

# 海外零售龙头跟踪系列—沃尔玛

## 山姆驱动中国市场增长 28%，强商品力结合模式创新树标杆

### ◆ 行业研究 · 行业快评

### ◆ 商贸零售 · 一般零售

### ◆ 投资评级：优于大市（维持）

证券分析师：	张峻豪	021-60933168	zhangjh@guosen.com.cn	执证编码：S0980517070001
证券分析师：	柳旭	0755-81981311	liuxu1@guosen.com.cn	执证编码：S0980522120001
证券分析师：	孙乔容若	021-60375463	sunqiaorongruo@guosen.com.cn	执证编码：S0980523090004

### 事项：

沃尔玛公布 2025 财年四季度业绩(2024 年 11 月 1 日-2025 年 1 月 31 日)，整体营收同比增长 4.1%至 1806 亿美元，按固定汇率同比增长 5.3%。营业利润 79 亿美元，同比增长 8.3%，按固定汇率同比增长 10.8%。

**国信零售观点：**1) 分区域看，沃尔玛 25 财年四季度全球主要市场均表现较好。其中美国市场沃尔玛净销售额增长 5%至 1235 亿美元；美国山姆净销售额增长 5.7%至 231 亿美元。国际市场中中国市场增速领先，按固定汇率的净销售额同比增长 27.7%至 51 亿美元。2) 分渠道看，线上展现了强劲动力，其中美国市场电商同比增长 20%，中国市场电商同比增长 34%，其中国内山姆会员店以前置仓模式为依托的电商业务已经成为增长的主要驱动力。3) 分业态看，会员制仓储业态山姆贡献了重要增量，其中中国市场山姆持续向好，过去 12 个月新开 6 家，其以高性价比、精选 SKU、差异化商品力持续吸引着国内中产会员增长。

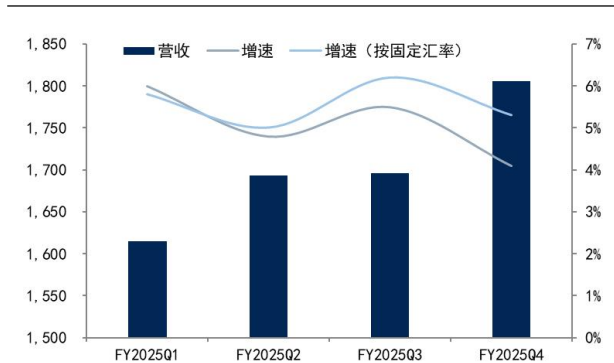
就国内市场而言，沃尔玛旗下山姆会员店和线上零售业务的强劲表现，进一步验证了优质商品力和全渠道零售体验对于商超企业转型的重要性。当前国内以永辉超市等企业正在积极学习优秀商业标杆，推进商品力改革和服务体验升级，随着调改效果的初步显现，有望助力业绩实现反转向好。继续建议关注：永辉超市、家家悦、红旗连锁、天虹股份等。

### 评论：

#### ◆ 沃尔玛中国区增长 27.7%，山姆会员店和线上零售成重要推手

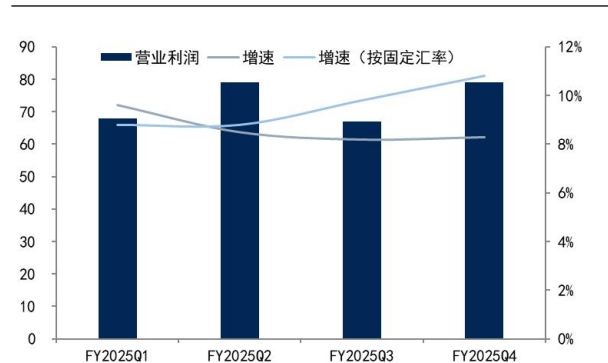
主要财务数据看，沃尔玛 2025 财年四季度全球市场营收同比增长 4.1%至 1806 亿美元，按固定汇率同比增长 5.3%。营业利润 79 亿美元，同比增长 8.3%，按固定汇率同比增长 10.8%。2025 财年全年，沃尔玛收入达 6810 亿美元(约 49419 亿元人民币)，同比增长 5.1%，按固定汇率计算增长 5.6%。

