

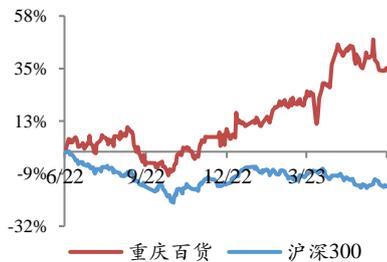
数智化转型加速，业态创新获突破

投资评级：买入（首次）

报告日期：2023-06-30

收盘价（元）	28.59
近 12 个月最高/最低（元）	31.16/18.94
总股本（百万股）	407
流通股本（百万股）	402
流通股比例（%）	98.84
总市值（亿元）	116
流通市值（亿元）	115

公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：王洪岩

执业证书号：S0010521010001

邮箱：wanghy@hazq.com

相关报告

主要观点：

● 传统主营：多元业态融合，数字化赋能提速

重庆百货作为西南地区百货零售龙头企业，积极寻求多元业态融合，叠加数字化赋能的方式增进主业竞争力，在百货、超市、电器、汽车贸易等业态均实现稳中有增的表现。其中，(1) 百货：积极线上化的同时，对品牌经营进行升级以克服行业自身及消费需求变化带来的压力；(2) 超市：提升供应链能力的同时，增强运营及品牌力；(3) 电器：数智化成效明显，推进品牌战略合作，做强做精；(4) 汽贸：布局中高端汽车品牌，拓展新能源市场。往后看，疫情因素对企业经营的影响逐步淡化，公司有望借力自身竞争力的重塑及区域地利优势的条件迅速实现业绩修复。

● 马上消费：模式跑通，数字科技驱动业绩持续高增

截至 2022 年末，马上消费专利数量稳居全国消费金融行业首位，发明专利申请突破 1000 件，稳居行业首位，获得软著作权登记证书 83 项。基于上述科研基础，公司自主研发了 1000 余套涵盖消费金融全业务流程、全生命周期的核心技术系统，广泛应用于风控、营销、客服等领域。行业发展与公司强化形成双系数推动力，马上消费业务已然成为公司业绩贡献的强势增长动力，占归母净利润比重由 2019 年的 27% 大幅提升至 2021 年的 44%，并于 2022 年占比超五成。

● 投资建议

重庆百货作为西南地区百货零售龙头企业，随着疫情影响的淡化及自身多元业态融合叠加数字化赋能等优势，迎来传统业务的复苏。马上消费作为国内消费金融的头部企业，近几年借力数字科技驱动跑通模式，对公司业绩贡献持续提升已然成为重庆百货业绩新进增长点。我们预计公司 2023~2025 年 EPS 分别为 2.83 元、3.28 元、3.67 元/股，对应当前股价 PE 分别为 10.1、8.7、7.8 倍。首次覆盖，给予“买入”评级。

● 风险提示

宏观经济下行，同业竞争加剧，马上消费业绩贡献不及预期等。

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	18304	20708	22495	24160
收入同比 (%)	-13.4%	13.1%	8.6%	7.4%
归属母公司净利润	883	1150	1332	1491
净利润同比 (%)	-7.2%	30.2%	15.8%	12.0%
毛利率 (%)	26.1%	26.6%	26.7%	26.8%
ROE (%)	17.1%	18.2%	17.4%	16.3%
每股收益 (元)	2.23	2.83	3.28	3.67
P/E	10.88	10.11	8.73	7.79
P/B	1.86	1.84	1.52	1.27

资料来源：wind，华安证券研究所

正文目录

1 公司概况：重庆商贸龙头，国企混改启新程.....	4
1.1 发展：重庆百货，创百年辉煌.....	4
1.2 管理：多方联手，汇集多行业领域专家.....	5
1.3 改革：混改落地，整合优势；实施激励，彰显发展信心.....	6
1.4 经营：盈利能力提升，业绩增速重回快车道.....	8
2 主营业务：多元业态融合，数字化加速.....	10
2.1 重庆区域零售商业迅猛发展，政策利好，前景广阔.....	10
2.2 业务多元化发展，会员跨业态融合.....	10
3 马上消费：头部持牌消金，数字科技驱动.....	15
3.1 科技驱动型金融机构.....	15
3.2 需求旺盛，行业规模持续扩容.....	17
3.3 马上消费：坚定技术信仰，科技+金融双轮驱动.....	20
盈利预测及投资建议：.....	24
盈利预测：.....	24
投资建议：.....	25
风险提示：.....	26
财务报表与盈利预测.....	27

图表目录

图表 1 公司业务	4
图表 2 公司发展历程	5
图表 3 管理层简介	5
图表 4 混改前股权结构图	6
图表 5 混改后股权结构图	6
图表 6 吸并重庆商社前后股权结构	7
图表 7 公司股票激励计划业绩考核目标	8
图表 8 公司股票激励人员及授予情况	8
图表 9 2019-2023Q1 重庆百货营业收入及 YOY	9
图表 10 2019-2023Q1 重庆百货归母净利润及 YOY	9
图表 11 公司整体毛、净利率水平	9
图表 12 公司各项费率水平	9
图表 13 2012-2022 年重庆社零总额增速及占比	10
图表 14 2014-2021 年全国及重庆人均可支配收入增速	10
图表 15 2019-2023Q1 重庆百货各业态营收占比	11
图表 16 2019-2022 年重庆百货门店变动情况	11
图表 17 2019-2023Q1 公司百货业态营业收入	12
图表 18 2022 年重庆百货会员业态分布	12
图表 19 2019-2022 年公司百货业态门店数及面积	12
图表 20 2019-2022 年公司百货坪效和单位面积毛利	12
图表 21 2019-2022 年公司超市业态营收 (亿元)	13
图表 22 服务 C 端到店到家全场景购物 APP	13
图表 23 2019-2022 年公司电器业态营收 (亿元)	14
图表 24 重百电器 X 家电品牌	14
图表 25 重庆商社汽贸旗下代理品牌	15
图表 26 2019-2023Q1 公司汽贸业态网点数	15
图表 27 2019-2023Q1 公司汽贸业态营收 (亿元)	15
图表 28 2015-2022 年马上消费金融大事记	16
图表 29 马上消费金融股权结构图 (截至 2022 年末)	16
图表 30 2019-2022 年马上消费金融财务数据	17
图表 31 中国消费金融行业发展历程	17
图表 32 消费金融产业图谱	18
图表 33 消费金融市场参与主体及特征	18
图表 34 消费金融公司数字化转型关注方向	19
图表 35 马上消费一站式零售信贷解决方案	20
图表 36 马上消费应用场景拓展	21
图表 37 马上消费人工智能开发平台	22
图表 38 马上消费与重百发挥协同效应	23
图表 39 公司收入预测表	24

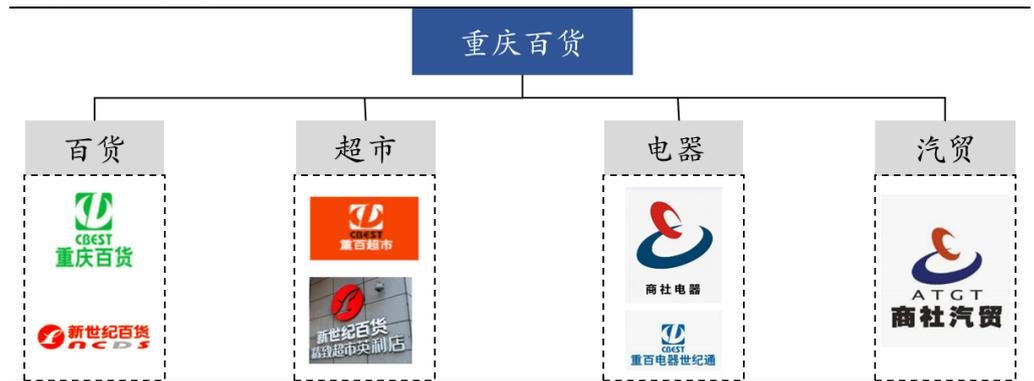
1 公司概况：重庆商贸龙头，国企混改启新程

1.1 发展：重庆百货，创百年辉煌

重庆百货大楼股份有限公司成立于 1950 年，是重庆市第一家商业上市公司，是西南地区百货零售龙头企业，连续 10 余年跻身“全国零售 100 强”，2018 年荣列财富中国 500 强第 227 位。主营业务为百货、超市、电器、汽车贸易等，培育了电子商务、消费金融、供应链金融及质量检测等新兴产业，旗下拥有重庆百货、新世纪百货、商社电器和商社汽贸等著名商业品牌，其中“重百”和“新世纪百货”曾获中国驰名商标保护，广受消费者信赖与喜爱。

公司控股的马上消费金融是我国消费金融行业头部企业，是一家经中国银保监会批准，持有消费金融牌照的科技驱动型金融机构。现已形成“大数据+AI+金融云”三大核心平台共振的强大数字化“引擎”。借着数字化能力的建设，金融基础设施的再造，马上消费在实现自身数字化发展的过程中，为打造数字经济发展良好生态，加快构建数字科技创新体系，不断拓展数字经济应用场景，激发数字经济新动能作出贡献。

图表 1 公司业务



资料来源：公司官网，公司公告，华安证券研究所

回顾公司发展历程，可将其按照“开拓、积累、转型、创新”划分成四个阶段

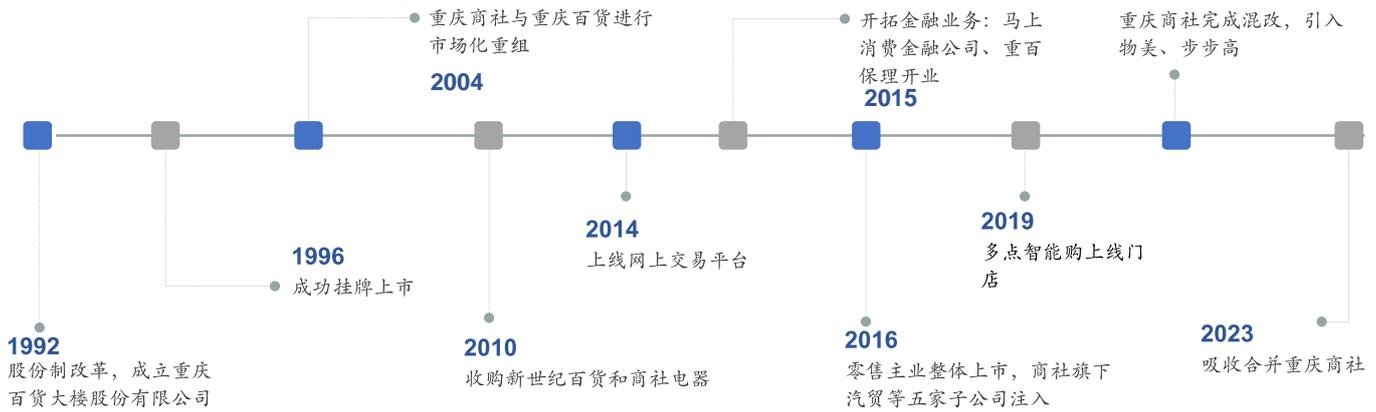
市场开拓阶段（1992-2005 年）：1994 年北碚商场开业，公司迈向连锁化发展第一步。1996 年公司成功上市。面对激烈的市场竞争，公司深耕重庆市场，不断扩建，并组建百货、食品、电器三个专业经营公司，迈出业态专业化管理第一步。2004 年，商社集团和重庆百货实现市场化重组，市场竞争力提高，同时重百完成重庆中心城区五大商圈布局，陆续在区县开设门店，渗透市场；

