

2023年03月22日

证券研究报告·公司研究报告

重庆百货（600729）商贸零售

持有（首次）

当前价：26.21元

目标价：——元（6个月）



西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

零售业务高弹性修复，马上消金提供业绩增量

投资要点

- 推荐逻辑：**公司作为西南地区区域性零售巨头，多年来持续扩宽业务边界，增强主业经营效率，毛利率自2017年的17.7%增长至2021年的25.8%，此外公司还通过长期股权投资马上消费金融获取可观业绩增量，投资收益自2017年的1.8亿元增长至2021年的4.3亿元，消费金融有望在消费复苏大逻辑下维持高景气度。我们认为，公司零售主业受益于疫后消费复苏，有望重回高增轨道，叠加马上消金持续提供业绩增量，公司业绩将迎来快速发展。
- 线下消费场景修复，百货、超市高弹性复苏。**百货、超市业态与线下消费景气度高相关，随“乙类乙管”政策实施，线下消费场景持续修复。作为西南地区零售巨头，公司长期以来通过数字化改革持续赋能传统零售业务，通过品类升级及会员购等手段持续提升经营效率，截至22Q3分别拥有百货/超市业态网点52/165个，预计将在本轮线下消费修复中迎来高弹性复苏。
- 发力下沉渠道，地产修复带动电器增长。**公司电器业态长期以来深耕重庆市场，凭借世纪通快速搭建下沉市场销售网络，世纪通2021年全年销售增长95%；通过重百小哥建立完备服务网络，2021年开设线下服务站28个，形成独特区位优势。在本轮家电市场渠道下沉趋势及地产链修复中，公司电器业务有望迎来高速增长。
- 汽贸业务持续放量。**公司汽贸网点数量近年来呈增长态势，自2017年的28家增长至2022年Q3的36家，代理品牌数量丰富，汽贸业务实现快速放量。预计未来持续聚焦新能源汽车高景气赛道，汽贸业态将成为公司未来业绩新增长点。
- 持股马上消金，提供业绩增量。**近年来随消费金融行业蓬勃发展，马上消费金融公司业绩迎来高速增长，公司持有马上消金31.06%的股权，其为公司业绩贡献占比不断提高，自2017年的29.5%增长至43.8%。在刺激内需背景下，消费金融将保持高增态势，预计马上消金未来将继续保持高速增长发展，为公司持续带来业绩增量。
- 盈利预测与投资建议。**考虑到公司作为重庆综合零售区域龙头，持续通过数字化、混改等方式刺激零售业务发展，公司目前估值偏低，具有较强安全边际。我们预计公司2022-2024归母净利润为9.4/11.2/13.4亿元，对应PE11/10/8X，首次覆盖给予“持有”评级。
- 风险提示：**消费复苏不及预期、区域内行业竞争加剧、马上消费金融业绩不及预期。

指标/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	21123.92	18890.02	20047.80	21104.33
增长率	0.22%	-10.58%	6.13%	5.27%
归属母公司净利润（百万元）	979.90	937.72	1118.35	1335.19
增长率	-5.21%	-4.30%	19.26%	19.39%
每股收益EPS（元）	2.41	2.31	2.75	3.28
净资产收益率ROE	17.16%	14.43%	15.12%	15.77%
PE	11	11	10	8
PB	1.84	1.63	1.43	1.25

数据来源：Wind，西南证券

西南证券研究发展中心

分析师：龚梦泓

执业证号：S1250518090001

电话：023-63786049

邮箱：gmh@swsc.com.cn

联系人：谭陈渝

电话：17782333081

邮箱：tchy@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源：聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	4.07
流通A股(亿股)	4.02
52周内股价区间(元)	19.39-29.08
总市值(亿元)	106.55
总资产(亿元)	176.98
每股净资产(元)	14.26

相关研究

请务必阅读正文后的重要声明部分

目 录

1 零售巨头持续改革，老树新芽	1
1.1 业务持续丰富，终成区域综合零售龙头	1
1.2 混改实现强强联合，股权激励激发员工积极性	3
2 数字化赋能四大业态，未来可期	4
2.1 百货：深耕重庆，经营表现优秀	4
2.2 超市：经营提效，品类持续升级	5
2.3 电器：渠道持续丰富，提供优质服务	7
2.4 汽贸：聚焦新能源高景气赛道，网点持续扩张	7
2.5 参股马上消金，持续提供业绩增量	8
3 盈利预测与估值	10
3.1 盈利预测	10
3.2 相对估值	11
4 风险提示	11

图 目 录

图 1: 公司四大业态简介	1
图 2: 公司发展历程	2
图 3: 公司各业态营收结构 (亿元)	2
图 4: 公司各业态网点数量	3
图 5: 混改前公司股权结构	4
图 6: 混改后公司股权结构	4
图 7: 百货业态营收情况	5
图 8: 百货业态毛利率情况	5
图 9: 超市业态营收情况	6
图 10: 超市业态毛利率情况	6
图 11: “多点+”模式	6
图 12: 电器业态营收情况	7
图 13: 电器业态网点数量 (个)	7
图 14: 汽贸业态营收情况	8
图 15: 汽贸业态网点数量 (个)	8
图 16: 商社汽贸代理品牌	8
图 17: 2022 年 H1 消金公司净利润 (亿元)	9

表 目 录

表 1: 股权激励解除限售期业绩考核目标	4
表 2: 马上消金业绩贡献情况	9
表 3: 分业务收入及毛利率	10
表 4: 可比公司估值	11
附表: 财务预测与估值	12

1 零售巨头持续改革，老树新芽

1.1 业务持续丰富，终成区域综合零售龙头

成立于 1950 年的重庆百货是西南地区最大的零售企业。1992 年通过定向募集成立股份有限公司，1996 年于 A 股上市。公司主要从事百货、超市、电器和汽车贸易等业务经营，经营网点遍布重庆 36 个区县和四川、贵州、湖北等地。截止 2022 年 6 月底，公司经营网点有 294 个，其中百货 52 个，超市 165 个，电器 41 个，汽贸 36 个。

