

走出疫情恢复成长，改革深化持续助推多业态发展

——重庆百货首次覆盖报告

东方证券
ORIENT SECURITIES

核心观点

- **重庆综合零售龙头，混改完成焕新发展。**重庆百货成立于 1950 年，拥有超过 70 年的发展历史，深耕重庆地区，以百货业起家，逐步整合当地各类零售业态，发展成百货、超市、电器、汽贸多业务并行的区域综合零售巨头。随着 2020 年公司正式完成混改，管理层全面焕新，公司进入全新发展阶段。2020 年受疫情影响以及新收入准则实施导致会计层面的影响公司营收大幅下滑。2021Q1 公司营收 65.11 亿元，同比增长 25.22%，归母净利润 4.29 亿元，同比增长 147.49%，开始实现复苏。
- **百货行业：老树积极转型升级，仍可开出新花。**百货行业在中国发展历史较长，经历了 5 大发展阶段，进入了成熟期的瓶颈，在过去几年面临来自线上的巨大挑战。随着线上化红利逐步消散，行业面临的线上渗透压力有所缓解。通过全渠道建设、强化线下体验优势、积极转型自营、探索下沉市场机遇，百货行业积极转型，有望实现升级。
- **多业态齐头并进，占据核心区位强化竞争壁垒。**“成渝城市群”锚定第四增长极，具备消费增长潜力，公司作为区域龙头成长土壤肥沃。**百货业态：**公司以自有物业为核心资产，占据商流高点，门店数量稳定，坪效行业领先。**超市业态：**公司通过收购实现本土的整合，混改完成后，新进股东物美、步步高作为数字化先行者，积极赋能的同时实现区域协同，避免竞争内耗。**电器及汽贸：**维持区域领先优势稳健发展。**马上金融：**具有消费牌照优势，规模领先，盈利能力较强。公司持有 31.1% 的股权，以投资收益形成持续提供现金支持。

财务预测与投资建议

- 我们预测公司 2021-2023 年营收分别为 244.28、256.80、270.73 亿元，归母净利润分别为 10.91、12.37、13.46 亿元，根据可比公司给予 2021E 为 13XPE，对应 34.88 元/股，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示

- 行业竞争加剧；混改不及预期；马上金融业务不确定性；宏观经济变动

公司主要财务信息					
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	34,536	21,077	24,428	25,680	27,073
同比增长(%)	1.3%	-39.0%	15.9%	5.1%	5.4%
营业利润(百万元)	1,194	1,194	1,288	1,456	1,579
同比增长(%)	16.4%	-0.0%	7.9%	13.1%	8.4%
归属母公司净利润(百万元)	985	1,034	1,091	1,237	1,346
同比增长(%)	18.5%	4.9%	5.5%	13.4%	8.8%
每股收益(元)	2.42	2.54	2.68	3.04	3.31
毛利率(%)	18.1%	25.7%	25.2%	25.3%	24.9%
净利率(%)	2.9%	4.9%	4.5%	4.8%	5.0%
净资产收益率(%)	16.6%	15.6%	14.8%	14.9%	14.5%
市盈率	10.7	10.2	9.6	8.5	7.8
市净率	1.7	1.5	1.3	1.2	1.1

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测，每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

投资评级 买入 增持 中性 减持 (首次)

股价(2021年06月23日)	26.44 元
目标价格	34.88 元
52周最高价/最低价	34.57/22.98 元
总股本/流通A股(万股)	40,653/40,643
A股市值(百万元)	10,749
国家/地区	中国
行业	商业贸易
报告发布日期	2021年06月23日

股价表现	1周	1月	3月	12月
绝对表现	2.16	-9.25	-4.71	0.73
相对表现	2.61	-8.73	-4.05	-12.93
沪深300	-0.45	-0.52	-0.66	13.66



资料来源：WIND、东方证券研究所

证券分析师

项雯倩

021-63325888*6128

xiangwenqian@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860517020003

香港证监会牌照：BQP120

联系人

崔凡平

021-63325888*6065

cuifanping@orientsec.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

目 录

1 重庆综合零售龙头，混改完成焕新发展	6
1.1 百货业起家，成长为区域综合零售巨头	6
1.2 混改落地，管理层全面焕新	7
1.3 盈利企稳，新收入准则影响多项指标	9
2 百货行业：老树新花，转型升级	13
2.1 行业进入成熟瓶颈，线上渗透速度放缓	13
2.2 构建全渠道，强化线下体验	15
2.3 把握自营机会，重视下沉市场	18
3 占据核心区位，多业态齐头并进	21
3.1 重庆发展提速，消费潜力巨大	21
3.2 百货：自有物业核心资产，效率保持	23
3.3 超市：本土全面整合，混改股东加速赋能	25
3.4 汽贸板块：坪效稳步提升，毛利有待改善	28
3.5 马上消费金融：贡献持续的现金流	30
盈利预测与投资建议	33
盈利预测	33
投资建议	34
风险提示	34

