



证券研究报告
(优于大市, 维持)

混改即将收官，步入盈利成长期

汪立亭 S0850511040005

李宏科 S0850517040002

2024年2月2日

我们认为，随着公司国改收官以及混改三年的机制改善，2023年开步入盈利成长期。其中，收入端受益于线上线下流量再平衡以及区域份额提升，有望保持稳健趋势；利润端随着规模效应强化与持续降本增效，净利率有望开启提升通道，看好未来三年公司的盈利成长前景。

➤ **重庆商业龙头，资产质量优。**①深耕区域的优质龙头：重庆零售龙头，3Q23末门店288家共223万平米，其中百货/超市/电器/汽贸各51/157/41/39家，布局重庆/四川/贵州/湖北等，其中重庆百货/超市门店各42/150家（同一物理体内存在多业态的，按其属性归口计入各业态），区域规模优势和品牌效应强。②主业经营稳健：20/21年受准则调整和疫情影响，收入保持约210亿元、主业净利润各5.6/5.2亿，22年受消费市场疲软、疫情及重庆限电影响，收入降13.4%至183亿元，主业净利润降37.2%至3.28亿元。③马消高增长贡献投资收益：马消过去五年收入利润CAGR均超20%，公司参股31%，投资收益占比公司归母净利润超40%，我们预计马消未来仍有望为公司贡献稳定且丰厚的投资收益。

➤ **混改收官在即，治理优化激励充分。**①集团混改2020年落地，公司由国资控股迈向无实控人企业，战投、国资相互制衡，治理优化。②近年高管增持、集团与公司层面连续推进员工持股与股权激励计划，彰显公司信心。③公司正在推进吸收合并商社集团，有望进一步激发机制活力，交易完成后渝富、物美、深圳嘉璟（原步步高）等将成为上市公司的股东，维持无实控人的股权结构。

➤ **持续深化业务转型，盈利改善可期。**①主业巩固优势&改革创新：百货业态品牌战略革新见成效、多业态有望引流年轻群体；超市加大供应链、数字化建设；电器业务打造“世纪通”平台，快速下沉抢占市场；汽贸业务切入新能源车领域，销售增长初见成效。②全面数智化转型：成效显著，2022年百货、电器均实现超100%线上增长。③优化组织架构及人员、创新激励机制，2017-2022员工数由2.09万人缩减至1.46万人，人均工资呈提升趋势。

➤ **维持盈利预测。**公司2023-2025年归母净利各13.0亿元、14.2亿元、16.3亿元，同比增长47.4%、8.8%、15.2%。给予2024年7亿元零售主业利润15-18倍PE，给予马上金融7亿元投资收益6倍PE；分部估值给予合理市值区间149亿-171亿元，合理价值区间36.75-42.02元（未考虑定增影响），维持“优于大市”投资评级。

➤ **风险提示**：行业竞争加剧，机制与业绩改善不达预期，马上金融及创新业务发展的不确定性。
请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