图 1：公司四大业态简介

 百货业态：百货事业部组建于 2012 年，由原重百、新世纪百货整合而成。截止 22Q3 在重庆、四川、贵州、湖北等省市开设门店 52 家，经营面积 114.4 万平方米。百货业态连续多年年销售规模在 150 亿元水平。旗下年销售逾 3 亿元的商场 20 个，其中逾 5 亿元的商场 8 个。	 超市业态：超市事业部成立于 2012 年，拥有“重百超市”、“新世纪百货超市”两大品牌。截至 22Q3 在重庆、四川、湖北等省市开设门店 165 家，经营面积 77.1 万平方米。超市业态近三年来，销售规模均保持在 100 亿元以上，利润逐年增长。	 电器业态：电器事业部具有六十多年的经营历史，整合了商社电器、重百电器和新世纪电器三个品牌。截至 22Q3 在重庆开设门店 41 家，经营面积 15.5 万平方米。	 汽贸业态：重庆商社汽车贸易有限公司成立于 1992 年，拥有保时捷、奔驰、奥迪等十余个汽车品牌。截至 22Q3 在重庆开设门店 36 家，经营面积 11.4 万平方米。商社汽贸现已成为年销售汽车近五万台，销售金额超 90 亿元的大型汽车销售集团。
---	--	---	--

数据来源：公司官网，西南证券整理

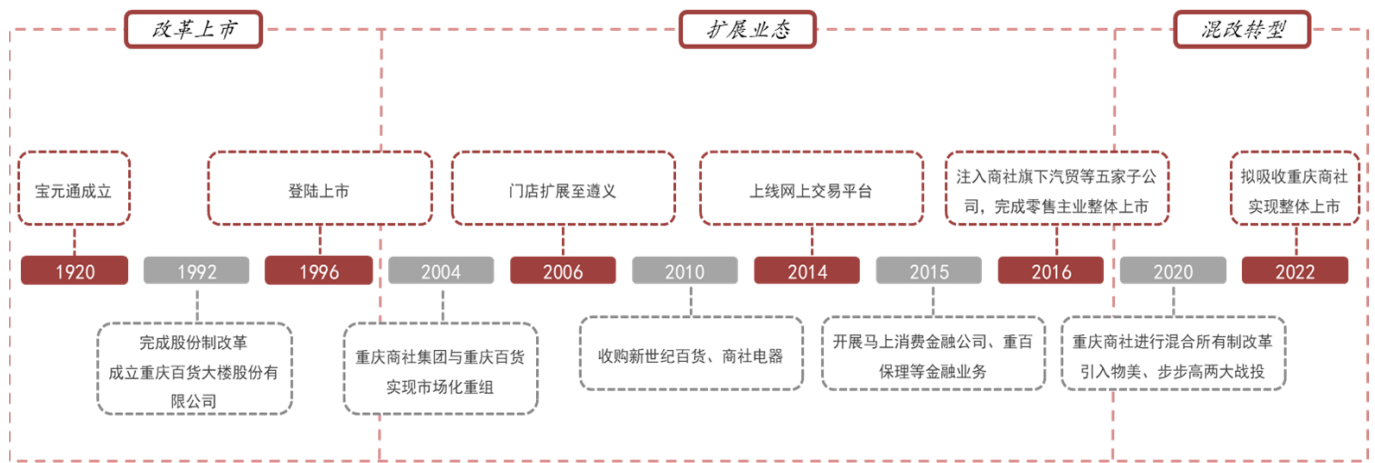
公司从创建宝元通起，至今已发展百余年，从单一的百货业态逐渐扩展至超市、电器、汽贸等多零售业态；从重庆区域扩展至四川、贵州、湖北等多区位经营；从单一的零售业务发展至包含消费金融等业务的区域性综合零售龙头，公司共经历了三个发展阶段：

改革上市期（1920-1996 年）：宝元通成立于 1920 年，经过多年的发展，先后进行了扩大企业自主权、超额利润分成、经理负责制和四放开等试点，率先于 1992 年完成股份制改革，成立重庆百货大楼股份有限公司；公司于 1996 年完成上市。

扩展业态期（1997-2016 年）：1996 年公司上市之后，持续发展零售主业，于 2004 年与重庆商社集团实现市场化重组；2006 年将门店扩展至遵义；2010 年收购新世纪百货、商社电器，完成百货、超市、电器三业态发展的布局；2015 年围绕旗下零售主业开展马上消费金融公司、重百保理等金融业务；2016 年商社集团将旗下商社汽贸、商社电商、商社家维、仕益质检、中天物业等五家全资子公司注入进公司，实现零售主业整体上市，重百业态得到进一步扩张，最终形成百货、超市、电器、汽贸四大业态协同发展的业务结构。

混改转型期（2017 年至今）：2020 年重庆商社完成混合所有制改革，引入物美、步步高两大战略投资者，三者通过联合采购等方式，将业态、供应链、物流、信息技术等优势相结合，增强重庆百货经营层面质量；2022 年重庆百货拟吸收重庆商社实现整体上市，重庆百货迎来新的发展阶段。

