

Walmart (WMT.N/WMT US)

成本壓力下持續增長

增加持股・維持

收盤價 August 21 (US\$)	98.0
3 個月目標價 (US\$)	102.2
12 個月目標價 (US\$)	115.0
前次目標價 (US\$)	115.0
維持	N/A
上漲空間 (%)	17.4

焦點內容

- 2Q FY26 每股盈餘 0.68 美元，落後預期，因一次性費用拖累營利率
- 關稅成本逐步傳導，但目前消費者行為尚未出現劇烈變化
- 上調全年營收及獲利展望，預期營收年增 3.75-4.75%

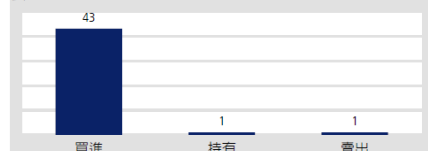
交易資料表

市值：(US\$bn)	781.8
流通在外股數 (百萬股)：	7,980
機構持有比例 (%)：	81.7
3M 平均成交量 (百萬股)：	16.0
52 週股價 (低 \ 高) (US\$)：	75.0-105.3

股價表現	3M	6M	12M
絕對表現 (%)	2.1	3.4	29.6
相對表現 (%)	(6.9)	(2.6)	15.3

市場綜合評等

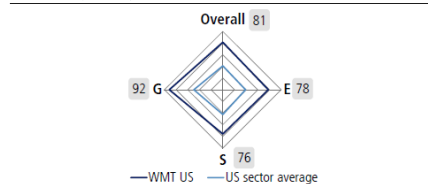
機構評等，家數



12M 機構目標價	最低	平均	最高
目標價 (美元)	64	112	127
潛在報酬 (%)	(34.7)	14.7	29.6

資料來源：Bloomberg

ESG 分數評等



資料來源：Refinitiv、凱基

重要訊息

Walmart (沃爾瑪) 2Q FY26 每股盈餘 0.68 美元，低於市場共識 7%，因一次性訴訟與重組費用拖累營利率。儘管關稅帶來成本壓力，也影響中低收入家庭消費，但公司具備多元採購及價格優勢，受到關稅衝擊的程度預期較同業低，市佔率進一步提升也將支撐當前評價。

評論及分析

2Q FY26 財報落後。 2Q FY26 調整後每股盈餘 0.68 美元 (年增 2%、季增 11%)，低於市場共識 0.73 元，主要受保險、法律和重組等費用拖累營利率。營收年增 5.6% (排除匯率影響)，超前市場跟公司指引，受惠全球電商業務強勁成長 25%，以及保健品和雜貨類別的增長。同店營收成長 4.8%，維持上季的增長動能並超前市場共識的 4.2%，其中美國市場成長 4.6%，Sam's Club 成長 5.9%，海外市場中國、加拿大、Walmex 同店營收皆加速成長。毛利率年增 0.1 個百分點至 24.50%，低於市場共識的 24.75%，加上一致性訴訟與重組費用，營利率年減 0.2 個百分點至 4.5%。

消費仍具韌性。 沃爾瑪表示關稅壓力已反映在毛利率上，隨著庫存逐步以關稅後的價格補貨，成本正每週上升。公司會盡可能延後調漲價格，盡量吸收關稅成本，也會推出更多降價優惠，以減輕消費者負擔。目前 Walmart 在美國銷售商品中，有三分之二來自本土採購，因此公司認為關稅衝擊的程度相對低於同業。公司表示關稅成本是逐步傳導，但目前消費者行為尚未出現劇烈變化，必需品需求依然強勁，非必需品因價格上漲而出現銷量下降。中低收入家庭在支出上調整較明顯，高收入家庭則幾乎沒有改變。

展望上調。 沃爾瑪上修全年營收及獲利指引，預期營收年增 3.75-4.75% (對比原先展望為 3.0-4.0%)，每股盈餘自 2.50-2.60 美元上修至 2.52-2.62 美元，高於市場共識的 2.49 美元。雖然獲利增幅不及營收，反應關稅成本帶來的逆風，但美國及海外市場同店營收成長加速，各收入階層市佔率皆提升。公司也採取積極策略，增加回調價格品項，我們相信將維持競爭優勢。