1. 重庆商业龙头，资产质量优
2. 混改收官在即，治理优化激励充分
3. 持续深化业务转型，盈利改善可期
4. 盈利预测与估值
5. 风险提示

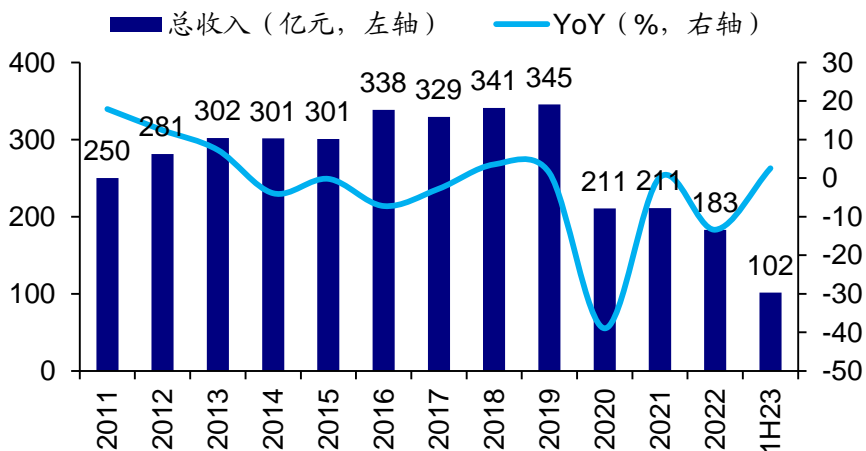
1. 重庆商业龙头，资产质量优

1.1 重庆商业龙头，主业稳健发展

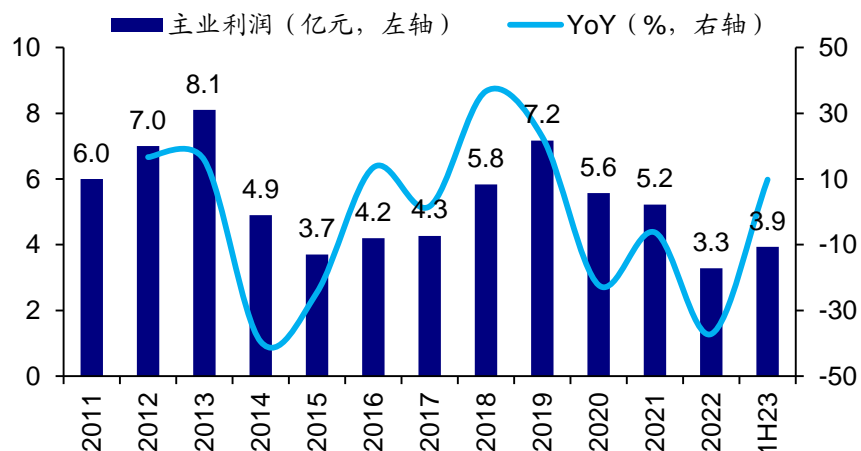
►公司为重庆零售龙头，前身为1920年创建于重庆的宝元通，1992年完成股份制改革，1996年上市，2010年收购新世纪百货；2014年作为主发起人合资成立马上消费金融，切入金融领域。目前公司旗下有零售主业百货、超市、电器、汽贸四大业态。

►近年降速调优，经营稳健提效。公司2015年以来以存量网点调整及新业务探索转型为主，门店扩张放缓。2020年、2021年受准则调整和疫情影响，收入保持210亿元，剔除马上金融投资收益及资产处置收益后零售主业净利各5.6、5.2亿元。2022年受消费市场疲软、疫情及重庆限电影响，收入下降13.4%至183亿元，主业净利润下降37.2%至3.28亿元，归母净利润下降7.2%至8.83亿元，主业净利润降37.2%至3.28亿元。

