

Walmart (WMT.N/WMT US)

獲利結構持續優化

增加持股·維持

收盤價 February 20 (US\$)	123.0
3 個月目標價 (US\$)	127.2
12 個月目標價 (US\$)	140.0
前次目標價 (US\$)	120.0
調升(%)	16.7
上漲空間 (%)	13.8

焦點內容

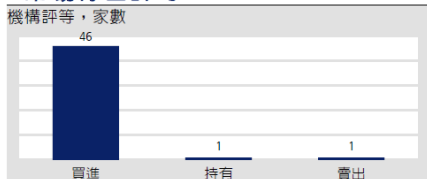
1. 受惠營運槓桿效益，4QFY26 每股盈餘 0.74 美元，略高於市場預期
2. 全通路策略與平台數位化成果顯現
3. 展望 FY2027 營收成長 3.5%-4.5%，營業利益成長 6%-8%，成長幅度高於營收，顯示獲利結構持續改善

交易資料表

市值：(US\$bn)	980.3
流通在外股數 (百萬股)：	7,970
機構持有比例 (%)：	83.3
3M 平均成交量 (百萬股)：	31.7
52 週股價 (低 \ 高) (US\$)：	79.8-134.7

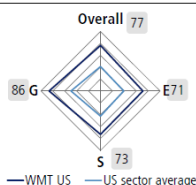
股價表現	3M	6M	12M
絕對表現 (%)	16.8	27.0	29.8
相對表現 (%)	12.1	20.2	14.9

市場綜合評等



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) 4Q FY26 每股盈餘 0.74 美元，略高於市場預期。公司展望 2027 財年獲利增長將持續高於營收，顯示獲利結構持續優化，我們相信在高毛利業務擴張與營運槓桿帶動下，Walmart 中長期成長動能明確。

評論及分析

4QFY26 財報略高於預期。 4Q FY26 每股盈餘 0.74 美元，年增 12%，略高於市場共識 0.72 美元。營收在固定匯率基礎下年增 4.9%，電商成長 24%，整體成長動能穩健。調整後營業利益年增 10.5%，成長幅度為營收的兩倍，顯示營運槓桿持續改善。三大事業部門 (Walmart U.S.、International 及 Sam's Club) 營業利益均高於營收成長，獲利結構進一步優化。第四季電商滲透率達 23%，美國電商年增 27%。此外，廣告與會員收入持續快速成長，第四季已貢獻接近三分之一營業利益，顯示 Walmart 正由傳統零售商轉型為兼具平台屬性的多元獲利模式。

數位化成果顯現。 沃爾瑪核心策略持續聚焦在全通路深化及平台數位化，且已顯現具體成效。以 5,200 個門市作為配送節點，美國市場 35% 的訂單可在 3 小時內送達，快速配送服務年增 60%，並進一步強化會員黏著度，帶動會員收入全年成長 15%，其中 Sam's Club 中國增長 35%，Walmart+ 維持雙位數成長。AI 購物助手「Sparky」顯著提升顧客參與度，管理層表示使用 Sparky 的客戶平均客單價比一般客戶高出 35%，且目前已有 50% 的 App 用戶使用過 Sparky，凸顯公司數位化的努力已成功轉化為實體購買行為。

獲利結構優化。 管理層展望 FY2027 營收成長 3.5%-4.5%，營業利益成長 6%-8%，成長幅度高於營收，顯示獲利結構持續改善。每股盈餘預估 2.75-2.85 美元，略高於市場共識 2.68 美元。隨著電商業務快速擴張，加上高毛利的廣告及會員收入成長顯著，我們相信 Walmart 獲利結構性改善趨勢將延續，並進一步強化中長期營運競爭優勢。

投資建議

我們維持對 Walmart 正面看法，公司正由傳統零售商轉型為結合電商、廣告與會員經濟的多元獲利模式，營運結構性優化將強化現金流並帶來潛在評價提升機會。我們維持「增加持股」評等，並將目標價調升至 140 美元，係根據 2027 每股盈餘預估的 40 倍 (不變)。

