

全球观察之 Costco

主业稳健一如既往，电商渠道快速增长

核心观点：

● 主业稳健一如既往，税务追索拖累利润

Costco 是全球最大会员制仓储超市。FY19（财年为截止 19 年 9 月 1 日的 52 周）全年营收为 1527 亿美元，同比增长 7.9%；单 Q4 营收 475 亿美元，同比增长 7.0%。全年归母净利润 36.6 亿美元，同比增长 16.8%，Q4 归母净利润为 11.0 亿美元，同比增长 5.2%；如剔除因税务追索产生的 1.23 亿美元一次性费用计提的影响，全年/Q4 归母净利润增速约为 20%/14%。Q4 利息收入增加、有利的税收调整亦贡献利润增长。

全年调整后同店增长 6.1%（剔除油价和汇率影响）；单 Q4 同店增长 5.1%，客流量/客单价分别贡献 3.7%/1.4%。Q4 调整后毛利率同比增长 20bp，其中附加服务提升 31bp，核心商品微升 4bp 基本稳定。

FY19 门店净增 21 至 783 家，其中美国增加 17 家，英/韩/中/澳各增加 1 家；单 Q4 净增 10 家门店。19 年 8 月中国内地首家门店于上海开业，注册会员数超过 20 万；公司预计 21 年初在沪开设第二家门店。

Q4 会员净增长 130 万至 9850 万，全球/北美会员续费率小幅提升至 88.4%/90.9%，均创历史新高；其中执行会员（年费更高、消费返利 2%）增加 36.2 万至 2080 万，在整体会员中的占比提升。执行会员项目继进入美、加、墨、英、韩市场后，19 年 10 月推广至日本。

● 积极拥抱线上渠道，增加电商业务丰富度

电商销售全年/Q4 分别增长 23.3%/21.9%（剔除汇率等影响），我们测算 FY19 线上商品销售占比已接近 5%。根据公司财报披露，Q4 线上家电 3C 增长尤为强劲，日杂占比仍然较小但保持健康成长势头；本季度 Costco 首次将部分品牌厨电、高端化妆品引入电商平台，并逐步在线上推广门店购物的“寻宝”产品，增加购物趣味性。目前，Costco 已在美、加、墨、英、韩、中国台湾运营电商平台，预计 FY20 年中推广至日、澳市场；Costco Grocery 两日达业务已由美国推广至加拿大，鲜食当日达服务正推进与加拿大当地配送商的合作，预计 FY20 上线服务。

19 年 7 月，Costco App 增设电子会员卡功能，同时支持线上注册会员，带动 Q4 电子会员激活数超过 250 万；至 FY19 期末，Costco App 平台已有约 1000 万会员使用，渗透率接近 10%。电子会员增加了 Costco 触达会员的渠道，热门商品的线上推送已经显示出增加购物频次的成效。

