

Walmart (WMT.N/WMT US)

大者恆大

增加持股 · 首次評等

收盤價 March 27 (US\$)	85.6
3 個月目標價 (US\$)	89.7
12 個月目標價 (US\$)	102.0
前次目標價 (US\$)	N/A
維持 / 調升 / 調降 (%)	N/A
上漲空間 (%)	19.1

焦點內容

- 規模經濟與供應鏈優勢凸顯競爭力，即使面臨經濟逆風，仍能提升市占。
- 線下結合線上的全渠道策略加快電商業務成長。
- 現金流強勁且現金股利穩定增長。

交易資料表

市值：(US\$bn)	686.5
流通在外股數 (百萬股)：	8,017
機構持有比例 (%)：	81.9
3M 平均成交量 (百萬股)：	19.9
52 週股價 (低 \ 高) (US\$)：	58.6-105.3

股價表現	3M	6M	12M
絕對表現 (%)	(6.6)	7.3	42.3
相對表現 (%)	(1.9)	8.1	34.0

市場綜合評等

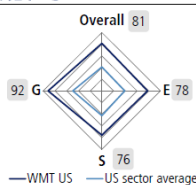
機構評等，家數



12M 機構目標價	最低	平均	最高
目標價 (美元)	63	109	120
潛在報酬 (%)	(26.4)	27.4	40.1

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) 為全球最大零售商，透過規模經濟及供應鏈管理，加上整合實體門市與電商平台的全通路 (Omnichannel) 策略，公司持續提升美國市占及海外市場滲透率。我們首評給予「增加持股」評等。

評論及分析

規模優勢凸顯競爭力。 沃爾瑪全球有超過 10,000 家門市 (美國及海外店數佔比為 45%/55%)，憑藉強大供應鏈優勢和具競爭力的價格，深受消費者青睞。主要銷售生鮮食品、日用品與藥品等，受惠必需品的剛性需求及品牌忠誠度，營運持續穩健增長，即使面對經濟不確定性，沃爾瑪仍能持續提升市占。2021-2024 三年營收複合成長率達 5.9%，較過去十年複合成長 3.4% 加速。旗下會員制的 Sam's Club，來客數成長比沃爾瑪更快，帶動三年營收複合成長 7.1% 及會員收入成長 8.9%，表現相較好市多 (美) 也毫不遜色。

電商業務快速成長。 除實體門市穩健成長外，沃爾瑪也積極發展電商業務，透過 Walmart.com 和 Walmart+ 會員計劃所提供的免費送貨和加油折扣優惠，不僅提高消費者忠誠度和回購率，也帶動電商的增長。過去三年電商營收複合成長 17.6%，表現超前好市多及 Amazon (美)。沃爾瑪將線上和線下業務整合，提供線上購物、店內取貨以及送貨服務，這種全渠道的策略使得消費者可以根據需求選擇最適合的購物方式，也進一步提升了顧客滿意度。

強勁現金流與穩定股息增長。 雖然過去三年資本支出增加，但沃爾瑪庫存管理優化 (4Q24 週轉天數降至 38 天，低於平均的 43 天)，加上營運現金流穩健 (過去三年複合成長 15%)，公司自由現金流超過 110 億美元，將支持穩定現金股利發放並有能力回購股票。儘管美國通膨及全球經濟下滑風險上升，我們相信沃爾瑪的低價策略將持續帶動市佔率提升，創造穩定現金流。我們預估公司未來三年獲利將複合年增 8%。

投資建議

面對總經環境不確定性，我們相信沃爾瑪營運穩健成長、具備強勁現金流能力，其防禦性的商業模式將凸顯長期投資價值。我們首評「增加持股」評等並設定目標價 102 美元，係根據 35 倍本益比。

