

重庆百货

600729

审慎增持 (维持)

超市加速扩张，混改释放经营潜力

2020年09月14日

市场数据

市场数据日期	2020-09-11
收盘价(元)	34.40
总股本(百万股)	406.53
流通股本(百万股)	406.43
总市值(百万元)	13984.58
流通市值(百万元)	13981.07
净资产(百万元)	6748.5
总资产(百万元)	15286.64
每股净资产	16.60

主要财务指标

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	34536	32237	37248	42622
同比增长	1.3%	-6.7%	15.5%	14.4%
净利润(百万元)	985	994	1289	1743
同比增长	18.5%	0.9%	29.7%	35.2%
毛利率	18.1%	17.5%	17.7%	18.2%
净利率	2.9%	3.1%	3.5%	4.1%
净资产收益率(%)	15.7%	14.2%	16.2%	18.7%
每股收益(元)	2.42	2.44	3.17	4.29
每股经营现金流(元)	2.15	3.70	2.99	5.24

相关报告

《收入显著回暖，处置资产增厚业绩——重庆百货 2020 中报点评》2020-08-23

《高基数叠加盈利能力弱化，业绩小幅下滑——重庆百货 2019 一季报点评》2019-04-28

《资产减值和投资收益影响业绩，主业增长向好——重庆百货 2018 年报点评》2019-03-17

分析师:

王品辉

wangph@xyzq.com.cn

S0190514060002

金秋

jinqiu@xyzq.com.cn

S0190520080004

投资要点

- **深耕中西部地区的商贸龙头，持续优化门店结构创造发展空间。**公司是重庆市内网点规模、经营规模最大综合商业企业。截至 2020 年 6 月公司共有门店 306 家，总面积达 230.39 万平方米，规模优势逐渐显现，其中分业态百货、超市、汽贸、电器各业态门店数量分别为 54/175/31/46 家。2020H1 实现营业收入 153.60 亿元，同比下滑 15.58%，净利润 7.53 亿元，同比增长 11.62%，业绩呈现回暖上升趋势。
- **物美、步步高参与混改落地，进一步释放经营潜力。**①治理结构优化有望进一步释放公司经营潜力。重庆商社混改完成后重庆市国资委、物美集团、步步高集团分别持股 45%/45%/10%，无实控人。②董事、管理层变更激发经营活力。物美实际控制人张文中担任商社集团董事长，马上金融创始人赵国庆担任公司总经理，助力公司布局新零售领域，多点创始人乔红兵常年耕耘超市业务担任公司副总经理，激发超市业态经营活力。
- **市场化激励机制彰显信心，前期大额计提存货减值助力公司轻装上阵。**①高管增持：2020 年 4 月公司董监高以不超过 30 元/股的价格增持公司股份，增持金额 10-300 万元，彰显对公司未来发展信心。②员工持股、股权激励：2020 年 4 月公司公告拟以不超过 30 元/股价格回购不超过总股本的 5%的股权，用于员工持股或股权激励计划，激发公司员工二次创业热情，增强公司内生活力。③减值不良资产：15 年以来计提资产减值损失，助力公司发展轻装上阵。
- **多业态并进铸就核心竞争力。**①超市业态加速门店扩张，加大生鲜直采。超市业态毛利率不断提升与永辉四区毛利率基本持平。专注小面积、高坪效业态发展，重点布局重庆，同时川南、川东北同步推进，预计 2021-2022 每年新开 50-60 家门店。重百、物美、步步高三者协同发展，门店协同、供应链建设共同赋能。②百货业态区域优势明显，盘活存量提高经营效率。百货数量维持 55 家水平，区域优势明显。未来百货业态将进入新兴城市区域，重点发展类购物中心业态。③马上金融提供可观利润贡献，已获准 IPO。公司持有马上金融 31.06%的股权，其营收净利润高速增长，资产负债率低于行业平均水平。2020 年 9 月重庆银保监局同意马上金融首次发行 A 股股票不超过 13.33 亿股，将显著提升资本实力。
- **盈利预测：发展逻辑：**1、国改落地后带来市场化的管理人员及机制的变革，供应链的打通和人员薪酬体系的调整将有效提升净利率，超市门店加速扩张带动收入加速；承诺的股权激励机制将有效保证业绩释放。2、公司参股的马上金融作为持牌消费金融公司已获地方银保监局同意登陆 A 股，具备经营向好和估值提升的双重逻辑。预计 2020-2022 年公司实现收入 322.37、372.48、426.22 亿元，实现归母净利润 9.94、12.89、17.43 亿元，2020 年 9 月 11 日收盘价对应的 PB 分别为 12.8、9.9、7.3 倍，维持“审慎增持”评级。

风险提示：电商冲击超预期，消费增长不及预期，公司展店不及预期

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

目 录

一、重庆百货：深耕中西部地区的商超及百货行业龙头	- 5 -
1.1、中西部地区商超百货龙头，业绩回暖上升	- 5 -
1.2、持续优化门店结构，积极创造发展空间	- 8 -
二、多方改革助力重庆百货业绩提速	- 11 -
2.1、混改落地，经营潜力进一步释放	- 11 -
2.2、物美、步步高两大商超巨头注资，公司发展迎来新机遇	- 15 -
2.3、董事、管理层迎来变动，高管增持彰显对公司未来发展信心	- 17 -
2.4、清查并减值不良资产，助力公司轻装上阵	- 19 -
2.5、股价复盘	- 20 -
三、多业态并进铸就核心竞争力	- 22 -
3.1、超市业态-加速门店扩张，加大生鲜直采	- 22 -
3.2、百货业态-区域优势明显，盘活存量提高经营效率	- 27 -
3.3、汽贸业态-门店数量不断增加，营收占比不断加大	- 30 -
3.4、马上金融-支持公司零售业务，提供可观利润贡献	- 31 -
四、盈利预测与估值	- 34 -

图 1、公司股权结构	- 5 -
图 2、公司营收及增速（亿元，%）	- 6 -
图 3、公司归母净利润及增速（亿元，%）	- 6 -
图 4、公司去除投资收益和资产减值后的净利润（亿元，%）	- 6 -
图 5、公司 2015-2020H1 毛利率及净利率（%）	- 7 -
图 6、公司 2015-2020H1 期间费用率（%）	- 7 -
图 7、公司去除投资收益和资产减值后的净利率（%）	- 7 -
图 8、公司 2016-2020H1 年分业态营收占比（%）	- 8 -
图 9、公司 2016-2020H1 年分业态毛利占比（%）	- 8 -
图 10、公司历年各业态毛利率变化情况（%）	- 8 -
图 11、公司 2015-2020H1 年分业态门店数量	- 9 -
图 12、公司 2015-2020H1 年分业态单店面积（万平米）	- 9 -
图 13、公司 2015-2020H1 年分地区门店数量	- 9 -
图 14、重庆百货门店及关店数量	- 10 -
图 15、重庆百货混改历史梳理	- 11 -
图 16、重庆百货完成混改，物美、重庆国资委、步步高共同持股	- 12 -
图 17、云南白药完成混改，新华都、云南国资委共同持股	- 12 -
图 18、云南白药历年营收及增速（亿元，%）	- 13 -
图 19、云南白药历年归母净利润及增速（亿元，%）	- 13 -
图 20、云南白药在要约收购期间股价（元）	- 13 -
图 21、鄂武商净利率（%）	- 14 -
图 22、鄂武商在完成混改和激励后净利率在行业保持较高水平	- 14 -
图 23、物美营收及增速（亿元，%）	- 15 -
图 24、物美净利润及增速（亿元，%）	- 15 -
图 25、多点运营指标发展历程	- 15 -
图 26、多点 2018/2019 运营数据	- 16 -
图 27、多点 2019 年拉大与京东到家的领先优势	- 16 -
图 28、多点平台	- 16 -
图 29、多点之道	- 16 -

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

- 2 -

图 30、多点+模式助力 B 端-全面在线	16 -
图 31、多点+模式服务 C 端—到店到家全场景购物	16 -
图 32、步步高营收及增速（亿元，%）	17 -
图 33、步步高归母净利润及增速（亿元，%）	17 -
图 34、重庆商社集团高管	18 -
图 35、重庆百货新任管理层	18 -
图 36、公司资产减值损失（亿元）	19 -
图 37、存货跌价计提占资产减值损失主要部分	19 -
图 38、公司 2015-2019 年计提资产减值准备情况（亿元）	19 -
图 39、上证综指与重庆百货股指变化图	21 -
图 40、公司自上市以来营收及归母净利润增速（亿元，%）	21 -
图 41、公司自上市以来净利率及毛利率（%）	22 -
图 42、重百超市业态营收占总营收比例（%）	22 -
图 43、重百超市业态营收及增速（亿元，%）	23 -
图 44、永辉超市华西区域营收及增速（亿元，%）	23 -
图 45、重百超市业态毛利率与永辉超市对比（%）	23 -
图 46、重百超市业态期间费用率与永辉超市对比（%）	23 -
图 47、重百超市业态坪效与其他公司对比（元/m ² /月）	24 -
图 48、重百超市业态分地区单店面积（万平米）	24 -
图 49、永辉超市分地区单店面积（万平米）	24 -
图 50、重百超市业态门店数量逐年减少	24 -
图 51、重百超市与永辉超市分地区门店数量	25 -
图 52、重百超市重庆地区门店分布	25 -
图 53、永辉超市重庆地区门店分布	25 -
图 54、重百超市四川地区门店分布	26 -
图 55、永辉超市四川地区门店集中于市中心	26 -
图 56、麦德龙建立麦咨达供应链可追溯体系	27 -
图 57、重百新世纪超市多点“自助购”	27 -
图 58、步步高简介	27 -
图 59、步步高门店布局	27 -
图 60、重点流通企业百货店销售额增速（%）	28 -
图 61、中国百货行业集中度较低	28 -
图 62、2019 年重百在百货上市企业营收排行第三	28 -
图 63、2019 年重百在百货上市企业净利排行第三	28 -
图 64、重百百货业态营收及占总营收比例（亿元，%）	29 -
图 65、重百百货业态分地区门店数量	29 -
图 66、重百百货业态毛利率与其他公司对比（%）	29 -
图 67、重百百货业态坪效与其他公司对比（元/m ² /月）	29 -
图 68、重百汽贸业态营收及占总营收比例（亿元，%）	30 -
图 69、重百汽贸业态门店数量	30 -
图 70、重百汽贸业态毛利率（%）	30 -
图 71、重百汽贸业态坪效（亿元/平米）	30 -
图 72、重百商社汽贸旗下代理品牌	31 -
图 73、商社汽贸 2020 汽车经销商百强排行第 56 位	31 -
图 74、马上金融发展历程	31 -
图 75、马上金融公示专利申请数量 54 项	31 -
图 76、马上金融注册用户超过 1 亿人	31 -
图 77、2010-2019 年消费金融公司批复开业数量	32 -
图 78、消费金融公司产业链全景图	32 -
图 79、马上金融营业收入及增速（亿元，%）	32 -

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

- 3 -

图 80、马上金融净利润及增速（亿元，%）	- 32 -
图 81、马上金融资产负债率低于行业其他公司水平.....	- 33 -
图 82、重百持有马上金融 31.06%股权	- 33 -
图 83、马上金融为公司带来可观投资收益	- 33 -
图 84、收入预测（万元）	- 34 -

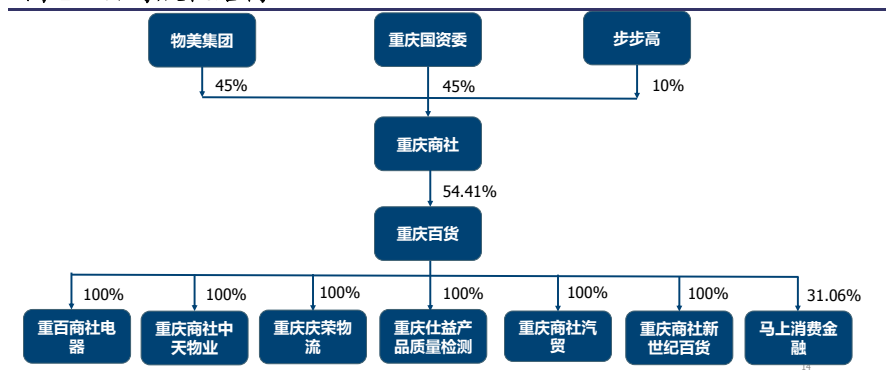
报告正文

一、重庆百货：深耕中西部地区的商超及百货行业龙头

1.1、中西部地区商超百货龙头，业绩回暖上升

重庆商业龙头，拥有多业态经营格局。公司成立于 1950 年，于 1995 年上市，是重庆市最早的国有商业企业和第一家商业上市公司。公司形成了百货、超市、电器、汽贸等多业态发展的经营格局，培育了电子商务、消费金融、供应链金融及质量检测等新兴产业，旗下拥有“重百”、“新世纪百货”，曾获中国驰名商标保护；重庆百货、新世纪百货、商社电器和商社汽贸等品牌享誉巴渝，现已发展成为西南地区百货零售龙头企业，连续十几年跻身“全国零售 100 强”，2019 年荣列财富中国 500 强第 259 位。

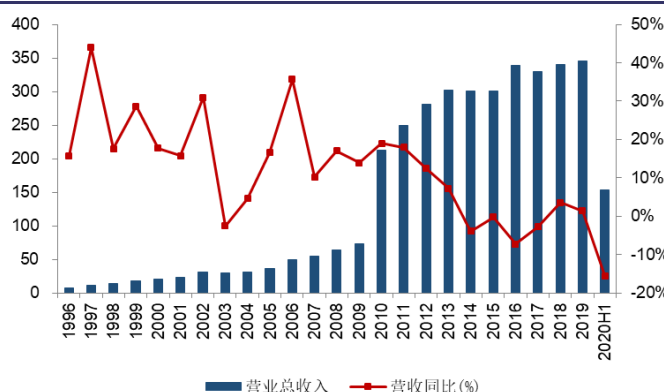
图 1、公司股权结构



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

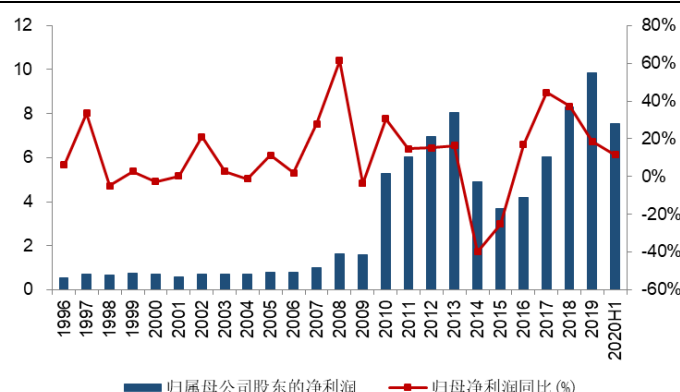
中西部地区商超百货龙头，业绩回暖上升。受市场需求、消费行为等影响，近几年公司主营业务有所承压，2017 年公司实现营业收入 329.15 亿元，同比下降 2.75%，主要系商社信科和商社电子股权转让以及关停部分低效场所所致。2018 年营收增速出现拐点，同比增长 3.55%，2019 年实现营业收入 345.36 亿元，同比增长 1.33%，业绩呈现回暖上升趋势，2020 上半年受疫情影响实现营业收入 153.6 亿元，同比下滑 15.58%。2015 年由于大额计提资产减值损失，使得 2015 年净利润下滑 25.28% 至近年来最低值 3.67 亿元。2016 年以后参股马上金融带来可观收益使得净利润增速不断提升，2019 年公司实现净利润 9.85 亿元，同比增长 18.55%，2020 上半年公司实现归母净利润 7.53 亿元，同比上升 11.62%。

