

公司深度报告

2022年08月21日

東亞前海證券有限責任公司
East Asia Qianhai Securities Co., Ltd.需求逐步改善，消费金融业务高速增长
——重庆百货（600729.SH）深度报告

核心观点

2022年限制性股票激励计划落地，激发高管团队动力，彰显公司信心。7月2日，公司发布限制性股票激励计划。指标包括：扣除对马上消费公司股权投资收益和非经常性损益的归母净利润平均数为基数，2022-2024各年度净利润增长率合计数不低于30%；扣除非经常性损益的加权平均净资产收益率不低于10%。激励计划助力公司完善治理结构，吸引保留人才；调动高管团队积极性，推动中长期公司业绩稳健增长，确保发展目标顺利实现。

投资马上消费金融，借促消费东风为公司营收带来增量。马上消费金融（重百自2018年维持马上消金参股比例31.06%）2017-2021年净利润分别为5.78/8.01/8.53/7.12/13.82亿元，归属到重百的确认投资收益分别为1.78/2.47/2.65/1.50/4.29亿元，占重百整体归母净利润的比例分别为29.5%/29.8%/26.9%/14.5%/43.8%。目前消费金融牌照稀缺，并且监管机构对于牌照发放进行严格审核，而马上消费的各项指标例如2021年资本充足率接近14%、拨备覆盖率为181.57%，均符合国家对于消费金融行业的监管与合规要求，安全系数较高。

板块景气向上拐点持续夯实，后续业绩改善可期。混改提升经营效率，立足数字化禀赋，提升区域发展优势。商业百货板块短期内存在经营修复机会，景气度逐步回升；中长期维度，经营业态或能迎接新一轮内生增长机会。2020年混改落地引入物美和步步高两大战投，展现公司改革决心，为全面开启转型之路注入新活力。三方联手共享优势资源，实现整合互补。数字化技术赋能新零售及供应链领域，加快转型升级步伐，提升经营效率激发业态经营活力。

投资建议

我们认为公司深耕环重庆都市商业圈，四大业务板块布局完成；百货业态区位优势明显，中长期成长韧性强；超市业态具备货源及供应链优势，拥有边际改善机会，有望持续上行。叠加战略性投资马上消费金融增长迅猛，国内稳增长促消费的政策利好，公司存在估值修复的机会。我们预测公司2022-2024年归母净利润为10.02/11.11/12.26亿元，对应目标EPS 2.47/2.73/3.02元/股。基于2022年8月19日收盘价22.7元，对应P/E 9.21/8.30/7.53，首次覆盖给与“推荐”评级。

风险提示

商业百货行业复苏程度不及预期；消费反弹不及预期。

盈利预测

项目(单位:百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	21123.92	22793.37	23319.61	23883.14
增长率(%)	0.22	7.90	2.31	2.42
归母净利润	979.90	1002.49	1111.24	1226.28
增长率(%)	-6.68	2.31	10.85	10.35
EPS(元/股)	2.45	2.47	2.73	3.02
市盈率(P/E)	10.62	9.21	8.30	7.53
市净率(P/B)	1.82	1.63	1.30	1.06

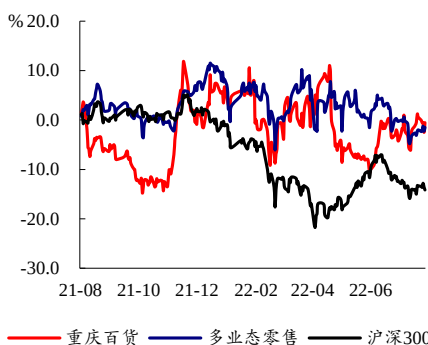
资料来源：Wind，东亚前海证券研究所，基于2022年8月19日收盘价22.7元

评级 推荐（首次覆盖）

报告作者

作者姓名 倪华
资格证书 S1710522020001
电子邮箱 nih835@easec.com.cn

股价走势



基础数据

总股本(百万股)	406.53
流通A股/B股(百万股)	406.53/0.00
资产负债率(%)	65.68
每股净资产(元)	12.80
市净率(倍)	1.77
净资产收益率(加权)	10.36
12个月内最高/最低价	29.28/20.39

相关研究

正文目录

1. 业态多维度调改升级	4
1.1. 深耕西南百年，焕新与时俱进.....	4
1.2. 全面布局综合零售，四大主营业务打通会员权益.....	5
1.3. 百货业态受益于疫情好转+旅游旺季+旅游城市+核心商圈的逻辑，预计未来营收持续攀升.....	8
1.4. 超市积极拥抱数字化转型，深耕供应链，提升效率.....	10
1.5. 电器事业部的营收与上游电器的景气度成正比.....	11
1.6. 汽贸业态后来者居上布局新能源赛道，2021 年贡献三成营收.....	12
1.7. 重百混改落地，提振全新活力.....	13
2. 现金流稳健高分红，攻守兼备韧性足.....	15
2.1. 高分红比例，积极回报股东.....	15
2.2. 激励计划落地，中长期成长潜力大.....	16
3. 业绩逐渐修复，低估值凸显价值.....	18
3.1. 公司营收短暂承压，有望迎来估值修复.....	18
3.2. 技术迭代升级，数字化进入深水区.....	21
3.3. 一核多辅，享环重庆都市圈新一轮消费红利.....	22
3.4. 板块周期向好，共享城市发展红利.....	23
4. 马上消费金融：手握稀缺牌照，带来营收增量.....	24
4.1. 消费金融为卖方市场且强者恒强.....	24
4.2. 监管政策逐渐趋严，行业规范化发展.....	26
4.3. 资金充沛提升后续展业能力.....	27
4.4. 严守风险控制，杜绝系统性风险.....	28
4.5. 强强联合，优势互补.....	31
5. 盈利预测与投资建议	32
6. 风险提示	33

图表目录

图表 1. 重庆百货发展历程.....	5
图表 2. 重庆百货四大主营业态近年营收.....	6
图表 3. 重庆百货四大主营业态近年营收占比.....	6
图表 4. 重庆百货主营业务版图架构.....	7
图表 5. 重庆百货 2017-2021 年会员人数大幅增加.....	8
图表 6. 重庆百货 2016-2021 经营模式比例.....	9
图表 7. 重庆百货经销模式销售额及 YoY.....	9
图表 8. 重庆百货联营模式销售额及 YoY.....	9
图表 9. Dmall 数字化操作系统.....	11
图表 10. 商社汽贸旗下代言品牌.....	13
图表 11. 重庆百货混改前后股权架构变化.....	14
图表 12. 重庆百货混改落地, 整合各股东优势.....	15
图表 13. 重庆百货近年分红总额与 YOY.....	16
图表 14. 重庆百货 2017-2021 年分红比例与股息率.....	16
图表 15. 重庆百货限制性股票激励计划业绩考核目标.....	17
图表 16. 2017-2022Q1 营业收入及 YoY.....	18
图表 17. 2017-2022Q1 重庆百货净利润及 YoY.....	18
图表 18. 2017-2021 重庆百货四大业态门店数量.....	19
图表 19. 2021 年度商业百货上市企业分红情况.....	19
图表 20. 应收账款周转天数.....	20
图表 21. 应付账款周转天数.....	20
图表 22. 商业百货板块同业营收.....	20
图表 23. 商业百货板块同业毛利率.....	20
图表 24. 重庆百货 Apple Store 应用程序.....	21
图表 25. 重庆百货支付宝小程序.....	21
图表 26. 重庆迎来快速发展, 积极建设消费中心城市.....	23
图表 27. 社零数据小幅回暖.....	24
图表 28. CPI 自 2021 年以来震荡向上.....	24
图表 29. 消费金融市场蓬勃发展.....	25
图表 30. 消费金融市场的参与主体特征比较.....	25
图表 31. 2021 年消费金融市场招联、马上、兴业营收位列前三.....	27
图表 32. 马上消费贷款外部贷款比重逐年递减.....	28
图表 33. 马上消费金融各项财务指标逐年向好.....	29
图表 34. 马上消费主要监管指标符合行业规定.....	29
图表 35. 马上消费金融贷款利/内部收益率均符合国家规定.....	30
图表 36. 单户贷款金额呈纺锤型.....	31
图表 37. 合同期限以 9-12 个月为主.....	31

1. 业态多维度调改升级

1.1. 深耕西南百年，焕新与时俱进

重庆百货大楼股份有限公司，最早创立时间可追溯至 1920 年创建元宝通百货公司。公司于 1992 年实施股份制改革，1996 年在上交所成功上市，是重庆最早的国有商业企业和第一家商业上市公司。历经百年发展，现已成为区域综合性百货零售龙头企业。

重庆百货在改革开放后可划分为三个发展阶段：

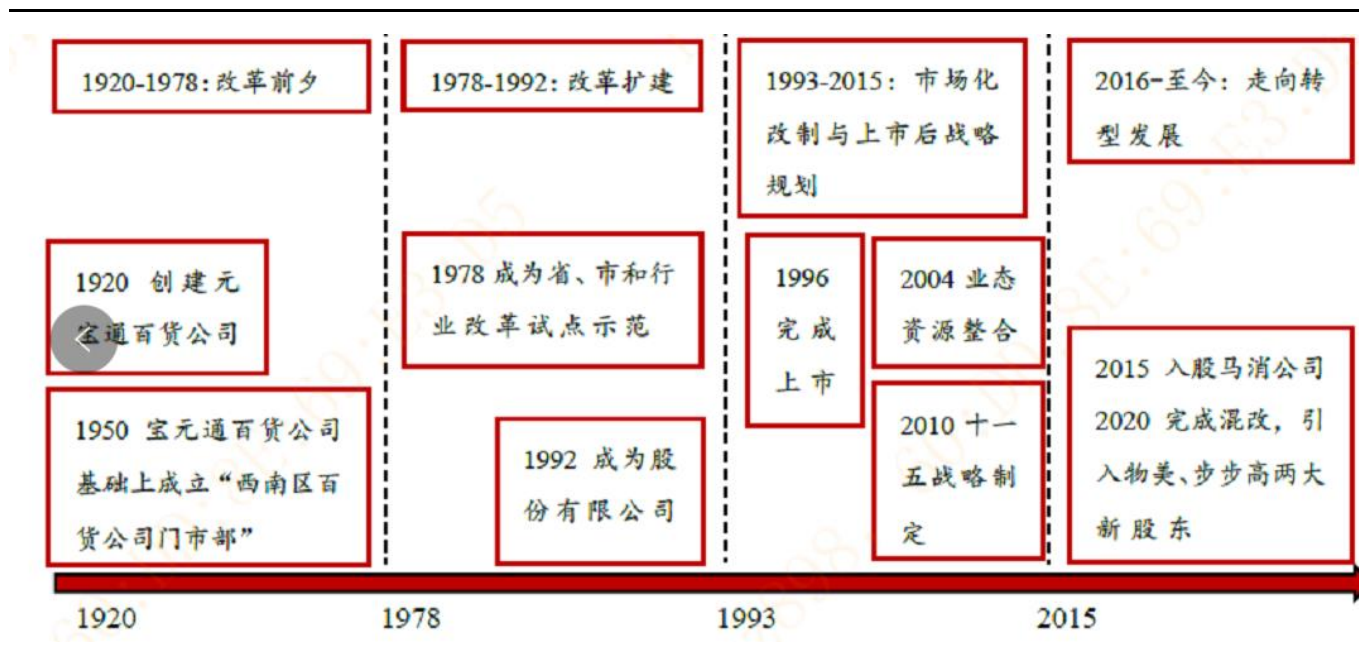
1) **重百大楼改革扩建(1978-1992)**：重百大楼围绕“调整经营结构、增强企业活力”的中心环节，进行了经营管理制度、人事用工分配制度等一系列的改革，转变经营机制，使企业的社会效益和经济效益得到明显提高。在 1978-1992 年改革扩建期间，销售收入从 4603 万元增长到 3.3 亿元，CAGR 为 15.11%，利润总额从 362 万元增长到 1729 万元，CAGR 为 11.82%。1992 年底，经重庆市经济体制改革委员会批准，重庆百货向社会募集资金设立股份有限公司。