投資建議

儘管面臨關稅、成本上升與通膨壓力，我們相信沃爾瑪的多元採購與價格優勢，將持續提升市佔率。我們維持「增加持股」評等及目標價 115 美元，係根據 40 倍本益比。

投資風險

關稅導致成本上揚；市場競爭加劇。

主要財務數據及估值

	Jan-23A	Jan-24A	Jan-25A	Jan-26F	Jan-27F	Jan-28F
營業收入 (US\$百萬)	611,289	648,125	680,985	706,047	732,745	755,942
營業毛利 (US\$百萬)	147,568	157,983	169,232	175,945	184,790	192,152
營業利益 (US\$百萬)	20,428	27,012	29,348	28,985	33,012	35,568
EBITDA (US\$百萬)	33,679	41,142	44,668	43,463	48,547	52,162
稅後淨利 (US\$百萬)	11,292	17,975	20,283	20,933	23,237	25,214
每股盈餘 (US\$)	2.10	2.22	2.51	2.59	2.88	3.12
營業收入成長率 (%)	6.7	6.0	5.1	3.7	3.8	3.2
每股盈餘成長率 (%)	(2.6)	5.7	13.2	3.2	11.0	8.5
毛利率 (%)	24.1	24.4	24.9	24.9	25.2	25.4
營業利益率 (%)	3.3	4.2	4.3	4.1	4.5	4.7
EBITDA margin (%)	5.5	6.3	6.6	6.2	6.6	6.9
淨負債比率 (%)	31.4	30.0	28.1	23.9	14.7	4.3
股東權益報酬率 (%)	12.8	20.6	21.5	20.5	20.6	20.0

資料來源：公司資料；凱基

圖 1：2Q FY26 財報暨 3Q FY26 市場共識預估

百萬美元	2Q FY26						3Q FY26F			
	實際數	QoQ (%)	YoY (%)	公司財測	市場共識	差異 (%)	公司財測	市場共識	QoQ (%)	YoY (%)
營收	177,402	7.1	4.8	3.5-4.5% YoY	176,024	0.8	3.75-4.75% YoY	176,122	(0.7)	3.9
毛利	44,631	8.0	5.0		43,562	2.5		42,696	(4.3)	1.1
營業利益	7,286	2.1	(8.2)		8,693	(16.2)		6,860	(5.9)	2.3
稅前獲利	9,319	55.5	50.0		7,983	16.7		6,243	(33.0)	2.4
稅後淨利	7,026	56.6	56.1		5,861	19.9		4,663	(33.6)	1.9
每股盈餘 (美元)	0.68	11.5	1.5		0.73	(7.0)	0.58-0.60	0.57	(15.7)	(1.2)
毛利率 (%)	25.2	0.2 ppts	0.0 ppts		24.7	0.4 ppts		24.2	(0.9)ppts	(0.7)ppts
營業率 (%)	4.1	(0.2)ppts	(0.6)ppts		4.9	(0.8)ppts		3.9	(0.2)ppts	(0.1)ppts
淨利率 (%)	4.0	1.3 ppts	1.3 ppts		3.3	0.6 ppts		2.6	(1.3)ppts	(0.1)ppts

