



➤ **重庆百货：历经百年，坐拥两大中国驰名商标。**重庆百货成立于 1950 年 5 月 1 日，前身是 1920 年创建的宝元通，是重庆市解放后的第一家国营百货商店。公司目前以百货、超市、电器和汽贸业态为主，拥有“重庆百货”和“新世纪百货”两大中国驰名商标，和“商社电器”、“商社汽贸”等著名商业品牌。马消费金融作为投资标的不断为公司贡献利润。截至 2022 年上半年，公司共开设各类商场 294 个，其中百货/超市/电器/汽贸业态分别为 52/169/42/31 个，经营网点布局重庆、四川、贵州、湖北等地，四大业态的收入占比分别为 12.4%/35.1%/12.4%/36.2%。

➤ **混改注入新活力，股权结构改革提升决策效率。**2020 年公司控股股东重庆商社集团完成混改，变更后重庆市国资委持股 44.50%、天津物美持股 44.50%、步步高零售持股 9.89%。公司与物美集团、步步高的协同效应增强，在用户、商品、服务、技术等方面得到赋能。2022 年，公司开启反向吸收大股东的重组进程，完成后公司将直接由国资委、天津物美和步步高持股，股权结构优化后有利于决策效率的提升。

➤ **四大传统主业拓展新业态，实现降本增效，打造新零售矩阵。**1) 轻资产拓张计划，减少资金投入，增加收入来源：①百货：转型购物中心、线上线下结合。推进阳光世纪、巴南商都（商社汇）和宜宾商都 3 家购物中心转型。随着疫情防控放松，线下百货业态有望恢复，力争提高店效；此外，线上微商城销售同比增长 115%，线上占比 9%，同比增长 2.0pct。②超市：轻资产拓张+供应链优势，自有品牌快速发展。调改门店经营效果逐步显现，亏损门店扭亏减亏，盈利门店销售增速加快。26 家门店尝试众筹、自营承包等激励创新模式，开启轻资产运营模式。22H1 超市线上销售同比增长 6.8%，线上占比 10.8%，同比增长 0.3pct。③电器：下沉市场扩张+打通社区运营。将服务实现重庆区域全覆盖。围绕商户转型、创业和延伸服务开发加盟客户，22H1 激活乡镇通网点 227 个。22H1 线上销售同比增长 158%，线上占比 25.0%，同比增加 14.6 个百分点。④汽贸：二手车+新能源市场拓张，未来增量可期。加速新能源品牌转型，推进二手车展厅升级，关停亏损网店，22H1 新开新能源网点 6 个，关停 5 家亏损网点。截至 22H1，8 个新能源网点在建。2) 降本增效，人工成本、行政后台成本等节省，计划每年节省金额同比稳定提升。

➤ **马上消费金融：主业衍生金融业务快速发展，实现产融结合。**马上消费金融是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。截至 2023 年 3 月，国内共有 30 家持牌消费金融机构。作为行业内的稀缺标的，与重百在电器、刷脸支付等方面具有协同效应。公司经过三轮增资后，持股马消费金融 31.06% 的股权，共计出资 12.42 亿元。2017-2022 年马消费金融分别实现净利润 8.01/8.53/7.12/15.84 亿元，21 年公司净利润比例为 42.3%，对公司净利润影响较大。22 年消费复苏不及预期，但马上消费金融的不良贷款率较年初有所降低，截至 9 月末，不良贷款率为 2.30%，相较年初降低 0.46pct。

➤ **投资建议：**公司的四大主业与线下消费景气度高度相关，随着防疫措施的放松、消费信心的逐渐修复，以及公司自身对各大业务进行的改革和股权与管理的改革，我们认为公司的收入和利润有望迎来高弹性恢复。我们预计 2022-2024 年公司实现归母净利润 9.39/11.11/12.68 亿元，分别同比变化-4.2%/18.4%/14.1%，对应 PE 为 12/10/9X，公司 20-21 年分红率分别为 142.73%/153.23%，高分红率下估值较低。首次覆盖，给予“推荐”评级。

➤ **风险提示：**消费恢复不及预期，拓张计划不及预期，马上金融经营风险。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	21124	19287	20584	21850
增长率 (%)	0.2	-8.7	6.7	6.1
归属母公司股东净利润 (百万元)	980	939	1111	1268
增长率 (%)	-6.7	-4.2	18.4	14.1
每股收益 (元)	2.41	2.31	2.73	3.12
PE	11	12	10	9
PB	1.9	2.1	1.8	1.6

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2023 年 3 月 31 日收盘价）

推荐

当前价格：

首次评级

27.12 元



分析师 刘文正

执业证书：S0100521100009

电话：13122831967

邮箱：liuwenzheng@mszq.com

研究助理 刘彦菁

执业证书：S0100122070036

电话：19521499976

邮箱：liuyanjing@mszq.com

目录

1 重庆百货：历经百年，坐拥两大中国驰名商标	3
1.1 基本概况：多业态互动优势，成长为西部地区多业态零售服务龙头	3
1.2 业务结构：超市和汽贸贡献主营业务超七成，总体毛利率维持稳定	7
2 四大传统主业+马上消费金融服务，构建完善的零售业务矩阵	10
2.1 百货业务：转型+疫后消费复苏，收入贡献有望恢复	10
2.2 超市业务：轻资产扩张计划，形成差异化优势	14
2.3 电器业务：区域龙头，市占率不断提升	17
2.4 汽贸业务：二手车+新能源市场拓张，未来增量可期	21
2.5 马上消费金融：手握稀缺牌照，增强与重百协同效应	24
3 盈利预测与投资建议	29
3.1 盈利预测与收入拆分	29
3.2 估值分析	30
3.3 投资建议	31
4 风险提示	32
插图目录	34
表格目录	35

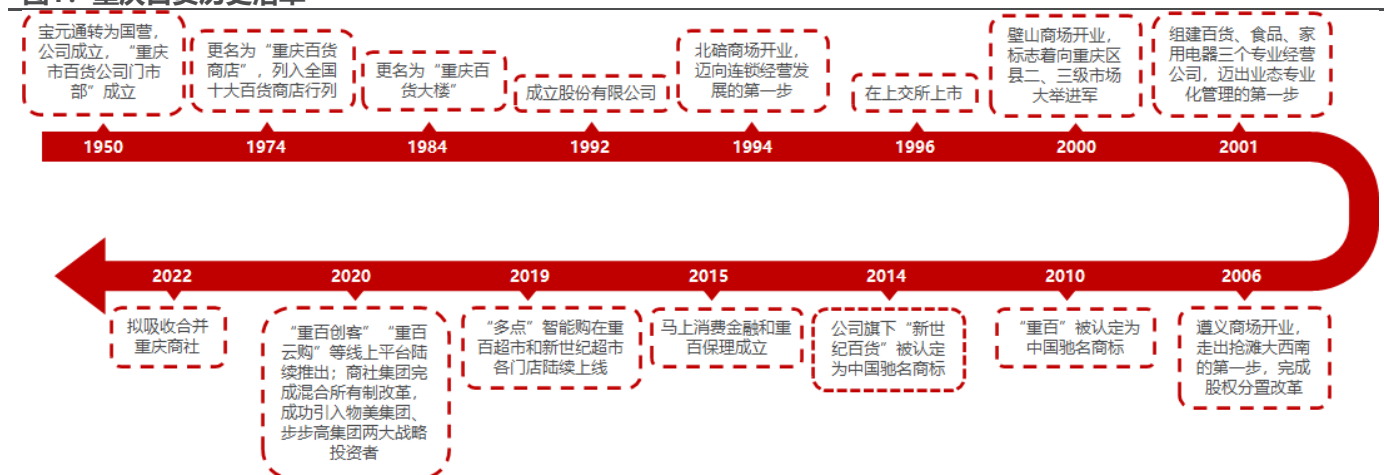
1 重庆百货：历经百年，坐拥两大中国驰名商标

1.1 基本概况：多业态互动优势，成长为西部地区多业态

零售服务龙头

历经百年，逐步成长为西部地区多业态零售服务龙头。重庆百货成立于1950年5月1日，前身是1920年创建的宝元通，是重庆市解放后的第一家国营百货商店。1984年更名为“重庆百货大楼”，1992年成立股份有限公司，并于1996年在上海证券交易所上市。2001年公司组建百货、食品、家用电器三个专业经营公司，迈出业态专业化管理的第一步。2010年“重百”、2014年“新世纪百货”被认定为中国驰名商标。2020年“重百创客”“重百云购”等线上平台陆续推出，商社集团完成混合所有制改革，成功引入物美集团、步步高集团两大战略投资者。2022年拟吸收合并重庆商社。

图1：重庆百货历史沿革



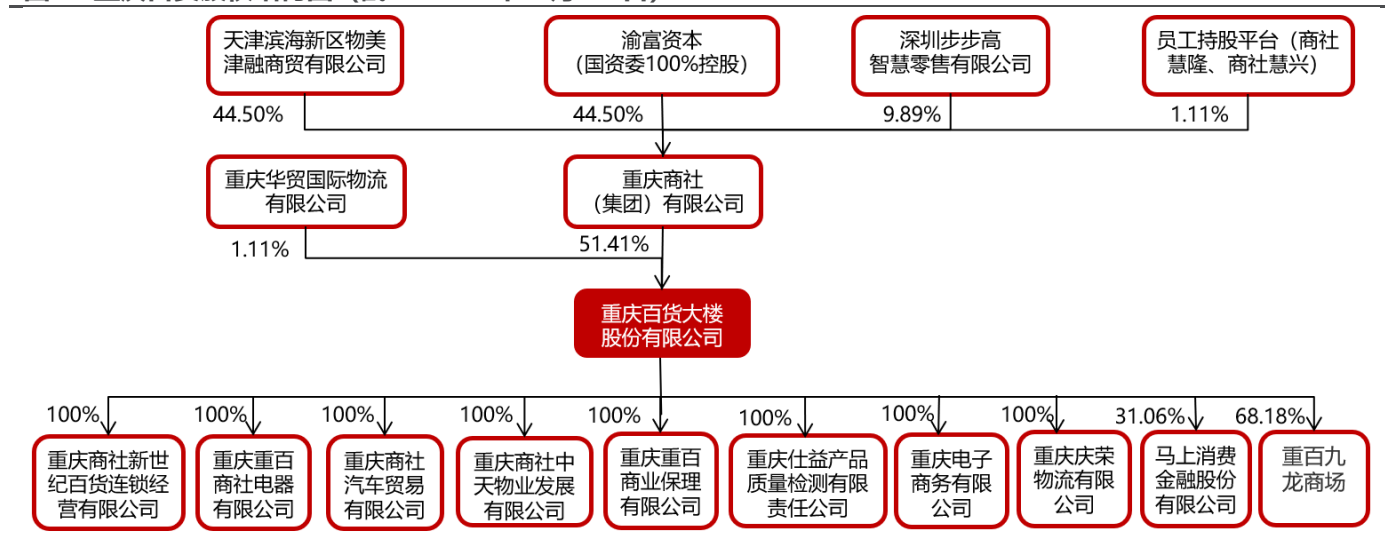
资料来源：招股书，公司公告，中国百货商业协会 CCAGM 公众号，民生证券研究院

混改后与物美集团、步步高的协同效应增强，在用户、商品、服务、技术等方面赋能。2020年4月，重庆商社混改完成，完成增资引入天津物美和步步高零售的工商变更登记，变更后，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。截至2022年6月30日，重庆商社主要股东主要为天津物美、重庆国资委及深圳步步高，分别以44.50%、44.50%及9.89%持股。

步步高集团成立于1995年3月，是湖南省、广西省零售连锁龙头企业。旗下拥有上市公司步步高及“步步高”、“南城百货”等连锁品牌。截至2022H1，公司已分布湖南、广西、江西、四川地区，共经营百货门店45家，超市门店322家，2021年销售额134多亿元。2018年腾讯、京东逾16亿元入股步步高，建立长期战略合作伙伴关系。

物美集团是中国最大、发展最早的现代流通企业之一。旗下拥有“物美”、“美廉美”、“百安居”、“新华百货”等知名品牌，各业态门店数量 1000 多家，遍布华北、华东、西北等区域，年销售额超过 500 亿元。

图2：重庆百货股权结构图（截至 2022 年 9 月 30 日）



资料来源：公司公告，民生证券研究院

重庆商社集团是西部地区最大的商贸流通集团，逐步实现零售主业整体上市。

公司实控人重庆商社成立于 1996 年，形成了以零售、批发为主营业务，百货、超市、电器、汽贸、化工、进出口贸易和商业地产等多业态发展的经营格局，是西部地区最大的商贸流通集团。控股子公司为重庆百货。2004 年与重庆百货实现市场化重组，成为重庆百货最大股东。2010 年旗下新世纪百货、商社电器注入重庆百货，2016 年旗下商社汽贸等五家全资子公司注入重庆百货，实现零售主业整体上市。2022 年拟被重庆百货以发行股份的方式吸收合并，之后其法人资格将被注销。渝富资本、物美津融、深圳步步高、商社慧隆、商社慧兴将成为公司股东。其中商社慧隆和商社慧兴为重庆商社的员工持股平台，持股比例分别为 0.383%、0.730%。

图3：重庆商社集团历史沿革



资料来源：公司年报，公司公告，中国百货商业协会 CCAGM 公众号，民生证券研究院

混改后新管理者赋能公司，管理效率进一步提高。公司完成混改后，管理层进行了重新选举。三大股东均有核心领导在公司管理层任职，张文中、张潞阁来自天津物美，杨雨松、田善斌来自渝富集团，王填来自步步高集团。目前领导团队具备零售、投资、金融科技等多行业的工作经验，进一步提升公司的决策效率，