图表目录

图 1: 重庆百货业务版图.....	6
图 2: 重庆百货上市后大事记	7
图 3: 混改完成前后公司股权结构变化	8
图 4: 重庆百货营收规模及增速	10
图 5: 重庆百货归母净利润规模及增速	10
图 6: 重庆百货各业态收入占比结构.....	10
图 7: 重庆百货地区收入占比结构	10
图 8: 重庆百货归母净利率及毛利率.....	11
图 9: 重庆百货期间费用率	11
图 10: 重庆百货资产减值损失及净利润.....	12
图 11: 重庆百货存货跌价损失.....	12
图 12: 中国百货行业发展大致经历的 5 个阶段	13
图 13: 中国百货行业市场规模及增速（亿元）	13
图 14: 中国百货、商超、线上的渠道市占率	14
图 15: 2020 年各国百货行业前五集中度	14
图 16: 中国百货行业 CR5 与 CR10 走势情况	14
图 17: 网络购物用户规模及增速	15
图 18: 实物商品线上销售额增速及总额占社零总额比重	15
图 19: 中国网上零售额及占社零总额比例.....	15
图 20: 中国网上零售额及增速	15
图 21: 中国奢侈品市场规模及增速	17
图 22: 中国消费者奢侈品消费渠道细分	17
图 23: 全球主要国家奢侈品市场规模及中国市场占比.....	17
图 24: 2019-2020 年不同品类奢侈品在消费者中的渗透率	17
图 25: 重点百货企业自营占总收入比例	19
图 26: 百货企业自营毛利率	19
图 27: 中国乡村人口规模.....	20
图 28: 中国城镇化率.....	20
图 29: 中国就业市场景气指数(CIER)	20
图 30: 恩格尔系数	20
图 31: 重庆市 GDP、GDP 增速及全国 GDP 增速	21
图 32: 重庆市社零总额同比增速及占全国社零总额比重	22
图 33: 重庆市及全国城镇化率	22

图 34: 北京、上海、重庆 GDP 增速对比.....	23
图 35: 北京、上海、重庆城镇化率对比.....	23
图 36: 百货行业主要上市公司营收规模 (亿元).....	24
图 37: 百货行业主要上市公司毛利率 (%).....	24
图 38: 重百百货板块各地区门店情况.....	24
图 39: 2020 年主要百货公司坪效对比 (万元/平方米).....	24
图 40: 重庆百货超市业务与其他超市毛利率对比.....	25
图 41: 重庆百货、永辉超市坪效对比 (万元/m ²).....	25
图 42: 重庆百货超市板块门店数量.....	26
图 43: 多点是国内领先的全渠道零售数字平台.....	27
图 44: 物美数字化业务流程.....	28
图 45: 步步高数字化运营 6+2 方法论.....	28
图 46: 重百汽贸代理品牌.....	28
图 47: 重百汽贸板块门店数量.....	29
图 48: 重百汽贸板块营收规模及占总营收比例.....	29
图 49: 汽贸板块坪效 (万元/平方米).....	29
图 50: 重百汽贸、广汇汽车、中升控股毛利率对比.....	29
图 51: 中国汽车售后服务市场规模 (十亿元).....	30
图 52: 消费金融行业规模及增速.....	30
图 53: 2010-2020 年各年新增获批持牌消费金融公司数量.....	31
图 54: 2019 年持牌消费金融企业资产规模 TOP10.....	31
图 55: 2019 年主要持牌消费金融公司营收情况.....	31
图 56: 马上消费金融股权结构.....	32
图 57: 重庆百货投资收益及占归母净利润比重.....	32
图 58: 马上消费金融核心技术发展历程.....	32
表 1: 重庆百货新一届董事会、管理层介绍.....	8
表 2: 重庆百货股权激励及股权回购计划进展情况.....	9
表 3: 重百百货板块主要经营模式.....	11
表 4: 重庆百货主要经营模式对比.....	12
表 5: 百货龙头全渠道布局情况.....	16
表 6: 互联网龙头入股线下商企践行新零售.....	16
表 7: 部分重点百货企业 2018 年起在门店加入的体验元素.....	18
表 8: 推动成渝经济圈发展主要政策文件.....	21
表 9: 重庆百货营业收入前十百货门店自有物业情况.....	23
表 10: 重庆百货整合重庆地区超市情况.....	25

