



Research and
Development Center

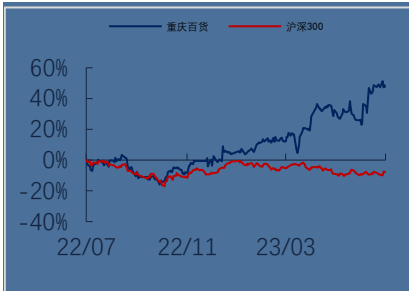
国企改革释放发展潜力，马上消费锦上添花

—重庆百货(600729)公司首次覆盖报告

2023年07月28日

刘嘉仁
S1500522110002
15000310173
liujiaren@cindasc.com

蔡昕妤
S1500523060001
13921189535
caixinyu@cindasc.com

证券研究报告
公司研究
公司首次覆盖报告
重庆百货(600729)
投资评级 **买入**
上次评级 **无评级**


资料来源：万得，信达证券研发中心

公司主要数据

收盘价(元)	34.06
52周内股价	35.05-19.11
波动区间(元)	
最近一月涨跌幅(%)	20.26
总股本(亿股)	4.07
流通A股比例(%)	98.84
总市值(亿元)	138

资料来源：万得，信达证券研发中心

刘嘉仁 社零&美护首席分析师

执业编号：S1500522110002

联系电话：15000310173

邮箱：liujiaren@cindasc.com

蔡昕妤 商贸零售分析师

执业编号：S1500523060001

联系电话：13921189535

邮箱：caixinyu@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编：100031

重庆百货(600729.SH) 首次覆盖报告：国企改革释放发展潜力，马上消费锦上添花

2023年07月28日

报告内容摘要：

- ◆ **西南地区百年零售龙头，主营四大业态，马上消费金融贡献利润弹性。**公司是西南地区规模最大，实力最强的百货零售商，覆盖百货、超市、电器、汽车贸易四大业态，截至2022年末，公司共拥有百货、超市、电器、汽贸业态门店52家、162家、41家、36家。2022年公司营收/归母净利润分别为183亿元、8.8亿元。其中公司持股31.06%的马上消费金融2022年净利润17.88亿元，公司确认投资收益5.55亿元，占归母净利的63%。2023H1公司预告实现归母净利润8.9~9.7亿元，同增51%~65%，扣非归母净利8~8.8亿元，同增51%~66%。
- ◆ **吸并重庆商社深化国企改革，股权激励绑定核心骨干。**2022年12月，公司公告拟以向渝富资本、物美津融、深圳步步高、商社慧隆、商社慧兴发行股份的方式吸收合并重庆商社100%股权，以优化治理结构，精简管理层级，增强上市公司独立性，进一步落实混改成果。本次交易完成后，渝富资本、物美津融、深圳步步高、商社慧隆、商社慧兴将由通过重庆商社间接持有重庆百货股权变为直接持有，并通过参加股东大会行使表决权参与重大决策，提升上市公司股东层面的决策效率。2022年7月公司发布股权激励方案，拟向总经理等5名高级管理人员以及48名其他核心骨干共计53人授予限制性股票471万股，占当日公司总股本的1.16%，业绩考核期为2022-2024年。
- ◆ **政策支持川渝发展，零售主业控费+数智化提效成果初现。**重庆作为国家九大中心城市和成渝地区双城经济圈双核之一，具备较高商业潜力。公司在保持零售业务区域领先地位的同时，通过线上线下、多业态融合等方式驱动增长，例如于2022年实现四大零售主业接入多点APP，打造本地生活圈，实现业务、会员、管理、服务等数字化，搭建微信生态零售数字化体系等。此外，2022年公司通过精简人员、推动绩效挂钩等举措进行费用管控，且公司预计重庆商社自有物业并入后，有望缩减租赁费用、增加租金收入。
- ◆ **持股马上消费金融31.06%，投资收益增厚业绩。**马上消费金融是经原中国银保监会批准，持有消费金融牌照的金融机构，2022年净资产、营收规模在同行业中位列第三。其核心管理层以赵国庆、郭剑霓为代表具有丰富的消费金融行业、互联网行业工作经验，2021年以来，马上消费金融收入、净利规模取得较快增长。
- ◆ **盈利预测与投资评级：**我们预计2023-2025年公司营收分别为202.00/214.38/226.35亿元，同比增长10.4%/6.1%/5.6%；归母净利润分别为14.10/15.59/17.13亿元，同比增长59.6%/10.6%/9.9%；每股收益分别为3.47/3.84/4.21元。截至2023年7月27日收盘价，对应2023-2025年PE分别10/9/8X。采用分部估值法，我们给予零售主业部分2024年PE18X，对应2024年零售业务合理市值151亿元，马上消费金融合理市值参考2022年末公司对其权益投资的账面价值30亿元，合计合理市值181亿元，首次覆盖给予“买入”评级。
- ◆ **风险因素：**公司吸收合并事项进度不及预期；消费需求疲软；行业竞争风险加剧；马上消费金融投资收益贡献不及预期。

重要财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元)	21,136	18,304	20,200	21,438	22,635
增长率 YoY %	0.3%	-13.4%	10.4%	6.1%	5.6%
归属母公司净利润 (百万元)	952	883	1,410	1,559	1,713
增长率 YoY%	-9.4%	-7.2%	59.6%	10.6%	9.9%
毛利率%	25.8%	26.1%	26.6%	26.8%	27.0%
净资产收益率ROE%	15.1%	17.1%	22.4%	20.7%	19.3%
EPS(摊薄)(元)	2.34	2.17	3.47	3.84	4.21
市盈率 P/E(倍)	14.55	15.67	9.82	8.88	8.08
市净率 P/B(倍)	2.19	2.69	2.20	1.84	1.56

资料来源: 万得, 信达证券研发中心预测; 股价为 2023 年 07 月 27 日收盘价

目录

一、公司概况：西南地区百年零售龙头	6
1.1、公司概况：主营四大业态，马上消费金融贡献利润弹性.....	6
1.2、财务概况：2020年以来营收持续受到疫情、高温限电等不利影响，2023H1 复苏良好	8
二、看点 1：吸并重庆商社深化国企改革，股权激励绑定核心骨干	10
三、看点 2：政策支持川渝发展，零售主业控费+数智化提效成果初现	12
3.1、政策支持川渝消费发展，重庆为核心商业城市之一.....	12
3.2、零售主业：加强成本管控，全面数智化成效显著.....	13
3.2.1、百货业务：精细化运营提质增效，推进数字化建设线上销售同比高增.....	16
3.2.2、超市业务：持续优化供应链、拓渠道，2022 年坪效、毛利率均提升.....	18
3.2.3、电器业务：深度合作优质品牌，“世纪通”、“重百小哥”触达“最后一公里”.....	19
3.2.4、汽贸业务：加强新能源车品牌合作，提升整车销售质量、扩大衍生板块业务.....	20
四、看点 3：持股马上消费金融 31.06%，投资收益增厚业绩	20
五、盈利预测、估值与投资评级	23
5.1、盈利预测及假设.....	23
5.2、估值与投资建议.....	25
六、风险因素	26

表目录

表 1: 公司历史沿革.....	7
表 2: 2022 年 7 月发布的公司股权激励方案业绩考核目标.....	11
表 3: 2023 年 1 月发布的调整后公司股权激励方案业绩考核目标.....	11
表 4: 限制性股票授予对象.....	12
表 5: 2023 年 1-3 月重庆商社及其子公司万盛五交化向重庆百货及其控股子公司出租房产以及对外出租房产的情况.....	14
表 6: 预计交易后上市公司节约的租赁费用金额大于新增的折旧摊销费用金额（万元）.....	15
表 7: 马上消费金融的发展历程梳理.....	20
表 8: 马上消费金融核心管理层具备丰富的消费金融、互联网从业背景.....	22
表 9: 重庆百货 2023-2025E 营业收入拆分（百万元）.....	24
表 10: 重庆百货业绩预测（百万元）.....	25
表 11: 公司可比公司估值表.....	25

图目录

图 1: 公司覆盖百货、超市、电器、汽车贸易四大业态.....	7
图 2: 2020 年以来疫情影响营收总体承压.....	9
图 3: 2023Q1 公司营收同比下滑 3%.....	9
图 4: 2021-2022 年公司归母净利下滑.....	9
图 5: 2023Q1 公司归母净利创 2021 年以来一季度新高.....	9
图 6: 2020 年因变更收入准则毛、净利率提升.....	9
图 7: 2023Q1 公司毛、净利率同比-0.3PCT、+1.4PCT.....	9
图 8: 超市、汽贸贡献公司主要营收.....	10
图 9: 百货、超市贡献公司主要毛利.....	10
图 10: 吸并重庆商社前重庆百货股权结构.....	10
图 11: 吸并重庆商社后重庆百货股权结构.....	11
图 12: 《2021 年城市商业力排行榜》重庆排名前 10.....	13
图 13: 2023Q2 重庆市购物中心客流在全国排名靠前.....	13
图 14: 公司百货、超市、电器、汽车贸易四大业态门店数量（家）.....	13
图 15: 多点 APP 设立重百集团会员体系.....	16
图 16: 公司通过会员购、微信、支付宝等发放消费券.....	16
图 17: 中国百货零售额增速与 GDP 增速同向变动且波动更大.....	16
图 18: 重点公司百货及购物中心业务季度毛利较 2019 年同期恢复度.....	16
图 19: 公司百货业态营收及同比.....	17
图 20: 公司百货业态毛利及同比.....	17
图 21: 公司百货业务坪效处同业中较好水平（万元/平米）.....	17
图 22: 公司超市业态营收及同比.....	18
图 23: 公司超市业态毛利及同比.....	18
图 24: 公司超市业态分地区经营面积（期末值，万平米）.....	18
图 25: 2022 年公司各地区超市业态坪效均同比提升（万元/平米）.....	18
图 26: 公司电器业态营收及同比.....	19

图 27: 公司电器业态毛利及同比	19
图 28: 公司汽贸业态营收及同比	20
图 29: 公司汽贸业态毛利及同比	20
图 30: 2022 年马上消费金融总资产在消费金融行业排名第三 (亿元)	21
图 31: 2022 年马上消费金融总收入在消费金融行业排名第二 (亿元)	21
图 32: 马上消费金融收入规模及同比	23
图 33: 马上消费金融净利润规模及同比	23
图 34: 马上消费贡献重庆百货的季度投资收益	23

投资聚焦

本文围绕公司的 3 个核心看点进行深度剖析，形成推荐逻辑：

- 1) 通过吸收合并其所持有的重庆商社，有望进一步落实国企改革成果，并于 2022 年推出股权激励绑定核心骨干。
- 2) 零售业务方面，公司通过人员费用管控、优化供应链等举措提质增效，已于 2023H1 逐步取得成效，2023H1 公司预告实现归母净利 8.9~9.7 亿元，同增 51%~65%。
- 3) 对马上消费金融的长期股权投资有望在监管趋严下持牌消费金融机构的份额提升以及公司自身成长的情况下获益，持续贡献可观投资收益，2021 年以来，马上消费金融收入、净利规模取得较快增长，2022 年净利润 17.88 亿元，公司确认投资收益 5.55 亿元，占归母净利的 63%。

