

重庆百货（600729.SH）

零售主业持续调改升级，盈利能力不断提升

优于大市

核心观点

受宏观环境影响 2024 年营收下滑，剔除马消影响后零售主业利润保持稳定。

公司 2024 年实现营收 171.39 亿/yoy-9.75%；归母净利润 13.15 亿/yoy+0.46%。同时每 10 股派发现金红利 13.6216 元（含税）。公司 2024 年对联营及合营企业投资收益 7.08 亿/yoy+15.10%，基本全部来自于马消投资收益。扣除马上消费金融后零售主业利润基本持平。

分行业看，百货业态实现收入 17.70 亿/yoy-12.16%，毛利率减少 2.10pct 至 63.89%，主要系行业竞争加剧影响。超市业态实现收入 61.64 亿/yoy-0.31%，门店调改推进降本增效，营收维稳。电器业态受益于国补政策实现收入 33.03 亿/yoy+12.85%，促销导致毛利率减少 0.89pct 至 18.88%。汽贸业态实现收入 42.88 亿/yoy-29.51%，主要受燃油车价格战及新能源汽车品牌太少冲击，但通过“有利润的营收”策略，毛利率逆势提升 0.62pct 至 6.87%。**分地区看**，重庆地区 2024 年实现营收 154.69 亿/yoy-10.22%，毛利率提升 0.51pct 至 19.83%，整体受消费疲软拖累。四川地区实现营收 2.50 亿/yoy-14.13%。湖北地区实现营收 0.03 亿/yoy-92.23%，毛利率降低 15.02pct 至 3.68%，业务收缩明显，战略重心回归川渝。

2025 年一季度受公允价值变动及投资收益影响利润保持增长。2025Q1 实现营收 42.76 亿/yoy-11.85%；归母净利润 4.75 亿/yoy+9.23%；登康口腔公允价值变动带动利润提升，公允价值变动实现 3061 万，去年同期亏损 2086 万。同时公司对联营及合营企业投资收益 1.81 亿/yoy+9.4%。

盈利能力持续优化。盈利能力方面，2024 年公司毛利率/净利率分别同比+0.83/+0.78pct；2025Q1 毛利率/净利率分别同比+1.44/+2.20pct，主要系调改后产品结构优化推动下，盈利能力持续提升。**费用率方面**，2024 年销售/管理/研发费用率分别同比+1.09/-0.73/-0.06pct；2025Q1 公司销售/管理/研发费用率分别同比+0.98/+0.50/-0.10pct，销售费用率受加大营销而有所提升。整体营运能力与现金流情况维持基本稳定。

风险提示：宏观环境风险，销量增加不及预期，行业竞争加剧。

投资建议：公司在 2024 年面临行业竞争加剧及消费疲软压力下，通过业态调改融合及降本增效实现经营韧性。并通过多业态协同发展持续巩固区域零售龙头地位。考虑到公司正在积极调改零售主业，业绩有望进一步回暖，同时马上消费金融有望持续贡献稳定收益，我们上调公司 2025-2026 年归母净利润至 13.84/14.34（原值为 13.23/13.98）亿，并新增 2027 年为 14.70 亿，对应 PE 为 10/10/10 倍，维持“优于大市”评级。

盈利预测和财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	18,985	17,139	17,670	18,063	18,327
(+/-%)	3.7%	-9.7%	3.1%	2.2%	1.5%
净利润(百万元)	1315	1315	1384	1434	1470
(+/-%)	48.8%	-0.0%	5.2%	3.6%	2.5%
每股收益(元)	3.23	2.98	3.14	3.25	3.34
EBIT Margin	6.0%	6.1%	6.3%	6.8%	6.8%
净资产收益率(ROE)	21.1%	17.6%	16.9%	16.0%	15.1%
市盈率(PE)	9.8	10.6	10.1	9.8	9.5
EV/EBITDA	18.6	15.6	17.4	15.9	15.7
市净率(PB)	2.07	1.87	1.70	1.56	1.44