图 2：公司发展历程

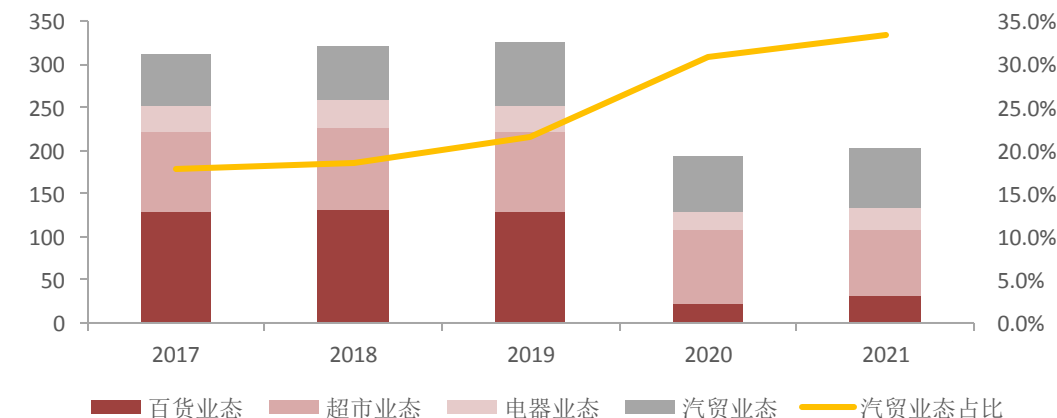


数据来源：公司官网，西南证券整理

从营收情况来看，公司 2020 年营收规模下降明显，一方面受会计准则调整，将联营收入由总额法改为净额法所致，另一方面受疫情影响，线下零售业务开展受阻所致，具体到各业态来看：

- **百货业态：**由于会计准则调整，联营收入由总额法改为净额法，2020 年百货业态营业收入下滑明显，2021 年有所恢复。
- **超市业态：**受疫情影响，居民减少出行，居家线上消费需求明显增长，持续冲击线下市场。公司超市业态营业收入自 2019 年的 93.5 亿元下降至 2021 年的 78.4 亿元。
- **电器业态：**2020 年电器业态受疫情影响有所承压，后续公司电器业态推进线上线下一体化，电器淘商城、重百小哥、电器仓储与运输管理等全面上线，电器营收自 2020 年的 21.2 亿元恢复至 2021 年的 24.6 亿元。
- **汽贸业态：**公司近年来汽贸业务营收占比不断提升，自 2017 年的 17.8% 提升至 2021 年的 33.3%，当下已成为公司营收规模最大的业务。

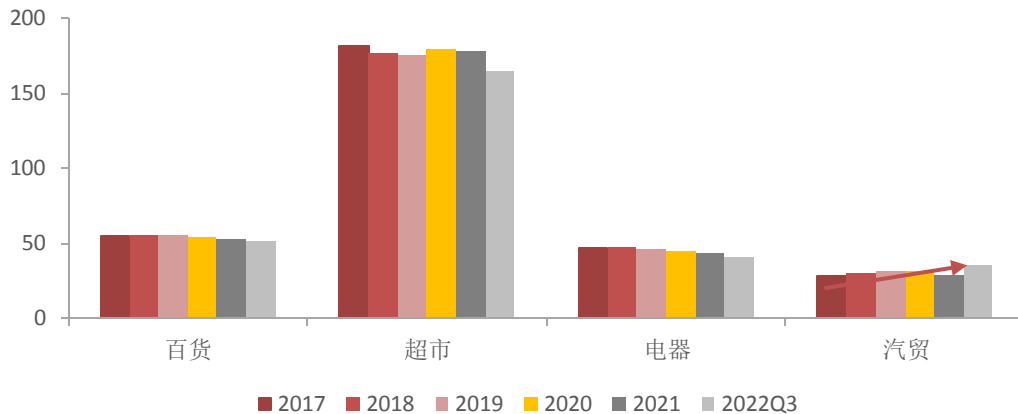
图 3：公司各业态营收结构（亿元）



数据来源：公司公告，西南证券整理

公司“百货+超市+家电+汽贸”的四业态发展框架于 2017 年完成布局，而后在 2019 年-2022 年 Q3 期间，公司百货、超市两大传统零售业态通过关闭低效门店，持续提升经营效率，门店数量分别自 55/181 家减少至 52/165 家；电器门店数量自 47 家减少至 41 家；汽贸门店受益于新能源汽车高景气发展，门店数量自 28 家提升至 36 家。截至 2022 年 Q3，公司经营网点按业态口径计算有 294 个，公司已成为重庆市区域网点规模、经营规模最大、竞争力最强的综合商业企业。

图 4：公司各业态网点数量



数据来源：公司公告，西南证券整理

1.2 混改实现强强联合，股权激励激发员工积极性

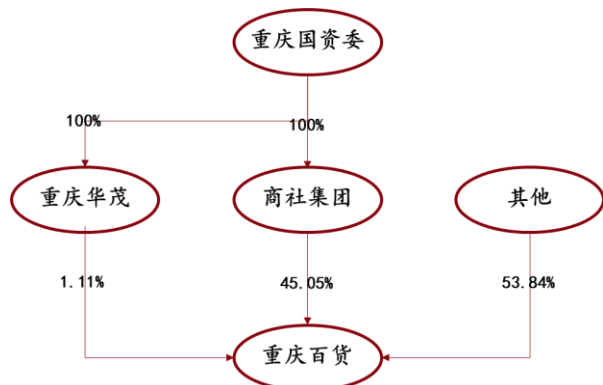
2020 年 4 月，重庆百货公告显示，控股股东商社集团已完成增资，顺利引入物美集团和步步高零售作为战略投资者，重庆百货混改顺利落地。

物美集团：主要布局华北、华东、西北地区，旗下拥有“物美”“美廉美”“百安居”“新华百货”等知名品牌，2019 年 10 月，收购麦德龙中国 80% 股权，各业态门店数量 1500 多家，年销售额 500 余亿元。物美关联企业多点（DMALL）运用移动互联网、人工智能等技术，帮助实体店提高效率，改善体验，实现线上线下一体化，目前多点拥有超过 8000 万会员、1600 万月度活跃会员，连续两年蝉联全国 O2O 生鲜电商第一名。

步步高：主要布局华中、华南地区，旗下拥有上市公司步步高及“步步高”“南城百货”等连锁品牌，670 余家多业态实体门店遍布湘、赣、川、渝、桂等省市，年销售额 400 多亿元。2015 年步步高开启全球化战略，整合全球供应链资源，目前已在北美、欧洲、亚洲、大洋洲设立六大全球采购中心，在商品、物流、仓储、分销等方面建立了完整的供应链体系。

