

推荐 (维持)

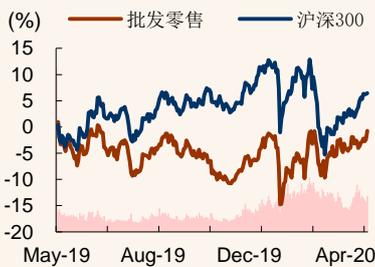
科技赋能，收购兼并，改造提升

2020年05月14日

物美深度报告

上证指数	2870
行业规模	占比%
股票家数 (只)	97 2.5
总市值 (亿元)	8535 1.4
流通市值 (亿元)	6166 1.3

行业指数			
%	1m	6m	12m
绝对表现	3.5	8.3	-0.7
相对表现	-2.2	6.5	-8.9



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《恪守零售生命线，京东的降本增效之路——京东深度报告系列 2》2020-05-12
- 2、《零售行业 2019 年度及 2020Q1 季报点评—短期承压，韧性仍存》2020-05-10
- 3、《疫情驱动生鲜渠道变革，到家业务加速渗透》2020-05-05

宁浮洁

ningfujie@cmschina.com.cn
S1090518090002

丁浙川

dingzhechuan@cmschina.com.cn
S1090519070002

周洁 研究助理

zhoujie10@cmschina.com.cn

物美为全国零售龙头企业，多业态综合实力强劲，数字化及超市经营的比较优势突出，依托多点改造超市前台及中后台体系，且赋能外部超市，提升经营效率及平台流量，具备外部收购改造的平台能力。近期公司先后收购麦德龙并参与重庆百货混改，预计市场份额将持续提升；同时麦德龙及重百有望借助物美管理经营、科技能力及人才实现收入及效率的提升。

- 物美为全国零售行业龙头企业，收入增长稳健，主要通过频繁并购实现扩张。公司主营超市、百货、家电、家居建材零售等业务，以北京为主要区域，并开拓银川、天津、浙江等地区，其中超市业务收入占比为 64.92%，截至 2019Q3 在全国有 1093 家超市门店。2019 年公司实现营收 429.77 亿元，归母净利润 23.74 亿元，利润构成中近两年投资收益占净利润比例均超过 60%，主要源于对泰康人寿的股权投资收益。公司发展过程中主要通过区域并购策略进行扩张，以实现重点区域规模效应。
- 以多点为核心进行数字化改造，成效显著。物美数字化基因强大，集团创始人张文中先生一直积极推进物美的数字化，于 2015 年创立多点 Dmall。多点一方面通过数字化赋能提升零售商整体运营效率，另一方面基于门店数字化帮助商家发展到家业务。2019 年多点 GMV 达 260 亿元，同比提升 44%，MAU 同比提升 51%。物美作为多点数字化的试验点，数字化改造效果显著，到家订单数、会员人数、坪效、缺货率、存货周转速度等指标均有明显改善。
- 收购麦德龙中国 80% 股份，补强 2B 业务与国际化供应链。公司于 2019 年 10 月与麦德龙中国签订协议，以 19 亿欧元估值收购麦德龙中国 80% 的股权。麦德龙近年来全球营收有所下降，但中国区增长稳定，2018 年销售额约 213 亿元。双方协同效应明显，物美有望麦借助德龙的 B 端客户和国际化供应链资源进一步提升竞争力，麦德龙则可依托物美强大的数字化能力和对本地更深入的了解加速在华发展。
- 参与重庆百货混改，物美、重百、步步高三方协同，前景可期。2020 年 3 月 24 日重庆商社集团正式完成股权转让，重庆国资委、物美、步步高分别占商社集团股份的 45%、45%、10%，同时张文中出任商社集团董事长。借助商社集团在西南地区尤其重庆的较大影响力，以及物美与步步高零售数字化的运营经验输出，三方有望实现西南市场的零售资源协同互补，提升整体竞争力。
- 风险提示：并购标的整合效果低于预期；多点数字化赋能效果低于预期。

敬请阅读末页的重要说明

正文目录

一、业务多元化的零售集团	5
1.1 发展历史悠久，股权高度集中	5
1.2 收入增长稳定，投资收益利润贡献较大	5
1.3 以超市业态为主营，多业务协同发展	8
二、深耕重点区域，频繁并购扩大规模优势	12
2.1 深耕重点区域，打造规模效应	13
2.2 并购运作频繁，扩大竞争优势	13
三、数字化基因强大，以多点为核心全面赋能	14
3.1 多点业务概览：BC 端并举，赋能商家同时提升消费者体验	15
3.2 多点发展迅速，2019 年 GMV 达 260 亿元	16
3.3 全面接入多点，物美数字化改造成果显著	17
四、收购麦德龙中国，强化国际供应链与 2B 业务	19
4.1 全球营收下降，中国区增长稳定	19
4.2 自有物业、2B 业务、国际化供应链为麦德龙核心价值	20
4.3 优势互补，物美麦德龙有望形成良好协同效应	22
五、参与重庆百货混改，进军西南市场	23
5.1 增资方式入股重庆商社集团，张文中出任董事长	23
4.2 多方面进行零售资源协同与经营提效	23

图表目录

图 1：物美科技集团股权结构	5
图 2：公司营业收入及增速	6
图 3：公司归母净利润及增速	6
图 4：公司调整后营业利润	6
图 5：物美投资收益及占净利润比例	7
图 6：物美分业务收入占比	8
图 7：2019 年毛利来源及毛利率	8
图 8：物美近年各地区超市门店分布数量	9
图 9：物美近年各地区超市门店营收情况	9
图 10：近三年物美百货业务营收及毛利率	10

图 11: 近三年物美百货业务营收分布.....	10
图 12: 近三年物美家居建材业务门店数量.....	10
图 13: 近三年物美家居建材业务营收分布.....	10
图 14: 2019 年 1-9 月物美家电业务各事业部门店数.....	11
图 15: 近三年物美家电业务收入情况.....	11
图 16: 其他业务收入及增速和占比.....	11
图 17: 其他业务毛利拆分.....	12
图 18: 2016-2018 大卖场行业市场占有率.....	12
图 19: 多点股权结构图 (截止 2020.5.14).....	15
图 20: 多点业务模式.....	15
图 21: 多点自助收银机.....	16
图 22: 多点订单量以及 GMV.....	17
图 23: 多点 MAU.....	17
图 24: 电商类 APP 的 MAU 排名 (2020-02).....	17
图 25: 多点对物美改造效果.....	18
图 26: 2019 年存货周转天数对比.....	18
图 27: 多点改造物美方案.....	18
图 28: 麦德龙在中国的门店数及增长.....	20
图 29: 麦德龙在中国区的销售额.....	20
图 30: 麦德龙全球营收 (百万欧元).....	20
图 31: 麦德龙 2018 年分地区营收 (百万欧元).....	20
图 32: 2019 年 10 月麦德龙中国城市分布 (地区).....	20
图 33: 2019 年 10 月麦德龙中国城市分布 (线级城市).....	20
图 34: 固定资产增值收入.....	21
图 35: 旗舰食品自有品牌.....	22
图 36: 旗舰非食品自有品牌.....	22
图 37: 重庆百货混改方案股权关系图.....	23
表 1: 公司 2016-2019 主要投资收益.....	7
表 2: 2019 年 H1 物美百货业务卖场.....	9
表 3: 2019 年 H1 公司超市业务仓储物流中心情况表.....	13

表 4: 部分物美收购企业情况	13
表 5: 银行授信额统计	14
表 6: 麦德龙销售收入及净利润.....	19

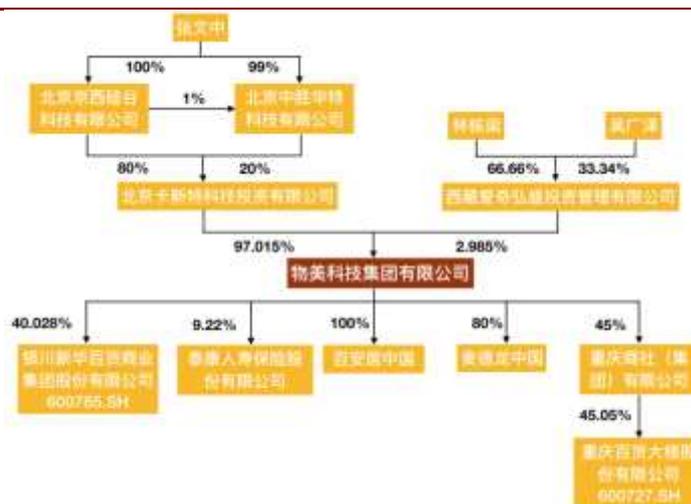
一、业务多元化的零售集团

1.1 发展历史悠久，股权高度集中

物美科技集团的前身为北京物美商城有限责任公司，成立于 1994 年 10 月 6 日，经过多年发展，已经发展成为以超市和百货业务为主、多种业态经营的连锁商业集团。公司实际控制人为张文中先生（持股 97.02%）。公司下属子公司原包括北京物美商业集团股份有限公司（01025.HK）和银川新华百货商店股份有限公司（600785.SH）两家上市公司，前者被集团于 2015 年用近 31 亿元完成要约收购并于 2016 年 1 月 7 日完成香港联交所退市，现仅余新华百货在 A 股市场交易。