表 11：可比公司估值表（2021 年 6 月 23 日）34

1 重庆综合零售龙头，混改完成焕新发展

1.1 百货业起家，成长为区域综合零售巨头

西南地区综合零售龙头企业，多业态协同发展。重庆百货成立于 1950 年，1996 年在上交所上市，是重庆市最早的国有商业企业和第一家商业上市公司。公司早期立足重庆地区，目前已经发展成为跨区域多业态的综合零售商，现阶段形成百货、超市、电器、汽贸等多业态经营格局，门店布局重庆及周边 38 个区县、四川、贵州和湖北等地。截至 2020 年末，公司门店达 309 家，其中重庆地区百货业态、超市业态、电器业态、汽贸业态分别为 54 家、179 家、45 家和 31 家，阜外门店达 28 家。公司旗下拥有重庆百货、新世纪百货、商社电器、商社汽贸等著名商业品牌，在重庆市当地具有较高知名度和消费者信赖度。2020 年公司控股股东重庆商社混改落地后，引进物美、步步高两大战略投资者，发挥三者协同效应，将进一步提升公司市场辐射影响力。

图 1：重庆百货业务版图



资料来源：公司公告，东方证券研究所

重庆百货前身最早可追溯至成立于 1920 年的宝元通，发展至今已有百年历史。1950 年宝元通转为国营，公司前身重庆百货大楼正式成立，标志着重庆乃至西南地区第一家国营零售商店诞生。进入市场经济时期，重庆百货于 1992 年实施股份制改革，1996 年在上交所成功上市。上市后，重庆百货经历四个发展阶段：

1) 深耕重庆商圈时期 (1996-2005)：深耕重庆地区，加速连锁商场发展。公司按“重庆主城区——重庆中心城区——重庆周边县区”的次序进行发展，实现由点到线到面的辐射式发展。1996-2000 年，阳光商场、杨家坪商厦、南丰商场、沙坪商场、璧山商场先后开业。2004 年，公司正式成立超市、电器连锁公司，实现专业化连锁经营。

2) 拓展新区域时期 (2006-2011)：重庆地区连锁布局，发展初见成效。2006 年起，外资零售公司沃尔玛、家乐福等进入重庆市场，重庆地区零售行业竞争激烈。公司积极开拓新市场，向重庆市外扩展。2006 年 1 月，遵义商场开业，公司正式将业务扩展至西南地区。2007 年，广安商场开业，标志着公司正式进入四川地区。

3) 资源整合时期 (2012-2014)：新世纪百货及商社电器注入重庆百货，公司完成业态深度整合，推行百货、超市、电器事业部制，减少内部同业竞争。例如，2013 年完成电器、超市事业部的信息系统整合切换，初步构建起公司统一的会员卡和提货卡的系统应用平台。

4) 转型发展时期 (2015-至今)：电商兴起对传统零售行业造成冲击，重庆百货积极寻求转型，布局消费金融、购物中心等新兴业态。2015年，马上消费金融正式开业(重庆百货目前持股 31.06%，为第一大股东)。2016年，商社汽贸并入公司，至此完成四大零售业务板块布局。2019年，多点智能购在公司各超市门店上线。2020年，商社集团混改正式完成，引进物美和步步高两大战略投资者。

图 2：重庆百货上市后大事记



资料来源：公司官网，东方证券研究所

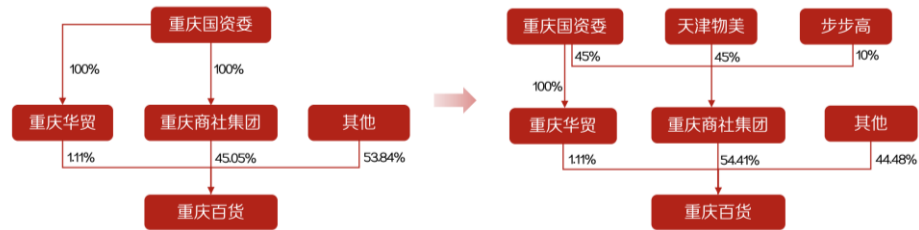
1.2 混改落地，管理层全面焕新

混改历时三年终落地，重庆国资委、物美、步步高共同持股。重庆百货 2016 年 10 月初次尝试混合所有者改革，到 2020 年 3 月混改终成功落地，其中经历了三次尝试，展现公司进行改革的决心。重庆百货三次混改历程梳理如下：