图 2、公司营收及增速（亿元，%）



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

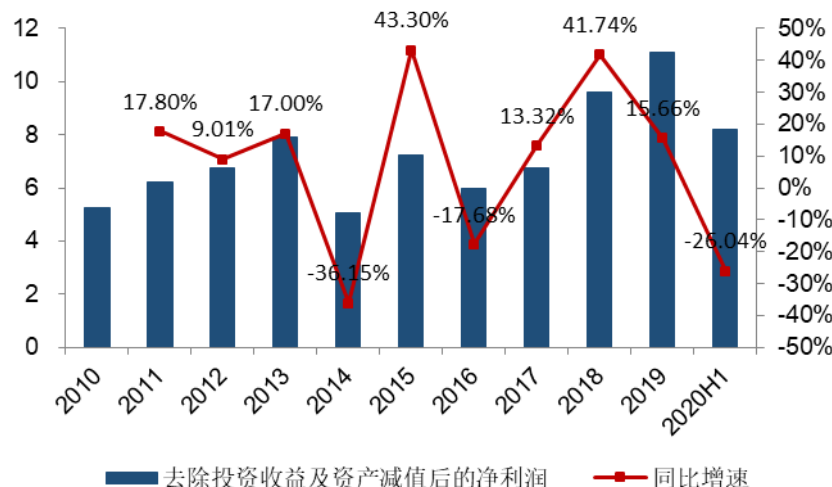
图 3、公司归母净利润及增速（亿元，%）



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

受宏观因素等影响，去除投资收益及资产减值损失后的净利润波动较大。2014 年去除投资收益及资产减值后的净利润下滑 36.11%，主要系营业收入同比下降 3.945%，销售费用、管理费用、财务费用分别增长 12.29%、6.35%、321.92%。2015 去除投资收益及资产减值后的净利润大幅提升 43.28%，主要系公司持续进行供应链前置改造和上游整合，减少采购成本，营业成本同比下降 2.37%；百货、超市、电器毛利率分别同比增加 3.06pp、0.54pp、1.37pp。2016 年去除投资收益及资产减值后的净利润下滑 17.66%，主要系营业收入同比下降 7.25%。2017 年以来公司去除投资收益及资产减值后的净利润不断增长，主要系公司控制库存总量，加快商品周转，控制采购成本，2017-2019 年去除投资收益及资产减值后的净利润增速分别为 13.32%、41.74%、15.66%，其中 2018 年大幅增长 41.74% 主要系营收同比增长 3.55%。

图 4、公司去除投资收益和资产减值后的净利润（亿元，%）



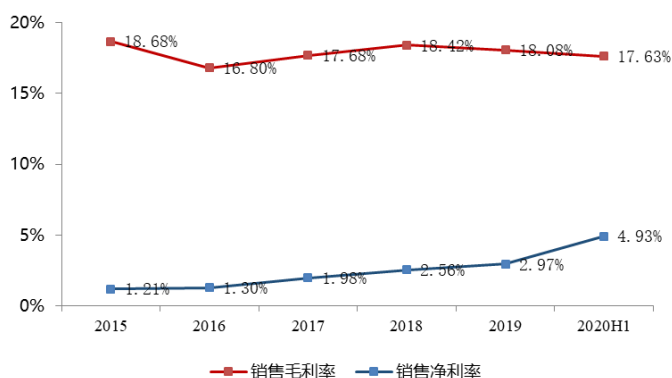
资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

毛利率净利率水平逐步提升，期间费用率逐步下降。2016 年以来公司毛利率分别

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

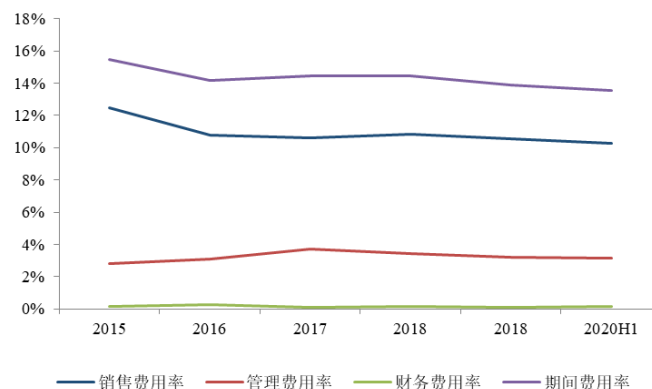
为 16.80%、17.68%、18.42%、18.08%，毛利率整体呈上升趋势。净利率分别为 1.30%、1.98%、2.56%、2.97%。去除投资收益及资产减值后的净利率分别为 1.76%，2.05%、2.81%、3.21%，净利率水平显著提高，规模优势日渐显现。2019 年期间费用率进一步下降 0.57pp 至 13.87%，销售费用率、管理费用率、财务费用率分别为 10.55%、3.20%、0.10%，较同期分别下降 0.29pp（职工薪酬、促销宣传费同比减少）、0.22pp（福利政策变更，离退休支出减少）、0.07pp（利息收入增加）。

图 5、公司 2015-2020H1 毛利率及净利率 (%)



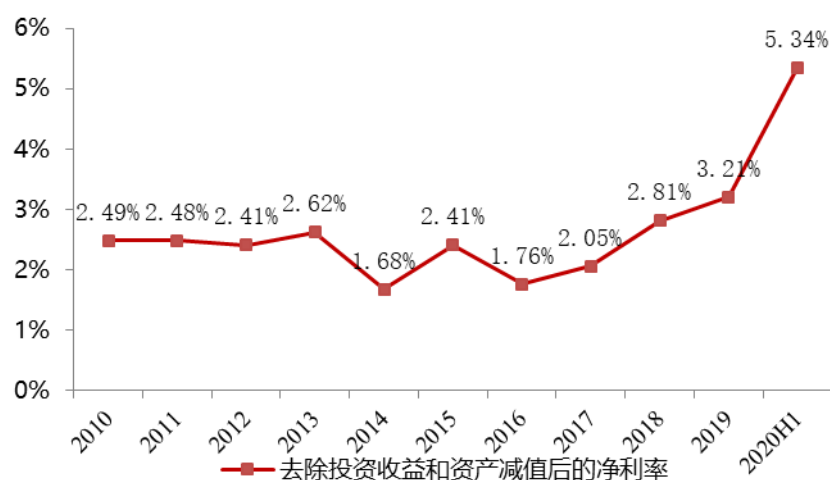
资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图 6、公司 2015-2020H1 期间费用率 (%)



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图 7、公司去除投资收益和资产减值后的净利率 (%)



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

百货、超市业态贡献主要营收和利润，汽贸、电器业态贡献不断加大。2020H1 百货、超市分别贡献收入 32.53%、38.91%，分别贡献利润 35.07%、47.77%。除传统零售企业的超市、百货两大业态，公司不断发展电器、汽贸等新业态。汽贸业态对公司的营收贡献不断加大，2016-2020H1 分别占总营收的 16.57%、17.80%、18.44%、21.66%和 18.53%。电器业态近年来毛利率水平不断提高，2016-2020H1 毛利率分别为 14.05%、18.98%、21.47%、23.10%、21.18%，为公司贡献更多利

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

润。多个业态的共同发展为公司带来了持续而稳定的收入增长渠道，是公司核心优势之一。

图 8、公司 2016-2020H1 年分业态营收占比 (%)

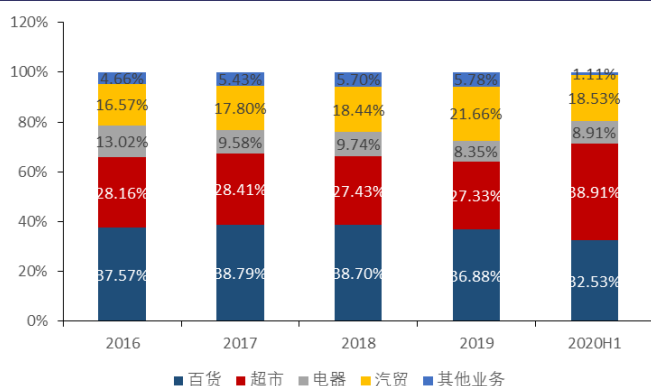
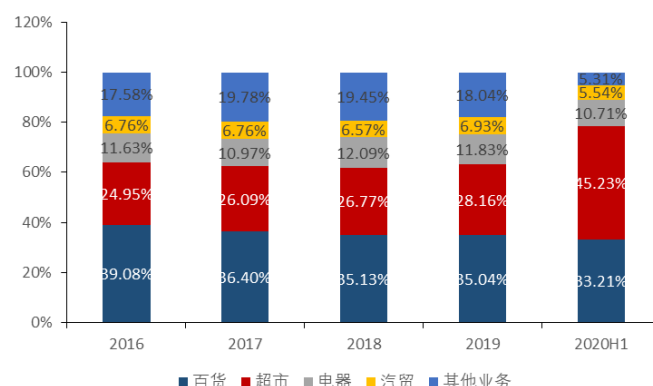


图 9、公司 2016-2020H1 年分业态毛利占比 (%)



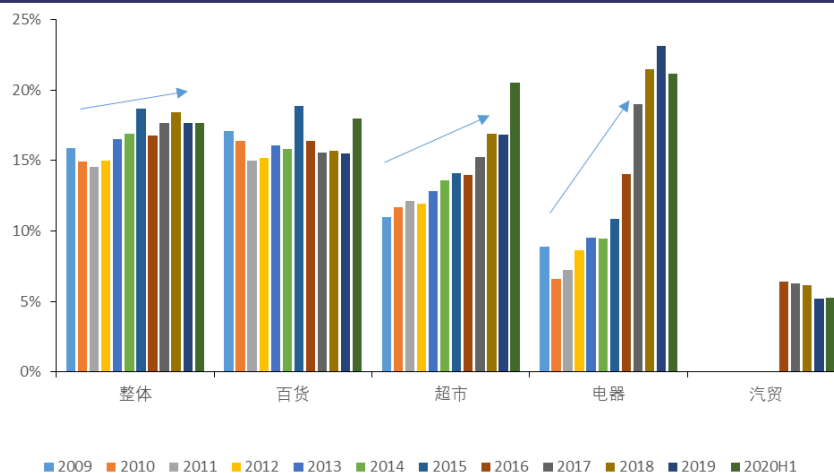
资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

公司业绩实现回升主要系公司整体毛利率的提升：

- 1) **规模优势释放**：随着公司规模做大，采购成本有效降低，固定资产投资完成情况下的单品物流、仓储成本降低。
- 2) **超市、电器两大业态毛利率的显著提升**：贡献公司重要毛利润的超市业态（20.49%）和近年来贡献利润占比不断加大的电器业态（21.18%）毛利率不断提升。

图 10、公司历年各业态毛利率变化情况 (%)



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

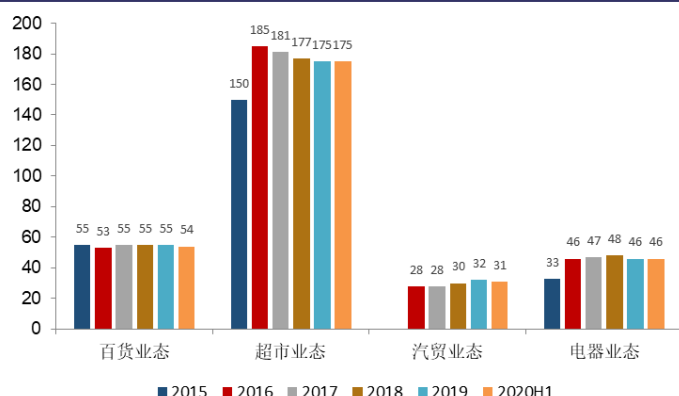
1.2、持续优化门店结构，积极创造发展空间

截至 2020 年 6 月 30 日，公司共有门店 306 家，总面积达 230.39 万平方米，规模

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

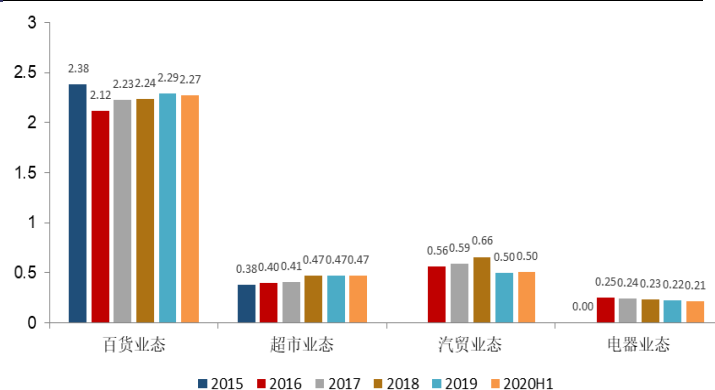
优势逐渐显现。是重庆市内网点规模、经营规模最大、竞争力最强的综合商业企业。分业态百货、超市、汽贸、电器各业态门店数量分别为 54/175/31/46 家，门店面积分别为 122.58/82.32/9.86/15.63 万平米，单店面积分别为 2.27/0.47/0.32/0.34 万平米。分地区重庆、四川、贵州、湖北各地区分别为 278/24/1/3 家，门店面积分别为 198/28.27/1.76/2.36 万平米。随着公司网点的对外拓展，阜外门店已达 28 家，规模优势不断显现，对当地市场具有重大的影响力和控制力。同时规模效应使得议价能力的提高、整体经营成本的下降。

图 11、公司 2015-2020H1 年分业态门店数量



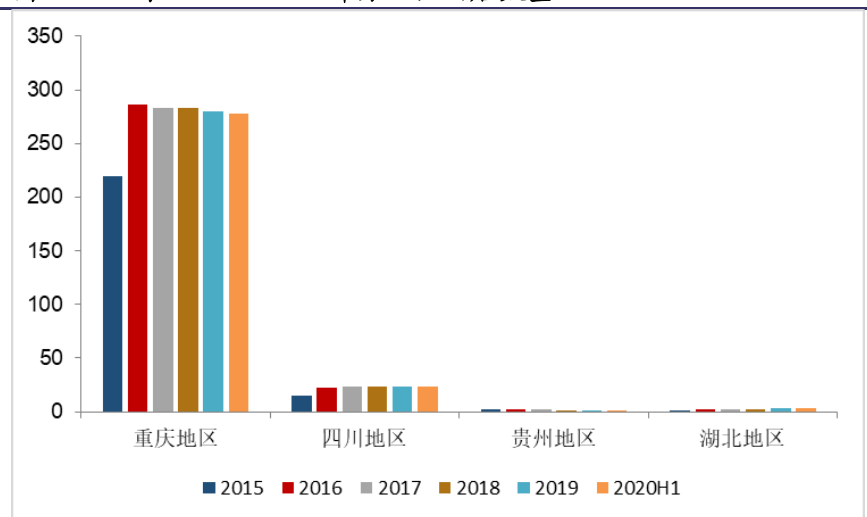
资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图 12、公司 2015-2020H1 年分业态单店面积（万平米）