公司于 2019 年 6 月计划增资方式入股重庆商社 45% 股权，并于 2020 年 3 月 24 日完成正式股权转让，此后将间接持有重庆百货大楼股份有限公司 20.25% 的股份。公司还于 2019 年 10 月宣布收购麦德龙中国，将成立新的合资子公司并持有 80% 的股份。

图 1：物美科技集团股权结构

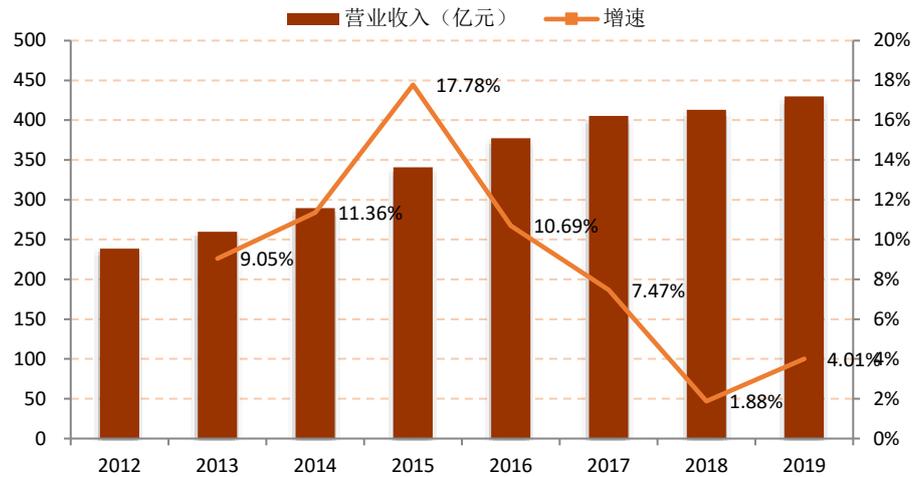


资料来源：Wind、招商证券

1.2 收入增长稳定，投资收益利润贡献较大

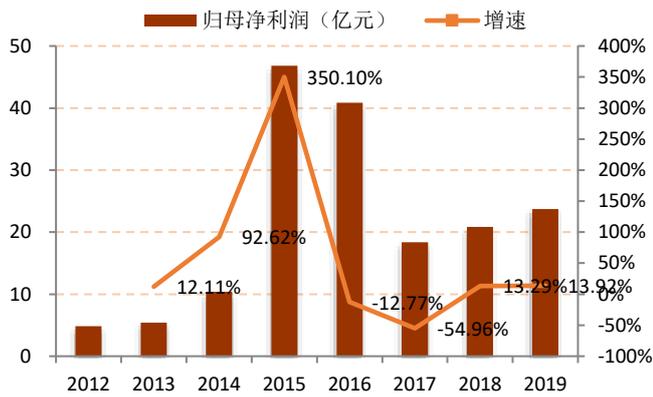
物美收入一直处于增长的状态，2019 年收入 429.77 亿元，归母净利润 23.74 亿元，分别增长 4.01%、13.92%。公司主营收入连续六年增长，CAGR 为 7.5%。但归母净利润的波动较大，即使在调整了营业外收支、投资收益和公允价值变动损益后仍有一定波动。

图 2: 公司营业收入及增速



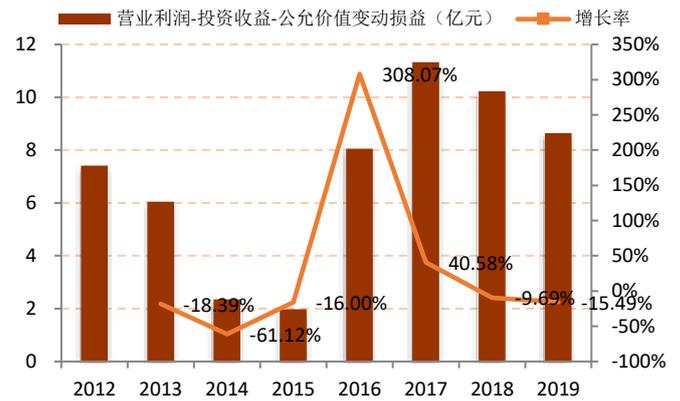
资料来源: 公司公告、招商证券

图 3: 公司归母净利润及增速



资料来源: 公司公告、招商证券

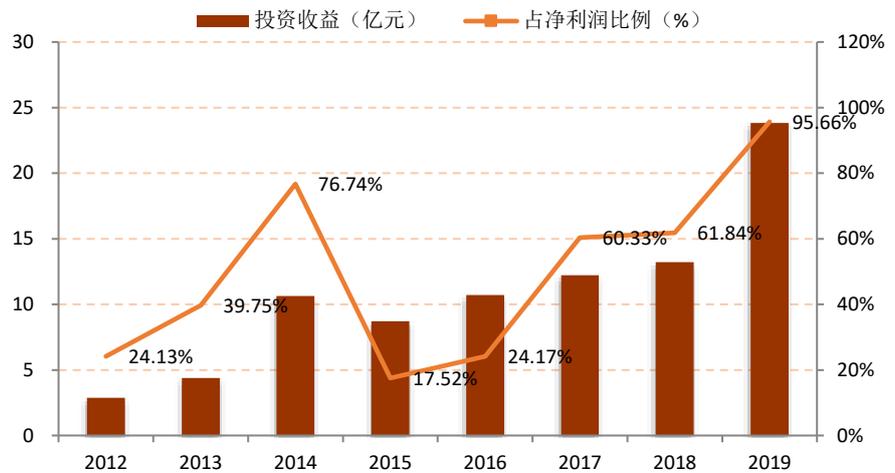
图 4: 公司调整后营业利润



资料来源: 公司公告、招商证券

投资收益是物美净利润的重要组成部分，近两年净利润占比均达到了 60% 以上。高额投资收益主要源于公司对泰康人寿的股权收入，物美合计持有泰康人寿 9.22% 的股份（分别通过物美控股集团有限公司持有 2.24%、子公司北京康平投资担保有限公司持有 2.97% 和子公司华美现代流通发展有限公司持有 4.01%）是泰康保险集团的第五大股东。

图 5: 物美投资收益及占净利润比例



资料来源: 公司公告、招商证券

表 1: 公司 2016-2019 主要投资收益

	公司名称	成立时间	投资比例	营业收入 (亿元)	净利润 (亿元)	经营范围	估计投资收益 (亿元)	占总投资收益比例
2019	泰康人寿保险股份有限公司	1996.09.09	9.22%	2038.15	218.02	各类人民币、外币的人身保险业务等	20.10	90.00%
2019	马上消费金融股份有限公司	2015.06.15	17.26%	89.99	8.53	贷款、吸收存款、发行债券	1.47	6.59%
2019	河北省金融租赁有限公司	1995.12.11	11.48%	10.40	5.13	融资租赁	0.77	3.45%
2018	泰康人寿保险股份有限公司	1996.09.09	9.22%	1646.60	109.83	各类人民币、外币的人身保险业务等	11.73	88.78%
2018	河北省金融租赁有限公司	1995.12.11	15%	42.31	8.01	融资租赁	1.20	9.10%
2018	马上消费金融股份有限公司	2015.06.15	17.26%	10.60	4.83	贷款、吸收存款、发行债券	0.83	6.31%
2017	泰康人寿保险股份有限公司	1996.09.09	8.83%	1606.10	99.06	各类人民币、外币的人身保险业务等	10.15	83.20%
2016	泰康人寿保险股份有限公司	1996.09.09	8.83%	1233.47	73.40	各类人民币、外币的人身保险业务等	6.02	56.30%