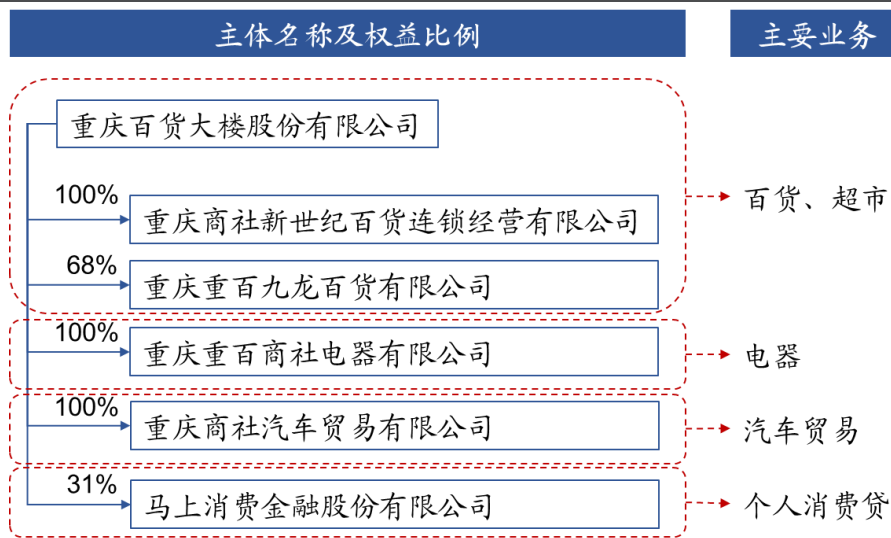
我们预计 2023-2025 年公司归母净利润分别为 14.10/15.59/17.13 亿元，同比增长 59.6%/10.6%/9.9%；每股收益分别为 3.47/3.84/4.21 元。截至 2023 年 7 月 27 日收盘价，对应 2023-2025 年 PE 分别 10/9/8X。采用分部估值法，我们给予零售主业部分 2024 年 PE 18X，对应 2024 年零售业务合理市值 151 亿元，马上消费金融合理市值参考 2022 年末公司对其权益投资的账面价值 30 亿元，合计合理市值 181 亿元，首次覆盖给予“买入”评级。

一、公司概况：西南地区百年零售龙头

1.1、公司概况：主营四大业态，马上消费金融贡献利润弹性

公司是重庆市最早的国有商业企业和第一家商业上市公司，为西南地区规模最大，实力最强的百货零售商，覆盖百货、超市、电器、汽车贸易四大业态，拥有重庆百货、新世纪百货、商社电器、商社汽贸等品牌，业务范围包含重庆、四川、贵州、湖北等。公司前身为 1920 年成立的私营店铺“宝元通”，1950 年转为国营，1984 年更名为重庆百货大楼，1992 年实行股份制改革，1996 年于上交所上市，成为重庆市第一家商业上市公司。2022 年公司营收/归母净利分别为 183 亿元、8.8 亿元。

2015 年公司作为主发起人出资 9000 万元，与北京稷润商贸、重庆银行、阳光财险、小商品城、物美、西南证券共同发起设立重庆马上消费金融股份有限公司，主营发放个人消费贷款。公司占注册资本的 30%。2016 年 8 月、2017 年 7 月、2018 年 4 月，公司分别出资 3.2、2.7、6.3 亿元参与马上消费金融第一、二、三轮增资，第三次增资后公司持有马上消费金融 31.06% 股份，以权益法核算。2022 年马上消费金融净利润 17.88 亿元，公司确认投资收益 5.55 亿元，占归母净利的 63%，贡献较大利润弹性。

图1：公司覆盖百货、超市、电器、汽车贸易四大业态


资料来源：公司公告、Wind、信达证券研发中心

2018年，重庆百货控股股东商社集团混合所有制改革启动，于2020年3月完成混改，引入物美集团、步步高集团两大战略投资者。

2023年5月11日公司公告拟反向吸并控股股东重庆商社，股权层级将得到精简，降本增效，进一步深化国企改革。

表1:公司历史沿革

时间	发展阶段	重要事件
1920年	1920~1949年	私营店铺“宝元通”在宜宾成立，以经营铁锅、农具为主
1935年	创立私营店铺“宝元通”，在川南设立多个分部、拓展业务范围，逐步发展壮大	总部迁至重庆
1946年		正式改组为宝元通兴业股份有限公司，业务范围拓展至工业及国际贸易，成为西南地区最大民营公司之一
1950年	1950~1977年 转为国营企业，更名为重庆百货商店	5月转为国营企业，成立西南区百货公司门市部，成为西南第一家国营零售商店
1953年		12月划归重庆市百货公司管理，更名为“重庆市百货公司门市部”
1974年		重庆市百货公司将民权路门市部（现重百大楼所在地）和民族路、邹容路的三个门市部合并，更名为“重庆市百货中心商店”
1978年		更名为“重庆百货商店”
1980年	1978~1991年 改革开放，成为全国商业系统试点先锋	升格为县团级单位，成立重庆百货商店党委
1983年		在全国商业系统率先进行扩大自主权试点。试行超额利润分成，职工第一次拿到了奖金并逐年递增，调动了职工积极性
1984年		被重庆市批准成为“以税代利，自负盈亏”试点单位
1991年		被重庆市列为首批实行经理负责制企业
		更名为重庆百货大楼
		改干部终身制为任期两年的聘用制
		被重庆市列为经营、价格、分配、用工“四放开”和“利税分流、税后承包”试点企业

1992年	1992~2014年 股份制改革， 拥抱市场经济	实行股份制改革 开展用工制度改革，全面推行全员劳动合同制、干部聘用制、内部待业制
1996年		于上交所上市，成为重庆市第一家商业上市公司
2001年		按照“统一采购，购销分离”的原则，组建了百货、食品、家用电器三个专业经营公司，迈出了业态专业化管理第一步
2004年		组建了具有集中采购门店运营管理职能的超市、电器分公司，朝着业态专业化、运行规范化、经营集约化、网点连锁化的目标发展。自此，“三大业态”连锁经营管理格局正式形成。 商社集团和重庆百货实现市场化重组
2006年		完成股权分置改革
2010年		商社集团旗下新世纪百货、商社电器注入重庆百货
2015年	2015~2022年 四大零售主业 整体上市，完 成混改	公司作为主发起人设立的马上消费金融股份有限公司开业，为消费者提供金融衍生服务。公司持股 30%。
2016年		大力推行干部任期制、“带目标带方案”竞聘上岗、业绩末位淘汰交流、干部“能上能下”机制，试点职业经理人制度。 商社集团旗下商社汽贸等五家全资子公司注入重庆百货，由此实现零售主业整体上市
2018年		重庆百货控股股东商社集团混合所有制改革启动
2020年		4月商社集团完成混合所有制改革，引入物美集团、步步高集团两大战略投资者，商社集团的股权结构由重庆市国资委持有 100%股权变更为重庆市国资委持股 45%、天津物美持股 45%、步步高零售持股 10%。 5月，重庆市国资委将所持商社集团 45%股权划转给重庆渝富控股集团有限公司 6月以现金方式向步步高集团收购宝川置业和步步高中煌各 100%股权，解决与步步高集团在重庆地区的同业竞争问题。
2023年	拟吸收合并其所持有的重庆商社，国企改革即将收官轻装上阵	5月11日公司公告拟反向吸并控股股东重庆商社，6月6日公告吸并已获上交所受理

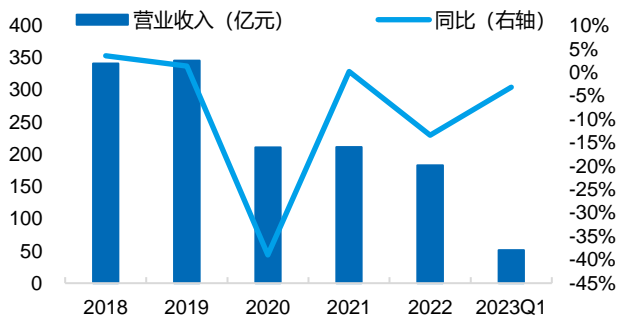
资料来源：公司公告，重庆商社微信公众号，Wind，信达证券研发中心

1.2、财务概况：2020年以来营收持续受到疫情、高温限电等不利影响，2023H1 复苏良好

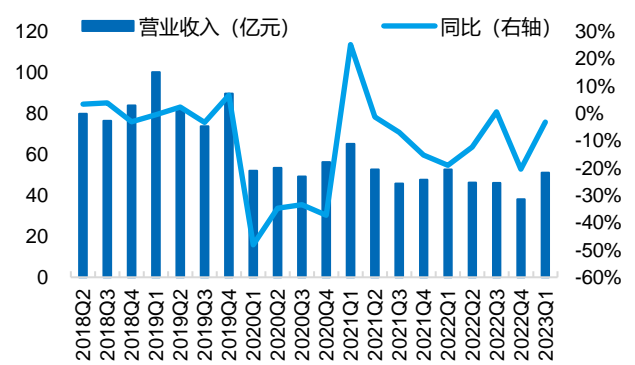
2020年以来公司业绩总体受疫情影响承压，其中2020年营收同降39%，除疫情影响线下业态之外，还与百货业务执行新收入准则、变更为净额法确认联营收入有关，故毛、净利率提升而营收规模下降。2021/2022年疫情下营收分别同比+0.2%/-13%，归母净利分别同比-7%/-7%，2022年高温限电、疫情为影响公司业绩主要因素。

2023Q1公司营收、归母净利分别同比-3%、+16%，营收同比下滑主要因为重庆地区1月初客流才逐步修复，以及今年春节较早，导致公司为春节销售而筹备的22年末预售情况受影响。公司预计剔除上述不利因素，2023Q1总销售实现了正增长。2023Q1归母净利4.74亿元、创2021年以来一季度新高。

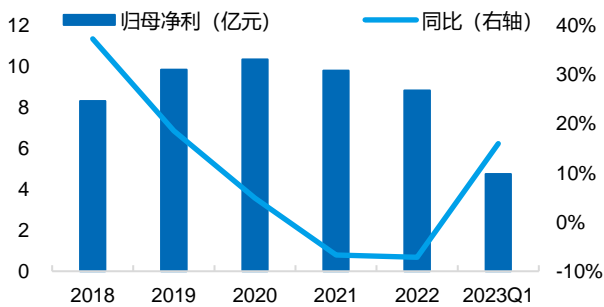
根据公司2023H1业绩预告，推算2023Q2归母净利4.16~4.96亿元，同增139%~185%，公司预计零售主业、马上消费均兑现良好增长，实现疫情后显著修复。