● 风险提示

电商冲击线下消费，主力客群购物习惯变化；公司电商业务拓展不达预期；全球化拓展不达预期。

行业评级

买入

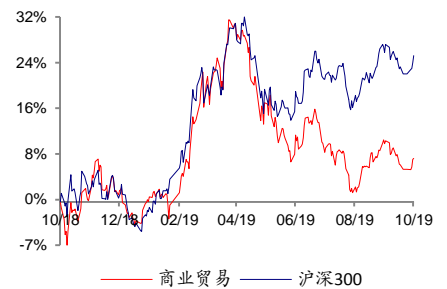
前次评级

买入

报告日期

2019-10-11

相对市场表现



分析师：

洪涛



SAC 执证号：S0260514050005



SFC CE No. BNV287



021-60750633



hongtao@gf.com.cn

相关研究：

全球观察之 Tiffany&Co.: 2019-09-04

1H19 收入下滑，中国内地市场两位数增长

全球观察之雅诗兰黛:FY19 2019-08-21

保持强劲增长，积极拥抱数字化营销和电商渠道

全球观察之开云集团:2Q19 2019-08-20

增速放缓，夯实供应链等基础建设

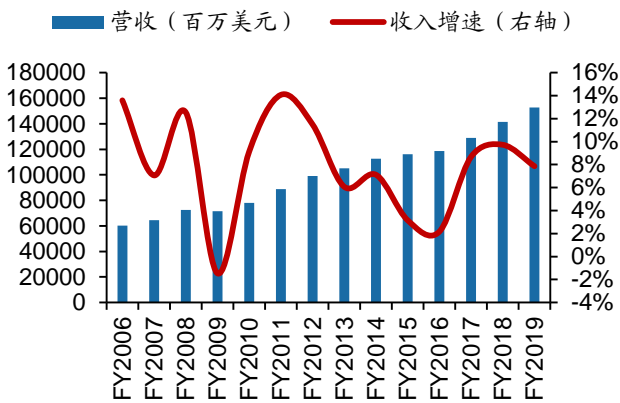
重点公司估值和财务分析表

股票简称	股票代码	货币	最新 收盘价	最近 报告日期	评级	合理价值 (元/股)	EPS(元)		PE(x)		EV/EBITDA(x)		ROE(%)	
							2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E
南极电商	002127.SZ	CNY	11.38	2019/9/25	买入	14.3	0.51	0.67	22.31	16.99	20.13	15.42	25.1	24.9
苏宁易购	002024.SZ	CNY	10.34	2019/9/29	买入	14.8	2.10	0.41	4.92	25.22	19.59	12.43	19.8	3.8
永辉超市	601933.SH	CNY	8.97	2019/9/29	增持	10.9	0.25	0.31	35.88	28.94	29.17	19.86	10.9	12.1
家家悦	603708.SH	CNY	26.45	2019/9/23	增持	28.8	0.82	0.98	32.26	26.99	17.80	15.03	14.9	15.1
天虹股份	002419.SZ	CNY	11.41	2019/8/16	买入	14.0	0.82	0.92	13.91	12.40	7.50	7.17	14.2	13.9
王府井	600859.SH	CNY	14.48	2019/9/2	买入	21.0	1.62	1.72	8.94	8.42	3.53	3.28	10.9	10.7
重庆百货	600729.SH	CNY	29.65	2019/8/28	买入	39.0	2.24	2.74	13.24	10.82	6.53	5.91	14.5	15.6
周大生	002867.SZ	CNY	20.52	2019/8/24	买入	28.5	1.44	1.75	14.25	11.73	11.29	9.00	20.1	19.6
老凤祥	600612.SH	CNY	49.95	2019/8/28	买入	59.6	2.71	3.14	18.43	15.91	7.91	6.78	18.6	17.8
上海家化	600315.SH	CNY	36.53	2019/8/16	增持	37.1	1.06	1.25	34.46	29.22	32.75	25.72	11.1	11.5
爱婴室	603214.SH	CNY	39.77	2019/8/13	买入	44.4	1.48	1.75	26.87	22.73	15.85	13.49	15.4	16.3
红旗连锁	002697.SZ	CNY	7.67	2019/10/10	增持	8.15	0.34	0.41	22.56	18.71	18.10	16.46	15	15.3
阿里巴巴	BABA.N	USD	166.07	2019/9/9	买入	225	6.92	9.03	24.00	18.39	21.73	16.75	13.5	13.8
京东	JD.O	USD	28.58	2019/8/15	买入	37.7	0.77	1.02	37.12	28.02	28.74	18.77	9.3	7.4

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

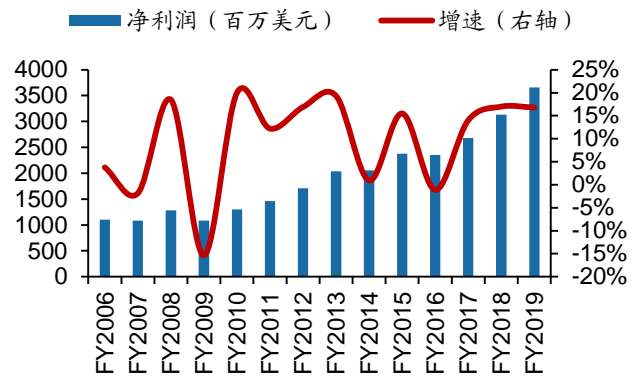
备注: 1) 表中估值指标按照最新收盘价计算; 2) 阿里巴巴 2019E 指 FY2020E (2019/3/31 至 2020/3/31), 采用 non-GAAP 口径 EV/EBITDA 和 EPS; 3) 京东采用 non-GAAP 口径 EPS; 4) 周大生 7 月 10 日 10 派 6.5 转增 5, 相应 EPS 及估值指标做除权处理。

图 1: Costco财年营收与收入增速



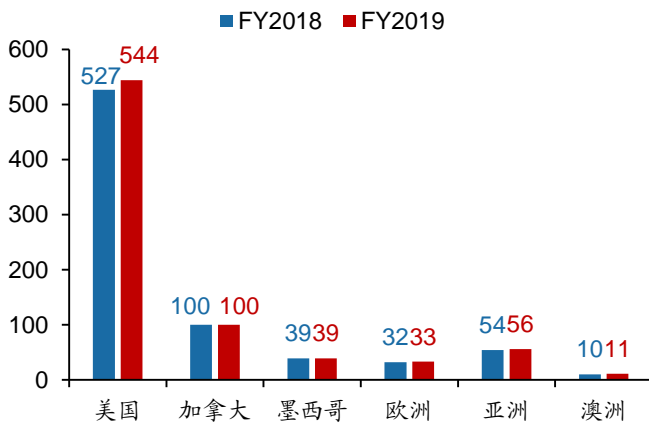
数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图 2: Costco财年净利润与净利润增速



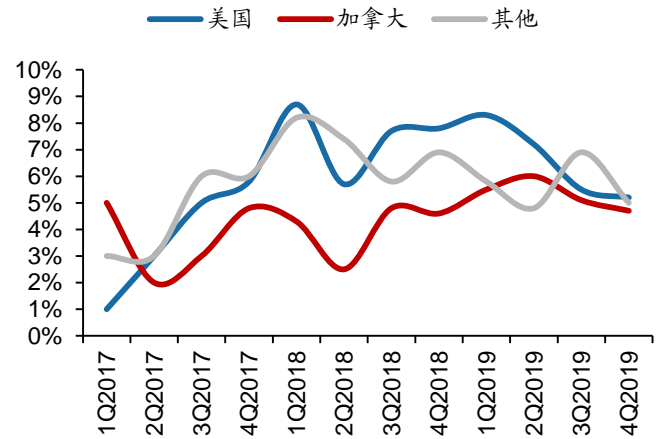
数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图 3: Costco FY2019分地区门店增长



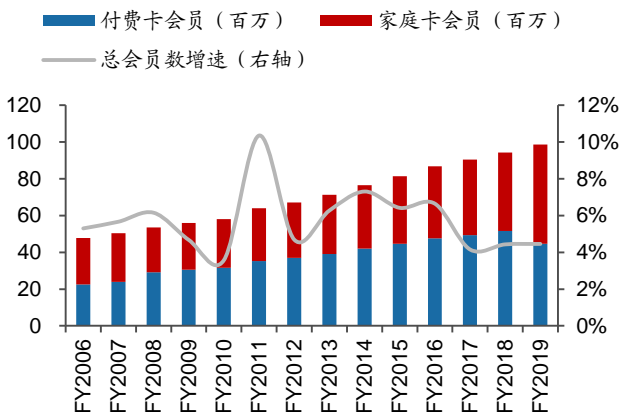
数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图 4: Costco分地区收入可比增速



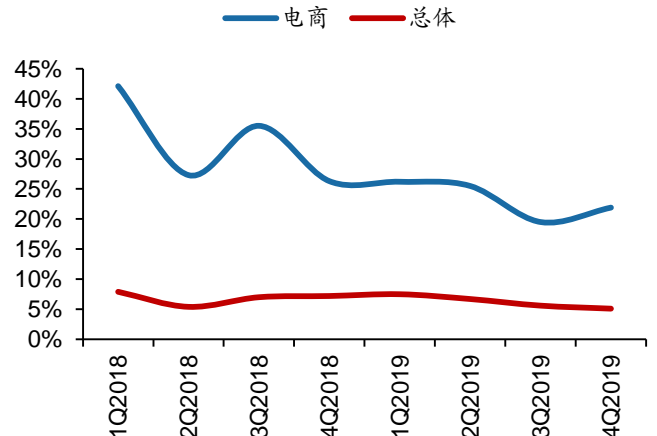
数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图 5: Costco会员人数及增速



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图 6: Costco电商平台可比收入增速



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

广发商贸零售行业研究小组

洪涛：首席分析师，浙江大学金融学硕士，2010年开始从事商贸零售行业研究，2014年加入广发证券发展研究中心，曾就职于华泰联合证券、平安证券。2015-2017年新财富批零行业第四名，2017年水晶球分析师第一名，2017年金牛分析师第三名。

高峰：资深分析师，上海交通大学管理科学与工程硕士，2018年加入广发证券发展研究中心，曾就职于招商证券。

贾雨朦：联系人，伦敦政治经济学院风险与金融硕士，2018年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。

持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。

卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。

增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。

持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。

卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦 35楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 厦31层	北京市西城区月坛北 街2号月坛大厦18 层	上海市浦东新区世纪 大道8号国金中心一 期16楼	香港中环干诺道中 111号永安中心14楼 1401-1410室
邮政编码	510627	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去 12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。