资料来源: 公司数据、招商证券

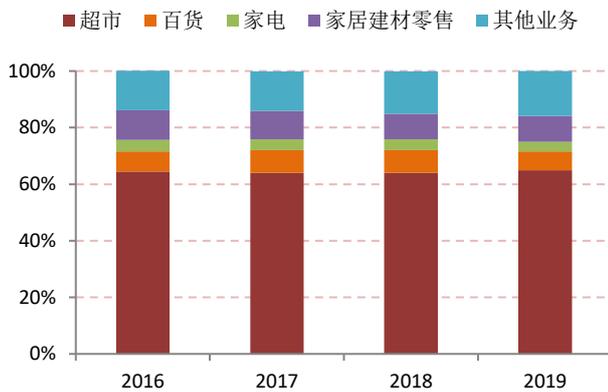
1.3 以超市业态为主营，多业务协同发展

物美科技集团主营超市、百货、家电、家居建材零售等多个版块的业务。从收入占比来看，2019 年超市业务收入占比最大，为 64.92%，百货业务收入占比 6.67%，家电业务收入占比 3.34%，家居建材零售业务占比 9.23%，其他业务包括出租店铺经营场地的收入、对供应商提供服务的收入及对加盟店收取的配送费收入等，占比 15.85%。

从毛利率来看，超市业务的毛利率（前台）为 8.89%，百货业务毛利率 15.81%，家电业务毛利率 16.29%，家居建材零售业务毛利率 18.48%，其他业务毛利率 99.85%。其他业务毛利率较高主要由于其主要成本已经包含在卖场正常的主营业务经营成本和支出范围内，所以几乎没有额外成本。公司整体毛利率为 24.90%。

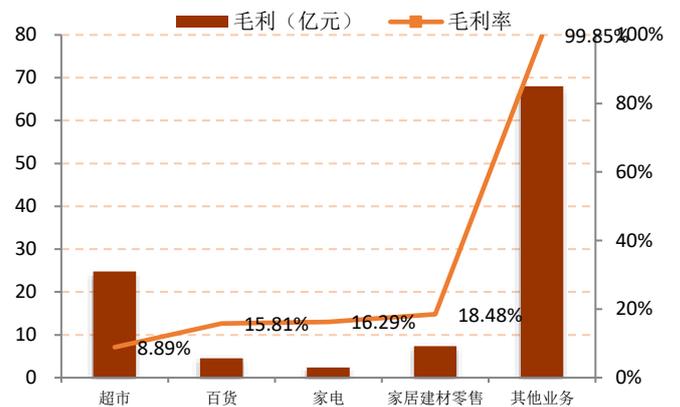
从毛利占比来看，2019 年主营业务中超市业务毛利占比 23.19%，百货业务毛利占比 4.23%，家电业务毛利占比 2.19%，家居建材零售业务毛利占比 6.85%，其他业务毛利占比最高，为 63.55%。

图 6: 物美分业务收入占比



资料来源：公司公告、招商证券

图 7: 2019 年毛利来源及毛利率

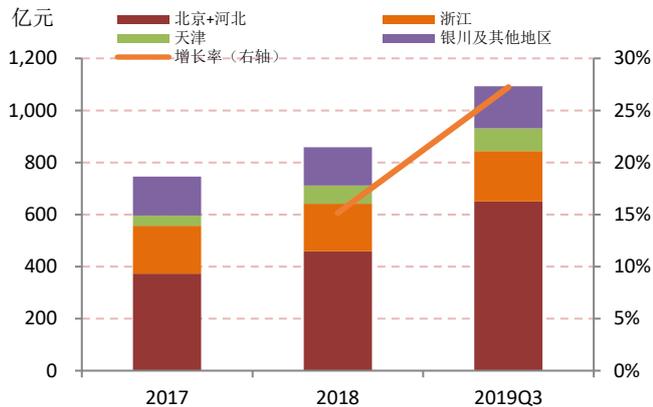


资料来源：公司公告、招商证券

(1) 超市业务板块。物美集团自 1994 年在北京率先创办综合超市以来，超市业务一直是物美最主要的业务领域，其核心运营主体为物美商业，经营业态包括大型超市和便利超市，主要分布在北京、天津、河北、浙江和宁夏银川地区。截至 2019 年三季度，物美在全国共有 1093 家门店，其中北京、河北地区的物美超市（包括大型超市和便利超市）已有 650 家，浙江地区 194 家，天津 87 家，银川及其他地区 162 家。京津冀地区大型超市占比为 28.8%，浙江地区大型超市占比 50.0%，银川及其他地区大型超市占比最高，为在 61.7%。

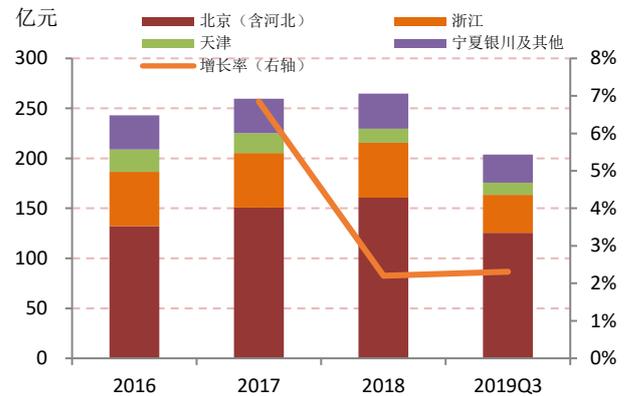
从超市门店营收来看，物美超市营收近三年来持续增长，2019 年实现营收 278.99 亿元，3 年 CAGR 为 4.7%，2018 年超市营收为 265.5 亿元，其中北京和河北地区的超市门店营收占比最大，为 60.47%，浙江地区占 20.75%，天津地区占 5.56%，宁夏银川及其他地区占 13.22%。近两年来物美主要在北京进行扩张，营收占比从 2016 年的 54.39% 增加到了 2019 年三季度末的 61.63%，是超市业务板块营收增长的主要来源。

图 8: 物美近年各地区超市门店分布数量



资料来源: 公司公告、招商证券

图 9: 物美近年各地区超市门店营收情况



资料来源: 公司公告、招商证券

(2) 百货业务板块。物美集团百货业务领域涉及其旗下 11 家门店, 核心运营主体为其子公司新华百货, 百货业务区域主要集中于宁夏地区, 在银川市场的市占率 (销售收入占比) 达到 50% 以上, 并在逐步拓展西北地区市场。2019 年实现百货业务营收 28.65 亿元, 以联营方式获取的营收占比约为 90%。

表 2: 2019 年 H1 物美百货业务卖场

门店名称	开业时间	建筑面积 (万平方米)	2018 年收入 (万元)	2019 年 H1 收入 (万元)
新华店	1997 年	3.25	58,559.74	31,715.75
购物中心店	1994 年	2.77	33,310.50	16,668.23
中卫店	2007 年	1.28	3,859.68	1,793.03
老大楼店	1955 年	4.23	23,939.27	11,627.71
西夏店	2010 年	1.63	17,405.22	8,681.31
现代城店	2011 年	4.19	9,080.91	3,434.27
固原店	2014 年	4.96	17,231.35	8,296.17
青海新百	2013 年	8	3,114.28	872.9
鼓楼时尚广场	2016 年	4.37	12,995.29	6,470.22
青铜峡 Cmall	2018 年	1.5		271.34
京北大世界	1995 年	3.87	80,006.70	32,264.90
圣熙八号	2011 年	4	19,477.19	7,899.15
新街口	2006 年	4.3	35,456.88	17,011.04
合计		61.54	314,437.01	147,006.03

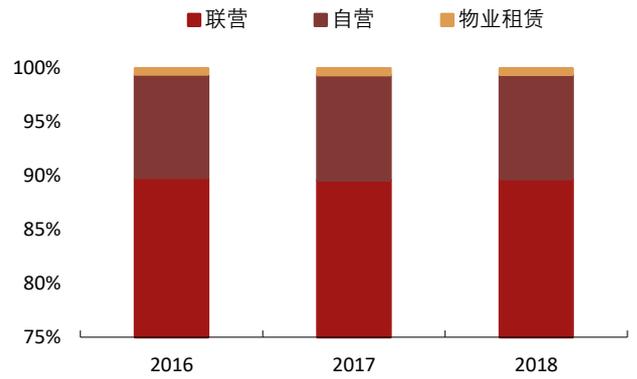
资料来源: 公司公告、招商证券 (注: 2019 年 H1 不再营业的卖场未列入)

图 10: 近三年物美百货业务营收及毛利率



资料来源: 公司公告、招商证券

图 11: 近三年物美百货业务营收分布



资料来源: 公司公告、招商证券

(3) 家居建材零售业务板块。物美科技集团于 2016 年 7 月完成了对 CMW(英国)100% 股权的收购后, 得以管理 CMW(英国) 项下百安居中国业务, 拓展家居建材业务。截至 2019 年三季度, 百安居中国在全国共有 60 家家居建材零售门店, 主要分布于东南沿海地区, 在武汉、重庆、成都和昆明等中西部重点城市也设有销售网点。最近两年公司主要于二线城市新开店面, 收入方面 2018 年出现负增长, 同比下降 5%, 主要是全国所有地区的单店收入均出现了负增长造成, 其中广州深圳及其他二线城市收到冲击更为明显, 2019 年家居建材零售业务重新实现正增长, 实现营收 39.66 亿元, 同比提高 2.67%。

