

## 证券研究报告—深度报告

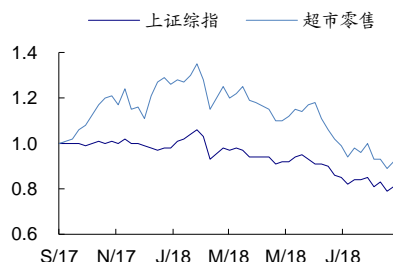
### 超市零售

### 沃尔玛专题研究（上篇）

超配

2018 年 08 月 28 日

#### 一年该行业与上证综指走势比较



#### 相关研究报告:

《零售春节数据解读: 品质消费驱动增长, 新零售时代下的首次春节考验》——2018-02-26

《行业快评: CPI 上行预期强烈, 建议关注超市板块》——2018-01-18

#### 证券分析师: 王念春

电话: 0755-82130407

E-MAIL: wangnc@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码: S0980510120027

#### 联系人: 刘馨竹

E-MAIL: liuxinz@guosen.com.cn

#### 行业专题

## 探索零售巨头成长基因

### ● 剖析沃尔玛发展的三大历程

沃尔玛作为全球连锁龙头, 发展历程已经成为教科书式的经典案例。截止 2018 财年, 沃尔玛营收达到 5003.43 亿美元, 其中, 美国地区营收 3805.80 亿美元, 占美国零售和食品服务销售额的 6.59%。公司整体净利润 21.78 亿美元, ROE 高达 17.08% (国际化前夕 ROE 超过 30%), 门店数 1.17 万家, 经营面积达到 11.58 亿平方英尺, 同店销售增速 2.20%。

我们以沃尔玛的成立、成为区域龙头、超越西尔斯成为全美第一大零售公司作为时间节点把这 50 多年的历程划分为三个阶段:

**第一阶段:** 从一家不起眼的乡村小店夹缝中求生, 到举债数百万美元被迫股票上市, 再到在折扣店行业的危机下奋力追赶成为区域龙头。沃尔玛收入到这一阶段结束达到 12.58 亿美元, CAGR 35.08%。

**第二阶段:** 通过内生和并购方式逐步向全国扩张, 在 FY1991 销售额超越西尔斯成为全美第一大零售公司。这一阶段收入达 326.01 亿美元, CGAR34.72%。

**第三阶段:** 进军海外市场, 成为世界零售霸主。FY1992 公司踏上国际之路至今, 这一阶段收入达 5003.43 亿美元, CGAR9.81%。

### ● 沃尔玛成功背后的六大发展战略

我们总结出沃尔玛走向成功的六大发展战略:

**展店策略:** 早期专注乡村市场避免激烈竞争, 随后开启“农村包围城市”; 中期采取“区域逐步填满”策略滚动式开店, 同行并购也成为重要展店手段。

**价格策略:** 坚持“天天平价, 始终如一”的低价策略, : 1) 加强直采, 与供应商无缝对接, 大力发展自有品牌; 2) 高效的供应链: 极致的库存管理, 重视物流中心建设; 3) 科技化之路: 高度重视新兴科技应用; 4) 严格的费用控制。

**业态创新:** 高度重视业态创新, 每次推出的业态模式都走在行业的前沿, 通过折扣店、购物广场、山姆会员店和社区店业态, 这几种业态组合, 抢占高、中、低档市场。

**融资模式:** 售后反租模式将自建的物业出售, 然后反租, 在锁定低租金的同时获得了大量的自由现金流。

**员工管理:** 把自己的员工都变成公司的合伙人, 在优渥的福利和激励计划下, 沃尔玛的人效得到了很大的提高。

**电商战略:** 沃尔玛从 2000 年起涉足电商行业, 独自开发电商平台 walmart.com、samsclub.com, 并积极拓展横向并购。同时, 沃尔玛也积极发展到家业务。

### ● 市场表现: 业绩是股价增长的根本驱动力

得益于沃尔玛多年来飞速发展的收入和净利润, 从 1972 年起, 沃尔玛的股价一路从 0.05 美元飙升到现在的 90.18 美元, CGAR17.70%。估值中枢方面, 2002 年以前的高速扩张期, 公司 PE 普遍超过 30 倍; 随着公司逐步成熟, 近年来 PE 估值中枢在 15-20 倍。

#### 独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 其结论不受其它任何第三方的授意、影响, 特此声明

## 投资摘要

### 关键结论与投资建议

作为世界超市企业的标杆以及超市行业里边营业额最大的公司，沃尔玛用了五十多年时间从乡村小店，到区域性的龙头，再通过内生外延等方式成为当时的全国第一大零售公司，再到今日的世界零售巨头。这其中的成长历程中包含着许多值得超市企业学习的成功秘诀。本文我们通过研究沃尔玛的上市以来的年报和相关书籍总结出沃尔玛成功的六大因素：

**(1) 展店策略：“农村包围城市” + “区域填满” + “外延并购”。**早期在乡村发展以避免在行业竞争激烈之时被大的竞争对手吞噬；中期采取“区域填满”的方式从一个州布局满了之后再向下一个州发展，接着再全国乃至全世界范围内兼并收购其他同行企业，实现门店的飞速发展和收入净利润的提升。

**(2) 价格策略：坚持“天天平价，始终如一”的低价策略，打造全市场最低价格。**1) 加强直采，与供应商无缝对接，大力发展自有品牌；2) 高效的供应链：极致的库存管理，重视物流中心建设；3) 科技化之路：高度重视新兴科技应用；4) 严格的费用控制。规模优势提高上游议价能力压低成本，提高货物的周转率并加强费用控制，最终达到薄利多销的目的。

**(3) 业态创新：高度重视业态创新，每次推出的业态模式都走在行业的前沿。**通过折扣店、购物广场、山姆会员店和社区店业态，这几种业态组合，抢占高、中、低档市场。

**(4) 融资模式：**沃尔玛在飞速开店的时候需要大量的资金支持，而当时的经营性资金根本无法满足这么巨大的需求，于是公司便将自己建成的物业出售，然后返租，在锁定低租金的同时获得了大量的自由现金流。

**(5) 员工管理：**沃尔玛的合伙人制度一共包括 4 项计划：利润分享计划、员工购股计划、损耗奖励计划和福利计划。通过激励机制，公司员工劳效逐年提升，从 FY1980 的 5.99 万美元/人到 FY2018 的 21.75 万美元/人，CAGR3.45%。在优渥的福利和激励计划下，沃尔玛的人效得到了很大的提高。

**(6) 电商战略：**21 世纪初，受到美国电商崛起的影响，沃尔玛从 2000 年起涉足电商行业，开发了电商平台 walmart.com 并且推出网上商城 samsclub.com。之后通过不断地收购电商平台壮大自身的电商业务。

### 市场表现：业绩是股价增长的根本驱动力

得益于沃尔玛多年来飞速发展的收入和净利润，从 1972 年起，沃尔玛的股价一路从 0.05 美元飙升到现在的 90.18 美元，CGAR17.70%。估值中枢方面，2002 年以前的高速扩张期，公司 PE 普遍超过 30 倍；随着公司逐步成熟，近年来 PE 估值中枢在 15-20 倍。

## 内容目录

<b>发展历程回顾：区域龙头-全国扩张-全球化 .....</b>	<b>6</b>
公司简介：全球最大的连锁零售企业 .....	6
三个发展阶段：区域龙头-全国扩张-国际化 .....	7
第一阶段：夹缝中生存：从乡村小店到区域龙头（FY1963-1980） .....	8
第二阶段：卓越十年：向全国扩张，成为全美第一大零售公司（FY1981-1991） .....	10
第三阶段：国际化之路：进军海外，成为世界零售霸主（FY1992-至今） .....	13
<b>沃尔玛成功背后的六大战略 .....</b>	<b>16</b>
扩张策略：农村包围城市+区域填满+外延并购 .....	17
价格策略：“天天平价，始终如一” .....	18
业态创新：大卖场到社区店，折扣店到量贩店 .....	22
融资模式：独特的售后反租模式 .....	25
员工管理：合伙人制度充分调动员工积极性 .....	26
电商策略：自建+并购，积极扩展到家业务 .....	27
<b>市场表现：业绩是股价增长的根本驱动力 .....</b>	<b>29</b>
<b>国信证券投资评级 .....</b>	<b>31</b>
<b>分析师承诺 .....</b>	错误!未定义书签。
<b>风险提示 .....</b>	错误!未定义书签。
<b>证券投资咨询业务的说明 .....</b>	错误!未定义书签。

## 图表目录

图 1: 沃尔玛的收入及增速 (百万美元, %)	6
图 2: 沃尔玛的净利润及增速 (百万美元, %)	6
图 3: 沃尔玛历年门店数及增速 (家, %)	6
图 4: 沃尔玛的 ROE 及 ROA (%、%)	6
图 5: 沃尔玛经营面积及增速 (千平方英尺, %)	7
图 6: 沃尔玛历年同店销售增速 (%)	7
图 7: 沃尔玛、Costco、Target 同店销售对比 (%)	7
图 8: 1962-1970 年沃尔玛门店数 (家)	9
图 9: 美国 CPI 与消费者信心指数	9
图 10: FY1970-FY1980 沃尔玛门店数 (家)	10
图 11: FY1970-FY1980 沃尔玛销售额及增速 (百万美元、%)	10
图 12: FY1972-FY1980 沃尔玛门店总面积及增速 (平方英尺、%)	10
图 13: FY1981 年沃尔玛门店分布情况	11
图 14: FY1987 年沃尔玛门店分布情况	11
图 15: FY1981-1991 沃尔玛门店数 (家, %)	11
图 16: FY1981-1991 沃尔玛物流中心数及增速 (个, %)	11
图 17: FY1981-1991 沃尔玛门店数/物流中心数	12
图 18: FY1985-1991 沃尔玛与西尔斯销售额对比 (百万美元)	12
图 19: FY1981-1991 沃尔玛销售额及增速 (百万美元、%)	12
图 20: FY1981-1991 沃尔玛净利润及增速 (百万美元, %)	12
图 21: FY1992-2018 沃尔玛分地区门店数 (家)	13
图 22: FY1995-2018 沃尔玛分地区净销售占比 (%)	13
图 23: FY2008-2018 沃尔玛物流中心数及增速 (个, %)	13
图 24: FY2008-2018 沃尔玛门店数/物流中心数	13
图 25: 沃尔玛美国收入及增速 (百万美元、%)	14
图 26: 沃尔玛美国收入及占沃尔玛总收入比重 (百万美元、%)	14
图 27: 沃尔玛美国门店数及增速 (家、%)	14
图 28: 沃尔玛美国门店数及占沃尔玛总门店数比重 (个、%)	14
图 29: FY1993-FY2018 美国零售和食品服务销售额及沃尔玛美国收入占比 (百万美元、%)	14
图 30: 中国区门店数及增速 (家、%)	16
图 31: 中国区沃尔玛同店销售增速、同店客流量增速、同店客单量增速 (%、%、%)	16
图 32: 20 世纪 60 年代美国大型折扣百货公司与沃尔玛的开店城镇人口标准对比	17
图 33: 沃尔玛历年来门店数及增速 (家、%)	17
图 34: 推动沃尔玛价格策略背后的五大因素	18
图 39: 沃尔玛历年的毛利率 (%)	19
图 40: 沃尔玛历年的净利率 (%)	19
图 35: 沃尔玛历年的存货以及存货周转率 (百万美元、次)	20
图 36: 沃尔玛、西尔斯控股、塔吉特历年存货周转率对比 (次、次、次)	20
图 41: FY1971 沃尔玛第一家配送中心建立	20
图 42: FY1979 年沃尔玛第二家配送中心建立	20
图 43: FY1972-1995 沃尔玛物流中心数量及增速 (个、%)	21
图 44: FY1972-1995 沃尔玛收入增速 vs 门店增速 vs 物流中心数量增速 (%、%、%)	21
图 45: 沃尔玛历年 Capex 增速 vs 物流中心增速 (%、%)	21
图 46: 沃尔玛历年门店数/物流中心数	21
图 47: 沃尔玛的运输车辆	21
图 48: 沃尔玛 SG&A 费用/收入 (%)	22
图 49: FY1972-FY2006 沃尔玛主要业态的门店数 (家)	23
图 50: 沃尔玛中国区的折扣店场景	23
图 51: 山姆会员店	23
图 52: 沃尔玛山姆会员店 vs 好市多门店数 (家、家)	24
图 53: 沃尔玛山姆会员店 vs 好市多同店销售 (%、%)	24
图 54: 主要业态沃尔玛购物广场	25
图 55: 社区店门外	25
图 56: 沃尔玛资本开支/收入 (%)	25

图 57: 沃尔玛经营性现金流/资本开支.....	25
图 58: 沃尔玛自由现金流量 (百万美元) .....	26
图 59: 沃尔玛 CFO/净利润 .....	26
图 60: 资本支出, (经营性现金流+售后反租物业销售额)/资本开支 (百万美元, %)	26
图 61: 资金的其中两部分来源与资本开支的对比.....	26
图 60: 历年沃尔玛劳效变化 (万美元/人、%) .....	27
图 61: 历年沃尔玛劳效累积增速以及美国人均可支配收入累积增幅对比 (%、%) .	27
图 62: 美国线上销售额及增速 (亿美元、%) .....	27
图 63: 美国线上零售额占总零售额比例 (%) .....	27
图 64 美国前十大电商线上零售额市场份额 (%) .....	28
图 65: 沃尔玛历年股价 (美元) (截止 2018 年 8 月 10 日) .....	29
图 66: 沃尔玛历年 PE (截止 2018 年 8 月 10 日) .....	29
图 67: 沃尔玛股价 vs 沃尔玛收入 (美元、百万美元) .....	29
图 68: 沃尔玛股价 vs 沃尔玛净利润 (美元、百万美元) .....	29
图 71: 沃尔玛 TEV/FORWARD EBITDA (截止 2018 年 8 月 10 日) .....	30
图 72: 沃尔玛股价和 PB (截止 2018 年 8 月 10 日) .....	30
表 1: FY2013-FY2018 沃尔玛、Costco、Target 同店销售 vs 美国 GDP 增速、人均可支配收入增速 (%) .....	7
表 2: 沃尔玛三个阶段及最新 (FY2018) 经营情况 (亿美元、亿美元、家、万平方英尺、个) .....	8
表 3: 1960-1966 年美国折扣店与传统杂货店的比较 (平米、万美元、万美元/平米) 8	
表 4: 1960-1966 年美国折扣店行业状况 (家、亿美元) .....	8
表 5: 1967 年凯马特与沃尔玛对比 (家、百万美元) .....	8
表 6: 沃尔玛发展第二阶段经营状况 (亿美元、亿美元、家、万平方英尺、个) .....	10
表 7: FY1981-FY1991 年沃尔玛国内并购事件.....	11
表 6: 沃尔玛发展第三阶段经营状况 (亿美元、亿美元、家、万平方英尺、个) .....	13
表 8: 沃尔玛的进军海外之路 .....	16
表 9: 沃尔玛自有品牌简单介绍 .....	19
表 10: 沃尔玛的科技化之路.....	22
表 11: 沃尔玛的山姆会员店 vs 好市多的经营方式.....	24
表 12: 近年来沃尔玛较主要的并购电商案例 .....	28
表 13: 沃尔玛线上商城提货点数量 (个) .....	29

