

## 全球经典商超系列研究（二）

# Walmart 竞争优势再思考

### 核心观点：

#### 一、公司概况

Walmart (wmt.n) 是一家创立于美国的世界性连锁企业，成立于 1962 年并于 1972 年在纽交所上市，以营收额计算为全球最大零售公司，控股人为沃尔顿家族，总部位于美国阿肯色州的本顿维尔。2018 年《财富》美国 500 强排行榜发布，沃尔玛 (wmt.n) 连续第六年蝉联榜首。Walmart 目前的业务构成包括 Walmart U.S (沃尔玛美国)、Walmart International (沃尔玛国际) 以及 Sam's club (山姆会员店)，其中沃尔玛美国为其销售额贡献最大的板块。公司的经营理念是以“Every Day Low Price”(天天平价) & “Every Day Low Cost”(天天低成本) 为核心即想尽一切方法来降低成本，力求使沃尔玛 (wmt.n) 的商品拥有超高性价比。

#### 二、全球市场对沃尔玛的普遍看法

##### (一) 成功经营策略：高效率与低成本成就“天天低价”

沃尔玛 (wmt.n) 通过对成本和效率双头管控，最大程度的让利消费者，最终实现商品低价的规模效应。

##### (二) 从估值看沃尔玛：PS 估值合理，PE 存在高估

通过对 PS 估值指标的分析，我们认为沃尔玛 (wmt.n) 作为国际零售巨头，发展模式成熟且盈利能力较稳定，因此与营收相关的 PS 更容易准确体现市场对于公司的发展预期；通过对公司市盈率历史均值水平进行分析，沃尔玛 (wmt.n) 之前存在低净利增长的估值溢价情况，但目前市场普遍认为目前公司 50 倍 PE 的确存在明显溢价，正常的 PE 应维持在 20 倍左右。

#### 三、我们的观点

##### (一) 受电商和会员仓储零售新业态冲击有限，线下营收稳定

高效供应链+高市占率+消费的稳定性偏好，线下根基稳固；与电商业态领先者亚马逊 (amzn.o) 相比：食品杂货为沃尔玛沃尔玛 (wmt.n) 主场，亚马逊 (amzn.o) 实力有限；与会员仓储制代表 Costco (cost.o) 相比：沃尔玛 (amzn.o) 在核心客户、SKU 数量上及购物体验上保有一定优势。

##### (二) 重金打造电商新业态，重开想象空间

公司自身能力扩展方面，渠道、品类双管齐下，冲破门店饱和壁垒；与线上竞争者亚马逊 (amzn.o) 相比，沃尔玛 (wmt.n) 的产品品类、会员体系、物流配送等方面优势明显。

#### 四、风险提示

以上全部分析不作为文中所涉及的公司股票的“买卖”建议评定。

#### 分析师

##### 李昂

☎：(8610) 83574538

✉：liang\_zb@chinastock.com.cn

执业证书编号：S0130517040001

特此鸣谢：

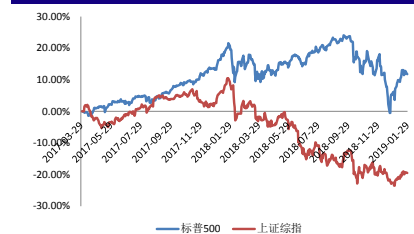
甄唯莹

☎：(8610) 83574089

✉：zhenweixuan\_yi@chinastock.com.cn

刘玥

#### 行业数据 2019.01.30



资料来源：wind，中国银河证券研究院整理

#### 相关研究报告

《【银河零售\_李昂】全球经典商超系列研究（一）\_Costco 商业模式新视角 2018.11.07》  
《【银河零售\_李昂团队】行业深度\_零售行业\_2019 年年度策略报告：社消增速下行周期的零售行业该如何看待？》

## 目录

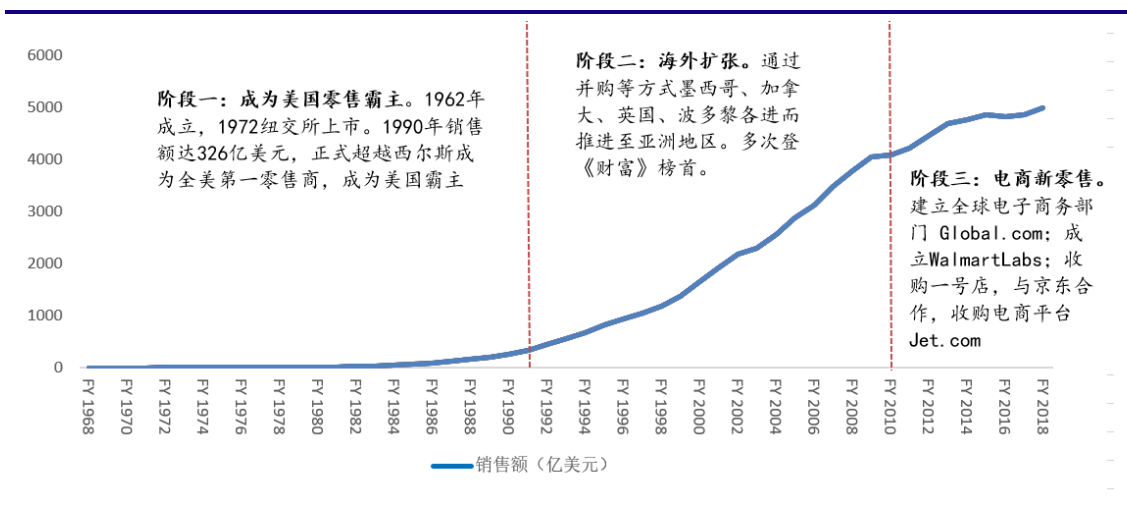
<b>一. 公司概况</b> .....	<b>3</b>
(一) 世界零售巨头沃尔玛: 沃壤谁与抗, 尔来五十年 .....	3
<b>二. 全球市场对沃尔玛的普遍看法</b> .....	<b>4</b>
(一) 成功经营策略: 高效率与低成本成就“天天低价” .....	4
(二) 从估值看沃尔玛: PS 估值合理, PE 存在高估 .....	5
1. 股价复盘: 沃尔玛业绩向好, 股价上涨 .....	5
2. 同店增速及坪效提升驱动 PS 估值, PE 估值存在明显溢价 .....	6
<b>三. 我们的观点</b> .....	<b>9</b>
(一) 受电商和会员仓储零售新业态冲击有限, 线下营收稳定 .....	9
1. 高效供应链+高市占率+消费的稳定性偏好, 线下根基稳固 .....	9
2. 与电商业态领先者亚马逊相比: 食品杂货为沃尔玛主场, 亚马逊相对实力有限 .....	14
3. 与会员仓储制代表 Costco 相比: 沃尔玛在核心客户、SKU 数量及购物体验上保有优势 .....	15
(二) 重金打造电商新业态, 重开想象空间 .....	17
1. 自身能力扩展: 渠道、品类双管齐下, 冲破门店饱和壁垒 .....	17
2. 线上竞争格局: 与亚马逊相比, 从产品品类、会员体系、物流配送看沃尔玛的相对竞争力 .....	18
<b>四. 风险提示</b> .....	<b>19</b>

## 一. 公司概况

### (一) 世界零售巨头沃尔玛：沃壤谁与抗，尔来五十年

Walmart（沃尔玛，wmt.n）是一家创立于美国的世界性连锁企业，成立于 1962 年并于 1972 年在纽交所上市，以营收额计算为全球最大的零售公司，控股人为沃尔顿家族，总部位于美国阿肯色州的本顿维尔。2018 年沃尔玛连续第六年蝉联《财富》美国 500 强排行榜榜首。Walmart（wmt.n）在美国地区的门店分布可以保证美国 90% 的人口都居住在离它 15 英里以内的地方。Walmart（wmt.n）目前的业务构成包括 Walmart U.S（沃尔玛美国）Walmart International（沃尔玛国际）以及 Sam’s club（山姆会员店），其中 Walmart U.S 为销售额贡献最大的业务板块。2018 年 2 月 1 日，公司名称由 Walmart stores Inc 变为 Walmart Inc，将“STORES”去掉意在凸显该公司从传统线下商店转变为更加全面的、覆盖线上销售的零售商，提供线上线下融合全渠道服务。公司的经营理念是以“Every Day Low Price”（天天平价）& “Every Day Low Cost”（天天低成本）为核心即想尽一切方法来降低成本，力求使沃尔玛商品拥有超高性价比，这一思想使得沃尔玛成为全球零售行业中享誉盛名的成本控制专家。