家居建材主要业务模式有 1) 向消费者提供“一站式”的超市零售服务, 销售家居建材如装饰建材、厨房等十六大品类, 同时提供装潢设计、装修等增值服务, 2) B2B 模式, 目前已建立 800 多个单品的 B2B 商品清单, 针对上海和北京地区的小型五金店、中小型家装公司等客户实现销售, 3) B2C 模式, 在天猫平台上设立百安居中国旗舰店, 个体消费者可订购装修套餐服务(包括 999 环保套餐、E 维修、局部维修等服务), 公司接单后会线下组织员工进场作业; 除此之外, 公司也提供非套餐装修, 通过实体店进行线下业务沟通与承接。

图 12: 近三年物美家居建材业务门店数量



资料来源: 公司公告、招商证券

图 13: 近三年物美家居建材业务营收分布



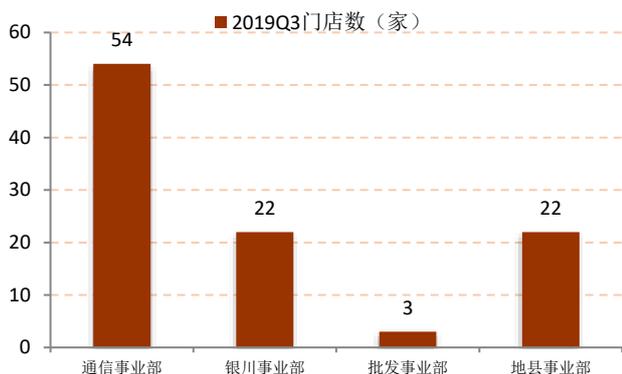
资料来源: 公司公告、招商证券

(4) 家电板块。物美科技集团家电业务的核心运营主体为其子公司银川新百旗下的银川新华百货东桥电器有限公司, 该公司自 2002 年 4 月成立后, 就立足于宁夏家电消费市场并辐射周边, 现已成为宁夏地区家电流通领域的龙头企业, 也是国家“家电下乡”、

“以旧换新”项目中标企业，其在宁夏家电市场的占有率达43%，且与同行业第二名拉开了较大差距。该公司有电器零售、电器批发、手机零售三个业务版块，目前这三个板块的经营规模都居宁夏同行业的龙头。

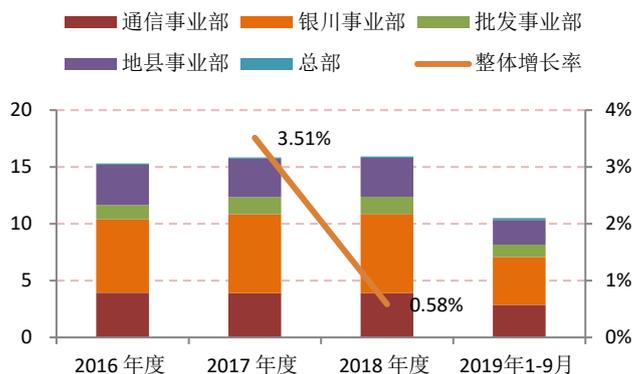
截至2019年9月末，物美集团共拥有家电门店101家，其中通信事业部54家，银川事业部22家，地县事业部22家，批发事业部3家。物美集团2019年实现家电业务营收14.37亿元，在营业收入中占比3.34%，其中银川事业部营收占比最高。目前，公司的家电业务经营模式主要包括自营模式、联营模式和代销模式，其中自营模式与联营模式销售占比为7:3，是现阶段最主要的盈利模式。

图 14: 2019 年 1-9 月物美家电业务各事业部门店数



资料来源：公司公告、招商证券

图 15: 近三年物美家电业务收入情况



资料来源：公司公告、招商证券

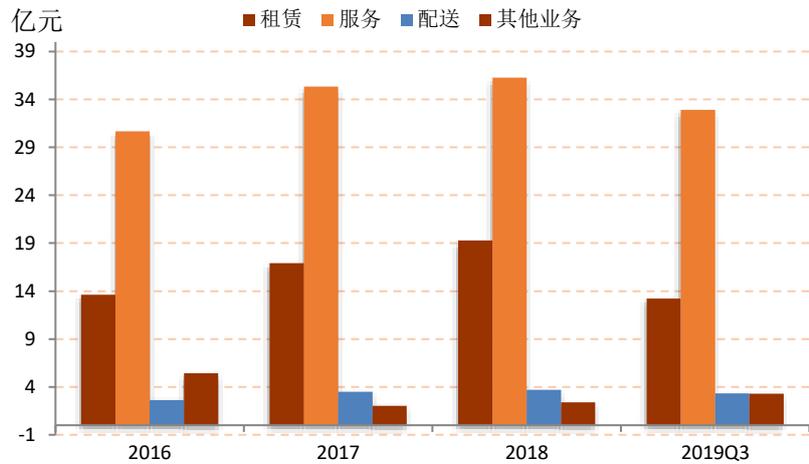
(5) 其他业务。公司近年来其他业务收入不断增长，2019 年收入达 68.11 亿元，同比增长 10.39%。其他业务由于成本已经包括在了主营业务成本中，毛利率几乎达到了 100%，每年贡献了较多的毛利。其他业务主要由 1) 租赁收入：将超市、卖场中除自主经营的区域出租给其他商户，带来的租金收入；2) 服务收入，为供应商的产品在卖场内进行陈列及宣传取得的收入；3) 配送收入：物美自己将货物从配送中心运送至个店铺，减少了供应商的运输成本，因此向供应商收取配送费；4) 其他业务，包含备品材料出售、资金占用费收入、食堂管理费收入、手续费、废品、代销费等组成。

图 16: 其他业务收入及增速和占比



资料来源：公司公告，招商证券

图 17: 其他业务毛利拆分



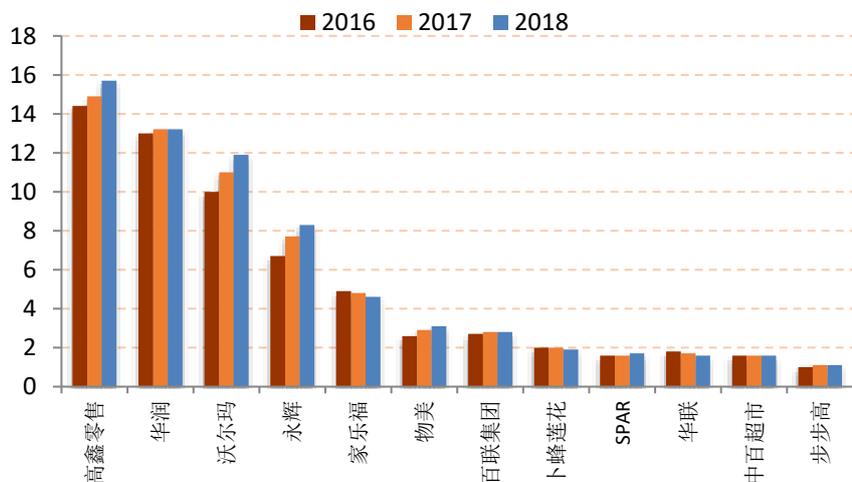
资料来源: 公司公告, 招商证券

公司其他业务的重要组成部分是租赁收入和服务收入, 占比在 85%以上。物美正在通过多点对门店的数字化改造释放越来越多的空间用于出租和广告; 并且随着公司规模扩大, 对供应商的议价能力在增强, 并且预计未来数年这两项业务仍将带动其他业务收入整体快速增长。

二、深耕重点区域, 频繁并购扩大规模优势

物美是我国零售业龙头之一, 连续 19 年获得“中国连锁经营 100 强”称号。根据凯度对物美的大卖场行业占有率的估计, 物美 2018 年大卖场市场占有率在 3.1%, 位居全国第六。

图 18: 2016-2018 大卖场行业市场占有率



资料来源: 凯度、招商证券

2.1 深耕重点区域，打造规模效应

物美的经营特色之一为区域规模优势。物美认为分散的份额竞争力较弱，所以偏好在一个区域深入发展。公司开业以来以北京地区主要经营区域，近年来也开拓了银川、天津、浙江等地区。目前物美集团已经成为北京地区最大的零售商，并在天津地区与浙江地区也是市场的主导者之一，在三个地区分别有 39.5%、15%、8% 的市场份额。以物美的大本营北京为例，在 2006 年，物美作为北京市场份额的第一名，却没有选择向外扩张，而是选择收购排名第四的美廉美。二者的合并让物美的份额上升到北京市场的三分之一，进一步扩大了区域优势。