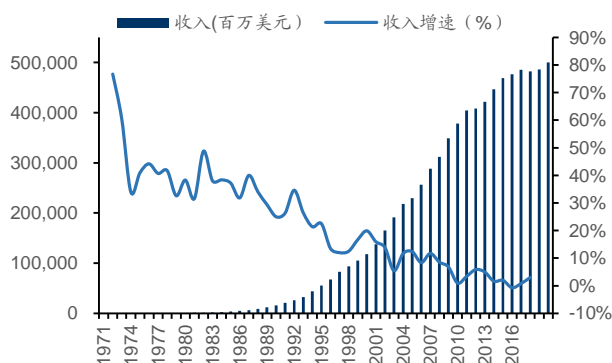
## 发展历程回顾：区域龙头-全国扩张-全球化

### 公司简介：全球最大的连锁零售企业

沃尔玛是全球最大的连锁零售企业，通过回顾沃尔玛发展历程，从乡村小店一步一步走到今日的世界零售巨头，沃尔玛的成长历程中包含着许多值得超市企业学习的成功秘诀。本文我们将详述巨头沃尔玛的发展三大历程以及六大发展策略，从公司上市以来的财务数据里试着解读沃尔玛成功的秘密，对国内超市行业发展有所借鉴。

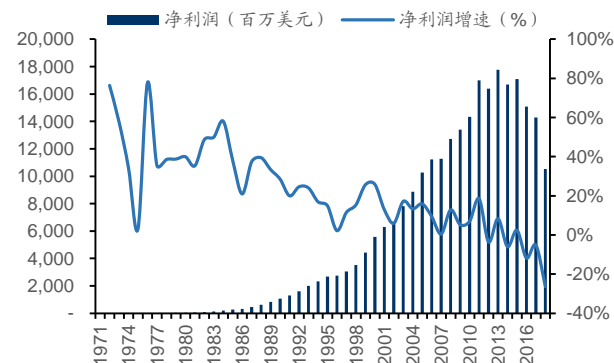
1962 年，山姆·沃尔顿在阿肯色州开设了第一家沃尔玛商店。在随后的时间里，沃尔玛不断地发展壮大，并在 1972 年登陆纽交所。在沃尔玛门店疯狂扩张以及超高的同店销售增速两大催化因素的影响下，沃尔玛的收入和净利润在飞速增长。截止 2018 财年，沃尔玛营收达到 5003.43 亿美元，其中，美国地区营收 3805.80 亿美元，占美国零售和食品服务销售额的 6.59%。公司整体净利润 21.78 亿美元，ROE 高达 17.08%（国际化前夕 ROE 超过 30%），门店数 1.17 万家，经营面积达到 11.58 亿平方英尺，同店销售增速 2.20%。其主要业态有沃尔玛商店、购物广场、山姆会员店和社区店等，业务范围覆盖线上线下。

图 1：沃尔玛的收入及增速（百万美元，%）



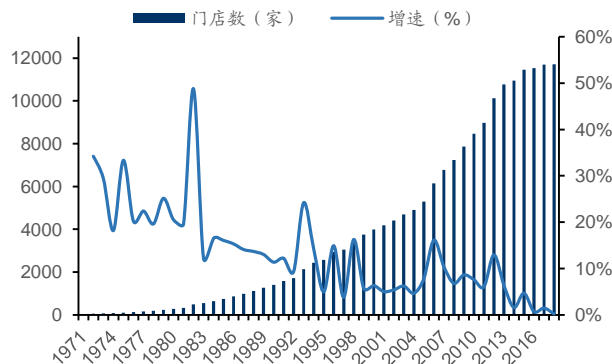
数据来源：公司年报、Bloomberg、国信证券经济研究所整理

图 2：沃尔玛的净利润及增速（百万美元，%）



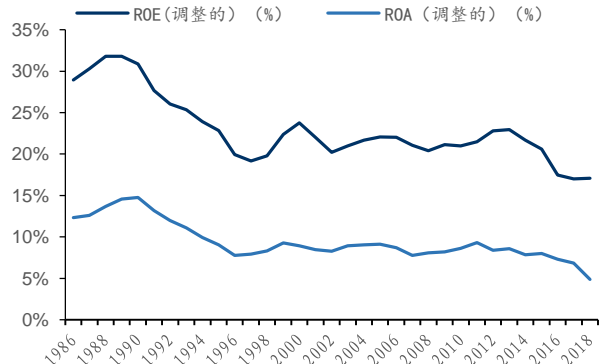
数据来源：公司年报、Bloomberg、国信证券经济研究所整理

图 3：沃尔玛历年门店数及增速（家，%）



数据来源：公司年报、国信证券经济研究所整理

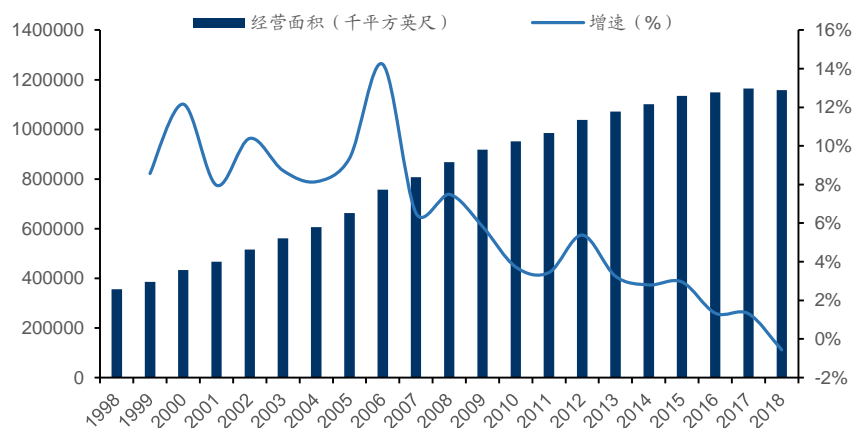
图 4：沃尔玛的 ROE 及 ROA（%，%）



数据来源：Bloomberg、国信证券经济研究所整理

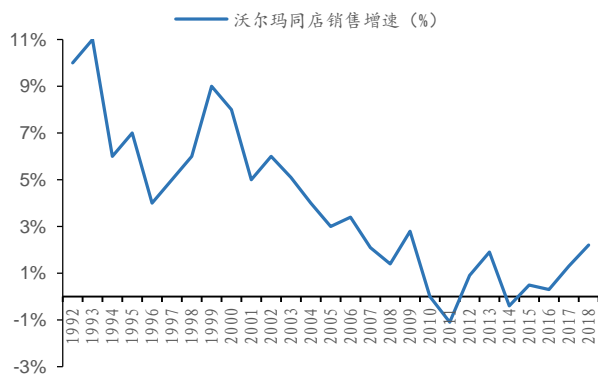


图 5: 沃尔玛经营面积及增速 (千平方英尺、%)



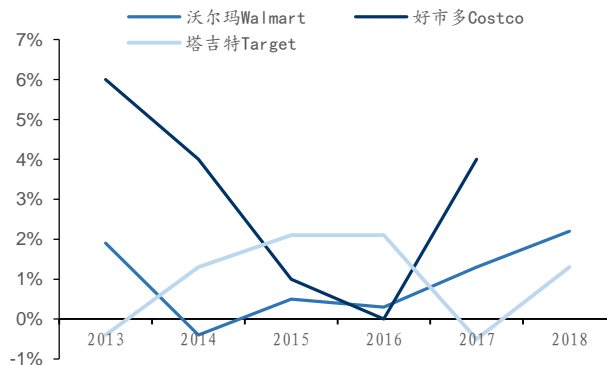
资料来源: Bloomberg、国信证券经济研究所整理

图 6: 沃尔玛历年同店销售增速 (%)



数据来源: 公司年报、国信证券经济研究所整理

图 7: 沃尔玛、Costco、Target 同店销售对比 (%)



数据来源: 公司年报、国信证券经济研究所整理

表 1: FY2013-FY2018 沃尔玛、Costco、Target 同店销售 vs 美国 GDP 增速、人均可支配收入增速 (%)

时间	FY2013	FY2014	FY2015	FY2016	FY2017	FY2018
沃尔玛 Walmart	1.90%	-0.40%	0.50%	0.30%	1.30%	2.20%
好市多 Costco	6.00%	4.00%	1.00%	0.00%	4.00%	
塔吉特 Target	-0.40%	1.30%	2.10%	2.10%	-0.50%	1.30%
美国 GDP 增速 (%)	4.20%	3.60%	4.40%	4.00%	2.70%	4.20%
人均可支配收入增速 (%)	4.52%	-0.67%	4.83%	3.61%	2.06%	3.67%

资料来源: 公司年报、国信证券经济研究所整理

注: 好市多的财年截止每年的第三季度末, 沃尔玛和塔吉特的财年截止每年的一月末

注: 美国 GDP 增速、人均可支配收入增速 FY2013 对应 2012 自然年的数据, 依次类推

### 三个发展阶段: 区域龙头-全国扩张-国际化

我们以沃尔玛的成立、成为区域龙头、超越西尔斯成为全美第一大零售公司作为时间节点把这 50 多年的历程划分为三个阶段。沃尔玛发展历程的第二阶段, 从区域性向全国性的扩张, 对当前我国超市行业发展有重要的借鉴意义。

**第一阶段: 夹缝中生存: 从乡村小店到区域龙头。** FY1963 公司成立开始到 FY1980, 收入从 FY1971 的 0.45 亿美元到 FY1980 的 12.58 亿美元, CAGR 为 44.92%; 净利润从 165 万美元到 0.41 亿美元, CAGR 为 42.96%。

**第二阶段: 卓越十年: 向全国扩张, 成为全美第一大零售公司。** FY1981 到 FY1991 年公司的销售额超越西尔斯, 这一阶段收入从 16.55 亿美元到 326.01

亿美元，CGAR 为 34.72%；净利润从 0.56 亿美元到 12.91 亿美元，CGAR 为 36.94%。

**第三阶段：国际化之路：进军海外，成为世界零售霸主。** FY1992 公司踏上国际之路至今(FY2018)，这一阶段收入从 438.87 亿美元到 5003.43 亿美元，CGAR 为 9.81%，净利润从 16.09 亿美元到 105.23 亿美元，CGAR 为 7.49%。

**表 2：沃尔玛三个阶段及最新（FY2018）经营情况（亿美元、亿美元、家、万平方英尺、个）**

所处阶段	时间点	收入 (亿美元)	净利润 (亿美元)	门店数量 (家)	门店面积 (万平方英尺)	物流中心数量 (个)
第一阶段 (FY1963-FY1980)	FY1980	12.58	0.41	276	1260	4
CAGR (FY1971-FY1980)		44.92%	42.96%	24.65%	34.93%	-
第二阶段 (FY1981-FY1991)	FY1991	326.02	12.91	1573	11100	17
CAGR (FY1981-FY1991)		34.72%	36.94%	16.90%	21.76%	13.02%
第三阶段 (FY1992-至今)	FY2018	5003.43	21.78	11718	70451.6	367
CAGR (FY1992-FY2018)		9.81%	7.49%	7.66%	6.75%	11.84%

资料来源：公司年报、Bloomberg、国信证券经济研究所整理

### 第一阶段：夹缝中生存：从乡村小店到区域龙头（FY1963-1980）

#### 小镇开店——折扣店发展浪潮下的抉择

20 世纪 60 年代，美国的折扣店行业开始进入发展时期。折扣店低价大量进货、便宜卖出，营业面积远大于杂货店因而可以经营系列综合商品，这与山姆的经营理念不谋而合。1962 年，认定了折扣店必将成为未来零售行业发展主流的山姆艰难地筹足了资金，在阿肯色州的罗杰斯城开设了第一家自己的折扣店——沃尔玛。

**表 3：1960-1966 年美国折扣店与传统杂货店的比较（平米、万美元、万美元/平米）**

时间	类型	营业面积（平米）	营业额（万美元）	坪效（万美元/平米）
1960	杂货店	200-300	10-20	0.06
1960	折扣店	3500	148	0.04
1966	折扣店	6000	428	0.07

资料来源：《从乡村小店到世界零售巨头：全方位剖析沃尔玛成功历程》、国信证券经济研究所整理

#### 股票上市——激烈竞争下的夹缝求生

据统计，1960-1966 年美国的折扣百货店的数量从 1960 年的 1329 家增至 1966 年的 3503 家；行业总额从 20 亿美元增至 150 亿美元，扩大了 6.5 倍。原来的杂货连锁店巨头在 1962 年开了它的第一家折扣店——凯马特，并且在 5 年的时间内扩展到 250 家，总营业额达到 8 亿美元。相比之下，沃尔玛当时只是个微不足道的小公司。

**表 4：1960-1966 年美国折扣店行业状况（家、亿美元）**

时间	折扣店数量（家）	行业营业总额（亿美元）
1960	1329	20
1966	3503	150

资料来源：《从乡村小店到世界零售巨头：全方位剖析沃尔玛成功历程》、国信证券经济研究所整理

**表 5：1967 年凯马特与沃尔玛对比（家、百万美元）**

公司名称	店数（家）	营业额（百万美元）
凯马特	250	800
沃尔玛	9	9

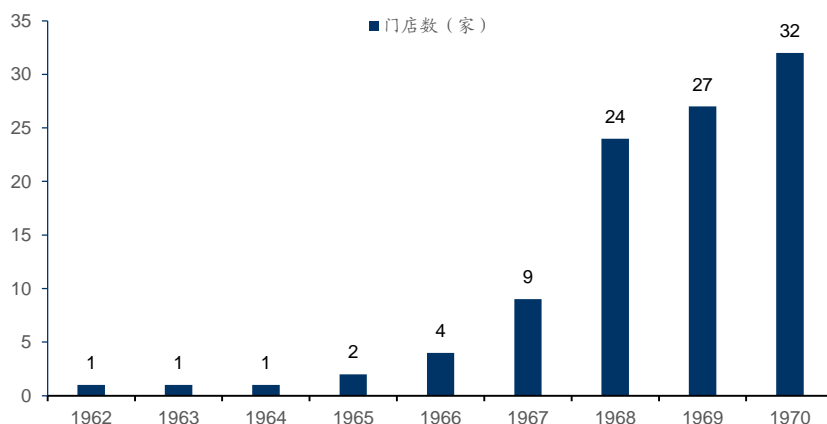
资料来源：《从乡村小店到世界零售巨头：全方位剖析沃尔玛成功历程》、国信证券经济研究所整理