资源积累阶段（2006-2014 年）：2010 年新世纪百货、商社电器注入重庆百货，重百迅速做大规模，进一步拓宽客户覆盖层。2012 年公司完成业态深度整合，推行百货、超市、电器事业部制，重百成为西南商业零售领域领头羊；

转型发展阶段（2015-2019 年）：受消费者需求、消费行为变化影响，重庆百货进行转型探索。2015 年发起成立马上金融，创造新的盈利增长点。同时加强技术赋能，搭建“微商城”“重百云购”线上平台，上线多点智能购，新消费业态不断涌现；

创新发展阶段（2020 年至今）：2020 年完成混改，并实施员工持股计划和上市公司股权激励计划。2023 年 5 月，公司发布吸收合并重庆商社方案，落实混改成果，以实现优化治理结构、精简管理层级。同时，公司将进一步推动数智化转型，加强会员运营，开拓多种对外合作渠道，优化供应链建设。

图表 2 公司发展历程



资料来源: 公司官网, 公司公告, 华安证券研究所

1.2 管理: 多方联手, 汇集多行业领域专家

在完成混改后, 公司开展了治理结构的调整和优化。董事会中涵盖了物美系、渝富集团和步步高的三大股东代表。在公司管理层, 天津物美的高管张文中和张潞闯, 马上消费金融创始人赵国庆, 步步高集团的核心领导王填, 以及具有国资背景的杨雨松朱颖都担任着重要职务。目前, 公司的高管团队拥有丰富的零售、投资和金融科技等多个行业的工作经验, 这有利于资源整合, 进一步提升公司的决策效率, 并激发经营活力。

图表 3 管理层简介

姓名	职位	任期起始时间	背景	履历简介
张文中	董事长	2020.10.16	物美	物美创始人、多点董事长。南开大学终身校董, 南开校友企业家联谊会主席。现任中国商业联合会荣誉主席, 近年来屡获“十大经济年度人物”、“中国零售业年度人物”等多项荣誉, 现任重庆商社有限公司董事长, 重庆百货大楼股份有限公司董事长。
张潞闯	董事	2020.10.16	物美	南开大学学士, 西北大学工商管理硕士; 曾任职于摩托罗拉(中国)电子有限公司、西门子与中信合资公司、渣打银行、德意志银行等, 现任物美科技集团首席投资官、重庆商社有限公司董事, 重庆百货大楼股份有限公司董事。
杨雨松	董事	2020.10.16	渝富资本	管理学硕士, 现任重庆渝富控股集团有限公司党委委员、副总经理, 重庆商社有限公司董事, 重庆百货大楼股份有限公司董事。
朱颖	董事	2022.8.3	渝富资本	法学博士, 现任重庆渝富资本运营集团有限公司副总经理, 重庆商社有限公司董事, 重庆百货大楼股份有限公司董事。
王填	董事	2020.10.16	步步高	现任步步高商业连锁股份有限公司董事长兼总裁、步步高投资集团股份有限公司董事、重庆商社(集团)有限公司董事, 重庆百货大楼股份有限公司董事。
何谦	董事、总经理	2020.10.16	重庆商社	企业经济学博士, 曾任重庆大学校办秘书科副科长, 重庆大学科技投资公司董事, 德国麦德龙集团 Linden (Giessen) 管理人员, 重庆大学经济与工商管理学院市场系主任, 重庆建设工业集团总经理助理、副总经理兼重庆建设摩托股份有限公司销售公司总经理, 重庆商社副总经理、总经理、党委书记、

				董事长，重庆百货大楼股份有限公司党委书记、董事长。现任重庆商社有限公司及重庆商社商业管理有限公司联合党委书记、重庆百货大楼股份有限公司董事、重庆百货大楼股份有限公司总经理。
赵国庆	副董事长	2020.10.16	马上消费	博士，曾任北京国华置业有限公司部门经理、董事会秘书、执行董事、副总裁，京东集团股份有限公司副董事长兼首席战略官，马上消费金融股份有限公司创始人兼总经理，重庆百货大楼股份有限公司总经理。现任马上消费金融股份有限公司董事长，重庆百货大楼股份有限公司副董事长、董事会战略规划委员会委员。
陈果	董事会秘书	2017.11.3	重庆百货	硕士，曾任新世纪百货人力资源部部长、新世纪百货瑞成商都副总经理，重庆百货大楼股份有限公司办公室主任、董事会办公室主任，重庆百货大楼股份有限公司公共事务部（董事办）总经理。现任重庆百货大楼股份有限公司董事会秘书兼行政总监。
王金录	财务总监	2020.3.27	物美	曾任北京石景山副食品公司财务部经理，北京物美综超公司计财部副总监，物美集团计财部副总监，宁夏夏进乳业集团监事，物美集团计财部副总监、常务副总监。现任重庆百货大楼股份有限公司财务总监，重庆重百商业保理有限公司董事长，银川新华百货商业集团股份有限公司董事。

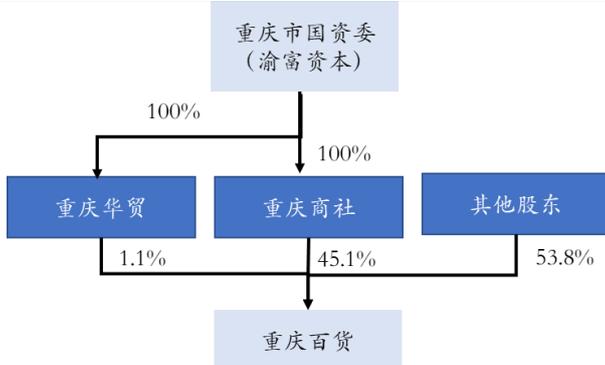
资料来源：公司官网，公司公告，华安证券研究所

1.3 改革：混改落地，整合优势；实施激励，彰显发展信心

重庆百货为国企改革树立典范。公司是国家发改委确定的混改试点企业，国资委确定的“双百企业”之一。2018年3月，重庆商社集团启动了混合所有制改革，历经与重庆商投集团专业化重组和公开挂牌引入战略投资者两个阶段。2018年7月，重组后的重庆商投集团100%股权无偿划转至商社集团。2020年3月，重庆商社成功引入物美集团、步步高集团两大战略投资者，并签订增资协议，成为混合所有制企业。截至2022年底，重庆国资委持有重庆商社44.5%股权，物美持有44.5%股权，步步高持有9.9%股权。

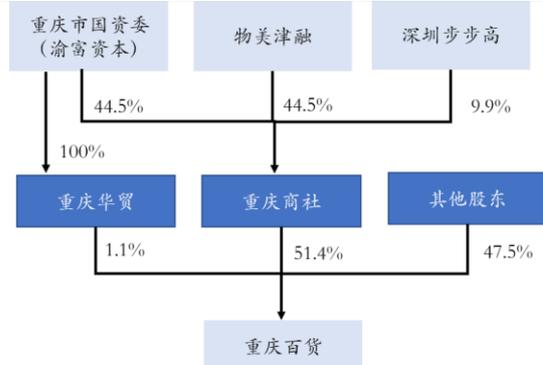
混改有利于增强商社资本实力，盘活商业资产。物美和步步高在业态链、供应链、零售技术应用、运营管理以及市场化机制等方面的优势，向商社及其控股的重庆百货集聚。混改后，重庆百货积极推进供应链变革，借助物美集团及其控股的麦德龙（中国）和步步高集团全球商品渠道优势，建立完善市场化经营机制，加大供应链采购协同，集聚全国零售资源，从而进一步巩固提升企业核心竞争力。

图表 4 混改前股权结构图



资料来源：wind，公司公告，华安证券研究所

图表 5 混改后股权结构图



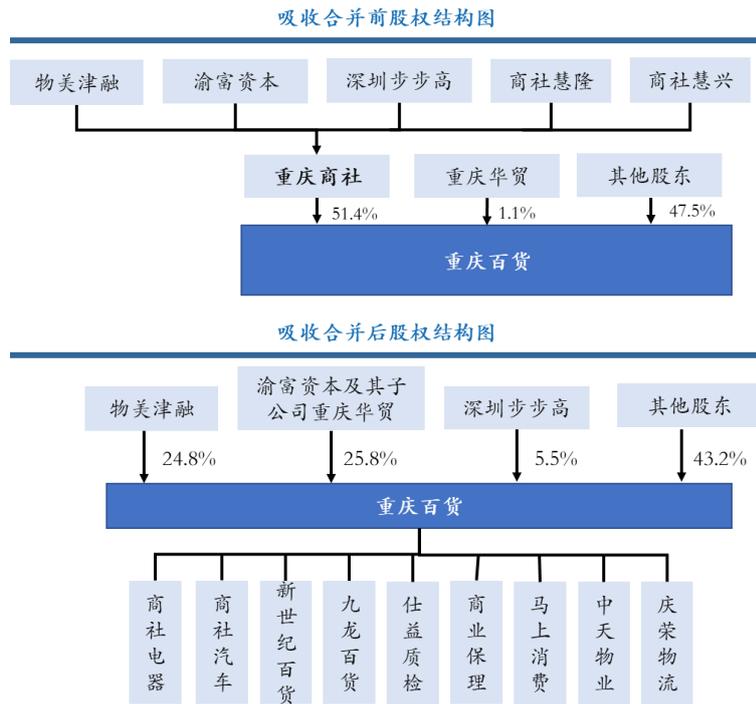
资料来源：wind，公司公告，华安证券研究所

吸收合并重庆商社，推动国有资本优化重组。2023年5月，重庆百货拟吸收合并重庆商社，落实国家积极推进的混改精神。本次吸收合并以重庆百货为平台，对重庆商社实施反向吸收合并并实现整体上市，重庆商社持有的重庆百货股份被注销，渝富资本及其子公司重庆华贸(25.84%)、物美津融(24.83%)、深圳步步高(5.52%)、商社慧隆(0.41%)、商社慧兴(0.21%)成为重庆百货的股东。

