

重庆百货（600729.SH）

零售主业发展稳定向好，经营效率稳步提升

增持

核心观点

参股 31.06%的马上消费金融股份有限公司贡献投资收益下滑，整体零售主业经营仍持续向好。公司前三季度实现营收 147.78 亿元/yoy+1.86%；归母净利 11.28 亿元/yoy+36.94%。单 Q3 实现营收 46.23 亿元/yoy+0.36%；实现归母净利 2.22 亿元/yoy-9.78%，其中对联营企业和合营企业的投资收益为 0.75 亿元，同比下降 47%，预计主要为参股公司马上消费金融提高拨备率致投资收益减少。剔除投资收益公司归母净利为 1.47 亿元，同比增长 32%，公司整体零售主业经营仍持续向好。

分业态看，单三季度百货业态实现营收 5.34 亿元/yoy+9.67%，毛利率 74.17%/yoy+2.51pct，依托重庆地区的消费快速恢复，以及主动减少低毛利产品占比，带动百货业态收入和毛利率均提升明显；超市业态实现营收 17.27 亿元/yoy-10.16%，由于去年高基数的影响导致收入有所下滑，但毛利率大幅提升 6.84pct，主要由于公司优化供应链并主动调整产品结构；电器业态实现营业收入 7.27 亿元/yoy+17.64%，毛利率为 22.27%/yoy+2.22pct，公司加大促销力度，带动收入实现较快增长；汽贸业态实现营业收入 15.80 亿元/yoy+9.85%，毛利率有所下滑，主要由于汽车市场整体竞争压力较大。

毛利率大幅增长，整体费用率呈现下降趋势。单三季度公司毛利率/净利率分别同比+2.48pct/-0.70pct；各业态毛利率的提升带动整体毛利率上行。单 Q3 公司销售/管理费用率分别为 14.26%/4.44%，同比-1.33pct/+0.83pct，公司持续推进改革工作，带动降本增效，整体费用率呈现下降趋势。

营运能力保持稳定，现金流量表现良好。公司前三季度存货周转天数/应收账款周转天数分别为 58/5 天，均同比增加 1 天，整体营运能力保持稳定。现金流方面，公司前三季度经营性现金流净额 15.86 亿元/yoy+36.20%，主要由于公司经营资金和用以货款结算的银行承兑票据增加，结算账期延长。

风险提示：宏观环境风险，改革进度不及预期，行业竞争加剧。

投资建议：依托重庆地区消费需求的快速复苏，公司整体零售主业增长良好，同时供应链和管理结构优化，促进公司经营效率不断提升。马上消费金融单三季度由于提高拨备率导致利润有所承压，但自身强劲科技实力以及持牌优势未变，未来有望为公司持续贡献收益。考虑到马上消费金融业务结构调整，预计对公司投资收益带来一定影响，我们略下调公司 23-25 年归母净利润至 13.37/15.13/16.85（原值为 14.02/15.41/17.21）亿元，维持“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	1337	1513	1685
(+/-%)	-5.2%	-9.8%	51.3%	13.2%	11.4%
每股收益(元)	2.41	2.17	3.29	3.72	4.15
EBIT Margin	5.1%	4.1%	5.5%	6.0%	6.0%
净资产收益率(ROE)	16.9%	17.1%	22.8%	22.7%	22.3%
市盈率(PE)	11.5	12.8	8.4	7.4	6.7
EV/EBITDA	13.2	23.3	15.7	14.2	13.9
市净率(PB)	1.94	2.18	1.92	1.69	1.49

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

021-60933168

zhangjh@guosen.com.cn

S0980517070001

证券分析师：孙乔容若

sunqiaorongruo@guosen.com.cn

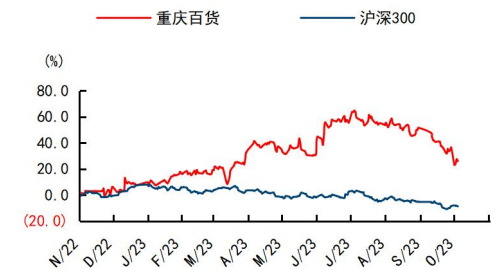
n

S0980523090004

基础数据

投资评级	增持(维持)
合理估值	
收盘价	27.41 元
总市值/流通市值	11143/11013 百万元
52 周最高价/最低价	36.47/20.22 元
近 3 个月日均成交额	61.93 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

