

FY25 Q4 业绩点评: 全球电商业务持续发力, 业绩和盈利能力维持稳中有升

中性 (维持)

2025 年 2 月 24 日

分析师
李润泽

(852) 3982 3213

leonli@dwzq.com.hk

盈利预测与估值	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入 (百万美元)	680,985	708,224	742,857	783,862
同比 (%)	5.07	4.00	4.89	5.52
归母净利润 (百万美元)	19,436	21,039	23,275	25,958
同比 (%)	25.30	8.25	10.63	11.53
每股收益 (美元/股)	2.42	2.62	2.90	3.23
P/E (倍)	39.17	36.19	32.71	29.33

数据来源: iFind, 东吴证券 (香港)

投资要点

- **沃尔玛业绩稳健增长, 全球电子商务持续发力。FY25 Q4** 公司营收同比 +4.1% 至 \$180.6bn; 毛利率同比 +53bps 至 23.9%; 营业利润同比 +8.3% 至 \$7.9bn。FY2025, 营收同比增长 4.96% 至 \$674.54bn, 毛利率同比 +51bps 至 25.09%; 营业利润同比 +8.96% 至 \$27.10bn; 归母净利润同比增长 % 至 \$19.44bn。公司稳健的业绩表现主要归功于: 1) 全球电子商务营收增长 16% 至 117.3bn, 占比总收入 17.4% (FY24 电商收入占比 15.6%); 2) 全球会员收入增长 16%。
- **沃尔玛美国毛利率提升受益于数据分析、配送成本降低和电商业务提振。**美国沃尔玛业务 FY25 Q4 营收同比增长 5.0% 至 \$123.5bn, 公司在高收入家庭份额有所增长。此外, 电子商务同比增长 20%, 且 Walmart Connect 广告收入增长 24%, 反映了店铺自取和配送的带来的强劲协同效果。毛利率同比 +51bps 至 26.8%, 主要来自 1) 较好的库存和定价管理水平; 2) 广告、数据分析与洞察持续优化业务组合; 3) 每笔订单净配送成本下降了 20%+ 且受到电子商务业务的毛利率提振。
- **沃尔玛国际业务收入受汇率波动影响同比略降。**沃尔玛国际业务 FY25 Q4 营收同比增长 -0.7% 至 \$32.2bn, 汇率波动对销售额造成了 20 亿美元的负面影响, 值得注意的仍然是电子商务业务, 其销售额在下半年增长 20%。毛利率 +78bps 至 21.6%, 主要由于业务组合变化。
- **山姆美国业务电商增长 24%。**山姆美国业务 FY25 Q4 营收同比增长 5.7% 至 \$23.1bn, 增长贡献以销量为主, 电商业务同比增长 24%。品类看, 杂货和日用商品品类的份额增长, 包括服装和消费电子产品。毛利率同比 +21bps 至 11.3%, 得益于与商品流通相关的运营效率提高。
- **FY2026 和 FY26 Q1 指引收入增长均为约 3.0%-4.0%。**FY26 Q1, 公司预计公司营收同比增长约 3.0%-4.0%, 调整 EPS 约 \$0.57-\$0.58。FY2026 公司预计收入增长约 3.0%-4.0%, 调整营业利润大约同比增长 3.5%-5.5%, 税率 23.5%-24.5%, 调整 EPS 大约 \$2.50-\$2.60, 资本开支大约占比收入 3.0%-3.5%。
- **盈利预测与投资评级:**考虑到公司强劲电商增长情况, 以及公司线上线全渠道的逐步顺畅的商业模式, 我们预计 FY2026-2028 年总营收为 708,224/742,857/783,862 百万美元, 同增 4.00/4.89/5.52%; 归母净利润为 21,039/23,275/25,958 百万美元, 同增 8.25/10.63/11.53%, 对应 PE 分别为 36.19/32.71/29.33x, 维持“中性”评级。
- **风险提示:** 供应链中断风险, 通胀风险, 宏观经济波动风险, 信息系统中断风险, 信贷评级变动风险等。

股价走势



数据来源: iFind, 东吴证券 (香港)

市场数据

收盘价(美元)	94.8
一年最低/最高价	58.18/105.3
市净率(倍)	8.37
流通股市值(百万美元)	761,404.35

数据来源: iFind, 东吴证券 (香港)