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图 13、公司 2015-2020H1 年分地区门店数量

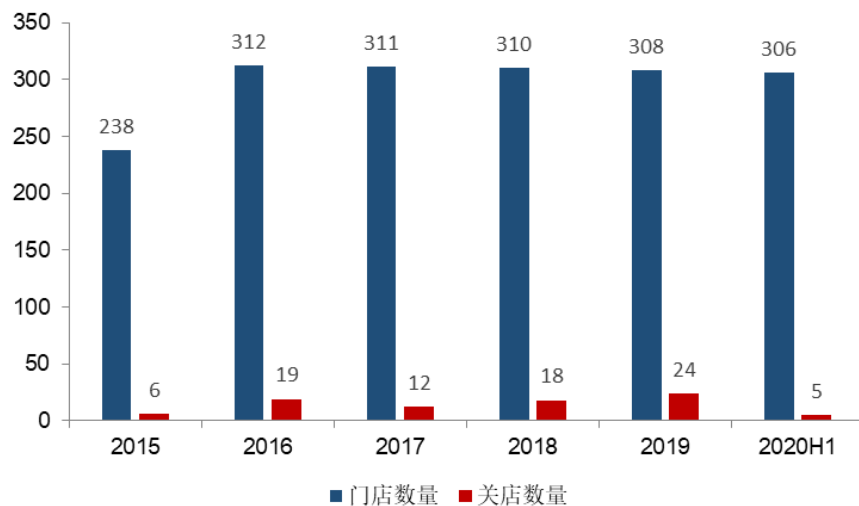


资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

近五年门店总数维持稳定。除 2016 年由于汽贸业态的加入使得门店数量大幅提高之外，公司门店总数近年始终保持在 310 家左右。但关店数量在近几年来逐步上升，近五年关店数量分别为 6、19、12、18、24 家。在维持总体门店数量稳定的同时，公司也在持续挖掘新的市场，2019 年公司新开门店 22 家，其中超市业态 15 家、电器业态 2 家、汽贸业态 4 家、百货业态 1 家。受疫情影响，2020 上半年

公司新增门店较少，其中超市业态 2 家，电器业态 1 家。关闭经营不善的门店和新开门店预计能在未来几年在整体门店数量保持稳定的同时为公司贡献收入增长。

图 14、重庆百货门店及关店数量



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

二、多方改革助力重庆百货业绩提速

2.1、混改落地，经营潜力进一步释放

● 混改落地，物美、重庆国资委、步步高共同持股重庆商社集团

重庆百货三次混改历史梳理：

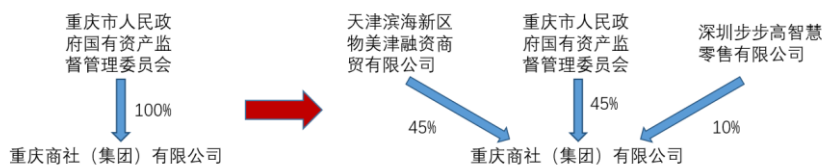
- 1) 2016 年 10 月，原定增方案是拟向物美投资、步步高商业和重庆华贸非公开发行股票 2.05 亿股，募集资金 48.81 亿元，定增完成后，商社集团、物美投资、步步高商业和重庆华贸将分别持有公司股权比例 29.95%、21.32%、10.91%、2.27%。该预案获得了重庆市国资委的同意，但后因 2017 年定增新规出台，预案最终未能完成
- 2) 2017 年 10 月 13 日，重庆百货拟引进战略投资者以推进重庆商社开展混合所有制改革相关工作，10 月 30 日因条件不够充分、方案论证不足而决定终止。
- 3) 2018 年 4 月 9 日，“重庆商社混合所有制改革方案已获得重庆市人民政府原则同意”。2019 年 6 月 21 日，重庆商社确认混改以增资方式引入的股权投资方分别为物美集团、步步高集团。通过重庆联合产权交易所竞买，物美集团和步步高集团分别以 70.75/15.72 亿元人民币拿下重庆商社 45%/10% 的股权。此次混改完成后，重庆商社将由重庆市国资委全资持股变更为**重庆市国资委持股 45%、物美集团持股 45%、步步高集团持股 10%**，无任何一个股东能够单独实现对重庆商社和公司的实际控制。

图 15、重庆百货混改历史梳理

时间	混改事件	失败原因
2016 年 10 月	原定增方案是拟向物美投资、步步高商业和重庆华贸非公开发行股票 2.05 亿股，募集资金 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权比例 29.95%、21.32%、10.91%、2.27%。	该预案获得了重庆市国资委的同意，但后因 2017 年定增新规出台，预案最终未能完成。
2017 年 10 月	重庆百货曾公告大股东商社集团筹划重大事项，拟引进战略投资者以推进商社集团开展混合所有制改革。	因“改革条件不够充分、方案论证不足”而终止。
2018 年 4 月	“重庆商社混合所有制改革方案已获得重庆市人民政府原则同意”	
2019 年 6 月	重庆商社确认混改以增资方式引入的股权投资方分别为物美集团、步步高集团。通过重庆联合产权交易所竞买，物美集团和步步高集团分别以 70.75/15.72 亿元人民币拿下重庆商社 45%/10% 的股权。	

资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院

图 16、重庆百货完成混改，物美、重庆国资委、步步高共同持股

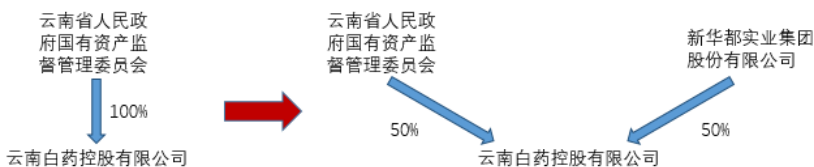


资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

● 完成混改的公司在未来几年的业绩有较好表现

1) **云南白药完成混改后业绩增速止跌**。2016 年 12 月 29 日，云南白药控股股东白药控股拟通过增资方式，引入新华都实业集团股份有限公司。新华都将向白药控股增资约 254 亿元，交易完成后，白药控股的股权结构将变更为云南省国资委和新华都各持有 50% 股权。白药控股仍持有云南白药 41.52% 的股份，仍为公司的控股股东。同时，未来白药控股的董事、监事及高级管理人员均以市场化原则进行选聘。

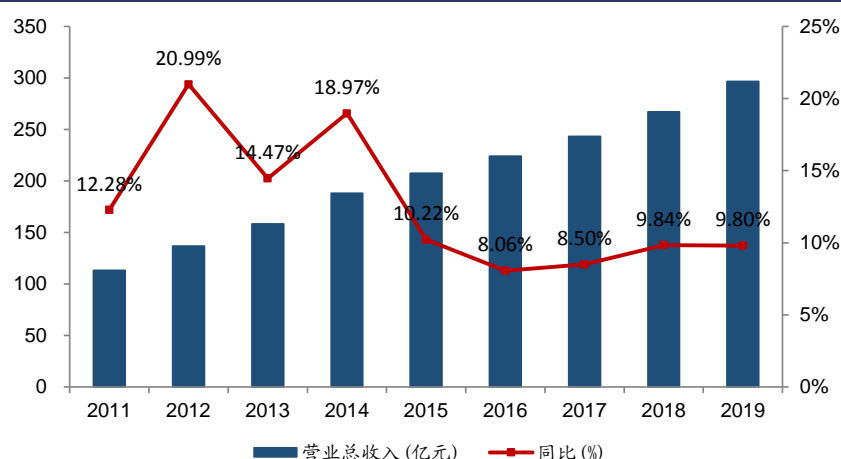
图 17、云南白药完成混改，新华都、云南国资委共同持股



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

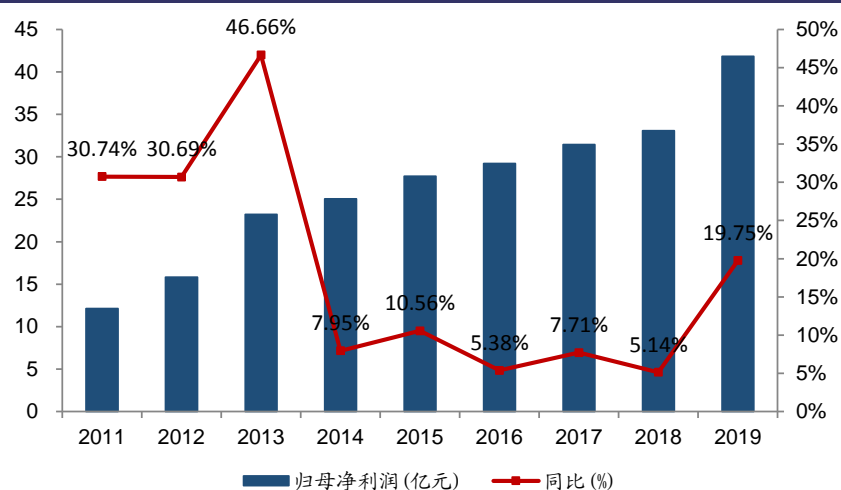
混改之前云南白药业绩增速出现较为明显下滑。2014 年公司归母净利润增速下滑 38.71%，2015 年公司营收增速下滑 8.75%。2016 年混改完成后，公司业绩止跌，2015-2019 年公司营收增速均保持在 9% 左右，实现稳定增长。

图 18、云南白药历年营收及增速（亿元，%）



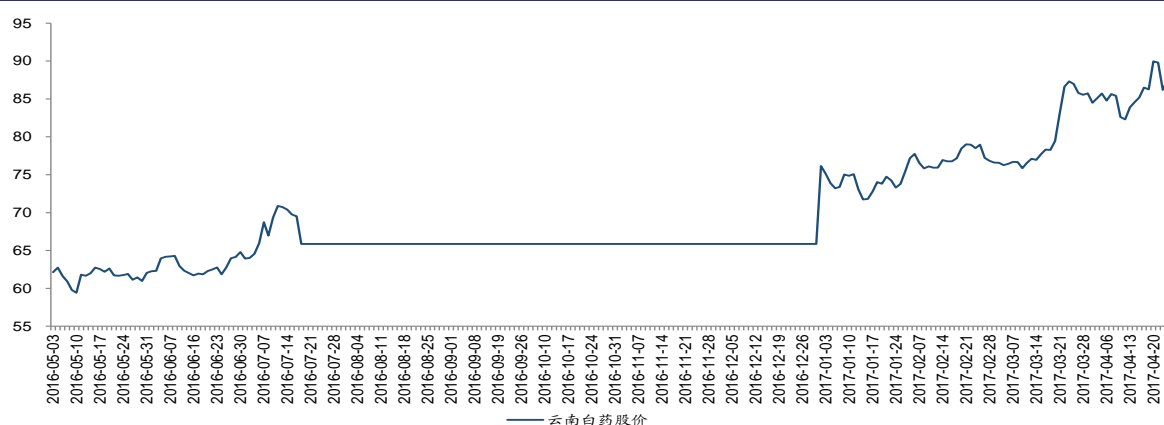
资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图 19、云南白药历年归母净利润及增速（亿元，%）



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图 20、云南白药在要约收购期间股价（元）



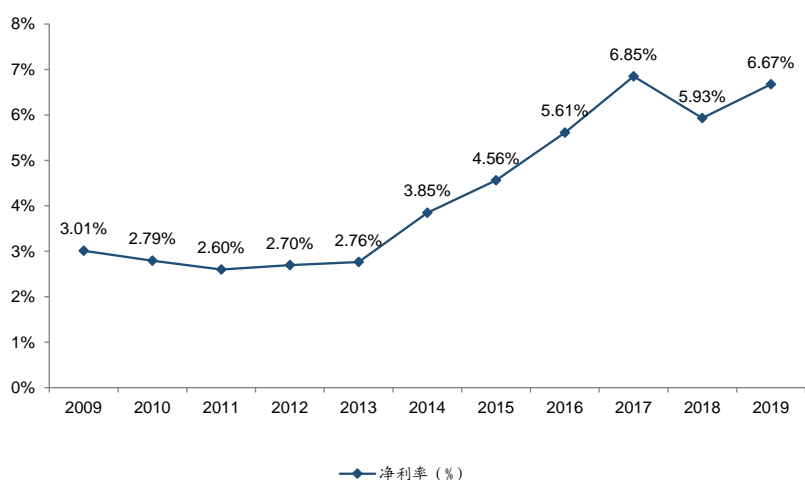
资料来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

2) 鄂武商完成混改+股权激励计划后净利率实现大幅提高。

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

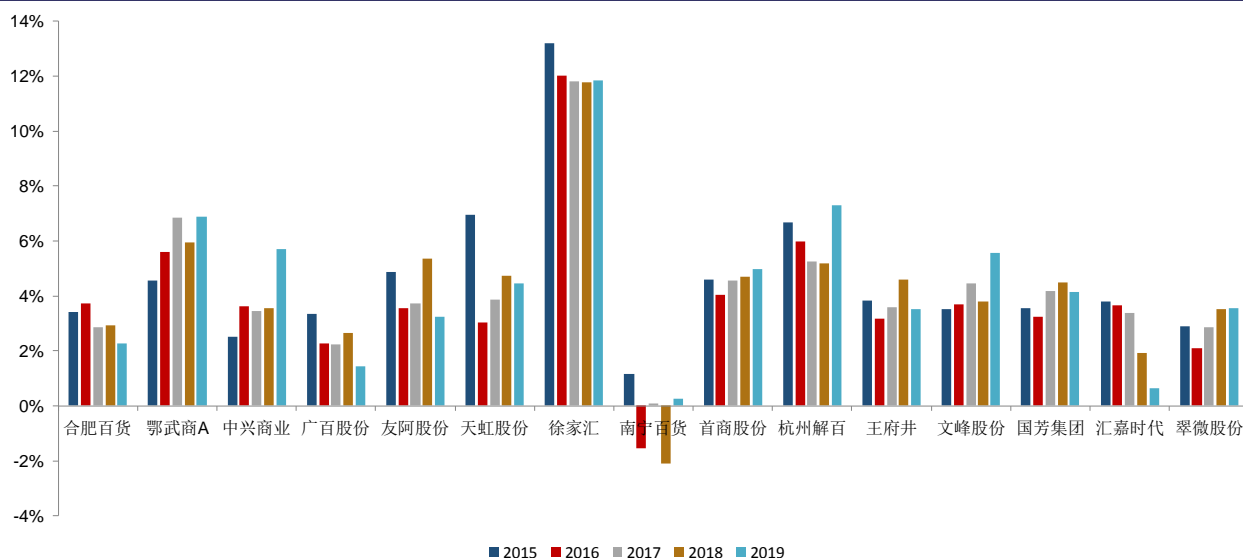
鄂武商非公开发行股份增资，引入战略投资者。2015 年鄂武商以非公开发行股份方式增资，引入开源基金、周志聪、鄂武商 2015 年度员工持股计划为战略投资者。鄂武商在 2014 年底和 2015 年初相继推出针对业务核心的股权激励计划，比例高达 7.46% 的员工持股计划和定增引入战投多项举措，在多项举措共同作用下公司业绩改善明显，2015 年起，公司净利率实现稳定增长，并保持在 6-7% 的较高水平。限制性股票激励计划及非公开发行方案的推进有利于优化股权结构，进一步完善公司治理结构，增强公司凝聚力，建立和完善利益共享机制，促进公司持续、健康、长远发展。

