

好市多 (COST.O) : 长青的全球仓储会员零售龙头, 会员费提价和全球扩张带来增长空间



YING UE
SFCCERef:BFN311
magnis@futuhk.com

WENBO WEI
wendeywei@futunn.com

2022年03月18日

核心观点

- **美国零售额持续稳步增长**，2021年美国的零售总额为6.6万亿美元，较上年增长17.9%，实体店的增长速度首次超过电子商务，实体店增长18.5%，而电子商务增长14.2%。美国零售业已经从2020年最糟糕的时期中走出。
- **全球仓储会员零售龙头，地位领先**。美国仓储会员零售行业起源于上世纪五六十年代的折扣店兴起，发展至今经过行业兼并整合已形成好市多、山姆会员店和BJ会员店三大玩家，竞争格局极其稳定，但实际上好市多在仓储会员店市场的龙头地位非常领先。2021年好市多实现净销售额1920亿美元，是第二名山姆会员店的2.6倍，第三名BJ会员店的11.8倍。
- **强有力的独特商业模式和消费群体**。不同于传统零售商赚取销售商品差价的盈利模式，好市多更高比例的利润贡献来源于会员费，商品销售遵循低毛利原则，独特商业模式经过市场验证。客户群体为中产阶级家庭，是消费的主力军；
- **极强的价格优势**。好市多主打品质商品高性价比，以低价高质商品和服务吸引会员加入。好市多维持低价的秘诀，以规模优势和自有品牌体系获得采购优势，单个SKU贡献销售额高，拥有对上游的强议价权。
- **会员粘性强，会员费提价可能带来额外增长，重视消费者体验，客户满意度常年位居第一位**；以多样化门店配套服务引流商品销售，协同提高会员复购率和会员粘性。付费会员人数持续稳定增长，截至2021年底，全球会员人数达到1.12亿人，其中付费会员6170万人，更高消费力的执行会员占付费会员的比例不断提升。客户忠诚度高，全球及北美续订率稳定攀升至89.6%和92%；按照历史规律，存在今年提高会员费的可能性
- **单店模型强劲，长周期同店增长率始终表现优秀**，在不同经济环境下的抗风险能力较强。单店坪效远高于竞争对手，存货周转高效，运营效率超过行业平均水平。公司销售管理与一般费用率水平始终维持行业水平的一半，体现在选址成本低、装修费用低、人力成本低、运输成本低
- **门店保持全球稳步扩张**，2014年以来每年新增门店数量在20~30家；海外新市场扩张相对谨慎，门店本地化能力较强；预计22财年将净新增28个门店，主要在美国本土和国际市场
- **全球供应链危机和高通胀背景下保持良好库存水平**，通胀问题的不利影响整体可控，通过提前订购和租用船只等应对措施，为公司的供应链提供了额外的灵活性
- **数字化建设转型，疫情助推电商发展**，自建物流体系实现大部分货物配送，优化消费者线上购物体验
- **盈利预测**：我们预计2022-2023财年，公司总营业收入约2199亿，2436亿，同比增长12%，11%。业绩方面，我们预计22-23财年，公司录得归母净利润约53.8亿元，71.5亿元，同比增长12%，27%。考虑到公司作为全球仓储会员店龙头，打破传统零售商的独特商业模式，拥有极强的会员粘性和高效的运营效率。予2023年38x PE，对应合理估值为每股621美元。（截至2022/3/16）

目录

一、行业与竞争：全球仓储会员零售龙头，地位领先

二、业务介绍：立足北美，全球布局

三、投资亮点：强有力的商业模式，客户忠诚度高

四、盈利预测与风险提示

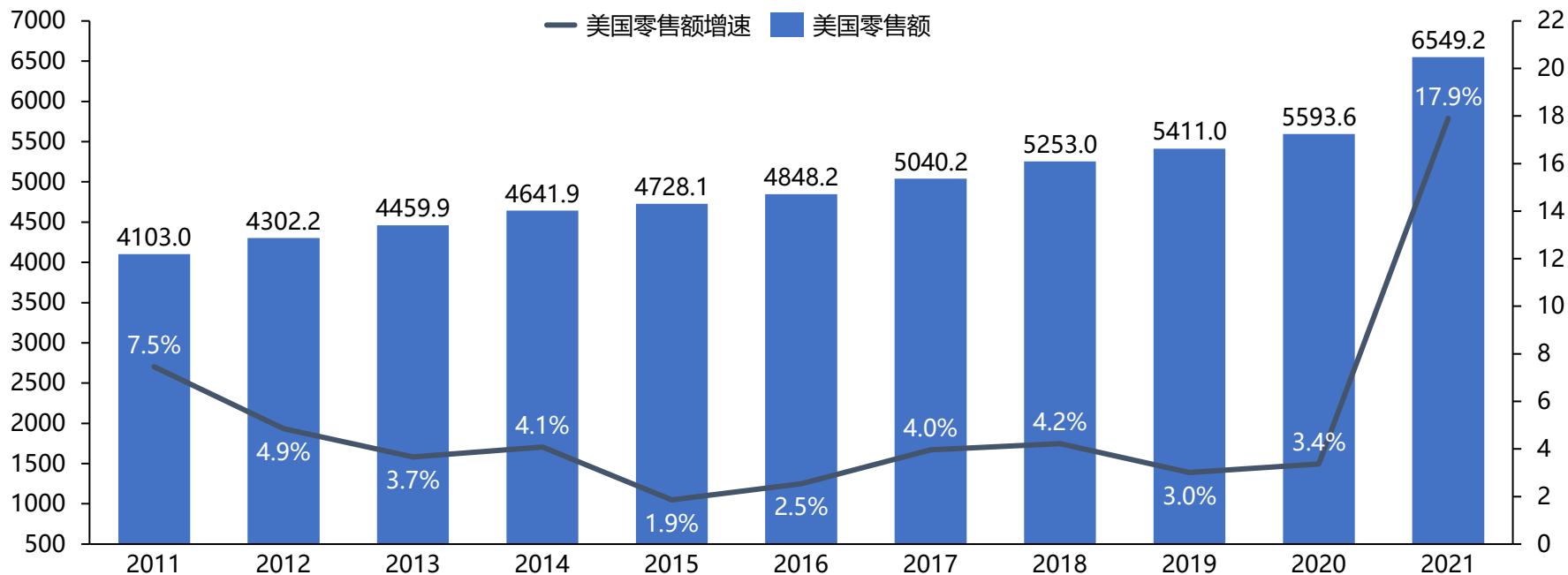
美国零售业十年来持续稳定增长，2021年全年零售总额同比增长17.9%，实体门店强劲复苏，增速超过电子商务；

美国零售业增速情况

过去10年，美国零售额持续稳步增长。2011年到2020年，零售额在10年里增长了36.1%，复合增长率为3.5%。过去十年中最小的同比增长出现在2015年，当时美国零售额仅增长了1.89%。

- 由于新冠疫情影响，2020年的增长速度有所放缓，2020年的增长率为3.09%。
- 从2021年全年来看，2021年美国的零售总额为6.6万亿美元，较上年增长17.9%。实体店的增长速度首次超过电子商务，实体店增长18.5%，而电子商务增长14.2%。14.2%的增长略高于平均，但远低于2020年电子商务31.8%的增长。美国零售业已经从2020年最糟糕的时期中走出，但疫情问题导致的供应链中断、实际薪酬下滑、疫情影响经济活动等问题还将在2022年对零售业提出诸多挑战。

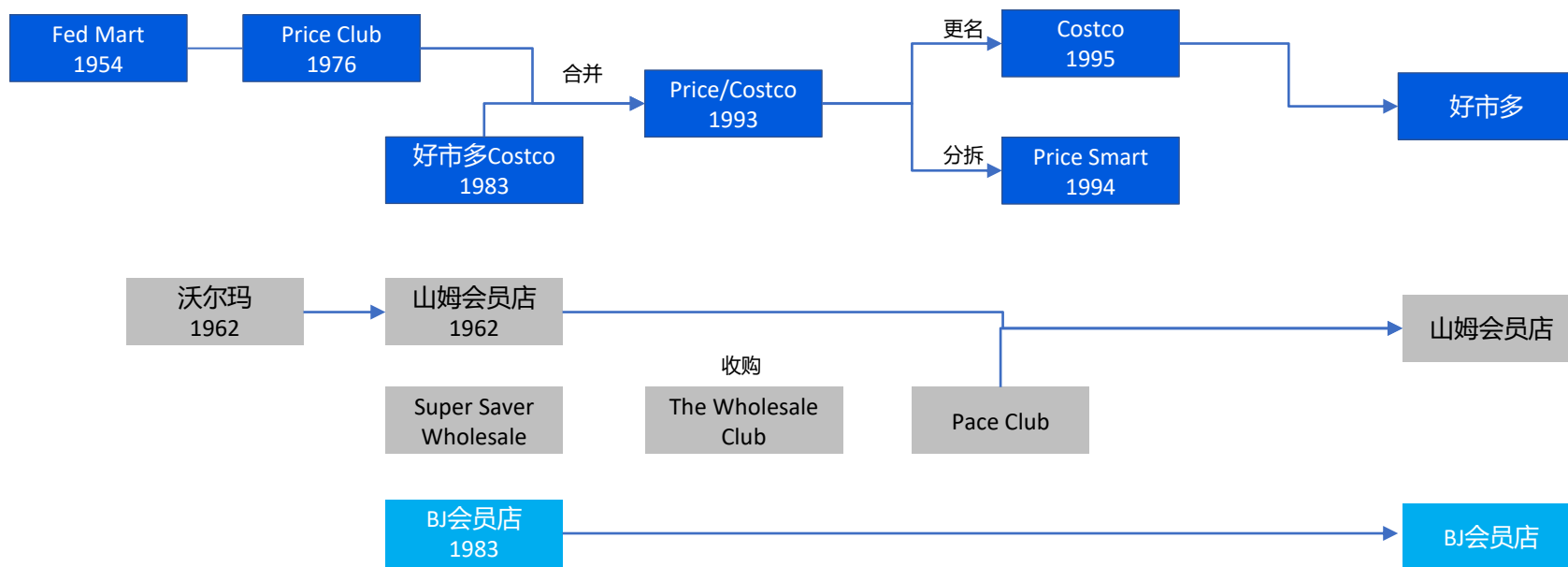
图：美国年度销售额，十亿美元



美国仓储会员零售行业起源于上世纪五六十年代的折扣店兴起，发展至今经过行业兼并整合已形成三大玩家，竞争格局极其稳定，好市多龙头地位领先

- 美国仓储会员零售行业概念诞生于20世纪五六十年代，源于Fed Mart。诞生契机源于60年代折扣店的兴起，不断压缩行业利润空间。直到1976年，以Sol Price(曾为Fed Mart执行副总裁)于加州成立Price Club为标志，行业开始进入黄金发展时期，以好市多、山姆会员店、B.J.批发俱乐部为代表，Price Club的一批模仿者相继出现。
- 经过期间不断的兼并收购，行业洗牌龙头诞生。1987年、1991年、1994年，山姆会员店分别收购了位于南部的Super Saver Wholesale (21家门店)、位于中西部的The Wholesale Club (28家门店)、以及当时展店数全美第二且销售额全美第四的Pace Membership Warehouse (113家门店)，一跃成为当时的全美第一大仓储会员店。为应对市场竞争，1993年好市多跟美国首家提出会员批发零售概念的老牌仓储超市Price Club公司合并成为Price/Costco公司。为应对市场竞争，1995年Price/Costco公司更名为Costco，1994年Price/Costco公司分拆出Price Smart。