在折扣店行业激烈的竞争中，山姆并没有退缩，他深知不被吞食的唯一出路就是积极扩张。因此沃尔玛的门店数从 1962 年的 1 家，到 1965 年 2 家，1967



年 9 家，1970 年 38 家，总营业额达到 4429 万美元。由于扩张需要大量资金使得山姆举债数百万美元，沉重的债务迫使沃尔玛在 1970 年上市。

图 8: 1962-1970 年沃尔玛门店数 (家)



资料来源:《从乡村小店到世界零售巨头:全方位剖析沃尔玛成功历程》、公司年报、国信证券经济研究所整理

### 成为区域性龙头——危机下的追赶

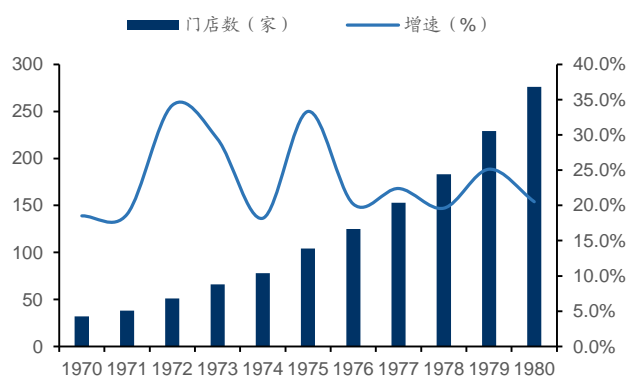
20 世纪 70 年代中期，美国经济危机带来了通货膨胀，在租金、利息、劳动力成本上涨的影响下，折扣店行业遇到了严重问题。行业的不景气使得大公司因成本等因素不得不放缓抢占市场的步伐。身处乡镇的沃尔玛由于竞争小、成本低，在行业困难之际依旧加速扩张。到 FY1980，沃尔玛的销售额达到 12.48 亿美元，成为区域性零售公司中唯一销售收入超过 10 亿美元的公司。

图 9: 美国 CPI 与消费者信心指数



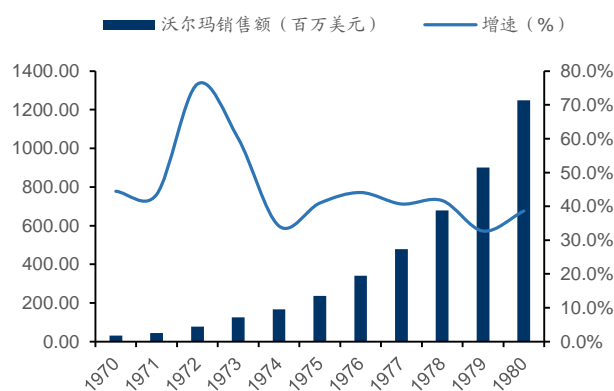
资料来源:Wind、国信证券经济研究所整理

图 10: FY1970-FY1980 沃尔玛门店数 (家)



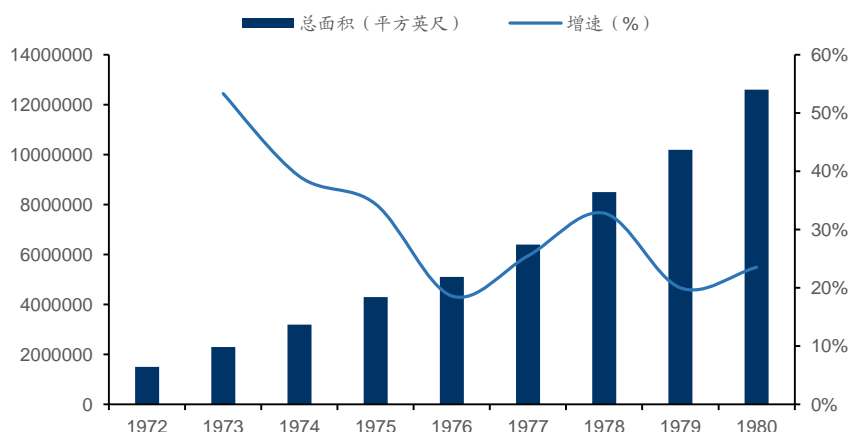
数据来源: 公司年报、国信证券经济研究所整理

图 11: FY1970-FY1980 沃尔玛销售额及增速 (百万美元、%)



数据来源: 公司年报、国信证券经济研究所整理

图 12: FY1972-FY1980 沃尔玛门店总面积及增速 (平方英尺、%)



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

## 第二阶段: 卓越十年: 向全国扩张, 成为全美第一大零售公司 (FY1981-1991)

20 世纪 80 年代可谓是沃尔玛发展的“黄金十年”, 公司通过内生+外延实现区域化向全国化的发展。这一阶段, 公司收入从 FY1981 的 16.55 亿美元增长到 FY1991 的 326.02 亿美元, CAGR 达到 34.72%; 净利润从 0.56 亿美元到 12.91 亿美元, CAGR 达到 36.94%。

表 6: 沃尔玛发展第二阶段经营状况 (亿美元、亿美元、家、万平方英尺、个)

时间	收入 (亿美元)	净利润 (亿美元)	门店数 (家)	门店面积 (万平方英尺)	物流中心数 (个)
FY1981	16.55	0.56	330	1550	5
FY1991	326.02	12.91	1573	11100	17
CAGR	34.72%	36.94%	16.90%	21.76%	13.02%

资料来源: Bloomberg、公司年报、国信证券经济研究所整理

### “逐步填满”的内生展店

在这期间, 沃尔玛多次采用“逐步填满”的策略进行本土扩张, 不主张跳跃式跨州发展和兼并。即先在一个州发展, 待这个州开满了之后, 再向邻近的下一个州开新店, 并且新开的店要在物流中心的 500 余公里半径内。

图 13: FY1981 年沃尔玛门店分布情况



数据来源: 公司年报、国信证券经济研究所整理

图 14: FY1987 年沃尔玛门店分布情况



数据来源: 公司年报、国信证券经济研究所整理

### 外延并购实现跨区域经营

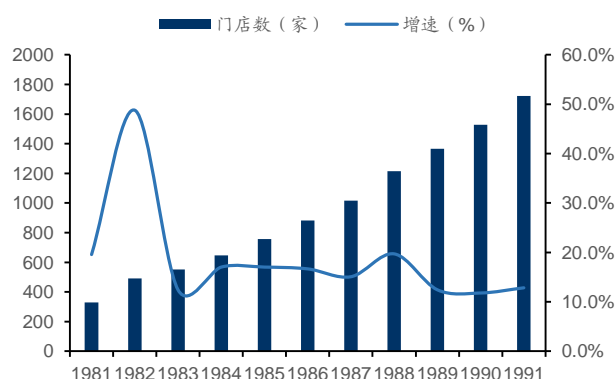
同时, 沃尔玛也积极并购同行业的公司, 门店数量的增长实现空前的突破, 并且在扩张门店的同时不忘增加物流中心的数量以维持高效的物流配送。1981 年 8 月沃尔玛并购美国南部的一家折扣连锁百货店 Big K, 该公司总共有 120 家分店, 分布在东南部 9 个州。通过此次并购, 沃尔玛进入了东南部地区。以迅速的方式抢在当时全美第一大折扣百货连锁公司凯马特之前, 占据了先入为主的优势, 并且除去了东南部的一大竞争对手。此后, 沃尔玛的门店分布到一共 13 个州的土地上, 销售收入一跃达到 24 亿美元, 成为当时全美第二大折扣百货连锁公司。

表 7: FY1981-FY1991 年沃尔玛国内并购事件

时间	并购对象	结果
1981 年 8 月	Big K (百货折扣店)	以价值 750.7 万美元的可转换优先股并购 Big K 所有的股权, 吞并该公司的 120 家分店, 进军美国南部
1987 年 6 月	Super Saver Warehouse Club (超级仓储俱乐部)	收购该公司, 获得 20 家批发俱乐部
1990 年 12 月	Mclane Company	并购 Mclane,

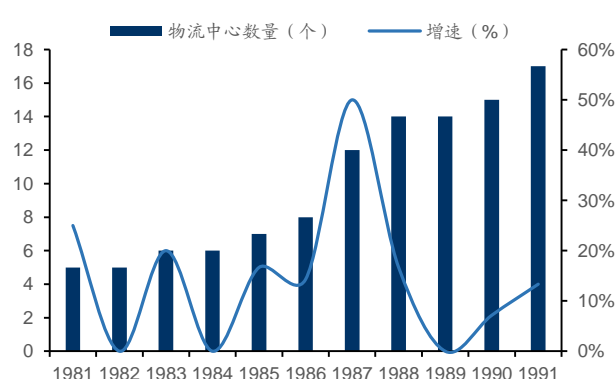
资料来源: 公司年报、国信证券经济研究所整理

图 15: FY1981-1991 沃尔玛门店数 (家, %)



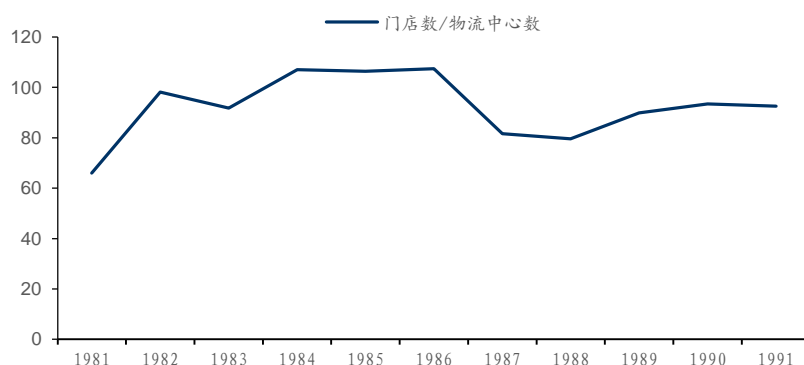
数据来源: 公司年报、国信证券经济研究所整理

图 16: FY1981-1991 沃尔玛物流中心数及增速 (个, %)



数据来源: 公司年报、国信证券经济研究所整理

图 17: FY1981-1991 沃尔玛门店数/物流中心数

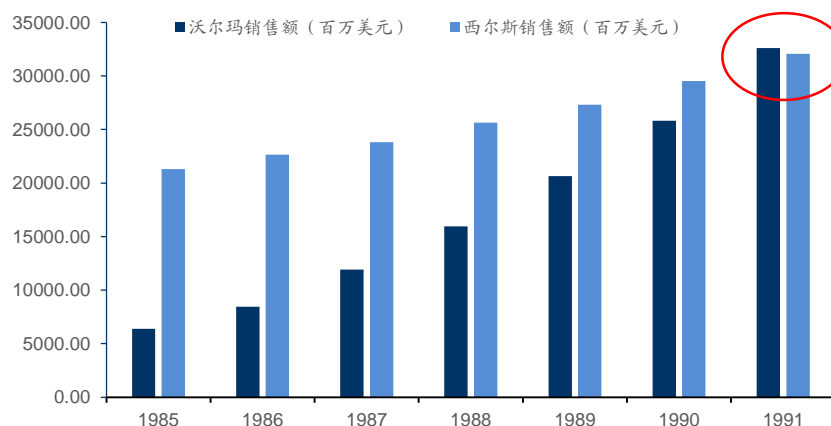


资料来源: 公司年报、Bloomberg、国信证券经济研究所整理

### 成功飞跃成为全美第一

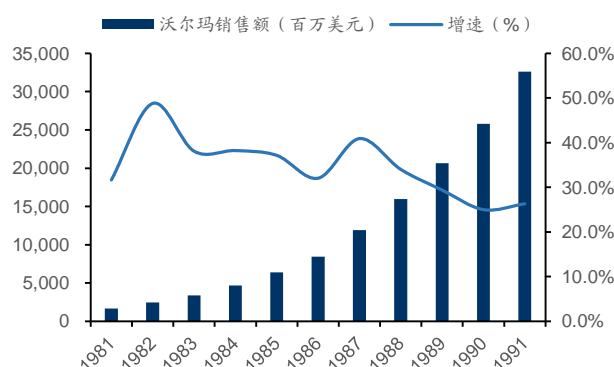
在这十年期间, 沃尔玛的销售额和净利润几乎每两年翻一翻。销售额从 FY1981 年的 16.43 亿美元到 FY1990 的 258.11 亿美元, CAGR 达到 35.80%。1980 财年, 沃尔玛的销售额不到西尔斯的 10%, 到 FY1988 年已是西尔斯的 62.28%, 最终在 FY1991 年销售额超过百年老店西尔斯, 成为全美第一大零售公司。

图 18: FY1985-1991 沃尔玛与西尔斯销售额对比 (百万美元)



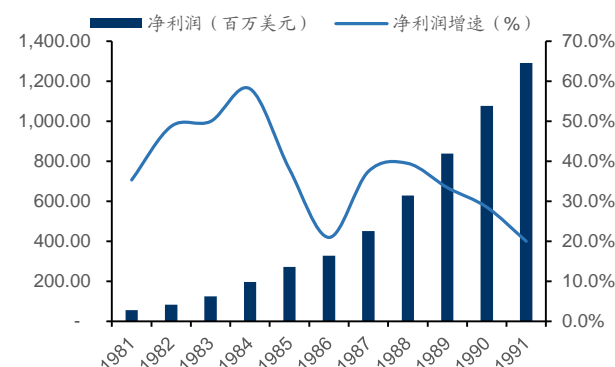
资料来源: Bloomberg、国信证券经济研究所整理

图 19: FY1981-1991 沃尔玛销售额及增速 (百万美元、%)



数据来源: 公司年报、国信证券经济研究所整理

图 20: FY1981-1991 沃尔玛净利润及增速 (百万美元、%)