图2：2020年以来疫情影响营收总体承压


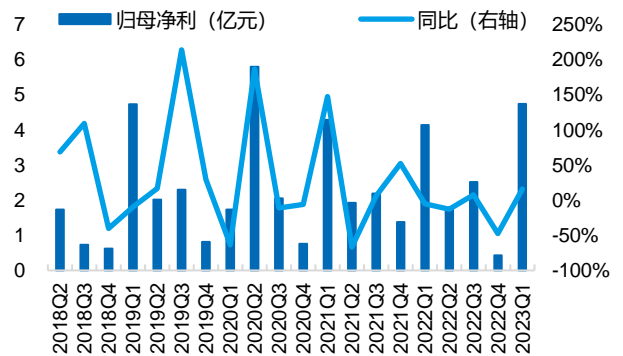
资料来源：公司公告，Wind，信达证券研发中心

图3：2023Q1公司营收同比下滑3%


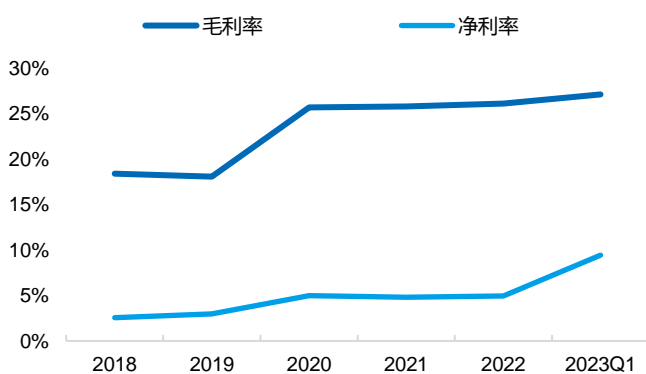
资料来源：公司公告，Wind，信达证券研发中心

图4：2021-2022年公司归母净利润下滑


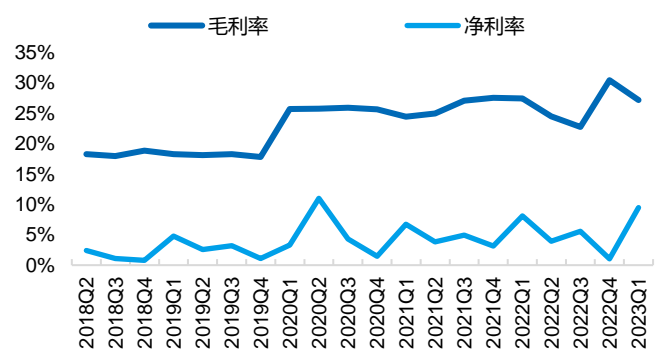
资料来源：公司公告，Wind，信达证券研发中心

图5：2023Q1公司归母净利润创2021年以来一季度新高


资料来源：公司公告，Wind，信达证券研发中心

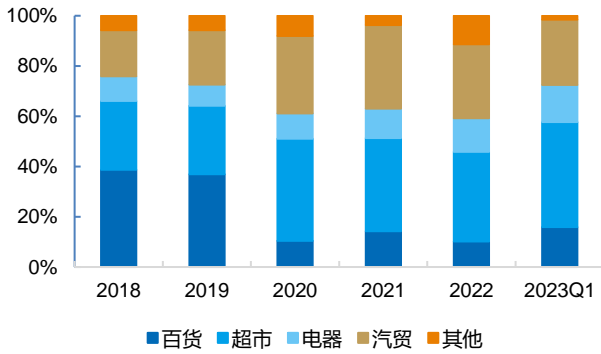
图6：2020年因变更收入准则毛、净利率提升


资料来源：公司公告，Wind，信达证券研发中心

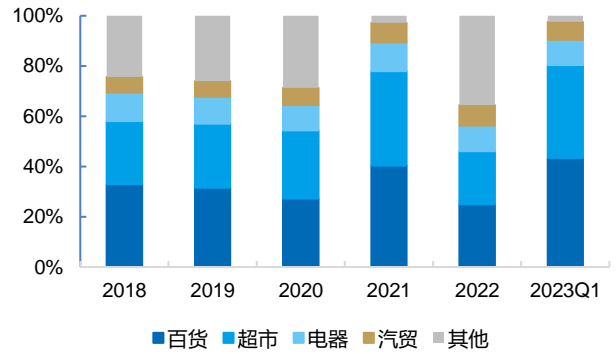
图7：2023Q1公司毛、净利率同比-0.3PCT、+1.4PCT


资料来源：公司公告，Wind，信达证券研发中心

分业务,四大主营业务中超市、汽贸业务贡献主要营收,2022年分别占总营收的36%、29%,2023Q1分别占比42%、26%。百货、超市业务贡献主要毛利,2022年分别占总毛利的25%、21%,2023Q1分别占比43%、37%。

图8：超市、汽贸贡献公司主要营收


资料来源：公司公告，Wind，信达证券研发中心

图9：百货、超市贡献公司主要毛利


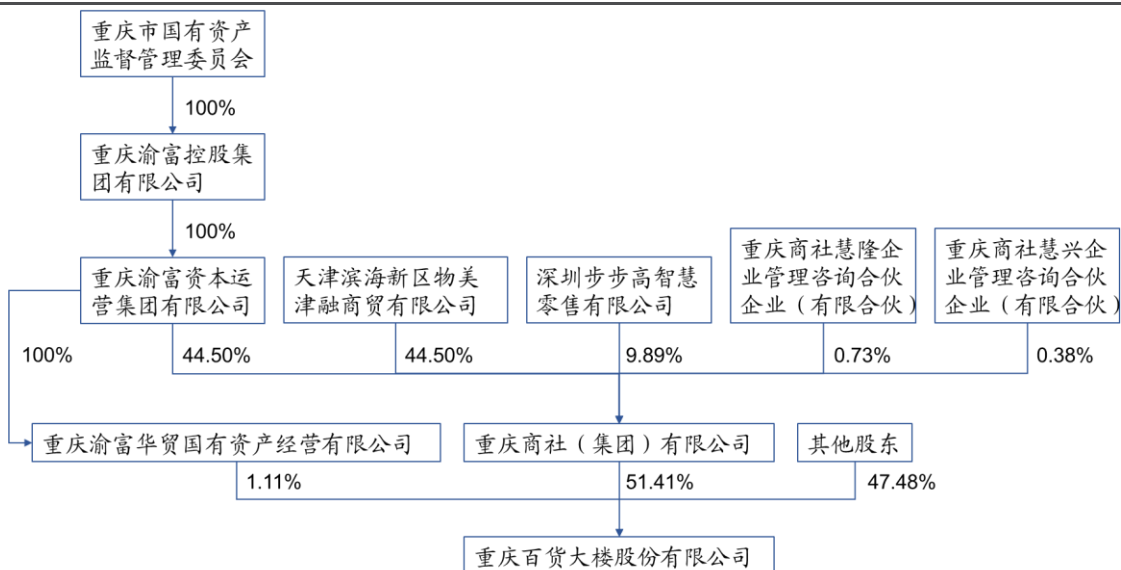
资料来源：公司公告，Wind，信达证券研发中心

二、看点 1：吸并重庆商社深化国企改革，股权激励绑定核心骨干

2022 年 12 月，公司公告拟以向渝富资本、物美津融、深圳步步高、商社慧隆、商社慧兴发行股份的方式吸收合并其所持有的重庆商社 100% 股权，以优化治理结构，精简管理层级，增强上市公司独立性，进一步落实混改成果。

以 2022 年 11 月 30 日为评估基准日，重庆商社 100% 股权交易对价 48.6 亿元，公司拟发行股份 2.49 亿股，占发行后上市公司总股本的 55.8%，发行价格参照定价基准日（公司审议本次交易相关事宜的第七届董事会第三十九次会议决议公告日）前 60 个交易日上市公司股票交易均价的 90%，即 19.49 元/股。

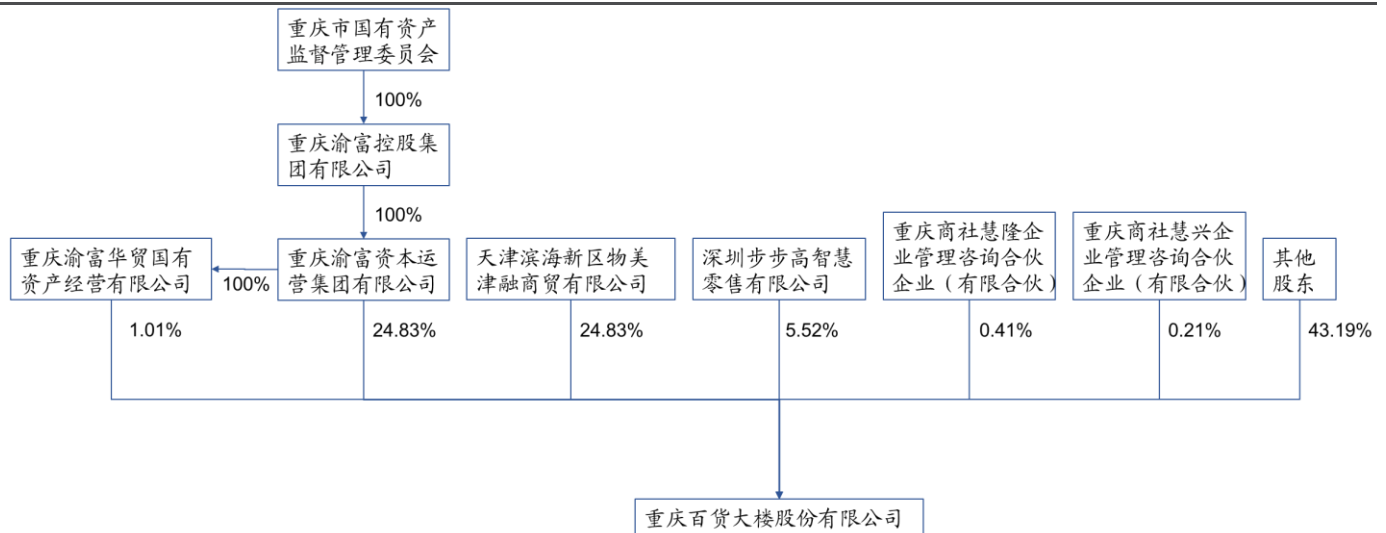
本次交易完成后，渝富资本、物美津融、深圳步步高、商社慧隆、商社慧兴将由通过重庆商社间接持有重庆百货股权变为直接持有，并通过参加股东大会行使表决权参与重大决策，提升上市公司股东层面的决策效率。重庆百货将承继及承接重庆商社的全部资产、负债、业务、人员及其他一切权利与义务，其零售业务将实现整体上市，提升上市公司资产规模和独立性。

图10：吸并重庆商社前重庆百货股权结构


资料来源：公司公告，Wind，信达证券研发中心

交易完成后重庆百货控股股东将由重庆商社变为无控股股东，并仍无实际控制人。由于渝富资本全资子公司渝富华贸在本次交易前已直接持有上市公司 1.11% 股份，而本次交易中渝富资本和物美津融获得的上市公司股份数量相同，为保持物美津融与渝富资本及其全资子公司重庆华贸对上市公司的持股比例相同，在本次交易经证监会注册以及完成其他前置审批后的次日起 12 个月内物美津融将通过包括但不限于向本次重组的异议股东提供现金选择权（如有）、二级市场集中竞价、大宗交易等方式，增持不超过 452.18 万股上市公司股份。

图11：吸并重庆商社后重庆百货股权结构



资料来源：公司公告、Wind、信达证券研发中心

2022 年 7 月 2 日公司公告拟向总经理等 5 名高级管理人员以及 48 名其他核心骨干共计 53 人授予限制性股票 471 万股，占当日公司总股本的 1.16%。业绩考核时间为 2022-2024 年，以 2020 和 2021 年度净利润算术平均数为基数。

表2:2022 年 7 月发布的公司股权激励方案业绩考核目标

解除限售期	业绩考核目标
第一个解除限售期	(1) 2022 年度净利润增长率不低于 5%； (2) 2022 年度净资产收益率不低于 10%。
第二个解除限售期	(1) 2022—2023 年度各年度净利润增长率的合计数不低于 15%； (2) 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) 2022—2024 年度各年度净利润增长率的合计数不低于 30%； (2) 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，Wind，信达证券研发中心（注：考核的净利润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）

由于 2022Q4 疫情等不可抗力影响，截至 2022 年 11 月 30 日四大业态均有接近或超过一半的门店处于歇业状态，导致 2022 年度目标未能完成，为继续调动员工积极性，公司在 2023 年 1 月公告调整了 2023-2024 年的考核目标。

表3:2023 年 1 月发布的调整后公司股权激励方案业绩考核目标

解除限售期	业绩考核目标
第一个解除限售期	(1) 2022 年度净利润增长率不低于 5%； (2) 2022 年度净资产收益率不低于 10%。
第二个解除限售期	(1) 2022—2023 年度各年度净利润增长率的合计数不低于 10%； (2) 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) 2022—2024 年度各年度净利润增长率的合计数不低于 15%；

(2) 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，Wind，信达证券研发中心（注：考核的净利润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）

股权激励绑定核心骨干，有望进一步落实国企改革成果，激发员工潜力。

表 4: 限制性股票授予对象

姓名	职位	获授的限制性股票数量占拟授予股票总量的比例	占总股本的比例
何谦	董事、总经理	5.10%	0.06%
王欢	副总经理	3.82%	0.04%
乔红兵	副总经理	3.82%	0.04%
王金录	财务总监	2.97%	0.03%
陈果	董事会秘书	3.40%	0.04%
高级管理人员（5 人）合计		19.11%	0.22%
其他核心骨干（48 人）合计		80.89%	0.94%
合计		100%	1.16%

资料来源：公司公告，Wind，信达证券研发中心（注：总股本截至 2023 年 6 月 27 日）

除股权激励之外，公司还提出构建三个共同体，对一线业务人员、店长、中层以上管理团队给出不同激励方案，充分调动员工积极性：1) 命运共同体，中层以上管理层在集团入股，股权流动性低，长期绑定；2) 事业共同体，阶段性的股权激励锁定，对上市公司中干以上层面。3) 利益共同体，分为店长和员工两个层面，其中针对店长在一个任期内有对赌机制，以年度为单位考核并给予激励；员工层面，主要是小额高频的现金奖励，兑现期很短（如当天、当周、当月兑现等），一次奖励金额很小（如 10 元等），方式灵活。