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

证券分析师：孙乔容若
021-60375463
sunqiaorongruo@guosen.com.cn
S0980517070001
S0980523090004

证券分析师：柳旭
0755-81981311
liuxu1@guosen.com.cn
S0980522120001

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	31.75 元
总市值/流通市值	13987/6071 百万元
52 周最高价/最低价	36.20/16.91 元
近 3 个月日均成交额	204.22 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）-2024 上半年业绩有所承压，短期因素扰动影响较大》——2024-07-11
《重庆百货（600729.SH）-零售主业持续稳健发展，降本增效优化盈利水平》——2024-05-01
《重庆百货（600729.SH）-2023 年业绩预告增长 42%-55%，混改标杆持续释放经营效益》——2024-01-17
《重庆百货（600729.SH）-零售主业发展稳定向好，经营效率稳步提升》——2023-11-03
《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

公司 2024 年实现营收 171.39 亿/yoy-9.75%；归母净利润 13.15 亿/yoy+0.46%；扣非归母净利润 12.28 亿/yoy+8.76%。单 Q4 实现营收 41.35 亿/yoy-1.72%；归母净利润 3.92 亿/yoy+109.66%；扣非归母净利润 3.26 亿/yoy+199.79%。同时公司每 10 股派发现金红利 13.622 元（含税）。从马消来看，公司 2024 年对联营及合营企业投资收益 7.08 亿元，同比增长 15.10%，基本全部来自于马消投资收益。扣除马上消费金融后零售主业利润基本持平。

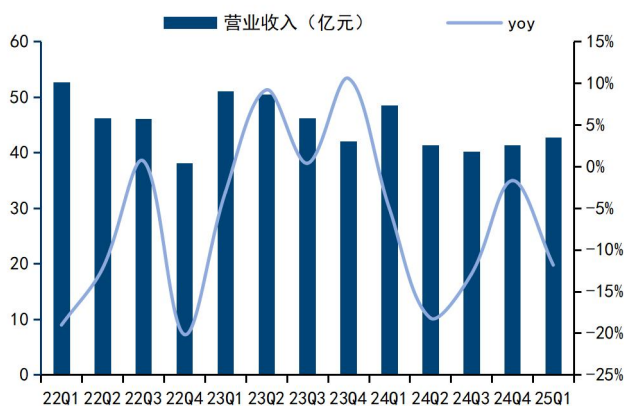
分行业看，百货业态实现收入 17.70 亿/yoy-12.16%，毛利率减少 2.10pct 至 63.89%，主要系行业竞争、同质化竞争加剧影响收入下降。超市业态实现收入 61.64 亿/yoy-0.31%，毛利率减少 0.83pct 至 16.53%，通过门店调改推进降本增效，调改后多项经营指标实现双位数增长，维持营收基本持平。电器业态实现收入 33.03 亿/yoy+12.85%，毛利率减少 0.89pct 至 18.88%，受益于国补政策拉动，收入大幅增长，促销导致毛利率小幅承压。汽贸业态实现收入 42.88 亿/yoy-29.51%，主要受传统燃油车价格战及新能源汽车品牌太少冲击，但通过聚焦“有利润的营收”策略，毛利率逆势提升 0.62pct 至 6.87%，同时新增了“小米”汽车品牌，销量位居重庆第一。

分地区看，公司以重庆地区为核心市场，2024 年实现营收 154.69 亿/yoy-10.22%，毛利率提升 0.51pct 至 19.83%，整体受消费疲软拖累，但电器业态销售同比提升 14.04%。四川地区实现营收 2.50 亿/yoy-14.13%，毛利率减少 2.33pct 至 49.05%。湖北地区实现营收 0.03 亿/yoy-92.23%，毛利率降低 15.02pct 至 3.68%，业务收缩明显，战略重心回归川渝。