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-24A	Jan-25A	Jan-26A	Jan-27F	Jan-28F	Jan-29F
營業收入 (US\$百萬)	648,125	680,985	713,163	745,802	770,979	796,685
營業毛利 (US\$百萬)	157,983	169,232	177,768	182,049	190,508	200,843
營業利益 (US\$百萬)	27,012	29,348	29,825	34,905	39,167	45,253
EBITDA (US\$百萬)	27,105	29,504	31,096	50,915	56,234	63,377
稅後淨利 (US\$百萬)	17,975	20,283	21,178	24,532	27,953	32,392
每股盈餘 (US\$)	2.22	2.51	2.64	3.06	3.49	4.04
營業收入成長率 (%)	6.0	5.1	4.7	4.6	3.4	3.3
每股盈餘成長率 (%)	5.7	13.2	5.2	16.0	13.9	15.9
毛利率 (%)	24.4	24.9	24.9	24.4	24.7	25.2
營業利益率 (%)	4.2	4.3	4.2	4.7	5.1	5.7
EBITDA margin (%)	4.2	4.3	4.4	6.8	7.3	8.0
淨負債比率 (%)	30.0	28.1	28.7	15.2	5.2	Net Cash
股東權益報酬率 (%)	20.6	21.5	20.8	21.7	21.9	22.3

資料來源：公司資料；凱基

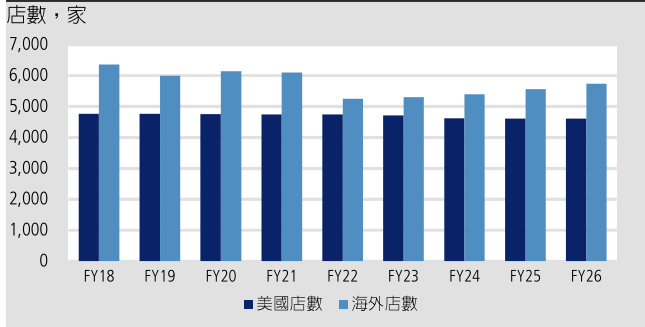
圖 1：4Q FY26 財報暨 1Q FY27 市場共識預估

百萬美元	4Q FY26					1Q FY27F		
	實際數	QoQ (%)	YoY (%)	市場共識	差異 (%)	市場共識	QoQ (%)	YoY (%)
營收	190,656	6.2	5.6	190,502	0.1	174,327	(8.6)	5.3
毛利	45,298	5.2	6.2	45,821	(1.1)	42,675	(5.8)	7.6
營業利益	8,574	18.3	9.1	8,588	(0.2)	7,948	(7.3)	11.4
稅前獲利	5,970	(27.1)	(14.3)	7,967	(25.1)	7,362	23.3	22.8
稅後淨利	5,927	19.3	11.2	5,816	1.9	5,455	(8.0)	11.1
每股盈餘(美元)	0.74	19.4	12.1	0.72	2.2	0.68	(7.7)	12.0
毛利率(%)	24.0	(0.2)ppts	0.1 ppts	24.1	(0.1)ppts	24.5	0.5 ppts	0.3 ppts
營利率(%)	4.5	0.5 ppts	0.1 ppts	4.5	(0.0)ppts	4.6	0.1 ppts	0.3 ppts
淨利率(%)	3.1	0.3 ppts	0.2 ppts	3.1	0.1 ppts	3.1	0.0 ppts	0.2 ppts

