

## 商业贸易行业

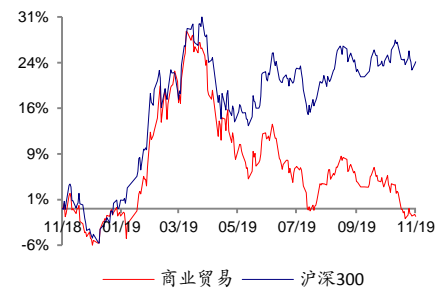
### 电商渠道表现优异，各市场全面推出到家业务

行业评级	买入
前次评级	买入
报告日期	2019-11-26

#### 核心观点：

- **FY3Q20 营收稳步增长，电商表现优秀。** 沃尔玛集团发布三季报，FY3Q20 共实现营收 1280 亿美元，同比增长 2.5%；实现经营性利润为 47.2 亿美元，同比下降 5.4%，主要系沃尔玛国际市场的资产减值损失所致；实现归母净利润为 32.9 亿美元，同比上涨 92.3%，主要系去年同期对京东的投资大幅亏损所致。
- **分业务板块看，FY3Q20 Walmart U.S. 实现营收 832 亿美元，收入占比约为 65%，同比增长 3.2%，连续 21 个季度保持正增长，其中电商同比增长 41%，客单价和购买次数分别同比增长 1.3% 和 1.9%，若以两年累计销售统计，可比销售增长 6.6%。Sam's Club 实现营收 146 亿美元，收入占比 11.4%，同比增长 0.6%，其中电商增速约为 32%。客单价和购买次数分别上升和下滑 5.7% 和 5.1%，烟草销售的下滑对收入形成一定拖累。Walmart International 实现营收 292 亿美元，同比上升 1.3%；经营性利润为 6.34 亿美元，同比下滑 46.2%，主要系收购的 Flipkart 拖累毛利率同比下降 1.5pp 所致。其中墨西哥 (YOY+4.7%) 和中国区 (YOY+6.3%) 表现强势，而英国 (YOY-0.6%) 和加拿大 (YOY+0.9%) 则有所拖累。**
- **中国区业务稳健发展，规模效应逐步显现。** FY3Q20 中国区业务同店增长 3.7%，其中客单价和购买次数分别贡献 1.1% 和 2.6%，而电商业务和山姆会员店分别实现 99% 和双位数的增长，亦导致中国区业务的毛利率持续下行。随着收入持续增长，中国区业务规模效应显现，费用率边际下降，经营性利润保持稳步增长。
- **沃尔玛及时捕捉消费者需求，在全球市场布局到家业务。** 沃尔玛在全球市场大力发展到家业务，如本财季末已在美国市场开设超过 3000 家杂货提货点和 1400 家当日达配送点，并通过与 Foodora 的合作，在蒙特利尔推出了杂货店提货和送货服务；与 Instacart 在加拿大各地社区开展了合作。同时，沃尔玛在墨西哥所有山姆会员店都推出了当日取服务。亿欧网数据显示，沃尔玛中国于 11M19 宣布，未来 5-7 年计划在中国新开设 500 家门店和云仓，包括沃尔玛购物广场、山姆会员商店、沃尔玛社区店多个业态。沃尔玛线下网店密集，物流集散能力强大。两大独特优势使其能够打通线上线下，低成本地实现电商物流的“当日达”。到今年年底，沃尔玛打算在 3100 家商店提供在线食品杂货接送服务，并在 1600 个地点提供当食品杂货送货服务“当日达”。
- **风险提示。** 宏观经济低迷，对可选消费产生重大不利影响；电商增速放缓，线下渠道增速下滑；新品牌、新品类拓展不达预期。

#### 相对市场表现



**分析师：** 洪涛  
SAC 执证号：S0260514050005  
SFC CE No. BNV287  
021-60750633  
hongtao@gf.com.cn

**分析师：** 高峰  
SAC 执证号：S0260518050003  
021-60750604  
gfgaofeng@gf.com.cn

请注意，高峰并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

#### 相关研究：

- 全球观察之开云集团:3Q19 2019-11-17  
保持双位数增长，创新是核心动力
- 全球观察之LVMH集团:3Q19 2019-11-13  
延续双位数增长，亚洲市场、时尚皮革表现突出
- 全球观察之资生堂集团:中国内地市场、高端品牌延续增长，收购美国护肤品牌醉象 2019-11-12