1) 第一次混改方案：2016 年 10 月，计划向物美投资、步步高及重庆华贸以 23.81 元/股定增发行 2.05 亿股，定增完成后商社集团、物美集团、步步高及重庆华贸将分别持有公司股权比例 29.95%、21.32%、10.91%和 2.27%。该方案获得重庆国资委通过，但在 2017 年定增新规影响下，该预案未能完成。

2) 第二次混改方案：2017 年 10 月，重庆百货公告拟引进战略投资者推进商社集团开展混改，但由于条件不够充分、方案论证不足，最终决定终止该方案。

3) 第三次混改方案：2018 年 4 月，商社集团混改方案获重庆市人民政府同意。2019 年 6 月，确认混改方案以增资方式进行，物美、步步高分别以 70.75 亿元、15.72 亿元通过重庆联合产权交易所竞买重庆商社 45%、10%的股权。混改完成后，重庆商社股权结构变更为重庆市国资委、物美、步步高分别持股 45%、45%和 10%，无任何一个股东可单独实现对商社集团和重庆百货的实际控制。

图 3：混改完成前后公司股权结构变化


资料来源：公司公告，东方证券研究所

董事会&管理层重大变更，激发经营活力。混改完成后，商社集团董事会、重庆百货管理层均发生重大变更。**董事会方面**，重庆国资委、物美&步步高系在董事会席位占比分别为 40%、60%。物美集团创始人及董事长张文中先生出任重庆商社集团董事长，新一届董事会构成显示国资及战略投资者之间相互制衡的结构。物美、步步高同属零售行业，与重庆百货经营业务类似，三方联手有助于进行资源整合互补。**管理层方面**，原商社集团及重庆百货董事长何谦先生出任公司总经理，马上消费金融创始人赵国庆先生出任公司副董事长，助力公司在数字化技术、新零售领域转型升级。多点科技合伙人乔红兵先生分管公司超市事业部，将激发超市业态经营活力。

表 1：重庆百货新一届董事会、管理层介绍

姓名	公司职务	任期起始日	背景
张文中	董事长	2020/10/16	物美集团&多点 DMALL 创始人、董事长
张路闽	董事	2020/10/16	物美科技首席投资官
杨雨松	董事	2020/10/16	重庆渝富控股集团有限公司党委委员、副总经理
田善斌	董事	2020/10/16	重庆渝富控股集团有限公司投资运营事业部总经理
王填	董事	2020/10/16	步步高董事长兼总裁
何谦	董事、总经理	2014/4/18	曾任重庆商社、重庆百货董事长
赵国庆	副董事长	2020/10/16	马上金融创始人兼 CEO
王欢	副总经理	2020/3/27	百货事业部总经理
乔红兵	副总经理	2020/3/27	物美副总裁，多点科技合伙人、CIO
王金录	财务负责人	2020/3/27	物美集团计财部副总监

资料来源：公司公告，东方证券

股权激励、股权回购同步推进，充分激发员工积极性。2020 年 4 月 22 日，公司发布高管增持股份计划，总经理何谦、副董事长赵国庆等 9 名高管人员拟在 6 个月内增持不低于 10 万元、不高于 300 万元的公司股票。2020 年 4 月 26 日，商社集团启动员工持股计划，激励对象包括商社集团及所属企业管理层和核心骨干；4 月 27 日，公司公告公布后期实施员工持股或股权激励计划的股票回购计划，拟以自有或自筹资金回购不超过 2032 万股，占当前总股本的 5%。股权激励计划未来将进一步扩展至员工，建立和完善员工与公司的利益共享机制，充分调动公司上下积极性和创造性。截至 2021 年 4 月底，重庆百货累计已回购 6700 万股，占公司当前总股本比重为 1.65%。

