，Costco 会立即着手找供应商生产一个同类的 Kirkland 产品，代替前者。从最初推出的 Kirkland Signature 自有品牌，公司采用与其他品牌合作的联合品牌

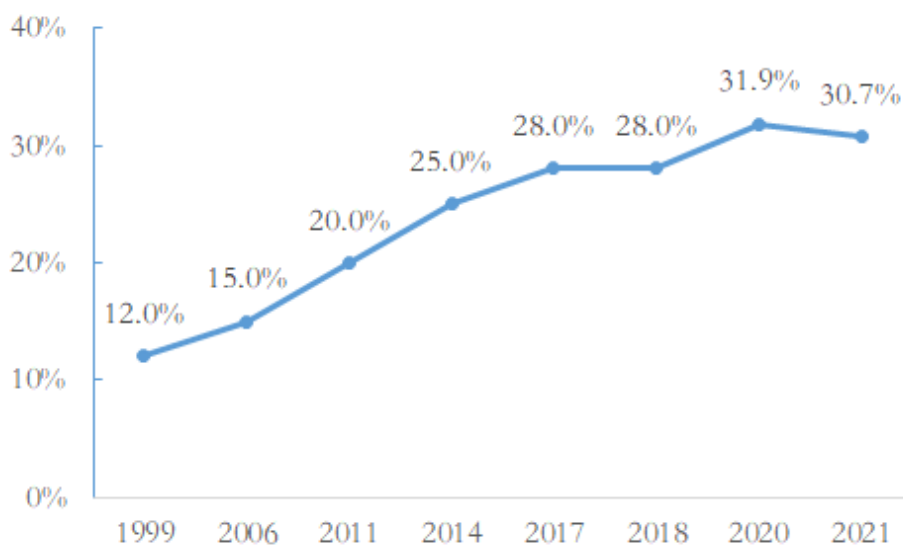
模式作为切入口打破消费者对新品牌不信任度，随着时间的沉淀，消费者信任度及忠诚度逐步提升，Kirkland Signature系列商品已成为公司的王牌，是低价及高品质商品的代名词。Kirkland Signature系列商品主要包含11种大类，如服装及行李箱，杂活，家庭用品等等，以21财年算，公司自有品牌的销售额占总销售额31%（约590亿美元），是市场上其他零售商自有品牌难以超越的高度，消费者对Kirkland Signature也已经建立了巨大的信任度和忠诚度。随着Kirkland Signature销售额渗透率的提升，不仅可以有效保持公司已有的价格优势，成本端有一定控制权，即使保持低价格优势的情况下，还能额外提升商品销售利润率。

图 13: Kirkland Signature 产品系列



资料来源：公司资料，第一上海

图 14: Kirkland Signature 产品销售额历年占比情况



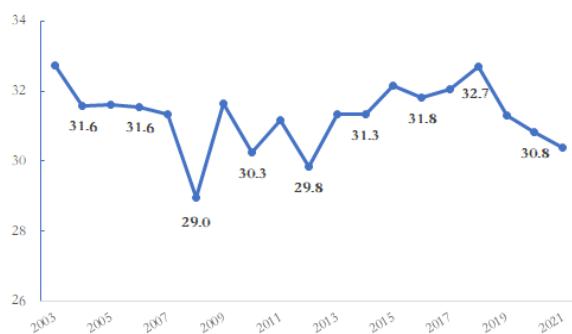
资料来源：公司资料，第一上海

3) 低成本运营，运营效率卓越

除公司始终保持低毛利率策略外，公司独特的商业模式最终也体现在Costco近20年存货周转天数始终稳定在30-32天左右（21财年30天），远低于同业平均水平，反映公司高效的库存管理及强劲的销售表现；极致的周转率下，公司费用率控制也是极其出色，低运营成本渗透公司运营层面的各个环节，在前期投入中，首先公司门店大部分以自有物业为主（占79%），且以偏远区域为主，一方面节省土地成本，同时也预防未来租金上涨风险。对于门店装修方面，基本都是简易装潢陈列，减少不必要装修支出以及后期维护费用。此外，公司产品均是以大包装形式，库存直接存放在上方货架，减少理货、补货成本，且购买方式为自助式仓储卖场；20多年来公司SG&A始终稳定在10%左右（预计科技化赋能影响，近两年反而略有下降至9.8%及9.4%左右），是同行的一半不到。