2) **市场化改制与上市后战略规划(1993-2015)**：1993 年重庆百货大楼股份有限公司正式挂牌，标志着重百开始了全新的征程。公司积极深化内部改革，增强竞争能力；以品牌经营、连锁经营、专业经营为核心的经营机制改革，以顾客为中心加强质量工作，不断增强公司综合实力。1996 在上交所成功上市。2004 年制定了按百货、超市、电器三业态分业态发展的思路，完成三业态资源整合，多元连锁经营发展，稳步开拓市场。2010 年，重百公司坚持完善连锁体制模式，实施百货、超市、电器三业态资源的调整整合，初步实现分业态的专业化、标准化和连锁化经营管理；积极扩张网络建设市场，坚持以重庆为核心，以长江和高速公路为主轴，向重庆市“一圈两翼”地区延伸和辐射，通过多渠道、多业态加密渗透重庆第一、二商圈，快速拓展重庆第三商圈。

3) **走向转型发展(2016-至今)**：伴随电商兴起，给传统零售业务带来打击，重庆百货逐步走向转型升级，加快步伐布局消费金融、数字化业务等新零售业态。2015 年，公司入股马上消费金融股份有限公司，并作为第一大股东持股比例达 31.06%，标志着公司积极开拓消费金融服务。2016 年，商社集团旗下商社汽贸、商社电商、商社家维、仕益质检、中天物业等五家全资子公司正式挂牌注入重庆百货，由此实现零售主业整体上市，标志着完成四大零售业务板块布局。2020 年，重庆商社混合所有制改革完成。物美、

步步高入股重庆商社，三者强强联合、优势互补，股东的业态链、供应链、物流、信息技术等优势快速注入重百，重庆百货盈利能力、竞争力得到大幅提升。

图表1. 重庆百货发展历程



资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

1.2. 全面布局综合零售，四大主营业务打通会员权益

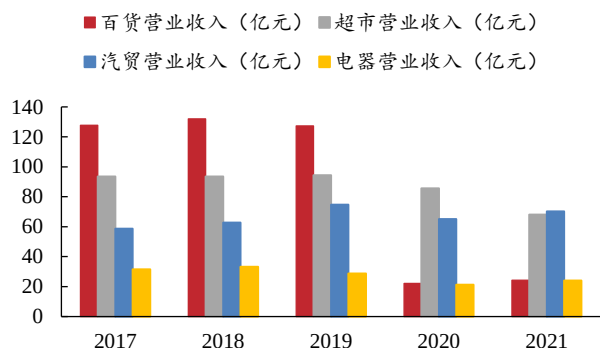
重庆百货具有四大主营业务，按照 2021 年营收贡献程度来分类汽贸/超市/百货/电器占总营收的 33.29%/32.26%/11.45%/11.41%。在重百成立之初百货与超市两大传统业态是公司主要营收来源，但近年来百货业态营收贡献占比逐步下降；新增的汽贸业态后来居上，营收贡献占比明显提高。

公司营收规模受疫情影响下滑，归母净利润趋于稳定。受电商行业兴起影响，线上零售提前进入存量竞争时代，重庆百货近年来业务步入转型期，线下零售业务增速放缓，主营业务有所承压。2020 年营业收入呈现跳崖式下跌现象，主要原因是：1) 新冠疫情导致线下消费受阻，大幅降低消费者线下购买欲望，网购成为更多消费者的选择，线下实体商场消费频次减少；2) 公司调整会计准则，更改后采用联营法确认收入，可比期间收入不予调整。

重庆百货利润报表受会计准则追溯调整影响，自 2020 年起采用联营法计入营收。根据证监会《监管规则适用指引——会计类第 1 号》，关于零售企业联营模式使用净额法确认收入的相关规定，重庆百货更正调减 2020 年 1 月至 2020 年 9 月累计营业收入与营业成本，涉及金额达 71.03 亿元，但对公司利润不存在影响。

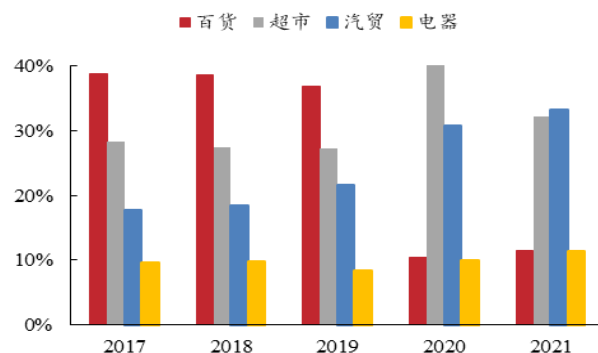
《指引》指出，企业向客户销售商品或提供劳务涉及其他方参与其中时，应当根据合同条款和交易实质，判断其身份是主要责任人还是代理人。主要责任人应当按照已收或应收的对价总额确认收入，代理人应当按照预期有权收取的佣金或手续费（即净额）确认收入。故重百按净额法确认收入后，在经销以及联营经营模式下，须在向客户转让商品前确认商品控制权并判断是否为主要责任人。若为非主要责任人，即代理人，则应当按照预期有权收取的佣金或手续费的金额确认收入，该金额应当按照已收或应收对价总额扣除应支付给其他相关方的价款后的净额确定。综上，由于重百普遍采用联营模式，专柜与品牌柜商品控制权归品牌商所有，故来源于联营模式的须进行重塑调整扣减。

图表2. 重庆百货四大主营业态近年营收



资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

图表3. 重庆百货四大主营业态近年营收占比



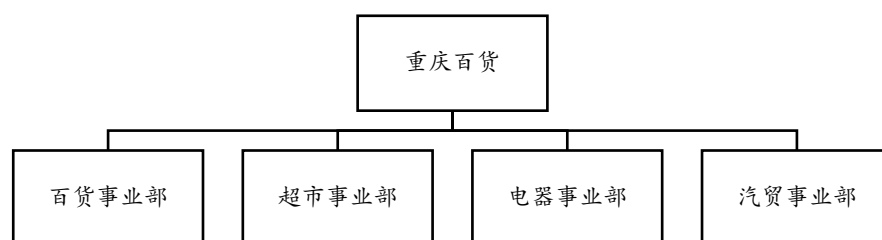
资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

四大业务深耕重庆商业圈，密集型选址开店能够提高重庆百货的品牌效应，深化重庆消费者对于品牌的认知度，进而提升顾客的信任层次，满足重庆市民在核心商圈及居民生活区高频、刚需的生活需求。另一方面全面布局能够促进会员全业态打通，超市、百货、电器、汽贸都与市民的生活息息相关，“多业态+”的模式顺应顾客的多样性需求转变的大趋势，多种综合业态形成协同效应，满足重庆市民多方面的需求。

公司进一步整合旗下百货、超市、电器、汽贸四大业态。借助百货和超市的高频场景带动低频场景，实现多场景，多业态的交叉营销。吸引用户进

入公司线下氛围场与交易场,解决传统百货行业获客压力,为线下业务模式注入强心剂。数字化转型有助于公司及时分析消费需求,获取运营相关数据支撑,促进管理团队顺应消费趋势;精准营销,大数据定位客户需求,提升消费效率;线上线上一体化全渠道布局,提升消费体验。重庆百货全面布局多元化综合零售,积极整合资源协调发展,在西南地区具备良好的竞争优势。

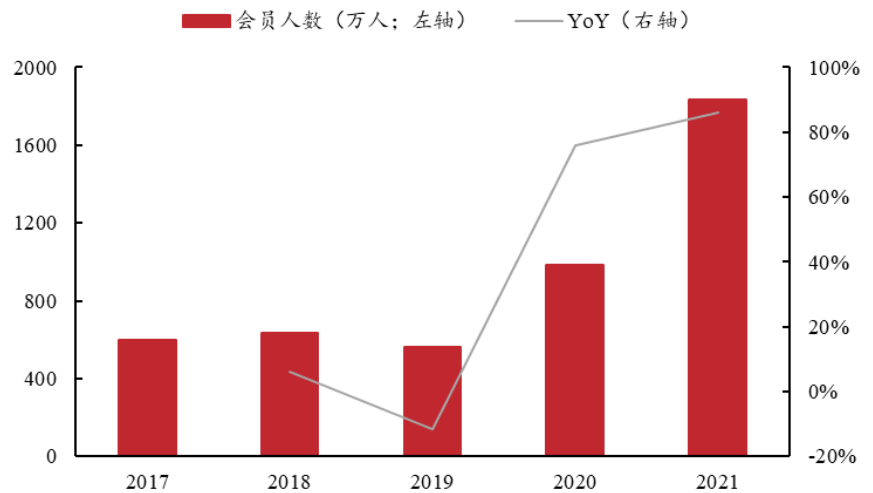
图表4. 重庆百货主营业务版图架构



资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

重庆百货的会员人数在 2021 年大幅攀升,有利于提升用户黏性,未来可通过精细化运营提升复购率。跨业态搭建共享会员池。2021 年会员人数大幅攀升,主要由于接入外部流量池,同时也与多点 Dmall 的数据化管理有关。例如“重百新世纪”小程序入驻支付宝平台,“重百云购”小程序入驻云闪付平台。会员体量大幅提升后,公司可以精确追溯到会员的购买行为和购买品类,优化促销与选品逻辑,并利用产生的数据不断更新迭代。我们认为,通过外部流量池导入的会员体系只是完成构建会员网络的第一步,接下来的工作重点则是如何触活,如何做好现有会员运营体系,盘活已有资源并做二次、多次触达,搭建会员洞察体系,做好会员群体的用户画像,精准营销并准确推送,进而提升复购率。会员复购率的显著提升将会成为重百营收迈上新台阶的重要监测指标。

图表5. 重庆百货 2017-2021 年会员人数大幅增加



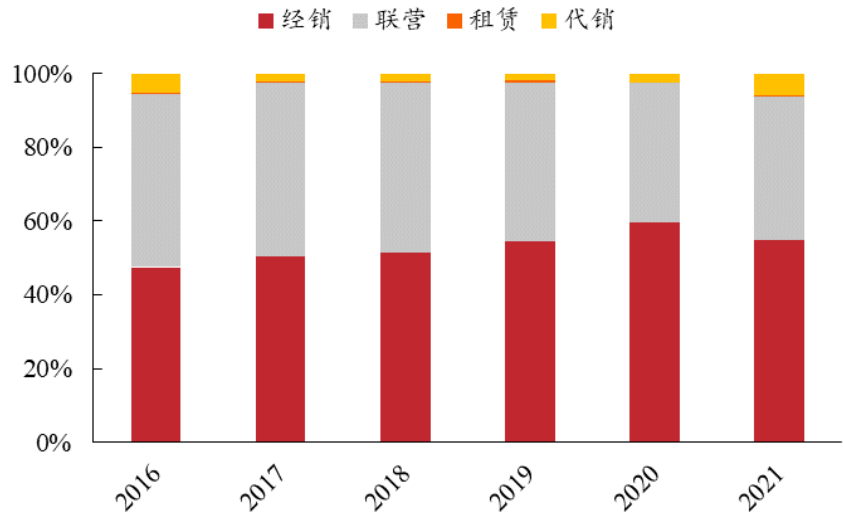
资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

1.3. 百货业态受益于疫情好转+旅游旺季+旅游城市+核心商圈的逻辑，预计未来营收持续攀升

重庆百货有限公司百货事业部组建于 2012 年，由原重百、新世纪百货业态整合而成。截至 2020 年底，百货事业部在西南地区开设了综合卖场 54 家，经营面积超过 110 万平方米。从业人员逾 5 万人，会员人数逾 500 万，连续多年年销售规模在 150 亿元水平。百货事业部旗下年销售逾 3 亿元的商场 20 个，其中逾 5 亿元的商场 8 个。我们认为，在疫情以及消费下滑的背景下，虽然百货业态经营暂时受到影响，但公司自有优质物业仍展现较强韧性，伴随重庆加快推进国际消费中心城市建设和叠加疫情有效管控，居民出行、逛街意愿上升，重庆为传统旅游热点城市，叠加重百占据核心商圈的地理优势，百货业态有望得到新一轮消费恢复收益，业绩预期企稳向上。