公司营业总收入及增速（2011-1H23）



公司主业净利润及增速（2011-1H23）



资料来源：重庆百货2011-2022年年度报告，2023年半年报，Wind，海通证券研究所

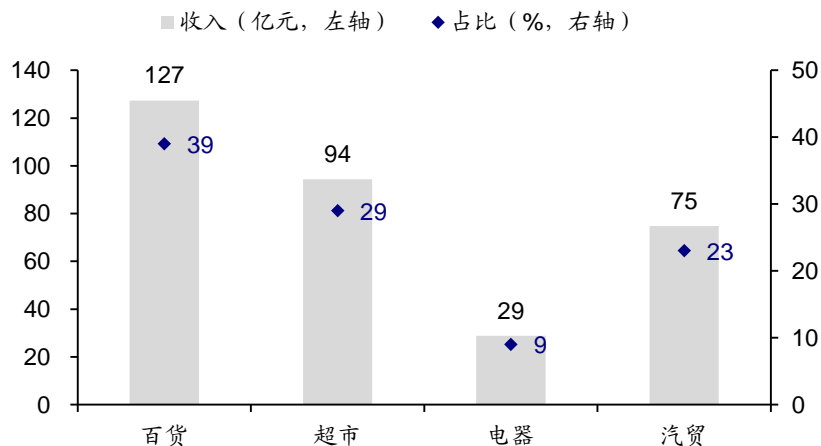
1. 重庆商业龙头，资产质量优

1.1 重庆商业龙头，主业稳健发展

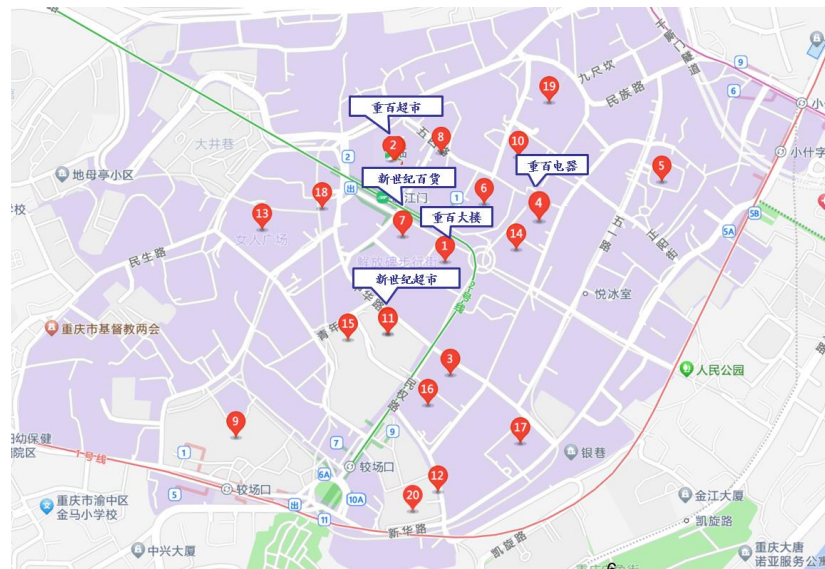
► **多业态协同，规模优势显著。**公司旗下拥有重庆百货、新世纪百货、商社电器和商社汽贸等著名商业品牌，已实现线上下单，线下提货送货的全渠道服务。3Q23末共拥有门店288家共223.07万平方米，其中百货/超市/电器/汽贸各51/157/41/39家，网点布局重庆/四川/贵州/湖北等地，其中重庆地区百货/超市门店各42/150家，区域规模优势和品牌效应强。3Q23阜外门店16家，初步形成规模。

► **百货占据重庆核心商圈，物业价值优。**截至2022年末，重庆地区百货物业中，自有、租赁门店各17、25家，自有门店数占比40.48%；建筑面积自有、租赁各43.51、55.53万平方米，自有面积占比43.93%。在重庆最核心的解放碑商圈中，公司自有重百大楼等物业位于核心地段，资产价值优。

公司总额法口径的各业态收入结构（2019）



公司百货主力门店占据解放碑核心商圈



1. 重庆商业龙头，资产质量优

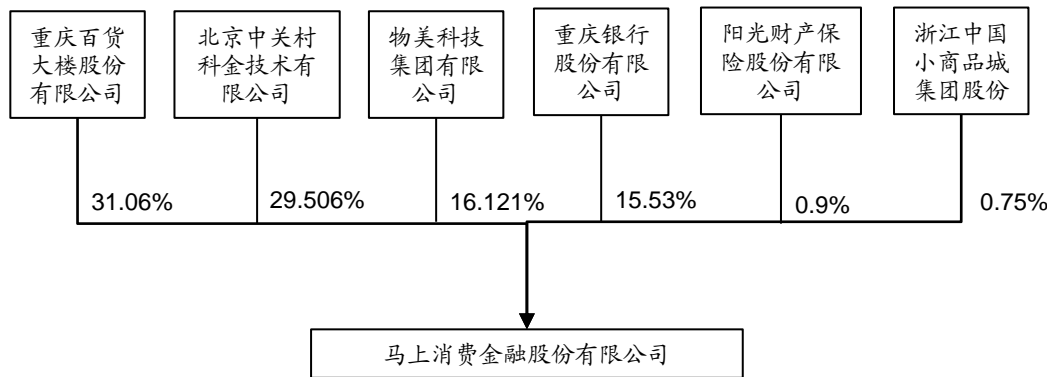
1.2 发起设立马消，投资收益丰厚

►发起设立马上消费金融，技术实力优。2014年7月，重庆百货作为主要发起人，与秭润商贸、重庆银行、阳光财产保险、小商品城、物美共同发起设立马上消费金融，重庆百货为第一大股东持股比例30%，其后经过三次增资，持股比例提升至31.06%。