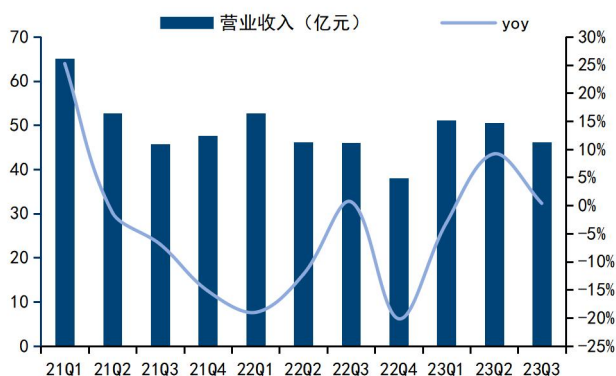
相关研究报告

《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》——2023-09-12

参股公司马上消费金融贡献投资收益下滑，带动单三季度归母净利有所承压。公司前三季度实现营业收入 147.78 亿元，同比增长 1.86%；实现归母净利润 11.28 亿元，同比增长 36.94%。单三季度实现营业收入 46.23 亿元，同比增长 0.36%；实现归母净利润 2.22 亿元，同比下降 9.78%，其中对联营企业和合营企业的投资收益为 0.75 亿元，同比下降 47%，预计主要为参股公司马上消费金融提高拨备率导致整体利润减少。剔除该投资收益后公司归母净利为 1.47 亿元，同比增长 32%，公司整体零售主业经营仍持续向好。

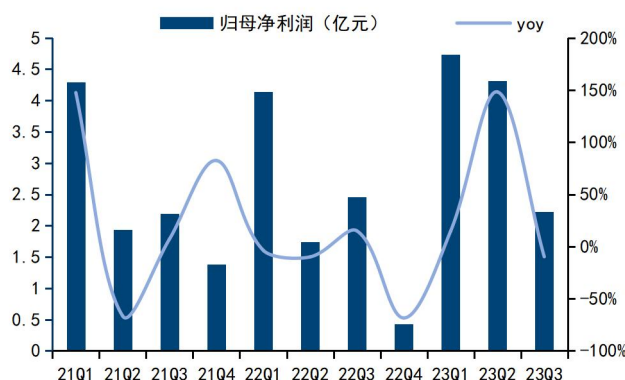
分业态看，单三季度百货业态实现营收 5.34 亿元/yoy+9.67%，毛利率 74.17%/yoy+2.51pct，依托重庆地区的消费快速恢复，以及主动减少低毛利产品占比，带动百货业态收入和毛利率均提升明显；超市业态实现营收 17.27 亿元/yoy-10.16%，由于去年高基数的影响导致收入有所下滑，但毛利率大幅提升 6.84pct，主要由于公司优化供应链并主动调整产品结构；电器业态实现营业收入 7.27 亿元/yoy+17.64%，毛利率为 22.27%/yoy+2.22pct，公司加大促销力度，带动收入实现较快增长；汽贸业态实现营业收入 15.80 亿元/yoy+9.85%，毛利率有所下滑，主要由于汽车市场整体竞争压力较大。

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

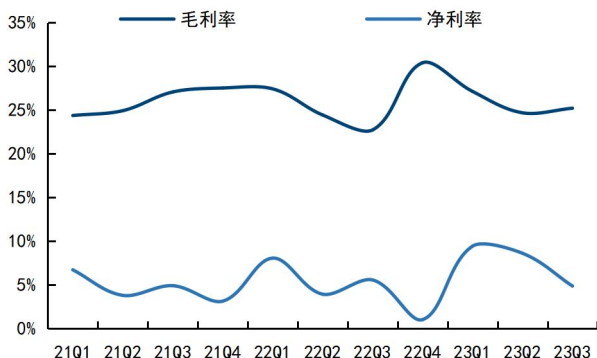
图2：公司单季度归母净利润情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

