

投资评级 优于大市 维持

22年收入降13%利润降7%，关注23年复苏弹性与国改提效

股票数据

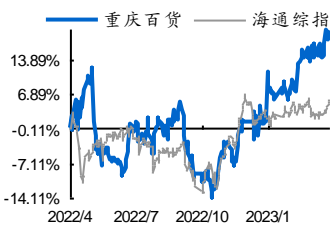
04月07日收盘价(元)	26.88
52周股价波动(元)	19.11-29.19
总股本/流通A股(百万股)	407/402
总市值/流通市值(百万元)	10927/10800

相关研究

《拟吸收合并重庆商社整体上市，深化改革激发活力》2022.12.22

《3Q22收入增0.6%主业净利增6%，业绩环比回暖》2022.11.07

《短期疫情致业绩承压，看好中期稳健成长》2022.09.05

市场表现


沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	4.1	12.3	16.1
相对涨幅(%)	2.3	11.6	12.5

资料来源：海通证券研究所

分析师:汪立亭

Tel:(021)23219399

Email:wanglt@haitong.com

证书:S0850511040005

分析师:李宏科

Tel:(021)23154125

Email:lhk11523@haitong.com

证书:S0850517040002

联系人:毛弘毅

Tel:(021)23219583

Email:mhy13205@haitong.com

投资要点:

重庆百货4月8日发布2022年报。2022年实现收入183.04亿元，同比下降13.4%；归母净利润8.83亿元，同比下降7.16%；扣非归母净利润7.96亿元，同比下降13.35%。摊薄EPS为2.23元；加权平均净资产收益率17.25%，经营性现金流净额6.19亿元，同比下降44.39%。2022年分红预案：向全体股东每10股派发现金红利6.80元（含税）。

简评及投资建议。

1、公司2022年收入183.04亿元，同比下降13.4%；归母净利8.83亿元，同比下降7.16%；主营业务毛利率同比增加0.13pct至19.61%。全年业绩下滑主因为宏观经济下行、消费市场疲软、疫情及重庆高温限电。其中，4Q收入38.06亿元同比下降20.37%，归母净利0.43亿元同比下降47.25%。

(A)分业态，2022年百货业态收入下降23.43%至18.52亿元，毛利率减少3.08pct至64.25%；超市业态收入下降3.95%至65.44亿元，毛利率增加1.66pct至15.47%；电器业态收入上升1.66%至24.49亿元；毛利率减少2.59pct至19.84%；汽车贸易收入下降23.56%至53.74亿元，毛利率增加1.27pct至7.29%；其他业态收入下降30.65%至5.33亿元。

(B)分地区，2022年重庆收入下降13.31%至163.74亿元，毛利率增加0.13pct至19.09%；四川收入下降34.43%至3.3亿元，毛利率增加6.11pct至43.44%；贵州收入下降28.51%至797.8万元；湖北收入上升5.01%至4033万元。

(C)分渠道，2022年线上、线下收入各27.75亿元、297.73亿元，销售占比各8.53%和91.47%。搭建线上线下一体化平台，建成并上线多点多业态融合APP，线上销售同比增长54%，百货、电器业态各增240%、105%。

2、2022年期间费用率增加1.27pct至21.67%。2022年公司销售费用率同比增加1.08pct至15.42%；管理费用率同比增加0.14pct至5.35%；财务费用率同比增加0.06pct；最终整体期间费用率增加1.27pct至21.67%。

3、测算剔除马上金融投资收益，2022年主业净利降40%。2022年公允价值变动净收益下降69.75%至222.5万元，主因同期结构性存款公允价值增加；投资收益增长36.22%至5.96亿元，主因马上消费股权投资收益增加；因承租项目使用权资产变动处置损益增加实现资产处置收益6097万元。公司2022年确认资产减值损失2.89亿元，与2021年基本持平。最终归母净利润下降7.16%至8.83亿元，扣非净利润下降13.35%至7.96亿元。我们测算，剔除马上金融投资收益，2022年主业净利润为3.28亿下降40%。