►马消给重百带来丰厚的投资收益。2022年，马上消费金融总资产、净资产分别为665亿元、98亿元，实现营业收入135亿元，净利润17.9亿元，公司确认投资收益5.55亿。2017-2022年马消收入CAGR 23.72%、净利润CAGR 25.35%。1H23马消实现净利润13.46亿元，确认投资收益4.18亿元（yoy 131%）。

►风控模型优。马消拥有政策、制度、流程、系统、监控“五位一体”风险管理体系。截至2023年6月末，马消资本充足率14.70%，不良贷款率2.38%，拨备覆盖率446.27%。

马上消费金融股权结构（2022年报）



马上消费金融主要财务数据（2017-1H23）

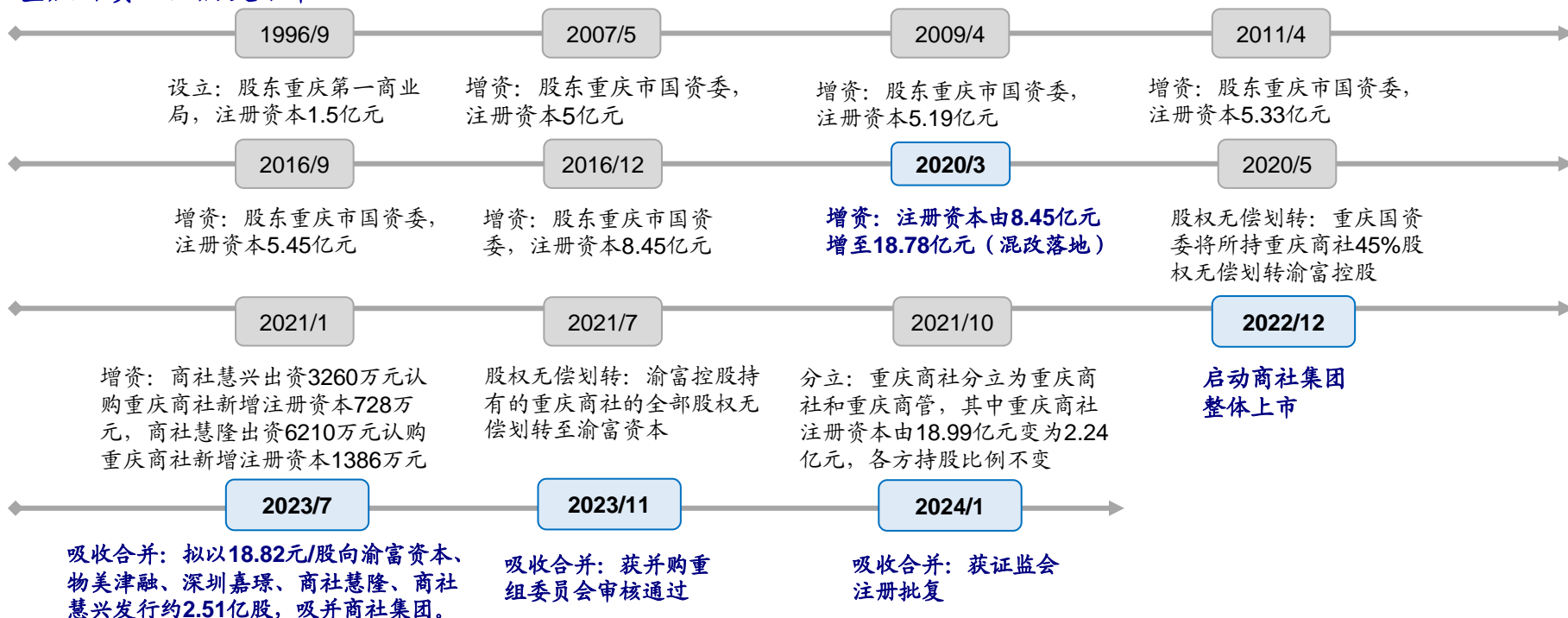
| | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 1H23 |
|-------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 注册资本（亿元） | 22.10 | 40.00 | 40.00 | 40.00 | 40.00 | 40.00 | 40.00 |
| 总资产（亿元） | 318.00 | 402.62 | 548.15 | 524.84 | 610.91 | 665.10 | 676.73 |
| 净资产（亿元） | 27.81 | 55.87 | 64.40 | 71.52 | 83.04 | 97.92 | 108.38 |
| 营业收入（亿元） | 46.68 | 82.39 | 89.99 | 76.04 | 100.10 | 135.30 | 78.66 |
| 净利润（亿元） | 5.78 | 8.01 | 8.53 | 7.12 | 13.82 | 17.88 | 13.46 |
| 持股比例（%） | 30.62 | 31.06 | 31.06 | 31.06 | 31.06 | 31.06 | 31.06 |
| 投资收益（亿元） | 1.78 | 2.47 | 2.65 | 1.50 | 4.29 | 5.55 | 4.18 |
| 重百归母净利润（亿元） | 6.05 | 8.31 | 9.85 | 10.34 | 9.52 | 8.83 | 9.06 |
| 投资收益占比（%） | 29.46 | 29.75 | 26.90 | 14.52 | 45.06 | 62.85 | 46.14 |