表 2：重庆百货股权激励及股权回购计划进展情况

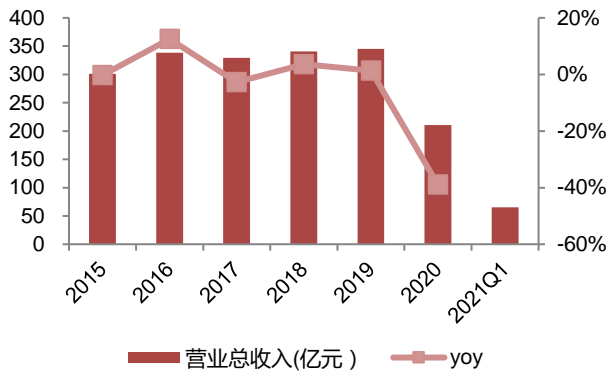
时间	公告文件	具体内容
2021/5/7	《关于以集中竞价交易方式回购股份的进展公告》	回购情况： 截至 2021 年 4 月底，公司已累计回购股份 6,700,482 股，占公司总股本的比例为 1.6482%，购买的最高价为 29.25 元/股、最低价为 26.26 元/股，已支付的总金额为 188,370,964.74 元
2020/12/22	《关于首次以集中竞价交易方式回购股份的进展公告》	回购情况： 2020 年 12 月 21 日，公司通过集中竞价方式首次回购股份 114,500 股，已回购股份占公司总股本的比例 0.0282%，购买的最高价为 29.25 元/股、最低价为 26.26 元/股，已支付的总金额为 3,339,064.00 元。
2020/10/13	《关于公司部分董事、监事、高级管理人员增持公司股份计划的进展公告》	截止目前，增持主体尚未增持股份。鉴于对公司未来发展的信心，增持主体仍按照《关于公司部分董事、监事、高级管理人员增持公司股份计划的公告》，继续实施本次增持计划。
2020/7/14	《关于以集中竞价交易方式回购股份的回购报告书》	本次回购股份于 2020 年 6 月 30 日召开的 2019 年年度股东大会审议通过
2020/4/27	《关于以集中竞价交易方式回购股份方案的公告》	拟回购的数量： 不超过 2,032 万股，不超过公司当前总股本的 5% 拟回购的价格： 不高于 30 元/股 拟回购的资金总额： 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，不低于 3.05 亿元
2020/4/22	《关于公司部分董事、监事、高级管理人员增持公司股份计划的公告》	拟增持股份的金额： 每人增持金额不低于人民币 10 万元，不超过人民币 300 万元。 本次拟增持股份的价格： 本次增持计划价格不超过 30 元/股。 增持计划的实施期限： 自本公告披露之日起 6 个月内。

资料来源：公司公告，东方证券

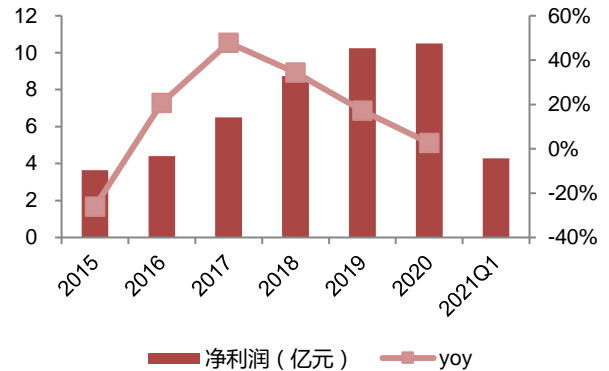
1.3 盈利企稳，新收入准则影响多项指标

营收规模增长承压，归母净利润企稳增长。受消费者需求、消费行为变化影响，重庆百货 2015 年以来业务进行转型探索，门店增速放缓，主营业务有所承压。2015-2020 年，公司营业收入增长率分别为-0.20%、12.52%、-2.75%、3.55%、1.33%和-38.97%。公司 2020 年营业收入大幅下降主要受会计准则调整和新冠疫情影响所致。2021Q1，公司营业收入达 65.11 亿元，同比增长 25.22%，

业绩有所复苏。受益于公司近年来对新兴业态的布局，参股马上消费金融贡献的投资收益等，2015年-2020年公司归母净利润保持稳健增长。2020年实现归母净利润10.51亿元，保持着2.62%的同比正增长，2021Q1，重庆百货实现归母净利润4.29亿元，同比增幅达到147.49%，净利率提升至6.59%，盈利能力明显提高。