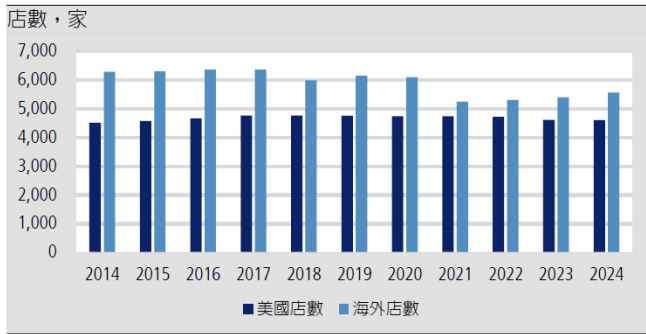
投資風險

供應鏈中斷與物流成本上揚；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	704,060	726,688	749,160
營業毛利 (US\$百萬)	147,568	157,983	169,232	176,010	183,847	191,029
營業利益 (US\$百萬)	20,428	27,012	29,348	30,514	32,948	35,464
EBITDA (US\$百萬)	33,679	41,142	42,321	46,099	50,454	54,892
稅後淨利 (US\$百萬)	11,292	17,975	20,283	21,747	23,612	25,539
每股盈餘 (US\$)	2.10	2.22	2.51	2.69	2.92	3.16
營業收入成長率 (%)	6.7	6.0	5.1	3.4	3.2	3.1
每股盈餘成長率 (%)	(2.6)	5.7	13.2	7.2	8.6	8.2
毛利率 (%)	24.1	24.4	24.9	25.0	25.3	25.5
營業利益率 (%)	3.3	4.2	4.3	4.3	4.5	4.7
EBITDA margin (%)	5.5	6.3	6.2	6.5	6.9	7.3
淨負債比率 (%)	31.4	30.0	28.1	15.7	3.1	Net Cash
股東權益報酬率 (%)	12.8	20.6	21.5	20.7	19.5	18.5