图 1：沃尔玛发展历程划分



资料来源：公司年报，中国银河证券研究院整理

截至 2019 财年第三季度（截至 2018 年 11 月），沃尔玛美国门店数量逾 4000 家；沃尔玛国际门店遍布美国，非洲，阿根廷，加拿大，中美洲，智利，中国，印度，日本，墨西哥及英国等，门店总数达 6000 家以上。2018 财年（截至 2018 年 2 月）沃尔玛（wmt.n）全年营收规模达 5000 亿美元以上，净利润达 600 亿美元。

图 2：2005-2017 年沃尔玛营收增长情况

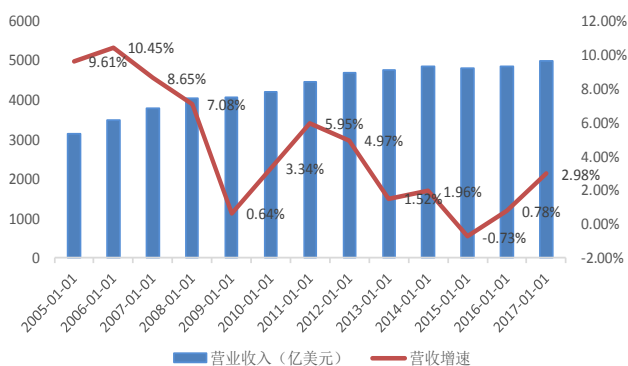
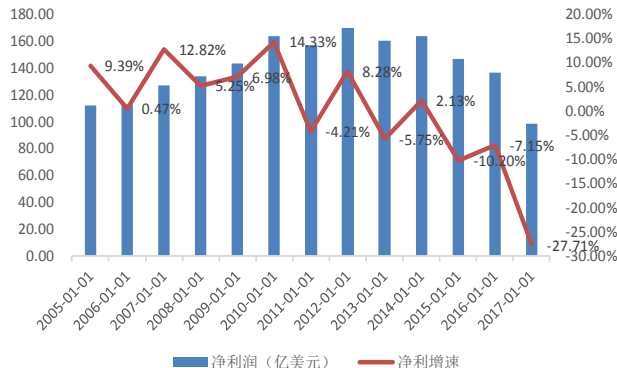


图 3：2005-2017 年沃尔玛净利润增长情况



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

## 二. 全球市场对沃尔玛的普遍看法

对于沃尔玛 (wmt.n) 的经营发展策略以及估值分析，全球市场上已有大量分析，主要观点概括如下：

### (一) 成功经营策略：高效率与低成本成就“天天低价”

沃尔玛 (wmt.n) 从初期的小镇开店到目前拥有上万家门店的全球零售商，在渠道、品类及业态等众多方面进行了众多创新性变革，但对它来说，始终不变的核心战略便是“天天低价”策略，沃尔玛 (wmt.n) 通过提高效率、降低成本进而最大程度的让利消费者，最终实现低价的规模效应，这也是市场普遍认同的沃尔玛成功商业策略。二者的共同作用对于沃尔玛 (wmt.n) 毛利率的提高及费用率的降低有着至关重要的作用。本文将沃尔玛 (wmt.n) 的核心成功之道总结为：“天天低价”=“高效率”+“低成本”。

**(1) “低成本”策略：门店选址及投入——**集中于美国农村郊区，具有租金低但交通集中的特质且装修简洁低调；**与供应商深度合作——**从供应商直接进货，无须中间商。通过数据共享，供应商可以第一时间了解沃尔玛的销售和存货情况，及时安排生产运输进而成本降低，双方受益；**管理费用的严格控制——**公司的管理费用为销售额的 2%，而行业平均水平为 5%；**广告费用的节省——**沃尔玛认为保持天天平价就是最好的广告，不进行过多的广告促销。

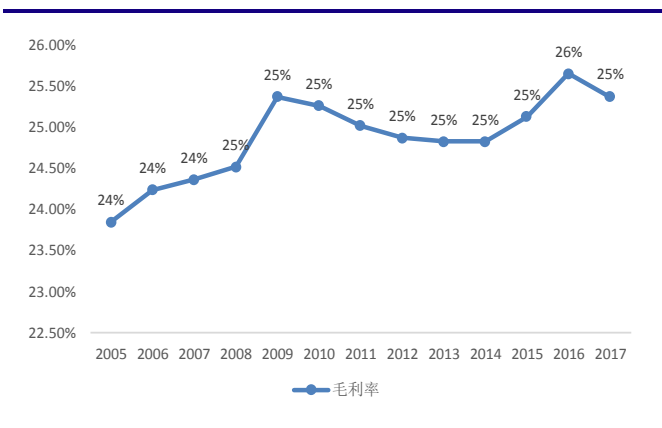
**(2) “高效率”策略：高效的物流配送系统与先进的信息技术成就沃尔玛高效率。**

**高效的物流配送系统：配送中心自动化——**沃尔玛的配送中心运行完全实现了自动化。每个配送中心约 10 万 m<sup>2</sup>，相当于 23 个足球场；**先进的作业配送——**大宗商品通常经铁路送达配送中心，再由公司卡车送达商店，并采取集中配送的方式；**自动补发货系统——**它使得沃尔玛在任何一点都可以知道，目前某个商店中有多少货物，有多少货物正在运输过程中，有多少是在配送中心等；**零售链接系统——**任何一个供货商都可以进入这个零售链接系统中来了解他们的产品卖得怎么样，及时了解到有关情况，而且可以在 24 小时内就进行更新。

**先进的信息技术：射频技术/RF——**与条形码结合运作提高效率；**便携式数据终端设备**

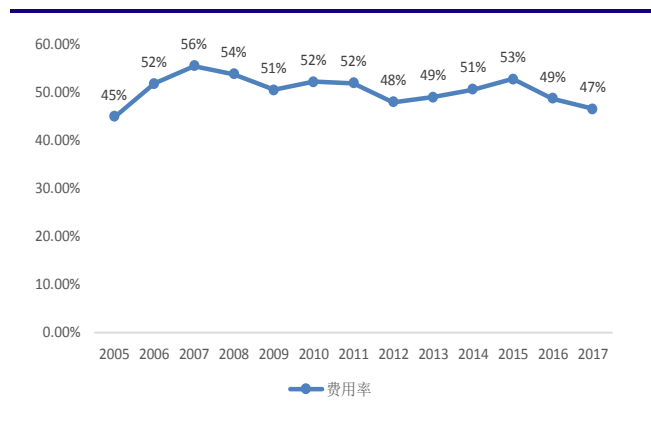
**/PDT**——通过便携式数据终端设备可以直接查询货物情况，无需通过传统通讯方式进而提升效率；**物流条形码/BC (BC-Bar Code)**——采用商品条形码技术可以代替大量人工，不仅缩短顾客结账时间，而且有利于系统跟踪全过程，及时掌握商品销售和补货信息，加快商品流通速度；**沃尔玛 ERP 系统**——在全球第一个实现系统内部全时段计算机物流网络化监控，采用销售始点数据系统、电子数据交换系统及快速反应机制等。

图 4：2004-2017 年沃尔玛毛利率变动情况



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 5：2005-2017 沃尔玛费用率变动情况



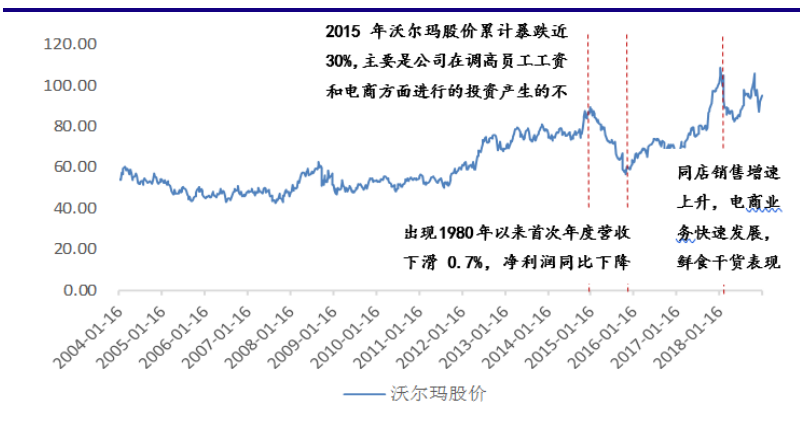
资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

## (二) 从估值看沃尔玛：PS 估值合理，PE 存在高估

### 1. 股价复盘：沃尔玛业绩向好，股价上涨

**沃尔玛 (wmt.n) 股价变化 (2004-2018)：**沃尔玛股价在 2004-2014 年期间，股价呈现缓慢波动上升的变化趋势；2015 年沃尔玛股价累计暴跌近 30%，主要是沃尔玛在电商方面进行的投资产生的不确定性以及员工工资的再次上调对市场信心产生了较大负面影响；直到 2016 年年初跌至近五年最低点，2016 财年（截至 2016 年 2 月）公布年度营业收入下滑 0.7%，这是沃尔玛近 35 年来首次年度营收下降；2016-2018 年，同店增速及坪效不断上升，电商业务发展速度加快，鲜食干货表现强劲，沃尔玛股价也呈现出相应的上升趋势。