基础数据

每股净资产(美元, LF)	11.33
资产负债率(% LF)	62.54
总股本(百万股)	8033.39
流通股(百万股)	8033.39

数据来源: iFind, 东吴证券 (香港)

相关研究

《零售行业+公司覆盖报告: 美国零售业态百花齐放, 零售巨头逐步向全渠道迈进》

2025-02-18

沃尔玛三大财务预测表

资产负债表 (百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E	利润表 (百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	79,458	84,879	87,907	92,854	销售收入	680,985	708,224	742,857	783,862
现金	9,037	10,623	11,143	11,758	销售成本	511,753	531,168	555,434	584,840
应收账款	9,975	9,726	10,388	11,069	其他营业费用	0	0	0	0
存货	56,435	60,956	62,399	65,771	销售和管理费用	139,884	145,299	152,404	160,817
其他流动资产	4,011	3,574	3,977	4,257	研发费用	0	0	0	0
非流动资产	181,365	192,812	204,611	217,212	财务费用	2,245	1,807	1,807	1,754
长期股权投资	0	0	0	0	其他经营损益	0	0	0	0
固定资产	119,993	131,020	140,819	149,420	投资收益	0	0	0	0
在建工程	0	0	0	0	公允价值变动损益	0	0	0	0
无形资产	0	0	0	0	营业利润	27,103	29,951	33,212	36,452
其他非流动资产	61,372	61,792	63,792	67,792	其他非经营损益	-794	-1,786	-1,869	-1,483
资产总计	260,823	277,690	292,518	310,066	税前利润	26,309	28,164	31,343	34,969
流动负债	96,584	102,261	105,739	108,312	所得税	6,152	6,759	7,679	8,567
短期借款	5,666	5,520	5,860	3,118	净利润	20,157	21,405	23,664	26,402
应付账款	58,666	61,339	64,065	67,346	少数股东损益	721	366	389	443
其他流动负债	32,252	35,402	35,814	37,848	归母净利润	19,436	21,039	23,275	25,958
非流动负债	66,547	65,401	62,401	61,401	EBITDA	41,527	43,724	49,376	55,555
长期借款	33,401	33,401	33,401	33,401	NOPLAT	22,671	24,564	26,897	29,209
其他非流动负债	33,146	32,000	29,000	28,000					
负债合计	163,131	167,662	168,140	169,713					
少数股东权益	6,679	7,045	7,434	7,877	重要财务与估值指标	2025A	2026E	2027E	2028E
归属母公司股东权益	91,013	102,984	116,944	132,476	每股收益(元)	2.42	2.62	2.90	3.23
负债和股东权益	260,823	277,690	292,518	310,066	每股净资产(元)	11.33	12.82	14.56	16.49
					每股经营现金流(元)	4.54	5.02	5.44	6.11
					ROIC(%)	17.32	17.96	18.06	17.85
现金流量表 (百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E	ROE(%)	21.36	20.43	19.90	19.59
经营活动现金流	36443	40311	43737	49090	毛利率(%)	24.85	25.00	25.23	25.39
投资活动现金流	-21379	-27704	-32436	-33553	销售净利率(%)	2.96	3.02	3.19	3.37
筹资活动现金流	-14822	-11021	-10782	-14922	资产负债率(%)	62.54	60.38	57.48	54.73
现金净增加额	242	1586	519	615	收入增长率(%)	5.07	4.00	4.89	5.52
折旧和摊销	12973	13753	16226	18832	净利润增长率(%)	19.05	4.96	10.61	10.78
资本开支	135	25926	29025	28433	P/E	39.17	36.19	32.71	29.33
营运资本变动	1076	-1580	-110	-368	P/B	8.37	7.39	6.51	5.75

注：货币单位为美元

数据来源：iFind，东吴证券（香港）

分析师声明:

本人以勤勉、独立客观之态度出具本报告，报告所载所有观点均准确反映本人对于所述证券或发行人之个人观点；本人于本报告所载之具体建议或观点于过去、现在或将来，不论直接或间接概与本人薪酬无关。过往表现并不可视作未来表现之指标或保证，亦概不会对未来表现作出任何明示或暗示之声明或保证。

利益披露事项:

