

重庆百货（600729.SH）

西南地区零售龙头稳步复苏，国企改革红利加速释放

增持

核心观点

西南地区零售公司龙头，深耕零售行业多年。2023年上半年公司整体实现营业收入101.55亿元/yoy+2.55%，实现归母净利润9.06亿元/yoy+56.89%；其中公司持股31.06%的马上消费金融贡献投资收益4.18亿元，持股1.74%的登康口腔上市产生公允价值变动收益0.97亿元，因此扣除马消后的扣非净利润为3.92亿元/yoy+12.8%。且公司自上市以来保持连续25年现金分红。

四大业态协同并进，零售主业稳步向前。公司主营百货、超市、电器和汽贸四大业态，截至2023年中报，分别拥有门店52/157/41/38家，从地区看，公司以重庆地区为主，23上半年收入占比高达98%；从结构看，超市与汽贸业态体量大但毛利率偏低，百货营收占比较低但毛利率高。未来随着公司全面推动数字化以及客户资源共享，各业态之间有望实现互动互补，稳步发展。

积极践行国企改革，股权激励激发员工积极性。2020年公司控股股东商社集团完成混改，引入天津物美和步步高零售。2022年底公司公告拟反向吸收合并母公司重庆商社100%股权，深强化前期混改成果，同时治理机制更为扁平化也助于充分激发运营活力，实现业务灵活自主调改，资源配置优化。同时在2022年公司公告实施股权激励，并于2023年初对公司层面业绩考核目标进行调整优化，更加有效地激发员工积极性，保障公司可持续健康发展。

公司持股马上消费金融31.6%，业绩快速增长增厚投资收益。马上消费金融为一家持有消费金融牌照的科技驱动型金融机构，重庆百货持股31.06%，为第一大股东。马上消费金融在资产规模、收入、净利润等方面均位列全国31家正规持牌机构中前五。2023上半年公司确认马上消费金融投资收益4.18亿元，占比营业利润41.65%。未来随着消费金融发展态势不断向好，以及公司不断向技术平台类发展，有望持续为公司贡献高额投资收益。

风险提示：宏观环境风险，门店调改不及预期，行业竞争加剧。

投资建议与估值：公司作为西南地区零售公司龙头，随着线下消费逐步复苏，核心四大主业也有望迎来恢复性增长。同时公司通过混改、员工激励等方式持续深化国企改革，充分激发企业经营活力，为未来公司在收入端开辟新增长点 and 利润端的降本增效带来持续助力。而旗下持股的马上消费金融也有望凭借自身强劲科技实力以及持牌优势，为公司持续贡献高额收益。我们预计公司23-25年归母净利润为14.02/15.41/17.21亿元，综合考虑绝对及相对估值，给予目标价格38.5-42.2元/股。首次覆盖给予“增持”评级。

盈利预测和财务指标

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	21,124	18,304	20,237	21,720	22,762
(+/-%)	0.2%	-13.4%	10.6%	7.3%	4.8%
净利润(百万元)	980	883	1402	1541	1721
(+/-%)	-5.2%	-9.8%	58.7%	10.0%	11.7%
每股收益(元)	2.41	2.17	3.45	3.79	4.23
EBIT Margin	5.1%	4.1%	5.1%	5.4%	5.7%
净资产收益率(ROE)	16.9%	17.1%	23.9%	23.3%	23.0%
市盈率(PE)	13.9	15.4	9.7	8.8	7.9
EV/EBITDA	14.5	25.6	18.4	16.9	15.8
市净率(PB)	2.34	2.63	2.32	2.05	1.81

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

商贸零售·一般零售

证券分析师：张峻豪

联系人：孙乔容若

021-60933168

zhangjh@guosen.com.cn

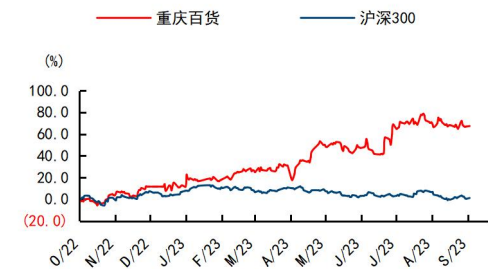
sunqiaorongruo@guosen.com.cn

S0980517070001

基础数据

投资评级	增持(首次评级)
合理估值	38.50 - 42.22元
收盘价	33.54元
总市值/流通市值	13635/13476百万元
52周最高价/最低价	36.47/19.11元
近3个月日均成交额	70.88百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

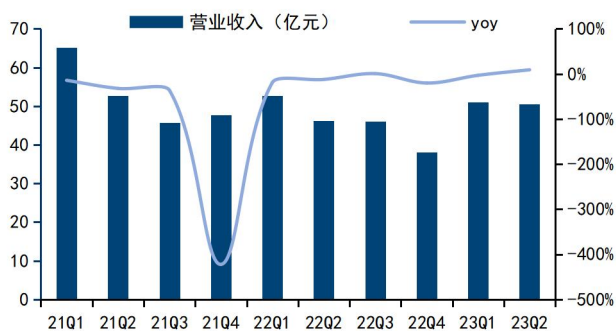
相关研究报告

财务分析：

公司上半年实现营业收入 101.55 亿元/yoy+2.55%；实现归母净利润 9.06 亿元/yoy+56.89%；其中马上消费金融贡献投资收益 4.18 亿元，以及公司持有 1.74% 的登康口腔上市，产生公允价值变动收益 0.97 亿元。因此，上半年扣除马上消费金融后的扣非净利润为 3.92 亿元/yoy+12.8%，扣除非经损益后的加权平均净资产收益率为 14.55%/+5.09pct。公司一方面依托核心零售业务实现稳健恢复性增长，同时受益于马上消费金融的利润增长贡献，整体利润实现高速提升。

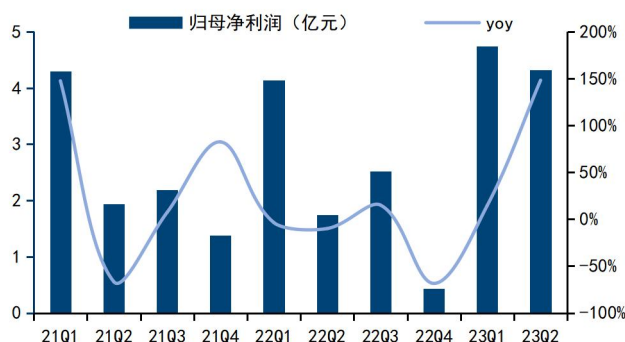
分业态看，百货业态实现营收 14.26 亿元/yoy-3.50%，通过加大战略资源整合，实现战略品牌销售占比 50%，自营品牌销售占比 30%；超市业态实现营收 38.11 亿元/yoy-7.15%，促进供应链加速变革，实现自有品牌销售大幅增长；电器业态实现营收 16.45 亿元/yoy+15.58%，通过深化上游合作，包销定制，实现逆势增长；汽贸业态 31.21 亿元/yoy+17.14%，公司一方面巩固整车销售与衍生业务，另一方面拓展大客户特供车、特色加改装与二手车业务，实现业绩快速增长。