2. 混改收官在即，治理优化激励充分

2.1 集团2020年混改实现无实控人，上市公司拟吸并集团整体上市

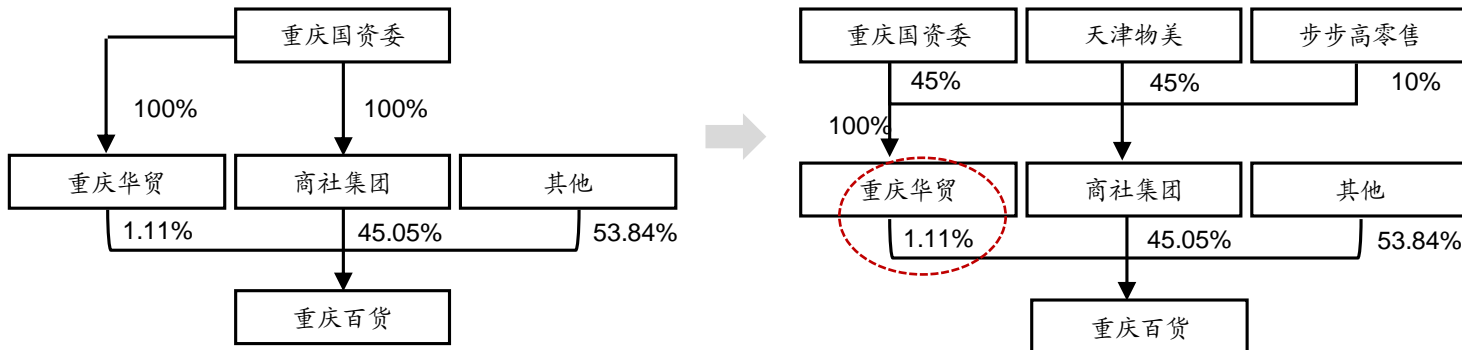
▶ 历经近五年，集团完成混改。公司从2016.10初次尝试混改到2020.3.28集团混改成功落地，经过了多次尝试，充分显示了公司改革的决心。大股东商社集团混改完成后，注册资本由8.45亿元增至18.78亿元，重庆市国资、天津物美和步步高零售持股比例各为45%、45%和10%，实现由国资全资控股迈向无实控人企业的重大变革。2023/7/13发布吸收合并商社集团关联交易草案，拟以18.82元/股向渝富资本、物美津融、深圳嘉璟（原步步高）、商社慧隆、商社慧兴发行约2.51亿股，吸收合并重庆商社。交易完成后渝富、物美、嘉璟等将成为上市公司的股东，2023/11/23获并购重组委员会审核通过；2024/1/9获证监会注册批复。