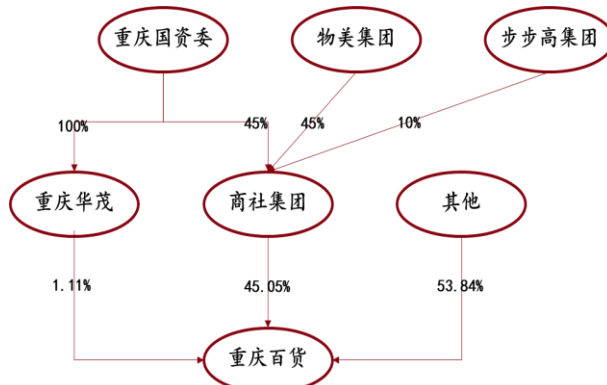
混改前公司第一大股东商社集团由重庆国资委 100% 控股。完成混改后，重庆国资委、物美集团、步步高集团分别持有商社集团 45%、45% 和 10% 的股权。公司控股权发生了变化，无任何一个股东能够单独实现对商社集团的实际控制。引入的战略投资者物美集团以及步步高集团都是商贸零售公司，经营业务与公司类似，有助于加快公司业务发展。

图 5：混改前公司股权结构



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 6：混改后公司股权结构



数据来源：公司公告，西南证券整理

股权激励激发员工积极性。2022 年 7 月 1 日公司发布限制性股票激励计划，拟对包括高管、核心骨干的 53 人授予 471 万股限制性股票，占公司总股本的 1.16%，授予价格为每股 10.825 元，业绩考核期限为 2022-2024 年。

表 1：股权激励解除限售期业绩考核目标

解除限售期	净利润考核目标	净资产收益率考核目标
第一个解除限售期	较基数，增长率不低于 5%	不低于 10%
第二个解除限售期	较基数，增长率不低于 15%	22-23 两年加权平均数不低于 10%
第三个解除限售期	较基数，增长率不低于 30%	22-24 三年加权平均数不低于 10%

数据来源：公司公告，西南证券整理

备注：净利润考核目标是指扣除马上消费金融投资收益和非经常性损益的归母净利润，以 20 和 21 年净利润的算数平均数为基数

除股权激励外，公司还针对各业态提出多元化激励方案，如店长激励基金、合伙人机制、超市业态自营承包、汽贸业态线上分销激励等方式，加强对员工积极性刺激，保证公司发展活力。在管理架构上，公司于 2022 年 12 月发布公告，拟吸收合并集团公司重庆商社实现整体上市，组织架构由二级转为一级，有望进一步提高经营效率，增强发展动力。

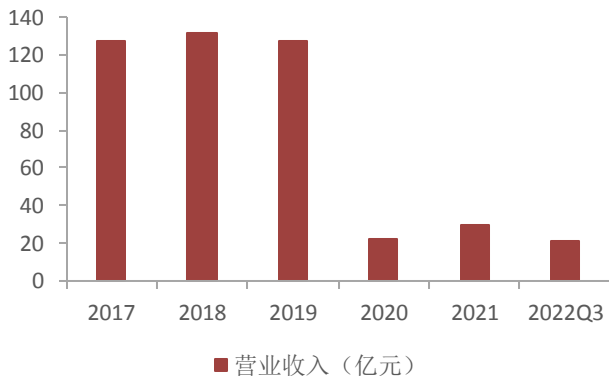
2 数字化赋能四大业态，未来可期

2.1 百货：深耕重庆，经营表现优秀

营收受新收入准则影响降幅明显。2020 年之前公司百货业态营收保持在 120-130 亿元水平，2020 年因收入准则调整叠加疫情影响，下降至 22.1 亿元，2021 年恢复良好，营收增长至 30.1 亿元，2022 年前三季度营收为 21.1 亿元，同比下降 11.6%。近年来公司网点数量小幅减少，主要系公司关闭低效门店，提高经营效率所致。

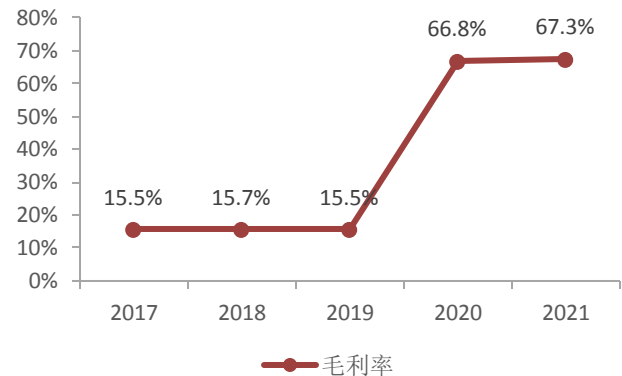
公司毛利率水平持续提高。公司百货业态毛利率水平因联营收入从总额法调整为净额法，导致公司毛利率提升明显，于 2020 年提升至 66.8%，2021 年进一步增至 67.3%。根据中国百货商业协会数据，2021 年样本百货企业综合毛利率均值为 52.3%，公司较均值表现优秀。

图 7：百货业态营收情况



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 8：百货业态毛利率情况



数据来源：公司公告，西南证券整理

此外，公司持续通过数字化手段赋能百货行业，强调差异化竞争：

- **定位方面：**打造商品、服务、会员权益、体验服务差异化模式，重点区域卖场错位经营，53家场店云专柜平台全面上线，构建差异化竞争优势。
- **渠道方面：**优化“重百云购”线上商城与企业微信客户营销功能；多平台多场景赋能会员拉新，云购商城、券平台、直播等多平台支持多场景会员运营。截止 22H1 百货会员总数 608.6 万，会员销售占比 81.7%，同比提升 1.3pct，22H1 云购微商城销售同比增长 115%，线上占比 3.3%，同比提升 2.0pct。
- **产品方面：**拓展包销定制，优化直营供应商、加速品牌引新汰换。全年高化销售增长 7.8%；战略品牌销售增长 11.7%；非购经营面积增长 8.6%；品牌引新率 13.1%。