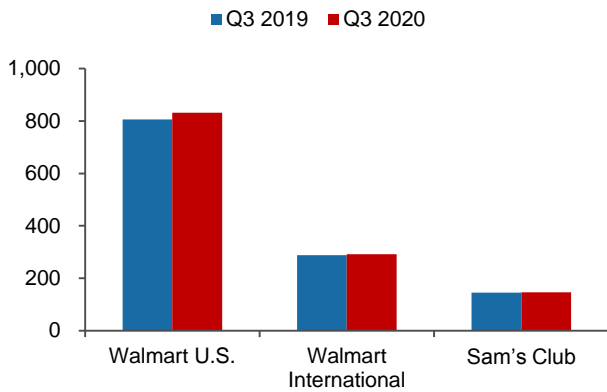
**重点公司估值和财务分析表**

股票简称	股票代码	货币	最新 收盘价	最近 报告日期	评级	合理价值 (元/股)	EPS(元)		PE(x)		EV/EBITDA(x)		ROE(%)	
							2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E
南极电商	002127.SZ	CNY	9.96	2019/10/17	买入	14.3	0.51	0.67	19.53	14.87	17.94	13.74	25.10	24.90
苏宁易购	002024.SZ	CNY	10.06	2019/10/31	买入	14.06	2.13	0.39	4.72	25.79	18.64	11.83	19.80	3.80
永辉超市	601933.SH	CNY	7.68	2019/10/30	增持	10.58	0.24	0.31	32.00	24.77	25.29	17.22	10.90	12.10
家家悦	603708.SH	CNY	23.41	2019/10/30	增持	28.78	0.82	0.98	28.55	23.89	15.14	12.78	14.90	15.10
天虹股份	002419.SZ	CNY	9.89	2019/10/24	买入	12.8	0.75	0.80	13.19	12.36	5.85	5.59	14.20	13.90
王府井	600859.SH	CNY	12.91	2019/10/31	买入	18.5	1.42	1.48	9.09	8.72	2.00	1.86	10.90	10.70
重庆百货	600729.SH	CNY	27.79	2019/10/20	买入	39.8	2.38	2.74	11.68	10.14	5.79	5.24	14.50	15.60
周大生	002867.SZ	CNY	17.64	2019/10/30	买入	26.8	1.34	1.62	13.16	10.89	9.88	7.88	20.10	19.60
老凤祥	600612.SH	CNY	48.90	2019/10/27	买入	63.0	2.72	3.15	17.98	15.52	9.05	7.75	18.60	17.80
上海家化	600315.SH	CNY	30.50	2019/10/24	增持	39.43	0.94	1.10	32.45	27.73	27.52	21.62	11.10	11.50
珀莱雅	603605.SH	CNY	83.17	2019/10/30	买入	101.2	1.92	2.53	43.32	32.87	32.00	24.32	18.80	19.50
丸美股份	603983.SH	CNY	62.30	2019/10/30	增持	72.2	1.29	1.57	48.29	39.68	43.51	36.75	19.00	18.10
爱婴室	603214.SH	CNY	42.38	2019/10/22	买入	55.8	1.52	1.86	27.88	22.78	15.82	13.46	15.40	16.30
红旗连锁	002697.SZ	CNY	7.77	2019/10/17	增持	8.84	0.34	0.41	22.85	18.95	18.30	16.64	13.30	13.70
阿里巴巴	BABA.N	USD	190.45	2019/11/04	买入	225	6.53	8.15	29.17	23.37	25.43	19.60	13.50	13.80
京东	JD.O	USD	32.64	2019/10/23	买入	38.2	1.04	1.33	31.38	24.54	33.11	21.63	9.30	7.40

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

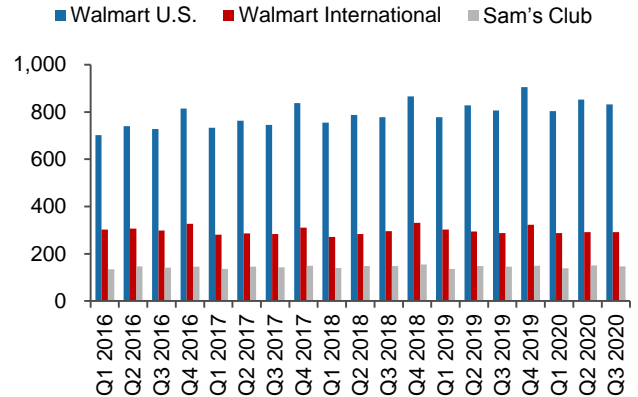
备注: 表中估值指标按照最新收盘价计算

图 1: Walmart分部门净销量(单位:亿美元)