图1：公司单季度营收情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

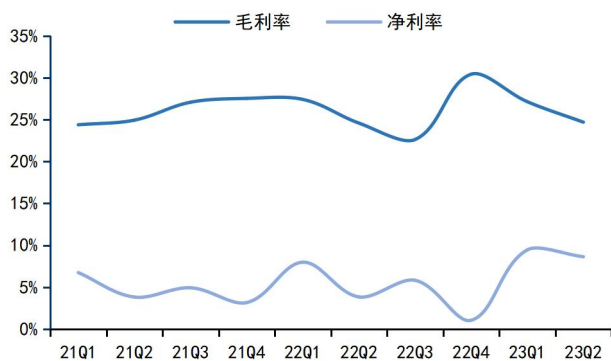
图2：公司单季度归母净利润情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

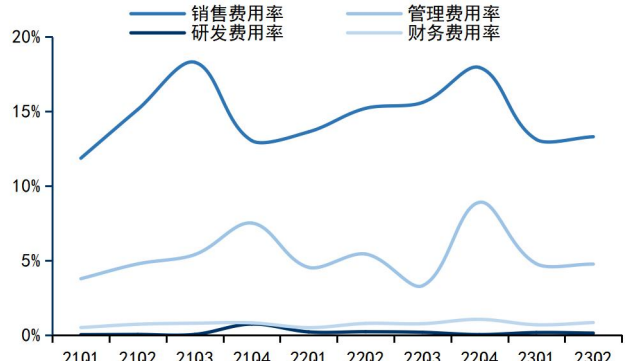
盈利能力方面，公司上半年毛利率为 25.92%/yoy-0.16pct；上半年销售费用率/管理费用率/研发费用率分别为 13.21%/4.76%/0.14%，同比-1.16pct/-0.19pct/-0.07pct，公司缩减销售与管理开支，并减少下属从事跨境电商的子公司九章开物公司信息技术的研发费用。

图3：公司单季度毛利率及净利率情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

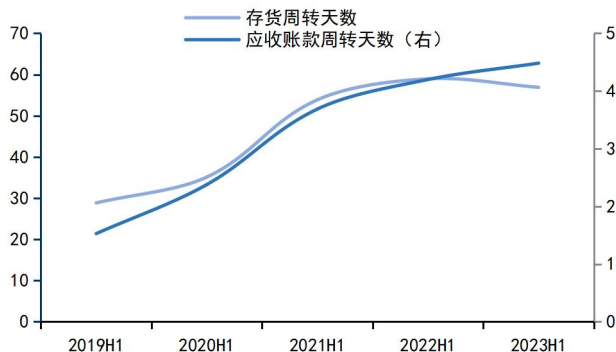
图4：公司单季度费用率情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

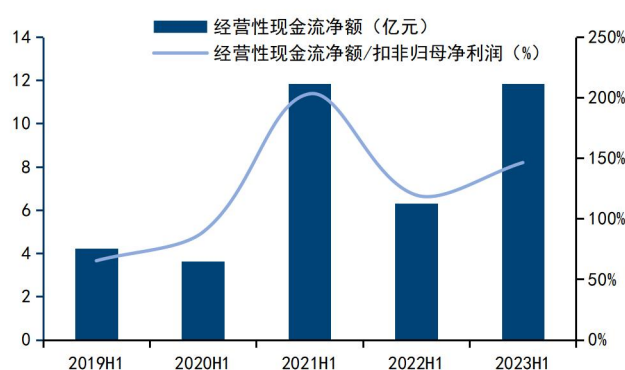
营运能力和现金流方面，公司上半年存货周转天数为 57 天，同比减少 2 天；应收账款周转天数为 5 天，同比基本持平。**现金流方面**，公司上半年经营性现金流净额 11.85 亿元，同比增加 87.57%，主要由于公司收到的销货款等经营资金增加，同时受益于用以货款结算的银行承兑票据的使用比例提升，结算账期增加。

图5：公司存货周转天数及应收账款周转天数



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6：公司现金流情况

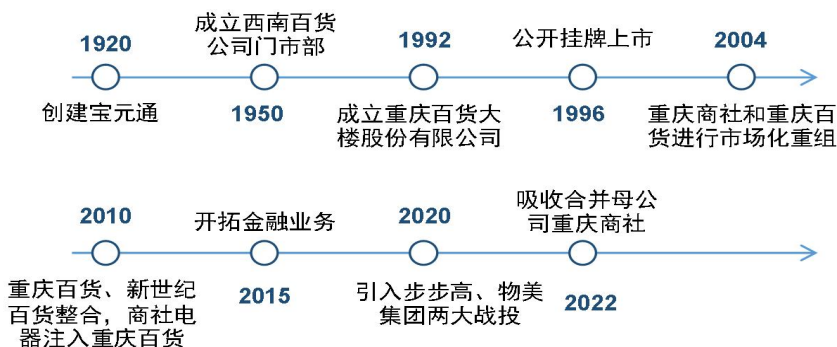


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

公司分析：

公司作为西南地区零售公司龙头，深耕零售行业多年。公司前身为 1920 年创立的宝元通，1950 年在宝元通百货公司的基础上转为国营，并于 1992 年正式成立为重庆百货大楼股份有限公司。目前，公司主要经营百货、超市、电器和汽车贸易等业务经营，拥有重庆百货、新世纪百货、商社电器、商社汽贸等品牌，截至 2023 年半年报，公司在重庆地区收入占比约为 97.7%。

图7：公司发展历史



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

国企改革持续践行，不断激发经营活力

公司作为重庆地区国企，一直持续深化国企改革，激发自身经营活力。2020 年 3 月公司控股股东重庆商社引入天津物美和步步高两大战投，结合各方在供应链、数智技术等优势资源，提高运行效率；同年 10 月任命张文中为董事长，何谦为总经理，利用其丰富的管理经验和较为前沿的经营理念加速企业市场化发展；2022

年 8 月公司实施股权激励激发员工积极性；去年年底公司反向吸并重庆商社母公司，强化前期混改成果，同时治理机制更为扁平化也助于充分激发运营活力。

表 1：公司国企改革进程

时间	国企改革类型	具体改革内容
2020 年 3 月	引入战投，落实混改	公司控股股东重庆商社（集团）引入天津物美和步步高两大战略投资者。引入前，重庆商社由重庆市国资委 100%控股；引入后天津物美和步步高分别持有重庆商社 45%/10%的股份。
2020 年 10 月	更换管理层领导	任命张文中为董事长，他是物美创始人，多点（Dmall Inc.）董事长；何谦为总经理，曾任德国麦德龙 Linden（Giessen）商场管理人员，重庆建设工业（集团）有限责任公司总经理助理、副总经理兼重庆建设摩托股份有限公司销售公司总经理等。
2022 年 8 月	实施股权激励	限制性股票数量约占当时公司总股本的 1.14%，激励对象包括公司高级管理人员和其他核心骨干人员，合计 51 人。
2022 年 12 月	反向吸并母公司重庆商社	拟向渝富资本、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所持母公司重庆商社 100%股权。

