

重庆百货 (600729)

低估值高股息的混改先锋, 消费复苏+多元业务促业绩高增

增持 (首次)

2023年06月01日

证券分析师 吴劲草

执业证书: S0600520090006

wujc@dwzq.com.cn

证券分析师 阳靖

执业证书: S0600523020005

yangjing@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入 (百万元)	18,304	20,295	22,122	23,547
同比	-13%	11%	9%	6%
归属母公司净利润 (百万元)	883	1,240	1,385	1,531
同比	-7%	40%	12%	11%
每股收益-最新股本摊薄 (元/股)	2.17	3.05	3.41	3.77
P/E (现价&最新股本摊薄)	13.54	9.65	8.64	7.81

关键词: #股息率高 #比同类公司便宜

投资要点

- **重庆百货是一家具有百年经营历史的龙头商业企业:** 公司是重庆地区的零售商业龙头, 前身可追溯至 1920 年的宝元通, 在当地享有独一无二的商业地位。至 2022 年底, 重庆百货运营 52 家百货、162 家超市、41 家电器、36 家汽贸业态门店, 具备多元化的业务组合和广泛的门店网络, 各细分业态的经营规模均位列当地前列。
- **2023 年恢复放开之后公司零售业务有望复苏:** 公司主业中大约 67% 的毛利额来自超市和百货业态, 放开后零售板块景气度和业绩有望回暖。2023Q1, 公司实现收入 51.1 亿元, 同比-3.2%; 实现归母净利润为 4.7 亿元, 同比+15.9%。未来, 公司将进一步优化门店结构和供应链效率, 并不断尝试轻资产扩张, 零售业态的利润率和资产回报率有望提升。
- **混改+股权激励有望释放公司经营活力:** ①混改方面, 2015 年以来公司通过混改的方式实现资产整体上市, 并引入物美、步步高等企业作为战略投资者, 以改善公司经营治理。2023 年 5 月 11 日公司公告, 拟以 48.6 亿元对价反向吸收合并重庆商社 (主要拥有一些零售商业物业资产), 从而实现集团零售板块的整体上市。②股权激励方面, 2022 年 9 月公司股权激励计划完成授予, 有望提升核心员工积极性。
- **马上消费金融具备牌照+场景+技术优势, 正在快速成长:** 重庆百货是马上消费金融的第一大股东, 持股比例为 31%。马上消费金融是国内头部的持牌消费金融企业, 主营循环额度贷款产品和消费商品分期产品。得益于牌照+场景+风控及技术优势, 马上消费金融近年来快速成长, 2022 年实现归母净利润 17.9 亿元, 同比+29.4%, 并为重百共吸纳了 5.55 亿元的投资收益 (占当年利润总额的 56%)。随未来行业规模扩大和正规化, 该业务有望持续高增。
- **盈利预测与投资评级:** 公司具备低估值+高股息特点, 2022 年股息率达 2.9%。未来恢复放开+经营治理改善后, 公司业绩还有进一步成长的空间。我们预计公司 2023~25 年归母净利润为 12.4/ 13.9/ 15.3 亿元, 同比+40%/ +12%/ +11%, 对应 5 月 31 日收盘价为 10/ 9/ 8 倍 P/E, 首次覆盖, 给予“增持”评级。
- **风险提示:** 市场竞争加剧, 消费不及预期, 消费金融业务相关风险等。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	29.43
一年最低/最高价	19.11/32.15
市净率(倍)	2.12
流通 A 股市值(百万元)	11,824.87
总市值(百万元)	11,964.13

基础数据

每股净资产(元,LF)	13.85
资产负债率(% ,LF)	68.75
总股本(百万股)	406.53
流通 A 股(百万股)	401.80

内容目录

1. 公司简介：重庆百货零售龙头企业	5
1.1. 业务简介：呈现零售+金融多业务经营格局	5
1.2. 公司股权结构清晰，推行股权激励调动员工积极性	7
1.3. 疫情期间零售业务营收承压，金融业务贡献主要利润	8
2. 四大业态齐头并进，各具发力点有望增厚利润	9
2.1. 百货铸造品牌力壁垒，线上线下共同发力	10
2.2. 超市：经营效率提升，数字化进程持续推进	14
2.3. 电器：深化战略品牌合作，渠道下沉打通最后一公里	17
2.4. 汽贸：毛利率持续提升，持续挖掘盈利增长点	19
3. 参股马上消费金融拓宽业务，享消费金融行业红利	21
4. 盈利预测与投资评级	23
4.1. 关键假设	23
4.2. 盈利预测及估值	24
5. 风险提示	25

图表目录

图 1: 重庆百货发展历程.....	5
图 2: 重庆百货业务布局.....	5
图 3: 疫情以来由于零售业务受损, 马上消费占公司利润总额之比有所上升.....	6
图 4: 混改前后股权结构变化.....	7
图 5: 2017-2022 公司营业总收入及增速.....	8
图 6: 2017-2022 公司归母净利润及增速.....	8
图 7: 2017-2022 重庆百货毛利率及净利率.....	9
图 8: 2017-2022 重庆百货费用率.....	9
图 9: 2017-2022 年重庆百货分地区营收占比.....	9
图 10: 2018-2022 重庆百货分业态毛利占比.....	10
图 11: 新世纪百货与重庆百货门店.....	11
图 12: 2018-2022 百货业态营收及增速.....	12
图 13: 2018-2022 百货业态毛利率.....	12
图 14: 2018-2022 百货业态门店数量.....	12
图 15: 2018-2022 百货业态门店面积.....	12
图 16: 2018-2022 百货业态店效及增速.....	13
图 17: 2018-2022 百货业态单位面积毛利润及增速.....	13
图 18: 2018-2022 百货业态物业租赁/自有比例.....	13
图 19: 2017-2022 公司会员增长量.....	14
图 20: 2020-2022 公司会员销售额占比.....	14
图 21: 2018-2022 超市业态营收及增速.....	14
图 22: 2018-2022 超市业态毛利率.....	14
图 23: 2018-2022 超市业态门店数量.....	15
图 24: 2018-2022 超市门店面积.....	15
图 25: 2018-2022 超市业态店效及增速.....	15
图 26: 2018-2022 超市业态坪效及增速.....	15
图 27: 2022 年重庆地区各品牌超市数量(家).....	16
图 28: 2017-2022 超市业态可比公司毛利率.....	16
图 29: 公司电器业态部分合作品牌.....	17
图 30: 重百家电节.....	17
图 31: 2018-2022 电器业态营收及增速.....	17
图 32: 2018-2022 电器业态毛利率.....	17
图 33: 2018-2022 电器业态门店数量.....	18
图 34: 2018-2022 电器业态门店面积.....	18
图 35: 2018-2022 电器业态店效及增速.....	18
图 36: 2018-2022 电器业态坪效及增速.....	18
图 37: 公司汽贸业态部分代理品牌.....	19
图 38: 2018-2022 汽贸业态营收及增速.....	19
图 39: 2018-2022 汽贸业态毛利率及增速.....	19
图 40: 2018-2022 汽贸门店数.....	20
图 41: 2018-2022 汽贸门店面积.....	20
图 42: 2018-2022 汽贸业态店效及增速.....	20

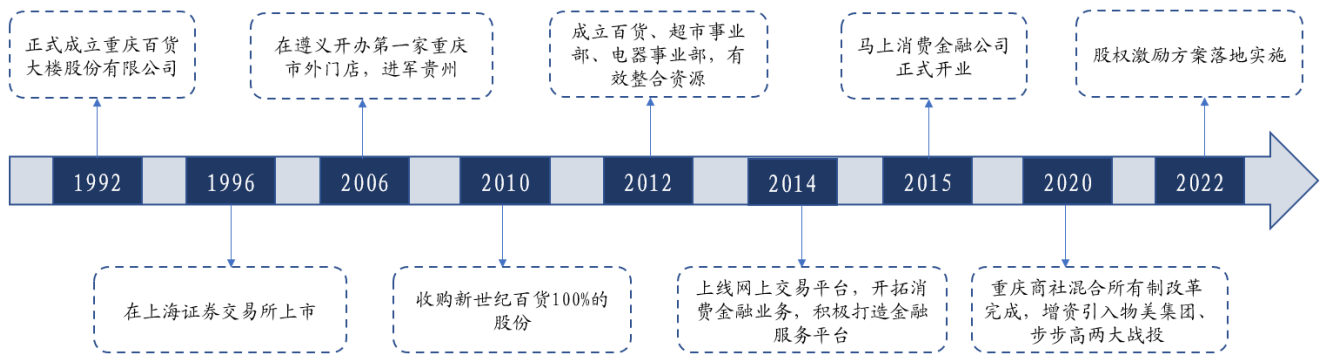
图 43:	2018-2022 汽贸业态坪效及增速	20
图 44:	马上消费金融净利润及增速	21
图 45:	马上消费金融为重百贡献的投资收益及增速	21
图 46:	2022 年马上消费营业收入在消金行业排名第 2	22
图 47:	2022 年马上消费净利润在消金行业排名第 3	22
图 48:	马上消费金融股权结构 (截至 2023/04/19)	22
表 1:	2022 年重庆百货分业态经营情况	6
表 2:	重庆百货股权激励计划	7
表 3:	重庆百货股权激励计划业绩考核要求	8
表 4:	2022 年重庆百货物业情况	10
表 5:	营业收入前 10 家百货 (含购物中心) 门店信息	11
表 6:	马上消费旗下 APP 简介	21
表 7:	公司各业态收入及毛利预测	23
表 8:	公司总收入及归母净利润预测	24
表 9:	可比公司估值表 (更新至 5 月 31 日)	24