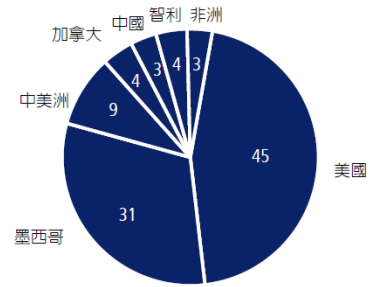
資料來源：公司資料、凱基

圖 1：Walmart 海外店數近年持續成長


資料來源：公司資料；凱基

圖 2：美國店數佔比最高

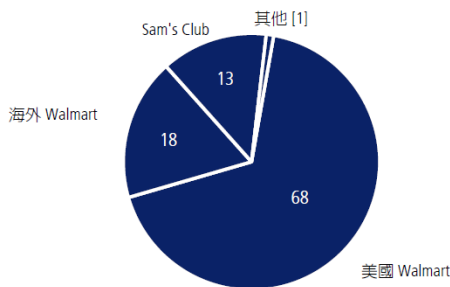
4Q24 店數地區別，百分比



資料來源：公司資料；凱基

圖 3：美國 Walmart 營收佔比最大

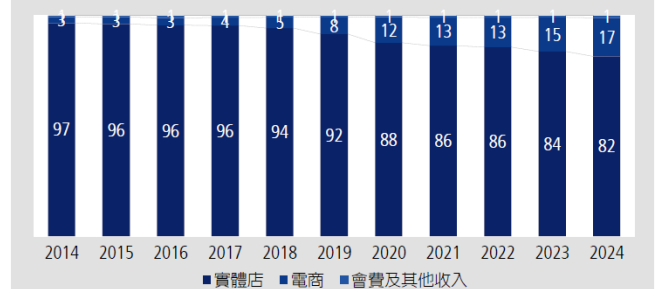
4Q24 營收品牌別，百分比



資料來源：公司資料；凱基

圖 4：Walmart 電商銷售比重持續提升

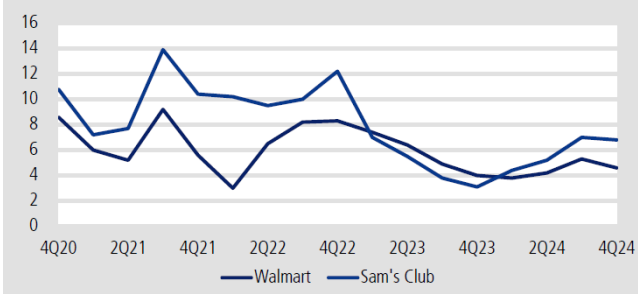
營收比重，百分比



資料來源：公司資料；凱基

圖 5：同店銷售維持穩健增長

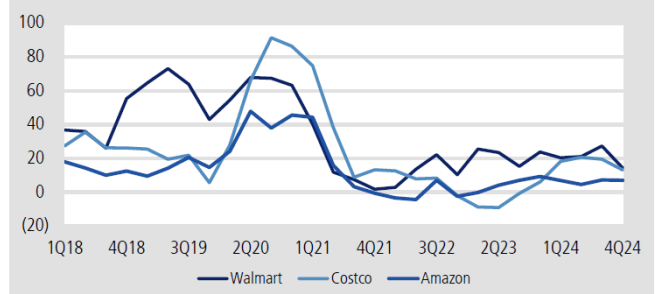
同店營收成長率，百分比



資料來源：公司資料；凱基

圖 6：Walmart 電商業務成長超前同業

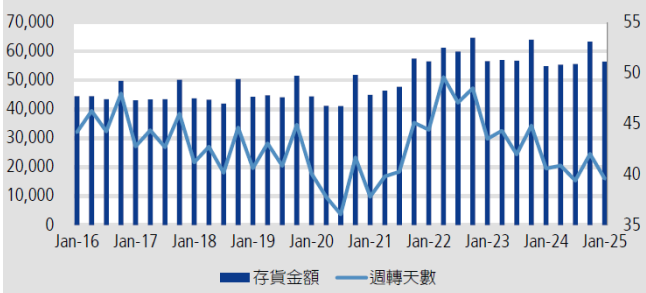
電商營收成長率，百分比



資料來源：公司資料；凱基

圖 7：Walmart 庫存天數下滑

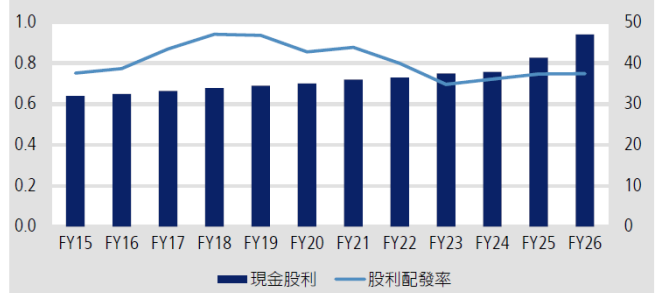
存貨金額，百萬美元 (左軸)；存貨週轉天數，天 (右軸)



資料來源：公司資料；凱基

圖 8：Walmart 現金股利配發穩定

現金股利，美元 (左軸)；股利配發率，百分比 (右軸)

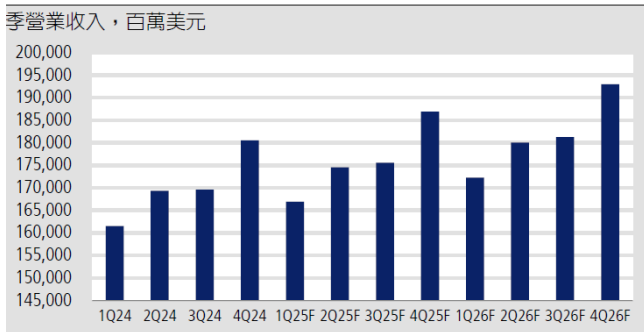


資料來源：公司資料；凱基

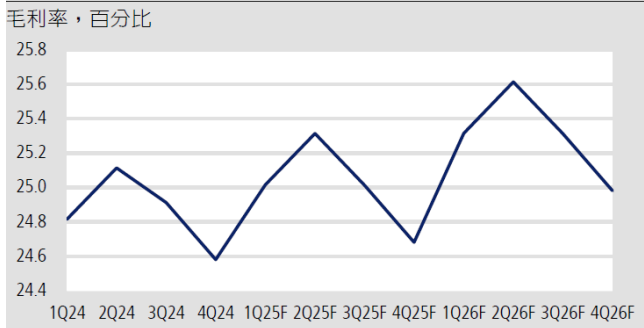
圖 9：公司概況

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 年營收佔比達 17%。公司旗下也設立會員制商店 Sam's Club，目前有 600 家店。