2025Q1 实现营收 42.76 亿/yoy-11.85%；归母净利润 4.75 亿/yoy+9.23%；扣非归母净利润 4.45 亿/yoy-0.16%，一季度受到登康口腔公允价值变动带动利润提升，Q1 公允价值变动实现 3061 万，去年同期亏损 2086 万。同时一季度公司对联营及合营企业投资收益 1.81 亿/yoy+9.4%。

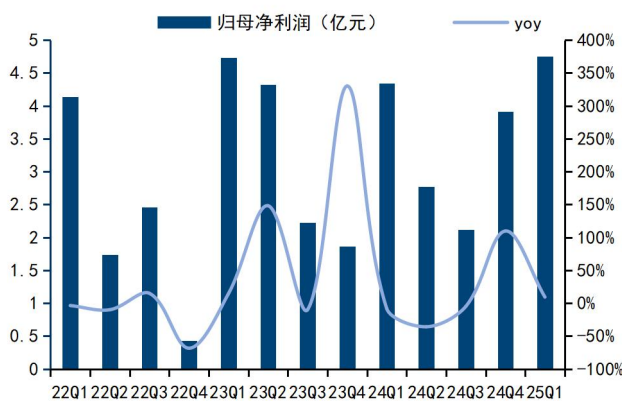
2025 年 Q1 百货业态重庆、四川地区分别实现收入 6.31 亿/0.61 亿，同比下滑 10.55%/6.87%；超市业态重庆地区实现收入 18.98 亿/yoy-2.58%，四川地区收入同比小幅增长 2.12%，达 0.36 亿；电器业态重庆地区实现收入 7.96 亿/yoy+0.77%；汽贸业态重庆地区实现收入 8.09 亿/yoy-35.26%，但毛利率进一步提升 2.22pct 至 8.40%。同时，重庆地区新增 1 家超市和 1 家汽贸门店，后续有望改善业绩。

图1：公司营业收入及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：公司归母净利润及增速（单位：亿元、%）

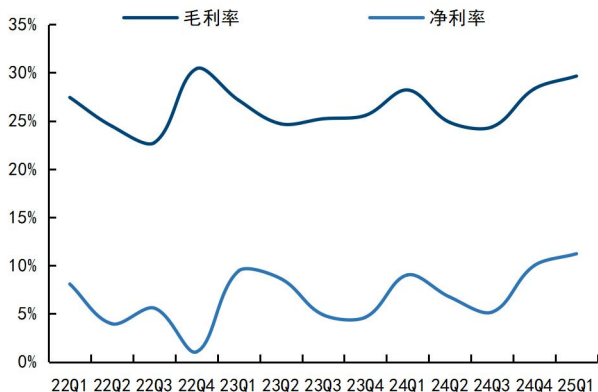


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

盈利能力方面，2024 年公司毛利率/净利率分别为 26.52%/7.79%，同比

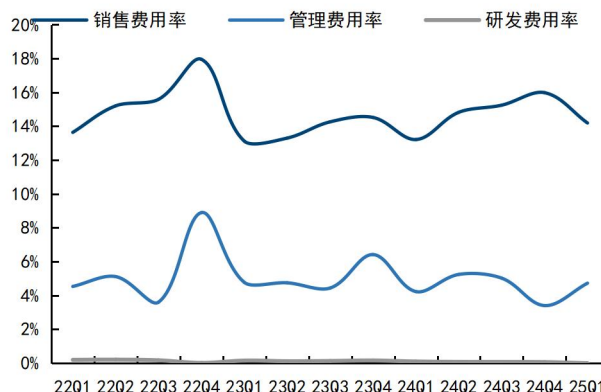
+0.83pct/+0.78pct；2025Q1 公司毛利率/净利率分别为 29.64%/11.22%，同比 +1.44pct/+2.20pct，主要系调改后产品结构优化推动下，盈利能力持续提升。**费用率方面**，2024 年销售/管理/研发费用率分别为 14.74%/4.46%/0.08%，同比分别 +1.09pct/-0.73pct/-0.06pct。2025Q1 公司销售/管理/研发费用率分别为 14.19%/4.73%/0.00%，同比分别 +0.98pct/+0.50pct/-0.10pct，销售费用率受加大营销而有所提升。