在一个区域深耕的优势一方面可以更方便的管理自己的物流体系。物美现在重点发展区域建立了华北配送中心、东物流配送中心等共八个配送中心，仓库面积达到了 39.9 万平方米，年配送能力超过了 100 亿元。通过建立配送中心，可以方便的进行集中进货与送货，降低供应链成本，并且易于管控。另一方面，特定区域内的本地特色商品采购规模大，可以和供应商谈判降低成本，容易产生连锁企业的规模效应形成护城河。

表 3: 2019 年 H1 公司超市业务仓储物流中心情况表

仓储物流中心	物业类型	占地面积 (万平方米)	投运时间
北京生鲜加工中心	租赁	0.10	2015 年
北京大兴冷冻冷藏库	租赁	1.50	2014 年
华东物流配送中心	租赁	3.40	2014 年
华东物流生鲜库	租赁	0.30	2013 年
华北物流配送中心	租赁	7.00	2010 年
浙江绍兴供销配送中心	租赁	2.00	2002 年
天津配送中心	租赁	0.50	2003 年

资料来源：公司公告、招商证券

2.2 并购运作频繁，扩大竞争优势

物美的区域优势大部分通过公司一系列的并购操作达成。物美对并购企业的区域性要求较为严格，收购的很多公司如美廉美、超市发、新华百货都是北京、银川地区的龙头，业务地域性非常集中。即使是在收购全国性公司时物美也仅选取特定区域的门店，比如韩国的乐天玛特在中国开了 112 家门店，但物美仅购买了在北京的 21 家，华润万家在全国有数千家门店，但物美也仅收购了在北京的 5 家。物美的收购目标是公司重点发展区域内目前效益不好的门店，期望可以通过收购纳入到物美的系统里，产生规模效应，使得效率提升、成本摊薄。

2006 年，物美就曾通过托管、收购、重组等方式控制或拥有了北京超市发、京北大世界等全国 20 多家商业企业的 400 多个网点。2018 年后，物美的收购动作再次加速，截止目前并购支出已经超过了 200 亿。目前物美集团拥有美廉美超市、新华百货、浙江供销、百安居、崇菜物美、浙江供销、英国百安居、韩国乐天、日本大荣等多个知名品牌。

表 4: 部分物美收购企业情况

时间	公司	地区	收购比例	收购门店数	金额
2002.05	崇文门菜市场	北京	49%	9 家	2940 万
2004.04	超市发	北京	25%		7000+万

2004.08	京北大世界	北京	100%	1 家	
2004.12	大荣	天津	100%	12 家	
2006.02	美廉美	北京	75%	23 家	3.7 亿
2006.04	新华百货	银川	29%		1.767 亿
2007.06	奥士凯	北京	50%	3 家	
2008.09	浙江供销	浙江	54%		1.51 亿
2010.01	湖州老大房	湖州	51%		
2013.10	卜蜂莲花	中国(除湘粤)		36 家	23.45 港元
2014.12	百安居	中国	70%		14 亿
2018.08	乐天玛特	北京		21 家	14.6 亿
2018.10	邻家便利店	北京		160 家	
2019.03	华润万家	北京		5 家	
2019.06	重庆百货	重庆	45%		70.75 亿
2019.10	麦德龙中国	全国	80%	97 家	118 亿

资料来源：公司公告，招商证券

物美并购所用资金来源一般是自有资金和银行贷款。自有资金方面公司近三年每年经营活动产生现金流约 20 亿元。外部资金方面，公司主要通过银行授信额度、公司债券、超短期融资券、中期票据等方式进行融资。

表 5：银行授信额统计

截止日	授信额度(亿元)	已使用(亿元)	未使用(亿元)
2015/3/31	97.4	70.94	26.46
2015/9/30	75.2	54.5	20.7
2016/3/10	15	--	--
2016/6/30	26.7	1.67	25.03
2016/9/30	57.74	44.86	12.88
2017/3/31	78.4	46.79	31.61
2017/9/30	50.8	35.8	15
2018/3/31	79.44	44.26	35.18
2018/6/30	96.33	63.79	32.54
2018/9/30	84.96	75.33	9.63
2019/3/31	119.09	88.41	30.67
2019/6/30	131.64	95.95	35.69
2019/9/30	151.96	105.88	46.09

资料来源：Wind、招商证券

三、数字化基因强大，以多点为核心全面赋能

物美集团创始人张文中先生出身为中国科学院系统科学研究所博士，斯坦福大学系统工程学博士后，对物美的数字化的推进一直非常积极。1994 年，张文中先生创立的卡斯特公司自行研发出了物美超市使用的 POS、MIS 管理信息系统，对商品和财务、人事等实施计算机管理，物美的管理效率在当时明显领先同业。2001 年，张文中先生把互联网应用到商品采购、物流配送、存货管理当中，成为北京地区第一家真正运用互联网技术进行采购和管理的连锁企业。2014 年，物美上线汉朔电子价签，对频繁变价的生鲜品类进行统一管理，并结合生鲜智能出清方案应用，有效提升门店运营效率。

2015 年，张文中先生二次创业成立了多点。多点是一家数字零售解决方案服务商，帮助传统零售企业进行深入到零售全链条的数字化转型升级，提供零售数字化操作系统，

优化到店到家一体化全渠道服务，助力企业提高效率，改善消费者体验。张文中先生持有多点 5% 的股份，并且担任多点公司的董事长。自诞生之初，多点 Dmall 就被外界看作是物美电商部，并且多点在发展初期的服务对象也只有物美一家公司，多点 Dmall 关于新零售的设想、落地、迭代升级均在物美的门店进行实验。

图 19: 多点股权结构图 (截止 2020.5.14)



资料来源: Wind, 招商证券

3.1 多点业务概览: BC 端并举, 赋能商家同时提升消费者体验

多点的业务模式分为 2B 端与 2C 两部分。针对 B 端商户，多点通过数字化赋能零售商的多个环节，提升零售商整体运营效率，其业务可概括为四个一体化 1) 会员一体化，打造多点会员体系，整合线上线下会员，实现积分优惠通用；2) 商品一体化，利用大数据指导商品结构优化，打造线上线下的共用库存实时同步、价格一致；3) 供应链一体化，实现规模化采购增加议价能力，并且提供差异化服务，吸引更有购买力的消费者；4) 底层系统一体化，提供操作系统 Dmall OS，实现模块化的按需配置，帮助商家实现数字化升级。所有改造以科技创新为发展动力，将互联网、大数据、人工智能等技术赋能给线下零售商，让门店网点、供应链资源充分得到复用，实现零售行业的升级和进步。

图 20: 多点业务模式



资料来源: 公司官网, 招商证券

面对 C 端用户，多点开发多点 APP，APP 左下角提供“去门店”或者“送到家”两种模

式可以切换，同时满足客户到家和到店双场景对 APP 的需求。到店模式中，主要提供智能收银解决方案，分为自由购、秒付、自助收银三种模式，自由购是利用手机 APP 扫描条形码，并自助付款无需排队；秒付是利用摇一摇摇出付款二维码；而自助收银则是利用商场自主收银机进行扫码支付。APP 的引入大幅减少了付款所用时间，收银前的排队长度也减少了，提升了客户体验。到家模式中，主要将超市搬到了线上，线上线下价格保持一致，提供订单两个小时送到家的服务。

图 21：多点自助收银机



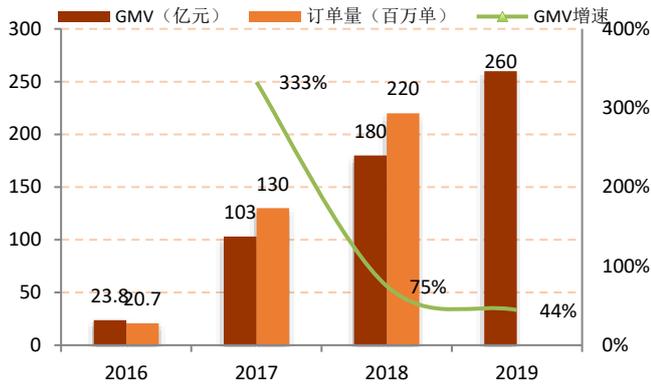
资料来源：公司官网，招商证券

3.2 多点发展迅速，2019 年 GMV 达 260 亿元

自 2015 年成立以来，多点的发展十分迅速。在 B 端，多点从北京起步，目前已经覆盖了一百多个城市，2019 年底多点在全国合作商家超过 108 家，覆盖 13000 家门店，并且客户从单一的物美到物美系以外的公司，逐渐与重庆百货、中百集团、步步高等超过半数“中国连锁零售百强企业”达成合作，此外还扩展到了联合利华、宝洁、可口可乐等品牌。由于股权和治理结构和物美联系较为紧密，为了开拓物美系商超以外的市场，Dmall 合伙人刘桂海介绍，多点提供三种层次的合作方式。第一种是全体系打通；第二种是保持商家原有的商品、会员等体系的独立，接入多点的系统；第三种是只帮商家做线上配送，不调用商家的任何数据。分层次的合作能在一定程度上减少物美竞争者的顾虑，获得更多客户。