图 21、鄂武商净利率 (%)



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图 22、鄂武商在完成混改和激励后净利率在行业保持较高水平



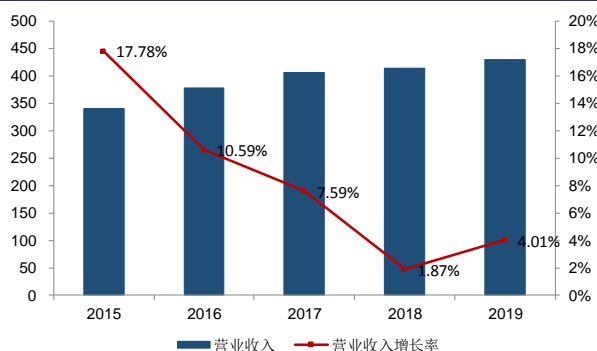
资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

2.2、物美、步步高两大商超巨头注资，公司发展迎来新机遇

● 物美：深耕京津冀市场零售龙头，多点助力全渠道发展

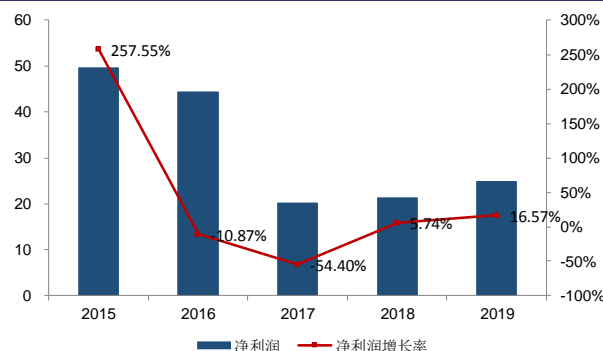
深耕京津冀市场零售龙头，营收净利润持续增长。截至 2018 年，物美集团在全国拥有 1055 家门店，其中京津冀地区有店铺 866 家。此外，物美在京津冀地区建有 9 个自有物流配送中心，3 家生鲜食品加工厂。物美年营收额超过 400 亿元。近年来，物美的营收维持较为稳定的发展，2019 年增速在近五年来首次反弹，净利润增速也较 2018 年有大幅提高，经营情况正在不断向好。

图 23、物美营收及增速（亿元，%）



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图 24、物美净利润及增速（亿元，%）



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

物美+多点全渠道模式，线上线下互相融合。多点成立于 2015 年，是一家数字零售解决服务商，帮助传统零售企业进行深入到零售全链条的数字化转型升级，提供零售数字化操作系统 Dmall OS，优化到家一体化的全渠道服务。2019 年 8 月上榜 2019 年互联网成长型企业 20 强。截至 2019 年 12 月，多点 DMALL 已合作 102 家区域龙头企业，覆盖全国 13000 多家门店，模式受到广泛验证。多点 APP 注册用户已超 8000 万，月活数 1600 多万，近三年来蝉联易观、Quest Mobile、极光大数据排行榜的生鲜零售 O2O 行业首位。**2019 年生活到家市场，多点拉大与京东到家的领先优势，多点平台 DAU 峰值达到 561 万。**目前公司 ERP 系统、财务系统和多点系统基本打通。

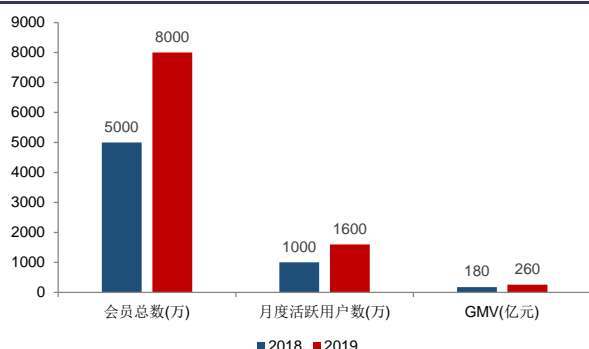
图 25、多点运营指标发展历程

时间	事件
2015 年 6 月	多点策划樱桃节、618 等系列活动，注册用户突破 100 万，这一数字京东花了 4 年
2016 年 6 月	多点加入 618 年中大促，远程订单、GMV 再创历史新高。多点 App 全国注册用户突破 600 万
2016 年 11 月	双十一购物节，妥投率高达 94.49%，"2 小时送达"拉高行业配送标准。北京地区用户突破 500 万人
2017 年 1 月	多点推出多点秒付，实现会员线上线下一体化，会员数量超过 1300 万人
2017 年 3 月	对外披露 2016 年运营数据，全年 GMV23.8 亿元，妥投订单 2065 万单，成立华东线上运营中心
2017 年 4 月	推出手机自助结账功能一自由购，上线不足满月，日均订单量已超过 12000 单
2017 年 6 月	618 大促，54 小时全渠道单量突破 119 万，截至 6 月全国累计注册用户超过 2400 万
2017 年 12 月	2017 年销售额近 110 亿，比去年增长了 3.6 倍，截至 12 月，月活数已达到 529.34 万人
2018 年 12 月	会员总数已超过 5000 万，月度活跃用户数 1000 万，全年 GMV 达 180 亿
2019 年 4 月	401 活动联合超过 100 个城市的区域龙头商超，全渠道订单量可比去年 401 增长超 200%
2019 年 12 月	合作 102 家区域龙头企业，覆盖全国 13000 多家门店，多点 APP 注册用户已超 8000 万，月活数 1600 多万

资料来源：多点官网，兴业证券经济与金融研究院整理

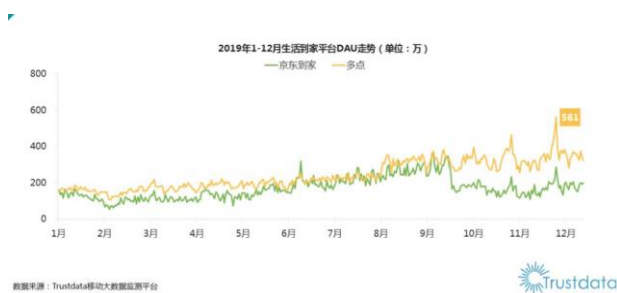
请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

图 26、多点 2018/2019 运营数据



资料来源：多点官网，兴业证券经济与金融研究院整理

图 27、多点 2019 年拉大与京东到家的领先优势



资料来源：Trustdata，兴业证券经济与金融研究院整理

多点助力 B 端服务 C 端，提高企业效率，改善消费者体验。提供一站式的零售数字化解决方案，研发的零售操作系统 Dmall OS，包涵数百个子系统，涉及零售各环节。多点 Dmall 坚持以用户为中心，以商业全面数字化为目标，实现线上线下一体化、全场景覆盖、全链条联通。

图 28、多点平台



资料来源：多点官网，兴业证券经济与金融研究院整理

图 29、多点之道



资料来源：多点官网，兴业证券经济与金融研究院整理

图 30、多点+模式助力 B 端—全面在线



资料来源：多点官网，兴业证券经济与金融研究院整理

图 31、多点+模式服务 C 端——到店到家全场景购物

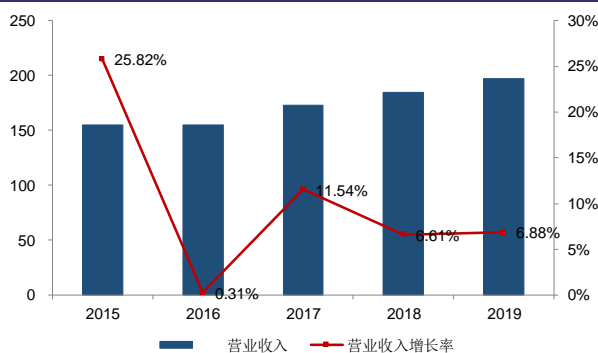


资料来源：多点官网，兴业证券经济与金融研究院整理

● 步步高：西南地区商超龙头，近年来发展迅猛

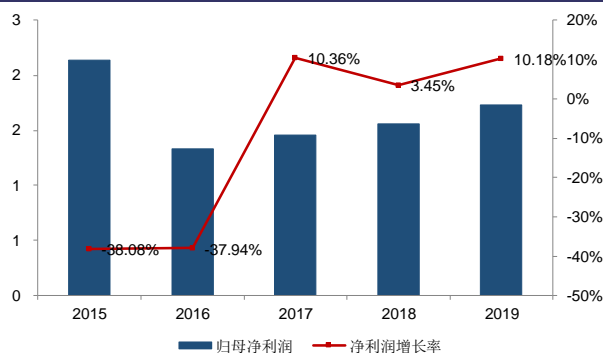
立足于湖南，向西南地区发展的商超龙头。截至 2019 年末，步步高共有超市门店 348 家，百货门店 54 家。其中湖南地区共有超市 226 家，百货 31 家。公司业绩增长较为稳定，近三年营收增长分别为 11.54%、6.61%、6.88%，归母净利润增长分别为 10.36%、3.45%、10.18%。

图 32、步步高营收及增速（亿元，%）



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图 33、步步高归母净利润及增速（亿元，%）



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

腾讯京东入股步步高，加速数字化改革。2018 年 2 月，腾讯京东 16 亿元入股步步高，分别持股 6%、5%，三方合作加速数字化转型。截至 2019 年底，全司 Better 购超市到家、京东到家、其他第三方平台门店分别为 308、122、105 家。自助收银、扫码购门店数量分别为 333、219 家。数字化会员人数突破 1640 万（+1135），数字化会员贡献销售占总销售 62%，线上 GMV 为 23.3 亿元，数字化运营试点门店坪效提升明显、日销 10 万+、人效提升 30%。运营效率方面：自助收银测试门店占比达 50%；微信支付单店最高占比达 70%；收银效率测试门店提升 100%；动态用工占比测试门店已达到 15%。

2.3、董事、管理层迎来变动，高管增持彰显对公司未来发展信心

● 商社集团董事会发生重大变化，物美实际控制人张文中出任商社集团董事长

商社集团董事会发生重大变化，物美实际控制人张文中出任商社集团董事长，重庆市国资委、物美、步步高在董事会席位占比分别为 40%、40%、20%。2020 年 3 月 24 日，商社集团作出决议，同意吸纳天津物美、步步高零售为公司新股东，同意董事会进行换届选举，选举张文中、张潞闽、田善斌、易丽琴、王填为公司第六届董事会董事，张文中为商社集团董事长，何谦为商社集团总经理，陈勇为商社集团副总经理，尹向东为商社集团财务总监。其中张文中、张潞闽为物美系代表，张文中间接持有物美集团 97.2% 的股权，为物美集团实际控制人、董事长，多点 DMALL 创始人、董事长。田善斌、易丽琴为重庆市国资委代表。王填为步步高集团董事长、实际控制人。

图 34、重庆商社集团高管

姓名	职务	背景
张文中	董事长	物美集团创始人、董事长
张路阔	董事	物美集团首席投资官
田善斌	董事	重庆渝富资产经营管理集团投资运营事业部部长
易丽琴	董事	重庆渝富资产经营管理集团金融事业部副部长
王填	董事	步步高董事长兼总裁

资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

● 管理层变更激发经营活力，马上金融创始人赵国庆担任公司总经理

管理层变更激发经营活力，马上金融创始人赵国庆担任公司总经理。2020 年 3 月 27 日，公司公告聘任赵国庆（马上金融创始人）为公司总经理，聘任王欢、乔红兵（多点创始人，常年耕耘超市业务）为公司副总经理，聘任王金录（物美财务副总监）为公司财务总监。

图 35、重庆百货新任管理层

姓名	职位	现任	曾任
赵国庆	总经理	马上金融创始人兼 CEO	北京华贸中心部门经理、董事会秘书、执行董事、副总裁，京东集团副董事长兼首席战略官。
乔红兵	副总经理	物美集团副总裁兼多点合伙人兼 CIO	物美集团北京超市事业部副总经理、高级总监、副总裁、总经理。
王欢	副总经理	重百百货事业部总经理、党委书记	重庆新世纪百货公司食品部副经理、经理，重庆新世纪百货公司百货分公司经理，新世纪百货连锁凯瑞商都总经理，新世纪百货连锁阳光世纪购物中心总经理；重百百货事业部副总经理、党委委员兼世纪新都总经理、党支部书记。
王金录	财务总监	物美集团计财部副总监、常务副总监；银川新华百货董事	北京石景山副食品公司财务部经理，北京物美综超公司计财部副总监，物美集团计财部副总监，银川新华百货副总经理兼财务总监，宁夏夏进乳业集团监事。

资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

马上金融 CEO 赵国庆担任公司总经理，助力公司布局新零售领域。赵国庆 2012 年加入京东，在京东任职的两年内着重于对公司技术水平的提高，并将京东定义为一家技术公司，通过技术来驱动传统零售、传统物流、传统金融的提升。本次公司聘任赵国庆担任公司新任董事长，可以将赵国庆在京东期间对零售、物流、金融领域的数字化技术经验引入重庆百货，提高公司的数字化技术能力。

多点创始人乔红兵分管超市业务，激发超市业态经营活力。乔红兵加入公司后，优化组织架构、加大生鲜直采力度、改进物流，激发超市业态经营活力。乔红兵常年深耕超市业务，并在多点推进超市数字化转型，经验丰富，加入公司后可对公司进行一系列深度改革。

● 回购股份用于员工持股或股权激励，高管增持彰显对公司未来发展信心

回购股份用于员工持股或股权激励计划，激发员工二次创业热情。2020 年 4 月 27 日，公司公告回购股份方案，回购股份的数量不超过 2032 万股，不超过公司当前总股本的 5%。按回购价格上限 30 元/股测算，回购资金总额不超过 6.1 亿元，

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

不低于 3.05 亿元，回购股份的价格不超过 30 元/股。回购的股份全部用于员工持股或股权激励计划。进一步激发公司员工二次创业热情，增强公司内生活力。

高管增持彰显对公司未来发展信心。2020 年 4 月 22 日，公司公告董事长何谦，董事尹向东，监事陈理涛、易昕，总经理赵国庆，副总经理王欢、乔红兵，财务总监王金录，董事会秘书陈果增持公司股份计划，每人增持金额不低于人民币 10 万元，不超过人民币 300 万元。增持价格不超过 30 元/股。

2.4、清查并减值不良资产，助力公司轻装上阵

● 近年来公司维持高资产减值损失，清查不良资产

15 年开始行业下滑，公司为以后的发展需要大量计提减值。公司 15 年以来资产减值损失大幅提高，分别为 3.84、2.41、2.51、4.10、4.03 亿元，其原因在于存货跌价损失大幅提高。