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

2020 年 3 月引入战投，协同效应助力公司提质增效。公司当前控股股东为重庆商社集团。2020 年 3 月，重庆商社成功引入物美集团、步步高集团两大战略投资者，完成混合所有制改革。截至 2022 年底，重庆国资委持有重庆商社集团 44.5%股权，物美持有 44.5%股权，步步高持有 9.9%股权。其中物美集团是中国最大、发展最早的现代流通企业之一，步步高集团则是湖南省、广西省零售连锁龙头企业，旗下拥有“步步高”、“南城百货”等连锁品牌。三方联合可以共享业态链、供应链、数智技术等优势资源，协同效应显现，运行效率提升。

2020 年 10 月，公司任命新管理层，加速企业市场化发展。目前，公司董事长为物美与多点的创始人张文中，具有丰富的零售业经营和管理经验。物美集团创立于 1998 年，为我国最大、发展最早的全渠道数字化流通企业之一，而根据弗罗斯特沙利文，截至 2022 年底，多点是亚洲最大的零售云解决方案数字零售服务商。公司副董事长为马上消费金融公司的创始人赵国庆，曾获国家“万人计划”科技创业领军人才，并曾任京东首席战略官，具有扎实的技术基础；公司总经理何谦具有多年零售行业从业经验。

表2：重庆集团管理层情况

姓名	职务	简介
张文中	董事长	物美创始人、多点董事长。南开大学终身校董，南开校友企业家联谊会主席。现任中国商业联合会荣誉主席，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。
赵国庆	副董事长	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。
何谦	董事、总经理	曾任重庆大学科技投资公司董事，德国麦德龙集团 Linden (Giessen) 管理人员，重庆大学经济与工商管理学院市场系主任，重庆建设工业总经理助理、副总经理兼重庆建设摩托股份有限公司销售公司总经理，重庆商社副总经理、总经理、党委书记、董事长，重庆百货大楼股份有限公司党委书记、董事长。现任重庆商社及重庆商社商业管理有限公司联合党委书记，重庆百货大楼股份有限公司总经理。为第五届重庆市委委员，重庆市人民政府第一届第二届决策咨询委员会委员。
赵国庆	副董事长	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。
张潞闽	董事	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，现任物美科技首席投资官、重庆商社有限公司董事，重庆百货大楼股份有限公司董事、董事会审计委员会委员。
杨雨松	董事	曾任华夏证券重庆分公司投资银行部副经理，重庆港九股份有限公司财务部副经理、投资部经理、总经理助理，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。
朱颖	董事	曾任重庆康实律师事务所律师，重庆渝富资产风险合规部高级主管、副部长、部长，重庆渝富控股集团有限公司风险合规部部长，重庆渝富控股集团有限公司业务管理部总经理。现任重庆渝富资本运营集团有限公司副总经理，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。
王填	董事	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。为第十届、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。
陈果	董事会秘书	曾任新世纪百货人力资源部部长、新世纪百货瑞成成都副总经理，重庆百货大楼股份有限公司办公室（党办）主任、董事会办公室主任，重庆百货大楼股份有限公司公共事务部（董事办）总经理。现任重庆百货大楼股份有限公司董事会秘书兼行政总监。

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

2022年8月实施股权激励绑定核心人员，激发员工积极性。2022年8月公司公告向51名高级管理人员和其他核心骨干人员授予463万股限制性股票，占本激励计划公告日公司总股本的1.14%，但考虑到新冠疫情、高温限电等不可抗力影响，公司于2023年1月对公司层面业绩考核目标进行调整，有利于激发员工的积极性，保证公司可持续发展。

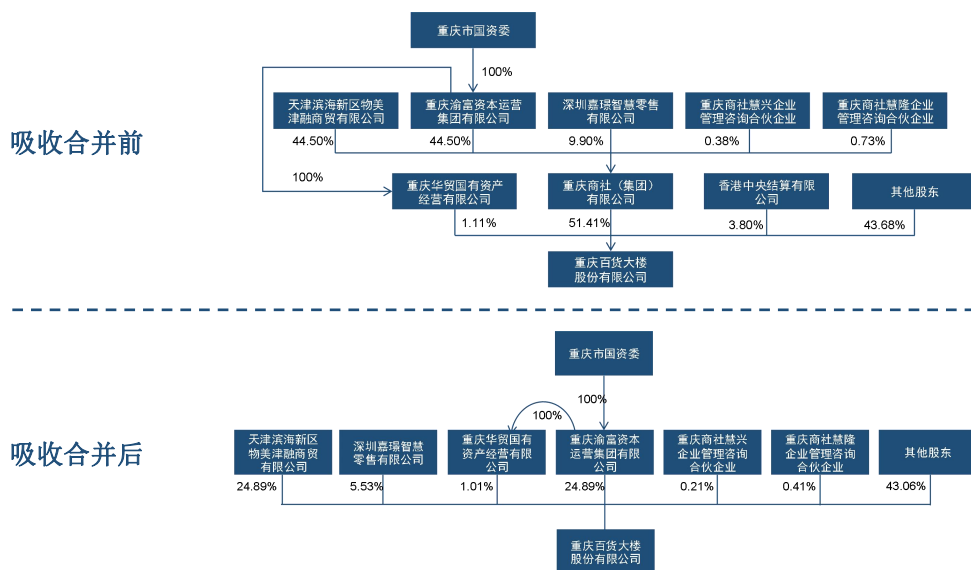
表3：股权激励明细

公司层面考核要求		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%（原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：2024年度净利润增长率不低于15%（原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%。			
个人层面考核要求					
绩效考核分数段	S>=85分	70<=S<85分	60<=S<70分	S<60分	
等级	优秀	良好	待改进	不合格	
解除限售比例	100%	85%	50%	0%	

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理；注：净利润为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，净资产收益率为扣除非经常性损益的加权平均净资产收益率

2022 年底吸并重庆商社母公司持续落实混改成果，优化治理结构。2022 年底公司公告拟向渝富资本、物美津融、深圳步步高、商社慧隆、商社慧兴以发行股份的方式吸收合并所持母公司重庆商社 100%股权，交易价格为 47.17 亿元，发行价格为 18.82 元/股。本次交易完成后，重庆商社的零售业务将实现整体上市，有利于增强上市公司的零售行业市场地位；同时目前公司常年租赁重庆商社旗下办公场地和部分经营场所，混改之后公司可以根据发展需要对自持门店物业开展自主调改，实现优化资产资源配置；而治理机制更为扁平化也助于充分激发运营活力和内生动力。