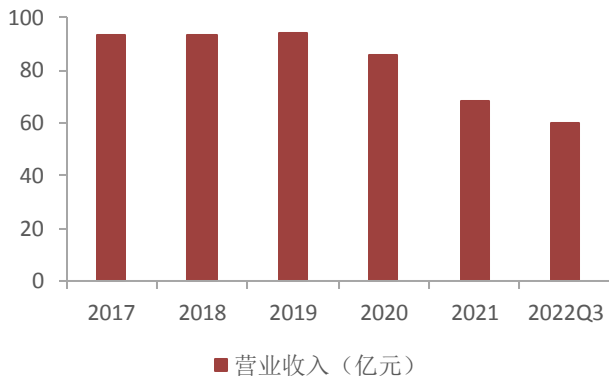
我们认为公司多年以来扎根重庆地区，其百货业态门店深度覆盖重庆主要城区，具有较强的经营优势，同时其通过数字化持续赋能传统百货业态，预计未来其竞争力将继续提升。

2.2 超市：经营提效，品类持续升级

关店加速，增强经营效率。公司超市业态近年来持续调整低效门店，超市业态门店数量有所减少，自 2017 年的 181 家下降至 2022 年 Q3 的 165 家，降幅为 8.8%。超市业态营业收入随门店数量收缩有所下降，自 2017 年的 93.5 亿元下降至 2021 年的 68.1 亿元，降幅为 27.2%，高于门店数降幅。2022 年前三季度实现营业收入 60.3 亿元，同比微降 1%。

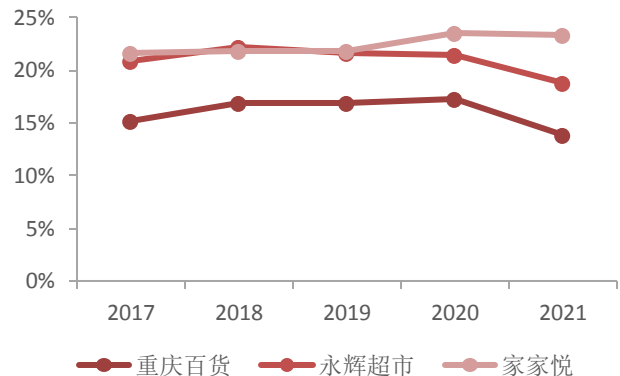
品类升级提升毛利率水平。超市加强重点品类联采、生鲜溯源、自有品牌建设、物流服务与管理升级。2021 年全年进口商品占比提升 0.15 个百分点；生鲜基地直采占比提升 2 个百分点；自有品牌销售增长 5%；网红、潮品等特色商品加强引新。品类升级使得公司超市业态毛利率稳步提升，自 2017 年的 15.2% 提升至 17.2%。此外，2021 年会计政策变更将为履行销售合同而发生的运输成本列报进行调整，从原来计入“销售费用”调整至“营业成本”，使得公司 2021 年毛利率水平下降至 13.8%。

图 9：超市业态营收情况



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 10：超市业态毛利率情况



数据来源：公司公告，西南证券整理

“多点+”模式助力公司数字化转型。公司重视数字化转型，通过地推拉新、面推拉新、创新用户裂变活动，打造付费会员体系，截至 2021 年，超市已完成 182 家门店 OS 系统切换，会员销售占比 60%。随着物美入股，公司有望借助物美在数字化转型上的经验与技术，加快数字化转型的进展。物美旗下的多点，是为传统零售企业提供数字化解决方案的服务商，自上线以来发展迅速。多点在中国最受欢迎的移动零售 APP 中位列第七，拥有 1.1 亿注册用户和 1,800 万名月活跃用户。目前，多点已服务覆盖中国大陆和香港超过 110 家全渠道连锁零售商。

图 11：“多点+”模式



数据来源：多点官网，西南证券整理

2.3 电器：渠道持续丰富，提供优质服务

预计地产修复带动电器业务高增。公司电器事业部成立于 2012 年，由商社电器、重百电器和新世纪电器三个知名电器品牌整合而成。近年来公司电器网点数量有所减少，截至 2022 年 Q3 网点数量减少至 41 个，覆盖重庆主城及周边大部分区县。营收方面，公司电器事业部营收近年来呈下降趋势，自 2017 年的 31.5 亿元下降至 2021 年的 24.1 亿元，降幅为 23.5%，2022 年前三季度电器事业部营收为 20.4 亿元，同比增长 10.2%。我们认为，公司电器业务营收下降主要系门店收缩以及下游需求收缩所致，预计随后续地产景气度复苏，公司电器业务有望迎来高增。

图 12：电器业态营收情况

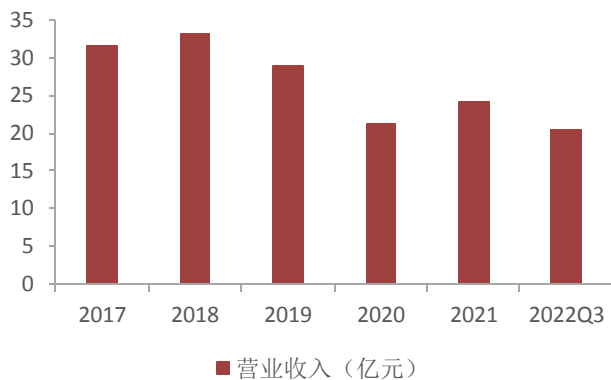
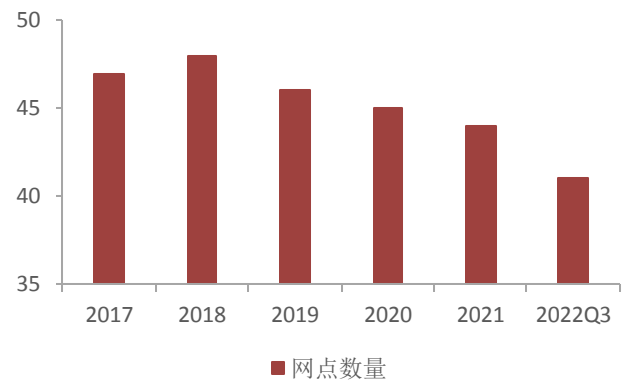