为公司注入新动能。

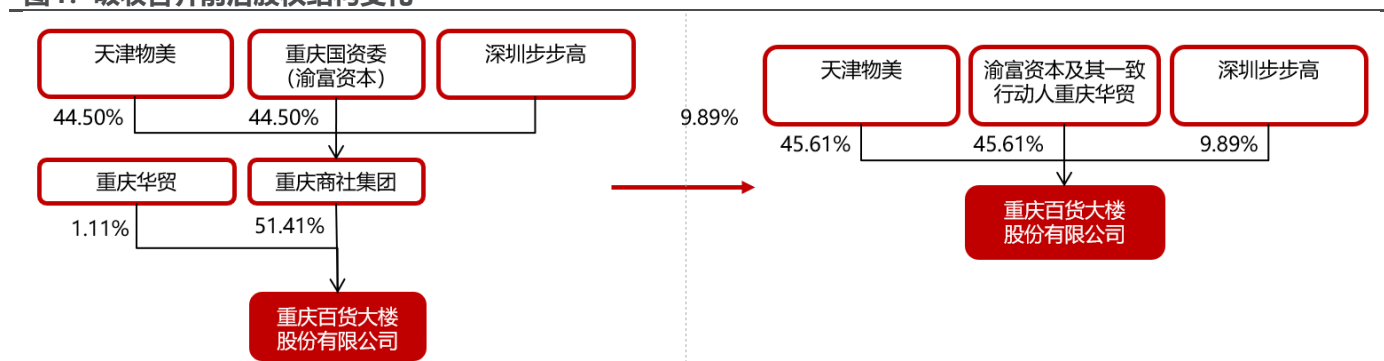
表1：公司管理层梳理

姓名	职位	简介
张文中	董事长&董事	博士，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。物美集团是我国最大的现代流通企业之一，引领中国零售产业快速发展和技术创新。多点 DMALL 是国内领先的生鲜快消品数字零售电商平台，以全面数字化、线上线下一体化推进实体经济转型升级。现任重庆商社（集团）有限公司董事长，重庆百货大楼股份有限公司董事长、董事会战略规划委员会主任委员、提名与薪酬考核委员会委员。
张璐闽	董事	1995 年 6 月毕业于天津南开大学会计学系审计学专业，获学士学位；2002 年 6 月毕业于美国西北大学凯洛格商学院，获工商管理硕士学位。1995 年 7 月至 2005 年 4 月，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、渣打银行等机构。2005 年 5 月加入德意志银行战略投资部，直至 2016 年 7 月，历任经理、副总裁、董事、中国区负责人等职。2016 年 10 月加入物美科技集团，现任物美科技集团首席投资官、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、董事会审计委员会委员。
杨雨松	董事	大专学历，管理学硕士学位，高级经济师。曾任华夏证券有限公司重庆分公司投资银行部副经理、重庆临江路营业部副总经理、贵阳合群路营业部总经理，重庆港九股份有限公司财务部副经理，重庆渝富资产经营管理集团有限公司投资部经理助理，重庆渝富资产经营管理集团有限公司投资管理部部长，重庆渝富资产经营管理集团有限公司党委委员、职工董事、副总经理。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（集团）有限公司董事，重庆百货大楼股份有限公司董事、董事会提名与薪酬考核委员会委员。
田善斌	董事	工学学士，经济师，工程师。曾任贵州省赤水市电力公司规划设计室主任、贵州遵义中水水电开发有限公司计划发展部生产建设部主任、中电投四川电力有限公司监察审计部副主任、中电投四川电力有限公司计划发展部前期项目管理部主任、重庆渝富资产经营管理集团产业事业部副部长。现任重庆渝富控股集团有限公司投资运营事业部总经理、渝富投资公司执行董事、投资公司和香港公司党总支书记、渝富香港公司执行董事、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。
王填	董事	清华大学五道口金融学院 EMBA。曾任湘潭市南北特产食品总公司业务科长。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、董事会战略规划委员会委员。第十届、第十一届、第十二届、第十三届全国人大代表、全国工商联第十二届执行委员会常委、中国光彩事业促进会副会长。
赵国庆	副董事长&董事	博士研究生。曾任兴安证券职员，北京国华置业有限公司（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（CEO），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。
乔红兵	副总经理	大学本科。曾任北京多灵多冷冻方便食品有限公司副总经理，物美集团副总裁兼多点科技合伙人兼 CIO。现任重庆百货大楼股份有限公司副总经理、超市事业部总经理。
王欢	副总经理	曾任重庆新世纪百货公司食品部副经理、经理，重庆新世纪百货公司百货分公司经理，新世纪百货连锁凯瑞商都副总经理、总经理，新世纪百货连锁阳光世纪购物中心总经理 现任重庆百货大楼股份有限公司副总经理、百货事业部总经理、党委书记。
王金录	财务总监	大专，会计师。2010-2012 年清华大学 CIMS 中心卓越高级财务总监专业结业。中国企业财务管理协会创始会员。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，银川新华百货商业集团股份有限公司财务总监，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（财务负责人），重庆重百商业保理有限公司董事长。
陈果	董事会秘书	研究生，经济师，现任重庆百货大楼股份有限公司董事会秘书，重庆百货大楼股份有限公司行政总监，重庆百货大楼股份有限公司公共事务部（董事办）总经理。
何谦	总经理&法定代表人&董事	博士研究生，企业经济学博士，教授。曾任重庆大学校办秘书科副科长、校办主任助理。现任重庆商社（集团）有限公司党委书记，重庆百货大楼股份有限公司董事、董事会战略规划委员会委员，重庆百货大楼股份有限公司总经理。

资料来源：公司年报，民生证券研究院

开启吸收实控人重组计划，有助于内部资源优化配置和降本增效。本次吸收合并完成后，上市公司股权层级将得以精简优化，渝富资本、物美津融、深圳步步高、商社慧隆和商社慧兴将由间接通过重庆商社持有上市公司股份变为直接持有上市公司股份，并通过参加股东大会行使表决权参与重大决策，上市公司决策效率将得以提升，该安排有助于维护广大投资者的根本利益。随着混改的深化，重庆百货将结合业务等发展情况进一步优化管理结构，提高运营效率，实现内部资源优化配置并降本增效，以应对激烈的外部市场竞争。

图4：吸收合并前后股权结构变化



资料来源：公司公告，民生证券研究院

发布激励计划，促进公司业绩平稳快速提升。此次激励计划授予的激励对象合计 51 人，主要包括公司高管和核心骨干。激励计划考核期限为 2022 年至 2024 年，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。

表2：激励对象获授的限制性股票分配情况

姓名	职位	获授的限制性股票数量 (万股)	占拟授予股票总量的比例	占本激励计划公告日总股本的比例
何 谦	董事、总经理	24	5.18%	0.06%
王 欢	副总经理	18	3.89%	0.04%
乔红兵	副总经理	18	3.89%	0.04%
王金录	财务总监	14	3.02%	0.03%
陈 果	董事会秘书	16	3.46%	0.04%
高级管理人员 (5 人) 小计		90	19.44%	0.22%
其他核心骨干 (46 人) 小计		373	80.56%	0.92%
合计		463	100.00%	1.14%

资料来源：wind，民生证券研究院

表3：各考核期间业绩考核目标

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：wind，民生证券研究院

激励计划产生的激励成本将在管理费用中列支，假设本激励计划授予的限制性股票的授予日为 2022 年 7 月，对各期会计成本的影响：

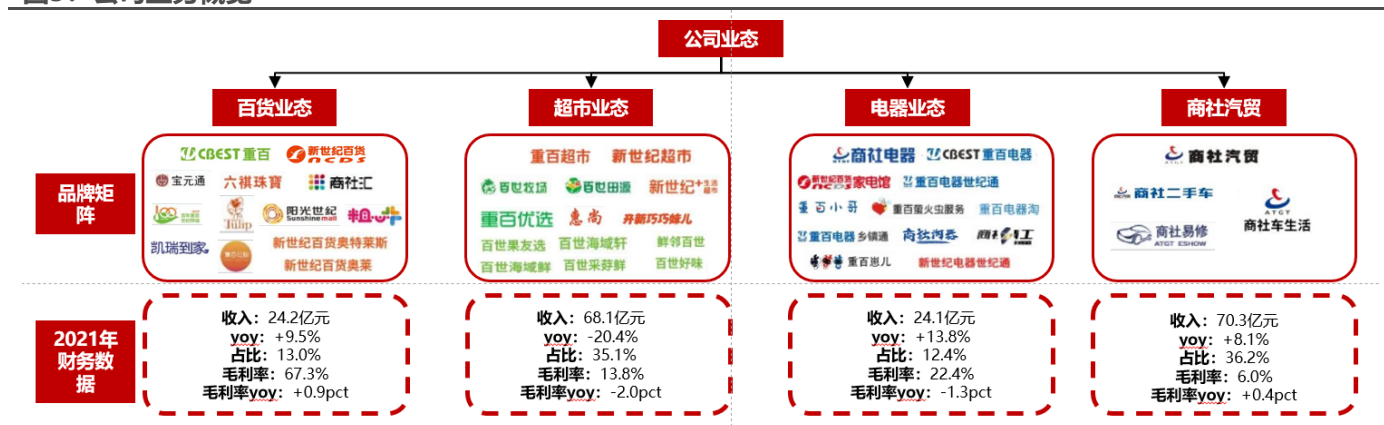
表4：限制性股票授予对各期会计成本影响

授予的限制性股票数量 (万股)	需摊销的总费用 (万元)	2022 年 (万元)	2023 年 (万元)	2024 年 (万元)	2025 年 (万元)
463	5099	1657	2294	892	255

资料来源：wind，民生证券研究院

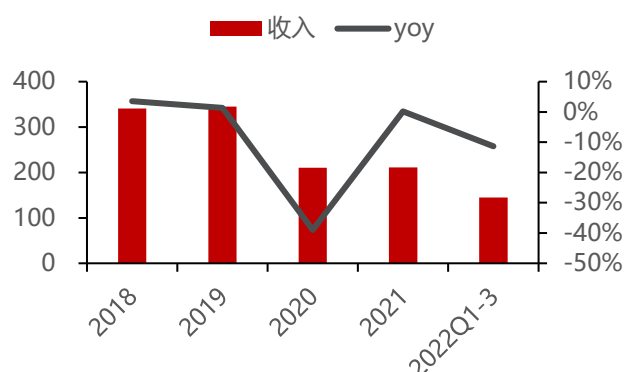
1.2 业务结构：超市和汽贸贡献主营业务超七成，总体毛利率维持稳定

百货、超市、电器和汽贸业务形成多业态互动优势，坐拥两大中国驰名商标。公司主要从事百货、超市、电器和汽贸业务，拥有“重庆百货”和“新世纪百货”两大中国驰名商标，和“商社电器”、“商社汽贸”等著名商业品牌。截至 2022 年上半年，公司共开设各类商场（门店）294 个，其中百货业态 52 个，超市业态 169 个，电器业态 42 个，汽贸业态 31 个，经营网点布局重庆、四川、贵州、湖北等地，是跨区域多业态的综合零售商。

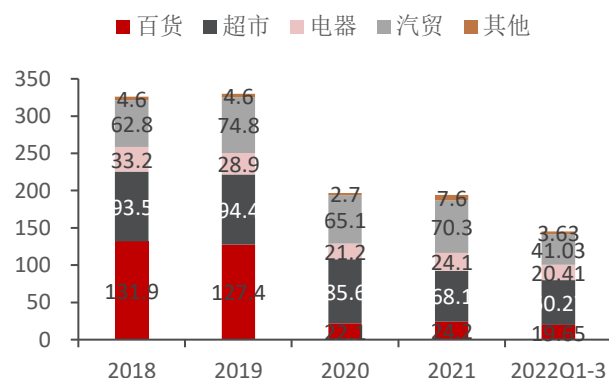
图5：公司业务概览


资料来源：公司年报，公司官网，民生证券研究院

百货业务受疫情影响较大，超市和汽贸贡献主营业务超七成。2018-2022Q1-3 公司实现营收 340.8/345.4/210.8/211.2/145.0 亿元，2019-2022Q1-3 同比变化+3.6%/+1.3%/-39.0%/+0.2%/-11.4%。2020 年公司营收大幅下滑主要系①执行新收入准则，采用净额法确认联营收入，收入大幅下降；②新冠疫情导致百货、电器和汽贸业态各门店销售下滑。2021 年公司营收回暖，同比略增 0.2%，主要由于①疫情影响导致 2020 年收入基数小；②百货、电器、汽贸业态营收增加，超市营收同比减少。2022 年 Q1-3 营收同比下滑主要为重庆地区 3 月份起疫情反弹并持续，非民生品类需求收紧，到店客流减少。分业务看，2019 年百货占比达 38.6%，2020 年开始受到疫情冲击较大，超市和汽贸贡献营收占比增大，截至 2021 年超市和汽贸占主营业务收入的比例为 35.1%/36.2%。

图6：收入及同比增速（亿元）


资料来源：公司年报，民生证券研究院

图7：分业务收入（亿元）


资料来源：公司财报，民生证券研究院

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，仍占据区域绝对优势地位。公司超市业态所拥有的数量最多，其次是百货业态。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，超市业态的门店数量将进一步提升。

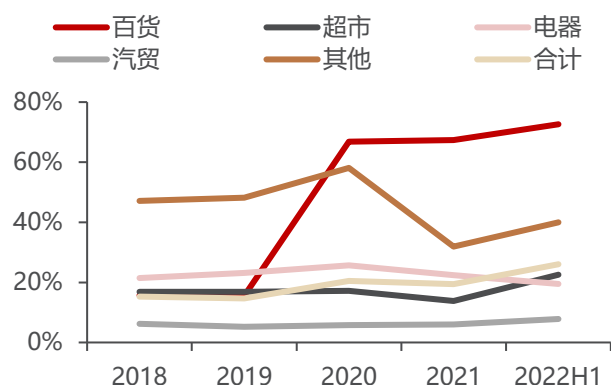
表5：重庆百货四大业态门店数

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022Q3
总门店数量	228	238	238	261	311	310	308	309	304	294
百货业态（家）	53	54	55	53	55	55	55	54	53	52
超市业态（家）	148	153	150	150	181	177	175	179	178	165
电器业态（家）	27	31	33	30	47	48	46	45	44	41
汽贸业态（家）				28	28	30	32	31	29	36