重庆百货混改历史沿革

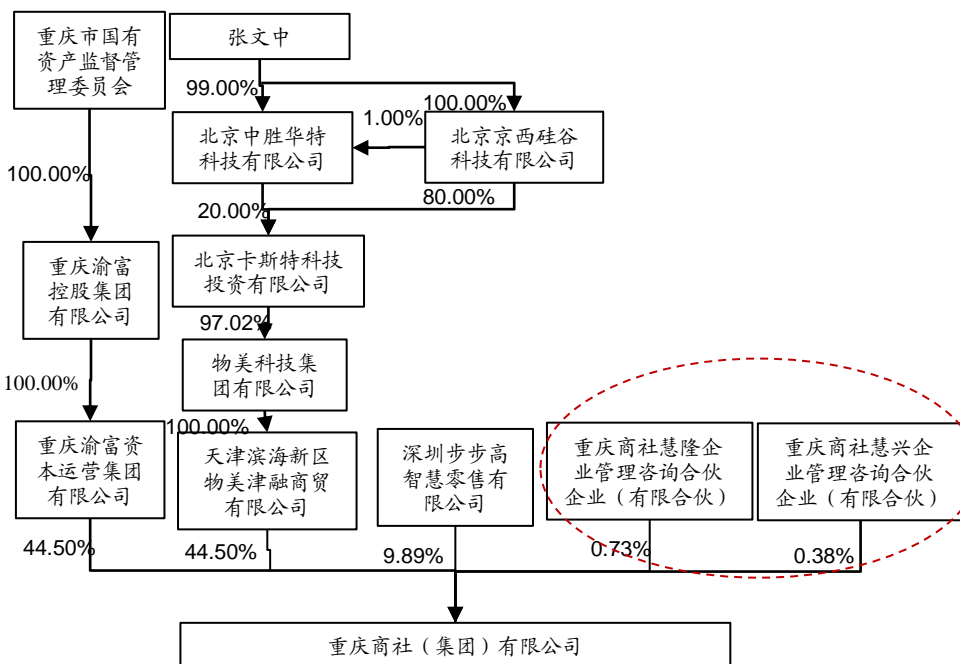


2. 混改收官在即，治理优化激励充分

2020年混改完成前、后公司股权结构变化



2023年预计合并交易完成前商社集团股权结构



预计吸收合并交易完成后上市公司股权结构变化

| 股东名称 | 本次交易前 | | 本次交易后 | |
|----------------------|------------------|---------------|------------------|---------------|
| | 持股数量 (股) | 持股比例 (%) | 持股数量 (股) | 持股比例 (%) |
| 重庆商社 | 208997007 | 51.41 | - | 0.00 |
| 渝富资本 | - | 0.00 | 111540705 | 24.89 |
| 重庆华贸 | 4521743 | 1.11 | 4521743 | 1.01 |
| 渝富资本及其子公司重庆华贸 | 4521743 | 1.11 | 116062448 | 25.90 |
| 物美津融 | - | 0.00 | 111540705 | 24.89 |
| 深圳嘉球 | - | 0.00 | 24786823 | 5.53 |
| 商社慧隆 | - | 0.00 | 1829937 | 0.41 |
| 商社慧兴 | - | 0.00 | 960943 | 0.21 |
| 其他股东 | 193009715 | 47.48 | 193009715 | 43.06 |
| 合计 | 406528465 | 100.00 | 448190271 | 100.00 |