图 6：2004 年至今沃尔玛股价变动



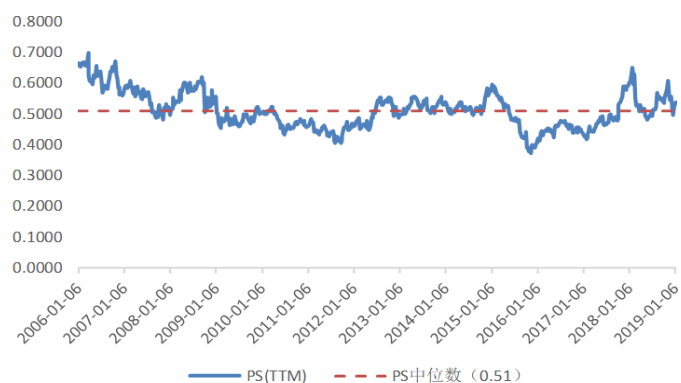
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

## 2. 同店增速及坪效提升驱动 PS 估值, PE 估值存在明显溢价

根据我们 2019 年年度策略报告(《社消增速下行周期的零售行业该如何看待》)中的分析,从美股中零售企业的实际数据表现来看,PS 和 PB 与公司市值走势的契合度远高于 PE。就沃尔玛自身而言,PS 优于 PE,因此结合 PS 和 PE 指标进行估值分析。

沃尔玛作为国际零售巨头,发展模式成熟且盈利能力较稳定,因此与营收相关的 PS 更容易准确体现市场对于公司的发展预期。从市销率来看,从 2006 年至今,沃尔玛 PS 中位数为 0.51,其中在 2015 年出现了一个相对较大的下滑,从 2016 年开始出现波动性的明显上升。相对极小值出现在 2016 年上半年 PS 为 0.41,相对极大值出现在 2006 年初及 2018 年上半年 PS 为 0.59,目前 PS 估值处于中位数附近。

图 7: 2006-2019 年沃尔玛 PS 估值变化

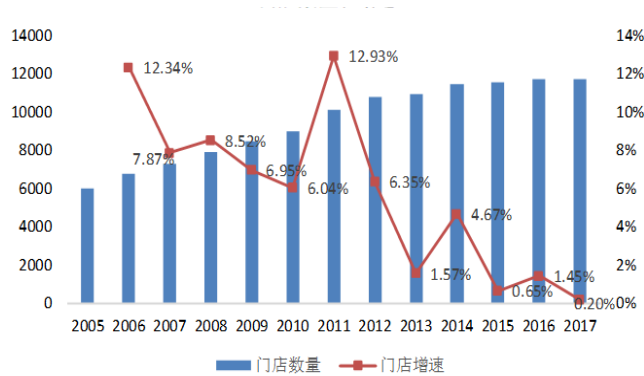


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

通过对 PS 指标拆分,从**市场份额扩张、运营效率、现金流分析**三个方面分析。

在**市场份额扩张**方面,从 2006 开始的初期阶段,PS 和展店增速走势较为一致,但后期沃尔玛展店速度对 PS 估值的影响并不是非常明显,主要原因可能是沃尔玛门店数量基数较大接近饱和,所以规模增速对估值影响并不是非常显著。而通过同店增速与坪效指标走势可以发现 PS 和同店增速的变动走势始终较为一致,因此**同店销售额及坪效的提升为 PS 估值驱动的主要因素**。

图 8：2005-2017 年沃尔玛门店数量及增速变化情况



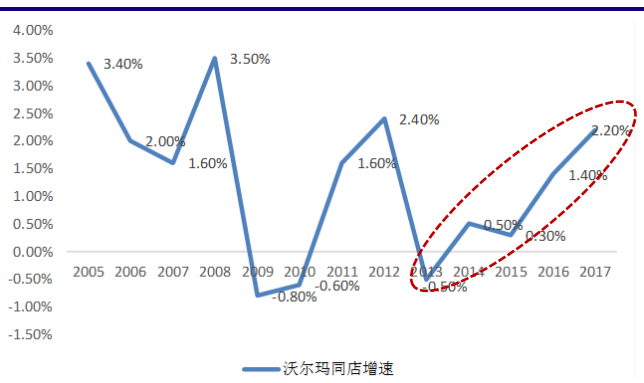
资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 9：2005-2017 年沃尔玛坪效变化情况



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

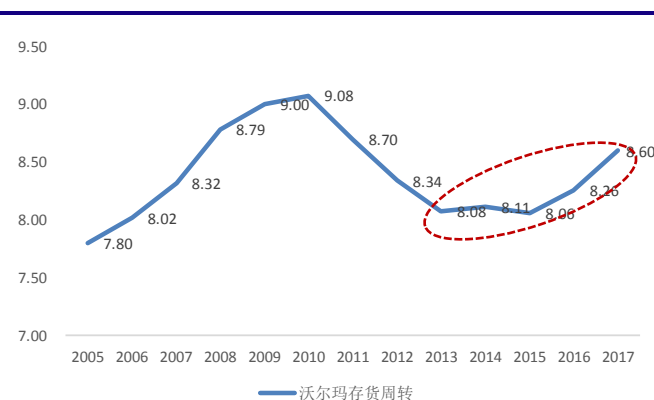
图 10：2005-2017 年沃尔玛同店增速变化情况



资料来源：公司年报，中国银河证券研究院整理

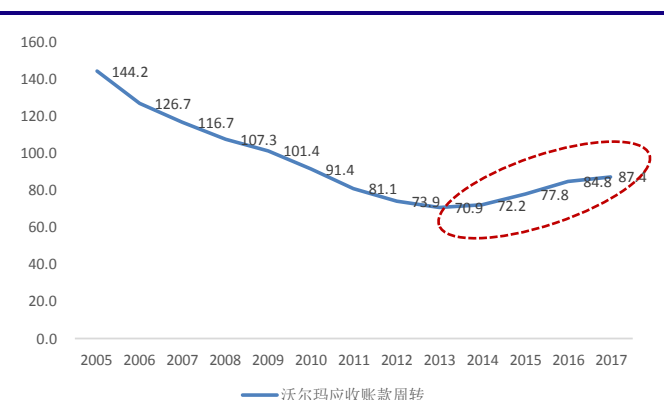
在营运能力方面，2015 年开始存货周转率出现明显改善且应收账款周转也处于平稳上升阶段。在这一阶段，PS 估值也出现了阶段性上升，沃尔玛营运能力的率先改善在一定程度上为市销率的企稳回升提供潜在动力。

图 11：2005-2017 年沃尔玛存货周转变化情况



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

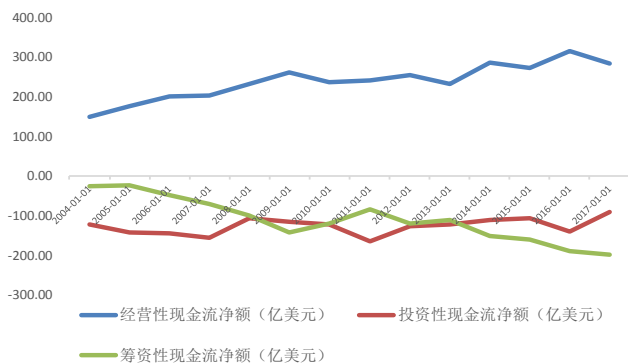
图 12：2005-2017 年沃尔玛应收账款周转变化情况



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

在现金流方面，现金流体现了企业的变现能力，沃尔玛具有经营性现金流保持为正，投资和筹资性现金流为负的成熟企业的发展特征，且各项现金流净额变动情况较为稳定。

图 13: 2004-2017 年沃尔玛现金流净额变化情况

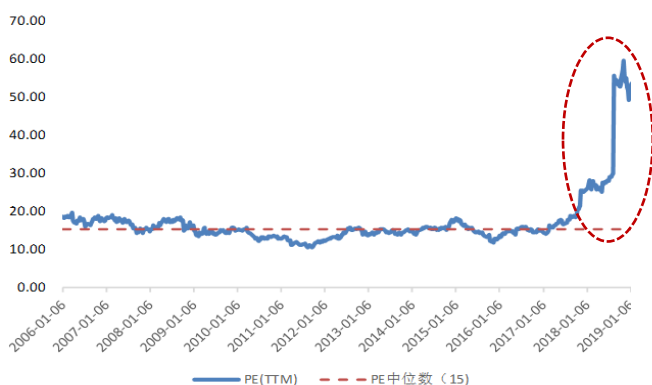


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

(2) 从 PE 估值指标来看，在 2017 年之前 PE 一直处于一个围绕中位数波动的状态，从 2016 年开始 PE 开始出现明显的上升，至 2018 年开始出现垂直性大幅上升，目前维持在 50 倍的高位估值水平。结合沃尔玛净利率变化趋势，可以发现二者呈现出背驰的发展趋势，一般来说二者应呈现趋同，可以说在沃尔玛利润转化率没有出现明显改善的情况下，市盈率却呈现出不断走高的趋势。