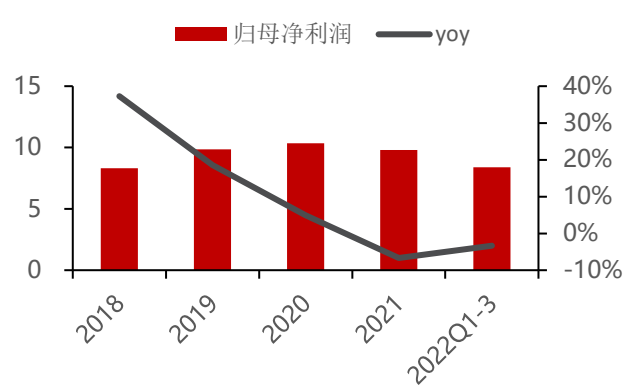
资料来源：公司公告，民生证券研究院

新收入准则使得毛利率上升，2022Q1-3 净利润增速下降至-3.4%。2018-

2022Q1-3 公司实现毛利率 15.2%/14.7%/20.5%/19.4%。2020 年毛利率增加主要是净额法新收入准则导致成本同比大幅下降，公司总体毛利率维持稳定。归母净利润方面，2018-2022Q1-3 实现归母净利润 8.3/9.9/10.3/9.8/8.4 亿元，2019-2022Q1-3 同比变化+37.3%/+18.6%/+4.9%/-6.7%/-3.4%。从 2018 年起净利润同比增速逐年下滑，2022Q1-3 下降至-3.4%。

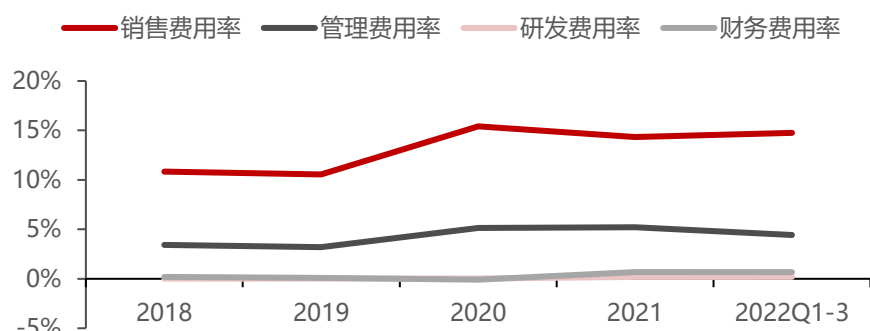
图8：各业务毛利率


资料来源：公司财报，民生证券研究院

图9：归母净利润及同比增速（亿元）


资料来源：公司年报，民生证券研究院

销售费用率稳步提升，财务费用受新准则影响显著提升。2020 年公司销售和管理费用率显著增加，主要由于营业收入大幅下降，而销售费用由于人员薪酬、促销费用和水电气费用的下降同比减少 10.9%，管理费用由于管理人员薪酬下降同比减少 1.7%。2021 年公司研发费用率大幅增加，主要由于公司下属电商公司投入相关信息技术研发费用增加。同时财务费用率大幅增加，主要是公司执行新租赁准则，租赁负债的利息费用增加导致。

图10：总体费用率情况


资料来源：公司年报，民生证券研究院

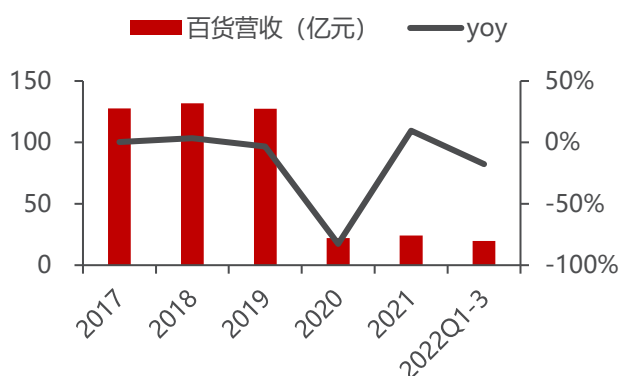
2 四大传统主业+马上消费金融服务，构建完善的零售业务矩阵

2.1 百货业务：转型+疫后消费复苏，收入贡献有望恢复

2.1.1 基本情况：以“重庆百货”和“新世纪百货”为主，区域内仍有较大空间

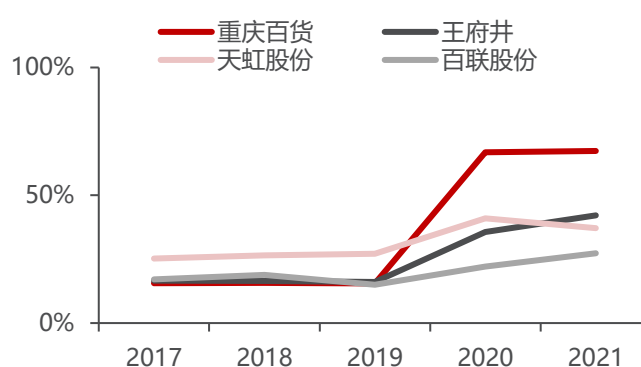
公司百货事业部组建于 2012 年，持续推进“高级进口化妆品、战略品牌、非购物类”三大平台建设。目前开设了综合卖场 54 家，经营面积超过 110 万平方米。从业人员逾 5 万人，会员人数逾 600 万。主要经营模式为：经销、代销、联营和租赁等，其中经销与联营占比最高。经营品牌包括战略品牌、自营品牌和包销定制。2020 年会计政策调整，对公司联营模式下的收入采用净额法确认，百货业务营收规模降至 22.09 亿元，业务毛利率也因此大幅上升至 66.79%。截至 2022 上半年，战略品牌销售额 30.6 亿元，占比 49.2%，占比提升 1.2pct；自营品牌销售额 17.8 亿元，占比 28.7%，占比提升 1.3pct；包销定制销售额 0.1 亿元。线上方面，百货以会员为中心，微商城“重百云购”为载体，依托企微“重百小助手”小程序应用工具，不断扩展云购商城、云购直播、私域社群等渠道。截至 2022 上半年，微商城销售额同比增长 115.0%，线上占比 3.3%，同比增长 2.0pct。

图11：百货收入及增速



资料来源：wind，民生证券研究院

图12：可比公司毛利率对比



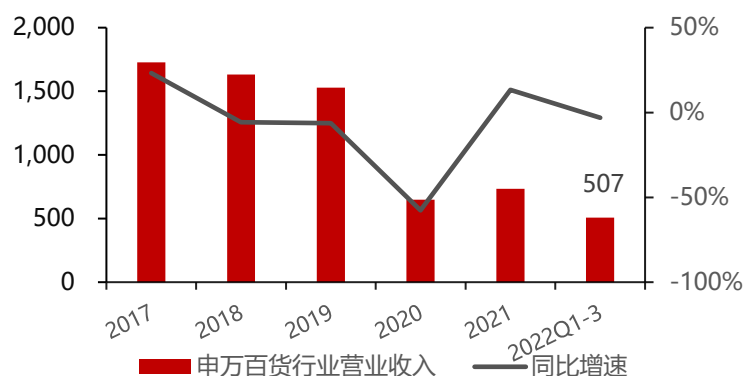
资料来源：wind，民生证券研究院

疫情影响仍震荡，行业存在较大恢复空间。百货行业整体营收规模受疫情影响大幅缩水，2020年行业规模647亿元/yoy-57.66%，2022Q1-3百货行业累计营收总额506.96亿元/yoy-3.05%，行业平均营收21.13亿元，2020年/2021年/2022年Q1-3毛利率分别为39.85%/42.25%/39.43%，较2017-2019年有显著提升，并保持稳定。

公司百货业态距恢复至行业内优势地位仍有一定距离。2020/2021年公司百货业态营收分别为22.1亿元/24.2亿元，营收同比增速分别为-82.7%/9.5%，均

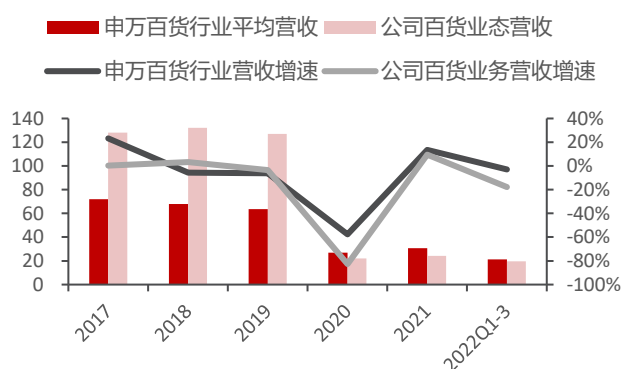
低于行业平均水平。受新收入准则执行影响，采取净额法确认联营收入，公司收入及成本同比大幅下降，公司百货业务毛利率自2020年起超越行业综合水平，稳定维持高位。

图13：申万百货行业营收（亿元）及同比增速



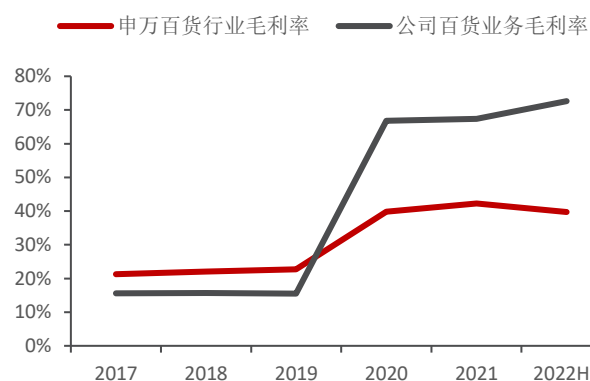
资料来源：wind，民生证券研究院

图14：行业平均营收与公司百货营收（单位：亿元）



资料来源：iFinD，民生证券研究院

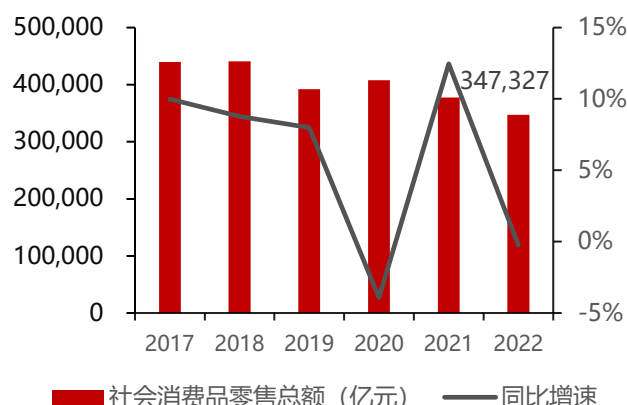
图15：申万百货行业及公司毛利率对比



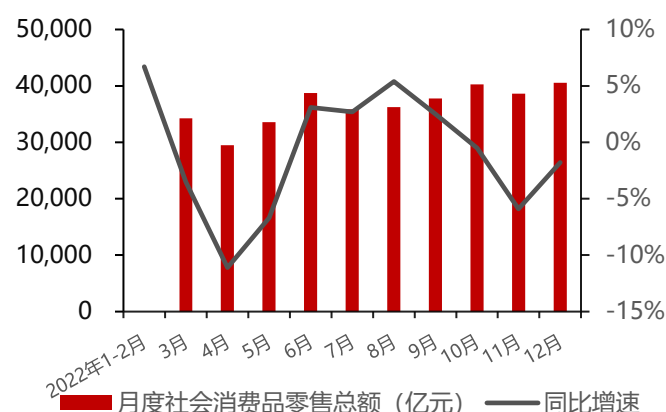
资料来源：iFinD，民生证券研究院

2.1.2 行业前景：行业挑战与机遇并存，高端百货有望快速发展

疫情开放产生时滞影响，需求恢复不足，消费持续疲软。2022 年全年社会消费品零售总额 347327 亿元，较上年下滑 0.25%，复合增长率 4.83%。月度数据显示，社会消费品零售增幅呈现先高后低形态，2022 年 1-4 月，深、沪、渝等多市先后出现大规模新冠疫情，触发封城防控手段，经济生活受极大负面影响并辐射全国，社会消费品零售总额增速大幅下降。2022 年下半年，全国疫情缓解，消费有所恢复，6 月、7 月、8 月、9 月同比增幅分别为 3.1%/2.7%/5.4%/2.5%。2022 年 12 月，政府发布新冠疫情“新十条”防控优化措施，行程码服务全面下线，社会面感染迅速扩张，疫情不确定性因素增加，百货业到店客流量受限，零售消费市场整体承受较大压力。

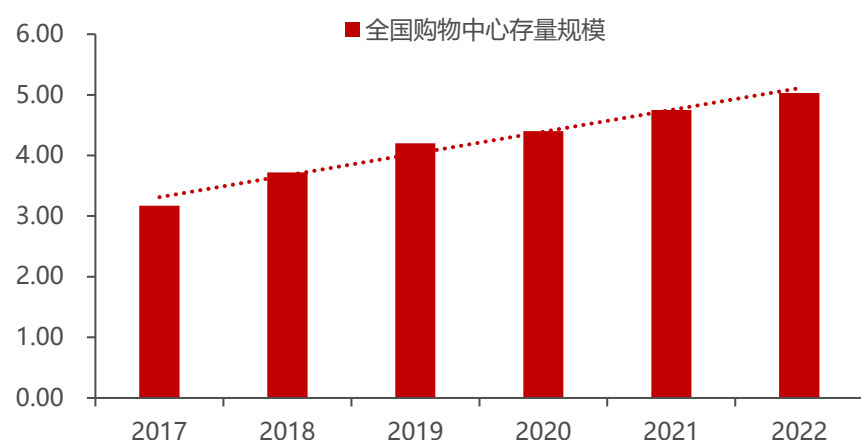
图16：社会消费品零售总额（亿元）及同比增速


资料来源：iFinD，民生证券研究院

图17：月度社会消费品零售总额（亿元）及同比增速


资料来源：iFinD，民生证券研究院

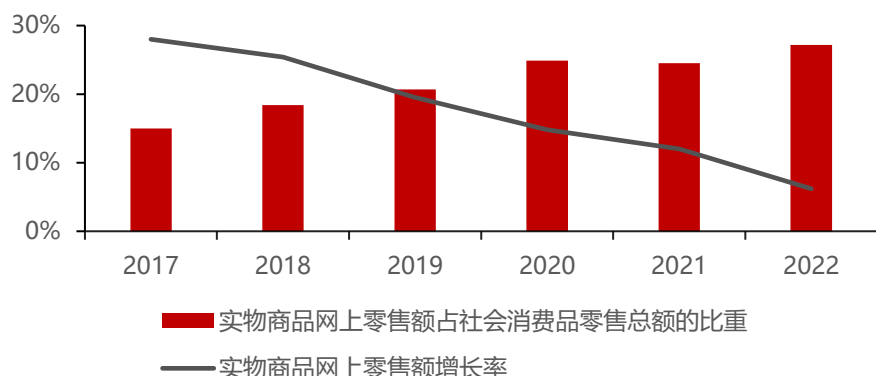
行业结构性问题突出，供给过剩导致存量内卷。2017-2022年，全国购物中心存量稳定增长。2022年，全国开业购物中心366个，其中新增商业体超300个，全国购物中心数量存量达到5685个，存量规模增长为5.03亿平方米，新增开业项目集中于国内东南部地区，其中西南区2022年开业项目共计48个，占比13%，重庆地区共有13个开业项目。