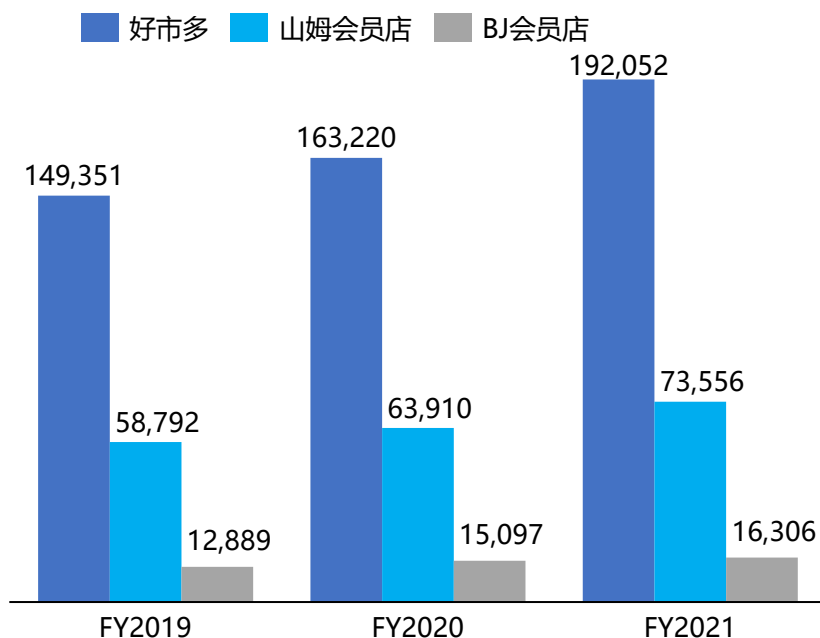
图：美国仓储会员店龙头格局已定



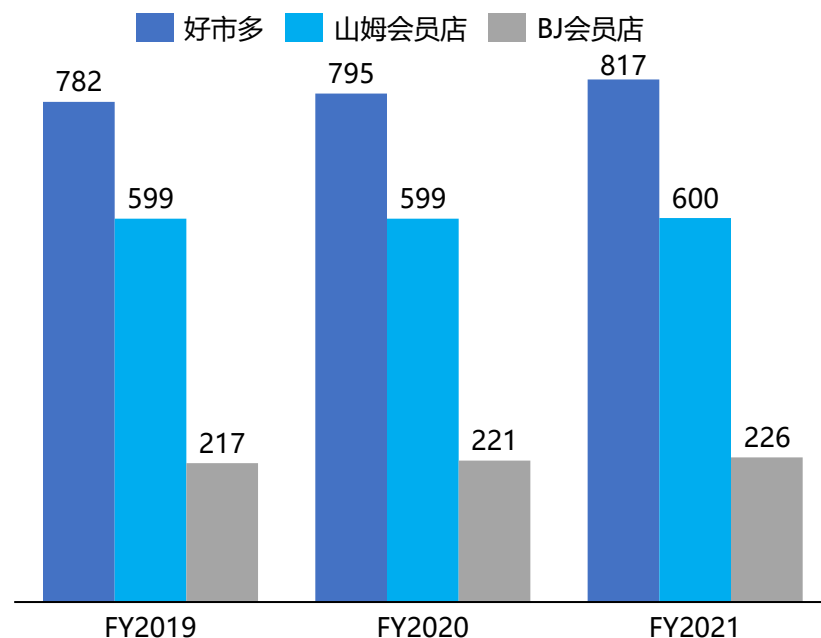
美国仓储会员零售行业起源于上世纪五六十年代的折扣店兴起，发展至今经过行业兼并整合已形成三大玩家，竞争格局极其稳定，好市多龙头地位非常明确

- 目前全球仓储会员零售行业的头部玩家有三个，分别是好市多、山姆会员店和BJ会员店，但实际上好市多在仓储会员店市场的龙头地位非常领先。2021年好市多实现净销售额1920亿美元，是第二名山姆会员店的2.6倍，第三名BJ会员店的11.8倍。
- 从全球门店数量上看，好市多也是最大的仓储会员零售店，全球拥有817家门店，第二名山姆会员店约600家门店。但从绝对数量上看，沃尔玛2021年全球门店数量为10593家，和传统零售商比还有很大的空间。

图：三家仓储会员店净销售额对比，百万美元



图：三家仓储会员店门店数量对比，个



相对山姆：好市多中产阶级定位较明确，海外布局更积极，客户满意度指数常年领先

好市多 vs 山姆会员店

二者的商业模式和提供的商品与服务非常类似，主要区别有以下几点：

- （1）好市多的会员费和商品平均价格较山姆更高。好市多的会员费是山姆的约1.3倍，且不提供免费试用。由于产品范围和产品质量的差异，平均价格较难比较，一般来说对于同类商品山姆的价格往往更便宜，好市多的产品价格稍贵但质量更好，如生鲜提供更高比例的有机食品，受到中产阶级的欢迎。
- （2）好市多的品类相对较少。线下仓库的有效库存不到4000个SKU，低于山姆。

图表：好市多与山姆会员对比

	好市多	山姆会员店
会员政策		
会员费	基本的“Gold Star”或“Business”会员资格为60美元，升级的“Executive”版本为120美元；	基本“Club”会员费为45美元，“Plus”会员费为100美元；
非会员政策	没有会员可以试用，可以在一定条件下在Costco购物（如会员陪同或购买特定商品时），满足一次性需求，但很难维持定期购买。	在山姆会员店购物有多种方式无需会员资格，包括90天免费试用会员资格。
退货政策	不满意可全额退款，并包含运费	不满意可全额退款，卖家责任包含运费
品牌信用卡	条款相近，好市多的额外优势在于提供Costco和Costco.com返现2%	
商品与服务		
商品数量	线下仓库的有效SKU不到4,000个	未透露具体数量，但应高于4000+
商品价格	由于产品范围和产品质量的差异，平均价格较难比较； 一般来说山姆的价格往往更便宜，好市多的产品价格稍贵但质量更好	
配套服务	类似，均提供药房、光学/听力中心、轮胎/电池、汽油、照片、商业服务、旅行、店内餐厅（美食广场咖啡厅）等	
自营产品	自有品牌Kirkland商品范围更广，相对知名品牌更便宜	自有品牌Member's Mark
商品类别	产品质量普遍更高	流行品牌较多

相对山姆：好市多中产阶级定位较明确，海外布局更积极，客户满意度指数常年领先

好市多 vs 山姆会员店

- 3) 好市多的门店海外布局较多，山姆更专注在美国市场。好市多覆盖的国家和地区达到12个，山姆只在北美地区和中国经营。
- 4) 地区分布上，相比东部和中部布局更密集的山姆会员店，好市多在美国西部布局更密集；平均门店面积较山姆更大。
- 5) 根据美国客户满意度指数（ACSI），Costco的客户满意度常年位居零售行业第一，排名高于山姆会员店和BJ's

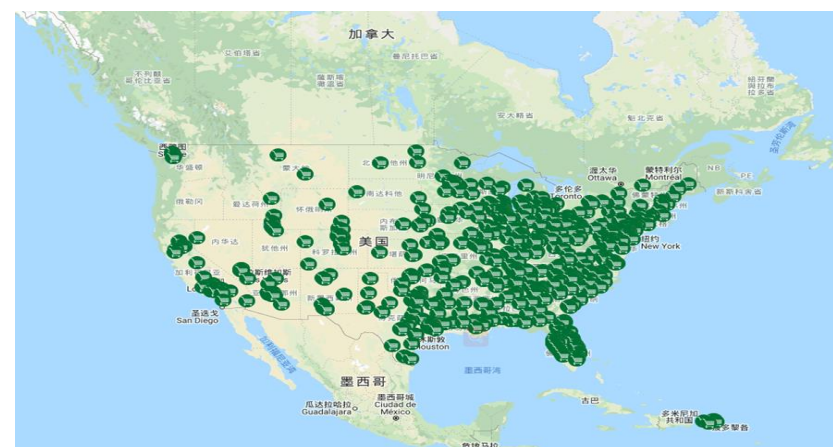
图表：好市多与山姆会员店对比

	好市多	山姆会员店
门店情况		
门店数量	828	801
门店扩张	积极扩张，尤其是海外	更侧重美国本土，门店数量较稳定
全球布局	美国：572，加拿大：105，其他：151	美国:600家，墨西哥:165家，中国： 36

图：好市多北美地区门店分布情况



图：山姆会员店北美地区门店分布情况



资料来源：Googlemap，富途证券

目录

一、行业与竞争：全球仓储会员零售龙头，地位领先

二、业务介绍：立足北美，全球布局

三、投资亮点：强有力的商业模式，客户忠诚度高

四、盈利预测与风险提示

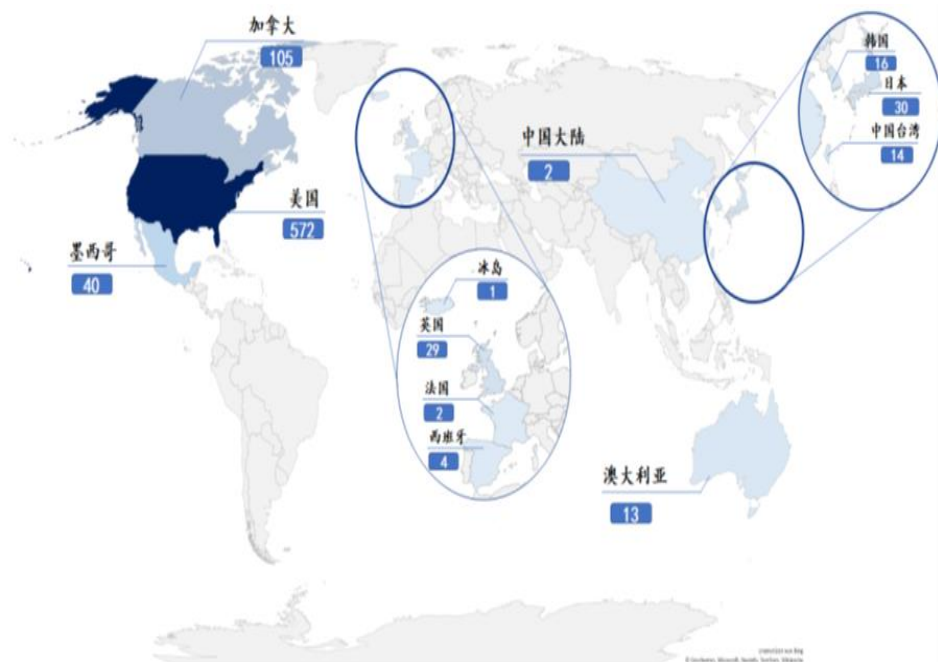
好市多全球第三大零售商，第一大连锁会员制仓储零售商，共运营全球门店约828个，大部分分布在美国和加拿大

公司介绍

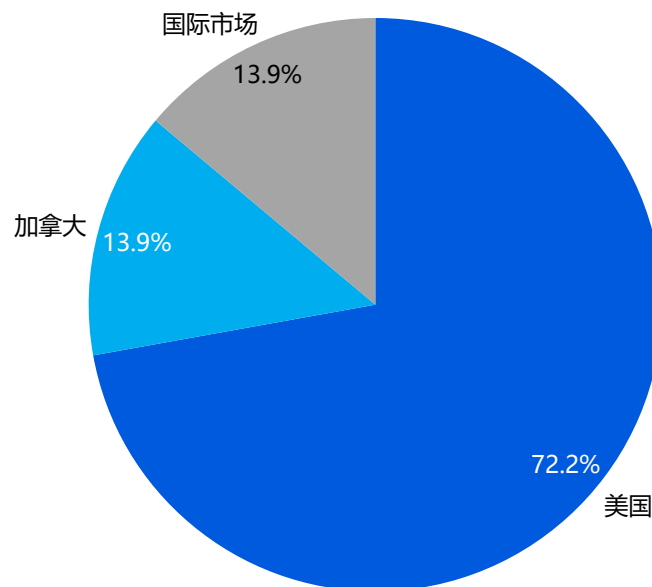
公司1983年由Jeff Brotman及Jim Sinegal于美国西雅图创立，其中Jim Sinegal在学生时代曾作为Sol Price学徒于Fed Mart兼职（Sol Price为仓储会员店先锋Price Club创始人）。截至2020年，好市多是全球第五大零售商（排在沃尔玛，亚马逊，克罗格和家得宝之后），第一大连锁会员制仓储量贩零售商。

公司运营会员制的线下仓储店和电子商务网站，给会员提供低价的、涵盖广泛品类、有限选择的国际品牌和自制产品（private-label）。截至2021年Q2，公司共运营全球门店约828个，覆盖全球12个国家和地区，绝大多数分布在美国和加拿大，其中美国（含波多黎各）572个，加拿大105个。美国和加拿大的营收分别占比72%和14%。