本次吸收合并后，重庆商社持有的物业资产将注入重庆百货。位于重庆市渝中区解放碑商圈的重庆商社大厦和商社电器大楼，分别是重庆百货旗下“新世纪百货”和“商社电器”品牌发源的“母店”及形象旗舰店；位于大坪商圈的大坪悦通4S店和位于万盛中心商业区的万盛电器商场，对汽贸和电器业态的区域布局也有较好的支撑作用。吸收合并有助于重庆百货实现上述物业资产的自主调改及业态升级，打造更加有力的商业网络。

本次吸收合并，重庆百货作为存续公司将持续聚焦零售主业，在物业门店和商业品牌等方面核心资源得以优化整合，彻底消除重庆商社与重庆百货之间的关联交易，利于增强重庆百货独立性，助力公司实现健康快速发展。同时，有助于重庆百货治理机制将更为扁平化、组织架构将进一步精简，经营效率和市场影响力将得到有效提升，提升企业整体价值。

图表 6 吸并重庆商社前后股权结构



资料来源：公司官网，公司公告，华安证券研究所

2022年7月，公司通过限制性股票激励计划，并发布《2022年限制性股票激励计划授予结果公告》，授予51名激励对象限制性股票463万股，占总股本1.14%，激励股份占据一定规模，便于公司更好建立对企业骨干人员的激励约束机制，助力长期发展。

公司激励计划考核期限为2022年至2024年，时间跨度为三个会计年度，每个会计年度考核一次，以达到绩效考核目标作为限制性股票的解除限售条件。绩效考核有两个

指标：一是扣除对马上消费金融股份有限公司股权投资收益和非经常性损益的归属于上市公司股东的净利润增长率，每年度的净利润增长率均以 2020 和 2021 年度净利润的算术平均数为基数；二是扣除非经常性损益的加权平均净资产收益率。

公司股权激励计划有利于完善公司治理，吸引和留住优秀人才，激发公司激励对象的工作热情，有利于公司的持续发展和业绩提升，迎接成长新机遇。

图表 7 公司股票激励计划业绩考核目标

解除限售期	业绩考核目标
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：2023 年度净利润增长率不低于 10%；(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：2024 年度净利润增长率不低于 15%；(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%

资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 8 公司股票激励人员及授予情况

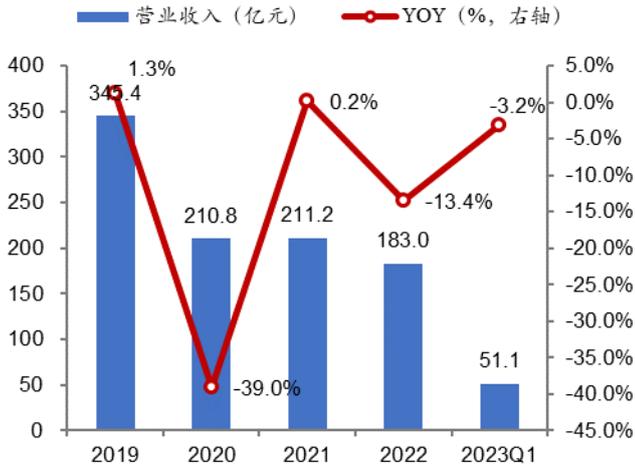
姓名	职位	获授限制性股票数量 (万股)	占授予股票总量的比例
何谦	董事、总经理	24	5.2%
王欢	副总经理	18	3.9%
乔红兵	副总经理	18	3.9%
王金录	财务总监	14	3%
陈果	董事会秘书	16	3.5%
高级管理人员 (5 人)		90	19.4%
其他核心骨干 (46 人)		373	80.6%
合计		463	100%

资料来源：公司公告，wind，华安证券研究所

1.4 经营：盈利能力提升，业绩增速重回快车道

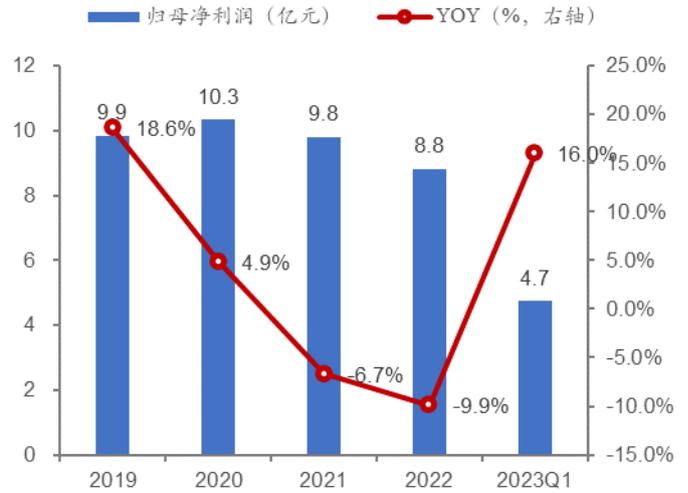
疫情期间经营受限，业绩承压；疫后迅速修复，结构更趋良性。2020 年营收大幅下降主要系会计准则调整及疫情不利影响。2022 年公司营业收入规模为 183 亿元，同比下降 13.4%，归母净利润下降至 8.8 亿元，同比下降 9.9%，主要系重庆疫情和高温限电等不可抗力影响，公司中心城区和大部分区县百货商场、电器卖场、汽贸 4S 店关门歇业，公司同期销售大幅下降。预计未来随经济回暖和公司经营优化实现业绩指标恢复。

图表 9 2019-2023Q1 重庆百货营业收入及 YOY



资料来源: wind, 华安证券研究所

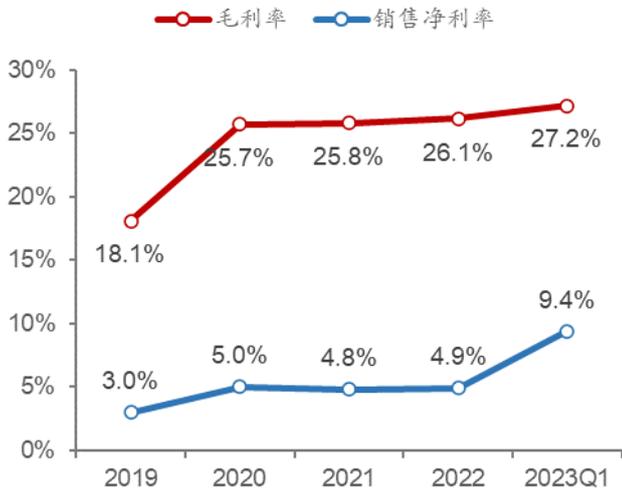
图表 10 2019-2023Q1 重庆百货归母净利润及 YOY



资料来源: wind, 华安证券研究所

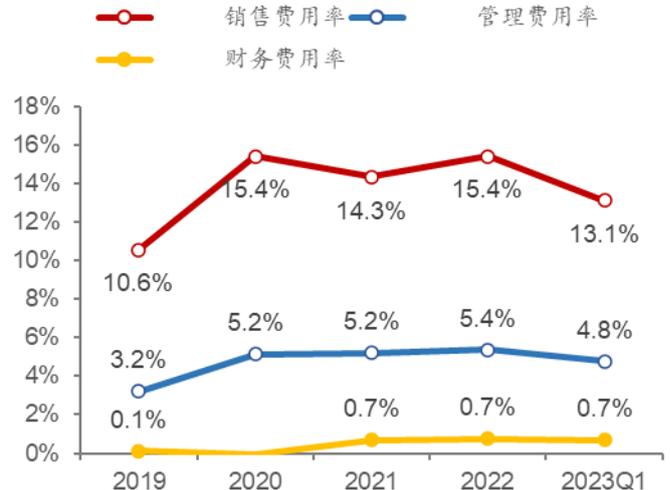
公司毛利率从 2019 年的 18.1% 增长至 2023Q1 的 27.2%。2020 年毛利率提高主要受新收入准则影响。2021-2023Q1 毛利率的小幅提高还得益于公司不断优化供应链, 有效控制产品端成本。公司 2019-2022 年净利率分别为 3%/5%/4.8%/4.9%, 公司销售净利率在疫情期间小幅提高且总体稳定, 2023 年 Q1 有所提高, 但仍低于一些同业参与者。同时, 公司费用率也有所提高, 公司计划后续加强人力、行销、营运、能源等费用管控, 实现系统性降本增效。

图表 11 公司整体毛、净利率水平



资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 12 公司各项费率水平



资料来源: wind, 华安证券研究所

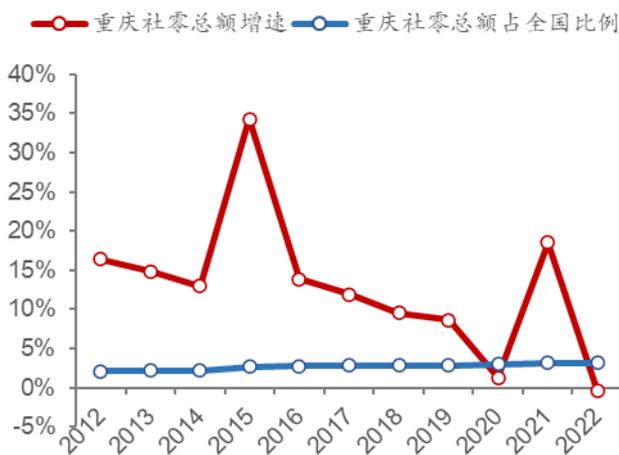
2 主营业务：多元业态融合，数字化加速

2.1 重庆区域零售商业迅猛发展，政策利好，前景广阔

公司位于重庆，受益于区域经济的快速发展。2022年，重庆GDP达2.9万亿元，同比增长2.6%，人均GDP在全国各省区市排名第10。多措并举促消费之下，重庆全年实现社会消费品零售总额1.39万亿元，2012-2022年重庆社零占全国社零总额的比重从2%提升至3.2%，期间尽管经历疫情三年，但重庆经济稳中向好，实现高质量发展。同时，重庆居民人均可支配收入增速一直高于全国，说明重庆消费水平较高，且未来具备较大提升空间。