数据来源: 公司年报、国信证券经济研究所整理

### 第三阶段：国际化之路：进军海外，成为世界零售霸主（FY1992-至今）

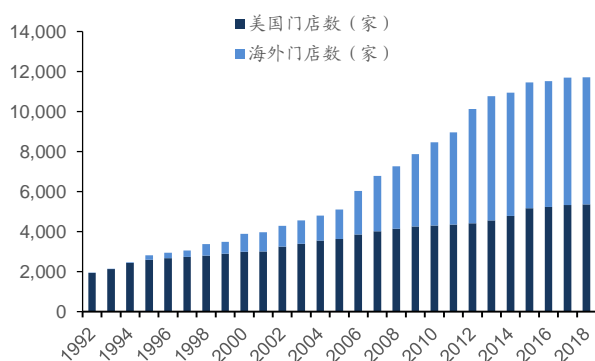
从 FY1992 年，沃尔玛在墨西哥城开设首家山姆会员店，就标志着沃尔玛正式进军海外市场。随后通过兼并收购、合资、自建等方式占领美洲、欧洲、亚洲市场，尽管国际化之路并不是一帆风顺，但总体来说还是取得了不错的成绩，最终成为了世界零售业的霸主。到了 2018 年初，沃尔玛已经拥有 6360 家海外分店，而国际净销售占比也从 FY1995 的 1.82% 上升至 FY2018 的 23.82%。

表 8：沃尔玛发展第三阶段经营状况（亿美元、亿美元、家、万平方英尺、个）

时间	收入 (亿美元)	净利润 (亿美元)	门店数 (家)	门店面积 (万平方英尺)	物流中心数 (个)
FY1992	326.02	12.91	1573	11100	17
至今	5003.43	21.78	11718	70451.6	367
FY1992	326.02	12.91	1573	11100	17

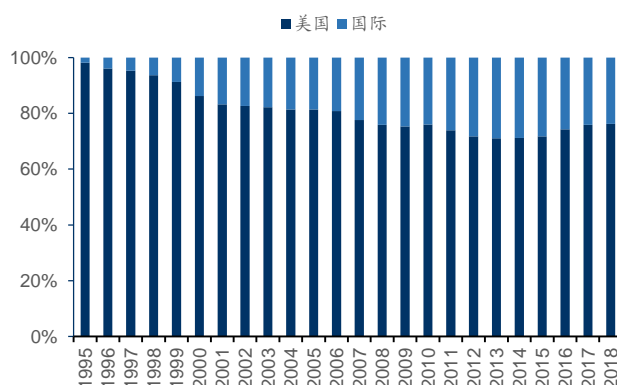
资料来源：Bloomberg、公司年报、国信证券经济研究所整理

图 21： FY1992-2018 沃尔玛分地区门店数（家）



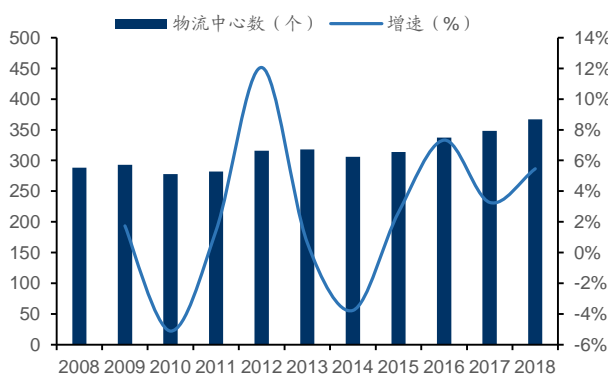
数据来源：公司年报、国信证券经济研究所整理

图 22： FY1995-2018 沃尔玛分地区净销售占比（%）



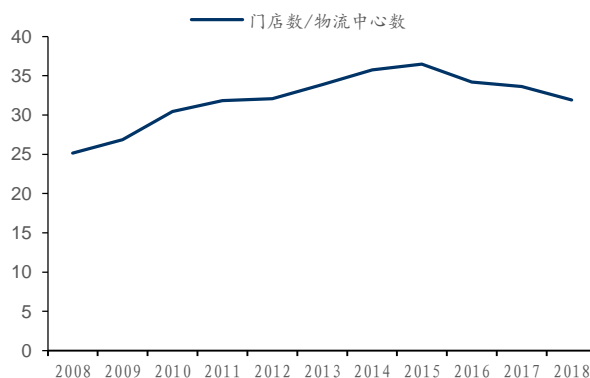
数据来源：公司年报、国信证券经济研究所整理

图 23： FY2008-2018 沃尔玛物流中心数及增速（个，%）



数据来源：公司年报、国信证券经济研究所整理

图 24： FY2008-2018 沃尔玛门店数/物流中心数



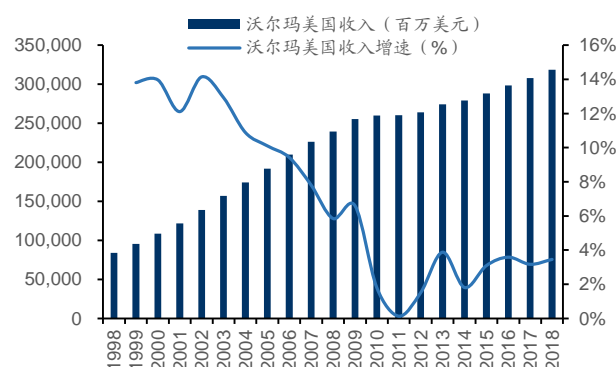
数据来源：公司年报、国信证券经济研究所整理

### 沃尔玛美国：美国超市大卖场业态，门店总数突破 5000

沃尔玛旗下主要有三大部分：沃尔玛美国、沃尔玛国际和山姆会员店。在沃尔玛 FY1992 国际化之后，沃尔玛美国的收入比重仍然占了相当大的份额，近年来在 60%-70% 区间内，截止 FY2018 沃尔玛美国收入占沃尔玛总收入的 63.65%。截止 FY2018，沃尔玛美国门店数达到 4761 家，如果包括美国地区

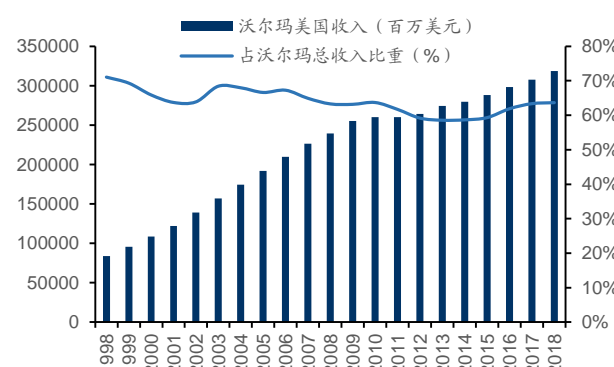
的山姆会员店，沃尔玛在美国的门店总数达到 5358 家。

图 25: 沃尔玛美国收入及增速 (百万美元、%)



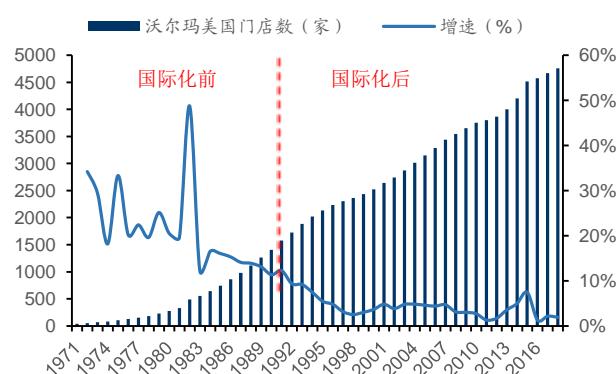
数据来源: 公司年报、国信证券经济研究所整理

图 26: 沃尔玛美国收入及占沃尔玛总收入比重 (百万美元、%)



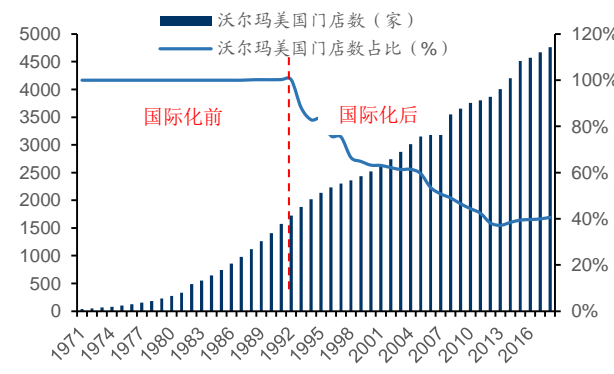
数据来源: 公司年报、国信证券经济研究所整理

图 27: 沃尔玛美国门店数及增速 (家、%)



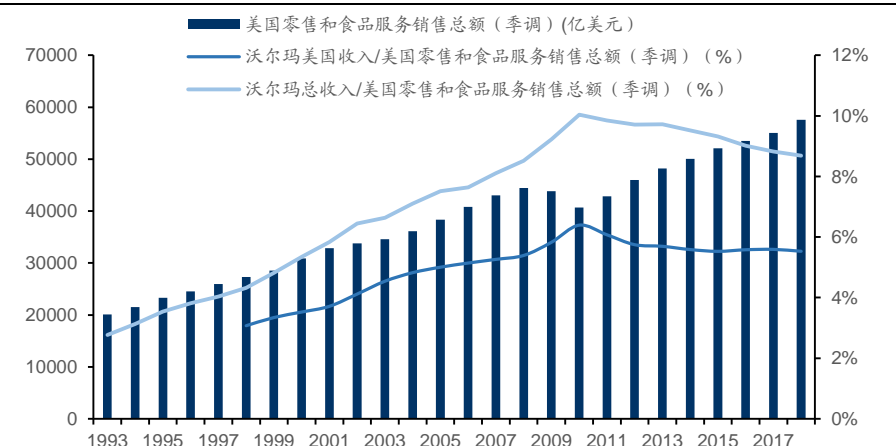
数据来源: 公司年报、国信证券经济研究所整理

图 28: 沃尔玛美国门店数及占沃尔玛总门店数比重 (个、%)



数据来源: 公司年报、国信证券经济研究所整理

图 29: FY1993-FY2018 美国零售和食品服务销售额及沃尔玛美国收入占比 (百万美元、%)



资料来源: 公司年报、Wind、国信证券经济研究所整理



## 沃尔玛国际：全球布局

### 首战美洲市场

**(1) 墨西哥：**1991 年，沃尔玛与墨西哥零售商西弗拉合资开立首家山姆会员店，随后控股了西弗拉公司，2002 年将西弗拉公司改名为沃尔玛墨西哥公司，FY2018，沃尔玛在墨西哥共有 2358 家分店。

**(2) 加拿大：**1994 年，沃尔玛在加拿大并购 Woolco 公司，获得 122 家分店；1995 年，占据加拿大 40% 的市场占有率，FY2018，沃尔玛在加拿大共有 410 家分店；

**(3) 巴西：**1995 年，进入巴西；2004 年收购 Bompreco 公司 118 家商店，随后又收购 Sonate 公司的 140 多家大小超市、百货店和批发市场。最终沃尔玛在巴西零售业的地位排第三。2008 年沃尔玛发布公告称公司将投资 10-11.2 亿美元用于巴西新开 80-90 家门店。FY2018，沃尔玛在巴西共有 465 家分店。

**(4) 阿根廷：**1995 年，沃尔玛在阿根廷自建了分店，2006 年开始加大对阿根廷的投资。FY2018，沃尔玛在阿根廷共有 106 家分店。

**(5) 智利：**2008 年，沃尔玛提出以每股 40.8 美分相当于 26.6 亿美元现金价格收购智利最大的零售商销售与服务集团 (D&S)，2009 年完成收购，正式进入智利市场。FY2018，沃尔玛在智利共有 378 家分店。

**(6) 中美地区：**2005 年沃尔玛宣布拥有中美洲零售控股公司 51% 的股权，该公司将更名为“沃尔玛中美洲公司”。截止 2018 年初，沃尔玛在中美洲的哥斯达黎加、萨尔多瓦、危地马拉、洪都拉斯、尼加拉瓜各有 247、95、238、103、95 家分店。

### 进入欧洲市场

**(1) 德国：**1998 年斥资 9 亿美元收购德国的 21 家维特考夫连锁店，以德国作为突破口进入欧洲。1999 年，沃尔玛又从施帕尔公司收购了另外 80 家德国商店。但是由于种种原因导致后边的发展并不顺利，2006 年沃尔玛退出了德国市场。

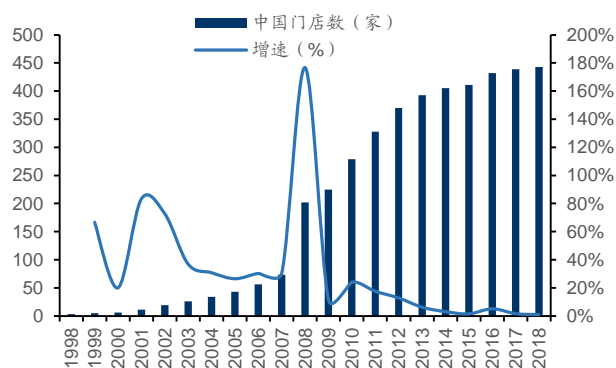
**(2) 英国：**1999 年，收购英国当地超市连锁集团阿斯达，此后英国成为沃尔玛海外收入的重要来源地。2002 年，沃尔玛宣布将现金收购英国第四大超市连锁公司西夫韦，目的是借其英国子公司来筹划与英国第二大超市连锁公司联合投标，参与收购西夫韦的竞争。此次收购后来奠定了沃尔玛在英国零售业的霸主地位。FY2018，沃尔玛在英国共有 642 家分店。

### 登陆亚洲市场

**(1) 日本：**1992 年和 1993 年，沃尔玛分别于与日本零售商伊藤洋华堂和八百半签订了低价商品购销协议。2002 年手挂钩日本西友百货公司；2005 年增持西友百货公司股份至 50.9%；2007 年继续增持到 95.1%。FY2018，沃尔玛在日本共有 336 家分店。

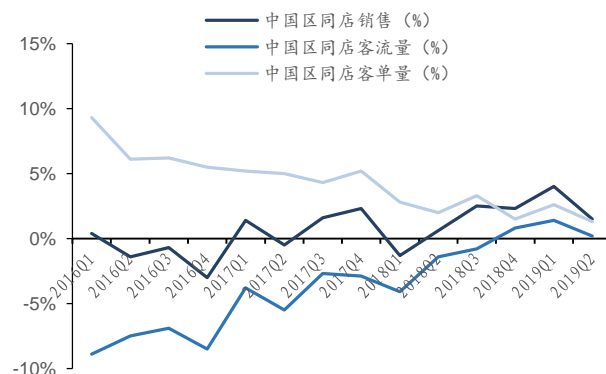
**(2) 中国：**1994 年沃尔玛与泰国的卜蜂集团组建合资公司，成功进入香港市场，在香港开设 3 家会员制折扣店。1996 年，沃尔玛在深圳开设第一家沃尔玛购物广场和山姆会员店。2007 年，以 2.63 亿美元购买广州好又多控股公司 35% 的股权，2010 年全资收购好又多。截止 FY2018，沃尔玛在中国共有 443 家分店。近年来中国区沃尔玛的同店销售大致呈现上涨趋势，FY2019Q2，公司同店销售收入增速达到 1.50%。

