



重庆百货 (600729.SH)

买入 (首次评级)

公司深度研究

证券研究报告

百年品牌焕新，多措并举见效

百货业务：地方性龙头效应强，开启新式调改

加速存量门店调改，构建“奥莱+购物中心”模式。目前百货竞争压力来自线下零售端招商压力和购物渠道多样化冲击。公司采取“一店一策”策略因地制宜地调改，探索差异性百货店新模式。

超市业务：回顾商业本质，调改焕发新活力

公司调改回归商业本质，提升商品力和服务力。公司超市门店可分为精致生活馆、品质超市和生鲜折扣社区超市三种店型，分别对应核心商圈高质价比、社区化高性价比以及薄利多销社区模式。

电器业务：开拓下沉市场，强化与头部品牌合作

公司聚焦战略品牌，深化联合主推，做大包销定制，实现全品类销售大幅增长。旗下电器零售加盟体系“世纪通”专注于下沉市场，覆盖区县、乡镇及社区市场，通过整合上下游资源、融合线上线下渠道，打造“店商+电商+零售服务商”的新零售平台。

汽贸：整合线下门店，新能源车+二手车构成最新增长极

通过关停并转，不断优化经营结构、提升总体店效。针对新能源车业务，公司始终贯彻“多品牌、高密度”的方向，推动传统燃油车经销模式向新能源车代销模式转型。

便利店：加速布局便利店市场，发挥本土化特殊优势

定位为“社区便利+即时服务”，满足家庭、上班族、及单身人群的一日 5 餐，采用轻资产加盟的形式，借助超市业态的物流网络，展现出显著的本土化优势。

马消业务稳定增长，贡献稳定的投资收益

公司 2022-2024 年投资收益分别达到 5.96/6.62/7.11 亿元，同比增长 36%/11%/7.4%，来自马上消费金融公司(股权比例 31.06%)，马消营收利润稳定增长，预计 2025-2027 年投资收益继续保持稳定增长，分别达到 7.82/8.45/9.12 亿元。

盈利预测、估值和评级

预计公司 2025-2027 年的营业收入分别为 163.85 亿元、170.73 亿元、183.07 亿元，分别同比变化-4.40%、+4.20%、+7.23%。2025-2027 年的归母净利润分别为 14.45 亿元、15.68 亿元、17.38 亿元，分别同比变化+9.92%、+8.47%、+10.89%。

综合考虑重庆百货业务多元性、稳定性，及百货超市调改新变化，以及占比较高的投资收益表现，给予公司 2025 年 12 倍目标估值，对应市值 173.41 亿元，目标价 39.37 元，给予“买入”评级。

风险提示

超市调改客流量下降风险；家电补贴政策不确定性风险；地区市场竞争加剧风险；资产减值风险

国金证券研究所-商贸零售组

分析师：于健 (执业 S1130525070012)

yu_j@gjzq.com.cn

分析师：赵中平 (执业 S1130524050003)

zhaozhongping@gjzq.com.cn

分析师：王译 (执业 S1130525080001)

wangyi9@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：29.32 元

目标价 (人民币)：39.37 元



公司基本情况 (人民币)

项目	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	18,985	17,139	16,385	17,073	18,307
营业收入增长率	3.72%	-9.72%	-4.40%	4.20%	7.23%
归母净利润(百万元)	1,315	1,315	1,445	1,568	1,738
归母净利润增长率	48.84%	-0.01%	9.92%	8.47%	10.89%
摊薄每股收益(元)	3.234	2.984	3.281	3.559	3.946
每股经营性现金流净额	3.52	4.59	2.48	3.82	4.31
ROE(归属母公司)(摊薄)	21.08%	17.59%	17.30%	16.86%	16.81%
P/E	8.72	9.80	9.11	8.40	7.57
P/B	1.84	1.72	1.58	1.42	1.27

来源：公司年报、国金证券研究所



内容目录

一、重庆百货：百年品牌焕新，构建品牌矩阵.....	5
1.1、零售龙头发家史：深耕西南构建品牌业态.....	5
1.2、深化结构性改革，优化治理层级.....	5
二、转型：线上线下渠道深度融合，传统业态面临数字化转型.....	8
2.1、线上线下渠道打通，全链路扩大市场规模.....	8
2.2、四大业态盈亏互补促转型，毛利率稳定.....	8
2.3、经济复苏促进线下消费，体验式商超深受年轻群体追捧.....	9
2.4、多点系统管理优势显著，持续推动数字化转型.....	9
三、业态：传统业态协同转型，创新业态占领市场高地.....	10
3.1、百货：全面数字化转型，门店体验式项目调改.....	10
3.2、超市：多点 OS 系统 AI 赋能供应链管理，门店调改步入快速增长期.....	12
3.3、电器：开拓下沉市场，强化与头部品牌合作.....	14
3.4、汽贸：新能源汽车业务亟待转型，利润空间大.....	16
3.5、便利店：加速布局社区即时零售市场，整合资源切入便利店蓝海市场.....	18
四、投资：马上消费与登康口腔稳定盈利，新增持股彩虹集团增加投资收益.....	20
4.1、马上消费金融：具备牌照优势，与重百公司协同互补.....	20
4.2、非经损益：登康口腔净利稳步增长，新近持股彩虹集团带来正向投资收益.....	21
五、盈利预测与投资建议.....	22
六、风险提示.....	23

图表目录

图表 1：重庆百货混改后股权结构变化.....	6
图表 2：重庆百货吸收合并后组织架构变化.....	7
图表 3：公司主要管理层梳理.....	7
图表 4：2021-2024 年重庆百货线上线下零售渠道结构占比（亿元，%）.....	8
图表 5：2021-2024 年营业收入（亿元）和增速（%）.....	9
图表 6：2021-2024 年不同业态营收占比（亿元，%）.....	9
图表 7：2014-2024 年重庆 GDP 持续增长（亿元，%）.....	9
图表 8：2014-2024 年重庆消费水平持续增长（元）.....	9
图表 9：2021-2024 年公司销售收入类型结构占比（亿元，%）.....	10
图表 10：Dmall OS 主要子系统模块梳理.....	10
图表 11：百货行业地方品牌梳理.....	11



图表 12:	会员人数持续增长 (万人, %)	11
图表 13:	2019-2024 年百货业态营业收入 (亿元) 和毛利率 (%)	12
图表 14:	多店型差异化布局	12
图表 15:	2019-2024 年已开业门店 (家)	12
图表 16:	门店坪效稳定 (万元/平方米, %)	12
图表 17:	2025 年计划调改门店	13
图表 18:	公司自有品牌和 IP 联动	13
图表 19:	营收 (亿元) 跌势企稳, 毛利率 (%) 正常波动	13
图表 20:	调改后门店坪效持续增长 (万元/平米, %)	13
图表 21:	精致生活馆案例	14
图表 22:	品质超市案例	14
图表 23:	生鲜+折扣店案例	14
图表 24:	重庆百货旗下超市数量变化 (家)	14
图表 25:	近年房地产行业低迷商品房交付量低 (万平方米)	15
图表 26:	重百家电节	15
图表 27:	电器业态会员数持续增长 (万人)	15
图表 28:	店铺坪效稳定增长 (万元/平米, %)	15
图表 29:	电器业态营收 (亿元) 持续增长, 毛利率 (%) 稳定	16
图表 30:	已开业门店数量开始正增长 (家)	16
图表 31:	公司电器业态部分合作品牌	16
图表 32:	电器业态部分调改成功案例	16
图表 33:	新能源车市场规模增速迅猛 (万辆, %)	17
图表 34:	二手车市场规模稳定增长 (亿元, %)	17
图表 35:	汽贸业态深度转型提升经营质效 (亿元, %)	17
图表 36:	公司目前已合作的新能源品牌矩阵	17
图表 37:	门店数和营收变化紧密相关 (家)	18
图表 38:	店铺坪效短期内下降 (万元/千米)	18
图表 39:	重庆主要便利店品牌	18
图表 40:	便利店行业呈现较大的市场潜力和增长动能 (个, %)	19
图表 41:	重百公司综合优势梳理	19
图表 42:	马上消费金融主要股东架构图 (截至 2025-07-14)	20
图表 43:	马上消费旗下 APP	20
图表 44:	公司净利持续稳定上行 (亿元, %)	21
图表 45:	马上消费贡献的投资收益持续增长 (亿元, %)	21
图表 46:	登康口腔净利维持正增长且增速回弹 (亿元, %)	22



图表 47： 彩虹集团净利增长态势良好（亿元，%）	22
图表 48： 2024 年投资彩虹集团后公允价值变动收益扭亏为盈（亿元）	22
图表 49： 可比企业相对估值表	23



一、重庆百货：百年品牌焕新，构建品牌矩阵

1.1、零售龙头发家史：深耕西南构建品牌业态

1996 年公司在上海公开挂牌上市，成为重庆市第一家商业上市公司。2012 年，公司旗下三大事业部成立，其中：1) 超市事业部拥有“重百超市”、“新世纪百货超市”两大品牌，秉承“品质、方便、实惠”经营理念，以优质的商品、实惠的价格、优秀的服务赢得了消费者良好的口碑；2) 百货事业部由原重百、新世纪百货的百货业态整合而成，坐拥“重庆百货”和“新世纪百货”两大驰名商标，贯彻落实商社集团“13255”发展战略、“125”经营提升计划和重庆百货发展规划，以会员为中心，以全渠道和大数据为依托，着力打造百货业态“规模效应、定位领先”两大核心优势，全力实现“数字化零售转型”；3) 电器事业部整合了商社电器、重百电器和新世纪电器三个知名电器品牌，拥有六十多年的电器经营历史，具备深厚的消费者基础。2016 年，并入了“商社汽贸”品牌，自此完成了百货、超市、电器、汽贸四大业态布局，共同打造富有竞争力的品牌。

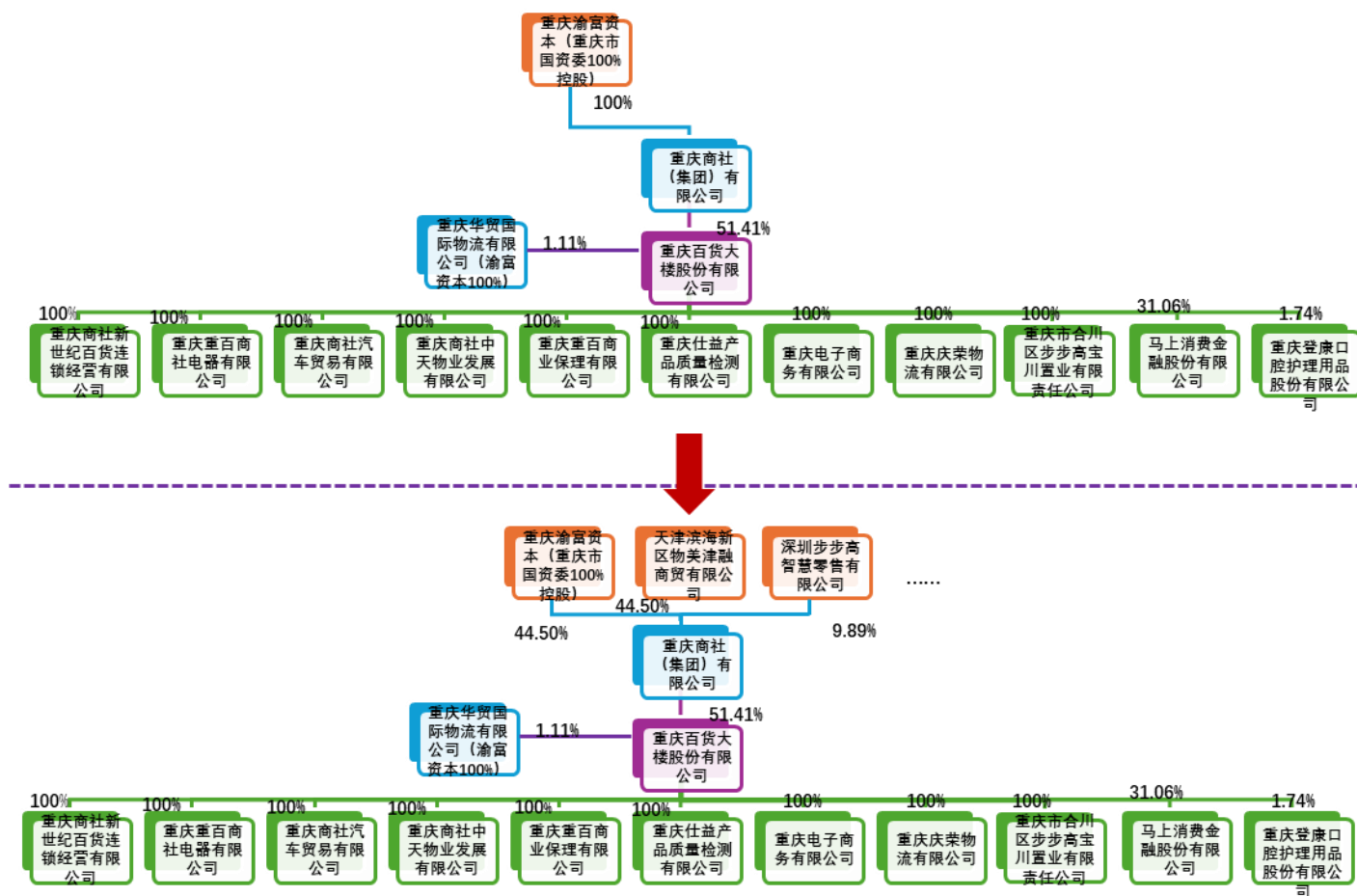
1.2、深化结构性改革，优化治理层级

2010 年以来，为应对国际国内的市场竞争，重百公司提出了坚持走“内涵强壮、外延扩张”的质量效益型连锁发展道路，持续加码调整建全公司组织架构，强化总部建设。从股份制改革、管理层轮换到兼收并购重庆商社，多维度优化治理层级，激发经营活力。