图8：重庆百货吸收合并前后股权结构

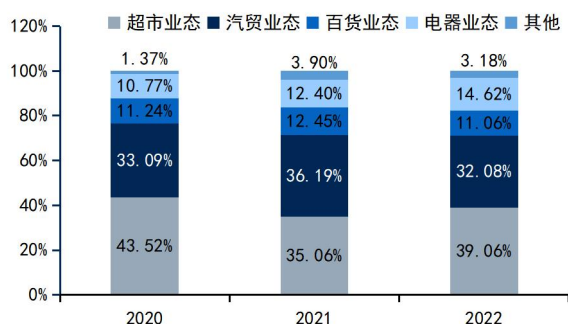


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

四大业态协同并进，零售主业稳步向前

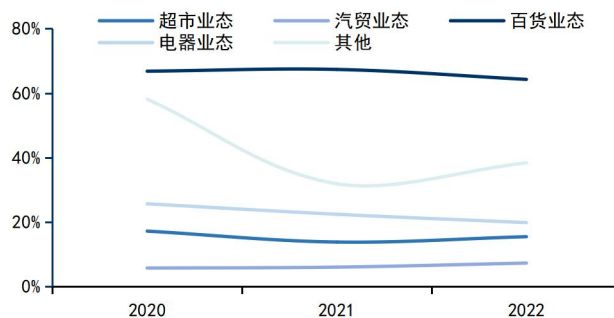
公司主营涉及超市、汽贸、百货、电器，四大零售主业。2022 年公司超市/汽贸/百货/电器分别实现营业收入 65.44/53.74/18.52/24.49 亿元，同比 -3.95%/-23.56%/-23.43%/+1.66%。从结构来看，超市与汽贸业态体量最大但毛利率偏低，2022 年合计主营业务收入占比超过 70%，但毛利占比仅为 40%；百货营收占比较低但毛利较高，2022 年占到主营业务收入比例为 11.06%，但贡献毛利比例高达 36.23%。从趋势来看，2022 年超市/汽贸/百货/电器毛利率分别同比 +1.66%/+1.27%/-3.08%/-2.59pct，超市、汽贸业态毛利率呈上升趋势，盈利结构进一步优化，主要由于公司加强供应链和物流体系建设，库存周转提升、日常经营损耗下降。

图9：重庆百货 2020-2022 年主营业务收入结构



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图10：重庆百货各业态 2020-2022 年毛利率情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

经营门店主要分布于重庆地区。2023 年中报披露，公司共有 288 家门店，主要还是以重庆地区为主，并在当地具有较高的知名度。其中百货业态建筑面积最大，共计 124.27 万平方米；超市业态分布范围最广，合计拥有 157 家门店。2023 年上半年公司持续优化升级业态布局，加快百货和超市门店调改，并于重庆地区新设两家汽贸门店，通过持续进行门店扩张进一步提升自身市占率。

表4：重庆百货门店情况

地区	经营业态	数量	建筑面积（万平方米）
重庆地区	百货业态	42	99.04
重庆地区	超市业态	150	70.10
重庆地区	电器业态	41	15.85
重庆地区	汽贸业态	38	11.49
四川地区	百货业态	8	21.78
四川地区	超市业态	5	2.29
贵州地区	百货业态	1	1.76
湖北地区	百货业态	1	1.69
湖北地区	超市业态	2	0.58
合计		288	224.58

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

多业态具有互动优势，数字化转型加快发展。公司业态涉及超市、汽贸、百货、电器四大业态，各业态之间可以互动互补，有利于公司拓展经营规模、巩固优势地位。同时，公司全面推动四大业态业务数字化，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，有利于加强线上线下融合、拓宽消费场景，跨界整合业态资源、横向联合向上集成供应链。此外，公司也建立了全公司共享会员池搭建精准营销平台，有利于各大业态客户资源共享。

头部持牌机构，马上消费金融贡献高额收益

马上消费金融为一家持有消费金融牌照的科技驱动型金融机构，目前重庆百货持股马上消费金融 31.06%，为第一大股东。于 2015 年正式开业，公司的西南地区龙头零售公司背景可为马上消费金融提供较大流量和低获客成本。2022 年马消贡献投资收益 5.55 亿/yoy+29.5%，占营业利润的 56%；23H1 公司确认马消投资收益 4.18 亿元，占比营业利润 41.65%。

随着行业监管趋严以及业务模式不断成熟，消费金融发展态势不断向好。根据中国银行业协会数据显示，截至 2022 年末，消费金融公司服务客户人数达到 3.38 亿人次，同比增长 18.4%；资产规模及贷款余额分别达到 8844 亿元和 8349 亿元，同比增长均

为 17.5%，高于经济增速和消费增速。根据艾瑞咨询数据，2026 年我国狭义消费贷款余额有望接近 25 亿元，未来三年保持 8%左右增速。

目前我国共有 31 家机构持有消费金融牌照，截至 2022 年底，马上消费金融总资产为 665.1 亿元，位列第 4，实现收入 135.3 亿元/yoy+35.2%，名列第 2，实现净利润 17.9 亿元/yoy+29.3%，名列第 3，整体均名列消费金融公司前茅。

图 11：2015-2026 中国狭义消费信贷余额（万亿元、%）



资料来源：艾瑞咨询、国信证券经济研究所整理

图 12：马上消费金融贡献投资收益及增速（亿元、%）

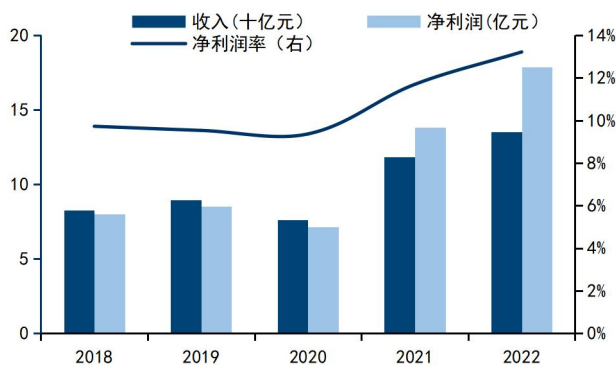


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

目前马上消费金融主营业务主要分成表内贷款息差收入和开放平台业务收入。2022 年公司实现收入 135.30 亿元，同比+14.48%，其中息差业务实现收入 97.85 亿元，同比-6.13%，由于受定价策略调整的影响息差明显收窄，2022 年贷款业务的净息差为 15.78%，同比减少 3.25pct；平台开放业务收入主要来自于相关手续费及佣金，2022 年业绩大幅放量，实现营收 36.65 亿元，同比+178.71%。

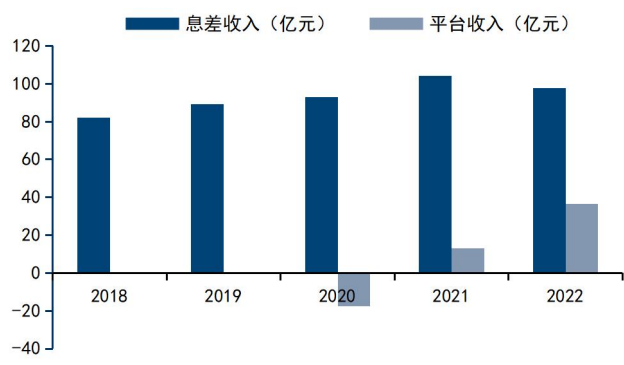
马上消费金融盈利能力大幅提升。2022 年马消共实现净利润 17.88 亿元，净利率为 13.22%，同比提升 1.52pct。一方面由于平台开放业务带来的非利息收入大幅上涨，另一方面自营渠道获客贡献的上升，公司费用投放有所降低。

图 13：马消收入及利润情况



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图 14：马消业务拆分



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理，注：息差业务以利息净收入来表示，平台收入以手续费及佣金净收入来表示

息差业务主要依托安逸花、马上金融、安逸花三项产品，涵盖循环额度、商品分期和信用分期三大产品类别。其中，循环额度为在额度有效期内可以循环使用的贷款；商品分期为纯线上消费贷款产品，主要依托与公司合作的线上线下消费场景进行投放；信用分期为单笔审核单笔放款。