图 30: 中国区门店数及增速 (家、%)



数据来源: 公司官网、国信证券经济研究所整理

图 31: 中国区沃尔玛同店销售增速、同店客流量增速、同店客单量增速 (%、%、%)



数据来源: 公司官网、国信证券经济研究所整理

(3) 韩国: 1998 年, 沃尔玛借韩国金融危机之机, 兼并韩国一家小型零售商进入韩国零售业。沃尔玛把低价仓储模式搬到韩国, 但随后由于经营遇到了困难出现大面积亏损, 终于 2006 年撤资韩国。

(4) 印度: 2007 年, 与印度巴帝集团合资成立一家公司, 经营批发业务, 沃尔玛持有 50% 股权, 以此进入印度市场。FY2018, 沃尔玛在印度共有 20 家分店。

#### 试水非洲市场

2011 年, 沃尔玛以 24 亿美元的价格收购 MASSMART 51% 的股份。当时 MASSMART 在非洲 14 个国家拥有超 300 家店铺。FY2018, 沃尔玛在非洲有 424 家分店。

表 9: 沃尔玛的进军海外之路

地区	国家	进入时间	进入方式	现在商店数 (截止 2018 年 1 月 31 日)
美洲	墨西哥	1991 年 11 月	合资	2358
	波多黎各	1992 年 8 月	自建	不详
	加拿大	1994 年 11 月	并购	410
	巴西	1995 年 5 月	并购	465
	阿根廷	1995 年 8 月	自建	106
	哥斯达黎加	2005 年 9 月	并购	247
	萨尔瓦多	2005 年 9 月	并购	95
	危地马拉	2005 年 9 月	并购	238
	尼加拉瓜	2005 年 9 月	并购	95
	洪都拉斯	2005 年 9 月	并购	103
欧洲	智利	2009 年 1 月	并购	378
	德国	1998 年	并购	2006 年 7 月撤出
	英国	1999 年 7 月	并购	642
亚洲	中国	1996 年 8 月	合资	443
	日本	2002 年 3 月	并购	336
	韩国	1998 年 7 月	并购	2006 年 5 月撤出
非洲	印度	2007 年 8 月	合资	20
		2011 年 1 月	并购	424

数据来源: 《从乡村小店到世界零售巨头: 全方位剖析沃尔玛成功历程》、公司年报、国信证券经济研究所整理

## 沃尔玛成功背后的六大战略

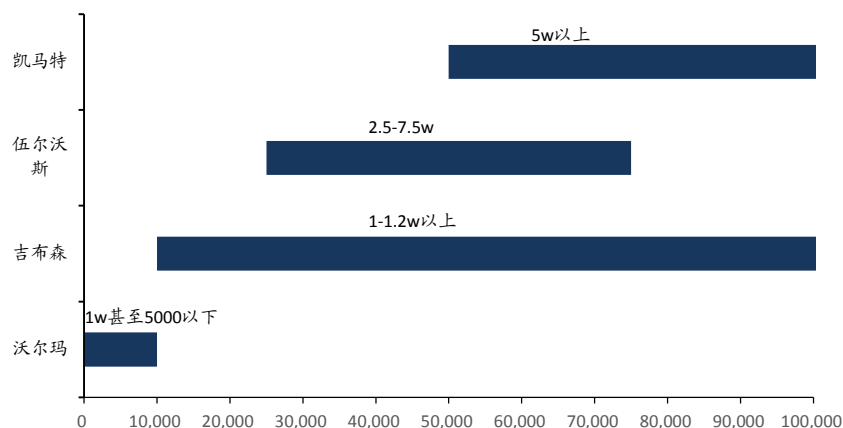
尽管沃尔玛在海外扩张的道路上遭受挫折, 但作为世界零售的霸主, 沃尔玛从成立至今的 50 余年的经验和教训都值得研究和思考。我们认为, 从乡村小

店发展成今日的世界零售巨头，主要得益于以下几点战略：

### 扩张策略：农村包围城市+区域填满+外延并购

**(1) 农村包围城市：创立初期以小镇作为根据地。**对于初创期的小店而言，开在城市直面大公司并不具备竞争优势，同时小镇的需求确实存在。山姆认为，凯马特百货绝不会开到 5 万人口以下的小镇上，而沃尔玛的门店在 10000-12000 人口，甚至是 5000 人口以下的城镇还是照开不误，因此在小镇上缺乏竞争对手的沃尔玛发展一路顺利。直到 20 世纪 80 年代末，沃尔玛的门店已达到 276 家，销售额达到 12.48 亿美元，净利润 0.41 亿美元。

图 32： 20 世纪 60 年代美国大型折扣百货公司与沃尔玛的开店城镇人口标准对比



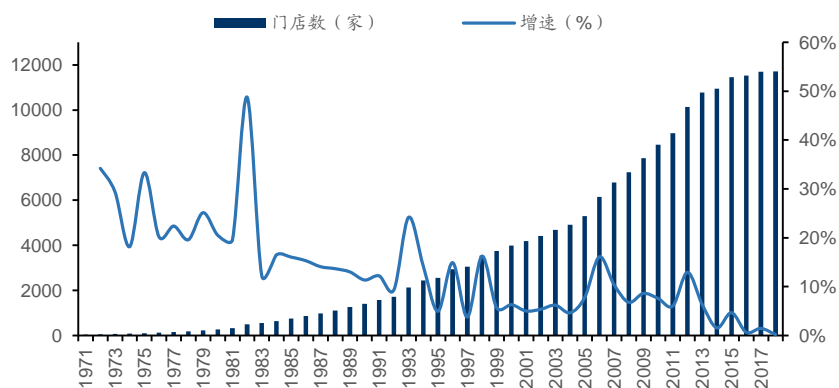
资料来源：《从乡村小店到世界零售巨头：全方位剖析沃尔玛成功历程》、国信证券经济研究所整理

在 20 世纪 80 年代，沃尔玛成为了区域龙头后，开始进军大城市。但开始时它并不是直接开在市中心，而是先把店开在城乡结合部。当城市在往外发展时，这些城乡结合部也就成为了城市的主要区域。在“农村包围城市”的发展过程中，沃尔玛始终没有放弃自己的小镇经营，仍然把小镇作为自己的“根据地”。

**(2) 区域填满：“逐步填满”策略。**进行本土扩张，不主张跳跃式跨州发展和兼并。即先在一个州发展，待这个州开满了之后，再向邻近的下一个州开新店，不断地滚动发展。

**(3) 外延并购：大举并购同行业的公司。**如：1981 年 8 月上演的一场“蛇吞象”并购事件，沃尔玛并购美国南部的一家折扣连锁百货店 Big K，获得该公司总共 120 家分店，门店数从 FY1981 的 330 到 FY1982 的 491。此后沃尔玛长期通过内生展店和外延并购的方式扩张。

图 33： 沃尔玛历年来门店数及增速（家、%）

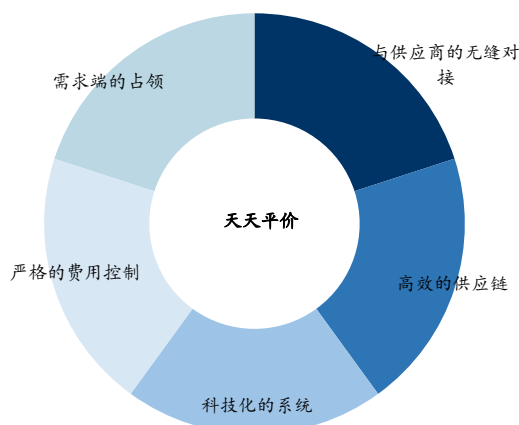


资料来源：公司年报、Bloomberg、国信证券经济研究所整理

## 价格策略：“天天平价，始终如一”

沃尔玛有句经典的广告标语“天天平价，始终如一”，多年来沃尔玛始终奉行低价策略，力求做到同样品质、品牌的商品比其他零售商价格低，如果发现同行卖的商品价格比它低，立马补价差。这种价格策略的背后，则是强大的中后台管理能力：1) 加强直采，与供应商无缝对接，大力发展自有品牌；2) 高效的供应链：极致的库存管理，重视物流中心建设；3) 科技化之路：高度重视新兴科技应用；4) 严格的费用控制。

图 34： 推动沃尔玛价格策略背后的五大因素



资料来源:国信证券经济研究所整理

### (1) 加强直采，大力发展自有品牌

沃尔玛长期致力于建立与供应商企业之间的无缝对接与合作，剔除销售代理等中间环节直接向制造商订货。这一举措不仅节省了中间费用，而且让沃尔玛直接对接供应商，能迅速进行补货进货，有利于整个供应链效率的提高。

其中一个典型的案例就是“沃尔玛-宝洁模式”。20 世纪 80 年代，沃尔玛与宝洁达成了全新的供应商和零售商关系协议，其中最终要的成果是建立了电脑互联网共享信息，宝洁可以通过电脑监视其产品在沃尔玛各分店的库存和销售情况，然后据此调整生产和销售计划，从而提高经营效率。之后宝洁开发给沃尔玛安装了一套“持续补货系统”，双方通过电子数据交换和卫星通信实现联网，及时决策商品的货架和进货数量，并由 MMI（制造商管理库存）系统实行自动进货，由此省去双方企业之间每个月的谈判环节，缩短整个业务流程的时间。

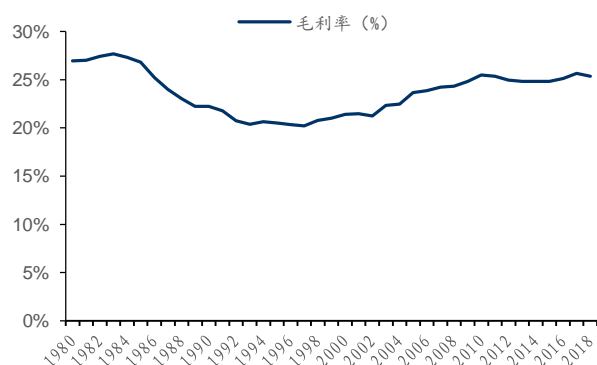
沃尔玛还大力发展自有品牌，自有品牌在为顾客提供更物美价廉产品选择的同事，也有助于提升公司的毛利率。1993 年，沃尔玛的自有品牌“Great Value（惠宜）”诞生于美国，目前在中国的 SKU 数近 2000。2017 年，惠宜品牌的商品全渠道销售额同比增长 30%；2018 年第一季度，惠宜品牌商品的全渠道销售额同比增长近 40%。

表 10: 沃尔玛自有品牌简单介绍

品牌名称	类别	品牌特性	涉及品类
Great Value 惠宜	日用品、食品	优质平价, 满意百分百; 有价值, 买得起的必需品	糖果, 饼干, 小吃, 巧克力, 酒类, 冷藏食品, 冷冻食品, 干货, 纸品, 清洁用品, 灯泡类
Mainstays 明庭	家居日用、厨具、纺织品、箱包、文 具、五金工具、园艺工具	功能性强, 简单, 基本, 传统, 好用	家居用品, 箱包, 床上用品, 毛巾, 五金工具
Select Edition 精选	纺织品、厨具	温暖舒适, 温馨之家; 经典风格, 时尚, 美观	毛巾, 床上用品
Equate 宣洁	日化用品、化妆品	清新自然, 美丽生活	
Simply Basic 简适	普通服饰	简单大方, 舒适超值; 舒适, 超值, 大方, 必需	男童服装, 棉袜, 丝袜, 女性内衣, 内衣, 手袋及配件, 女童服装, 男装, 女装, 婴儿用品, 鞋类
750 Original	青春时尚服饰	青春, 乐趣, 潮流, 个性化, 前卫	男装, 女装, 棉袜
Penmans 彭曼	男士正装及配件	成熟大方, 品质保质; 大方, 休闲, 舒适, 易打理, 性价比高	男装, 女装, 棉袜
Athletic Works 运动源	运动服饰、器械	活力, 运动, 专业, 舒适, 出色	男装, 鞋类, 棉袜, 女装, 运动用品
Kid Connection 玩具	童装	小小奇趣世界, 优质值得信赖; 有趣, 多样, 可靠, 安全, 必需	玩具
Durand 劲霸	家居日用		小家电, 家电配件
Parent's Choice 双亲之选	母婴用品		纸尿裤
Extra Special 特选	食品		有机食品
Everlast 久耐	日用品		电池

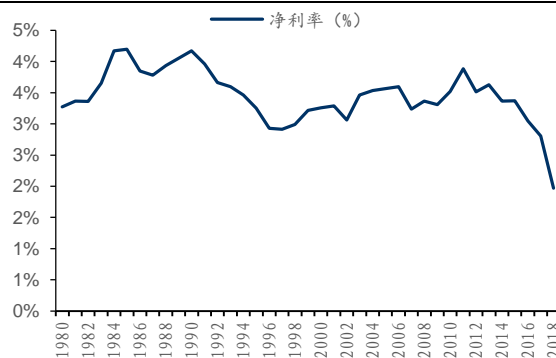
资料来源: 百度文库、国信证券经济研究所整理

图 35: 沃尔玛历年的毛利率 (%)



数据来源: Bloomberg、国信证券经济研究所整理

图 36: 沃尔玛历年的净利率 (%)



数据来源: Bloomberg、国信证券经济研究所整理

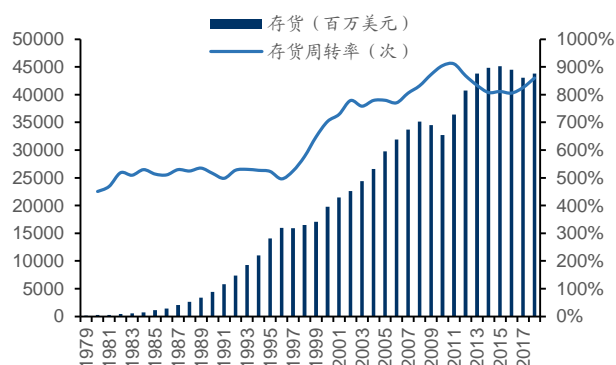
## (2) 高效的供应链: 极致库存管理, 重视物流中心建设

**极致的库存管理:** 在销售规模高速增长的同时, 沃尔玛存货周转率却从 FY1986 的 5 次提高 FY2018 的 8 次, 远超竞争对手西尔斯控股 (3.x) 和塔吉特 (6.x)。FY1996 以前, 沃尔玛的存货周转率是一年 5 次, 也就相当于每 2 个多月进一次货, 而后 FY1997 年起存货周转率开始明显提升, 到 FY2018 达到 8.6 次, 存货周转天数低于一个半月。