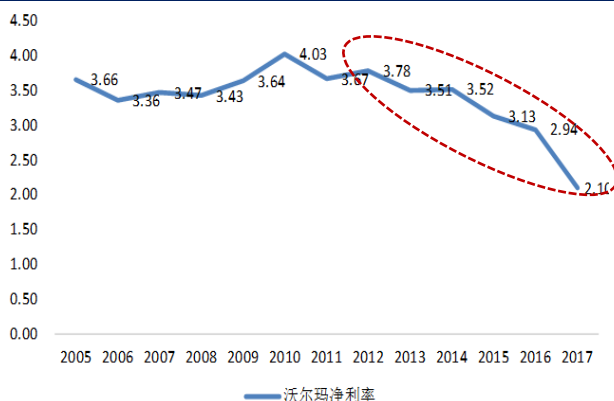
市场普遍认为，对于目前的 PE 估值水平，通过观察其市盈率历史均值发现，之前存在低净利增长的估值溢价情况，但认为目前沃尔玛的 PE 的确存在明显溢价，正常的 PE 应维持在 20 倍左右。对于目前沃尔玛的 PE 高估值解释，主要是来自对沃尔玛强大基础支撑下电商业务的高预期（包括收购印度最大的电商 Flipkart）以及近期由于鲜食干货表现强劲进而带来的同店销售额的增长。

图 14: 2006-2019 年沃尔玛 PE 估值变化



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 15: 2005-2017 年沃尔玛净利率变化情况



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理



### 三. 我们的观点

#### (一) 受电商和会员仓储零售新业态冲击有限，线下营收稳定

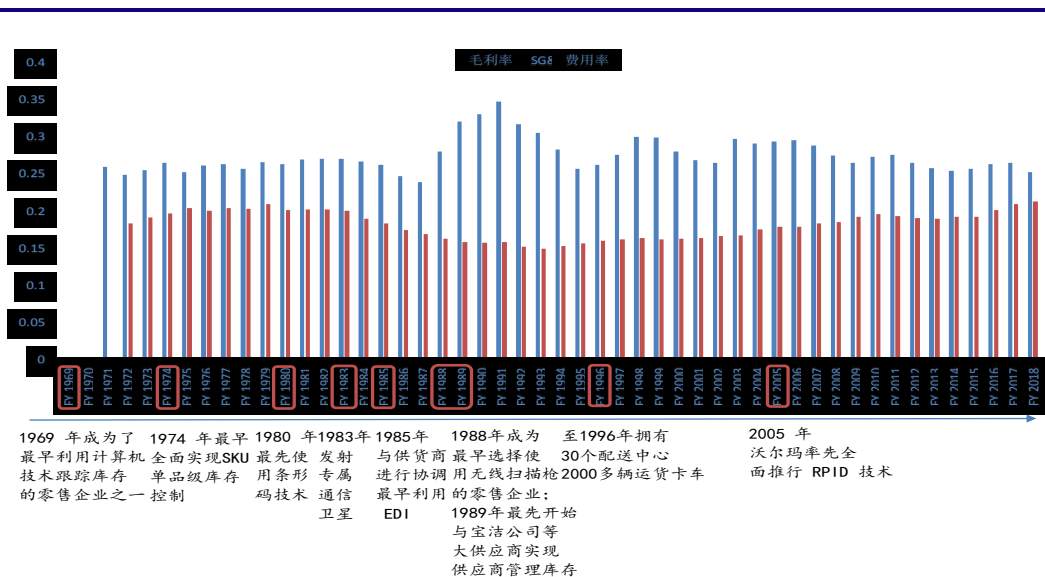
沃尔玛 (wmt.n) 作为世界上最大的传统零售商，已经在国际市场上建立了自己的零售帝国，但随着互联网浪潮的快速推进，尤其是以 2015 年 7 月，亚马逊 (amzn.o) 在总市值上正式超越零售巨头沃尔玛这一重大事件为标志，市场上关于沃尔玛受到电商等零售新业态而出现增长乏力、业绩下滑等说法层出不穷。

我们认为，**高效的供应链、稳定的高市占率以及消费的稳定性偏好**造就了沃尔玛强大的线下市场根基；**与电商业态领先者亚马逊相比**，食品杂货为沃尔玛主场，亚马逊实力有限；**与会员仓储制代表 Costco (cost.o) 相比**：沃尔玛在核心顾客和 SKU 数量上保有优势。本文将从沃尔玛自身发展根基及市场竞争格局两个角度为核心进行分析。

#### 1. 高效供应链+高市占率+消费的稳定性偏好，线下根基稳固

**第一，高效供应链管理实现成本降低实现“天天平价”。**沃尔玛 (wmt.n) 成为如此伟大的企业原因之一便是沃尔玛在物流与供应链管理上的巨大成就。作为一家全球性零售企业，沃尔玛对于供应链管理及信息技术有着相当执着的追求并拥有许多至今仍然投入使用的创新型信息技术。沃尔玛高效的供应链管理也为其实现“天天平价”这一核心策略提供了重要保障，极大程度地降低了沃尔玛在管理费用、销售费用上的支出。供应链管理对于沃尔玛的深层蕴意是通过与供应链的无缝链接，参与上游生产过程，直接把握消费者需求动态，这也是沃尔玛可以抵抗来自零售新业态冲击的重要原因之一。下图对沃尔玛的供应链管理建设进行了梳理分析。

图 16：沃尔玛供应链管理重要事件及费用率、净利润的变化



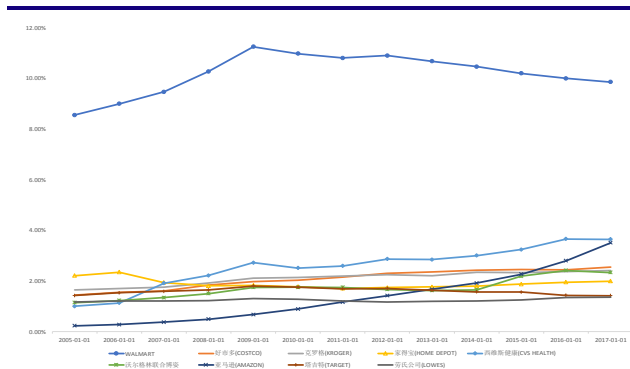
资料来源：公司年报，中国银河证券研究院整理

**第二，高市占率可以给沃尔玛的稳定发展带来行业红利。**沃尔玛不仅在美国甚至是全球

都具有极高的市场份额。一方面，从市占率的数量角度来看，沃尔玛的高市占率可以保障其在市场发展中的稳定性，尤其是在美国宏观经济上行周期，沃尔玛作为市占率最高的零售企业，可以最大程度上享受到“行业蛋糕”变大所带来的市场红利；相反，在经济下行周期，高市占率也可以予以其更强的防御属性，减少由于经济周期变化所带来的冲击；另一方面，从市占率的质量角度来看，沃尔玛的高市占率是与其强大的供应能力以及管理能力为基础的，拥有较高的顾客渗透率，并且从沃尔玛出色的客户关系管理（CRM）——“顾客永远是对的”&“三米微笑”可以在一定程度反映出沃尔玛在顾客忠诚度与满意度上存有一定优势，沃尔玛的高市占率可以说是一种高质量、稳态的高市占率。