1. 公司简介：重庆百货零售龙头企业

1.1. 业务简介：呈现零售+金融多业务经营格局

重庆百货深耕零售行业数百年，运营经验深、根基牢。公司前身和追溯至1920年，历经宝元通、三八百货商店、重庆百货商店、重庆百货大楼等形态更迭，1992年成立重庆百货大楼股份有限公司，1996年于上交所上市，成为重庆市第一家商业上市公司。

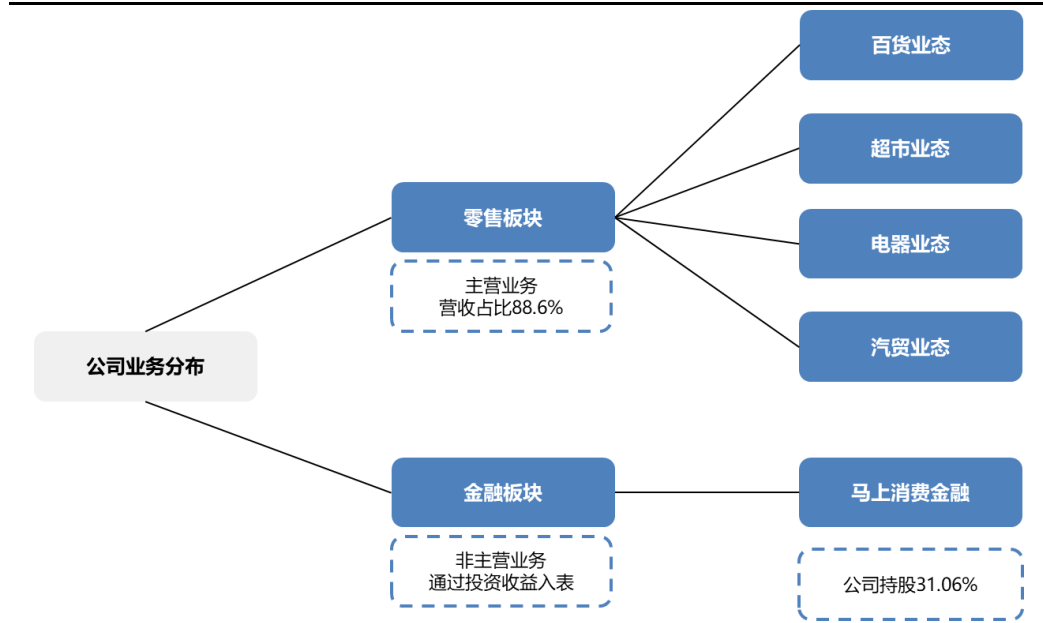
图1：重庆百货发展历程



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

公司业务涵盖零售+金融两大板块，四大业态稳步发展。于零售板块，公司主要从事百货、超市、电器和汽车贸易等四大业态经营，2022年合计收入占比88.6%。于金融板块，公司是马上消费金融的第一大股东，持股比例为31.06%。马上消费金融是稀缺的持牌消费金融公司，近年来快速发展，为公司贡献可观的投资收益。

图2：重庆百货业务布局



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

公司零售业态分布广阔，涵盖百货、超市、电器、汽贸四大板块。四大板块中，百货毛利率高达 64%，贡献较多利润，2022 年毛利润占主营业务 36%。超市业态贡献最多收入，但毛利率较低、费用额较高，因此在公司利润结构中的占比低于百货业务。

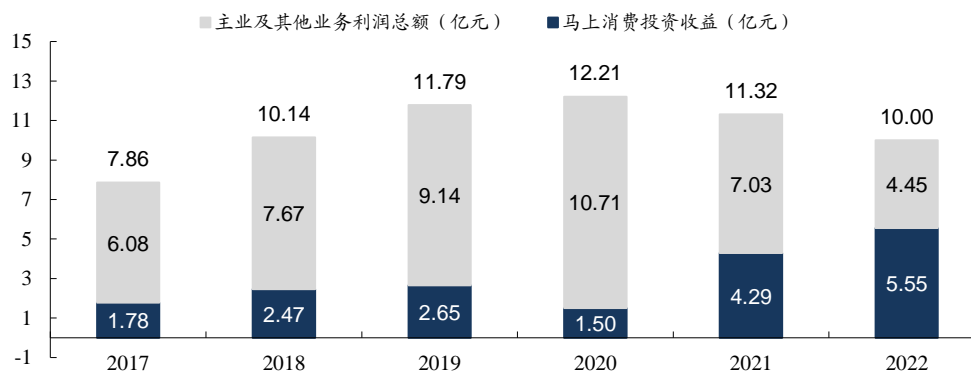
表1: 2022 年重庆百货分业态经营情况

	百货业态	超市业态	电器业态	汽贸业态
收入 (亿元)	18.52	65.44	24.49	53.74
毛利润 (亿元)	11.90	10.12	4.86	3.92
毛利率	64.25%	15.47%	19.84%	7.29%
门店数 (家)	52	162	41	36
面积 (万平方米)	123.84	75.46	15.85	11.24
店效 (百万元/店)	35.61	40.39	59.73	149.29

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

重百是马上消费金融的第一大股东，享消费金融行业发展红利。马上消费金融是一家持牌的消费金融公司。2014 年 7 月，重庆百货作为主要发起人，与物美、秭润、重庆银行、阳光财产保险、小商品城共同发起设立马上消费金融。重庆百货于 2016/2017/2018 年对马上消费三次增资，共出资 12.42 亿元，目前持股 31.06%，是马上消费的第一大股东。2022 年，马上消费金融实现归母净利润 17.88 亿元，为重庆百货贡献投资收益 5.55 亿元，占重庆百货利润总额之比达 55.5%。

图3: 疫情以来由于零售业务受损，马上消费占公司利润总额之比有所上升

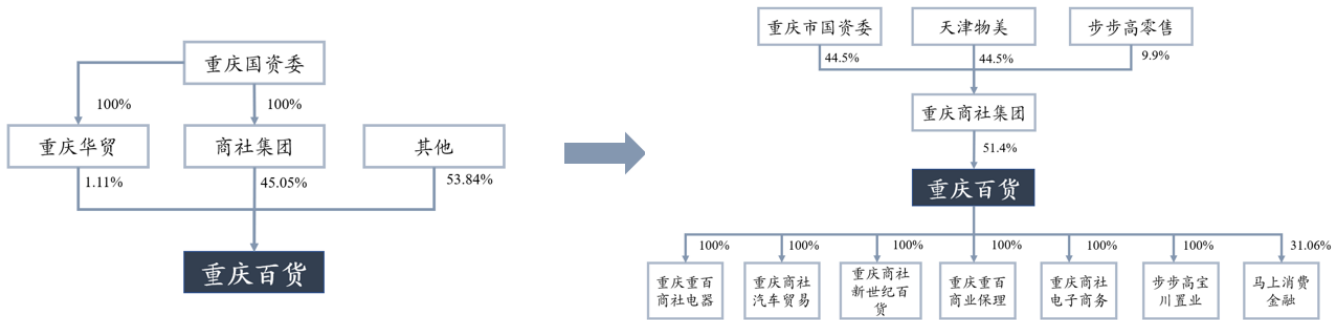


数据来源: 公司年报, 东吴证券研究所

1.2. 公司股权结构清晰，推行股权激励调动员工积极性

实控人为重庆国资委，股权结构较为明晰。截至 2023Q1，重庆百货的第一大股东是重庆商社，持股比例为 51.4%。重庆商社由重庆市国资委控股 44.5%，物美/步步高分别持有重庆商社股份 44.5%/9.9%。

图4：混改前后股权结构变化



数据来源：公司年报，东吴证券研究所

拟反向吸收合并重庆商社，公司零售业务将实现整体上市。此前公司零售业务的物业资产和一部分业务在母公司重庆商社体内。2015 年来公司寻求通过混改来提升总体治理经营效率。2016~2020 年公司先后经历三次混改。分批将重庆商社旗下资产置入上市公司体内，并引入战投物美、步步高等战略投资者。2023 年 5 月公司公告，将对重庆百货实施反向吸收合并并实现整体上市，交易对价为 48.6 亿元，将以增发股份的形式支付交易对价。本次交易完成后，重庆商社的零售业务将实现整体上市。

股权激励计划落地，有望绑定核心员工利益。2022 年 9 月，公司限制性股票激励计划完成授予，激励对象包括公司总经理、副总经理等高级管理人员 5 人及其他核心骨干 46 人，共授予 463 万股，占总股本 1.14%。公司股权激励考核条件包括净利润增长率和净资产收益率等，在 2022-2024 年三个会计年度中，若当期业绩考核达标可解除限售。混改实施后，引入物美、步步高董事高管赋能公司发展，公司管理层发生较大变动，5 名董事中国资/物美/步步高各占 2/2/1 席。该限制性股票激励计划的推行，有望充分调动员工积极性，绑定核心员工利益。

表2：重庆百货股权激励计划

股权激励计划	激励对象	股票数量 (万股)	占拟授予股票总量比例	占总股本的比例
2022 年股权激励计划	高级管理人员 (5 人)	90	19.44%	0.22%
	其他核心骨干 (46 人)	373	80.56%	0.92%
	合计	463	100%	1.14%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

表3: 重庆百货股权激励计划业绩考核要求

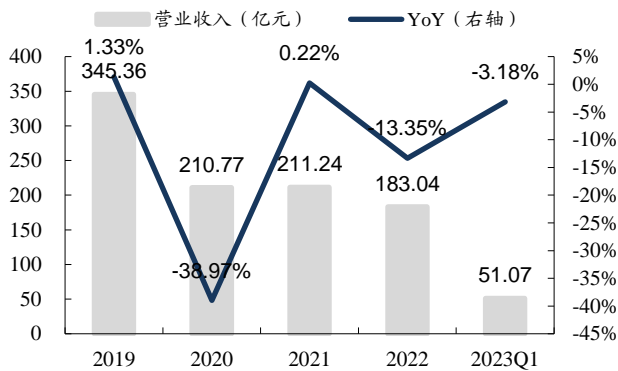
解除限售期	业绩考核条件
第一个解除限售期	(1) 净利润增长率: 2022 年度净利润增长率不低于 5%; (2) 净资产收益率: 2022 年度净资产收益率不低于 10%。
第二个解除限售期	(1) 净利润增长率: 2022—2023 年度各年度净利润增长率的合计数不低于 15%; (2) 净资产收益率: 2022—2023 年度净资产收益率两年加权平均数不低于 10%。
第三个解除限售期	(1) 净利润增长率: 2022—2024 年度各年度净利润增长率的合计数不低于 30%; (2) 净资产收益率: 2022—2024 年度净资产收益率三年加权平均数不低于 10%。

