

商业贸易行业

物美收购麦德龙中国 80%股权，行业整合兼并加速推进

分析师： 洪涛

分析师： 高峰



SAC 执证号: S0260514050005



SAC 执证号: S0260518050003



021-60750633



021-60750604



hongtao@gf.com.cn



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。

核心观点：

● 物美集团收购麦德龙中国 80%的股权，麦德龙中国的企业估值为 19 亿欧元

据麦德龙公告显示，公司出售麦德龙中国的 80%股权给物美集团，并继续持有余下的 20%股权。此次交易对麦德龙中国的企业估值为 19 亿欧元，考虑麦德龙中国 FY2018 的营收和 EBITDA 分别为 26.9 亿和 1.61 亿欧元，则此次交易对应的估值约为 0.7X PS 和 11.8X P/EBITDA。1) 麦德龙是全球领先的专业批发公司，其会员制和 B 端客户运营领先，2017 年自麦德龙集团分拆上市，目前拥有 1048 家门店，营业面积达 715 万平米，覆盖全球 35 个国家的 2400 万专业客户，FY2018 实现营收和 EBITDA 分别为 365.3 亿和 15.3 亿欧元。2) 麦德龙自 1996 年进入中国，目前在中国拥有 97 家门店，覆盖 59 个城市的 800 万客户，FY2018 实现营收 26.9 亿欧元，同比增长 2.7% (人民币计量下，其中企事业客户销店占比达 70%)。

● 麦德龙中国并非仓惶出售，在物美加持下将加速新零售推进步伐

由于麦德龙中国 FY17/FY18 的同店增长分别为 3.1%和 1.8%，EBITDA 利润率分别为 5.5%和 5.7% (欧元计量下，地产收益除外)，我们认为此次麦德龙中国的股权转让并非经营不善下的仓惶出售，而是在新零售不断推进和线上线下融合加速背景下的寻求合作：1) 物美曾收购英国百安居、韩国乐天、日本大荣等在华门店，具有丰富的外资门店整合经验；2) 物美将借助 Dmall 的数字化能力，进一步提高麦德龙中国的运营效率和优化客户购物体验，带动 C 端客户增长，联商网数据显示，物美超市联想桥店在引入 Dmall 后线上订单已达 10%。3) 麦德龙中国的全球供应链、自有品牌体系、B 端客户资源、全国布局的门店资源，均一定程度弥补了物美集团相应的短板。

● 在整合兼并的浪潮中，商超龙头不断收购市场份额，行业集中度将不断提升

2018 年以来，商超行业处于整合兼并的浪潮中，收购重组的事件持续发生 (见附表)，其中不乏全球零售龙头出售其在华资产，如 4M18 和 8M18，物美和利群分别收购乐天玛特在华北和华东市场的门店资产；6M19 苏宁易购以 48 亿人民币收购家乐福中国 80%股权等。在合理利润率的水平，注重规模和效率的提升，是我们对零售行业的解读，商超龙头公司凭借雄厚的资金实力、扎实的门店运营经验、丰富的供应链资源，持续收割市场份额，未来行业集中度将缓慢提升。建议关注：永辉超市、红旗连锁、家家悦以及港股的高鑫零售。

● 风险提示：终端需求疲软，拖累零售增速下滑；各公司兼并整合低于预期；运营效率低下，人工租金成本上涨。

相关研究：

| | |
|---|------------|
| 全球观察之 Costco:主业稳健一如既往，电商渠道快速增长 | 2019-10-11 |
| 商业贸易行业:黄金周消费平稳增长，餐饮和黄金珠宝表现抢眼 | 2019-10-08 |
| 商业贸易行业:海外巡礼之 Chewy——产品俱全+自动补货，全民铲屎时代的宠物电商 | 2019-09-29 |

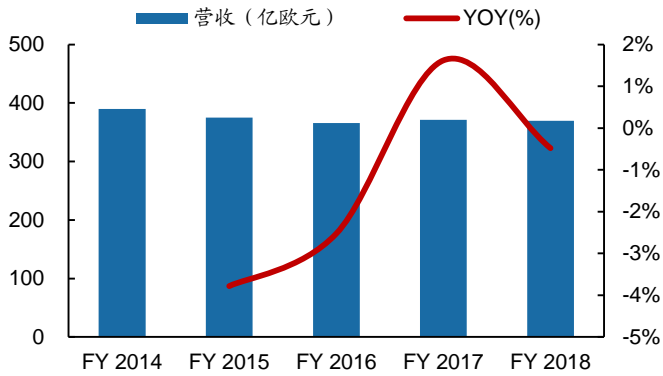
重点公司估值和财务分析表

| 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 | 11.38 | 2019/9/25 | 买入 | 14.3 | 0.51 | 0.67 | 22.31 | 16.99 | 20.13 | 15.42 | 25.1 | 24.9 |
| 苏宁易购 | 002024.SZ | CNY | 10.34 | 2019/9/29 | 买入 | 14.8 | 2.10 | 0.41 | 4.92 | 25.22 | 19.59 | 12.43 | 19.8 | 3.8 |
| 永辉超市 | 601933.SH | CNY | 8.97 | 2019/9/29 | 增持 | 10.9 | 0.25 | 0.31 | 35.88 | 28.94 | 29.17 | 19.86 | 10.9 | 12.1 |
| 家家悦 | 603708.SH | CNY | 26.45 | 2019/9/23 | 增持 | 28.8 | 0.82 | 0.98 | 32.26 | 26.99 | 17.80 | 15.03 | 14.9 | 15.1 |
| 天虹股份 | 002419.SZ | CNY | 11.41 | 2019/8/16 | 买入 | 14.0 | 0.82 | 0.92 | 13.91 | 12.40 | 7.50 | 7.17 | 14.2 | 13.9 |
| 王府井 | 600859.SH | CNY | 14.48 | 2019/9/2 | 买入 | 21.0 | 1.62 | 1.72 | 8.94 | 8.42 | 3.53 | 3.28 | 10.9 | 10.7 |
| 重庆百货 | 600729.SH | CNY | 29.65 | 2019/8/28 | 买入 | 39.0 | 2.24 | 2.74 | 13.24 | 10.82 | 6.53 | 5.91 | 14.5 | 15.6 |
| 周大生 | 002867.SZ | CNY | 20.52 | 2019/8/24 | 买入 | 28.5 | 1.44 | 1.75 | 14.25 | 11.73 | 11.29 | 9.00 | 20.1 | 19.6 |
| 老凤祥 | 600612.SH | CNY | 49.95 | 2019/8/28 | 买入 | 59.6 | 2.71 | 3.14 | 18.43 | 15.91 | 7.91 | 6.78 | 18.6 | 17.8 |
| 上海家化 | 600315.SH | CNY | 36.53 | 2019/8/16 | 增持 | 37.1 | 1.06 | 1.25 | 34.46 | 29.22 | 32.75 | 25.72 | 11.1 | 11.5 |
| 爱婴室 | 603214.SH | CNY | 39.77 | 2019/8/13 | 买入 | 44.4 | 1.48 | 1.75 | 26.87 | 22.73 | 15.85 | 13.49 | 15.4 | 16.3 |
| 红旗连锁 | 002697.SZ | CNY | 7.67 | 2019/10/10 | 增持 | 8.15 | 0.34 | 0.41 | 22.56 | 18.71 | 18.10 | 16.46 | 15.0 | 15.3 |
| 阿里巴巴 | BABA.N | USD | 172.94 | 2019/9/9 | 买入 | 225 | 6.92 | 9.03 | 24.99 | 19.15 | 22.65 | 17.45 | 13.5 | 13.8 |
| 京东 | JD.O | USD | 29.71 | 2019/8/15 | 买入 | 37.7 | 0.77 | 1.02 | 38.58 | 29.13 | 29.97 | 19.58 | 9.3 | 7.4 |

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

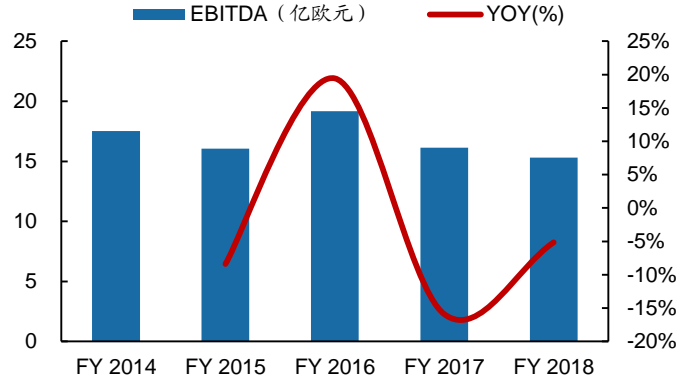
备注: 1) 表中估值指标按照最新收盘价计算; 2) 阿里巴巴 2019E 指 FY2020E (2019/3/31 至 2020/3/31), 采用 non-GAAP 口径 EV/EBITDA 和 EPS; 3) 京东采用 non-GAAP 口径 EPS; 4) 周大生 7 月 10 日 10 派 6.5 转增 5, 相应 EPS 及估值指标做除权处理。

图1: 麦德龙全球的营业收入及增长情况



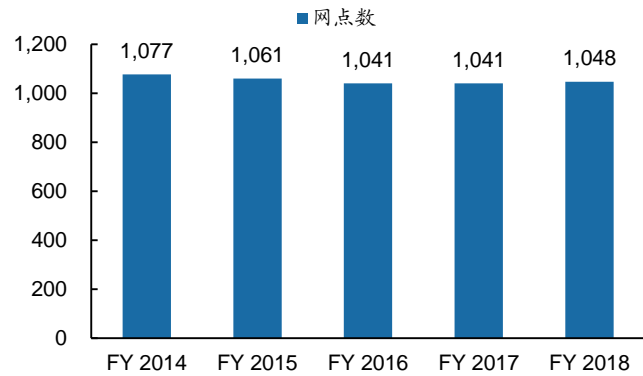
数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