图：好市多全球门店分布情况



图：2021年好市多营收分布情况



好市多提供四大类别产品以及配套服务和电商，以食品和杂货、非食品为主，两大类型品类分别占比40.2%和29.1%

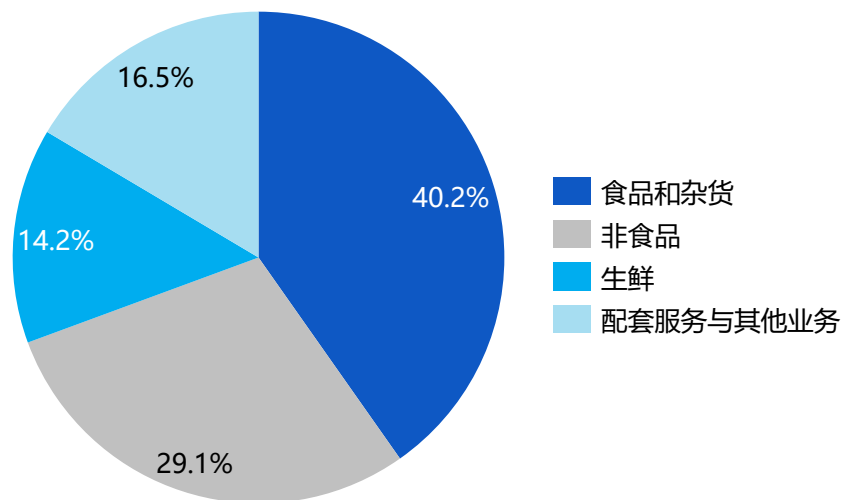
业务介绍

- 公司提供四大类别产品，包括食品和杂货、非食品、生鲜和配套业务，以及各类型配套服务。覆盖生活方方面面，其中食品杂物类和生鲜类占比约70%，消费频次高。

商品类别包括以下：

- 食品和杂货：包括杂货、干货、糖果、冷冻食品、熟食、酒类和烟草等
- 非食品：包括电器、家具、家居用品、电子产品、健康和美容用品、园艺用品、体育用品、玩具和季节性用品、办公用品、汽车护理、服装、珠宝等
- 生鲜：包括肉类、农产品、熟食及半成品、烘焙
- 配套服务：包括加油、药房、配镜、美食广场、助听器和轮胎安装
- 其他业务：包括电子商务、商务中心。
 - Costco商务中心主要针对满足各种规模的企业的批发需求，从便利店，餐饮服务到办公设备等、旅游服务（为Costco会员提供的酒店、游轮和其他旅游产品等）。

表：2021年好市多各品类营收占比，%



诞生于仓储会员超市的黄金发展期，经过门店高速扩张和行业整合洗牌，1994年确立仓储会员店市场的龙头地位，市占率43%

发展历程

初创期——1983年至1992年：诞生于仓储会员超市的黄金发展期，高速扩张期。

- 1983年第一家好市多在华盛顿州西雅图成立。
- 期间门店快速扩张，1983年至1992年期间门店数复合增长率达到112.3%。
- 配套服务业务产生雏形,开设了第一家光学配镜室。关闭了中西部分部，专注于东西海岸市场。

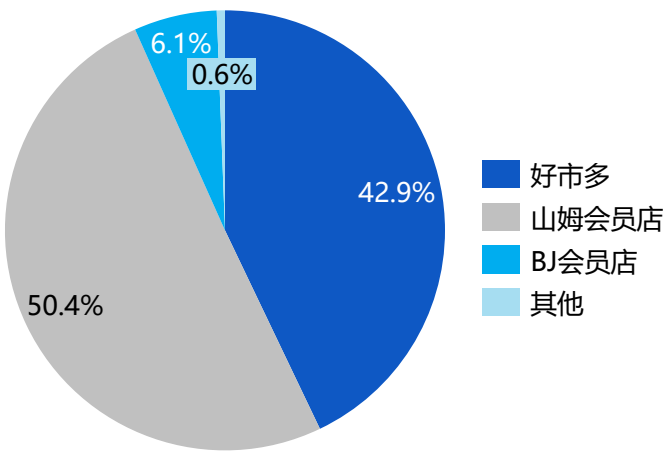
整合期——1993年至1994年：行业洗牌期，确立龙头地位。

- 为应对市场竞争，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公司合并成为Price/Costco公司。
- 1994年确立龙头地位，市占率达到42.9%

表：1983年好市多首家西雅图门店



表：1994年美国仓储会员店市场竞争格局



通过延伸自有品牌、海外门店扩张、拓展配套服务业务、渠道多元化措施巩固龙头地位

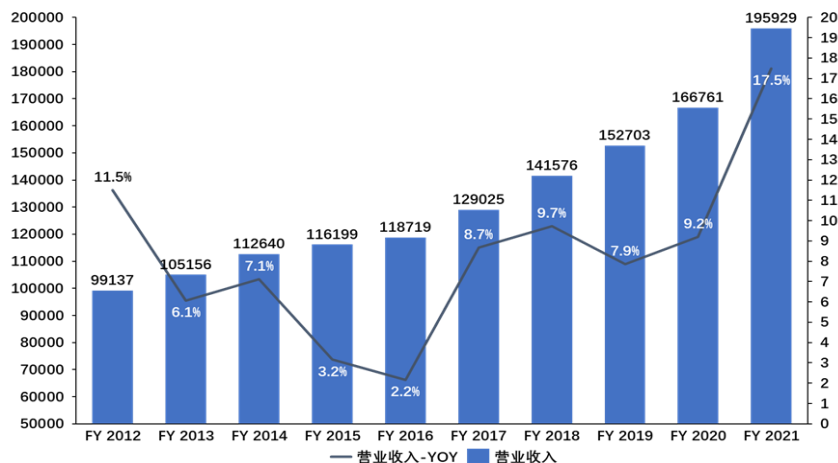
拓展期——1994年至2008年：地区扩张、业务拓展、渠道多元化

- 1995年，Costco向上游延伸推出自有品牌Kirkland；
- 立足北美开启海外扩张，从亚太市场试水。保持美国国内市场门店继续扩张的同时，1994年进入韩国市场，1997年在高雄开设第一家中国台湾门店，1999年第一家门店在日本开业。
- 拓展配套服务业务。陆续开设加油站，旅游业务，洗车业务以及药店业务。
- 渠道多元化，开启电商业务。1998年成立了Costco.com平台，并于2005年为加拿大会员推出Costco.ca。

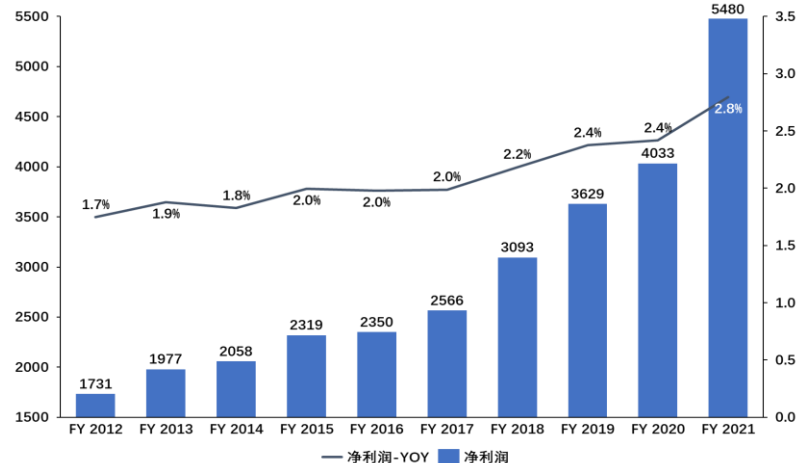
稳定期——2008年至今，持续海外扩张，自营产品销售扩大

- 2008年金融危机后，零售业短时间受宏观经济低迷影响受到冲击，后逐步恢复。公司的海外扩张步伐持续推进，原有海外市场新增门店，进入中国、澳大利亚、西班牙、冰岛、法国市场，2021年跨入全球800家门店里程碑。
- 电商业务Costco.com进一步拓展至8个海外市场。自营产品销售占比进一步扩大至20%。

图：好市多年度营业收入情况，百万美元



图：好市多年度净利润情况，百万美元



目录

一、行业与竞争：全球仓储会员零售龙头，地位领先

二、业务介绍：立足北美，全球布局

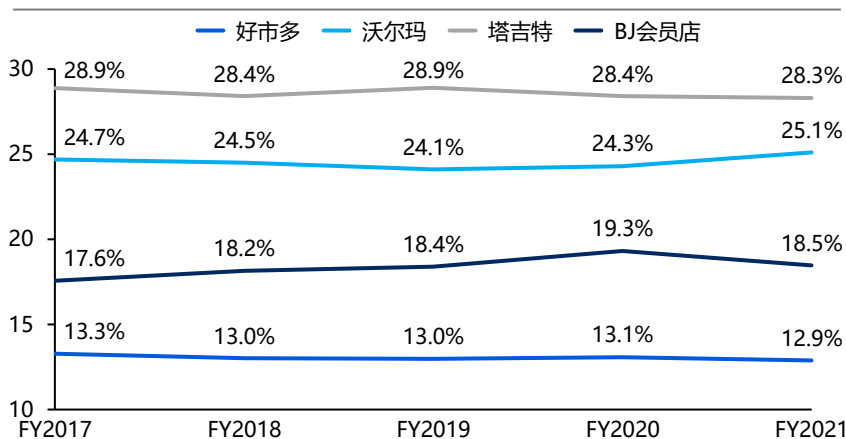
三、投资亮点：强有力的商业模式，客户忠诚度高

四、盈利预测与风险提示

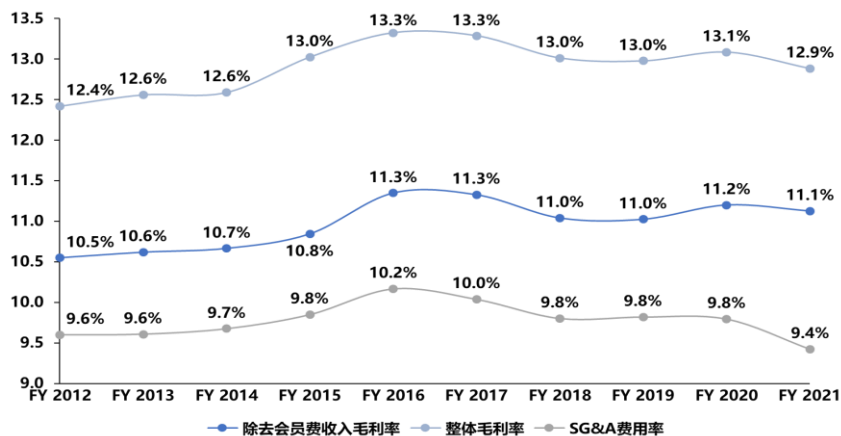
不同于传统零售商赚取销售商品差价的盈利模式，好市多更高比例的利润贡献来源于会员费，商品销售遵循低毛利原则

- 不同于传统零售商赚取销售商品差价的盈利模式，好市多更高比例的利润贡献来源于会员费。好市多的收入构成为商品销售的净销售额和会员费收入，长期以来商品净销售额占总收入的比例维持在98%，会员费收入占比为2%。但由于会员费业务除极低的制卡费之外几乎没有其他成本和费用，而好市多的商品销售遵循低毛利原则，导致会员费收入虽然占比仅2%但贡献了利润的大部分。
- 好市多整体毛利率常年维持在13%左右，远低于其他零售商20%~30%的毛利率水平。其中商品销售业务的毛利率为11%，费用率为9.5%，即扣除后商品销售业务的利润率仅不到2%，而会员费收入对息税前利润的贡献约60~75%。

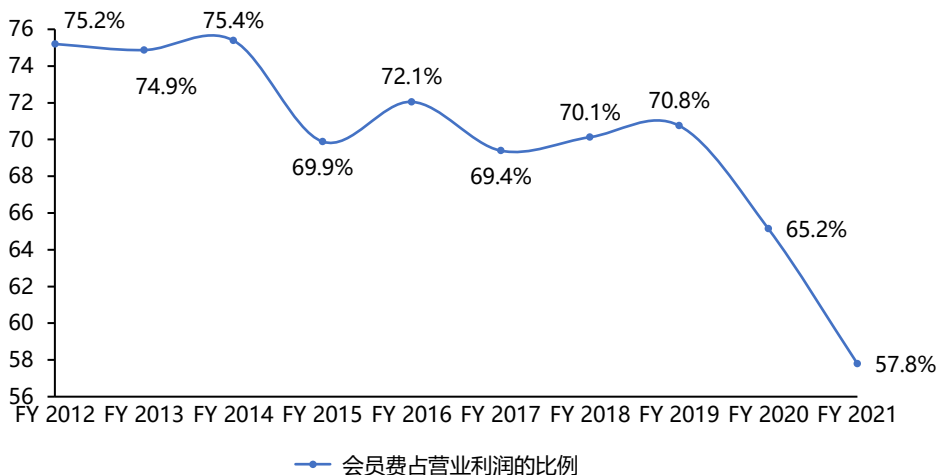
图：好市多与其他零售商毛利率对比



图：好市多利润率情况，%



图：好市多会员费占营业利润的比例，%

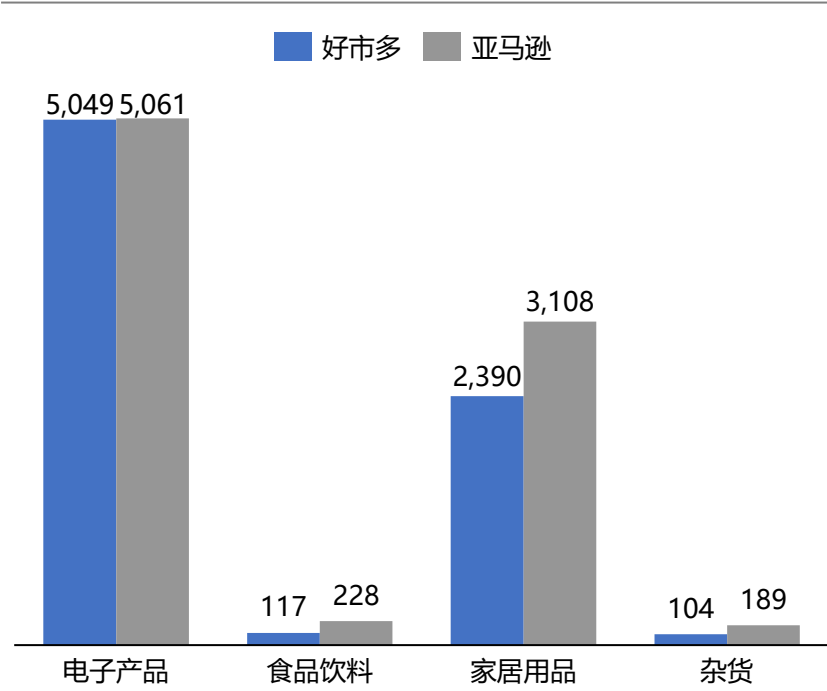


客户群体为中产阶级家庭，是消费的主力军；好市多主打品质商品高性价比，以低价高质商品和服务吸引会员加入

高性价比的品质商品

- 好市多销售的并不是便宜货，其客户群体为中产阶级家庭，追求高性价比的品质商品。根据Numerator统计，一个典型的好市多客户为35至44岁的白人或亚裔美国女性，受过良好的教育，年收入超过125,000美元。而沃尔玛的典型客户画像为55至64岁的郊区白人女性，年收入8万美元。
- 根据2020年公布数据，全美约有1.3亿个家庭中产阶级家庭（5-10万美元），是消费的主力军，中产阶级在经济困境下需求的承压能力更强。
- 好市多的价格相对于亚马逊和普通超市或零售商更具优势。根据草根调研，好市多相对于普通超市价格有较大优势，根据Lendedu对亚马逊和好市多在39个典型商品的价格比较中发现，好市多的商品在总价格中便宜约12.1%，其中在食品和饮料产品的价格差异最大。

图：好市多与亚马逊价格39个样本对比数据，2020年



图：好市多草根调研价格对比数据，2022年

Costco 纽约布鲁克林店，3月7日价格		
品类	好市多价格	对比价格
维生素C	一箱30包\$20	\$30（药店价格）
华夫饼	一箱72个\$11	\$30（普通超市价格）
华夫饼	一盒12个\$5	\$12（饼屋价格）
哈根达斯	一盒15条\$12	\$2.50/条（普通超市价格）
纸巾	一包12卷\$18	\$25（普通超市价格）
食用油	一桶36磅\$37	\$44（普通超市价格）

好市多维持低价的秘诀，以规模优势和自有品牌体系获得采购优势，单个SKU贡献销售额高，拥有对上游的议价权

以规模采购获取低价

- **较低的采购成本是保持高性价比的前提。**公司与大部分生产商有直接的采购关系，无中间经销环节的层层加价，对单一品类供应商的集中度较低。公司从制造商处购买商品之后，将其直接运送到中转点（中转迅速入库）或直接运送到仓库。运输过程处理效率高，降低了与传统多步骤分销渠道相关的成本。
- **公司SKU数量低，单个SKU贡献的销售额远超同行由于公司执行大单品的销售策略，拥有对上游的强议价权。**线下不到4000个，线上在9000-11000个SKU左右，远低于行业平均水平。通常来说，超市的SKU数量在40000个左右，购物中心的SKU数量在100000个。好市多以4000个SKU贡献了19亿美元的销售额计算，平均每一个SKU的销售额为4800万美元，以规模优势获取低价。供应商更少，这意味着谈判、合同、采购订单和变更更少，SKU数量少意味着需要更少的品类经理，可以高效地微观管理少量的SKU，预测和补货活动较少，特别是对于季节性商品，根本不需要补货。

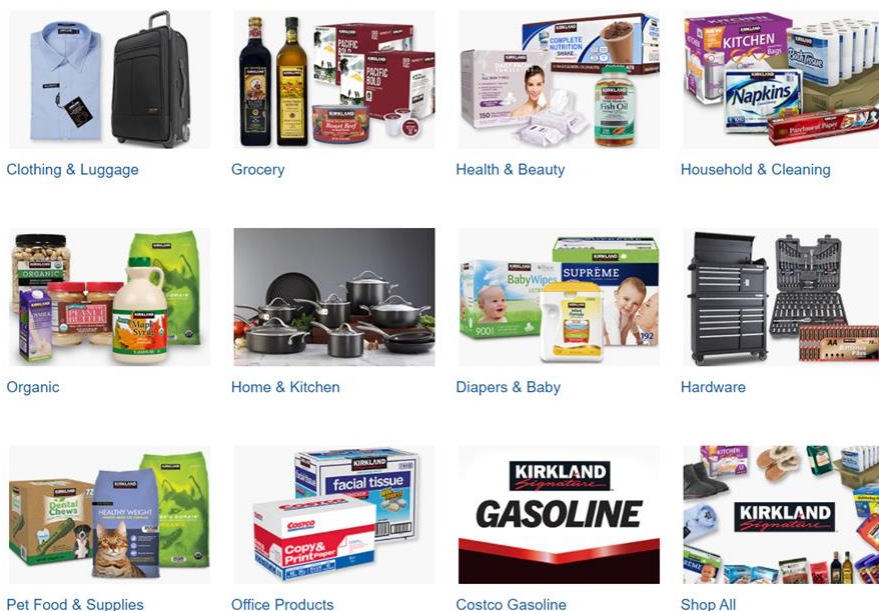
图：不同零售商单个SKU销售额

	好市多	沃尔玛	山姆会员店	BJ会员店
SKU数量	<4000	7500万	未披露	7200
2021年净销售额（百万美元）	192,052	567,762	73,556	16,306
报告期	2021/8/30	2022/1/31	2022/1/31	2022/1/29
单个SKU净销售额(万美元)	4,801.30	0.76	-	226.47

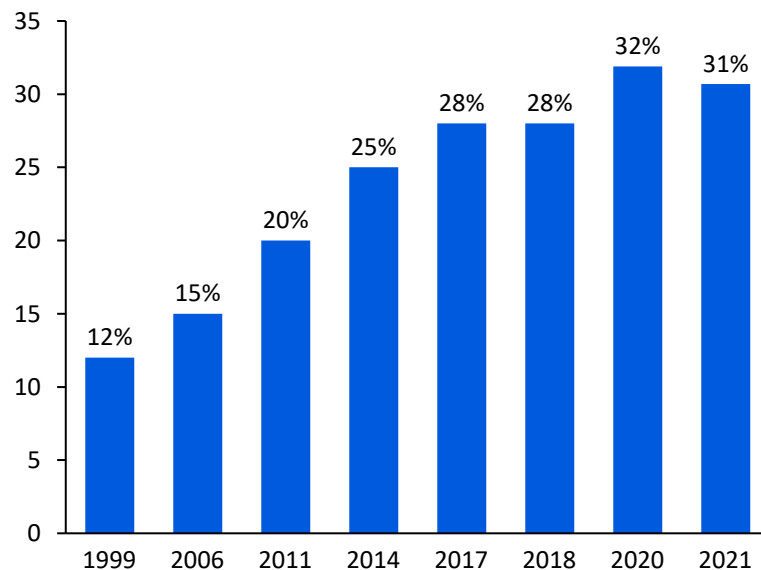
好市多维持低价的秘诀，以规模优势和自有品牌体系获得采购优势，单个SKU贡献销售额高，拥有对上游的议价权

- 公司拥有自有品牌Kirkland，主要目标是以低价策略提供高质量商品。Kirkland成立于1995年，成立之初是由于名牌商品的价格上涨，为Costco开发自有品牌提供了契机，至今为止Kirkland已涵盖14大类商品，如服装及行李箱，杂物，家庭用品等。
- 通过与世界各地供应商进行合作代工方式生产，一旦发现具有市场空间且价格仍有下降空间的优质商品，便自行开发，自有品牌价格低于品牌替代品的15%至20%。自有品牌对公司优质低价定位提供进一步有力支撑，自成立以来其占比逐年增加，2021年自营业务Kirkland达到590亿美元，占商品净销售额的31%，同比增长13.5%。

图：好市多Kirkland产品品类图



图：好市多Kirkland营收占比



重视消费者体验，客户满意度常年位居第一位；以多样化门店配套服务引流商品销售，协同提高会员复购率和会员粘性

- **培养消费者消费习惯，重视消费者体验。**大约三分之一的美国购物者是Costco的客户。好市多提供不满意无条件退货的政策，对于某些电子产品，有90天的退货政策，并免费提供技术支持服务以及延长保修期。根据ACSI满意度评分，好市多在零售商中常年位列第一位。
- **优质服务，以多项门店配套服务引流，与商品销售协同，提高会员购物频率。**公司在门店附近提供包括汽油、药房、眼镜、美食广场、助听器和轮胎安装和商务中心、旅游等在内的多项服务。截至2021年底，门店配套服务和其他业务收入占公司净销售额16.5%左右，公司已运营636个加油站，汽油业务净销售额约占2021年净销售额的9%。

图：历年美国主要零售商顾客满意度评分

	Base-line	95	96	97	98	99	00	01	02	03	04	05	06	07	08	09	10	11	12	13	14	15	16	17	18	19	20	21	Previous Year % Change
Costco						79	77	76	79	80	79	79	81	81	83	81	82	83	83	84	84	81	83	83	83	83	81		-2.4
Nordstrom	84	83	82	80	79	76	76	76	NM	NM	NM	NM	NM	80	80	83	82	84	84	83	86	82	80	81	79	79	80		1.3
Sam's Club (Walmart)			75	72	75	78	74	78	77	77	75	76	78	77	79	79	78	81	80	80	80	76	81	80	80	81	79		-2.5
Dillard's	75	74	74	73	71	68	72	75	75	75	77	76	75	76	75	78	78	80	79	81	81	80	83	79	79	78	79		1.3
TJX (Marshalls, TJ Maxx)								NM	NM	NM	NM	NM	NM	74	73	78	76	78	76	79	78	78	80	80	79	79	78		-1.3
Kohl's	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM	84	79	79	80	80	79	80	79	81	81	81	81	80	77	79	79	79	79	78		-1.3
BJ's Wholesale Club								NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM	81	76	79	80	79	79	77		-2.5
Macy's												74	71	75	74	71	76	77	78	76	79	73	79	77	77	78	77		-1.3
Belk	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM	77	80	77	78	78	76		-2.6
Ross Stores	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM	74	76	76	77	76	76		0.0
Burlington								NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM	76	79	77	76	76	76		0.0
Target											75	78	77	77	77	80	78	80	81	77	80	75	79	77	77	78	76		-2.6
All Others	76	72	74	71	71	73	70	75	73	78	76	77	74	75	74	75	76	77	78	79	81	77	79	81	80	79	76		-3.8
JCPenney	79	77	78	75	75	75	74	75	74	77	76	78	78	77	78	79	80	82	81	79	77	74	82	79	77	78	76		-2.6

重视消费者体验，客户满意度常年位居第一位；以多样化门店配套服务引流商品销售，协同提高会员复购率和会员粘性

- 以汽油销售为例，汽油价格不断攀升，根据美国汽车协会的数据，截至3月14日美国无铅汽油的平均价格达到创纪录的每加仑4.43美元，比一年前上涨了1.54美元。油价上涨促使更多消费者依赖仓储会员店加油站来加油，仓储会员店的汽油价格可能比传统加油站低30美分，不仅如此，会员还能获得优惠券，让他们在加油时进店消费。即使要排很长的队，依然受到消费者的欢迎；
- 好市多可以负担得起廉价出售汽油出于规模效应，好市多每月可销售高达100万加仑的天然气，而一般的加油站平均每月仅售80000加仑。尽管好市多在汽油销售业务方面的利润率很小，利润率低于其他业务，但它们推动了其他商品销售。好市多首席财务官理查德·加兰蒂（Richard Galanti）表示在好市多加油的人中有一半以上也在附近的好市多门店内购物。