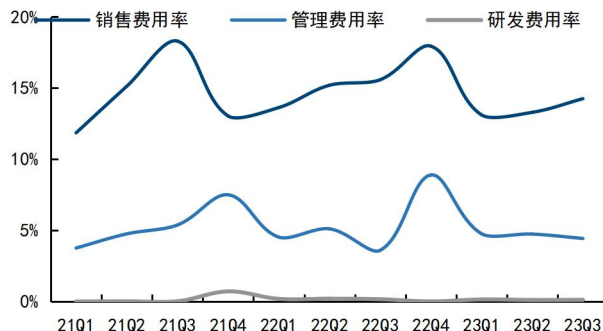
盈利能力方面，单三季度公司毛利率/净利率分别为 25.21%/4.88%，同比+2.48pct/-0.70pct；各业态毛利率的提升带动整体毛利率上行。单 Q3 公司销售/管理费用率分别为 14.26%/4.44%，同比-1.33pct/+0.83pct，公司持续推进改革工作，带动降本增效，整体费用率呈现下降趋势。

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

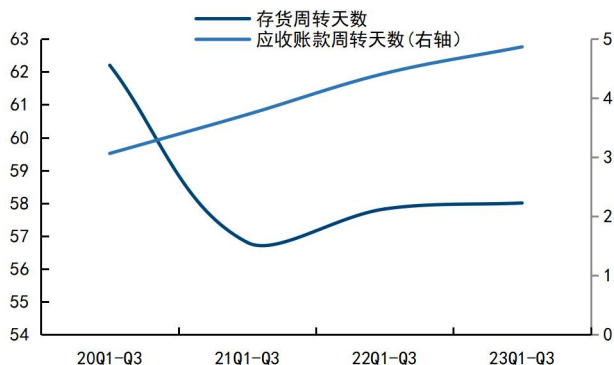
图4：公司单季度费用率情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

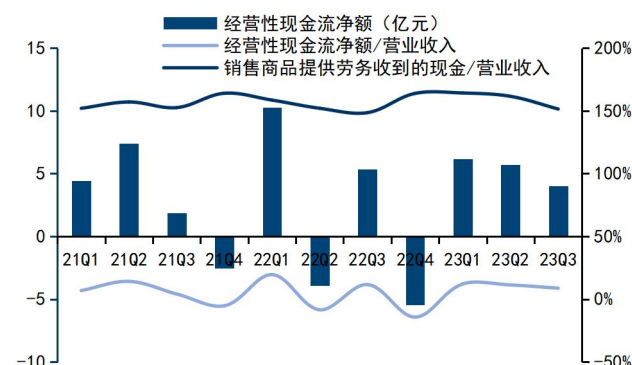
营运能力和现金流方面，公司前三季度存货周转天数为 58 天，同比增加 1 天；应收账款周转天数为 5 天，同比增加 1 天，整体营运能力保持稳定。**现金流方面**，公司前三季度经营性现金流净额 15.86 亿元，同比增加 36.20%，主要由于公司收到的销货款等经营资金增加，并得益于用以贷款结算的银行承兑票据使用的增加，延长了结算账期。

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

投资建议：

依托重庆地区消费需求的快速复苏，公司整体零售主业增长良好，同时供应链能力和管理结构优化，促进公司经营效率不断提升。马上消费金融单三季度由于提高拨备率导致利润有所承压，但自身强劲科技实力以及持牌优势未变，未来有望不断为公司持续贡献高额收益。考虑到马上消费金融业务结构调整，预计对公司投资收益带来一定影响，我们略下调公司 2023-2025 年归母净利为 13.37/15.13/16.85（原值为 14.02/15.41/17.21）亿元，维持“增持”评级。

表1：盈利预测主要调整项

	现值	2023 原值	现值	2024 原值	原因
投资收益	6.1 亿	7.8 亿	7.3 亿	8.97 亿	考虑到参股公司马上消费金融提到拨备率，导致今年投资收益低于预期，未来凭借自身技术优势仍保持稳健增长。
管理费用率	6.01%	5.03%	5.91%	4.94%	考虑公司今年正处于改革调整期，相关管理费用率有所上行，明年规模效应影响带来下降。