商业模式丰富，多渠道营运。重庆百货主要经营模式为：经销、代销、联营和租赁等，其中经销与联营占比最高，分别约占公司经营模式的半壁江山。丰富的业态结构能够促进公司多渠道营运，形成联动效应。

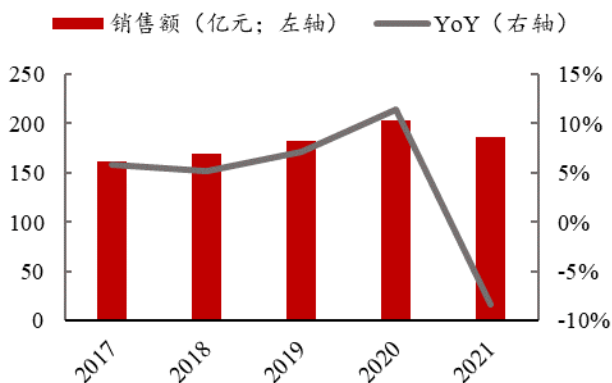
图表6. 重庆百货 2016-2021 经营模式比例



资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

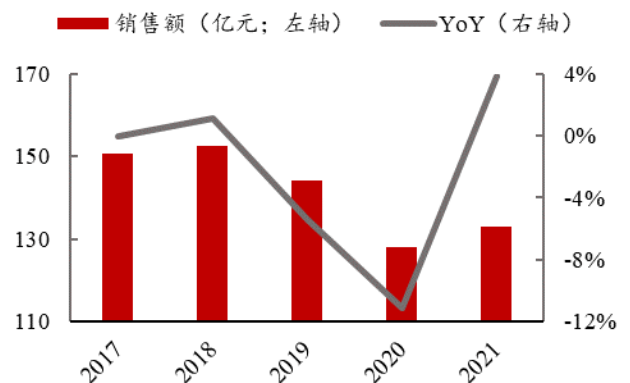
公司主要以经销、联营，两大商业模式为主。经销模式下，公司与供货商之间是买卖关系，公司自垫资金购买供货商的货物，自行销售承担费用，自担存货风险，主要通过购销差价获得利润。在联营模式下，供应商在公司分配的专柜向顾客销售商品，公司根据约定的分成比例与供应商进行结算。公司为供应商提供经营场地以及相应的综合管理服务，监督进店的商品，并提供统一收银等服务，主要利润来源来自营运管理，场地使用费以及销售额固定比例返点等。新收入准则规定联营模式的百货公司在销售过程中承担代理人角色，按净额法确认收入，导致公司 2020 年度营业收入和营业成本下降 99.42 亿元，百货业态毛利率由 2019 年的 15.5% 提升至 66.79%。

图表7. 重庆百货经销模式销售额及 YoY



资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

图表8. 重庆百货联营模式销售额及 YoY



资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

拓宽外部渠道，挖掘异业资源，强调战略化转型。重庆百货在近年来积极布局高端品牌，打造高端商圈，积极拥抱消费升级趋势。2021 年高化销售增长率为 7.8%、战略品牌销售增长率为 11.7%、品牌引新率增长率为 13.1%，体现了重庆百货的经营策略的升级，通过数字化管理销售指标，优胜劣汰，引入更加符合消费者消费习惯的品牌并且提升调性，通过强化 KA 重点大品牌和积极拥抱“小而美”的新锐品牌，未来有望在重庆核心商圈建立辨识度，提升进店率。

我们认为，重庆百货多种商业经营模式有助于公司实时调整经营策略，适应市场变化；并可以适度降低营业成本，提高利润弹性，辅助实现坪效最大化目标；有利于公司高效协同物流、信息流和资金流，稳固市场领先地位。

1.4. 超市积极拥抱数字化转型，深耕供应链，提升效率

超市事业部成立于 2012 年，由原“重百超市”、“新世纪百货超市”两大主要品牌合并而成，重视数字化转型。随着数字经济蓬勃发展，零售也迎来转型期。超市事业部与时俱进，推进数字化和线上线下一体化变革，数字化管理系统已初步建立并卓有成效，超市事业部继续在“新零售”方向上砥砺前行。以多点 OS 系统上线为契机，深入推进组织变革、U 课变革、招商变革、物流直连等，实现自动补货、自助收银、刷脸支付、盘点 ERP 等新技术应用。2021 年全面切换多点 Dmall 数字化操作系统，用数字化助力全渠道运营、履约、管理、销售能力的提升，多点及三方线上业务高增长，线上销售增长 35%，主要由基数较小所致，但是仍为公司业绩增长亮点。公司已先后上线了商品系统、陈列系统、自动补货系统、招商系统等，数字化运营初显成效。多家店铺统一实施数字化棚格图管理，货品订购和陈列相较之前传统做法更为精准便捷，执行核验更为高效。借助多点数字化的供应链管理系统，重百与供应商在选品、补货、促销、数据报表四大方面实现高度协同。数字化营销手段精准触达会员，线上线下商品、价格、促销全面一体化拉动重百业绩增长。目前线上的销售占比基数较低，我们预计在未来重百将逐渐提升线上占比，多种线上营销手段齐头并进占领消费者心智，线上线下业态融合提升市场份额。

物流冷链的打通为非标品流转、库存商品周转率提升铺路。2021 年已成功完成庆荣物流一号库生鲜库改造建设，有效提升周转效率，库存商品周转较同期相比下降 14 天，并且仓储业务的直连占比大幅提升至 40.57%，体现了较强的整体性以及统一性。并且，重百自身已经实现配送网点与超市门

店之间的自营配送，并成功引入 15 家供应商，提升统配规模。目前公司自有物业面积在 8.5 万平方米，占总库房面积的 87.73%。我们认为，公司扩展仓储直营业务有利于区域内统一调货，达到最大化资源最优配置。重资产的直营仓储模式在短期内可能造成现金流承压，但是长远而言对于提振生鲜配送效率，消费者满意程度具有积极影响。

外界社区团购退潮利好超市业态。随着社区团购在全国各地的退潮，我们预计超市业态受社区团购冲击边际效应弱化。叠加混改引入战投股东物美与步步高，共建新型采购平台，旨在提高生鲜采集比例。生鲜作为超市引流的刚需品类，预期建成后将为超市业态提升人流。共建采购平台，提升商品采购数量，增大商品采购频次则可优化成本支出，提升利润率。

图表9. Dmall 数字化操作系统



资料来源：Dmall 多点商超管理系统官网，东亚前海证券研究所

1.5. 电器事业部的营收与上游电器的景气度成正比

电器事业部成立于 2012 年，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。电器事业是重庆百货的主力业态之一，近年来规模实力不断壮大，经营业绩持续提升。重百电器拥有 46 个零售专业卖场，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，经营面积约 20 万平方米，从业人员逾 7000 人，经营品种逾万种，经营范围辐射重庆主城及周边大部分区县，继续保持家电区域连锁的龙头地位。

电器事业部的租赁占比较大，可能会获利于租金下行控制成本，费用率降低的逻辑，但该逻辑长期是否成立还需依赖于疫情的控制程度，我们认为该业态业绩上行的增速与上游电器销量成正比。

1.6. 汽贸业态后来者居上布局新能源赛道，2021 年贡献三成营收

重庆商社汽车贸易有限公司成立于 1992 年，是重庆百货大楼股份有限公司旗下的全资子公司，具有完整的铺货渠道。专门从事汽车销售、售后服务、配件供应、金融服务、保险代理、用品装饰、汽车租赁、二手车销售、汽车改加装的经营实体，致力于打造创新型综合性汽车服务运营商。商社汽贸构建起了汽车零售、汽车后市场为重点拓展业务的全新商业生态模式；培育出了覆盖汽车贸易服务全链条的核心能力体系，公司现有员工近 1600 人，旗下拥有超过 30 家汽车 4S 店和综合销售服务机构，覆盖重庆主城及大部分区县市场。商社汽贸现已成为年销售汽车近五万台，销售金额超 90 亿元的大型汽车销售集团。

提前拓展新能源赛道，布局高端车型，打造增量市场。重庆商社汽车贸易有限公司在 2021 年获得新能源品牌 SMART 重庆总代，新增创维、小鹏、蔚来 3 个新能源车售后，并且设立子公司重庆商社蔚陵汽车销售服务有限公司经营 WEY 品牌汽车弥补高端车型空白。新能源车是未来公认的汽车行业方向，而拿下 SMART 重庆总代的地位能够给商社汽贸的销售额增加第二曲线，并且高奢的车型也可以打造汽贸业态的高端形象，增加高端车型矩阵，并提速从传统的燃油车到新能源汽车的转型。攻克创维、小鹏、蔚来三个新能源车的售后也为公司带来长期的增量空间。

4S 店具有重资产且非跨区销售的特点，为汽贸业态的上游供应商。4S 店是从购车到售后的一条龙式的特许经营经销商，4 个 S 代表整车销售（Sale）、零配件（Sparepart）、售后服务（Service）、信息反馈（Survey）。一般 4S 店以市区为单位建立销售集散区，优势在于地理位置优良。特点为品牌直接授权，采用单店单品牌政策，且统一门店外观形象、标识和管理标准，意味着投资门槛较高。

汽贸店具有批量售卖的优势，在一定区域内集中起量后具有商品议价权，因此售价相较于传统 4S 店有一定的下浮空间。汽贸店是传统 4S 店的下游，与传统 4S 店相比，汽贸店允许经营多个品牌，店主与汽车品牌无强绑定关系，各个品牌之间的销存量可以及时动态调整，具有极强的灵活性。

图表10. 商社汽贸旗下代言品牌



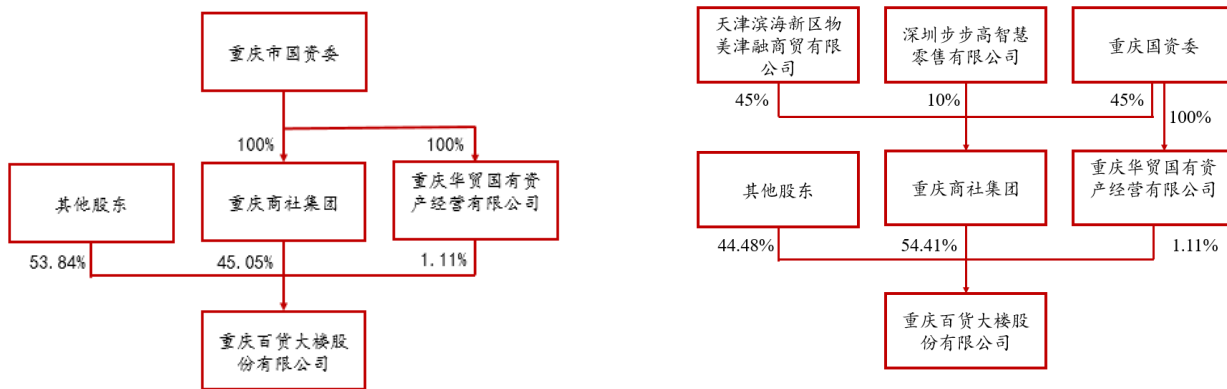
资料来源：商社汽贸官网，东亚前海证券研究所

新增重百保理业务，带来业务增量。公司在 2021 年出资 2,352.56 万元协议购买商社投资持有的重百保理 30% 股权，并于 8 月 4 日完成工商变更手续，成立全资子公司。该举措旨在为供应链中小企业提供资金支持、贸易融资、管理应收账款，减轻供应商的融资压力。而重百保理的目标客户则是供应链企业，我们认为这将与现有主营业务商超、百货、电器、汽贸形成优势互补。保理业务是重庆商社集团和重庆百货进军金融服务领域的先行指标，与重百入股的马上消费金融公司可互为帮衬，增强产业协同效应。