图：排长队的好市多加油站



图：好市多美食广场

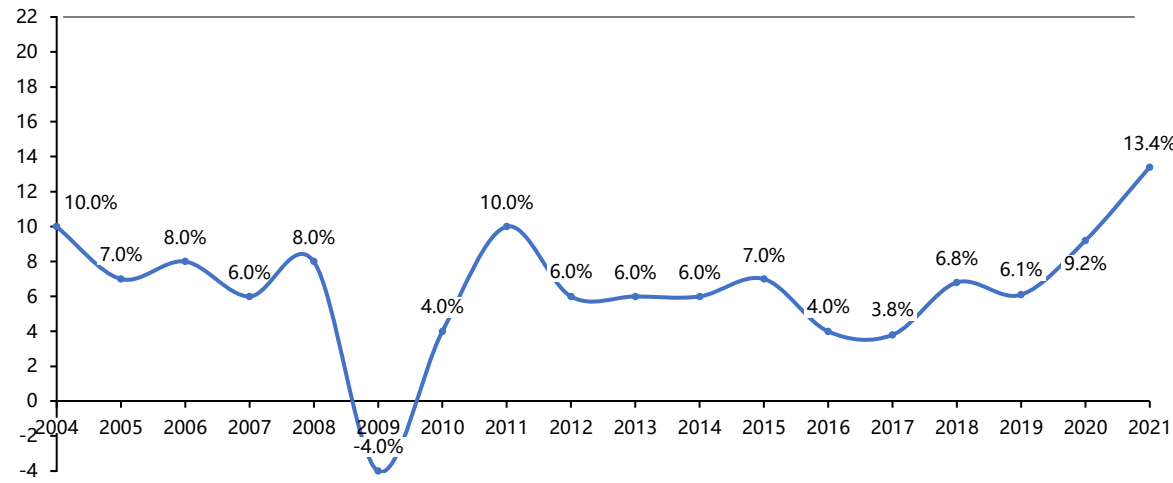


单店模型强劲，长周期同店增长率始终表现优秀，在不同经济环境下的抗风险能力较强

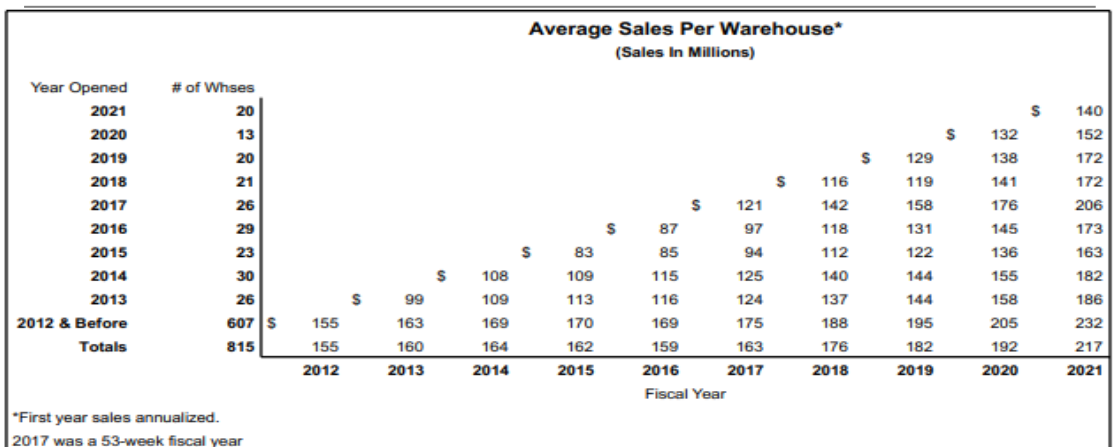
强有力的单店模型

- 好市多历史同店销售表现优秀，展现在经济环境变化中的超强韧性。近十年来，除去2008年金融危机，其余年份同店销售（剔除汽油及汇率影响）均实现正增长，且增速领先行业水平。
- 由于企业的定位属性以及一贯的价值观，好市多提价的速度通常比其他企业要慢。且由于其在供应商方面的议价水平较强，也给予好市多一定程度上抵御价格上涨的实力。2022年第一季度，估计整体商品的价格涨幅在6%的范围内。通胀下，季度同店销售增长依然可观，2022年Q1（截至2022/11/21）及Q2（截至2022/2/13）的同店增速分别为9.8%/11.1%。
- 在不同经济环境下的抗风险能力较强。好市多很大程度上是一个抵抗经济衰退的低成本领导者。当居民购买力较强时，人们倾向于花费更多的钱进行购物；当经济刺激政策减弱，人们需要收紧钱包时，消费者倾向于在好市多购物以节省更多的钱。

图：好市多历年同店增长率，%



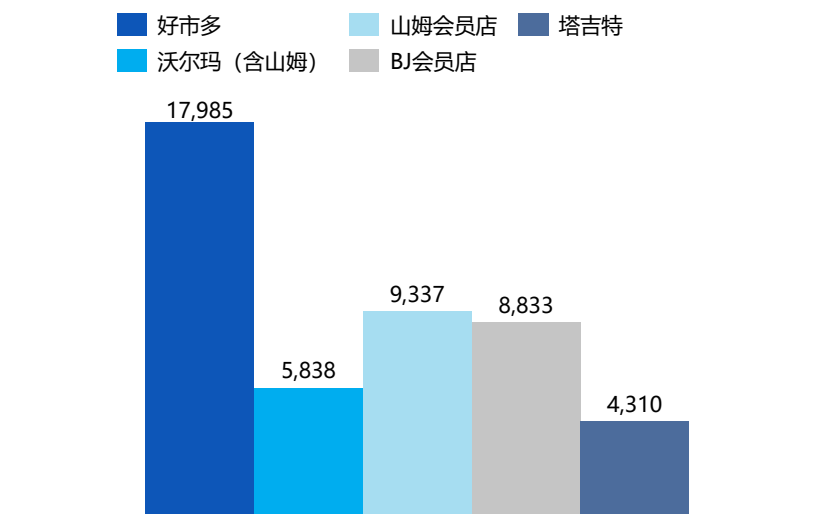
图：好市多不同时期开业门店平均单店营收增长情况，百万美元



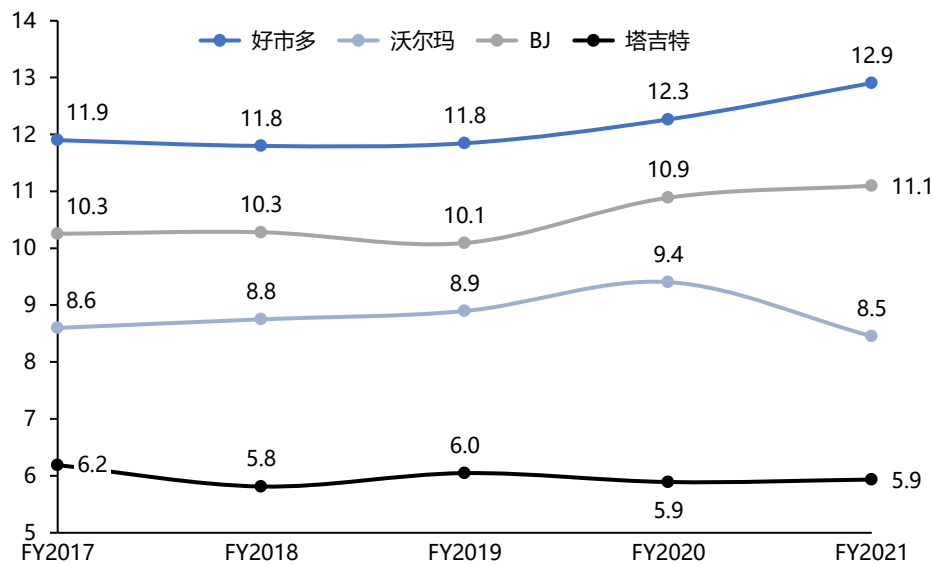
单店坪效远高于竞争对手，存货周转高效，运营效率超过行业平均水平

- **坪效远高于竞争对手，单店效率高。**2021年，好市多的坪效在17985美元/平方米，远高于同行业水平。沃尔玛5838美元/平方米，山姆9337美元/平方米，BJ会员店8833美元/平方米，和塔吉特的4310美元/平方。
- **高坪效来源于大单品、大包装的销售策略，消费者购买总量较多。**公司力求将大多数商品限制为快速销售的型号、尺寸和颜色，许多商品仅以盒装、纸箱或多包装数量出售，在好市多购买往往需要花费更多的总价。由于好市多的绝大多数门店都位于美国和世界各地的较发达地区，大多数Costco购物者都是郊区房主，适合进行批量购买。
- **存货周转高效，运营效率超过行业平均水平。**好市多存货周转率保持在11~12x之间，同业零售商的周转率通常在11x以下。由于周转率较快，货物通常在给供应商付款之前就被出售，带来有利现金流。

图：不同零售商坪效情况，美元/平方米



图：不同零售商存货周转率，%



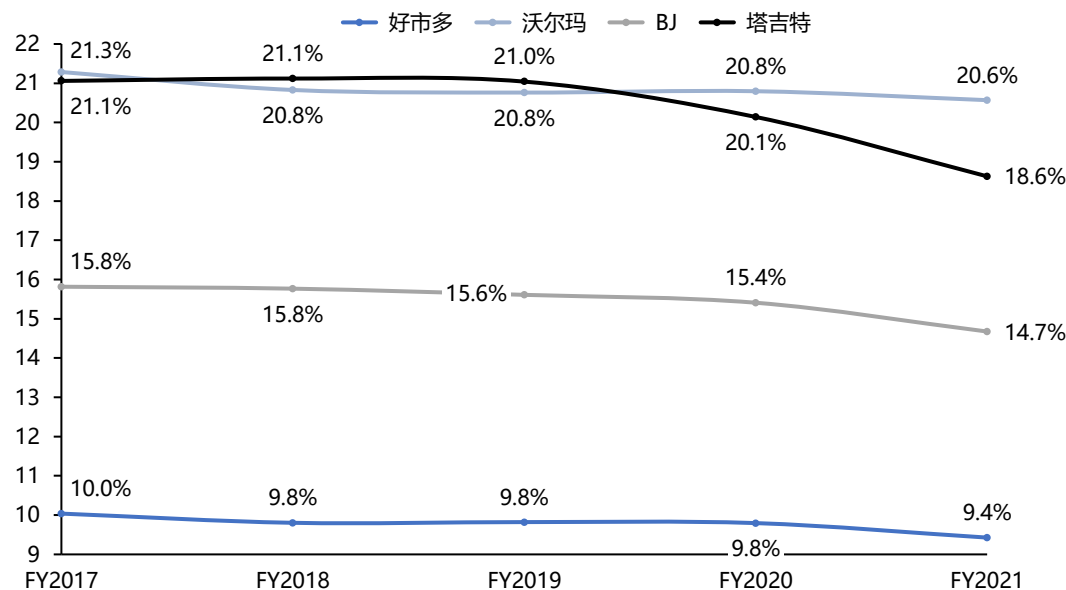
公司销售管理与一般费用率水平始终维持行业水平的一半，体现在选址成本低、装修费用低、人力成本低、运输成本低

- 公司费用率始终维持在低于行业的水平，体现在选址成本低、装修费用低、人力成本低、运输成本低。公司的销售管理与一般费用率低于10%，相当于同行业的一半。
- 好市多的平均仓库面积约为146,000平方英尺，由于购物者主要被商品的质量和低廉的价格所吸引，好市多的仓库装修并不精致，以降低装修成本。且仓库通常选择在偏远郊区地区开设，以自有物业为主，按2021年财报统计，自有物业占79%（门店共815家，自有物业占644家）。由于商店的出入口受到控制和会员制形式，好市多的库存损失率很低。
- 所需劳动力成本较低，工作时间更短，员工流失率低，以降低人力成本。除加油服务外，仓库平均每周工作7天70小时，对比沃尔玛每周工作119小时，由于营业时间比其他零售商短，人力成本较低；且好市多的商品通常直接存放在商品上方的货架上，要么直接放在地板上，消除所有不必要的交接，减少理货、补货成本。截至2021年底，公司在全球雇佣了288,000名员工。保持至少50%的员工为全职员工，员工保留率高于行业，2021年美国地区工作至少一年的员工比例超过了90%。

表：好市多物业情况

	自有物业	租赁物业	总计
美国	454	110	564
加拿大	89	16	105
国际市场	101	45	146
总计	644	171	815

图：不同零售商SG&A费用率情况，%



好市多准入较严格，会员体系分为金星会员和企业会员，不同会员类型对应的权益不同，以返利形式鼓励消费者多消费和会员升级，多用多省

- 好市多会员包括体系包括目前主要分为2种，分别为金星会员（Gold Star memberships）及企业会员(Business memberships)。金星会员资格对个人开放，企业会员资格仅限于企业，所有付费会员都包括一张免费的家庭卡。
- 多用多省，鼓励持卡人消费。付费持卡人可以在美国、加拿大、墨西哥、英国、日本、韩国和台湾地区升级为执行会员（Executive memberships），需额外支付年费。在美国和加拿大这一价格是60美元，其他地区附加年费各不相同。执行会员可以获得销售额2%的奖返利励，和其他产品的优惠政策。返利最高奖励1,000美元/年，奖励金额可以用于好市多购物使用兑换，鼓励会员多消费。以2021年为例，平均每个付费会员贡献的商品净销售额为3112美元，按照2%的返利平均可获得62美元的返利，相当于抵消一半的会员费，抵消后执行会员的会员费与普通会员费基本一致。
- 好市多的会员体系较严格，和山姆相比不提供会员试用服务，非持卡用户可以在一定条件下在Costco购物（如会员陪同或购买特定商品时），满足一次性需求，但很难维持定期购买。

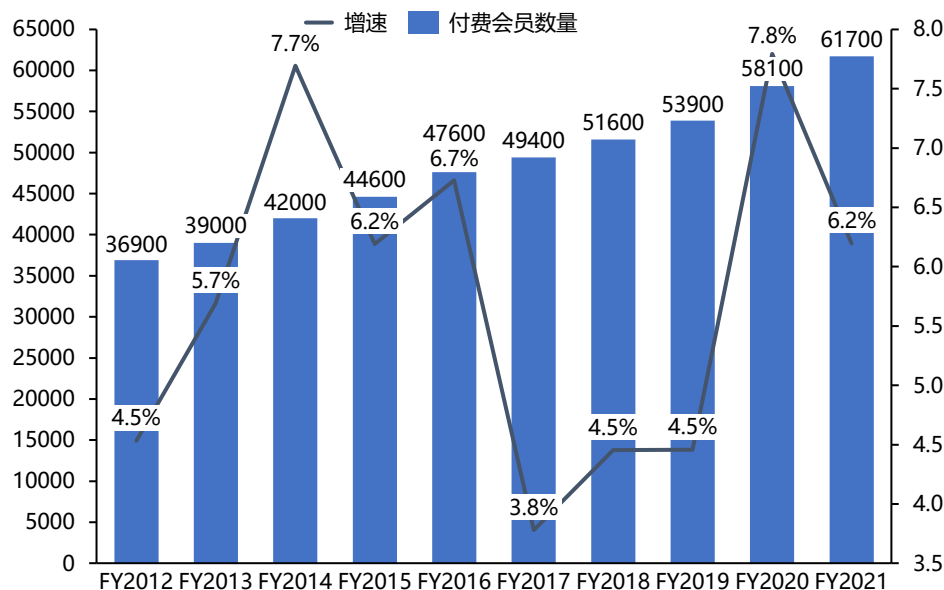
图：好市多会员类型

				
	Gold Star \$60 Annual membership fee, plus applicable sales tax	Gold Star Executive \$120 Annual membership fee, plus applicable sales tax	Business \$60 Annual membership fee, plus applicable sales tax	Business Executive \$120 Annual membership fee, plus applicable sales tax
Why Become A Member	Buy Membership	Buy Membership	Buy Membership	Buy Membership
Includes One Free Household Card	✓	✓	✓	✓
Valid at All Costco Locations Worldwide	✓	✓	✓	✓
Annual 2% Reward on Eligible Costco and Costco Travel Purchases Terms & Conditions Apply		✓		✓
Extra Benefits on Select Costco Services		✓		✓
Add Additional People to Membership (\$60 each)			✓	✓
Purchase for Resale			✓	✓

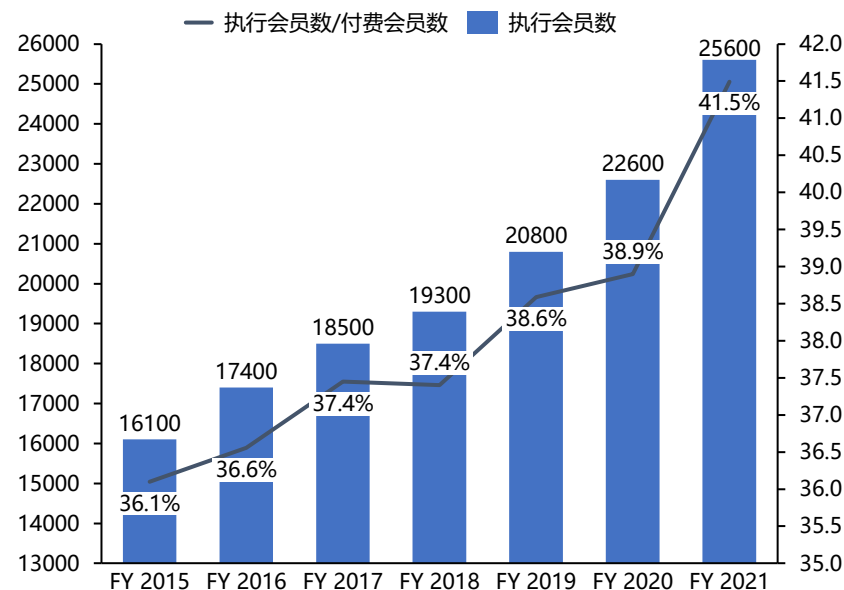
付费会员人数持续稳定增长，截至2021年底，全球会员人数达到1.12亿人，其中付费会员6170万人，更高消费力的执行会员占付费会员的比例不断提升

- 近十年来，在不同经济环境下付费会员数始终保持正增长，大部分年份的增长率在5%以上。即使在金融危机时，付费会员依然实现7.5%的增长。
- 会员结构优化，更多会员转化为高级别的执行会员。截至2021年底，全球会员人数达到1.12亿人，其中付费会员6170万人，其中基础会员为3610万人，执行会员为2560万人。执行会员占付费会员数量的占比不断提升，至2021年达到41.5%。执行会员有更强劲的消费力，至2022年Q2执行会员占付费会员总数进一步提升至42.7%，而销售额达到总销售额的70.9%。

图：好市多会员人数和增速情况，千



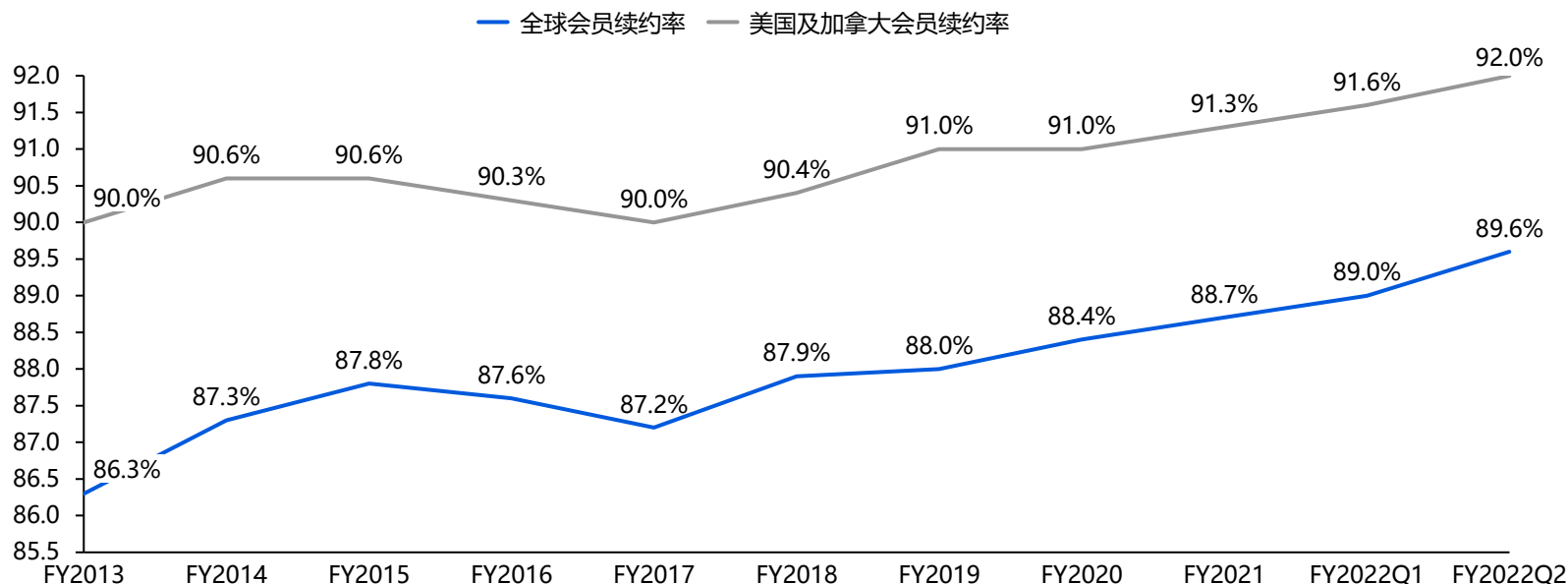
图：好市多高级会员人数及占比情况，千



客户忠诚度高，全球及北美续订率稳定攀升至89.6%和92%；会员费提价带来增长空间，存在今年提高会员费的可能性

- **续订率稳定攀升。**从2013年到2021年，全球整体会员续约率从86.3%提升至88.7%，在美国和加拿大的会员续订率在90%的高基数下，依然提升到91.3%，大多数会员在续订日期后的六个月内续订。截至2022年二季度，全球续订率继续上升至89.6%，环比上涨0.6%；美国和加拿大地区为92.0%，环比上涨0.4%。续订率的上涨主要得益于会员的自动续订率上升、有更多的普通会员升级成执行会员（平均来看，执行会员比普通会员的续订率更高），以及新会员首年续订率的上升。
- **会员费提价带来增长空间。**根据历史数据，Costco在会员年费在长达30多年内，个人及企业会员上涨4次，大约每五年提高一次会员价格，且基础的金星会员每次上涨5美元，执行会员每次上涨10美元。公司上一次提高价格是在2017年，所以下一次提价时点越来越近。按照2021年底会员人数测算，提价将为公司额外带来每年4.4亿美元的息税前利润，相当于2021年息税前利润的6.5%。在二季度的电话会议上，公司表示由于顾客忠诚度和会员续约率达到了历史最高水平，提升会员费给公司带来的负面影响预期不大，存在今年提高会员费的可能性但目前为止还未确定。

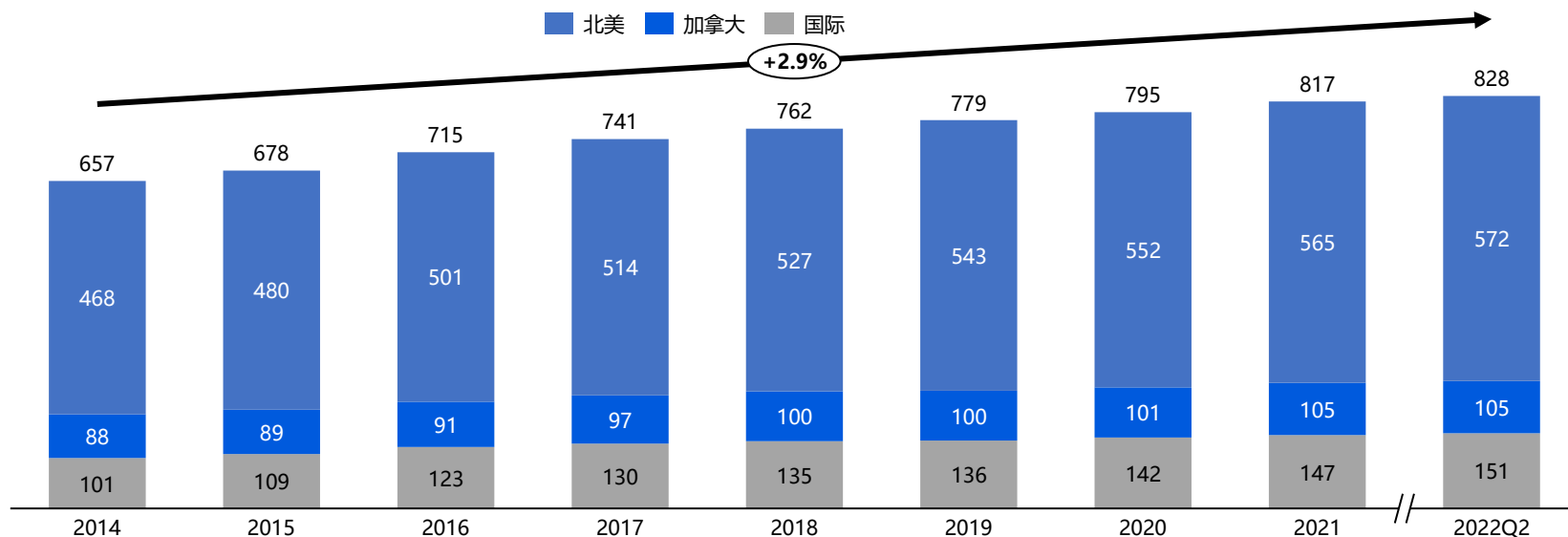
图：会员续约率



门店保持全球稳步扩张，2014年以来每年新增门店数量在20~30家；海外新市场扩张相对谨慎，门店本地化能力较强；预计22财年将净新增28个门店，主要在美国本土和国际市场

- **门店保持全球稳步扩张**，2014年以来每年新增门店数量在20~30家，国际市场地区不断拓展。截至2022年Q2，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，北美门店数量占比86%。北美门店已覆盖美国48个州，加拿大9个省。国际市场覆盖墨西哥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。未来门店的主要增长点在美国和国际地区。
- **海外新市场扩张相对谨慎，门店本地化能力较强**。公司在海外拓展中，会根据当地消费习惯进行试点和改变，试点成功后再逐步复制。例如，好市多于1997年进入台湾市场初时，由于当地消费习惯的不同，大批量、会员制的消费模式一开始并未受到台湾人的青睐，高雄店连续5年遭遇亏损。后通过积极改变迎合当地客户群的需求，如降低沙拉酸度、降低鸡肉三明治热量等迎合台湾口味；另一方面，Costco高质低价的商品亦逐步获得认可，消费者开始愿意为会员制付费，截至目前好市多在台湾已有门店14家。
- **2022财年新增门店计划高于去年**。2021财年公司净新增门店为20家，2022财年一季度和二季度分别净新增门店6家和5家，预计22财年将净新增28个门店，高于去年的22家。

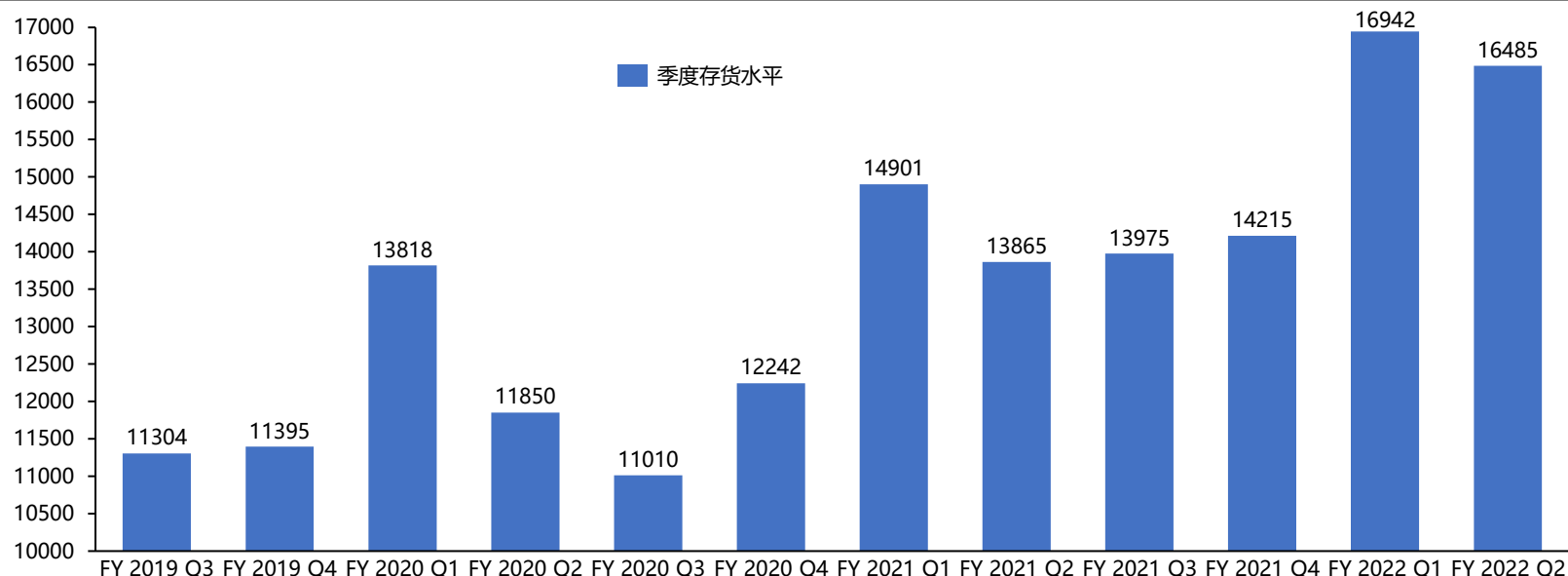
图：历年各国门店数量情况



全球供应链危机和高通胀背景下保持良好库存水平，通胀问题的不利影响整体可控，通过提前订购和租用船只等应对措施，为公司的供应链提供了额外的灵活性

- **全球供应链危机和高通胀背景下保持良好库存水平，整体可控。**全球供应链中断问题和通胀问题在2021年普遍的影响全球消费行业，带来的不利影响包括原材料成本上涨、包装供应的短缺、劳动力成本上涨、集装箱和卡车司机短缺造成的货物运输延迟等。就目前情况来看，好市多相对较好的应对了供应链方面的挑战。公司通过提前订购和租用船只等应对措施，大大降低了供应链带来的影响。加上一季度租用的3艘，目前为止公司共有7艘可供调用的远洋货船，并配备了集装箱。这些设备可以满足1/4的跨太平洋运货需求，为公司的供应链提供了额外的灵活性。
- **相对其他零售商，由于与供应商的合作更紧密，拥有更高比例的自有品牌，且如好市多这样的大型零售商拥有实力通过自己租赁私人货船和寻找不同的港口解决供应延迟问题。**对于小型零售商来说，高昂的租船成本是无法承受的，这使得其可以在其他货物短缺情况下提供更多种类和数量更多的商品。
- 公司二季度毛利率为12.31%，同比下降0.32%。若排除能源影响，则毛利率同比上升0.05%。鉴于通胀压力持续且不断增加，毛利率表现符合预期。二季度价格整体通胀水平在6%以下，尽管存在供应链问题，但公司将保持库存，并继续努力尽可能降低成本和减少价格上涨。

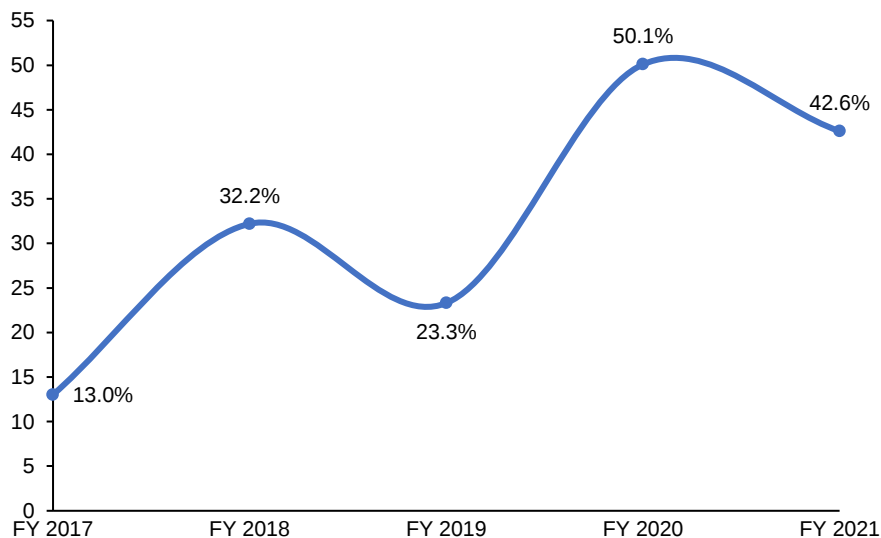
图：好市多季度存货水平情况，百万美元



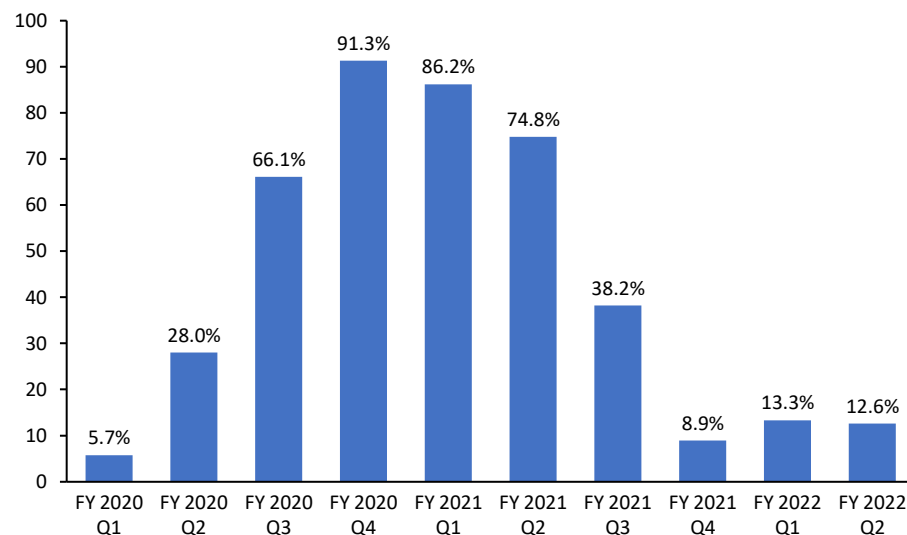
数字化建设转型，疫情助推电商发展，自建物流体系实现大部分货物配送，优化消费者线上购物体验

- **好市多正在加强其数字化建设，疫情助推电商发展。**截至目前电商业务Costco.com已经拓展至美国、加拿大、墨西哥、英国、韩国、台湾、澳大利亚、日本8个市场。2020和2021财年得益于疫情带来的线上购物的需求增长，电商业务全年实现高达50%和43%的高增长，电子商务的净销售额约占2021年总净销售额的7%。2022年Q2在去年同期75%的高基数下，线上销售额实现同比上涨12.6%，电子商务中增速较快的部门是珠宝、轮胎、个人定制商品、花园用品以及家居装饰。
- **自建物流体系，处理大部分的货物运输。**公司与美国生鲜配送平台Instacart达成了当日配送协议，对于不易腐烂的货物，好市多通过自己建立的Costco Logistics进行运输，截至二季度约85%的电商运输是通过自有物流体系进行的，二季度交付量同比增长22%。
- **在电商应用程序方面，布局和功能持续改进。**二季度实现的功能包括消费者能够在线查看线下购物的发票，美国和加拿大地区能够重新安排送货及退货提货。3月底将在线提供线下门店库存和Instacart库存，并能够是消费者在线看到店内商品细节。

图：好市多电商业务年度增速，%



图：好市多季度电商增速，%



目录

一、行业与竞争：全球仓储会员零售龙头，地位领先

二、业务介绍：立足北美，全球布局

三、投资亮点：强有力的商业模式，客户忠诚度高

四、盈利预测与风险提示

盈利预测：关键假设

关键假设

- 开店计划：根据管理层指引，22财年新增计划为28家，考虑疫情因素谨慎预估2022财年净新开设门店约25家（截至2Q22财年已净开设11家，主要增长点在美国和海外，美国门店扩展整体节奏保持不变，海外扩张高于去年。2023财年新开设门店约22家，谨慎估计与2021年相一致，扩张速度略放缓。
- 单店净销售额：2019-2021年同店增长率分别为6.1%/9.2%/13.4%，平均单店净销售额增速5.1%/7.5%/14.5%，考虑外部通胀因素对消费者信心有一定影响，新开业门店存在收入爬坡期，谨慎估计2022年和2023年单店净销售额增速为9%和8%（2022年Q1和Q2为10%和9%）。
- 会员数：2022财年一二季度增速分别为5.6%和6.2%，预估2022年2023年付费会员数增速分别为5.8%和5.5%。
- 会员费：假设不考虑今年会员费提价的情况，由于费用更高的执行会员占比不断提升，带动整体人均会员费增长，预计2022年和2023年会员费按照2%的增速增长，与历史数据基本一致。
- 毛利率：由于通胀问题和供应链可能对毛利率造成一定影响，即使目前公司在供应链方面的问题整体可控，22年Q1和Q2分别为12.7%和12.3%，预估2022年毛利率为12.5%，相比去年略下滑；随着供应链问题可能在下半年得到缓解，预估2023年毛利率恢复至正常水平即13%。
- 费用率：预计费用率保持相对稳定，SG&A费用率约9%。

综上，我们预计2022-2023财年，公司总营业收入约2199亿，2436亿，同比增长12%，11%。业绩方面，我们预计22-23财年，公司录得归母净利润约53.8亿元，71.5亿元，同比增长12%，27%。

盈利预测：关键假设

净销售额预测

以百万美元计	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
报告期	2019/9/1	2020/8/30	2021/8/29	2022/8/29	2023/8/29	2024/9/1
总门店数	782.00	795.00	817.00	842.00	864.00	885.00
美国	543.00	552.00	565.00	579.00	592.90	592.90
净新增数量	16.00	9.00	13.00	13.00	12.00	11.00
加拿大	100.00	101.00	105.00	106.00	107.00	107.00
净新增数量	0.00	1.00	4.00	1.00	1.00	1.00
国际	139.00	142.00	147.00	160.00	165.99	165.99
净新增数量	10.00	3.00	5.00	11.00	9.00	9.00
总净新增数量	20.00	13.00	22.00	25.00	22.00	21.00
单店净销售额	190.99	205.31	235.07	258.58	281.85	304.40
yoy	5.0%	7.5%	14.5%	10.0%	9.0%	8.0%
净销售额	149,351.00	163,220.00	192,052.00	217,721.62	243,517.23	269,390.94
yoy	7.9%	9.3%	17.7%	13.4%	11.8%	10.6%