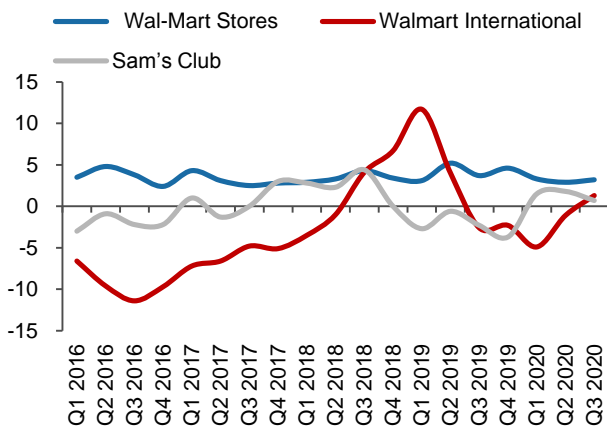
数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图 2: Walmart分部门营业收入(单位:亿美元)



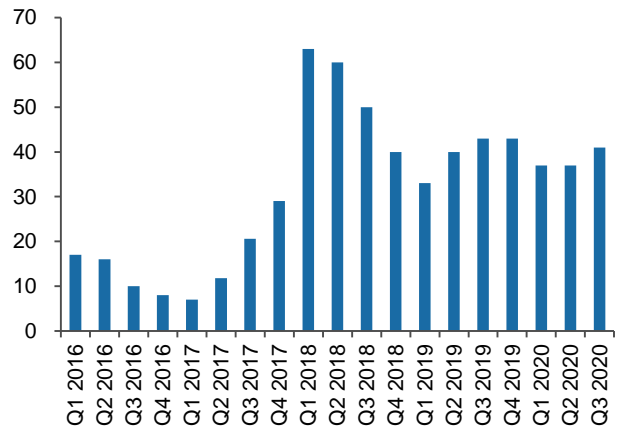
数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

图 3: Walmart分部门收入增速(%)



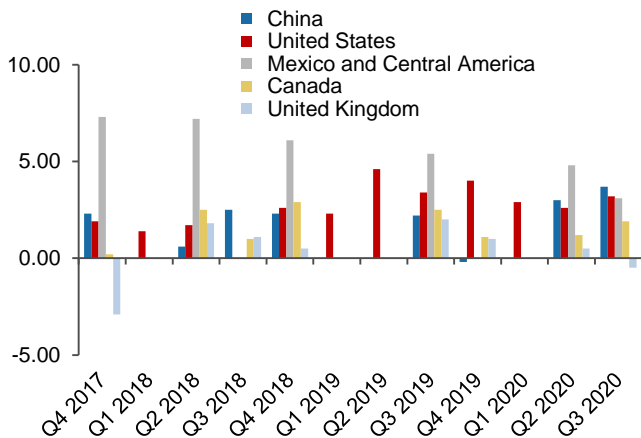
数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

图 4: Wal-Mart Stores互联网销售额增速(%)



数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

图 5: Walmart分地区同店销售增速(%)



数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

图 6: Walmart各部门营业收入占比(%)



数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

## 广发商贸零售行业研究小组

- 洪涛：首席分析师，浙江大学金融学硕士，2010年开始从事商贸零售行业研究，2014年加入广发证券发展研究中心，曾就职于华泰联合证券、平安证券。2015-2017年新财富批零行业第四名，2017年水晶球分析师第一名，2017年金牛分析师第三名。
- 高峰：资深分析师，上海交通大学管理科学与工程硕士，2018年加入广发证券发展研究中心，曾就职于招商证券。
- 贾雨朦：联系人，伦敦政治经济学院风险与金融硕士，2018年加入广发证券发展研究中心。

## 广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

## 广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

## 联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路26号广发证券大厦35楼	深圳市福田区益田路6001号太平金融大厦31层	北京市西城区月坛南街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区世纪大道8号国金中心一期16楼	香港中环干诺道中111号永安中心14楼1401-1410室
邮政编码	510627	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn				

## 法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

## 重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

## 权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

## 版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。