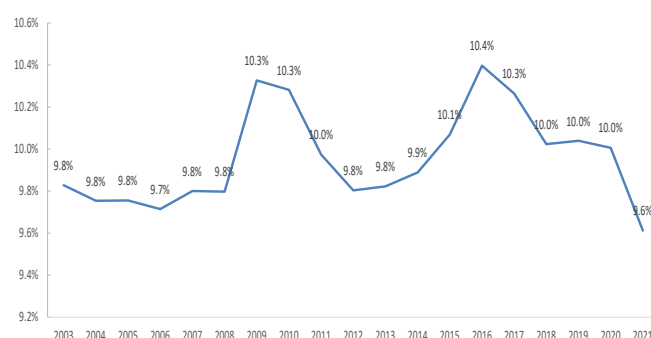
在员工效率方面，我们对比北美超市龙头企业，Costco人均坪效（人均可贡献收入）最高，员工的劳动效率最高但离职率相当低（5%左右）。在Costco公司的理念中，强调平等主义，所有员工享受同等地位，企业文化且工作氛围好。同时对于员工待遇方面，Costco也是高于行业平均水平，高工资待遇却没有提高Costco人力成本，在于低流失率，降低了招新成本，对公司整体管理费用的控制的有一定作用。

图 15: 图: 存货周转天数



资料来源: 公司资料, 第一上海

图 16: 费用率

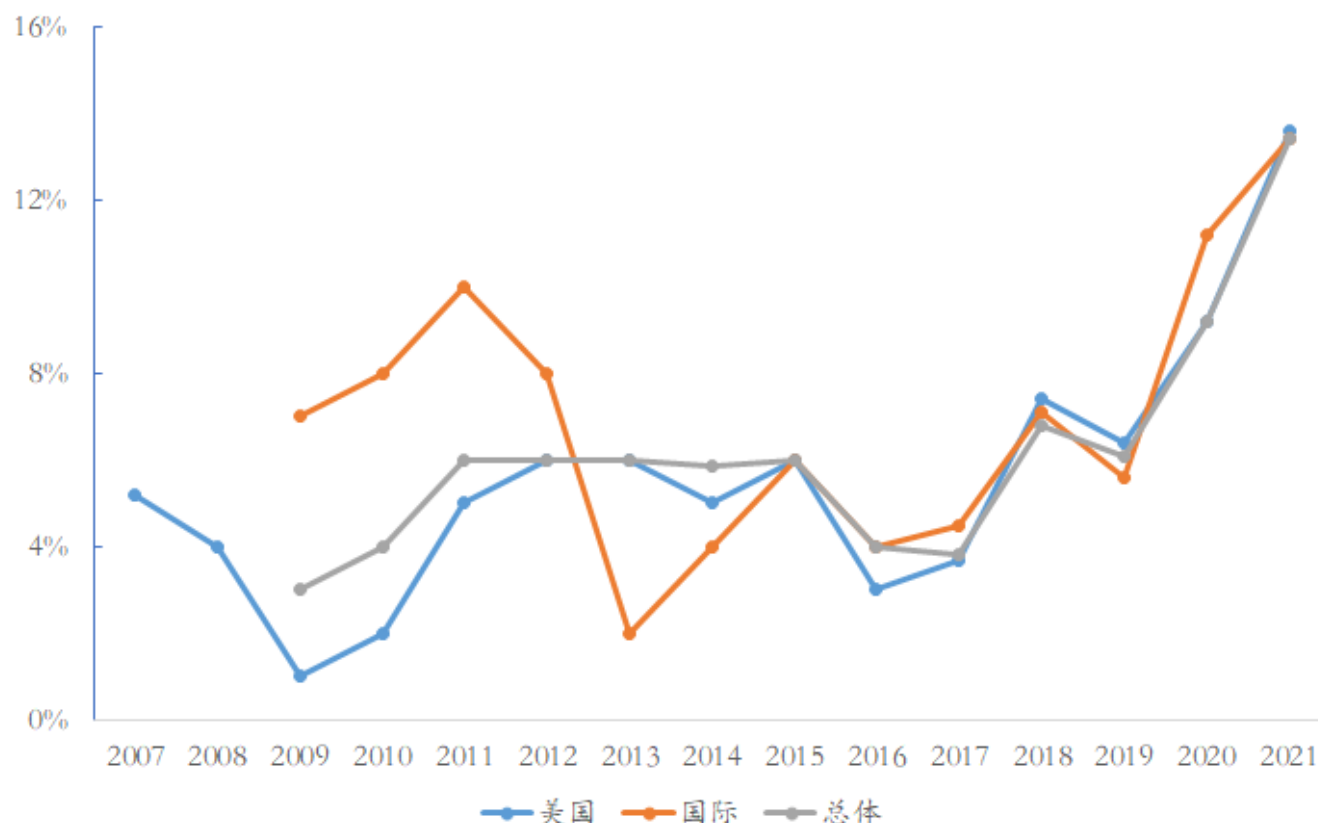


资料来源: 公司资料, 第一上海

结果: 单店模型销售强劲, 同店表现持续优异

同店持续增长: 拉出2003-2021财年, 我们发现公司同店除2009财年经济危机出现下滑, 同店增长始终保持正增长, 增长区间在1%-16%, 大多增长在6%以上, 假如剔除汽油及汇率影响, 公司同店持续保持正增长, 09-21财年, 大多年份增长率保持4%以上, 展现出门店运营强大的韧性。