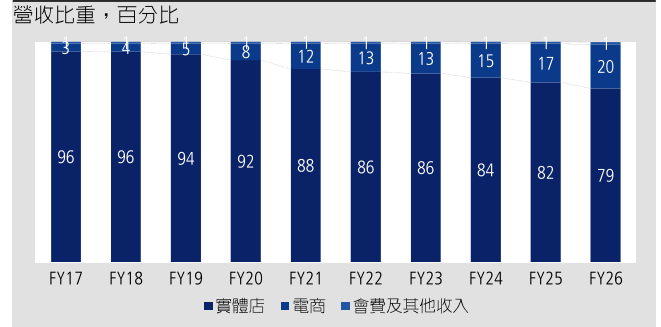
資料來源：公司資料；Bloomberg；凱基

沃爾瑪 4Q FY26 財報電話會議摘要：

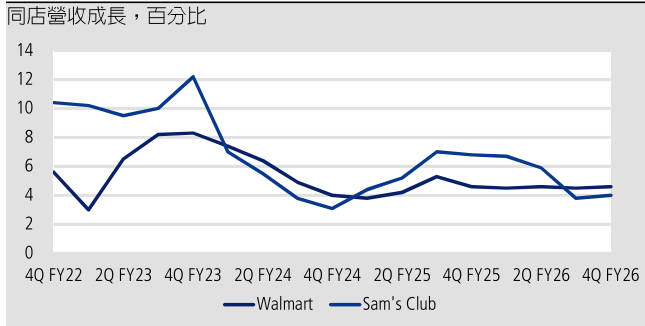
- 預估 2027 財年營收成長 3.5%-4.5%，營業利益成長 6%-8%，持續高於營收成長。每股盈餘預估 2.75-2.85 美元。
- 第一季營業利益成長預估 4%-6%。公司提供較保守財測假設，但過去數年均實現上修並超越目標。管理層預期 2027 財年毛利率持續改善，SG&A 費用出現結構性槓桿效益
- 2026 財年第四季營收在固定匯率基礎下成長 4.9%，電商業務年增 24%，調整後營業利益成長 10.5%，成長幅度為營收的兩倍以上，顯示營運槓桿持續改善
- 三大事業部門（美國、國際、Sam's Club）營業利益皆高於營收成長，獲利結構進一步優化
- 2026 財年全年營收成長約 5%，總營收首度突破 7,000 億美元。營業利益成長 5.4%，為連續第三年獲利成長高於營收成長
- 電商全年成長近 25%，規模突破 1,500 億美元，第四季電商滲透率達 23%。美國電商成長 27%，成長動能穩健
- 約 35%門市履約訂單可在 3 小時內完成配送，快速配送（Express/Fast Delivery）成長 60%，顯示即時履約能力強化
- 電商已連續四季實現獲利，且額外利潤率為雙位數，代表規模經濟與自動化投資開始顯現效益
- 會員收入全年成長 15%，Sam's Club 中國成長 35%，Walmart+維持雙位數成長。快速配送為會員最具吸引力的服務項目之一
- 高收入家庭（年收入 10 萬美元以上）為市佔率提升主要來源。低收入族群仍面臨財務壓力，消費行為較為保守
- 同店銷售通膨約 1%，整體通膨壓力趨緩