图18：全国购物中心存量规模增长情况（亿平方米）


资料来源：赢商网，民生证券研究院

挑战与机遇共存，线上零售增速放缓，线下商业迎来份额平衡契机。2017-2022年，实物商品网上零售额占社零总额比重持续增长，侵蚀线下零售生存空间，但随线上零售监管环境日益收紧，电商垄断乱象不断规范整治，线上零售额增速出现明显下降，线下实体价格竞争劣势渐弱，为线下业态提高份额留下空间。

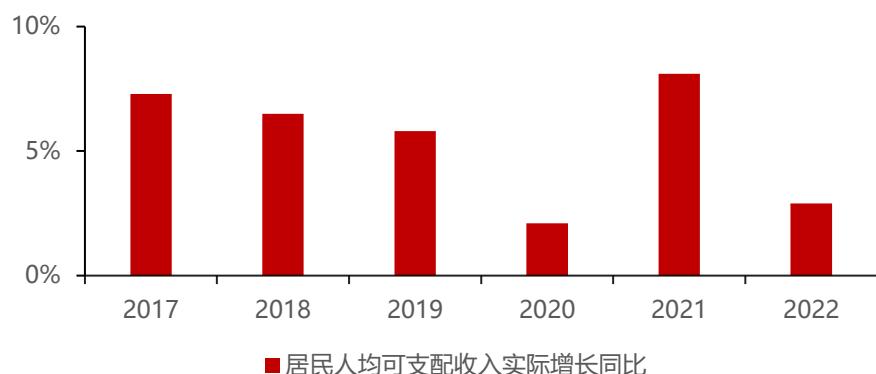
图19：实物商品网上零售总额增速及其占社零总额比重



资料来源：iFinD，民生证券研究院

消费升级需求持续释放，利好高端百货商场消费。2020 年受疫情冲击后，居民人均可支配收入实际增速明显放缓，但长期来看，中国居民人群可支配收入持续保持正增长态势，收入增加则与消费升级密切相关。消费升级具体表现在消费结构优化、消费体验提升两方面，一方面推动品质类商品消费需求持续释放，另一方面对实际消费体验提出更高要求。百货行业通过精选品牌组合、精准洞察各级/各区域消费者调性、创新服务内容、打造差异化定位，为消费者提供高端个性化服务，将与消费升级趋势相契合，利好百货行业业绩增长。

图20：居民人均可支配收入实际增长



资料来源：iFinD，民生证券研究院

2.1.3 未来看点：转型购物中心、线上线下结合，打造新百货业态

数字化转型战略赋能百货行业精准运营，实现降本增效。数字科技应用日益成熟，数字解决方案逐步丰富，百货企业积极引入多种数字工具，建设规范数据体系，实现精益化运营与商户赋能，科学组合管理租户业态，动态调配店铺，打破传统收租模式限制，追求资产价值最大化。

品牌结构重构与优化。实施拓展性品牌与定位性品牌“双引新”战略，搭建战略品牌、高端化妆品类、非购物类三个平台，加强资源整合与品牌焕新，统筹推进国际化妆品统一招商和部分自营。2022 年上半年，战略品牌销售 30.63 亿元，占比 49.24%，占比提升 1.23 个百分点。自营品牌销售 17.82 亿元，占比 28.65%，占比提升 1.31 个百分点。

收购巴南购物中心，解决潜在同业竞争。由于业务重叠，2022 年 9 月 15 日，重庆百货正式公告以 54980.20 万元新进收购商社汇巴南购物中心，为打造阳光世纪购物中心、商社汇巴南购物中心、宜宾商都等购物中心集群，巩固区域市场竞争优势，进一步提高市占率提供支持。

有机结合现代百货与购物中心业态，推进区域百货场店差异化经营。突出商场、商品差异化，降低同区域品牌重叠率，提升消费体验；加快存量场店转型升级，打造国内首家百货生活美学院，开设舞蹈中心、美容中心等，强化时尚百货定位。

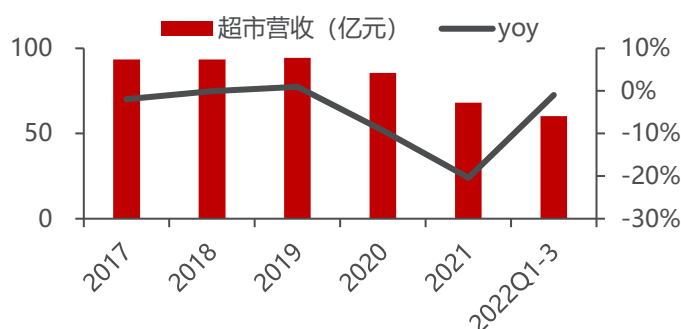
线上线下融合营销，打造全渠道数字生态。搭建“重百云购总部微商城+重百云购总部直播”两大线上统一运营平台，场店联动，扩大公司市场影响力；与淘宝直播合作，“618”活动期间销售额达 1.75 亿元；建立全渠道会员管理系统，实现会员管理数字化。

2.2 超市业务：轻资产扩张计划，形成差异化优势

2.2.1 基本情况：超市行业及公司超市业务现状，可选消费的韧性相对足

超市事业部成立于 2012 年，拥有“重百超市”和“新世纪百货”两大品牌。超市业态为公司四大板块中门店数量最高的板块，2022Q3 门店数达 165 个。产品包含生鲜基地直采、杂百直供和自有品牌。2022H1 生鲜基地直采销售额 2.6 亿元/yoy+9.5%，占比 19.1%/提升 1.2pct；杂百直供商品销售额 12.0 亿元/yoy+3.6%，占比 51.3%/提升 0.2pct；自营商品中生鲜自营商品销售额增长 16.6%，杂百自营增长 271%。线上方面，重百、新世纪超市从 2019 年 1 月起上线多点智能购业务和 O2O 到家业务，2022 年 12 月公司百货、超市、电器、汽贸全面上线多点 APP，实现重百会员统一运营平台搭建。截至 2022 上半年，会员总数 1288 万，会员销售占比 56%，会员交易用户数增长 14.1%；线上销售额同比增长 6.8%，线上占比 10.8%，同比增长 0.3pct。

图21：重庆百货超市收入及增速



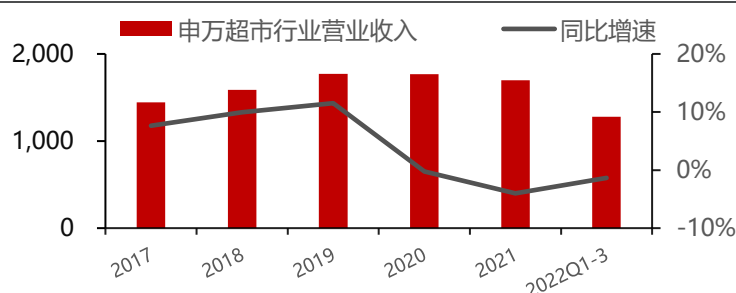
资料来源：wind，民生证券研究院

疫情冲击影响深远，超市行业营收表现尚未恢复。2020、2021、2022Q1-

3超市行业整体营收规模连续下降。2022Q1-3超市行业累计营收总额1278亿元/yoy-1.34%。

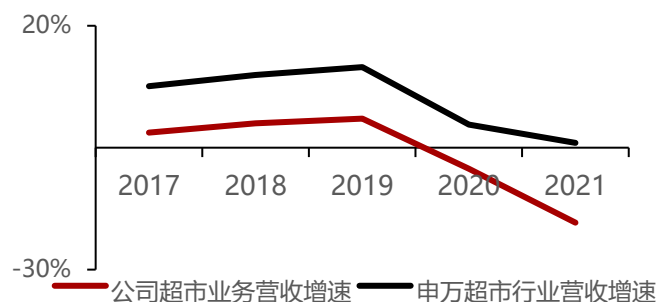
公司营收增速及毛利率相较于行业整体水平仍有提升空间。自2020年起，公司营收同比增速及毛利率指标与行业差距扩大。2018年，公司新增销售网点，推动超市业态收入小幅增长，而后遇疫情冲击，超市板块业务收入持续下滑，2021年受2020年疫情基数影响，超市主营收入同比下降20.37%。毛利率基本维持稳定水平，2021年超市业态毛利率由17.2%大幅减少至13.81%系公司进行结构性调整，轻资产低毛利业务销售占比增加所致。

图22：申万超市行业营收（亿元）及同比增速



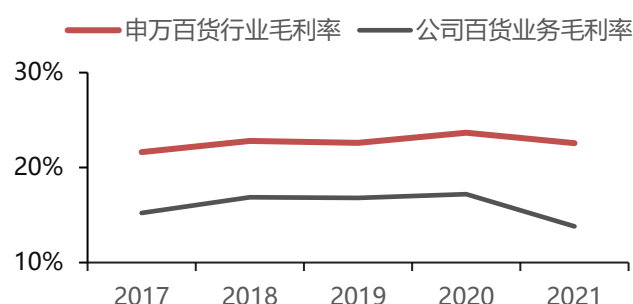
资料来源：iFinD，民生证券研究院

图23：超市行业与公司超市业务营收增速表现对比



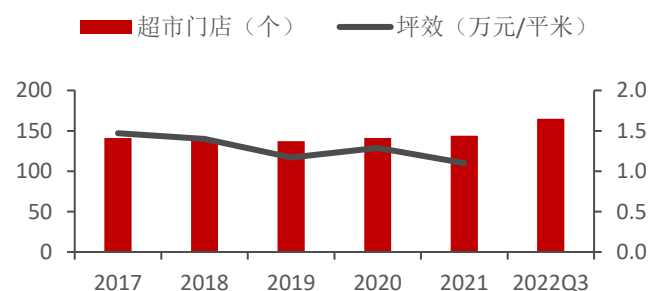
资料来源：iFinD，民生证券研究院

图24：申万超市行业及公司超市业态毛利率对比



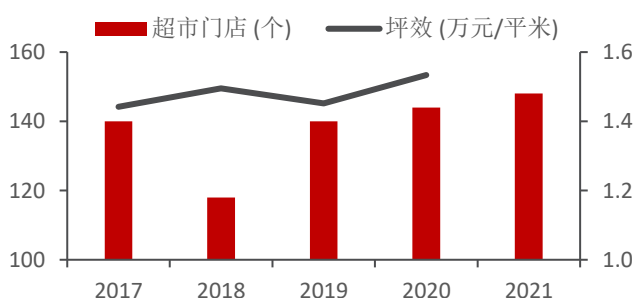
资料来源：iFinD，民生证券研究院

图25：重庆百货超市门店数量与坪效



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图26：永辉超市门店数量与坪效

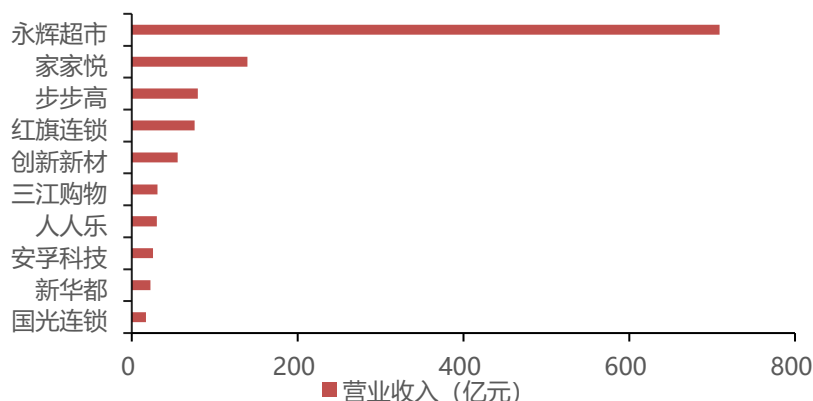


资料来源：公司公告，民生证券研究院

2.2.2 行业前景：行业增长缓慢，亟待变革

行业碎片化竞争格局推动企业向差异变革进发。行业处于成熟阶段，市场集中度低，企业规模差异较大，22H1业内营收排位第一的上市公司永辉超市营业收入709.07亿元，约为家家悦的5倍。激烈竞争推动超市企业依据自身优势区域及业态调整资源配置，关闭低效门店，精简业务，实现差异化发展。