图 36、公司资产减值损失（亿元）

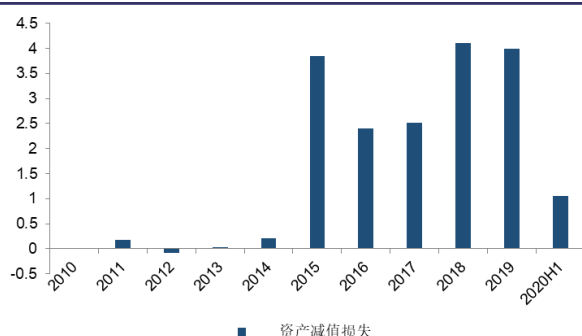
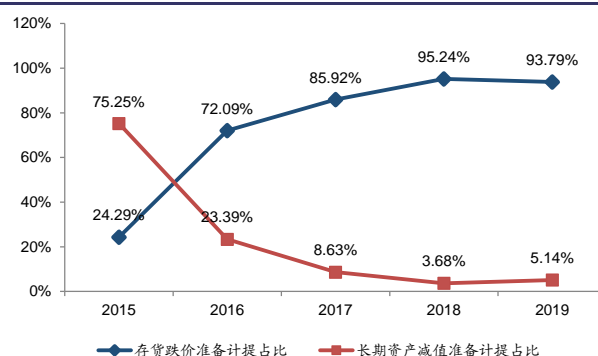


图 37、存货跌价计提占资产减值损失主要部分



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

存货跌价准备计提是资产减值损失的主要部分，助力公司轻装上阵。2015-2019 年，公司存货跌价损失分别为 0.91、1.74、2.15、3.90、3.78 亿元，分别占资产减值损失的 23.76%、72.20%、85.66%、95.12%、94.84%。2019 年存货跌价准备主要对存货中金额最大的“库存商品”及中天物业待售房产进行减值测试，以及超市、家电滞销商品。2015-2019 年，公司长期资产减值损失分别为 2.89、0.56、0.22、0.15、0.21 亿元，分别占资产减值损失的 75.25%、23.39%、8.63%、3.68%、5.14%。长期资产减值准备计提主要对拟关闭门店、产期亏损门店、汽贸试驾车计提减值损失。近年来高资产减值损失有利于公司清查不良资产，使未来公司未来发展能够轻装上阵。

图 38、公司 2015-2019 年计提资产减值准备情况（亿元）

项目	2015	2016	2017	2018	2019
1、存货跌价准备	0.93	1.74	2.15	3.90	3.78
占比 (%)	24.29%	72.09%	85.92%	95.24%	93.79%
2、长期资产减值准备	2.89	0.56	0.22	0.15	0.21

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

- 19 -

占比 (%)	75.25%	23.39%	8.63%	3.68%	5.14%
其中：1) 在建工程减值准备			0.04		
2) 固定资产减值准备	0.53	0.17	0.08	0.04	0.05
3) 长期待摊费用减值准备	2.36	0.39	0.09	0.11	0.16
3、应收账款和其他应收款	0.01	0.09	0.13	0.03	0.03
占比 (%)	0.17%	3.53%	5.04%	0.69%	0.80%
4、其他	0.01	0.02	0.01	0.02	0.01
合 计	3.84	2.41	2.51	4.10	4.03

资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

2.5、股价复盘

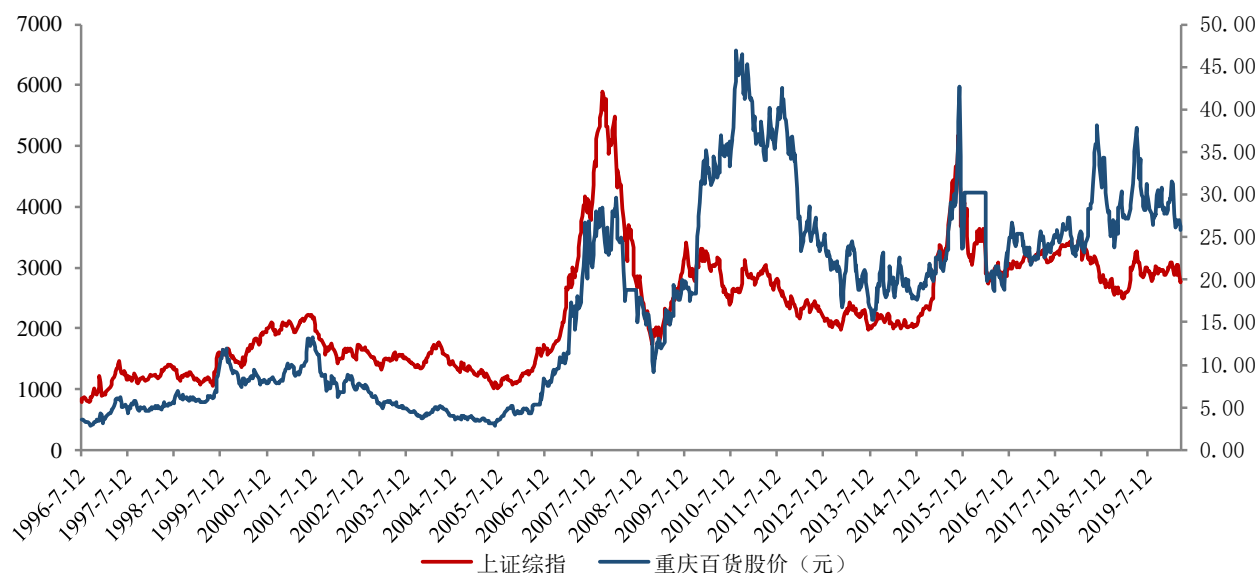
- 1) **1996-1999 年公司起步发展迅速。**公司以经营为中心，以公司独资创办的北碚商场和重庆百汇食品超级市场为依托，沿长江、成渝高速公路、渝达线向外辐射，大力发展连锁经营，向多元化、集团化发展。1996-1999 年营业收入 CAGR 为 26.68%，归母净利润 CAGR 为 11.17%，超额收益 1562.27%。
- 2) **2000-2005 年公司加快推进“壮大主体、推进两翼、多种模式、拓展市场”发展战略。**在巩固重庆主城区即第一商圈成果的基础上，继续加快重庆市中心城区即第二商圈的建立，积极探索重庆小城镇即第三商圈的开发。公司坚持以百货连锁化，网点规模化、管理精细化为工作重点，加快网点建设步伐，进一步深化结构调整，经营模式转换改革，深入推进公司连锁化发展。2004 年商业行业整体出现较大增长背景下，公司增长略显不足。2005 年公司百货、超市、电器三业态连锁发展初见成效，百货业态二三商圈增长较快。2000-2005 年营业收入 CAGR 为 12.51%，归母净利润 CAGR 为 1.75%，超额收益-25.67%。
- 3) **2006-2009 年公司发展日渐成熟，增速放缓紧跟大盘。**2006 年是公司实施“十一五”发展规划的开局之年，公司坚持百货连锁发展方向，加快网点开发。2006 年布局贵州。2007 年开始向四川扩张。2009 年发布公告拟收购新世纪百货 100% 股权，解决同业竞争，加强两公司在百货品牌招商、超市采购、物流配送等方面的规模效应和协同效应。2006-2009 年营业收入 CAGR 为 13.67%，归母净利润 CAGR 为 25.75%，超额收益 494.46%。
- 4) **2010-2013 年资产重组带来指标提升，定向增发增持股份提振市场信心。**2010 年全国经济形势复苏增长，重庆 GDP 增速 14.9%。公司 2010 年完成收购新世纪百货重大资产重组，公司各项经营指标取得提升。2012 年底启动定向增发，2013 年 12 月 6.16 亿募集资金到账，在行情低迷情况下，增持股份，提振市场信心。2010-2013 年营业收入 CAGR 为 12.48%，归母净利润 CAGR 为 15.20%，超额收益-6.91%。
- 5) **2014-至今，公司布局消费金融+跨境电商，混改落地经营潜力进一步释放。**2014 年全年 GDP 增长 7.4%，创 24 年新低，电商成为主流业态，公司加快由传统零售企业向现代零售企业转型。布局电子商务、购物中心、金融业务等新兴业态。2015 年 7 月启动重大资产重组，2016 年初成功受让商社汽贸等五

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

- 20 -

家公司 100% 股权，增厚公司业绩。2016 年 6 月公司董事会决定出资 3.21 亿元参与马上消费金融增资，增资后持有马上消费金融 31.58% 股权。超市业 2014-至今营业收入 CAGR 为 2.76%，归母净利润 CAGR 为 14.91%，超额收益 46.73%（截至 2020/07/10）。

图 39、上证综指与重庆百货股指变化图



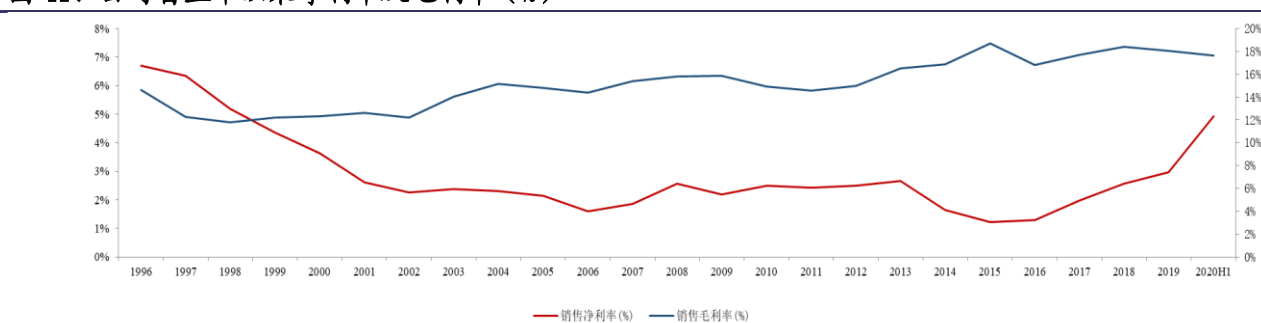
资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图 40、公司自上市以来营收及归母净利润增速（亿元，%）



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图 41、公司自上市以来净利率及毛利率 (%)



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

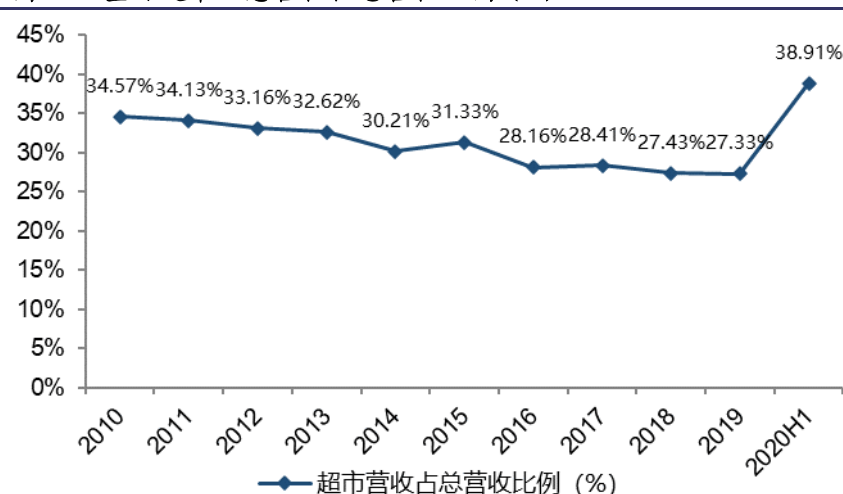
三、多业态并进铸就核心竞争力

3.1、超市业态-加速门店扩张，加大生鲜直采

● 加速超市业态扩张，发展空间广阔

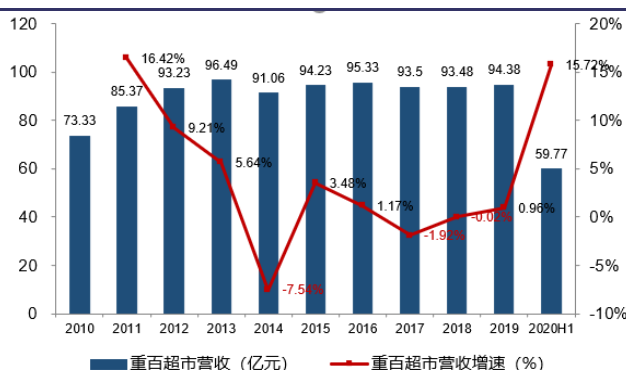
过去几年超市业务持续调整，2020 上半年快速增长。近年来超市业态营收占总营收比例不断下降，2019 年降为 27.33%，超市业态营收维持在 90 亿元左右。2020 上半年疫情带来的超市客单价大幅提升驱动超市业务增速达到 15.72%。

图 42、重百超市业态营收占总营收比例 (%)



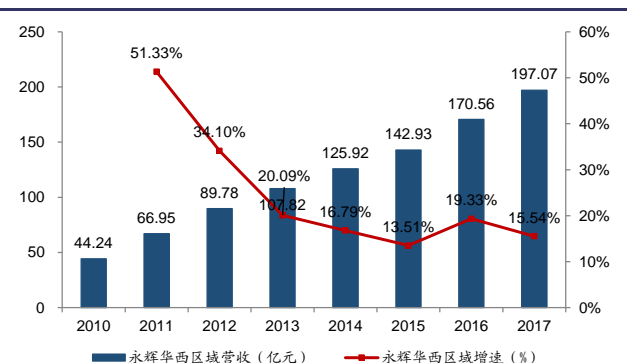
资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图 43、重百超市业态营收及增速（亿元，%）



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图 44、永辉超市华西区域营收及增速（亿元，%）

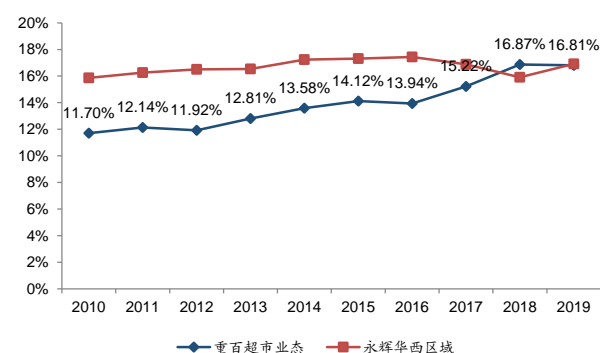


资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

超市业态毛利率不断提升，与行业龙头水平持平。与超市行业龙头永辉超市华西区域（华西大区：重庆、四川、贵州、云南、陕西、湖北）对比，15-17 年重百超市业态毛利率低于永辉超市华西区域毛利率水平，18 年高于永辉超市四区（重庆、湖北、湖南）毛利率水平，19 年重百超市业态毛利率为 16.81%，与永辉超市四区毛利率 16.92% 基本持平，2020 上半年重百超市毛利率达到 20.49%。

期间费用率不断降低，始终低于永辉超市，且差距进一步扩大。19 年重百期间费用率为 13.87%，而永辉超市达到 19.02%，造成差距的原因主要系重百销售费用率较低。