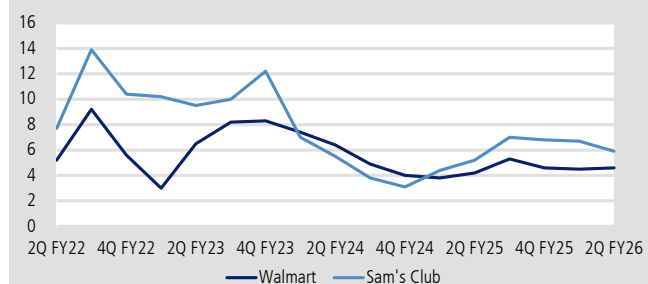
資料來源：公司資料；Bloomberg；凱基

沃爾瑪 2Q FY26 財報後電話會議摘要：

- 全年以固定匯率計算的營收成長指引上調 75 個基點至 3.75%-4.75%
- 美國沃爾瑪毛利率受益於良好的庫存管理，但商品類別組合仍是阻力，因食品/健康類銷售超過一般商品
- 國際毛利率下降，因通路/型態組合壓力及策略性價格投資
- 美國沃爾瑪第二季同店銷售增長 4.6%，整季表現穩健
- 美國 Sam's Club 同店銷售增長 5.9%，主要由單位數量成長驅動
- Sam's Club 一般商品已連續 4-5 季呈現正向同店銷售
- 全球庫存增加 3.8%，美國沃爾瑪增加 2.2%，主要來自運輸中庫存而非門店庫存
- 各通路庫存管理良好，後台整潔，貨架存貨充足
- 第二季在美國和國際市場均獲得市佔率提升
- 各收入階層均有市佔率增長，上層收入家庭增幅最大
- 經濟不確定期間，策略重點是取得市佔率
- 消費行為整體穩定，關稅影響逐步，行為調整有限
- 中低收入家庭在支出上調整較明顯，高收入家庭影響較小
- 美國產品進口比例不到三分之一，主要來源中國、墨西哥、越南、印度及加拿大
- 維持積極價格策略，全品項超過 7,400 個回調，比上一季多約 2,000，食品回調同比增 30%