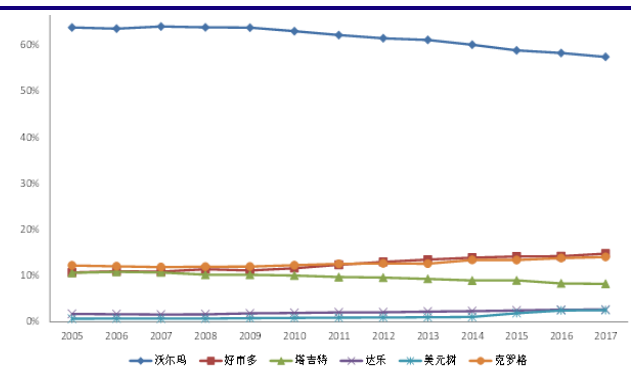
高市占率所带来的红利，可以由市占率的变化进一步佐证，从下图市占率的变化可以直接体现沃尔玛市场地位的稳固性。从上述沃尔玛的市场份额变化图可以看出，在美国国内市场中，沃尔玛不管是在零售市场上还是美国超市行业，其市占率始终在 50% 的高位附近浮动，我们认为如此幅度的变化对于一个占全球一半零售市场的企业来说是在正常的；在全球零售市场上，沃尔玛整体市场份额相对于其近十年来的局部最高点来说只下降了 4%，整体均处于中位数水平。我们认为，沃尔玛市占率的相对稳定性能够保证其在面临零售新业态冲击时具有防御性优势。

图 17：2005-2017 沃尔玛在美国零售市场总体份额变化



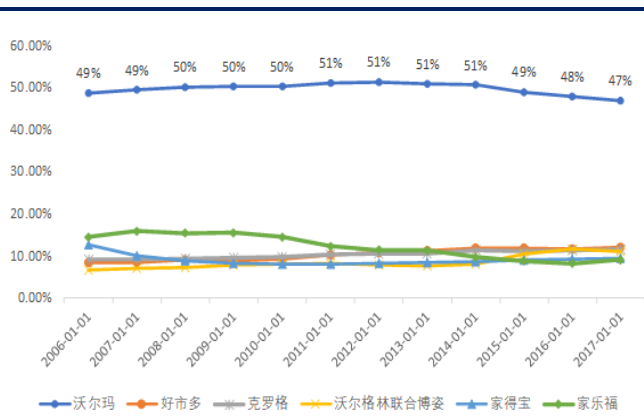
资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 18：2005-2017 沃尔玛在美国超市行业相对份额变化



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 19：2005-2017 沃尔玛在全球零售市场相对份额变化



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

第三，消费是具有稳定性偏好的，在美国线下消费仍是主流，而作为以线下零售业务为主的沃尔玛具备发展的稳定性。

(1) 线下消费所具备独特的“消费体验+内容欣赏+社交需求”特点可以满足消费者特定需求。

而有些特质是亚马逊等电商的线上业务所无法替代的。以“黑色星期五”为例，对美国人民来说，在这一天去实体店抢购更多地成为了一种文化与习惯。沃尔玛作为美国传统零售业的代表，在巨大SKU下所打造的“一站式购物”对于美国线下消费习惯的塑造具有重要意义。

图 20：美国“黑色星期五”抢购成为一种消费习惯



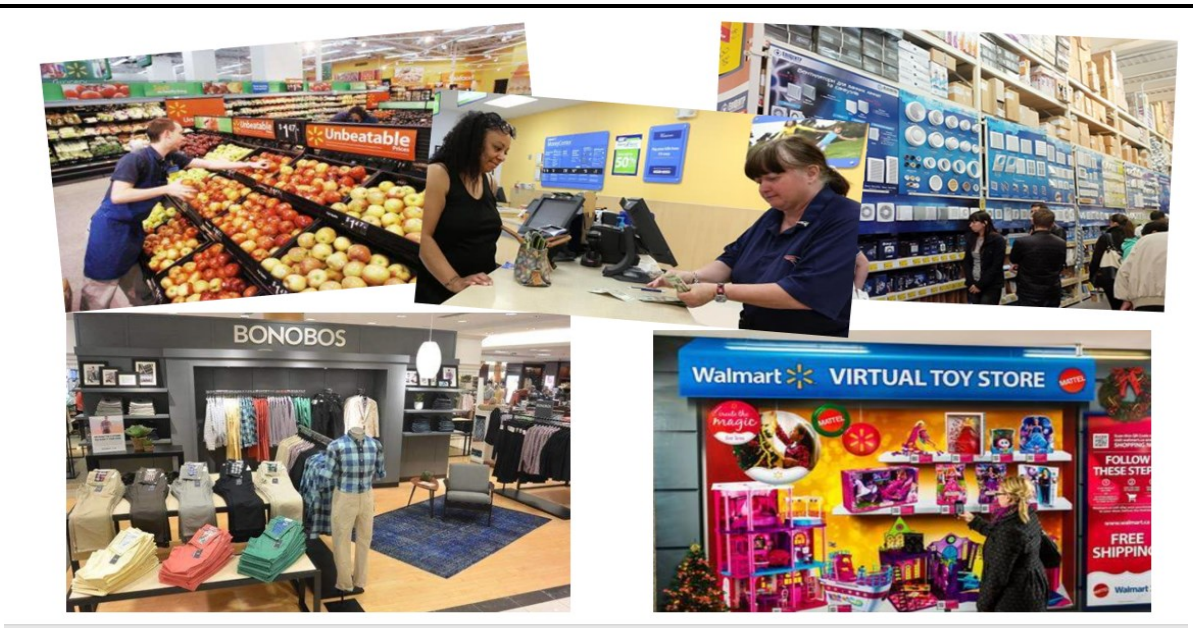
资料来源：联商网，中国银河证券研究院整理

图 21：沃尔玛超级购物中心品类丰富



资料来源：公司年报，中国银河证券研究院整理

图 22：沃尔玛打造“一站式购物”



资料来源：百度，中国银河证券研究院整理

(2) 对食品杂货来说尤其是生鲜食品，线下消费显得尤其重要。

在美国 1995-2000 年互联网泡沫时期，受到投机浪潮影响曾集中涌现了一大批食品杂货纯网络销售商，但大部分最后均走向了衰亡。并且依据 Progressive Grocer 2018 年调查数据显示，2018 年美国食品杂货零售商前五十大中，实体零售商有着不可撼动的地位，电商巨头亚马逊也仅仅占据了 2.3% 的相对市场份额，其余网络零售商均不在排行榜内。此外，沃尔玛占前五大杂货零售商榜首，其相对市场份额远远高于其余零售商。由此可以看出在食品杂货市场，**实体零售商要比纯网络零售商有着更大的发展优势。**

从 emarketer 2018 年对美国线上购买者的调查发现只有 5.8% 的购物者在线购买全部或几乎全部杂货，而超过 70% 的购物者仅在线购买少量或全部杂货，这也是很大程度上为我们的观点提供了证据支持。

表 1: 1995-2013 年美国食品杂货网络销售商

	零售商	成立时间	发展情况
纯网络零售商 (U.S)	Peapod	1989	至今营运
	Streamline.com	1993	2000 被收购
	Shoplink.com	1996	2000 停止营运
	Kozmo.com	1998	2001 停止营运
	Homegrocer.com	1998	2000 被收购
	Webvan.com	1999	2001 停止营运
	Freshdirect.com	2002	至今营运
	Plated.com	2013	被 Albertson 收购

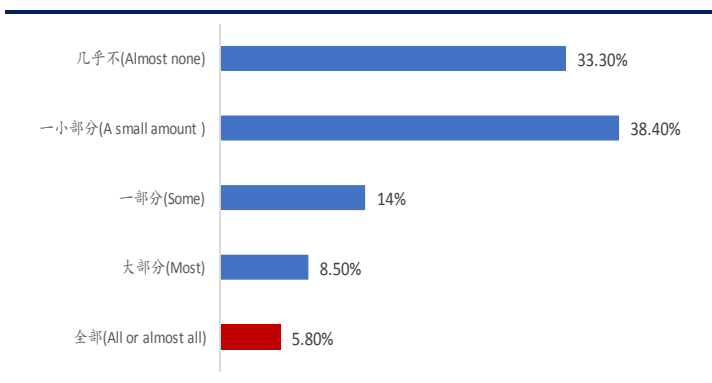
资料来源：公司官网、公开资料，中国银河证券研究院整理

表 2: 2018 年美国食品杂货零售商前十及相对市场份额

美国食品杂货零售商前十	相对市场份额 (美国前五十大食品杂货零售商)
沃尔玛	25.9%
克罗格	9.7%
艾伯森	8.9%
好市多	7.5%
Ahold Delhaize (阿霍德)	6.7%
山姆会员店	5.0%
Publix Super Markets (美国大众超级市场公司)	4.1%
H-E-B Grocery(H-E-B 连锁超市)	2.4%
Wakefern Food Corp (韦克芬食品公司)	2.4%
亚马逊 (包括 Whole Foods)	2.3%