图1：沃尔玛 2025 财年分季度营收（亿美元、%）



资料来源：沃尔玛财报、国信证券经济研究所整理

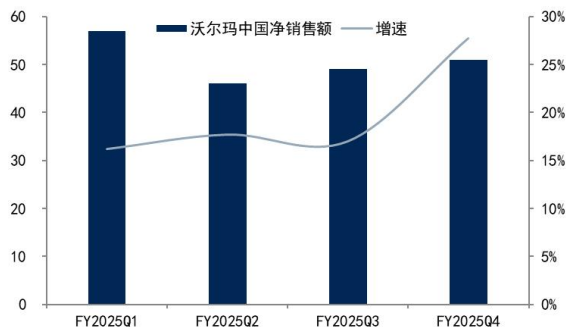
图2：沃尔玛 2025 财年分季度营业利润（亿美元、%）



资料来源：沃尔玛财报、国信证券经济研究所整理

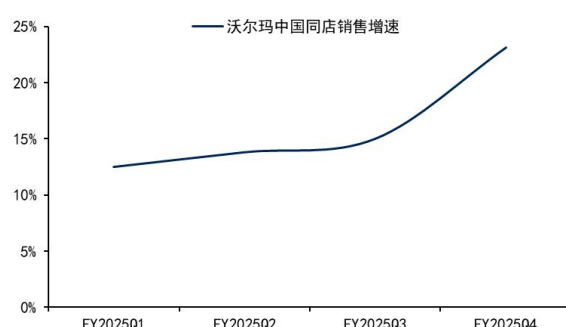
具体到中国市场看，2025 财年四季度沃尔玛中国市场净销售额增长 27.7%至 51 亿美元，同店销售增长也是达到 23.1%。整个 2025 财年，沃尔玛中国市场增速各季度实现进一步加速，前三个季度同店销售分别同比增长 12.5%/13.8%/15%。截至财年末，在中国，沃尔玛门店达 283 家，山姆会员店达 53 家。而据《商业观察家》报道，山姆中国 2024 年全渠道销售额破千亿，达到 1005 亿元，这意味着山姆会员店为整个沃尔玛中国区贡献了约七成营收。

图3: 沃尔玛中国市场净销售额（亿元、%）



资料来源：沃尔玛财报、国信证券经济研究所整理

图4: 沃尔玛中国市场同店销售增速（%）



资料来源：沃尔玛财报、国信证券经济研究所整理

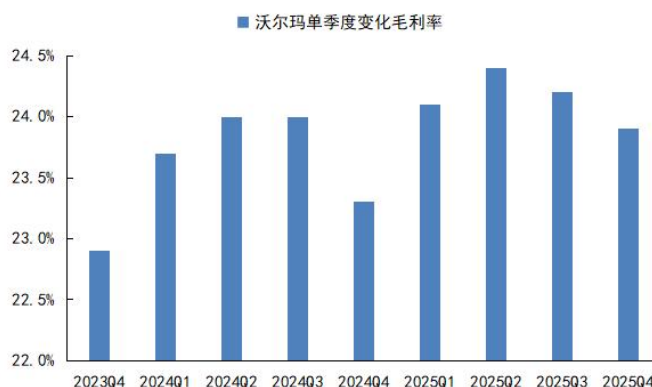
沃尔玛在管理层分享中同样指出，中国市场的增长主要受益山姆会员店和电子商务业务的强劲表现。其中山姆会员店作为商超行业会员仓储模式的代表，近年来在中国市场增长良好，具体来看：

#### ➤ 持续的商品力积累是山姆业务扩张的底层基础

首先，摆脱传统商品全覆盖的货架经营思维，紧扣消费者需求精选 SKU，提供高性价比的商品。这既降低了采购端和库存的本身压力，买手团队能够更加专注和精细化进行筛选，通过供应商路演、试用、参观工厂的形式对单件商品进行细致地测评，进而提供差异化的商品。同时这一举措也提升了顾客消费粘性，在优质商品力下会员付费意愿也明显强化。过去的 2025 财年第四季度，山姆会员店中国业务的会员收入增长超过 35%。

强化构建自有品牌矩阵，提升毛利率和差异化产品力。山姆的自有品牌 (Member's Mark) 销售占比预计在 30%左右，且其极致商品价格竞争力在门店也有所呈现，热门商品多数均低于市场同类价格。同时根据公司披露，受益于商品结构的优化，25 财年沃尔玛中国区毛利率持续提升。