圖 2：美國同店銷售維持穩健增長

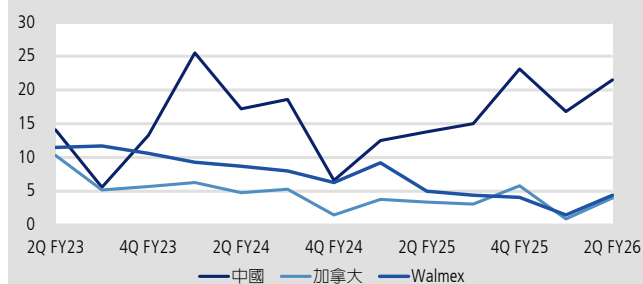
同店營收成長，百分比



資料來源：公司資料；凱基

圖 3：中國市場表現亮眼

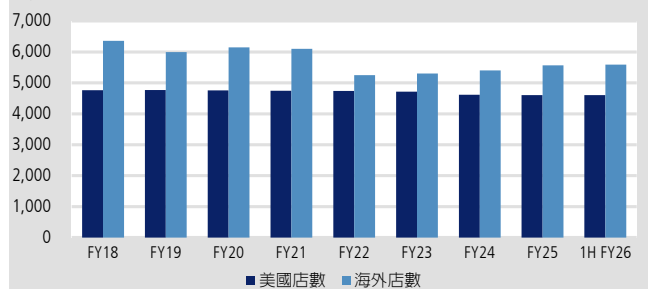
海外同店營收成長，百分比



資料來源：公司資料；凱基

圖 4：Walmart 海外店數持續成長

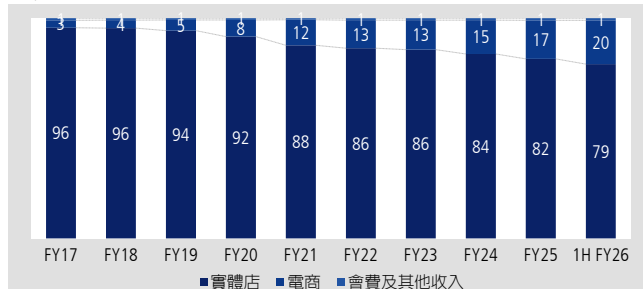
店數，家



資料來源：公司資料；凱基

圖 5：Walmart 電商營收比重持續提升

營收比重，百分比



資料來源：公司資料；凱基

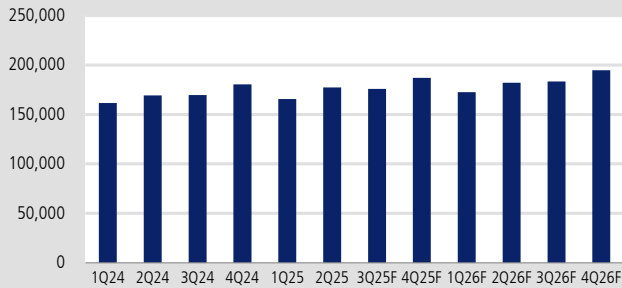
圖 6：公司概況

成立於 1962 年，沃爾瑪 (Walmart) 為全球最大的零售商，目前有超過 10,000 家門市，其中 4,600 家位於美國，其他海外市場包括墨西哥、加拿大、中美洲及中國等地。美國地區營收占比最高達 81%，其他海外營收為 19%。除了實體門市外，沃爾瑪也積極擴展電商業務，2024 年營收占比達 17%。公司旗下也設立會員制商店 Sam's Club，目前有 600 家店。