资料来源：Progressive Grocer，中国银河证券研究院整理

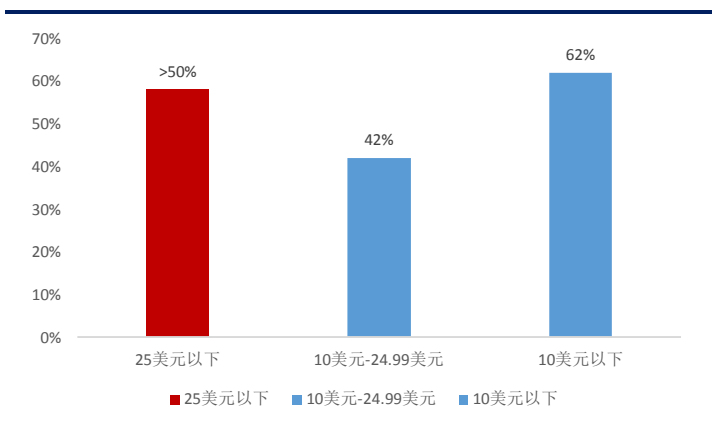
图 23： 2018 年美国线上杂货购买者购买数量调查



资料来源：eMarketer 《US Online Grocery Consumer Survey》，中国银河证券研究院整理

(3) 地广人稀的地域特点、地租较低及汽车的普及率高所塑造出的线下消费习惯具有延续性并且在实体店对美国消费习惯的长期影响下，银行卡及现金依旧是美国的主流支付手段，可以进一步验证以网络支付为主的电商业务对线下业务的不完全替代性。

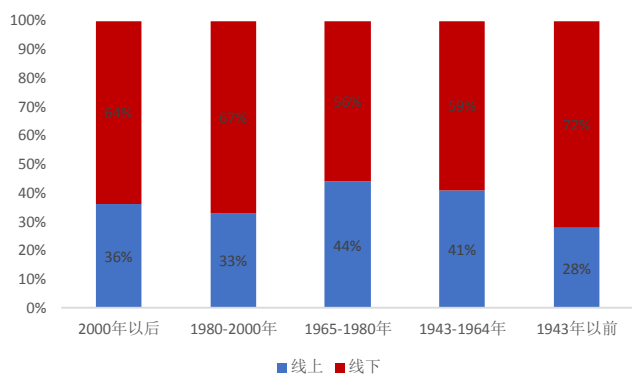
图 24： 2016 年美国不同消费金额下使用现金的比例



资料来源：旧金山联储，中国银河证券研究院整理

(4) 从线上消费的地域与年龄差别相关数据来看，线下消费依旧是市场主流。依据可美亚发布的《2018 年美国线上消费者行为报告》可以发现按照年龄划分，美国年轻一代已经成为了网购的主力军，但就算是 2000 年以后出生的人群 (Z 一代)，其线下购物偏好也高达 64%，高于线下购物偏好 36%；在不同年龄段人群，线上购物偏好均低于线下购物。

图 25： 2018 年不同年龄段消费者的购物偏好调查



资料来源：Co-media, 《2018 年美国线上消费者行为报告》，中国银河证券研究院整理

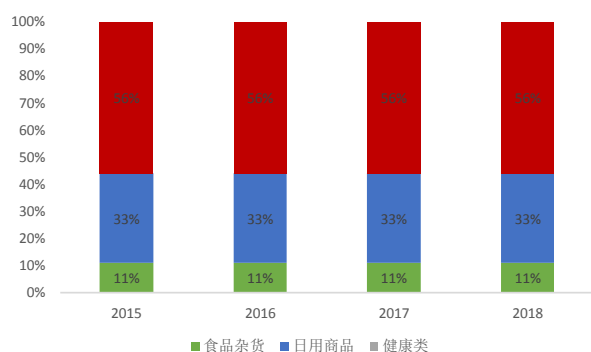
## 2. 与电商业态领先者亚马逊相比：食品杂货为沃尔玛主场,亚马逊相对实力有限

面对市场上所认为的沃尔玛 (wmt.n) 所受到的“电商冲击”，我们的观点是食品杂货一直以来都是沃尔玛营收的核心产品种类，与亚马逊 (amzn.o) 等电商企业的 SKU 差异较大，加之美国电商在零售总额中占比较小。因此，沃尔玛的发展较大程度上仍倚靠其线下门店部分的营收。

从 2017 年美国食品杂货市场占比来看，目前食品销售在沃尔玛 (wmt.n) 销售额中的比重稳定在 56%左右。截至 2017 年，沃尔玛拥有超过 11,700 家门店，在沃尔玛 2018 年营业收入中线下销售额占比为 97.28%。显然对于沃尔玛自身发展影响程度最大的便是其线下零售业务，尤其是食品杂货类。反观其竞争对手亚马逊的营收构成可以发现，电子科技及服饰配饰为其最核心的营收来源，食品杂货仅占比为 14%，并且作为电商巨头，线上零售占据其主导地位。因此对于亚马逊来说，即使在收购 Whole Foods 后也仅拥有超过 500 家实体门店且 whole foods 以价格相对昂贵的天然健康食物为主，要想在线下食品杂货市场狙击沃尔玛，可谓是任重而道远。

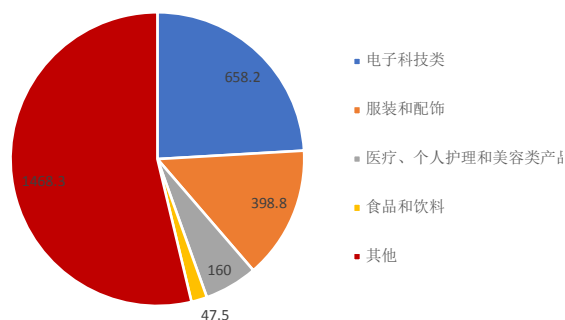
而纵观美国价值 8000 亿美元的食品杂货市场，沃尔玛占比达 22.29%，而亚马逊则仅占 1%，可以看出在这一领域沃尔玛表现强劲，现阶段拥有亚马逊难以企及的优势。

图 26：2015-2018 年沃尔玛美国不同品类营收占比



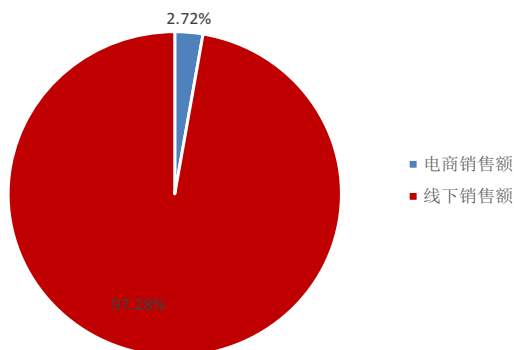
资料来源：Bloomberg，中国银河证券研究院整理

图 27：2018 年亚马逊线上不同品类销售额



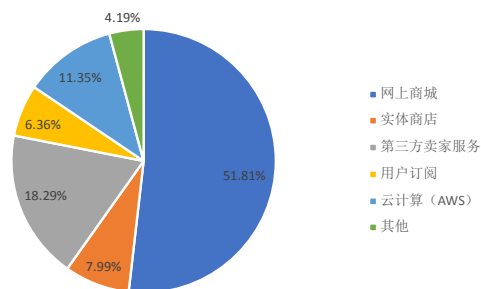
资料来源：Bloomberg，中国银河证券研究院整理

图 28：2018 年沃尔玛不同渠道营收占比



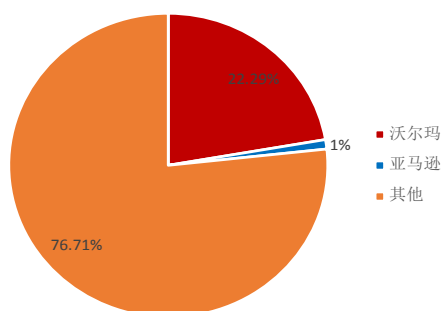
资料来源：公司年报，中国银河证券研究院整理

图 29：2018Q3 年亚马逊营收品类构成



资料来源：公司年报，中国银河证券研究院整理

图 30：2017 年美国食品杂货市场占比



资料来源：Bloomberg，中国银河证券研究院整理

### 3. 与会员仓储制代表 Costco 相比：沃尔玛在核心客户、SKU 数量及购物体验上保有优势

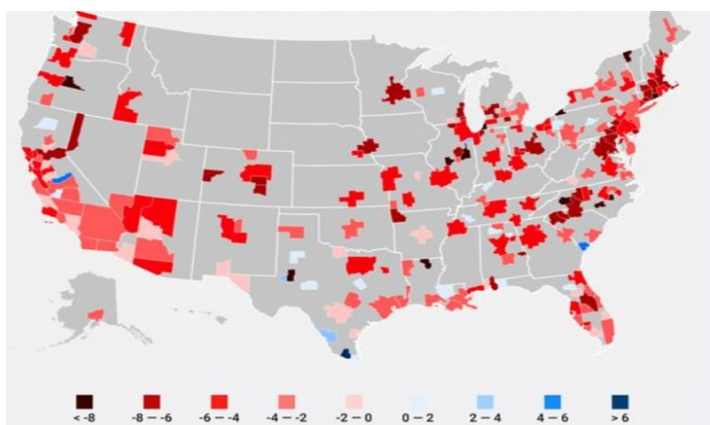
在核心客户方面，沃尔玛(wmt.n)旗下的两种业态基本上覆盖了美国低端及中高端阶层，