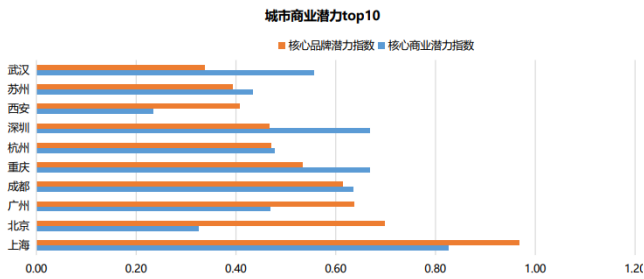
三、看点 2：政策支持川渝发展，零售主业控费+数智化提效成果初现

3.1、政策支持川渝消费发展，重庆为核心商业城市之一

重庆是中国最年轻的直辖市、国家九大中心城市和成渝地区双城经济圈双核之一，在国家总体战略中功能定位不断强化，被赋予统筹城乡综合配套改革、“一带一路”建设、西部陆海新通道、成渝地区双城经济圈等重大战略机遇。

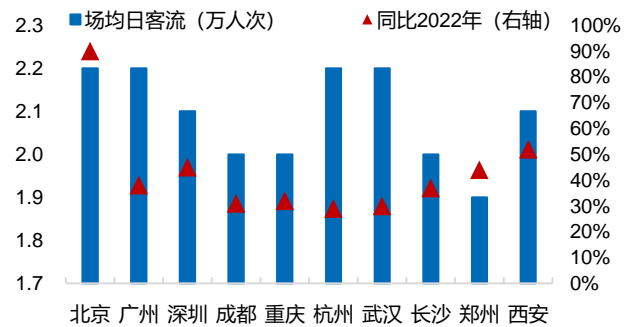
2023 年重庆市两会的政府工作报告将推动经济实力显著提升作为今后五年的工作重点，要求加快建设西部金融中心、国际消费中心城市、内陆现代服务业发展先行区，打造富有巴蜀特色的国际消费目的地和世界知名文化旅游目的地；促进消费提质扩容，深入实施“巴渝新消费”八大行动，提升传统消费，培育新型消费，扩大服务消费，倡导绿色低碳消费，着力满足个性化、多样化、高品质消费需求。公司作为重启区域零售龙头，将贯彻落实 2020 年提出的《成渝地区双城经济圈建设规划纲要》，协助打造富有巴蜀特色的国际消费目的地，承担着促使重庆和四川地区实现消费转型升级的使命。

重庆具备较高商业潜力，在赢商网《2021 年城市商业力排行榜》中，城市商业潜力指数排名前十。根据汇客云统计的重点城市购物中心场均日客流情况，2023Q2 重庆购物中心客流也在全国排名靠前。

图12：《2021年城市商业力排行榜》重庆排名前10


资料来源：赢商网，信达证券研发中心

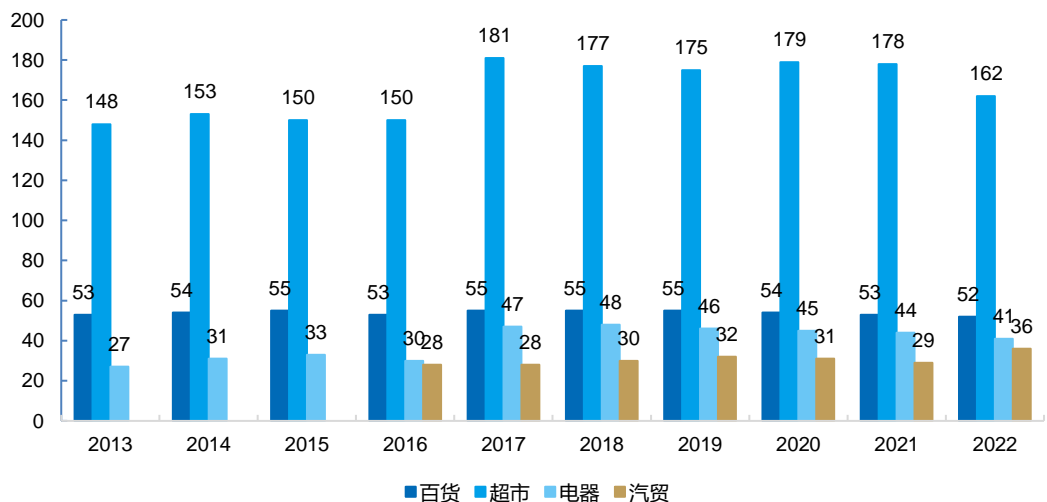
注：城市商业潜力指数有2大二级指数：核心商业潜力指数（购物中心体量增长/门店数量增长）、核心品牌潜力指数（高档、中高档品牌增量/头部品牌增量/连锁品牌增量/新兴品牌数量/潜力品牌数量）。

图13：2023Q2 重庆市购物中心客流在全国排名靠前


资料来源：汇客云，信达证券研发中心

3.2、零售主业：加强成本管控，全面数智化成效显著

截至 2022 年末，公司共拥有百货、超市、电器、汽贸业态门店 52 家、162 家、41 家、36 家，较上一年末净减少 1 家、净减少 16 家、净减少 3 家、净增加 7 家。2018 年以来百货、超市、电器门店总体呈净关店趋势，公司主动关闭部分租约到期或扭亏无望的门店，优化整体运营效率。

图14：公司百货、超市、电器、汽车贸易四大业态门店数量（家）


资料来源：公司公告、Wind、信达证券研发中心

（1）严格成本管控，优化组织架构及人员。

2022 年公司通过精简人员、推动绩效挂钩等举措，使得全年存量人工成本下降 7.91%；加强人力、行销、营运、能源等费用管控，全年可控成本同比下降 6.44%。坚持“能招尽招，价格优先”的原则，实施线上招标，节约成本 4390 万元；推动减租降租，全年减租降租合同金额 1.27 亿元。

（2）重庆商社自有物业并入后，有望缩减租赁费用、增加租金收入

公司母公司重庆商社不直接从事具体的生产经营，主要收入来源为自有物业的租金收入，包含出租给重庆百货及其控股子公司、其他关联方、以及对外部租赁的部分。2022 年重庆商

社营业收入 4795 万元，经调整净利润 2097 万元。

表5:2023年1-3月重庆商社及其子公司万盛五文化向重庆百货及其控股子公司出租房产以及对外出租房产的情况

房产	出租方	承租方	租赁物业坐落/楼层	租金费用(万元, 不含税)	平均租赁面积(万平方米)	月租赁单价	说明
商社大厦	重庆商社	上市公司及其控股子公司	商社大厦负3至负1、1-6、10-11、14、16-18、20楼	571.21	2.67	71.44	该处物业主要分为零售物业和办公楼及酒店类两种,零售物业的租赁价格通常高于办公楼及酒店类的租赁价格。对于零售物业,重庆商社主要将商社大厦负1层至6层裙楼租赁给上市公司用于超市和百货门店经营。对于办公楼及酒店类物业,重庆商社主要租赁给上市公司作为办公场所使用,以及租赁给第三方作为酒店运营。
		其他关联方	商社大厦负2、9、15、21楼	29.31	0.17	57.14	
		第三方	商社大厦负2、1-3、13、15-17、29-33楼	133.59	0.77	58.15	
大坪4S店	重庆商社	上市公司及其控股子公司	大坪4S店	90.12	1.17	25.57	该处物业主要租赁给重庆百货开展汽车4S店展厅经营、维修车间和车库。
电器大楼	重庆商社	上市公司及其控股子公司	电器大楼前一栋、后一栋	388.62	1.73	75.04	该处物业主要租赁给重庆百货开展电器门店经营和办公。对于少数位于一层的零售物业,重庆商社租赁给第三方开展商铺经营,相关临街商铺区位较好,租金单价较高。
		第三方	电器大楼附1号、2号	11.43	0.004	976.80	
万东北路房产	万盛五文化	上市公司及其控股子公司	万东北路房产1-2、4楼	22.52	0.18	42.32	该处物业的1-2层为零售物业租赁给重庆百货开展万盛电器门店经营。该处物业的4层主要租赁给上市公司作为仓库使用,租金单价较零售物业偏低。
矿山路房产	万盛五文化	第三方	矿山路房产	2.27	0.04	21.38	矿山路房产主要为临街门面,租金单价参考周边同类型商业租赁价格确定。
合计				1,249.07	6.72	-	-
其中:对上市公司及其控股子公司租赁				1,072.47	5.74	-	-
对其他关联方租赁				29.31	0.17	-	-
对第三方租赁				147.29	0.81	-	-

资料来源:公司公告, Wind, 信达证券研发中心

反向吸并重庆商社交易完成后,重庆百货所购买的物业资产将作为自身固定资产核算并新增折旧摊销费用,同时将减少租赁重庆商社物业资产所产生的费用支出。经公司测算 2021、2022、2023Q1 的情况来看,预计交易后上市公司节约的租赁费用金额大于新增的折旧摊销费用金额,且由于折旧摊销费用并未实质导致上市公司现金流出,相关物业资产注入有利于提升上市公司盈利能力和持续经营能力。

表6:预计交易后上市公司节约的租赁费用金额大于新增的折旧摊销费用金额(万元)

项目	2023年1-3月	2022年	2021年
折旧摊销费变动(A)	782.70	3,150.61	3,306.35
租赁费用变动(B)	-998.15	-4,506.04	-4,160.28
费用支出合计影响(C=A+B)	-215.45	-1,355.43	-853.92

资料来源:公司公告, Wind, 信达证券研发中心

(3) 线上线下、多业态打通, 全面数智化成效明显

公司业态涉及综合百货商场、购物中心、精品超市、综超卖场、电器专业店、汽贸品牌店等, 多业态形成了较好的互动优势。2020年公司通过混改引入物美战投, 其下多点 DMALL 是国内领先的生鲜快消品数字零售电商平台, 借助其供应链及科技赋能, 2021年11月, 超市事业部 Dmall OS 系统完成在门店端、物流端、总部端的整体上线, 公司通过超市业态接入多点平台, 迈出数字化转型坚实一步。

2022年数字化步伐加快, 除超市外的其他三个业态也上线了多点平台, 打造本地生活圈, 实现业务、会员、管理、服务等数字化, 构建了百货云购、超市 OS 和多点、电器淘、汽贸车生活等线上运营平台, 线上交易大幅增加, 线上线下双线融合, 拓宽场景, 增强体验; 跨界整合业态资源, 横向联合向上集成供应链。其主业衍生的金融业务快速发展, 金融服务平台不断完善, 实现产融结合。2022年公司会员达到2000万人, 线上销售突破28亿元。

公司下属公司电子商务开发了微信生态零售数字化体系、重百云购、分销系统、精准营销系统、“财数通”财务共享平台等项目。其中:

- 1) 微信生态零售数字化体系基于企业微信生态与开放能力构建, 以经营分析、移动收银、客群管理、私域营销四大板块为基础, 为门店经营管理进行赋能。
- 2) 重百云购基于事业部及门店两级架构搭建, 通过将线下购物中心与专柜、导购互联互通, 为消费者提供一站式购物新体验, 足不出户享受重百专柜正品。
- 3) 分销系统以“线上零售+裂变分销”的模式提升全域销售能力, 实现门店全员分销卖货, 支持各类分销激励活动, 实现微信自动佣金结算, 实现高效低成本引流, 促进业绩增长。
- 4) 精准营销系统提供人工和 AI 多场景的营销能力, 基于场景自动化营销, 满足营销能力全覆盖; 在人工策略方面, 可基于人工诉求进行营销, 满足营销灵活自主性。
- 5) “财数通”财务共享平台通过 AI、大数据、自动化、中台等技术的综合运用, 消除业财数据孤岛, 为财务提供一套高效率的财务办公平台, 实现业财税一体化。

