

## 净资产收益率不断提升，马消上半年利润同增 130%

2023 年 09 月 01 日

► **业绩简述：**1H23 公司实现营收 101.55 亿元/yoy+2.55%；实现归母净利润 9.06 亿元/yoy+56.89%；实现扣非归母净利润 8.10 亿元/yoy+53.16%。2Q23 公司实现营收 50.48 亿元/yoy+9.16%，归母净利润 4.32 亿元/yoy+148.12%，扣非归母净利润 3.47 亿元/yoy+113.30%。1H23 公司扣除对马消股权投资收益和非经损益后归属母净利润为 3.92 亿元，扣除非经常性损益后的加权平均净资产收益率 14.55%/+5.09pct。

► **2Q23 营收增长电器和汽贸业态为主，重庆地区上半年恢复态势良好。**营收增长主要为电器零售卖场、加盟店以及汽贸定制特供车业务增长。分业态看，①百货业态实现营收 14.26 亿元/yoy-3.50%，战略品牌销售占比 50%，自营品牌销售占比 30%；②超市业态实现营收 38.11 亿元/yoy-7.15%，杂百自有品牌/定制产品销售增幅 108%，生鲜自有品牌/定制商品增幅 42%，预制菜增幅 28%；③电器业态实现营收 16.45 亿元/yoy+15.58%，包销产品销售额增幅 46%；④汽贸业态 31.21 亿元/yoy+17.14%。分地区看，重庆地区实现营收 98.04 亿元/yoy+3.03%，占营业收入比重 96.54%/+0.45pct；四川地区实现营收 2.03 亿元/yoy-11.96%，占营业收入比重 2.00%/-0.33pct；贵州和湖北地区合计实现营收 0.30 亿元/yoy+6.16%，占营业收入比重 0.30%/+0.01pct。截止 2023 年 6 月 30 日，公司经营网点 288 个，百货/超市/电器/汽贸业态分别有 52/157/41/38 个，经营网点布局重庆和四川区域以及贵州、湖北等地。

► **1H23 超市业态毛利率同比提升 3.61pct，整体费用率有所降低。**1H23 实现毛利率 25.92%/-0.11pct，经计算，百货/超市/电器/汽贸业态分别实现毛利率 73.68%/26.16%/19.07%/6.41%，分别同比变化+0.88/+3.61/-0.42/-1.41pct。2Q23 实现毛利率 24.69%/+0.25pct。费率方面，1H23 销售/管理/研发费用率分别为 13.21%/4.76%/0.14%，分别变化-1.16/-0.19/-0.06pct，2Q23 销售/管理/研发费用率分别为 13.30%/4.75%/0.12%，分别变化-1.90/-0.36/-0.09pct。

► **马消金融持续贡献投资收益，登康口腔上市后增厚公司利润。**①1H23 马上消费实现净利润 13.46 亿元/yoy+130.48%，公司确认投资收益 4.18 亿元，占比归母净利润 51.60%，2Q23 公司对联营和合营企业投资收益 2.39 亿元，占比归母净利润 55.32%。马上消费金融成立 8 年，累计研发投入超 30 亿元，研发人员占比超过 70%，超 2000 人，专利申请量超 1200 件。②公司持有登康口腔 1.74%的股权，登康口腔总股本 1.72 亿股，上市后持续为公司贡献利润。

► **投资建议：**公司的四大主业与线下消费景气度高度相关，随着线下客流逐渐修复，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或有望迎来高弹性恢复。此外，22 年 7 月公司发布股权激励计划，绑定核心管理层利益，激发团队活力。混改有望在下半年落地，我们预计 23-25 年公司实现归母净利润 14.07/15.82/17.59 亿元，分别同比变化 +59.2%/12.5%/11.2%，对应 8 月 31 日 PE 为 10/9/8X，20-22 年公司分红比率分别为 142.73%/153.23%/30.85%，高分红下估值较低，维持“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            | 2022A  | 2023E  | 2024E  | 2025E  |
|------------------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入 (百万元)       | 18,304 | 19,522 | 20,647 | 21,796 |
| 增长率 (%)          | -13.4  | 6.7    | 5.8    | 5.6    |
| 归属母公司股东净利润 (百万元) | 883    | 1,407  | 1,582  | 1,759  |
| 增长率 (%)          | -7.2   | 59.2   | 12.5   | 11.2   |
| 每股收益 (元)         | 2.17   | 3.46   | 3.89   | 4.33   |
| PE               | 15     | 10     | 9      | 8      |
| PB               | 2.6    | 2.2    | 1.8    | 1.6    |

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2023 年 8 月 31 日收盘价）

## 推荐

维持评级

当前价格：

33.36 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

邮箱：liuyanjing@mszq.com

## 相关研究

- 1.重庆百货 (600729.SH) 2023 年中报业绩预告点评：单 Q2 归母净利润同增超 50%，股权激励+国企混改成效渐显-2023/07/06
- 2.重庆百货 (600729.SH) 2023 年一季报点评：盈利能力稳步提升，门店优化持续推进-2023/05/04
- 3.重庆百货 (600729.SH) 2022 年年报点评：坚持创新同时严控成本，业绩有望恢复增长-2023/04/09
- 4.重庆百货 (600729.SH) 深度报告：百年重百，改革焕发新活力-2023/04/04

### 公司财务报表数据预测汇总

| 利润表 (百万元) | 2022A  | 2023E  | 2024E  | 2025E  |
|-----------|--------|--------|--------|--------|
| 营业总收入     | 18,304 | 19,522 | 20,647 | 21,796 |
| 营业成本      | 13,525 | 14,320 | 15,090 | 15,931 |
| 营业税金及附加   | 190    | 195    | 206    | 218    |
| 销售费用      | 2,822  | 3,010  | 3,183  | 3,382  |
| 管理费用      | 980    | 1,045  | 1,105  | 1,166  |
| 研发费用      | 29     | 30     | 41     | 44     |
| EBIT      | 490    | 936    | 1,037  | 1,071  |
| 财务费用      | 135    | 157    | 150    | 146    |
| 资产减值损失    | -289   | -162   | -185   | -215   |
| 投资收益      | 596    | 833    | 1,066  | 1,258  |
| 营业利润      | 998    | 1,609  | 1,810  | 2,012  |
| 营业外收支     | 2      | 2      | 2      | 2      |
| 利润总额      | 1,000  | 1,611  | 1,812  | 2,014  |
| 所得税       | 95     | 153    | 172    | 191    |
| 净利润       | 905    | 1,458  | 1,640  | 1,823  |
| 归属于母公司净利润 | 883    | 1,407  | 1,582  | 1,759  |
| EBITDA    | 1,257  | 1,667  | 1,851  | 1,976  |

| 资产负债表 (百万元) | 2022A  | 2023E  | 2024E  | 2025E  |
|-------------|--------|--------|--------|--------|
| 货币资金        | 2,421  | 3,392  | 3,524  | 4,050  |
| 应收账款及票据     | 241    | 156    | 165    | 174    |
| 预付款项        | 932    | 573    | 604    | 637    |
| 存货          | 2,297  | 2,283  | 2,326  | 2,371  |
| 其他流动资产      | 388    | 501    | 508    | 515    |
| 流动资产合计      | 6,279  | 6,904  | 7,126  | 7,747  |
| 长期股权投资      | 3,041  | 3,783  | 4,736  | 5,852  |
| 固定资产        | 3,277  | 3,265  | 3,272  | 3,285  |
| 无形资产        | 183    | 192    | 200    | 208    |
| 非流动资产合计     | 10,925 | 11,750 | 12,660 | 13,735 |
| 资产合计        | 17,204 | 18,654 | 19,785 | 21,481 |
| 短期借款        | 1,155  | 1,455  | 1,455  | 1,455  |
| 应付账款及票据     | 3,127  | 3,178  | 3,349  | 3,535  |
| 其他流动负债      | 4,135  | 4,064  | 3,850  | 4,057  |
| 流动负债合计      | 8,418  | 8,697  | 8,655  | 9,048  |
| 长期借款        | 0      | 0      | 0      | 0      |
| 其他长期负债      | 3,542  | 3,529  | 3,485  | 3,439  |
| 非流动负债合计     | 3,542  | 3,529  | 3,485  | 3,439  |
| 负债合计        | 11,960 | 12,226 | 12,140 | 12,487 |
| 股本          | 407    | 407    | 407    | 407    |
| 少数股东权益      | 88     | 139    | 196    | 260    |
| 股东权益合计      | 5,244  | 6,428  | 7,645  | 8,994  |
| 负债和股东权益合计   | 17,204 | 18,654 | 19,785 | 21,481 |

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

| 主要财务指标     | 2022A  | 2023E | 2024E | 2025E |
|------------|--------|-------|-------|-------|
| 成长能力 (%)   |        |       |       |       |
| 营业收入增长率    | -13.40 | 6.65  | 5.77  | 5.57  |
| EBIT 增长率   | -37.83 | 91.04 | 10.79 | 3.34  |
| 净利润增长率     | -7.16  | 59.24 | 12.48 | 11.17 |
| 盈利能力 (%)   |        |       |       |       |
| 毛利率        | 26.11  | 26.65 | 26.91 | 26.91 |
| 净利润率       | 4.83   | 7.21  | 7.66  | 8.07  |
| 总资产收益率 ROA | 5.13   | 7.54  | 8.00  | 8.19  |
| 净资产收益率 ROE | 17.13  | 22.37 | 21.24 | 20.14 |
| 偿债能力       |        |       |       |       |
| 流动比率       | 0.75   | 0.79  | 0.82  | 0.86  |
| 速动比率       | 0.33   | 0.43  | 0.45  | 0.49  |
| 现金比率       | 0.29   | 0.39  | 0.41  | 0.45  |
| 资产负债率 (%)  | 69.52  | 65.54 | 61.36 | 58.13 |
| 经营效率       |        |       |       |       |
| 应收账款周转天数   | 4.81   | 3.00  | 3.00  | 3.00  |
| 存货周转天数     | 61.98  | 60.00 | 58.00 | 56.00 |
| 总资产周转率     | 1.03   | 1.09  | 1.07  | 1.06  |
| 每股指标 (元)   |        |       |       |       |
| 每股收益       | 2.17   | 3.46  | 3.89  | 4.33  |
| 每股净资产      | 12.68  | 15.47 | 18.32 | 21.48 |
| 每股经营现金流    | 1.52   | 4.76  | 4.72  | 5.05  |
| 每股股利       | 0.68   | 1.04  | 1.17  | 1.30  |
| 估值分析       |        |       |       |       |
| PE         | 15     | 10    | 9     | 8     |
| PB         | 2.6    | 2.2   | 1.8   | 1.6   |
| EV/EBITDA  | 12.13  | 9.15  | 8.24  | 7.72  |
| 股息收益率 (%)  | 2.04   | 3.11  | 3.50  | 3.89  |

| 现金流量表 (百万元) | 2022A  | 2023E | 2024E  | 2025E  |
|-------------|--------|-------|--------|--------|
| 净利润         | 905    | 1,458 | 1,640  | 1,823  |
| 折旧和摊销       | 767    | 731   | 814    | 905    |
| 营运资金变动      | -859   | 367   | 195    | 221    |
| 经营活动现金流     | 619    | 1,933 | 1,919  | 2,053  |
| 资本开支        | -212   | -247  | -293   | -340   |
| 投资          | -486   | 0     | 0      | 0      |
| 投资活动现金流     | -323   | -351  | -293   | -340   |
| 股权募资        | 61     | 0     | 0      | 0      |
| 债务募资        | 877    | 291   | -403   | 0      |
| 筹资活动现金流     | -1,179 | -612  | -1,495 | -1,188 |
| 现金净流量       | -882   | 971   | 132    | 526    |

## 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