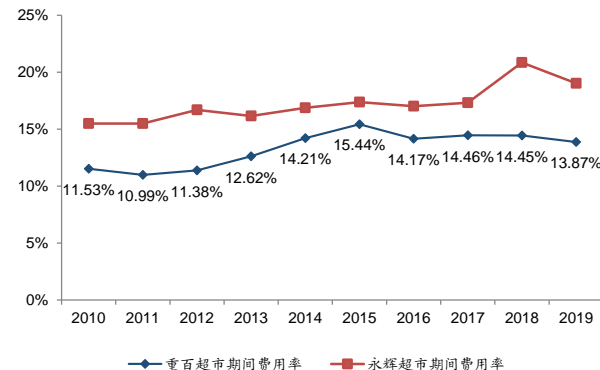
图 45、重百超市业态毛利率与永辉超市对比（%）



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

注：2018-2019 永辉超市毛利率为四区（重庆、湖北、湖南）

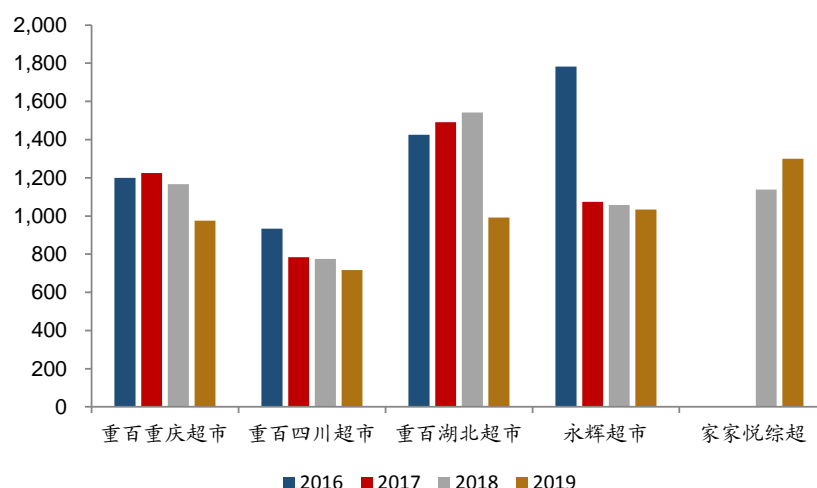
图 46、重百超市业态期间费用率与永辉超市对比（%）



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

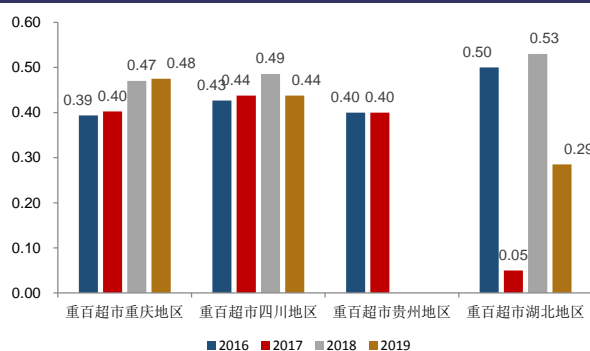
专注小面积、高坪效业态发展，重百超市单店面积为永辉超市单店面积一半左右。坪效方面：17-19 年重庆、湖北地区超市坪效均高于永辉超市；四川地区超市坪效略低于永辉超市，未来通过川南、川东北扩张带来营收增长，坪效进一步提升。重百超市单店面积 0.4-0.5 万平米，而永辉超市单店面积为 0.7-1.0 万平米，接近重百两倍。

图 47、重百超市业态坪效与其他公司对比（元/㎡/月）



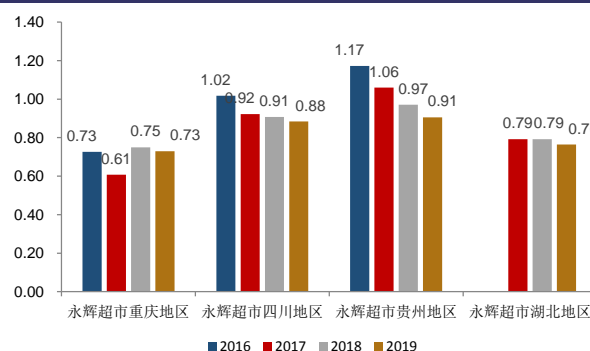
资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图 48、重百超市业态分地区单店面积（万平方米）



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图 49、永辉超市分地区单店面积（万平方米）



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

超市净门店数量逐年递减，未来门店扩张可期。截至 2020 年 6 月 30 日，公司共有超市业态门店 175 家，其中重庆地区 160 家，新增门店 2 家，关闭门店 2 家，16-19 年超市净门店数量逐年递减。2017 年，永辉超市在四地超市数量反超重百，主要系其在四川、贵州地区门店数量不断扩张。

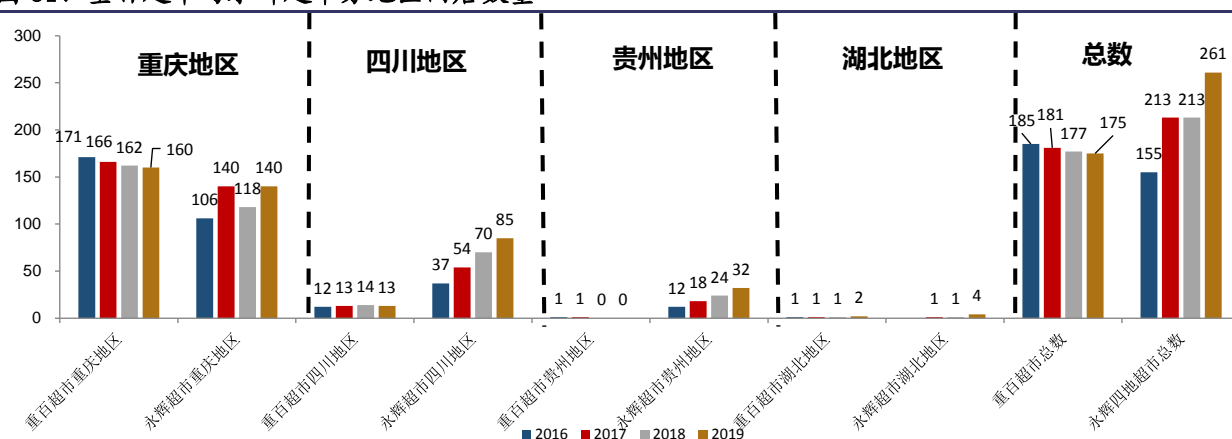
图 50、重百超市业态门店数量逐年减少



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

图 51、重百超市与永辉超市分地区门店数量



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院

超市业态加速拓展，重点布局重庆，同时川南、川东北同步推进，2021-2022 每年新开门店不低于 70 家。公司积极进行超市业态门店扩张，继续续租 19 年计划要关闭陆续到期或扭亏无望的 29 家店，通过技术赋能将这些有位置优势的门店作为公司提货站。2020 年新开店规模不低于 20 家，2021-2022 连续两年每年不低于 70 家，重点布局重庆周边，同时川南、川东北同步推进（永辉在重庆周边、川南、川东北较少布局，减少竞争），整体市场容量很大，开店和未来社区化是趋势，包括社区新业态的进驻，未来开店远高于之前的规模。开发职能下沉，助推网点加速拓展。公司开发部整体下沉到超市事业部，新成立超市发展部，强化网点开发能力，助力超市今年新开 20+ 家门店，2021-2022 连续两年不低于 70 家门店的目标。

图 52、重百超市重庆地区门店分布



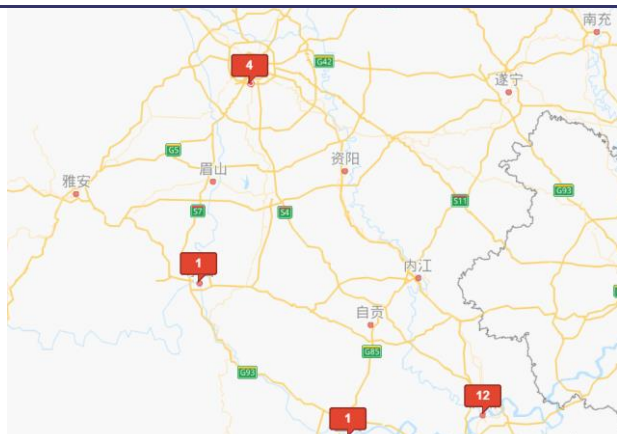
资料来源：百度地图，兴业证券经济与金融研究院整理

图 53、永辉超市重庆地区门店分布



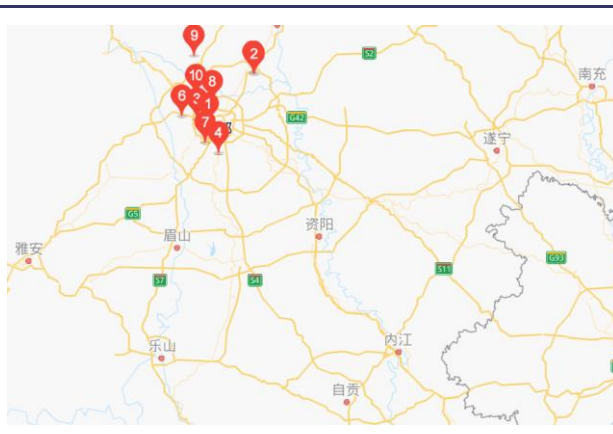
资料来源：百度地图，兴业证券经济与金融研究院整理

图 54、重百超市四川地区门店分布



资料来源：百度地图，兴业证券经济与金融研究院整理

图 55、永辉超市四川地区门店集中于市中心



资料来源：百度地图，兴业证券经济与金融研究院整理

● 重百、物美、步步高三者协同发展，门店协同、供应链建设共同赋能

1) 物美助力公司供应链改造

1) **未来在坪效、毛利率、费用率等方面对标物美。预计未来三年超市业态净利率达到 5%。**加大生鲜直采基地建设，联合采购，打造生鲜标准化。公司计划直接共享物美的采购基地，打通供应链，与物美超市进一步整合。通过建立招标平台，和物美在同一平台上招标，提升毛利率水平。向物美学习生鲜标准化，公司目前在建中央厨房车间，正在起步阶段。改进物流，预计今年 8 月份物流仓，使得物流周配由一周一配达到一日几配。借鉴物美提高自有商品占比，扩大单品统采规模，提升毛利率水平。

2) **移植麦德龙供应链优势。**麦德龙（物美持股 80%）在供应链方面具有丰富经验，2007 年，麦德龙建立了麦咨达可追溯体系，专注食品安全咨询服务，采用食品安全的国际标准，监测并记录农产品的生产过程。麦咨达可追溯监测完整的供应链，可追溯商品达 4500 多种，覆盖农产品主要品类，包括水果、蔬菜、谷物、肉类、水产、禽类及蛋制品等，保障食品安全，全程信息透明化。未来公司可以移植麦德龙供应链优势，弥补传统供应链短板。

2) 多点数字化技术提供线上线下的服务和体验，打通会员权益，共享会员流量

与多点 Dmall 深度合作改造 5 年以上陈旧门店。公司正在打通 Dmall OS 操作系统，打造门店大脑，实现人、商品、店铺的数字化管理，提高门店运营效率，改善消费者体验。同时公司计划与多点 Dmall 深度合作，对 5 年以上陈旧门店进行旧店改造，在西南地区打造数字化标杆店铺。

3) 与步步高建立采购联盟，整合区域市场

步步高连锁门店已遍布湖南、江西、四川、重庆、广西。2014 年，并购广西最大零售企业南城百货，2017 年 2 月，收购四川梅西商业，成为中国西南部零售业的领导者。步步高集团百货及购物中心类业态占比 50% 以上。截止 2019 年底，共有

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

多业态实体门店 692 家，年销售逾 415 亿，提供就业岗位 7 万个。步步高拥有 29 个常温、保鲜、冷冻、冷藏、保税等各类型仓库，总面积达 35.76 万平方米。步步高运通物流目前业务覆盖的范围为湖南、江西、广西、四川、重庆、贵州、上海、广州、深圳等省市，并逐步走向全国。门店协同方面，在中西、西南部地区步步高与公司的规模优势进一步凸显，提高议价权，降低营业成本。

图 56、麦德龙建立麦咨达供应链可追溯体系



资料来源：麦德龙官网，兴业证券经济与金融研究院整理

图 57、重百新世纪超市多点“自助购”



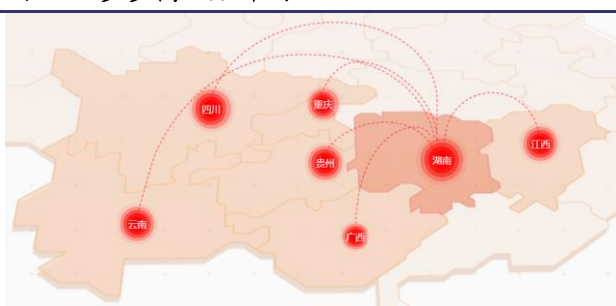
资料来源：公司官网，兴业证券经济与金融研究院整理

图 58、步步高简介



资料来源：步步高官网，兴业证券经济与金融研究院整理

图 59、步步高门店布局



资料来源：步步高官网，兴业证券经济与金融研究院整理

仓储物流：公司形成了以重庆主城庆荣和万虎库为主干，万州、涪陵、泸州区域配送网点为补充的物流仓储布局，业务范围涉及普通仓储、冷链生鲜仓储、门店配送、终端配送等物流业务活动，服务网点 303 家，覆盖重庆 35 个区县及四川、贵州、湖北等地。**公司 2020 年物流建设计划：**1) 加快改造合库，将庆荣库建设成现代物流基地。实现超市常温、生鲜的统一存储、配送和部分加工，根本解决长期两库分置落后状况。2) 完善技术设备，形成现代库物流所需的立体化、机械化、自动化、标准化建设。3) 整合供应链直连，启动主城直连业务在万虎库先行先试。

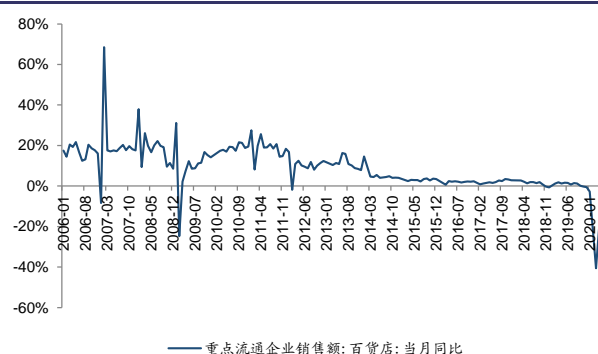
3.2、百货业态-区域优势明显，盘活存量提高经营效率

百货业态增速受大环境影响放缓，行业格局分散。自 2015 年以来，重点流通企业销售额增速缓慢，2020 年更是负增长。百货行业格局分散，2018 年我国百货行业

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

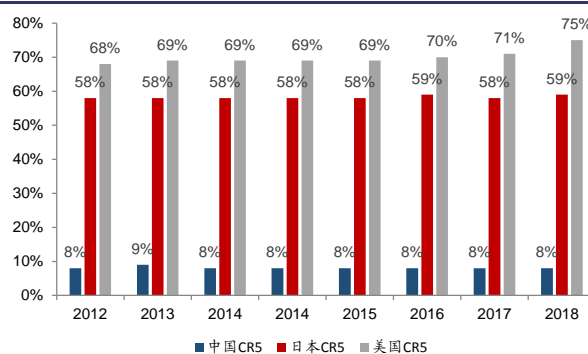
CR5 仅为 8%，远低于日本、美国。

图 60、重点流通企业百货店销售额增速 (%)