- 1) **2005 年重庆商社成为重庆百货控股股东，两者关系密不可分、相辅相成。**2005 年重庆市政府决定引入战略投资者，整合市属国有控股的商贸零售业资产。重庆路桥及重庆华贸均将其所持的重庆百货股权，全部划转到重庆商社。重庆商社因此成为重庆百货的控股股东，持股 35.96%。2010 年，重庆商社通过整合旗下“新世纪百货”等资产注入重庆百货，持股比例升至 54.93%，巩固了绝对控股地位。
- 2) **2020 年 3 月公司股份混合所有制改革落地，加快对外扩展步伐。**2020 年 3 月，重百公司控股股东重庆商社公司引入两大战略投资者物美集团和步步高，同重庆市国资委、重庆商社集团签署增资协议，分别以 70.75 亿元和 15.72 亿元入股重庆商社集团。混改后，重庆商社集团将由重庆市国资委 100%持股变更为重庆市国资委持股 44.5%、物美集团持股 44.5%、步步高集团持股 9.89%。



图表1：重庆百货混改后股权结构变化



来源：公司公告，国金证券研究所

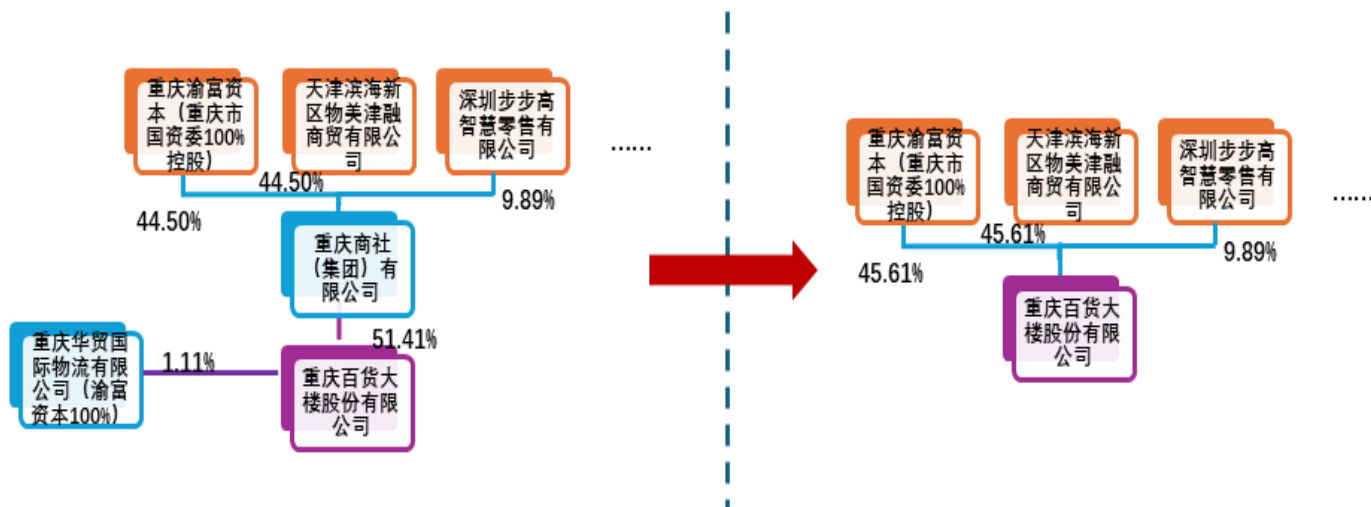
物美集团作为中国发展最早、规模最大的全渠道数字化流通企业之一，旗下拥有“物美”“麦德龙”等众多高质价比自有品牌。其数字化能力始终位于行业前沿，2015年创立的多点Dmall提供零售操作系统（Dmall OS），实现商品、会员、供应链全链条数字化。通过国企混改，重百公司于2021年全面接入多点Dmall数字化操作系统，用多点SaaS系统彻底改变传统支付、用户、营销、员工管理、商品、供应链等零售各个要素、环节，门店缺货率下降至3.5%。

步步高集团作为湖南、广西省地方零售连锁龙头企业，拥有自主开发一站式小程序“Better购”和自建物流“云通物流”，在销售端具备成功的数字化转型经验。同时，作为胖东来调改企业，步步高在商品结构、门店设施和员工制度等维度提供可供复制的经验。近两年，重百公司首创支付宝小程序构建品牌私域，并在2023年10月实现小程序访问量增长约4倍，推动线上线下渠道的融合贯通。

- 3) 2022年底公司拟吸收合并重庆商社，推动重庆商社整体上市，深化国企改革。重庆百货拟通过向重庆商社股东渝富资本、物美津融、深圳嘉璟、商社慧隆、商社慧兴发行股份的方式吸收合并重庆商社。股份发行价格为18.82元/股，交易价格（不含募集配套资金金额）共计约47.17亿元。本次交易完成后，重庆百货将没有控股股东，且仍无实际控制人，公司实际控制权不会发生变更。同时，重庆百货作为存续公司将承继及承接重庆商社的全部资产、负债、业务、人员及其他一切权利与义务；重庆商社的法人资格将被注销，渝富资本、物美津融、深圳嘉璟、商社慧隆、商社慧兴将成为重庆百货的股东。本次吸收合并后，公司将进一步精简治理层级，提高决策相应效率，同时通过减少关联交易，增强了公司独立性。



图表2：重庆百货吸收合并后组织架构变化



来源：公司公告，iFind，国金证券研究所

- 4) 2024年5月新管理层上任，董事背景丰富，汇集多方战略经验。2024年5月30日，公司重新选举第八届董事会。其中，董事长为物美集团和多点Dmall系统创始人张文中，副董事长分别为马上消费金融董事长赵国庆和原公司董事长何谦。其余管理层分别拥有重百各业态事业部背景以及步步高背景，原则上代表了各方股东利益，同时也汇聚了零售、数字化、金融科技等行业的经验，激发了百年国企的活力。

图表3：公司主要管理层梳理

姓名	职务	简介
张文中	董事长	物美集团创始人、多点DMALL创始人，中国光彩事业促进会副会长，全国工商联咨询委员会委员、物联网委员会轮值主席，中国商业联合会名誉主席，天津市津商联合会会长，南开大学终身校董、特聘教授，南开校友企业家联谊会主席。近年来荣获“中国最具影响力的50位商界领袖”、“中国十大经济年度人物”、“中国企业十大人物”、“中国最具影响力的25位企业领袖”、“中国影响力企业领袖终身成就奖”等多项荣誉。多点数智有限公司的创始人、高级顾问兼控股股东、实际控制人。
胡淳	副董事长	自1994年7月至1995年9月就职于民航四川省管理局运输公司财务部、民航四川省管理局财务处核算科；1998年9月至2003年12月任民航重庆市管理局核算科副科长、科长、财务处2003年12月至2006年4月任重庆机场集团有限公司财务部副经理、经理助理；2006年4月至2008年7月任北京空港航空地面服务有限公司财务部经理；2008年7月至2013年11月任中航鑫港担保有限公司党委委员、财务总监；2013年11月至2020年10月任重庆机场集团有限公司总经理助理、党委委员、财务总监。2022年10月起任重庆农村商业银行股份有限公司非执行董事。
赵国庆	副董事长	荣获国家“万人计划”科技创业领军人才、“科技部创新人才推进计划”科技创新创业人才、“十大重庆经济年度人物”等荣誉。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，北京中关村科金技术有限公司董事长兼总经理。

来源：iFind，国金证券研究所

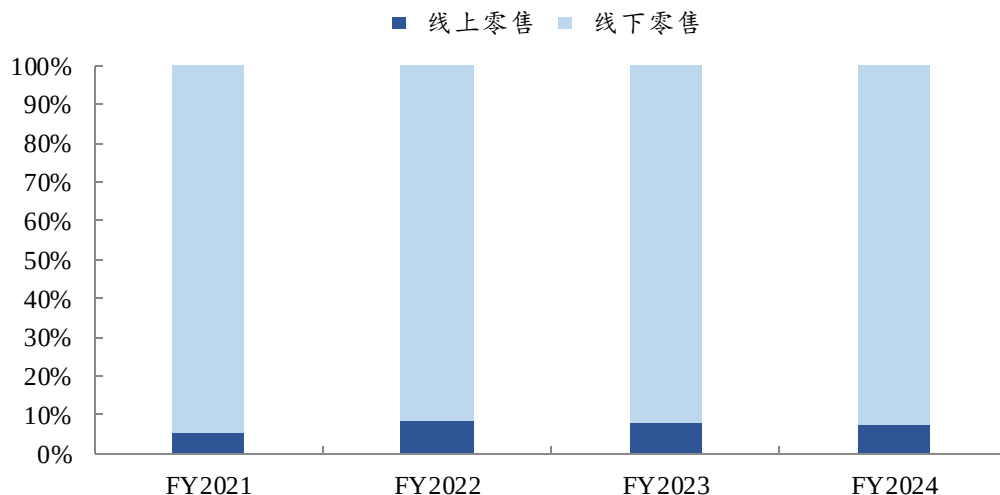


二、转型：线上线下渠道深度融合，传统业态面临数字化转型

2.1、线上线下渠道打通，全链路扩大市场规模

线上零售稳步增长，依托自营平台矩阵构建长期壁垒。公共卫生事件过后，公司大力开发线上零售渠道，并在 2022-2023 年销售额达到周期性峰值，约为 27 亿元，同比增长率高达 53.82%。2020 年公司推出“重百创客”（聚焦私域流量与垂直品类）和“重百云购”（以“直播+即时零售”为特色）两大自营平台，整合百货、超市、电器业态线上零售；同时百货业态上线总部微商城和直播平台，汽贸业态开通了 VR 看车及线上团购。2021 年与支付宝合作开发小程序，推出“云宝”IP 形象，并实现在国庆期间访问量增长 4 倍。自此，重百公司线上零售矩阵初步成型，在私域流量、直播 GMV 和小程序流量的增速上均呈现较大的发展潜力。此外，公司通过控股公司马上消费金融股份有限公司的技术优势，开发了微信生态零售数字化体系、“财数通”财务共享平台等项目，推动全渠道的融合。

图表4：2021-2024 年重庆百货线上线下零售渠道结构占比（亿元，%）



来源：公司公告，iFind，国金证券研究所

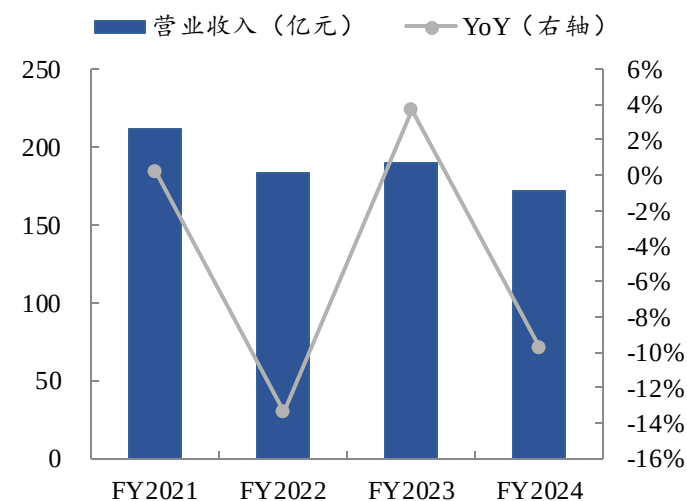
2.2、四大业态盈亏互补促转型，毛利率稳定

超市电器线上渠道增量，百货汽贸面临周期性低谷。近几年重百公司营收端呈现两升两降趋势，即超市和电器业态呈现营收、利润稳步增长态势，汽贸和百货业态则面临转型压力，在总营收上表现为略有下降，尤其是汽贸业态正在经历新能源汽车和销售模式的转型，即从传统燃油车的经销模式转向新能源汽车代销模式，表观营收上承压较大。其中超市和百货业态得益于电商平台发展迅猛，增量较大，且超市业态经接入物美体系后在供应链与门店端的调整均取得了良好的效果，而电器业态在国补/区补政策影响下，利润端实现了较大增长；但汽贸业态因传统燃油车受新能源汽车冲击大，百货业态受电商余潮影响，线下门店处于转型关键期，但利润端已经取得显著的成效。公司 2025 上半年毛利率同比提升 1.78%，2025 年毛利率有望提升至 26%以上。