图 13：电器业态网点数量 (个)



数据来源：公司公告，西南证券整理

数据来源：公司公告，西南证券整理

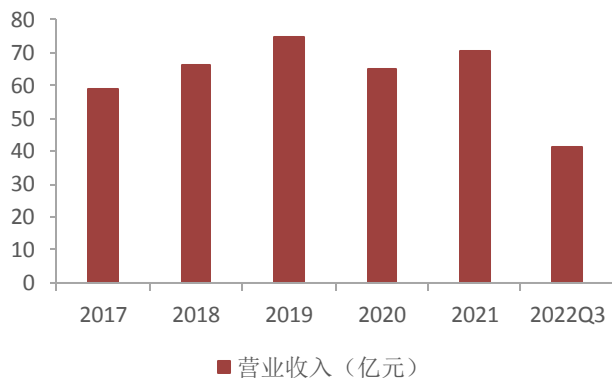
电器业务精细运营。电器实施战略品牌合作、包销定制、通讯运营商合作、打造全屋供应链。2021 年全年战略品牌销售增长 17%；包销定制销售增长 51%；通讯运营商佣金增长 105%；5 万元以上全屋定制套餐 624 户。推动便捷付，销售即注册，助力会员拉新，精准会员运营，丰富拼团秒杀、清洗、检测等服务，推出会员尊享权益，实现异业及品牌方资源共享，会员销售占比 90.6%。

2.4 汽贸：聚焦新能源高景气赛道，网点持续扩张

深耕重庆市场，网点逐步扩张。重庆商社汽车贸易有限公司成立于 1992 年，是专门从事汽车销售、维修、客户服务的经营实体。商社汽贸拥有强大的二、三线市场经营网络，建立了汽车销售和万州区域两大中心，在重庆区域内的铜梁、永川、涪陵、合川、璧山、忠县、开县、荣昌、綦江均建有分公司，构建了高效便捷的分销渠道。

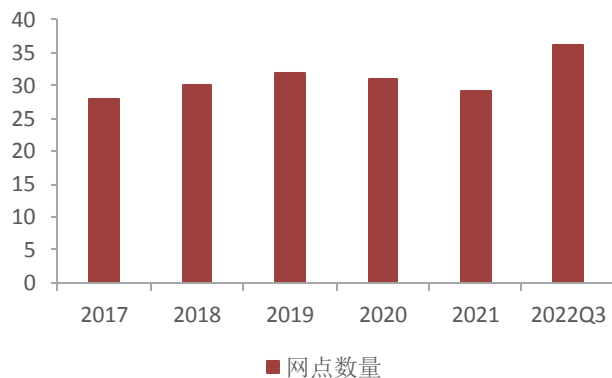
商社汽贸 2017 年网点数量为 28 家，公司近几年来加速新能源品牌转型，推进二手车展厅升级，关停亏损网店，2022 年上半年新开新能源网点 6 个，关停 5 家亏损网点。另外 8 个新能源网点在建，2022 年 Q3 增加至 36 家。2022 年前三季度营收为 41 亿元，同比下降 26.5%。营收下降主要系受疫情影响，有所承压，预计后续将迎来修复。

图 14：汽贸业态营收情况



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 15：汽贸业态网点数量 (个)



数据来源：公司公告，西南证券整理

提供全方位汽车服务，持续丰富品牌矩阵。公司还搭建了完备的后市场经营网点，成立了综合维修服务中心、汽车俱乐部，汽车消费担保中心，汽车美容，汽车租赁等覆盖多个汽车后市场的专业服务公司，能为各政府机关、企事业单位、经营实体和私人购车、维修保养、审车及审照等提供优质的产品、更方便快捷的星级服务。

目前，商社汽贸代理的汽车品牌有保时捷、奔驰、奥迪等，与众多汽车制造商建立了长期战略合作关系。此外，公司积极申请新能源品牌，优化现有品牌结构，获得 smart、岚图、睿蓝，吉利皮卡、华晨新日 5 个新能源品牌授权，截止 2022 年 6 月 30 日，smart 大定 760 个；睿蓝订单 125 个；岚图订单 2 个；吉利皮卡订单 2 个；华晨新日订单 1 个，上半年新能源品牌汽车销售 527 台，增长 312%。

图 16：商社汽贸代理品牌



数据来源：商社汽贸官网，西南证券整理

2.5 参股马上消金，持续提供业绩增量

马上消费金融股份有限公司是一家经中国银保监会批准，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。股东包括重庆百货大楼股份有限公司、北京中关村科金技术有限公司、物美科技集团有限公司、重庆银行股份有限公司、阳光财产保险股份有限公司、浙江中国小商品城集团股份有限公司，以及新一轮战略投资者中金公司、中信建投及重庆两江新区等央企与地方国资背景资本。

马上消金增长显著。近年来马上消金业绩增长显著，净利润自 2017 年的 5.8 亿元增长至 2021 年的 13.8 亿元，年复合增长率为 24.3%，为重庆百货提供的净利润也随之迎来快速增长。以对马上消金长期股权投资的投资收益/重庆百货归母净利润作为业绩贡献占比指标，马上消金业绩贡献占比逐渐提升，自 2017 年的 29.5% 提升至 2021 年的 43.8%，马上消金已成为公司业绩增长的重要动力。