资料来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

图 61、中国百货行业集中度较低



资料来源: 欧睿, 兴业证券经济与金融研究院整理

百货营收、净利润在行业中处于较高水平。在 2019 年国内百货上市企业营收及净利排行榜中均处于前三位置。公司营收体量较大，高于王府井、天虹股份及鄂武商 A。归母净利润增幅为 18.55%，远超豫园股份、王府井、豫园股份。

图 62、2019 年重百在百货上市企业营收排行第三

2019年国内百货上市企业营收排行榜			
企业	营收(亿元)	增幅	
百联股份	504.59	4.20%	
豫园股份	429.12	26.47%	
重庆百货	345.36	1.33%	
王府井	267.89	0.29%	
大商股份	218.88	-8.29%	
天虹股份	193.93	1.33%	
金鹰商贸	182.47	-3.94%	
鄂武商A	177.56	0.29%	

资料来源: 联商网, 兴业证券经济与金融研究院整理

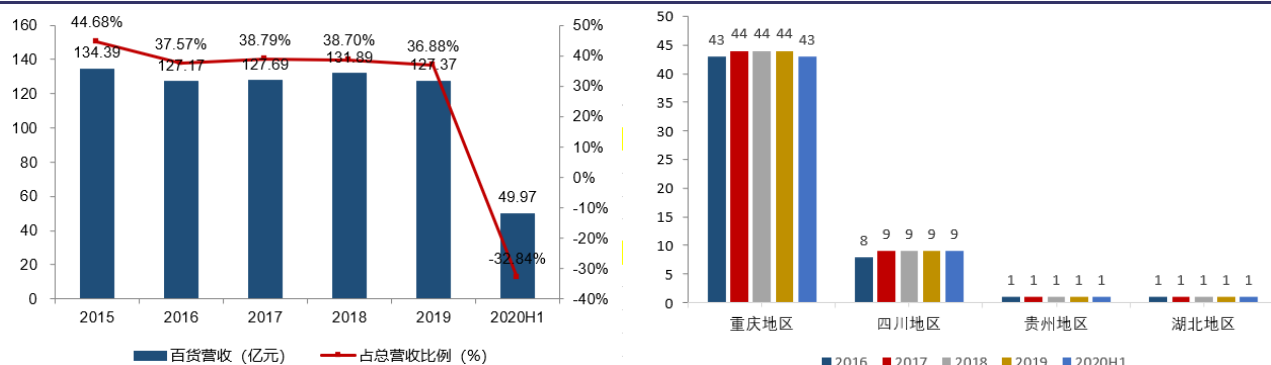
图 63、2019 年重百在百货上市企业净利排行第三

2019年国内百货上市企业净利一览表			
企业	净利(亿元)	增幅	
百联股份	9.58	9.87%	
豫园股份	32.08	5.79%	
重庆百货	9.85	18.55%	
王府井	9.61	-19.98%	
大商股份	8.93	-9.56%	
天虹股份	8.59	-4.98%	
金鹰商贸	11.86	32.03%	
鄂武商A	12.25	16.67%	

资料来源: 联商网, 兴业证券经济与金融研究院整理

百货业态营收占总营收比例略有下降，门店数量维持 55 家稳定水平。15 年百货业态占总营收比例为 44.68%，16-19 年来营收占比维持在 37% 左右主要系门店数量维持 55 家稳定水平，注重存量门店经营效率。未来新开店方面：百货业态将进入新兴城市居住区域，包括沙坪坝的大学城、南岸的茶园、两江新区的复盛等，重点发展类购物中心和购物中心。此外公司还将关注重庆周边的区县区域；在重庆市外区域，特别是四川区域，公司目前进入了 6 个区域，包括泸州、遂宁、乐山、宜宾、南充和达州，未来将推进川东北和川南的空白市场。

图 64、重百百货业态营收及占总营收比例(亿元,%) 图 65、重百百货业态分地区门店数量



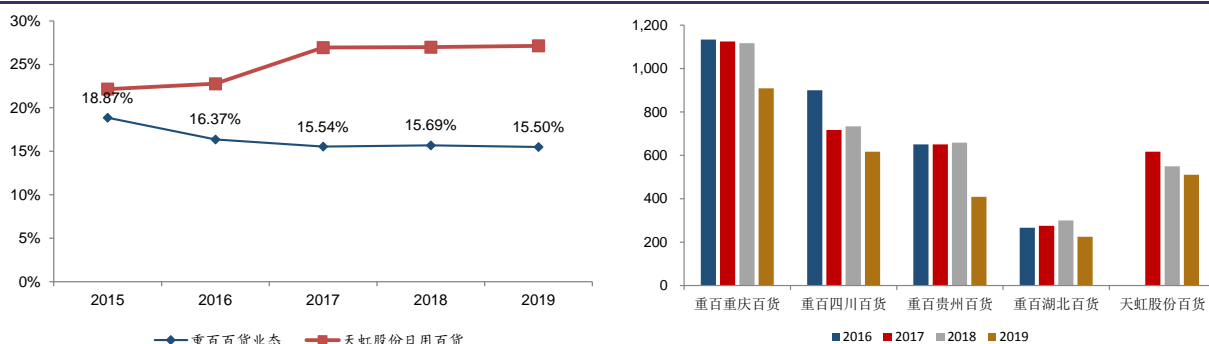
资料来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

资料来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

百货业态毛利率较低, 坪效高于行业水平。公司百货业态毛利率水平低于行业水平, 2019 年毛利率仅为 15.50%, 未来通过盘活存量, 毛利率有望提升。坪效方面, 16-18 年重庆、四川、贵州地区百货坪效高于天虹股份。2019 年贵州地区坪效有所降低。

区域优势明显, 百货业态转为类购物中心。疫情之后百货恢复较好, 重百的百货业态未来将全面数字化转型: 立足零售本身, 回归零售本质, 通过信息技术, 打通流量、交易、会员等环节, 实现线上线下融合。在百货业态的拓展方面, 重百将把具备条件的百货转为类购物中心。

图 66、重百百货业态毛利率与其他公司对比 (%) 图 67、重百百货业态坪效与其他公司对比 (元/㎡/月)



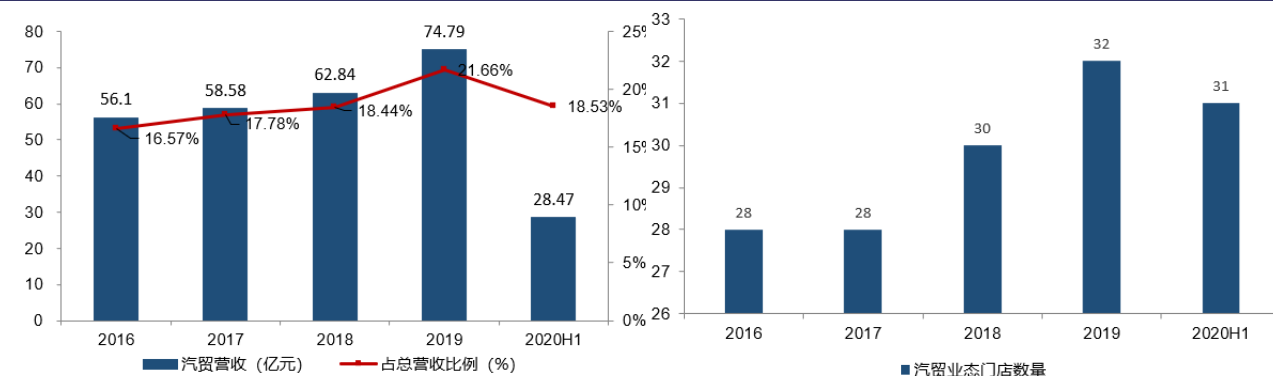
资料来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

资料来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

3.3、汽贸业态-门店数量不断增加，营收占比不断加大

汽贸业态门店数量不断增加，对营收贡献占比不断加大。2016-2019 年分别占总营收的 16.57%、17.80%、18.44%、21.66%，2019 年汽贸业态营业收入大幅增加主要是大客户增销推动整体收入增长。截至 2020 年 6 月 30 日，汽贸业态门店数量达到 31 家，其中重庆地区 30 家，四川地区 1 家。

图 68、重百汽贸业态营收及占总营收比例(亿元,%) 图 69、重百汽贸业态门店数量

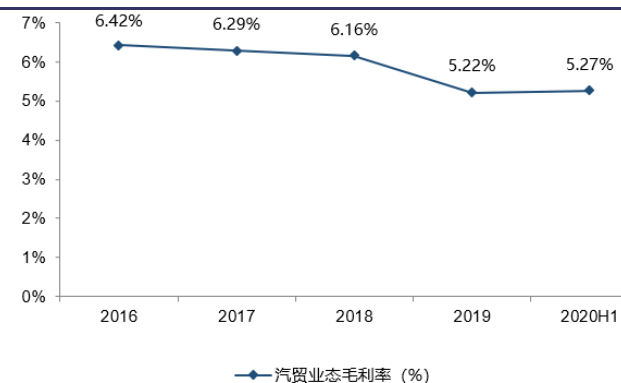


资料来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

资料来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

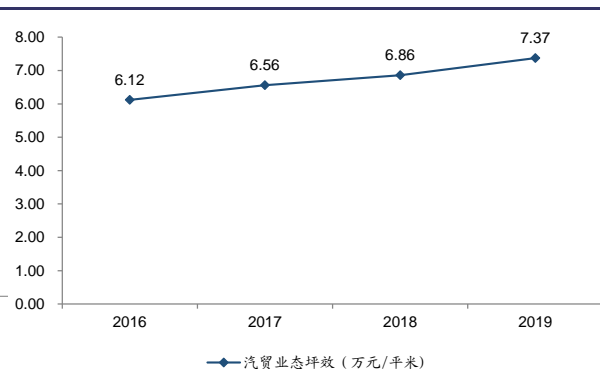
汽贸业态坪效不断提升，毛利率有所下降。2016-2019 年汽贸业态毛利率分别为 6.42%、6.29%、6.16%、5.22%，2020 年上半年为 5.27%，毛利率下降主要系整车毛利率有所下滑。2016-2019 年汽贸业态坪效不断提升，2019 年达到 7.37 亿元/平米。

图 70、重百汽贸业态毛利率 (%)



资料来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

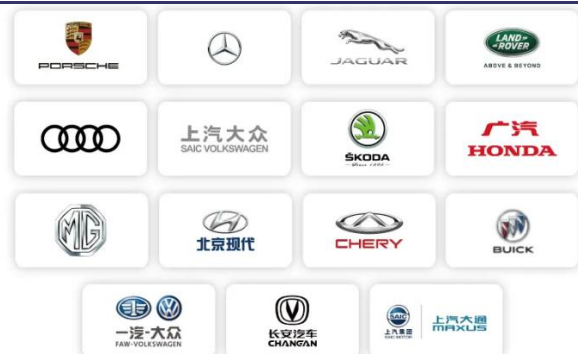
图 71、重百汽贸业态坪效 (亿元/平米)



资料来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

商社汽贸旗下共 15 个代理品牌，2020 年百强榜排行第 56 位。商社汽贸 28 年来已有 45 万新车用户，350 万台维修保养，旗下共有 15 个代理品牌。2020 中国汽车流通行业经销商集团百强排行榜中，重庆商社汽车贸易有限公司位列第 56 位。稳居重庆本土经销商集团首位。

图 72、重百商社汽贸旗下代理品牌



资料来源：公司官网，兴业证券经济与金融研究院整理

图 73、商社汽贸 2020 汽车经销商百强排行第 56



资料来源：公司官网，兴业证券经济与金融研究院整理

3.4、马上金融-支持公司零售业务，提供可观利润贡献

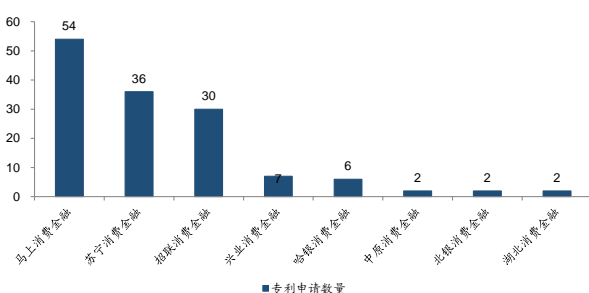
经中国银保监会批准，持有消费金融牌照的科技驱动型金融机构。马上金融于 2015 年 6 月正式开业，于 2016、2017、2018 年分别完成三次增资扩股，注册资本金达 40 亿元。2020 年 4 月成功发行 ABS，优先 A 级票面利率仅为 3.5%。截至 2019 年 11 月公示专利数量达到 54 项，领先行业其他公司水平。截至 2020 年 4 月，注册用户超过 1 亿人。

图 74、马上金融发展历程

时间	事件
2014 年 12 月	仅用 28 天获得国家银监会批复银监复【2014】980 号文件
2015 年 06 月	在重庆正式开业
2015 年 11 月	“马上金融”APP 上线
2016 年 01 月	马上分期 APP、安逸花 APP 上线
2016 年 08 月	首次增资扩股，注册资本达 13 亿元
2016 年 12 月	首个会计年度实现盈利
2017 年 07 月	第二次增资至 22 亿元
2018 年 06 月	第三次增资 40 亿元
2019 年 11 月	首期 ABS 发行，规模超 20 亿，创银行间持牌消金公司首期 ABS 最大规模记录
2020 年 04 月	2020 年第一期 ABS 成功发行，优先 A 级票面利率仅 3.5%，再创新低

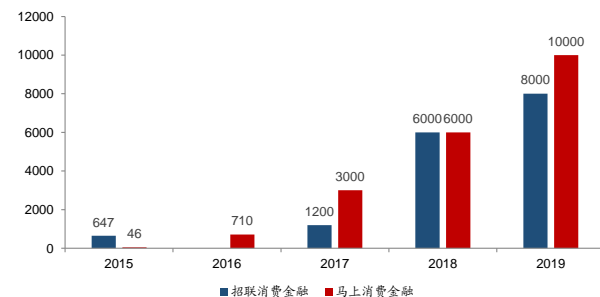
资料来源：公司官网，兴业证券经济与金融研究院整理

图 75、马上金融公示专利申请数量 54 项



资料来源：零壹智库，兴业证券经济与金融研究院整理

图 76、马上金融注册用户超过 1 亿人



资料来源：公司官网，兴业证券经济与金融研究院整理

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

审批放缓，持牌机构优势日益凸显。中国人民银行发布《中国金融稳定（2018）》报告指出：机构和平台开展金融业务必须持有金融牌照。监管部门对非持牌金融机构不合规业务进行全方位多层次整治，审批消费金融牌照的速度明显减缓，近两年仅获批3家。未来市场合规性有所提高，行业集中度也随之上升，持牌金融机构优势日益凸显。