多点 APP 上的重百集团会员共分为四个等级, 分别为普通卡、银卡、金卡和铂金卡会员, 每消费1元累积1成长值, 当年产生消费且消费额在4000元以下为银卡, 年消费额4000-9999元为金卡, 年消费额达到10000元为铂金卡。会员根据等级不同可以享受积分抵现、车辆安检券、维保折扣、车辆救援等权益。多点 APP 打通四大业态后, 公司通过对会员画像进行分析, 可以将四个业态的不同活动精准触达对应人群, 有望实现转化率的提升。

此外, 公司还通过重百云购小程序、支付宝、微信、云闪购等平台发布消费券, 通过抖音直播发放优惠券等形式获取线上平台流量, 促进销售增长。

图15：多点 APP 设立重百集团会员体系



资料来源：多点 APP，信达证券研发中心

图16：公司通过会员购、微信、支付宝等发放消费券



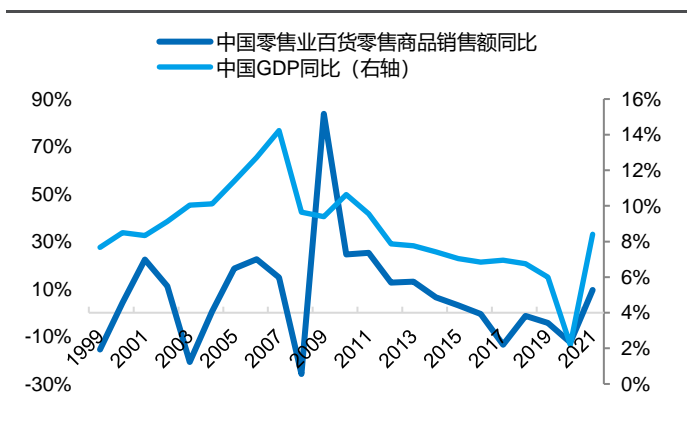
资料来源：重庆百货重百大楼微信公众号，解放碑重百大楼微信公众号，信达证券研发中心

3.2.1、百货业务：精细化运营提质增效，推进数字化建设线上销售同比高增

行业层面来看,根据国家统计局统计的我国百货零售业商品销售总额历年增速,与年度 GDP 增速总体呈现同向变动,且百货零售增速波动幅度大于 GDP 增速。随国家经济发展进入新常态、GDP 增速放缓,2016 年-2019 年百货行业零售额也呈逐年下滑趋势,行业发展步入成熟期。2021 年中国零售业百货零售商品销售额 1.18 万亿元,为 2019 年的 96%,尚未恢复至疫情前水平。

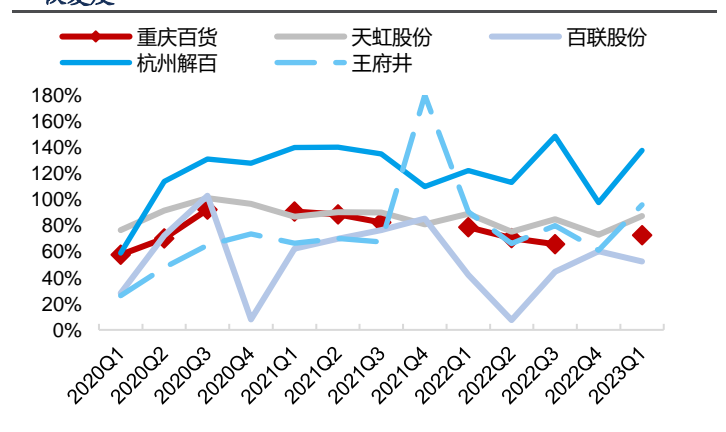
百货板块相关上市公司以地方国营性质为主,我们复盘 2020 年以来各重点公司百货及购物中心业务修复情况,考虑到 2020 年开始百货业务执行新收入准则、变更为净额法确认联营收入的影响,我们以板块毛利额为参考标准,总体来看在 2020Q2-Q4 逐步修复,但考虑后续各地零星疫情影响,除杭州解百以外总体尚未恢复至疫情前水平。2023Q1 重庆百货的百货业务毛利恢复至 2019 年同期的 73%,处行业中游水平。

图17：中国百货零售额增速与 GDP 增速同向变动且波动更大

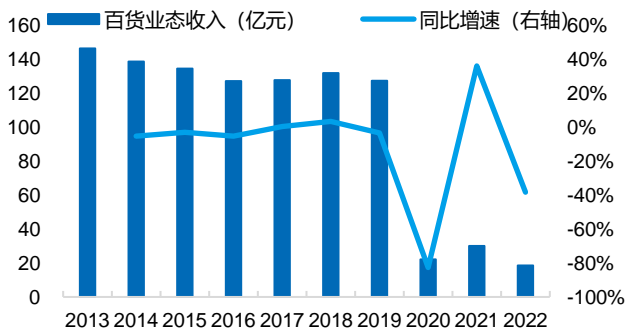


资料来源：Wind，国家统计局，信达证券研发中心

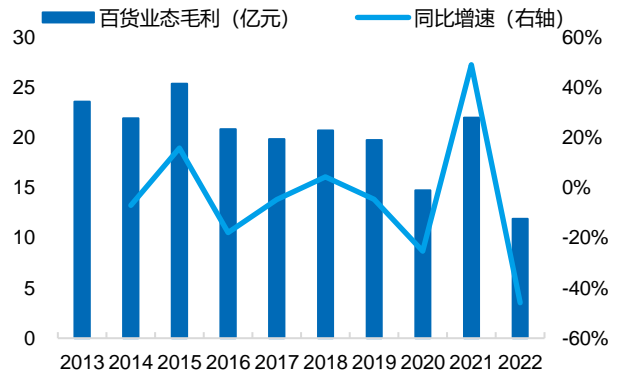
图18：重点公司百货及购物中心业务季度毛利较 2019 年同期恢复度



资料来源：公司公告，Wind，信达证券研发中心（注：重庆百货未披露单四季度各业务经营数据，年报口径与前三季度各季度经营数据公告口径存在差异）

图19：公司百货业态营收及同比


资料来源：Wind，公司公告，信达证券研发中心

图20：公司百货业态毛利及同比


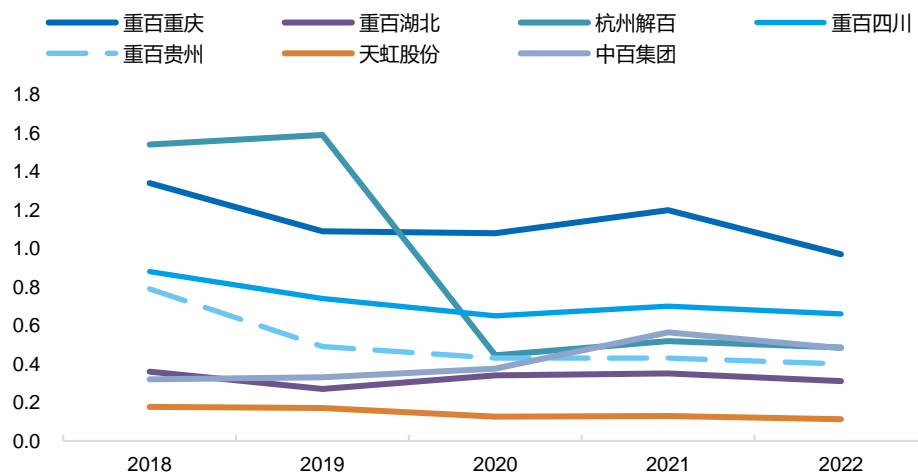
资料来源：Wind，公司公告，信达证券研发中心

公司百货业务拥有“重百”、“新世纪百货”两大品牌，截至2022年底门店数量52家，较2021年底净关店1家。近年来公司计划逐步关闭个别租约到期或扭亏无望的门店，重资产拓店较为谨慎，重点在提升战略品牌、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。2022年百货业务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%。

经营模式方面，百货以联营为主，联营模式下主要根据商家销售情况收取扣点，库存压力较小。今年以来公司也在联营模式基础上探索新合作方案、拓展经营权以提升利润率，例如轻代理模式和托管模式。其中轻代理模式指收取销售扣点的基础上部分参与品牌经营，如产品设计等，但没有商品定价权；托管模式则由公司掌握绝大部分经营决策权，包含合作品牌的定价、销售、活动策划等，收取的佣金比例也相应提升。截至2022年末，百货ITI品牌托管扩展至6个场店，购物中心加快转型调整，商品定制实现大幅增长。

数字化建设方面，百货加强系统研发，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年线上销售同比增长240%。

对比可比公司百货及购物中心业态的坪效，重庆百货重庆、四川区域坪效处行业领先水平，贵州区域处行业中游水平，整体来看在同业中较优。

图21：公司百货业务坪效处同业中较好水平（万元/平米）


资料来源：各公司公告，Wind，信达证券研发中心

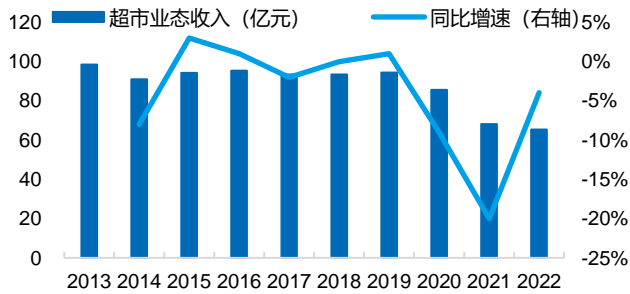
3.2.2、超市业务：持续优化供应链、拓渠道，2022 年坪效、毛利率均提升

公司超市事业部成立于 2012 年，拥有“重百超市”和“新世纪百货超市”两大品牌。截至 2022 年，公司超市业态门店数 162 家，年内净关店 17 家；其中重庆 154 家、净关店 13 家，四川 6 家、净关店 3 家，湖北 2 家。截至 2022 年末超市业态总经营面积 75.46 万平米，较 2021 年末减少 6.19 万平米、降幅 7.6%。

2022 年，公司超市业态实现收入 65.44 亿元，同比下降 3.9%，营收规模在 2020-2022 年呈持续下降趋势，主要由于门店调整。2022 年公司超市业态实现毛利 10.12 亿元，同比增长 7.6%；毛利率为 15.5%，同比提升 1.7 PCT。2022 年公司营收下滑而毛利额增长，毛利率提升，我们认为主要由于：

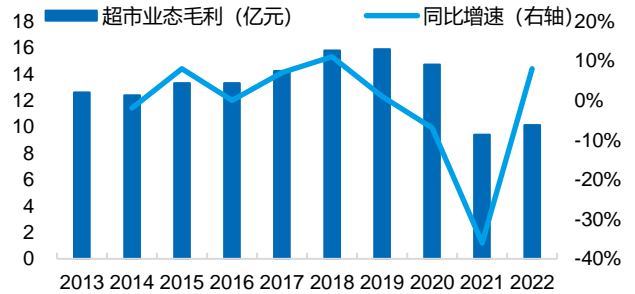
- 1) 2022 年公司关停低效门店 14 家，经营质量提升。2022 年重庆、四川、湖北超市坪效分别为 1.22、0.79、0.83 万元/平米，同比提升 11%、7%、11%。
- 2) 超市生鲜、日杂百货提升毛利率、控制损耗。