图2: 麦德龙全球的EBITDA及增长情况



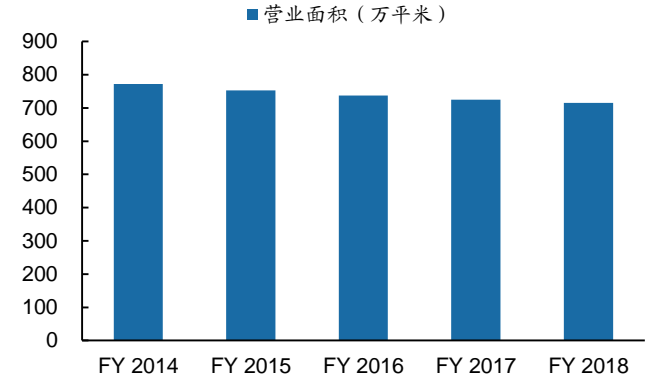
数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

图3: 麦德龙全球的网点数量及增长情况



数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

图4: 麦德龙全球的整体营业面积情况



数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

表 1: 麦德龙中国的主要财务指标

| | FY2017 | FY2018 |
|-----------------------|--------|--------|
| 营业收入 (百万欧元) | 2704 | 2686 |
| 同比增长 (欧元计量下) | 1.3% | -0.7% |
| 同比增长 (人民币计量下) | 5.0% | 2.7% |
| 同店增长 | 3.1% | 1.8% |
| EBITDA (地产收益除外, 百万欧元) | 149 | 153 |
| EBITDA 利润率 | 5.5% | 5.7% |
| 地产收益 | 109 | 8 |
| 总 EBITDA (百万欧元) | 258 | 161 |

数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

表 2: 龙头公司加速对外扩张, 行业整合兼并持续涌现

| 扩张主体 | 时间 | 事件 |
|------|-------------|---|
| 华润万家 | 2014 年 5 月 | 母公司华润啤酒(原“华润创业”)与英国 TESCO 成立合资公司, 华润持有 80% 股份, TESCO 持有 20% 股份。TESCO 包括“乐购”在内的所有中国业务及现金注入合资公司, “乐购”品牌在中国将不复存在, 其所有门店全部改为“华润万家”。 |
| 物美 | 2004 年 9 月 | 1) 物美全资收购天津大荣在天津的 12 家超市, 时双方未公开收购的具体金额。据业内人士分析, 物美此次出资在亿元以上。此次收购天津大荣开了民族零售企业接管外资超市的先河。 |
| | 2014 年 12 月 | 2) 物美集团与英国翠丰集团签署协议, 物美 14 亿收购翠丰旗下百安居 70% 股权, 另外 30% 股权仍由翠丰集团持有。 |
| | 2018 年 4 月 | 3) 物美以约 15 亿元收购乐天玛特华北区 21 家门店, 其中 17 家店在北京, 两家在天津、燕郊和涿州各 1 家。 |
| | 2019 年 10 月 | 4) 物美出资 19 亿欧元收购麦德龙中国控股权, 双方设立的合资公司, 物美集团持有 80% 股份, 麦德龙持有 20% 股份。新合资公司将继续以“麦德龙”品牌保持独立经营。 |
| 永辉超市 | 2018 年 10 月 | 1) 公司与百佳中国、腾讯三方共同出资 12.49 亿元成立合资公司, 其中, 永辉持股 50%。 |
| | 2019 年 3 月 | 2) 公司拟要约收购中百集团不超过 6906 万股股份, 占总股本的比例为 10.14%, 若完成要约收购, 则永辉持股比例有望提升至 40%, 将超越武商联成为中百的第一大股东 |
| 家家悦 | 2018 年 11 月 | 1) 公司以自有资金 1.56 亿元通过受让股权及增资方式收购张家口福悦祥连锁超市有限公司 67% 股权。 |
| | 2019 年 3 月 | 2) 公司与华润集团签署协议, 拟托管华润在山东的 7 家门店, 托管期内享有门店经营权、资产管理权等。 |
| 利群股份 | 2018 年 8 月 | 1) 公司完成对乐天玛特华东地区的 72 家门店的收购, 并更名为利群时代, 进入华东市场。 |
| | 2019 年 | 2) 沃尔玛于 2019 年 3 月关闭青岛台东店, 并撤出青岛, 利群股份接收超市门店并完成开业。 |
| 红旗连锁 | 2019 年 4 月 | 公司拟以自有资金 2800 万元收购 9010 超市的相关资产, 强化在成都地区的领先优势。 |
| 苏宁易购 | 2019 年 9 月 | 公司全资子公司“苏宁国际”以现金 48 亿元人民币收购家乐福中国 80% 股权。 |

数据来源: 36 氪, 公司公告, 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。