**高效的库存管理离不开信息化的系统。** 沃尔玛的补货系统能够及时地记录商店库存、运输在途、配送中心的货物数量。并且在商店卖出货物后能够预测将来需要多少, 进而为每家门店提供源源不断的货品, 保证供应量。沃尔玛的终端系统能实时监测库存商品的动态, 方便经营决策者了解经营状况, 减少不必要的库存。信息化的系统有效的对库存进行了控制, 使得库存周转率提高。

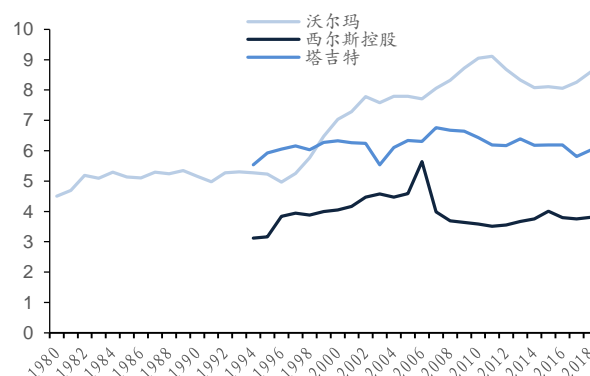


图 37: 沃尔玛历年的存货以及存货周转率 (百万美元、次)



数据来源: 公司年报、国信证券经济研究所整理

图 38: 沃尔玛、西尔斯控股、塔吉特历年存货周转率对比 (次、次、次)



数据来源: 公司年报、Capital IQ、国信证券经济研究所整理

**以物流中心为门店支撑:** 在 1970 年, 沃尔玛的第一家配送中心在阿肯色州的小城本顿维尔建立。随后 1978 年建立的第二家配送中心仍然在阿肯色州。而沃尔玛新开的门店也是围绕在这两家配送中心的附近, 这样能保证配送中心到各家门店的路程一般不会超过一天的行程, 确保效率高的同时可以降低送货成本。

**机械化的订单作业。** 沃尔玛供应商根据各分店的订单将货品送至沃尔玛配送中心, 配送中心则负责完成对商品的筛选、包装和分拣。沃尔玛的配送中心具有高度现代化的机械设备, 降低人工处理商品的费用和缩减时间。

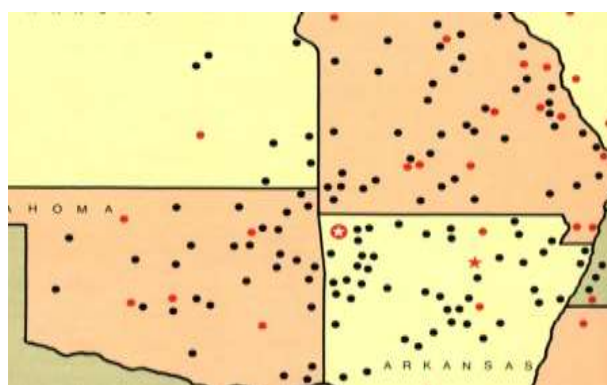
**自建运输车队。** 1978 年, 沃尔玛建立起了自己的运输车队并且随后利用信息技术对运输系统进行监控, 这点与其他零售企业外包给专业的运输公司不同。沃尔玛的自建车队保证其物流的灵活性, 利于对运输系统进行随时的监控。

图 39: FY1971 沃尔玛第一家配送中心建立



数据来源: 公司年报、国信证券经济研究所整理

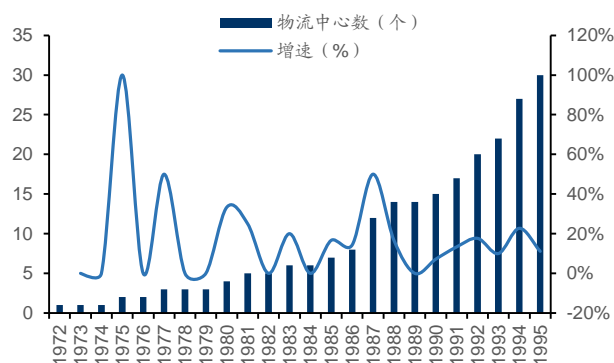
图 40: FY1979 年沃尔玛第二家配送中心建立



数据来源: 公司年报、国信证券经济研究所整理

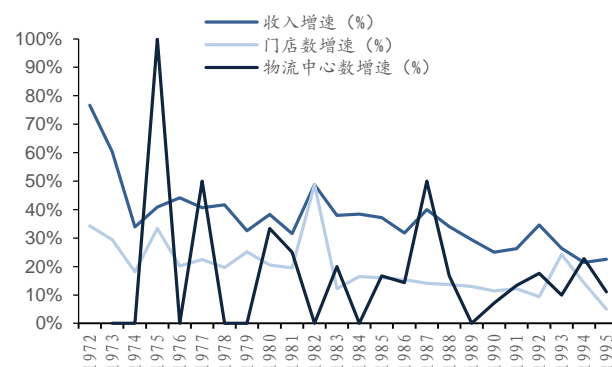


图 41: FY1972-1995 沃尔玛物流中心数量及增速(个、%)



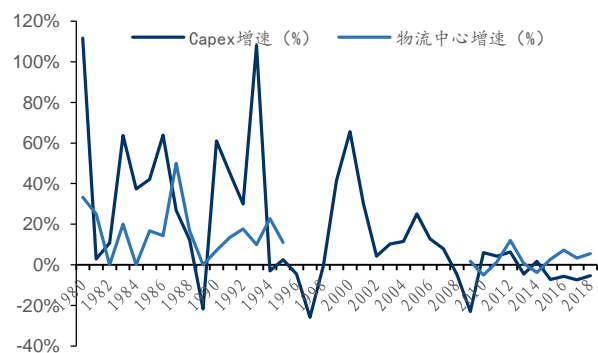
数据来源：公司年报、国信证券经济研究所整理

图 42: FY1972-1995 沃尔玛收入增速 vs 门店增速 vs 物流中心数量增速(%, %, %)



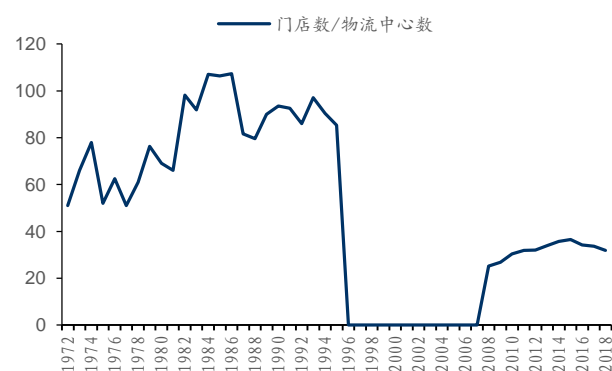
数据来源：公司年报、国信证券经济研究所整理

图 43: 沃尔玛历年 Capex 增速 vs 物流中心增速(%, %)



数据来源：公司年报、国信证券经济研究所整理

图 44: 沃尔玛历年门店数/物流中心数



数据来源：公司年报、Bloomberg、国信证券经济研究所整理  
注：FY1996-2007 物流中心数量的数据缺失

图 45: 沃尔玛的运输车辆



资料来源：百度图片、国信证券经济研究所整理

### (3) 科技化之路：高度重视新兴科技应用

沃尔玛对科技化的追求程度一直以来都是遥遥领先与竞争对手。1969 年，沃尔

玛购买了第一台计算机用于支持日常业务并建立了存货管理系统；配送中心的信息化则开始于 20 世纪 80 年代初，随后 1987 年沃尔玛发射私人卫星，为配送中心提供卫星技术支持。科技化的不断发展使沃尔玛实现了中心与供应商、运输体系和各个店面全面、有效的连接。据《从乡村小店到世界零售巨头：全方位剖析沃尔玛成功历程》一书记录，由于沃尔玛采用了这些先进的技术，配送成本从 20 世纪 70 年代初占其销售额的 3% 到后来降到 1.3%，其竞争对手的配送成本一般是占销售额的 5%，凯马特 8.75%，西尔斯是 5%。

表 11：沃尔玛的科技化之路

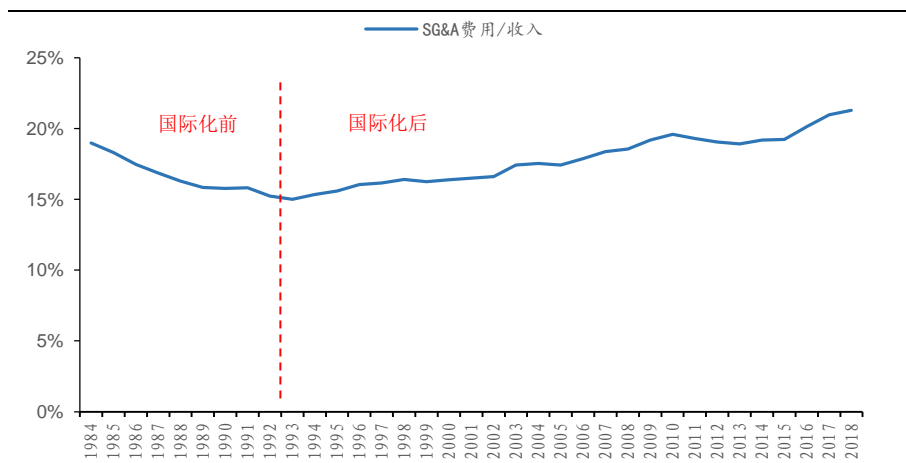
时间	事件
1969	购买了第一台计算机用于支持日常业务；建立了存货管理系统并最早使用计算机跟踪存货
1973	建立了电子收款机系统(POS)
1974	全面实现 S.K.U.单品级库存控制
1979	商店与总部之间相联结的卫星网络
1980	最早使用条形码；并于当年统一产品标识码
1983	发射私人卫星
1984	最早使用 CM 品类管理软件
1985	最早与供应商建立电子数据交换系统
1988	使用无线扫描枪；最早采用电子防盗系统 EAS(Electron Article System)，从而使沃尔玛的商品失窃率降低了 50%；
1991、1993	通过 Retail 系统与供应商共享预测方法等
1996	启动 Wal-Mart.com 电子商务网
1999	第二次启动 Wal-Mart.com 电子商务网
2000	启动店内的广告采用沃尔玛的视频网络
2001	实施人力资源管理系统；实施高级销售规划系统部件和财务报告系统
2002	与供应商之间的数据交换采用因特网数据标准
2005	沃尔玛率先全面推行 RFID 技术。

资料来源：《从乡村小店到世界零售巨头：全方位剖析沃尔玛成功历程》、国信证券经济研究所整理

#### (4) 严格费用控制：国际化前夕 SG&A 逐年优化

天天低价背后的支撑因素，离不开对成本和费用的严格管控。降低运营费用：沃尔玛办公室内都是简谱的装修，职工外出规定两人住一间旅馆；商店的设备都是基于节能和降低成本而考虑。沃尔玛的全体员工自上而下都要努力削减成本。这使得沃尔玛的经营成本远低于同行业竞争者。降低营销费用和广告费用：商店不做太多的促销广告，开新店都是在旧店的附近，这样可以省去广告宣传费。在 FY1992 以前，由于成本控制严格，SG&A/收入逐年下降，到 FY1992 降到 15.23%，但之后沃尔玛走上国际化之后 SG&A/收入大体攀升，到 FY2018 达到 21.29%。

图 46：沃尔玛 SG&A 费用/收入 (%)

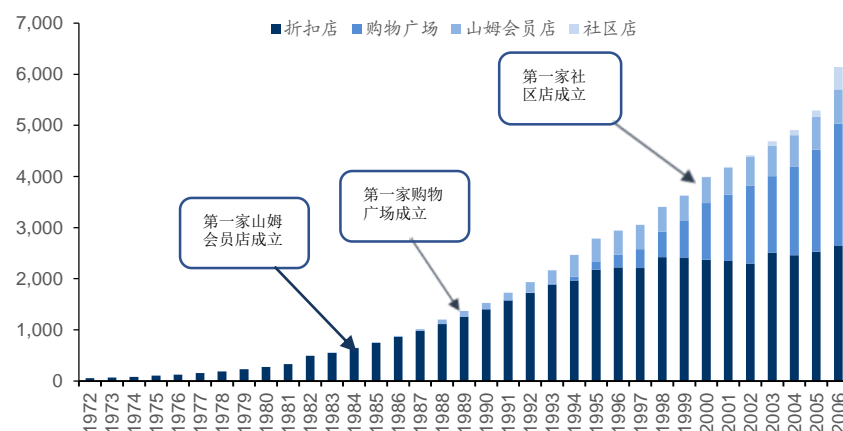


资料来源：Bloomberg、国信证券经济研究所整理

#### 业态创新：大卖场到社区店，折扣店到量贩店

沃尔玛高度重视业态创新，每次推出的业态模式都走在行业的前沿，主要包括折扣店、购物广场、山姆会员店和社区店业态，这几种业态组合，使得沃尔玛成功抢占了高、中、低档市场。

图 47: FY1972-FY2006 沃尔玛主要业态的门店数（家）



资料来源：公司年报、国信证券经济研究所整理

### （1）折扣店

创立于 1962 年，折扣店是沃尔玛最早发展的业态之一。折扣店的定位是针对低收入家庭阶层的消费者。一开始的时候，山姆在 8000 人的小镇也开了折扣店，并且只销售卖得出而不是品种齐全的商品，后来在大的城镇上开的折扣店才是提供齐全的商品和部分食品。尽管在美国，沃尔玛折扣店门店数从 FY1997 年达到顶峰 1960 家后就开始下滑，但到现在该业态的销售额仍然占了很大一部分比重。截止 FY2018，美国的沃尔玛折扣店仅剩下 400 家。

### （2）山姆会员店

第二种主要业态山姆会员店是以沃尔玛创始人山姆·沃尔顿的名字命名的会员制仓储商店，第一家山姆会员商店于 1983 年创立。山姆会员店面向小企业和其它需要大量购买的个体消费者，顾客缴纳一定的会员费才能成为山姆会员店的会员，然后根据消费情况享受不同的价格折扣。山姆会员店的特点是大包装、低利润，使得顾客可以享受低廉的仓储价格。山姆会员店提供各式各样的食品，包括海鲜、蔬果、包点及其他食品和非食品种类。1996 年，第一家山姆会员店在深圳登陆。

图 48: 沃尔玛中国区的折扣店场景



数据来源：公司年报、国信证券经济研究所整理

图 49: 山姆会员店



数据来源：公司年报、国信证券经济研究所整理

作为全球零售老大，沃尔玛一直想凭借山姆会员店把仓储零售业龙头好市多（Costco）压下去，但是显然，直到今天山姆会员店也没有取得成功。Costco

和山姆会员店的路线基本一致：规模大、只提供必要服务，以低价销售商品，顾客每年都交 30 美元到 50 美元的会员资格费，但仔细对比又会发现两者的经营方式大不相同：