图 17: 同店增长情况 (剔除汽油及汇率影响)



资料来源: 公司资料, 第一上海

同业比较

以北美超市龙头比较：

单店坪效最高：Costco单店坪效最高，每平方米可贡献收入近1.8万美元，远高于沃尔玛及其他超市龙头。其中沃尔玛坪效在0.58万美元/每平，拆开话，同样是会员制定位山姆会员店约0.94万美元，BJ批发俱乐部0.88万美元，塔吉特0.43万美元。

毛利率最低，费用率最低：与北美零售上对比，公司毛利率远低于同行，凸显公司高性价比产品策略。对比同业，沃尔玛24.8%，BJ批发俱乐部19.3%，塔吉特28.4%。Costco真正做到在每一件商品上，为会员保证低价的理念。此外，在费用率管控上，Costco也是远超同业竞争者，更高效低成本运营（包括大批量采购，高效分发，降低人力分拆成本以及以大包装形式，库存直接存放在上方货架，减少理货、补货成本），多年来，Costco的费用率基本在10%左右浮动，而对比同行，沃尔玛20.7%，BJ批发俱乐部15%，塔吉特19.8%。

存货周转天数最短：得益于公司的大包装提高单品销量等策略及门店强劲销售表现叠加等，Costco的商品周转率十分高效，存货周转天数大约30天左右，低于同业平均水平，对比同业，沃尔玛42天，BJ批发俱乐部35天，塔吉特58天。

图 18：同业比较

	COSTCO	沃尔玛	BJ'S Wholesale Club	TARGET
21财年		整体平均（沃尔玛美国+沃尔玛国际+北美山姆会员店）	山姆会员店	
成立时间	成立于1983年	1962年	1983年	1984年
截至时间	2021A(21年8月)	2021A(21年1月)		2020A(21年1月)
门店总数	828	10566	801	221
门店布局	美国：572 加拿大：105 其他：151	北美：8453 中国：423 其他：1690	美国:600家 墨西哥:165家 中国：36家	北美：221
付费会员	6170万	na	全球：5000万+ （中国：400万	600万
营业收入	1920.52亿	5552	639	154.3
SKU	少于4000	9万	4000+	7000+
存货周转天数（天）	30	42	/	35
自有品牌	Kirkland	na	3个： Simply Right, Artisan Fresh, Daily Chef	2个： Berkley Jensen, Wellsley Farms
员工人数（万人）	28.8	230	北美：10	3.2
单店面积（万平）	1.35	0.9	1.2	0.78
单店收入(亿美元)	2.428	0.53	1.1	0.689
坪效（美元/平）	17985	5838	9436.7	8833
单店销售额（亿）	2.38	0.46	1.1	
单店会员费(亿)	0.048	/	0.1	0.015
店付费会员人数（万人）	7.5	/		2.8
总毛利率	12.9%	24.80%	/	19.30%
销售毛利率	11.1%	24.30%	/	17.50%
费用率	9.4%	20.70%	/	15%
经营利润率	3.40%	4.15%	3%	4%
净利润	0.06			
净利润率	2.60%	2.80%	预估2%左右	2.80%

资料来源：公司资料，第一上海

追求会员数量长期增长，带来稳定现金流

公司作为会员仓储模式的鼻祖，打破了传统零售企业的盈利模式，依靠以低价高质量商品及优质服务吸引消费者，多方位提供会员权益服务，提高会员会员满足感及购物体验，追求会员数量的长期增长，同时Costco也更容易通过会员数据提供更有针对性有效的服务，产品结构调整更加满足会员群体的需求及偏好。考虑到公司的目标客户群体主要以个人及中小企业为主，Costco的会员模式目前主要分为2种，分别为个人会员及企业会员，而个人会员及企业会员分别分成Gold Star 和

Business 两种类型，会员年费是60 美元/年，均可享额外一张免费的家庭附属卡，同时可享受100%不满意全额退款。另外，针对是否参与返利及服务折扣，个人及企业的普通会员均可升级为执行会员，会员年费是120 美元/年，可享受可享受销售额2%的返利，最高返现上限为\$1,000 每年，同时可享受Costco服务折扣。

根据历史数据，我们也看到Costco在会员年费在长达30多年内，个人及企业会员上涨4次，且每次上涨5美元，尽管会员费有所上涨，但会员续约率多年来始终保持高水平，以21财年看，美国及加拿大会员续订率达91.3%及全球会员平均续订率约88.7%。此外，会员从1990年的600万人增长至至6170万人，年均增速约8%。Costco会员存续率高体现出Costco对会员经营和维护的成功，也展示消费者对Costco会员制模式的认可。会员数量的长期增长且保持高续约率是公司业绩稳定增长的关键。