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

1.3. 疫情期间零售业务营收承压, 金融业务贡献主要利润

零售业务短期承压, 未来有望逐渐回暖。2022 年公司营收下滑至 183.04 亿元, 同比-13.4%, 归母净利润下滑至 8.83 亿元, 同比-9.9%, 主要受疫情、高温限电等因素影响。公司迅速进行经营策略调整, 加速开展数字化布局, 并不断优化门店结构, 未来有望受益于消费回暖及经营效率提升, 而实现业绩恢复。

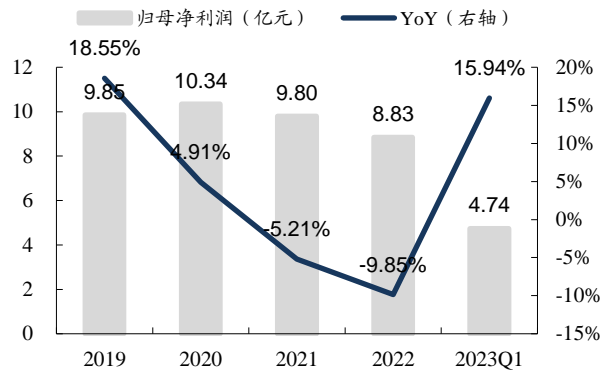
图5: 2017-2022 公司营业总收入及增速



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

注: 公司自 2020 年起执行新收入准则, 采用净额法确认联营收入, 造成收入下降。

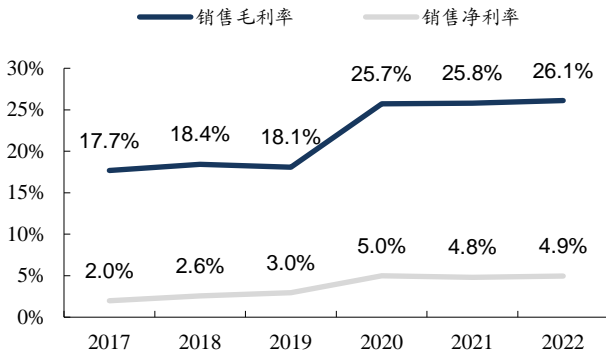
图6: 2017-2022 公司归母净利润及增速



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

公司利润率、费用率略有提升。2017-2022 年, 公司销售毛利率从 17.7% 提升至 26.1%, 净利率从 2.0% 提升至 4.9%, 主要系新收入准则采用净额法确认联营收入, 收入及成本同步下降, 且费用率有所提升。2022 年, 财务费用率存在小幅提升, 主要系新租赁准则执行后, 租赁负债的利息费用列报于财务费用中。

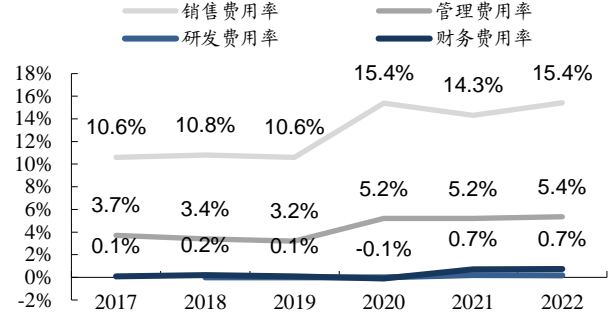
图7: 2017-2022 重庆百货毛利率及净利率



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

注: 公司自 2020 年起执行新收入准则, 采用净额法确认联营收入, 造成利润率提升。

图8: 2017-2022 重庆百货费用率

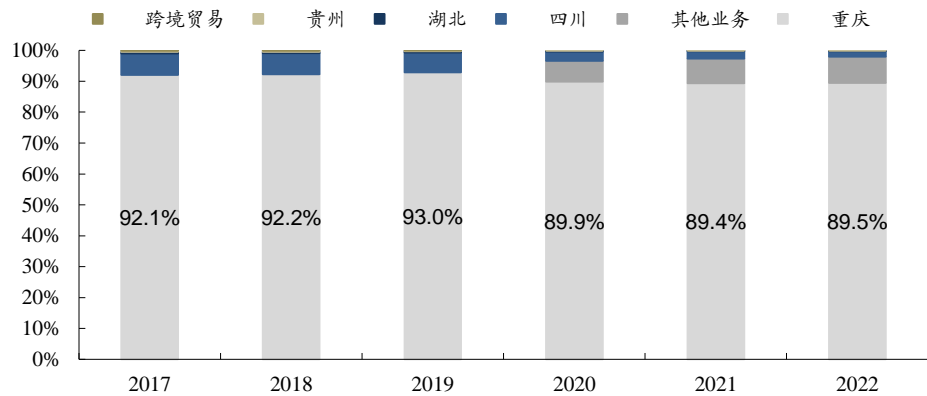


数据来源: Wind, 东吴证券研究所

注: 公司自 2020 年起执行新收入准则, 采用净额法确认联营收入, 造成利润率提升。

重庆地区是公司的核心经营市场。公司经营区域覆盖重庆和四川、贵州、湖北等地, 主要布局重庆市场。2022 年, 重庆地区实现营收 163.74 亿元, 占总营收的 89.5%, 是核心经营市场。公司在重庆地区享有较高知名度及美誉度, 塑造了良好口碑, “重庆老百姓最喜爱的超市” 形象深入人心。

图9: 2017-2022 年重庆百货分地区营收占比



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

2. 四大业态齐头并进, 各具发力点有望增厚利润

物业面积广阔, 主要分布于重庆地区。2022 年, 公司物业总面积 226.39 万平米, 自有物业建筑面积 79.36 万平米, 租赁物业面积 147.03 万平米。门店共 291 家, 重庆/四川/贵州/湖北分别 273/14/1/3 家。

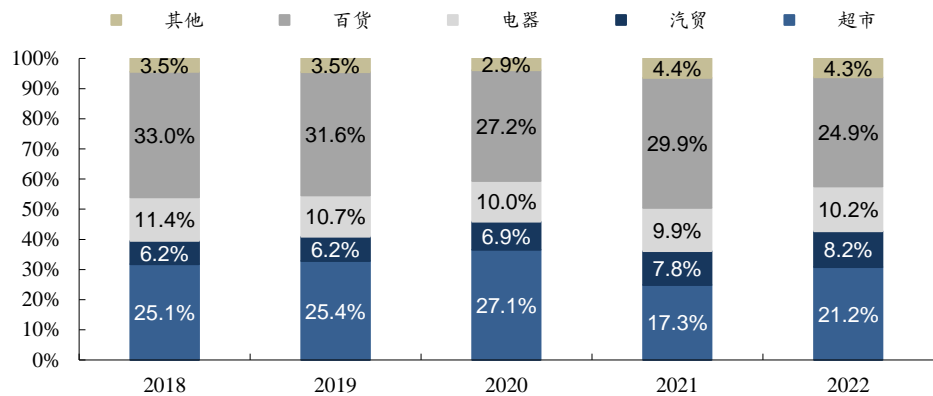
表4: 2022年重庆百货物业情况

地区	经营业态	自有物业门店		租赁物业门店	
		门店数量	建筑面积(万平方米)	门店数量	建筑面积(万平方米)
重庆地区	百货业态	17	43.51	25	55.53
重庆地区	超市业态	22	12.65	132	59.51
重庆地区	电器业态	10	4.73	31	11.12
重庆地区	汽贸业态	9	6.05	27	5.19
四川地区	百货业态	3	11.45	5	9.9
四川地区	超市业态	2	0.97	4	1.75
贵州地区	百货业态	0	0	1	1.76
湖北地区	百货业态	0	0	1	1.69
湖北地区	超市业态	0	0	2	0.58

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

百货业态毛利贡献逐渐收缩, 超市业态毛利贡献开始回升。2022年, 公司百货/超市/电器/汽贸业态毛利占比分别为 24.9%/21.2%/10.2%/8.2%。百货业态毛利占比近年来有下降趋势, 从2018年的33.0%缩减为24.9%; 汽贸的毛利占比从2018年的6%提升至2022年的8%。

图10: 2018-2022重庆百货分业态毛利占比



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

2.1. 百货铸造品牌力壁垒, 线上线下共同发力

公司百货业务拥有重庆百货、新世纪百货两大品牌。2022年, 公司百货事业部拥有门店52家, 其中重庆/四川/贵州/湖北分别拥有42/8/1/1家, 经营面积123.84万平方米。近年来百货业态优化供应链、经营结构, 2022年直营供应商销售占比达65%, 引进超22个系统外全新品牌, 解放碑等主城四大商圈品牌重叠率低于45%。