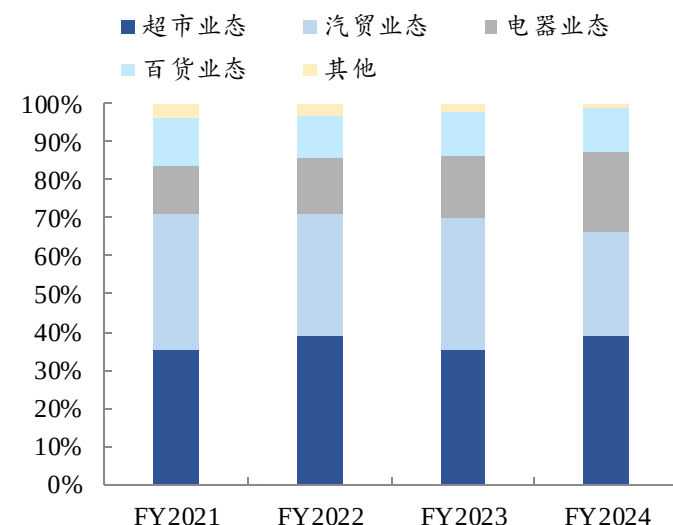


图表5: 2021-2024 年营业收入 (亿元) 和增速 (%)

图表6: 2021-2024 年不同业态营收占比 (亿元, %)



来源: iFind, 国金证券研究所



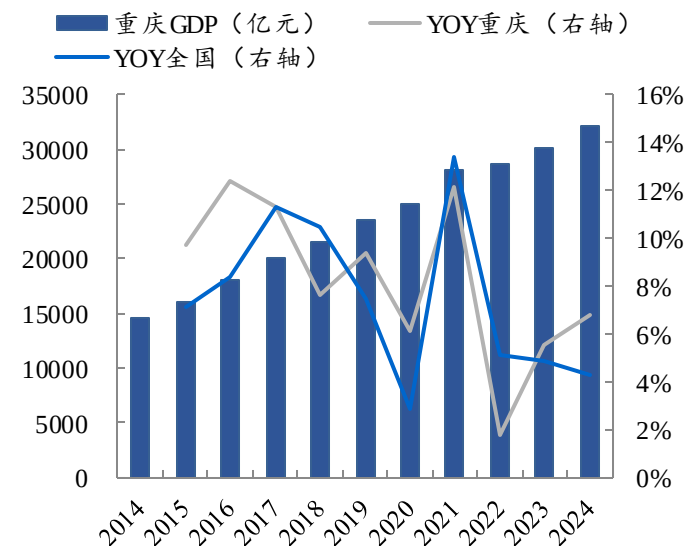
来源: 公司年报, 国金证券研究所

2.3、经济复苏促进线下消费，体验式商超深受年轻群体追捧

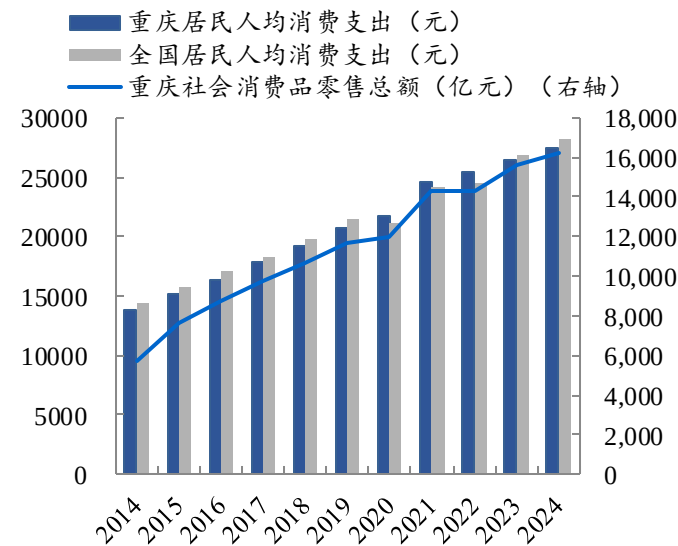
线下消费迎来新的增长点，线上电商遭遇周期性瓶颈。随着经济复苏，公司总部重庆地区展现出强劲的发展动能，GDP 增速始终高于全国均值。此外，重庆市居民人均消费水平和社会消费品零售总额的匀速增长表明市场消费者对消费服务和消费质量的需求提高，专注于产品体验和优质服务的体验式商超模式将更受消费者青睐。而线上电商规模在近几年逐渐呈现饱和状态，2024 年全网 B2C 电商规模增速降至-7%，主要原因包括用户规模和渗透率饱和，以及流量成本和获客成本激增，行业同质化竞争严重。此时线下零售业通过即时零售+体验式消费场景将更能在消费者回流中取得优势。

图表7: 2014-2024 年重庆 GDP 持续增长 (亿元, %)

图表8: 2014-2024 年重庆消费水平持续增长 (元)



来源: 国家统计局, 国金证券研究所



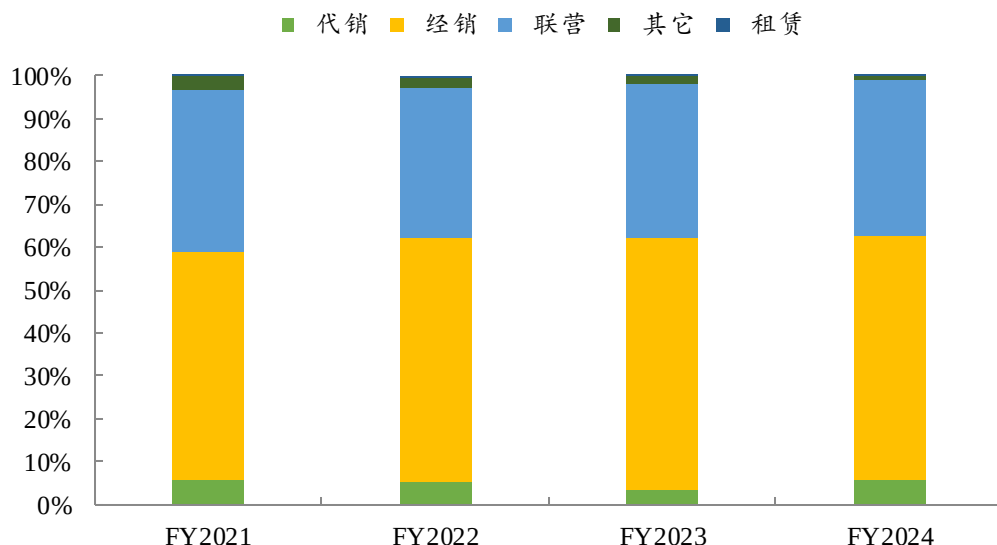
来源: 国家统计局, 国金证券研究所

2.4、多点系统管理优势显著，持续推动数字化转型

传统经销模式亏损风险巨大，多点AI 统筹管理库存降低风险。重百公司销售收入渠道主要包括代销、经销、联营、租赁等，其中经销占比最大，商家承担的亏损风险较多。多点OS 系统推出的AI 超清模块通过打通前台和后台，实时追踪销售进度和库存数据帮助一线超市进行促销决策，精准地解决了库存管理的痛点。此外，多点系统已经广泛介入了公司各业态的线上零售平台，协助精准搭建即时零售模式；多点APP 通过打通各业态会员体系，进行用户偏好分析，极大地提高了会员复购率和新会员用户。



图表9：2021-2024 年公司销售收入类型结构占比（亿元，%）



来源：公司年报，国金证券研究所

图表10：Dmall OS 主要子系统模块梳理

分类	功能
全渠道会员	会员体系，积分体系，智慧营销，预付卡/提货券
全渠道电商	小程序，外卖中台，O2O 及时达，B2C 全国配，社区团购，企业团购，商城装修
门店管理	POS 收银，门店库存管理，价签管理，鲜度管理，出清管理，门店任务管理，排班管理，全移动端作业
商品管理	品类管理，品牌管理，陈列管理，自动补货
供应链管理	供应商管理，招商管理，采购管理，库存管理，物流管理，仓库管理
总部管理	业财融合，数据报表，加盟管理

来源：中国百货商业协会，Dmall 官网，国金证券研究所

三、业态：传统业态协同转型，创新业态占领市场高地

3.1、百货：全面数字化转型，门店体验式项目调改

百货行业地方性龙头效应强，消费者粘性高。目前百货行业规模逐渐趋于稳定，行业集中度低，区域性突出。立足于北京的王府井百货、华联购物中心门店已扩张至陕西、甘肃、四川、湖南等地；立足于浙江的银隆百货和江苏省内的金鹰商贸辐射影响江浙皖周边地区；山东省的银座股份主要深耕于省内各市。目前国内大多数百货公司处于深耕本地市场或对外连锁扩张的初级阶段，重百公司凭借“重百”和“新世纪百货”两大驰名商标，构建品牌矩阵，在川渝地区占据绝对的规模优势和区域密度优势，截至 2024 年底，公司已建立起百货业态 50 个，且近 90% 以上的经营网点位于重庆市内。目前公司依托于重庆得天独厚的地域优势，向中部、西部地区不断开拓新的市场渠道。



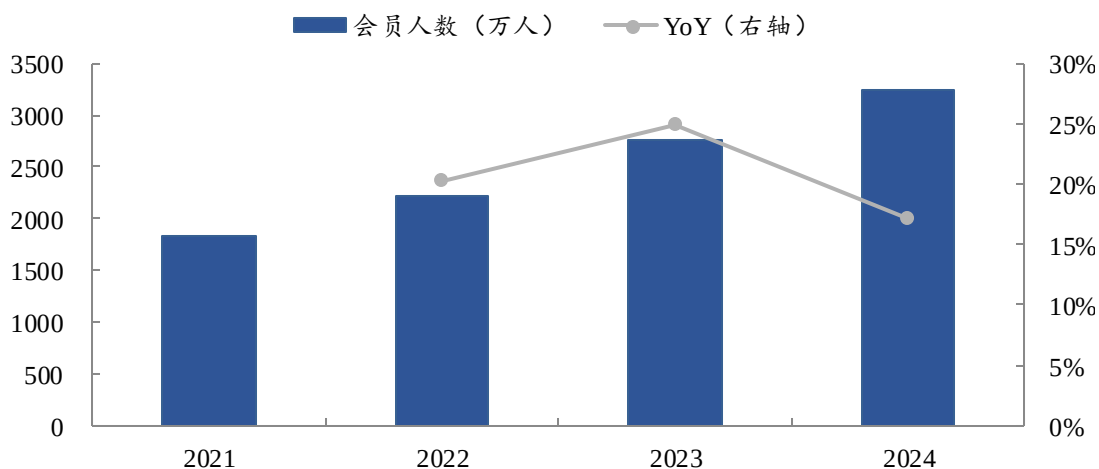
图表11：百货行业地方品牌梳理

品牌	地区	门店数	定位
王府井百货	北京、成都多地（华北/西南为主）	29	多业态中高端（百货/奥莱/免税/购物中心/超市），免税业务聚焦海南
SKP	北京、西安、成都、武汉	4	全球高端奢侈品百货，国际品牌占比超 80%，美妆与香氛品类强势
金鹰商贸	主要集中在江苏省	30	中高端购物中心，自有物业为主，绿色商场全覆盖
银泰百货	主要集中在浙江省	近 30	2022 年 47 个美妆品牌专柜在银泰百货夺得全国销量第一，荣登 2024 年度中国商业零售 TOP100 名单第 14 位
天虹股份	集中于华南地区	105	中端家庭消费，主打“购物中心+超市”业态
银座股份	集中于山东省	126	中高端百货，山东区域龙头
重庆百货	重庆、四川	50	综合零售区域龙头，百货、超市、电器、汽贸多业态协同发展