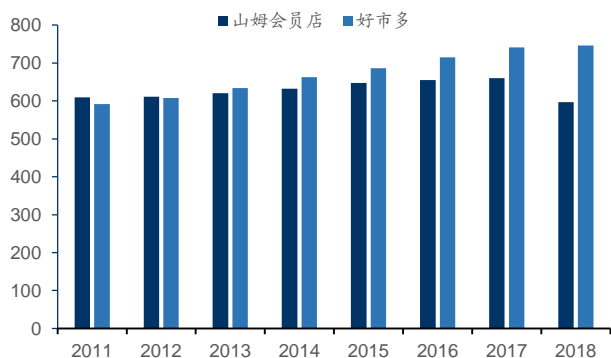
表 12：沃尔玛的山姆会员店 vs 好市多的经营方式

对比项目	沃尔玛的山姆会员店	好市多 Costco
顾客定位	大众群体	偏中高端的顾客和小企业
价格&商品	天天低价，商品一般是低价位、一般档次	高价值，强调名牌
同类商品数量	类别齐全，同类商品多	同类商品很少，通常只提供畅销的品牌
运营成本	低成本	更低的成本
存货周转率	约一年 11 次	约一年 15 次

资料来源：联商资讯、国信证券经济研究所整理

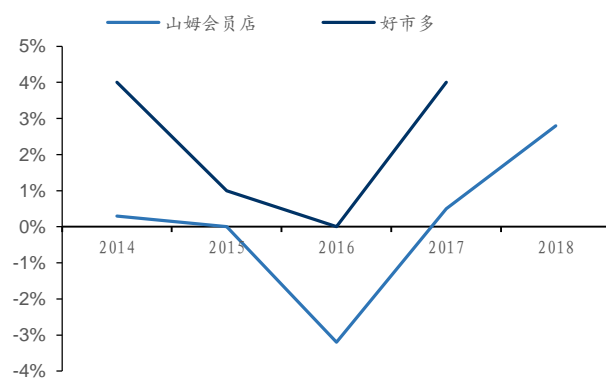
好市多和沃尔玛山姆会员店之间在这个领域上的竞争从未停止过。多年来，零售巨头沃尔玛所向披靡，但凡所到之处，大小商家均被其掠夺式的扩张和价格战所摧毁，唯独在仓储零售业这块沃尔玛从未攻陷好市多。可以看到，在门店数量方面，从 FY2013 起，好市多的门店数就已经超过了山姆会员店，直到 FY2018，沃尔玛的山姆会员店数量出现负增长达到 597 家，好市多以 746 家进一步拉大差距；而在同店销售方面，好市多优于山姆会员店。

图 50：沃尔玛山姆会员店 vs 好市多门店数（家、家）



数据来源：公司年报、国信证券经济研究所整理

图 51：沃尔玛山姆会员店 vs 好市多同店销售（%、%）



数据来源：公司年报、国信证券经济研究所整理

注：好市多年报在 8 月末 9 月初披露，而沃尔玛的年报在年初披露，因而未录得好市多 FY2018 的数据

### （3）购物广场

第三种主要业态购物广场在 1988 年开业。购物广场针对低收入家庭阶层消费者开设的，追求“一站式”购物流念，为顾客节省了时间和开支，并提供了一种独特的购物体验。1996 年，第一家沃尔玛购物广场在深圳罗湖区开业。截止 FY2018, 美国地区的沃尔玛购物中心已达到 3561 家，占有业态门店数 75% 的比重。

### （4）社区店

第四种主要业态是社区店，创立于 1999 年，社区店以社区内的常住人口为服务对象，所有的配置和设计都是与社区的消费情况紧密结合的，它的商品定位、卖场布局、营销策划也是为社区服务的。它主要针对中上层家庭消费者，这种消费模式在市场细分上是对前 3 种零售业态的一种补充，其竞争目标是贴近社区的食品标准超市、便利店和其他的杂货店。



图 52: 主要业态沃尔玛购物广场



数据来源: 公司年报、国信证券经济研究所整理

图 53: 社区店门外



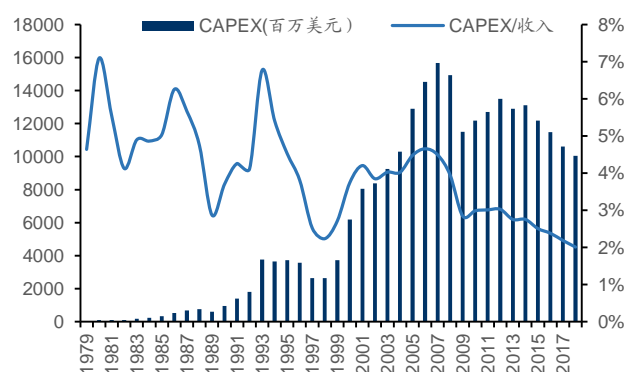
数据来源: 公司年报、国信证券经济研究所整理

除了这四种主要业态之外, 沃尔玛于 2009 年开始在中国试水惠选店折扣店。惠选折扣店是沃尔玛新推出的业态形式, 主攻社区。此前这一业态在美国从未出现过, 首创于中国。惠选折扣店的定位是: 立足于社区, 为顾客提供优质、便利的服务, 秉承“顾客至上”宗旨, 为顾客提供优质、实惠的商品。商品结构以所在社区的不同目标消费群为参考, 因地制宜, 灵活调整, 以满足惠选所在社区顾客的需求。惠选折扣店的策略是想结合大卖场的价格优势和便利店的商品精选优势, 与社区超市、便利店争夺市场份额。

### 融资模式: 独特的售后反租模式

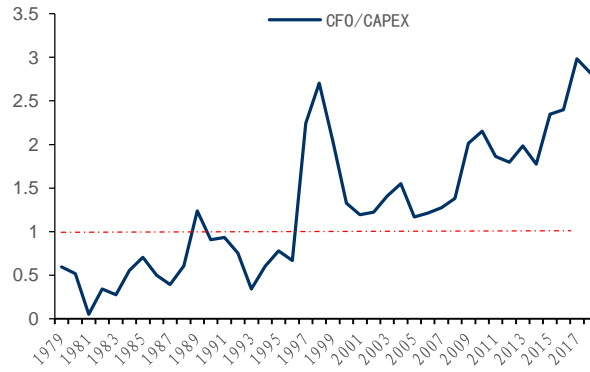
沃尔玛在急速扩张期间需要大量的资金, 而在 FY1979-1996 年, 其资本开支占收入平均值为 5%, 经营性现金流/资本开支平均值仅为 60%, 自由现金流为负数。剩下 40% 的资本开支, 一方面源于其长期负债, 另一方面则得益于**沃尔玛独特的融资模式——售后反租模式**。沃尔玛旗下专门设立了不动产开发部门, 将自建的物业出售后, 以低廉的租金价格反租, 以这种独特的融资方式缓解沃尔玛对外部资金的依赖的同时, 锁定了租赁价格。

图 54: 沃尔玛资本开支/收入 (%)



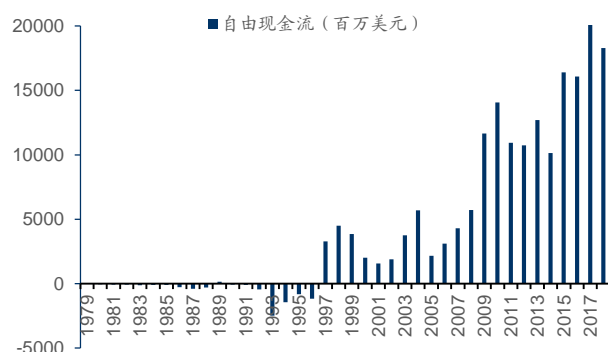
数据来源: Capital IQ、国信证券经济研究所整理

图 55: 沃尔玛经营性现金流/资本开支



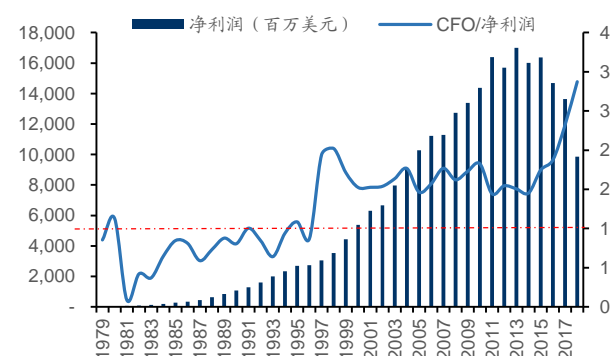
数据来源: Capital IQ、国信证券经济研究所整理

图 56: 沃尔玛自由现金流量 (百万美元)



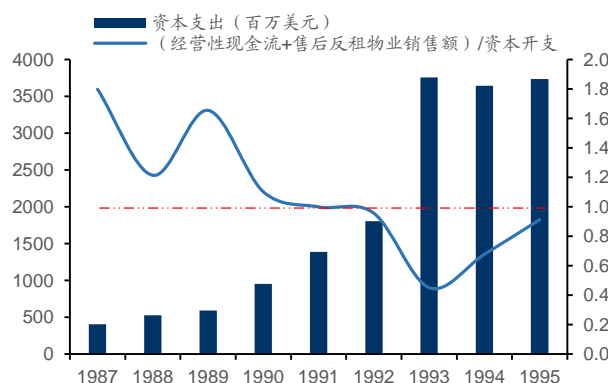
数据来源: Capital IQ、国信证券经济研究所整理

图 57: 沃尔玛 CFO/净利润



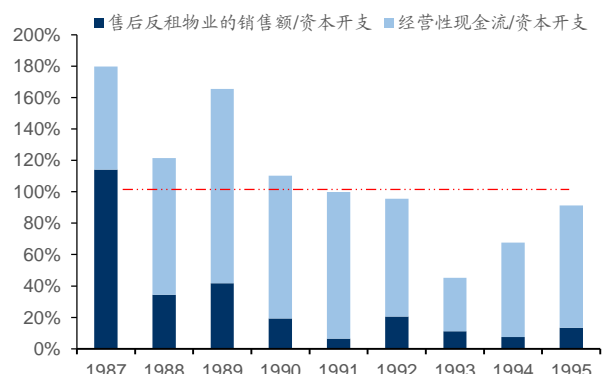
数据来源: Bloomberg、国信证券经济研究所整理

图 58: 资本支出, (经营性现金流+售后反租物业销售额)/资本开支 (百万美元, %)



数据来源: Bloomberg、公司年报、国信证券经济研究所整理

图 59: 资金的其中两部分来源与资本开支的对比



数据来源: Bloomberg、公司年报、国信证券经济研究所整理

## 员工管理: 合伙人制度充分调动员工积极性

沃尔玛成功的因素有很多, 其中有一点就是公司员工与管理者之间的良好合作关系, 即“合伙人”制度。沃尔玛的合伙人制度一共包括 4 项计划: 利润分享计划、员工购股计划、损耗奖励计划和福利计划。通过激励机制, 公司员工劳效逐年提升, 从 FY1980 的 5.99 万美元/人到 FY2018 的 21.75 万美元/人, CAGR3.45%; 沃尔玛员工劳效累积增幅前期是超过美国人均可支配收入的增幅, 然而后期, 我们判断基于全球化扩张的原因, 增幅放缓。

### 利润分享计划

该计划规定凡加入公司一年以上、每年工作时数不低于 1000 个小时的员工都有权分享公司的部分利润。公司根据利润情况按每名员工工薪的一定百分比提留, 当员工离开公司或退休时连本带利领取, 可以是现金或股票。

### 员工购股计划

1972 年沃尔玛开始实施一项员工购股计划, 员工购买公司股票享有比市价低 15% 的折扣, 并可用薪水抵扣。股票是自愿购买的。由于公司股票的升值, 这一计划使得许多员工积累了大量财富。

### 损耗奖励计划

沃尔玛公司规定, 如果某家商店将损耗控制在公司的目标之内, 该店的每位员

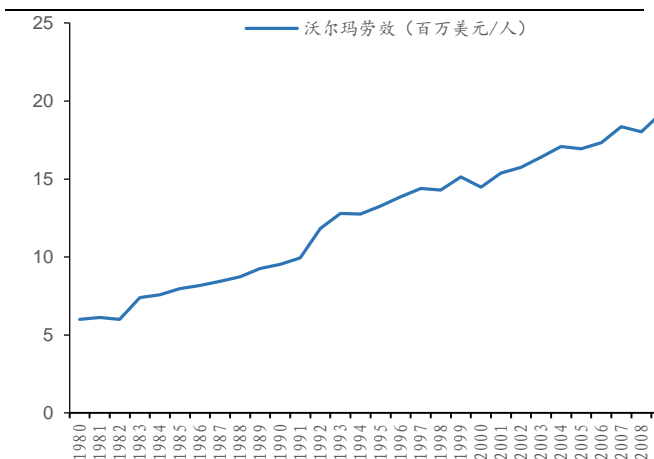


工都可以获得奖金，最多可达 200 美元。这一计划带来的结果是，沃尔玛的损耗只是行业平均水平的一半。

### 福利计划

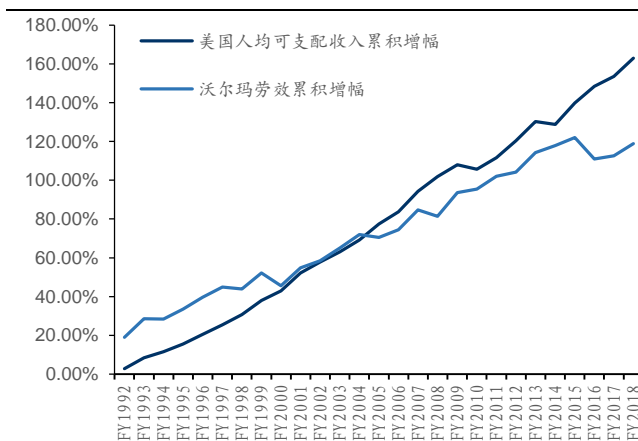
包括员工的疾病信托基金，为员工子女而设的奖学金等，除此之外，员工还享受一些基本待遇，包括带薪休假、节假日补助、医疗、人身及住房保险等。

图 60: 历年沃尔玛劳效变化 (万美元/人、%)



数据来源: Bloomberg、公司年报、国信证券经济研究所整理

图 61: 历年沃尔玛劳效累积增速以及美国人均可支配收入累积增幅对比 (%、%)