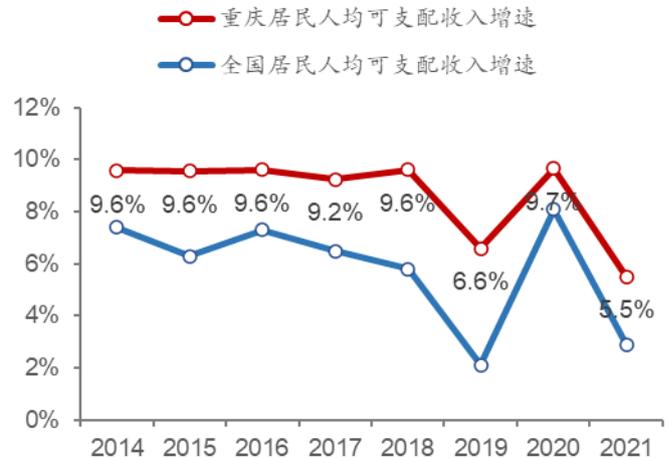
重庆是中国内地西南地区的经济中心和交通枢纽，各大商圈充分利用地理优势和城市发展机遇，不断扩大业态，提升服务水平，满足居民和游客的多样化需求。重庆市政府深入实施成渝地区双城经济圈建设的“一号工程”，并统筹推进打造国际消费目的地等“十项行动”，旨在奋力建设现代化新重庆。为了促进消费复苏和发展，政府还出台了一系列支持商贸企业、创新消费场景、改造商业载体、发放惠民消费补贴等政策措施。重庆还致力于打造巴渝特色消费场景，通过整合文化、旅游、商业等资源，打造特色街区和商业综合体，为消费者提供独特的购物、娱乐和体验场所。这些政策和行动的推出将进一步促进重庆的消费活力和消费环境的提升，为重庆百货创造良好营商环境。

图表 13 2012-2022 年重庆社零总额增速及占比



资料来源：wind，华安证券研究所

图表 14 2014-2021 年全国及重庆人均可支配收入增速



资料来源：wind，华安证券研究所

2.2 业务多元化发展，会员跨业态融合

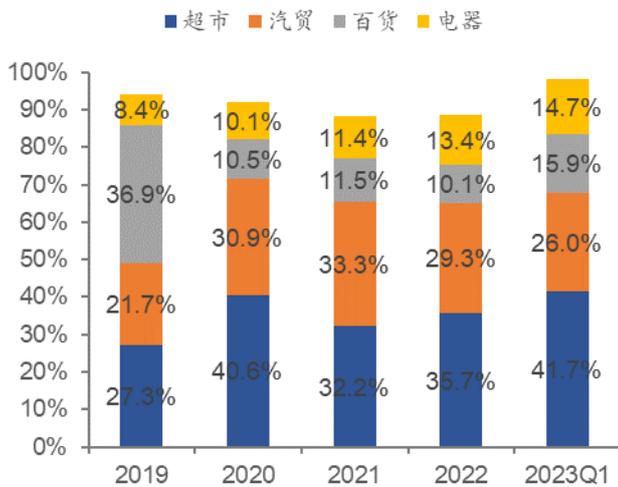
重庆百货业务布局四大板块，分别为超市业态、汽贸业态、百货业态和电器业态。2022年超市/汽贸/百货/电器分别贡献营收35.7%/29.3%/10.1%/13.4%，超市业务是公司主营收入的最主要来源；受到电子商务和疫情冲击，近年来公司百货业态营收占比呈下降趋势，2020-2022年百货营收占比均在10%左右；同时，公司发力汽贸，汽贸业态营收占比保持在30%左右。

四大业务全面布局利于促进会员全业态打通，形成协同效应，满足消费者多元多方面需求。公司打造统筹运营的会员平台，重百集团与多点Dmall合作，开发了打通四大业态、线上线下一体化的预付卡系统推进商品、渠道和营销的融合与共享，2022年会员

规模达 2209 万人，会员销售额占零售总额约六成。公司开展了“爱尚重庆 重百寻鲤”“618 大促”“中秋大聚惠”“国庆节特别企划”等 10 档跨业态融合营销活动；整合及引入各渠道资源，开展“百年重百第三届购物节”；启动全新大促 IP“重百新世纪年货节”打造。并统筹完成全业态上线多点 APP，为广大消费者提供更加便捷、优质、实惠的服务。

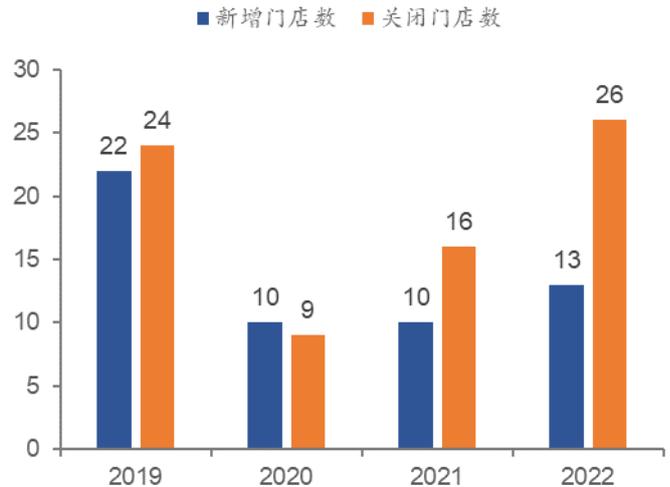
公司持续优化门店结构，2022 年开设门店 291 个，遍布重庆、四川、贵州和湖北等地。公司战略关闭扭亏无望或租约到期的门店并开设新店，2019-2022 年公司闭店数分别为 24/9/16/26 家，同期新增门店数为 22/10/10/13 家。

图表 15 2019-2023Q1 重庆百货各业态营收占比



资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 16 2019-2022 年重庆百货门店变动情况



资料来源：公司公告，华安证券研究所

(1) 百货：积极线上化

重庆百货百货事业部组建于 2012 年，由原重百、新世纪百货百货业态整合而成。截至 2023Q1，在重庆、四川、贵州成立 52 个网点。受到新冠疫情影响和线上电商零售蓬勃发展的影响，线下消费市场受冲击较大，2022 年百货业态营业收入仅为 18.5 亿元，同比下降 23.4%。

为了克服行业自身以及消费者需求变化带来的压力，并应对疫情带来的冲击，重庆百货业态提升战略品牌、自营品牌、高化三大品牌经营平台运营质量，优化供应链结构和经营结构，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%。同时，积极推进业务线上化，以“会员”为中心，以“重百云购”线上平台为载体，依托企微“重百小助手”小程序应用工具，深化赋能百货一线经营；从品牌专柜数字空间管理、会员消费数字标签、全渠道数字化精准营销等多个维度，打造百货门店数字化消费场景。2022H1，52 家场店全面实现云柜台上线，线上销售同比增长 2 倍；云直播累计场次达到 2.1 万场，其中，品牌联合 A 级直播 21 场，销售 8000 万元。

图表 17 2019-2023Q1 公司百货业态营业收入



资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 18 2022 年重庆百货会员业态分布

业态	会员人数 (万人)
百货	637
超市	1413
电器	144
汽贸	15

资料来源：公司公告，华安证券研究所

积极调改提升坪效。公司百货关闭低效门店，优化门店结构。2018-2022 年百货门店数从 55 家减少至 52 家。公司在长尾门店出清和调改存量项目的基础上，2021 年百货业态坪效有小幅提高。公司将继续积极打造数智化支撑的新零售未来店，拓展购物中心新项目，打造城市地标。

百货场店加快商场调改升级，从最初单纯的动线设计，到场景空间打造，再到心智灵魂，推动商文旅融合，形成了重百大楼“时光塔”、世纪新都“生活美学院”等多元化消费新场景，进一步引领品质生活，提升消费粘性。截至目前，调改后场店的销售收入增长均在 15% 以上。

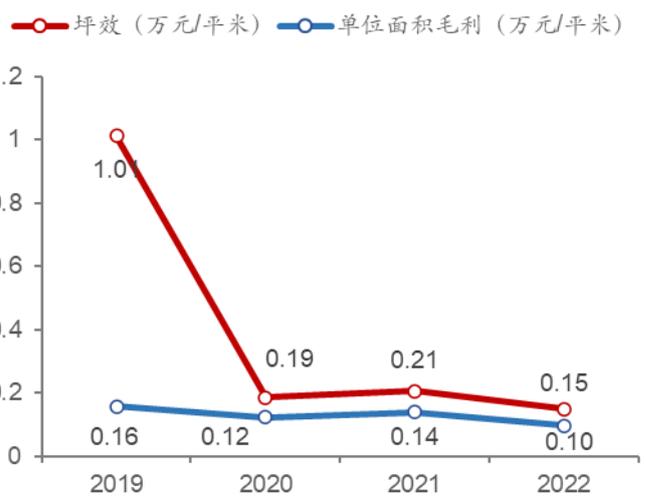
此外，公司开展收购以解决同业竞争，巩固区域地位。为避免同业竞争，加速推进百货业态转型和购物中心业态发展，巩固公司在巴南区域市场地位，加速主城区购物中心业态布局，公司 2022 年收购商社汇巴南购物中心，并投入 1101 万元进行改造。

图表 19 2019-2022 年公司百货业态门店数及面积



资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 20 2019-2022 年公司百货坪效和单位面积毛利