来源：各品牌官网，国金证券研究所

五年改造见成效，“人货场”全面拥抱数字化。2019 年始，公司上线运行网上交易平台并全面推进人货场数字化，上线会员标签系统、精准营销系统，完成智能呼叫中心上线和智能客服的开发，实现会员数字化画像。2020 年，公司以会员数字化为基础，全面推进 APP 用户运营，推进供应链协同，实现线上线下一体化；百货业态采取“微商城+抖音+微信直播+社群营销”探索线上消费模式。消费场景从线下拓展到线上，消费体验从购物延伸到社交。2021 年，53 家场店云专柜平台全面上线；公司推动业务、会员、管理、服务数字化，打通“重百云购”和共享会员池精准营销功能，并推进财务、租赁、人力资源服务数字化。2022-2024 年，公司持续推进商品、会员、渠道、营销四大融合，促进线上线下渠道融合、企微私域与会员全站共通以及个性化会员营销推送等。纵观公司百货业态的数字化转型历程，始终遵循着“人货物”的业务优化流程线，即“会员与导购”、“供应链管理”“线上线下平台搭建”，如今的重百已拥有 3000 万+的会员人数，全年线上销售额达 24.15 亿元，即将迈入数字化转型的下一个阶段。

图表12：会员人数持续增长（万人，%）



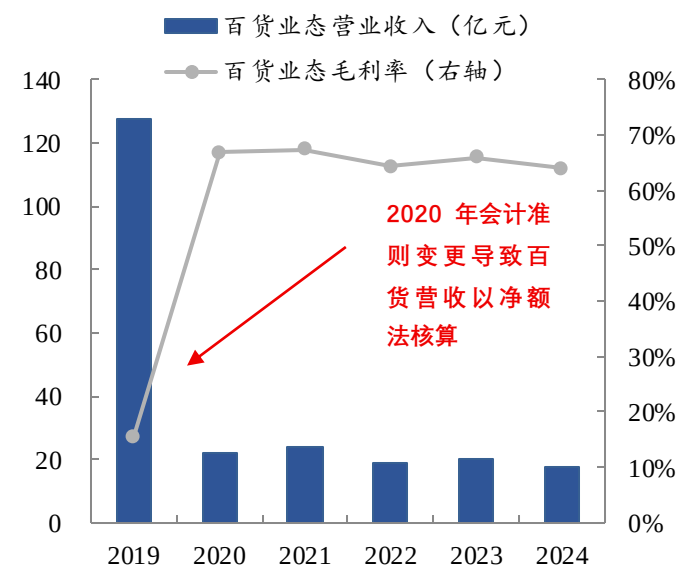
来源：公司公告，国金证券研究所



加速存量门店调改，构建“奥莱+购物中心”模式。目前百货市场仍处于缩量趋势，主要竞争压力来源于线下零售端的招商压力和购物渠道多样化的冲击。公司主要采取“一店一策”的策略因地制宜地调改，在稳定销售额前十的百货店基本盘的前提下，探索趋势性、差异性的百货店新模式。此外，公司积极举办百货节、百年重百购物节四档融合 IP 大促、文化非遗及国际文化消费等主题展（2024 全年数量达 13 场）引流增销，对经营质效有一定帮助。为应对市场下行压力，公司推进核心门店应用“奥莱+购物中心”模式，即通过引入高性价比名牌折扣与餐饮、娱乐等非购业态混搭的形式，构成独特竞争力。公司于 2022 年开始狠抓战略品牌、自营品牌和高化三大品牌平台运营质量，不断深化与核心品牌战略合作，推进大品牌联合生意计划，孵化差异化自有品牌，夯实奥特莱斯供应链体系优势。截至 2024 年底，“城市奥莱”样本店阳光世纪客流、销量上升趋势强劲。

图表13：2019-2024 年百货业态营业收入（亿元）和毛利率（%）

图表14：多店型差异化布局



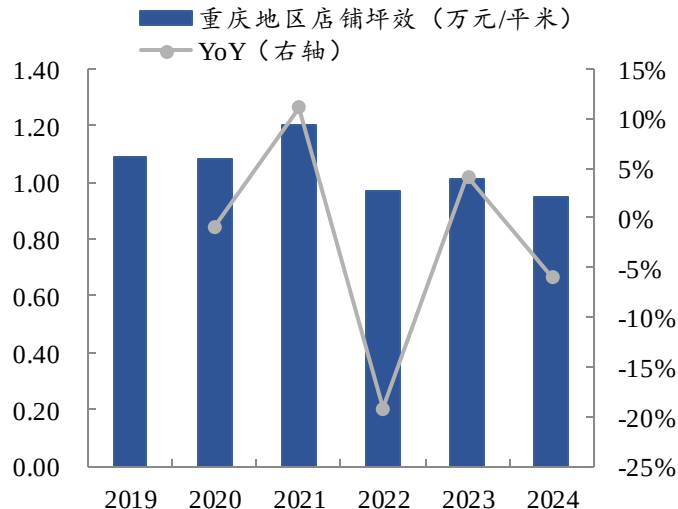
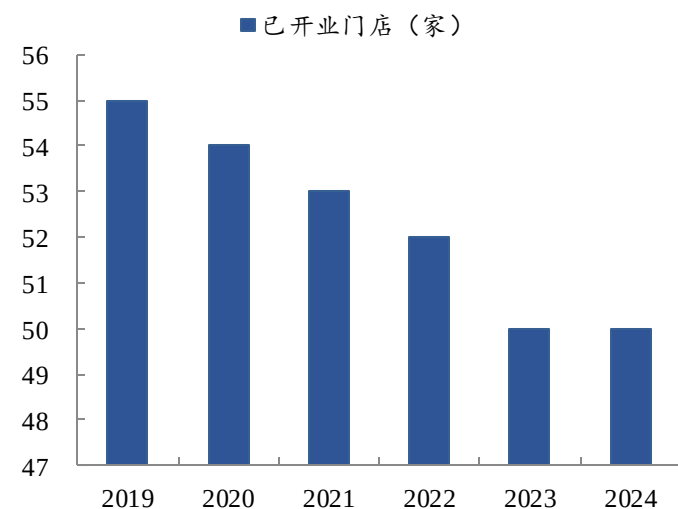
门店	定位	特色
世纪新都	重百 1 号店 (品质消费)	引入轻奢美妆、高端化妆品，优化娱乐体验矩阵
大坪商都	无边界购物中心	布局运动潮牌大店+网红餐饮，升级年轻客群服务
重百大楼	网红地标店	复刻“交通茶馆”、打造“时光塔”沉浸式历史场景，配套文创零售
九龙商场	银发主题店	增设智慧养老食堂、慢消费动线，适配老年需求

来源：iFind，国金证券研究所

来源：百年重百公众号，华龙网，今日头条，国金证券研究所

图表15：2019-2024 年已开业门店（家）

图表16：门店坪效稳定（万元/平方米，%）



来源：公司公告，国金证券研究所

来源：公司公告，国金证券研究所

3.2、超市：多点 OS 系统 AI 赋能供应链管理，门店调改步入快速增长期

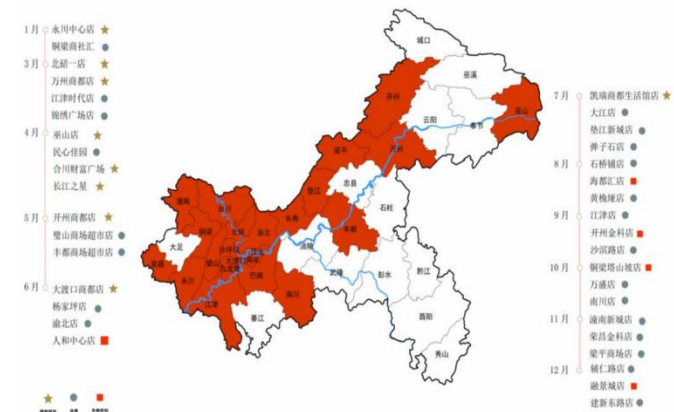
本土与外来品牌“两分天下”，大卖场与小业态共争。目前重百体系与永辉超市合计占据



重庆当地主要的超市份额，其他品牌需通过错位竞争生存，其中沃尔玛、家乐福等全国性品牌主要依赖品牌效应，盒马等新零售主要凭借生鲜模式吸引年轻客群。永辉超市以农超对接和生鲜直采的优势切入重庆市场，瞄准居民区及城乡结合部市场，在重庆市内门店数成功扩张至 143 家。而重百超市和新世纪超市深耕重庆多年，在网点规模和经营规模上具备足够的区域网点密度优势，四大业务部互相协同、自营品牌矩阵完善(惠尚、颐之时等)，在主城区核心商圈和周边社区覆盖客群广泛，2024 年底超市业态达到了 148 个。此外，公司在小业态和下沉市场的开拓中也占据了品牌优势和先发优势。

图表17: 2025 年计划调改门店

图表18: 公司自有品牌和 IP 联动



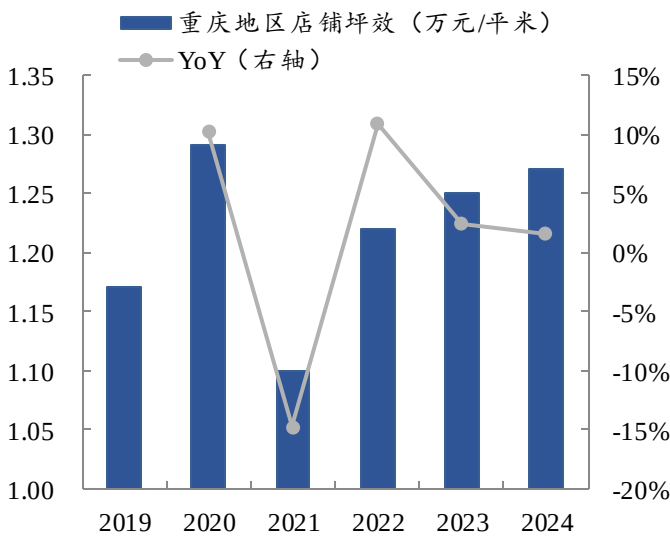
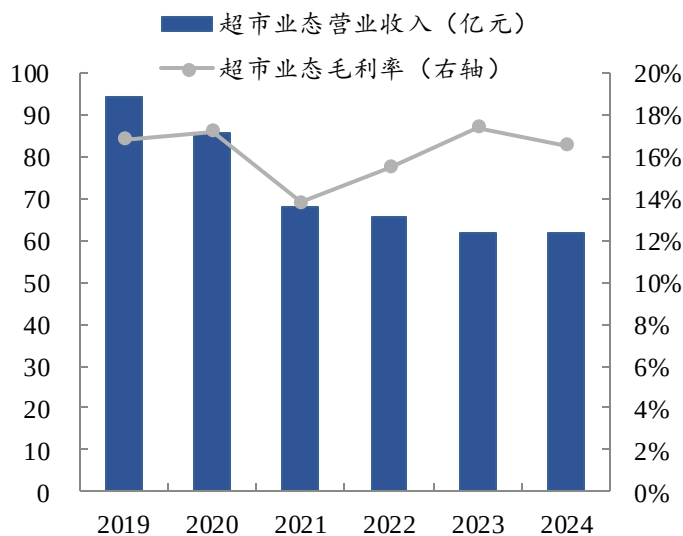
来源：公司公告，国金证券研究所

来源：公司公告，国金证券研究所

多点 OS 系统接入促进全链路数字化，AI 模块开发推动智能化决策。2019 年至 2021 年，公司引入物美体系下多点 Dmall 操作系统，全面切换供应链、会员和营销系统，推动“人货场”全链路数字化。通过多点系统统一管理，公司构建可视化物流网络，上线“多点智购”推行即时零售模式以及实现门店数字化。2022 年至今，公司融合各业态渠道、会员、营销等资源并全面部署 AI 本地化系统。通过多点 AI 自动补货系统，超市业态缺货率降至，周转天数缩短至 30 天。

图表19: 营收(亿元)跌势企稳, 毛利率(%) 正常波动

图表20: 调改后门店坪效持续增长(万元/平米, %)



来源：iFind，国金证券研究所

来源：公司公告，国金证券研究所

调改回归商业本质，提升商品力和服务力。公司超市门店可分为精致生活馆、品质超市和生鲜折扣社区超市三种店型，分别对应核心商圈高质价比路线、社区化高性价比路线以及薄利多销社区模式。总体上重百超市调改方向与胖东来相似，结合当地市场消费者对生鲜类需求高的特点以及重百业态对当地县域以下的下沉市场的高渗透率优势，因此公司在生鲜折扣社区店的调改上有较大侧重。