主要财务数据及预测

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	21136	18304	19114	20413	22103
(+/-)YoY(%)	0.3%	-13.4%	4.4%	6.8%	8.3%
净利润(百万元)	952	883	1251	1447	1681
(+/-)YoY(%)	-9.4%	-7.2%	41.6%	15.7%	16.2%
全面摊薄EPS(元)	2.34	2.17	3.08	3.56	4.13
毛利率(%)	25.8%	26.1%	27.6%	27.9%	28.0%
净资产收益率(%)	15.1%	17.1%	20.5%	20.1%	19.8%

资料来源：公司年报(2021-2022)，海通证券研究所

备注：净利润为归属母公司所有者的净利润

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

4、经营调整：①**全面数智化转型成效明显**，公司建成并上线多点多业态融合 APP，实现百货、超市、电器、汽车多业态数字化融合运营，公司会员达到 2000 万人。**超市业态**完成 OS、物流、U 课管理系统优化，商品周转效率提升 20%；**百货业态**云柜台上线品牌 880 个，打造自媒体流量矩阵，线上销售同比增长 240%；**电器业态**优化“电器淘”，线上销售同比增长 105%；**汽贸业态**运用“救援大师”优化事故管控体系，引进 AUTOX3 可视化车报告系统，升级商社汽贸车生活。②**系统性降本增效**：优化组织架构及人员，全年存量人工成本/可控成本同比分别下降 7.91%/6.44%。完成 2022 年限制性股票激励计划实施，增强创新激励约束。

维持对公司的判断。混改激发活力，盈利稳健成长。①公司是重庆网点数和经营规模最大、竞争力最强的综合商业企业，充分享受区域复苏红利，资产价值高；②集团、公司层面均已实施股权激励，正在推进整体上市，有望进一步激发机制活力；③马上消费金融打造科技平台，为公司贡献充沛投资收益且有重估空间。

更新盈利预测。预计 2023-2025 年归母净利润各 12.5 亿元、14.5 亿元、16.8 亿元，同比增长 41.6%、15.7%、16.2%。给予公司 2023 年 6.4 亿元零售主业利润 15-18 倍 PE，给予马上金融 6.1 亿元投资收益 6 倍 PE；分部估值给予合理市值区间 133 亿-152 亿元，合理价值区间 32.63-37.35 元，维持“优于大市”投资评级。

风险提示：行业竞争加剧；改善不达预期；马上金融及创新业务发展的不确定性。

表 1 公司 2022 年主营业务分行业和分地区情况

分行业	营业收入 (亿元)	同比增长 (%)	毛利率 (%)	同比变动 (百分点)
百货业态	18.52	-23.43	64.25	3.08
超市业态	65.44	-3.95	15.47	1.66
电器业态	24.49	1.66	19.84	-2.59
汽贸业态	53.74	-23.56	7.29	1.27
其他	5.3	-30.65	38.36	5.55
合计	167.52	-13.83	19.61	0.13
分地区	营业收入 (亿元)	同比增长 (%)	毛利率 (%)	同比变动 (百分点)
重庆地区	163.74	-13.31	19.09	0.13
四川地区	3.30	-34.43	43.44	6.11
贵州地区	0.08	-28.51	77.89	-2.88
湖北地区	0.40	5.01	21.99	0.66
合计	167.52	-13.83	19.61	0.13