圖 2：Walmart 店數持續成長


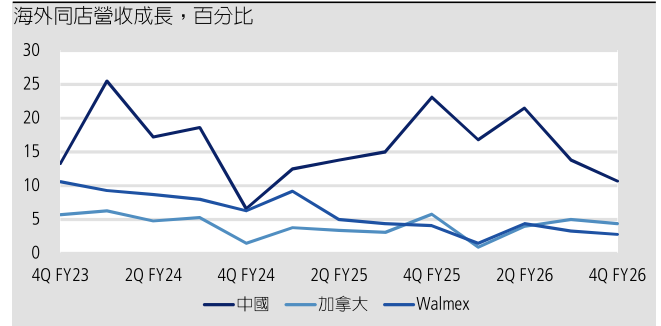
資料來源：公司資料；凱基

圖 3：Walmart 電商營收比重進一步提升


資料來源：公司資料；凱基

圖 4：美國同店營收成長維持穩健


資料來源：公司資料；凱基

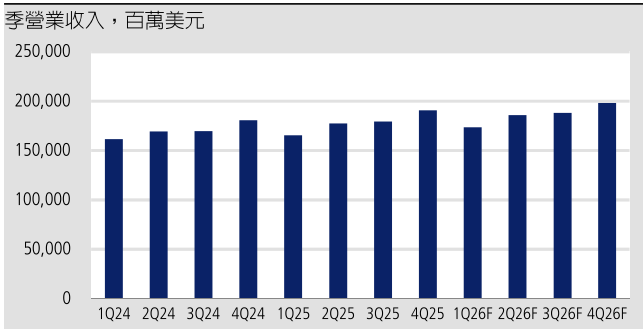
圖 5：海外同店營收成長趨緩


資料來源：公司資料；凱基

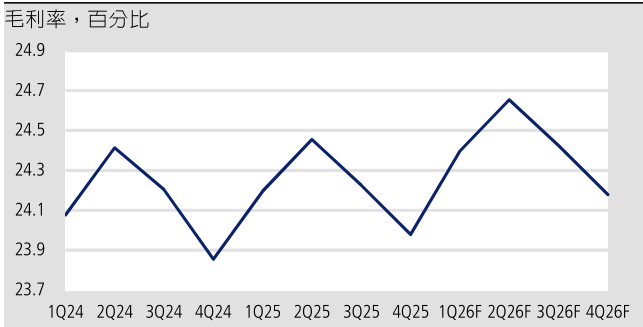
圖 6：公司概况

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 4,611 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 Walmart 營收佔比最高達 68%、其他海外營收為 19%、Sam's Club 佔 12%、會費收入則佔 1%。除了實體門市外，沃爾瑪也積極擴展電商業務，2025 年營收佔比達 24%。公司旗下也設立會員制商店 Sam's Club，目前有 601 家店。