表5: 营业收入前 10 家百货 (含购物中心) 门店信息

序号	地区	名称	地址	物业权属	面积 (平米)
1	重庆	世纪新都	江北区观音桥建新北路 1 号	自有	62,746.54
				租赁	12,294.00
				租赁	3,396.65
2	重庆	凯瑞商都	沙区三峡广场双巷子 6 号煌华新纪元购物广场 1-5 楼	租赁	35,467.82
3	重庆	万州商都	万州区高笋塘太白路 2 号	自有	30,316.19
				自有	35,756.37
				租赁	2,950.00
4	重庆	瑞成商都	九龙坡区杨家坪商业步行街	租赁	1,169.19
				租赁	595
				自有	27,835.35
5	重庆	重百大楼	重庆市渝中区民权路 2 号	自有	33,987.48
6	重庆	涪陵商都	涪陵区兴华中路 34 号	自有	962.43
				租赁	83,482.74
7	重庆	阳光世纪	重庆江北建新北路一支路 3 号负 1-8 层	租赁	24,816.52
8	重庆	江津商场	江津区几江大什字建宇大楼负 2 层-9 层	自有	31,564.00
9	四川	南充商都	南充市顺庆区人民南路 66 号	租赁	1,632.00
				自有	27,496.69
10	重庆	沙坪商场	沙坪坝区小新街 75#1-7	自有	1,113.16
				租赁	

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

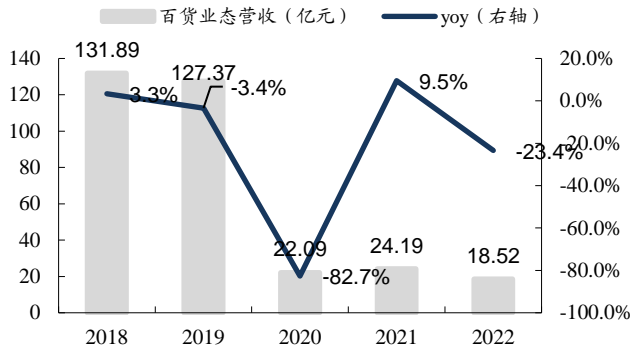
图11: 新世纪百货与重庆百货门店



数据来源: 微信公众号, 东吴证券研究所

疫情叠加高温限电,拖累百货业绩表现。2022年,公司百货业态收入为18.52亿元,同比-23.4%;毛利率为64.3%,同比-3.1pct。自2020年新收入准则实施后,公司采用净额法确认联营收入,百货业态营收、成本大幅下滑,毛利率相应上升。2022年受到重庆高温限电及疫情的影响,公司中心城区和大部分区县百货商场关门歇业,使公司百货业务短期承压。

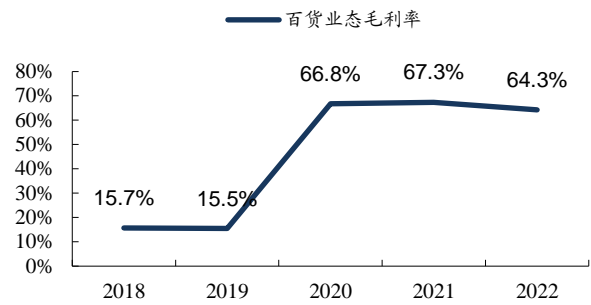
图12: 2018-2022 百货业态营收及增速



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

注: 公司自2020年起执行新收入准则, 采用净额法确认联营收入。

图13: 2018-2022 百货业态毛利率

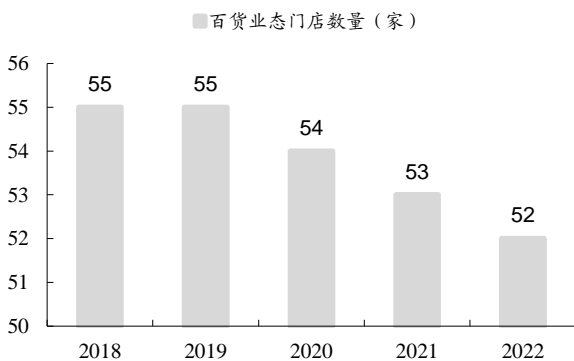


数据来源: Wind, 东吴证券研究所

注: 公司自2020年起执行新收入准则, 采用净额法确认联营收入。

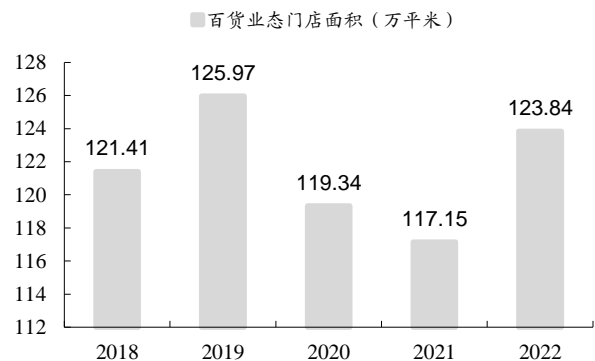
近年来公司百货业务的发展重心在于优化门店结构、提升经营效率。近年来公司百货业务门店总数呈小幅下降趋势, 从2018年的55家下降到2022年的52家。公司未来百货业务的主要工作重心在于对门店结构的调整, 关闭部分效益一般的门店, 并对现有门店进行升级改造。这在短期内造成门店数量下滑, 但长期有利于公司优化经营效率、提升净利润率。

图14: 2018-2022 百货业态门店数量



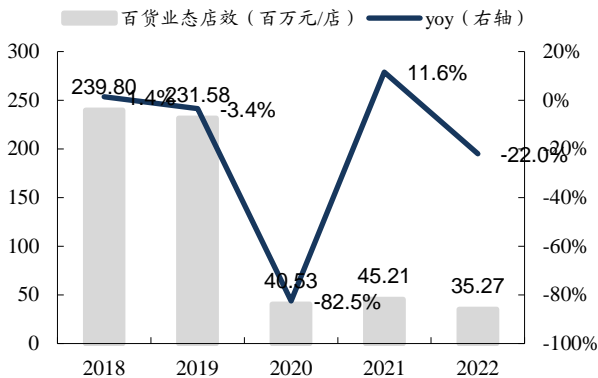
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图15: 2018-2022 百货业态门店面积



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

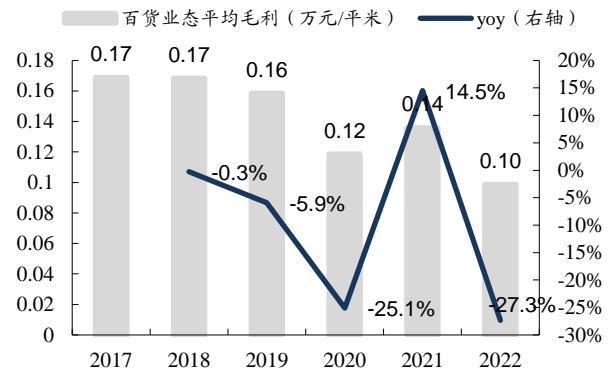
图16: 2018-2022 百货业态店效及增速



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

注: 公司自 2020 年起执行新收入准则, 采用净额法确认联营收入。

图17: 2018-2022 百货业态单位面积毛利润及增速

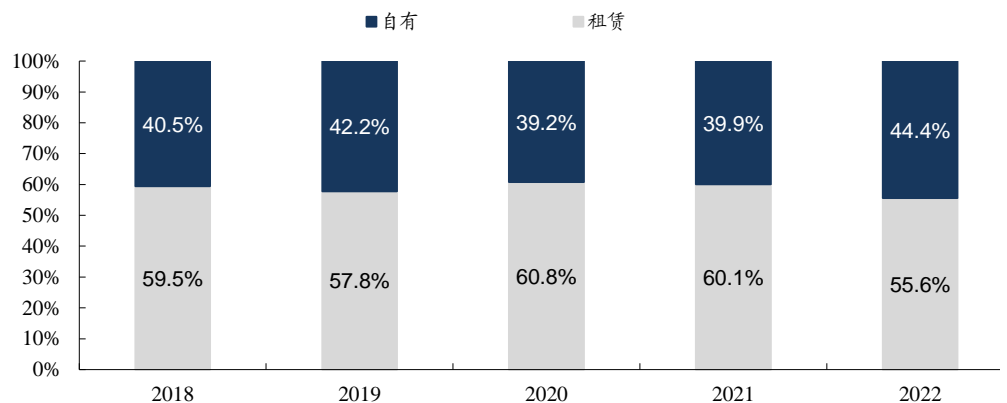


数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

注: 公司自 2020 年起执行新收入准则, 采用净额法确认联营收入。

百货业态 44%门店为自有物业, 租赁: 自有比例相对稳定。2022 年, 公司百货业态租赁/自有比例分别为 55.6%/44.4%, 相比于 2021 年, 租赁物业比例小幅下滑。总体来看, 公司百货业态物业租赁/自有比例相对稳定, 近 5 年租赁物业占比在 55%-60%左右浮动, 自有物业占比在 40%-45%左右浮动。

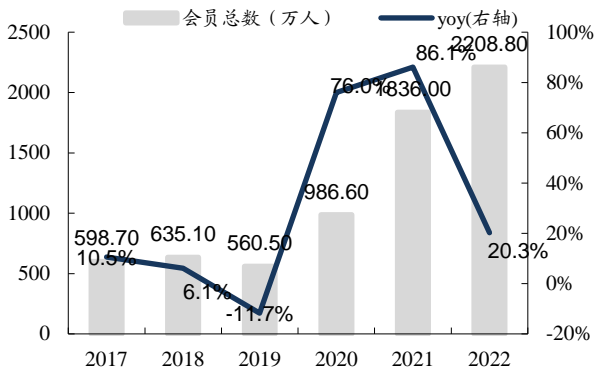
图18: 2018-2022 百货业态物业租赁/自有比例



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

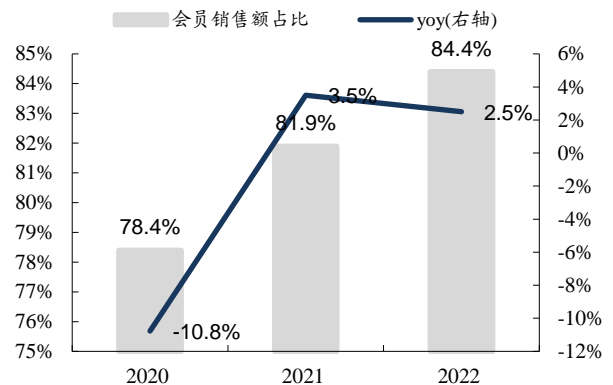
拓宽线上消费场景, 稳抓会员建设开拓增长点。疫情期间, 百货等线下消费受阻, 对此公司打造云柜台, 上线品牌 880 个, 运用数字化工具加强个性化营销, 打造自媒体流量矩阵。2022 年, 公司线上开展促销活动 57 档, 销售额 27.75 亿元, 同比+11%, 销售额占比 8.53%, 百货业态线上销售同比+240%。公司大力打造会员体系, 2022 年, 公司会员总数量 2208.8 万人, 同比+20.3%, 会员销售额 154.48 亿元, 同比+2.5%, 占比 84.4%, 百货板块会员总数达 637.0 万, 会员销售额占比 59%。