图27：超市行业市值前十上市公司营收（2022H1）排行

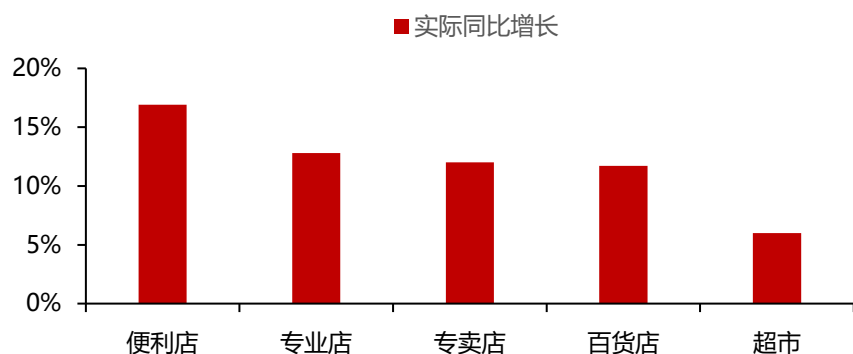


资料来源：iFinD，民生证券研究院

注：选取 2023 年 3 月 26 日市值前十的超市行业上市公司

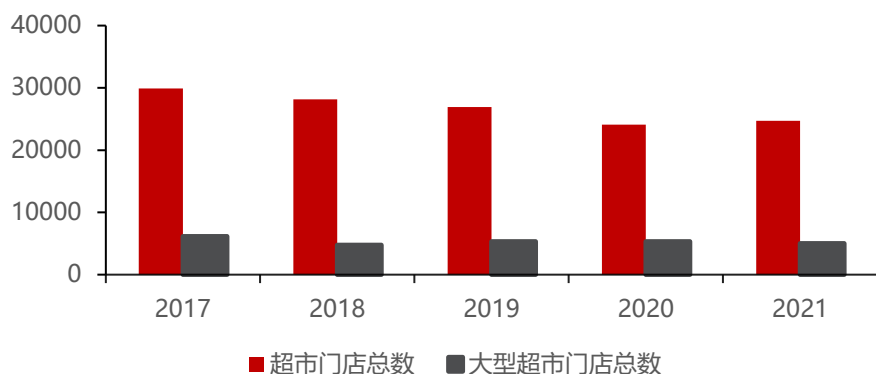
超市业态增长缓慢，模式化经营亟待变革。2021年超市业态增长明显慢于其他零售业态同比增速，且远小于社会消费品零售总额同比增速12.5%。同质化严重、灵活性与性价比欠缺等问题牢固限制超市行业市场增长。细致刻画不同客户群体特征，增强客户黏性；深耕零售商品，加强重点品类联采，完善生鲜溯源，把控商品质量；增强自由品牌建设与发展，塑造核心竞争力等成为经营模式变革之路的关键方向。

图28：2021 年按零售业态分限额以上消费品零售额同比增长



资料来源：国家统计局，民生证券研究院

互联网巨头陆续布局，线上线下零售业态加速整合。线上购物挤压传统超市业务生存空间，2017-2021年，国内超市门店数量持续下降。线上零售普及的冲击，促进企业快速完成超市业务于内三线四线城市的布局与下沉，同时提供超市企业与互联网企业外卖平台合作思路，拓宽收入渠道，成为超市营收新支撑点与增长点。

图29：中国超市门店数量（个）


资料来源：国家统计局，民生证券研究院

2.2.3 未来看点：轻资产扩张+供应链优势，自有品牌快速发展

持续优化完善供应链。深耕生鲜及应季商品源头直采工作，把控商品品质，缩短供应链，提升商品性价比；深入物美渠道共享，加大联合采购，打造进口休闲食品等多品牌超低价；分渠道组织采买专供配送，提升B端业务。

拓展自有品牌，引入特色商品定制特供。2022年上半年，公司生鲜自营商品销售增长16.6%；与“金龙鱼”签订重庆唯一按大客户管理模式战略协议，与重庆菜籽油第一品牌“红蜻蜓”共同打造“红蜻蜓-家乡味”专区。

创新营销模式及渠道。与支付宝深度合作，开展联合营销，利用支付宝会员数据和场景优势，增加流量入口；通过直播和拼团业务，探索新媒体营销及社团团购销售、多维度提供民生服务。

推广部署多点系统，整合线上线下销售链。2019年起，重百超市门店试点上线物美集团旗下多点智能购业务及O2O到家业务，同年6月，以增资方式进入物美集团、步步高集团为战略投资者。截至2022上半年，公司182家门店完成多点OS系统切换，线上销售同比增长6.8%。

2.3 电器业务：区域龙头，市占率不断提升

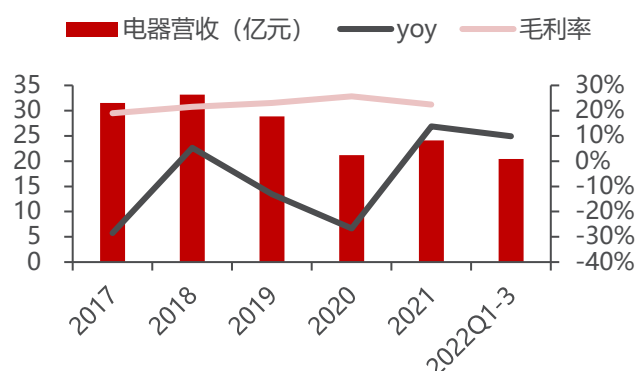
2.3.1 基本情况：重庆地区市占第一，与多个头部电器品牌深度合作

电器：电器事业部有六十多年的电器经营历史，2012年通过整合商社电器、重百电器和新世纪电器三个知名品牌成立电器事业部，未来将致力于打造成为“西部最具竞争力、全国具有重要影响力”的大型电器流通服务企业。截至22Q3，重百电器拥有41个零售专业卖场，截至2021年12月31日，经营面积约15.9万平方米。

电器业态包含战略品牌、舒适家具、包销定制。2016-2020电器业态营业收入整体呈下降趋势，主要由于电器整体行业线下消费需求疲弱，以及公司电器业务调整转型、部分门店合同到期暂停营业导致。截至2022上半年，战略品牌销

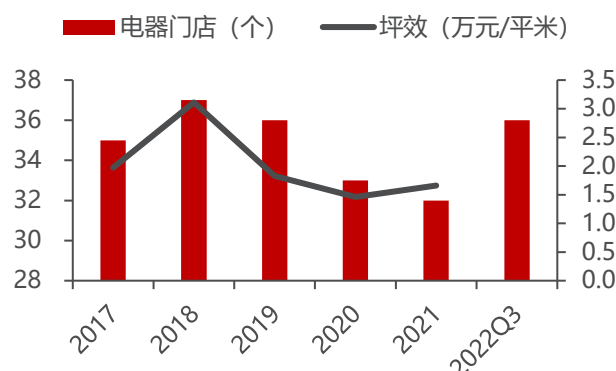
售 7.1 亿元, yoy+7.8%; 包销定制销售 1.9 亿元, yoy+10.0%; 舒适家居产品销售 1.1 亿元, yoy+50.4%; 全屋项目销售 0.3 亿元。线上方面, 2020 年推出“重百便捷购”, 秒购下单 24 小时送达, 2021 年推进线上线下一体化, 电器淘商城、重百小哥、电器仓储与运输管理等全面上线。截至 2022 上半年, 会员总数 118.1 万, 会员销售占比 95.8%, 增长 3.6pct, 线上销售同比增长 158.0%, 线上占比 25.0%, 同比增加 14.6pct。

图30: 电器业态收入、增速及毛利率



资料来源: wind, 民生证券研究院

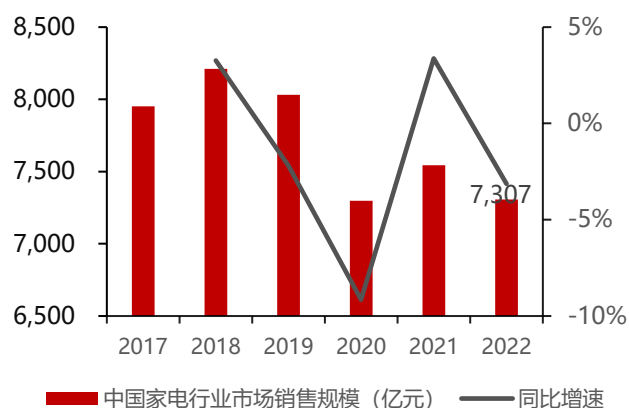
图31: 电器门店数量及坪效



资料来源: wind, 民生证券研究院

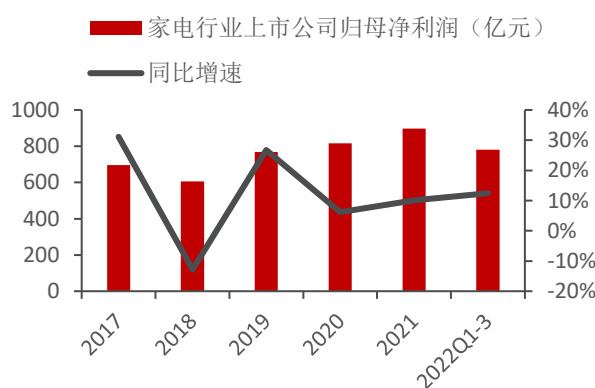
行业规模总量进入瓶颈期, 业内上市公司利润恢复缓慢。家电行业国内市场销售规模自2018年起出现下滑, 2020年疫情冲击下, 销售规模由2019年的8211亿元锐减至7297亿元, 此后连续三年保持低位。2022年家电行业销售规模共计7307亿元, 同比下滑3.13%。2019-2021, 家电类上市公司利润收入缓慢增长, 2021年归母净利润897.75亿元, 同比上升10.06%。

图32: 中国家电行业销售规模变动及同比增速



资料来源: 全国家用电器工业信息中心, 民生证券研究院

图33: 家电行业上市公司归母净利润及其增速



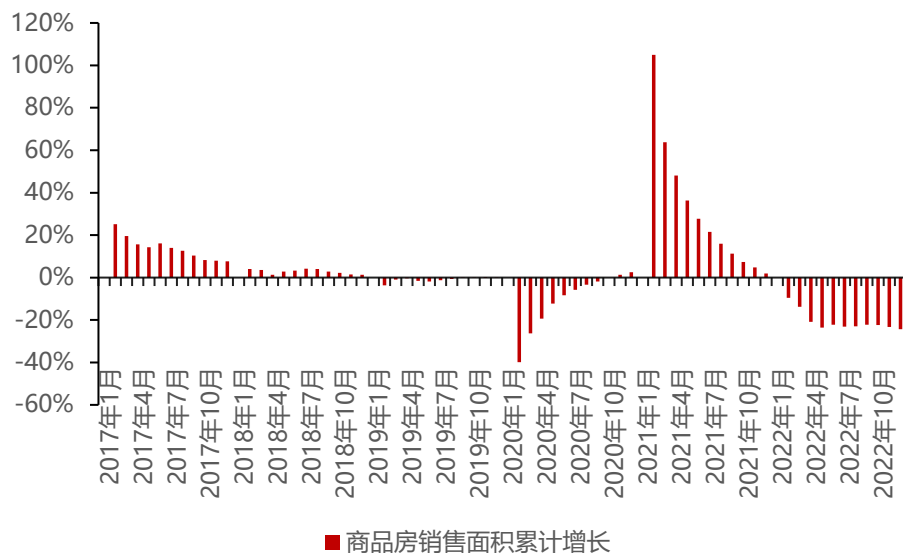
资料来源: iFinD, 民生证券研究院

2.3.2 行业前景: 规模增长承压, 布局格局改善仍能保持业务收入增长

房地产行业持续低迷, 限制家电行业总量增长。2022年2-12月, 商品房累计销售面积持续负增长, 且累计销售面积同比呈明显下滑趋势, 限制家电行业总

量扩张空间。

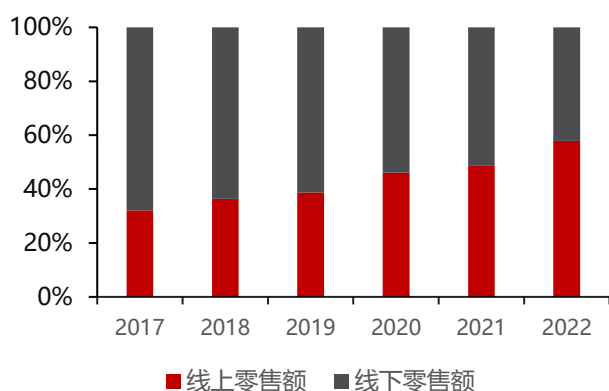
图34：2017-2022 商品房累计销售面积同比变化



资料来源：国家统计局，民生证券研究院

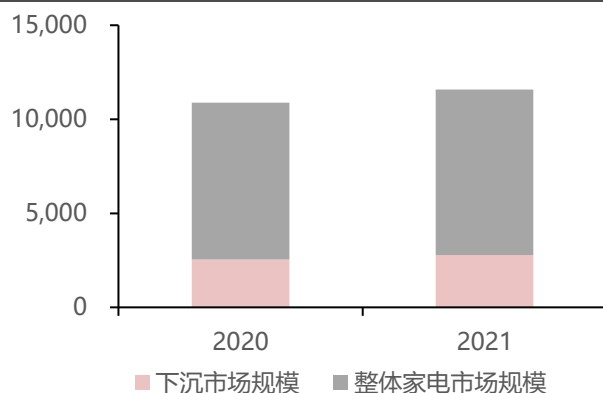
线下市场份额受挤压，下沉市场成为线下市场中的重要增长极。线上市场份额持续上升，2020年受疫情冲击后，线上市场呈现急速扩张趋势，加速挤压线下家电零售市场规模，2020年家电行业线上销售额4227亿，占家电销售市场总额57.85%，家电零售市场进入线上渠道为主，线下渠道为辅的新阶段。对比线下渠道市场的逐年缩减，其中下沉市场规模增速突出，以三线及以下城市、县镇与农村地区为统计目标的数据显示，2021年国内下沉家电市场规模2775亿元，在整体家电市场中占比31.5%，同比增速8.9%，超过家电市场整体规模增速5.7%。

图35：家电行业线上/线下零售额规模占比情况



资料来源：全国家用电器工业信息中心，民生证券研究院

图36：2021 年整体家电市场和下沉市场规模 (亿元)

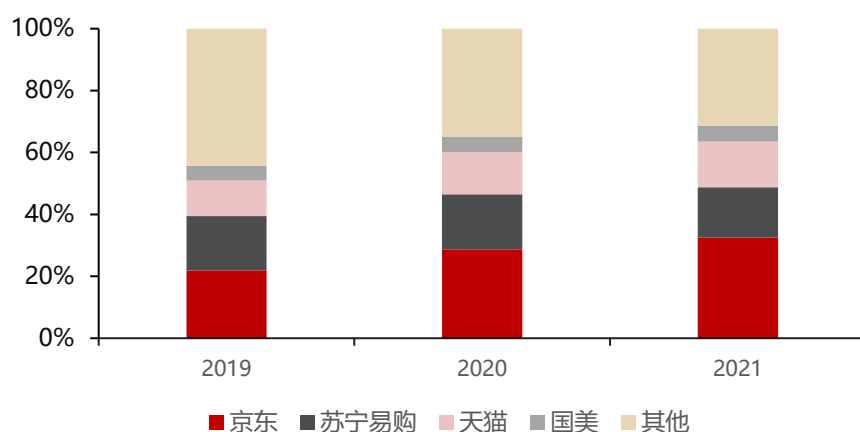


资料来源：中国电子信息产业发展研究院，民生证券研究院

2019-2021年家电零售市场集中度持续提升，2021年行业巨头占据七成市场。京东、苏宁、天猫、国美等家电零售企业把握转型风口，广铺线下渠道，同时抓住线上营销渠道红利，完成流量变现，巨头地位及竞争格局基本保持稳定，