1.7. 重百混改落地，提振全新活力

2018 年 4 月，商社集团混改正式启动，并于 2019 年 6 月成功落地。2018 年 10 月，重庆联合产权交易所正式开展商社混改项目，先后开展了资产评估、公开挂牌征集投资方等流程，通过公开招标引入两位民营资本战投伙伴，以对商社集团增资的方式进行。2019 年 6 月，重庆百货大楼股份有限公司发布关于控股股东权益变动的提示性公告称，控股股东重庆商社（集团）有限公司拟通过增资方式引入物美科技集团有限公司以及步步高投资集团股份有限公司为战略投资者。重庆商社集团股权结构由重庆市国资委持有 100% 股权变更重庆市国资委持股 45%、天津物美持股 45%、步步高零售持股 10%。重庆商社集团的注册资本由 8.45 亿元变更为增资后的 18.78 亿元。

图表11. 重庆百货混改前后股权结构变化



资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

重庆商社集团在混改过程中实行竞聘上岗和业绩末位淘汰交流制，通过竞争性选拔调整中层干部，进一步激发企业活力，形成了一套年轻态管理体系。商社集团混改后积极推进多样化激励机制，坚持“超值创造、超利分享”。在二级企业和成熟场店推行超额利润分享机制，若团队已完成年度预算与考核目标，超额利润部分的 30%将被授予骨干团队作为奖励。将基层人员奖金收入与团队业绩相绑定，提升基层积极性。混改后一并实施项目跟投制度，在中天物业、马上消费金融、舒适家居、美的厨电等新项目，进行项目跟投或风险抵押，共同创造企业的效益和价值，取得良好效果。

三方联手优势互补，进一步加快新时期重百转型步伐。重庆商社、物美、步步高携手后，将通过供应链及采购资源整合、新零售技术合作共享等举措，充分发挥各股东在业态链、供应链、物流、信息、运营管理及资本等方面的优势，实现产业协同和核心竞争能力提升。同时，通过构建规范高效的治理结构，进一步提高企业的决策和经营效率，激发员工的动力活力，从而加快实体商业转型进程。

重庆商社集团的混改取得了“一箭三雕”的效果。一是增强了企业资本实力。商社集团的注册资本由 8.45 亿元提升到 18.78 亿元，有效化解债务问题。二是增强了企业竞争力。与行业先进企业强强联合、优势互补，可充分发挥民营股东在新零售技术、供应体系等方面的优势，提升企业在数字化建设、产品采购、供应链议价、全球资源配置商品等方面的能力，实现了产业协同。三是激发了企业内生活力。混改后实行员工持股计划，建立了创业合伙分享机制，深化了团队跟投、定额承包等多种激励措施，大幅激发公司员工二次创业热情。

图表12. 重庆百货混改落地，整合各股东优势

股东	优势专长
重庆商社	经营网点超过 450 个，覆盖了成渝经济圈大部分地区和贵州、湖北部分区域，形成了综合商场、社区超市、购物中心等多业态并进格局，旗下重庆百货主要经营指标位居 A 股零售类上市公司前列，从主业衍生出消费金融、供应链金融、质量检测等新业态。
物美集团	物美科技集团主营超市、百货、家电、家居建材零售等多个版块的业务。秉承“发展现代零售产业，提升大众生活品质”的经营理念，以数字科技驱动连锁发展，以移动互联网、物联网、云计算、实体门店数字化为核心，组合运用多种智能化技术设备，在全面数字化基础上构筑起线上线下一体化的全渠道智能零售体系。
步步高集团	步步高超市是湖南省零售冠军，在区域地位、市场规模及品牌知名度等方面具备综合竞争优势，位列中国连锁百强 14 强，中国企业 500 强，湖南民企百强榜第五位。聚焦零售业务，以步步高超市为基础，围绕商品供应链、电商、科技、物流等领域，实现产品服务再升级。主打的差异化战略核心为推出具有烟火气的社区式服务，重构以“货、场、人”为核心的布局。

资料来源：重庆商社公司公告、物美集团公司公告、步步高集团公司公告，东亚前海证券研究所

2. 现金流稳健高分红，攻守兼备韧性足

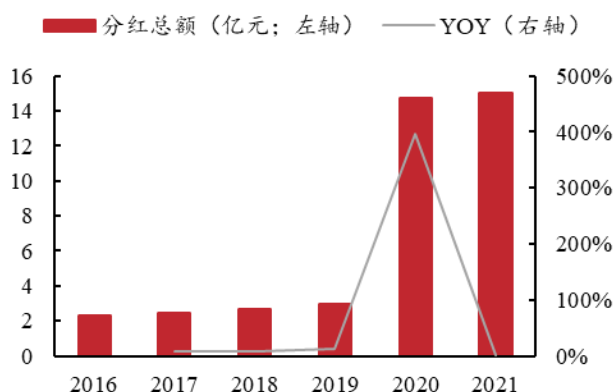
2.1. 高分红比例，积极回报股东

重庆百货上市以来持续分红，混改落地后提高分红比例，积极回馈中小投资者。重庆百货于 2022 年 3 月发布 2021 年度利润分配方案公告如下：截至 2021 年 12 月 31 日，公司回购专用账户持有公司股份 1036 万股。回购专用账户若因股权激励等原因发生变动，回购专用账户实际持有的公司股份不参与此次利润分配。本次利润分配的实际总额，将以股权登记日公司股本总额扣减公司回购专用证券账户中股份总数为基，以每 10 股派发现金红利 37.90 元（含税）；公司总股本扣减公司回购专用证券账户中股份总数后的基数为 39,616.84 万股。以此计算合计拟派发现金红利 15.01 亿元（含税）。2021 年度公司现金分红比例为 178.20%（包括 2021 年度以现金方式回购股份的分红率 24.97%）；剩余未分配利润留待以后年度分配，本次不进行资本公积金转增股本。

2021 年度公司利润分配方案获得董事会会议一致表决通过，利润分配方案有利于保障公司分红政策的持续性和稳定性，有利于维护广大投资者，尤其是中小投资者的利益。方案结合了公司发展情况、未来资金需求等因素，不会对公司日常经营活动现金流产生不利影响，也不会影响公司正常经营和长期发展。截至 2021 年末，公司未分配利润近 50 亿元，本次分红金额

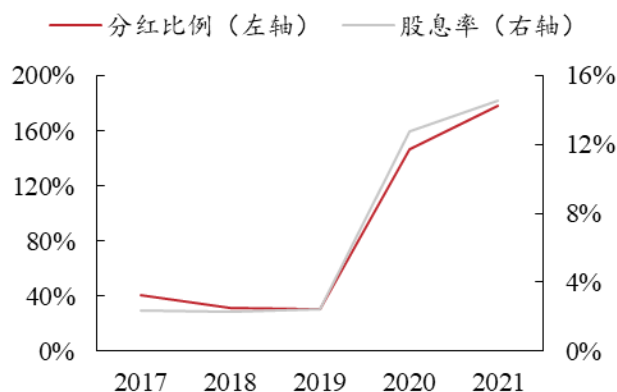
仅占累计未分配利润的 30.03%。6 月 1 日，中国上市公司协会发布 A 股上市公司现金分红榜，重庆百货同时入选“上市公司丰厚回报榜单”和“上市公司真诚回报榜”，彰显了公司在公司治理、投资者关系管理方面的成效，体现出公司现金流稳健未来发展态势良好，提振投资者信心。

图表13. 重庆百货近年分红总额与 YOY



资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

图表14. 重庆百货 2017-2021 年分红比例与股息率



资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

2.2. 激励计划落地，中长期成长潜力大

2022 年 7 月 1 日，公司发布重庆百货大楼股份有限公司 2022 年限制性股票激励计划草案摘要公告。计划为进一步完善公司治理结构，吸引和留住人才，推动整体业绩提升和公司持续发展，激励公司高级管理人员和其他核心骨干人员，充分调动其工作积极性和潜力，结合股东利益、员工利益和公司长期发展利益，促进公司经营业绩平稳快速提升，确保公司长期发展目标顺利实现。

此次激励计划的股权激励方式是限制性股票，标的股票来源为公司从二级市场回购的本公司 A 股普通股股票；2021 年 7 月 3 日公告宣布完成回购，共计回购股份 1036 万股，占公司总股本的 2.55%，回购并不会对公司日常经营、财务状况、债务履行能力和未来发展产生重大影响。

计划拟向激励对象授予 471 万股公司 A 股普通股限制性股票，占激励计划公告日公司总股本的 1.16%，无预留权益。激励对象为公司或控股子公司任职的高级管理人员和其他核心骨干人员，合计 43 人，包含高级管理人员 5 人以及其他核心骨干 48 人。其中获授限制性股票激励的 5 名高级管理人员分别是：何谦总经理（24 万股，5.10%），王欢副总经理（18 万股，3.82%），乔红兵副总经理（18 万股，3.82%），王金录财务总监（14 万股，

2.97%)，陈果董事会秘书（16 万股，3.40%）；其余 48 人核心骨干人员共计 381 万股，占比 80.89%。

计划授予的限制性股票的授予价格为每股 10.825 元，授予价格按计划公告前 1 个交易日公司股票每股交易均价的 50%确定。业绩考核期限为 2022 年至 2024 年，横跨三个会计年度，每个会计年度考核一次。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。具体激励明细如下表所示。

图表15. 重庆百货限制性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：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%。

资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

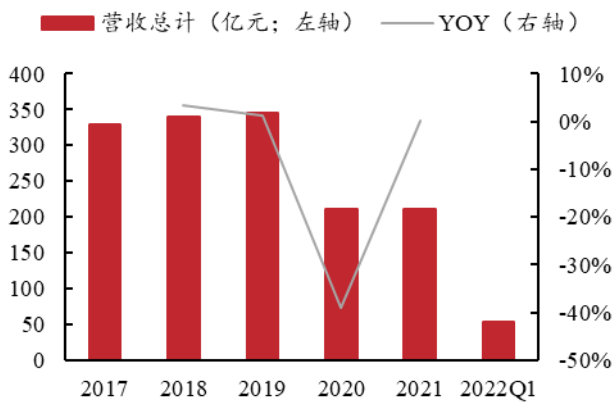
我们认为，公司股权激励计划充分展现了对于未来发展的信心，能够大幅调动管理层积极性，助力公司在新时代转型期更上层楼。第一，激励员工，提高绩效。股权激励的实施使高管团队能够拥有公司股权，分享公司利润。协议作为纽带联系员工与公司利益，形成深层次捆绑，有利于释放其人力资本的潜在价值，从而提高公司的核心竞争力以及经营业绩。第二，形成公司利益共同体。激励措施有效调和与管理层与企业利益先天矛盾，个人利益和公司利益趋于一致，从而形成了企业利益共同体。第三，促进公司长远发展。2020 年度完成混改后，公司高阶管理团队大换血。此时出台股权激励方案有助于公司稳定发展，促进公司业绩提升，提高公司竞争力。我们预期，重庆百货高管团队将全心致力于公司新阶段发展，为公司转型顺利开展保驾护航。

3. 业绩逐渐修复，低估值凸显价值

3.1. 公司营收短暂承压，有望迎来估值修复

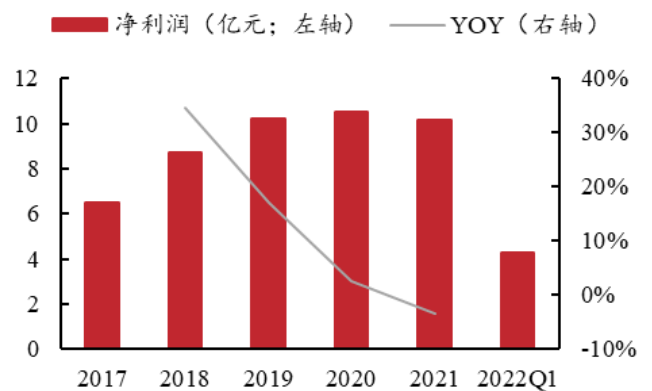
业绩有望迎来改善，目前估值较低。2022 年 Q1，公司营业收入 52.71 亿元；净利润 4.14 亿元，同比小幅下降。营业收入在 2020 年大幅下降的原因在于公司采用联营法计算收入，百货公司的 GMV 不计入总营收，而公司在 2021 年营收小幅上涨。近两年受疫情影响，PE 仅 10 倍处同业较低水平，对应估值位于公司历史低位水平，具备较强的安全边际。