资料来源：公司公告，华安证券研究所

(2) 超市：供应链能力、运营力、品牌力齐增

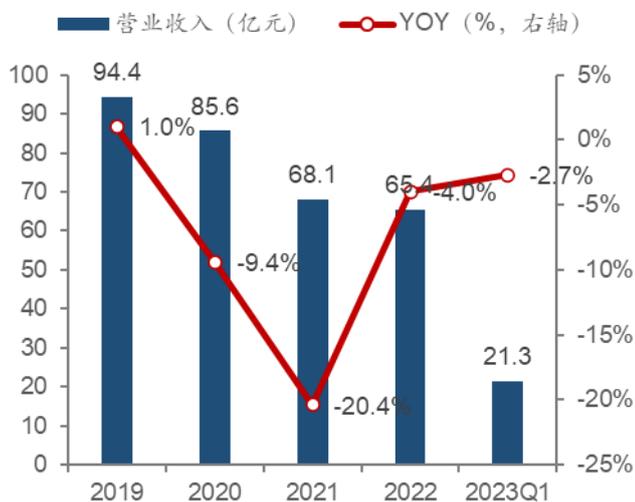
2012 年，公司成立超市事业部，拥有“重百超市”和“新世纪百货超市”两大品

牌。2023Q1 公司超市网点数量达 160 家，2019-2022 年营业收入分别为 94.4/85.6/68.1/65.4 亿元。

- **供应链优化**：超市聚焦差异化、本土化、趋势化，扩大杂百 PB、直供和定制商品销售，推进生鲜供应链前置，开拓本地鲜订单农业，产地分级直发，紧抓货量、质量、价格三要素，基地直采销售增长 37%，大力发展自营，生鲜自营单品销售增长 76%。
- **数字化渗透，运营能力强**：超市完成 OS 系统优化，物流上线拆零系统，优化 U 课管理系统，实现生鲜标品自动补货，缺货率、损耗率进一步下降，商品周转效率提升 20%。同时，2022 年公司优化仓储物流，升级信息系统，持续提升库存周转，形成了以重庆主城庆荣物流为主干，万州区域配送网点为补充的物流仓储布局，业务范围涉及普通仓储、冷链生鲜仓储、门店配送等物流业务活动，服务公司 164 家超市门店，覆盖重庆 35 个区县及四川、湖北等地，库存周转从 48 天降低至 28 天，整体提效 41.7%。
- **品牌效力强**：疫情结束后，消费者对超市业态的需求明显增加，线下超市存量市场竞争加剧。重百超市是重庆本土品牌，在重庆范围内享有规模效益，2022 年重百超市门店数 (162 家) 多于永辉超市 (146 家)，具有强大区域品牌效应。同时，重庆百货拓展 B 端小超、临超小店、周末小店，丰富自有品牌，“颐之时”“人道美”老字号焕发新春，“百世田源”预制标化。同时，超市创新线上运营，打造第五大卖场，提升 B 端业绩，通过与多点合作，重百超市以现有的门店仓库，同时服务消费者到店购买和手机购买配送到家的需求，把原有线下客户都变成门店的电子会员，让传统零售的门店网点、供应链资源得到充分的复用，促进线上线下的加速融合。

图表 21 2019-2022 年公司超市业态营收 (亿元)

图表 22 服务 C 端到店到家全场景购物 APP



资料来源：公司公告，华安证券研究所

资料来源：公司公告，华安证券研究所

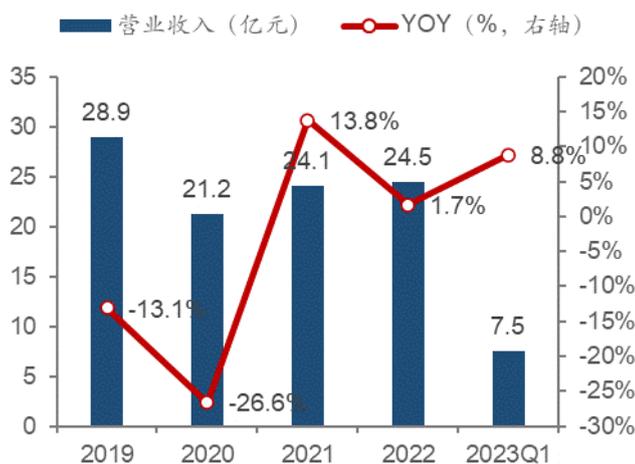
(3) 电器：数智化成效明显，推进品牌战略合作

重庆百货于 2012 年成立重庆百货电器事业部，整合了商社电器、重百电器和新世纪电器三个知名电器品牌，规模实力持续扩大，经营业绩持续提升，成为重庆百货的主力业态之一。截至 2023 年 Q1，重百电器拥有 41 个网点，以及以独家品牌代理为核心的多个专业批发公司和控股公司，经营品种逾万种，保持了家电区域连锁的龙头地位，规模优势不断显现，市场影响力不断提升。2020-2023Q1 公司电器业态经营收入提高，

2022 年实现营收 24.5 亿元，同比增长 1.7%。

- 随着线上网络的用户沉淀，重百电器数智化成效明显。结合业态特点，重百电器积极推动线上便捷交易、营销场景、工具的迭代优化，赋能线下传统直营门店，满足离店交易场景，丰富活动触达的方式，2022 年依托重百“电器淘”等线上商城服务平台实现线上销售同比增长 105%，实现直播、秒杀、拼团、砍价等数字营销工具终端运用；深耕线上公域平台店铺运营，在京东、京东到家、天猫等平台开设店铺，抢夺公域流量消费资源，2022H1 公域平台电商累计实现销售近 1.5 亿元。
- 聚焦+深化电器品牌合作。公司电器稳定战略包销品牌经营，提升中高端品牌销量，对海尔、美的、海信、西门子、TCL、创维、康佳等家电制造头部企业，展开了战略对接，全力优化新赛道发展所需产品供应链，同时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、菲斯曼自主供应链，以品牌店、店中店模式建设品专卖店 6 家。同时，重百电器切入前端市场，丰富场店体验，融合 B 端客户，联袂美的、海尔分别举办了“美的城市绿洲展”和“卡萨帝 2023 思享荟”，接连推出场景展示、新品发布、文娱表演等大型活动，狠抓重大促销。2022 年，全年统筹促销活动 22 档，促销期销售占比 86.6%，同比提升 3.4%。

图表 23 2019-2022 年公司电器业态营收 (亿元)



资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 24 重百电器 X 家电品牌



资料来源：公司公告，华安证券研究所

(4) 汽贸：布局中高端汽车品牌，拓展新能源市场

公司汽贸业态专门从事汽车销售、维修和客户服务，不断优化整车销售业务结构、扩大衍生板块业务、二手车业务提速、建立事故维修中心，建设分销渠道，构建了比较完整的后市场经营平台。

- 布局中高端汽车品牌，并拓展新能源市场。目前，公司代理的汽车品牌包括燃油车和新能源车，品牌矩阵丰富，与众多高端汽车制造商建立了长期战略合作关系，包括奥迪、奔驰、保时捷等。商社汽贸积极拓展新能源业务，创造增长新动力。目前已获得 smart、岚图、睿蓝等 6 个新能源品牌销售、服务授权，2022 年实现新能源车销售 1560 台，同比增长 183%。同时设立合资公司或子公司，经营各新能源品牌的新车销售、售后和衍生业务。同时，汽贸事业部争取优势资源，2020 年公司曾联动 15 个汽车品牌，开展汽车升级换购活动，凡是到商社汽贸换购新车，消费者最高可享受 12000 元置换补贴。
- 商社汽贸加快数智化建设，打造数字化客户运营平台，开展营销创新。公司运用“救

援大师”优化事故管控体系,引进 AUTOX3 可视化车报告系统,升级商社汽贸车生活。同时,加强线上工具融合,建立抖音、视频号线上营销矩阵,扩大线上集客,吸引顾客到店购买。汽贸组建新媒体运营团队,直播账号结合日常店端活动,每天常态化直播;短视频发布数量上百条,播放量破百万,粉丝累计超 13 万,实现引流,全年收集线索 2 万组,成交近 500 台。

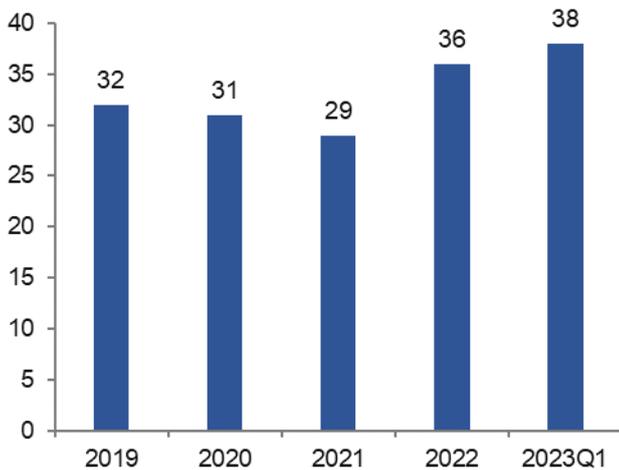


图表 25 重庆商社汽贸旗下代理品牌



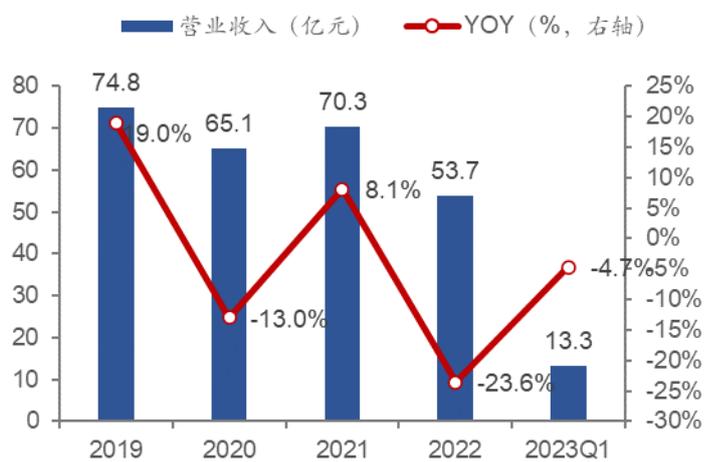
资料来源:公司官网,公司公告,华安证券研究所

图表 26 2019-2023Q1 公司汽贸业态网点数



资料来源:wind, 华安证券研究所

图表 27 2019-2023Q1 公司汽贸业态营收 (亿元)