图22：公司超市业态营收及同比



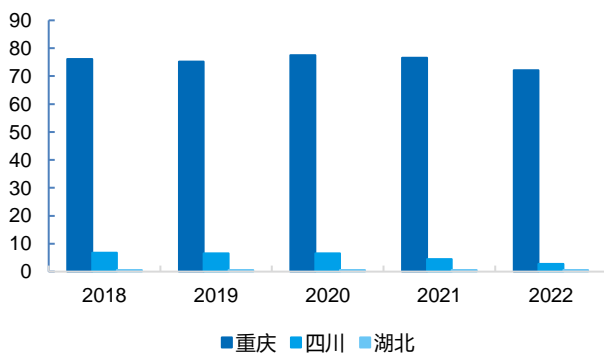
资料来源：iFind，公司公告，信达证券研发中心

图23：公司超市业态毛利及同比



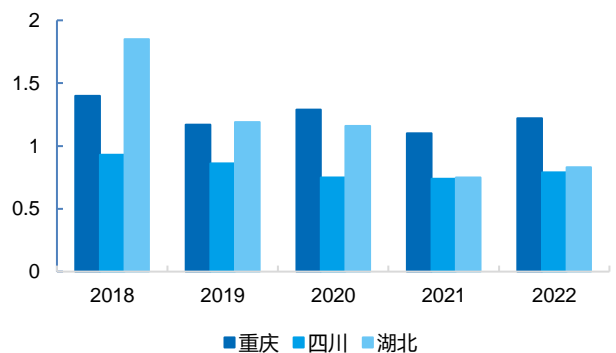
资料来源：iFind，公司公告，信达证券研发中心

图24：公司超市业态分地区经营面积（期末值，万平米）



资料来源：iFind，公司公告，信达证券研发中心

图25：2022 年公司各地区超市业态坪效均同比提升（万元/平米）



资料来源：iFind，公司公告，信达证券研发中心

公司超市业务主要包含生鲜和日杂百货两部分。超市业态的核心竞争力是供应链，公司通过强调趋势化、差异化、本土化，缩短供应链条，加强源头直采供应商销售。

公司供应链结构持续优化。2021 年，Dmall OS 完成在超市门店端、物流端、总部端的整体上线，2022 年，公司完成 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%。生鲜冷链业务新引进供应商 6 家，原 32 家生鲜果蔬自采门店现均统一配送，统配率从原来的 46% 提升至 57% 以上；扩大日杂百货 PB、直供和定制商品销售，推进生鲜供应链前置，实现基地直采销售增长 37%，生鲜自营单品销售增长 76%。

公司持续拓宽销售渠道，1) 线下以轻资产模式拓展 B 端小超、临超小店、周末小店，2) 线上 2022 全年开展促销活动共 57 档，线上销售同比增加 27%，截至 2022 年末，公司超市会员人数达 1413 万人。

3.2.3、电器业务：深度合作优质品牌，“世纪通”、“重百小哥”触达“最后一公里”

公司电器事业部具有六十多年的电器经营历史。2012 年，公司实施资产整合，成立电器事业部，整合了商社电器、重百电器和新世纪电器三个电器品牌，规模持续扩大，成为重庆百货的主力业态之一。截至 2022 年末，公司电器业态在重庆拥有门店 41 家，经营面积 15.85 万平方米，2022 年坪效为 1.49 万元/平米。

2022 年，公司电器业态实现收入 24.49 亿元，同比增长 1.7%；实现毛利 4.86 亿元，同比下降 10.1%；电器业态毛利率为 19.8%，同比下降 2.6 PCT。

图26：公司电器业态营收及同比

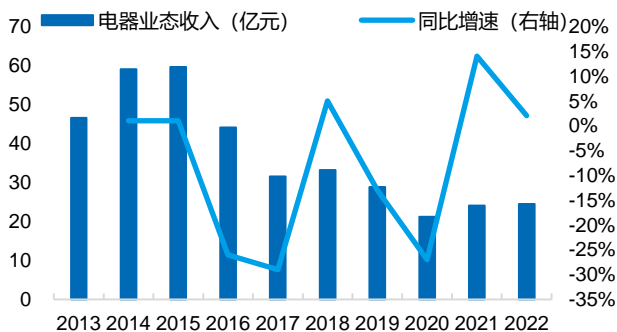
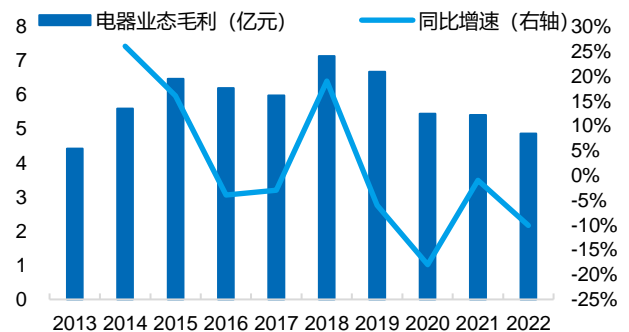


图27：公司电器业态毛利及同比



资料来源：iFind，公司公告，信达证券研发中心

资料来源：iFind，公司公告，信达证券研发中心

实施战略品牌合作，提升中高端品牌销量。2022 年，公司深化与家电头部企业合作，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、菲斯曼自主供应链，引进新供应商 22 家；以品牌店、店中店模式建设品专店 6 家，提升单品运营能力。2023 年，公司创新场店体验，联同美的、海尔分别举办了“美的城市绿洲展”和“卡萨帝思享荟”。

持续推进渠道下沉，以门店布局和优质服务打入乡镇市场。重百电器旗下“世纪通”起步于 2018 年，经过近五年的发展，“世纪通”送利到店，赋能商户服务“最后一公里”，截至 2022 年末，加盟店已达 430 余家，全面覆盖重庆区域，市外加盟也已有 51 家。公司创立“重百小哥”服务品牌，深入社区，提供到家服务场景，形成智能化、可视化、一体化闭环服务。

优化“电器淘”商城服务平台，数字化建设促进营销销售。通过直播、秒杀、拼团、砍价等数字营销工具终端运用，2022 年公司实现线上销售同比增长 105%。公司整合产品、渠道、营销资源开展多业态联动，全渠道助力销售转化。

23Q2 公司举办了第 11 届重百家电节，实现累计销售金额 12 亿元，同比增长 15%，其中空调类销售金额同增 23.7%，冰箱洗衣机销售金额同增 16.8%，厨卫类产品销售金额同增 19.3%，彩电类销售金额同增 12.35%，数码类销售金额同增 5.5%，均取得良好增长。

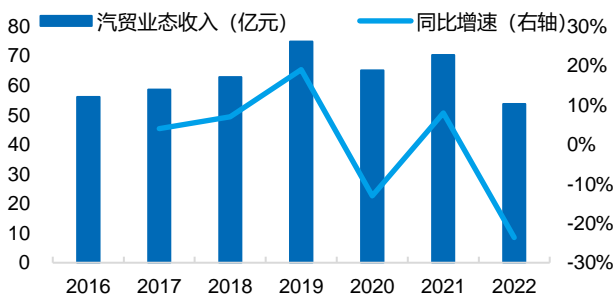
3.2.4、汽贸业务：加强新能源车品牌合作，提升整车销售质量、扩大衍生板块业务

公司汽贸成立于 1992 年，致力打造创新型综合性汽车服务运营商，专门从事汽车销售、售后服务、配件供应等业务。汽贸拥有保时捷、奔驰、奥迪、捷豹路虎等品牌，在重庆地区拥有完善的二、三线市场经营网络。2022 年，公司汽贸业态门店新开 12 家，关停 4 家，截至 2022 年末共有门店数 36 家，经营面积 11.24 万平方米，2022 年坪效为 6.89 万元/平米。

2022 年，公司汽贸业态实现收入 53.74 亿元，同比下降 23.6%；实现毛利 3.92 亿元，同比下降 7.5%；毛利率为 7.3%，同比提升 1.3 PCT。我们认为汽贸业态毛利率提升主要是由于 1) 公司提升整车销售质量；2) 扩大衍生板块业务、二手车业务销售增长提速、建立事故维修中心。

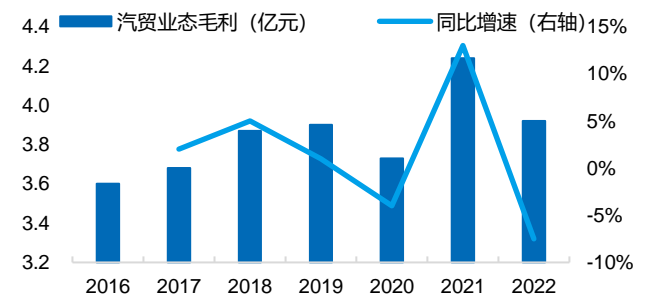
加强新能源车品牌合作，新能源车销售带动销量增长。2022 年公司获得 smart、岚图、睿蓝等 6 个新能源品牌销售、服务授权，全年实现新能源车销售 1560 台，同比增长 183%。

图28：公司汽贸业态营收及同比



资料来源：iFind，公司公告，信达证券研发中心

图29：公司汽贸业态毛利及同比



资料来源：iFind，公司公告，信达证券研发中心

四、看点 3：持股马上消费金融 31.06%，投资收益增厚业绩

马上消费金融股份有限公司是一家经原中国银保监会批准，持有消费金融牌照的科技驱动型金融机构，公司于 2015 年 6 月正式开业，于 2016、2017、2018 年分别完成三次增资扩股，注册资本金 40 亿元。

表7:马上消费金融的发展历程梳理

时间	重要事件
2015 年	6 月，马上消费金融公司正式开业，注册资本为 3 亿元。其中，重庆百货占股 30%、北京稷润占股 20%、重庆银行占股 18%、阳光保险占股 12%、物美控股占股 10%、小商品城占股 10%。 开业日当天，马上消费金融公司推出首款产品——“马上贷”。

2016年	<p>1月，马上分期APP、安逸花APP上线。</p> <p>8月，马上消费金融完成第一次增资扩股。增资扩股后注册资本达到13亿元，总股份数为13亿股。此次增资扩股仍以原有股东为主，其中重庆百货增资3.2054亿元，其股比由30%增至31.58%，继续保留马上消费金融最大股东的身份。</p> <p>9月，马上消费金融成为首批接入中国互联网金融协会信用信息共享平台的消费金融公司。</p>
2017年	<p>7月，马上消费金融完成第二次增资扩股，增资扩股后注册资本达到22亿元。其中重庆百货增资2.6615亿元，增资后持股比例30.62%。</p> <p>GICOLO智能贷后管理系统、XMA智能客服系统、Face X活体人脸识别技术2.0、OCR系统、智能联络中心系统ICC上线。</p>
2018年	<p>6月，马上消费金融完成第三次增资扩股，增资扩股后注册资本达到40亿元，成为内资第一大消费金融公司。增资完成后，重庆百货增资5.657亿元，持股比例31.06%</p> <p>马上金融云，存量客户风险管理平台（ACMP）1.0上线。</p>
2019年	<p>马上消费金融推进开放平台战略，在云平台、人工智能、大数据、区块链、生物识别五大技术持续创新，重点布局金融科技与零售科技两大领域。</p> <p>11月首批ABS发行成功，发行规模超过20亿元。</p>
2020年	<p>9月，马上消费金融自主研发的AI中台系统“智马平台”上线。</p> <p>10月，马上消费金融首期金融债成功发行。</p>
2021年	<p>6月，马上消费金融首笔银团贷款募集5.3亿元 打造全渠道融资生态。</p> <p>8月，马上消费金融发布了消费金融行业首个“乡村振兴路线图2.0”。</p>
2022年	<p>6月，马上消费安逸花产品全面升级</p> <p>10月，马上消费金融股份有限公司升级为国家级博士后科研工作站。</p>

资料来源：公司公告，公司官网，Wind，国家金融监督管理总局重庆监管局，信达证券研发中心

2022年末公司总资产665亿元、2022年总收入135亿元，在消费金融行业中排名第三。

图30：2022年马上消费金融总资产在消费金融行业排名第三（亿元）

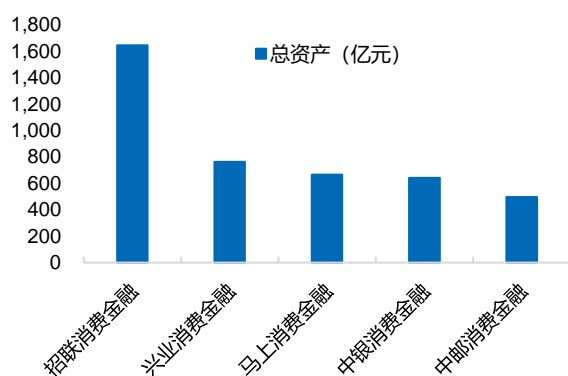
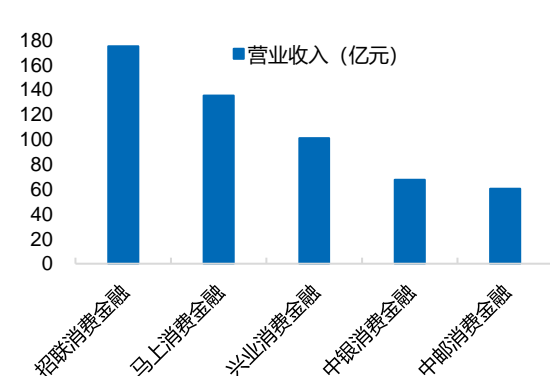