综合来看，马消为重庆百货提供存款服务，而重庆百货为马消提供线上线下消费场景，协同发展助力双方业务拓展。例如，2018 年初，马消与重庆百货携手推出循环额度产品，客户可获得一定的授信额度用于重百电器购买家电；而重庆百货 2022 年将合计 6.70 亿元资金存放在马消中，占其全部货币资金的 27.67%。

表5：马上消费金融主要产品情况

产品	介绍	额度	利率	还款周期
安逸花	循环额度产品，最快 30 秒审批、1 分钟放款	最高 20 万元	年化利率（单利）	多项还款周期
马上金融	纯线上消费贷款产品，随时申请无需抵押，最快 1 分钟放款	最高 20 万元	7.2%-24%，千元借款一年日均利息	多项还款周期
安逸花	循环额度产品，最快 1 分钟放款，凭身份证借款	最高 20 万元	0.11-0.39 元	可分期偿还

资料来源：马上消费金融官网、国信证券经济研究所整理

公司自成立以来就以研发为核心，不断为自身技术实力赋能。目前公司已拥有超 2000 人的技术团队，大数据风控团队超 200 人，自主研发了 1000 余套涵盖消费金融全业务流程、全生命周期的核心技术系统，累计提交发明专利申请 1400 余项，稳居行业首位。公司通过自主研发 Luma 风控系统、G!COLO 智能贷后管理系统、Face X 活体人脸识别技术 2.0 等奠定自身技术壁垒，并不断赋能自有业务发展。今年 8 月底，公司更是正式重磅发布全国首个零售金融大模型“天镜”，意图理解准确率超 9 成，强力推动金融数字化转型。

表6：马上消费金融技术研发情况

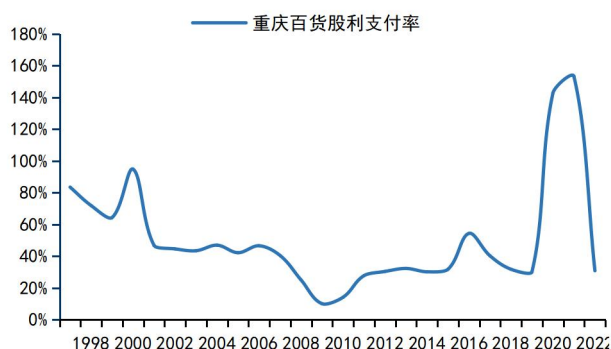
时间	内容
2015	连接央行征信系统
2016	自主研发 Luma 风控系统，首批接入中国互联网金融协会信用信息共享平台
2017	自主研发 G!COLO 智能贷后管理系统、XMA 智能客服系统、Face X 活体人脸识别技术 2.0、自主研发 OCR 系统上线、智能联络中心系统 ICC 陆续
2018	自主研发马上金融云、存量客户风险管理平台（ACMP）1.0 上线，“智慧金融与大数据分析实验室”获批成为省部级重点实验室，同时通过能力成熟度模型集成 CMMI 认证
2019	ASR 技术取得突破，上线流程质检系统、实时智能语音在线质检系统；上线“双寻优”预测外呼算法模型
2020	声纹活体认证系统通过银行卡检测中心（BCTC）检测，国家认证金融级安全标准，人脸识别一体机通过公安部检测中心检测
2022	发明专利破 1000 件，稳居行业首位
2023	发布全国首个零售金融大模型——“天镜”，有汇集智慧、唤醒知识、众创价值、数字分身四大应用场景，表现领先行业

资料来源：马上消费金融官网、国信证券经济研究所整理

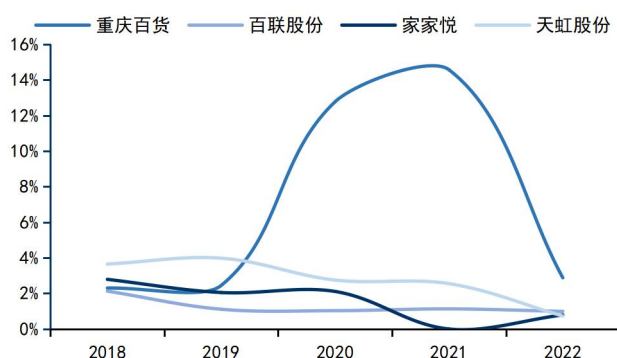
高分红比例+自有物业价值，安全边际凸显

高股息率提高公司安全边际。公司自上市以来连续 25 年现金分红，除 2009、2010 年，现金分红比例均在 20%以上。此外，公司 2020 年和 2021 年现金分红达 14.75 亿元/15.01 亿元，并通过回购股份方式额外增加投资者收益 0.43/2.45 亿元，整体现金分红比例达到 146.88%/178.20%，远超行业平均水平。

公司 2012 年于上交所发布《重庆百货大楼股份有限公司中长期分红规划》，承诺盈利且累计未分配利润为正值时，每年度至少进行一次利润分配，无特殊情况时每年分配利润不少于当年实现的可分配利润 20%，稳定分红的承诺为投资者提供了基础收益保证，提高公司安全边际。

图 15: 重庆百货上市以来股利支付率


资料来源：公司公告、ifind、国信证券经济研究所整理

图 16: 可比公司股息率


资料来源：公司公告、ifind、国信证券经济研究所整理

自有物业地理优势佳，重估资产价值较高。截至 2022 年底，公司共有自有物业面积为 79.36 万平方米，占比 35.1%，较于可比公司来说占比不高，但由于公司大多自有资产处于重庆市步行街核心地段，单位均价较高，有利于提升自身价值。由于公司只披露各大业态营收前十的店铺具体位置信息，因此除上述已知商铺外，其余未知公司自有物业，我们按重庆市平均单价进行预估，因此得出其自有物业价值为 163.22 亿元。

表 7: 重庆百货自有物业一览

业态	地区	名称	地址	面积（万平米）
百货 (含购物中心)	重庆	世纪新都	江北区观音桥建新北路 1 号	6.27
	重庆	万州商都	万州区高笋塘太白路 2 号	3.03
	重庆	瑞成商都	九龙坡区杨家坪商业步行街	3.58
	重庆	重百大楼	重庆市渝中区民权路 2 号	2.78
	重庆	涪陵商都	涪陵区兴华中路 34 号	3.40
	重庆	沙坪商场	沙坪坝区小新街 75#1-7	2.75
	四川	南充商都	南充市顺庆区人民南路 66 号	3.16
		其他		29.99
超市	重庆	世纪新都超市	江北区观音桥建新北路 1 号	0.44
	重庆	江南生活馆超市	南岸区南坪惠工路贝迪龙庭商住楼负 1 层至正 3 层	0.54
	重庆	开州商都超市	开州新城安康中央商务区 7 号地块新世纪百货大楼负一层至第三层	0.60
	重庆	万州商都超市	万州区高笋塘太白路 2 号新世纪百货大楼负 1 层	0.41
	重庆	瑞成商都超市	重庆市九龙坡区杨家坪正街	0.58
		其他		11.06
电器	重庆	重百电器合川店	重庆合川苏家街 25 号 1 幢负 2-1 号第 1、2、3 层	1.22
	重庆	万州商都家电馆	万州区高笋塘太白路 2 号新世纪百货大楼 7 层	0.34
	重庆	凯瑞商都家电馆	沙坪坝渝碛路 50 号负 1 层	0.30
		其他		2.87
汽贸	重庆	百事达华众	重庆市南岸区南湖路 12 号	0.62
	重庆	商社麒兴	重庆市江北区渝澳大道 68 号	0.82
	重庆	商社博瑞	重庆市渝北区人和立交支路 5 号	0.73
	重庆	商社德奥	重庆市经济技术开发区海峡路 300 号	1.09
	重庆	商社飞跃	重庆市九龙坡区龙腾大道 161 号	0.72
	重庆	商社新亚	重庆市高新技术产业开发区九龙园盘龙村五社 113 号	0.36
	重庆	商社睿蓝	重庆市渝中区大坪街道渝中区	0.10
		其他		1.61
自有物业面积（万平米）				79.36
自有物业面积占比				35.05%
自有物业价值（亿元）				163.22

资料来源：公司公告、中国房价行情平台、国信证券经济研究所整理

盈利预测与投资建议

假设前提

我们的盈利预测基于以下假设条件：

收入端，我们分业务进行分拆预测

1) **百货业态**：截至 2023 年中报公司共有百货 52 家，同时 42 家位于重庆，上半年百货业态实现收入 14.26 亿元，同比下滑 3.50%，未来考虑到在疫情后整体线下消费不断复苏回暖，叠加 2022 年下半年因疫情、天气等导致的低基数的影响，同时公司有望通过整合战略资源，调改存量场店，加速获得客流增量，预计 23-25 年营收同比 15.0%/14.0%/10.0%，毛利率不断改善，未来三年预计分别为 66.50%/66.90%/67.10%。

2) **超市业态**：截至 2023H1 公司共有超市网点 157 家，上半年实现营收 38.11 亿元，同比下滑 7.15%，去年疫情期间必选消费品销售良好，未来预计超市业态通过现线上线下一体化，整体收入增长保持平稳提升，预计 23-25 年营收同比 7.5%/6.0%/3.5%，同时供应链变革提高运营效率，自有品牌和精致高端超市的占比提升有望不断拉动毛利率上行，未来三年毛利率预计 15.70%/15.90%/16.00%。

3) **电器业态**：截至 2023H1 公司共有电器业态网点 41 家，上半年实现营收 16.45 亿元，同比增长 15.58%。未来公司将加大下沉市场门店开拓，深化合作战略品牌，通过包销定制和配套服务稳固整体基本盘，并持续拓展新赛道，实现逆势不断增长，预计未来三年营收增速为 16.0%/11.0%/6.0%，毛利率也有望稳步上升，预计为 19.87%/19.92%/19.95%。

4) **汽贸业态**：截至 2023H1 公司共有超市业态网点 38 家，上半年实现收入 31.21 亿元，同比增加 17.14%。未来在巩固整车销售与衍生业务的基础上，拓展大客户特供车、特色加改装与二手车等业务，未来三年营收有望实现增长 14.0%/7.0%/5.0%，毛利率基本处于稳定状态，分别为 7.27%/7.32%/7.40%。

据此推算，公司 23-25 年营收分别为 202.37/217.20/227.62 亿元，同比 10.6%/7.3%/4.8%。具体分拆数据如下表所示：

表8：公司核心假设与盈利预测拆分表

单位（亿元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
总收入	211.24	183.04	202.37	217.20	227.62
YOY	0.22%	-13.35%	10.56%	7.33%	4.80%
毛利率	25.81%	26.11%	26.29%	26.46%	26.68%
百货业态收入	24.19	18.52	21.30	24.28	26.71
YOY	9.49%	-23.43%	15.0%	14.0%	10.0%
毛利率(%)	67.34%	64.25%	66.50%	66.90%	67.1%
业务收入比例(%)	11.45%	10.12%	10.52%	11.18%	11.73%
超市业态收入	68.13	65.44	70.34	74.56	77.17
YOY	-20.37%	-3.95%	7.5%	6.0%	3.5%
毛利率(%)	13.81%	15.47%	15.70%	15.90%	16.00%
业务收入比例(%)	32.25%	35.75%	34.76%	34.33%	33.90%
电器业态收入	24.09	24.49	28.41	31.53	33.43
YOY	13.76%	1.66%	16.0%	11.0%	6.0%
毛利率(%)	22.42%	19.84%	19.87%	19.92%	19.95%
业务收入比例(%)	11.40%	13.38%	14.04%	14.52%	14.69%
汽贸业态收入	70.31	53.74	61.27	65.56	68.83
YOY	8.08%	-23.56%	14.0%	7.0%	5.0%
毛利率(%)	6.03%	7.29%	7.27%	7.32%	7.40%
业务收入比例(%)	33.28%	29.36%	30.27%	30.18%	30.24%
其他收入	24.53	20.85	21.06	21.27	21.48
YOY	45.12%	-14.99%	1.0%	1.0%	1.0%
毛利率(%)	78.20%	81.49%	85%	86%	87%
业务收入比例(%)	11.61%	11.39%	10%	10%	9%

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

费用端：随着公司业绩不断稳健增长规模效应不断凸显，同时国企改革的落实也有利于费用的优化。因此我们预计未来整体费用率不断稳步降低。

同时公司每年能够通过**马上消费金融**获得稳定增长的**投资收益**，2023年上半年贡献4.18亿元，预计未来随着公司科技研发投入成效显现，以及信贷行业的规范优化下，作为头部持牌消费金融机构有望不断受益。预计未来马消收入稳定增长，净利率随着整体技术的提升而不断优化。预计2023-2025年能够给予公司投资收益分别为7.80/8.97/9.78亿元。

表9：马上消费金融盈利预测及拆分

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
收入	118.19	135.30	157.92	179.16	194.05
收入 yoy	55.43%	14.48%	16.72%	13.45%	8.31%
净利润	13.82	17.88	25.11	28.88	31.49
净利润 yoy	94.10%	29.38%	40.45%	15.00%	9.03%
净利率	11.69%	13.22%	15.90%	16.12%	16.23%
重百享有投资收益	4.29	5.55	7.80	8.97	9.78

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

表 10: 未来 3 年盈利预测表

单位 (百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	21124	18304	20237	21720	22762
营业成本	15673	13525	14917	15973	16690
销售费用	3028	2822	3038	3247	3392
管理费用	1100	980	1025	1080	1116
研发费用	38	29	30	33	34
财务费用	143	135	29	25	31
投资收益	438	596	780	897	978
营业利润	1118	998	1597	1764	1973
利润总额	1132	1000	1611	1774	1981
归属于母公司净利润	980	883	1402	1541	1721

数据来源: Wind、国信证券经济研究所预测

综上, 预计公司 23-25 年营业收入分别为 202. 37/217. 20/227. 62 亿元, 归母净利润为 14. 02/15. 41/17. 21 亿元, EPS 为 3. 45/3. 79/4. 23 元/股。

盈利预测的敏感性分析

由于公司业务种类较多, 此处我们采用中性、谨慎和乐观情境下公司的利润水平, 其中主要变量为收入增速和毛利率。其中 2023-2025 年乐观场景下营收增速提高 0. 5%, 毛利率提升 0. 5pct; 悲观情况下营收增速降低 0. 5%, 毛利率降低 0. 5pct, 敏感性测试结果如下表所示:

表 11: 盈利预测的敏感性分析

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
乐观预测					
营业收入(百万元)	21, 124	18, 304	20, 329	21, 920	23, 081
(+/-%)	0. 2%	-13. 4%	11. 1%	7. 8%	5. 3%
净利润(百万元)	980	883	1495	1649	1843
(+/-%)	-5. 2%	-9. 8%	69. 2%	10. 3%	11. 8%
摊薄 EPS	2. 41	2. 17	3. 68	4. 06	4. 53
中性预测					
营业收入(百万元)	21, 124	18, 304	20, 237	21, 720	22, 762
(+/-%)	0. 2%	-13. 4%	10. 6%	7. 3%	4. 8%
净利润(百万元)	980	883	1402	1541	1721
(+/-%)	-5. 2%	-9. 8%	58. 7%	10. 0%	11. 7%
摊薄 EPS	2. 41	2. 17	3. 45	3. 79	4. 23
悲观预测					
营业收入(百万元)	21, 124	18, 304	20, 146	21, 521	22, 446
(+/-%)	0. 2%	-13. 4%	10. 1%	6. 8%	4. 3%
净利润(百万元)	980	883	1309	1436	1603
(+/-%)	-5. 2%	-9. 8%	48. 2%	9. 7%	11. 6%
摊薄 EPS	2. 41	2. 17	3. 22	3. 53	3. 94

数据来源: Wind、国信证券经济研究所预测

估值与投资建议

考虑公司的业务特点，我们采用绝对估值和相对估值两种方法来估算公司的合理价值区间。

绝对估值：160.1–185.9 亿元

我们采用 FCFF 估值法对公司进行绝对估值，首先分别对公司的盈利预测和资本成本要素进行假设：

1、盈利预测的假设

未来 10 年估值假设条件见下表：如前文所述，公司受益于疫后线下消费复苏，核心主业收入端实现恢复性增长，同时毛利率也有望不断恢复至疫情前水平。同时在国企改革的落实下，随着公司机制的不断优化，也有利于费用水平的稳步下行。此外，马上消费金融在行业健康规范化发展之下，头部持牌优势有望不断显现。

表 12：公司盈利预测假设条件（%）

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E
营业收入增长率	-38.97%	0.22%	-13.35%	10.56%	7.33%	4.80%	0.50%	0.50%	0.50%	0.50%	0.50%	0.50%
营业成本/营业收入	74.29%	74.19%	73.89%	73.71%	73.54%	73.32%	73.30%	73.30%	73.30%	73.30%	73.30%	73.30%
管理费用/营业收入	5.06%	5.12%	5.30%	5.03%	4.94%	4.87%	4.87%	4.87%	4.87%	4.87%	4.87%	4.87%
研发费用/营业收入	0.01%	0.18%	0.16%	0.15%	0.15%	0.15%	0.15%	0.15%	0.15%	0.15%	0.15%	0.15%
销售费用/销售收入	15.41%	14.34%	15.42%	15.01%	14.95%	14.90%	14.90%	14.90%	14.90%	14.90%	14.90%	14.90%
营业税及附加/营业收入	0.80%	1.02%	1.04%	1.00%	1.00%	1.00%	1.00%	1.00%	1.00%	1.00%	1.00%	1.00%
所得税税率	13.93%	10.27%	9.53%	11.00%	11.00%	11.00%	11.00%	11.00%	11.00%	11.00%	11.00%	11.00%
股利分配比率	35.48%	154.68%	178.70%	50.00%	50.00%	50.00%	50.00%	50.00%	50.00%	50.00%	50.00%	50.00%

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

2、资本要素的假设

资本成本要素假设方面：无杠杆 beta 系数采用 0.95；无风险利率取 10 年期国债收益率 2.61%；股票风险溢价 5.5%；债务成本采用 5 年以上人民币贷款基准利率 4.90%，由此计算得出公司的 WACC 为 7.95%。

表 13：资本成本假设

无杠杆 Beta	0.95	T	11.00%
无风险利率	2.61%	Ka	7.84%
股票风险溢价	5.50%	有杠杆 Beta	1.05
公司股价	33.4	Ke	8.36%
发行在外股数	407	E/(D+E)	89.88%
股票市值(E)	13578	D/(D+E)	10.12%
债务总额(D)	1528	WACC	7.95%
Kd	4.90%	永续增长率（10年后）	0.5%

资料来源：wind，国信证券经济研究所假设，注：股价采用 9 月 7 日收盘价

该绝对估值相对于 WACC 和永续增长率较为敏感，下表为敏感性分析。

表 14: 绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析

		WACC 变化				
		7.0%	7.5%	7.95%	8.5%	9.0%
永续 增长 率变 化	0.9%	49.90	46.39	43.38	40.77	38.49
	0.7%	49.03	45.67	42.78	40.27	38.07
	0.5%	48.20	44.99	42.22	39.79	37.66
	0.3%	47.42	44.35	41.68	39.34	37.28
	0.1%	46.69	43.74	41.17	38.91	36.91

资料来源: Wind、国信证券经济研究所分析

按以上分析, 并采用 FCFF 估值法对公司进行绝对估值及对应敏感性分析, 我们最终得出公司合理估值区间为 39.34 元/股-45.67 元/股, 中值为 42.22 元/股, 对应公司总市值为 160.1-185.9 亿元, 中值为 171.8 亿元。

相对估值: 151.4-161.9 亿元

我们选取与公司同样主营业务为百货、超市为主的上市公司作为可比公司, 主要包括百联股份、家家悦、天虹股份。考虑到公司归母净利润中有较大一部分为马消的投资收益, 因此我们在进行相对估值时将其进行剔除。2022 年我们剔除马消投资收益和非经损益后得主营归母净利润 2.40 亿元, 23H1 我们将马消的投资收益和登康口腔公允价值变动 0.97 亿元扣除后, 归母净利润约为 3.92 亿元。

剔除非主营投资收益后的重庆百货主业及三家可比公司相关财务数据如下表所示: 公司整体收入和毛利率水平平均处于可比公司中游。在剔除马消投资收益和公允价值变动后, 2022 年整体净利率为中等水平, 但 23H1 由于公司通过率先复苏, 业绩实现较快恢复, 归母净利润和净利率均处于领先水平。

表 15: 可比公司财务数据

		重庆百货	百联股份	家家悦	天虹股份
2022 年	营收 (亿)	183.04	322.69	181.84	121.25
	yoy	-13.40%	-6.87%	4.31%	-1.17%
	归母净利润 (亿)	2.40	6.84	0.54	1.20
	yoy	-51.54%	-9.06%	118.42%	-48.26%
	毛利率	26.11%	24.94%	23.25%	36.81%
	净利率	1.31%	1.90%	0.10%	0.99%
2023H1	营收 (亿)	101.55	163.32	90.91	62.32
	yoy	2.55%	-4.54%	-3.07%	0.01%
	归母净利润 (亿)	3.92	3.28	1.84	2.15
	yoy	12.82%	381.72%	6.13%	34.06%
	毛利率	25.92%	26.56%	24.09%	37.94%
	净利率	3.86%	1.95%	2.00%	3.43%

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理, 注: 重庆百货归母净利润为剔除马消投资收益后的扣非归母净利润, 净利率=扣除马消投资收益后的扣非归母净利润/营业收入

从可比公司估值情况来看, 可比公司 23-25 年平均 PE 水平为 26.83/22.34/18.77 倍, 根据上文收入拆分预测马消在 2023-2025 年贡献投资收益 7.80/8.97/9.78 亿元, 同时登康口腔上半年上市给公司 2023 年带来公允价值变动收益 0.97 亿元, 我们假设 2024-2025 年该部分价值不变, 得到公司主营业务归母净利润 23-25 年分别为 5.25/6.44/7.42 亿元。我们给予零售主业部分 2023 年估值 26-28x, 对应市值 136.5-147.0 亿元。

公司持股的马上消费金融市值计算我们主要参考 2018 年公司最近一轮对此增资

时的估值。2018 年公司第三轮增资马上消费金融 6.34 亿元，对应股本 5.66 亿股，计算每股价值 1.12 元/股，增资后马消总股本 40 亿股，计算融资后公司总价值 44.8 亿。由于公司共计持股 31.06%，对应持股价值 13.92 亿元。此外，公司持股登康口腔 1.74%股份，对应最新其市值价值 0.98 亿元。因此，合计公司市值区间 151.4-161.9 亿元，中值 156.65 亿元。

最终我们综合考虑绝对估值及相对估值，给予公司市值 156.7-171.8 亿元，对应价格 38.5-42.2 元/股，对应 9 月 7 日收盘价还有 15.2%-26.4%上行空间。首次覆盖，给予“增持”评级。

表 16: 可比公司盈利预测及估值情况

代码	公司简称	股价	总市值	EPS				PE			
		2023/9/7	亿元	22A	23E	24E	25E	22A	23E	24E	25E
600729.SH	重庆百货	33.40	135.78	2.17	3.26	3.63	4.05	10.88	10.23	9.20	8.24
可比公司:											
600827.SH	百联股份	11.31	189.17	0.38	0.37	0.44	0.54	31.60	30.23	25.49	20.87
603708.SH	家家悦	11.67	75.54	0.09	0.43	0.53	0.63	141.71	27.45	21.91	18.59
002419.SZ	天虹股份	5.81	67.91	0.10	0.25	0.30	0.34	66.96	22.79	19.63	16.86
平均值								80.09	26.83	22.34	18.77

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理; 以上均为 Wind 一致预期

投资建议:

重庆百货作为西南地区零售公司龙头，随着线下消费逐步复苏，公司四大主营业务的业绩也有望迎来恢复性增长，同时公司拟吸并母公司重庆商社，将进一步深化国企改革，充分激发企业经营活力，为未来公司在收入端开辟新增长点和利润端的降本增效带来持续助力。而旗下持股的马上消费金融也有望凭借自身强劲科技实力以及持牌优势，为公司持续贡献高额收益。我们预计公司 2023-2025 年归母净利润为 14.02/15.41/17.21 亿元，EPS 为 3.45/3.79/4.23 元/股，综合考虑绝对及相对估值，给予公司市值 156.7-171.8 亿元，对应价格 38.5-42.2 元/股，对应 9 月 7 日收盘价还有 15.2%-26.4%上行空间。首次覆盖，给予“增持”评级。

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E	利润表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	3547	2421	3000	4000	5000	营业收入	21124	18304	20237	21720	22762
应收款项	350	377	388	417	437	营业成本	15673	13525	14917	15973	16690
存货净额	2543	2297	2424	2596	2710	营业税金及附加	215	190	202	217	228
其他流动资产	886	1184	1113	1195	1252	销售费用	3028	2822	3038	3247	3392
流动资产合计	7327	6279	6926	8207	9399	管理费用	1100	980	1025	1080	1116
固定资产	2888	3283	3129	2956	2843	研发费用	38	29	30	33	34
无形资产及其他	194	183	176	169	161	财务费用	143	135	29	25	31
投资性房地产	4709	4418	4418	4418	4418	投资收益	438	596	780	897	978
长期股权投资	2579	3041	3541	4091	4691	资产减值及公允价值变动	(292)	(287)	(200)	(300)	(300)
资产总计	17698	17204	18190	19841	21512	其他收入	7	37	(7)	(10)	(11)
短期借款及交易性金融负债	732	1557	1528	1934	2437	营业利润	1118	998	1599	1764	1973
应付款项	3426	3127	3354	3591	3749	营业外净收支	14	2	14	10	9
其他流动负债	3900	3734	3855	4123	4303	利润总额	1132	1000	1613	1774	1982
流动负债合计	8058	8418	8737	9649	10489	所得税费用	116	95	177	195	218
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	少数股东损益	36	21	34	38	42
其他长期负债	3723	3542	3491	3440	3389	归属于母公司净利润	980	883	1402	1541	1721
长期负债合计	3723	3542	3491	3440	3389	现金流量表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
负债合计	11782	11960	12228	13089	13878	净利润	980	883	1402	1541	1721
少数股东权益	119	88	105	124	145	资产减值准备	(110)	30	(17)	(24)	(16)
股东权益	5797	5157	5857	6628	7489	折旧摊销	675	239	378	405	437
负债和股东权益总计	17698	17204	18190	19841	21512	公允价值变动损失	292	287	200	300	300
关键财务与估值指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E	财务费用	143	135	29	25	31
每股收益	2.41	2.17	3.45	3.79	4.23	营运资本变动	(230)	(403)	211	150	79
每股红利	3.73	3.88	1.72	1.90	2.12	其它	90	(47)	34	43	37
每股净资产	14.26	12.68	14.41	16.30	18.42	经营活动现金流	1697	990	2208	2414	2558
ROIC	17.40%	14.64%	23%	24%	23%	资本开支	0	(367)	(400)	(500)	(600)
ROE	16.90%	17.13%	24%	23%	23%	其它投资现金流	412	0	0	0	0
毛利率	26%	26%	26%	26%	27%	投资活动现金流	(17)	(829)	(900)	(1050)	(1200)
EBIT Margin	5%	4%	5%	5%	6%	权益性融资	0	61	0	0	0
EBITDA Margin	8%	5%	7%	7%	8%	负债净变化	0	0	0	0	0
收入增长	0%	-13%	11%	7%	5%	支付股利、利息	(1516)	(1579)	(701)	(771)	(861)
净利润增长率	-5%	-10%	59%	10%	12%	其它融资现金流	(254)	1809	(29)	406	503
资产负债率	67%	70%	68%	67%	65%	融资活动现金流	(3285)	(1287)	(729)	(364)	(358)
股息率	11.2%	11.6%	5.2%	5.7%	6.3%	现金净变动	(1605)	(1126)	579	1000	1000
P/E	13.9	15.4	9.7	8.8	7.9	货币资金的期初余额	5152	3547	2421	3000	4000
P/B	2.3	2.6	2.3	2.0	1.8	货币资金的期末余额	3547	2421	3000	4000	5000
EV/EBITDA	14.5	25.6	18.4	16.9	15.8	企业自由现金流	0	156	1102	1095	1075
						权益自由现金流	0	1965	1048	1479	1550

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数 20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数 10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
	行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032