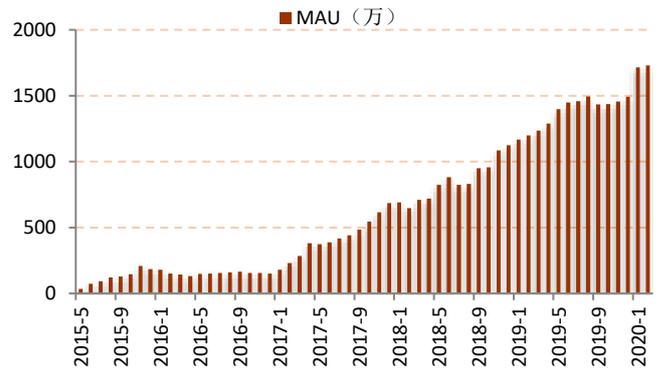
在 C 端，订单数和 GMV、MAU 在近几年来快速增长，订单量从 2016 年的 2065 万单增加至 2018 年的 2.2 亿单，GMV 从 23.8 亿增加至 2019 年的 260 亿。2019 年底，多点会员数 8500 万，MAU1700 万，从高频的 MAU 数据来看，2019 年多点仍在快速发展中。

图 22: 多点订单量以及 GMV



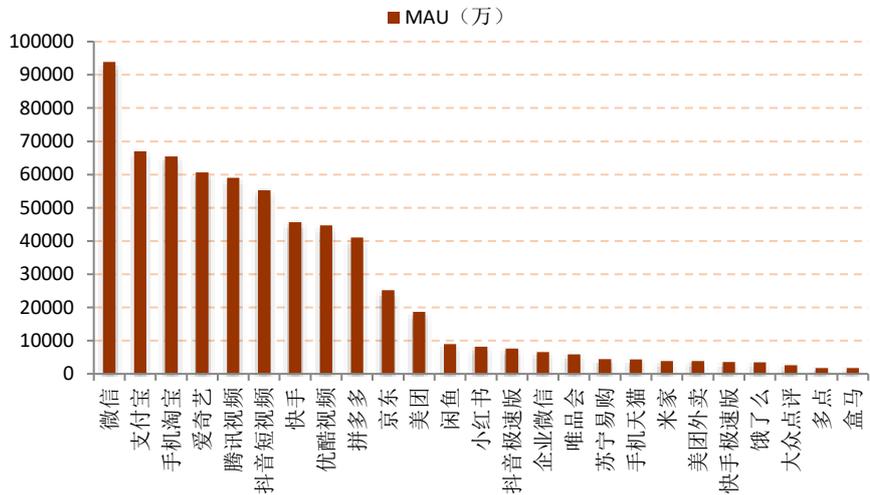
资料来源: 公司官网、招商证券

图 23: 多点 MAU



资料来源: Questmobile、招商证券

图 24: 电商类 APP 的 MAU 排名 (2020-02)



资料来源: Questmobile, 招商证券

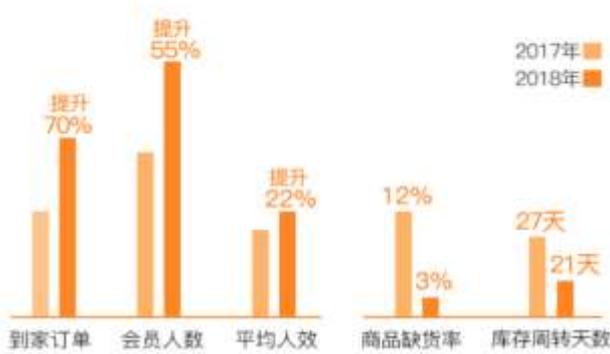
3.3 全面接入多点，物美数字化改造成果显著

物美是接受多点改造升级的最彻底的公司。物美目前的领先的数字化成果主要有：

(1) **用户数字化**。截止到 2019 年的第三季度，物美华北区整体的全渠道电子会员数量已经突破了 2475 万，北京物美会员的电子化平均达到 70% 以上。物美通过对会员地理位置分布的分析，重点对会员低覆盖率小区进行拉新，提高了拉拢新会员的效率；通过精准营销唤醒不活跃用户，增加了老会员的复购率；并且通过会员的体验数字化提升线上单量。

(2) **商品和供应链的数字化**。物美打造了数字化采销平台，缺货自动触发补货流程，及时补货，周转效率大幅提高，门店面积得以大幅降低，留出空间建立并且通过数字化的周转前置仓，使得线上线下库存完全共享，有效提高了补货和拣配效率，物美在同类超市中拥有最高的存货周转效率。

图 25: 多点对物美改造效果



资料来源: 公司官网, 招商证券

图 26: 2019 年存货周转天数对比

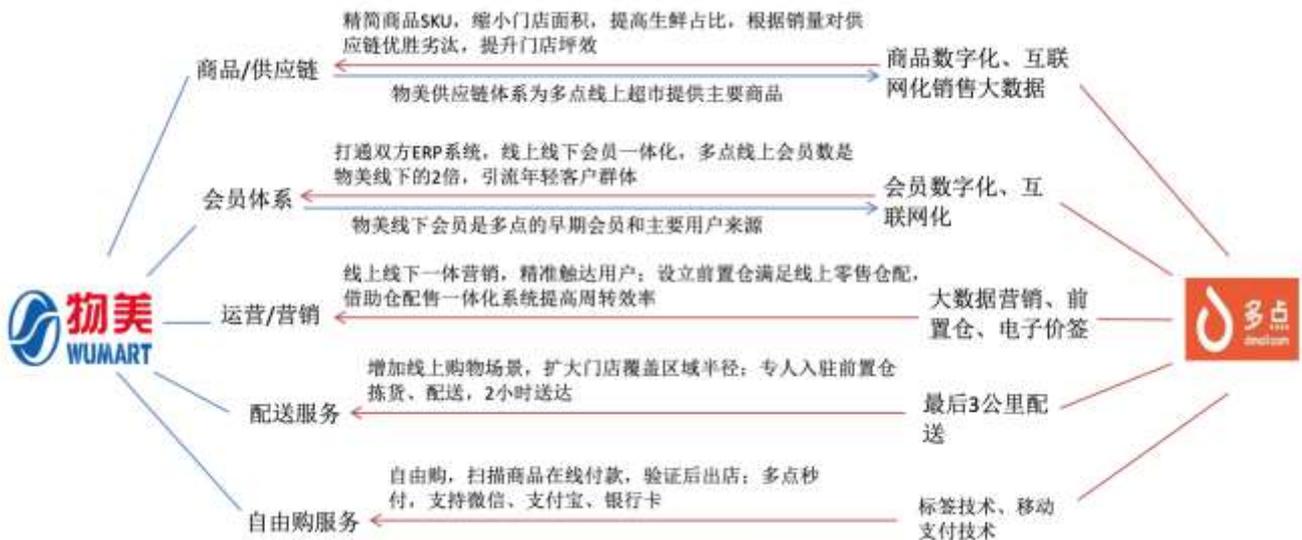


资料来源: 招商证券

(3) 营运的数字化。在营运管理方面, 物美依托多点打造了 AI 店长, 接替部分店长的工作, 系统自动生成任务并利用手机工作台分配任务到员工, 此外系统还可以监督任务的执行, 用绩效的考核来激励员工, 促进任务更好实现。

(4) 支付数字化。物美推出手机自由购、自助购、智能购物车等, 实现智能购物, 结账效率提高 3-4 倍, 并且打通 POS 系统与税务系统, 建立电子发票平台。2018 年, 物美顾客使用 APP 结账的比例超过 60%, 大大减少了结账排队现象, 提升了顾客的消费体验。

图 27: 多点改造物美方案



资料来源: 招商证券

四、收购麦德龙中国，强化国际供应链与 2B 业务

麦德龙集团、物美集团和多点 Dmall 10 月 11 日联合宣布，物美就收购麦德龙中国控股权已与麦德龙集团签订最终协议，预计最迟在 2020 年第二季度完成交割。此次交易对麦德龙中国的估值为 19 亿欧元，大致为 12 倍 EV/EBITDA (2018 年)。交易完成后，物美集团将在双方设立的合资公司成立初期持有 80% 的股份，麦德龙集团将持有 20% 股份。

