

证券研究报告 / 公司深度报告

买入

上次评级: 首次覆盖

混改落地助力公司焕发新活力

报告摘要:

重庆百货是西南地区规模最大的零售企业。公司成立于1950年,于1996年在A股上市。公司主要经营地区是重庆及周边地区,经过几十年的发展,已经逐渐成为西南地区实力最为雄厚、规模最大、竞争力最强的零售龙头企业。公司业务涵盖百货、超市、汽车贸易、消费金融等。截至2020年6月,重庆百货在重庆市及周边已开设线下门店300余家,在重庆地区形成了一定的规模优势。

“数字化转型+消费金融+管理层重组”助力公司焕发新活力。(1)百货方面,公司搭建“重百云购总部微商城+重百云购总部直播”两大线上统一运营平台,整合资源、统分结合扩大市场影响力。超市方面,公司173家超市门店上线多点智购业务,113家门店开通多点配送到家业务。电器方面,重庆百货创建“重百创客”线上平台,可以多方面展示商品,支持团购采购。汽贸方面,打造以用户为中心的智慧数字化运营体系,推动4S店业务线上化。**(2)**马上金融是全国第三大消费金融公司,作马上金融最大股东,公司持有马上金融31.06%的股份。马上金融自设立开始发展迅猛,截至2019年末,营收和净利润分别达89亿/8.53亿,位居行业前列,消费金融行业发展迅速,行业集中度不断提升,马上金融后续预期会给重庆百货带来更多收益。**(3)**公司混改成功落地,引入战略投资者物美集团和步步高集团。物美集团积累了丰富的百货数字化转型经验,与重庆百货合作之后立刻配合重庆百货进行数字化转型,接入多点平台,同时混改有效缓解了原股东重庆商社集团的财务压力。

投资建议: 预计公司2020-2022年,归母净利润分别为10.64、11.14和12.43亿元, EPS分别为2.62、2.74、3.06元,对应当前股价PE分别为13、13、11倍。考虑公司多业态协同的经营能力,混改带来管理效率提升,以及马上金融发展迅速,给予公司2020年16倍估值,首次覆盖给予“买入”评级。

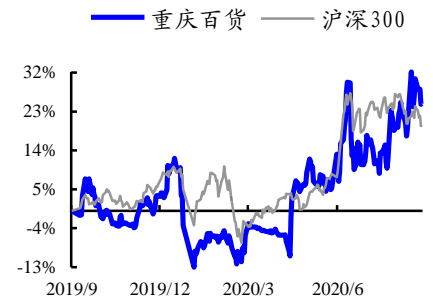
风险提示: 疫情持续;马上金融发展不及预期;业绩预测不及预期。

股票数据

2020/9/25

6个月目标价(元)	41.92
收盘价(元)	34.95
12个月股价区间(元)	24.93~39.50
总市值(百万元)	14,208
总股本(百万股)	407
A股(百万股)	407
B股/H股(百万股)	0/0
日均成交量(百万股)	2

历史收益率曲线



涨跌幅(%)	1M	3M	12M
绝对收益	2%	19%	22%
相对收益	6%	8%	4%

相关报告

《商贸零售行业2020年度投资策略:消费分级下需求的挖掘与拦截》

--20191121

《永辉超市(601933.SH)2020年半年报点评:强生鲜助力主业增长,云创回归打通全渠道》

--20200902

财务摘要(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	34,084	34,536	32,479	37,043	39,365
(+/-)%	3.55%	1.33%	-5.96%	14.05%	6.27%
归属母公司净利润	831	985	1,064	1,114	1,243
(+/-)%	37.28%	18.55%	7.97%	4.69%	11.64%
每股收益(元)	2.04	2.42	2.62	2.74	3.06
市盈率	13.84	12.32	13.36	12.76	11.43
市净率	2.07	1.93	1.92	1.67	1.46
净资产收益率(%)	14.94%	15.66%	14.38%	13.08%	12.74%
股息收益率(%)	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
总股本(百万股)	407	407	407	407	407

证券分析师: 李慧

执业证书编号: S0550517110003
(021)20361142 lihui@nesc.cn

研究助理: 刘青松

执业证书编号: S0550119010017
(010)58034568 liuqs@nesc.cn

目 录

1.	重庆百货：深耕西南地区，打造多业态零售版图	5
1.1.	公司简介：深耕重庆区域，打造全国一流商业综合服务商	5
1.2.	业务布局：立足重庆，四大业务齐发力	6
1.3.	股权结构：混改落地引战投，股权激励增信心	8
1.4.	财务分析：营业规模持续增长，盈利能力不断提升	9
2.	行业低迷遇瓶颈，大浪淘沙显真金	12
2.1.	重庆地区经济增速位居全国前列，消费潜力增长空间大	12
2.2.	重庆地区超市行业竞争加剧，地区龙头效应凸显	13
2.2.1.	超市行业优胜劣汰，单店效益不断提升	13
2.2.2.	行业竞争格局分散，但呈现集中趋势	14
2.2.3.	外资逐渐撤退，龙头企业优势显现	15
2.2.4.	整合本土品牌，合作共享资源	15
2.3.	百货行业低迷，数字化转型迫在眉睫	16
2.3.1.	重庆地区百货行业竞争加剧，线下门店数量减少	16
2.3.2.	百货要突围，数字转型是关键	16
3.	“数字化转型+布局消费金融+管理层重组”助力公司焕发新活力	18
3.1.	重庆百货开启全方位数字化转型	18
3.1.1.	百货线上扩展渠道，线下加强管理	19
3.1.2.	多点助力超市数字化转型	19
3.2.	消费金融前景广阔，公司多年投入终现回报	21
3.2.1.	重庆百货布局马上金融	21
3.2.2.	消费金融行业仍存发展空间	21
3.2.3.	消费金融行业马太效应明显，头部公司将受益	22
3.2.4.	消费金融与百货公司业务之间形成互补关系，可以形成协同效应共同发展	22
3.2.5.	百货公司纷纷布局消费金融，重庆百货发展最好	23
3.3.	战略投资者加入有利于重庆百货发展	24
4.	同业公司财务比较：规模优势明显，资产盈利能力显著提升	25
5.	业绩预测及投资建议	28
5.1.	业绩预测	28
5.2.	投资建议	28
6.	风险提示	29

图表目录

图 1: 重庆百货发展历程.....	5
图 2: 重庆百货门店布局.....	6
图 3: 公司百货业态门店.....	7
图 4: 百货业态营收及增速.....	7
图 5: 公司超市业态门店.....	7
图 6: 超市业态营收及增速.....	7
图 7: 公司汽贸业态门店.....	8
图 8: 汽贸业态营收及增速.....	8
图 9: 公司电器业态门店.....	8
图 10: 电器业态营收及增速.....	8
图 11: 股改前公司股权结构.....	9
图 12: 股改后公司股权结构.....	9
图 13: 2010 年以来公司营收及增速.....	10
图 14: 2010 年以来公司净利润及增速.....	10
图 15: 公司营收分业态构成.....	10
图 16: 公司营收分区域构成.....	11
图 17: 公司分业态毛利率情况.....	11
图 18: 公司毛利率及净利率水平.....	12
图 19: 公司期间费用率.....	12
图 20: 2010 年以来重庆市 GDP 总量及增速 (%).....	12
图 21: 2010 年重庆市以来社零总额及同比增速.....	13
图 22: 2010 年以来重庆市人均收入与同比增速.....	13
图 23: 2013 年以来重庆市超市数量、面积及营业额.....	13
图 24: 2013 年以来重庆市超市单店营业面积及销售额.....	14
图 25: 2019 年重庆市主要超市数量.....	14
图 26: 2015 年以来永辉和重庆百货市场占有率.....	14
图 27: 重庆地区不同品牌门店数量情况.....	15
图 28: 2014 年以来重庆市百货公司营业面积.....	16
图 29: 2014 年以来重庆市百货公司销售额.....	16
图 30: 百货数字化转型三个方向.....	17
图 31: 银泰百货数字化商场示意图.....	17
图 32: 天虹 APP 界面.....	18
图 33: 天虹微信小程序界面.....	18
图 34: 重庆百货直播带货业务.....	19
图 35: 应用商店多点 APP 下载情况.....	20
图 36: 多点 APP 主要功能.....	20
图 37: 超市渠道增量占其他渠道增量比例.....	20
图 38: 2016 年以来马上金融营业收入及同比增速.....	21
图 39: 2016 年以来马上金融净利润及同比增速.....	21
图 40: 2013 年以来我国消费信贷余额及同比增速.....	22
图 41: 中美消费信贷渗透率.....	22
图 42: 消费金融公司净利润组成.....	22
图 43: 百货公司与消费金融公司的互补关系.....	23

图 44: 物美集团旗下部分百货品牌	25
图 45: 物美集团营业收入及同比增速	25
图 46: 百货行业营收排名前十公司	26
图 47: 可比公司营收增速情况 (%)	26
图 48: 百货行业净利润排名前十公司	26
图 49: 可比公司净利润增速情况 (%)	26
图 50: 可比公司毛利率 (%)	27
图 51: 可比公司期间费用率 (%)	27
图 52: 可比公司销售净利率 (%)	27
图 53: 可比公司净资产收益率 (%)	27
图 54: 可比公司资产周转率 (次)	27
图 55: 可比公司资产负债率 (%)	27
表 1: 重庆百货整合当地超市情况	16
表 2: 各百货公司入股消费金融名单	23
表 3: 商社集团调整后的董事会成员	24
表 4: 重庆百货调整后的董事会成员	24
表 5: 战略股东的让利行为	25
表 6: 公司营收拆分表	28
表 7: 同业可比公司估值对比	29

1. 重庆百货：深耕西南地区，打造多业态零售版图

1.1. 公司简介：深耕重庆区域，打造全国一流商业综合服务商

重庆百货是西南地区最大商贸零售企业。公司成立于 1950 年，于 1996 年在 A 股上市。公司主要经营地区是重庆及周边地区，经过几十年的发展，已经逐渐成为西南地区实力最为雄厚、规模最大、竞争力最强的零售龙头企业。公司业务涵盖百货、超市、汽车贸易、消费金融等。截至 2020 年 6 月，重庆百货在重庆市及周边已开设线下门店 300 余家，在重庆地区形成了一定的规模优势。同时，公司也在积极向外扩张，在四川、贵州、湖北等地区均开设新店。此外，公司围绕消费产业积极布局相关行业，公司参股的马上金融公司在消费金融行业发展势头良好，总资产在行业内排名前三。

回顾公司发展历程，可以将其分为以下几个阶段：

图 1：重庆百货发展历程



数据来源：东北证券，公司公告及公司官网

快速发展期（1994年-2005年）：深耕重庆市场，规模快速扩张。公司自 1994 年开始依托自身良好口碑，在重庆地区零售市场竞争者较少的市场环境下迅速开设新的店面，扩大门店覆盖范围，公司营业收入、净利润不断攀升，整体进入快速扩张期。到 2005 年，公司开设门店已经覆盖了重庆市 36 个区域，营业收入达到 36.71 亿元，净利润达到 7732 万。

完善发展期（2006年-2008年）：竞争压力初现，公司积极应对。自 2006 年开始，零售巨头沃尔玛，家乐福等外资纷纷在重庆地区开设分店。期间，重庆地区零售行业门店新增 160 家，重庆地区零售行业整体竞争程度加剧。公司积极调整商品结构，整合商品资源，全力提升经营能力，同时积极开拓新市场，2006 年在贵州遵义开办第一家重庆市外的门店，在激烈的竞争环境中保持了自身良好的业绩增长趋势。截至 2008 年，公司营业收入达到 64.23 亿，净利润达到 1.63 亿。

方向转型期（2009年-2014年）：完善公司治理，整合公司资源。自 2009 年开始，重庆百货有组织的修改完善公司章程，不断提升公司治理水平。同时在 2009 年，公司决定收购新世纪百货并于 2010 年完成收购，消除了一定的同业竞争压力，使得规模优势进一步扩大。2010 年，公司优化供应链并入股物流企业，着手建立自己的物流系统。2014 年公司网上交易平台世纪秀、世纪购相继上线运营。截至 2014 年，公司营业收入达到 301 亿，净利润达到 4.92 亿。

全新发展期（2015年至今）：进行股权改制，布局新兴行业。自2010年开始，公司进一步优化供应链，完善自身的物流系统，在营业收入增长的情况下降本增效。2014年，公司与其他投资方共同出资设立马上金融公司，经过6年的发展马上金融公司已经取得不俗的成绩，总资产净利润在行业里均名列前茅。截至2019年底，公司营业收入达到345亿，净利润达到9.85亿。2016年，公司收购重庆商社汽车贸易业务，至此公司完成四大业务板块布局。2016年，公司为了适应零售趋势的发展，开始布局引入物美集团，步步高集团等战略投资者并于2020年完成股权改制。

1.2. 业务布局：立足重庆，四大业务齐发力

公司业务主要分为百货业务、超市业务、汽车贸易业务、电器销售业务四个板块。

图 2：重庆百货门店布局



数据来源：东北证券，公司公告及公司官网

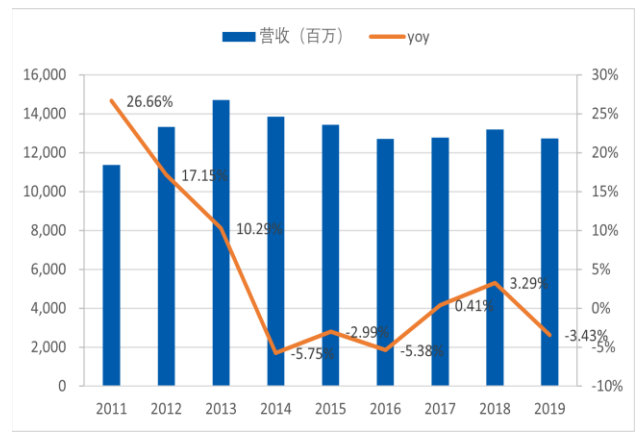
公司目前以百货业务、超市业务为主，其中百货业务是公司主要的营业收入与利润的来源，截止2020年6月，公司共有百货门店54家，其中重庆地区43家。从2019年营收数据，百货业务营收达到127.37亿元，营收占比达到36.88%。面对竞争日益激烈的零售行业与电子商务的冲击，公司百货业务受到一定影响，但是公司在线下门店加大促销力度，严格管控费用支出，积极优化供应链，控制成本，保持了良好的营业收入规模及盈利能力。

图 3: 公司百货业态门店



数据来源: 东北证券, 公司官网

图 4: 百货业态营收及增速



数据来源: 东北证券, 公司公告

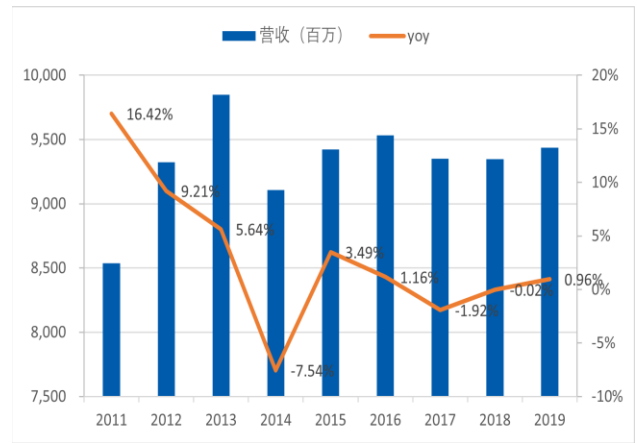
超市业务是公司近年着重发展的业态之一, 截止到 2020 年 6 月, 公司共有超市门店 175 家, 其中重庆地区 160 家。2019 年超市业务营收达到 94.38 亿元, 营收占比达到 27.33%。公司超市业态采取统一采购, 统一配货, 门店统一销售的模式。在供应链方面, 公司采取生鲜工厂, 源头采购模式, 部分商品尝试进行联合采购, 效率不断提高。同时公司在超市内部推出餐饮, 生活服务丰富超市功能。近年随着永辉超市等外埠品牌进入重庆, 重庆地区超市业态竞争压力上升, 同时每日优鲜、叮咚买菜等新零售业态发展迅速, 公司超市业务面临比较大的外部压力。通过与多点等进行合作, 公司积极进行数字化改造, 赋能前中后台, 管理效率得到有效提升。

图 5: 公司超市业态门店



数据来源: 东北证券, 公司官网

图 6: 超市业态营收及增速



数据来源: 东北证券, 公司公告

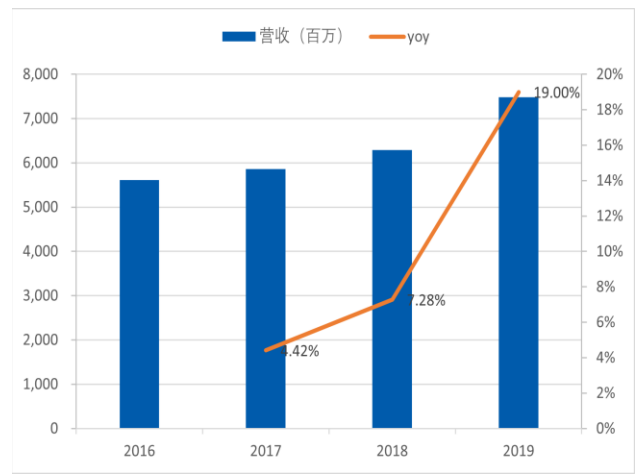
2016 年, 公司通过股权收购方式, 取得重庆商社汽车贸易有限公司股权。公司汽贸业务先后与不同品牌达成合作, 相继引入捷豹, 斯柯达, 路虎, 北京现代等品牌。同时公司陆续成立保险代理公司, 推出“以租代购”业务, 提供完善的维修服务全方面满足顾客的需要。截止 2020 年 6 月, 公司共有汽车贸易门店 31 家, 其中重庆地区 30 家。2019 年公司汽车贸易营收达到 74.78 亿元, 营收占比达到 21.66%。

图 7: 公司汽贸业态门店



数据来源: 东北证券, 公司官网

图 8: 汽贸业态营收及增速



数据来源: 东北证券, 公司公告

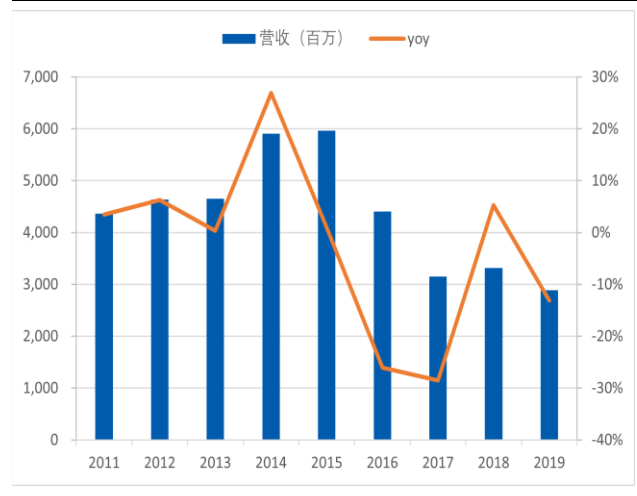
电器贸易方面, 公司不断调整线下店面, 关闭表现欠佳的门店, 在开业门店进行大量促销活动, 同时拓展线上销售。公司通过源头采购, 减少中间商, 统一配送减少物流费用, 电器板块毛利率不断上升。截止 2020 年 6 月, 公司共有电器门店 46 家, 其中重庆地区 45 家。2019 年, 公司电器贸易营收占比达到 8.35%。但京东、苏宁等电商对电器线下销售造成较大冲击, 近年公司电器业务收入呈下降趋势。

图 9: 公司电器业态门店



数据来源: 东北证券, 公司网站

图 10: 电器业态营收及增速

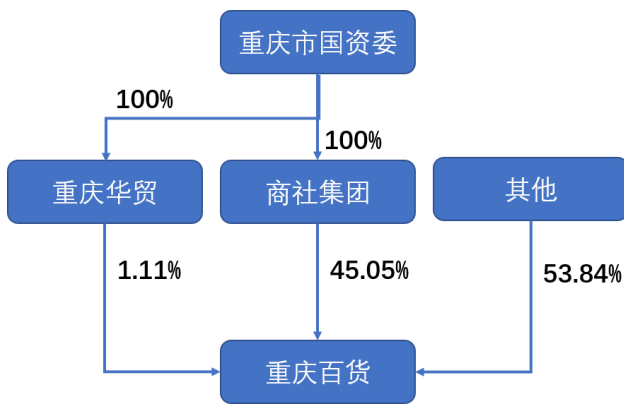


数据来源: 东北证券, 公司公告

1.3. 股权结构: 混改落地引战投, 股权激励增信心

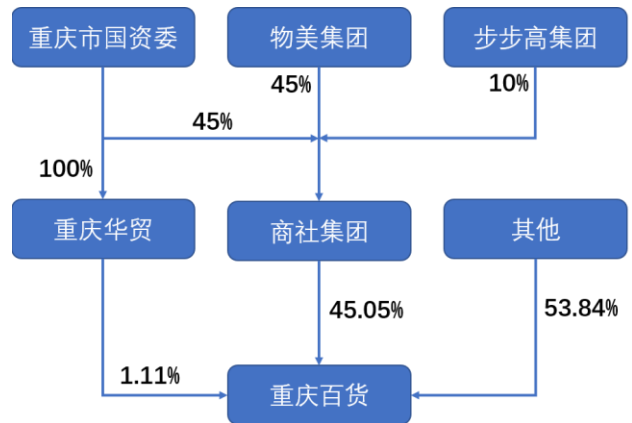
从 2016 年开始, 公司有计划的引入战略投资者, 2020 年 3 月份股权混改结束。截至 2020 年 6 月, 重庆百货的大股东分别为重庆商社集团, 重庆华贸集团, 分别持股 45.05%, 1.11%。而重庆商社集团的实际控制人为重庆市国资委, 物美集团, 步步高集团, 其分别持股 45%, 45%, 10%。物美集团, 步步高集团都是商贸零售行业公司, 经营业务与重庆百货类似, 其中物美集团超市业务经营良好, 有助于公司进一步提升超市板块业绩, 有利于整个公司经营发展。

图 11: 股改前公司股权结构



数据来源：东北证券，公司公告

图 12: 股改后公司股权结构



数据来源：东北证券，公司公告

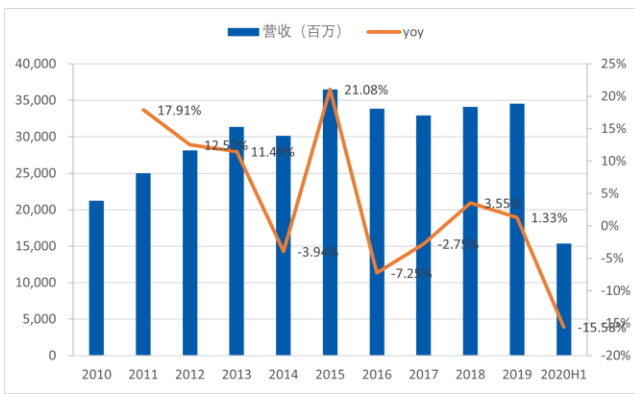
公司主要控股股东重庆商社董事会中，重庆市国资委提名 2 名非独立董事，物美集团提名 2 名非独立董事，步步高集团提名 1 名非独立董事。其中物美集团董事长张文中任董事长，张文中先生所任职的物美集团在华北地区的超市业务业绩优异，有利于重庆百货的超市业务发展。同时重庆百货的高管层也发生了改组，马上金融的董事长赵国庆担任公司总经理，王欢，乔红兵担任副总经理，王金录担任财务总监。

2020 年公司陆续出台股权回购方案。2020 年 4 月 22 日，公司发布高管人员增持公司股份计划，要求高管层在六个月之内通过自有资金或自筹资金每人增持不低于 10 万元不高于 300 万元的公司股票，增持价格不超过 30 元每股。2020 年 4 月 27 日公司公布后期实施员工持股或股权激励计划的股票回购计划，拟以不超过 30 元，数量不超过 2032 万股回购股票，回购股票不超过当前总股本 5%，回购股票用于公司后期拟实施的员工持股或股权激励计划。本次激励计划覆盖公司高管层，未来股权激励计划将会进一步扩大至员工，有助于调动全公司上下的积极性，也反映了对公司未来充满了信心。

1.4. 财务分析：营业规模持续增长，盈利能力不断提升

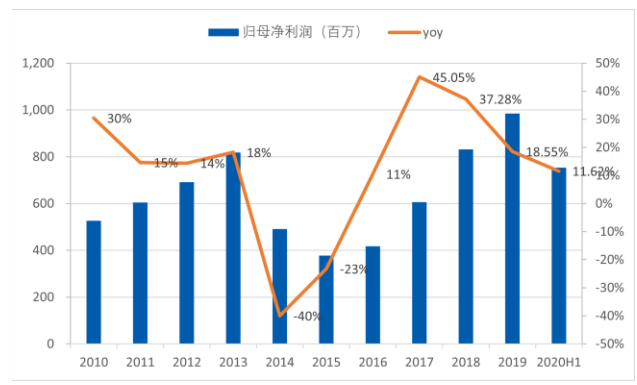
近年，公司积极布局新兴行业，业务逐渐实现多元化发展，通过不断优化供应链，提高管理效率，营业收入与盈利能力稳步提升。2010-2019 年，公司营业收入由 212 亿增长到 345 亿，年均复合增长率达到 5.5%，净利润由 5.27 亿增长至 9.85 亿，年均复合增长率达到 7.2%，尤其自 2016 年以来，公司受让商社汽车销售业务，参股公司马上金融发展势头强劲，营业收入与盈利能力都得到明显的提升。

图 13: 2010 年以来公司营收及增速



数据来源: 东北证券, 公司公告

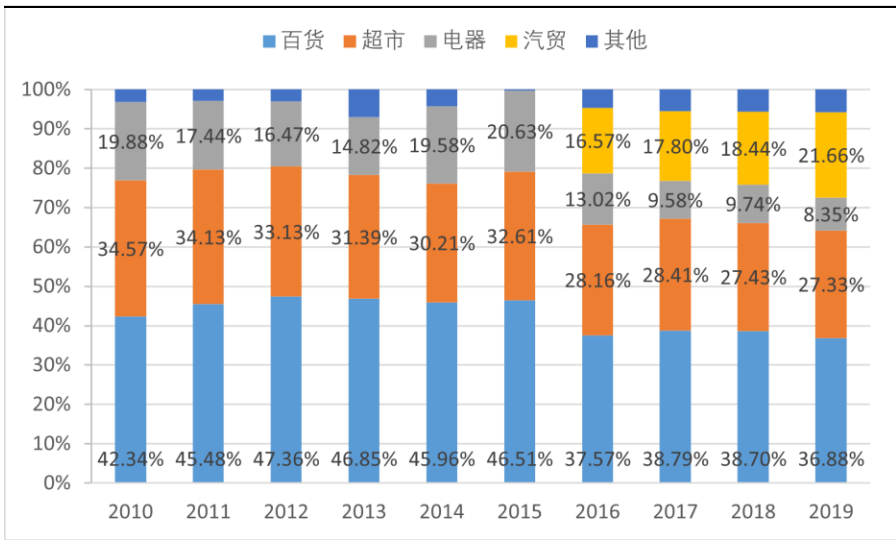
图 14: 2010 年以来公司净利润及增速



数据来源: 东北证券, 公司公告

从业态来看, 公司以传统百货, 超市业务为主。公司的主营业务由四部分组成, 其中百货业务、超市业务是其主要的营业收入与净利润的来源。2010-2019 年, 百货的销售占比始终维持在 45% 以上, 而近年来由于汽车贸易新业态的出现, 2019 年营收占比下降到 36.88%。超市业态营收占比维持在 30% 以上, 随着汽车业务的出现与部分超市门店调整, 超市营收占比自 2010 年以来有所下降, 2019 年为 27.33%。

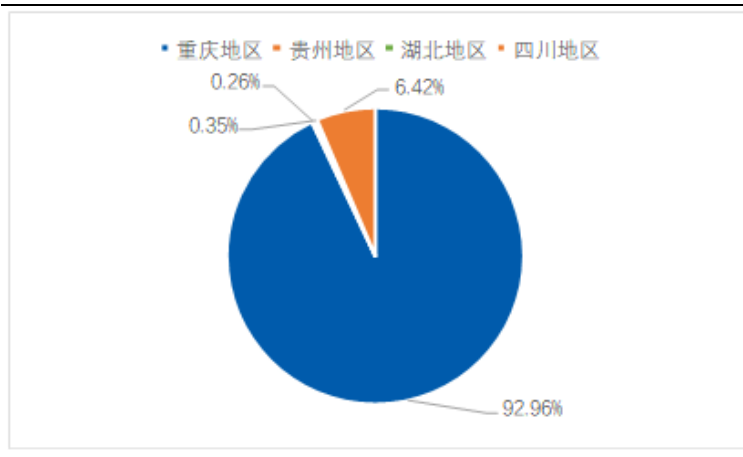
图 15: 公司营收分业态构成



数据来源: 东北证券, 公司公告

从区域来看, 公司扎根于重庆, 在重庆经营时间最长, 门店最多, 所以营业收入重庆地区占比最高。2019 年贡献公司总营业收入的 92.96%。四川是公司次要发展的区域, 重庆百货在四川共开设门店 24 家, 是除重庆地区之外门店最多的区域, 2019 年四川地区营业收入占比为 6.42%, 贵州, 湖北公司分别开设 1 家, 3 家门店, 营业收入分别占比 0.35% 与 0.26%。

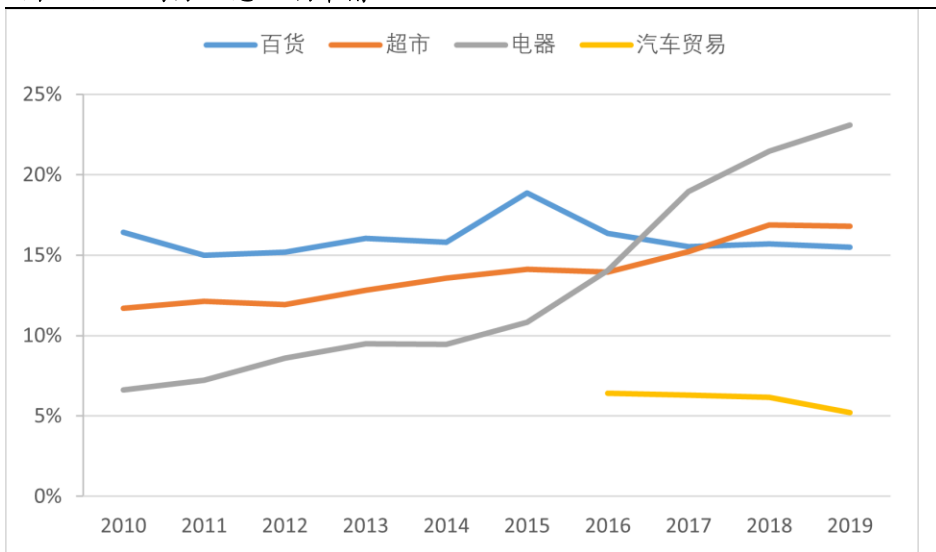
图 16: 公司营收分区域构成



数据来源: 东北证券, 公司公告

从毛利率来看, 公司毛利率稳步提升, 2010-2019 年, 公司毛利率由 14.90% 提高到 18.08%。毛利率的提升, 一方面得益于公司积极调整超市与电器业务占比, 超市、电器业务毛利率持续大幅上升。另一方面公司通过建立自己的物流体系, 不断优化供应链, 产品成本得到有效控制。其中 2016 年毛利率的下降主要是由于新纳入的汽贸业务毛利毛利率较低。

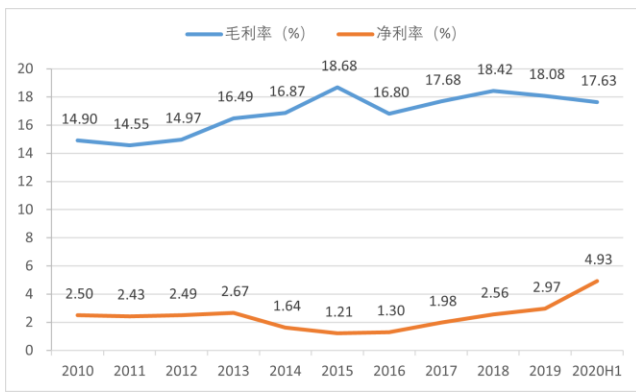
图 17: 公司分业态毛利率情况



数据来源: 东北证券, 公司公告

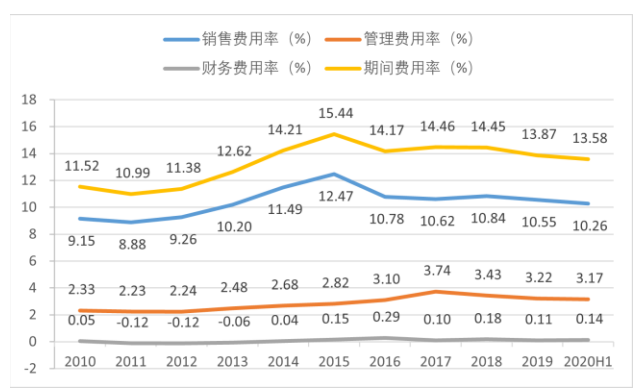
从净利率来看, 近年公司净利率整体呈逐渐上升的趋势, 公司净利率从 2010 年到 2014 年保持平稳, 到 2015 年出现较大的下滑, 这主要是由于公司受到电商行业的冲击同时销售费用出现较大上涨。2016-2019 年公司净利率不断回升, 得益于公司主营业务毛利率不断上升同时参股公司马上金融发展较好, 给公司带来可观的投资收益。从期间费用率来看, 2015 年以来, 公司管理效率不断提升, 销售费用率及管理费用率均出现明显下降。

图 18: 公司毛利率及净利率水平



数据来源: 东北证券, 公司公告

图 19: 公司期间费用率



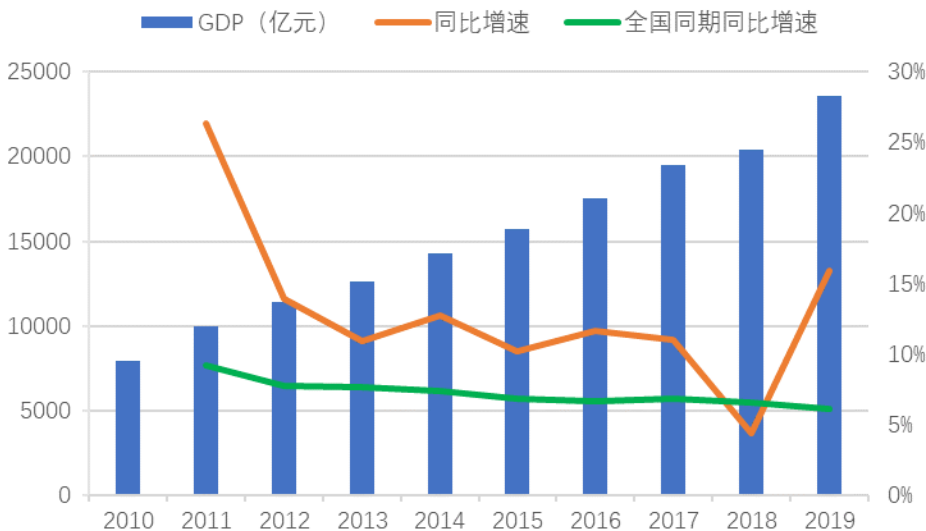
数据来源: 东北证券, 公司公告

2. 行业低迷遇瓶颈, 大浪淘沙显真金

2.1. 重庆地区经济增速位居全国前列, 消费潜力增长空间大

经济增速有所放缓, 但仍然全国领先。2010 年以来, 重庆市 GDP 在经过高速增长之后, 增速有所下降但依旧维持在了一个较高水平, 同比增速始终保持在 10% 以上。其中 2019 年全年 GDP 达到 2.36 万亿, 增速达到 15.92%, 同比增加 11.49%, 增速达到近年来最高水平。2020 年上半年虽然受到新冠疫情的影响, 但上半年 GDP 同比增加 0.8%, 经济表现出强劲的韧性, 预计未来重庆市 GDP 会继续高速增长。

图 20: 2010 年以来重庆市 GDP 总量及增速 (%)



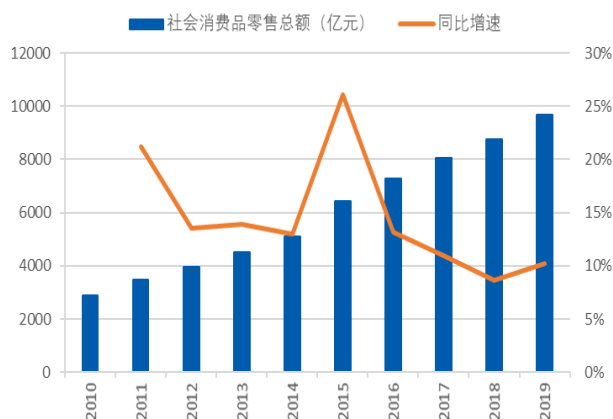
数据来源: 东北证券, Wind

人均可支配收入位居全国前列, 消费潜力巨大。与 GDP 总额相对应, 重庆市人均可支配收入在经历快速增长之后, 增速虽然有所下滑但依旧保持在 9% 以上, 高于全国平均水平, 在全国主要一二线城市中也位列第一梯队。

社会消费品零售总额自 2010 年以来增速放缓, 但总体增速依旧保持在 10% 以上, 远高于国内同期水平, 2019 年全年重庆市社会消费品零售总额为 9667.34 亿, 增速

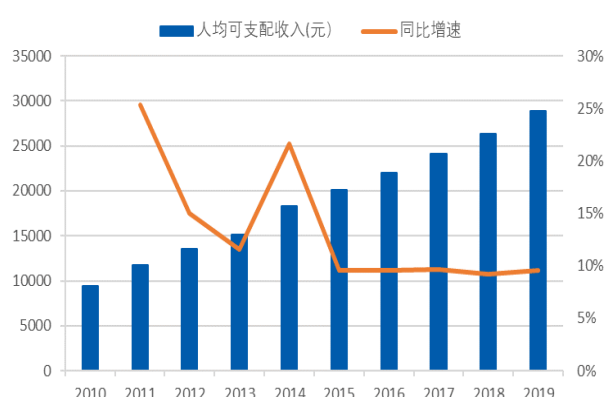
为 10.24%，在全国主要城市中排名第四。

图 21: 2010 年重庆市以来社零总额及同比增速



数据来源：东北证券，Wind

图 22: 2010 年以来重庆市人均收入与同比增速



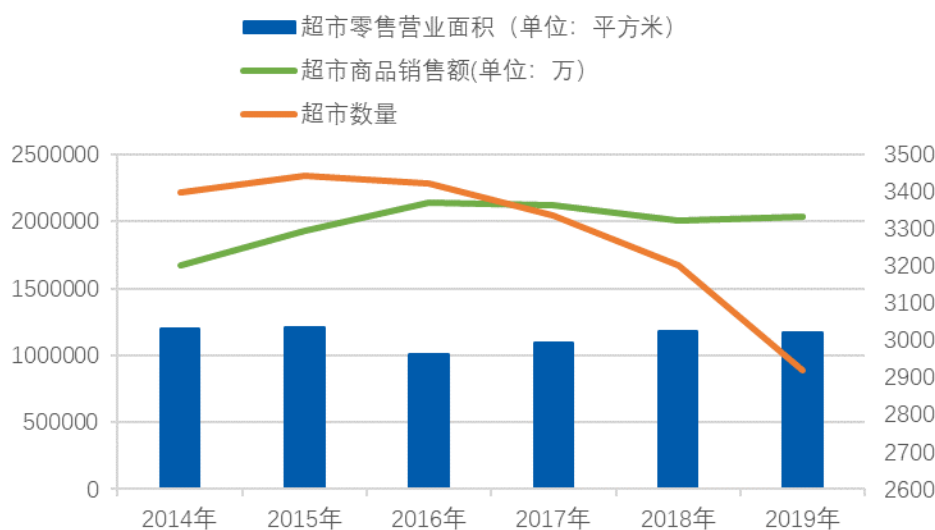
数据来源：东北证券，Wind

2.2. 重庆地区超市行业竞争加剧，地区龙头效应凸显

2.2.1. 超市行业优胜劣汰，单店效益不断提升

重庆地区超市总量自 2013 年以来逐年下降，单店营收逐年增长。2013 年全市超市共 3495 家，截至 2019 年底全市超市数量仅为 2919 家，超过 16% 的超市门店关闭。但是，超市销售营业面积与超市销售额却在逐步上升，2013 年重庆市超市营业总面积为 102.89 万平方米，2019 年末超市营业面积达到 116.8 万平方米，同时销售额达到 203.57 亿，仅仅上升 1.6%。

图 23: 2013 年以来重庆市超市数量、面积及营业额

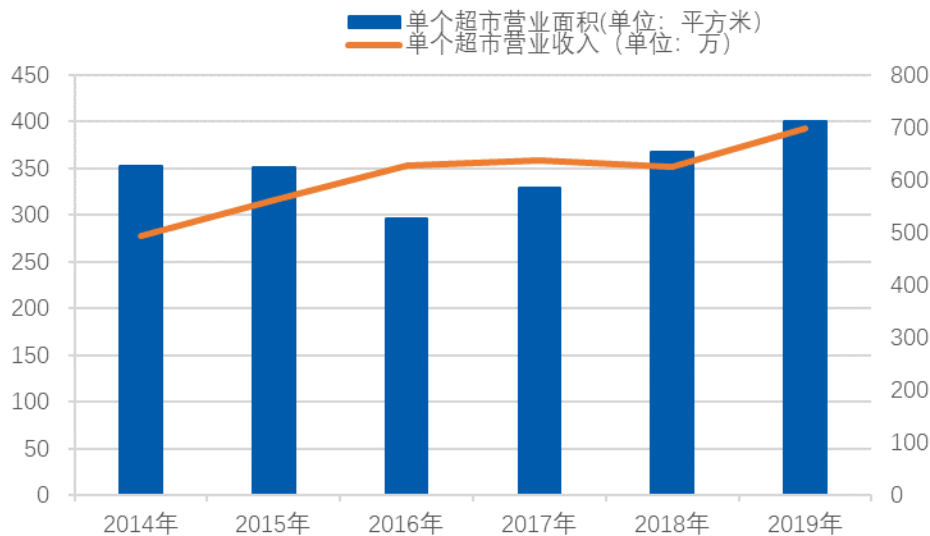


数据来源：东北证券，Wind

整体上看，重庆地区超市竞争激烈，行业销售额虽然逐步上升但整体增速有限，致使超市内部相互竞争争取有限的市场份额，在竞争的过程中，效益低的店面，营收能力低下的店面逐渐被淘汰关停，超市数量虽然有所下降但整体营收能力逐步提高。单个超市营业收入从 2013 年 458 万逐步提高到 697 万而且增速还在提高，增

速同比上升 13.25pct。预期重庆地区未来超市数量会有所下降但超市盈利能力会有进一步提升。

图 24: 2013 年以来重庆市超市单店营业面积及销售额

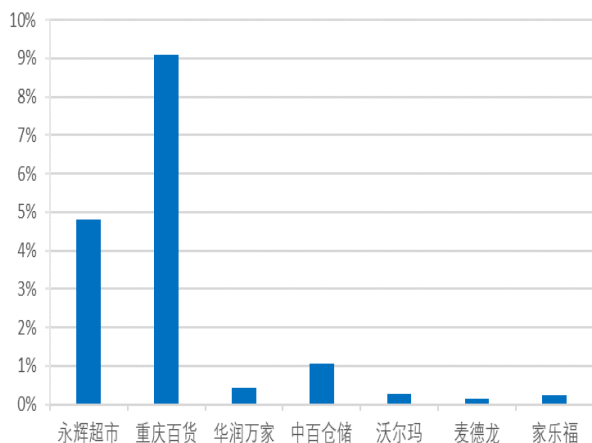


数据来源：东北证券，Wind

2.2.2. 行业竞争格局分散，但呈现集中趋势

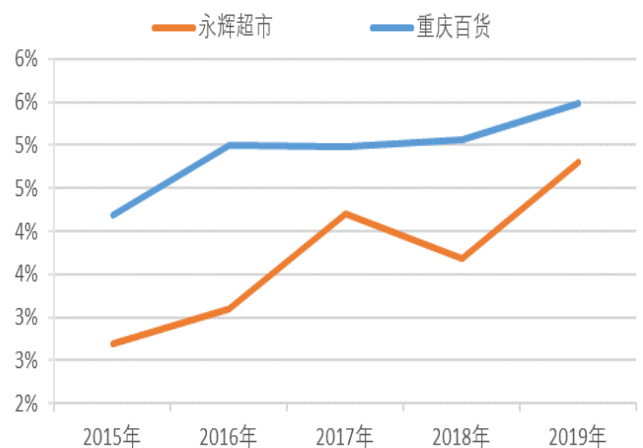
目前重庆地区超市行业整体呈现碎片化，市场集中度较低。重庆地区排名靠前的外资、本土、外来品牌超市市场份额单独占整个重庆超市行业的比重均较低，外来品牌永辉超市数量占比仅为 4.8%，本土超市重庆百货占比仅为 9.08%，外资超市沃尔玛数量占比仅为 0.27%，头部企业市占率还存在着较大的改善空间。虽然市场集中度低，但市场集中趋势发展迅速，自 2015 年开始重庆地区超市数量不断减少，但永辉超市，重庆百货等重庆地区优势超市逆势扩张，市场集中度自 2015 年开始逐步增加，预计未来重庆市超市行业市场集中度将进一步提高。

图 35: 2019 年重庆市主要超市数量



数据来源：东北证券，公司官网，公司公告

图 26: 2015 年以来永辉和重庆百货市场占有率

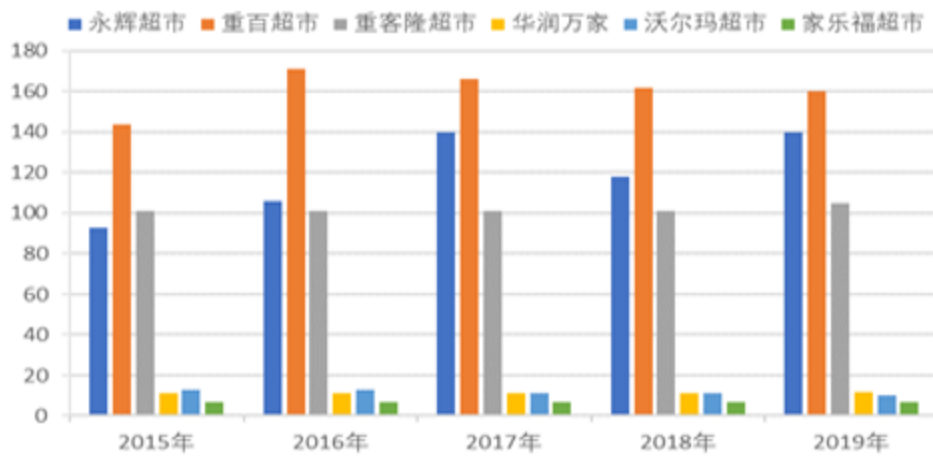


数据来源：东北证券，公司公告

2.2.3. 外资逐渐撤退，龙头企业优势显现

目前重庆地区超市行业主要分为外资超市、重庆本土超市、外来品牌超市三个阵营。包括以沃尔玛、家乐福为代表的外资超市，以重百超市、重客隆、新世纪百货为代表的本土超市，以及以永辉、盒马生鲜为代表的外来品牌超市。早期重庆市场由本土超市与外资超市占主导，但随着永辉、盒马生鲜等国内知名超市品牌入驻，外资与本土超市都受到了冲击，永辉超市更是将重庆作为主要发展地区。永辉、盒马等外来品牌超市的到来，凭借其优秀的管理模式与创新能力不断扩张，本土超市与外资超市市场份额不断下降，重客隆超市濒临破产，沃尔玛门店数量下降。与此相反，永辉超市、重庆百货等重庆地区头部企业市场份额在逐渐增加，头部效应明显。

图 27: 重庆地区不同品牌门店数量情况



数据来源：东北证券，联商网，公司公告

2.2.4. 整合本土品牌，合作共享资源

面对发展迅猛的外来超市，重庆市国资委有保护本土品牌之意，开始**整合重庆地区的超市品牌，消除同业竞争压力，提升品牌实力**。2010年8月23日重庆百货收购新世纪百货，其中包括其主要的超市业务。新世纪超市在重庆地区有着庞大的消费群体与良好的口碑，是重庆地区本土超市的领军者之一。2018年在重庆市国资委的安排下，重庆百货托管重庆重客隆超市连锁有限责任公司，同时重庆百货母公司重庆商社成为重客隆超市实际控制人。重客隆超市在重庆地区拥有105家店面，覆盖重庆市全部主城区，也是被重庆人民钟爱的品牌。至此，重庆地区实力较强的本土超市公司完成了合并。2020年5月27日，步步高零售宣布因为同业竞争原因，集团退出重庆市场，同时将重庆合川步步高广场托管于重庆百货，释放的市场份额为重百超市的发展带来了新机，有助于其提高市场占有率解决同业竞争问题。合并之后的重庆百货超市业务有了更多的门店与客户，而加入重庆百货的超市可以利用重庆百货先进的供应链基础设施与出众的网上零售平台，预计会增强重庆百货超市业务的实力，更好的应对外来压力，争取更多的市场份额。

表 1: 重庆百货整合当地超市情况

交易主体	日期	结果
新世纪超市	2010 年	新世纪超市完全被重庆百货收购
重客隆超市	2018 年	重客隆被重庆百货托管，同时实际控制人为商社集团
步步高零售	2020 年	退出重庆市场，放弃市场份额，将合川步步高广场托管于重百

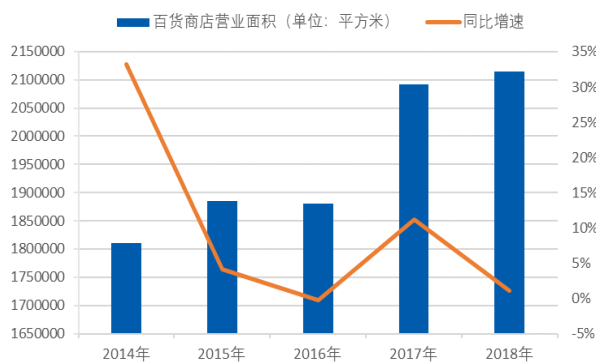
数据来源：东北证券，公司公告

2.3. 百货行业低迷，数字化转型迫在眉睫

2.3.1. 重庆地区百货行业竞争加剧，线下门店数量减少

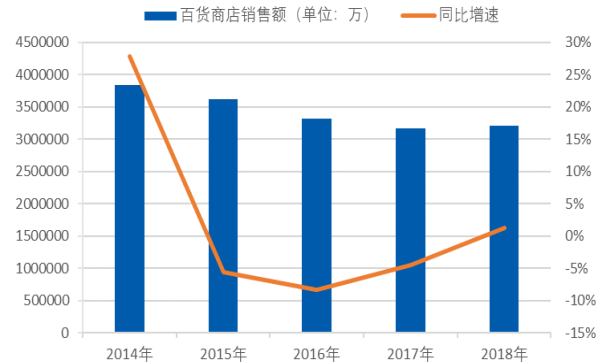
重庆地区百货行业竞争程度预计将会加剧。自 2014 年开始，重庆市百货公司数量在逐年上升，在 2017 年达到 350 家，2018 年末则为 344 家。营业面积也在不断扩大，自 2014 年到 2018 年末，营业面积同比增加了 16.7%。但随着营业面积，店面数量的持续上升，百货公司的销售额却逐年下降，直到 2018 年略微回暖，2018 年销售额同比 2014 年下降了 16.2%。百货单店销售额的不断下降，一方面是因为百货行业受到购物中心等新业态的冲击，另一方面是百货行业受到电商行业的影响，行业销售额整体呈现低迷的现象。伴随着更多百货公司不断入驻重庆，重庆百货市场内部竞争压力会进一步增大，百货行业整体运营难度将进一步加大。

图 48: 2014 年以来重庆市百货公司营业面积



数据来源：东北证券，Wind

图 29: 2014 年以来重庆市百货公司销售额

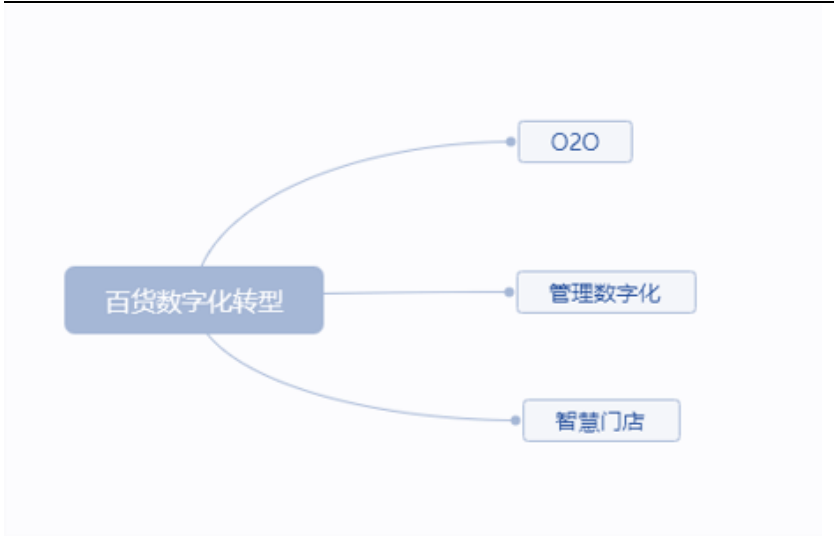


数据来源：东北证券，Wind

2.3.2. 百货要突围，数字转型是关键

面对百货业整体低迷的现状，目前进行数字化转型是百货行业的发展方向之一。百货行业的数字化转型分为三个方面：O2O、管理数字化、智慧门店。O2O，即线上与线下连通，百货公司通过网络进行互联网营销，通过网络平台向顾客推送折扣有关信息吸引顾客进行线下购物或者让顾客在网络平台上进行购物，线下百货公司进行货物送达的营销模式。管理数字化，即公司将供应链管理，客户信息管理，选址管理等公司业务模块数据化之后进行统一管理的经营模式，这可使公司经营减少管理成本，提高公司决策的效率，达到降本增效的效果。智慧门店，是指对门店进行数字化改造，包括提供自动结账服务，对顾客进行画像，向目标用户精准推送商品等，旨在提高顾客在线下门店的购物体验。

图 30: 百货数字化转型三个方向

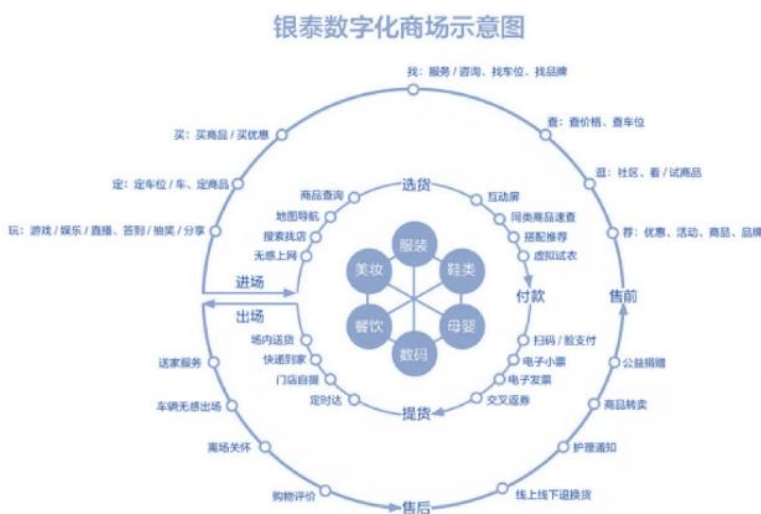


数据来源: 东北证券, 联商网

在 O2O 方面, 自 2015 年以来, 众多的百货公司纷纷自建或者依托第三方搭建网上零售平台, 线上零售额大幅提升。根据中国连锁经营协会调查, 2020 年全国具有代表性的 100 家大型连锁商店中, 开通线上销售的百货公司占比达到 70%, 2015 年中国网上销售额同比增幅达到 85%, 此后虽然增幅有所下滑, 但 2019 年依旧达到 28.7%, 增速始终维持在两位数以上。但与线上零售高速增长相反的是, 截至 2019 年, 线上销售额占 100 强连锁商店总销售额仅为 19.2%, 线上销售任存在巨大的发展空间。

公司运营数字化方面, 银泰百货是百货行业中数字化转型的代表企业, 在公司运营数字化方面, 银泰百货将选品、定价、库存都进行数字化, 根据不同区域消费者特点, 将不同品类与地区进行精准匹配, 确保库存深度。在 2018 年云栖峰会上, 银泰百货披露了公司进行数字化转型的成果: 当年同店销售同比增加 18%, 这在整个百货行业低迷的前提下是一个惊人的成就, 证明百货进行数字化转型的正确性。

图 31: 银泰百货数字化商场示意图



数据来源: 东北证券, 联商网

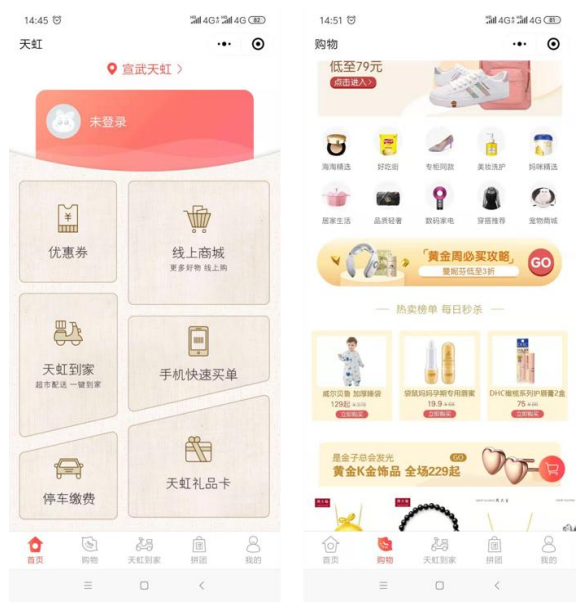
线下门店经营数字化方面，天虹股份对线下门店进行数字化改造，走在了发展前列。天虹打造智能店铺管理与智慧运营，首先所有店铺均支持手机自助买单，不必再去收银台排队，减少等候时间，同时手机小程序上线智慧停车，提升店面附近基础设施的使用效率，给顾客带来良好的购物体验，准确做到以顾客为中心。截止 2019 年 6 月，天虹数字化智能门店受到顾客强烈的反响，仅超市自助买单销量占超市销量达 43%，说明顾客乐意接受门店数字化经营。截止 2019 年 6 月，天虹到家上线门店 81 家，销售同比增长 46%。

图 32: 天虹 APP 界面



数据来源：东北证券，天虹 APP

图 53: 天虹微信小程序界面



数据来源：东北证券，天虹微信小程序

数字化转型拓宽了百货公司的销售渠道，精细了百货公司的管理模式，但这都是为了更好的服务消费者，使消费者更方便，更便宜买到自己心仪的商品。我们认为未来百货公司会进一步进行数字化转型，将数字化彻底融入百货公司的发展之中，带领百货行业走出困境。

3. “数字化转型+布局消费金融+管理层重组”助力公司焕发新活力

3.1. 重庆百货开启全方位数字化转型

2020 年上半年，公司混改成功落地，引入战略投资者北京物美集团。物美集团积累了丰富的百货数字化转型经验，与重庆百货合作之后立刻配合重庆百货进行数字化转型。

在百货方面，公司搭建“重百云购总部微商城+重百云购总部直播”两大线上统一运营平台，整合资源，统分结合扩大市场影响力。同时，各场店建立自有社群，开展网上直播带货。在超市方面，公司 173 家超市门店上线多点智购业务，113 家门店开通多点配送到家业务。电器方面，重庆百货创建“重百创客”线上平台，可以多方面展示商品，支持团购采购，在疫情期期间，吸纳粉丝合伙人 5 万人，实现线上销售 1100 万元。汽贸方面，重庆百货打造以用户为中心的智慧数字化运营体系，推

动 4S 点业务线上化，最终促进客户线下到店或者线下产品重复消费。

3.1.1. 百货线上扩展渠道，线下加强管理

传统百货行业受到店面租金上涨，人力成本增加，管理压力加大等一系列内部不利因素的影响，同时随着电商与其他百货品牌的加入，客户被大量分流，地区各百货之间价格战也愈发激烈，这导致传统百货行业利润空间不断被压缩，同时也使得传统百货业与电商购物中心等新兴商贸业态进行竞争的能力不断被削弱。

而重庆百货这次数字化转型首先在线上整合了原有的渠道，搭建了“重百云购总部微商城+重百云购总部直播”两大线上统一运营平台，由总部整合品牌资源、制定方案、输出内容，55 家场店联动发力，实施资源转化，统分结合扩大市场影响力，提升产出。同时在多个平台推出直播带货业务，紧跟当前直播带货的风潮，在上半年直播 800 场，成功获客 300 万。其中，在疫情期间，世纪新都国际化妆品品牌“兰蔻”单场直播近 5 万余人观看，实现销售 123 万元，直播销售名列全国前茅。同时各个百货门店建立自有社群 600 个，通过朋友圈与转发扩大营销范围。公司同时对百货门店采用数字化管理模式，运用标签系统、魔镜系统，能有效捕捉顾客消费轨迹，识别消费标签，实现用户画像；同时结合精准营销系统，将信息有效触达消费者终端，提高转化及经营精准性，最终达到提高单个门店运营效率的结果。

图 34: 重庆百货直播带货业务



数据来源：东北证券，公司公告

3.1.2. 多点助力超市数字化转型

在超市方面，重百超市直接接入物美公司的多点（DMALL）平台。DMALL（多点）有着良好的平台，华为应用市场上多点 APP 安装次数超过一亿次，月活跃用户超过 1800 万，拥有优良的客户基础，同时多点致力于实现线上线下一体化、全场景覆盖、全链条联通，使企业直接与消费者对接从而拓宽企业的销售渠道，为消费者提供更多优良的经验，也可以提高企业的管理效率。截至 2020 年 6 月，多点重庆百货 APP 用户数达 650 万，月活用户 177 万，电子会员 668 万，全渠道用户数增长 62%，智能购占比 31%，数字化能力大幅提升。

图 35: 应用商店多点 APP 下载情况



数据来源: 东北证券, 华为应用市场

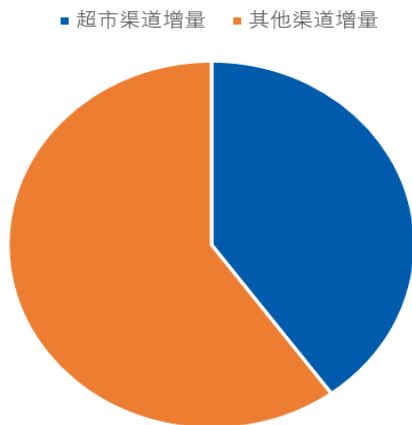
图 66: 多点 APP 主要功能



数据来源: 东北证券, 多点官网

在重百超市的线上应用场景中, 客户可以直接从平台上下单, 然后线下超市门店进行派送, 此举在 2020 年 1-3 月取得较大成功。今年 1-3 月期间, 疫情导致重庆百货超市门店大部分关停, 但重百超市事业部多点 O2O 依旧新增销售额 1.69 亿元, 占全渠道增量的 40%, 总体线上妥投单量突破 232.47 万单, 增幅达 249.98%。在今年上半年, 全国百家重点大型零售企业商品零售额同比下降 27% 的情况下, 重百超市线上销售实现收入 2.39 亿元, 同比增幅 311.49%。

图 37: 超市渠道增量占其他渠道增量比例



数据来源: 东北证券, 联商网

线上带动线下门店。在重百超市门店方面, 重百超市上半年 173 家超市开通智购业务, 正式接入多点平台, 113 家开通 O2O 业务。超市全面数字化之后, 重庆百货的线下也受到正反馈影响, 重百超市在过去的一年, 线下门店客流保持在 2 个点的正向增长, 同时主力客群由 30 岁-55 岁转换为 23 岁-24 岁年轻客群, 到客单价为 103 元, 与之前相比有所提升。

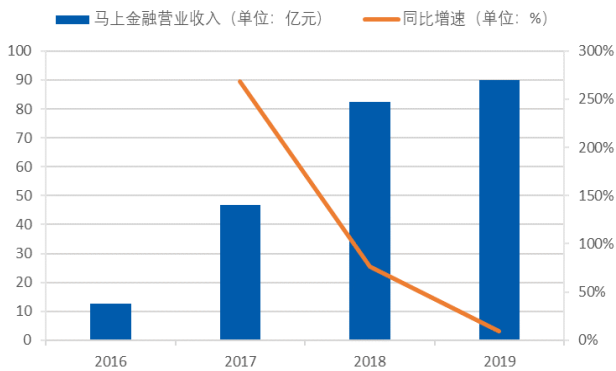
3.2. 消费金融前景广阔，公司多年投入终现回报

消费金融是指以消费为目的的信用贷款，信贷期限在 1 至 12 个月，金额一般在 20 万以下，通常不包括住房和汽车等消费贷款，专指日常消费如日耗品、衣服、房租、电子产品等小额信贷。相比于传统金融贷款业务，消费金融贷款具有无需担保，审批速度快，办理流程简单快捷等特点，主要目标人群为银行传统信贷无法覆盖的长尾客户，该客户群基数较大，具有可观的发掘潜力。同时消费金融公司通过金融科技，比如采用大数据风控模式，通过多维度，长周期的数据分析技术在扩大客户群同时牢牢控制住住风险。

3.2.1. 重庆百货布局马上金融

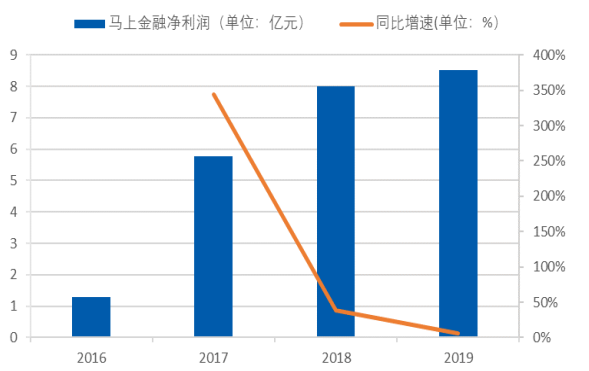
马上消费金融股份有限公司于 2015 年由重庆百货发起设立，经过三轮融资之后重庆百货持有马上消费金融股份有限公司 31.06% 的股份，是马上金融的最大股东。马上金融自设立开始发展迅猛，2017 年马上金融营业收入同比增速达到 278%，并于 2019 年到达 90 亿元左右，净利润在五年间同比增长 656%。同时马上金融建立了一支以科技为核心的研发团队，以科技为公司发展的基石，五年来马上金融累计研发投入超 10 亿元，并组建了 1000 多人的技术团队、300 余人的大数据风控团队，自主研发 800 余套涵盖消费金融全业务流程及全生命周期的核心技术系统，累计申请专利数量已超过 220 项，这使得马上金融成功控制住消费金融公司的风险的增长，进而表现出较强的盈利能力。

图 38: 2016 年以来马上金融营业收入及同比增速



数据来源：东北证券，公司公告

图 79: 2016 年以来马上金融净利润及同比增速

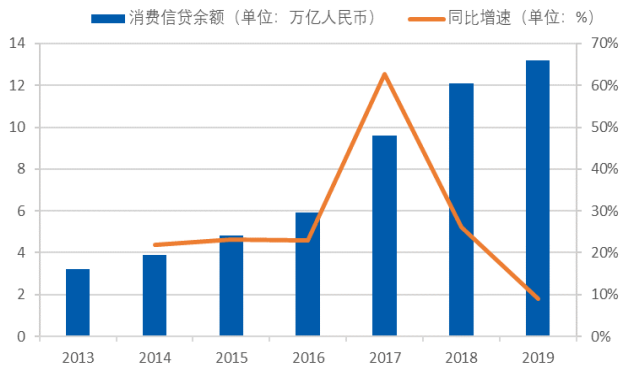


数据来源：东北证券，公司公告

3.2.2. 消费金融行业仍存发展空间

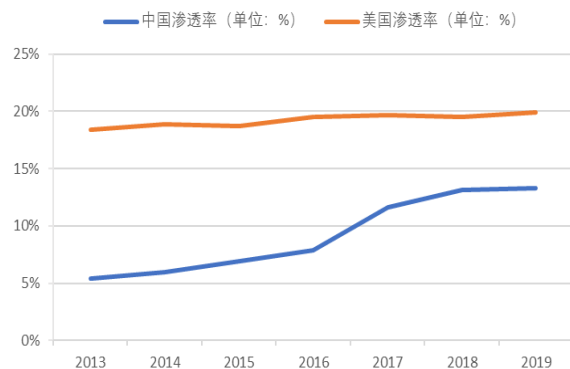
根据信也科技发布的报告显示，自 2013 年以来我国消费信贷余额达到 13.2 万亿元，相比于 2013 年余额增长 412.5%，2019 年虽然增速略有放缓但依旧维持在 10%，预计未来我国消费信贷余额会进一步增加，同时消费金融在我国目前还没有充分发展，2019 年末我国消费信贷渗透率为 13.3%，而美国消费渗透率为 19.9%，与发达国家相比，我国消费信贷渗透率较低，我国消费市场并没有完全打开，预计未来消费金融还存在着巨大的发展空间。

图 40: 2013 年以来我国消费信贷余额及同比增速



数据来源：东北证券，信也科技

图 41: 中美消费信贷渗透率

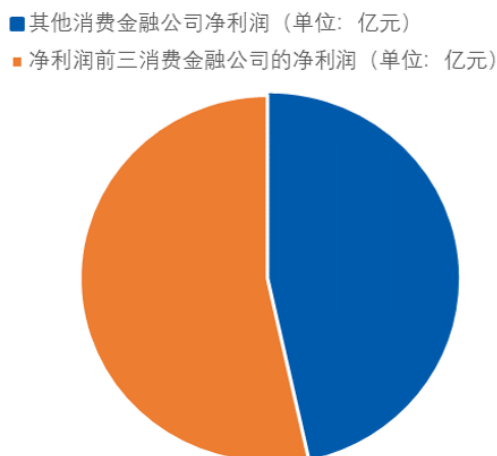


数据来源：东北证券，信也科技

3.2.3. 消费金融行业马太效应明显，头部公司将受益

随着消费金融行业的迅猛发展，不同投资者纷纷入局，首先产生了银行系消费金融公司，例如北银消费金融，兴业消费金融等等，该类消费金融公司往往具有获客成本低，资金来源多样，风控征信模式成熟等优点，但也存在监管严等缺点。其二是产业类消费金融公司，发起者往往是产业企业，如马上消费金融，捷信消费金融等，该类公司存在资金成本高，获客成本高的缺点，但可以和主导企业的产业相结合来扩大客户群体。根据《财富》杂志调研，消费金融行业马太效应开始出现，2019 年除两家未发布数据之外，22 家持牌消费金融公司总规模净利润为 68 亿元，而净利润排名前三的消费金融公司净利润总和为 36.37 亿元，占比为 53.4%，占有消费金融公司净利润比重过半。同时表现不佳的中小型消费金融公司营业收入净利润均有所下滑。而马上金融属于持牌消费金融公司中排名前三的龙头企业之一，营业收入与净利润均在稳步上涨。

图 42: 消费金融公司净利润组成



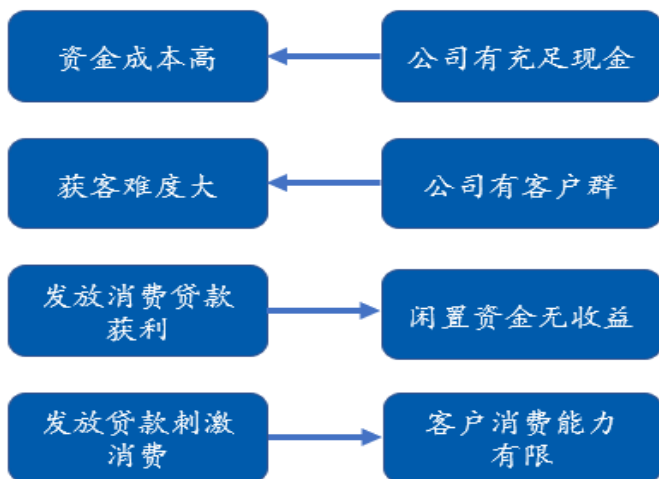
数据来源：东北证券，联商网

3.2.4. 消费金融与百货公司业务之间形成互补关系，可以形成协同效应共同发展

产业型消费金融公司的最大的限制是融资成本高，获取资金来源有限，同时不同于

银行系消费金融公司，有着银行客户基础，所以获客成本较高。而百货公司有着客户群体，但其中某类客户群体消费能力有限，百货公司无法从该客户群体身上获得预期的收益，如果公司可以通过布局消费金融，可以促进客户的消费能力从而刺激客户群消费，公司盈利能力就能进一步加强。同时消费金融公司可以接受股东的存款从而补充自身资金不足的情况，而消费金融公司通过消费贷款可以盘活企业库存现金，可以为股东百货公司带来可观的收益。

图 43: 百货公司与消费金融公司的互补关系



数据来源：东北证券，清华大学互联网产业研究院

3.2.5. 百货公司纷纷布局消费金融，重庆百货发展最好

百货公司与消费金融形成天然的互补关系，百货公司发展消费金融可以拓宽盈利渠道同时又增强主营业务的盈利能力，所以百货行业纷纷入股消费金融公司，截止于2020年6月，武商集团入股湖北省消费金融公司，百联集团入股中银消费金融公司，广百股份入股中邮消费金融，美特好连锁超市入股晋商消费金融，但重庆百货入股的马上金融公司发展最好，截至2019年末，马上金融总资产达到548亿，同行业第三，营业收入89亿，全行业第三，净利润8.53亿全行业第四，发展势头良好。预计未来消费金融行业集中度进一步增加，马上金融发展会更进一步，预期会给股东重庆百货带来更多的收益。

表 2: 各百货公司入股消费金融名单

百货公司	消费金融公司
重庆百货	马上金融股份有限公司
武商集团	湖北省消费金融有限公司
百联集团	中银消费金融
广百股份	中邮消费金融
美特好连锁超市	晋商消费金融
合肥百货	徽银消费金融
国美控股	金圆消费金融
红星美凯龙	海尔消费金融

数据来源：东北证券，联商网

3.3. 战略投资者加入有利于重庆百货发展

2020年4月2日，持续两年的重庆百货股改结束，正式引入战略投资者物美集团、步步高集团。股改之后，物美集团、步步高集团、重庆市国资委分别持有重庆百货大股东重庆商社45%、10%、45%的股权。股改完成之后，重庆商社董事会、重庆百货董事会立刻发起了改组。重庆商社董事会中，物美集团、重庆市国资委、步步高集团分别占有2/2/1个席位，物美集团董事长张文中先生任重庆商社集团董事长，物美集团张璐阁先生任董事，重庆市国资委田善斌先生，易丽琴女士任董事，步步高集团董事长王填任董事。重庆百货方面原总经理与3名副总被解聘，由赵国庆、王欢、乔红兵、王金录担任总经理与副总及财务总监。

表 3: 商社集团调整后的董事会成员

公司	姓名	职务	个人介绍
重庆商社	张文中	董事长	物美集团创始人兼董事长
重庆商社	张璐阁	董事	物美集团首席投资官
重庆商社	田善斌	董事	重庆渝富资管集团投资运营事业部部长
重庆商社	易丽琴	董事	重庆渝富资管集团金融事业部部长
重庆商社	王填	董事	步步高董事长兼总裁

数据来源：东北证券，公司公告

表 4: 重庆百货调整后的董事会成员

公司	姓名	职务	个人介绍
重庆百货	赵国庆	总经理	马上金融创始人，总经理
重庆百货	王欢	副总经理	原重百百货事业部总经理
重庆百货	乔红兵	副总经理	物美集团副总，多点合伙人
重庆百货	王金录	财务总监	物美计财部副总监

数据来源：东北证券，公司公告

股改有效缓解了原股东重庆商社集团的财务压力。在股改之前，重庆百货大股东重庆商社集团财务压力较大，截至2019年第一季度末重庆商社集团资产负债率达到73.56%。重庆商社集团营业收入虽然在逐步上升，由2016年477.82亿增长至2018年546.15亿，但公司净利润增幅不大，2016年净利润为1.58亿，2018年净利润为1.66亿，利润率不足1%，整体经营压力较大。积极引入战略投资者首先可以化解重庆商社面临的财务压力，同时战略投资者均是零售业中表现较好的企业，物美集团是我国零售企业数字化转型的标杆，而步步高集团在湖南地区经营状况良好，拥有丰富的零售企业管理经验，将来会产生协同效应，帮助重庆商社走出经营困境。

自战略混改之后，物美集团与步步高集团对重庆百货经营发展均做出回应，首先物美集团将物美数字化转型经验用于重庆百货，对其四个业态，百货、超市、汽贸、电器都进行了数字化改造，并且在今年上半年取得可观的成果，还将重百超市接入物美的多点平台，该平台为重百超市带来了大量的客源与成熟的数字化基础设施。同时步步高集团首先主动撤离重庆市场，释放相应的市场份额减少重庆百货的竞争压力，同时将自身拥有的重庆合川步步高广场托付于重庆百货管理，增强重庆百货的综合实力。

表 5: 战略股东的让利行为

战略股东	为重庆百货的让利行为
物美集团	全面引入物美数字化转型经验 共享多点平台
步步高集团	出让合川广场，退出重庆地区

数据来源：东北证券，公司公告

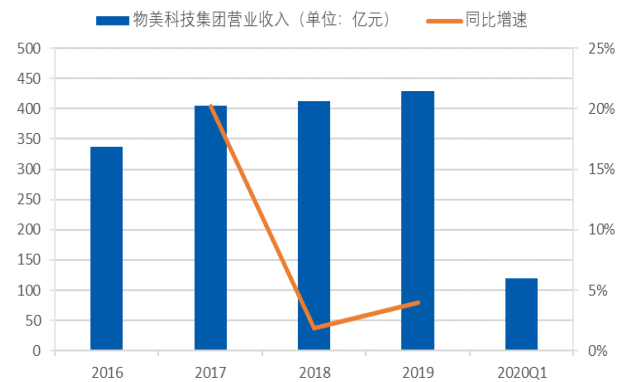
物美集团管理者零售管理经验丰富。战略投资者物美集团是全国知名的零售商公司，物美集团是 1993 年张文中先生于北京创办，经过若干年发展于 2003 年在香港成功上市，张文中先生于 2006 年蒙冤入狱，直到 2018 年冤案平反复出，但物美集团并没有一蹶不振，2013 年开始物美集团通过并购不断扩大自己的市场份额，2014 年收购百安居 70% 的股权，2018 年接受乐天集团的 15 家门店，2019 年入股重庆百货、新华百货、麦德龙。在并购方面物美集团拥有丰富的经验，截至 2020 年，物美集团已经从单一业态发展到多元化业态，由单一超市发展为超市、百货、家电、家居建材四位一体的新集群。旗下拥有美廉美、新华百货、浙江供销、百安居、韩国乐天、日本大荣、麦德龙等多个知名品牌。据物美科技集团披露的审计报告显示，2016 至 2019 年，物美科技集团的营收逐年递增，分别为 377.39 亿元、405.57 亿元、413.19 亿元、429.77 亿元。营业收入不断增加，物美集团目前整体实力雄厚，并购经验丰富，管理能力出众。

图 44: 物美集团旗下部分百货品牌



数据来源：东北证券，公开资料

图 45: 物美集团营业收入及同比增速



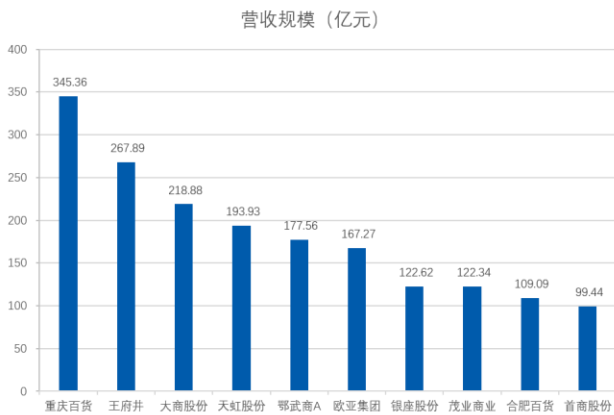
数据来源：东北证券，公司公告

伴随着重庆百货数字化转型初现成效，布局的消费金融增长势态喜人，同时又与主营业务产生协同效应，战略投资者带来丰富的管理经验与资金支持，给重庆百货释放市场，预计未来重庆百货综合竞争能力会进一步提高。

4. 同行业公司财务比较：规模优势明显，资产盈利能力显著提升

营收规模与增速均行业领先。从总营收规模来看，重庆百货营收在行业中处于前列，规模优势明显。从营收增速来看，近年百货行业景气度下行，行业内公司普遍处于正增长的边缘，重庆百货营收增速在行业内优秀可比公司中也处于优势地位。尤其是 2016 年以来，公司营收增速呈现正向变化，在行业内公司营收增速普遍下滑的情况下，逆势增长。

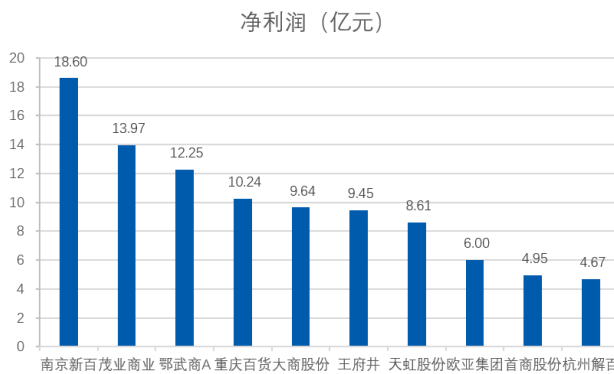
图 46: 百货行业营收排名前十公司



数据来源: 东北证券, Wind

盈利规模处于行业前列, 盈利增速优于可比公司。从净利润规模来看, 重庆百货净利率处于行业第一梯队, 优于行业大多数公司。从净利润增速来看, 公司连续多年处于正增长, 优于头部可比公司。

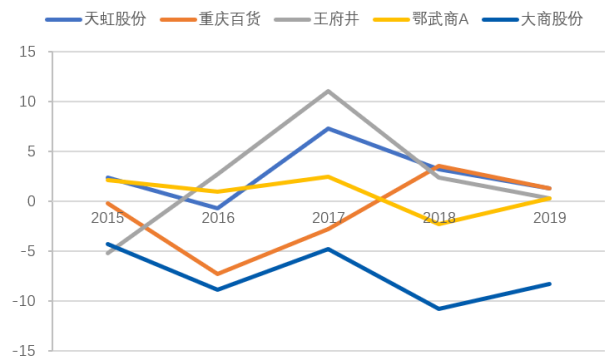
图 48: 百货行业净利润排名前十公司



数据来源: 东北证券, Wind

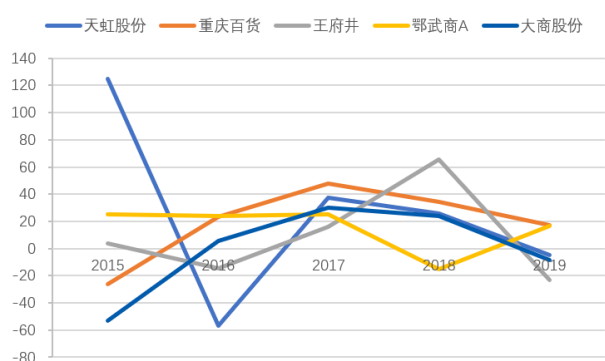
毛利率低于行业可比公司, 费用控制能力优秀。从毛利率来看, 重庆百货整体毛利率低于可比公司, 主要是因为公司旗下汽贸因为毛利率相对偏低, 影响公司整体毛利率水平。从期间费用率来看, 重庆百货的费用控制能力优秀, 期间费用率低于行业可比公司。

图 47: 可比公司营收增速情况 (%)



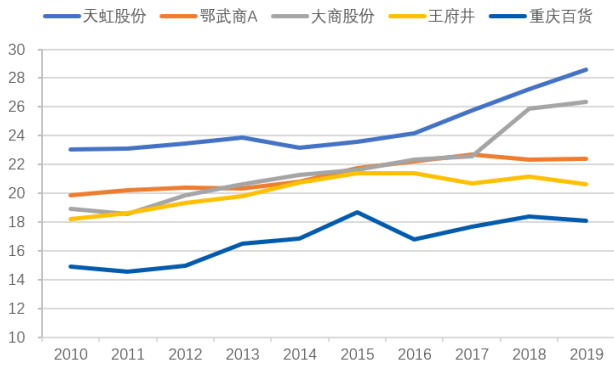
数据来源: 东北证券, Wind

图 49: 可比公司净利润增速情况 (%)



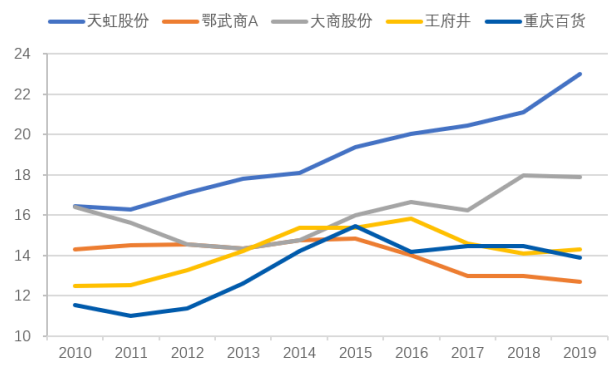
数据来源: 东北证券, Wind

图 50: 可比公司毛利率 (%)



数据来源: 东北证券, Wind

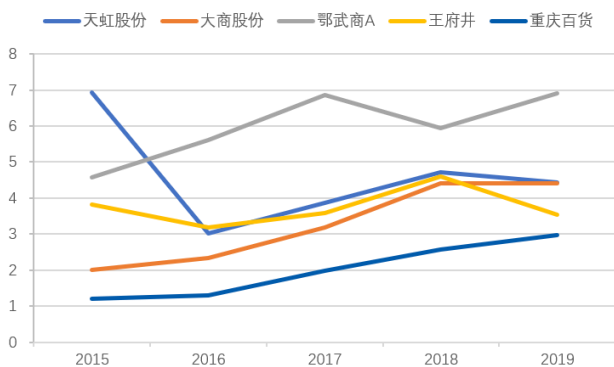
图 51: 可比公司期间费用率 (%)



数据来源: 东北证券, Wind

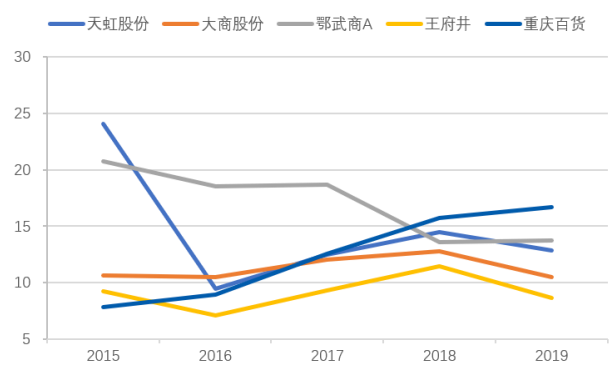
盈利能力不断增强, 资产收益能力提升显著。从净利率来看, 由于公司毛利率水平相对较低, 导致公司销售净利率低于行业内可比公司, 但是增速明显。从净资产收益率来看, 近年公司资产收益能力显著提升, 已经超过行业可比公司。从杜邦分析来看, 重庆百货净资产收益率的提升主要源于销售净利率的提升以及公司优秀的资产周转能力。

图 52: 可比公司销售净利率 (%)



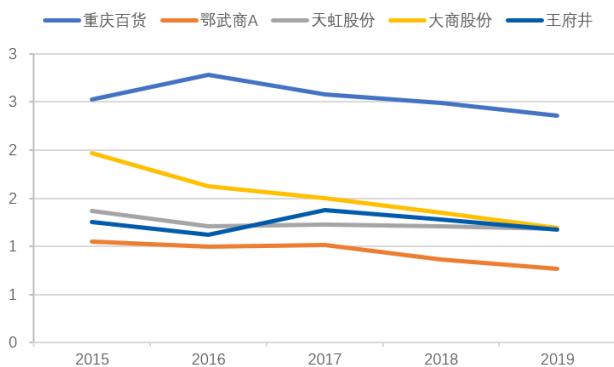
数据来源: 东北证券, Wind

图 53: 可比公司净资产收益率 (%)



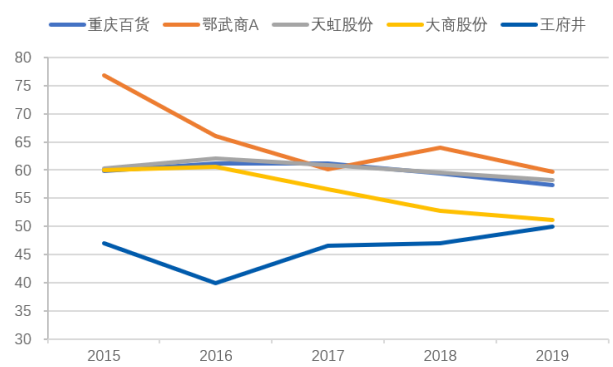
数据来源: 东北证券, Wind

图 54: 可比公司资产周转率 (次)



数据来源: 东北证券, wind

图 55: 可比公司资产负债率 (%)



数据来源: 东北证券, wind

5. 业绩预测及投资建议

5.1. 业绩预测

1、百货业务：预计 2020-2022 年直营百货商场开店数量分别为 2/2/2，关店数量为 2/1/1；预计百货业务 2020-2022 年营收分别为 112.09 亿、128.90 亿、132.76 亿，同比增速分别为-12%、15%、3%。预计毛利率分别为 15.2%、15.5%、15.5%。

2、超市业务：预计 2020-2022 年超市业务开店数量分别为 8/8/8，关店数量为 2/3/3；预计超市业务 2020-2022 年营收分别为 105.70 亿、116.27 亿、127.90 亿，同比增速分别为 12%、10%、10%。预计毛利率分别为 17.0%、17.5%、17.8%。

3、汽车贸易业务：预计 2020-2022 年汽贸业务开店数量分别为 2/2/2，关店数量为 2/0/0；预计汽贸业务 2020-2022 年营收分别为 68.80 亿、82.57 亿、90.82 亿，同比增速分别为-8%、20%、10%。预计毛利率分别为 5.5%、5.5%、5.5%。

4、电器业务：预计 2020-2022 年电器业务开店数量分别为 2/2/2，关店数量为 3/2/2；预计汽贸业务 2020-2022 年营收分别为 24.24 亿、26.66 亿、25.33 亿，同比增速分别为-16%、10%、-5%。预计毛利率分别为 23.0%、23.2%、23.5%。

表 6: 公司营收拆分表

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
百货	13,189.35	12,737.27	11,208.80	12,890.12	13,276.82
yoy	3.29%	-3.43%	-12%	15%	3%
超市	9,347.84	9,437.56	10,570.06	11,627.07	12,789.78
yoy	-0.02%	0.96%	12%	10%	10%
电器	3,319.52	2,885.45	2,423.78	2,666.15	2,532.85
yoy	5.31%	-13.08%	-16%	10%	-5%
汽车贸易	6,284.43	7,478.72	6,880.42	8,256.51	9,082.16
yoy	7.28%	19.00%	-8%	20%	10%
其他	46.32	45.74	41.16	45.28	47.54
yoy	22.40%	-1.26%	-10%	10%	5%
其他业务	1,479.52	1,539.22	1,354.52	1,557.69	1,635.58
yoy	5.03%	4.04%	-12%	15%	5%
营收合计	34,083.88	34,535.61	32,478.74	37,042.83	39,364.73
yoy	3.55%	1.33%	-5.96%	14.05%	6.27%

数据来源：东北证券，公司公告

5.2. 投资建议

预计公司 2020-2022 年，归母净利润分别为 10.64、11.14 和 12.43 亿元，EPS 分别为 2.62、2.74、3.06 元，对应当前股价 PE 分别为 13、13、11 倍。考虑公司多业态协同的经营能力，混改带来管理效率提升，以及公司的区域规模优势。给予公司 2020 年 16 倍估值，首次覆盖给予“买入”评级。

表 7: 同业可比公司估值对比

公司	股价 (9.26)	EPS			PE		
		2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E
天虹股份	9.27	0.39	0.69	0.82	23.77	13.43	11.30
王府井	50.13	0.61	1.28	1.50	82.18	39.16	33.42
鄂武商 A	15.12	0.59	1.45	1.52	25.63	10.43	9.95
重庆百货	34.95	2.62	2.74	3.06	13.36	12.76	11.43

数据来源: 东北证券, Wind, 可比公司业绩预测为 Wind 一致预测

6. 风险提示

- (1) 疫情持续, 秋冬季节, 新冠肺炎疫情二次扩散, 严重影响消费。
- (2) 马上金融发展不及预期
- (3) 业绩预测和估值判断不及预期。

附表：财务报表预测摘要及指标

资产负债表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	3,056	4,046	4,798	6,148
交易性金融资产	729	311	311	311
应收款项	151	176	145	169
存货	2,431	2,799	2,446	2,796
其他流动资产	1,490	1,918	1,865	2,026
流动资产合计	7,857	9,250	9,565	11,449
可供出售金融资产	11	0	0	0
长期投资净额	1,735	2,000	1,900	1,950
固定资产	3,155	3,038	4,428	5,212
无形资产	363	223	255	314
商誉	0	0	0	0
非流动资产合计	6,259	5,898	7,028	7,826
资产总计	14,116	15,148	16,593	19,276
短期借款	368	235	1,127	1,565
应付款项	4,178	4,278	3,980	4,540
预收款项	2,029	2,223	2,038	2,345
一年内到期的非流动负债	0	0	0	0
流动负债合计	8,092	8,387	8,679	10,201
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	303	303	303	303
长期负债合计	303	303	303	303
负债合计	8,395	8,690	8,982	10,504
归属于母公司股东权益合计	5,563	6,292	7,399	8,512
少数股东权益	158	166	213	260
负债和股东权益总计	14,116	15,148	16,593	19,276

利润表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	34,536	32,479	37,043	39,365
营业成本	28,291	26,789	30,498	32,424
营业税金及附加	231	179	226	236
资产减值损失	399	300	250	300
销售费用	3,644	3,508	3,927	4,015
管理费用	1,105	1,063	1,203	1,282
财务费用	36	31	62	48
公允价值变动净收益	23	25	30	35
投资净收益	275	280	300	320
营业利润	1,194	1,310	1,353	1,510
营业外收支净额	-15	-12	-12	-12
利润总额	1,179	1,298	1,341	1,498
所得税	155	188	181	202
净利润	1,024	1,110	1,161	1,296
归属于母公司净利润	985	1,064	1,114	1,243
少数股东损益	39	46	47	53

现金流量表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	1,024	1,110	1,161	1,296
资产减值准备	403	300	250	300
折旧及摊销	329	496	560	708
公允价值变动损失	-23	-25	-30	-35
财务费用	-6	31	62	48
投资损失	-275	-280	-300	-320
运营资本变动	-542	-162	550	256
其他	-35	-338	-88	-38
经营活动净现金流量	876	1,132	2,164	2,216
投资活动净现金流量	-236	-1,283	-1,189	-1,337
融资活动净现金流量	-440	903	376	-1,086
企业自由现金流	1,057	-134	-289	118

财务与估值指标	2019	2020E	2021E	2022E
每股指标				
每股收益 (元)	2.42	2.62	2.74	3.06
每股净资产 (元)	15.48	18.20	20.94	24.00
每股经营性现金流量 (元)	2.15	2.78	5.32	5.45
成长性指标				
营业收入增长率	1.33%	-5.96%	14.05%	6.27%
净利润增长率	18.55%	7.97%	4.69%	11.64%
盈利能力指标				
毛利率	18.08%	17.52%	17.67%	17.63%
净利率	2.85%	3.28%	3.01%	3.16%
运营效率指标				
应收账款周转率 (次)	1.73	1.63	1.66	1.65
存货周转率 (次)	33.74	33.32	33.46	33.42
偿债能力指标				
资产负债率	58.25%	54.89%	55.15%	50.39%
流动比率	1.10	1.10	1.12	1.19
速动比率	0.65	0.71	0.74	0.76
费用率指标				
销售费用率	10.55%	10.80%	10.60%	10.20%
管理费用率	3.20%	3.27%	3.25%	3.26%
财务费用率	0.11%	0.10%	0.17%	0.12%
分红指标				
分红比例	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
股息收益率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
估值指标				
P/E (倍)	12.32	13.36	12.76	11.43
P/B (倍)	1.93	1.92	1.67	1.46
P/S (倍)	0.41	0.44	0.38	0.36
净资产收益率	15.66%	14.38%	13.08%	12.74%

资料来源：东北证券

分析师简介:

李慧, 美国伊利诺伊大学金融硕士, 厦门大学经济学学士、广告学双学士, 通过CFA三级, 曾就职于美国Zacks量化研究部。2015年加入东北证券, 现任社会服务行业分析师。

刘青松, 中国人民大学会计硕士, 中央财经大学工商管理学士, 2018年加入东北证券, 现任商贸零售行业助理分析师。

重要声明

本报告由东北证券股份有限公司(以下称“本公司”)制作并仅向本公司客户发布, 本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。

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和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅反映本公司于发布本报告当日的判断, 不保证所包含的内容和意见不发生变化。

本报告仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价或征价。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的证券买卖建议。本公司及其雇员不承诺投资者一定获利, 不与投资者分享投资收益, 在任何情况下, 我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

本公司或其关联机构可能会持有本报告中涉及到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 并在法律许可的情况下不进行披露; 可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务、财务顾问等相关服务。

本报告版权归本公司所有。未经本公司书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 须在本公司允许的范围内使用, 并注明本报告的发布人和发布日期, 提示使用本报告的风险。

本报告及相关服务属于中风险(R3)等级金融产品及服务, 包括但不限于A股股票、B股股票、股票型或混合型公募基金、AA级别信用债或ABS、创新层挂牌公司股票、股票期权备兑开仓业务、股票期权保护性认沽开仓业务、银行非保本型理财产品及相关服务。

若本公司客户(以下称“该客户”)向第三方发送本报告, 则由该客户独自为此发送行为负责。提醒通过此途径获得本报告的投资者注意, 本公司不对通过此种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 并在中国证券业协会注册登记为证券分析师。本报告遵循合规、客观、专业、审慎的制作原则, 所采用数据、资料的来源合法合规, 文字阐述反映了作者的真实观点, 报告结论未受任何第三方的授意或影响, 特此声明。

投资评级说明

股票 投资 评级 说明	买入	未来6个月内, 股价涨幅超越市场基准15%以上。
	增持	未来6个月内, 股价涨幅超越市场基准5%至15%之间。
	中性	未来6个月内, 股价涨幅介于市场基准-5%至5%之间。
	减持	未来6个月内, 股价涨幅落后市场基准5%至15%之间。
	卖出	未来6个月内, 股价涨幅落后市场基准15%以上。
行业 投资 评级 说明	优于大势	未来6个月内, 行业指数的收益超越市场平均收益。
	同步大势	未来6个月内, 行业指数的收益与市场平均收益持平。
	落后大势	未来6个月内, 行业指数的收益落后于市场平均收益。

东北证券股份有限公司

 网址: <http://www.nesc.cn> 电话: 400-600-0686

地址	邮编
中国吉林省长春市生态大街 6666 号	130119
中国北京市西城区锦什坊街 28 号恒奥中心 D 座	100033
中国上海市浦东新区杨高南路 729 号	200127
中国深圳市福田区福中三路 1006 号诺德中心 34D	518038
中国广东省广州市天河区冼村街道黄埔大道西 122 号之二星辉中心 15 楼	510630

机构销售联系方式

姓名	办公电话	手机	邮箱
公募销售			
华东地区机构销售			
阮敏 (副总监)	021-20361121	13636606340	ruanmin@nesc.cn
吴肖寅	021-20361229	17717370432	wuxiaoyin@nesc.cn
齐健	021-20361258	18221628116	qijian@nesc.cn
陈希豪	021-20361267	13262728598	chen_xh@nesc.cn
李流奇	021-20361258	13120758587	Lilq@nesc.cn
李瑞暄	021-20361112	18801903156	lirx@nesc.cn
周嘉茜	021-20361133	18516728369	zhoujq@nesc.cn
刘彦琪	021-20361133	13122617959	liuyq@nesc.cn
金悦	021-20361229	17521550996	jinyue@nesc.cn
华北地区机构销售			
李航 (总监)	010-58034553	18515018255	lihang@nesc.cn
殷璐璐	010-58034557	18501954588	yinlulu@nesc.cn
温中朝	010-58034555	13701194494	wenzc@nesc.cn
曾彦戈	010-58034563	18501944669	zengyg@nesc.cn
周颖	010-63210813	19801271353	zhouying1@nesc.cn
过宗源	010-58034553	15010780605	guozhy@nesc.cn
华南地区机构销售			
刘璇 (副总监)	0755-33975865	18938029743	liu_xuan@nesc.cn
刘曼	0755-33975865	15989508876	liuman@nesc.cn
王泉	0755-33975865	18516772531	wangquan@nesc.cn
周金玉	0755-33975865	18620093160	zhoujy@nesc.cn
陈励	0755-33975865	18664323108	Chenli1@nesc.cn
非公募销售			
华东地区机构销售			
李茵茵 (总监)	021-20361229	18616369028	liyinyin@nesc.cn
赵稼恒	021-20361229	15921911962	zhaojiaheng@nesc.cn
杜嘉琛	021-20361229	15618139803	dujiachen@nesc.cn