刊发投资研究之研究分析员并不直接受投资银行或销售及交易人员监督，并不直接向其报告。

研究分析员之薪酬或酬金并不与特定之投资银行工作或研究建议挂钩。

研究分析员或其联系人并未从事其研究 / 分析 / 涉及范围内的任何公司之证券或衍生产品的买卖活动。

研究分析员或其联系人并未担任其研究 / 分析 / 涉及范围内的任何公司之董事职务或其他职务。

东吴证券国际经纪有限公司（下称「东吴证券国际」或「本公司」）或其集团公司并未持有本报告所评论的发行人的市场资本值的 1% 或以上的财务权益。

东吴证券国际或其集团公司并非本报告所分析之公司证券之市场庄家。

东吴证券国际或其集团公司与报告中提到的公司在最近的 12 个月内没有任何投资银行业务关系。

东吴证券国际或其集团公司或编制该报告之分析师与上述公司没有任何利益关系。

免责声明

本报告由东吴证券国际编写，仅供东吴证券国际的客户使用，本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。如任何司法管辖区的法例或条例禁止或限制东吴证券国际向收件人提供本报告，收件人并非本报告的目标发送对象。本研究报告的编制仅供一般刊发，并不考虑接收本报告之任何特定人士之特定投资对象、财政状况、投资目标及特别需求，亦非拟向有意投资者作出特定证券、投资产品、交易策略或其他金融工具的建议。阁下须就个别投资作出独立评估，于作出任何投资或订立任何交易前，阁下应征求独立法律、财务、会计、商业、投资和/或税务意见并在做出投资决定前使其信纳有关投资符合自己的投资目标和投资界限。本报告应受香港法律管辖并据其解释。

本报告所载资料及意见均获自或源于东吴证券国际可信之数据源，但东吴证券国际并不就其准确性或完整性作出任何形式的声明、陈述、担保及保证（不论明示或默示），于法律及/或法规准许情况下，东吴证券国际概不会就本报告所载之资料引致之损失承担任何责任。本报告不应倚赖以取代独立判断。

本报告所发表之意见及预测为于本报告日的判断，并可予更改而毋须事前通知。除另有说明外，本报告所引用的任何业绩数据均代表过往表现，过往表现亦不应作为日后表现的可靠预示。在不同时期，东吴证券国际可能基于不同假设、观点及分析方法发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。分析中所做的预测收益可能基于相应的假设，任何假设的改变可能会对本报告预测收益产生重大影响，东吴证券国际并不承诺或保证任何预测收益一定会实现。

东吴证券国际的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面表达与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观

点, 本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。东吴证券国际及其集团公司的各业务部门, 如有投资于本报告内所涉及的任何公司之证券或衍生产品时, 其所作出的投资决策可能与本报告所述观点并不一致。

本报告及其所载内容均属机密, 仅限指定收件人阅览。本报告版权归东吴证券国际所有, 未经本公司同意, 不得以任何方式复制、分发或使用本报告中的任何资料。本报告仅作参考用途, 任何部分不得在任何司法管辖权下的地方解释为提呈或招揽购买或出售任何于报告或其他刊物内提述的任何证券、投资产品、交易策略或其他金融工具。东吴证券国际毋须承担因使用本报告所载数据而可能直接或间接引致之任何责任, 损害或损失。

特别声明

东吴证券国际可能在法律准许的情况下参与及投资本报告所述证券发行人之融资交易, 也可能为有关发行人提供投资银行业务服务或招揽业务, 及/或于有关发行人之证券或期权或其他有关投资中持仓或持有权益或其他重大权益或进行交易。阁下应考虑到东吴证券国际及/或其相关人员可能存在影响本报告及所载观点客观性的潜在利益冲突, 请勿将本报告视为投资或其他决策的唯一信赖依据。

本报告及其所载信息并非针对或意图发送给任何就分派、刊发、可得到或使用此报告而导致东吴证券国际违反当地法律或规例或可致使东吴证券国际受制于相关法律或规例的任何地区、国家或其他司法管辖区域的公民或居民。接收者须自行确保使用本报告符合当地的法律及规例。

评级标准:

公司投资评级:

- 买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上;
- 增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间;
- 中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间;
- 减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间;
- 卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级:

- 增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5%以上;
- 中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘-5%与 5%;
- 减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券国际经纪有限公司

Level 17, Three Pacific Place, 1 Queen's Road East, Hong Kong

香港皇后大道东 1 号太古广场 3 座 17 楼

Tel 电话: (852) 3983 0888(公司) (852) 3983 0808(客户服务)

公司网址: <http://www.dwzq.com.hk/>