表 2：马上消金业绩贡献情况

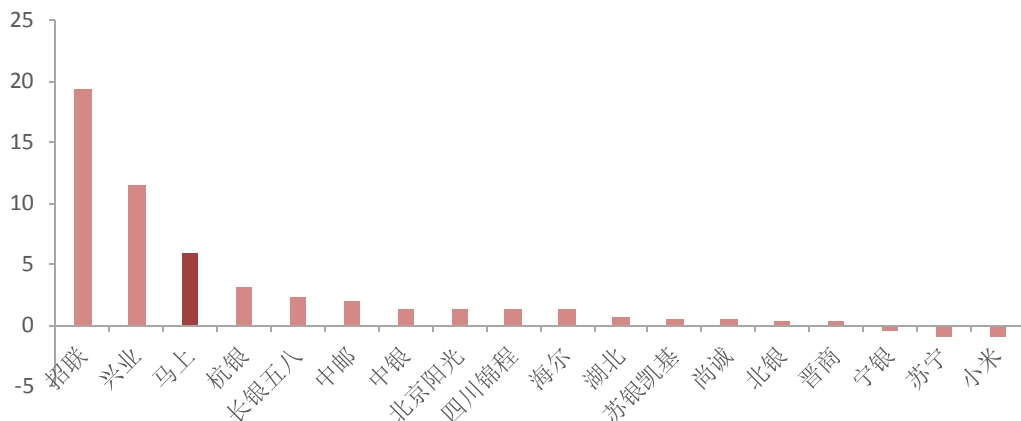
解除限售期	2016	2017	2018	2019	2020	2021
营业收入（亿元）	3.47	46.68	82.39	89.99	76.04	100.10
净利润（亿元）	0.07	5.78	8.01	8.53	7.12	13.82
重百持股比例	31.58%	30.62%	31.06%	31.06%	31.06%	31.06%
投资收益	0.03	1.78	2.47	2.65	1.50	4.29
重百归母净利润	4.19	6.05	8.31	9.85	10.34	9.80
业绩贡献占比	0.67%	29.46%	29.75%	26.90%	14.51%	43.76%

数据来源：公司公告，西南证券整理

22H1 业绩表现亮眼。从各消费金融公司净利润来看，业绩分化明显，招联、兴业在披露数据的消费金融公司当中净利润水平平均超过 10 亿元，马上消金净利润为 5.8 亿元，排名第三。

我们认为，马上消金作为行业内核心玩家，在消金行业监管收紧、准入门槛提高趋势影响下，马上消金有望在刺激内需的大背景下迎来高速增长。预计公司作为马上消金最大股东，将充分享受马上消金业绩反哺，为公司业绩增长提供增量。

图 17：2022 年 H1 消金公司净利润（亿元）



数据来源：公司公告，wind，金融监管研究院，西南证券整理

3 盈利预测与估值

3.1 盈利预测

关键假设：

假设 1：根据汇客云数据，截至 2022 年 12 月，全国购物中心场均日客流恢复至 2021 年同期 62%，场均日客流恢复至 2019 年同期 45%，假设 2023-2024 年全国购物中心场均日客流分别恢复至 2019 年的 85%、95%。

假设 2：预计公司 2023 年起摆脱新冠疫情影响，在数字化改革下费用率得到改善，假设公司 22-24 年销售费用率分别为 16%、15.5%、15%，管理费用率分别为 6%、5.5%、5%。

假设 3：马上消费金融股份有限公司凭借消费强复苏，持续为公司带来投资收益，预计在 22-24 年分别为公司带来 4.5、5.4、6.2 亿元的业绩增量。

基于以上假设，我们预测公司 2022-2024 年分业务收入成本如下表：

表 3：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2021A	2022E	2023E	2024E
合计	营业收入	21123.9	18890.0	20047.8	21104.3
	增速	0.22%	-10.58%	6.13%	5.27%
	营业成本	15672.7	13855.69	14829.16	15710.26
	毛利率	25.81%	26.65%	26.03%	25.56%
百货	营业收入	2418.5	1934.8	2031.6	2133.2
	增速	9.49%	-20.00%	5.00%	5.00%
	营业成本	790.0	638.5	668.4	699.7
	毛利率	67.34%	67.00%	67.10%	67.20%
超市	营业收入	6812.8	6131.5	5518.4	4966.5
	增速	-20.37%	-10.00%	-10.00%	-10.00%
	营业成本	5872.0	5303.8	4773.4	4296.1
	毛利率	13.81%	13.50%	13.50%	13.50%
电器	营业收入	2409.0	2746.3	3295.5	3789.9
	增速	13.76%	14.00%	20.00%	15.00%
	营业成本	1868.8	2114.6	2570.5	2956.1
	毛利率	22.42%	23.00%	22.00%	22.00%
汽贸	营业收入	7030.9	5624.7	6749.7	7762.1
	增速	8.08%	-20.00%	20.00%	15.00%
	营业成本	6607.2	5259.1	6277.2	7218.8
	毛利率	6.03%	6.50%	7.00%	7.00%

数据来源：Wind，西南证券

3.2 相对估值

我们选取了行业中与重庆百货较为相近的王府井及天虹股份，2022-2024 年平均 PE 为 38.6 倍、22.9 倍、17.4 倍。考虑到公司作为重庆综合零售区域龙头，持续通过数字化转型、混改等方式刺激传统零售业务发展，我们认为公司目前估值偏低，具有较强安全边际。我们预计公司 2022-2024 归母净利润为 9.4/11.2/13.4 亿元，对应 PE11/10/8X，首次覆盖给予“持有”评级。

表 4：可比公司估值

证券代码	可比公司	股价（元）	EPS（元）				PE（倍）			
			21A	22E	23E	24E	21A	22E	23E	24E
600859.SH	王府井	25.00	1.18	0.37	0.90	1.14	21.19	67.57	27.78	21.93
600729.SH	重庆百货	25.64	2.41	2.49	2.84	3.27	10.64	10.3	9.03	7.84
002419.SZ	天虹股份	6.08	0.19	0.16	0.19	0.27	32	38	32	22.52
平均值							21.28	38.62	22.94	17.43