图31：2022年马上消费金融总收入在消费金融行业排名第二（亿元）



资料来源：中国联通、兴业银行、重庆百货、中国银行、邮储银行公司公告，Wind，信达证券研发中心

资料来源：中国联通、兴业银行、重庆百货、中国银行、邮储银行公司公告，Wind，信达证券研发中心

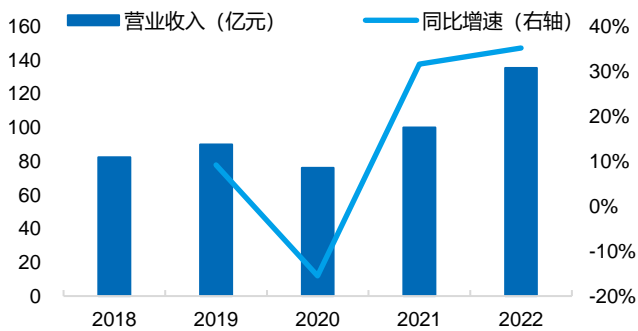
马上消费金融核心管理层具有丰富的消费金融、互联网从业背景。公司现任董事长赵国庆曾任京东集团副董事长兼首席战略官，熟悉互联网运营思路；公司总经理郭剑霓是中国目前规模排名第一的消费金融公司捷信中国创始人之一，曾在捷信中国供职八年，曾任捷信中国CFO、马上金融的首席财务官及首席运营官，拥有超过20年经营管理经验，10余年消费金融领域管理经验。

表8:马上消费金融核心管理层具有丰富的消费金融、互联网从业背景

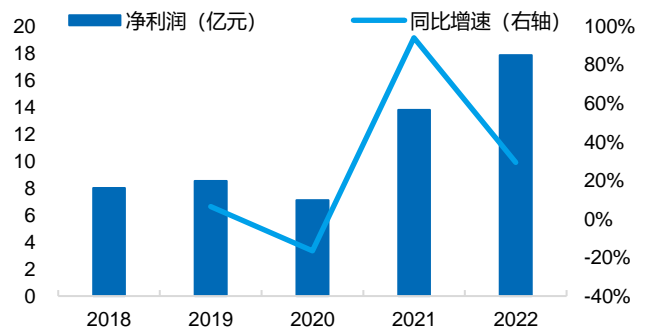
姓名	现任职务	工作背景
赵国庆	创始人&董事长, 兼任重庆百货副董事长、董事会战略规划委员会委员	曾任兴安证券职员,北京国华置业(北京华贸中心)部门经理、董事会秘书、执行董事、副总裁,京东集团副董事长兼首席战略官,重庆百货总经理。
郭剑霓	总经理	持牌消费金融公司捷信消费金融创始人之一,曾在捷信中国供职八年,曾任捷信中国 CFO、马上金融的首席财务官及首席运营官,拥有超过 20 年经营管理经验,10 余年消费金融领域管理经验。
孙磊	党委委员、董事、副总经理兼董事会秘书	曾就职于银行业监管部门,具有 16 年以上监管经验,在银行业信用风险管理、内部控制等领域有着丰富经验和丰硕成果。
叶大清	董事	曾任职于 PayPal、American Express、AOL、Capital One,在消费金融、风险控制、信用管理、市场营销等方面拥有专业经验
尹向东	董事	曾任西南证券公司成都石灰街证券营业部总经理助理、重庆嘉陵桥西村证券营业部副总经理,重庆市水务控股(集团)有限公司上市办副主任,重庆商社(集团)有限公司总经理助理、研究室主任、党委委员,重庆百货大楼股份有限公司董事会秘书,马上消费金融董事长,重庆百货副总经理
董迎秋	董事	历任阳光财产保险股份有限公司董事会办公室处长、主任助理、阳光保险集团股份有限公司董事会办公室高级经理、主任助理、战略与创新发展中心副总经理、总经理、战略发展部总经理、阳光人寿保险股份有限公司北京分公司副总经理(兼)、阳光保险集团股份有限公司战略总监、董事会办公室主任(兼)等职
张中梅	董事	担任重庆商社慧隆企业管理咨询合伙企业(有限合伙)等公司股东,担任马上消费金融股份有限公司、重庆重百商社电器有限公司、重庆海信科龙电器销售有限公司等公司高管。
蒋宁	首席信息官兼副总经理	先后就职于 IBM、惠普、平安金融,曾在阿里旗下易保网络担任技术高管,有成功实施百万级 QPS 的互联网在线交易系统和世界领先的核心金融交易系统的经历,在世界一流的技术公司有接近 16 年的工作和管理经验
林亚臣	副总经理兼首席风控科学家	曾任美国 Fidelity National 副总裁、美国大通银行资深副总裁、广发银行首席信贷官兼零售银行副总裁,超过 20 年的风险管理及体系建立经验
Tomas	首席风控官	曾任捷信中国区首席风险官兼捷信消费金融有限公司总经理。Tomas 曾经在中国,俄罗斯,哈萨克斯坦,乌克兰等国家的消费金融有多年的经营管理和风险控制经验
董骝煊	首席数据科学家	曾就职于 ILOG/IBM, FICO, SAS, 在同盾科技担任联合创始人和 CRO, 专研数学统计分析模型在各种业务问题中的应用及金融行业的大数据风控和反欺诈分析与建模。

资料来源:公司公告,公司官网,天眼查、企查查、企查查、知乎、亿欧快讯,BOSS 直聘,北京青年报,腾讯网、信达证券研发中心

2021 年以来,马上消费金融收入、净利规模取得较快增长。2022 年,马上消费金融实现营业收入 135.3 亿元,同比增长 35.2%,实现净利润 17.88 亿元,同比增长 29.4%。

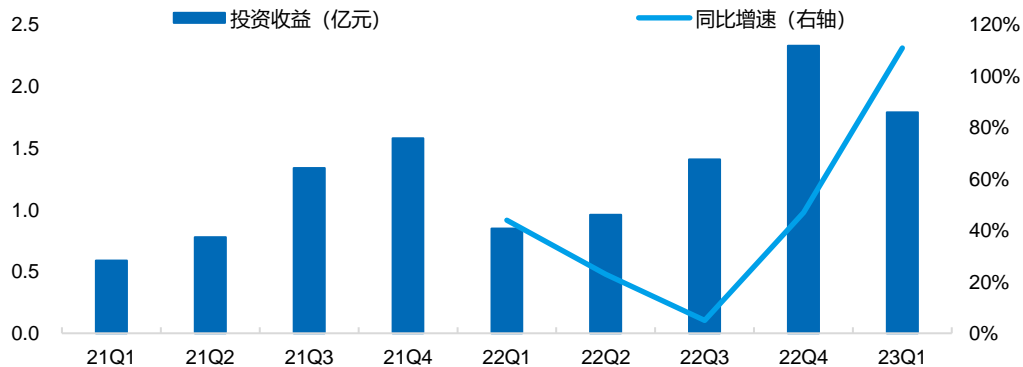
图32：马上消费金融收入规模及同比


资料来源：公司公告，iFind，信达证券研发中心

图33：马上消费金融净利润规模及同比


资料来源：公司公告，iFind，信达证券研发中心

公司持股马上消费金融 31.06% 股权，持续获得投资收益，增厚业绩。2022 年贡献投资收益 5.55 亿元，占归母净利的 63%；2023Q1 贡献投资收益 1.79 亿元，同比增长 111%，占归母净利的 38%。

图34：马上消费贡献重庆百货的季度投资收益


资料来源：公司公告，iFind，信达证券研发中心

五、盈利预测、估值与投资评级

5.1、盈利预测及假设

我们预计 2023-2025 年公司营收分别为 202.00/214.38/226.35 亿元，同比增长 10.4%/6.1%/5.6%；毛利率分别为 26.6%/26.8%/27.0%，同比提升 0.5/0.2/0.2PCT。具体分业务来看：

百货业态预计实现营收 22.22/24.89/27.38 亿元，同比增长 20%/12%/10%，主要考虑 2023 年疫情后修复、低基数下增速较快，2024-2025 年逐步受益线上线下业态打通、私域运营、线下新消费场景打造等举措获得客流增量，同店销售有望稳健增长，我们预计 2023-2025 年门店数量无净增长。毛利率方面，预计 2023-2025 年稳定在 64.3%，持平 2022 年水平。

超市业态预计实现营收 73.29/77.68/81.57 亿元，同比增长 12%/6%/5%，主要考虑超市销售的生鲜、日杂百货类产品为日常消费刚需产品，需求比较平稳，在没有新开店的假设下预计超市业态收入增长保持平稳。毛利率方面，预计 2023-2025 年均为 16%，较 2022 年的 15.5%略有提升，主要考虑关闭部分低效门店后坪效改善、供应链优化运营效率提升。

电器业态预计实现营收 28.16/29.57/31.05 亿元，同比增长 15%/5%/5%，主要考虑家电作为地产后周期行业，预计随地产增长承压而行业增速承压，而公司通过“世纪通”、“重百小哥”挖掘下沉市场维修换新需求，以及加强全屋定制、合作中高端品牌等方式获得快于行业的增速。毛利率方面，预计 2023-2025 年分别为 20.2%/20.3%/20.4%，分别同比提升 0.4/0.1/0.1PCT，主要考虑“世纪通”、“重百小哥”轻资产扩张，合作中高端品牌及全屋定制毛利率预计相对略高。

汽车贸易业态预计实现营收 78.32/82.24/86.35 亿元，同比增长 5%/5%/5%，预计增长平稳。毛利率预计 2023-2025 年稳定在 28%，持平 2022 年。

表9:重庆百货 2023-2025E 营业收入拆分 (百万元)

	2023E	2024E	2025E
营业总收入	20,200	21,438	22,635
——YOY	10.4%	6.1%	5.6%
营业成本	14,834	15,689	16,515
——毛利率	26.6%	26.8%	27.0%
百货业态	2,222	2,489	2,738
——YOY	20%	12%	10%
营业成本	793	889	977
——毛利率	64.3%	64.3%	64.3%
超市业态	7,329	7,768	8,157
——YOY	12%	6%	5%
营业成本	6,156	6,526	6,852
——毛利率	16%	16%	16%
电器业态	2,816	2,957	3,105
——YOY	15%	5%	5%
营业成本	2,248	2,357	2,472
——毛利率	20.2%	20.3%	20.4%
其他 (汽车)	7,832	8,224	8,635
——YOY	5%	5%	5%
营业成本	5,637	5,918	6,214
——毛利率	28%	28%	28%

资料来源：公司公告，Wind，信达证券研发中心

我们预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 14.10/15.59/17.13 亿元，同比增长 59.6%/10.6%/9.9%。具体来看：

预计 2023-2025 年销售费用率为 15.1%/15.1%/15.1%，同比-0.12/+0/+0PCT；管理费用率分别为 4.9%/4.8%/4.7%，同比-0.45/-0.1/-0.1PCT；研发费用率 2023-2025 年均为 0.16%，持平 2022 年。我们预计销售费用率、管理费用率总体呈下降趋势主要考虑公司通过进一步落实国企改革成果降本增效节约人员成本。

预计马上消费金融在 2023-2025 年贡献投资收益 6.97/7.18/7.36 亿元,同比增长 26%/3%/3%,占归母净利润的比例为 49%/46%/43%。我们预计马上消费金融作为头部持牌金融机构有望受益监管趋严背景下的份额提升。

综上,我们预计公司 2023-2025 年每股收益分别为 3.47/3.84/4.21 元。截至 2023 年 7 月 27 日收盘价,对应 2023-2025 年 PE 分别 10/9/8X。