拥有较大的顾客覆盖范围，而相较之下好市多的顾客群体则相对单一为高端中产阶级。依据 Pew Research Center 对 2000 年到 2014 年对美国都市中产阶级进行了分析调查发现在所调查的 229 大都市地区中有 203 个地区的人口其中等收入范围的百分比在下降，即一定程度上证明了美国城市中产阶层的确存在衰落的迹象。(图 29 中表示红色表示此期间中等收入群体出现萎缩，颜色越深则代表萎缩的越多，而蓝色区域则代表中等收入人群增加)

在 SKU 数量与购物体验方面，沃尔玛美国门店 SKU 数量达 14 万，山姆会员店为 4000-6000，好市多则提供严选下的 4000 种商品，沃尔玛可以在更大程度上满足顾客多样化的需求。与此同时，由于二者 SKU 数量上的差距也在一定程度上对顾客的购物体验产生不同的影响，沃尔玛巨大的 SKU 数量可以予人一种内容挑选下的愉悦感及满足感，而好市多更多的是通过提供严选模式下高性价比的产品进而满足顾客的现实购物需求。

最后在商品价格方面，依据 JP Morgan 2018 年的调查发现，二者总体偏好的品类相似，Costco (cost.o) 一篮子产品加权价格相对 Sam's club 存在 1% 的溢价，并且当只看自有品牌产品时，Sam's club 的加权平均价格比 Costco 便宜 4%。就总体而言，二者在价格水平并不存在显著性的差异。

图 31：2004-2014 年美国大都市中产阶级变化图



资料来源：Pew Research Center，中国银河证券研究院整理

表 3：Walmart 与 Costco 在不同维度上的比较

公司及业态	WALMART		Costco
	Walmart U.S	Sam's club	
会员费	无	45 美元	60 美元/120 美元 4000
SKU 数量	140000	4000-6000	(3000 个生活必需品+1000 个冲动型消费)
顾客外部画像	大众群体 (年收入为 5 万美元左右)	中高端群体	高端中产阶级 (年收入 10 万美元左右； 家庭规模平均为 2.6 人)
门店数量	660	4672	741



价格与品质	较低廉	相对价位较高	价格相对较低
	品质一般	品质高端	品质精选
单次人均消费金额	最低	81 美元	136 美元
收益来源	商品利润	会员费+利润	会员费

资料来源：公司年报、公司官网，中国银河证券研究院整理

## (二) 重金打造电商新业态，重开想象空间

在沃尔玛线上零售业务部分，我们认为沃尔玛(wmt.n)更多的是通过电商寻求自身的增量发展而不仅仅是被亚马逊(amzn.o)等电商冲击后的被动无奈之举。在自身能力扩展方面，主要由于市场份额较高，门店扩张潜力不大，因此从渠道和品类两方面进行能力扩展；在市场竞争格局方面，面对亚马逊的高速发展，看沃尔玛在电商业务具备的相对竞争力。

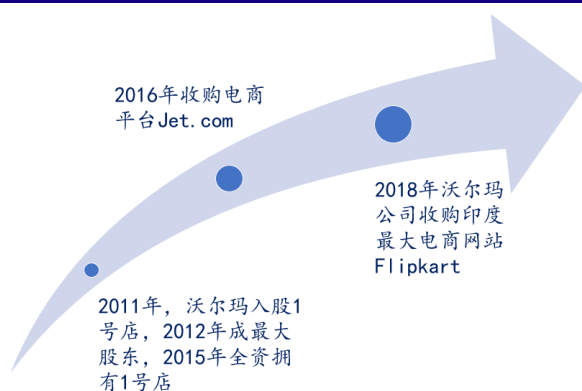
### 1. 自身能力扩展：渠道、品类双管齐下，冲破门店饱和壁垒

至 2017 年，沃尔玛门店已达 10000 多家，90% 的美国人住在离沃尔玛实体店 15 英里的地方，说明沃尔玛在美国的门店扩张已经陷入了瓶颈期，无法通过门店扩张来提升业绩。以线下零售及食品杂类为核心是沃尔玛的优势，同时也给沃尔玛的发展带来了一定限制。沃尔玛通过品牌矩阵的丰富以及线上渠道的拓展，实现目标客户的范围延申，寻求自身能力提升。

在渠道方面，从沃尔玛斥资 31 亿入股 1 号店以及之后收购的美国电商企业 Jet.com (30 亿美元) 及印度最大电商 Flipkart(160 亿美元) 可以看到其在电商能力提升上的决心，其中，Jet.com 主要服务于生活在城市的千禧一代，可以说这是沃尔玛渗透城市消费群体的关键一步。

在品类方面，沃尔玛通过收购时尚女装零售电商 ModCloth (8000 万美元)、大码女装品牌 ELOQUII (1 亿美元)、男性时装零售网站 Bonobos (3.1 亿美元) 等品类争取更多的核心顾客群体。据 Morgan Stanley 在 2016 年的一份调查显示，美国消费者里有五分之一的人都“经常”在亚马逊买衣服，并且消费者之所以愿意在亚马逊买衣服并不是衣服的品质款式要多好，而是由于方便快捷。从沃尔玛此次收购力度最大的领域——服装&鞋履，不仅如此，还通过收购知名电商平台增强在电商业务上的能力，由此可以看出沃尔玛在电商上这一赛道上狙击亚马逊的野心。

图 32：2011-2018 年沃尔玛收购的电商平台



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整理

图 33：2016-2018 年沃尔玛收购品牌丰富矩阵

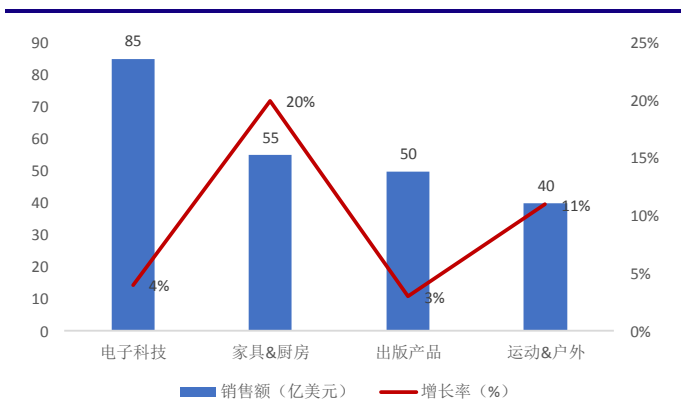


资料来源：公司官网，中国银河证券研究院整理

## 2. 线上竞争格局：与亚马逊相比，从产品品类、会员体系、物流配送看沃尔玛的相对竞争力

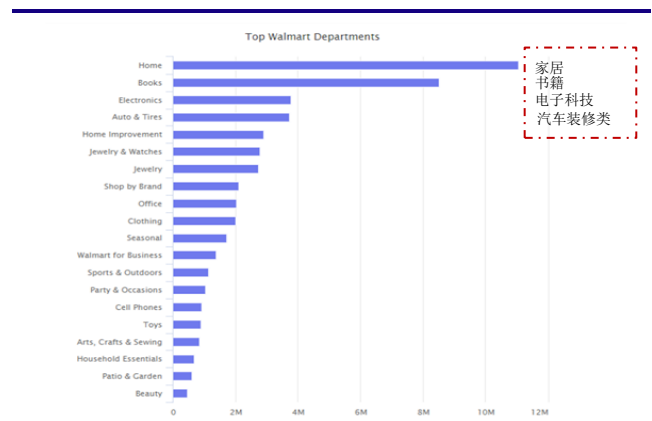
在**产品品类**上，沃尔玛(wmt.n)线上零售业务的SKU品类与亚马逊(amzn.o)的热销品类具有一定的同质性，截止2019年1月9日在walmart.com上，沃尔玛在售的家居类产品1105万，图书类852万，电子产品376万，汽车装修类373万。另外相对于亚马逊，沃尔玛在食品生鲜类具有相对优势，因此对于沃尔玛发力电商业务对于亚马逊来说是具有一定的威胁性的。