图表21：精致生活馆案例

定位：面向游客、都市白领，打造“购物+休闲+体验”一体化的生活方式空间，强调场景美学与情绪价值



来源：华龙网，国金证券研究所

图表22：品质超市案例

定位：传统门店焕新，聚焦“优质优价”，平衡品质与性价比，适配家庭日常需求



来源：重百超市，国金证券研究所

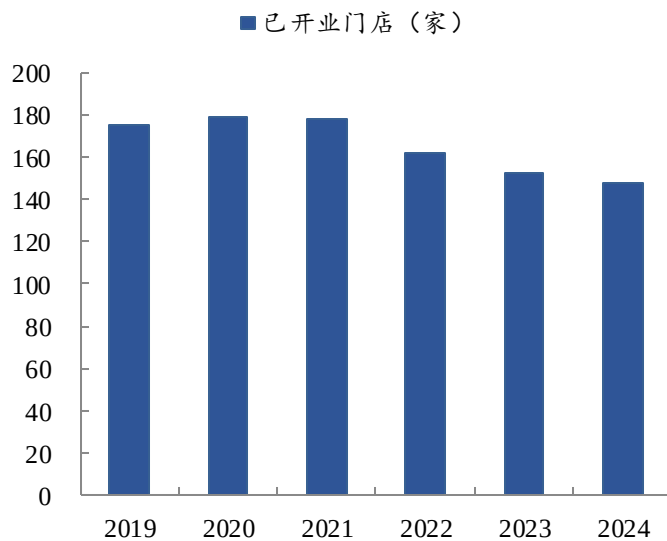
图表23：生鲜+折扣店案例

定位：社区硬折扣模式，以“省、好、鲜”为核心，通过供应链优化实现“高质低价”



来源：重庆零售商业协会，国金证券研究所

图表24：重庆百货旗下超市数量变化（家）



来源：公司公告，国金证券研究所

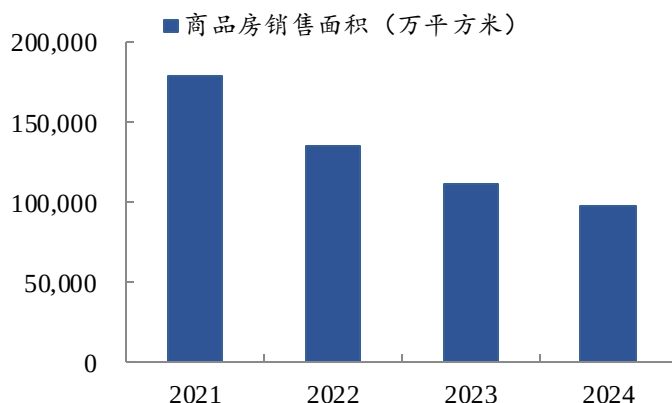
3.3、电器：开拓下沉市场，强化与头部品牌合作

电器业务持续拓展，与本地电商巨头和夫妻老婆店竞争。公司目前在当地竞争对手主要为京东、苏宁等电商巨头和本地夫妻店/社区店等，其中全国性连锁企业国美电器在2022年因市场份额萎缩被重百公司抢占原有客户。京东/苏宁凭借强大的电商平台和成熟的物流体系，吸收大量年轻客群；通过布局线下超级体验店争夺高端市场，通过“万镇通”加盟店挤压重百公司“世纪通”市场份额。硬折扣店条马批发部以低价日用品切入低端市场，同电商平台一起分流价格敏感客群。宏观环境角度，2025年重庆市国补政策暂停，电器终端需求受房地产交付下行等影响仍然承压。重百公司依托多业态协同构建的本地化服务网络，打造坚固的业态护城河，并通过拓展存量市场、深化头部品牌合作以及电商体系等巩固与扩张市场份额。



图表25：近年房地产行业低迷 商品房交付量低（万平方米）

图表26：重百家电节



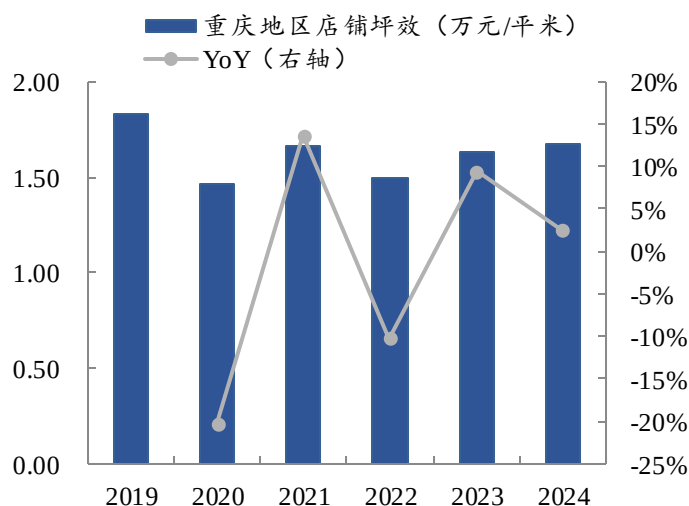
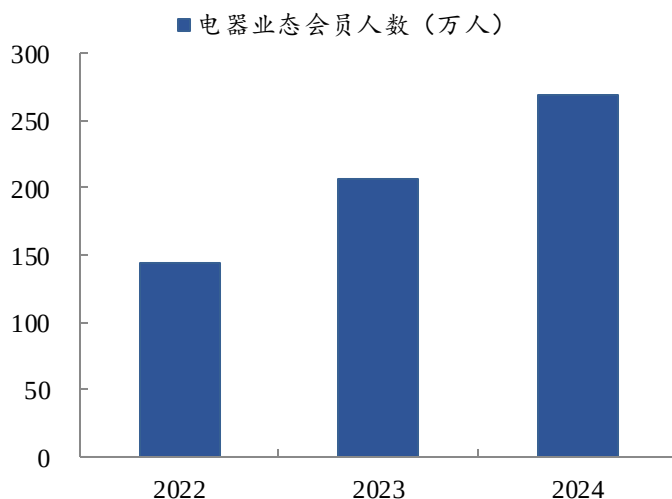
来源：国家统计局，国金证券研究所

来源：重庆百货公众号，国金证券研究所

电商平台与支付数字化转型，数字化会员系统全面共享。2023 年，公司下属全资子公司九章开物开发了电器业态电器淘统一电商中台、世纪通应用平台等项目。在营销端，实现了直播、秒杀、拼团、砍价等数字营销工具终端运用；在中后台，通过电商中台，实现了线上线下一体化，为消费者提供便捷交互服务平台；在支付端，公司通过发行预付卡的形式促进线上线下全渠道消费，加速对下沉市场的渗透。如今公司的电器业态依托于全业态共同的数字化会员系统和借鉴百货业态调改的成功经验，正在走公域+私域多链路触达与转化客群以及破圈 IP 打造的路径。2024 年的特色家电节全渠道销售总额累计突破 12 亿元；私域企业微信转化率达到 53%，并成功创办 12 场“周末剧场”，持续吸收数字化营销红利。

图表27：电器业态会员数持续增长（万人）

图表28：店铺坪效稳定增长（万元/平米，%）



来源：公司公告，国金证券研究所

来源：公司公告，国金证券研究所

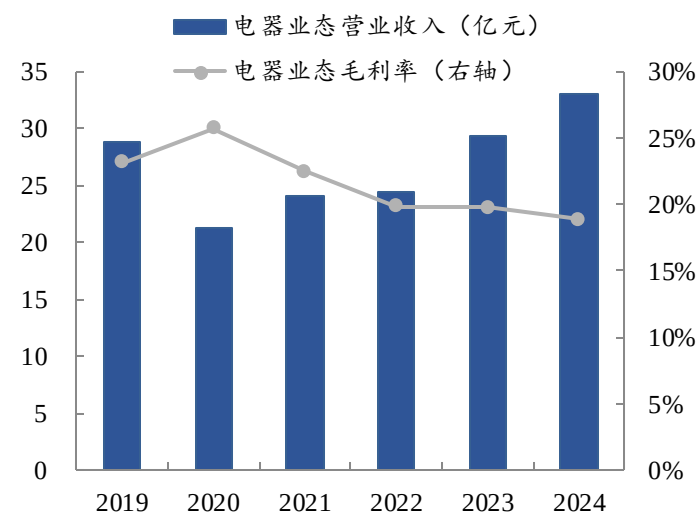
深化品牌合作拓宽渠道，业态下沉抢占市场空间。2024 年，公司聚焦战略品牌，深化联合主理，做大包销定制，实现全品类销售大幅增长。包销指生产商授予特定经销商在约定期限和区域内独家销售某款产品的权利，定制指企业根据客户需求调整产品功能、外观、包装等；通过这种独家性+个性化的组合，一方面大大降低了公司与京东/苏宁等外来连锁品牌的渠道冲突和同质化风险，另一方面可以满足市场的差异化需求。同时公司大力拓展存量市场，如 1) 高端市场：开发沉浸式场景体验门店西门子黑标店布局样板房，将 AI 智能家电等高端产品融入生活场景，强化体验感；布局建材家居市场，提供“家电+家居”一站式服务；2) 下沉市场：重百公司旗下电器零售加盟体系“世纪通”专注于下沉市场，覆盖区县、乡镇及社区市场，通过整合上下游资源、融合线上线下渠道，打造“店商+电商+零售服务商”的新零售平台，解决乡镇“最后一公里配送”问题。2024 年公司推动世纪通零售转型，优化加盟门店结构，行业首创强管控类直营加盟模式，并取得明显成效。