图 77、2010-2019 年消费金融公司批复开业数量

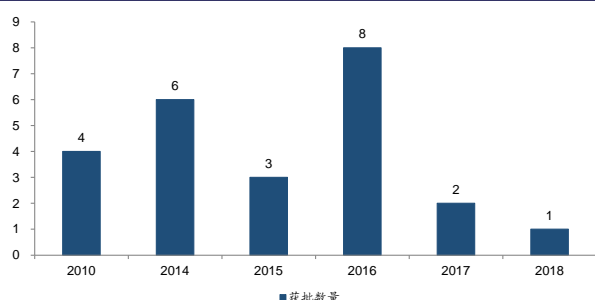
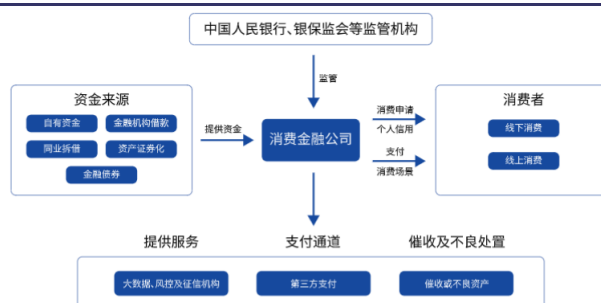


图 78、消费金融公司产业链全景图

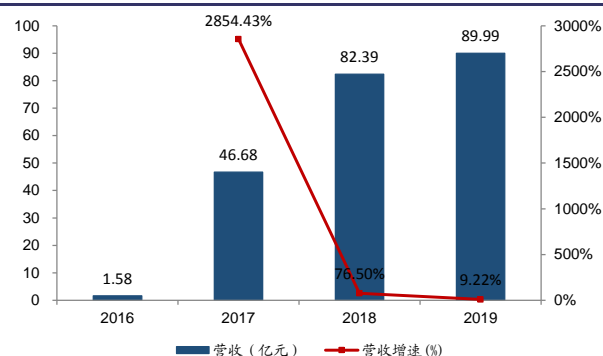


资料来源：银保监会网站，兴业证券经济与金融研究院整理

资料来源：零壹智库，兴业证券经济与金融研究院整理

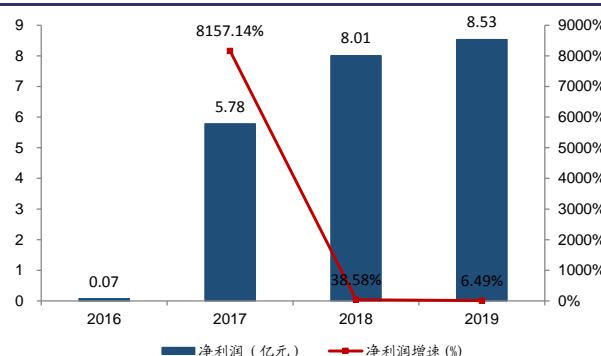
马上金融营收净利润高速增长，资产负债率低于行业其他公司水平。近年来马上金融发展迅猛，营收和利润均高速增长，近三年马上金融的营收分别为 46.68、82.39、89.99 亿元，营收增速分别为 2854.43%、76.50%、9.22%；净利润分别为 5.78、8.01、8.53 亿元，净利润增速分别为 8157.14%、38.58%、6.49%。2019 年资产负债率为 88.25%，低于行业其他公司水平。

图 79、马上金融营业收入及增速（亿元，%）



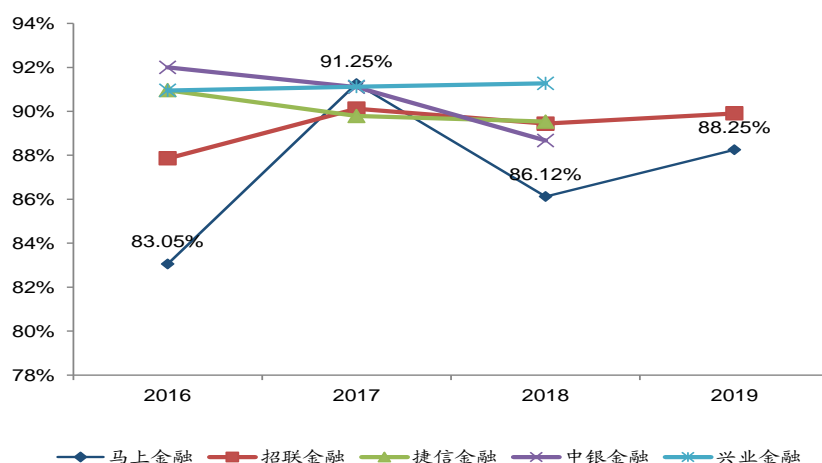
资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图 80、马上金融净利润及增速（亿元，%）



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图 81、马上金融资产负债率低于行业其他公司水平



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

拥有马上金融 31.06% 的股份，为公司提供持续投资收益。马上金融由重庆百货、物美、重庆银行、中科金等共同出资设立。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%。近年来马上金融的高速发展为重庆百货带来高投资收益。2017-2019 年，马上金融实现净利润 5.78、8.01、8.53 亿元，公司持股比例分别为 30.62%、31.06%、31.06%，按权益法核算投资收益分别为 1.78、2.47、2.65 亿元，分别占归母净利润的 29.42%、29.72%、26.90%。

图 82、重百持有马上金融 31.06% 股权

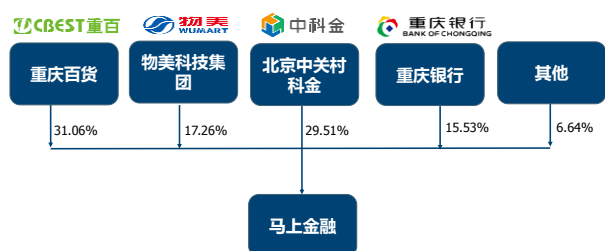
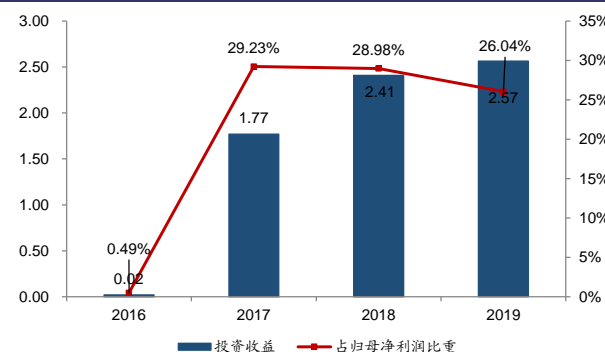


图 83、马上金融为公司带来可观投资收益



资料来源：马上金融官网，兴业证券经济与金融研究院整理

资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

获批准登陆 A 股，有效补充资本金并做大规模。9 月 11 日，重庆银保监局发布关于马上金融首次发行 A 股股票并上市的批复，原则上同意马上金融公司首次公开发行 A 股股票，发行规模不超过 13.33 亿股。重庆银保监局称，该公司本次发行所募集资金扣除发行费用后，应全部用于补充公司核心一级资本。我们认为这将有效增强公司底层实力，为渠道扩张夯实基础。同时作为消费金融第一股，其估值中枢有望显著高于银行股。

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

- 33 -

四、盈利预测与估值

图 84、收入预测（万元）

一级科目	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业总收入	3014005.97	3007937.70	3384677.27	3291536.51	3408388.47	3453580.56	3223686.19	3724809.83	4262235.65
YoY(%)		-0.20%	12.52%	-2.75%	3.55%	1.33%	-6.66%	15.55%	14.43%
主营业务分行业									
百货业态	1385353.726	1343921.609	1271672.205	1276863.56	1318934.79	1273727.4	1007760.00	1133730.00	1196715.00
占收入比(%)	45.96%	44.68%	37.57%	38.79%	38.70%	36.88%	31.26%	30.44%	28.08%
YoY(%)		-2.99%	-5.38%	0.41%	3.29%	-3.43%	-20.88%	12.50%	5.56%
超市业态	910596.5565	942333.8263	953290.052	934966.23	934783.99	943775.8	1076998.55	1395440.82	1795516.67
占收入比(%)	30.21%	31.33%	28.16%	28.41%	27.43%	27.33%	33.41%	37.46%	42.13%
YoY(%)		3.49%	1.16%	-1.92%	-0.02%	0.96%	14.12%	29.57%	28.67%
门店净增加数量		-1	-3	-4	-6	-2	10	50	60
门店数量		150	185	181	177	175	185	235	295
电器业态	590288.1517	595957.9678	440837.952	315205.94	331952.43	288544.71	269280.00	285120.00	300960.00
占收入比(%)	19.58%	19.81%	13.02%	9.58%	9.74%	8.35%	8.35%	7.65%	7.06%
YoY(%)		0.96%	-26.03%	-28.50%	5.31%	-13.08%	-6.68%	5.88%	5.56%
门店净增加数量		-1	-6	0	-1	-2	0	0	0
门店数量		33	46	47	48	46	46	46	46
汽贸			561009.9767	585793.5	628442.7	747872.03	692240.00	712600.00	748230.00
占收入比(%)			16.57%	17.80%	18.44%	21.65%	21.47%	19.13%	17.55%
YoY(%)				4.42%	7.28%	19.00%	-7.44%	2.94%	5.00%
门店净增加数量			0	0	0	2	0	0	0
门店数量			0	28	28	30	30	30	30
其他业务	119657.7	118528.74	127976.09	140861.85	147952.32	153922.32	138530.09	155153.70	173772.14
占收入比(%)	3.97%	3.94%	3.78%	4.28%	4.34%	4.46%	4.30%	4.17%	4.08%
YoY(%)		-0.94%	7.97%	10.07%	5.03%	4.04%	-10.00%	12.00%	12.00%
提供劳务及其他	8109.84	7195.56	29890.99	37845.43	46322.24	45738.3	38877.56	42765.31	47041.84
占收入比(%)	0.27%	0.24%	0.88%	1.15%	1.36%	1.32%	1.21%	1.15%	1.10%
YoY(%)		-11.27%	315.41%	26.61%	22.40%	-1.26%	-15.00%	10.00%	10.00%

资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

发展逻辑：1、公司完成国企改革后带来市场化的管理人员及机制的变革，供应链的打通和人员薪酬体系的调整将有效提升净利率，超市门店加速扩张带动收入加速；承诺的股权激励计划将有效保证业绩释放的动力。

2、公司参股的马上金融作为持牌互联网消费金融公司持续为上市公司贡献业绩，同时其已获地方银保监局同意登陆 A 股，具备经营向好和估值提升的双重逻辑，

预计 2020-2022 年公司实现收入 322.37、372.48、426.22 亿元，分别同步增长-6.7%、15.5%、14.4%，实现归母净利润 9.94、12.89、17.43 亿元，分别同比增长 0.9%、29.7%、35.2%，2020 年 9 月 11 日收盘价对应的 PE 分别为 12.8、9.9、7.3 倍，维持“审慎增持”评级。

风险提示：电商冲击超预期，消费增长不及预期，公司展店不及预期

附表

资产负债表				
单位: 百万元				
会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	9261	10392	11857	13701
货币资金	4046	5318	6397	8340
交易性金融资产	311	311	311	311
应收账款	176	176	176	176
其他应收款	125	135	130	132
存货	2799	3107	3107	3107
非流动资产	5887	5701	5477	5260
可供出售金融资产	0	0	0	0
长期股权投资	2000	2000	2000	2000
投资性房地产	48	50	49	50
固定资产	3038	2931	2777	2623
在建工程	47	0	0	0
油气资产	0	0	0	0
无形资产	223	203	141	76
资产总计	15148	16093	17334	18961
流动负债	8387	8602	8851	9118
短期借款	235	235	235	235
应付票据	1233	1233	1233	1233
应付账款	3045	3045	3045	3045
其他	3874	4089	4338	4605
非流动负债	303	326	320	316
长期借款	0	0	0	0
其他	303	326	320	316
负债合计	8690	8928	9171	9435
股本	407	407	407	407
资本公积	403	403	403	403
未分配利润	5192	5846	6834	8187
少数股东权益	166	176	186	196
股东权益合计	6458	7165	8163	9526
负债及权益合计	15148	16093	17334	18961

现金流量表				
单位: 百万元				
会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	1024	994	1289	1743
折旧和摊销	237	245	246	246
资产减值准备	403	-308	0	0
无形资产摊销	91	92	92	92
公允价值变动损失	-23	0	0	0
财务费用	-6	32	37	43
投资损失	-275	-171	-230	-272
少数股东损益	39	10	10	10
营运资金的变动	-542	-694	109	-395

利润表				
单位: 百万元				
会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	34536	32237	37248	42622
营业成本	28291	26592	30663	34874
营业税金及附加	231	145	205	234
销售费用	3644	3381	3865	4364
管理费用	1105	1090	1196	1338
财务费用	36	32	37	43
资产减值损失	-399	2	2	2
公允价值变动	23	0	0	0
投资收益	275	171	230	272
营业利润	1194	1165	1511	2039
营业外收入	17	16	18	21
营业外支出	32	26	34	43
利润总额	1179	1155	1496	2018
所得税	155	152	196	265
净利润	1024	1004	1299	1753
少数股东损益	39	10	10	10
归属母公司净利润	985	994	1289	1743
EPS (元)	2.42	2.44	3.17	4.29

主要财务比率

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
成长性				
营业收入增长率	1.3%	-6.7%	15.5%	14.4%
营业利润增长率	16.4%	-2.4%	29.6%	35.0%
净利润增长率	18.5%	0.9%	29.7%	35.2%
盈利能力				
毛利率	18.1%	17.5%	17.7%	18.2%
净利率	2.9%	3.1%	3.5%	4.1%
ROE	15.7%	14.2%	16.2%	18.7%

偿债能力				
资产负债率	57.4%	55.5%	52.9%	49.8%
流动比率	1.10	1.21	1.34	1.50
速动比率	0.73	0.85	0.99	1.16
营运能力				
资产周转率	236.0%	206.4%	222.9%	234.9%
应收帐款周转率	19614.8%	16266.3%	18794.9%	21506.7%
每股资料(元)				
每股收益	2.42	2.44	3.17	4.29

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

经营活动产生现金流量	876	1505	1216	2131	每股经营现金	2.15	3.70	2.99	5.24
投资活动产生现金流量	-236	97	201	245	每股净资产	15.48	17.19	19.62	22.95
融资活动产生现金流量	-440	-329	-338	-433					
现金净变动	200	1272	1079	1943	估值比率(倍)				
现金的期初余额	2454	4046	5318	6397	PE	12.9	12.8	9.9	7.3
现金的期末余额	2653	5318	6397	8340	PB	2.0	1.8	1.6	1.4

分析师声明

本人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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级(另有说明的除外)。评级标准为报告发布日后的12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。其中：A股市场以上证综指或深圳成指为基准，香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		审慎增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

使用本研究报告的风险提示及法律声明

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

本报告仅供兴业证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址：上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层	地址：北京西城区锦什坊街35号北楼601-605	地址：深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼
邮编：200135	邮编：100033	邮编：518035
邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明