持续占领剩余市场空间，2021年，市场占比合计达到68.6%。但受下沉市场规模增速较快，消费者对购买及售后服务体验需求持续提高等因素影响，区域经销商仍可通过差异化经营改革，完善配套服务，合理让利，巩固区域消费者忠诚度，争夺市场份额。

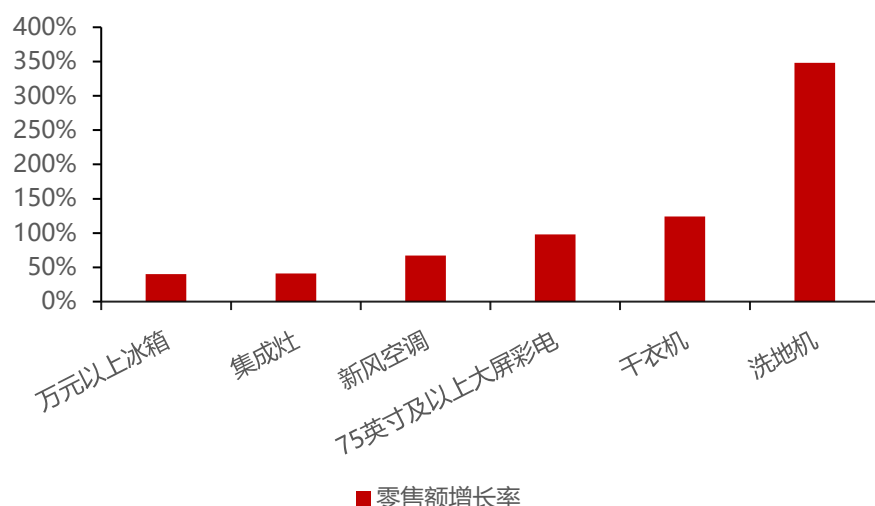
图37：中国家电市场零售商市场占比情况



资料来源：中国电子信息产业发展研究院，民生证券研究院

家电消费需求品质化发展，中高端家电零售市场增长前景良好。互联网技术普及、居民人均可支配收入提升，家电消费需求逐渐向智能化、品质化方向转移，部分高端家电品类零售额增长率突出，中高端家电市场留存增长空间。

图38：2021 部分中高端家电品类零售额增长率



资料来源：中国电子信息产业发展研究院，民生证券研究院

2.3.3 未来看点：下沉市场扩张+打通社区运营，稳固区域龙头地位

坚持厂商战略合作路线。探索品牌专卖店，多样化渠道发展；推动家电节及渠道商峰会等大型活动举行，探索区域渠道发展新模式，推出全屋套系；2022年

上半年战略品牌销售额达7.09亿元/yoy+7.8%，占比43.3%。

推进渠道下沉，加速布局乡镇市场。推进“低风险转型、低成本运营、轻资产运作”专业化连锁加盟，打造世纪通平台，通过托管店、标杆店、TOP店等细分模式，渠道下沉，快速布局二三级乡镇市场。

电器服务实现重庆全区域覆盖。①全屋模式送教到家，打通社区运营“最后一公里”；②世纪通送利到店，赋能商户服务“最后一公里”，2021年销售增长95%；重百小哥开设线下服务站28个，送货到村，跑通“最后一公里”；电器淘送爱到心，线上线下一体化激活“最后一公里”。

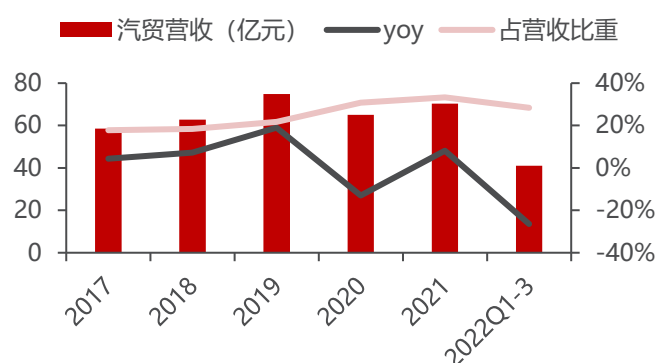
搭建数字平台，助力销售提升。自2020年起搭建直播平台，实现会员精准营销；探索数字化零售运用，搭建“重百创客”、“重百世纪+”、“重百电器淘”等数字平台；推出“重百便捷购”，秒购下单24小时送达，实现终端门店数字化。

2.4 汽贸业务：二手车+新能源市场拓张，未来增量可期

2.4.1 基本情况：汽贸业务 30 年历史，新品牌合作不断落地

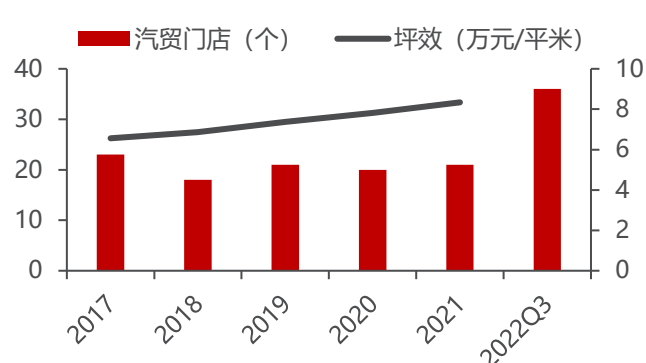
汽贸：商社汽贸成立于 1992 年，专门从事汽车销售、售后服务、保险代理、汽车租赁等业务，致力打造创新型综合性汽车服务运营商。商社汽贸拥有保时捷、奔驰等十余个汽车品牌，在重庆地区拥有完善的二、三线市场经营网络。公司现有员工近 1600 人，旗下拥有超过 30 家汽车 4S 店和综合销售服务机构，覆盖重庆主城及大部分区县市场。截至 22Q3，公司共拥有汽贸业态门店 36 家，截至 22H1 门店坪效为各业态中最高。2022 上半年，上线“挪车贴”会员拉新工具。截至 2022 上半年，会员总数 13.5 万，电网订单达成率 94.6%。2021 年汽贸拓展新能源新赛道，获得新能源品牌 SMART 重庆总代，新增创维、小鹏、蔚来 3 个新能源车售后。截至 2022 上半年，新能源品牌汽车销售 527 台，增长 312.0%，8 个新能源网点在建。

图39：汽贸业态营收及占比



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图40：汽贸门店及坪效

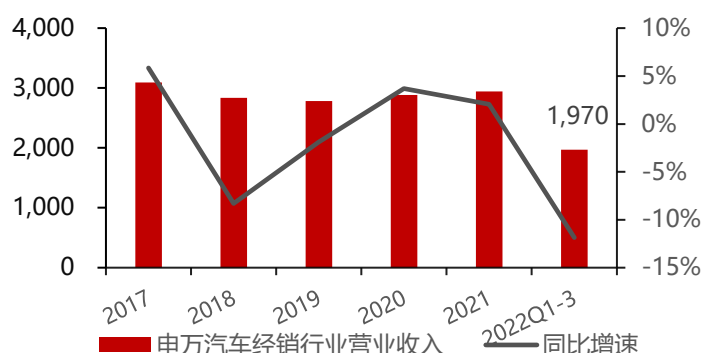


资料来源：公司公告，民生证券研究院

行业营收低速增长，毛利率水平保持稳定。2018年，汽车经销行业由于盲目扩张，支柱性盈利产品市场缩水等因素，出现行业发展20余年首次负增长，大量经销商经历亏损、库存积压，业内经销商竞争格局洗牌，效率低下者纷纷被淘汰出局，供需失衡及国六排放标准的颁布，将负面影响持续至2019年。经历危机，业内企业更加重视精细化运营与利润管理，在全球芯片短缺背景下，逐步消耗库存，改善营收状况，2020-2021年，市场缓慢恢复，2021年行业营收达2943亿元，同比增长2.04%。2019-2021年，行业毛利率趋于稳定，2021年达8.97%。

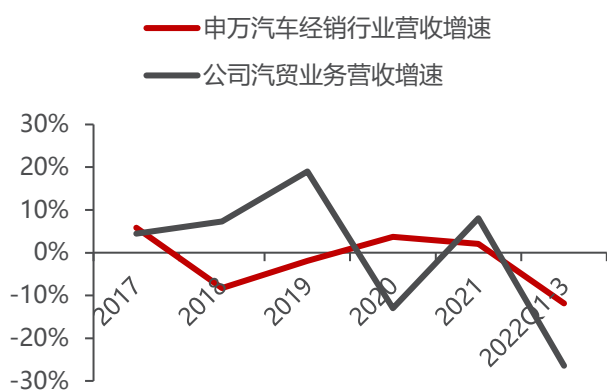
公司汽贸业务营收恢复良好，毛利表现基本稳定。2017-2019，公司汽贸业态争取优势资源，推进上海大众等品牌特供车销售，整车销售量提升、大客户增销拉动收入增长，2020年受疫情冲击，门店营收普遍下滑，2021年回升至70.31亿元，除2020年，营收增速均高于行业整体，2021年同比增速达8.08%，高于汽车经销行业水平的2.04%。公司历年汽贸业务毛利率表现趋于稳定，但持续低于汽车经销行业整体，公司汽贸业态毛利率为6.03%。

图41：申万汽车经销行业营收（亿元）及同比增速



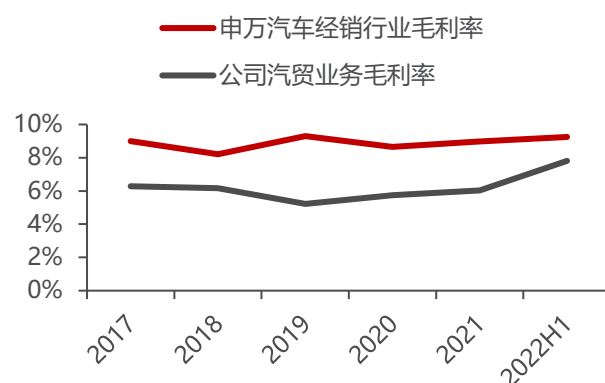
资料来源：iFinD，民生证券研究院

图42：汽车经销行业与公司汽贸业务营收增速表现



资料来源：iFinD，民生证券研究院

图43：申万汽车经销行业及公司汽贸业态毛利率对比



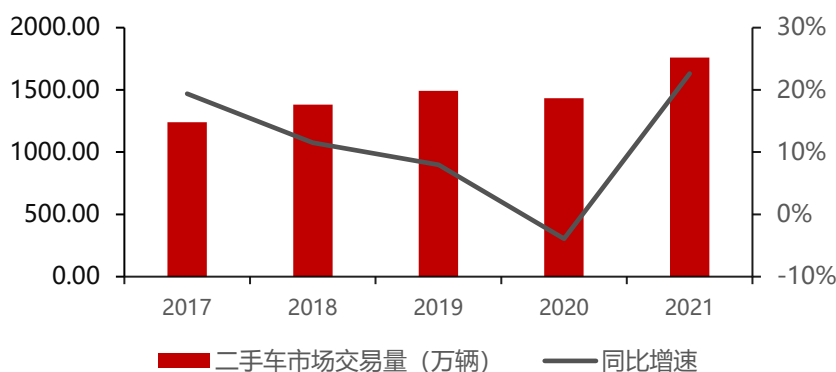
资料来源：iFinD，民生证券研究院

2.4.2 行业前景：二手车空间广阔，新能源车渗透率提升

二手车市场业务具备增量空间。2017-2021，二手车市场交易量迅速扩张，

2021年全年，国内二手车市场交易量达1758.51万辆，同比增加22.62%，二手车交易量与新车销量比值远低于国际成熟市场水平，随国内二手车利好政策陆续发布，市场扩张前景良好。

图44：国内二手车市场交易量增量情况



资料来源：中国汽车流通协会，民生证券研究院

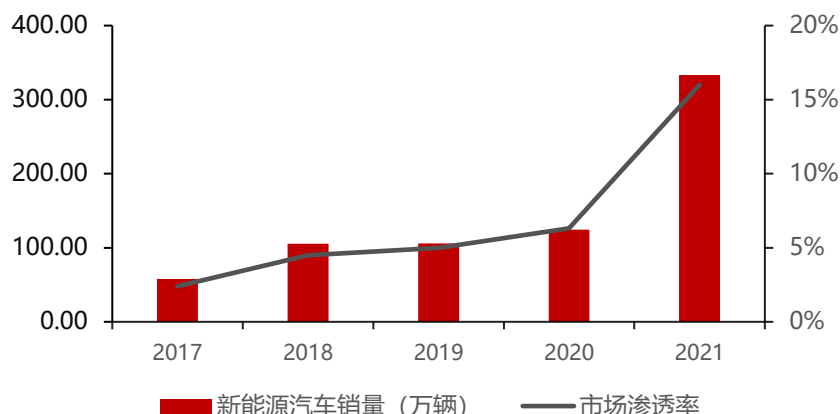
表6：2022 年二手车市场利好政策梳理

时间	发布部门	政策名称	主要内容
2022 年 1 月	发改委等 7 部	《促进绿色消费实施方案》	拓宽闲置资源共享利用和二手交易渠道：积极发展二手车经销业务，推动落实全面取消二手车限迁政策，进一步扩大二手车流通。
2022 年 4 月	国务院办公厅	《关于进一步释放消费潜力促进消费持续恢复的意见》	破除限制消费障碍壁垒:全面取消二手车限迁政策，落实小型非营运二手车交易登记跨省通办措施。
2022 年 7 月	商务部、发展改革委等 17 部门	《关于搞活汽车流通 扩大汽车消费若干措施的通知》	加快活跃二手车市场：取消对开展二手车经销的不合理限制，明确登记注册住所和经营场所不在二手车交易市场以外的企业可以开展二手车销售业务；支持二手车流通规模化发展，各地区严格落实全面取消二手车限迁政策，自 2022 年 8 月 1 日起，在全国范围（含国家明确的大气污染防治重点区域）取消对符合国五排放标准的小型非营运二手车的迁入限制。
2022 年 9 月	商务办公厅、公安办公厅	《关于完善二手车市场主体备案和车辆交易登记管理的通知》	完善二手车市场主体备案和车辆交易登记管理，促进二手车流通规范有序健康发展：完善二手车市场主体备案管理；便利二手小客车转让登记办理，对已备案销售企业，其营业执照及公章影像在应用系统备案的，办理二手小客车转让登记时，可提交加盖公章的营业执照复印件，无需再提交营业执照原件。