资料来源：公司 2022 年报，海通证券研究所

表 2 公司单季度合并损益表分析

	1Q2021	2Q2021	3Q2021	4Q2021	1Q2022	2Q2022	3Q2022	4Q2022	2021	2022
营业总收入 (亿元)	651087	527235	457307	476764	527138	462410	460237	380583	2113576	1830369
同比增长 (%)	25.22	-1.29	-6.92	-15.22	-19.04	-12.30	0.64	-20.37	0.28	-13.40
营业总成本 (万元)	607431	513520	447304	478041	493031	453832	452966	399161	2047617	1798991
营业成本 (万元)	494202	398342	333538	345549	382585	349405	355628	264869	1567269	1352487
毛利 (万元)	156885	128893	123769	131214	144553	113005	104609	115714	546307	477882
毛利率 (%)	24.10	24.45	27.06	27.52	27.42	24.44	22.73	30.40	25.85	26.11
营业税金及附加 (万元)	5785	5264	4437	5989	6238	4325	3817	4652	21474	19032
占比收入 (%)	0.89	1.00	0.97	1.26	1.18	0.94	0.83	1.22	1.02	1.04
销售费用 (万元)	74750	76613	83677	62166	71873	70289	71737	68300	302993	282199
占比收入 (%)	11.48	14.53	18.30	13.04	13.63	15.20	15.59	17.95	14.34	15.42
管理费用 (万元)	24490	25074	24633	35777	23894	23648	16602	33855	110044	97999
占比收入 (%)	3.76	4.76	5.39	7.50	4.53	5.11	3.61	8.90	5.21	5.35
研发费用 (万元)	78	132	127	3447	1039	969	787	62	3784	2857
占比收入 (%)	0.01	0.02	0.03	0.72	0.20	0.21	0.17	0.02	0.18	0.16
财务费用 (万元)	3179.0	3749.0	3565.4	3834.4	2558.0	3539.3	3440.1	3957.8	14,328	13,495

占比收入 (%)	0.49	0.71	0.78	0.80	0.49	0.77	0.75	1.04	0.68	0.74
营业利润 (万元)	49321	21798	23514	17120	42918	23683	27592	5632	111753	99824
同比增长 (%)	133.87	-67.40	-1.10	75.59	-14.13	5.44	9.11	-50.52	-8.01	-8.51
营业外收入 (万元)	1490	695	1409	1237	5826	-3076	694	-782	4831	2661
营业外支出 (万元)	111	156	656	2497	205	508	434	1343	3420	2491
利润总额 (万元)	50700	22336	24267	15861	48538	20099	27851	3507	113164	99995
同比增长 (%)	137.03	-66.87	2.30	35.62	-5.49	-12.61	6.95	-64.69	-8.91	-9.37
所得税 (万元)	6831	2216	1758	813	5986	1834	2180	-467	11619	9533
有效所得税率 (%)	13.47	9.92	7.24	5.12	12.33	9.13	7.83	-13.32	10.27	9.53
净利润 (万元)	43868	20120	22509	15048	42553	18264	25671	3974	101545	90462
同比增长 (%)	156.46	-65.70	6.35	53.38	-4.39	-12.05	7.13	-58.06	-4.87	-8.36
净利润率 (%)	6.74	3.82	4.92	3.16	8.07	3.95	5.58	1.04	4.80	4.94
少数股东损益 (万元)	950	777	569	1259	1190	856	446	-368	3556	2123
归母净利润 (万元)	42918	19343	21939	13790	41363	17409	25225	4342	97990	88338
同比增长 (%)	147.49	-66.65	6.49	52.28	-5.03	-12.89	7.87	-47.25	-6.68	-7.16
扣非净利润 (万元)	40632	17673	21099	12928	36584	16286	19620	7148	92331	79638
同比增长 (%)	207.81	-35.99	11.27	-503.32	-9.96	-7.84	-7.01	-44.71	58.65	-13.35
摊薄每股收益 (元)	0.570	0.510	0.560	0.340	1.040	1.480	2.120	2.230	2.450	2.230