图19: 2017-2022 公司会员增长量



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图20: 2020-2022 公司会员销售额占比



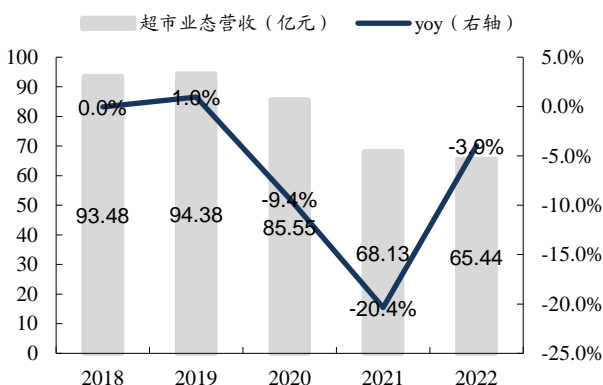
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

2.2. 超市:经营效率提升, 数字化进程持续推进

2012年, 公司成立超市事业部, 拥有“重百超市”、“新世纪百货超市”两大品牌。2022年, 超市事业部旗下门店162家, 重庆/四川/湖北分别154/6/2家, 经营面积75.46万平方米, 单店面积0.47万平方米, 店效0.38亿元/店, 坪效0.83万元/平米, 拥有电子会员1413万人。

超市业态聚焦差异化、本土化、趋势化。2022年, 公司超市业态业绩承压, 实现营收65.44亿元, 同比-3.9%; 毛利率15.5%, 同比+1.7pct。公司扩大杂百PB、直供和定制商品销售, 推进生鲜供应链前置, 基地直采销售增长37%, 生鲜自营单品销售增长76%, 超市生鲜、杂百提毛利、控损耗。

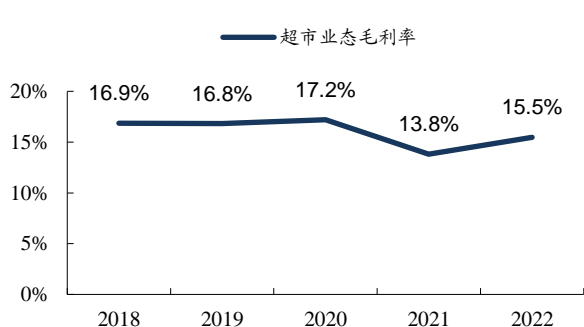
图21: 2018-2022 超市业态营收及增速



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

注: 公司自2020年起执行新收入准则, 采用净额法确认联营收入。

图22: 2018-2022 超市业态毛利率

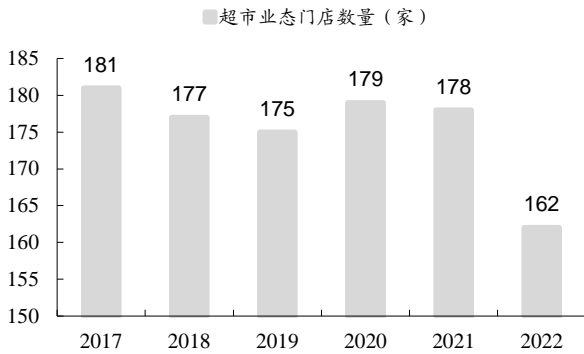


数据来源: Wind, 东吴证券研究所

注: 公司自2020年起执行新收入准则, 采用净额法确认联营收入。

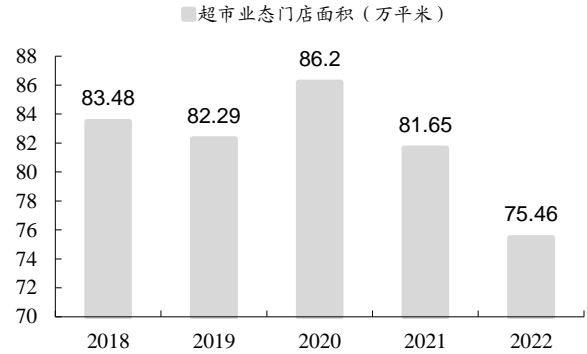
关闭低效门店,提升经营效率。2022年,公司加大对超市板块低效门店的调整力度,改善经营效率,关闭门店16家,营业面积缩减至75.46万平方米,店效0.38亿元/店,同比+0.9%,坪效0.83万元/平米,同比+2.6%。

图23: 2018-2022 超市业态门店数量



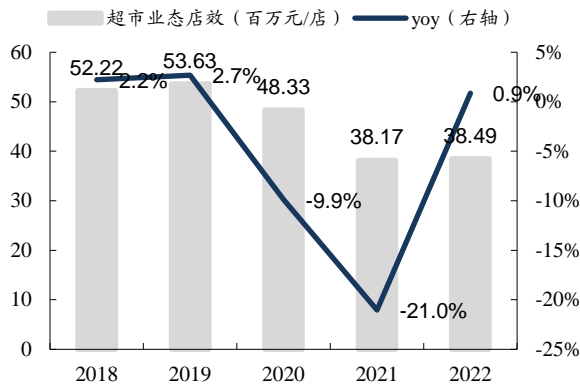
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图24: 2018-2022 超市门店面积



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

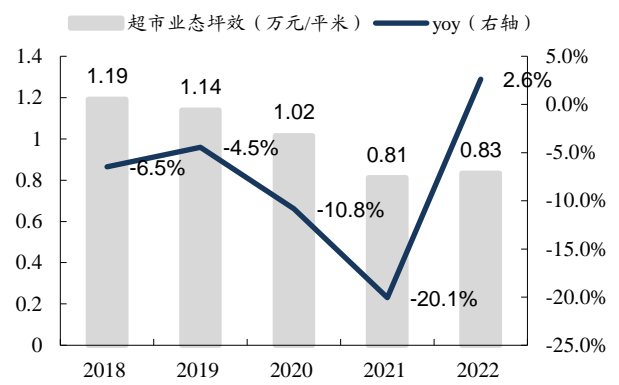
图25: 2018-2022 超市业态店效及增速



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

注: 公司自2020年起执行新收入准则, 采用净额法确认联营收入。

图26: 2018-2022 超市业态坪效及增速

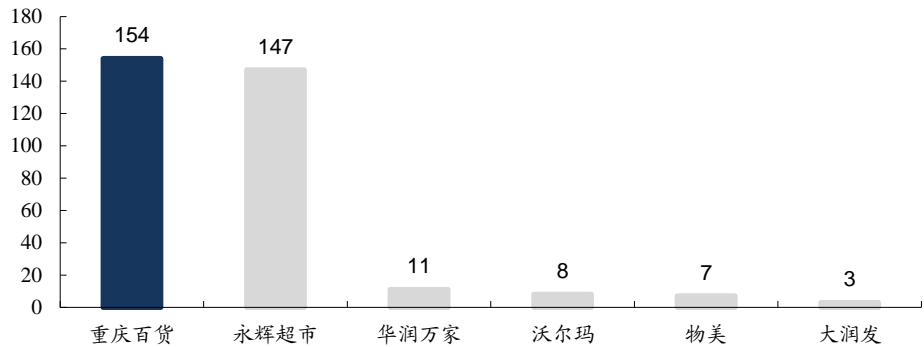


数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

注: 公司自2020年起执行新收入准则, 采用净额法确认联营收入。

连锁超市呈“群雄割据”局面, 重庆百货享区域优势。商超因其规模效应易于在特定省份或区域拓展连锁经营, 重百超市作为重庆地区主要本土品牌, 网点数量在重庆地区排名第一, 与永辉超市一并成为当地超市业态的主要企业。

图27: 2022年重庆地区各品牌超市数量(家)

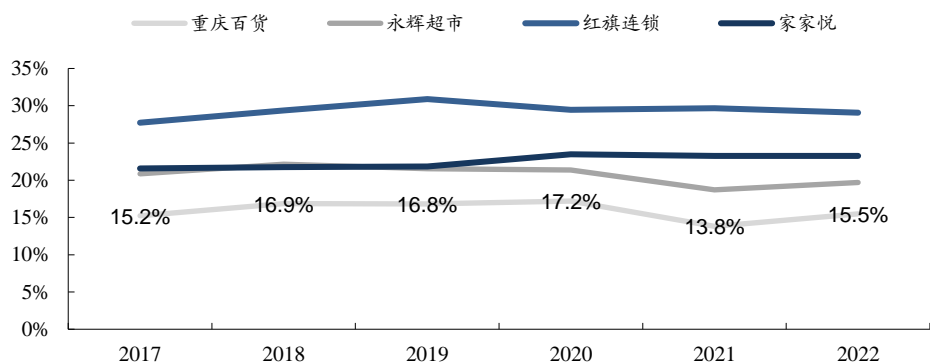


数据来源: 公司官网, 东吴证券研究所

重百超市业务毛利率相比同业略偏低: 2022年, 红旗连锁/家家悦/永辉超市毛利率分别为 29.1%/23.3%/19.7%, 即中型、大型超市的毛利率普遍在 20%出头。重庆百货超市业态毛利率为 15.5%, 与同业可比公司相比明显偏低。