图5: 沃尔玛毛利率变化（%）



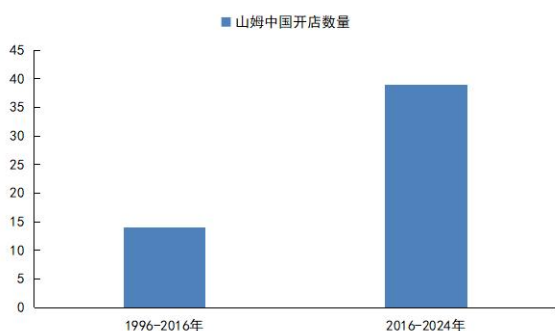
资料来源：沃尔玛财报、国信证券经济研究所整理

### ➤ 线下开店加速叠加前置仓模式创新，山姆中国业务拓展加速

自 1996 年中国第一家山姆会员店在深圳福田开业以来，其间屡创全球单店销售额第一。截止 2025 年 1 月底，山姆中国的门店数量达到 53 家。而在布局节奏上呈现循序渐进由慢到快的过程，山姆在 20 年后进入开店加速器，过去 4 年时间的，山姆新开门店数量超过此前的总和，且进驻的城市从一、二线拓展至三线及以下市场。而根据公司未来的开店节奏，山姆预计未来 3 年每年将新开 6-7 家店。据《联商网》统计，目前山姆在建及筹开的门店数量已经达 22 家，开店计划最晚已排至 2027 年。

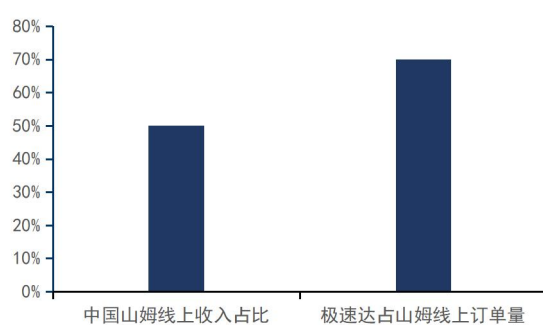
除了传统大店外，山姆通过其前置仓模式组建线上配送网络，扩大会员服务范围。在优质商品力作为核心竞争力的前提下，山姆积极利用前置仓模式开展线上业务。据沃尔玛财报数据，2025 财年四季度中国市场的电商业务同比增速达到 34%，前三季度增速分别为 23%/23%/25%，均高于整体销售额的增速。据管理层在 2025 财年第三季度的发言，中国市场约一半的销售额来自线上，得益于超 350 个配送点组成的网络。

图6：山姆中国开店节奏



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图7：山姆中国线上及极速达业务占比



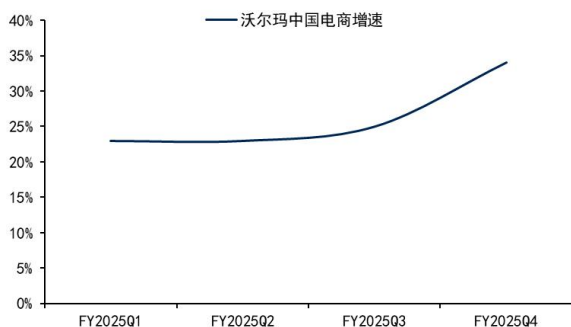
资料来源：公司公告、联商网、国信证券经济研究所整理

通过前置仓提供的极速达服务，不仅增加核心会员复购频次，也为新会员的拉新打下基础，例如 24 年 11 月最新开业的山姆绍兴店，在门店开业前山姆就布局了多家前置仓，成为新店开业前的业务有力补充，并为门店真正开业时打下客群基础。

### ➤ 中国业务创新模式反哺美国本土业务迭代发展

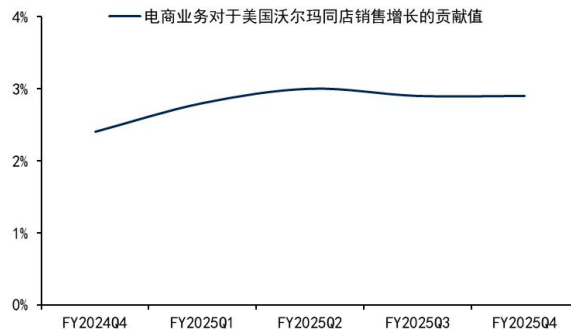
中国电商市场的成功经验，也是沃尔玛实现全球复制的重要参考。2025 财年四季度沃尔玛美国电子商务销售额增长 20%，这是连续第 11 个季度实现双位数增长，电商对于美国沃尔玛同店销售增长的贡献从去年同期的 240 个基点提高至 290 个基点。公司的全球电商销售额也增长了 16%。

图8：沃尔玛中国电商业务销售增速（%）



资料来源：沃尔玛财报、国信证券经济研究所整理

图9：电商业务对于美国沃尔玛同店销售增长的贡献值（%）



资料来源：沃尔玛财报、国信证券经济研究所整理

### ◆ 投资建议

在消费大环境承压，以及线上零售分流影响下，线下传统商超零售近年来确实经营有所承压。但整体来看，线下渠道依旧拥有商品集中可触达、消费场景多元丰富等优势。龙头企业通过内部提质增效、数字化变革、业态转型升级等手段，仍有望能够在逆势环境中实现突围。沃尔玛旗下山姆会员店在中国的快速发展，以及前置仓的跑通就是一个较好的案例证明。