图表16. 2017-2022Q1 营业收入及 YoY



资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

图表17. 2017-2022Q1 重庆百货净利润及 YoY



资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

重庆百货在疫情期间仍保持较高竞争力，门店数量呈现稳定趋势，进一步加强区域百货行业龙头地位。公司门店数量出现小幅调整，变化幅度不高，仍占据区域绝对优势地位。从门店数量上可以发现，公司超市业态所拥有的数量最多，其次是百货业态，进一步验证公司业务核心仍以该两大业态为主。我们预计，随着公司数字化生态进一步完善与发展，线上与线下零售业务将获得新一轮内生发展机会，预计超市业态的门店数量将进一步提升。并且随着公司与各大汽车品牌商的合作持续开展，我们对公司汽贸业态后续发展情况保持乐观，预期汽贸业态门店数量将持续上升，同时汽贸业务对于公司营收的贡献将进一步扩大。

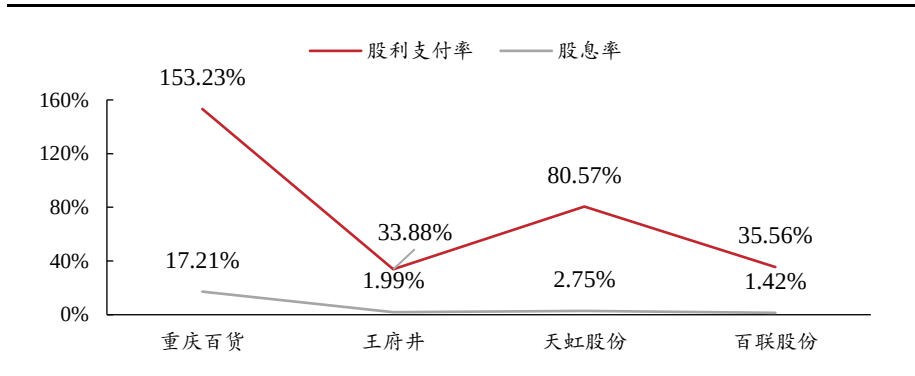
图表18. 2017-2021 重庆百货四大业态门店数量

	2017	2018	2019	2020	2021
百货业态（家）	55	55	55	54	53
超市业态（家）	181	177	175	179	178
电器业态（家）	47	48	46	45	44
汽贸业态（家）	28	30	32	31	29
网点总数（家）	311	310	308	309	304

资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

重庆百货分红率位居行业第一，估值水平处于行业下游，具备高投资性价比。根据 2021 年度商业百货上市企业分布情况显示，与重庆百货业务类似、增长率类似的上市企业，其股利支付率和股息率与重庆百货差距巨大。重庆百货作为行业板块分红第一股，具备极高性价比。

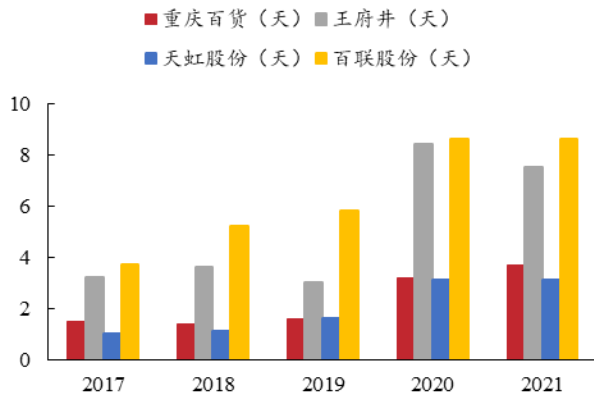
图表19. 2021 年度商业百货上市企业分红情况



资料来源：ifind，股息率=去年分红/(收盘价*总股本)，收盘价取自 2022 年 8 月 4 日，东亚前海证券研究所

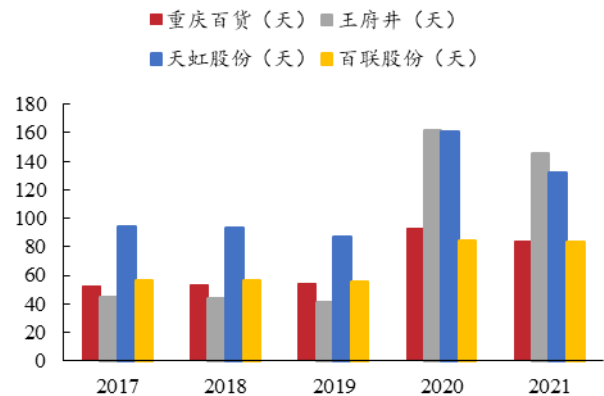
重庆百货应收账款周转天数较低，应付账款周转天数较高，现金流稳定。根据波特五力模型，重庆百货供应商议价能力较强。2021 年应付账款周转天数 TTM 为 104.6 天，周转天数较长，在占用货款上拥有主动权；应收账款周转天数 TTM 为 4.2 天，处于行业中上游水平，体现公司应收账款变现速度提升，实现现金流稳定，为公司发展创造良好基础条件。

图表20. 应收账款周转天数



资料来源：财报说，东亚前海证券研究所

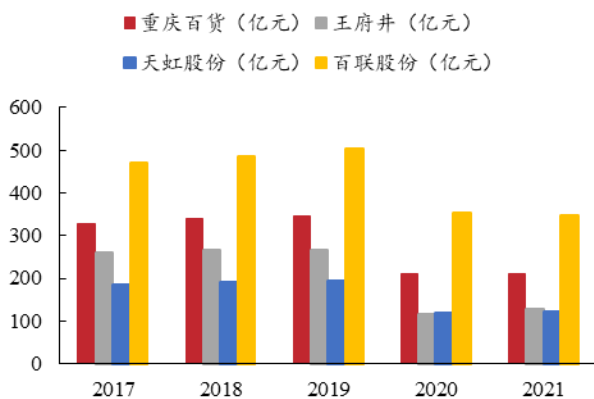
图表21. 应付账款周转天数



资料来源：财报说网站，东亚前海证券研究所

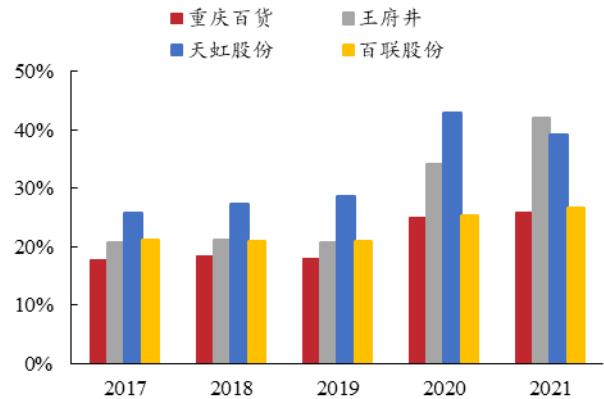
重庆百货营业收入保持中上游水准，毛利率稳步升高。从成长能力指标与盈利能力指标上来看，近五年公司营收处于行业中上游地位，保持领先态势。虽受疫情及2020年会计准则调整至按净额法确认收入的影响，导致营业收入近两年处于下降状态，但是同业此时期也受到类似客观因素影响。公司营收总体呈现稳定趋势，在疫情前小幅上涨，在疫情期间承受部分压力。公司毛利率处于行业平均水准，并且近五年呈现逐年上升的趋势。

图表22. 商业百货板块同业营收



资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

图表23. 商业百货板块同业毛利率



资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

我们预期：1) 随着动态清零政策顺利开展，疫情逐渐走向尾声，公司营业收入将迎来新一轮修复期。主要受益于各地政府不断出台稳定经济与促进消费相关政策，并且随着各地逐步解禁，有望迎来消费者长久以来受限制之后开放的报复性消费；2) 随着公司进一步推动数字化运营，有望推动毛利率向上平稳发展。我们预期公司未来业绩稳定，打通线上线下渠道一体化发展后具备挖掘新盈利点条件，继续巩固区域零售龙头根基并且同时稳

步提升行业地位。

3.2. 技术迭代升级，数字化进入深水区

新零售时代，公司线上线下协同发展，业务模式不断升级。公司通过不断建立自己的数字化营销体系，打破传统电商与实体店之间的隔阂，将线上引流与线下实体店面相结合，为商业百货线下发展带来新机遇。

重庆百货在混改后引入物美科技与步步高集团，多维度资源整合，进一步加快数字化转型步伐。公司以百年坚实线下优势为基本盘，科技赋能开拓线上市场，已建立起多个新渠道并拓宽销售场景。公司与支付宝集团进行协调合作，完成数字化升级，打通线上线下互通渠道，以支付宝的移动支付能力和巨大的公域流量为基础，实施通用解决方案。

1) 公司顺应消费年轻化潮流，积极打造与用户实时在线联系关系。创建“云宝”IP，打造数字化营销工具。通过借助支付宝集团所提供的小程序服务，联手打造“重百新世纪”支付宝小程序，顺利进行品牌推广同时简化支付方式。公司通过数字化阵地吸引客流，增加用户粘性，强连接模式促成高忠诚度商消关系，以直通用户运营模式进一步激活存量市场消费活力。

图表24. 重庆百货 Apple Store 应用程序



资料来源：Apple Store，东亚前海证券研究所

图表25. 重庆百货支付宝小程序



资料来源：支付宝小程序，东亚前海证券研究所

3.3. 一核多辅，享环重庆都市圈新一轮消费红利

2021 年，重庆市人民政府办公厅印发培育建设国际消费中心城市若干政策。成渝地区双城经济圈将成为国内“第四增长极”。中共中央、国务院印发的《成渝地区双城经济圈建设规划纲要》提出，强化重庆和成都中心城市带动作用，引领带动成渝地区统筹协同发展，促进产业、人口及各类生产要素合理流动和高效集聚，推动成渝地区形成有实力、有特色的双城经济圈，打造带动全国高质量发展的重要增长极和新的动力源。

基于 3000 万量级人口支撑，2021 年重庆全市社会消费品零售总额比上年增长 18.5%，稳居全国前十，消费潜力巨大。重庆的消费需求、消费欲望、消费能力并未在疫情的反复冲击中一蹶不振，反而以更大力度打出刺激消费的组合拳，拉动地区经济高质量增长。自疫情以来，重庆陆续出台促进首店首发经济、支持线上线下消费、支持住餐行业连锁化经营、服务业困难领域纾困解难等一系列促进消费、保商贸服务业市场主体的政策措施，促进消费市场有序恢复发展，稳住消费基本盘。

重庆地区有望享受新一轮消费红利。2022 年 1 月至 2022 年 5 月，重庆市实现社会消费品零售总额 5698.18 亿元，同比名义增长 1.0%；同期全国社会消费品零售总额同比下降 1.5%。2022 年 7 月，重庆市政府办公厅印发了《重庆市进一步释放消费潜力促进消费持续恢复若干措施》，共计六方面三十三项措施，明确要求稳投资促消费，综合施策释放消费潜力，有效促进消费持续恢复。我们预期，伴随重庆消费刺激政策进一步实施，政策面有望提供相关支持，包括：推进消费平台持续发展，大力开展品牌展会，抓好消费券促销活动。短期内公司业绩有望受益于政策获得提升；中长期重庆地区叠加国家战略政策利好，经济发展提速，公司有望共享新一轮消费红利。