资料来源:wind, 华安证券研究所

3 马上消费: 头部持牌消金, 数字科技驱动

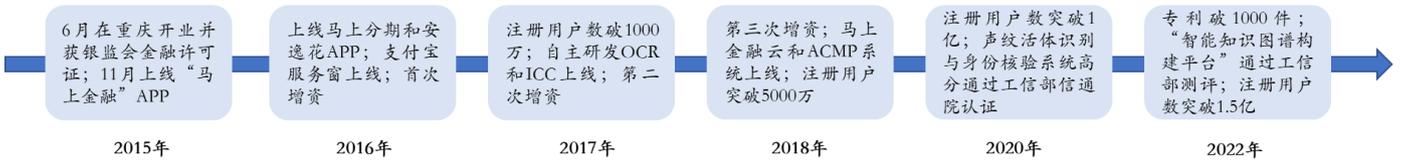
3.1 科技驱动型金融机构

马上消费金融作为一家以科技驱动的持牌金融机构,在大数据、人工智能等新技术领域取得累累硕果。公司聚焦零售金融,通过科技赋能创新,打造全流程金融服务能力,依托金融云作为底层基础建设,努力为客户提供大数据中台、AI 中台和业务中台三大中台产品与 AI+金融解决方案,致力于成为全球最被信赖的金融服务商。截至目前,马上消费赋能机构数量超过 100 家,合作金融机构超过 200 家,服务场景方 200 余家,覆盖消费场景超百万个。马上消费已连续 4 年入选中国服务企业 500 强,重庆企业 100 强、服务企业 100 强,连续 7 年荣膺“毕马威中国领先金融科技企业双 50 强”,荣获 IDC 金融行业技术应用场景(金融云)最佳创新奖等诸多荣誉。公司还被专业评级机构评定为主体信用等级 AAA 级,并多次被中国人民银行征信中心评选为“个人征信系统数据质量工作优秀机构”。

凭借自主研发 AI 开发平台,马上消费在自然语言处理、机器视觉、语音识别、

语音语义及算法等技术领域积累了丰富经验，并连续两届入选国家工信部“人工智能产业创新任务”揭榜单位。其中，其自主研发的集人脸识别、语音识别、声纹识别、OCR识别、活体检测、人脸框内检测等技术于一体的智慧双录产品，不仅在公司内部的贷前审批过程中起到了关键作用，同时也在银行、信托、保险等行业得到了广泛应用。

图表 28 2015-2022 年马上消费金融大事记



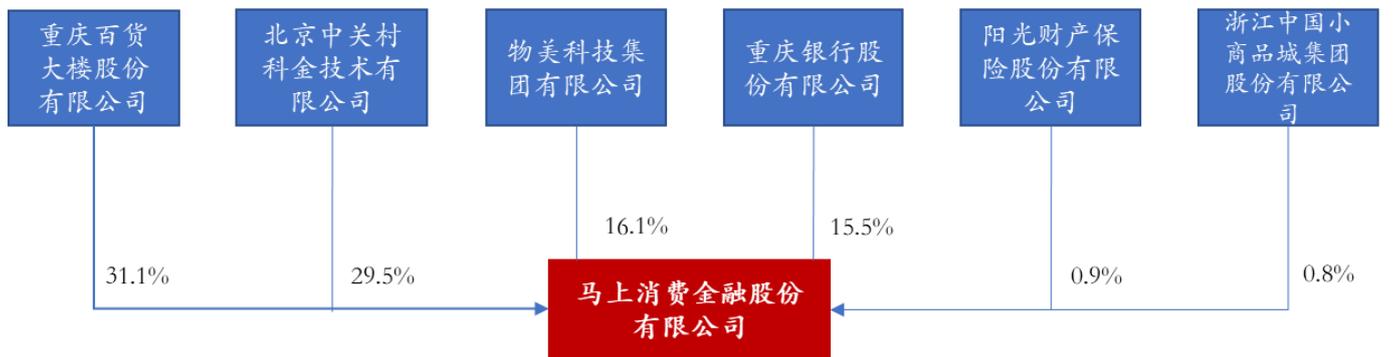
资料来源：公司官网，公司公告，华安证券研究所

马上消费：为重百贡献显著利润增量。

公司为马上消费第一大股东，持股比例达 31.1%。马上消费于 2015 年 6 月正式成立，是重庆第一家由银保监会批准的持牌消费金融公司，于 2016、2017、2018 年分别完成三次增资扩股，注册资本金达 40 亿元。其股东包括重庆百货大楼股份有限公司、北京中关村科金技术有限公司、物美科技集团有限公司、重庆银行股份有限公司、阳光财产保险股份有限公司、浙江中国小商品城集团股份有限公司等央企与地方国资背景资本。

马上消费业绩优秀，为公司贡献可观利润。2022 年，马上消费营业收入达 135.3 亿元，同比增长 35.2%；净利润 17.9 亿元，同比增长 29.7%，业绩稳中向上，营收、净利润双增长。重庆百货对马上消费持股比例达 31.1%，按照权益法核算长期股权投资，确认贡献投资收益为 5.6 亿元，占 2022 年重百归母净利润的 63.4%，与 2019-2021 年相比，该比例大幅提高，预计未来重庆百货得益于马上消费金融的利润规模会继续扩大。

图表 29 马上消费金融股权结构图（截至 2022 年末）



资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 30 2019-2022 年马上消费金融财务数据

	2019	2020	2021	2022
营业收入 (亿元)	90	76	100.1	135.3
净利润 (亿元)	8.5	7.1	13.8	17.9
总资产 (亿元)	548.2	524.8	610.9	665.1
净资产 (亿元)	64.4	71.5	83	97.9
重百持股比例 (%)	31.1%	31.1%	31.1%	31.1%
贡献投资收益 (亿元)	2.7	1.5	4.3	5.6
重百归母净利润 (亿元)	9.9	10.3	9.8	8.8
占归母净利润比重 (%)	27.4%	14.5%	43.9%	63.4%

资料来源：公司公告，华安证券研究所

3.2 需求旺盛，行业规模持续扩容

消费金融对于促进消费、稳定内需、支撑经济增长都有积极作用。中国消费信贷市场规模持续扩张，艾瑞咨询预计 2026 年中国狭义消费信贷余额将达 24.9 万亿元，这说明随着居民消费水平的提升和消费习惯的变化，消费金融产品和服务的需求将不断增长。对于个人来说，消费金融行业的发展降低信贷获取成本，提高为新市民提供普惠金融服务的能力。从消费金融行业的发展历程看，中国消费金融的发展大致经历了 4 个时期，分别是试点期、快速发展期、整顿期和规范发展期。2020 年以来，消费金融行业已进入规范发展期。

图表 31 中国消费金融行业发展历程

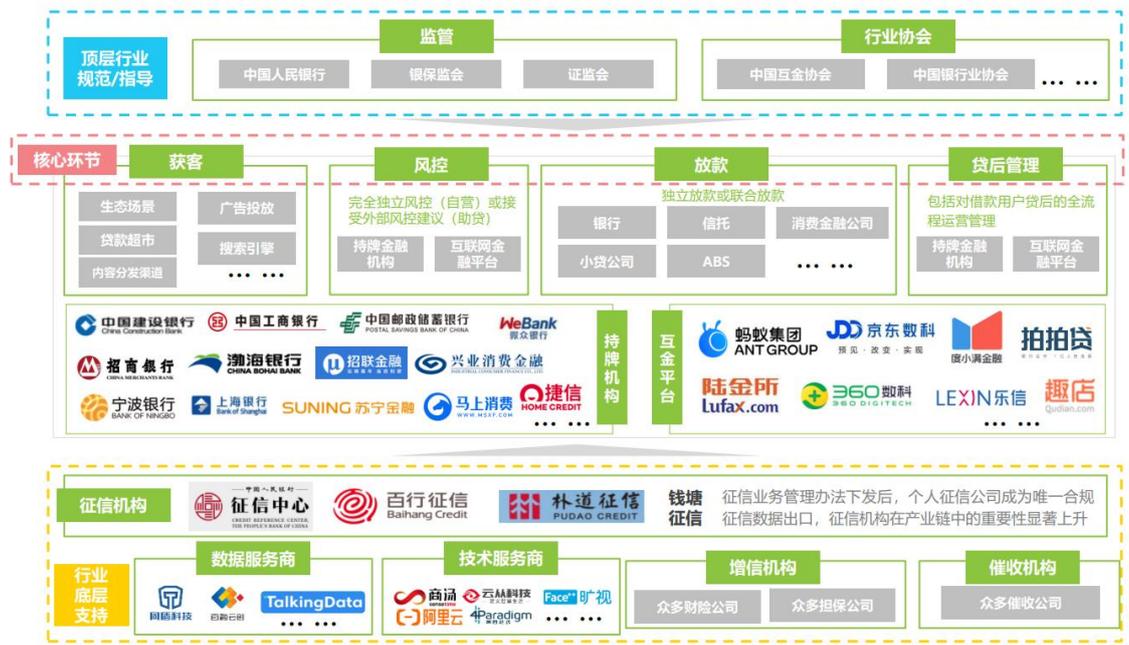


资料来源：零壹智库，艾瑞咨询，华安证券研究所

消费金融市场参与主体呈多元化发展态势。

消费金融市场中有银行、消费金融公司等持牌机构，还有小额贷款公司、互联网平台等非持牌机构。目前呈现出以传统银行为主，辅以消费金融公司和互联网金融平台的格局。总体而言，传统银行和非银行系消费金融公司各有优势。传统银行在资金实力、信誉和风险控制方面具备较强竞争力，而非银行系消费金融公司则在流量、消费场景和大数据风控等方面拥有一定优势。随着消费金融市场的进一步发展和技术的创新，预计传统银行和非银行系消费金融公司将继续相互竞争和合作，共同推动消费金融行业的发展。

图表 32 消费金融产业图谱



资料来源：百融行研中心、艾瑞咨询、华安证券研究所

图表 33 消费金融参与主体及特征

	商业银行	消费金融公司	互联网金融服务平台	小贷公司
基本情况	传统商业银行是消费金融最主要的供给主体，民营银行提供的消费金融服务与互联网金融平台类似	2020 年，银保监会在 2017 年牌照发放速度放缓后首次开闸，目前全国共有 30+ 消费金融公司，且仍有多家处申请进程中。	互金平台是互联网消费金融最主要的参与者，因非持牌金融机构，通常依靠小贷牌照开展业务，但随业务发展，越来越多互联网金融平台通过获取消费金融公司牌照实现业务升级。	互联网金融平台开展消费金融业务主要依赖于网络小贷公司，受此影响，目前全国 6000 多家小贷公司业务呈现两极分化特征。
客群覆盖	信用记录优质人群	人群覆盖广泛，信用白户、大学生、蓝领	网购人群	人群覆盖广泛
资金来源	资金来源于存款金融机构拆借，融资成本低且稳定	资金来自股东，金融机构拆借，发行金融债券以及 ABS 等，资金成本高于银行，但来源对丰富	资金来自股东 ABS、私募、小贷等，资金成本高于消费金融公司，但平台自身资金实力雄厚	小贷同业拆借与再融资中心、私募债，融资杠杆成为发展瓶颈
资金成本	约 1%-4%	约 3%-6%	约 4%-6%	约 7%-13%
审批模式	接入央行征信系统，征信及审批模式成熟，但效率较低	接入央行征信系统，风险容忍度较高，审批更有效率	掌握用户的消费数据，借助大数据征信，可完成信贷审批	缺乏制度上的风险控制，信用来自法人和自然人信用
优势	业务模式成熟	覆盖线上和线下多个垂直场景	巨大的用户流量平台切近客户需求，大数据优势	利率管制少、费率收取灵活