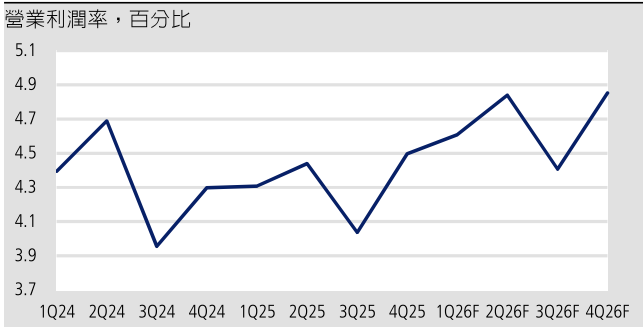
資料來源：公司資料；凱基

圖 8：季營業收入


資料來源：公司資料；凱基預估

圖 10：毛利率


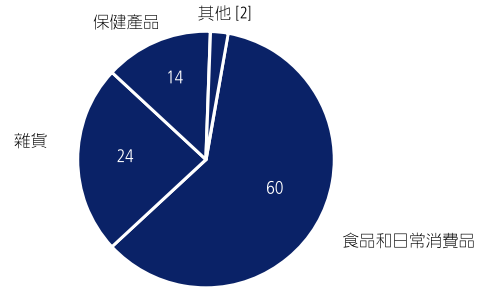
資料來源：公司資料；凱基預估

圖 12：營業利潤率


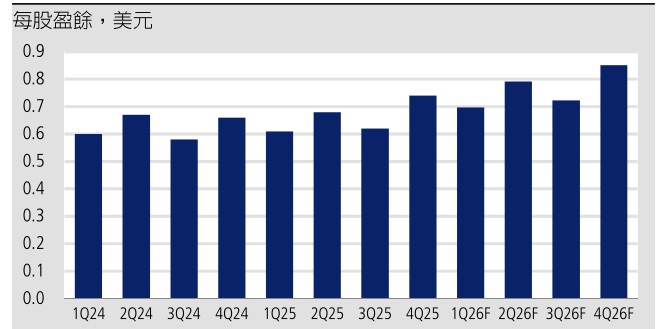
資料來源：公司資料；凱基預估

圖 7：食品 and 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


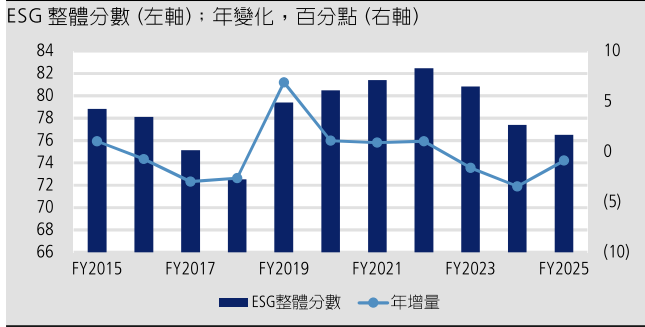
資料來源：公司資料；凱基預估

圖 11：未來 12 個月預估本益比區間

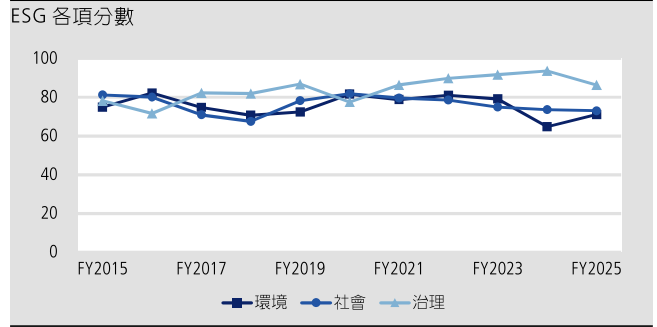

資料來源：公司資料；凱基

圖 13：未來 12 個月預估股價淨值比區間

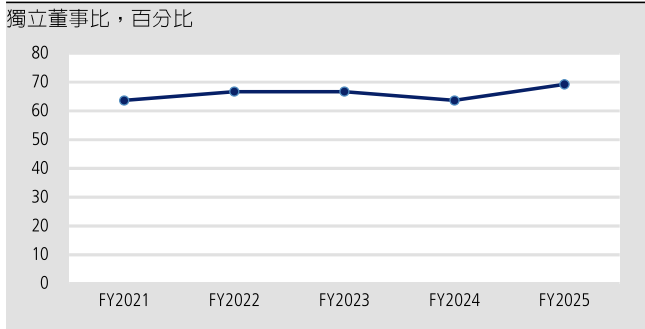

資料來源：公司資料；凱基

圖 14 : Walmart - ESG 整體分數


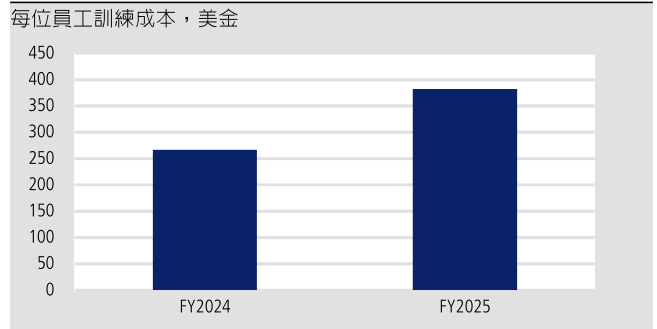
資料來源 : Refinitiv、公司資料

圖 15 : Walmart - ESG 各項分數


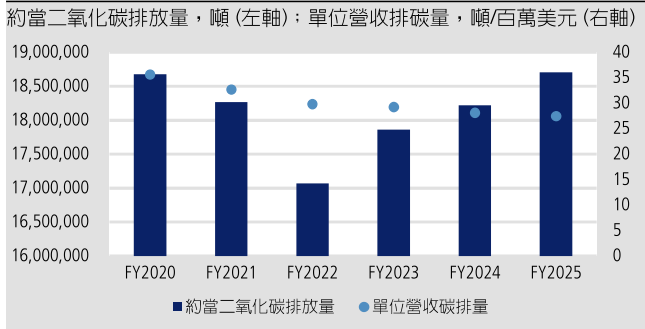
資料來源 : Refinitiv、公司資料

圖 16 : Walmart - 董事會獨立性


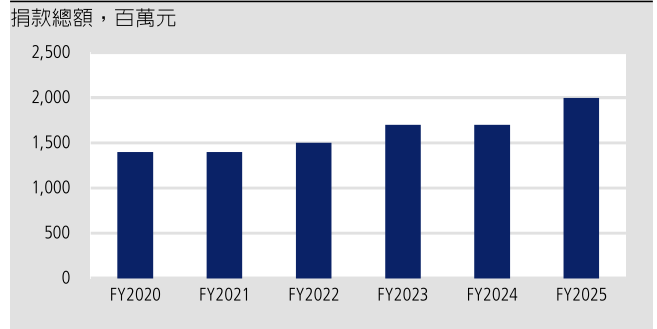
資料來源 : Refinitiv、公司資料

圖 17 : Walmart - 員工訓練成本


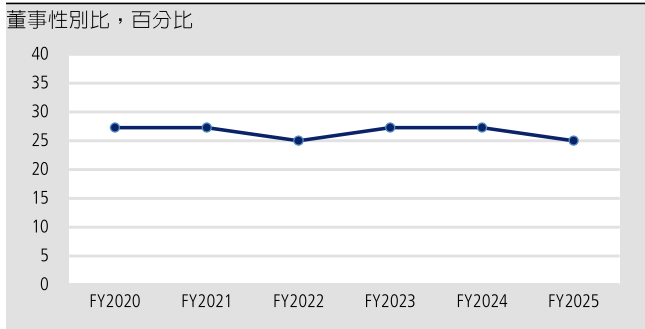
資料來源 : Refinitiv、公司資料

圖 18 : Walmart - 碳排放量


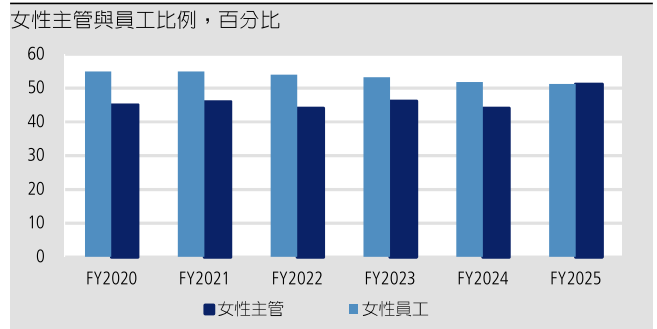
資料來源 : Refinitiv、公司資料

圖 19 : Walmart - 捐款額


資料來源 : Refinitiv、公司資料

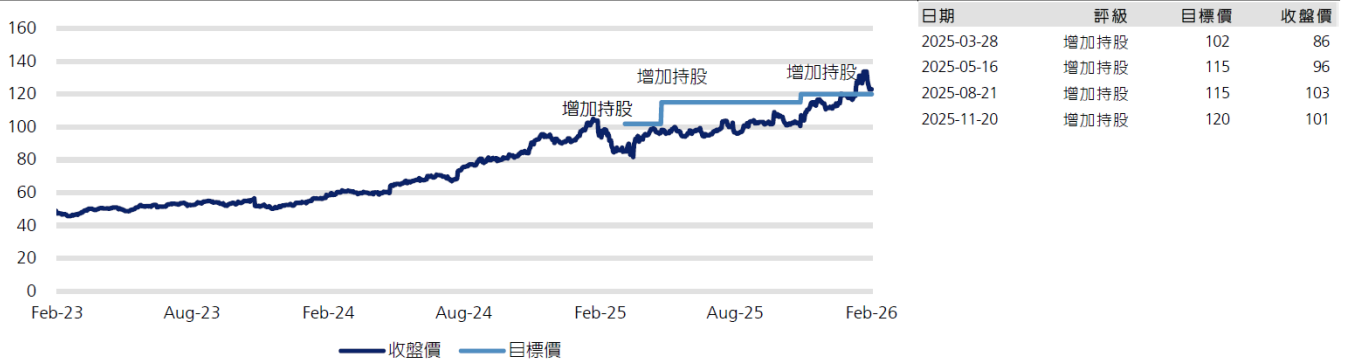
圖 20 : Walmart - 董事性別多樣性


資料來源 : Refinitiv、公司資料

圖 21 : Walmart - 性別多樣性


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 - 本財年末員工人數 = 上個財年末員工人數 + 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。