图 34：2017 年亚马逊线上销售额前四品类



资料来源：公司年报，中国银河证券研究院整理

图 35：2019 年沃尔玛线上热销品类 SKU 数量



资料来源：Marketplace，中国银河证券研究院整理

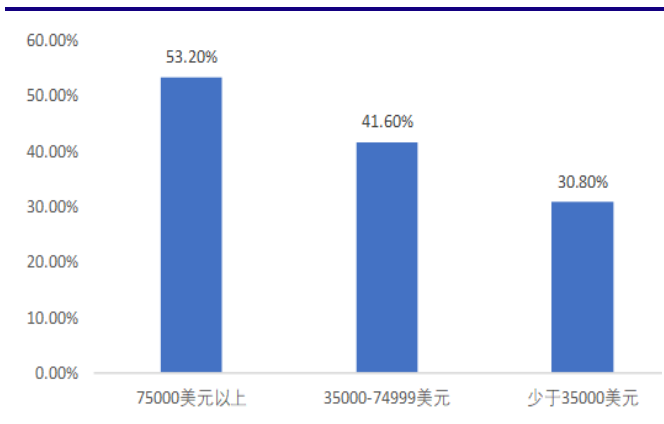
表 4：2018 年沃尔玛与亚马逊生鲜网购消费限额及费用

线上生鲜	消费最低限额	配送费用
Walmart	30 美元	9.95 美元
Amazon Fresh	Prime 会员包邮 (会员费 99 美元)	15 美元

资料来源：公司官网，中国银河证券研究院整理

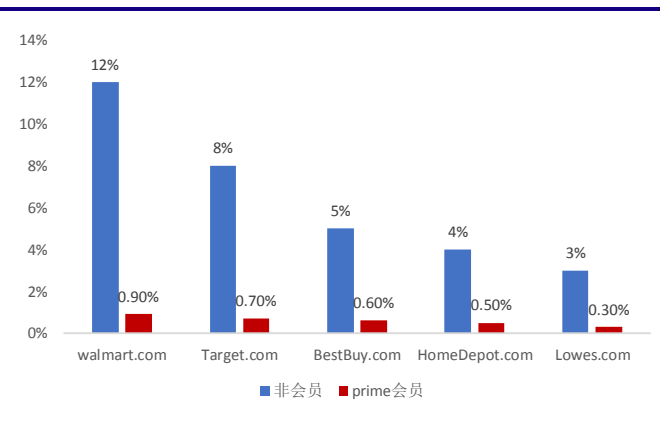
在**会员体系**方面，亚马逊是有 Prime 会员体制的而沃尔玛美国是不需要会员费（山姆会员店需会员费）。从会员特征及消费特征可以发现，亚马逊 prime 会员大部分集中于年收入 75000 美元以上的人群且亚马逊平台活跃人群为年龄集中在 35 岁以下，而沃尔玛面向的更多是大众群体。从会员与非会员转向其他电商渠道消费的比例可以发现二者的首选均为为沃尔玛，由此可以发现沃尔玛是具有一定线上竞争力的。

图 36：2017 年亚马逊不同收入阶层 prime 会员比例



资料来源：Prosper Insights & Analytics，中国银河证券研究院整理

图 37：亚马逊会员与非会员在其他渠道购物的比例



资料来源：Millword Brown，中国银河证券研究院整理

在配送成本及配送效率方面，对于线上销售业务，配送效率成为体验感的重要来源同时也是购物评价的重要考量因素。具体来看，沃尔玛的线上电商网页（Walmart.com）推出两日达的送货服务，满 35 美元消费金额即可免运费，不需要会员年费。而亚马逊的“两日达”则需要一次消费满金额 50 美元，或者支付 99 美元的 Prime 会员年费才能免运费。从表 4 可以看出，相较于亚马逊，目前沃尔玛在配送效率与配送费用上的优势还是显著的。

我们认为，沃尔玛在规模和深度方面处于领先地位，沃尔玛门店分布密集型为顾客提供了最多的在线杂货自取的地点并且具有一个可配送的最低消费及配送费用，而这很大程度上得益于其门店布局以及强大密集的物流配送中心。

表 5：沃尔玛与亚马逊物流配送比较

公司	门店覆盖	费用	最低消费	配送时长
沃尔玛	2100	free	35\$	One hour window as soon as same day
全食(Whole Foods)	Ft. Worth, Kennesaw, Richmond, Sacramento, and Virginia Beach	\$4.99 for pickup in 30 minutes or free for orders >\$35	\	As soon as 30 minutes for a fee or an hour for orders of \$35+

资料来源：公司官网、公司年报，中国银河证券研究院整理

## 四. 风险提示

以上全部分析不作为文中所涉及的公司股票的“买卖”建议评定。

## 插图目录

图 1: 沃尔玛发展历程划分	3
图 2: 2005-2017 年沃尔玛营收增长情况	4
图 3: 2005-2017 年沃尔玛净利润增长情况	4
图 4: 2004-2017 年沃尔玛毛利率变动情况	5
图 5: 2005-2017 沃尔玛费用率变动情况	5
图 6: 2004 年至今沃尔玛股价变动	5
图 7: 2006-2019 年沃尔玛 PS 估值变化	6
图 8: 2005-2017 年沃尔玛门店数量及增速变化情况	7
图 9: 2005-2017 年沃尔玛坪效变化情况	7
图 10: 2005-2017 年沃尔玛同店增速变化情况	7
图 11: 2005-2017 年沃尔玛存货周转变化情况	7
图 12: 2005-2017 年沃尔玛应收账款周转变化情况	7
图 13: 2004-2017 年沃尔玛现金流净额变化情况	8
图 14: 2006-2019 年沃尔玛 PE 估值变化	8
图 15: 2005-2017 年沃尔玛净利率变化情况	8
图 16: 沃尔玛供应链管理重要事件及费用率、净利润的变化	9
图 17: 2005-2017 沃尔玛在美国零售市场总体份额变化	10
图 18: 2005-2017 沃尔玛在美国超市行业相对份额变化	10
图 19: 2005-2017 沃尔玛在全球零售市场相对份额变化	10
图 20: 美国“黑色星期五”抢购成为一种消费习惯	11
图 21: 沃尔玛超级购物中心品类丰富	11
图 22: 沃尔玛打造“一站式购物”	11
图 23: 2018 年美国线上杂货购买者购买数量调查	13
图 24: 2016 年美国不同消费金额下使用现金的比例	14
图 25: 2018 年不同年龄段消费者的购物偏好调查	14
图 26: 2015-2018 年沃尔玛美国不同品类营收占比	15
图 27: 2018 年沃尔玛不同渠道营收占比	15
图 28: 2018 年亚马逊线上不同品类销售额	15
图 29: 2018Q3 年亚马逊营收品类构成	15
图 30: 2017 年美国食品杂货市场占比	15
图 31: 2004-2014 年美国大都市中产阶级变化图	16
图 32: 2011-2018 年沃尔玛收购的电商平台	17
图 33: 2016-2018 年沃尔玛收购品牌丰富矩阵	17
图 34: 2017 年亚马逊线上销售额前四品类	18
图 35: 2019 年沃尔玛线上热销品类 SKU 数量	18
图 36: 2017 年亚马逊不同收入阶层 prime 会员比例	19
图 37: 亚马逊会员与非会员在其他渠道购物的比例	19

## 表格目录

表 1: 1995-2013 年美国食品杂货网络销售商 .....	12
表 2: 2018 年美国食品杂货零售商前十及相对市场份额 .....	12
表 3: Walmart 与 Costco 在不同维度上的比较 .....	12
表 3: 2018 年沃尔玛与亚马逊生鲜网购消费限额及费用 .....	18
表 4: 沃尔玛与亚马逊物流配送比较 .....	20

## 评级标准

### 银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

**推荐：**是指未来 6—12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

**谨慎推荐：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

**中性：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

**回避：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

### 银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

**推荐：**是指未来 6—12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

**谨慎推荐：**是指未来 6—12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%—20%。该评级由分析师给出。

**中性：**是指未来 6—12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

**回避：**是指未来 6—12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

**李昂，** 商贸零售行业分析师。2014 年 7 月加盟银河证券研究部从事社会服务行业研究工作，2016 年 7 月转型商贸零售行业研究。英国埃塞克斯大学学士，英国伯明翰大学硕士。

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映本人的研究观点。不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接受到任何形式的补偿。承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

## 免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

## 联系

### 中国银河证券股份有限公司研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层  
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座  
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座  
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座  
上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层  
公司网址：www.chinastock.com.cn

### 机构请致电：

深广地区：詹璐	0755-83453719	zhanlu@chinastock.com.cn
海外机构：尚薇	010-83574522	shangwei@chinastock.com.cn
北京地区：王婷	010-66568908	wangting@chinastock.com.cn
海外机构：舒英婷	010-66561317	shuyingting@chinastock.com.cn
上海地区：何婷婷	021-20252612	hetingting@chinastock.com.cn