图 4：重庆百货营收规模及增速


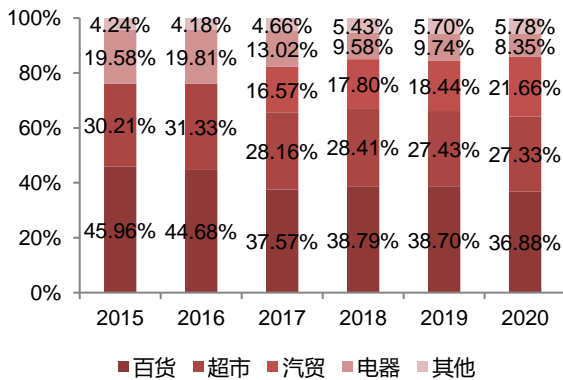
资料来源：公司公告，东方证券研究所

图 5：重庆百货归母净利润规模及增速


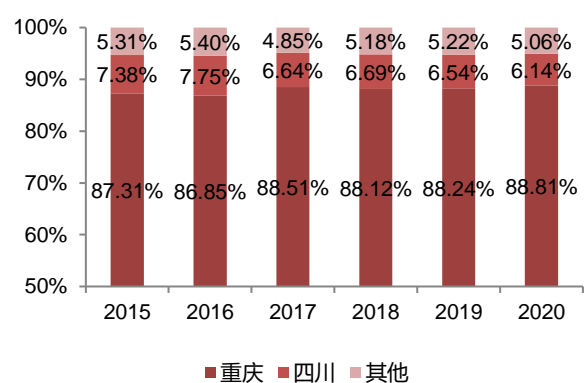
资料来源：公司公告，东方证券研究所

分业态来看，百货及超市业态两大传统业态是公司最为重要的收入来源。2015-2020年百货业态收入占比始终保持在35%以上，超市业态收入占比保持在27%以上，此外公司新增的汽贸业态对收入贡献占比明显提高，2020年占比为21.66%。

分地区来看，重庆地区为公司贡献主要收入。2015-2020年收入占比稳定在88%左右，2020年重庆地区收入占比达88.81%，四川地区是公司次要发展区域，2020年收入占比达6.14%。

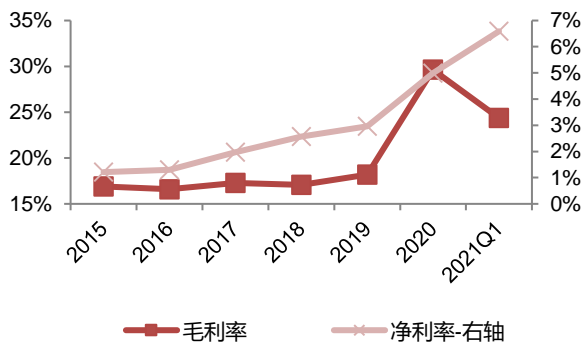
图 6：重庆百货各业态收入占比结构


资料来源：公司公告，东方证券研究所

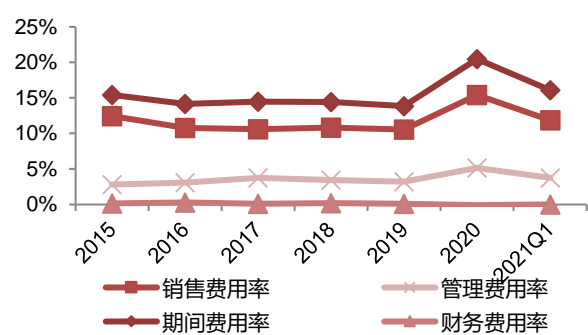
图 7：重庆百货地区收入占比结构


资料来源：公司公告，东方证券研究所

盈利能力持续增强，费用率改善趋势明显。2015-2020年，公司综合毛利率与归母净利率均呈现稳步提升趋势。综合毛利率由2015年16.90%提升至2020年29.63%，净利率由2015年1.21%提升至2020年4.99%，2021Q1公司综合毛利率与净利率分别为24.38%、6.59%。公司综合毛利率大幅提升主要是在新收入准则下，由于公司百货业务绝大部分采用联销模式，适用净额法确认收入，即根据商品出售价格按一定比例获取佣金，百货业务毛利率大幅上升。公司费用控制能力有所提升，除去2020年受疫情影响，期间费用率下降趋势明显，2015-2019年分别为15.44%、14.17%、14.46%、14.44%和13.86%。其中，销售费用率分别为12.47%、10.78%、10.62%、10.84%和10.55%，各年均稳步下降，体现了公司管理效率的提升。2021Q1，重庆百货期间费用率为16.12%，销售费用率为11.86%，同比分别下降4.37pct、3.67pct。