2. 混改收官在即，治理优化激励充分

2.1 集团2020年混改实现无实控人，上市公司拟吸并集团整体上市

►集团新一届董事会显示了战投和国资间制衡的治理结构：2020年集团混改完成后5名董事中国资/物美/步步高各占2/2/1席，选举张文中为董事长，原董事长何谦任总经理。上市公司解聘原总经理和3名副总，聘任马上金融创始人&总经理赵国庆为总经理，原百货事业部总经理王欢为副总，物美集团副总兼多点科技合伙人、CIO乔红兵为副总，物美集团计财部副总监王金录为财务总监。2021/10/16进一步调整，赵国庆担任公司副董事长、原商社集团副总经理何谦担任公司总经理。

集团和公司董事会及管理层混改前后情况

| 集团/公司 | 姓名 | 职务 | 背景 | |
|-------|------|------|-------------------------|-------------------|
| 混改前 | 商社集团 | 何谦 | 原重庆商社总经理、董事长 | |
| | | 涂涌 | 原重庆商社副总经理、党委委员 | |
| | | 高平 | 原重庆商社办公室、董事会办公室、党委办公室主任 | |
| | 重庆百货 | 李勇 | 总经理 | 原重庆商社新世纪百货董事长、总经理 |
| | | 尹向东 | 副总经理 | 原重庆商社总经理助理、公司董秘 |
| | | 刘绪文 | 副总经理 | 原公司总经理助理、永川商场经理 |
| | | 刘平 | 副总经理 | 原重庆商社新世纪百货副总经理 |
| 混改后 | 商社集团 | 张文中 | 物美集团创始人、董事长，多点董事长 | |
| | | 张潞闽 | 物美集团首席投资官 | |
| | | 田善斌 | 重庆渝富资产管理集团投资运营事业部部长 | |
| | | 易丽琴 | 重庆渝富资产管理集团金融事业部部长 | |
| | | 王填 | 步步高董事长兼总裁 | |
| | 重庆百货 | 张文中 | 董事长 | 物美集团创始人、董事长，多点董事长 |
| | | 赵国庆 | 副董事长 | 马上金融创始人、总经理 |
| | | 何谦 | 总经理 | 原重庆商社总经理、董事长 |
| | | 王欢 | 副总 | 原百货事业部副总经理 |
| | 乔红兵 | 副总 | 物美集团副总兼多点科技合伙人、CIO | |
| | 王金录 | 财务总监 | 物美集团计财部副总监 | |

2. 混改收官在即，治理优化激励充分

2.2 高管增持显信心，集团与上市公司双重股权激励

- ▶ **董监高增持，彰显信心。** 2020/4/22，公司公告董事长何谦、总经理赵国庆、副总经理王欢、乔红兵等9名董监高拟增持；截至2020/10/21，9名董监高增持2.81万股，均价35.84元。
- ▶ **集团启动员工持股计划。** 2020/4/26，重庆商社集团启动员工持股计划，激励对象为商社集团及所属企业管理层和核心骨干等，激励机制建立后，股权将分批次授予激励对象，比例不超过公司注册资本5%。
- ▶ **同步回购股份用于激励。** 2020/4/27公告拟回购不超2032万股，占比5%，回购价格不高于30元/股，回购资金总额不超6.1亿元、不低于3.05亿元，用于员工持股或股权激励计划。2021年6月30日，公司完成回购，已实际回购1036万股占比2.5%，回购均价27.76元/股。
- ▶ **2022/9/27发布2022年限制性股票激励计划授予结果**，以8/30为授予日，向51名高管及其他核心骨干人员授予463万股，占总股本的1.14%，授予价格为10.825元/股，股票来源为从二级市场回购的普通股。
- ▶ **2020-2021连续两年高分红。** 公司2020-2021年推行高比例分红政策，股利支付率超100%；2022年股利支付率回归至常态化的30%+水平。