图3：公司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

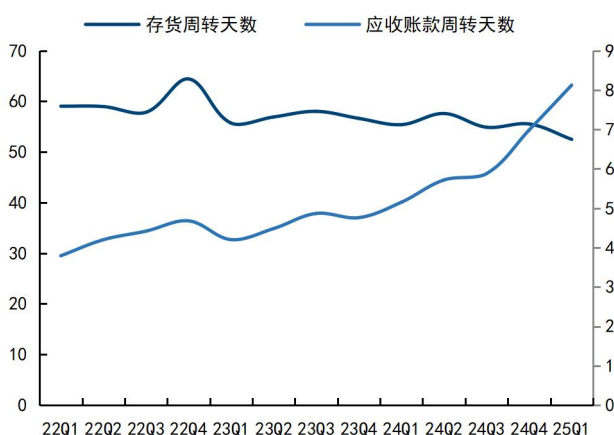
图4：公司费用率情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

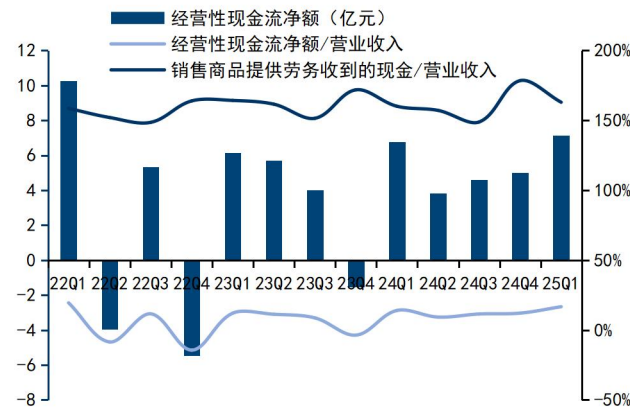
营运能力方面，公司 2024 年存货及应收账款周转天数分别为 56 天/7 天，同比减少 1 天/增加 2 天；2025Q1 存货及应收账款周转天数分别为 52 天/8 天，同比减少 3 天/增加 3 天；应收帐款周转天数主要系应收绿色智能家电以旧换新补贴资金及团购款规模增加影响。**现金流方面**，公司 2024 年经营性现金流净额为 20.23 亿/yoy+35.54%，且四季度连续实现正向流入；2025Q1 经营性现金流净额为 7.13 亿/yoy+5.01%，整体营运能力与现金流情况维持基本稳定。

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：

公司在 2024 年面临行业竞争加剧及消费疲软压力下，通过业态调改融合及降本增效实现经营韧性。并通过多业态协同发展持续巩固区域零售龙头地位。考虑到公

司正在积极调改零售主业，业绩有望进一步回暖，同时马上消费金融有望持续贡献稳定收益，我们上调公司 2025-2026 年归母净利润至 13.84/14.34（原值为 13.23/13.98）亿，并新增 2027 年为 14.70 亿，对应 PE 为 10/10/10 倍，维持“优于大市”评级。

表1: 可比公司估值表

代码	公司简称	股价 (2025-04-30)	总市值 亿元	EPS				PE				ROE (%) (24A)	PEG (25E)	投资评级
				24A	25E	26E	27E	24A	25E	26E	27E			
600729.SH	重庆百货	31.75	140	2.98	3.14	3.25	3.34	10.64	10.11	9.75	9.52	17.59	1.93	优于大市
600827.SH	百联股份	9.55	161	0.88	0.31	0.35	0.38	12.44	31.11	27.46	25.08	7.97	-0.48	优于大市