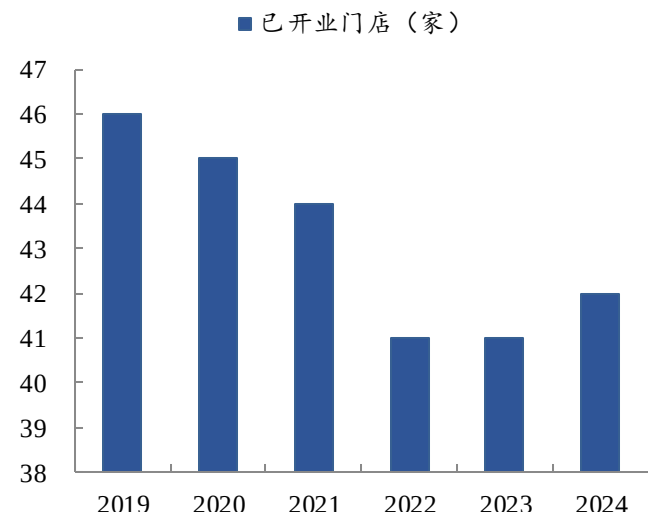
目前电器业态社区店收入主要来自以旧换新的销售收入和旧改加装。

图表29：电器业态营收（亿元）持续增长，毛利率（%）稳定

图表30：已开业门店数量开始正增长（家）



来源：iFind，国金证券研究所



来源：公司公告，国金证券研究所

图表31：公司电器业态部分合作品牌

图表32：电器业态部分调改成功案例



来源：各公司官网，国金证券研究所



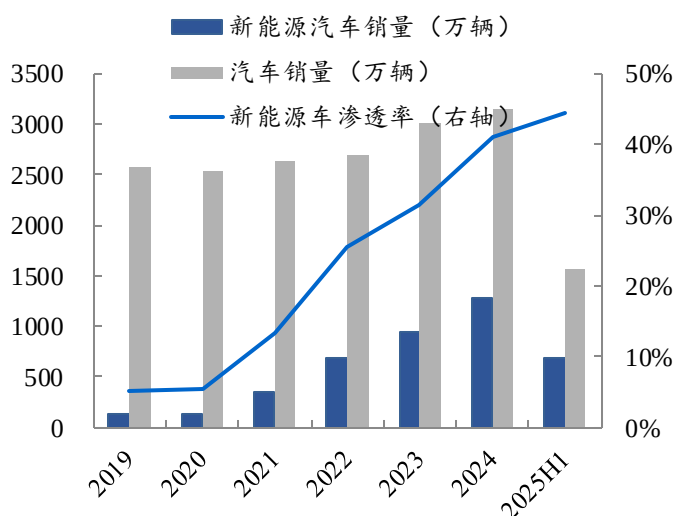
来源：百年重百公众号，国金证券研究所

3.4、汽贸：新能源汽车业务亟待转型，利润空间大

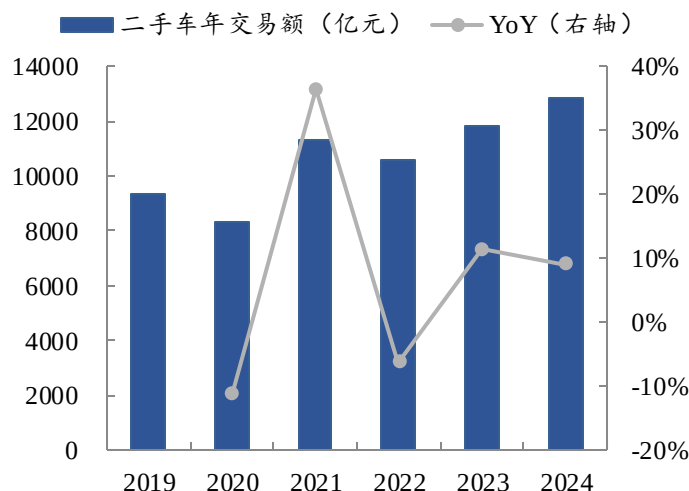
燃油车市场萎缩，新能源车布局滞后。2024 年，公司汽贸业态营业收入约为 42.88 亿元，同比下降 29.51%，主要原因是燃油车价格战和新能源品牌覆盖不足。截至 2024 年底，新能源汽车全国销量已达到 1286.5 万辆，同比增长 36.17%，相较于同时期的燃油车 1155.8 万辆（同比下降 17.5%），新能源车市场增速更快。公司已于 2024 年关停原大客户车、定制车业务，全面投入新能源车品牌建设。截至 2024 年，公司新增“小米”汽车品牌，同小鹏、深蓝、零跑、岚图等 8 家新能源品牌组成品牌矩阵，其中小米销量位居重庆市第一。2024 年二手车的同比增速 9%，行业核心痛点为车况不透明、流通效率低等，公司通过品牌保证和认证体系，可破除行业痛点，将成为汽贸业态新的增长点。



图表33: 新能源车市场规模增速迅猛 (万辆, %)



图表34: 二手车市场规模稳定增长 (亿元, %)

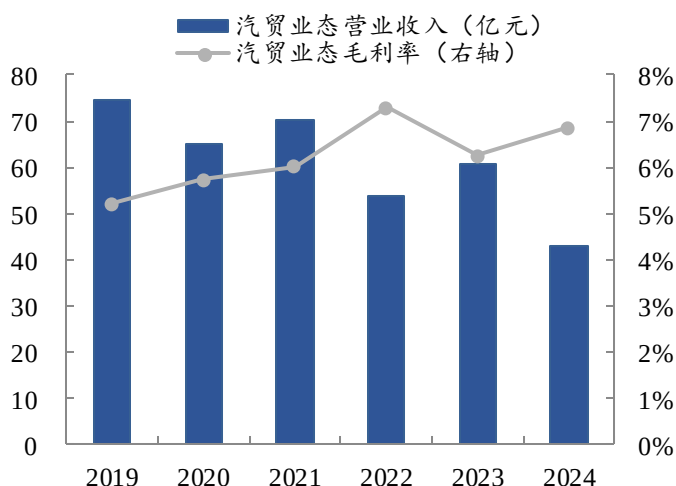


来源: 产业在线, 国际汽车制造协会, 国金证券研究所

来源: 乘联会, 国金证券研究所

调改整合线下门店, 新能源车+二手车构成最新增长极。2023年起, 公司持续探索一店多品牌经营, 建成万州、永川一店多品牌**商超店**不停并转, 不断优化经营结构、提升总体店效。针对新能源车业务, 公司始终贯彻“多品牌、高密度”的方向, 推动传统燃油车经销模式向新能源车代销模式转型: 2021年拓展新能源新赛道, 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; 2024年公司已同包括小米在内的9个新能源车品牌达成合作关系; 同时公司依托其他业态的品牌优势, 先发占领与加密县域及以下市场。对于二手车业务, 公司打造出独立可控的二手车服务团队, 建立高于行业的二手车质量标准, 通过数字化系统赋能, 实现二手车收购业务流程化、可视化。2022年, 公司运用“救援大师”优化事故管控体系, 引进 AUTOX3 可视化车报告系统, 升级商社汽贸车生活。; 2023年, 公司抓维修车底盘, 抓事故车商机, 与二手车平台合作, 提升业务增量。汽贸业态的调改过程从“销售驱动”向“服务生态驱动”的转变, 全新的盈利模式已然诞生。

图表35: 汽贸业态深度转型提升经营质效 (亿元, %)



图表36: 公司目前已合作的新能源品牌矩阵

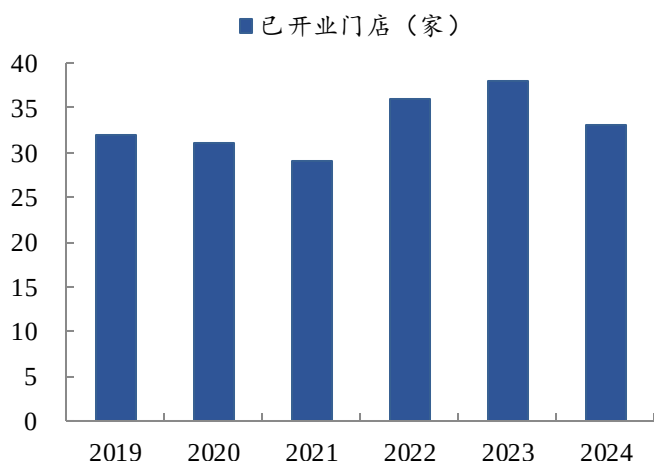


来源: iFind, 国金证券研究所

来源: 公司官网, 国金证券研究所

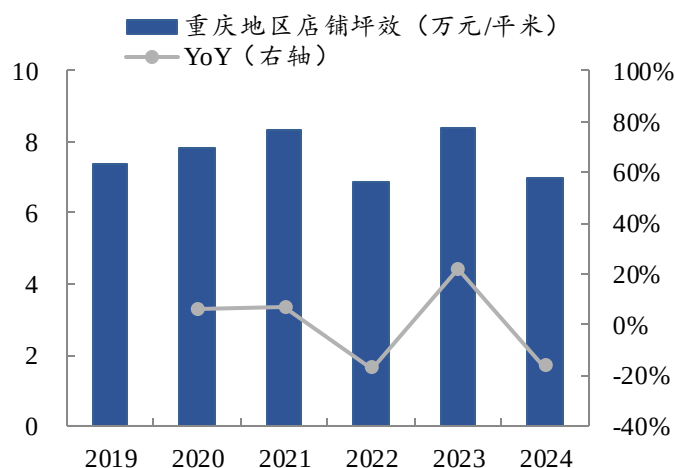


图表37：门店数和营收变化紧密相关（家）



来源：公司公告，国金证券研究所

图表38：店铺坪效短期内下降（万元/千米）



来源：公司公告，国金证券研究所

3.5、便利店：加速布局社区即时零售市场，整合资源切入便利店蓝海市场

近年来，零售渠道正向“小型化、生鲜化、折扣化”演变。根据尼尔森 2024 年最新报告显示，中国零售渠道正加速向小型化方向演变，门店占比预计提升至 35%，生鲜品类渗透率增长超 20%。目前重庆地区便利店市场呈现供给分散、夫妻店主导的特征，外来连锁品牌包括罗森、全家、711 等，其中罗森规模最大，以鲜食（便当、现磨咖啡）为核心竞争力，覆盖商圈、学校并下沉至区县；本地品牌以可购便利店为最，主推高性价比商品，凭借多年深耕在下沉市场拥有较大客群。本土化品牌和夫妻店虽然市场规模庞大，但缺乏区域龙头效应，表现为单店日均营业额低，缺乏有效的管理模式和营销策略。针对这一市场空白，重百旗下“新世纪”品牌开辟了社区便利店这一小业态，寻找传统四大业态以外的新的增长点。2025 年 4 月 26 日，重百公司首家便利店在重庆鸿恩寺保利江上明珠·锦园南门开业，标志着公司正式开启“社区便利店”战略布局。

图表39：重庆主要便利店品牌

门店	布局	核心优势
罗森	核心商圈+区县下沉	鲜食品类丰富，品牌效应强
可购（本土）	密集社区覆盖	本土化网络，规模效应显著
新世纪便利	社区+车站+写字楼	重百供应链支持，多业态会员互通
全家	交通枢纽+商圈	国际标准化服务，品牌效应好

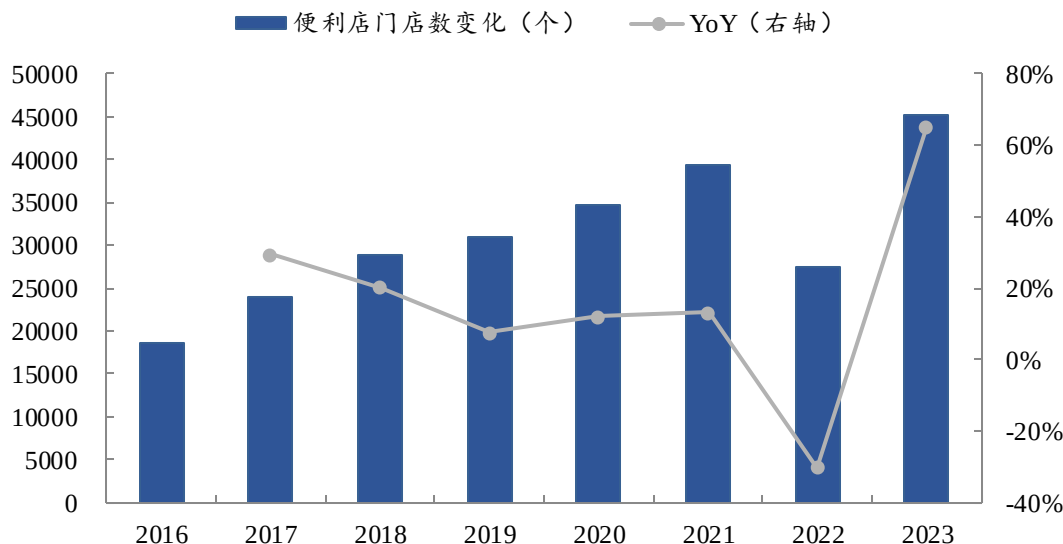
来源：新浪财经，国金证券研究所

轻资产加盟叠加全场景覆盖，输出标准化运营体系。新世纪便利店定位为“社区便利+即时服务”，满足家庭、上班族、及单身人群的一日 5 餐（即早餐、午餐、下午小餐、晚餐、晚间小餐）快捷需求，门店面积大约在 100-200 平方米，可以覆盖社区、车站、写字楼、学校及工厂等场景。与世纪通加盟体系类似，公司采用轻资产加盟的形式，通过给加盟商



提供全面的供应链保障，店铺培训运营指导，以及本地特色商品赋能等提升店效，打破经营困境。目前便利店内会给顾客提供一日 5 餐鲜食、啤酒饮料、休闲零食、调味品、日用品等，满足各种场景的需求。此外，相较于传统便利店依赖于标品（饮料、零食等）以及服务能力弱的弊端，新世纪便利店借助超市业态的物流网络实现生鲜“日配日清”以及输出标准化管理运营体系提升服务质量，能够有效避免同原有便利店业态的同质化竞争。

图表40：便利店行业呈现较大的市场潜力和增长动能（个，%）



来源：国家统计局，国金证券研究所

充分整合各业态资源优势，实现供应链与数字化双轮驱动。相较于外资品牌罗森等，重百新世纪便利店展现出显著的本土化优势。依托母公司覆盖全市的物流网络和供应商资源，其生鲜商品可实现“日配日清”，针对社区需求，给顾客提供更多更丰富的高频刚需品，如低温乳品。此外，标品采购成本也较行业平均水平降低。依托重百公司超市业态集采优势，便利店业态后期自有品牌占比将提升，重点覆盖粮油、日用等品类。同时，公司正在持续同步数字化，计划上线线上业务，预计覆盖便利店周边 1 公里、配送时效 30 分钟。接入多点系统后，ToB 端卡券和企事业饭卡消费也将带来业务增量。

图表41：重百公司综合优势梳理

优势	具体表现
供应链与成本控制	本土化直采降本：直接对接本地食品厂等
	高效物流网络：覆盖全市的仓储体系，生鲜商品实现“日配日清”
品牌与规模壁垒	应急响应机制：与本地工厂建立 48 小时应急响应
	区域知名度：依托“新世纪百货”“重百”等中国驰名商标，本土消费者信任度高
数字化运营能力	直营+加盟：加盟体系完善，依托品牌效应快速扩大门店规模
	智能补货系统：AI 算法预测销量，自动触发订单
多业态协同优势	全渠道融合：线上接入多点 APP、美团、京东到家等平台，支持 30 分钟极速达；线下配备自助收银、电子价签
	会员生态整合：共享公司会员资源，支持跨业态积分互通
	政策资源承接：联动政府消费补贴，提供“补贴+让利+分期”一站式服务

来源：巴芒阅览室，国金证券研究所

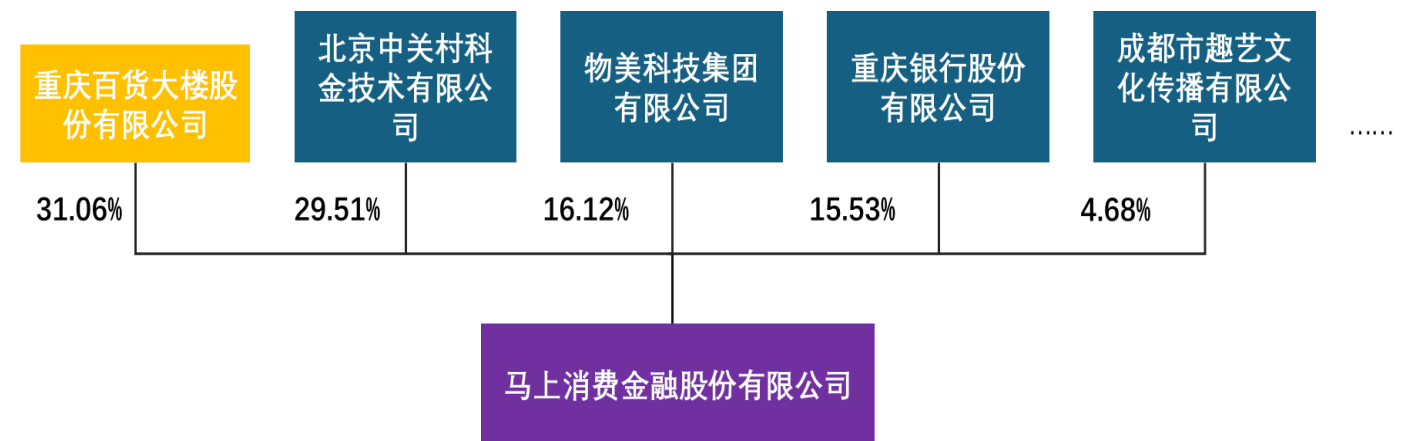


四、投资：马上消费与登康口腔稳定盈利，新增持股彩虹集团增加投资收益

4.1、马上消费金融：具备牌照优势，与重百公司协同互补

马上消费金融股份有限公司是一家经原中国银保监会批准，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。股东包括重庆百货（出资12.42亿元，持股31.06%）、中科金（29.51%）、物美集团（16.12%）、重庆银行（15.53%）、阳光财险（0.9%）、浙江小商品城（0.75%），以及新一轮战略投资者中金公司、中信建投及重庆两江产业集团等央企与地方国资背景资本。

图表42：马上消费金融主要股东架构图（截至2025-07-14）



来源：iFind，国金证券研究所

国内头部持牌消费金融企业，技术实力行业领先。秉承“科技让生活更轻松”的使命，马上消费以用户为中心，聚焦普惠金融，通过科技赋能创新，致力于打造成为全球最被信赖的金融服务商，为有金融服务需求的社会各阶层和群体提供小额分散的消费金融服务。在消费金融领域，公司积极拓展普惠金融服务的广度和深度，助力消费升级、拉动内需和服务实体经济发展，不断为地方税收、就业等经济社会发展做出积极贡献。截至2023年底，累计纳税超80亿元，直接或间接创造就业岗位超1.6万个。作为科技驱动的金融机构，马上消费在全球范围内选拔金融、大数据和人工智能等领域高精尖人才，组建了超2200人的技术团队、超300人的大数据风控团队，先后成立了人工智能研究院、国家级博士后科研工作站、省部级智慧金融与大数据分析重点实验室等科研平台。此外，公司自主研发了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，累计申请发明专利1700余项，稳居行业首位，获得软件著作权登记证书83项。

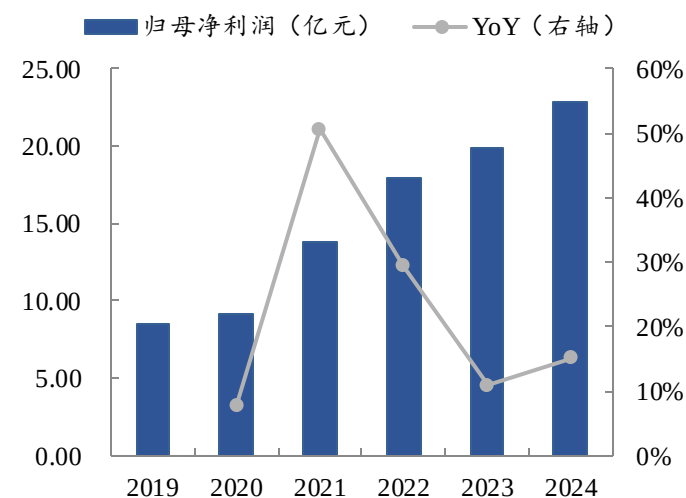
图表43：马上消费旗下APP

	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	循环额度信贷产品，还款后额度实时恢复，5年内有效期内可重复支用，最高额度30万元，1千元借一年日均利息0.11-0.39元，最长可分12期	循环额度信贷产品，最高额度20万元，最长可分12期	商品分期产品，只支持等额本息还款方式，最高额度30万元，最长可分12期，提前还无手续费

来源：公司官网，国金证券研究所

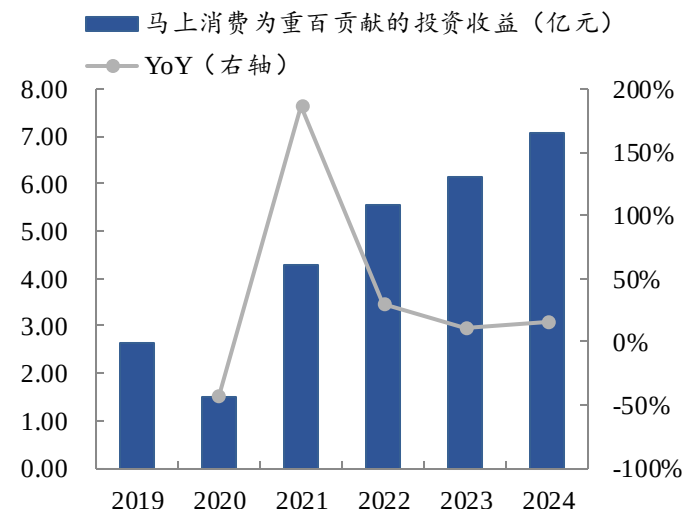


图表44：公司净利持续稳定上行（亿元，%）



来源：iFind，国金证券研究所

图表45：马上消费贡献的投资收益持续增长（亿元，%）



来源：iFind，国金证券研究所

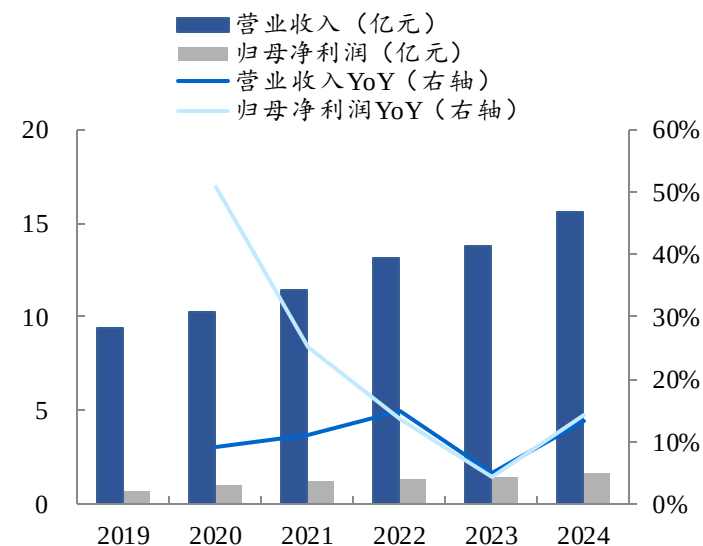
4.2、非经损益：登康口腔净利稳步增长，新近持股彩虹集团带来正向投资收益

登康口腔是中国口腔护理行业的领军企业，在抗敏感牙膏细分领域占据绝对优势。2023年4月10日公司在深交所上市，重庆百货持股1.74%，根据2025年中报，重庆百货实现公允价值变动收益0.52亿元。核心品牌“冷酸灵”通过多年发展，已成为我国抗敏感牙膏细分领域的领导品牌。2022-2024年，“冷酸灵”品牌在抗敏感细分领域的线下零售市场份额占比分别为61.74%、64.41%和64.72%，占据领导地位。公司主要产品涵盖成人基础口腔护理、儿童基础口腔护理和电动口腔护理等，构建“登康”“冷酸灵”“贝乐乐”等多个品牌体系。目前公司主营业务从口腔清洁基础护理向口腔医疗、口腔美容等领域快速延伸，2024年口腔医疗与美容护理产品营业收入同比增长35.45%，为全面进入口腔大健康产业奠定坚实基础。

在家用柔性取暖与家用卫生杀虫两大核心业务领域，彩虹集团持续巩固行业龙头及骨干地位。中华全国商业信息中心根据全国重点大型零售企业销售调查统计显示，彩虹电热毯连续4年荣列同类产品市场综合占有率第一位，在京东、淘宝等主流电商平台位居品牌榜首。两大主要产品线家用柔性取暖器和卫生杀虫用品形成季节性互补。冬季产品阵营中发热围巾、发热背心、暖腰带、暖身贴等以及绒加热垫、多功能暖腿宝等新品符合大健康趋势和多元化保暖需求。夏季产品家族包括电热蚊香液、电热蚊香液，针对母婴儿童系列的“彩虹乖乖”系列，以及“彩虹卫士”等家庭系列厨卫清洁、除湿香氛产品。

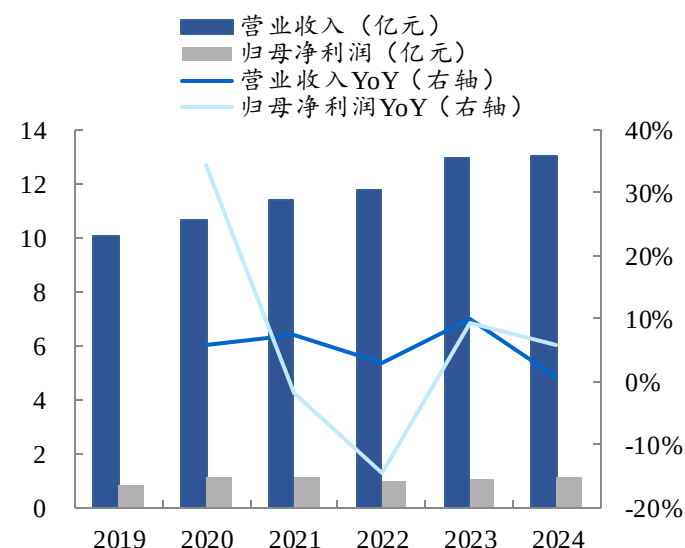


图表46：登康口腔净利维持正增长且增速回弹（亿元，%）



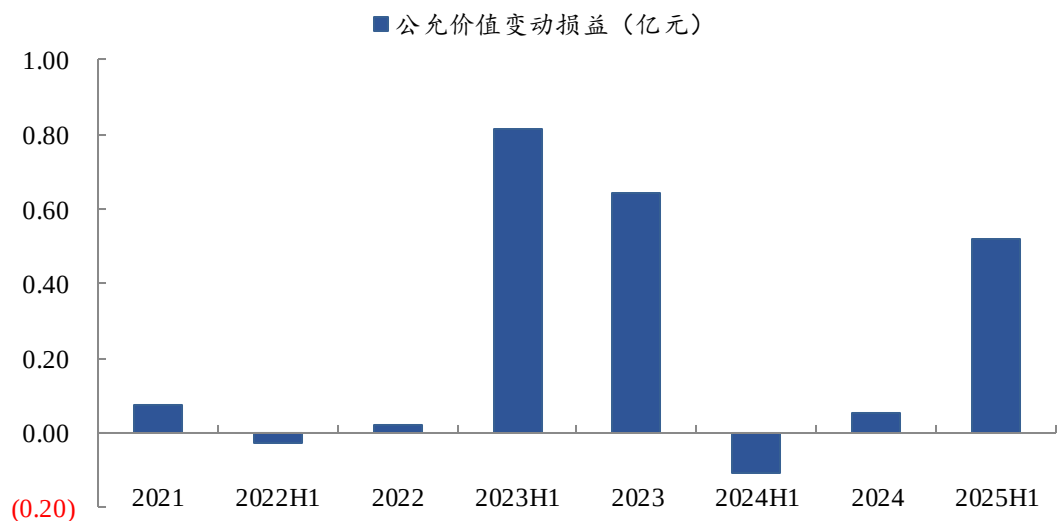
来源：iFind，国金证券研究所

图表47：彩虹集团净利增长态势良好（亿元，%）



来源：iFind，国金证券研究所

图表48：2024 年投资彩虹集团后公允价值变动收益扭亏为盈（亿元）



来源：iFind，国金证券研究所

五、盈利预测与投资建议

预计公司 2025-2027 年的营业收入分别为 163.85 亿元、170.73 亿元、183.07 亿元，分别同比变化-4.40%、+4.20%、+7.23%。2025-2027 年的归母净利润分别为 14.45 亿元、15.68 亿元、17.38 亿元，分别同比变化+9.92%、+8.47%、+10.89%。

1) 分业务类型来看：

超市业态由于迎来大范围调改，因此我们预期超市业态将迎来增长，预计 2025-2027 年超市业务收入分别为 66.57 亿元、73.23 亿元、82.02 亿元，分别同比变化+8%、+10%、12%。

汽贸业务受益于汽贸业务新品牌的引进和新能源方向的转型，收入由降低转向平稳，预计 2025-2027 年汽贸业务收入分别为 27.87 亿元、25.08 亿元、25.08 亿元，分别同比变化-35%、-10%、0%。



电器业务整体变化不大，主要受国家的政策补贴影响，随着近几年国补整体的推动，电器业务有望保持较好增速，预计 2025-2027 年电器业务收入分别为 34.68 亿元、36.77 亿元、39.34 亿元，分别同比变化+5%、+6%、+7%。

百货业务整体市场处在缩量趋势，但受益于公司内部对百货业务的改革，预计将释放新的增长动能，预计 2025-2027 年百货业务收入分别为 18.58 亿元、19.51 亿元、20.49 亿元，分别同比变化+5%、+5%、+5%。

2) 分不同类型费用来看：

销售费用受益于公司内部改革提效，预计未来几年会有部分降低，预计 2025-2027 年销售费用率分别为 14.51%、14.50%、14.49%。

管理费用受益于公司收入规模的扩大以及内部的改革提效，预计未来几年会有部分降低，预计 2025-2027 年管理费用率分别为 4.44%、4.44%、4.44%。

研发费用预计保持稳定，预计 2025-2027 年研发费用率分别为 0.08%、0.08%、0.08%。

3) 投资收益预测逻辑：

公司利润构成中投资收益占比较大，2022-2024 年投资收益分别达到 5.96/6.62/7.11 亿元，分别同比增长 36%/11%/7.4%，主要来自于旗下的马上消费金融公司(股权比例 31.06%)，该公司经营状况稳定，营收和利润稳定增长，因此我们预计 2025-2027 年投资收益继续保持稳定增长，分别达到 7.82/8.45/9.12 亿元。

4) 相对估值：

我们选取王府井、合百集团、步步高、家家悦、永辉超市作为可比公司，可比公司因为均处在调改阶段，公司短期业绩变化较大，且容易出现由亏转盈或者较高速度的利润增长，因此整体估值较高，相比之下同公司业务相似度更高的合肥百货估值水平相对接近。

重庆百货整体业绩相对稳定，由于业务相对更加多元，因此超市业务的调改和百货业务的调改目前对整体业务的贡献弹性较为稳定，此外由于重庆百货 2025 年-2027 年的归母净利润当中存在较高比例的投资收益，预计 25-27 年分别有 7.82 亿元、8.45 亿元、9.12 亿元的投资收益，因此综合来看其估值相对低于同行业可比公司。

综合考虑重庆百货整体业务的多元性、稳定性，以及百货超市调改的新变化，以及其占比较高的投资收益表现，我们给予公司 2025 年 12 倍目标估值，对应市值 173.41 亿元，目标价 39.37 元，给予“买入”评级。

图表49：可比企业相对估值表

代码	公司	市值(亿)	归母净利润(亿)				PE		
			2024A	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
002251.SZ	步步高	151.37	12.12	2.29	4.58	6.60	66.1	33.1	22.9
603708.SH	家家悦	71.43	1.32	1.86	2.28	2.59	38.4	31.4	27.5
601933.SH	永辉超市	469.18	-14.65	-4.47	6.35	12.24	-105.1	73.9	38.3
000417.SZ	合百集团	46.95	1.91	2.58	2.99	3.28	18.2	15.7	14.3
600859.SH	王府井	161.40	2.69	3.84	4.79	6.16	42.1	33.7	26.2
	平均值						11.9	37.6	25.9
600729.SH	重庆百货	129.15	13.15	14.45	15.68	17.38	8.9	8.2	7.4

来源：Ifind，国金证券研究所（可比公司均采用市场一致预期数据）

六、风险提示

超市调改客流量下降风险：由于目前处于调改前期，因此后期超市客流量可能存在下滑的风险

家电补贴政策不确定性风险：由于公司的电器业务显著受到国补政策的影响，因此后期存在由于补贴政策不确定，可能带来一定的业绩波动风险

地区市场竞争加剧的风险：尤其在超市和百货行业，重庆地区有多家同行开启调改，可能会加剧市场内的竞争

资产减值风险：超市百货的调改战略，可能导致部分资产减值的风险


附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
主营业务收入	18,304	18,985	17,139	16,385	17,073	18,307
增长率	3.7%	-9.7%	-4.4%	4.2%	7.2%	
主营业务成本	-13,525	-14,112	-12,594	-12,035	-12,538	-13,444
%销售收入	73.9%	74.3%	73.5%	73.5%	73.4%	73.4%
毛利	4,779	4,873	4,544	4,350	4,535	4,862
%销售收入	26.1%	25.7%	26.5%	26.6%	26.6%	26.6%
营业税金及附加	-190	-147	-192	-164	-171	-183
%销售收入	1.0%	0.8%	1.1%	1.0%	1.0%	1.0%
销售费用	-2,822	-2,611	-2,527	-2,377	-2,476	-2,653
%销售收入	15.4%	13.8%	14.7%	14.5%	14.5%	14.5%
管理费用	-980	-959	-765	-727	-758	-813
%销售收入	5.4%	5.0%	4.5%	4.4%	4.4%	4.4%
研发费用	-29	-27	-14	-13	-14	-15
%销售收入	0.2%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
息税前利润 (EBIT)	758	1,130	1,047	1,068	1,117	1,199
%销售收入	4.1%	6.0%	6.1%	6.5%	6.5%	6.6%
财务费用	-135	-123	-55	-152	-128	-98
%销售收入	0.7%	0.6%	0.3%	0.9%	0.7%	0.5%
资产减值损失	-309	-363	-287	-124	-126	-120
公允价值变动收益	2	64	5	0	0	0
投资收益	596	662	711	782	845	912
%税前利润	59.6%	45.9%	49.0%	49.1%	48.9%	47.7%
营业利润	998	1,435	1,443	1,594	1,727	1,912
营业利润率	5.5%	7.6%	8.4%	9.7%	10.1%	10.4%
营业外收支	2	7	9	0	0	0
税前利润	1,000	1,442	1,452	1,594	1,727	1,912
利润率	5.5%	7.6%	8.5%	9.7%	10.1%	10.4%
所得税	-95	-104	-116	-127	-138	-153
所得税率	9.5%	7.2%	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%
净利润	905	1,338	1,336	1,466	1,589	1,759
少数股东损益	21	23	21	21	21	21
归属于母公司的净利润	883	1,315	1,315	1,445	1,568	1,738
净利率	4.8%	6.9%	7.7%	8.8%	9.2%	9.5%

现金流量表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	905	1,338	1,336	1,466	1,589	1,759
少数股东损益	21	23	21	21	21	21
非现金支出	1,077	1,123	983	622	653	685
非经营收益	-503	-590	-600	-428	-682	-764
营运资金变动	-859	-437	304	-569	125	220
经营活动现金净流	619	1,433	2,023	1,091	1,685	1,900
资本开支	-212	-104	-71	-173	-416	-506
投资	-486	67	0	0	0	0
其他	375	-1,312	-677	782	845	912
投资活动现金净流	-323	-1,348	-748	609	429	406
股权募资	61	15	0	15	0	0
债权募资	877	942	-296	-391	40	-47
其他	-2,116	-873	-1,098	-766	-799	-852
筹资活动现金净流	-1,179	84	-1,393	-1,142	-759	-899
现金净流量	-882	168	-119	558	1,354	1,407

资产负债表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	2,421	4,063	4,851	4,972	5,960	7,058
应收款项	378	397	544	435	454	476
存货	2,297	2,143	1,742	1,723	1,671	1,685
其他流动资产	1,183	870	805	750	777	826
流动资产	6,279	7,473	7,941	7,880	8,861	10,046
%总资产	36.5%	40.1%	40.4%	41.3%	44.4%	47.6%
长期投资	4,054	4,668	5,363	5,363	5,363	5,363
固定资产	3,283	3,094	3,266	3,187	3,178	3,219
%总资产	19.1%	16.6%	16.6%	16.7%	15.9%	15.3%
无形资产	377	328	320	347	369	388
非流动资产	10,925	11,158	11,700	11,203	11,101	11,051
%总资产	63.5%	59.9%	59.6%	58.7%	55.6%	52.4%
资产总计	17,204	18,632	19,641	19,083	19,962	21,097
短期借款	1,557	2,503	2,689	2,306	2,346	2,299
应付款项	4,569	4,366	4,252	4,115	4,278	4,560
其他流动负债	2,292	2,143	2,106	1,866	1,946	2,089
流动负债	8,418	9,011	9,047	8,287	8,571	8,949
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	3,542	3,273	3,010	2,309	1,942	1,636
负债	11,960	12,284	12,056	10,596	10,513	10,584
普通股股东权益	5,157	6,237	7,473	8,355	9,295	10,338
其中：股本	407	407	441	441	441	441
未分配利润	4,353	5,395	6,107	6,974	7,915	8,958
少数股东权益	88	111	112	133	154	175
负债股东权益合计	17,204	18,632	19,641	19,083	19,962	21,097

比率分析

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股指标						
每股收益	2.173	3.234	2.984	3.281	3.559	3.946
每股净资产	12.684	15.342	16.962	18.967	21.102	23.470
每股经营现金净流	1.524	3.525	4.592	2.476	3.824	4.313
每股股利	0.680	1.356	1.362	1.312	1.423	1.578
回报率						
净资产收益率	17.13%	21.08%	17.59%	17.30%	16.86%	16.81%
总资产收益率	5.13%	7.06%	6.69%	7.57%	7.85%	8.24%
投入资本收益率	10.07%	11.84%	9.37%	9.11%	8.71%	8.61%
增长率						
主营业务收入增长率	-13.35%	3.72%	-9.72%	-4.40%	4.20%	7.23%
EBIT 增长率	-29.17%	49.10%	-7.36%	2.04%	4.52%	7.39%
净利润增长率	-9.85%	48.84%	-0.01%	9.92%	8.47%	10.89%
总资产增长率	-2.79%	8.30%	5.42%	-2.84%	4.61%	5.69%
资产管理能力						
应收账款周转天数	4.7	4.8	7.1	6.9	6.9	6.8
存货周转天数	65.3	57.4	56.3	56.0	55.9	55.8
应付账款周转天数	55.9	45.7	48.4	48.5	48.6	48.7
固定资产周转天数	65.3	59.3	69.5	70.7	67.5	63.8
偿债能力						
净负债/股东权益	-16.48%	-24.59%	-28.51%	-31.41%	-38.24%	-45.27%
EBIT 利息保障倍数	5.6			7.0	8.7	12.3
资产负债率	69.52%	65.93%		55.52%	52.66%	50.17%

来源：公司年报、国金证券研究所


市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	1	1	6	12	30
增持	0	0	0	1	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.00	1.00	1.08	1.00

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
 3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；

增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；

中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；

减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。



特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；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，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海

电话：021-80234211

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 5 楼

北京

电话：010-85950438

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100005

地址：北京市东城区建国内大街 26 号

新闻大厦 8 层南侧

深圳

电话：0755-86695353

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心

18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究