数据来源：Wind，西南证券整理（股价为 2023 年 3 月 10 日收盘价）

4 风险提示

消费复苏不及预期、区域内行业竞争加剧、马上消费金融业绩不及预期。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	21123.92	18890.02	20047.80	21104.33	净利润	1015.45	966.03	1151.82	1376.68
营业成本	15672.69	13855.69	14829.16	15710.26	折旧与摊销	703.57	290.10	290.85	291.14
营业税金及附加	214.74	178.31	194.09	202.62	财务费用	143.28	86.88	84.81	67.48
销售费用	3028.17	3022.40	3107.41	3165.65	资产减值损失	-299.09	0.00	0.00	0.00
管理费用	1100.44	1133.40	1102.63	1055.22	经营营运资本变动	-10.43	-1902.20	252.51	57.96
财务费用	143.28	86.88	84.81	67.48	其他	-438.62	-456.16	-560.52	-639.21
资产减值损失	-299.09	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	1114.15	-1015.35	1219.47	1154.05
投资收益	437.84	450.23	540.28	621.32	资本支出	110.80	-5.00	-5.00	-5.00
公允价值变动损益	7.35	20.10	18.76	17.31	其他	1803.90	276.33	584.94	657.18
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	1914.70	271.33	579.94	652.18
营业利润	1117.53	1083.67	1288.74	1541.73	短期借款	-892.32	642.02	-916.29	0.00
其他非经营损益	14.11	13.65	16.10	14.95	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	1131.64	1097.32	1304.84	1556.68	股权融资	2.81	0.00	0.00	0.00
所得税	116.19	131.29	153.02	180.00	支付股利	-1475.37	-248.29	-228.39	-267.93
净利润	1015.45	966.03	1151.82	1376.68	其他	-838.00	-363.34	-144.81	-97.48
少数股东损益	35.56	28.31	33.47	41.48	筹资活动现金流净额	-3202.87	30.39	-1289.49	-365.41
归属母公司股东净利润	979.90	937.72	1118.35	1335.19	现金流量净额	-174.01	-713.64	509.92	1440.82
资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	财务分析指标	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	3547.14	2833.50	3343.43	4784.24	成长能力				
应收和预付款项	978.69	1004.47	1067.19	1112.52	销售收入增长率	0.22%	-10.58%	6.13%	5.27%
存货	2543.35	2129.76	2390.87	2519.86	营业利润增长率	-6.38%	-3.03%	18.92%	19.63%
其他流动资产	257.41	390.85	392.77	377.46	净利润增长率	-3.38%	-4.87%	19.23%	19.52%
长期股权投资	2579.29	2579.29	2579.29	2579.29	EBITDA 增长率	33.44%	-25.64%	13.95%	14.18%
投资性房地产	993.35	993.35	993.35	993.35	获利能力				
固定资产和在建工程	2888.43	2643.38	2397.59	2151.51	毛利率	25.81%	26.65%	26.03%	25.56%
无形资产和开发支出	194.34	176.55	158.76	140.97	三费率	20.22%	22.46%	21.42%	20.32%
其他非流动资产	3715.71	3698.44	3676.17	3653.91	净利率	4.81%	5.11%	5.75%	6.52%
资产总计	17697.72	16449.62	16999.44	18313.12	ROE	17.16%	14.43%	15.12%	15.77%
短期借款	274.27	916.29	0.00	0.00	ROA	5.74%	5.87%	6.78%	7.52%
应付和预收款项	4304.28	3872.78	4152.92	4379.60	ROIC	120.46%	-683.30%	374.48%	1978.89%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	9.30%	7.73%	8.30%	9.00%
其他负债	7203.26	4965.16	5227.69	5205.95	营运能力				
负债合计	11781.81	9754.23	9380.62	9585.55	总资产周转率	1.22	1.11	1.20	1.20
股本	406.53	406.53	406.53	406.53	固定资产周转率	7.21	6.86	7.96	9.28
资本公积	406.18	406.18	406.18	406.18	应收账款周转率	91.11	84.50	97.66	94.90
留存收益	5333.23	6022.65	6912.62	7979.88	存货周转率	5.22	5.23	5.76	5.67
归属母公司股东权益	5796.55	6547.71	7437.68	8504.94	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	156.08%	—	—	—
少数股东权益	119.36	147.67	181.14	222.63	资本结构				
股东权益合计	5915.92	6695.39	7618.82	8727.57	资产负债率	66.57%	59.30%	55.18%	52.34%
负债和股东权益合计	17697.72	16449.62	16999.44	18313.12	带息债务/总负债	2.33%	9.39%	0.00%	0.00%
					流动比率	0.91	1.05	1.27	1.50
					速动比率	0.59	0.70	0.85	1.07
					股利支付率	150.56%	26.48%	20.42%	20.07%
业绩和估值指标	2021A	2022E	2023E	2024E	每股指标				
EBITDA	1964.37	1460.65	1664.40	1900.35	每股收益	2.41	2.31	2.75	3.28
PE	10.87	11.36	9.53	7.98	每股净资产	14.26	16.11	18.30	20.92
PB	1.84	1.63	1.43	1.25	每股经营现金	2.74	-2.50	3.00	2.84
PS	0.50	0.56	0.53	0.50	每股股利	3.63	0.61	0.56	0.66
EV/EBITDA	0.70	1.50	0.44	-0.38					
股息率	13.85%	2.33%	2.14%	2.51%					

数据来源: Wind, 西南证券

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注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 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。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中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或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

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。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，本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。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	王昕宇	销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
	汪艺	销售经理	13127920536	13127920536	wyyf@swsc.com.cn
	岑宇婷	销售经理	18616243268	18616243268	cyryf@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymyf@swsc.com.cn
	陈阳阳	销售经理	17863111858	17863111858	cyyf@swsc.com.cn
	李煜	销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	谭世泽	销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn
北京	卞黎旻	销售经理	13262983309	13262983309	bly@swsc.com.cn
	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杜小双	高级销售经理	18810922935	18810922935	dxsyf@swsc.com.cn
	杨薇	高级销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	胡青璇	销售经理	18800123955	18800123955	hqx@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com.cn
广深	巢语欢	销售经理	13667084989	13667084989	cyh@swsc.com.cn
	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	xyx@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn