

强烈推荐-A (维持)

重庆百货 600729.SH

当前股价: 28.31 元

2019年07月11日

零售金融协同发展, 混改落地未来可期

基础数据

上证综指	2915
总股本(万股)	40653
已上市流通股(万股)	40643
总市值(亿元)	115
流通市值(亿元)	115
每股净资产(MRQ)	14.8
ROE(TTM)	12.9
资产负债率	54.9%
主要股东	重庆商社(集团)有限公
主要股东持股比例	45.05%

股价表现



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《重庆百货(600729)——集团混改方案确认, 红利释放可期》2019-06-23
- 2、《重庆百货(600729)——业绩短期调整, 期待集团混改落地》2019-04-28
- 3、《重庆百货(600729)——门店持续优化, 高减值助于轻装上阵》2019-03-17

宁浮洁

ningfujie@cmschina.com.cn  
S1090518090002

研究助理

周洁

zhoujie10@cmschina.com.cn

公司零售主业回暖构筑安全边际, 消费金融业务快速发展提供业绩弹性。公司大股东商社集团确认混改方案, 引入战投物美与步步高, 有望与重百形成多方资源协同并提升重百经营效率, 利好公司长期发展。

- 主业回暖构筑安全边际, 高额资产计提为公司业绩增长提供充足空间。2018年公司营收同比增长 3.55%, 结束近两年来的负增长重回上升通道, 重庆市高速的经济增长水平与持续的人口流入将为公司主业发展提供保障。此外, 2015年起公司持续计提高额资产减值损失, 为公司业绩增长提供充足空间。
- 参股马上消费金融, 有望持续获取可观收益。马上消费金融 2018 年实现净利润 8.01 亿元, 为公司贡献投资收益 2.47 亿元。近期政府对消费金融的管控加强, 银保监会批复消费金融牌照的速度明显减缓, 未来消费金融牌照的含金量会越来越高, 利好持牌系龙头公司。马上拥有银行与商贸的股东背景及领先行业的核心技术, 有望为公司持续提供可观收益。
- 集团混改方案确认, 看好物美、步步高对重百带来的资源协同与经营提效。物美与步步高均为国内优秀民营零售企业, 混改后有望与重百进行多方位零售资源协同, 提升重百线上渠道运营能力, 并帮助重百形成更高效的市场化运营机制。此外, 商社集团以 27.16 元/股的价格发起全面要约收购, 我们认为此次要约收购为大股东变更导致的被动要约收购, 参考云南白药混改案例, 要约价格并不影响公司价值与后续业绩释放。
- 投资建议: 公司主业构筑安全边际, 消费金融提供业绩弹性, 混改利好公司长期发展, 三条主线逐步强化, 目前股价存在低估。预计公司 19/20 年净利润为 10.56 亿/12.73 亿, 当前股价对应 19/20 年 PE 仅为 10.9/9.0 倍, 维持“强烈推荐-A”评级。
- 风险提示: 消费金融业务发展不及预期, 门店调整影响业绩。

财务数据与估值

会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营收入(百万元)	32915	34084	35245	36551	38042
同比增长	-3%	4%	3%	4%	4%
营业利润(百万元)	808	1023	1319	1584	1880
同比增长	64%	27%	29%	20%	19%
净利润(百万元)	605	829	1056	1273	1519
同比增长	45%	37%	27%	21%	19%
每股收益(元)	1.49	2.04	2.60	3.13	3.74
PE	19.0	13.9	10.9	9.0	7.6
PB	2.3	2.1	1.8	1.6	1.4

资料来源: 公司数据、招商证券

## 正文目录

一、主业回暖，高资产计提助力公司轻装上阵	5
1.1 营收恢复正增长，毛利率逐步提升	5
1.2 重庆地区经济稳步增长，商业发展前景广阔	6
1.3 高资产计提有益于公司未来轻装上阵	7
二、马上消费金融领跑行业，有望持续贡献可观收益	9
2.1 政策利好持牌机构，消金市场繁荣在望	9
2.1.1 中国消费金融行业发展历程：危机后的蓬勃	9
2.1.2 监管加强行业洗牌，非持牌系疲态渐显	10
2.2 重庆百货坐享马上金融发展红利	13
2.2.1 马上消费金融对重百提供可观利润贡献	13
2.2.2 牌照优势+差异竞争+科技赋能	14
三、混改方案落地，红利释放可期	18
3.1 混改方案终获确认，物美与步步高战略入股	18
3.2 物美集团：京津冀零售龙头，数字化能力行业领先	20
3.2.1 深耕京津冀的零售行业龙头	20
3.2.2 收入持续增长，金融投资收益可观	20
3.2.3 开创物美+多点的全渠道模式，拥抱互联网	21
3.3 步步高：中西部区域龙头，腾讯京东入股科技赋能	22
3.3.1 中西部区域零售龙头	22
3.3.2 营收稳定增长，盈利能力逐步恢复	22
3.3.3 线上巨头入股进行科技赋能	23
3.4 看好物美、步步高对重百带来的资源协同与经营提效	24
3.5 参考云南白药混改案例，要约价格不改公司长期价值	24
四、盈利预测与投资建议	25

## 图表目录

图 1：公司营业收入及增速（2014-2018）	5
图 2：2018 年公司分业态收入及增速	5
图 3：公司分业态增速（2013-2018）	5
图 4：2015 年起持续优化门店结构	6

图 5: 公司门店面积及增速 .....	6
图 6: 公司综合毛利率 .....	6
图 7: 各业态毛利率 .....	6
图 8: 重庆城镇人均可支配收入低于全国平均值 (万元) .....	7
图 9: 部分新一线城市城镇居民人均可支配收入 (万元) .....	7
图 10: 重庆净流入人口 (万人) .....	7
图 11: 资产减值损失/净利润比率远远高于同业 .....	8
图 12: 近四年资产减值损失陡然上升 .....	8
图 13: 人民币信贷消费贷款 .....	9
图 14: 中国消费金融行业发展历程 .....	10
图 15: 持牌与非持牌企业 2018 年 H1 盈利情况对比 (亿元) .....	12
图 16: 持牌与非持牌企业 2018 年 H1 资产情况 (亿元) .....	13
图 17: 不同资金模式成本 .....	15
图 18: 马上科技 .....	17
图 19: 马上开放平台科技 .....	17
图 20: 马上消费金融多元化风控体系 .....	18
图 21: 物美 2018 年各业态门店数量 .....	20
图 22 : 2018 年超市业态分地区营收情况 (单位: 亿元) .....	20
图 23: 物美近五年营业收入及增速 (单位: 亿元) .....	21
图 24: 物美近五年净利润及增速 (单位: 亿元) .....	21
图 25: 物美近五年投资收益 (单位: 亿元) .....	21
图 26: 多点 MAU 在生鲜电商 app 中处于领先地位 .....	22
图 27: 2018 年步步高门店分布图 .....	22
图 28: 2018 年步步高外省全资子公司营收 (单位: 亿元) .....	22
图 29: 步步高营收及增速 (单位: 亿元) .....	23
图 30: 步步高归母净利润及增速 (单位: 亿元) .....	23
图 31: 步步高 Better 购小程序与步步高网购 APP 界面截图 .....	24
图 32: 云南白药要约收购后股价变化情况 .....	25
表 1: 重庆资产减值构成 .....	8
表 2: 重庆百货存货构成 .....	8

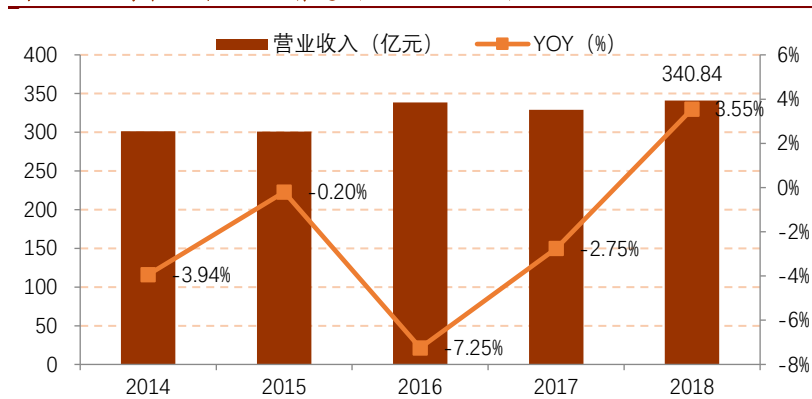
表 3: 消费金融行业政策梳理 .....	10
表 4: 每年新增获牌机构.....	11
表 5: 消费金融市场持牌系与非持牌系代表企业情况.....	11
表 6: 消费金融公司、小贷公司、银行信用卡、网贷平台业务对比 .....	13
表 7: 马上消费金融股东结构 .....	14
表 8: 马上消费金融财务情况 .....	14
表 9: 马上消费金融 2017、2018 年对比 .....	15
表 10: 不同资金模式来源、成本、属性.....	15
表 11: 消费金融公司主流业务模式 .....	16
表 12: 马上金融和银行信贷形成差异化竞争 .....	16
表 13: 重百混改历程.....	18
表 14: 截至 2019 年一季报公司前十大股东持股情况.....	19
附: 财务预测表 .....	27

## 一、主业回暖，高资产计提助力公司轻装上阵

### 1.1 营收恢复正增长，毛利率逐步提升

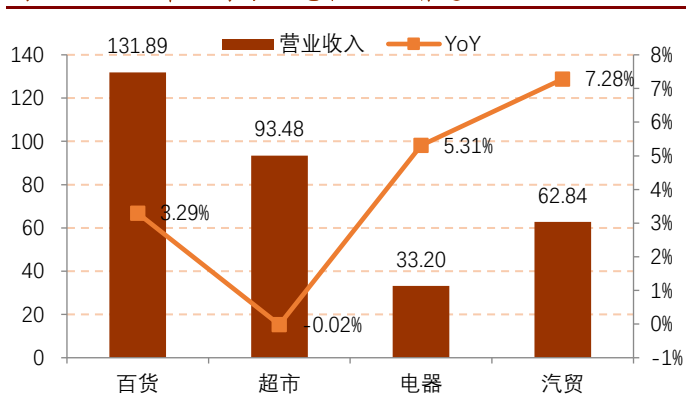
**公司营收恢复正增长。**受市场需求疲软、消费行为改变、电商以及新兴业态冲击等不利因素的影响，近几年公司主营业务有所承压，营收出现一定波动。2017年，受门店优化和年初转让不良资产商社信科和商社电子的影响，公司实现营业收入329.15亿元，同比下滑2.75%。2018年公司营收出现拐点，收入结束近两年来的负增长进入增速上升通道，全年实现营业收入340.84亿元，同比增长3.55%。分业态看，对整体营收增长的最大贡献仍来源于百货板块，全年营收为131.89亿元，占总营收的38.70%，超市板块次之，占比27.43%。

图 1：公司营业收入及增速（2014-2018）



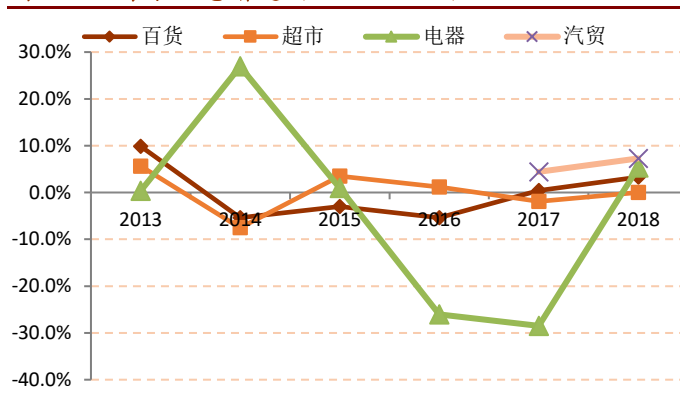
资料来源：公司公告、招商证券

图 2：2018 年公司分业态收入及增速



资料来源：公司公告、招商证券

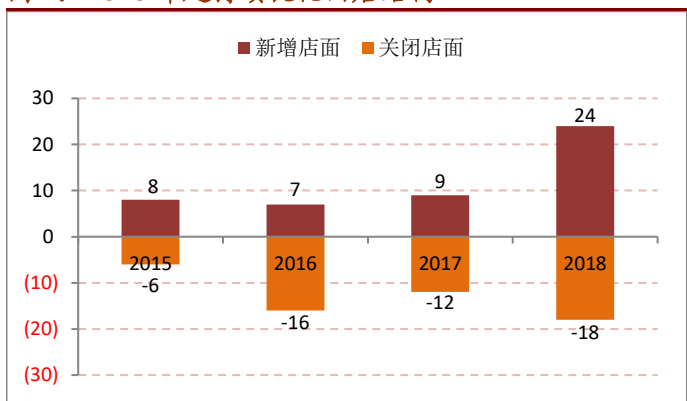
图 3：公司分业态增速（2013-2018）



资料来源：公司公告、招商证券

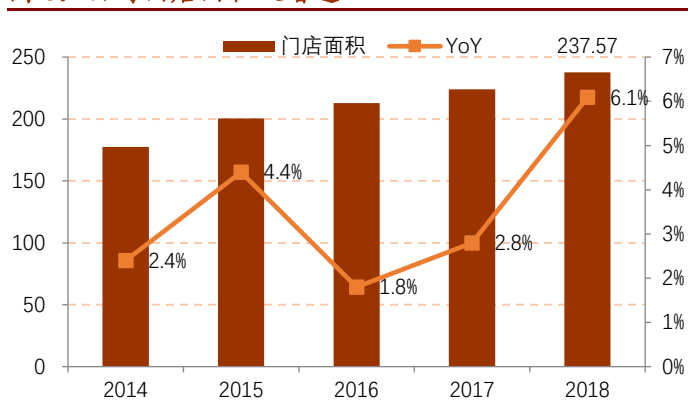
**门店结构不断优化。**公司自2015年起陆续关闭扭亏无望或租约到期的门店，2015/2016/2017/2018分别关闭门店6/16/12/18家，同时新开门店8/7/9/24家，并计划于2019年继续关闭18家门店，优化网点结构。截至2018年末，公司拥有不同业态门店310家，其中百货/超市/电器/汽贸各55/177/48/30家。2018年末门店总面积为237.57万平，同比增加6.1%。

图 4: 2015 年起持续优化门店结构



资料来源: 公司公告、招商证券

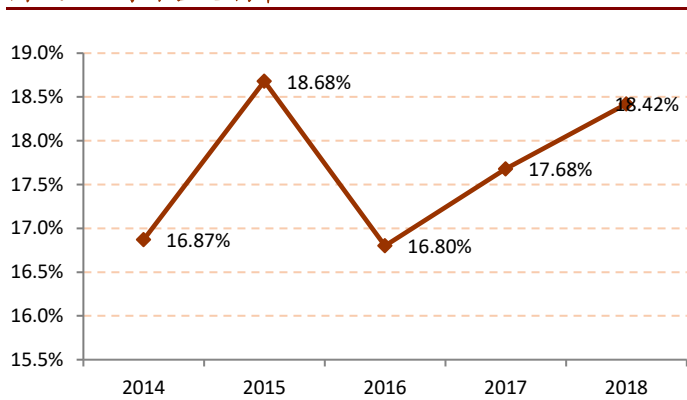
图 5: 公司门店面积及增速



资料来源: 公司公告、招商证券

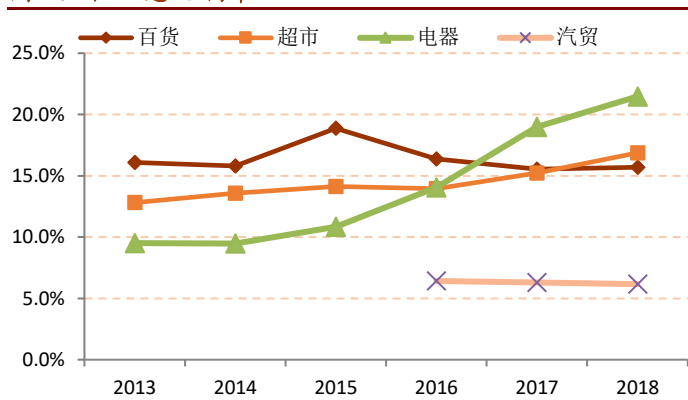
**毛利率水平逐步提升。** 尽管前几年公司受到店面调整的影响，收入增长放缓甚至个别地区出现下滑，但公司通过优化销售结构、控制促销让扣、提升自营商品比例、加强合同执行力等方式，使得 2016 年起公司整体毛利率呈上升趋势。2018 年公司综合毛利率提升 0.74pct 至 18.42%，其中超市和电器业态毛利率分别提升 1.66pct 和 2.49pct，至 16.87% 和 21.47%。

图 6: 公司综合毛利率



资料来源: 公司公告、招商证券

图 7: 各业态毛利率



资料来源: 公司公告、招商证券

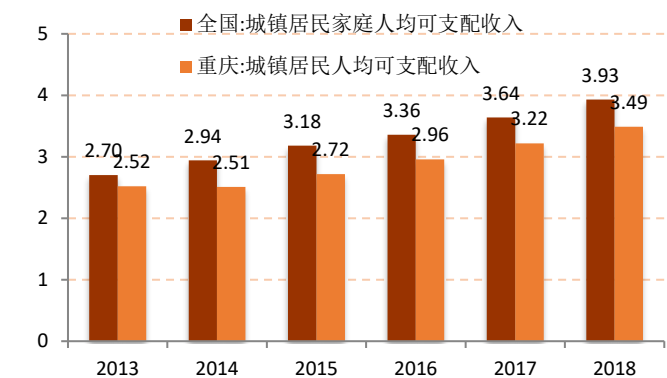
## 1.2 重庆地区经济稳步增长，商业发展前景广阔

公司地处重庆。重庆是我国“一带一路”和长江经济带战略的连接点，也是内陆唯一的直辖市和国家中心城市，区位优势明显。随着重庆市工业化、城镇化建设，区域经济有望保持较快增长态势，公司将受益于区域经济的快速发展。

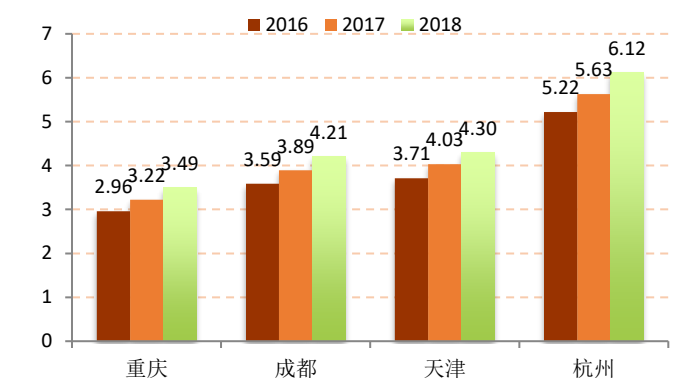
**居民收入持续增长叠加人口回流，重庆商贸零售业仍有较大发展空间。** 2018 年重庆城镇居民人均可支配收入达 3.49 万元，但无论是与全国平均值相比，还是与近似的城市相比，重庆市都处于较低水平，伴随重庆市经济实力的整体提升，居民消费水平将有较大的提升空间。此外，经济的快速发展吸引劳动力不断回流，自 2008 年起重庆保持正的人口净流入，2017 年净流入人口为 14.71 万人，加之庞大的人口基数，重庆市商贸

零售行业仍将维持较快增速。

图 8: 重庆城镇人均可支配收入低于全国平均值 (万元) 图 9: 部分新一线城市城镇居民人均可支配收入 (万元)

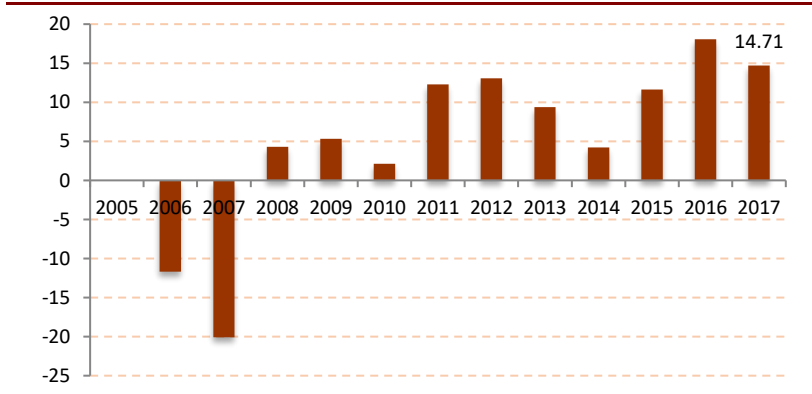


资料来源: Wind、招商证券



资料来源: Wind、招商证券

图 10: 重庆净流入人口 (万人)

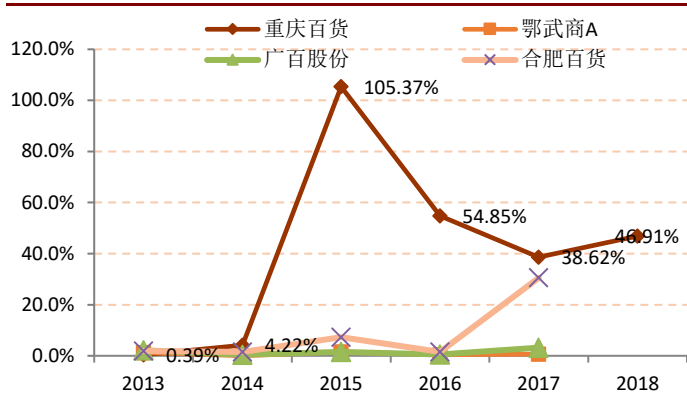


资料来源: Wind、招商证券

### 1.3 高资产计提有益于公司未来轻装上阵

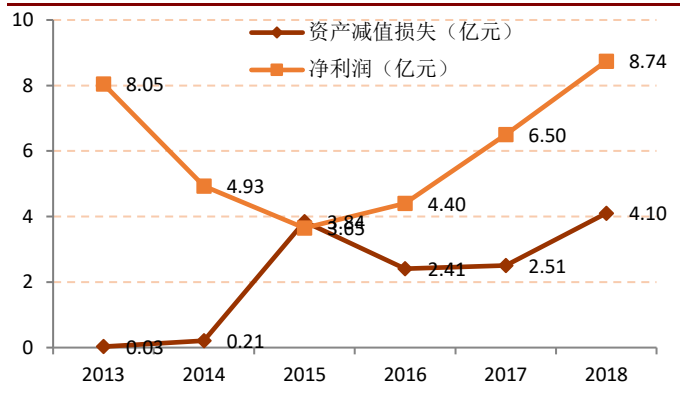
**2015 年起持续计提高额资产减值损失。**近年来公司资产减值损失陡然上升。15、16、17、18 年重庆百货资产减值损失分别为 3.84 亿、2.41 亿、2.51 亿和 4.10 亿，占净利润的比例均高于 40%，横向对比同业其他公司这一比例基本维持在 2% 以内；纵向对比 15 年之前，重庆百货资产减值也在 0.3 亿以内，而近四年出现陡然上升。

图 11: 资产减值损失/净利润比率远远高于同业



资料来源: 公司公告、招商证券

图 12: 近四年资产减值损失陡然上升



资料来源: 公司公告、招商证券

近三年存货跌价计提成主要部分。继 15 年对滞销存货、长期亏损门店资产进行全面减值清查造成资产减值上升, 16 年资产减值计提中存货跌价计提成为了主要部分, 计提 1.74 亿元。2017、2018 年资产减值损失总额分别为 2.51 亿元、4.10 亿元, 其中, 存货跌价分别计提了 2.15 亿元与 3.90 亿元, 仍为主要部分。

表 1: 重庆资产减值构成

单位: 亿元	14 年	15 年 (变更前)	15 年 (变更后)	16 年	17 年	18 年
坏账损失		0.01	0.02	0.08	0.13	0.03
存货跌价损失		0.93	0.91	1.74	2.15	3.90
其中: 库存商品跌价	0.2	0.93	0.91	1.74		3.40
固定资产减值损失		0.53	0.53	0.17	0.08	0.05
无形资产减值损失		0.02	0.02			
在建工程减值损失					0.04	
其他 (主要为长期待摊费用减值)		2.36	2.36	0.42	0.1	0.12
资产减值损失小计		3.84	3.83	2.41	2.51	4.10

资料来源: 公司公告、招商证券

表 2: 重庆百货存货构成

单位: 亿元	13 年	14 年	15 年 (变更前)	15 年 (变更后)	16 年	17 年	18 年
原材料	0.05	0.05	0.06	0.08	0.07	0.05	0.05
库存商品	18.20	17.73	13.92	19.4	25.23	21.52	22.62
周转材料	0.02	0.02	0.04	0.04	0.03	0.02	0.02
发出商品	0.03	0.2	0.01	0.01	0.02	0.01	0.07
在途商品		0.27		0.01	0.01	0.01	0.07
工程施工	0.03	0.03	0.01	0.06	0.11	0.11	0.17
开发产品					1.33	3.56	4.01
开发成本				2.67	0.58	1.82	
存货总计	18.33	18.32	14.03	22.26	27.39	27.1	27.01

资料来源: 公司公告、招商证券

高额资产计提有益于公司未来轻装上阵。长期待摊费用部分, 15 年对这部分计提有益于公司轻装上阵, 减轻 15 年之后几年的计提负担。存货部分, 横向对比重庆百货的库存水平在行业内并不算高。纵向同前几年对比, 13、14 年库存水平有 18 亿, 比 16、17 年并不低多少, 但是存货计提远远小于 16 年, 因此我们认为 16 年存货计提受由于会计准则变更影响较大。2016、2017 年末各项资产减值准备余额分别为 5.5 亿, 6 亿。



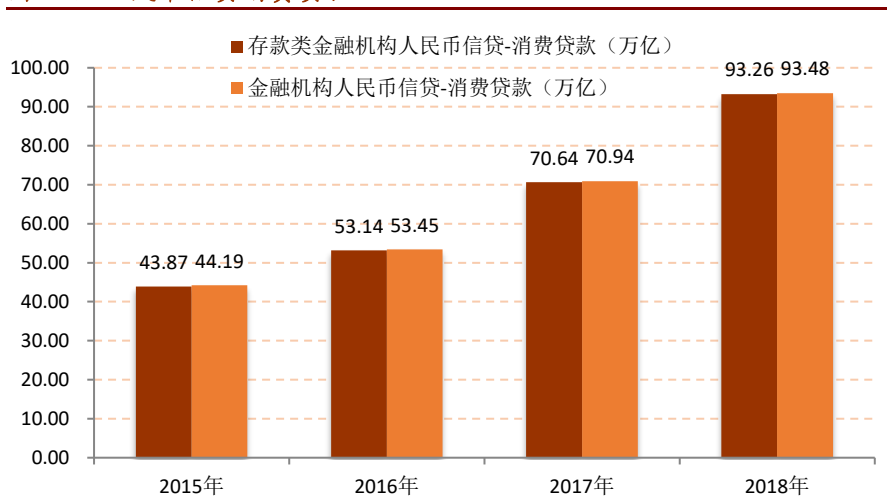
2018 年末减值计提余额为 7 亿，相较于 8.7 亿的净利润，高资产计提为公司业绩增长提供了充足空间。

## 二、马上消费金融领跑行业，有望持续贡献可观收益

### 2.1 政策利好持牌机构，消金市场繁荣在望

消费金融，即以消费为目的的信用贷款。一般指机构或个人提供的、以日常消费（不包括住房和汽车消费贷款）为主要需求的小额贷款产品和金融服务。消费金融具有单笔授信额度小、服务方式灵活、贷款期限短（一般在 1-12 个月）等特点，流程简便、申请材料要求简单、到款迅速。消费金融的参与机构形成了以银行系、产业系、互联网电商系、P2P 系为主体的市场格局。消费金融市场规模已由 2010 年 1 月的 6798 亿元，攀升至 2018 年 10 月的 84537 亿元，占境内贷款比重由 1.7% 上升至 6.3%。消费金融公司将迎万亿蓝海市场。

图 13: 人民币信贷消费贷款



资料来源：来源：中国人民银行，招商证券

#### 2.1.1 中国消费金融行业发展历程：危机后的蓬勃

2008 年美国金融危机效应对中国经济产生影响，为了维持经济增长势头，我国政府于 2009 年正式宣布启动消费金融试点。2010 年，我国首批 4 家消费金融公司获批成立。2013 年 9 月，银监会宣布扩大消费金融公司试点城市范围，试点城市已达 16 个，新增的城市主要兼顾东中西部地区，包括武汉、广州等。2013 年 11 月，银监会发布《消费金融公司试点管理办法》，允许民间资本介入、放开营业地域限制、增加吸收股东存款业务，推动了消费金融公司进一步扩容。2014 年，修订后的《消费金融公司试点管理办法》正式实施，鼓励更多具有消费金融优势资源和分销渠道的出资人参与试点。

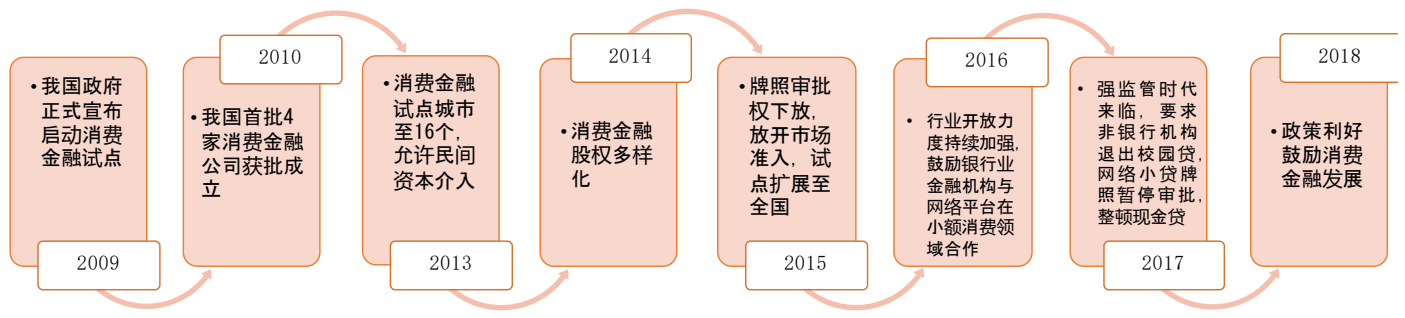
2015 年，监管部门将审批权下放到省级部门；6 月，国务院常务会议决定放开市场准入，将原在 16 个城市开展的消费金融公司试点扩至全国，鼓励符合条件的民间资本、

国内外银行业机构和互联网企业发起设立行业公司。2016年，行业开放力度持续加强，鼓励银行业金融机构与网络零售平台在小额消费领域开展合作。

2017年底，针对“现金贷”等行业乱象，强监管时代来临。《关于银行业风险防控工作的指导意见》《关于立即暂停批设网络小额贷款公司的通知》《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》等政策出台，对消费金融行业的监管由点到面逐步从严，互联网金融存在的潜在风险被不断肃清，平台的“戾气”逐渐被驱逐。

2018年以来，多项政策释放出利好消费金融发展的信号，银保监会发布《关于进一步做好信贷工作提升服务实体经济质效的通知》提出积极发展消费金融和创新金融服务模式，中共中央、国务院印发《关于完善促进消费体制机制，进一步激发居民消费潜力的若干意见》提出要顺应居民消费升级趋势、大力培育新兴消费、不断激发潜在消费。

图 14：中国消费金融行业发展历程



资料来源：公开资料整理，招商证券

### 2.1.2 监管加强行业洗牌，非持牌系疲态渐显

各类监管政策落地，行业全面整顿规范。近年来，消费金融行业进入了全面整顿和规范

表 3：消费金融行业政策梳理

日期	发布主体	政策	主要内容
2017年4月	银监会	关于银行业风险防控工作的指导意见	要求各地监管部门清理整顿现金贷，并制定了一份包含429家企业在内的现金贷相关平台排查名单，并要求各地监管部门重点做好校园网贷的清理整顿工作。
2017年10月	互联网金融协会	互联网金融—信息披露—互联网消费金融	强制性披露指标23项，鼓励性披露指标4项，分为从业机构信息和业务信息两个方面，以期规范广大从业机构信息披露行为，进一步提高互联网消费金融从业机构的信息透明度
2017年11月	互联网金融风险专项整治工作领导小组办公室	关于立即暂停批设网络小额贷款公司的通知	禁止新批新设小额贷款公司，禁止增批小额贷款公司跨省业务。
2017年12月	互联网金融风险专项整治工作领导小组办公室	关于规范整顿“现金贷”业务的通知	将现金贷业务纳入互联网金融专项整治范畴，对潜在的金融风险和社会风险提出警示，对网络小贷、银行参与现金贷、P2P现金贷业务作出具体规定。

日期	发布主体	政策	主要内容
2018年4月	人民银行等五部门	关于规范金融机构资产管理业务的指导意见	对资产管理机构的资金杠杆、产品嵌套等方面加强约束，间接约束了消费金融平台的资金来源、资金杠杆等。
2018年4月	国务院办公厅	关于全面推进金融业综合统计工作的意见	要求将此前没有纳入金融统计工作的互联网消费金融等平台逐步纳入地方金融管理部门统计监管工作中。
2018年8月	银保监会	关于进一步做好信贷工作提升服务实体经济质效的通知	要积极发展消费金融，增强消费对经济的拉动作用。适应多样化多层次消费需求，提供和改进差异化金融产品与服务。支持发展消费信贷，创新金融服务方式。

资料来源：易观，招商证券

银保监会批复持牌消费金融牌照的速度明显减缓。截至2018年底，共有24家消费金融公司获得牌照。随着消费金融牌照的批复逐年递减，未来消费金融牌照的含金量会越来越高。2018年公告新增拟设立消费金融公司的包括光大银行、宁波银行等。此外，还有不少尚未披露信息的拟设立的消费金融公司也在排队中。

表4：每年新增获牌机构

时间	获牌机构
2010年	中银，北银，锦程，捷信
2014年	招联，兴业，海尔，苏宁，湖北，马上
2015年	中邮，杭银
2016年	华融，晋商，盛银，长银，哈银，尚诚，中原，包银，长银五八
2017年	幸福，易生华通
2018年	金美信，光大（筹），江苏苏银凯基（筹）

资料来源：公开资料整理，招商证券

监管趋严和金融去杠杆，消费金融行业面临出清和洗牌。资管新规让业内很多小型的非正规企业无法达到规定放宽条件，从而肃清行业、优化行业环境，一些P2P、小贷公司退出，发展稳健的消费金融公司得以分享到行业整顿的果实。政策导向对于消费金融行业的发展是明确利好，这也将为消费金融行业带来新一轮的“风口”。随着监管加强，去年许多持牌消费金融公司因违反相关规定被处以罚款，包括海尔消费金融、中银消费金融、杭银消费金融、北银消费金融等。但从数据上看，持牌系并未受到明显负面冲击，预计未来将有更多的持牌企业瓜分市场。

表5：消费金融持牌系与非持牌系代表企业情况

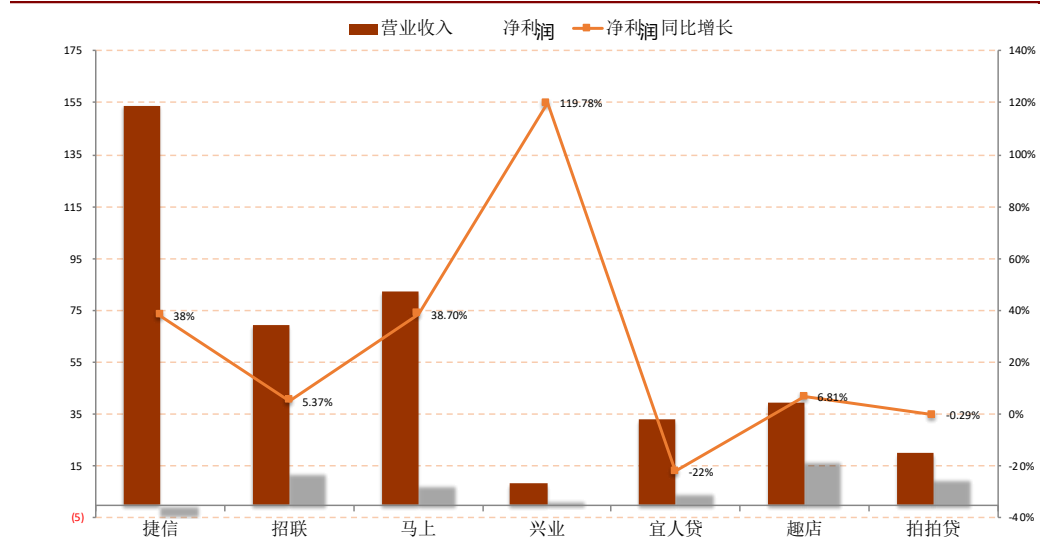
	名称	成立时地	注册资本	股东背景	主要产品
持牌系	捷信消费金融	2007 天津	80 亿	PPF 集团	商品贷、消费分期贷
	马上消费金融	2015 重庆	40 亿元	重庆百货、阳光保险、物美、重庆银行、小商品城	马上金融、马上分期、安逸花
	招联消费金融	2015 深圳	48.59 亿元	中国联通、招商银行、永隆银行	招联金融、好期贷、信用付、零零花
	兴业消费金融	2015 泉州	12 亿元	兴业银行股份有限公司	空手到、家庭消费贷、助学宝
非持	拍拍贷	2012 开曼	200000 美元	红杉，光速中国，君联，海纳亚洲，诺亚，鼎珮君联	普通借款标，散标，新彩虹

牌系	宜人贷	2014 开曼	50000 美元	宜信	宜定盈、节节高、精英标
	趣店	2014 开曼	57754 美元	蓝驰创投、源码资本、蚂蚁金服、凤凰祥瑞、昆仑万维	趣先享、来分期

资料来源: Wind, 招商证券

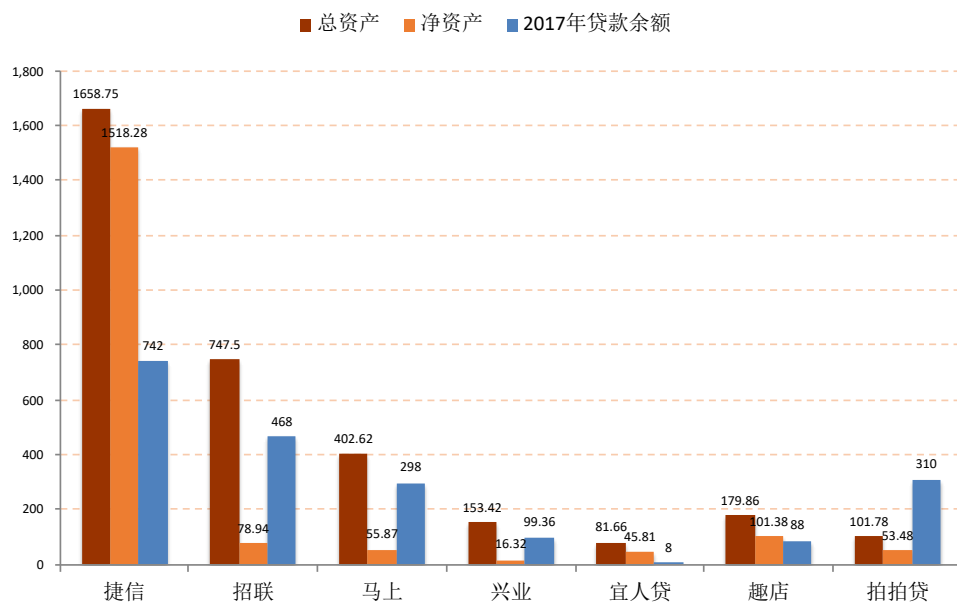
持牌系发展势头良好, 非持牌系疲态渐显。2018 年上半年消费金融行业发展良好, 共有 7 家持牌系公司的资产规模超过百亿元, 包括捷信、招联、马上、中邮、兴业、中银和北银消费金融。三家持牌系企业招联、马上、兴业的净利润同比增长率分别为 11.60%、173%、120%, 保持高速增长, 资产量显著高于非持牌系企业。非持牌系企业的净利润同比增长率不如持牌系, 体量也很小, 贷款余额差距远少于持牌系, 比起头部更是差异明显。非持牌系企业的发展疲态渐显。综合考虑业务模式, 消费金融公司在审批速度、贷款利率和客户群体中都有很大优势, 需求端前景广阔; 持牌系供给端的资金来源和成本更是优势突出。

图 15: 持牌与非持牌企业 2018 年 H1 盈利情况对比 (亿元)



资料来源: Wind, 招商证券

图 16: 持牌与非持牌企业 2018 年 H1 资产情况 (亿元)



资料来源: Wind,招商证券

表 6: 消费金融公司、小贷公司、银行信用卡、网贷平台业务对比

	消费金融公司	信用卡	小额贷款	P2P	对比结果
审批流程	无需抵押或担保, 最快可在数小时内完成放款	申请周期需要一个月左右	要求较高, 流程快捷	审批时效取决于产品及金额	消费金融审批最快
消费范围	个人消费	无具体要求	不可用于炒股、赌博	无具体要求	信用卡及 P2P 用途最广
费率比较	利率低于信用卡	56 天的免息还款期, 免息期后透支利息按每日万分之五计算, 年化近 20%	利率较高	利率较高	消费金融费率最低
适用人群	目标客群较广, 包括在校学生、职场新人等	一二线城市工作稳定的中产阶层	无限制	中小企业及个体工商户居多	小贷适用人群最广

资料来源: 新金融圈, 招商证券

## 2.2 重庆百货坐享马上金融发展红利

### 2.2.1 马上消费金融对重百提供可观利润贡献

马上消费金融由重庆百货、物美、重庆银行、小商品城、阳光保险共同出资设立。2016 年 8 月, 第一轮增资后马上消费金融注册资本 13 亿元, 重百占股 31.58%; 2017 年 7 月, 第二轮增资后注册资本 22.10 亿元, 重百占股 30.62%; 2018 年 6 月, 第三轮增资

后注册资本 40 亿元，重百占股 31.06%。马上消费金融盈利提升迅速，对重百的利润主要贡献在投资收益科目。

表 7: 马上消费金融股东结构

股东单位	第一次增资后		第二次增资后		第三次增资后	
	出资额 (万元)	出资比例	出资额 (万元)	出资比例	出资额 (万元)	出资比例
重庆百货大楼股份有限公司	41054	31.58%	67669	30.62%	124240	31.06%
北京中关村科金技术有限公司	39000	30%	64284	29.08%	118024	29.51%
物美控股集团有限公司	22819	17.55%	37613	17.02%	69056	17.26%
重庆银行股份有限公司	20527	15.79%	33835	15.31%	62120	15.53%
成都趣艺文化传播有限公司	-	-	11029	4.99%	19960	4.99%
阳光财产保险股份有限公司	3600	2.77%	3600	1.63%	3600	0.90%
浙江中国小商品城集团股份有限公司	3000	2.31%	3000	1.36%	3000	0.75%
合计	130000	100.00%	221029	100.00%	400000	100.00%

资料来源: Wind, 招商证券

重百参股马上消费金融，享受发展红利，其利润贡献具有可持续性。2018 年马上实现净利润 8.01 亿元。重庆百货持股投资收益为 2.82 亿元，同比增长 56.86%，主要系马上金融股权投资项目投资收益增加。按照权益法核算长期股权投资，重百本期确认投资收益 2.47 亿元。受益于马上消费金融贡献的投资收益持续高速增长，预计未来重百的利润会逐步提高。

表 8: 马上消费金融财务情况

时间	营业收入	净利润	资产总额	净资产	杠杆
2015.12	0.06	-0.13	3.08	2.87	1.1
2016.12	4.85	0.07	76.30	12.93	5.9
2017.12	46.68	5.78	318.00	27.81	11.43
2018.12	82.39	8.01	402.62	55.87	7.21

资料来源: Wind, 招商证券

## 2.2.2 牌照优势+差异竞争+科技赋能

### (1) 行业艰难仍获高质发展，消费金融牌照价值凸显

在去杠杆的宏观背景下，近年对现金贷、P2P 网贷的监管趋于严厉，引发消费金融服务客群整体的信用环境恶化，持牌消费金融公司的资金成本随之增高。曾经低成本、高效率获取用户的渠道开始退缩，获客成本也逐渐升高。未来，消费金融行业也面临系统性的挑战。然而在 2017-2018 年艰难的大环境下，马上消费金融发展迅速，业绩大幅提升。2018 年 5 月正式获批进入全国银行间同业拆借市场。作为头部持牌消费金融公司，马上消费金融凭借便宜丰富的资金来源以及良好的风控水平，已在行业内具备明显优势。

表 9: 马上消费金融 2017、2018 年对比

	2017 年	2018 年
累计放款	794 亿	1600+亿
净利润	4.8 亿	8.01 亿
累计注册用户	3000 万+	6000 万+
线上签约合同数	1600 万	1600 万
线下合作商户	超 10 万	超 14 万
自主研发申请专利	50 余项	150 余项

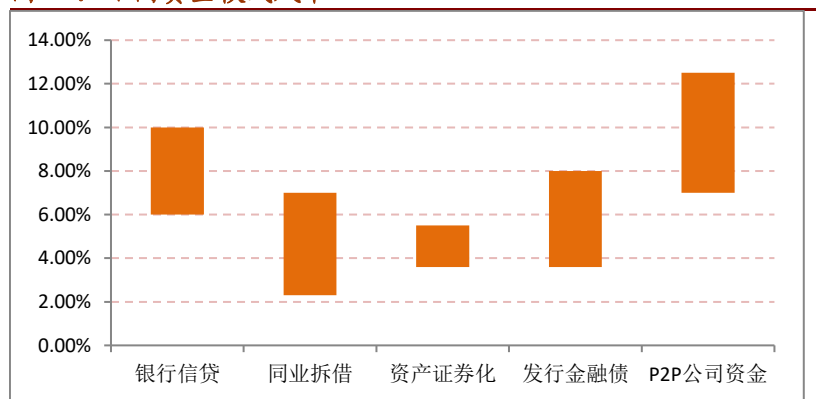
资料来源: 马上消费金融公众号, 招商证券

虽然资金成本升高,但强监管+结构性去杠杆+回归本源的大环境让消费金融市场迎来新的发展机遇,逐步向规模与质量并重转换。受到银监会审批监管的持牌系正规军优势得以体现。截至 2018 年底,共有 24 家持牌消费金融公司,马上消费金融就是其中之一。

持牌消费金融公司为非银行金融机构,无法吸收公众存款,资金来源主要包括 5 个方面: 1) 接受股东和股东境内子公司存款; 2) 向境内金融机构借款; 3) 发行金融债券; 4) 境内同业拆借; 5) 资产证券化等。

马上消费金融的资金来源主要是: 1) 杠杆融资,一般在 10 倍,高的也有到 12 倍; 2) 股东的存款; 3) 同业拆借所得资金。而小贷、分期平台等非持牌机构融资渠道则相对受限,资金成本明显高于持牌消费金融公司。

图 17: 不同资金模式成本



资料来源: 麻袋研究院, 招商证券

表 10: 不同资金模式来源、成本、属性

消费金融公司融资模式	资金来源	资金成本	资金属性
自有资金	股东存款	无风险利率	非常有限
银行信贷	委托业务	6%-10%	融资成本高, 审批较难
同业拆借	同业资金	2.3%-7.0%	政策对规模有限制
资产证券化 ABS	场内外 ABS	3.6%-5.5%	融资成本较低
发行金融债	债权人投资	3.6%-8%	融资成本较高, 手续繁杂
P2P 公司资金	P2P 投资者	7%-12.5%	期限灵活, 风险较大

资料来源: 麻袋研究院, 招商证券

**(2) 从全渠道通吃到重线上模式，需求端塑造差异化竞争优势**

持牌消费金融公司目前开展业务包括三种模式：渠道商、自主搭建全渠道模式、纯线上模式。随着行业发展，消费金融公司的业务模式也发生交叉。马上消费金融从全渠道“线上+线下”通吃，逐渐向注重线上模式转变。在线下，马上的主要地推人员投入在 3C、美业（医美）和教育行业。线下的贷款通过率一般在 80%-90%，相对线上消费场景的通过率更高。而现在 90%以上的获客都是在线上，马上消费金融依靠媒体、与流量平台合作、向各种场景提供资金等方式进行推广。

**表 11: 消费金融公司主流业务模式**

类别	渠道商	自主搭建全渠道	纯线上模式
模式	业务集中在线下，大额信贷业务前期获客主要依靠线下渠道商导流	消费金融公司自己在线下铺设地推团队，从获客到场景管理全渠道服务自主完成	获客、风控、贷款管理、催收等流程全部依靠线上完成
优劣势	对渠道商比较依赖，前期能够迅速在各个地区铺开业务，但后期利润等方面容易受制于渠道商	前期人员和推广成本较高，属于重资产模式，但后期风控和成本可控，渠道能够自主掌握，发展相对稳定	前期投入资金相对较低，短时间内能够完成大规模放款，但风控可靠性降低，后期管理成本上升

资料来源：易观，招商证券

马上金融与银行信贷形成差异化竞争。目前我国消费信贷市场仍由银行主导。2016 年信贷供给结构中，商业银行占比达 88%，而同期美国市场仅为 41%，非银金融机构的增长空间较大；此外，由于我国征信体系的不成熟，商业银行为规避风险往往聚焦于具有央行征信记录的中高收入人群，留下大量可供非银金融机构渗透的空白长尾市场。马上金融所提供的个人消费贷款，与银行信用卡提供的“透支额度+分期还款”在产品形式和服务手段上相近，但在受众群、产品与服务以及审批机制等方面存在差异。此类差异有利于马上金融在银行占据市场主力的前提下仍能获取一定比例的市场份额，在需求端形成独特的竞争优势。

**表 12: 马上金融和银行信贷形成差异化竞争**

	受众群体	产品服务	额度	审批机制
马上金融	中低收入长尾人群	针对特定消费需求，具备小额、分散化特点	额度超过 20 万，平均贷款额不超过 1 万元	批量审批。即时消费，即时审批
银行信贷	中高收入存量客户	完全针对客户的信用池	5-30 万元	个体审批。审批周期达十几天至一个月

资料来源：银监会、公司官网、招商证券

**(3) 五大坚持拥抱市场未来**

**坚持小额分散。**马上消费金融小额分散，形成了商品分期、现金分期、循环额度三大产品体系，契合新零售高频低值的消费特点，实现金融供给差异化。从小额分散、无抵押、纯信用的普惠模式切入，平均单笔贷款金额 2700 元，更贴合大众的实际消费需求。



**坚持结合场景。**马上消费金融线上线下联动，深耕全场景生态，通过股东支持、跨界合作、自建平台，与 3 大电信供应商和 5 类银行合作，自有获客入口超 250 家，线下合作商户超 14 万家，深度合作线上场景超 130 个。未来将拓展更多细分场景服务。

**坚持科技驱动。**马上将自主研发的技术深入场景中应用。重庆百货与马上合作，运用其 FaceX 活体人脸识别技术在 4 家门店上线“刷脸支付”。2019 年 1 月，马上消费金融开放平台官网(open.msxf.com)正式上线。开放平台的搭建，既把技术能力嵌入到合作方的场景，又方便合作企业快速对接，可为机构企业提供多项精准高效的个性化技术支持。

图 18: 马上科技



资料来源：马上消费金融公众号，招商证券

图 19: 马上开放平台科技

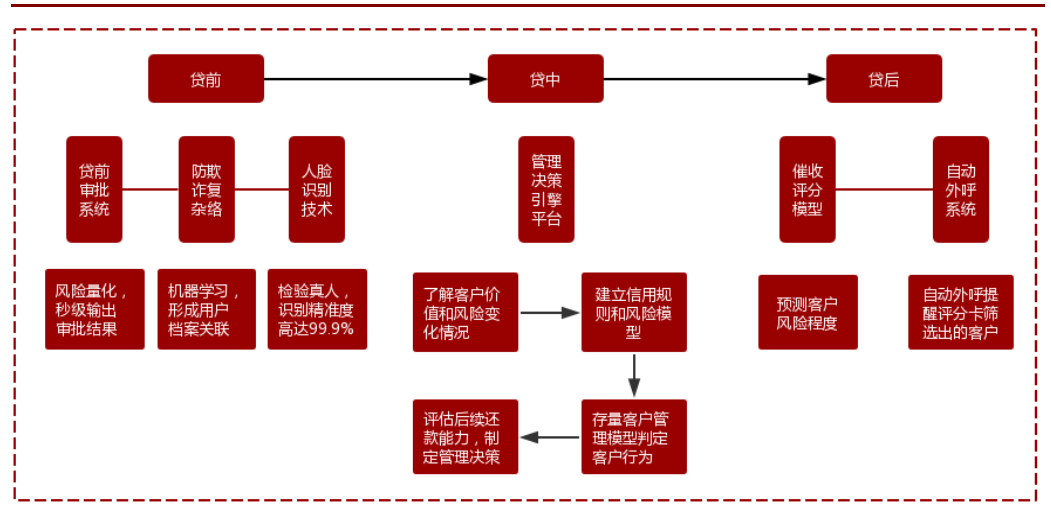


资料来源：马上开放平台，招商证券

**坚持数据决策。**马上消费金融自建大数据分析模型，自动识别优质客群、自动决策、自动放贷。在数据接入方面，直接与央行征信系统、社保、公积金、各大运营商、互联网电商、各大征信服务公司等相连，实现快速响应，完成实时在线审批。

**坚持风控策略。**借助多元化的风控模式和系统，马上逐步建立快捷高效的贷前审批、贷中监控、贷后管理的全生命周期的大数据风险管理体系。贷前审批环节的智能审批系统可以进行风险量化，支持高并发海量客户的申请单处理。“贷中管理决策引擎平台 2.0”将实现多重业务的统一集中化管理，使贷中风控管理更加高效智能。马上还建立了可以较准确预测客户风险程度的催收评分模型，进一步提高信用管理的精细化程度。

图 20: 马上消费金融多元化风控体系



资料来源: 招商证券

### 三、混改方案落地，红利释放可期

#### 3.1 混改方案终获确认，物美与步步高战略入股

公司混改意愿强烈，多次积极推进终获确认。2016 年重庆百货曾试图通过定增引入战略投资，向物美、步步高、重庆华贸发行股票，募资 49 亿元，最终方案因不符合再融资新规而未能施行。2017 年 10 月，公司公告重大事项停牌，系控股股东重庆商社正在筹划与公司相关联的混改重大事项，拟引入战略投资者推进混改进程，后由于时机不成熟终止筹划。本次混改方案公告于 2018 年 4 月 9 日，方案为商社集团以公开征集方式引进两名持股分别为 45%、10% 的战略投资者，并于 2019 年 6 月 21 日正式确认物美集团与步步高为战投方。混改完成后重庆市国资委、物美集团、步步高对商社集团的持股比例分别变为 45%、45%、10%，无任何一个股东能够单独实现对商社集团和公司的实际控制。

2019 年 6 月 25 日，重庆市国资委与物美集团与步步高集团正式签署了《增资协议》。同时，为赋予投资者充分选择权，商社集团向重庆百货除商社集团以外的全部无限售条件流通股股东发出全面要约预定收购股份占被收购公司总股本的比例为 54.93%，要约价格为每股 27.16 元，要约收购期限为自 2019 年 6 月 25 日起 30 个工作日。

表 13: 重百混改历程

时间	事件
2016 年 10 月	首次混改。重庆百货曾试图通过定增引入战略投资，向物美、步步高、重庆华贸发行股票 2.05 亿股，募资 48.81 亿元，定增完成后，商社集团、物美投资、步步高商业和重庆华贸将分别持有公司股东比例 29.95%、21.82%、10.91%、2.27%。该方案获得了重庆市国资委的同意，但最终方案因不符合再融资新规而未能施行。

时间	事件
2017年10月	<b>第二次混改。</b> 公司公告重大事项停牌，系控股股东重庆商社正在筹划与公司相关联的混改重大事项，拟引入战略投资者推进混改进程，后因“改革条件不够充分、方案论证不足”而终止。
2018年4月9日	<b>第三次混改公告。</b> 重庆百货称，2018年4月9日公司收到商社集团的通知：商社集团拟以公开征集方式引进两名战略投资者、实施混合所有制改革。商社集团上述混合所有制改革方案已获得重庆市人民政府原则同意。商社集团本次混合所有制改革完成后，商社集团的股权结构将发生重大变化，由重庆市国资委履行出资人职责的国有独资公司转变为重庆市国资委和战略投资者共同持股的有限责任公司，其中：重庆市国资委持股45%，一名战略投资者持股45%，另一名战略投资者持股10%。无任何一个股东能够单独实现对商社集团和公司的实际控制，公司控制权可能发生变更。
2018年10月19日	<b>第三次混改挂牌。</b> 重百母公司商社集团成功挂牌重庆联交所。重庆商社对投资方设定了严格的要求，其中两个条件最为核心：一是“两家投资方不得归于同一控制，其中投资方要符合中国连锁经营协会公布的“2017年中国连锁百强”名单前50位企业，且近三年持续盈利(以2015-2017年度的审计报告数据为准)；二是截至2017年底，竞购对象百货店业态的直营网点数不少于50家，或超市业态的直营网点数不少于100家。根据挂牌信息，商社集团此次募集资金用途为投资全渠道拓展、物流及供应链升级改造、战略新兴业务培育与产业整合项目，商社集团向下属子公司增资，补充营运资金、偿还到期银行借款及债券等。挂牌至2018年12月13日。
2019年6月21日	<b>混改方案确认。</b> 商社集团召开董事会确认了混合所有制改革的战略投资方；第四次混改完成后，商社集团将由重庆市国资委持股100%变更为重庆市国资委持股45%、物美集团持股45%、步步高集团持股10%，商社集团及公司控制权将发生重大变化，无任何一个股东能够单独实现对商社集团和公司的实际控制。
2019年6月25日	<b>正式签署协议。</b> 重庆市国资委与物美集团与步步高集团正式签署了《增资协议》。同时，为赋予投资者充分选择权，商社集团向重庆百货除商社集团以外的全部无限售条件流通股股东发出全面要约预定收购股份占被收购公司总股本的比例为54.93%，要约价格为每股27.16元，要约收购期限为自2019年6月25日起30个工作日。

资料来源：公司公告、招商证券

表 14：截至 2019 年一季报公司前十大股东持股情况

股东名称	方向	占总股本比例
重庆商社(集团)有限公司	-	45.0500
香港中央结算有限公司(陆股通)	比上期减少	4.4500
前海人寿保险股份有限公司-分红保险产品华泰组合	-	2.5600
中央汇金资产管理有限责任公司	-	2.1000
重庆华贸国有资产经营有限公司	-	1.1100
招商银行股份有限公司-中欧恒利三年定期开放混合型证券投资基金	比上期减少	0.9900
海通证券股份有限公司	-	0.9800
中国建设银行股份有限公司-中欧价值发现股票型证券投资基金	比上期减少	0.8800
博时基金管理有限公司-社保基金四一九组合	新进	0.8100
中国建银投资有限责任公司	-	0.7600

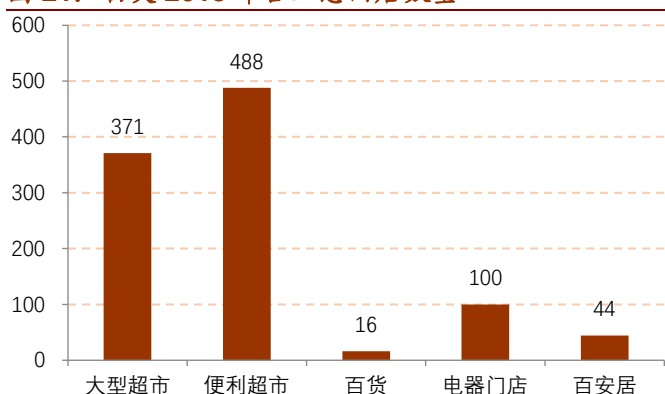
资料来源：公司公告、招商证券

## 3.2 物美集团：京津冀零售龙头，数字化能力行业领先

### 3.2.1 深耕京津冀的零售行业龙头

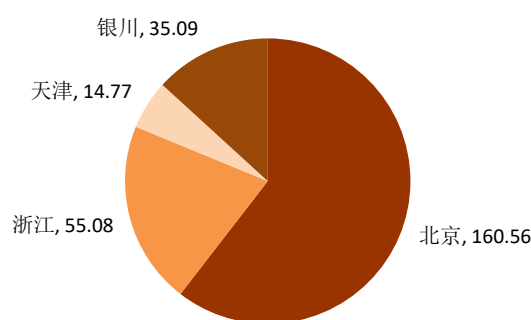
物美集团是国内规模最大的商业零售集团之一，2018 年位列 CCFA 中国连锁经营百强第 11 位，拥有明显的规模优势和品牌优势。公司凭借零售和批发业务一体化经营的模式成为北京、银川、天津及浙江地区日用消费品主要分销商之一，在北京、天津和浙江地区分别拥有 39.50% 以上，15.00% 左右和 8.00% 左右的市场占有率。物美通过多种业态形式全方位满足不同消费者的生活需求，截止 2018 年 12 月底，物美拥有超市门店 859 家（其中大型超市 371 家，便利超市 488 家），百货 16 家（包括子公司新华百货经营的 10 家百货商场），电器门店 100 家（新华百货东桥电器有限公司旗下），百安居门店 44 家。

图 21：物美 2018 年各业态门店数量



资料来源：公司公告、招商证券

图 22：2018 年超市业态分地区营收情况（单位：亿元）

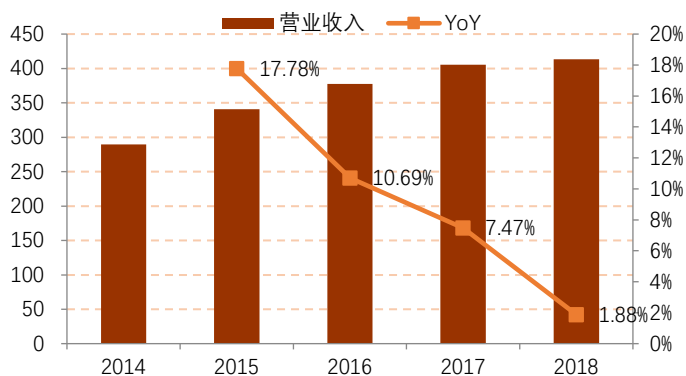


资料来源：公司公告、招商证券

### 3.2.2 收入持续增长，金融投资收益可观

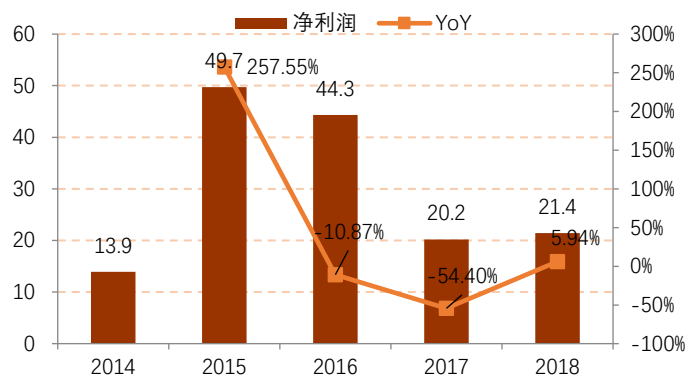
公司收入持续增长，利润波动较大。2015-2018 年，物美集团营业收入分别为 340.9 亿元、377 亿元、405.6 亿元、413.19 亿元，同一时期的净利润分别为 49.7 亿元、44.3 亿元、20.2 亿元、21.36 亿元。2015 年公司因间接收购百安居股权产生重大合并收益，高达 37.80 亿元。除去并购带来的影响，2015 年公司净利润为 11.9 亿元。2016 年，受公司将其部分原自用房产转为出租用途和公司投资性房地产公允价值上升的影响，当年由按公允价值计量的投资性房地产产生的公允价值变动收益为 41.45 亿元。除去这一非主营业务变化的影响，当年公司的净利润为 5.71 亿元。剥离异常值后，物美净利润呈稳健提升之势，2018 年实现净利润 21.4 亿元，同比增长 5.94%。

图 23: 物美近五年营业收入及增速 (单位: 亿元)



资料来源: 公司公告、招商证券

图 24: 物美近五年净利润及增速 (单位: 亿元)

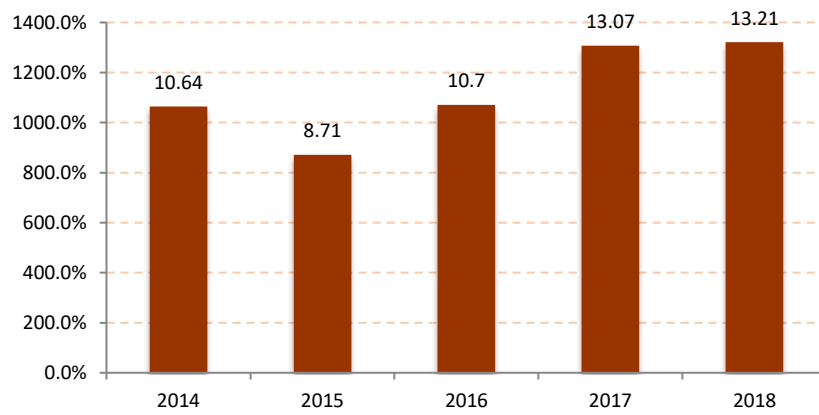


资料来源: 公司公告、招商证券

注: 2015、2016 年净利润异常分别来源于并购产生重大合并损益以及投资性房地产公允价值变动损益

**金融跨界投资取得丰厚回报。**物美集团 2015-2018 年投资收益分别为 8.71 亿元、10.70 亿元、13.07 亿元和 13.21 亿元，2018 年公司投资收益占净利润的比例高达 61.84%。公司投资收益主要来自于泰康人寿 (物美集团持股 9.22%)、马上消费金融 (物美集团持股 17.26%) 等企业的股权投资收益。

图 25: 物美近五年投资收益 (单位: 亿元)

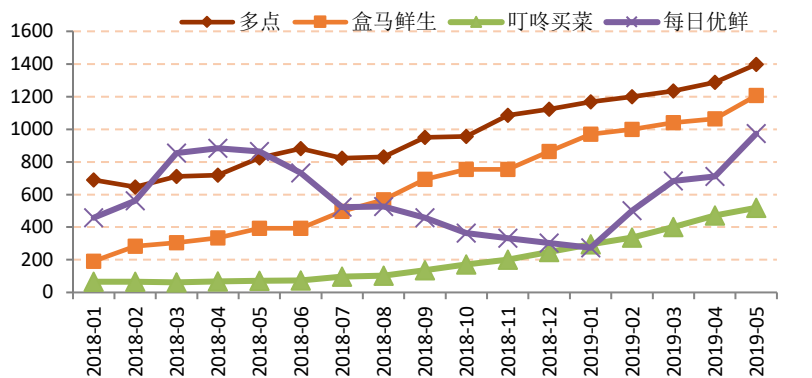


资料来源: 公司公告、招商证券

### 3.2.3 开创物美+多点的全渠道模式，拥抱互联网

2015 年起公司在北京地区通过推广“多点 APP”来拓展线上线下融合业务。顾客通过手机“多点 APP”下单，公司收到订单后，以每个物美超市作为物流节点，就近送货上门。受益于公司完善的超市网点布局，“多点 APP”业务量呈持续快速增长态势。2018 年及 2019 年一季度，多点 APP 订单量分别为 4438 万个和 6124 万个；交易额 GMV 分别为 44.76 亿元及 58.58 亿元。除物美之外，目前多点已与多家线下零售企业达成合作，帮助其发展线上渠道。

图 26: 多点 MAU 在生鲜电商 app 中处于领先地位



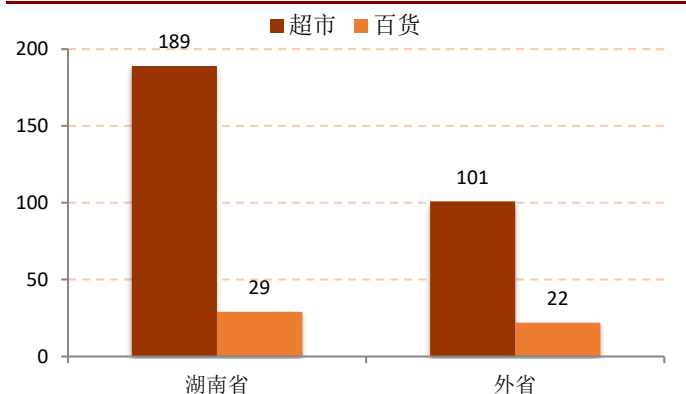
资料来源: QuestMobile, 招商证券

### 3.3 步步高: 中西部区域龙头, 腾讯京东入股科技赋能

#### 3.3.1 中西部区域零售龙头

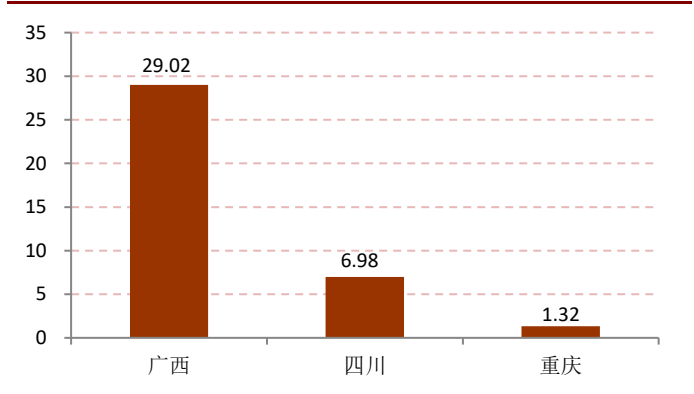
步步高集团 1995 年于湖南成立, 于 2008 年在深交所上市, 是中国民营连锁超市企业首家上市公司, 2018 年位列 CCFA 中国连锁经营百强第 14 位。截止 2018 年底, 公司在湖南、广西、江西、四川及重庆等地区开设百货、超市等业态门店 341 家, 在湖南、广西两省连锁零售行业居于领先地位。2019 年年初, 公司收购了湖南家润多超市 22 家门店, 进一步提高了超市业态在公司业务中的比重。

图 27: 2018 年步步高门店分布图



资料来源: 公司公告、招商证券

图 28: 2018 年步步高外省全资子公司营收(单位: 亿元)

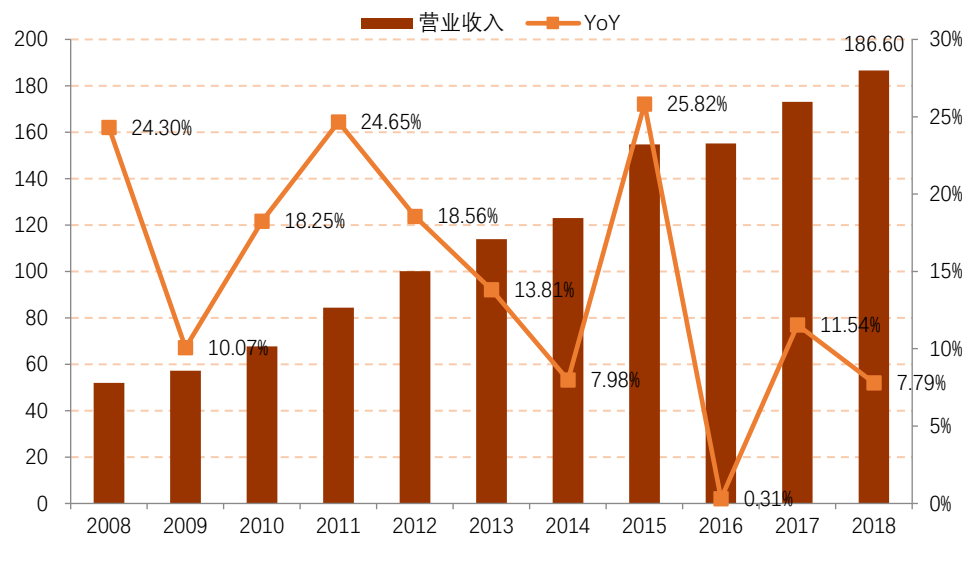


资料来源: Wind、招商证券

#### 3.3.2 营收稳定增长, 盈利能力逐步恢复

公司营业收入稳步增长。自 2008 年上市以来, 步步高营收逐年稳步增长, 2018 年实现营收 186.60 亿元, 同比增长 7.79%。

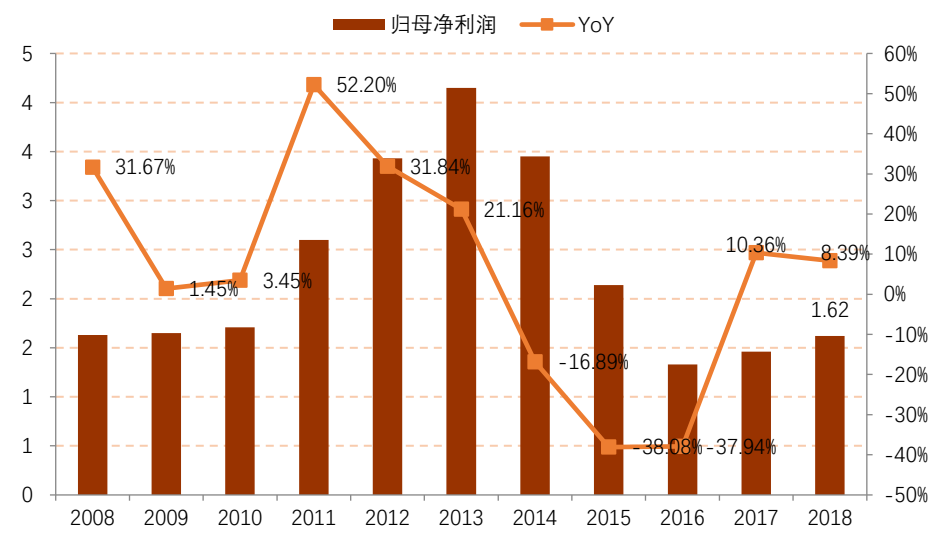
图 29: 步步高营收及增速 (单位: 亿元)



资料来源: 公司公告、招商证券

**盈利能力逐渐恢复。**从净利润来看,步步高自 2008 年的归母净利润 1.63 亿元持续增长至 2013 年的 4.15 亿元,创上市以来历史高点。2014-2016 年公司因互联网转型利润下滑,2017 年重回正增长。2018 年步步高实现归母净利润 1.62 亿元,同比增长 8.39%

图 30: 步步高归母净利润及增速 (单位: 亿元)



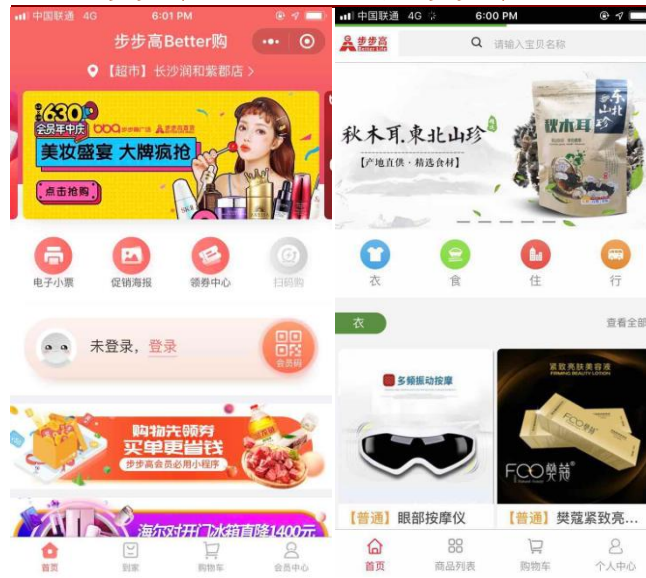
资料来源: 公司公告、招商证券

### 3.3.3 线上巨头入股进行科技赋能

2018 年 2 月,步步高宣布与腾讯签署战略合作框架协议,向腾讯、京东转让公司股份,总价分别为 8.87 亿元和 7.39 亿元,占步步高当前总股本的 6%和 5%。公司与腾讯、京东三方数字化战略的全面铺开,进行经营策略和经营模式的升级,加快数字化转型步

伐。腾讯京东入股后公司数字化成效明显，2018 年步步高数字化会员达 500.8 万，会员销售占比 63.8%，公司 Better 购、京东、多点、美团到家 O+O 合计订单 57.48 万单，营业收入 3,033.67 万元。Better 购会员码、扫码购、多点自助、微信自助合计营业收入 3.91 亿元。

图 31：步步高 Better 购小程序与步步高网购 APP 界面截图



资料来源：微信小程序、步步高 APP、招商证券

### 3.4 看好物美、步步高对重百带来的资源协同与经营提效

**与重百进行多方位零售资源的协同。**物美与步步高分列 CCFA 连锁百强第 11 位、14 位，均具备较大商品销售与采购规模，且两者在重庆均有网点布局。参考 2016 年公司定增引入物美与步步高的合作方案（后因再融资新规未能实现），混改完成后物美与步步高或将重庆网点交由重庆百货托管，进一步提升重庆百货在当地的网点密集度。此外，物美与步步高零售资源丰富，有望与重庆百货在采购联盟、仓储物流等方面进行多方资源协同，共同提升三方的供应链与经营能力。

**提升重百线上渠道运营能力。**近年来我国电商迎来高速发展，同时线下实体零售店的体验价值不可替代，全渠道发展成为行业必然趋势。物美与步步高均具备较强的线上运营能力与经验，物美+多点的运营方式以及步步高的智慧零售建设均已获得一定成果，两者有望通过线上运营经验的输出，帮助重百提升线上渠道的运营能力，

**优化重百股权架构，形成更高效的市场化运营机制。**物美与步步高均为民营企业，入股后有望为公司引入更灵活的管理经验，如推动职业经理人制度、实施市场化选聘和考核、推行更充分灵活的激励约束机制等，充分激发企业内生动力，提升公司重百整体运营效率。

### 3.5 参考云南白药混改案例，要约价格不改公司长期价值

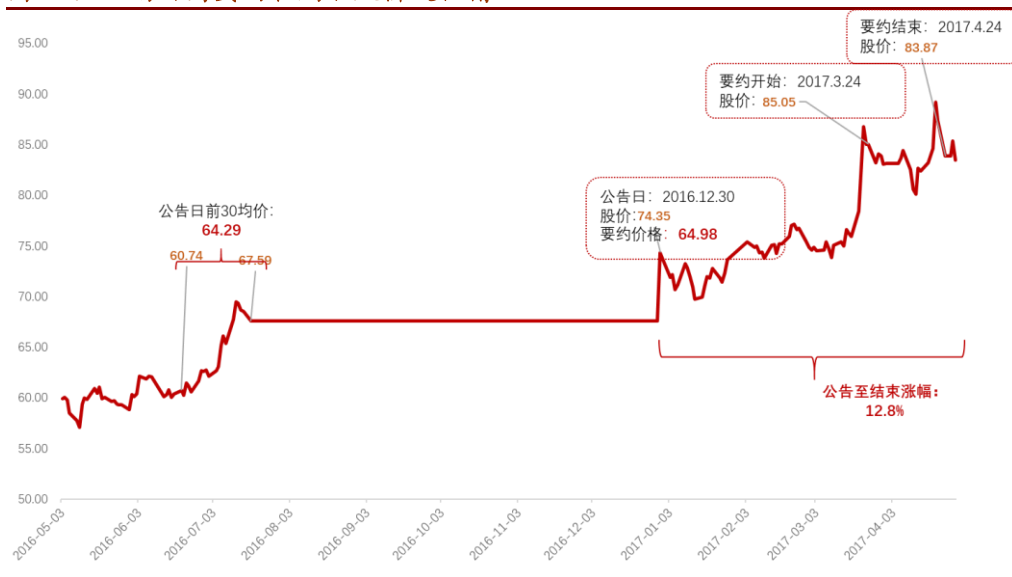
重庆商社混改方案确定后，本次混改投资人间接享有重庆百货股份权益的价格为 25.52



元/股。同时，为赋予投资者充分选择权，商社集团向重庆百货除商社集团以外的全部无限售条件流通股股东发出全面要约，要约价格为 27.16 元/股，收购期限为自 6 月 25 日起 30 个自然日。我们认为此次要约收购为大股东变更导致的被动要约收购，参考云南白药混改案例，要约价格并不影响公司价值与后续业绩释放。

2016 年 12 月 30 日云南白药公告确认混改方案，新华都增资 254 亿元获得控股股东白药控股 50% 股权。为了赋予投资者充分的选择权，白药控股向除白药控股之外的其他所有持有云南白药流通普通股 (A 股) 的股东发出全面收购要约，要约价格为 64.98 元/股，低于当日云南白药股价 74.35 元/股。2017 年 3 月 24 日要约收购开始，云南白药当日股价升至 85.05 元/股；2017 年 4 月 24 日要约收购结束，云南白药股价升至 83.87 元/股，较要约收购公告日上涨 12.8%。

图 32: 云南白药要约收购后股价变化情况



资料来源：公司公告、招商证券

## 四、盈利预测与投资建议

我们对公司业务做出以下核心假设：

1) 重庆市经济稳定发展，人口持续回流，公司各业态有望稳步增长，同时商品结构的持续优化有望推动公司百货与超市业务毛利率持续提升。假设公司 2019-2021 年百货业态营收分别增长 3.5%、4%、4.5%，毛利率分别为 15.7%、15.8%、15.9%；超市业态营收分别增长 0%、1%、2%，毛利率分别为 17%、17.1%、17.2%，电器业态营收分别增长 5%、4%、4%，毛利率分别为 21.5%、21.5%、21.5%，汽贸业态营收分别增长 5%、4.5%、4%，毛利率分别为 6.16%、6.16%、6.16%。

2) 假设公司销售与管理费用率保持相对稳定，2019-2021 年销售费用率分别为 10.8%、10.8%、10.8%，管理费用率分别为 3.4%、3.4%、3.4%。

3) 公司过去几年资产减值计提充分，预计未来减值额度将有所下降，假设公司 2019-2021 年资产减值损失分别为 2.5 亿元、2 亿元、1.5 亿元。

4) 马上消费金融有望保持增长,持续为公司贡献可观投资收益。假设公司 2019-2021 年投资收益分别为 4.5 亿元、6.5 亿元、7.5 亿元。

综上,我们预计公司 2019-2021 年营业收入分别为 352.45 亿元、365.51 亿元、380.42 亿元,同比增长 3%、4%、4%,归母净利润分别为 10.56 亿元、12.73 亿元、15.19 亿元,同比增长 27%、21%、19%。公司主业构筑安全边际,消费金融提供业绩弹性,混改利好公司长期发展,三条主线逐步强化,目前股价存在低估。维持公司“强烈推荐-A”评级。

附：财务预测表

资产负债表

单位: 百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>流动资产</b>	7962	7857	8912	10051	11386
现金	3190	3056	4007	5000	6169
交易性投资	824	729	729	729	729
应收票据	3	17	18	18	19
应收款项	117	133	120	124	130
其它应收款	119	118	122	127	132
存货	2520	2431	2500	2586	2684
其他	1188	1372	1417	1466	1523
<b>非流动资产</b>	5282	6259	6250	6250	6256
长期股权投资	854	1735	1735	1735	1735
固定资产	3086	3155	3219	3279	3335
无形资产	386	363	327	295	268
其他	957	1005	969	940	918
<b>资产总计</b>	<b>13244</b>	<b>14116</b>	<b>15162</b>	<b>16300</b>	<b>17642</b>
<b>流动负债</b>	7816	8092	8272	8494	8749
短期借款	257	368	350	351	352
应付账款	2757	2857	2948	3049	3165
预收账款	1937	2029	2094	2165	2248
其他	2865	2838	2881	2929	2984
<b>长期负债</b>	279	303	303	303	303
长期借款	0	0	0	0	0
其他	279	303	303	303	303
<b>负债合计</b>	<b>8095</b>	<b>8395</b>	<b>8575</b>	<b>8797</b>	<b>9052</b>
股本	407	407	407	407	407
资本公积金	403	403	403	403	403
留存收益	4184	4753	5565	6415	7423
少数股东权益	155	158	213	279	358
归属于母公司所有者权益	4994	5563	6374	7225	8233
<b>负债及权益合计</b>	<b>13244</b>	<b>14116</b>	<b>15162</b>	<b>16300</b>	<b>17642</b>

现金流量表

单位: 百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>经营活动现金流</b>	1287	1002	1250	1368	1525
净利润	605	829	1056	1273	1519
折旧摊销	284	323	300	294	289
财务费用	(9)	21	100	101	102
投资收益	(180)	(282)	(355)	(443)	(552)
营运资金变动	563	109	96	75	86
其它	24	4	53	67	80
<b>投资活动现金流</b>	(1150)	(644)	63	149	256
资本支出	(292)	(386)	(292)	(293)	(294)
其他投资	(858)	(258)	355	442	550
<b>筹资活动现金流</b>	(355)	(435)	(362)	(523)	(612)
借款变动	(289)	(156)	(18)	1	1
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	(2)	0	0	0	0
股利分配	(228)	(244)	(244)	(423)	(511)
其他	164	(36)	(100)	(101)	(102)
<b>现金净增加额</b>	<b>(217)</b>	<b>(76)</b>	<b>951</b>	<b>994</b>	<b>1169</b>

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位: 百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>营业收入</b>	32915	34084	35245	36551	38042
营业成本	27095	27804	28690	29674	30805
营业税金及附加	221	228	236	245	255
营业费用	3496	3694	3806	3948	4109
管理费用	1231	1166	1198	1243	1293
财务费用	34	61	100	101	102
资产减值损失	251	410	250	200	150
公允价值变动收益	24	4	5	5	5
投资收益	180	282	350	438	547
<b>营业利润</b>	808	1023	1319	1584	1880
营业外收入	16	17	17	17	17
营业外支出	37	28	36	36	36
<b>利润总额</b>	786	1012	1300	1565	1861
所得税	136	140	190	225	263
<b>净利润</b>	650	872	1110	1339	1598
少数股东损益	45	43	55	66	79
<b>归属于母公司净利润</b>	605	829	1056	1273	1519
<b>EPS (元)</b>	1.49	2.04	2.60	3.13	3.74

主要财务比率

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>年成长率</b>					
营业收入	-3%	4%	3%	4%	4%
营业利润	64%	27%	29%	20%	19%
净利润	45%	37%	27%	21%	19%
<b>获利能力</b>					
毛利率	17.7%	18.4%	18.6%	18.8%	19.0%
净利率	1.8%	2.4%	3.0%	3.5%	4.0%
ROE	12.1%	14.9%	16.6%	17.6%	18.5%
ROIC	12.1%	14.4%	16.4%	17.2%	17.7%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	61.1%	59.5%	56.6%	54.0%	51.3%
净负债比率	1.9%	2.6%	2.3%	2.2%	2.0%
流动比率	1.0	1.0	1.1	1.2	1.3
速动比率	0.7	0.7	0.8	0.9	1.0
<b>营运能力</b>					
资产周转率	2.5	2.4	2.3	2.2	2.2
存货周转率	10.7	11.2	11.6	11.7	11.7
应收帐款周转率	271.3	272.2	278.2	299.0	299.5
应付帐款周转率	10.0	9.9	9.9	9.9	9.9
<b>每股资料 (元)</b>					
每股收益	1.49	2.04	2.60	3.13	3.74
每股经营现金	3.17	2.47	3.07	3.36	3.75
每股净资产	12.28	13.68	15.68	17.77	20.25
每股股利	0.60	0.60	1.04	1.25	1.49
<b>估值比率</b>					
PE	19.0	13.9	10.9	9.0	7.6
PB	2.3	2.1	1.8	1.6	1.4
EV/EBITDA					

## 分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

宁浮洁，商贸零售首席分析师。南京大学经济学硕士，曾任职于中泰证券零售组，覆盖商业零售行业，18年加盟招商证券，产业资源丰富，逻辑清晰。

周洁，同济大学、KEDGE Business School 管理学双硕士，2018年加入招商证券，主要方向为电商和化妆品。

## 投资评级定义

### 公司短期评级

以报告日起6个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数5%以上

### 公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

### 行业投资评级

以报告日起6个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

## 重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。