如果算笔账，根据公司21财年披露的数据，单个付费会员年均销售额约3206美元，假如他持有的行政卡，那么按照优惠可享受销售额2%的返利，最高返现上限为\$1,000 每年。按照目前人均销售额，则单个会员则可以享受64美元返利，基本可以对冲一半会员年费，假如年消费额达到6000美元，则意味着可全部收回会员年费。目前执行会员人数占总付费人数也持续提升，更加刺激消费者前去门店购物的动力。

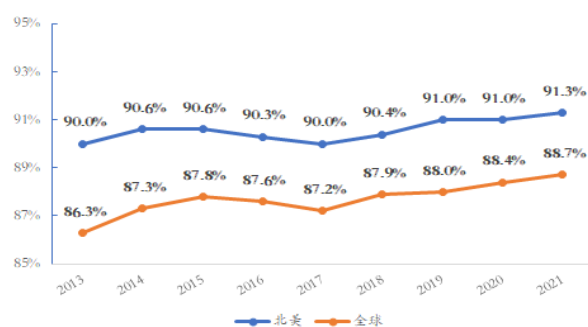
图 19：会员类型

会员类别	个人会员		企业会员	
	金星会员	执行会员	企业会员	执行会员
	\$60	\$120	\$60	\$120
				
线上及门店购物权限	✓	✓	✓	✓
2张会员卡 (本人及一张附属卡)	✓	✓	✓	✓
100%不满意全额退款	✓	✓	✓	✓
2%年度返利		✓		✓
Costco服务折扣		✓		✓

资料来源：公司资料，第一上海

图 20: 历年会员类型数量情况 (及执行会员占比)

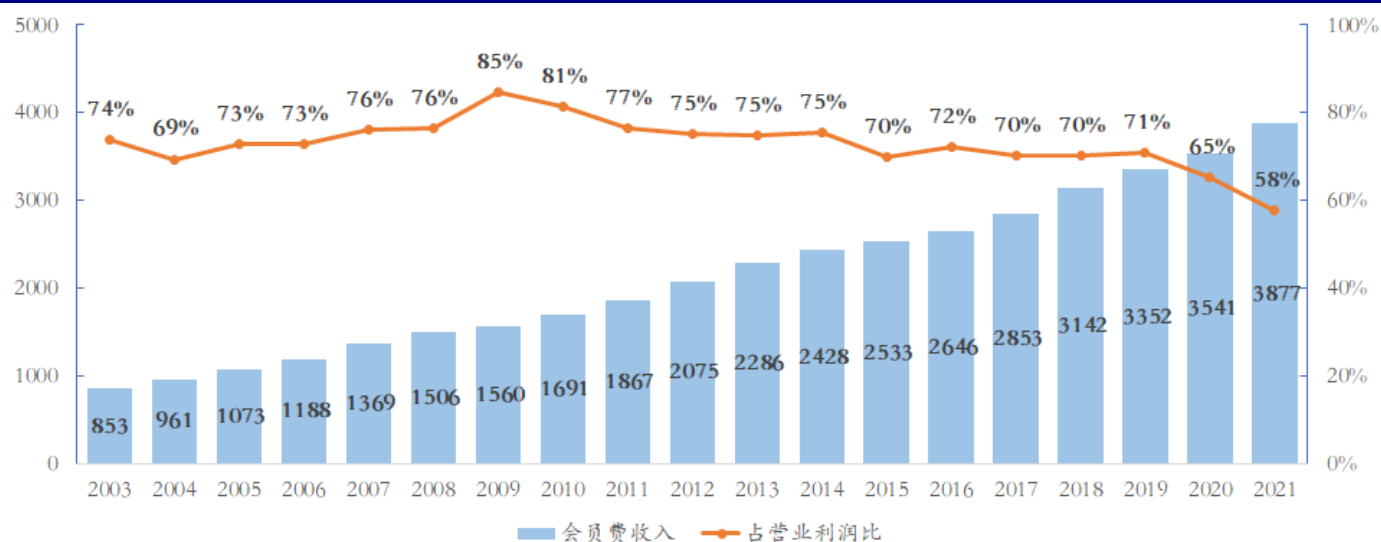
图 21: 会员续约率 (北美及全球)



资料来源: 公司资料, 第一上海

资料来源: 公司资料, 第一上海

图 22: 会员费收入历年情况及占营业利润比例情况



资料来源: 公司资料, 第一上海

图 23：退货政策

退款政策	
会员订阅	不满意随时退款
商品	按购买价格安排退货退款
商品退款细则	
电子产品	<ul style="list-style-type: none"> 仅接受确认收货后90天内退货退款申请； 专业客户服务代表提供技术支持，跟进相关退款退货流程；
珠宝	1克拉及以上钻石申请退货退款，顾客需提供相应原始证明文件（IGI和GIA证书），Costco研究宝石学家将于48小时内验证货品真伪；
烟酒	不接受来自法律禁止地区的烟酒退货退款；
有使用期限商品（轮胎、电池等）	根据产品特定退货说明安排退货退款；
咨询/安装服务	除非服务并未达到要求，无法安排退货退款；
商品退货细则	
线下购买	任意Costco仓储门店的退货柜台
线上购买	任意Costco仓储门店的退货柜台或于Costco.com发起退货申请

资料来源：公司资料，第一上海

低价获取流量

在营销方面，Costco通过邮寄纸质广告册或发送电子宣传册的方式主动营销，发放会员专享优惠券，使得会员在返利的基础上，能够享有更多的消费优惠，进一步刺激会员的购买率，并持续维持会员粘性。

公司每月定期推出当月的促销商品清单，优惠方式除了一般的降价折扣之外，亦包含折扣组合销售、购买送 COSTCO TRAVEL 信用分等多种促销手法，全方位刺激会员消费；促销范围基本覆盖全产品线，包括食品百货、健康保健、电子科技、珠宝腕表等，保证公司全品类的宣传强度；同时，通过一月一换促销产品的方式，保持门店和线上消费的吸引力，以持续获得流量。

图 24：促销宣传册



资料来源：公司资料，第一上海

以北美为基本盘，海外持续扩张

截至2021年11月，Costco于全球开店828家，其中北美门店717家，占比86%，其中北美门店已覆盖美国48个州，加拿大9个省。自1983年于华盛顿开设第一家门店起，到如今的北美门店717家，Costco每年平均开设约18家门店。随着覆盖率的逐渐提升，门店下沉及市场渗透率逐渐放缓，近几年Costco于北美的新门店多为同区域的门店加密或旧门店换址。

公司在海外市场的探索中保持着谨慎稳健的扩张风格。在欧洲市场中，本土零售商超多数的商品都以零售小包装的形式进行销售，而Costco的商品大多数则以大包装量贩的形式进行销售。Costco在进驻欧洲市场时，为了迎合当地消费者喜好，于欧洲的门店商品多选自当地的热销品牌，但将销售形式从普遍的零售小包装改为大包装量贩式的产品组合，同时以低于市面普遍商超的价格进行销售，保证商品的价格的竞争力，从而提高当地消费者的购买率。通过销售当地受欢迎的品类，结合其大包装高性价比的品牌特色，Costco在欧洲市场也成功的稳健扩张。自1993年公司于英国开设第一家Costco门店起，截至2021年，Costco于英国运营29家门店，法国一家门店，西班牙和冰岛各一家门店。

公司在东亚市场的扩张相较更晚，Costco于1997年才在台湾开设门店，正式开启在东亚地区的海外扩张之路，1998年与韩国开设三家门店，1999年第一家门店在日本开业，于2019年才进入中国内地市场。相较北美市场，亚洲市场主要有以下两个差异：1）消费文化差异：亚洲地区仓储式、大门店的商超较少，相较于北美消费者偏好的以周或以月为单位的囤货购物，便利店文化或社区商超在亚洲更加流行，居民的购物频次更高，一次购买的产品更少，消费具有少量多次的特点；2）饮食偏好差异：在饮食口味方面的偏好不同，使得占Costco营收较大比重的食品生鲜品类的销售可能在东亚地区碰壁。

以台湾市场为例，台湾首家门店于1997年开设，由于当地消费文化和饮食习惯的不同，Costco在门店开业后的前五年均未实现盈利，但公司并未改变其大批量仓储式销售的商业模式，而是在产品方面进行本土化调整，比如降低沙拉酸度，降低三明治热量等，通过坚持大包装量贩高性价比产品的经营理念，结合适当的本地化调整，随着其高性价比的产品逐渐获得认可，逐步打开台湾市场，截至2021年，Costco已在台湾开设14家门店。

图 25：历年各国门店数量情况

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
北美												
美国	425	433	448	461	474	488	506	518	533	546	558	572
加拿大	80	82	85	87	88	90	94	98	100	100	102	105
墨西哥	32	32	32	33	34	36	36	37	39	39	39	40
欧洲及大洋洲												
英国	22	22	23	25	26	27	28	28	28	29	29	29
澳大利亚	1	3	3	5	7	8	8	9	10	11	12	13
西班牙						2	2	2	2	2	3	4
法国								1	1	1	1	1
冰岛								1	1	1	1	2
亚洲												
日本	9	11	13	18	20	24	25	26	26	26	27	30
韩国	7	7	9	9	11	12	12	13	15	16	16	16
中国台湾		8	9	10	10	11	12	13	13	13	14	14
中国										1	1	2

资料来源：公司资料，第一上海，截至 12 月底

盈利预测及估值

关键假设：

- 1) 开店计划：预估2022财年净新开设门店约25家（截至1Q22财年已净开设6家），考虑到门店扩张需考虑多方面因素及机会窗口的不确定，假设Costco扩张计划中美国门店有所放缓，海外扩张持续推进，整体节奏保持不变并逐步有所放缓。
- 2) 考虑到公司暂时没有提高会员费计划，但考虑到执行会员的占比逐步提升，预估保守考虑会员费保持温和增长（1-2%左右）。考虑到公司持续为消费者提供优质且低价的商品及全方位服务理念，假设会员持续保持高粘性，续约率继续保持高水平。
- 3) 剔除当年不续约会员人数影响外，假设单个新开门店当年新增付费会员人数情况保持相对稳定。
- 4) 新开门店对当年门店销售贡献占比保持相对稳定；
- 5) 毛利率及费用率：我们预计保持相对稳定，有效税率保持26-27%。

综上，我们预计2022-2024财年，公司总营业收入约2144亿，2279亿，2406亿元，同比增长9%，6%及6%。业绩方面，我们预计22-24财年，公司录得归母净利润约55.8亿元，59.5亿元，62.9亿元，同比增长12%，7%及6%。

图 26：收入预测

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
总门店数	795	817	842	865	889	913	932	951
净增加	12	22	25	23	24	24	19	19
分拆：								
美国	552	565	583	593	603	613	623	633
加拿大	101	105	108	110	112	114	116	118
墨西哥	39	39	39	40	42	44	45	46
英国	29	29	32	33	34	35	36	37
日本	27	30	30	31	32	34	35	36
韩国	16	16	16	17	18	20	21	22
台湾	13	14	14	15	17	19	20	21
澳大利亚	12	13	13	14	16	17	18	19
西班牙	3	3	3	4	5	6	6	6
法国	1	1	1	2	2	2	2	2
冰岛	1	1	1	2	2	2	2	2
中国	1	1	2	4	6	7	8	9
净销售额（亿元）	1,632	1,921	2,103	2,236	2,360	2,491	2,625	2,764
YOY	9%	18%	9%	6%	6%	6%	5%	5%
付费会员（百万人）	58	62	65	67	69	72	72	73
总持卡人数（百万人）	106	112	117	121	125	130	131	132
其中执行会员（百万人）	23	26	27	28	29	30	30	31
占总付费会员	39%	41%	41%	42%	42%	42%	42%	42%
会员续费率								
美国/加拿大	91%	91%	92%	92%	92%	92%	92%	92%
全球	88%	89%	89%	89%	90%	90%	90%	91%
会员费（亿元）	35	39	42	43	46	48	50	52
人均会员费（美元/付费会员）	63	65	65	66	67	69	70	71
yoy	0%	2%	0%	2%	2%	2%	2%	2%
总收入	1,668	1,959	2,144	2,279	2,406	2,539	2,676	2,816
美国收入	1221	1414	1545	1639	1719	1802	1889	1980
yoy	9%	16%	9%	5%	5%	5%	5%	5%
同店增长率（考虑汽油影响）	8%	15%	8%	4%	4%	4%	4%	4%
新开门店全年收入贡献			53%	53%	53%	53%	53%	53%
新开门店对收入拉动比例	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%
加拿大收入	224	273	296	312	328	344	362	380
yoy	5%	22%	9%	5%	5%	5%	5%	5%
同店增长率（考虑汽油及汇率影响）	6%	10%	5%	4%	4%	4%	4%	4%
新开门店全年收入贡献			70%	60%	60%	60%	60%	60%
新开门店对收入拉动比例	-1%	11%	3.5%	1.3%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%
其他国家收入	222	272	303	328	359	393	425	456
yoy	13%	23%	11%	8%	10%	9%	8%	7%
同店增长率（考虑汽油影响）	13%	12%	7%	5%	5%	5%	5%	5%
新开门店全年销售贡献			80%	60%	60%	60%	60%	60%
新开门店对收入拉动比例	0%	10%	4%	3%	5%	4%	3%	2%