資料來源：公司資料；凱基

圖 8：季營業收入

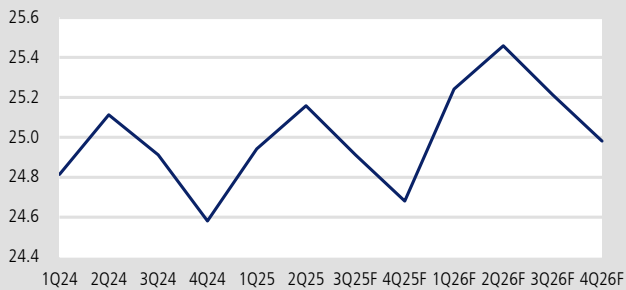
季營業收入，百萬美元



資料來源：公司資料；凱基預估

圖 10：毛利率

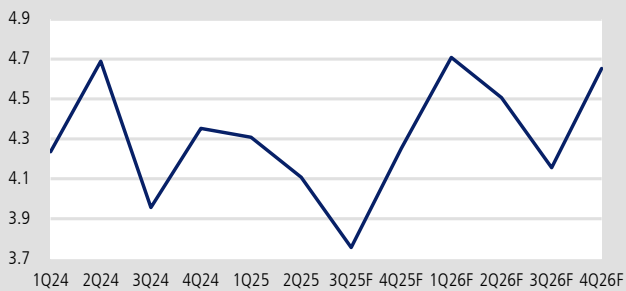
毛利率，百分比



資料來源：公司資料；凱基預估

圖 12：營業利潤率

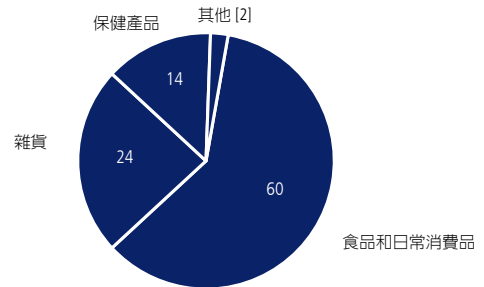
營業利潤率，百分比



資料來源：公司資料；凱基預估

圖 7：食品和日常消費品佔美國 Walmart 營收最大宗

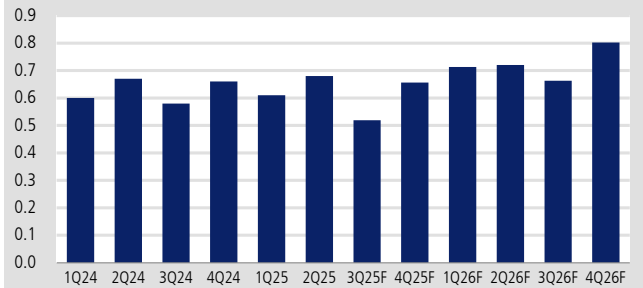
營收產品別，百分比



資料來源：公司資料；凱基

圖 9：每股盈餘

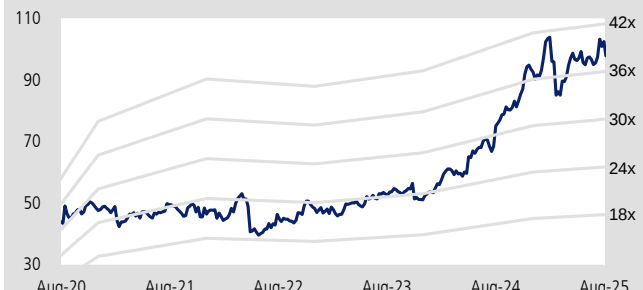
每股盈餘，美元



資料來源：公司資料；凱基預估

圖 11：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：公司資料；凱基

圖 13：未來 12 個月預估股價淨值比區間

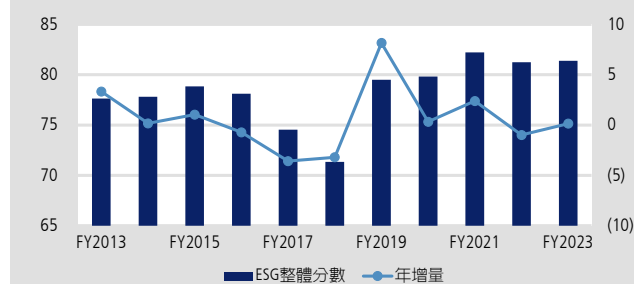
股價，美元 (左軸)；淨值比，倍 (右軸)



資料來源：公司資料；凱基

圖 14 : Walmart - ESG 整體分數

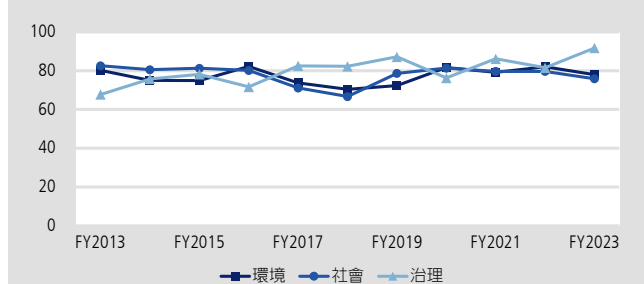
ESG 整體分數 (左軸) ; 年變化, 百分點 (右軸)



資料來源 : Refinitiv、公司資料

圖 15 : Walmart - ESG 各項分數

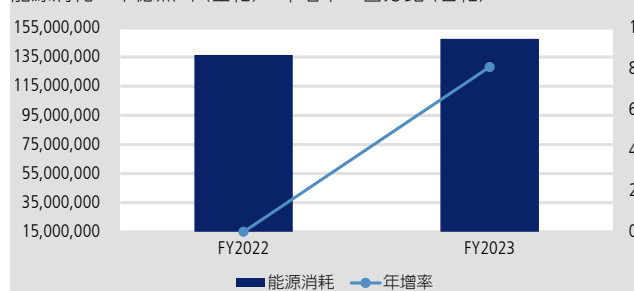
ESG 各項分數



資料來源 : Refinitiv、公司資料

圖 16 : Walmart - 能源消耗

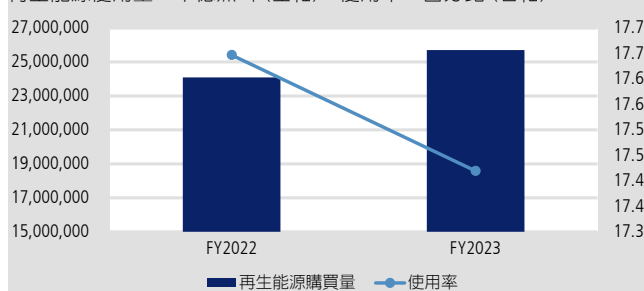
能源消耗, 十億焦耳 (左軸) ; 年增率, 百分比 (右軸)