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

表2：可比公司估值表

代码	公司简称	股价 (2023-11-1)	总市值 亿元	EPS				PE				ROE (%) (22A)	PEG (23E)	投资 评级
				22A	23E	24E	25E	22A	23E	24E	25E			
600729.SH	重庆百货	27.71	113	2.17	3.29	3.72	4.15	10.88	8.43	7.45	6.68	17.13	0.16	增持
600827.SH	百联股份	10.30	172	0.38	0.39	0.51	0.64	31.60	26.17	20.03	16.21	3.89	7.30	增持

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

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	14864	15887	16614
存货净额	2543	2297	2416	2582	2698	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	2807	3000	3180
流动资产合计	7327	6279	6917	8193	9386	管理费用	1100	980	1224	1291	1350
固定资产	2888	3283	3129	2956	2843	研发费用	38	29	20	22	23
无形资产及其他	194	183	176	169	161	财务费用	143	135	29	26	29
投资性房地产	4709	4418	4418	4418	4418	投资收益	438	596	610	730	870
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	18181	19827	21499	其他收入	7	37	3	1	0
短期借款及交易性金融负债	732	1557	1541	1926	2380	营业利润	1118	998	1524	1731	1931
应付款项	3426	3127	3342	3572	3732	营业外净收支	14	2	14	10	9
其他流动负债	3900	3734	3837	4098	4292	利润总额	1132	1000	1538	1741	1940
流动负债合计	8058	8418	8720	9595	10404	所得税费用	116	95	169	192	213
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	少数股东损益	36	21	33	37	41
其他长期负债	3723	3542	3491	3440	3389	归属于母公司净利润	980	883	1337	1513	1685
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	12211	13035	13793	净利润	980	883	1337	1513	1685
少数股东权益	119	88	105	125	147	资产减值准备	(110)	30	(17)	(24)	(16)
股东权益	5797	5157	5865	6667	7560	折旧摊销	675	239	378	405	437
负债和股东权益总计	17698	17204	18181	19827	21499	公允价值变动损失	292	287	200	300	300
						财务费用	143	135	29	26	29
关键财务与估值指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E	营运资本变动	(230)	(403)	191	140	94
每股收益	2.41	2.17	3.29	3.72	4.15	其它	90	(47)	35	43	38
每股红利	3.73	3.88	1.55	1.75	1.95	经营活动现金流	1697	990	2123	2377	2538
每股净资产	14.26	12.68	14.43	16.40	18.60	资本开支	0	(367)	(400)	(500)	(600)
ROIC	17.40%	14.64%	25%	27%	24%	其它投资现金流	412	0	0	0	0
ROE	16.90%	17.13%	23%	23%	22%	投资活动现金流	(17)	(829)	(900)	(1050)	(1200)
毛利率	26%	26%	27%	27%	27%	权益性融资	0	61	0	0	0
EBIT Margin	5%	4%	6%	6%	6%	负债净变化	0	0	0	0	0
EBITDA Margin	8%	5%	7%	8%	8%	支付股利、利息	(1516)	(1579)	(628)	(711)	(792)
收入增长	0%	-13%	11%	7%	5%	其它融资现金流	(254)	1809	(15)	384	454
净利润增长率	-5%	-10%	51%	13%	11%	融资活动现金流	(3285)	(1287)	(644)	(327)	(338)
资产负债率	67%	70%	68%	66%	65%	现金净变动	(1605)	(1126)	579	1000	1000
股息率	13.5%	14.0%	5.6%	6.3%	7.0%	货币资金的期初余额	5152	3547	2421	3000	4000
P/E	11.5	12.8	8.4	7.4	6.7	货币资金的期末余额	3547	2421	3000	4000	5000
P/B	1.9	2.2	1.9	1.7	1.5	企业自由现金流	0	156	1166	1205	1148
EV/EBITDA	13.2	23.3	15.7	14.2	13.9	权益自由现金流	0	1965	1124	1566	1576

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