(后续)

盈利预测：关键假设

会员费预测

以百万美元计	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
报告期	2019/9/1	2020/8/30	2021/8/29	2022/8/29	2023/8/29	2024/9/1
总会员数	98.50	105.50	111.60	118.69	125.22	132.10
yoy	4.5%	7.1%	5.8%	6.4%	5.5%	5.5%
付费会员数	53.90	58.10	61.70	65.28	68.87	72.66
占比	55%	55%	55%	55%	55%	55%
yoy	4.5%	7.8%	6.2%	5.8%	5.5%	5.5%
执行会员数	20.80	22.60	25.60	27.67	29.89	32.28
yoy	7.8%	8.7%	13.3%	8.1%	8.0%	8.0%
执行会员占付费会员的比例	38.6%	38.9%	41.5%	42.4%	43.4%	44.4%
人均会员费	62.2	60.9	62.8	64.1	65.4	66.7
yoy	2.1%	-2.0%	3.1%	2.0%	2.0%	2.0%
会员费收入	3,352.00	3,541.00	3,877.00	4,183.90	4,502.30	4,844.92
yoy	6.7%	5.6%	9.5%	7.9%	7.6%	7.6%

(后续)

盈利预测：关键假设

业绩预测

以百万美元计	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
报告期	2019/9/1	2020/8/30	2021/8/29	2022/8/29	2023/8/29	2024/9/1
营业收入	152,703.00	166,761.00	195,929.00	221,905.52	248,019.53	274,235.86
yoy	7.9%	9.2%	17.5%	13.3%	11.8%	10.6%
净销售额	149,351.00	163,220.00	192,052.00	217,721.62	243,517.23	269,390.94
yoy	7.9%	9.3%	17.7%	13.4%	11.8%	10.6%
会员费收入	3,352.00	3,541.00	3,877.00	4,183.90	4,502.30	4,844.92
yoy	6.7%	5.6%	9.5%	7.9%	7.6%	7.6%
毛利润	19,817.00	21,822.00	25,245.00	27,738.19	32,242.54	35,650.66
毛利率	12.98	13.09	12.88	12.50	13.00	13.00
营业费用	15,080.00	16,387.00	18,537.00	20,057.86	22,387.78	24,753.77
yoy	8.1%	8.7%	13.1%	8.2%	11.6%	10.6%
销售/管理与一般费用	14,994.00	16,332.00	18,461.00	19,971.50	22,311.78	24,681.23
yoy	8.1%	8.9%	13.0%	8.2%	11.7%	10.6%
销售/管理与一般费用率	9.82	9.79	9.42	9.00	9.00	9.00
开业前费用	86.00	55.00	76.00	86.36	76.00	72.55
yoy	26.5%	-36%	38%	14%	-12%	-5%
营业利润	4,737.00	5,435.00	6,708.00	7,680.33	9,854.76	10,896.89
利息费用	150.00	160.00	171.00	160.24	159.75	159.75
利息支出	178.00	92.00	143.00	142.15	159.56	159.56
税前利润	4,765.00	5,367.00	6,680.00	7,662.23	9,854.57	10,896.70

(后续)

盈利预测：关键假设

业绩预测

以百万美元计	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
报告期	2019/9/1	2020/8/30	2021/8/29	2022/8/29	2023/8/29	2024/9/1
所得税	1,061.00	1,308.00	1,601.00	1,915.56	2,463.64	2,833.14
有效税率	22.27	24.37	23.97	25.00	25.00	26.00
净利润	3,704.00	4,059.00	5,079.00	5,746.67	7,390.92	8,063.55
少数股东损益	45.00	57.00	72.00	86.20	110.86	120.95
归母净利润	3,629.00	4,002.00	5,007.00	5,660.47	7,280.06	7,942.60
yoy	15.8%	10.3%	25.1%	13.1%	28.6%	9.1%
摊薄EPS	8.19	9.02	11.27	12.74	16.35	17.84

估值与风险提示

股价复盘

- 近十年来好市多始终保持稳定的营收增速，股价年均涨跌幅在25%，与营收增速保持强正相关性，2019年后股价开始加速，2021年涨幅为52%。

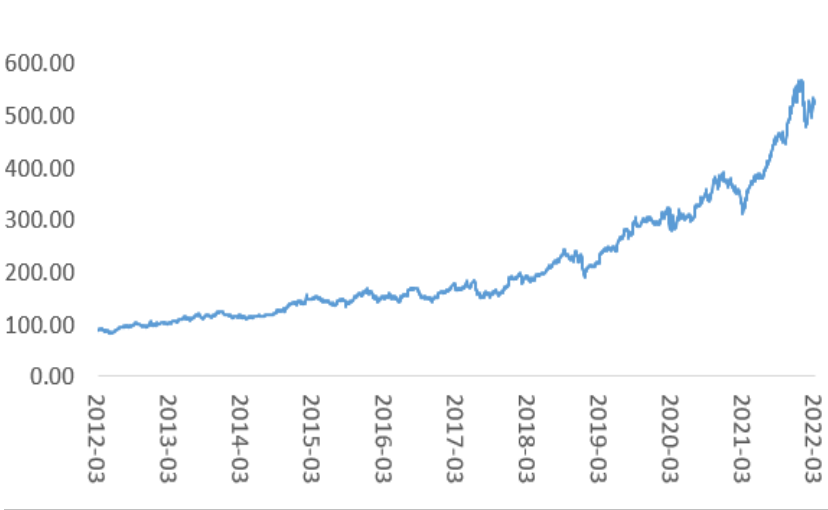
估值复盘

- 2018年之前市盈率（TTM）在20x~30x左右，2019年之后市盈率提升至30x到50x之间，中位数为38x，2021年12月底达到历史最高估值48x，年初至今（截至2022/3/16）受地缘局势紧张和加息影响，股价随大盘整体回落，估值回归至42x。

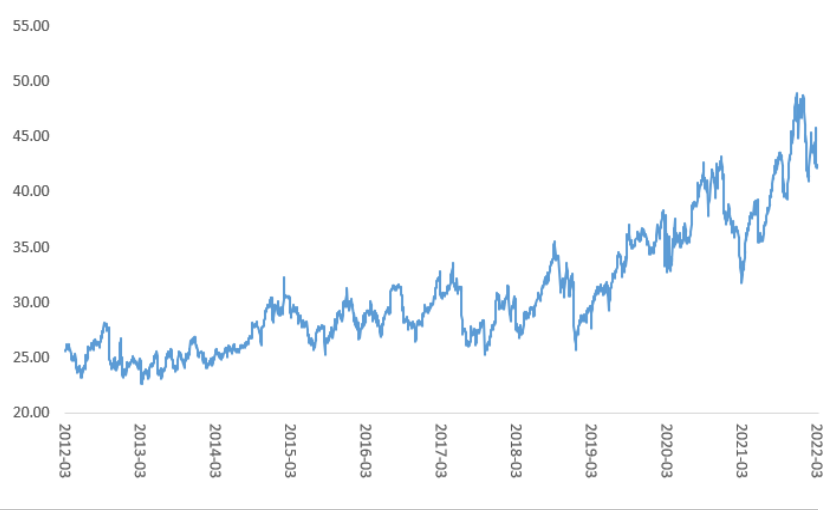
图：好市多多年涨跌幅统计

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
年涨跌幅	28.40%	21.84%	20.47%	18.95%	0.28%	22.37%	10.60%	45.70%	32.67%	51.83%

图：好市多股价走势



图：好市多近10年PE（TTM）走势情况



估值与风险提示

相对估值法

考虑到公司作为全球仓储会员店龙头，打破传统零售商的独特商业模式，拥有极强的会员粘性和高效的运营效率。予2023年38x PE，即近三年中位数，对应合理估值为每股621美元。

表：可比零售商PE估值表 (2022/3/16)

公司名称	股票代码	收盘价	EPS			PE		
			2021A	2022E	2023E	2021A	2022E	2023E
沃尔玛	WMT	\$145.78	4.87	6.73	7.25	29.93	21.65	20.10
BJ会员店	BJ	\$63.50	3.25	3.28	3.59	19.54	19.36	17.66
塔吉特	TGT	\$215.35	14.10	14.60	15.69	15.27	14.75	13.73
好市多	COST	\$542.30	11.27	12.74	16.35	48.12	42.57	33.16

注：好市多2023财年为2022年8月至2023年8月，可比公司沃尔玛/BJ会员店/塔吉特为2023财年为2022年1月至2023年1月；可比公司盈利预测来自彭博一致预期。

风险提示

- 通胀、供应链问题、劳动力紧缺问题导致成本上升，对毛利率造成不利影响
- 消费者信心不足影响购买力
- 新开业门店表现不及预期

研究报告免责声明

一般声明

本报告由富途证券国际(香港)有限公司(“富途证券”)编制。本报告之持有者透过接收及/或观看本报告(包含任何有关的附件),表示并保证其根据下述的条件下有权获得本报告,并且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成违反有关法律。

未经富途证券事先以书面同意,本报告及其中所载的资料不得以任何形式(i)复制,复印或储存,或者(ii)直接或者间接分发或者转交予任何其它人作任何用途。富途证券对因使用本报告中包含的材料而导致的任何直接或间接损失概不负责。

本报告内的资料来自富途证券在报告发行时相信为正确及可靠的来源,惟本报告并非旨在包含投资者所需要的所有信息,并可能受送递延误,阻碍或拦截等因素所影响。富途证券不明示或暗示地保证或表示任何该等资料或意见的足够性,准确性,完整性,可靠性或公平性。因此,富途证券及其关连公司(统称“富途集团”)均不会就由于任何第三方在依赖本报告的内容时所作的行为而导致的任何类型的损失(包括但不限于任何直接的,间接的,随之而发生的损失)而负上任何责任。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映富途证券或其关连公司的立场,亦可在没有提供通知的情况下随时更改,富途证券亦无责任提供任何有关资料或意见之更新。

本报告只为一般性提供数据之性质,旨在供富途证券之客户作一般阅览之用,而非考虑任何某特定收取者的特定投资目标,财务状况或任何特别需要。本报告内的任何资料或意见均不构成或被视为富途集团的任何成员作出提议,建议或征求购入或出售任何证券,有关投资或其它金融证券。本报告所提及之产品未必适合所有投资者,阅览本报告的人士应在作出任何投资决策时须充分考虑相关因素并寻求专业建议。

本报告提供给某接收人是基于该接收人被认为有能力独立评估投资风险并就投资决策能行使独立判断。投资的独立判断是指,投资决策是投资者自身基于对潜在投资的目标、需求、机会、风险、市场因素及其他投资考虑而独立做出的。

本报告由受香港证券和期货委员会监管的富途证券于香港提供。香港的投资者若有任何关于富途证券研究报告的问题请直接联系富途证券。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告中的任何内容均不得解释为购买或出售证券的要约或邀请。任何决定购买本研究报告中所提及的证券都应考虑到现有的公开信息,包括任何有关此类证券的招股说明书等。

分析员保证

主要负责撰写本报告的分析员确认(i)本报告所表达的意见都准确地反映他/她对本研究报告所评论的上市法团的个人观点;及(ii)他/她过往,现在或将来,直接或间接,所收取之报酬没有任何部份是与他/她在本报告所表达之特别推荐或观点有关的。

分析员确认分析员本人及其有联系者均没有在研究报告发出前30日内及在研究报告发出后3个营业日内交易报告内所述的上市法团及其相关证券。

利益披露声明

报告作者为香港证监会持牌人士,分析员本人或其有联系者并未担任本研究报告所评论的上市法团高级管理人员,也未持有其任何财务权益。

本报告中,富途证券并无持有该上市公司市值的1%或以上的任何财务权益,在过去12个月内与该公司并无投资银行关系。本公司员工均非该上市公司的雇员。

可用性

对部分的司法管辖区或国家而言,分发,发行或使用本报告会抵触当地法律,法则,规定,或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。

此处包含的信息是基于富途证券认为之准确的来源。富途证券(或其附属公司或员工)可能在相关投资产品中拥有头寸及交易。富途集团及/或相关人士对投资者因使用本报告或依赖其所载资讯而引起的一切可能损失,概不承担任何法律责任。

有关不同产品风险的详细信息,请访问<http://www.futuhk.com>上的风险披露声明。