公司2022年限制性股票在各激励对象间的分配情况

| 姓名 | 职位 | 获授限制性股票数 (万股) | 占比拟授予股票总量 (%) | 占比总股本 (%) |
|-----------------|--------|---------------|---------------|-----------|
| 何谦 | 董事、总经理 | 24 | 5.18 | 0.06 |
| 王欢 | 副总经理 | 18 | 3.89 | 0.04 |
| 乔红兵 | 副总经理 | 18 | 3.89 | 0.04 |
| 王金录 | 财务总监 | 14 | 3.02 | 0.03 |
| 陈果 | 董事会秘书 | 16 | 3.46 | 0.04 |
| 高级管理人员 (5人) 小计 | | 90 | 19.44 | 0.22 |
| 其他核心骨干 (46人) 小计 | | 373 | 80.56 | 0.92 |
| 合计 | | 463 | 100.00 | 1.14 |

公司2020-2021年高比例分红

| 年度 | 股利支付率 (%) | ROIC (%) | 每股股利 (元) |
|------|-----------|----------|----------|
| 2022 | 30.85 | 9.86 | 0.68 |
| 2021 | 157.79 | 12.04 | 3.79 |
| 2020 | 136.41 | 13.16 | 3.69 |
| 2019 | 30.12 | 15.29 | 0.73 |
| 2018 | 31.79 | 14.86 | 0.65 |
| 2017 | 40.29 | 11.76 | 0.60 |
| 2016 | 54.37 | 8.76 | 0.56 |
| 2015 | 30.99 | 6.65 | 0.28 |

3. 持续深化业务转型，盈利改善可期

3.1 百货：区域竞争力强，盈利能力优于同业

►持续提升商品性价比、吸引力和差异化。提升战略品牌、自营品牌、高化三大品牌经营平台运营质量，优化供应链结构和经营结构，2022年直营供应商销售占比达65%，引进超22个系统外全新品牌，解放碑等主城四大商圈品牌重叠率低于45%。 1H23战略品牌销售占比50%，自营品牌销售占比30%。

►业态组合多元，增强配套。积极推进场店差异化调改，加强异业合作，创新场景，优化体验。百货加快存量场店调改，打造商业地标项目，形成世纪新都“生活美学院”、宜宾商都“潮玩空间”等多元化消费新场景，提升顾客体验。

公司百货业务收入与毛利率

| | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 1H23 |
|----------|--------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|--------|-------|--------|-------|
| 收入（百万元） | 8982 | 11376 | 13327 | 14642 | 13854 | 13439 | 12717 | 12769 | 13189 | 12737 | 2209 | 2419 | 1852 | 1426 |
| Yoy (%) | 141.96 | 26.66 | 17.15 | 9.87 | -5.39 | -2.99 | -5.38 | 0.41 | 3.29 | -3.43 | -82.66 | 9.49 | -23.43 | -3.50 |
| 收入占比 (%) | 43.60 | 46.72 | 48.72 | 50.07 | 47.86 | 46.51 | 39.05 | 40.53 | 40.45 | 38.60 | 11.24 | 12.45 | 11.05 | 14.04 |
| 毛利率 (%) | 16.41 | 15.01 | 15.21 | 16.09 | 15.81 | 18.87 | 16.37 | 15.54 | 15.69 | 15.50 | 66.79 | 67.34 | 64.25 | 73.68 |

百货业态线上渠道重百云购、云购小铺

重百云购

来源：百货事业部 | 发布时间：2021-10-26 09:09:15

重百云购是重百和新世纪百货的线上购物平台，一个平台汇集53家实体商城，百货专柜，正品保证，让您轻松无忧购。



云购小铺

来源：百货事业部 | 发布时间：2021-10-26 09:12:53

“云购小铺”——是重百云购商城上一个年轻人喜欢的网红爆品聚集地，以“专柜好物，好用不贵”为Slogan，小铺呈现了“汇集网红平价好物、虏获年轻女孩的心、长期售卖爆品的云店铺IP、不定期更新新鲜好物”四大特点，以“时尚、有趣、年轻、性价比”为选品标准，持续输出爆款好物。



以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文，请访问：<https://d.book118.com/558067132050006033>