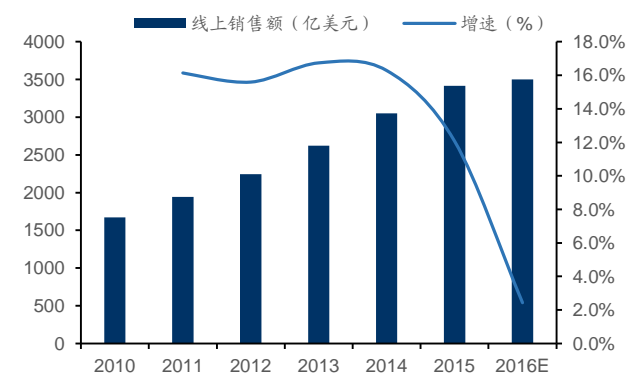


数据来源: Bloomberg、公司年报、国信证券经济研究所整理

### 电商策略: 自建+并购, 积极扩展到家业务

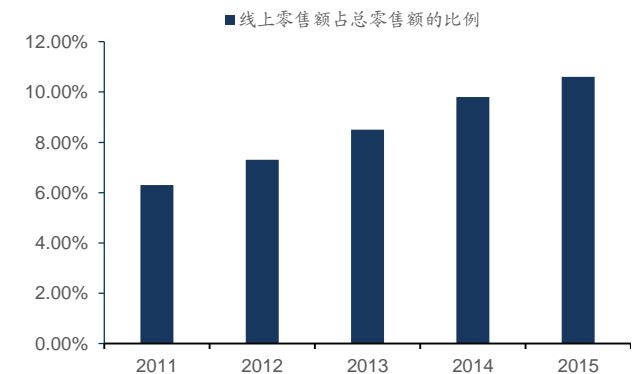
近年来, 美国电商市场处于高速发展阶段, 线上零售额占比逐年提高。得益于信息时代和消费者消费习惯的改变, 美国电商行业近年来蓬勃发展。从 2010 年线上销售额仅为 1673 亿美元, 占总零售额的 6.3% 发展至 2015 年的 3417 亿美元, 占比 10.6%。预计 2027 年, 美国的线上销售额将突破 1 万亿大关。

图 62: 美国线上销售额及增速 (亿美元、%)



数据来源: 《2016 美国电商市场最新报告》、国信证券经济研究所整理

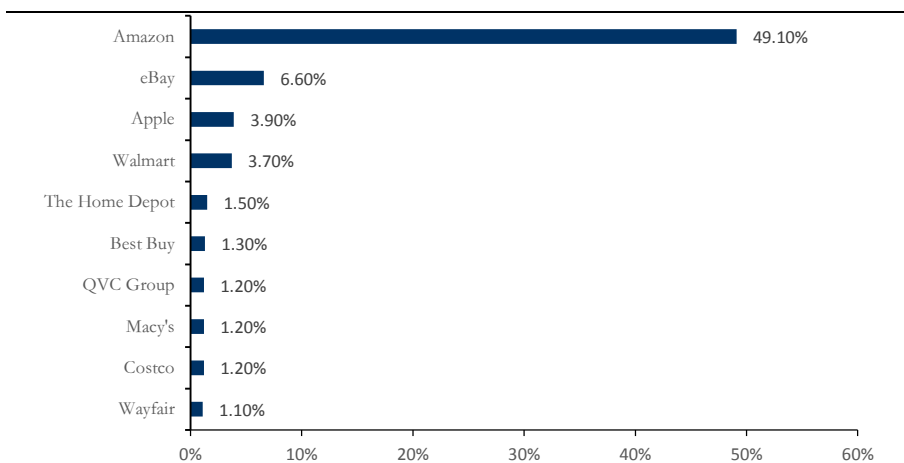
图 63: 美国线上零售额占总零售额比例 (%)



数据来源: 《2016 美国电商市场最新报告》、国信证券经济研究所整理

从 eMarket 最新公布的数据来看, 美国电商线上零售份额集中, 前十大零售商占据了 71% 的份额。巨头亚马逊的线上销售额占全美 49.10%, 而沃尔玛的占比仅为 3.70%, 远远落后于亚马逊。

图 64 美国前十大电商线上零售额市场份额 (%)



资料来源: eMarketer、国信证券经济研究所整理

实际上, 沃尔玛早在 21 世纪初的时候就受到了电商发展的冲击, 于是开始顺应潮流积极发展自己的电商业务。从 2000 年起, 沃尔玛就开发了电商平台 walmart.com 并且推出网上商城 samsclub.com, 开始涉足电商业务。此后, 沃尔玛为了在电商起家的亚马逊面前保持竞争力, 在电商平台领域进行了巨大的投入。2012-2015 年三年间从持有 1 号店股权到全盘收购, 尽管 2016 年股权转让至京东; 2016 年 8 月, 沃尔玛斥资 33 亿美元收购电商平台 Jet, 被认为是沃尔玛大规模投入电商业务的标志。今年 5 月沃尔玛又宣布斥资 160 亿美元收购印度最大的电商 Flipkart 公司 77% 的股权。

表 13: 近年来沃尔玛较主要的并购电商案例

时间	事件
2012 年 1 月和 2 月	分别收购了 1 号店 20% 和 31% 的股权, 完成后总共持有 1 号店 51% 的股权
2015 年 7 月	沃尔玛正式宣布已收购中国电商 1 号店的全部流通股, 将拥有该公司的全部所有权
2016 年 6 月	沃尔玛入股 5% 战略投资京东
2016 年 8 月	33 亿美元收购了电商 <a href="http://Jet.com">http://Jet.com</a> , 希望获取其专利技术和定价模式;
2016 年 12 月	7000 万美元收购鞋履电商平台 Shoebuy 以建立独特的用户体验
2017 年 2 月	5100 万美元收购户外装备电商平台 Moosejaw 吸引年轻消费者;
2017 年 2 月	进一步增持京东股票至 12.1%, 位其第三大股东。
2017 年 3 月	约 8000 万美元收购女装线上零售商 ModClot, 看中其重“自然美”的女性消费观和快闪店的时髦玩法。
2018 年 5 月	沃尔玛宣布将斥资 160 亿美元收购印度最大电商网站 Flipkart 公司 77% 的股权
2018 年 8 月	达达-京东到家宣布已完成最新一轮 5 亿美元融资, 投资方分别为沃尔玛和京东。沃尔玛投资 3.19 亿美元获得一个董事会席位, 占股 10%。对于沃尔玛来说, 借助京东到家实现 O2O 公司的路径已经非常清晰。

资料来源: 搜狐、路透社、百度、国信证券经济研究所整理

沃尔玛还积极发展到家业务。可以通过线上下单购买沃尔玛的商品, 然后选择到家配送 (home delivery) 或者到店提货 (in-store pickup)。为了方便大家在线购物后可以更及时更方便到商店提货, 沃尔玛 FY2016 提供 150 个以上提货点, 到 FY2019Q2 提货点增加到超过 1800 个。此外, 只要在 walmart.com 购物满 35 美元的顾客, 就可以享受免费的两日达到家配送服务, 此举被认为是对亚马逊只提供 Prime 会员免费两日送达服务的回应措施。

2018 年初, 亚马逊又将旗下的包邮会员和全食超市业务进行整合, 推出网购全食商品在一到两个小时内送达的服务 (Prime Now)。随即沃尔玛便宣布旗下的高端会员制购物服务“山姆会员店”将和第三方快递代购服务 Instacart 合作, 推出当日送达的网购服务。不过这项服务仅在特定的地点提供。

表 14: 沃尔玛线上商城提货点数量 (个)

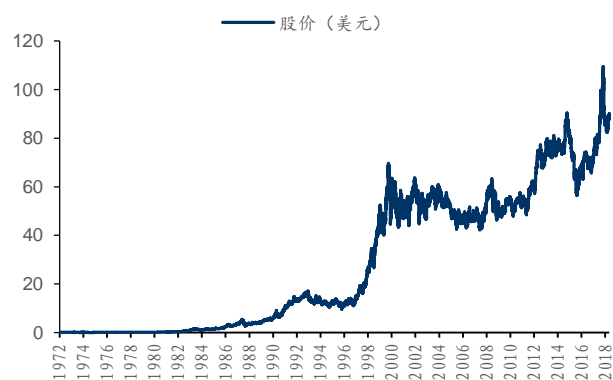
时间	提货点数
FY2016	150+
FY2017	600+
FY2018	1100+
FY2019Q2	1800+

资料来源:公司年报、国信证券经济研究所整理

## 市场表现: 业绩是股价增长的根本驱动力

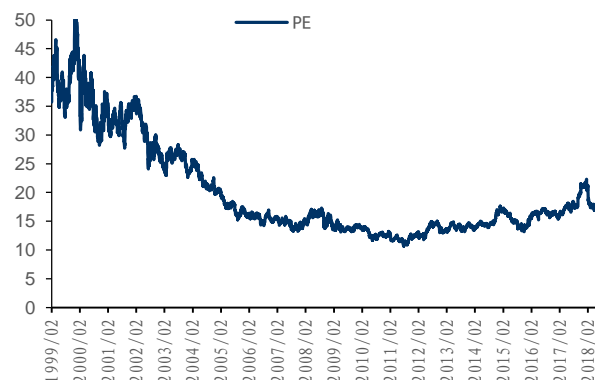
从 1972 年起, 沃尔玛的股价一路从 0.05 美元飙升到现在的 90.18 美元, 尽管 2000 年-2008 年因为海外扩展受挫而有所回落, 但总体上涨了 1803 倍, CGAR17.70%。PE 从 FY1999 的 40 附近一路下滑至 FY2012 的 13 左右, 之后几年在波动中有轻微的提升, 截止 2018 年 8 月 10 日, PE 是 18.57。

图 65: 沃尔玛历年股价 (美元) (截止 2018 年 8 月 10 日)



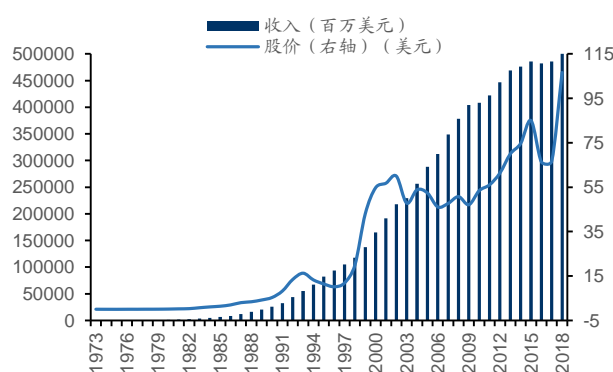
数据来源: Capital IQ、国信证券经济研究所整理

图 66: 沃尔玛历年 PE (截止 2018 年 8 月 10 日)



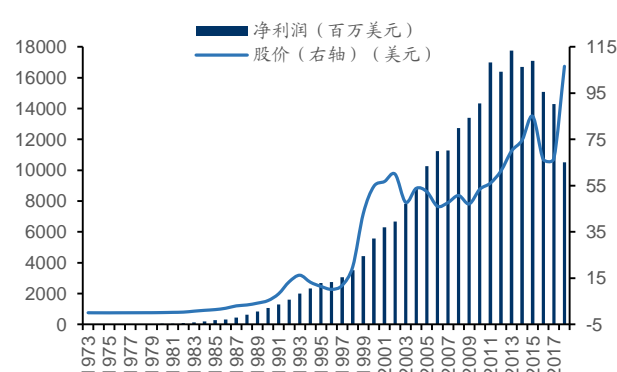
数据来源: Capital IQ、国信证券经济研究所整理

图 67: 沃尔玛股价 vs 沃尔玛收入 (美元、百万美元)



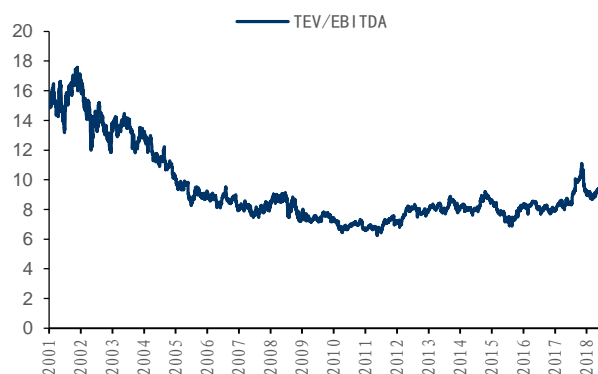
数据来源: Capital IQ、公司年报、国信证券经济研究所整理

图 68: 沃尔玛股价 vs 沃尔玛净利润 (美元、百万美元)



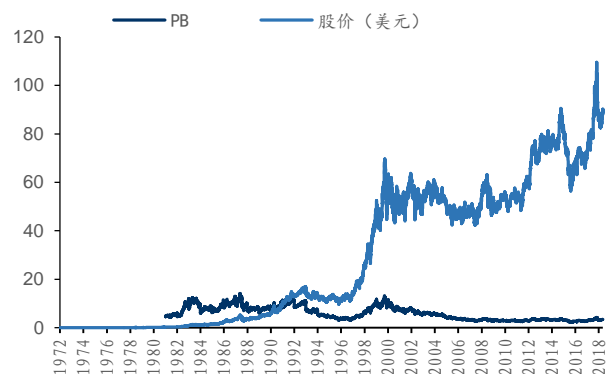
数据来源: Capital IQ、公司年报、国信证券经济研究所整理

图 69: 沃尔玛 TEV/FORWARD EBITDA (截止 2018 年 8 月 10 日)



数据来源: Capital IQ、国信证券经济研究所整理

图 70: 沃尔玛股价和 PB (截止 2018 年 8 月 10 日)



数据来源: Capital IQ、国信证券经济研究所整理

## 国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

## 分析师承诺

负责编写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：

1. 本报告所述所有观点准确反映了本人对上述美股、港股市场及其证券的个人见解。
2. 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，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观的出具本报告，并保证报告所采用的数据均来自公开、合规渠道。
3. 本人不曾因、不因、也将不会因本报告中的内容或观点而直接或间接地收到任何形式的补偿。

## 风险提示

国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告版权归我公司所有，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。

本报告仅适用于在中华人民共和国境内（不包括港澳台地区）的中华人民共和国内地居民或机构。在此范围之外的接收人（如有），无论是否曾经或现在为我公司客户，均不得以任何形式接受或者使用本报告。否则，接收人应自行承担由此产生的相关义务或者责任；如果因此给我公司造成任何损害的，接收人应当予以赔偿。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，我公司力求但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，可随时更新但不保证及时公开发布。本公司其他分析人员或专业人士可能因为不同的假设和标准，采用不同的分析方法口头或书面的发表与本报告意见或建议不一致的观点。

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头寸并进行交易，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。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

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。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

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。

投资说明



## 国信证券经济研究所

.....

### 深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层

邮编：518001 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 楼

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