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

财务预测与估值

资产负债表（百万元）						利润表（百万元）					
	2023	2024	2025E	2026E	2027E		2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	4063	4851	4735	5389	6025	营业收入	18985	17139	17670	18063	18327
应收款项	394	543	339	346	351	营业成本	14112	12594	12920	13186	13369
存货净额	2143	1742	2094	2136	2164	营业税金及附加	147	192	177	181	183
其他流动资产	873	806	972	993	1008	销售费用	2611	2527	2675	2711	2749
流动资产合计	7473	7941	8140	8865	9549	管理费用	959	765	767	730	759
固定资产	3094	3266	2934	2498	2052	研发费用	27	14	21	18	18
无形资产及其他	173	183	176	168	161	财务费用	123	55	45	37	27
投资性房地产	4328	4082	4082	4082	4082	投资收益	662	711	710	730	750
长期股权投资	3564	4170	4670	5220	5820	资产减值及公允价值变动	(298)	(277)	(200)	(300)	(300)
资产总计	18632	19641	20000	20833	21663	其他收入	37	2	(21)	(18)	(18)
短期借款及交易性金融负债	2503	2689	2500	2500	2500	营业利润	1435	1443	1575	1631	1671
应付款项	2905	2895	2896	2954	2994	营业外净收支	7	9	6	7	8
其他流动负债	3604	3463	3315	3367	3417	利润总额	1442	1452	1581	1638	1679
流动负债合计	9011	9047	8711	8822	8911	所得税费用	104	116	174	180	185
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	少数股东损益	23	21	23	24	25
其他长期负债	3273	3010	2959	2908	2857	归属于母公司净利润	1315	1315	1384	1434	1470
长期负债合计	3273	3010	2959	2908	2857	现金流量表（百万元）					
负债合计	12284	12056	11670	11730	11768	净利润	1315	1315	1384	1434	1470
少数股东权益	111	112	124	137	150	资产减值准备	54	(81)	(29)	(39)	(40)
股东权益	6237	7473	8206	8966	9745	折旧摊销	227	619	369	381	394
负债和股东权益总计	18632	19641	20000	20833	21663	公允价值变动损失	298	277	200	300	300
关键财务与估值指标						财务费用	123	55	45	37	27
每股收益	3.23	2.98	3.14	3.25	3.34	营运资本变动	(30)	72	(541)	(50)	(50)
每股红利	0.81	1.53	1.48	1.53	1.57	其它	(37)	91	41	51	53
每股净资产	15.34	16.96	18.63	20.35	22.12	经营活动现金流	1827	2293	1424	2078	2127
ROIC	20.87%	16.20%	17%	21%	21%	资本开支	0	(423)	(200)	(200)	(200)
ROE	21.08%	17.59%	17%	16%	15%	其它投资现金流	0	0	0	0	0
毛利率	26%	27%	27%	27%	27%	投资活动现金流	(522)	(1029)	(700)	(750)	(800)
EBIT Margin	6%	6%	6%	7%	7%	权益性融资	0	0	0	0	0
EBITDA Margin	7%	10%	8%	9%	9%	负债净变化	0	0	0	0	0
收入增长	4%	-10%	3%	2%	1%	支付股利、利息	(331)	(673)	(650)	(674)	(691)
净利润增长率	49%	-0%	5%	4%	2%	其它融资现金流	1000	869	(189)	0	0
资产负债率	67%	62%	59%	57%	55%	融资活动现金流	338	(477)	(839)	(674)	(691)
股息率	2.4%	4.8%	4.6%	4.8%	4.9%	现金净变动	1642	788	(115)	654	636
P/E	9.8	10.6	10.1	9.8	9.5	货币资金的期初余额	2421	4063	4851	4735	5389
P/B	2.1	1.9	1.7	1.6	1.4	货币资金的期末余额	4063	4851	4735	5389	6025
EV/EBITDA	18.6	15.6	17.4	15.9	15.7	企业自由现金流	0	1231	615	1232	1255
						权益自由现金流	0	2100	386	1200	1231

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	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	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 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	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