图表26. 重庆迎来快速发展，积极建设消费中心城市

年份	政策文件	政策内容
2016	《成渝城市群发展规划》	1) 到2020年，基本建成经济充满活力、生活品质优良、生态环境优美的国家级城市群。实现由国家级城市群向世界级城市群的历史性跨越。 2) 优化提升核心地区，培育发展潜力地区，促进要素聚集，形成集约高效、疏密有致的空间开发格局，建设引领西部开发开放的国家级城市群。 3) 构建“一轴两带、双核三区”的空间格局。发挥重庆和成都双核带动功能。提高空间利用效率，构建“一轴两带、双核三区”空间发展格局。
2021	《成渝地区双城经济圈建设规划纲要》	1) 提出目标到2025年，重庆作为国家中心城市的发展能级显著提升，区域带动力和国际竞争力明显增强，长江上游航运中心和物流中心基本建成。 2) 重庆将打造国家重要先进制造业中心、西部金融中心、西部国际综合交通枢纽和国际门户枢纽。
2021	《重庆市国民经济和社会发展的第十四个五年规划》	1) 坚持推动成渝地区双城经济圈建设，立足新发展阶段，完整、准确、全面贯彻新发展理念，进一步扩大开放和促进消费优化升级，加快建设内陆开放高地和国际消费中心城市。 2) 完善商务发展体制机制，不断提升商务国际化、智能化和专业化发展水平，努力推动重庆商务事业迈上新台阶。
2022	《促进消费恢复发展若干政策措施》	1) 推出消费惠民便民利民措施。以发放消费券等方式开展消费促进活动，重点投向文化、旅游、零售、餐饮、住宿、体育等行业，促进市场主体恢复发展、创新发展。 2) 稳定扩大重点和大宗商品消费。支持重点行业促销活动。鼓励、支持大型家电、超市、百货、住宿餐饮企业以发放消费券、补贴、打折等方式开展家电以旧换新、绿色智能家电促销、线上线下联动促销活动。 3) 优化消费环境。鼓励商业运营中心、零售企业、汽车销售企业、房地产暨家装企业等在商圈、商业街、商业综合体、公益性广场举办促销、宣传、推广等活动。

资料来源：重庆市人民政府，东亚前海证券研究所

3.4. 板块周期向好，共享城市发展红利

当前线下零售业态至暗时刻已经结束，线下消费将从底部逐渐修复。从历史经验来看，在经济下行压力较大，内需比较疲软的时期，政策发力的主要抓手逐步由投资向消费转变。商业百货有望成为快速恢复的消费场景之一，板块有望步入反弹窗口期。

互联网电商崛起挤占线下流量，新冠疫情导致近年来传统商业百货行业线下业务困境重重，此业态场景即将发生转变。线上零售从高增速转向平台期过渡，互联网消费引流速度减缓，转向存量竞争。但是线下商业百货的立体、实时、可信等优点仍然无法取代，线下商贸依然为品牌布局的重要载体。后疫情时代，商业百货和品牌专业门店数量呈现上升趋势，客流不断向社区便利店、大型会员店以及品牌化店铺聚焦。

自2022年以来社零小幅回暖，CPI缓步上升，各地政策落地促消费。目前在后疫情时代，政府领头企业，复工复产进展顺利，终端消费需求稳步

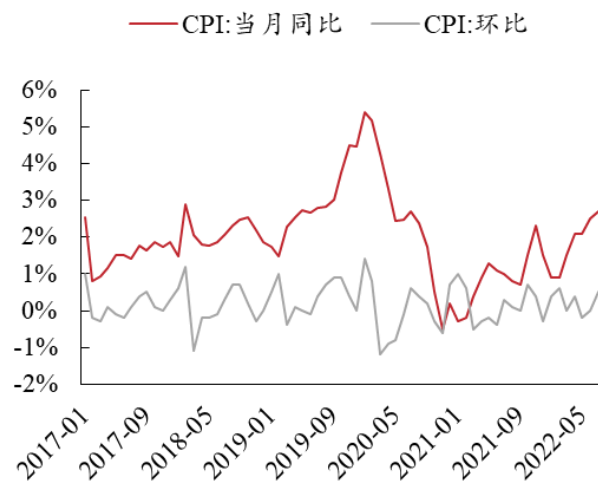
提升，社零数据与 CPI 均有所回暖，多业态百货受终端消费者消费意愿的增强，业绩有望提振。我们认为实体店的消费需求依然存在，销售金额的提升将会随着当地疫情防控的放开及出行旅游人数的增加而显著提高，届时叠加消费升级的趋势，助力商业百货板块景气度修复。

图表27. 社零数据小幅回暖



资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

图表28. CPI 自 2021 年以来震荡向上



资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

4. 马上消费金融：手握稀缺牌照，带来营收增量

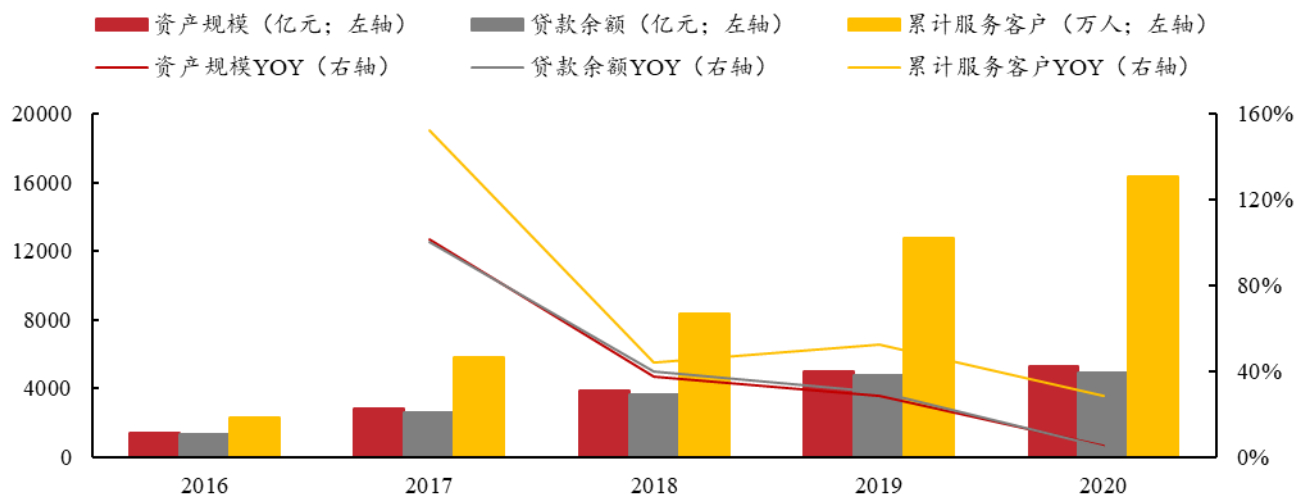
4.1. 消费金融为卖方市场且强者恒强

消费金融顺应新型消费模式，提供灵活资金支持。消费金融的出现提供了一种新的消费模式，并且打破了对于及时现金流的束缚，是提前消费的现代消费模式的具象化体现。我国消费金融快速发展的原因有三：第一是社会消费品零售总额、居民可支配收入保持快速稳健的增长，市场支撑较强；第二受益于现代消费模式的更迭；第三是国家政策对于消费的大力扶持。并且现在的消费市场仍处于卖方市场，消费者对于贷款的数量和及时性的需求远远高于对于利率高低的判断。所以如何准确、迅速地触达到目标人群，如何高效地发放贷款同时控制风险则是消费金融公司的首要目标。

在疫情对于宏观经济环境造成显著冲击之时，消费金融行业中绝大多数公司的资产规模和贷款余额仍处于向上攀升的趋势，其原因主要在于蚂蚁金服的上市折戟，让出一部分市场份额。我们认为消费金融的核心在于

股东背景、风控能力和放贷的及时性，且该行业也存在马太效应，在符合监管要求的同时增加资产规模，提高放贷本金，提升放贷效率。

图表29. 消费金融市场蓬勃发展



资料来源：中国消费金融公司发展报告 2020，中国消费金融公司发展报告 2021，东亚前海证券研究所

目前中国消费金融的主要玩家为银行、消费金融公司和小贷公司。银行主要占据网点优势和用户信任度，消费金融公司和小贷平台掌握消费场景，能够利用消费场景或互联网平台进行获客，满足购买高价值产品即时付款的需求。而消费金融公司一般以银行国资系或者消费场景公司作为股东，能够在展业渠道、获客能力、流动性等方面给与支持。

图表30. 消费金融市场的参与主体特征比较

项目	银行	消费金融公司	小贷公司
业务模式	信用卡、消费贷	商品分期及循环贷	交易分期、账单分期及循环贷
监管机构	银保监会	银保监会	地方金融办
牌照	银行牌照	消费金融牌照	小贷牌照（分一般牌照及网络小贷牌照）
核心用户	央行征信覆盖用户	央行征信+长尾人群	长尾客户及对互联网依赖度高的用户
资金成本	资金稳定、成本最低	资金局限、成本介于银行和小贷公司之间	资金成本分化
核心优势	资金、线下渠道	持牌合规、股东背景	具备较强互联网股东背景的小贷公司具有场景、流量、大数据风控及科技等优势；一般小贷公司无上述优势

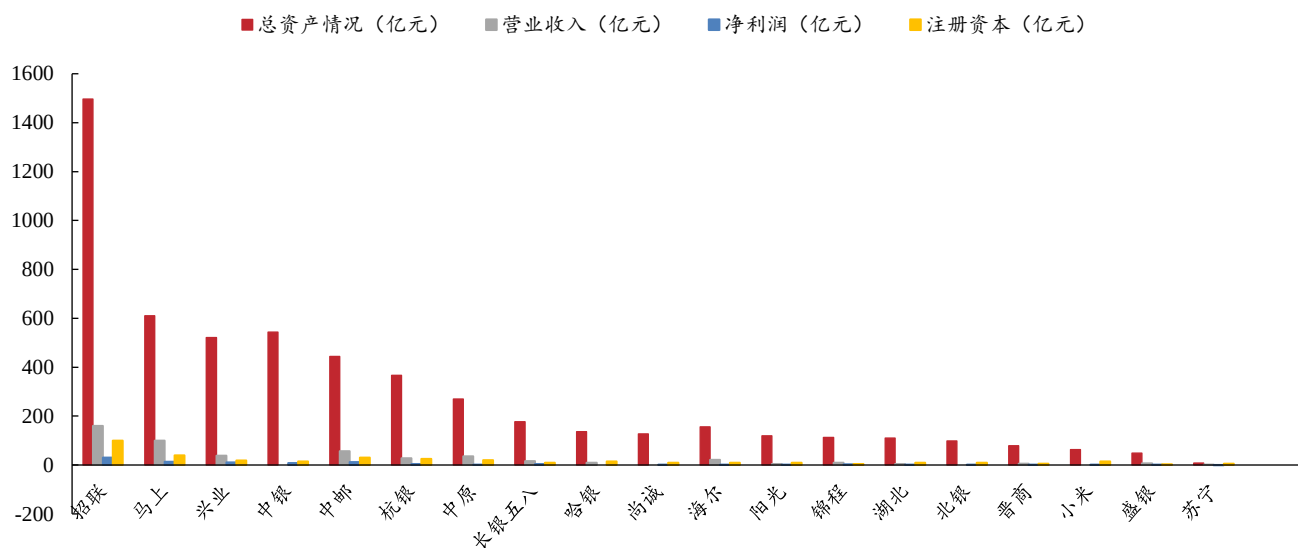
资料来源：马上消费金融评级报告，东亚前海证券研究所

4.2. 监管政策逐渐趋严，行业规范化发展

消费金融由试点推广至全国后监管政策逐渐趋严，行业朝着规范化发展。2009 年我国宣布启动消费金融试点后，2010 年首批四家消费金融公司成立，随后在 16 个城市开展试点，并在 2015 年推广至全国。行业发展之初，在国家普惠金融战略大背景下，政府鼓励符合条件的民间资本与互联网企业设立消费金融公司，一时间各类消费金融平台层出不穷。2017 年起，监管政策逐渐收紧，校园贷业务首当其冲，银保监会暂停了各类网贷机构的校园贷业务，随后整顿“现金贷”、“套路贷”等不符合监管要求的贷款，禁止无牌照机构放贷，自此行业开始向规范化发展。2018 年以来，国家鼓励在监管约束下积极发展消费金融，正确发挥促消费的作用；2021 年推行消费金融监管评级政策，全面衡量消费金融公司的风险。监管层面上明确了消费金融公司监管评级方法，通过顶层设计，定性定量地规定了监管评级的要素权重设置，主要包括五方面内容，分别为公司治理与内控（28%），资本管理（12%），风险管理（35%），专业服务质量（15%），信息科技管理（10%），强调了消费金融公司内控制度的完备性，规范行业发展。除 2021 年新冠疫情对于公司造成短期冲击，资产质量的指标逐步好转，运营也逐渐规范化，强调优质客户群体。