不断优化超市供应链, 超市毛利率未来有提升空间: 未来公司将持续推进数字化改造和仓储设施升级, 超市经营效率有望进一步提升, 实现降本增效。2022年, 超市业态完成 OS 系统优化, 物流上线拆零系统, 优化 U 课管理系统, 生鲜冷链业务新引进供应商 6 家, 缺货率、损耗率进一步下降。

图28: 2017-2022 超市业态可比公司毛利率



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

2.3. 电器：深化战略品牌合作，渠道下沉打通最后一公里

2012年公司成立电器事业部，整合商社电器、重百电器和新世纪电器三个品牌。合作品牌包括海尔、松下、格力、美的、老板等。2022年，公司电器业态在重庆拥有门店41家，经营面积15.85万平米，单店面积0.39万平米，店效0.58亿元/店，坪效1.53万元/平米。公司倾力打造的“重百家电节”和“内购会”，已经成为家电行业知名的消费名片。

图29：公司电器业态部分合作品牌



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

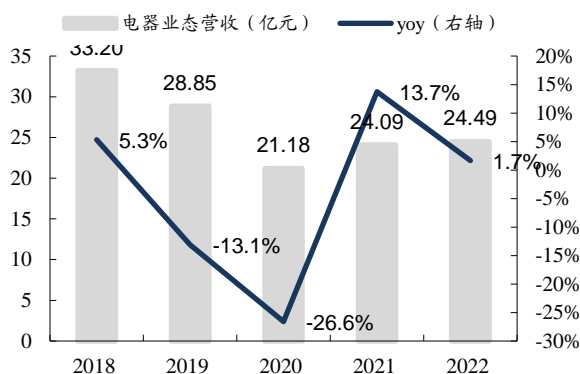
图30：重百家电节



数据来源：微信公众号，东吴证券研究所

营收、店效稳步抬升，强化战略品牌合作，有望实现业绩高增。2022年，公司电器业态实现营收24.49亿元，同比增长1.7%；毛利率19.8%，同比-2.6pct。公司强化电器板块战略品牌合作，取得哈士奇冰箱品牌授权和索尼、西门子线上销售权，建设日立、三菱、斯曼自主供应链，建设品专店6家，引进新供应商22家，全屋定制、世纪通业务快速增长。2022H1战略品牌销售7.09亿元，同比+7.8%，包销定制销售1.85亿元，同比+10%。优化“电器淘”商城服务平台，线上销售同比+105%

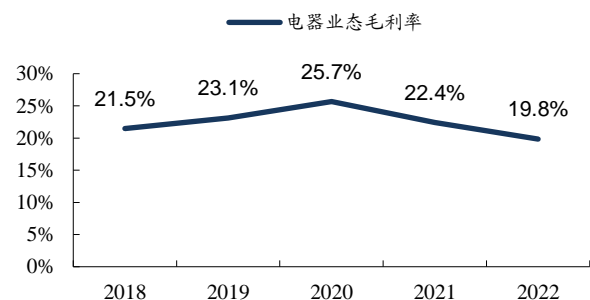
图31：2018-2022 电器业态营收及增速



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

注：公司自2020年起执行新收入准则，采用净额法确认联营收入。

图32：2018-2022 电器业态毛利率

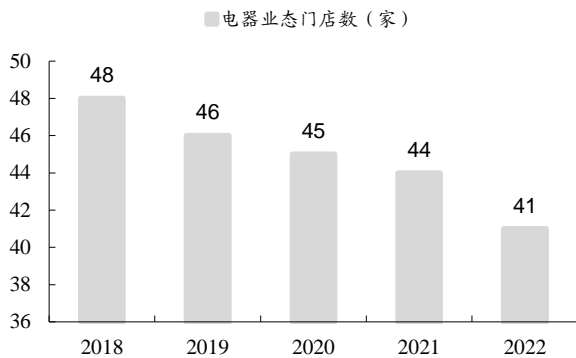


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

注：公司自2020年起执行新收入准则，采用净额法确认联营收入。

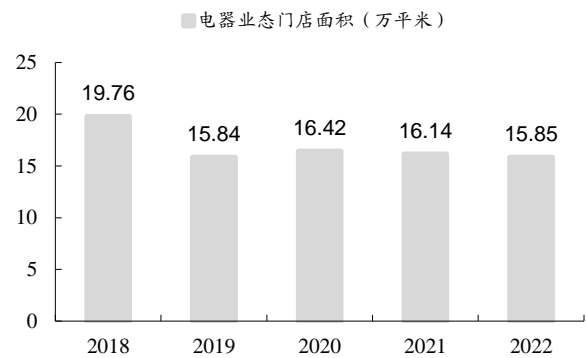
门店数量、面积变动较小，经营效率持续增长。2022年，公司拥有电器业态门店41家，营业面积15.85万平方米，店效0.58亿元/店，同比+6.4%，坪效1.53万元/平米，同比+3.5%，近三年店效、坪效稳定上升。

图33: 2018-2022 电器业态门店数量



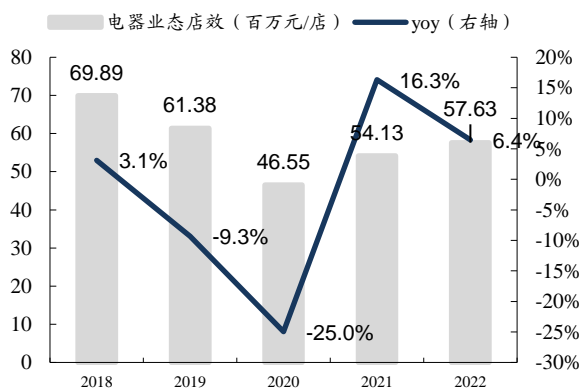
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图34: 2018-2022 电器业态门店面积



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

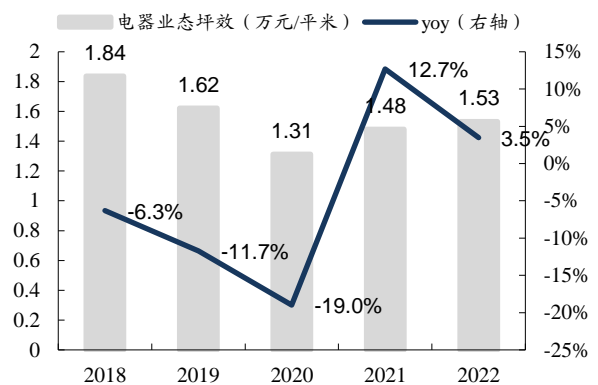
图35: 2018-2022 电器业态店效及增速



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

注：公司自2020年起执行新收入准则，采用净额法确认联营收入。

图36: 2018-2022 电器业态坪效及增速



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

注：公司自2020年起执行新收入准则，采用净额法确认联营收入。

重庆区域全覆盖实现渠道下沉，差异化服务铸造核心竞争力。公司电器板块打造全覆盖+差异化服务。①全覆盖：实现重庆区域全覆盖，服务辐射范围遍布边远乡村；世纪通送利到店，网点持续拓展，2022H1净增111家，总数达390家，已激活227个乡镇通网点。②差异化：截至2021年，重百小哥已开设28个线下服务站，提供电器物流、装配、售后等一体化、个性化、差异化服务，铸造电器板块核心竞争力。

2.4. 汽贸：毛利率持续提升，持续挖掘盈利增长点

公司与知名品牌合作，助力汽贸业绩向好。公司汽贸业态主要提供购车、维修保养、汽车金融、保险、二手车销售等服务，与保时捷、奥迪、奔驰、大众等知名汽车品牌达成稳定合作。2022年，公司汽贸业态在重庆拥有门店36家，经营面积11.14万平米。

与多方新能源品牌达成合作，拓展新能源汽车赛道成效显著。公司积极开拓新能源汽车赛道，获得smart、岚图、睿蓝等6个新能源品牌销售、服务授权。2022年公司新能源车订单大幅增长，新能源汽车销售1560台，同比+183%。汽车板块未来有望受益于新能源汽车的渗透率提升，成为公司新的业绩增长点。

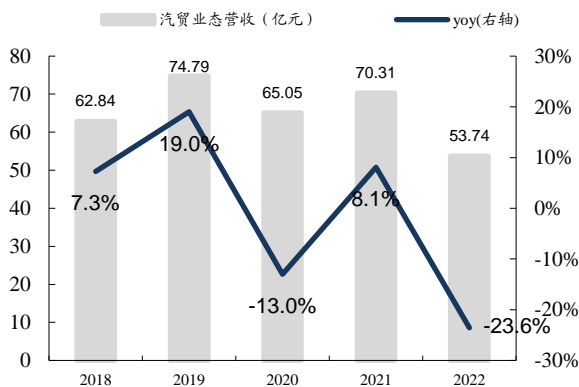
图37：公司汽贸业态部分代理品牌



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

扩大经营规模、开展二手车及进口业务，汽贸业态毛利率持续提升。2022年，公司汽贸业态实现营收53.74亿元，同比-23.6%；毛利率7.3%，同比+1.3pct，单店收入1.65亿元，同比-29.4%，坪效4.93万元/平米，同比-27.2%。