当前国内本土商超龙头也在进行调整转型，从商品力、消费者购物体验、优化线上效率等多方面入手，也已取得初步成效。推荐关注永辉超市、家家悦、红旗连锁、天虹股份等。

**1) 永辉超市：**作为中国超市龙头，通过多次模式创新积累了丰富的零售经验和扎实的供应链能力，此前受到疫情以及消费大环境影响以及线上业态冲击，同时自身新零售转型效果不及预期，导致业绩持续承压，但自 2023 年开始随着对非核心业务的收缩以及自身经营的修复，正逐渐迈入业绩复苏期。本次作为坚定推进胖东来模式调改的超市企业，目前已调改店铺效果初显，随着 2025 年调改店持续向全国范围内推广，预计公司未来业绩有望逐步迎来拐点。同时 2024 年 9 月名创拟入股永辉成为第一大股东，中长期来看亦有望发挥实现协同作用。

**2) 家家悦：**转型硬折扣超市及量贩零食店。截止 2024 年 Q3，公司零食店共计 125 家，好惠星折扣店 10 家，持续扩张进行时。此外，公司对于传统卖场也积极推动门店调改，10 月 SPAR 威海诚通店调改升级开业，精减 3000+同质化商品，引进 900+时尚个性化新品，同时强化消费者的体验，整体客流和日销得到有效提振。

**3) 红旗连锁：**公司为四川便利店龙头，通过积极加强自营商品开发，合理调整门店布局，有望实现业绩稳步提升。首先，公司积极加强自营商品开发力度，“红旗优选”全麦大列巴广受消费者喜爱，预计公司未来将不断优化商品结构，开发更多自有商品；其次，公司也将持续调整门店布局，并对长期不能实现扭亏的门店进行关店收缩；最后公司也将充分应用红旗云大数据平台，进一步优化供应链、加强成本控制能力。

**4) 天虹股份：**截止 2024 上半年，公司旗下超市业态共 112 家门店，营收 38.6 亿元，占公司整体收入的比重为 63%。公司超市业态一方面坚定推进供应链与商品变革，2024 上半年全国性供应链商品销售额同比增长 8%，占超市整体销售额比重达到 41%。打造自有品牌及 3R 商品（Readytoeat、Readytoheat、Readytocook，即食即煮即烹商品）。天虹超市 sp@ce3.0 版本也已调改推出，商品和服务体验全新升级，将在 2025 年标准复制（或新开）约 10 家 3.0 版本门店。

另外公司数字化运营持续推进，2024 上半年线上商品销售及数字化服务收入 GMV26.8 亿，整体数字化会员人数近 4900 万，会员销售占比约 48%。旗下自研零售业垂类百灵鸟 AI 大模型，并全线接入全线接入 DeepSeek R1，为公司数字化进程赋能。

表1: 重点公司盈利预测及估值

公司 代码	公司 名称	投资 评级	收盘价 2025/02/23	EPS 2023	2024E	2025E	PE 2023	2024E	2025E	总市值（亿元） 2025/02/23
601933.SH	永辉超市	优于大市	5.28	-0.15	-0.06	0.03	-	-	203.48	479.16
603708.SH	家家悦	优于大市	10.00	0.21	0.32	0.35	62.03	31.25	28.57	63.83
002697.SZ	红旗连锁	优于大市	5.14	0.41	0.42	0.44	12.07	12.34	11.69	69.90
002419.SZ	天虹股份	优于大市	5.11	0.19	0.14	0.17	28.52	37.10	29.87	59.73

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测整理 注：永辉超市、红旗连锁、天虹股份未 wind 一致预测

## ◆ 风险提示：

消费复苏不及预期；线下渠道恢复不及预期风险；电商业务发展不及预期；调改带来短期成本压力增加。

## 相关研究报告：

《AI+商业系列专题-渠道数智化打通堵点，智能产品创新带动新增长点》——2025-02-17  
《商贸零售行业 2 月投资策略暨 2024 年年报前瞻-政策催化仍有望延续，静待行业基本面拐点》——  
2025-02-05  
《消费增长新范式思考系列-破局“降级与内卷”的增长新模型，从老铺黄金和毛戈平谈起》——  
2025-02-05  
《折扣零售系列之奥特莱斯行业专题——城市奥莱的展望与综合奥莱的进阶》——2025-01-20  
《商贸零售行业双周报-关注 IP 商业发展机遇，布鲁可上市有望提振市场关注度》——2025-01-06



## 免责声明

### 分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

### 国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

### 重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

### 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

### 深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032