营业收入和净利润呈现两极分化、强者恒强的局面。2021 年大部分消费金融公司的营业收入保持增长，但是增速放缓。据现有已公布 2021 年年报财报的数据显示，营业收入前五名的公司分别为招联/马上/中邮/兴业/中原，2021 年营业收入分别为 159.3/100.1/56.86/38.69/35.83 亿元，中银则未公布其营业收入；净利润前五名的公司分别为招联/马上/中邮/兴业/中银，与营业收入的排名类似，2021 年净利润分别为 30.63/13.82/12.29/10.24/8.44 亿元，其余已公布数据的消费金融公司净利润则未超过 5 亿阈值，体现出消费金融头部马太效应凸显、强者恒强的局面。其中马上首次超过兴业消费金融，体现出较强的盈利能力和业绩韧劲。

图表31. 2021 年消费金融市场招联、马上、兴业营收位列前三



资料来源：企业预警通，东亚前海证券研究所

4.3. 资金充沛提升后续展业能力

马上消费金融持消费金融牌照，业务开展基础较好。马上消费金融是一家极为年轻的科技驱动型金融机构，成立于2015年，7年以来增长迅猛，迅速跻身国内消费金融行业第一团队。它的主要优势有三：一是无实际控制人，公司股东背景较强，股东包括零售、央企、地方国企国资，能够实现资源及能力协同，并在获客方面提供极大的便利度；二是风控严格，内部管理制度较为健全，不良贷款率持续下降，2019/2020/2021年的不良贷款率分别为3.01%/2.89%/2.76%；三是授信额度充足，自有资金较为充足，能够满足后续的展业潜力。

授信额度充足，充分挖掘后续展业潜力。马上消金的融资渠道包括外部资金渠道以及内部自有资金。外部融资渠道包括同业拆借、同业借款、银团借款和金融债，内部自有资金包括股东存款、资产证券化和银登信贷资产流转。马上消费在2019/2020/2021年的外部资金来源的占比为85.06%/82.29%/81.91%，逐年下降，代表了其自主性及自我造血能力稳步推进。我们认为未来在融资端将会迎来成本的改善，主要原因有三：其一为受降低外部贷款利率的利好政策，其二为与金融机构合作带来授信额度的提升，其三为自有资金体量的提升。

图表32. 马上消费贷款外部贷款比重逐年递减

资金来源 (亿元)	2019	2020	2021
外部	449.19	418.78	478.74
短期借款	405	365.39	402.59
拆入资金	37.8	33.35	30.38
应付债券	1.39	12.64	42.77
长期借款	5	7.4	3.01
内部	78.88	90.15	105.73
吸收股东存款	14.48	18.63	22.69
自有资本/股东权益	64.4	71.52	83.04
合计	528.07	508.93	584.47

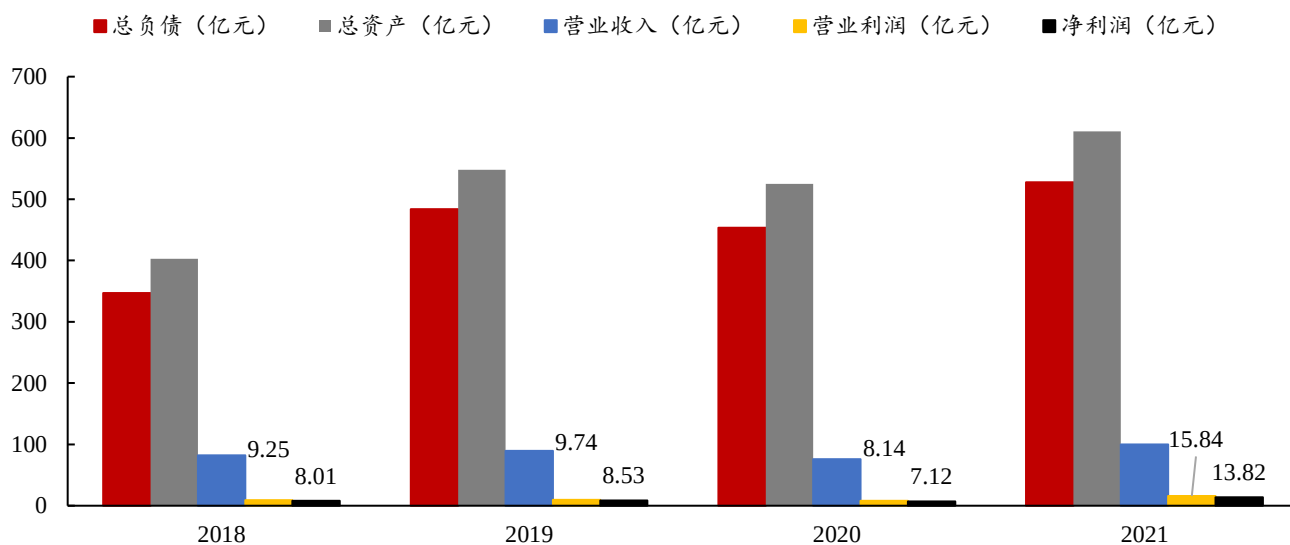
资料来源：马上消费金融跟踪评级报告，东亚前海证券研究所

4.4. 严守风险控制，杜绝系统性风险

马上消费金融各项指标均符合消费金融行业标准。截至 2021 年末，马上消费资本充足率为 13.97%，核心资本充足率为 13.05%，不良贷款率为 2.76%，贷款利率基本保持在 23%-24% 的年化利率，符合国家对于消费金融行业的监管要求。

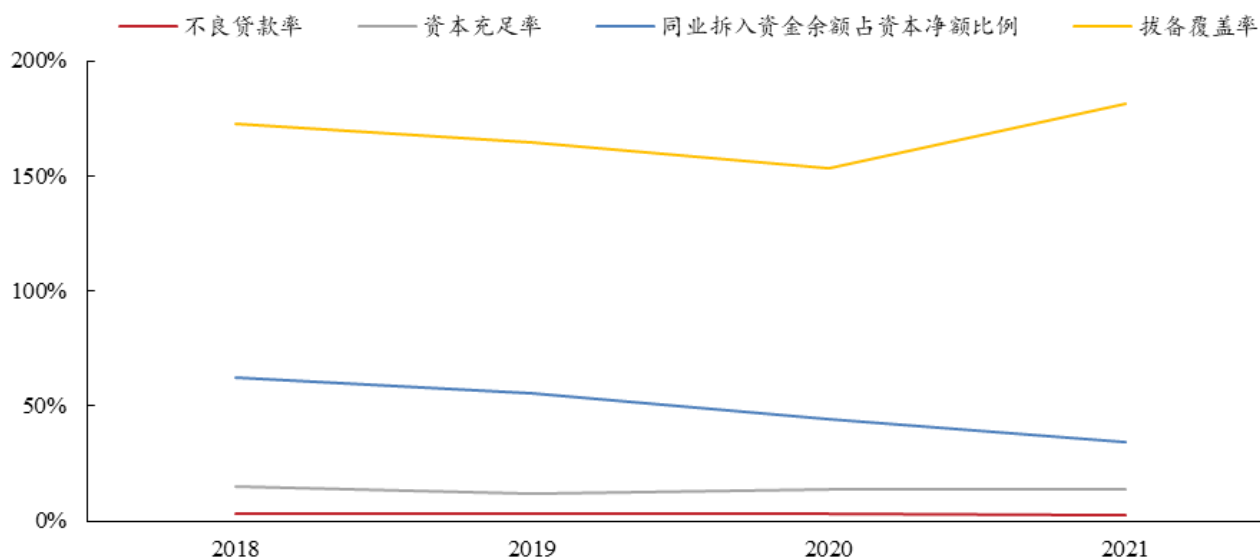
完善的风控是马上消金成功的基本因素。国家规定马上消费金融建立完善的风控系统及内部控制，规避系统性风险，在“稳增长、促消费”的主旋律中为提高消费者生活水平、支持经济增长出力，同时也做好事前防范、事中控制和事后检查等风险控制，更好地服务好居民个体。在快速发展、防范风险与企业发展中平衡。马上消费金融在 2021 年下半年开始试点根据历史数据以及征信信息优化风控策略，挑选较为优质的客户发放贷款，严控五级分类贷款，改善贷款资产质量。从 2019/2020/2021 年不良贷款率分别为 3.01%/2.89%/2.76%，下降幅度超过 8%，体现出良好的风控能力。

图表33. 马上消费金融各项财务指标逐年向好



资料来源：安逸花第二期个人消费贷款资产支持证券发行说明书，东亚前海证券研究所

图表34. 马上消费主要监管指标符合行业规定



资料来源：安逸花第二期个人消费贷款资产支持证券发行说明书，东亚前海证券研究所

图表35. 马上消费金融贷款利/内部收益率均符合国家规定

利率%	合同金额 (万元)	合同金额占 比 (%)	本金余额 (万元)	本金余额占 比 (%)	贷款笔数 (笔)	笔数占 比	平均每笔余 额 (元)
(17,18]	414.7	0.26%	359.52	0.24%	479	0.22%	7505.56
(19,20]	307.83	0.19%	305.43	0.21%	265	0.12%	11525.53
(20,21]	1.78	0.00%	1.78	0.00%	1	0.00%	17800
(21,22]	53.24	0.03%	52.46	0.04%	45	0.02%	11657.38
(22,23]	1282.4	0.79%	1268.68	0.86%	1181	0.55%	10742.43
(23,24]	160264.98	98.73%	145722.14	98.65%	214207	99.09%	6802.87
总计	162324.93	100%	147710	100%	216178	100%	6832.8

资料来源：安逸花第二期个人消费贷款资产支持证券发行说明书，东亚前海证券研究所

同时，马上消金在合同期限及单户贷款金额上也一直进行结构性改革。在 2021 年，单户贷款金额呈现纺锤型，1 万元以下与 2 万元以上的贷款金额占总贷款的 3/4，合同期限在 9-12 月的占比为 82.5%，呈逐年递增的趋势。结合具体的消费场景画像，我们可以推测大部分消费金融的借款人群为补充小额流动资金或购买数码产品。

获客成本仍存在提升空间。马上消金以金融科技为核心，运用互联网和大数据模式，结合消费场景，为消费者提供“一站式”金融服务。它的获客渠道主要来自于自主营销和场景获客合作，其中自主营销的贷款与场景获客的占比为 45:55。按照贡献比例的大小分类分别为腾讯、头条、百度搜索引擎、B 站、喜马拉雅、知乎、极光大数据、鹏元征信等，外部流量的引流为马上消费金融的主要获客方式。我们认为公司随着合作的深化，在获客成本上将会迎来拐点，降低费用率，显著提升盈利水平。

图表36. 单户贷款金额呈纺锤型

单户贷款金额（元）	2019	2020	2021
2000 以下	17.5%	13.5%	10.0%
2000-4000	17.3%	16.2%	13.0%
4000-6000	15.7%	15.3%	12.1%
6000-8000	12.0%	12.3%	10.0%
8000-10000	9.4%	10.1%	9.2%
10000-12000	6.6%	6.3%	6.4%
12000-14000	4.8%	4.6%	5.5%
14000-16000	3.7%	3.4%	4.6%
16000-18000	2.5%	2.7%	4.0%
18000-20000	2.2%	2.7%	3.9%
20000+	8.3%	12.9%	21.3%