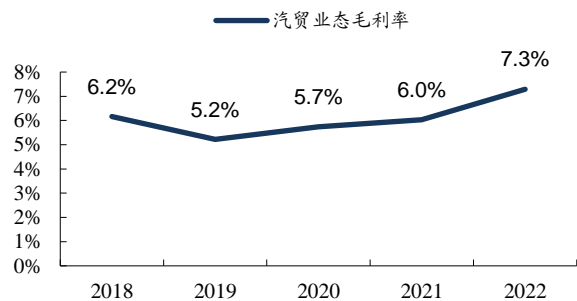
图38：2018-2022 汽贸业态营收及增速



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

注：公司自2020年起执行新收入准则，采用净额法确认联营收入。

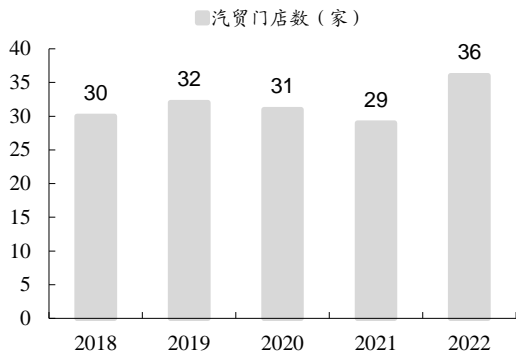
图39：2018-2022 汽贸业态毛利率及增速



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

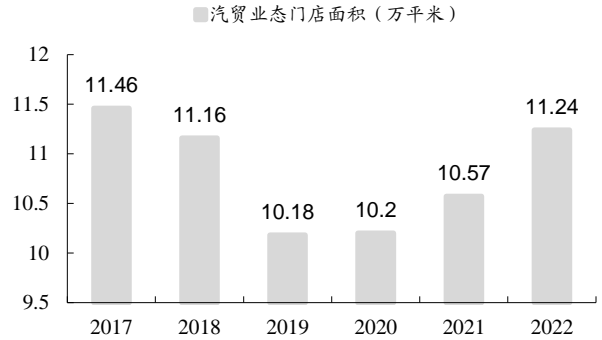
注：公司自2020年起执行新收入准则，采用净额法确认联营收入。

图40: 2018-2022 汽贸门店数



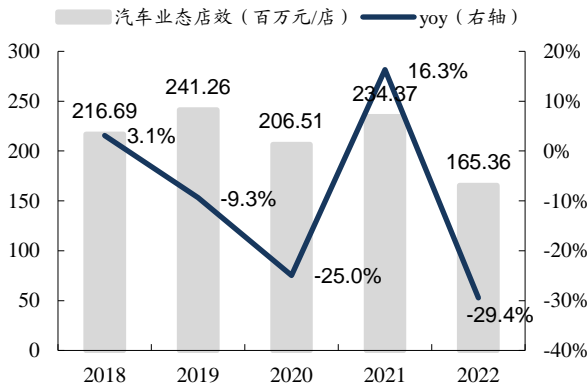
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图41: 2018-2022 汽贸门店面积



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

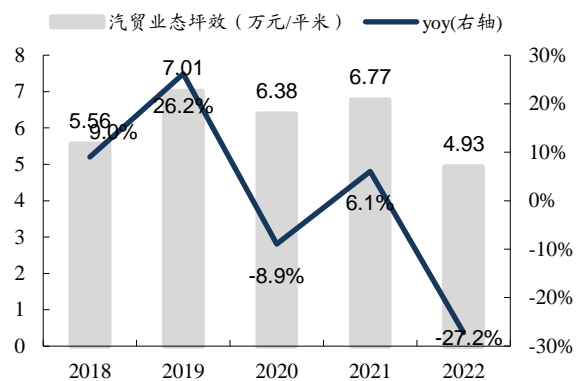
图42: 2018-2022 汽贸业态店效及增速



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

注: 公司自 2020 年起执行新收入准则, 采用净额法确认联营收入。

图43: 2018-2022 汽贸业态坪效及增速



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

注: 公司自 2020 年起执行新收入准则, 采用净额法确认联营收入。

坚持燃油车与新能源车并重, 数智化推动业绩提升。公司汽贸业态优化业务结构, 扩大衍生板块业务、开展二手车业务、提升整车销售质量, 毛利率同比增加。创新营销模式, 组建新媒体运营团队, 统筹大型直播活动, 短视频直播引流, 全年收集线索 2 万组, 成交近 500 台。未来有望受益于拓渠道、增销量、赋能一线而释放业绩增长潜力。

3. 参股马上消费金融拓宽业务，享消费金融行业红利

马上消费金融是国内头部的持牌消费金融企业。目前，马上消费拥有安逸花、马上金融、安逸花三款 APP，聚焦于循环额度信贷与商品分期产品。1) 循环额度产品：为客户授信一定的消费贷款额度，其根据实际需求在额度有效期内随借随还、循环使用。主要通过自营 APP、支付宝生活号、微信公众号以及与消费场景商户、线上流量平台、各大银行合作获取客户。2) 商品分期类产品：将 APP 二维码置入商户，客户在与马上消费进行合作的消费场景商户购买商品时，自主选择马上消费的分期服务，实现分期还款。

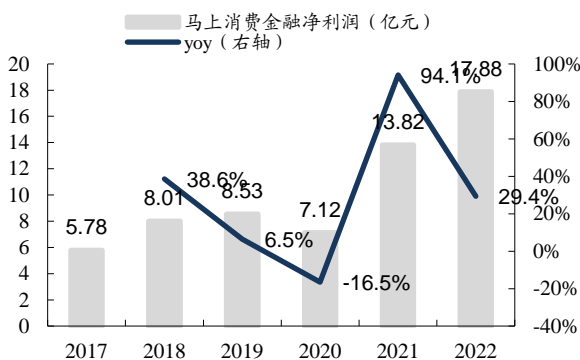
表6: 马上消费旗下 APP 简介

APP 名称	主要功能
安逸花	循环额度信贷产品，年化利率（单利）7.2%-24%，最高额度 20 万元，用户可以在额度范围内取现、分期、消费，多项还款周期可选择，最长可分 24 期还款。
马上金融	循环额度信贷产品，年化利率（单利）7.2%-24%，最高额度 20 万元，用户可以在额度范围内取现、消费、分期，多项还款周期可选择，最长可分 12 期还款。
安逸花	商品分期产品，年化利率（单利）7.2%-24%，最高额度 20 万元，只支持等额本息还款方式，可分 3/6/9/12 期还款。

数据来源：公司官网，东吴证券研究所

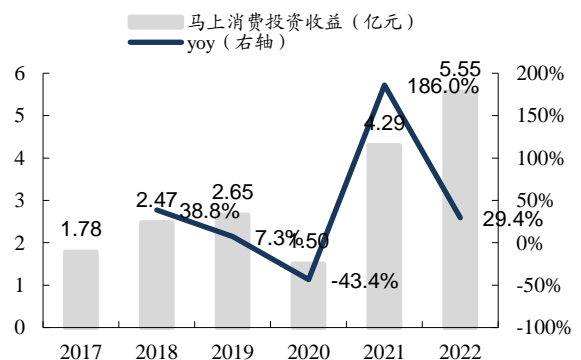
马上消费近年来快速发展，利润增速较快，为公司贡献较高的投资收益。马上消费贡献的利润通过投资收益入表。2022 年，马上消费的归母净利润达 17.9 亿元，同比+29.4%，并为重庆百货贡献投资收益 5.55 亿元。

图44: 马上消费金融净利润及增速



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

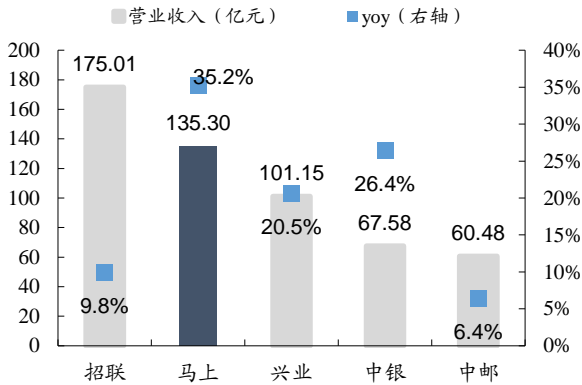
图45: 马上消费金融为重百贡献的投资收益及增速



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

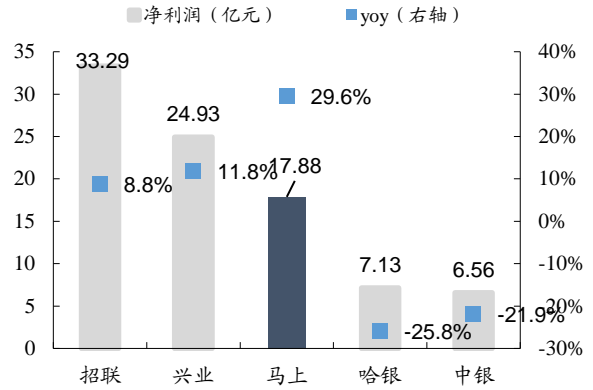
马上消费业绩持续提升，营收、净利润跻身行业前列。2022年，马上消费实现营业收入135.30亿元，同比+35.2%，实现净利润17.88亿元，同比+29.4%。2017-2022年营收/净利润的CAGR分别为+23.7%/+25.3%，营收、净利润稳居行业前列，发展速度快、潜力大。

图46: 2022年马上消费营业收入在消金行业排名第2



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

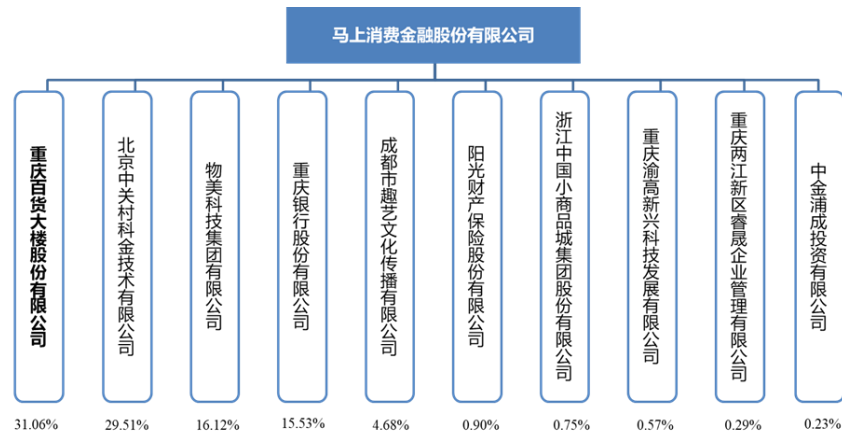
图47: 2022年马上消费净利润在消金行业排名第3



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

2016-2018年间，重庆百货分别对马上消费三次增资，共出资12.42亿元，目前持股31.06%，是第一大股东。

图48: 马上消费金融股权结构 (截至2023/04/19)