资料来源：公司资料，第一上海

图 27：业绩预测（百万）

	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
总营业收入	152,703	166,761	195,929	214,422	227,917	240,577
YOY	8%	9%	17%	9%	6%	6%
净销售额	149,351	163,220	192,052	210,253	223,573	235,991
会员费	3,352	3,541	3,877	4,170	4,345	4,587
销售成本	132,886	144,939	170,684	186,809	198,533	209,560
总毛利（占总营收）	19,817	21,822	25,245	27,613	29,385	31,018
综合毛利率	13%	13%	12.9%	13%	13%	13%
门店销售层面						
毛利（销售层面）	16,465	18,281	21,368	23,443	25,040	26,431
毛利率（占销售额）	11.02%	11.20%	11.13%	11.15%	11.20%	11.20%
会员费						
毛利	3,352	3,541	3,877	4,170	4,345	4,587
毛利率	100%	100%	100%	100%	100%	100%
SG&A	14,994.0	16,332.0	18,461.0	19,916.0	21,157.9	22,351.5
费用率	10%	10%	9.4%	9.3%	9.3%	9.3%
开业前费用	86.0	55.0	76.0	50.0	79.5	82.9
经营利润	\$4,737	\$5,435	\$6,708	\$7,647	\$8,147	\$8,583
经营利润率	3.1%	3.3%	3.4%	3.6%	3.6%	3.6%
EBITDA	\$6,229	\$7,080	\$8,489	\$9,656	\$10,285	\$10,842
利息费用	(150.0)	(160.0)	(171.0)	(164.4)	(164.9)	(166.2)
利息收入及其他	178.0	92.0	143.0	157.4	164.4	190.1
融资净额	\$28.0	(\$68.0)	(\$28.0)	(\$7.0)	(\$0.5)	\$23.9
除税前利润	4,765	5,367	6,680	7,640	8,147	8,607
所得税	1,061.0	1,308.0	1,601.0	1,979.0	2,110.4	2,229.5
有效税率	22%	24%	24%	26%	26%	26%
净利润	\$3,704	\$4,059	\$5,079	\$5,661	\$6,037	\$6,377
yoy	16.5%	9.6%	25.1%	11.5%	6.6%	5.6%
少数股东损益	(45.0)	(57.0)	(72.0)	(77.8)	(83.0)	(87.7)
归母净利润	\$3,659	\$4,002	\$5,007	\$5,583	\$5,954	\$6,290
基本EPS	\$8.32	\$9.05	\$11.30	\$12.56	\$13.36	\$14.08
摊薄EPS	\$8.26	\$9.02	\$11.27	\$12.56	\$13.36	\$14.08

资料来源：公司资料，第一上海

估值

我们认为 Costco 是少有的稳健型增长的公司，公司独特的商业模式已经持续被市场验证成功。COSTCO 打破传统零售商盈利模式，以会员费作为主要盈利来源，通过低价优质的商品去持续吸引消费者，利用产品设计（包括精选模式，大包装，高质低价，自有品牌走强，规模供应）等及严格的成本管控能力，尽可能压低商品价格，持续为消费者提供高性价比产品及多方面的权益服务，不断加强会员粘性，长期上会员人数的持续增长。公司单店销售持续表现强劲，公司的品牌效应持续提供及议价权进一步走强，从而获得更低价高质商品，吸引更多新消费者及留住现有会员保持高续约率，成功培养其线下消费习惯，形成一个良好的商业循环。估值方面，我们采用 DCF 估值（WACC=6%，永续增长率 3.7%），给予目标价 647 美元，对应现有股价仍有 15% 上升空间，给予买入评级。

风险点：海外扩张水土不服，同类会员制商超加剧竞争等

图 28： DCF 估值

	稳定期							永续期	
折现年限	0	1	2	3	4	5	6	7	8
现金流量预测	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
自由现金流量	4,607	5,578	5,938	6,316	6,773	7,241	7,751	8,301	8,716
自由现金流增长率		21%	6%	6%	7%	7%	7%	7%	5%
折合至2022年的现金流量	4,607	5,262	5,285	5,303	5,365	5,411	5,464	5,521	252,026
永续期折现值									392,975
WACC	6.0%								
长期增长率	3.7%								
债券价值	0								
现金流折现	294,243								
减：净金融负债	-6139								
股本价值	288,104								
股本数量（预期）	445								
DCF 法之每股价值（美元）	647								

资料来源：公司资料，第一上海

主要财务报表

损益表					
单位: 百万美元					
	2020财年	2021财年	2022财年	2023财年	2024财年
	实际	实际	预测	预测	预测
总收入	166,761	195,929	214,422	227,917	240,577
-净销售收入	163,220	192,052	210,253	223,573	235,991
-会员费	3,541	3,877	4,170	4,345	4,587
销售成本	144,939	170,684	186,809	198,533	209,560
SG&A	16,332	18,461	19,916	21,158	22,352
开业前费用	55	76	50	79	83
经营利润	5,435	6,708	7,647	8,147	8,583
利息费用	-160	-171	-164	-165	-166
利息收入及其他	92	143	157	164	190
融资净额	-68	-28	-7	-1	24
除税前利润	5,367	6,680	7,640	8,147	8,607
所得税	1,308	1,601	1,979	2,110	2,230
净利润	4,059	5,079	5,661	6,036	6,377
归母净利润	4,002	5,007	5,583	5,953	6,290
少数股东损益	-57	-72	-78	-83	-88
基本EPS	9.05	11.30	12.56	13.36	14.08
摊薄EPS	9.02	11.27	12.56	13.36	14.08
DPS (美元)	2.7	12.8	3.3	3.6	4.0
资产负债表					
	2020财年	2021财年	2022财年	2023财年	2024财年
	实际	实际	预测	预测	预测
现金与现金等同	12,277	11,258	13,893	17,347	20,995
短期投资	1,028	917	917	917	917
应收账款与票据	1,550	1,803	2,160	2,300	2,433
库存	12,242	14,215	16,035	17,043	17,991
其他流动资产	1,023	1,312	1,312	1,312	1,312
总计流动资产	28,120	29,505	34,317	38,920	43,648
总固定资产	34,703	37,654	41,059	44,564	48,138
累计折旧	-12896	-14162	-16172	-18309	-20568
净固定资产	21,807	23,492	24,888	26,255	27,571
经营租赁资产	2,788	2,890	2,890	2,890	2,890
其他长期资产	2,841	3,381	3,381	3,381	3,381
总资产	55,556	59,268	65,476	71,445	77,490
应付账款	14,172	16,278	17,832	18,951	20,004
短期借款	95	799	799	799	799
其他短期负债	10,577	12,364	13,101	13,638	14,142
总计流动负债	24,844	29,441	31,732	33,388	34,945
长期借款	7,514	6,692	6,692	6,692	6,692
其他长期负债	29,337	34,498	36,789	38,445	40,002
总负债	36,851	41,190	43,481	45,137	46,694
总股东权益	18,705	18,078	21,995	26,308	30,795