表10:重庆百货业绩预测(百万元)

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入	21,136	18,304	20,200	21,438	22,635
——YOY	0.3%	-13.4%	10.4%	6.1%	5.6%
——毛利率	25.8%	26.1%	26.6%	26.8%	27.0%
销售费用	3,030	2,822	3,050	3,237	3,418
——销售费用率	14.34%	15.42%	15.10%	15.10%	15.10%
管理费用	1,126	980	990	1,029	1,064
——管理费用率	5.33%	5.35%	4.90%	4.80%	4.70%
研发费用	38	29	32	34	36
——研发费用率	0.18%	0.16%	0.16%	0.16%	0.16%
马上消费金融贡献的投资收益	555	429	697	718	736
——YOY	186%	29%	26%	3%	3%
——占归母净利润的比	45%	63%	49%	46%	43%
归母净利润	952	883	1,410	1,559	1,713
——YOY	-9.4%	-7.2%	59.6%	10.6%	9.9%
——归母净利率	4.50%	4.83%	6.98%	7.27%	7.57%
ROE(%)	15.1%	17.1%	22.4%	20.7%	19.3%

资料来源:公司公告, Wind, 信达证券研发中心

5.2、估值与投资建议

我们选取 A 股百货及购物中心相关标的百联股份、天虹股份、杭州解百、武商集团,以及超市相关标的红旗连锁、永辉超市、家家悦为可比公司。以 2023 年 7 月 27 日收盘价计算,百货及购物中心可比公司 2023-2025 年平均 PE 分别为 22/18/16X,超市可比公司 2023-2025 年平均 PE 分别为 43/28/21X。考虑到重庆百货公司归母净利润构成中马上消费金融的投资收益贡献较大,我们采用分部估值法,根据上文分析预计马上消费金融在 2023-2025 年贡献投资收益 6.97/7.18/7.36 亿元,剔除该部分投资收益以外的以公司零售业务为主部分预计归母净利润分别为 7.13/8.41/9.77 亿元,我们给予零售主业部分 2024 年 PE 18X,对应 2024 年零售业务合理市值 151 亿元,马上消费金融合理市值参考 2022 年末公司对其权益投资的账面价值 30 亿元,合计合理市值 181 亿元,首次覆盖给予“买入”评级。

表11:公司可比公司估值表

行业	公司	代码	股价	EPS (元/股)					PE			
			(元)	2023/7/27	2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E

	百联股份	600827.SH	13	0.38	0.41	0.49	0.57	34	32	27	23
百货及购物中心	天虹股份	002419.SZ	6.39	0.10	0.30	0.36	0.42	64	21	18	15
	杭州解百	600814.SH	9.03	0.33	0.49	0.62	0.72	27	18	14	12
	武商集团	000501.SZ	9.85	0.40	0.58	0.71	0.71	25	17	14	14
	平均							37	22	18	16
超市	红旗连锁	002697.SZ	6.07	0.36	0.41	0.46	0.52	16	14	13	11
	永辉超市	601933.SH	3.4	-0.30	0.04	0.07	0.11	-	85	48	31
	家家悦	603708.SH	13.3	0.09	0.43	0.56	0.66	147	31	24	20
	平均							82	43	28	21
	重庆百货	600729.SH	34.28	2.17	3.47	3.84	4.21	16	10	9	8

资料来源：Wind，信达证券研发中心

注：重庆百货 EPS 为信达证券研发中心预测，百联股份、天虹股份、杭州解百、武商集团、红旗连锁、永辉超市、家家悦为 Wind 一致预期；数据截止 2023/7/27。

六、风险因素

公司吸收合并事项进度不及预期：当前对公司未来业绩的预期，包含费用管控等内容基于公司吸收合并其所持有的重庆商社顺利推进的前提，若该事项推进不及预期可能影响公司业绩兑现。

消费需求疲软：我国居民消费不及市场预期，更偏向于提升储蓄率规避风险。

行业竞争风险加剧：区域传统百货零售行业面临如全国连锁购物中心万象城、恒隆广场，以及新零售业态如名创优品、泡泡玛特等的竞争；超市及电器业务可能面临互联网平台如叮咚买菜、盒马鲜生、京东等的竞争。

马上消费金融投资收益贡献不及预期：马上消费金融投资收益当前占公司归母净利润比例较高，消费金融行业成长不及预期可能影响马上消费金融对公司利润的贡献。

资产负债表		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
流动资产	7,328	6,279	6,934	8,549	10,218	
货币资金	3,548	2,421	2,930	4,453	6,040	
应收票据	0	0	0	0	0	
应收账款	233	241	267	283	299	
预付账款	629	932	964	988	1,007	
存货	2,543	2,297	2,372	2,415	2,453	
其他	374	388	401	410	419	
非流动资产	10,896	10,925	11,876	11,930	12,030	
长期股权投资	2,579	3,041	3,641	4,291	4,991	
固定资产(合计)	3,392	3,277	3,830	3,463	3,093	
无形资产	194	183	173	163	153	
其他	4,731	4,424	4,232	4,012	3,792	
资产总计	18,224	17,204	18,810	20,479	22,248	
流动负债	8,068	8,418	8,869	9,266	9,647	
短期借款	274	1,155	1,155	1,155	1,155	
应付票据	1,138	1,273	1,319	1,373	1,422	
应付账款	2,289	1,854	2,019	2,136	2,248	
其他	4,367	4,135	4,376	4,602	4,821	
非流动负债	3,723	3,542	3,529	3,529	3,529	
长期借款	0	0	0	0	0	
其他	3,723	3,542	3,529	3,529	3,529	
负债合计	11,791	11,960	12,398	12,795	13,176	
少数股东权益	119	88	122	159	200	
归属母公司股东权益	6,313	5,157	6,290	7,524	8,871	
负债和股东权益	18,224	17,204	18,810	20,479	22,248	

重要财务指标		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
营业总收入	21,136	18,304	20,200	21,438	22,635	
同比(%)	0.3%	-13.4%	10.4%	6.1%	5.6%	
归属母公司净利润	952	883	1,410	1,559	1,713	
同比(%)	-9.4%	-7.2%	59.6%	10.6%	9.9%	
毛利率(%)	25.8%	26.1%	26.6%	26.8%	27.0%	
ROE%	15.1%	17.1%	22.4%	20.7%	19.3%	
EPS(摊薄)(元)	2.34	2.17	3.47	3.84	4.21	
P/E	14.55	15.67	9.82	8.88	8.08	
P/B	2.19	2.69	2.20	1.84	1.56	
EV/EBITDA	7.47	9.52	6.31	5.41	4.52	

利润表		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
营业总收入	21,136	18,304	20,200	21,438	22,635	
营业成本	15,675	13,525	14,834	15,689	16,515	
营业税金及附加	223	190	210	223	235	
销售费用	3,030	2,822	3,050	3,237	3,418	
管理费用	1,126	980	990	1,029	1,064	
研发费用	38	29	32	34	36	
财务费用	143	135	107	102	87	
减值损失合计	-299	-289	-100	-100	-100	
投资净收益	438	596	697	718	736	
其他	52	68	40	43	45	
营业利润	1,091	998	1,614	1,785	1,961	
营业外收支	12	2	0	0	0	
利润总额	1,103	1,000	1,614	1,785	1,961	
所得税	116	95	170	188	206	
净利润	987	905	1,444	1,597	1,754	
少数股东损益	36	21	34	38	41	
归属母公司净利润	952	883	1,410	1,559	1,713	
EBITDA	1,491	1,257	2,482	2,618	2,782	
EPS(当年)(元)	2.38	2.23	3.47	3.84	4.21	

现金流量表		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
经营活动现金流	1,114	619	1,917	2,025	2,161	
净利润	987	905	1,444	1,597	1,754	
折旧摊销	704	767	761	731	735	
财务费用	145	142	131	131	131	
投资损失	-438	-596	-697	-718	-736	
营运资金变动	-583	-859	218	205	199	
其它	300	261	59	79	77	
投资活动现金流	1,915	-323	-975	-45	-77	
资本支出	214	-212	-1,065	-114	-112	
长期投资	412	-486	-600	-650	-700	
其他	1,289	375	690	718	736	
筹资活动现金流	-3,203	-1,179	-433	-456	-497	
吸收投资	0	61	0	0	0	
借款	515	1,616	0	0	0	
支付利息或股息	-1,516	-1,579	-408	-456	-497	
现金流净增加额	-174	-882	509	1,523	1,587	

研究团队简介

刘嘉仁，社零&美护首席分析师。曾供职于第一金证券、凯基证券、兴业证券。2016年加入兴业证券社会服务团队，2019年担任社会服务首席分析师，2020年接管商贸零售团队，2021年任现代服务业研究中心总经理。2022年加入信达证券，任研究开发中心副总经理。2021年获新财富批零与社服第2名、水晶球社服第1名/零售第1名、新浪财经金麒麟最佳分析师医美第1名/零售第2名/社服第3名、上证报最佳分析师批零社服第3名，2022年获新浪财经金麒麟最佳分析师医美第2名/社服第2名/零售第2名、医美行业白金分析师。

王越，美护&社服高级分析师。上海交通大学金融学硕士，南京大学经济学学士，2018年7月研究生毕业后加入兴业证券社会服务小组，2022年11月加入信达新消费团队。主要覆盖化妆品、医美、社会服务行业。

周子莘，美容护理分析师。南京大学经济学硕士，华中科技大学经济学学士，曾任兴业证券社会服务行业美护分析师，2022年11月加入信达新消费团队。主要覆盖化妆品、医美。

涂佳妮，社服&零售分析师。新加坡南洋理工大学金融硕士，中国科学技术大学工学学士，曾任兴业证券社服&零售行业分析师，2022年11月加入信达新消费团队，主要覆盖免税、眼视光、隐形正畸、宠物、零售等行业。

蔡昕妤，商贸零售分析师。圣路易斯华盛顿大学金融硕士，曾任国金证券商贸零售研究员，2023年3月加入信达新消费团队，主要覆盖黄金珠宝、线下零售、培育钻石板块。

李汶静，伊利诺伊大学香槟分校理学硕士，西南财经大学经济学学士，2022年11月加入信达新消费团队。主要覆盖化妆品、医美。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiuyue@cindasc.com
华北区销售总监	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售副总监	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华北区销售	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华北区销售	樊荣	15501091225	fanrong@cindasc.com
华北区销售	秘侨	18513322185	miqiao@cindasc.com
华北区销售	赵岚琦	15690170171	zhaolanqi@cindasc.com
华北区销售	张斓夕	18810718214	zhanglanxi@cindasc.com
华北区销售	王哲毓	18735667112	wangzheyu@cindasc.com
华东区销售总监	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售副总监	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	朱尧	18702173656	zhuyao@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华东区销售	方威	18721118359	fangwei@cindasc.com



华东区销售	俞晓	18717938223	yuxiao@cindasc.com
华东区销售	李贤哲	15026867872	lixianzhe@cindasc.com
华东区销售	孙僮	18610826885	suntong@cindasc.com
华东区销售	王爽	18217448943	wangshuang3@cindasc.com
华东区销售	石明杰	15261855608	shimingjie@cindasc.com
华东区销售	栗琳	18810582709	sulin@cindasc.com
华东区销售	曹亦兴	13337798928	caoyixing@cindasc.com
华东区销售	王赫然	15942898375	wangheran@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售副总监	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售副总监	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	刘韵	13620005606	liuyun@cindasc.com
华南区销售	胡洁颖	13794480158	hujieying@cindasc.com
华南区销售	郑庆庆	13570594204	zhengqingqing@cindasc.com
华南区销售	刘莹	15152283256	liuying1@cindasc.com
华南区销售	蔡静	18300030194	caijing1@cindasc.com
华南区销售	聂振坤	15521067883	niezhenkun@cindasc.com
华南区销售	张佳琳	13923488778	zhangjialin@cindasc.com
华南区销售	宋王飞逸	15308134748	songwangfeiyi@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，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。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 20% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。