資料來源 : Refinitiv、公司資料

圖 17 : Walmart - 再生能源使用

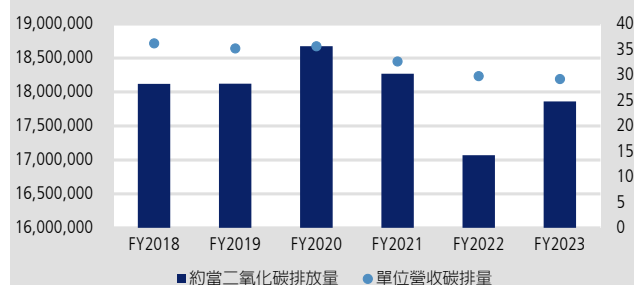
再生能源使用量, 十億焦耳 (左軸) ; 使用率, 百分比 (右軸)



資料來源 : Refinitiv、公司資料

圖 18 : Walmart - 碳排放量

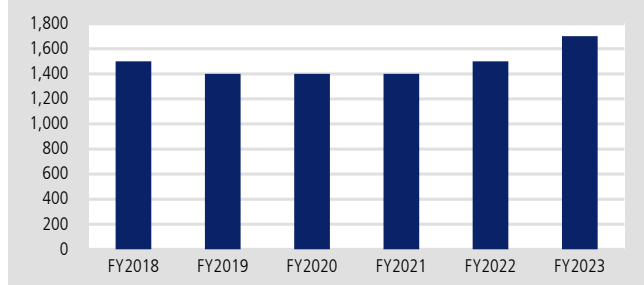
約當二氧化碳排放量, 噸 (左軸) ; 單位營收碳排放量, 噸/百萬美元 (右軸)



資料來源 : Refinitiv、公司資料

圖 19 : Walmart - 捐款額

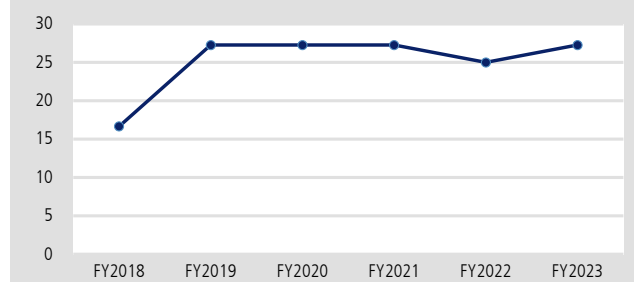
捐款總額, 百萬元



資料來源 : Refinitiv、公司資料

圖 20 : Walmart - 董事性別多樣性

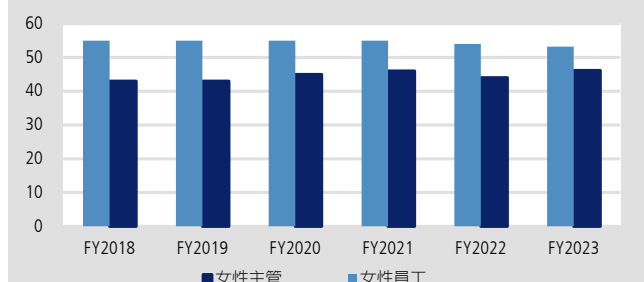
董事性別比, 百分比



資料來源 : Refinitiv、公司資料

圖 21 : Walmart - 性別多樣性

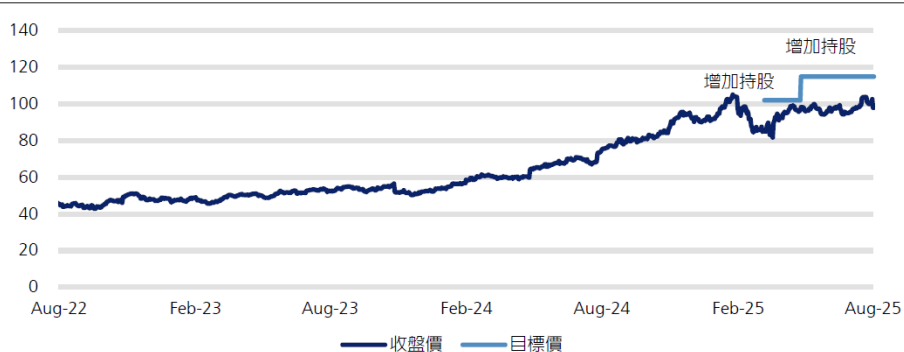
女性主管與員工比例, 百分比



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

Walmart Corp – 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。