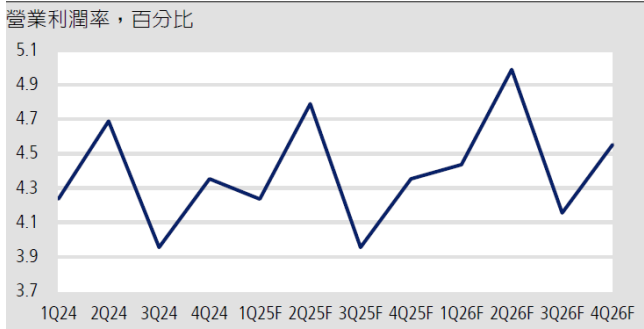
資料來源：公司資料；凱基

圖 11：季營業收入


資料來源：公司資料；凱基預估

圖 13：毛利率


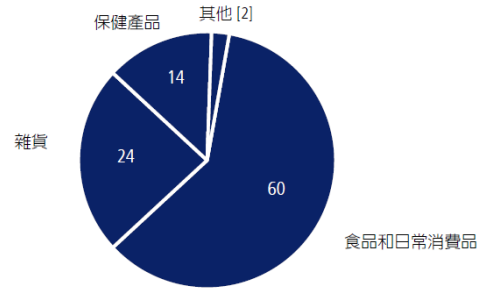
資料來源：公司資料；凱基預估

圖 15：營業利潤率


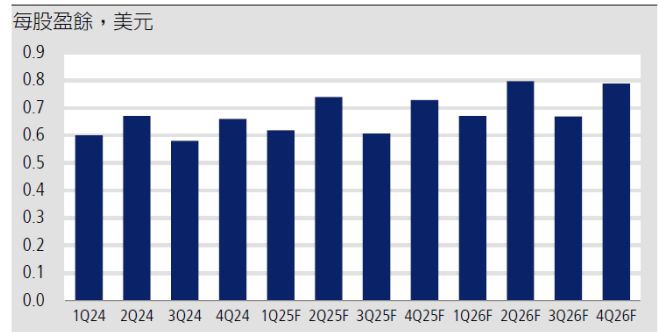
資料來源：公司資料；凱基預估

圖 10：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 12：每股盈餘


資料來源：公司資料；凱基預估

圖 14：未來 12 個月預估本益比區間

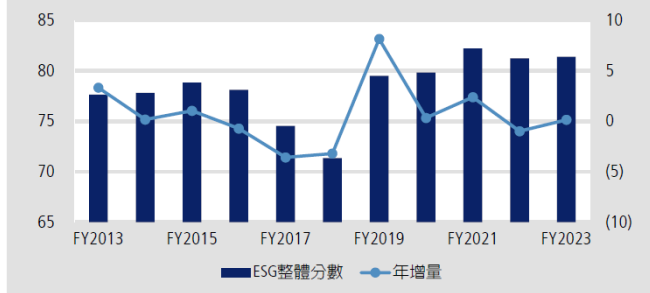

資料來源：公司資料；凱基

圖 16：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 17 : Walmart - ESG 整體分數

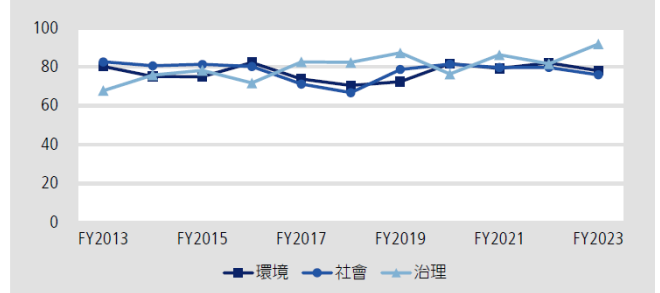
ESG 整體分數 (左軸): 年變化, 百分點 (右軸)