资料来源：中国政府网，民生证券研究所

新能源汽车市场持续增长，驱动汽贸业务转型焕新。电池及智能技术升级、配套设施迭代完善、政府利好政策等因素推动新能源汽车市场规模扩大速度呈递增趋势，市场持续放量，汽车经销企业转型聚焦新能源汽车品牌代理，拉动整体营收增长。

图45：新能源汽车销量及市场渗透率



资料来源：Frost & Sullivan，民生证券研究院

2.4.3 未来看点：不断拓展合作品牌+数字化赋能

公司完善品牌布局，转型聚焦新能源车销售。截至2022Q2共获得新能源品牌SMART、岚图、睿蓝，吉利皮卡、华晨新日5个新能源品牌授权，新增创维、小鹏、蔚来3个新能源车售后。

图46：公司汽贸业务签约代理品牌



资料来源：公司官网，民生证券研究院

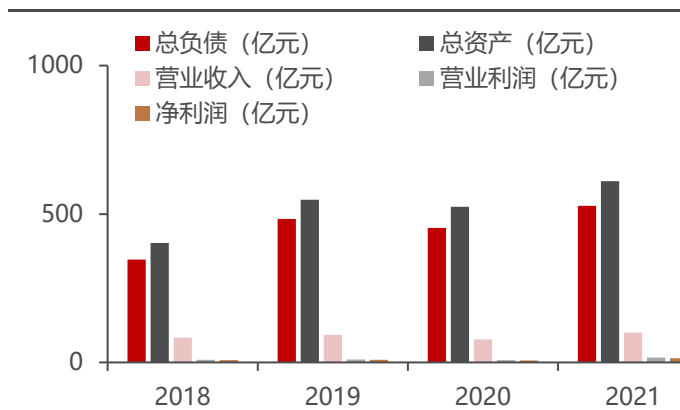
精细化二手车服务，同时推进数字化技术赋能。拓展二手车收购渠道，2021年二手车收购量同比增长24%。推出个性化改加装及二手车销售业务，满足消费需求。在数字化进程方面，自主研发数据分析工具实现客户分类画像和精准营销；开通线上展厅VR看车，举办直播和线上团购活动，不断完善业务改造。

2.5 马上消费金融：手握稀缺牌照，增强与重百协同效应

2.5.1 基本情况：通过三款 APP 开展业务，行业合规机构稀缺

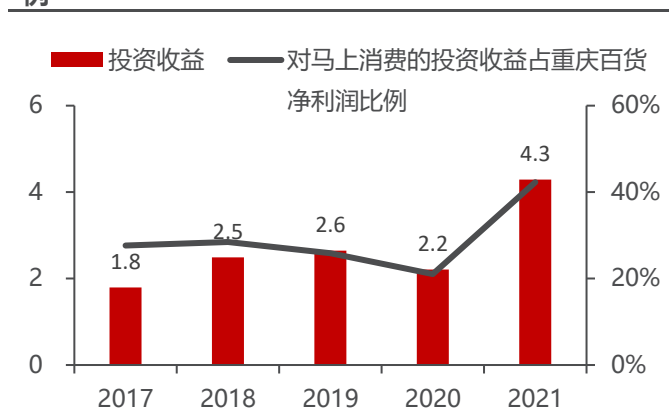
马上消费金融是经中国银保监会批准，持有消费金融牌照的科技驱动型金融机构。公司于 2015 年 6 月正式开业，于 2016、2017、2018 年分别完成三次增资扩股，注册资本金达 40 亿元。重庆百货第三轮增资 6.34 亿，对应股本 5.66 亿股，增资后总股本为 40 亿股；三轮出资共计 12.42 亿元，目前持有马上消费 31.06% 的股权，为第一大股东。2021 年马上消费金融投资收益占公司净利润 42.3%，对公司净利润影响较大。

图47：马上消费金融各项财务指标向好



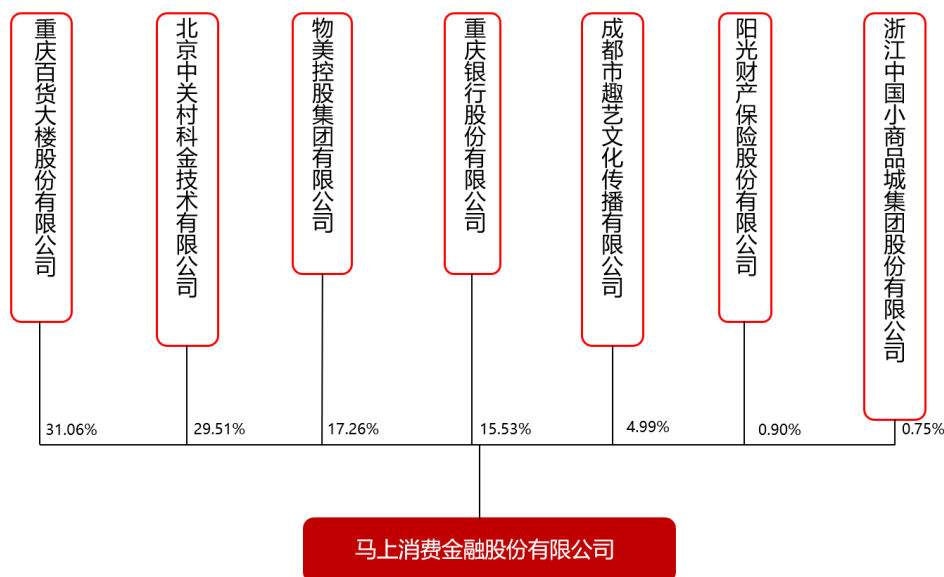
资料来源：wind，民生证券研究院

图48：马上消费金融的投资收益（亿元）占净利润比例



资料来源：wind，民生证券研究院

图49：马上消费金融第三次增资后股权结构图（截至 2018-06-29）



资料来源：银保监会，民生证券研究院

截至 2023 年 3 月，国内有 30 家持牌消费金融机构。我国消费金融起步较晚，2010 年首批 4 家公司开始试点，截至 2023 年 3 月，全国有 30 家持牌消费金融机构。2019 年 5 月，公司获得资产证券化业务资格，2020 年 4 月发行了首

期 ABS，优先 A 级票面利率仅 3.5%。2020 年 8 月，公司获银保监会批准发行金融债券，10 月发行首期金融债。马上消费发行的 ABS 和金融债平均利率在 4% 左右，融资成本较低，信贷利息收入空间可观。

三款 APP 下载量过百万，注册人数过亿。目前马上消费金融拥有 3 款 APP，分别是安逸花 APP、马上金融 APP、安逸花 APP。2021 年 12 月，交易金额超过 8000 亿元，22 年 3 月，注册用户数合计突破 1.5 亿人。截至 2022 年上半年，业务覆盖全国 31 个省（自治区、直辖市），开放平台聚合超 200 家金融机构，累计连接消费场景 200 余个，合作商户超过 100 万家。年化利率（单利）均在 7.2%~24%，最高额度 20 万。用户画像以年轻人为主，金额平均为 3000 元左右，用途为短期的以消费为目的的支出，比如家用电器、数码产品等。

图50：马上消费金融重要事件图鉴



资料来源：公司官网，民生证券研究院

表7：马上消费金融旗下三款 APP 简介

	安逸花	马上金融	安逸花
利率	年化利率（单利）7.2%-24%	年化利率（单利）7.2%-24%	年化利率（单利）7.2%-24%
额度/期限	循环额度的信贷产品，根据用户的信用情况提供贷款额度，最高可借 20 万，最快 30 秒审批，最快一分钟放款，最长分 24 期还款。	信用分期产品，即单笔审批单笔放款，按等额本息（按月等额）还款，最高可借 20 万，最长可分 12 期。	商品分期类产品，只支持等额本息还款方式，最高分期额度 20 万元，可分 3/6/9/12 期还款。
产品特点	同时支持消费和取现，额度一旦激活，在有效期内可以循环使用随时借款，按日计息，支持提前结清，可选择等额本息、等额本息和等额本金三种还款方式。	主要特色为单次审批贷款，非循环额度。	主要为消费者提供线上或线下的产品分期服务，覆盖范围广。

资料来源：公司官网，民生证券研究院

政策和监管给予行业更广阔的空间和健康的发展环境。从政策支持力度来看，消费金融的参与主体、产品类型等都在逐渐拓宽；从监管体系来看，越来越完善和严格，有利于合规持牌机构的发展。

表8：消费金融相关监管法规与政策支持

发布时间	发布机构	监管与政策	内容简介	行业发展进程
2009	银监会	《消费金融公司试点管理办法》	主要出资人应为境内外金融机构和银监会认可的其他出资人；最低注册资本为3亿元人民币或等值的可自由兑换货币；试点阶段的业务范围仅包括个人耐用消费品贷款和一般用途个人消费贷款，不涉及房地产贷款和汽车贷款；监管指标，包括较严格的资本充足率标准（不低于10%），资产损失准备充足率（不低于100%）以及同业拆入资金比例（不高于资本总额的100%）等；保护消费者权益：一是贷款利率不能超出法律法规允许的范围；二是消费金融公司对借款人的个人信息负有保密义务；三是对逾期贷款的催收应采取合法的方式，不得采用威胁、恐吓、骚扰等不正当手段。	在北京、天津、上海和成都四地各批准一家机构进行试点，
2013	银保监会	《消费金融公司试点管理办法》（修订版）	一是增加主要出资人类型，促进消费金融公司股权多样化；二是允许在风险可控的基础上逐步开展异地业务；三是增加吸收股东存款业务，以进一步拓宽资金来源；四是将贷款的额度上限由“借款人月收入5倍”修改为“20万元人民币”，增强业务可操作性；五是增加公司风险管理的自主权，删除“消费金融公司须向曾从本公司申请过耐用消费品贷款且还款记录良好的借款人发放一般用途个人消费贷款”等限制性要求；六是增加消费者保护条款，要求消费金融公司在业务办理中应遵循公开透明原则，充分履行告知义务。	新增10个试点城市。合格的香港和澳门金融机构可在广东试点设立消费金融公司。综上，新增12家试点机构。
2016	央行、银监会	《加大对新消费领域金融支持的指导意见》	一、积极培育和发展消费金融组织体系 二、加快推进消费信贷管理模式和产品创新 三、加大对新消费重点领域的金融支持 四、改善优化消费金融发展环境	促进大力发展消费金融，更好地满足新消费重点领域的金融需求，发挥新消费引领作用，加快培育形成经济发展新供给新动力。
2021	银保监会	《消费金融公司监管评级办法（试行）》	一是设定监管评级要素和方法。评级要素共5项：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%）。二是明确监管评级操作程序。消费金融公司监管评级分为银保监会派出机构初评、银保监会复核、反馈监管评级结果、档案归集等环节。评级工作原则上应于每年4月底前完成。三是强化监管评级结果运用。监管评级结果分为1级、2级（A、B）、3级（A、B）、4级和5级。评级结果数值越大表明机构风险越大，需要越高度的监管关注。	规范消费金融机构

资料来源：银保监会，民生证券研究院

2.5.2 优势壁垒：数字化转型推动高质量发展，与重百深度合作增强协同效应

深耕数字化，从自研到与研究机构合作全流程创新。据零壹智库报告显示，截至2021年11月30日，马上消费公示的专利达361件，占行业总量的44.7%，位居行业第一。2022年，马上消费与中国信息通信研究院云计算与大数据研究所将在人脸识别安全关键技术攻关方面开展合作。此外，还联合南开、华科、中科院等10家高校科研单位成立了科技实验室，针对人脸识别、NLP、视觉多个领域进行深度探索。截至目前，马上消费的科技人才已经超过千人，其中风控团队超过300人，多来自大型银行、大型互联网企业的国际国内专家和学者。为加强人才培养，马上消费设立了马科大研究院，形成了具有鲜明特色的1个发展中心和6个研究中心，实现“人才培养+科技研发”双向驱动。

开启重百家电购物授信以及分期免息，在百货上线“刷脸支付”。2018 年年初，马上消费金融与重庆百货携手，推出了线下消费、线上授信+支付的“马上钱包”循环额度产品。在重庆商社电器、重百电器、新世纪百货门店购买电器，若资金短缺，只需一次性提交申请，可获得“马上钱包”最高 5 万的授信额度，在额度内可以购买商场内的任何商品。2020 年针对消费者实行购买家电分期免息政策。2018 年重庆百货与马上消费金融在智能零售领域展开合作，在 4 家重庆百货门店上线了“刷脸支付”，上线马上消费金融的智能客服机器人。

图51：马上金融与重百家电的分期消费贷合作



资料来源：百度新闻，民生证券研究院

图52：马上消费金融响应“新市民”政策



资料来源：百度新闻，民生证券研究院

3 盈利预测与投资建议

3.1 盈利预测与收入拆分

公司的四大业态均为线下门店模式，因此我们按照对门店数量和平均单店模型的假设对四大业态的收入进行假设。

百货业态：根据公司的轻资产拓展规划，假设 22 年底的门店数量与 22Q3 持平为 52 家，23-24 年公司的百货门店数量分别相比 22H1 新增 1/2 家，为 53/55 家；根据百货行业的变化趋势，购物中心和高端化的趋势，假设 23-24 年单店规模分别增长 10%/5%。根据我们的假设、我们预计 2022-2024 年百货业务的收入同比增速为 -11.7%/7.0%/6.9%。毛利率保持稳定，分别为 67.0%/67.0%/67.0%。