资料来源: WIND, 海通证券研究所

表 3 重庆百货合并损益表及预测

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入 (百万元)	21136	18304	19114	20413	22103
同比增长 (%)	0.3%	-13.4%	4.4%	6.8%	8.3%
营业总成本 (百万元)					
营业成本 (百万元)	15675	13525	13842	14727	15915
毛利率 (%)	25.8%	26.1%	27.6%	27.9%	28.0%
营业税金及附加 (百万元)	223	190	191	204	221
营业税金及附加/营业收入 (%)	1.1%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%
销售费用 (百万元)	3,030	2,822	2,820	2,998	3,215
销售费用率 (%)	14.3%	15.4%	14.8%	14.7%	14.5%
管理费用 (百万元)	1126	980	1005	1072	1150
管理费用率 (%)	5.3%	5.4%	5.3%	5.2%	5.2%
财务费用 (百万元)	143	135	155	144	117
财务费用率 (%)	0.7%	0.7%	0.8%	0.7%	0.5%
资产减值损失 (百万元)	299	289	280	280	280
投资收益 (百万元)	438	596	611	672	726
营业利润 (百万元)	1091	998	1445	1674	1946
同比增长 (%)	-10.2%	-8.5%	44.8%	15.8%	16.3%
营业外收入 (百万元)	48	27	30	30	30
营业外支出 (百万元)	36	25	20	20	20
利润总额 (百万元)	1103	1000	1455	1684	1956
同比增长 (%)	-11.2%	-9.4%	45.6%	15.7%	16.2%
所得税费用 (百万元)	116	95	175	202	235
有效所得税率 (%)	10.5%	9.5%	12.0%	12.0%	12.0%
净利润 (百万元)	987	905	1281	1482	1721
少数股东损益 (百万元)	36	21	30	35	40
归属于母公司所有者的净利润 (百万元)	952	883	1251	1447	1681
同比增长 (%)	-9.4%	-7.2%	41.6%	15.7%	16.2%
净利润率 (%)	4.5%	4.8%	6.5%	7.1%	7.6%
摊薄每股收益 (元)	2.34	2.17	3.08	3.56	4.13

资料来源: 公司 2021-2022 年报, 海通证券研究所

表 4 公司分部估值结果

估值方法	预测指标	2023E	估值下限 (倍)	估值上限 (倍)	市值下限 (亿元)	市值上限 (亿元)
主业	P/E 净利润 (亿元)	6.4	15	18	96	115
马上金融	P/E 投资收益 (亿元)	6.1	6	6	37	37
合理市值 (亿元)					133	152
合理价值 (元/股)					32.63	37.35

资料来源: 海通证券研究所

表 5 百货行业可比公司估值 (倍, 20230407)

简称	王府井	天虹股份	合肥百货	行业平均
PE (倍, 2023E)	28.90	29.53	18.63	25.68
PS (倍, 2023E)	2.04	0.55	0.58	1.06

资料来源: WIND, 海通证券研究所

表 6 非银金融可比公司估值 (倍, 20230407)

简称	中国平安	中航产融	国投资本	行业平均
PE (倍, 2023E)	7.04	11.57	10.52	9.71
PS (倍, 2023E)	0.68	1.86	2.50	1.68