未来，麦德龙中国将继续以“麦德龙”品牌保持独立经营，同时新合资公司总部将保留在目前的上海市普陀区。新合资公司将保持目前的门店规模和所有商业运营，同时将继续实施计划中的新店开发。合资公司除了保留由康德领导的目前管理团队之外，还将保留现有的员工团队。麦德龙集团将在新合资公司七人董事会中获得两席，并将在合资公司治理中持续发挥作用。

4.1 全球营收下降，中国区增长稳定

麦德龙成立于 1964 年，经过近 50 年的发展，现在麦德龙已经成为欧洲最大的商业连锁企业之一。在 2018 世界品牌 500 强排行榜中，麦德龙排名第 170 位。

麦德龙在海外以现购自运业务起家，建立仓储式超市，现购自运占麦德龙集团营业额超过 50%，产品组合和服务项目都是以餐饮企业、中小零售商、机关团体为目标顾客。公司为这些特定的客户提供食品、非食品产品组合，以及有吸引力的批发价格。麦德龙在全球 20 多个国家和地区建立了 3000 多家分店，拥有约 20 万员工，2018 财年销售额 294.76 亿欧元。

表 6: 麦德龙销售收入及净利润

单位: 百万欧元	FY2014	FY2015	FY2016	FY2017	FY2018
营业收入	38,970	37,496	36,549	29,903	29,476
EBITDA	1,753	1,606	1,816	1,430	1,357
净利润	40	254	506	325	344

资料来源: Bloomberg、招商证券

麦德龙 1995 年进入中国，与上海锦江集团合作，建立了锦江麦德龙现购自运有限公司。锦江麦德龙现购自运有限公司是第一家获得中国政府批准在中国多个主要城市建立连锁商场的合资企业。进入中国 24 年来，麦德龙在中国的门店数和销售额均稳步增长。截止 2019 年 9 月 30 日，麦德龙在中国的 59 个城市开设了 97 家商场，拥有超过 11,000 名员工和逾 800 万客户。麦德龙在全球 50 多个国家和地区引进或直采多达 4,000 多种进口商品，提供将近 25,000 多种商品，2017/2018 财年销售额达 27 亿欧元。

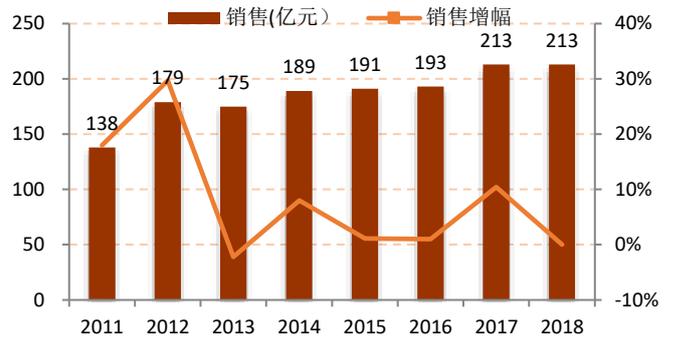
与此同时，麦德龙的全球营收并不乐观，近年来有所下滑，目前亚洲地区营收占全球营收的 14.6%，其中中国约占亚洲的 2/3 左右（2018 年门店数 94/140）。

图 28: 麦德龙在中国的门店数及增长



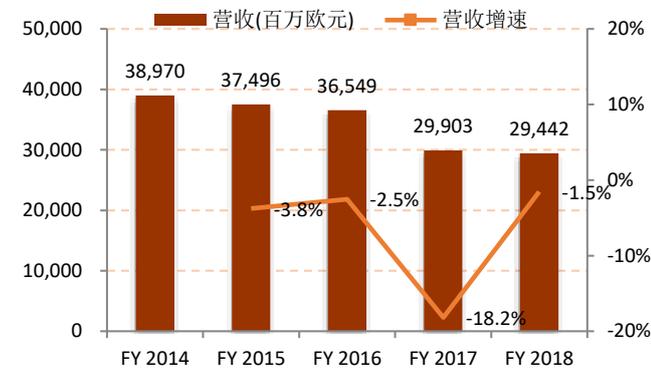
资料来源: 中国连锁经营协会、招商证券

图 29: 麦德龙在中国区的销售额



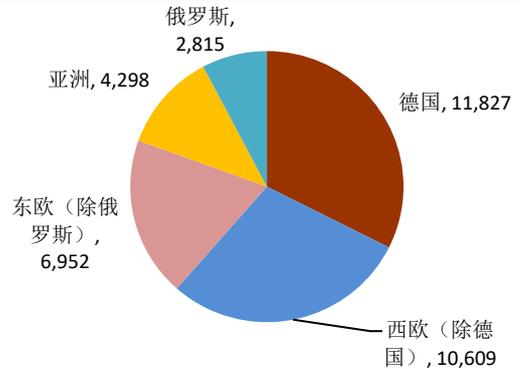
资料来源: 中国连锁经营协会、招商证券

图 30: 麦德龙全球营收 (百万欧元)



资料来源: Bloomberg、招商证券

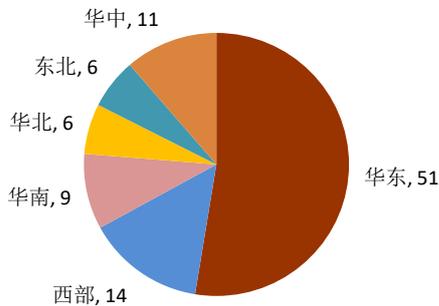
图 31: 麦德龙 2018 年分地区营收 (百万欧元)



资料来源: Bloomberg、招商证券

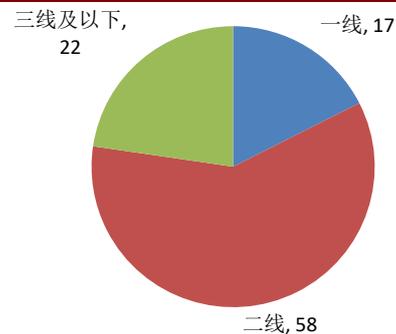
麦德龙在中国的门店主要分布在华东地区，城市选择以二线城市为主。三线城市主要开店时间集中在 2009-2015 年，占 2009-2015 年期间开店的 44%，但近几年来开店仍然重新集中在二线城市。

图 32: 2019 年 10 月麦德龙中国城市分布 (地区)



资料来源: 招商证券

图 33: 2019 年 10 月麦德龙中国城市分布 (线级城市)



资料来源: 招商证券

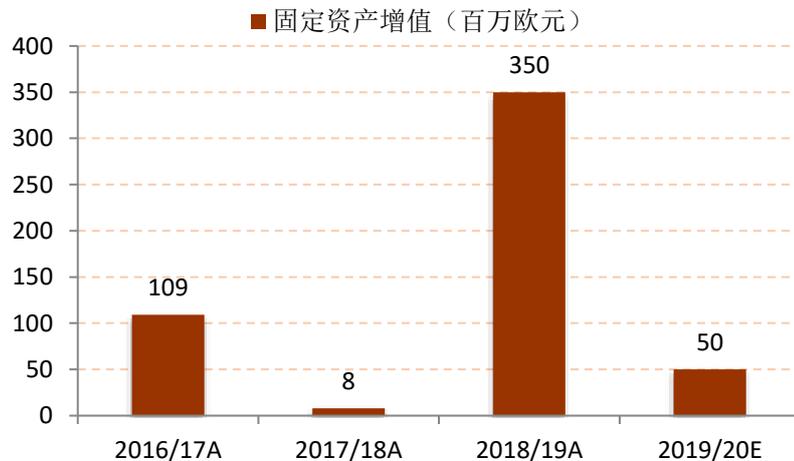
4.2 自有物业、2B 业务、国际化供应链为麦德龙核心价值

麦德龙中国本次被估计的企业价值为 19 亿欧元，销售额在过去的二十多年中稳健增长，并且 EBITDA margin 达到了 5% 以上，除去目前良好的经营状况外，麦德龙还有三大核

心优势，一是长期积累下来的自有物业价值，二是强势的 2B 业务，三是强大的国际化供应链。

(1) 坚持自有物业带来增值回报。麦德龙中国的价值之一是自持的地产价值，麦德龙中国区门店总共 97 家，其中自持物业的有 47 家。虽然自有物业模式初期成本投入很高，限制了麦德龙的扩张速度，但在二十年间国内房地产价格大幅上涨的情况下这已经成为了麦德龙中国资产的重要的一部分，甚至在之前的收购竞标者中都出现了地产巨头万科。麦德龙中国的地产在 2017、2019 年分别创造了 1.09、3.50 亿欧元的增值收入，并且管理层预计在 2020 年会创造“中等大小的两位数”的收益。