数据来源: iFind, 东吴证券研究所

依托牌照+场景+技术优势，未来有望持续增长。马上消费受益于行业可观的增长空间以及自身领先地位，积极开展消费信贷业务，依托牌照、场景、技术优势，获得营业收入及净利润的高速增长，未来其带来的投资收益有望持续为重庆百货利润贡献可观增量。

4. 盈利预测与投资评级

4.1. 关键假设

百货业态：近期公司百货板块的工作重心在于优化业务结构，主要措施包括：①调改存量项目，提升购物体验；②关闭部分亏损门店。我们预计：2023 年受益于放开后的消费复苏，百货业态收入及毛利率有所增长；2024~25 年由于门店结构的调整、关闭部分尾部门店，收入下滑但毛利率提升。

超市业态：近期公司超市业务的工作重点在于：①调整和关闭中长尾部门店，②优化供应链，提升毛利率。2022 年超市业态净关店 16 家，基地直采销售增长 37%。我们预计：①2023 年受益于放开后的恢复和竞争格局好转，超市业务坪效、单店收入、毛利率将出现较大幅好转；②后续公司将继续关闭低效门店，并优化供应链水平，提升直供和定制商品销售，使毛利率持续提升。

电器业态：公司不断加强战略品牌合作，以强管控加盟店形式扩张，近年来重庆地区线下市场份额不断提升。我们预计 2023 年公司电器板块受宏观环境影响或仍承压，体现在收入和毛利率上；2024~25 年有望恢复。

汽贸业态：2022 年公司与多个新能源品牌达成合作，并发展毛利率更高的二手车业务。我们预计 2023 年受终端需求影响，收入、毛利率仍承压，2024~25 年有望恢复。

表7：公司各业态收入及毛利预测

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
百货业态					
收入(百万元)	2,419	1,852	2,518	2,589	2,667
yoy	9%	-23%	36%	3%	3%
毛利率	67.3%	64.3%	68.0%	69.0%	69.0%
超市业态					
收入(百万元)	6,813	6,544	6,999	7,047	7,155
yoy	-20%	-4%	7%	1%	2%
毛利率	13.8%	15.5%	16.5%	17.0%	17.5%
电器业态					
收入(百万元)	2,409	2,449	2,451	2,606	2,805
yoy	14%	2%	0%	6%	8%
毛利率	22.4%	19.8%	19.5%	20.0%	20.5%
汽贸业态					
收入(百万元)	7,031	5,374	6,216	7,741	8,752
yoy	8%	-24%	16%	25%	13%
毛利率	6.0%	7.3%	6.3%	7.0%	7.0%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

4.2. 盈利预测及估值

综合以上假设，我们预计公司 2023~25 年收入为 203/221/235 亿元，同比增长 11%/9%/6%，呈稳定增长趋势，其中 2023E 受益于放开，收入增长较快。我们预计马上消费金融 2023~25 年贡献 6.2/6.7/7.2 亿元投资净收益；其余零售主业归母净利润为 6.2/7.1/8.1 亿元。综上，我们预计公司 2023~25 年归母净利润为 12.4/13.9/15.3 亿元，同比+40%/+12%/+11%。

表8: 公司总收入及归母净利润预测

单位: 百万元	2022	2023E	2024E	2025E
收入	18,304	20,295	22,122	23,547
yoy	-13.4%	10.9%	9.0%	6.4%
毛利率	26.1%	26.8%	26.0%	25.5%
归母净利润	883	1,240	1,385	1,531
yoy	-7.2%	40.4%	11.7%	10.5%
其中: 马上消费金融投资收益	555	617	675	724

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

我们采取分步估值法对重庆百货进行估值。

零售板块，我们选取百联股份、天虹股份、杭州解百、武商集团作为可比公司。可比公司 2023/24E 平均 P/E 估值为 24/20X。我们按照 2023 年 20 倍 P/E 估值，给予重庆百货零售板块 125 亿元的估值。

表9: 可比公司估值表 (更新至 5 月 31 日)

代码	简称	总市值 (亿元)	收盘价 (元)	归母净利润 (亿元)			P/E			投资 评级
				2022A	2023E	2024E	2022A	2023E	2024E	
600827.SH	百联股份	244	13.66	6.84	6.59	7.89	36	37	31	未评级
002419.SZ	天虹股份	71	6.10	1.20	2.9 单 位: 万 元	3.69	59	24	19	未评级
600814.SH	杭州解百	66	8.95	2.38	3.62	4.54	28	18	14	未评级
000501.SZ	武商集团	77	9.97	3.05	4.44	5.44	25	17	14	未评级
可比公司平均估值							37	24	20	
600729.SH	重庆百货	120	29.43	8.83	12.40	13.85	14	10	9	增持

数据来源: Wind, 东吴证券研究所; 注: 重庆百货盈利预测为东吴证券研究所预测, 其余为 wind 一致预期。

消费金融板块，马上消费金融 2022 年底的归母所有者权益为 97.9 亿元，公司占股 31%。我们按 1.2 倍 P/B，给予公司所持马上消费金融股份 36 亿元的估值。

考虑 5% 的流动性折价，我们给予重庆百货 153 亿元目标市值，对应目标价为 38 元

/股，首次覆盖，给予“增持”评级。

5. 风险提示

宏观经济波动、消费不及预期风险。宏观经济增速放缓将影响居民消费信心的恢复，消费能力不及预期，从而影响公司的销售额增长。

市场竞争加剧风险：零售行业竞争非常激烈，公司不仅要应对同业企业的竞争，也面临着互联网新零售布局的威胁，会员开拓引流受阻，可能影响公司的增长潜力。

消费金融业绩增长不及预期的风险。若未来消费金融行业政策收紧，监管趋严，叠加居民消费疲软，马上消费业务将受到影响，业绩增长或不及预期。

重庆百货三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	6,279	7,338	8,821	10,515	营业总收入	18,304	20,295	22,122	23,547
货币资金及交易性金融资产	2,421	3,184	4,166	5,609	营业成本(含金融类)	13,525	14,866	16,365	17,546
经营性应收款项	1,174	1,257	1,384	1,480	税金及附加	190	211	230	245
存货	2,297	2,494	2,852	2,996	销售费用	2,822	3,044	3,208	3,344
合同资产	0	0	0	0	管理费用	980	1,055	1,106	1,130
其他流动资产	387	403	419	430	研发费用	29	32	35	37
非流动资产	10,925	10,992	11,046	11,089	财务费用	135	128	102	83
长期股权投资	3,041	3,503	3,966	4,428	加:其他收益	25	28	30	32
固定资产及使用权资产	6,167	5,787	5,395	4,991	投资净收益	596	637	700	754
在建工程	6	8	8	9	公允价值变动	2	0	0	0
无形资产	183	173	162	151	减值损失	-309	-310	-292	-273
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	61	61	22	24
长期待摊费用	193	193	193	193	营业利润	998	1,374	1,536	1,699
其他非流动资产	1,333	1,327	1,322	1,316	营业外净收支	2	30	32	34
资产总计	17,204	18,329	19,867	21,604	利润总额	1,000	1,404	1,568	1,733
流动负债	8,418	8,260	8,559	9,028	减:所得税	95	134	149	165
短期借款及一年内到期的非流动负债	1,557	979	401	401	净利润	905	1,270	1,419	1,568
经营性应付款项	3,148	3,214	3,699	3,859	减:少数股东损益	21	30	33	37
合同负债	1,246	1,370	1,508	1,616	归属母公司净利润	883	1,240	1,385	1,531
其他流动负债	2,467	2,697	2,951	3,151	每股收益-最新股本摊薄(元)	2.17	3.05	3.41	3.77
非流动负债	3,542	3,542	3,542	3,542	EBIT	490	1,137	1,233	1,303
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	1,257	1,820	1,929	2,011
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	26.11	26.75	26.02	25.48
租赁负债	3,215	3,215	3,215	3,215	归母净利率(%)	4.83	6.11	6.26	6.50
其他非流动负债	327	327	327	327	收入增长率(%)	-13.40	10.88	9.00	6.44
负债合计	11,960	11,802	12,101	12,570	归母净利润增长率(%)	-7.16	40.39	11.70	10.52
归属母公司股东权益	5,157	6,410	7,615	8,846					
少数股东权益	88	118	151	188					
所有者权益合计	5,244	6,528	7,766	9,034					
负债和股东权益	17,204	18,329	19,867	21,604					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	619	1,791	2,139	2,057	每股净资产(元)	12.68	15.77	18.73	21.76
投资活动现金流	-323	-19	7	65	最新发行在外股份(百万股)	407	407	407	407
筹资活动现金流	-1,179	-1,009	-1,165	-679	ROIC(%)	4.31	9.92	10.10	9.81
现金净增加额	-882	763	982	1,444	ROE-摊薄(%)	17.13	19.35	18.19	17.31
折旧和摊销	767	683	695	707	资产负债率(%)	69.52	64.39	60.91	58.18
资本开支	-212	-200	-236	-233	P/E(现价&最新股本摊薄)	13.54	9.65	8.64	7.81
营运资本变动	-859	101	350	192	P/B(现价)	2.32	1.87	1.57	1.35

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021
传真：(0512) 62938527
公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