资料来源：百融行研中心、艾瑞咨询、华安证券研究所

行业竞争格局：盈利差异明显，头部效应显著

2022 年，消费金融公司业绩分化明显，头部效应显著。其中，招联消费金融、兴

业消费金融、马上消费金融 3 家公司的净利润和营业收入已连续 3 年稳居行业前三。从净利润增速来看，2022 年消费金融行业的净利润增速有所放缓。2022 年消费金融公司整体业绩增长放慢的背后，是资产规模扩张的放缓。对于 2022 年消费金融行业业绩增速放缓的原因，2023 年 3 月银保监会指出消费金融行业核心竞争力面临挑战，具体面临的问题一是细分客群能力不足，获客成本居高不下；二是融资渠道狭窄，融资成本高企；三是自主风控能力不足，风险管理成本被动抬升；四是中低收入客群的精细化运营管理能力不足，运营成本较高。

监管趋严，政策利好持牌机构。

为控制行业风险、保障消费金融行业有序发展，2017 年以来国家以强监管介入，对行业整体和从业主体发展予以规范，遏制了消费金融公司的粗放发展。之后，政策作用逐渐显现，行业乱象得到遏制，监管环境审慎放开，并陆续出台各项文件引导线上消费金融行业的发展，行业进入存量治理与规范监管阶段。多项政策的陆续颁布利好于消费金融行业走向合规化、成熟化。央行在《2023 年 1 月金融统计数据报告》中表示，自 2023 年 1 月起，将消费金融公司、理财公司和金融资产管理公司等三类银行业非存款类金融机构纳入金融统计范围，此举反映监管对消费金融公司重视度进一步提升。

科技基础要素应用于消费金融场景全流程。

技术要素在消费金融行业中起着至关重要的支撑作用，科技能推动企业数字化转型、提供数据分析和洞察、改进风险管理和客户服务、探索新的技术应用等。消费金融行业企业持续加大科技投入，具体来说以人工智能、区块链、云计算、大数据(简称“ABCD”)等为代表的新一代信息技术是金融“新基建”的重要组成部分，经过数年的跨越发展与积累沉淀，核心技术的发展和应用更加成熟稳定，表现出消金公司对基础技术研发的重视。同时，消费金融公司数字化转型加快，注重全流程数字化，提升智能化平台运营效率和风控能力，客户提供便捷的金融产品和服务体验。

图表 34 消费金融公司数字化转型关注方向



资料来源：毕马威，艾瑞咨询，华安证券研究所

3.3 马上消费：坚定技术信仰，科技+金融双轮驱动

马上消费坚持科技驱动，实现了消费金融全价值链的数字化和智能化。截至 2022 年末，马上消费专利数量稳居全国消费金融行业首位，发明专利申请突破 1000 件，其中已公开发明专利达 545 件，行业占比 47.2%，稳居行业首位，获得软件著作权登记证书 83 项。2022 年，马上消费荣获“国家知识产权优势企业”荣誉。马上消费发明专利主要用于提高自身业务能力和改善公司数字化管理，发明专利授权率达 78%，高于 2021 年全国 55% 的平均水平，应用范围包括人工智能、大数据、金融云、区块链、元宇宙等多个前沿领域。庞大的专利数量背后是大规模的科研投入。马上消费在全球范围内选拔金融、大数据和人工智能等领域高精尖人才，已组建超 2000 人的科研团队，累计科技投入已超过 30 亿元，并计划未来 5 年实现科技投入 50 亿元以上。目前，马上消费已形成体验设计、数据收集、数据分析、用户洞察、行动优化全链路闭环的客户体验管理体系，实现了全渠道、全场景、全周期的精细化运营。

马上消费持续开展数字化能力建设，助力降本增效。基于上述科研基础，公司自主研发了 1000 余套涵盖消费金融全业务流程、全生命周期的核心技术系统，广泛应用于风控、营销、客服等领域，推出了智能风控、智能获客、智能营销、智能客服等数字科技工具。在“智能知识图谱构建平台”的高效调配下，马上消费在智能客服及贷后资产管理业务中，促进客服效率提升 40%，客户投诉降低 30%，智能辅助占比 30%，营销和贷后管理效率提升 2 倍，用户好评率达 98.65%。目前，马上消费已形成体验设计、数据收集、数据分析、用户洞察、行动优化全链路闭环的客户体验管理体系，实现了全渠道、全场景、全周期的精细化运营。此外，还赋能公司智能合规建设，帮助合规审核自动化覆盖率提升 40%，审核效率提升 30%。

图表 35 马上消费一站式零售信贷解决方案



资料来源：iFind，马上消费官方公众号，华安证券研究所

马上消费：多场景化应用，关注数字普惠

马上消费技术乘数效应显著，使得金融科技服务逐步嵌入生产生活各类细分场景，聚焦特定场景打造专业化产品以实现业务拓展，包括绿色金融、农业数字化、数字教育、乡村振兴等。以马上消费自主研发的“智慧养殖大数据平台”为例，该产品对养鸡场进行数字化改造，有效解决散养土鸡行业痛点和传统人工管理效率低下的问题，提升附加值，助农增收 20% 以上。马上消费持续发展面向县域、乡村用户的数字普惠金融，下沉重心，实施差异化定位策略，为进城务工人员、农村用户、大中专毕业生等长尾人群更好融入数字智能社会创造机会。截至 2023 年 3 月，马上消费服务累计 3180 万余农村用

户, 累计交易额突破 5146 亿元; 累计为 3778 万余县域用户提供金融服务, 累计交易额突破 6618 亿元。马上消费以 0 物理网点的线上服务方式, 使消费金融服务触达传统金融难以覆盖的乡村用户等, 并通过培育普惠用户“信用画像”, 为超过 702 万征信白户创建信用记录, 进一步提升乡村金融服务的可得性。**马上消费用数据提供产品和服务的同时, 注重用户个人信息保护。**马上消费通过消保培训, 强化全员消保意识, 培养专业性消保人才; 开展消保知识竞赛和形式多样的宣传教育等活动, 营销“全员消保”的文化氛围; 在产品设计和客服环节实行全生命周期的消保管理, 自主研发全生命周期客户关怀系统, 优化完善风控体系, 通过 AD 域、桌面云、桌管系统、终端准入、邮件 DLP 控制系统等严格控制数据外泄, 实现无死角防御和全程监控审计, 综合施策推动消费者权益保护。在消费金融服务嵌入新市民的生活场景时, 新市民群体的信用体系也渐趋完善, 进而帮助新市民高效获取其他普惠金融服务。

图表 36 马上消费应用场景拓展

应用场景	项目名称	说明
环保	“马上绿洲”公益项目	推出个人碳账户, 记录用户赚取碳积分的方式和时间, 以及形成的碳减排量达到多少等信息。凭借碳积分, 用户可在安逸花 App 商城换取乡村振兴产品。
农业	智慧养鸡场	结合机器视觉, 人工智能, 云计算等技术, 马上消费研发了智慧养鸡大数据平台, 包括后台管理系统、移动端小程序和数据展示大屏。目前已实现的核心功能包括: AI 自动体重监测、AI 鸡群数量监测、体温疾病监测、鸡舍环境监测、动物健康安全溯源、预警通知等功能, 实现 24 小时全天候的养鸡守护。
商业	安逸花	马上消费安逸花商城联合开展“助力新市民 乐享新生活”的主题购物节, 以丰富的消费品类和场景营销, 增加消费服务多样性。
教育	“千里马·乡村英才培养计划”	依托自研的音视频呼叫中心, 搭建乡村振兴知识传播平台, 免费提供面向乡村的网络教育, 培养乡村振兴骨干力量、创新创业带头人, 增强可持续发展内生动力。重点面向小镇青年、应届毕业生、退伍军人三大群体, 整合课程、师资、硬件、流量与通道四类资源, 提供创业就业、劳动技能、职业发展、权益维护在内的多种课程。
乡村振兴	乡村振兴数字化赋能中心	利用自身科技优化, 建立 1 个中心, 即乡村振兴数字化赋能中心; 服务 1 个中间力量, 即围绕种植、养殖、乡村旅游、电子商务等开展技术指导, 培养爱农业、懂技术、善经营的新型职业农民, 最终覆盖 3 个智慧产业, 即家禽·智慧林下养殖, 畜牧·智慧养牛, 种植·智慧立体农业, 为乡村振兴提供强有力的科技支撑。