图 34: 固定资产增值收入



资料来源：公司公告、招商证券

(2) 强势的 2B 业务。2B 业务是麦德龙的核心，早期麦德龙只有 2B 业务，进入中国的前几年，只有出示营业执照等相关证件，经过注册，办理麦德龙会员卡的专业客户，才能够在麦德龙采购。麦德龙中国区总裁康德 2019 年 1 月表示 2B 业务占销售额的 40% 左右，2B 业务的增长率多年保持两位数的增长率，也远高于整体。2B 业务目前是麦德龙的核心优势所在，在中国市场少有竞争对手。此外，2B 业务为核心的经营方式结合会员制度使得麦德龙二十多年了积累了大量核心客户资源，包括中小型零售商、酒店、餐饮业、企事业单位、政府和团体等。

(3) 强大的国际化供应链。麦德龙的商品中有较多进口商品和自有品牌的商品，目前麦德龙商品中进口商品占 16%，自有品牌占 14%。自有品牌包括：宜客（入门级自有品牌，具有很高的性价比）、荟食（零食类食品系列及个人护理系列）、METRO Chef（旗舰自有品牌，精选优质的食品类）、METRO Professional（旗舰自有品牌，专业级非食品及洗化类产品）、喜迈（办公与文具产品）、亭轩（舒适的家居产品和季节性商品）。

图 35: 旗舰食品自有品牌



资料来源：公司官网、招商证券

图 36: 旗舰非食品自有品牌



资料来源：公司官网、招商证券

此外，麦德龙建立麦咨达以加强对供应链的管理和追溯。麦咨达通过与农户企业的合作，实施全供应链控制和准确的信息录入，建立了一套完善且强大的可追溯系统。除了对源头的把控，麦德龙对食材的加工处理、运输和销售等环节，同样实行严格的管理和记录。目前麦咨达可追溯商品多达 4500 多种，覆盖农产品的主要品类，可追溯产品中生鲜品类的销售在麦德龙的占比近 60%。麦咨达的可追溯性在用户群体中产生了良好口碑，根据 2016 年麦德龙关于麦咨达的顾客调查显示，有 80%左右的顾客对麦咨达和可追溯系统已经非常了解；近一半的顾客在同类产品中更倾向于购买麦咨达产品，更有 13%的顾客只认准麦咨达产品。

4.3 优势互补，物美麦德龙有望形成良好协同效应

物美有望借助麦德龙进一步提升供应链能力。麦德龙具有更多国际供应链资源和标准化食品追溯工具，物美可以进一步丰富自己的产品，并且借助供应链整合有望在上游更好推进供应链低成本、标准化发展，也可以帮助物美提高食品安全方面专业性，完善在这一方面的相对不足。物美可以借助麦德龙的国际化、高质量的供应链体系，提供和其他本土零售公司差异化的产品，提升竞争力。

麦德龙具有 2B 业务经验和资源可以帮助物美更快进军 2B 业务。物美 2018 年 9 月提出要进军 2B 行业，计划通过其关联公司链商优供进行。物美 B2B 业务计划分两步走，第一步先从生鲜及周边品类开始，为企业采购、机关食堂以及餐饮客户提供食材配送，第二步从生鲜品类延伸到食品和非食，最终扩充到全品类。麦德龙在 2B 业务上具有大量经验和资源，可以帮助物美更好地开拓 2B 市场，甚至可以借鉴整合跳过第一阶段直接开展全品类 2B 业务，大量客户资源也可以给物美提供部分客户分流，让其 2B 业务可以更加顺利开展。

物美具有强大的数字化能力可以帮助麦德龙提高运营效率。麦德龙选择物美看中的就是其强大的数字化能力。在收购发生之前，麦德龙和多点就建立了合作关系。目前多点分别对麦德龙北京万泉河店和重庆南岸店两家门店进行试点数字化改造，并提供智能购和 O2O 到家服务。截止 2019 年 9 月底，上述两家门店的注册会员同比增长 3.2 倍，9 月单量增长 3.1 倍。收购完成之后，由于多了股权上的关联，麦德龙和多点及物美的利益更加统一，有望在之后开展更深度的合作，进一步提高企业效率。

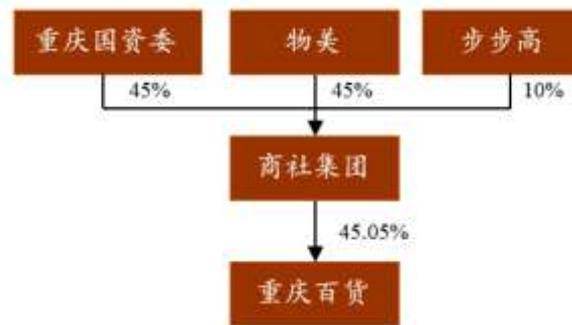
五、参与重庆百货混改，进军西南市场

5.1 增资方式入股重庆商社集团，张文中出任董事长

2018年4月9日，重庆百货大股东商社集团公告混合所有制改革方案，以公开征集方式引进两名战略投资者。2019年6月21日物美集团与步步高正式确认为战投方，并于6月25日正式签署《增资协议》。2020年3月24日，商社集团股权转让正式完成，转让后商社集团的股权结构由重庆国资委持股100%，变更为重庆国资委、物美、步步高分别占商社集团股份的45%、45%、10%，无任何一个股东能够单独实现对商社集团和公司的实际控制。其中，物美以货币资金70.75亿元进行增资，指定全资子公司天津滨海新区物美津融商贸有限公司（简称：天津物美）持有商社集团股权，此后物美将间接持有重庆百货20.25%的股份。

同时，商社集团层面股东结构重大变化触发要约收购。预定收购股份数量为2.23亿股，占被收购公司总股本的比例为54.93%，要约价格为27.16元/股。

图 37：重庆百货混改方案股权关系图



资料来源：公司公告、招商证券

重庆商社集团混改完成后管理层发生重大人事变动，物美集团实际控制人张文中当选重庆商社集团董事长，重庆百货董事长何谦任总经理。此外，马上消费金融创始人赵国庆任重庆百货总经理，王欢（重庆百货百货事业部总经理）、乔红兵（物美集团副总裁兼多点CIO）任副总经理，王金录（物美集团计财部副总监）任财务总监。高管人事调整将使得物美集团对重庆百货的经营产生较大的影响力。

4.2 多方面进行零售资源协同与经营提效

物美入股重庆百货实现了其在西南零售市场的扩张目标。商社集团2018年销售额为674.89亿元，同比增长13.3%，位列2018中国连锁百强榜第8位，在西南地区尤其在重庆具有较大影响力和规模效应，主要有百货、超市、电器等多个业态。截止2019年末，重庆百货网点覆盖重庆36个区县，并延伸至四川、贵州、湖北等地，经营网点总数308个，面积总计190.54万平方米。之后物美在重庆的网点或将交由重庆百货托管，而此前收购的麦德龙，在西南市场总共布局了11家门店，可与重百形成联动效应。

强强联手实现西南市场数字化、供应链的资源协同。在零售数字化方面，物美一直与多点DMALL合作，着力全渠道网络的打造，重庆百货旗下多家门店现已上线多点的智能购业务，初步实现了门店、用户、供应链的数字化转型。同时，重庆百货也为物美拓展了

其全渠道线上线下合作的更多商机。参与混改的步步高在湘赣川渝等地也具有较强的零售实力，步步高的智慧零售建设与物美+多点 DMALL 运营方式均已获得一定成果，两者的经验输出可帮助重百提升线上渠道的运营能力。三方联手有望在采购资源整合、仓储物流合作、新零售技术共享等方面进行零售资源协同互补，改善供应链与经营能力，全面提升三方在西南区域的竞争力。

优化重百股权结构，激发企业内生动力。物美与步步高均为民营企业，入股重百后有望为公司引入更灵活的管理经验，包括推动职业经理人制度、实施市场化选聘和考核、推行更充分灵活的激励约束机制等，形成更高效的市场化运营机制，帮助重百实现经营提效。

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

宁浮洁，商贸零售首席分析师。南京大学经济学硕士，曾任职于中泰证券零售组，覆盖商业零售行业，18 年加盟招商证券，产业资源丰富，逻辑清晰。

丁浙川，布里斯托大学金融学硕士，曾任职于华泰证券零售组，2019 年加入招商证券，主要方向为新新零售和超市。

周洁，同济大学、KEDGE Business School 管理学双硕士，2018 年加入招商证券，主要方向为电商和化妆品。

感谢实习生毛梓汀、施佳庆对本文的贡献。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有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业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。