資料來源: Refinitiv、公司資料

圖 18 : Walmart - ESG 各項分數

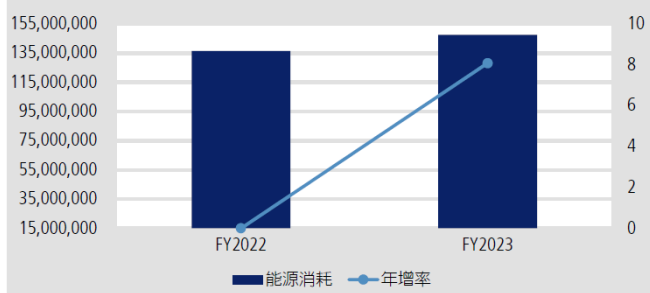
ESG 各項分數



資料來源: Refinitiv、公司資料

圖 19 : Walmart - 能源消耗

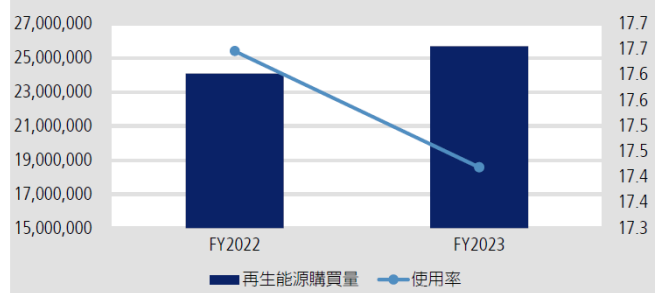
能源消耗, 十億焦耳 (左軸): 年增率, 百分比 (右軸)



資料來源: Refinitiv、公司資料

圖 20 : Walmart - 再生能源使用

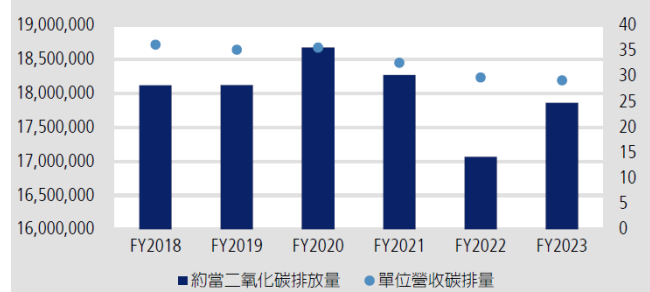
再生能源使用量, 十億焦耳 (左軸): 使用率, 百分比 (右軸)



資料來源: Refinitiv、公司資料

圖 21 : Walmart - 碳排放量

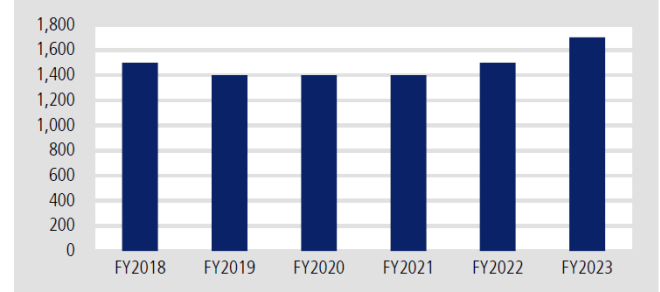
約當二氧化碳排放量, 噸 (左軸): 單位營收碳排放量, 噸/百萬美元 (右軸)



資料來源: Refinitiv、公司資料

圖 22 : Walmart - 捐款總額

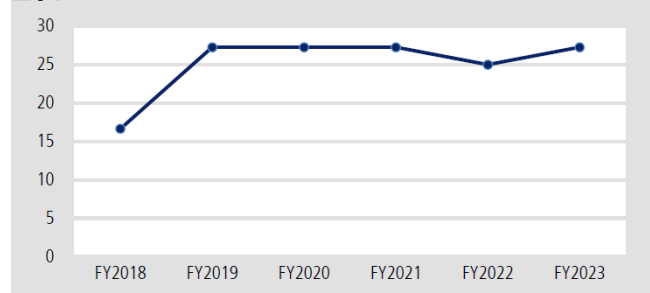
捐款總額, 百萬元



資料來源: Refinitiv、公司資料

圖 23 : Walmart - 董事性別多樣性

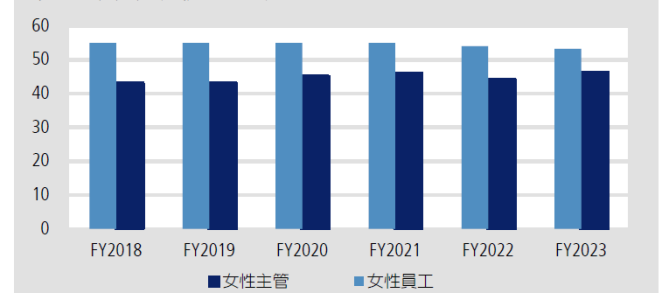
董事性別比, 百分比



資料來源: Refinitiv、公司資料

圖 24 : 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 = 女性員工人數/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俱生態效率的解決方案

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。