资料来源: 马上消费官方公众号, 华安证券研究所

马上消费: 紧跟 AI 风口, 同业科技输出能力强

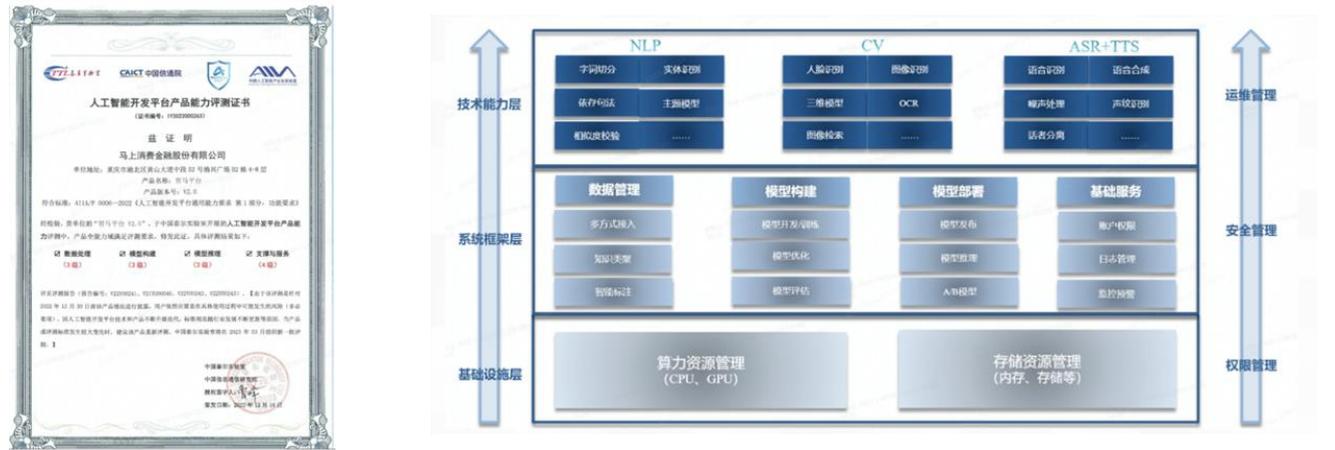
马上消费在人工智能方面拥有视觉、语音、自然语言处理三大核心算法能力, 从感知到认知, 打破虚实边界, 绝大多数核心能力目前处于国内一流水平。涵盖机器学习和深度学习的算法级、组件级、引擎级、应用级全栈能力, 拥有可实现图像识别, 自然语言处理, 预测分析等数百种 AI 应用算子。马消已形成“大数据+AI+金融云”三大核心平台共振的强大数字化“引擎”。

凭借 100% 自主研发的“智马平台”, 马上消费金融成为首批通过中国信通院人工智能开发平台模型构建认证单位, 且是唯一一家通过全能力域评测的消费金融公司。“智马平台”是针对算法工程师、算法应用开发者和模型运营不同目标的使用者提供不同的交互模式, 为企业用户快速构建定制 AI 模型的轻量级模型生产平台。智马平台覆盖了 CV/NLP/SPEECH 不同方向最新的算法模型, 可满足全场景 AI 能力建设, 随时随地构建业务场景 AI 能力, 更新迭代模型效果, 加速企业 AI 智能基建应用落地。目前, 智马

平台已服务于马消内部智能外呼、智能客服、智能质检、智能风控、智能知识图谱等多条智能化产险，为几千个机器人/模型提供在线训练和推理服务，落地成果丰富，但暂无对外开放计划。

马上消费对 chatgpt 的发展和应用也非常关注，目前致力于将先进的通用能力和金融垂直领域的行业知识相结合，打造出拥有行业专家级水平的对话机器人，提升企业内智能对话技术和文本信息提取技术的服务水平。

图表 37 马上消费人工智能开发平台



资料来源：iFind，马上消费官方公众号，华安证券研究所

马上消费：区域市场环境优势+持牌含金量凸显

- 重庆为马上消费发展提供了良好的金融生态环境和消费市场环境。重庆是经国务院批准的率先开展国际消费中心城市培育建设的城市之一，享有良好的政策支撑条件。2019 年以来，重庆连续三年荣登“中国城市夜经济影响力十强城市”榜首；2021 年全市社会消费品零售总额 13967.7 亿元，增长 18.5%，高于全国 6 个百分点，增速列全国第 3 位。2023 年，重庆政府抛出目标，GDP、社会消费品零售总额分别预期增长 6% 以上，城镇新增就业 60 万人以上，城乡居民收入增长快于经济增长。此外，重庆数字经济建设取得重大成就，根据中国国家互联网信息办公室发布的《数字中国发展报告（2022 年）》，重庆数字化综合发展水平位居全国第九。
- 重庆快速发展的经济蕴育了一个强大的消费金融产业，持牌机构进入政策红利期。银保监会逐渐收紧对消金牌照的审批，并不断加大监管力度，2021 年以来，仅建信消费金融一家于 2022 年获批筹建。目前，重庆有 3 家持牌消费金融公司，消费金融产业集聚效应明显。马上消费金融作为行业头部持牌消金企业，受益于行业监管红利。作为持牌机构，马消以科技创新为驱动，实现普惠金融，帮助商户促进商品交易和服务 4 亿余次，有效提振了消费市场，也助推了新型消费的培育。

马上消费：与重百发挥协同效应

马上消费深耕数字化，基于大数据及科技优势，马上消费业务全流程已实现全面数据驱动，应用于数字化营销效果、数字化智能风控决策、智能客户服务、贷后管理等多个技术系统。相关数据显示，在公司新一代大数据智能风控平台上，其智能风险查验已达 8 亿+人次、人脸识别准确度高达 99.99%、声纹识别准确度达 98.20%，唇语识别准确度达 98.45%。马上消费自主研发的“智慧文娱-心情预报”产品基于深度学习的人脸表情识别技术，再运用情绪识别模型、人脸关键点模型、人脸 pose 模型，可以更准

确地反映消费者的情绪状态,从而更好地理解用户的消费需求。在沉浸式体验产品的基础上,马上消费还将开发更多的人脸表情判断,为人们生活提供更加便捷有趣的新体验。此外,马上消费将数字员工“马潇潇”全面融入线上业务流程,挖掘用户场景化应用。同时也会利用公司虚拟数字人能力为其他金融机构和非金融行业赋能。

与重庆百货的结合点

- 利用马上消费金融的 FaceX 活体人脸识别技术,选取重百超市进行**刷脸支付**试点,然后在重庆百货其他门店进行推广;
- 重庆百货利用马上消费金融的人工智能技术,推出不用客服人员的**智能客服服务**;
- **主题购物节**:2022年,马上消费在安逸花分期商城上线了“助力新市民 乐享新生活”的主题购物节活动,联合重庆百货旗下世纪购进行新市民消费品类场景营销,增加服务新市民形式上的多样性。此外,马上消费分期商城中还上线了**消费分期+消费特惠**的活动。4月7日,马上消费旗下金融产品安逸花,在视频号同步策划上线了一场安逸花·新市民福利日专场直播活动。

图表 38 马上消费与重百发挥协同效应



资料来源: iFind, 马上消费官方公众号, 华安证券研究所

盈利预测及投资建议：

盈利预测：

我们以公司业务涉及的业态进行划分，假设如下：

(1) 百货业务：受疫情影响，公司百货业务在 2022 年出现承压下行的态势，全年百货业态收入为 18.5 亿元。2022 年底国内疫情管控解除，我们预计公司 2023 百货业态相较于 2022 年将出现复苏的表现；但由于 2023Q1 存在“感染后阳转阴”的过渡期，全年修复水平未能达到疫情前水平。往后看，疫情虽有反复但对于线下经营的影响已降至可控范围，2024、2025 年公司有望通过积极调改、线上布局等方式实现正常增长水平。我们预计 2023~2025 年，公司百货业务增速分别在 15%、7%、5%。

(2) 超市业务：受疫情影响，公司超市网点的数量在 2022 年末为 162 个（相较于疫情前有所减少），同时过往受疫情影响也出现了超市单店坪效的下行。我们预计未来公司在该板块的主力通过供应链能力、运营力、品牌力齐增方式促进坪效提升，净经营店铺数维持在当前水平。该业务 2023~2025 年的增速分别为 12%、5%、3%。

(3) 电器业务：近两年公司电器业务实现增长的原因在于公司借助数智化赋能提效降本的同时，积极推进品牌战略合作筑高公司在西南区域的竞争力。预计 2023~2025 年增速分别为 20%、15%、12%。

(4) 汽贸业务：公司在布局中高端汽车品牌的基础上，积极将业务拓展至新能源市场。存量与增量并举，预计 2023~2025 年同比增长分别为 12%、10%、10%。

(5) 马上消费：受益于行业持续扩容及公司自身业务模式已跑通，近几年该业务对公司利润端的贡献主要体现在投资收益端，预计 2023~2025 年贡献于收益端增速为 12%、10%、8%。

因此，公司收入预测汇总如下：

图表 39 公司收入预测表

	2022A	2023E	2024E	2025E
百货业务				
营业收入（百万元）	1852	2130	2279	2393
同比 yoy (%)	-38%	15%	7%	5%
毛利率 (%)	64.3%	67.0%	67.2%	67.3%
超市业务				
营业收入（百万元）	6544	7329	7696	7927
同比 yoy (%)	-17%	12%	5%	3%
毛利率 (%)	15.5%	15.5%	15.5%	15.5%
电器业务				
营业收入（百万元）	2449	2939	3380	3785
同比 yoy (%)	0%	20%	15%	12%
毛利率 (%)	19.8%	21.4%	21.6%	21.6%
汽贸业务				
营业收入（百万元）	5374	6019	6621	7283
同比 yoy (%)	-24%	12%	10%	10%
毛利率 (%)	7.3%	7.5%	7.5%	7.5%

		其他		
营业收入 (百万元)	2083	2291	2520	2772
同比 yoy (%)		10%	10%	10%
		合计		
营业收入 (百万元)	18302	20708	22495	24160
同比 yoy (%)		13.1%	8.6%	7.4%
毛利率 (%)	26.1%	26.6%	26.7%	26.8%

资料来源: wind, 公司公告, 华安证券研究所

投资建议:

重庆百货作为西南地区百货零售龙头企业, 随着疫情影响的淡化及自身多元业态融合叠加数字化赋能等优势, 迎来传统业务的复苏。马上消费作为国内消费金融的头部企业, 近几年借力数字科技驱动跑通模式, 对公司业绩贡献持续提升已然成为重庆百货业绩新增长点。我们预计公司 2023-2025 年 EPS 分别为 2.83 元、3.28 元、3.67 元/股, 对应当前股价 PE 分别为 10.1、8.7、7.8 倍。首次覆盖, 给予“买入”评级。

风险提示：

宏观经济下行

宏观经济增速放缓会导致人均可支配收入下降，同时有可能影响消费者对于可支配收入的分配调整以及消费意愿的下降，整体零售业疫后的短期修复程度不及预期。

同业竞争加剧

公司重点布局西南区域，若区域内竞争对手增加存在消费者分流的情况；同时竞争加剧也存在品牌合作关系弱化的可能，对公司线下零售坪效的提升存在影响。

马上消费业绩贡献不及预期

马上消费对公司的业绩贡献逐年增加，若其经营业绩增长不及预期，会导致公司整体业绩增长不及预期等。

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安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。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安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。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。