资料来源：马上消费金融跟踪评级报告，东亚前海证券研究所

图表37. 合同期限以 9-12 个月为主

合同期限（月）	2019	2020	2021
(1, 3]	6.4%	5.5%	5.0%
(3, 6]	9.2%	8.2%	6.8%
(6, 9]	3.0%	2.5%	3.4%
(9, 12]	69.3%	80.0%	82.5%
(12, 18]	1.7%	1.0%	0.8%
18+	10.4%	2.8%	1.5%

资料来源：马上消费金融跟踪评级报告，东亚前海证券研究所

4.5. 强强联合，优势互补

马上消金与重庆百货主营零售业务具有优势互补效应。消费金融与消费场景相结合，依托人工智能、大数据、云计算等科技手段，持续推动个人消费贷款服务智能化。根据马上消金股权架构显示，重庆百货持股 31.06% 是其最大股东，并且持股比例保持稳定。重庆百货和马上消费金融两方深度合作，2018 年年初，马上消金与重庆百货联合推出线下消费、线上授信+支付的“马上钱包”循环额度产品。在重庆百货四大业态之一的重百电器品牌中，购买家电的客户若出现资金短缺的问题，申请即可获得“马上钱包”最高 5 万的授信额度，大大提高消费者于重百平台购物的意愿。

马上消金在数字化领域也与重庆百货进行合作，尤其是在智能零售领域，重庆百货的门店上线了马上消金的刷脸支付服务。从马上消金的业绩来看，其对重百的净利贡献程度呈上升趋势。在另一方面，重庆百货分享马上消金的成长红利。重庆百货在 2019 年发布《关于在马上消费金融股份有限

公司办理股东存款的关联交易公告》，公告称在马上消金办理股东存款，存款金额为 2 亿元，利率为 6.26%；在 2022 年，重庆百货在公告中表示决定在马上消金办理 2.5 亿元额度的股东存款，存款利率为 5.06%。可以看出，重百在马上消金办理的存款业务，其利率远超银行，有助于提升公司资金收益，分享消费金融行业发展红利。我们预期，重庆百货与马上消金将持续开展深度合作，对并重庆百货的净利润贡献程度将逐年上升，参股马上消金能够全方位带动重百自身主营业态的发展。

5. 盈利预测与投资建议

我们对重庆百货 2022-2024 年盈利预测作以下假设：

1) 预计公司 2022 年起将逐步摆脱新冠疫情对业绩的影响，尤其是百货与超市两大业态大概率迎来复苏。我们认为公司未来营业收入将大幅改善并迎来回暖期；同时归功于公司进一步促进数字化转型，我们预期未来费用端将出现改善。假设公司 2022-2024 年销售费用率分别为 13.49%/13.45%/13.44%，管理费用率分别为 4.94%/4.93%/4.91%，研发费用率分别为 0.17%/0.16%/0.16%，财务费用率分别为-0.01%/-0.02%/-0.08%。

2) 预计公司四大业态毛利率将进一步提升。伴随混改完成以及股权激励计划落地，我们预期管理团队焕新后更具活力，努力为公司创造价值，公司收入端将进入快车道。线上线下零售一体化进程顺利，各方位效率得到全面提升，改善盈利。假设 2022-2024 年百货业态毛利率分别为 68.84%/69.84%/70.34%；超市业态毛利率分别为 14.81%/15.11%/15.41%；电器业态毛利率分别为 24.49%/25.98%/27.28%；汽贸业态毛利率分别为 6.83%/7.73%/8.73%。

3) 我们预计马上消费金融股份有限公司盈利能力将进一步提升，为公司贡献持续现金流。

4) 重庆百货归属于商业百货行业，现选择可比公司包括王府井（600859.SH），天虹股份（002419.SZ）与百联股份（600827.SH）。从业态上来看：1) 王府井主营业务为商品零售和商业物业出租业务，主要业态为百货商场、购物中心、奥特莱斯与超市四大业态。销售模式以联营模式为主，以经销、自营以及租赁模式为辅；2) 天虹股份的主要业态为商业百货、超市及大卖场等。销售模式自营、联营、出租为主，同时也包括互联网销售

模式；3) 百联股份主营业务为连锁百货业务与连锁超市业务，主要业态包括商业百货、购物中心、连锁超市以及奥特莱斯。销售模式以联合供销、租赁模式与自营模式为主。

根据可比公司和我们的测算，我们预测公司 2022-2024 年归母净利润为 10.02/11.11/12.26 亿元，对应目标 EPS 2.47/2.73/3.02 元/股。基于 2022 年 8 月 19 日收盘价 22.7 元，对应 P/E 9.21/8.30/7.53，首次覆盖给与“推荐”评级。

6. 风险提示

商业百货行业复苏程度不及预期：根据经营网点个数统计，2021 年百货业态和超市业态的现有经营网店个数分别为 178 和 53，占现有门店数量的 58.55%和 17.43%，证明该两大业态为重庆百货的重要组成部分。如果受当地疫情反复，经营网点无法正常营业，则会对公司营收造成一定影响。

消费反弹不及预期：公司参股的马上消费金融公司与经济的景气度息息相关，如果消费潜力未能进一步释放，消费金融公司的营收将会放缓，可能对重庆百货的营收造成不利影响。

利润表 (百万元)

	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	21123.92	22793.37	23319.61	23883.14
%同比增速	0.22%	7.90%	2.31%	2.42%
营业成本	15672.69	17168.02	17520.41	17865.16
毛利	5451.23	5625.35	5799.20	6017.98
%营业收入	25.81%	24.68%	24.87%	25.20%
税金及附加	214.74	179.70	197.19	212.66
%营业收入	1.02%	0.79%	0.85%	0.89%
销售费用	3028.17	3075.19	3135.66	3210.75
%营业收入	14.34%	13.49%	13.45%	13.44%
管理费用	1100.44	1125.60	1149.79	1173.79
%营业收入	5.21%	4.94%	4.93%	4.91%
研发费用	37.84	37.92	37.99	38.07
%营业收入	0.18%	0.17%	0.16%	0.16%
财务费用	143.28	-1.54	-4.29	-19.87
%营业收入	0.68%	-0.01%	-0.02%	-0.08%
资产减值损失	-299.09	-354.33	-339.30	-330.77
信用减值损失	20.10	0.00	0.00	0.00
其他收益	16.45	63.51	60.57	45.36
投资收益	437.84	227.04	253.84	282.56
净敞口套期收益	0.00	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	7.35	0.00	0.00	0.00
资产处置收益	8.14	6.29	7.21	6.75
营业利润	1117.53	1151.00	1265.18	1406.49
%营业收入	5.29%	5.05%	5.43%	5.89%
营业外收支	14.11	-2.97	3.82	-0.96
利润总额	1131.64	1148.03	1268.99	1405.54
%营业收入	5.36%	5.04%	5.44%	5.89%
所得税费用	116.19	114.80	126.90	140.55
净利润	1015.45	1033.23	1142.09	1264.98
%营业收入	4.81%	4.53%	4.90%	5.30%
归属于母公司的净利润	979.90	1002.49	1111.24	1226.28
%同比增速	-6.68%	2.31%	10.85%	10.35%
少数股东损益	35.56	30.74	30.86	38.70
EPS (元/股)	2.45	2.47	2.73	3.02

基本指标

	2021A	2022E	2023E	2024E
EPS	2.45	2.47	2.73	3.02
BVPS	14.26	13.92	17.49	21.32
PE	10.62	9.21	8.30	7.53
PEG	—	3.99	0.77	0.73
PB	1.82	1.63	1.30	1.06
EV/EBITDA	5.30	7.07	6.32	5.19
ROE	17%	18%	16%	14%
ROIC	13%	11%	11%	10%

资产负债表 (百万元)

	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	3547	3861	3688	4913
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款及应收票据	234	118	319	162
存货	2543	2510	3606	2516
预付账款	629	733	803	716
其他流动资产	373	619	588	626
流动资产合计	7327	7841	9004	8933
长期股权投资	2579	2861	3147	3480
投资性房地产	993	1408	1930	2237
固定资产合计	2867	2752	2633	2490
无形资产	194	194	194	194
商誉	0	0	0	0
递延所得税资产	268	268	268	268
其他非流动资产	3469	3469	3468	3468
资产总计	17698	18793	20646	21071
短期借款	274	1274	474	474
应付票据及应付账款	3426	3815	4651	3540
预收账款	25	23	23	24
应付职工薪酬	685	755	771	786
应交税费	168	160	182	181
其他流动负债	3480	3236	3535	3459
流动负债合计	8058	9264	9636	8465
长期借款	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0
递延所得税负债	11	6	7	8
其他非流动负债	3712	3712	3712	3712
负债合计	11782	12983	13356	12186
归属于母公司的所有者权益	5797	5661	7109	8665
少数股东权益	119	150	181	220
股东权益	5916	5811	7290	8885
负债及股东权益	17698	18793	20646	21071

现金流量表 (百万元)

	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流净额	1114	1802	1246	1603
投资	412	-696	-809	-639
资本性支出	214	-29	-17	2
其他	1289	227	254	283
投资活动现金流净额	1915	-498	-572	-355
债权融资	-1407	-458	0	0
股权融资	0	0	0	0
银行贷款增加(减少)	515	1000	-800	0
筹资成本	-1516	-1540	-44	-24
其他	-795	8	-3	0
筹资活动现金流净额	-3203	-990	-847	-24
现金净流量	-174	314	-173	1225

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，东亚前海证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及东亚前海证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

倪华，北京大学金融学、香港中文大学经济学双硕士，武汉大学理学学士。2014年-2016年新财富，批发零售行业前四（团队成员）；2017年水晶球公募榜单，批发零售行业第二；2017年金翼奖，商业贸易行业第三；2019年金麒麟新锐分析师，零售行业第一。专注消费领域研究，发布多篇广为流传的深度报告。

投资评级说明

东亚前海证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐： 未来6—12个月，预计该行业指数表现强于同期市场基准指数。

中性： 未来6—12个月，预计该行业指数表现基本与同期市场基准指数持平。

回避： 未来6—12个月，预计该行业指数表现弱于同期市场基准指数。

市场基准指数为沪深300指数。

东亚前海证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐： 未来6—12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅在20%以上。该评级由分析师给出。

推荐： 未来6—12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅介于5%—20%。该评级由分析师给出。

中性： 未来6—12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数变动幅度介于-5%—5%。该评级由分析师给出。

回避： 未来6—12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数跌幅在5%以上。该评级由分析师给出。

市场基准指数为沪深300指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

免责声明

东亚前海证券有限责任公司经中国证券监督管理委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由东亚前海证券有限责任公司（以下简称东亚前海证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

东亚前海证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给东亚前海证券客户的，属于机密材料，只有东亚前海证券客户才能参考或使用，如接收人并非东亚前海证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。东亚前海证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

东亚前海证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。东亚前海证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是东亚前海证券在发表本报告当日的判断，东亚前海证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但东亚前海证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。东亚前海证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的东亚前海证券网站以外的地址或超级链接，东亚前海证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

东亚前海证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。东亚前海证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

除非另有说明，所有本报告的版权属于东亚前海证券。未经东亚前海证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为东亚前海证券的商标、服务标识及标记。

东亚前海证券版权所有并保留一切权利。

机构销售通讯录

地区	联系人	联系电话	邮箱
北京地区	林泽娜	15622207263	linzn716@easec.com.cn
上海地区	朱虹	15201727233	zhuh731@easec.com.cn
广深地区	刘海华	13710051355	liuhh717@easec.com.cn

联系我们

东亚前海证券有限责任公司 研究所

北京地区：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦A座二层

邮编：100086

上海地区：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号27楼

邮编：200120

广深地区：深圳市福田区中心四路1号嘉里建设广场第一座第23层

邮编：518046

公司网址：<http://www.easec.com.cn/>