资料来源: WIND, 海通证券研究所

财务报表分析和预测

主要财务指标	2022	2023E	2024E	2025E	利润表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标 (元)					营业总收入	18304	19114	20413	22103
每股收益	2.17	3.08	3.56	4.13	营业成本	13525	13842	14727	15915
每股净资产	12.68	14.97	17.67	20.85	毛利率%	26.1%	27.6%	27.9%	28.0%
每股经营现金流	1.52	2.10	2.58	3.14	营业税金及附加	190	191	204	221
每股股利	0.68	0.79	0.87	0.95	营业税金率%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%
价值评估 (倍)					营业费用	2822	2820	2998	3215
P/E	12.37	8.74	7.55	6.50	营业费用率%	15.4%	14.8%	14.7%	14.5%
P/B	2.12	1.80	1.52	1.29	管理费用	980	1005	1072	1150
P/S	0.60	0.57	0.54	0.49	管理费用率%	5.4%	5.3%	5.2%	5.2%
EV/EBITDA	7.84	9.41	7.40	5.53	EBIT	758	1221	1375	1563
股息率%	2.5%	2.9%	3.2%	3.5%	财务费用	135	155	144	117
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	0.7%	0.8%	0.7%	0.5%
毛利率	26.1%	27.6%	27.9%	28.0%	资产减值损失	-289	-280	-280	-280
净利润率	4.8%	6.5%	7.1%	7.6%	投资收益	596	611	672	726
净资产收益率	17.1%	20.5%	20.1%	19.8%	营业利润	998	1445	1674	1946
资产回报率	5.1%	7.1%	7.7%	8.3%	营业外收支	2	10	10	10
投资回报率	6.8%	10.2%	10.6%	11.2%	利润总额	1000	1455	1684	1956
盈利增长 (%)					EBITDA	1525	1281	1437	1626
营业收入增长率	-13.4%	4.4%	6.8%	8.3%	所得税	95	175	202	235
EBIT 增长率	-27.4%	61.2%	12.6%	13.6%	有效所得税率%	9.5%	12.0%	12.0%	12.0%
净利润增长率	-7.2%	41.6%	15.7%	16.2%	少数股东损益	21	30	35	40
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	883	1251	1447	1681
资产负债率	69.5%	64.6%	61.1%	57.2%					
流动比率	0.75	0.85	0.99	1.14	资产负债表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
速动比率	0.36	0.47	0.60	0.73	货币资金	2421	3246	4336	5556
现金比率	0.29	0.41	0.53	0.66	应收账款及应收票据	241	168	209	216
经营效率指标					存货	2297	2351	2421	2645
应收帐款周转天数	4.81	3.21	3.74	3.56	其它流动资产	1320	983	1159	1186
存货周转天数	61.98	62.00	60.00	60.67	流动资产合计	6279	6748	8126	9603
总资产周转率	1.06	1.09	1.08	1.09	长期股权投资	3041	3041	3041	3041
固定资产周转率	5.59	5.78	6.08	6.46	固定资产	3277	3307	3356	3423
					在建工程	6	11	21	31
					无形资产	183	173	163	151
					非流动资产合计	10925	10800	10713	10658
现金流量表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E	资产总计	17204	17548	18839	20261
净利润	883	1251	1447	1681	短期借款	1155	955	755	455
少数股东损益	21	30	35	40	应付票据及应付账款	3127	3110	3349	3604
非现金支出	1077	340	342	344	预收账款	21	15	18	19
非经营收益	-503	-627	-697	-762	其它流动负债	4114	3882	4092	4313
营运资金变动	-859	-140	-78	-28	流动负债合计	8418	7962	8215	8392
经营活动现金流	619	853	1048	1275	长期借款	0	0	0	0
资产	-212	-37	-59	-76	其它长期负债	3542	3381	3289	3200
投资	-486	0	0	0	非流动负债合计	3542	3381	3289	3200
其他	375	761	807	847	负债总计	11960	11343	11504	11592
投资活动现金流	-323	724	748	771	实收资本	407	407	407	407
债权募资	1616	-200	-200	-421	归属于母公司所有者权益	5157	6087	7182	8476
股权募资	61	0	0	0	少数股东权益	88	118	153	193
其他	-2856	-553	-505	-405	负债和所有者权益合计	17204	17548	18839	20261
融资活动现金流	-1179	-753	-705	-827					
现金净流量	-882	825	1090	1220					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 04 月 07 日; (2) 以上各表均为简表

资料来源: 公司年报 (2022), 海通证券研究所

信息披露

分析师声明

汪立亭 批发和零售贸易行业, 社会服务行业
李宏科 批发和零售贸易行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 以勤勉的职业态度, 独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息, 本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解, 清晰准确地反映了作者的研究观点, 结论不受任何第三方的授意或影响, 特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司: 小商品城, 爱美客, 千味央厨, 特海国际, 京东集团-SW, 天目湖, 广州酒家, 东软教育, 首旅酒店, 中国东方教育, 华熙生物, 九毛九, 海伦司, 永辉超市, 海底捞, 安克创新, 贝泰妮, 步步高, 重庆百货, 复星旅游文化, 周大生, 百胜中国, 美团-W, 雍禾医疗, 老凤祥, 锦江酒店, 王府井, 丸美股份, 力量钻石, 红旗连锁

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准: 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准, 报告发布日后 6 个月内的公司股价 (或行业指数) 的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅;	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在 10% 以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于 -10% 及以下;
		无评级	对于个股未来 6 个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
2. 市场基准指数的比较标准: A 股市场以海通综指为基准; 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。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10% 以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平 -10% 与 10% 之间;
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 -10% 以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司 (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。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。在任何情况下, 本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

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、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险, 投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考, 不构成投资建议, 也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下, 海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易, 还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送, 未经海通证券研究所书面授权, 本研究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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容, 务必联络海通证券研究所并获得许可, 并需注明出处为海通证券研究所, 且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可, 海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。