超市业态：假设 22 年底的门店数量与 22Q3 保持一致为 165 家，23-24 年门店数量分别减少 4 家，为 161/157 家，超市业态的行业发展相对稳定，在公司精简门店的基础上，我们假设单店的营收有所增长，23-24 年分别增长 5%。根据我们的假设，预计 2022-2024 年营收同比增速-16.6%/+2.5%/+0.4%；伴随规模效应，预计毛利率稳中微升，为 14.3%/14.8%/14.8%。

电器业态：公司未来主要发展方向为下沉市场的开拓，假设 23-24 年分别新增 2 家门店，总数为 44/46 家，由于下沉市场相对空白且多为轻资产拓展，平均到单店，预计规模可以较快提升，假设 23-24 年单店分别同比增长 5%。根据上述假设，预计 2022-2024 年营收同比增速 0.2%/10.0%/9.8%。毛利率保持稳定，22-24 年分别为 22.4%/22.4%/22.5%。

汽贸业态：假设 23-24 年分别新增 2 家门店，总数为 38/40 家，汽贸业务受到武汉降价事件影响，假设单店模型的增速相对前几大业务较缓，23-24 年分别同比增长 5%，根据我们的假设，预计 22-24 年收入同比增速为 -6.9%/+10.8%/+10.5%，毛利率分别为 5.8%/6.0%/6.0%。

综上所述，我们预计 22-24 年总营收分别同比变化-8.7%/+6.7%/+6.1%，总毛利率分别为 25.3%/25.9%/26.0%。

表9：分业态的收入拆分及毛利率

单位：百万元	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入	34084	34536	21077	21124	19287	20584	21850
yoy	3.6%	1.3%	-39.0%	0.2%	-8.7%	6.7%	6.1%
毛利率	19.26%	18.93%	27.57%	24.16%	25.3%	25.9%	26.0%
百货业态	13189	12737	2209	2419	2136	2286	2443
yoy	3.3%	-3.4%	-82.7%	9.5%	-11.7%	7.0%	6.9%
毛利率	15.7%	15.5%	66.8%	67.3%	67.0%	67.0%	67.0%
超市业态	9348	9438	8555	6813	5684	5823	5849
yoy	0.0%	1.0%	-9.3%	-20.4%	-16.6%	2.5%	0.4%

毛利率	16.9%	16.8%	17.2%	13.8%	14.3%	14.8%	14.8%
电器业态	3320	2885	2118	2409	2414	2656	2916
yoy	5.3%	-13.1%	-26.6%	13.8%	0.2%	10.0%	9.8%
毛利率	21.5%	23.1%	25.7%	22.4%	22.4%	22.4%	22.5%
汽贸业态	6284	7479	6505	7031	6546	7255	8019
yoy	7.3%	19.0%	-13.0%	8.1%	-6.9%	10.8%	10.5%
毛利率	6.2%	5.2%	5.7%	6.0%	5.8%	6.0%	6.0%
其他主营业务	463	457	270	758	796	836	878
yoy	22.4%	-1.3%	-40.9%	180.6%	5.0%	5.0%	5.0%
毛利率	47.1%	48.2%	58.1%	31.9%	31.9%	31.9%	31.9%
其他业务收入 (非主营)	1480	1539	1420	1694	1711	1728	1746
yoy	5.0%	4.0%	-7.8%	19.3%	1%	1%	1%
毛利率	45.9%	22.5%	19.2%	37.7%	35.0%	35.0%	35.0%

资料来源: wind, 民生证券研究院预测

公司作为终端渠道商, 在费用投放方面相对稳定, 假设未来三年公司的费率与 2021 年基本持平, 合计保持在 20%左右。

①**销售费用率**: 公司从 22 年开始轻资产拓展计划, 23 年开始发力, 因此假设 22、23 年的销售费用率有所增长, 24 年逐渐恢复到平均水平。

②**管理费用率**: 20-21 年, 管理费用率保持稳定, 假设未来 3 年仍保持稳定。

③**研发费用率**: 主要体现在信息系统的研发, 假设和 2021 年持平。

④**财务费用率**: 根据公司的短期借款和长期借款余额, 估计和 21 年基本保持一致。

表10: 费用率拆分

	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
费用率	14.4%	13.9%	20.5%	20.4%	20.7%	20.7%	20.3%
销售费用率	10.8%	10.6%	15.4%	14.3%	14.7%	14.7%	14.5%
管理费用率	3.4%	3.2%	5.2%	5.2%	5.2%	5.2%	5.0%
研发费用率	0.0%	0.0%	0.0%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%
财务费用率	0.2%	0.1%	-0.1%	0.7%	0.6%	0.6%	0.6%

资料来源: wind, 民生证券研究院预测

3.2 估值分析

根据公司的零售主业, 我们选取了 1 家汽贸零售标的大东方、1 家百货标的天虹股份、1 家超市标的红旗连锁作为可比公司, 根据 wind 一致预期, 2022-2024 年可比公司平均 PE 为 23/20/17X, 公司 PE 为 12/10/9X, 低于可比公司平均估值, 且考虑到公司的高分红属性, 估值相对较低。此外, 公司的投资标的马上金融的投资收益较高, 根据马消金融第三轮增资的金额以及股本情况计算出第三轮增资时的估值。公司第三轮增资 6.34 亿元, 对应股本 5.66 亿股, 增资后总股本 40 亿股, 计算得市值为 44.8 亿。公司持股 31.06%, 因此马消金融对应

市值为 14 亿元。综上所述，公司具备估值优势。

表11：零售业务可比公司估值表

证券代码	公司简称	收盘价 (元)	EPS			PE		
			2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
600327.SH	大东方	4.67	0.21	0.24	0.26	22	20	18
002419.SZ	天虹股份	6.25	0.21	0.27	0.32	30	24	19
002697.SZ	红旗连锁	6.12	0.37	0.40	0.44	17	15	14
平均值						23	20	17
600729.SH	重庆百货	27.12	2.31	2.73	3.12	12	10	9

资料来源：wind，民生证券研究院；注：收盘价为 2023-3-31 数据，可比公司数据为 wind 一致预期。

3.3 投资建议

公司的四大主业与线下消费景气度高度相关，随着防疫措施的放松、消费信心的逐渐修复，以及公司自身对各大业务进行的改革和股权与管理的改革，我们认为公司的收入和利润有望迎来高弹性恢复。我们预计 2022-2024 年公司实现归母净利润 9.39/11.11/12.68 亿元，分别同比变化-4.2%/18.4%/14.1%，对应 PE 为 12/10/9X，公司 20-21 年分红率分别为 142.73%/153.23%，高分红率下估值较低。首次覆盖，给予“推荐”评级。

4 风险提示

- 1) **消费恢复不及预期。**公司的销售产品高度依赖消费者的线下活动计划，以及消费信心和消费能力的恢复。
- 2) **拓张计划不及预期。**23 年公司以轻资产拓张为主，合作门店数量不及预期将会较大程度影响公司收入。
- 3) **马上金融经营风险。**消费金融的杠杆高、收益高、风险高，我国消费金融市场尚处在起步阶段，存在流动性等风险。

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	21124	19287	20584	21850
营业成本	15673	14410	15259	16169
营业税金及附加	215	193	206	218
销售费用	3028	2835	3026	3168
管理费用	1100	1003	1070	1092
研发费用	38	39	41	44
EBIT	1399	822	998	1174
财务费用	143	118	131	126
资产减值损失	-299	-148	-164	-182
投资收益	438	551	612	636
营业利润	1118	1118	1325	1514
营业外收支	14	13	14	15
利润总额	1132	1131	1339	1528
所得税	116	158	187	214
净利润	1015	973	1152	1314
归属于母公司净利润	980	939	1111	1268
EBITDA	2102	1570	1819	2076

资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	3547	2799	3017	3813
应收账款及票据	234	154	164	174
预付款项	629	576	610	647
存货	2543	2298	2352	2406
其他流动资产	373	319	327	335
流动资产合计	7327	6146	6471	7376
长期股权投资	2579	3053	3573	4102
固定资产	2867	2859	2841	2820
无形资产	194	193	191	189
非流动资产合计	10371	10806	11252	11701
资产合计	17698	16952	17723	19077
短期借款	274	574	574	574
应付账款及票据	3426	3198	3386	3588
其他流动负债	4358	4126	3884	4104
流动负债合计	8058	7898	7844	8266
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	3723	3667	3622	3573
非流动负债合计	3723	3667	3622	3573
负债合计	11782	11565	11466	11839
股本	407	407	407	407
少数股东权益	119	153	194	240
股东权益合计	5916	5387	6257	7238
负债和股东权益合计	17698	16952	17723	19077

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	0.22	-8.69	6.72	6.15
EBIT 增长率	4.84	-41.23	21.34	17.69
净利润增长率	-6.68	-4.22	18.41	14.12
盈利能力 (%)				
毛利率	25.81	25.29	25.87	26.00
净利率	4.64	4.87	5.40	5.80
总资产收益率 ROA	5.54	5.54	6.27	6.65
净资产收益率 ROE	16.90	17.93	18.33	18.12
偿债能力				
流动比率	0.91	0.78	0.82	0.89
速动比率	0.48	0.39	0.42	0.50
现金比率	0.44	0.35	0.38	0.46
资产负债率 (%)	66.57	68.22	64.70	62.06
经营效率				
应收账款周转天数	4.05	3.00	3.00	3.00
存货周转天数	59.23	60.00	58.00	56.00
总资产周转率	1.21	1.11	1.19	1.19
每股指标 (元)				
每股收益	2.41	2.31	2.73	3.12
每股净资产	14.26	12.87	14.91	17.21
每股经营现金流	2.74	3.36	4.64	5.26
每股股利	3.79	0.69	0.82	0.94
估值分析				
PE	11	12	10	9
PB	1.9	2.1	1.8	1.6
EV/EBITDA	5.51	8.03	6.53	5.32
股息收益率 (%)	13.97	2.55	3.02	3.45

现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	1015	973	1152	1314
折旧和摊销	704	748	822	902
营运资金变动	-595	-96	214	234
经营活动现金流	1114	1368	1885	2138
资本开支	214	-246	-258	-286
投资	412	0	0	0
投资活动现金流	1915	-245	-258	-286
股权募资	0	0	0	0
债务募资	-892	277	-452	0
筹资活动现金流	-3203	-1871	-1409	-1056
现金净流量	-174	-748	218	796

插图目录

图 1: 重庆百货历史沿革	3
图 2: 重庆百货股权结构图 (截至 2022 年 9 月 30 日)	4
图 3: 重庆商社集团历史沿革	4
图 4: 吸收合并前后股权结构变化	6
图 5: 公司业务概览	7
图 6: 收入及同比增速 (亿元)	8
图 7: 分业务收入 (亿元)	8
图 8: 各业务毛利率	9
图 9: 归母净利润及同比增速 (亿元)	9
图 10: 总体费用率情况	9
图 11: 百货收入及增速	10
图 12: 可比公司毛利率对比	10
图 13: 申万百货行业营收 (亿元) 及同比增速	11
图 14: 行业平均营收与公司百货营收 (单位: 亿元)	11
图 15: 申万百货行业及公司毛利率对比	11
图 16: 社会消费品零售总额 (亿元) 及同比增速	12
图 17: 月度社会消费品零售总额 (亿元) 及同比增速	12
图 18: 全国购物中心存量规模增长情况 (亿平方米)	12
图 19: 实物商品网上零售总额增速及其占社零总额比重	13
图 20: 居民人均可支配收入实际增长	13
图 21: 重庆百货超市收入及增速	14
图 22: 申万超市行业营收 (亿元) 及同比增速	15
图 23: 超市行业与公司超市业务营收增速表现对比	15
图 24: 申万超市行业及公司超市业态毛利率对比	15
图 25: 重庆百货超市门店数量与坪效	15
图 26: 永辉超市门店数量与坪效	15
图 27: 超市行业市值前十上市公司营收 (2022H1) 排行	16
图 28: 2021 年按零售业态分限额以上消费品零售额同比增长	16
图 29: 中国超市门店数量 (个)	17
图 30: 电器业态收入、增速及毛利率	18
图 31: 电器门店数量及坪效	18
图 32: 中国家电行业销售规模变动及同比增速	18
图 33: 家电行业上市公司归母净利润及其增速	18
图 34: 2017-2022 商品房累计销售面积同比变化	19
图 35: 家电行业线上/线下零售额规模占比情况	19
图 36: 2021 年整体家电市场和下沉市场规模 (亿元)	19
图 37: 中国家电市场零售商市场占比情况	20
图 38: 2021 部分中高端家电品类零售额增长率	20
图 39: 汽贸业态营收及占比	21
图 40: 汽贸门店及坪效	21
图 41: 申万汽车经销行业营收 (亿元) 及同比增速	22
图 42: 汽车经销行业与公司汽贸业务营收增速表现	22
图 43: 申万汽车经销行业及公司汽贸业态毛利率对比	22
图 44: 国内二手车市场交易量增量情况	23
图 45: 新能源汽车销量及市场渗透率	24
图 46: 公司汽贸业务签约代理品牌	24
图 47: 马上消费金融各项财务指标向好	25
图 48: 马上消费金融的投资收益 (亿元) 占净利润比例	25
图 49: 马上消费金融第三次增资后股权结构图 (截至 2018-06-29)	25
图 50: 马上消费金融重要事件图鉴	26
图 51: 马上金融与重百家电的分期消费贷合作	28
图 52: 马上消金响应“新市民”政策	28

表格目录

盈利预测与财务指标	1
表 1: 公司管理层梳理	5
表 2: 激励对象获授的限制性股票分配情况	6
表 3: 各考核期间业绩考核目标	7
表 4: 限制性股票授予对各期会计成本影响	7
表 5: 重庆百货四大业态门店数	8
表 6: 2022 年二手车市场利好政策梳理	23
表 7: 马上消费金融旗下三款 APP 简介	26
表 8: 消费金融相关监管法规与政策支持	27
表 9: 分业态的收入拆分及毛利率	29
表 10: 费用率拆分	30
表 11: 零售业务可比公司估值表	31
公司财务报表数据预测汇总	33

分析师承诺

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并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、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收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准		评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。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，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026