资料来源: 公司资料, 第一上海预测

财务能力分析					
	2020财年	2021财年	2022财年	2023财年	2024财年
	实际	实际	预测	预测	预测
盈利能力					
毛利率 (%)	13.1%	12.9%	12.9%	12.9%	12.9%
经营利润率 (%)	3.3%	3.4%	3.6%	3.6%	3.6%
净利率(%)	2.4%	2.6%	2.6%	2.6%	2.7%
营运表现					
销售及管理费用/收入(%)	9.8%	9.4%	9.3%	9.3%	9.3%
实际税率 (%)	24.4%	24.0%	25.9%	25.9%	25.9%
股息支付率 (%)	29.8%	113.3%	26.3%	27.2%	28.4%
库存周转天数	30.8	30.4	31.3	31.3	31.3
应收账款天数	3.4	3.4	3.7	3.7	3.7
应付账款天数	35.7	34.8	34.8	34.8	34.8
财务状况					
资产负债率	66.3%	69.5%	66.4%	63.2%	60.3%
流动比率	1.1	1.0	1.1	1.2	1.2
速动比率	0.6	0.5	0.6	0.7	0.7
ROA	8.0%	8.8%	9.1%	8.8%	8.6%
ROE	23.7%	27.6%	28.3%	25.0%	22.3%
现金流量表					
	2020财年	2021财年	2022财年	2023财年	2024财年
	实际	实际	预测	预测	预测
净利润	4,059	5,079	5,489	6,036	6,377
折旧、摊销	1,645	1,781	2,010	2,138	2,259
其他非现金调整	959	1,095	400	400	400
营运资本变动	2,198	1,003	114	508	476
经营活动现金流量	8,861	8,958	8,012	9,082	9,512
购买短期投资	52	115	0	0	0
购买固定资产	-2,810	-3,588	-3,405	-3,505	-3,574
固定资产处置	0	0	0	0	0
其他投资活动	30	-62	0	0	0
投资活动现金	-3,891	-3,535	-3,405	-3,505	-3,574
已付股利	-1,479	-5,748	-1,472	-1,623	-1,790
短期拆借变动	0	41	0	0	0
长期借款增加	3,992	0	0	0	0
长期借款减少	-3,200	-94	0	0	0
行使股权激励所得及最低税款缴扣	-330	-312	0	0	0
回购普通股	-196	-496	-500	-500	-500
其他融资活动	66	121	0	0	0
融资所得现金	-1,147	-6,488	-1,972	-2,123	-2,290
现金净增减	3,893	-1,019	2,635	3,454	3,648
现金剩余	12,277	11,258	13,893	17,347	20,995

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”）编制并只作私人一般阅览。未经第一上海书面批准，不得复印、节录，也不得以任何方式引用、转载或传送本报告之任何内容。本报告所载的内容、资料、数据、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的邀请或要约或构成对任何人的投资建议。阁下不应依赖本报告中的任何内容作出任何投资决定。本报告的内容并未有考虑到个别的投资者的投资取向、财务情况或任何特别需要。阁下应根据本身的投资目标、风险评估、财务及税务状况等因素作出本身的投资决策。

本报告所载资料来自第一上海认为可靠的来源取得，但第一上海不能保证其准确、正确或完整，而第一上海或其关联人士不会对因使用/参考本报告的任何内容或数据而引致的任何损失而负上任何责任。第一上海或其关联人士可能会因应不同的假设或因素发出其它与本报告不一致或有不同结论的报告或评论或投资决策。本报告所载内容如有任何更改，第一上海不作另行通知。第一上海或其关联人士可能会持有本报告内所提及到的证券或投资项目，或提供有关该证券或投资项目的证券服务。

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。此文件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。