图 8：重庆百货归母净利率及毛利率


资料来源：公司公告，东方证券研究所

图 9：重庆百货期间费用率


资料来源：公司公告，东方证券研究所

公司百货业务主要商业模式为经销与联营，新收入准则导致较大变化。公司在百货业务方面采用四种不同的经营模式，分别为经销、代销、联营和租赁，其中经销与联营为最主要的商业模式，2020年贡献销售额分别为202.84亿元、128.07亿元。在经销模式下，公司对制造商或者代理商的产品进行买断自主经营，承担存货风险和相关的销售费用，通过购销差价获得利润；在联营模式下，品牌方进行具体日常经营，公司对商场整体运营管理，收取场地使用费、物业管理费和销售额固定比例返点作为利润来源。在新收入准则规定中，采用联营模式的百货公司在销售过程中承担代理人角色，按照净额法确认收入，导致2020年公司营业收入和营业成本均下降99.42亿元，百货板块毛利率由15.50%提升至66.79%。

表 3：重百百货板块主要经营模式

经营模式	面积 (万平方米)	销售额 (亿元)
经销	87.42	202.84
代销	3.48	8.10
联营	109.05	128.07
租赁	13.04	0.91
其他	19.05	4.29
合计	232.04	344.20

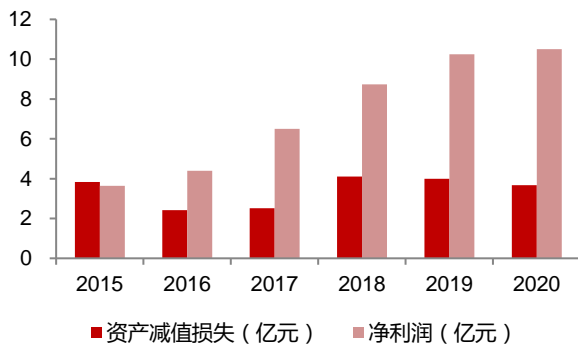
资料来源：公司公告，东方证券

表 4：重庆百货主要经营模式对比

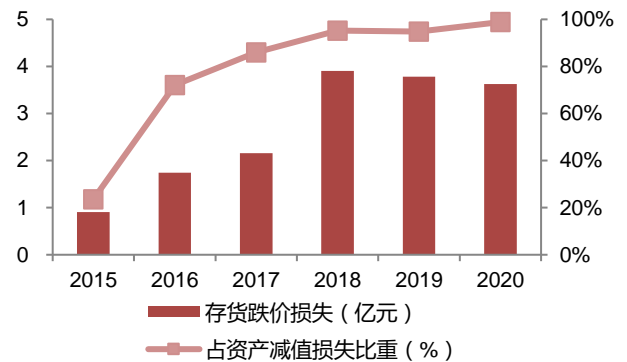
经营模式	利润来源	核心特征	毛利率	新收入准则影响
经销	商品购销差价	公司全额承担商品所有权相关的风险收益	20%-30%	无影响
联营	保底+商品销售扣点	商品未出售前，所有权归属品牌方，公司不承担存货风险	-	在新收入准则下，公司在销售过程中承担代理人角色，按净额法确认收入，导致收入与成本均下降，毛利率有所提升

资料来源：公司公告，东方证券

主要由存货产生资产减值损失，未来管理改善后对利润有正向影响。自 2015 年起，公司每年均计提大额的资产减值损失，2015-2020 年分别为 3.84 亿元、2.41 亿元、2.51 亿元、4.10 亿元、3.99 亿元和 3.67 亿元，占每年净利润比重近 50%。公司计提的资产价值损失主要为存货跌价损失，占比分别为 23.76%、72.20%、85.66%、95.12%、94.84%和 98.86%。随着公司管理的全面焕新，对于存货管理的能力预计改善，从而对利润产生正面影响。

图 10：重庆百货资产减值损失及净利润


资料来源：公司公告，东方证券研究所

图 11：重庆百货存货跌价损失


资料来源：公司公告，东方证券研究所

2 百货行业：老树新花，转型升级

2.1 行业进入成熟瓶颈，线上渗透速度放缓

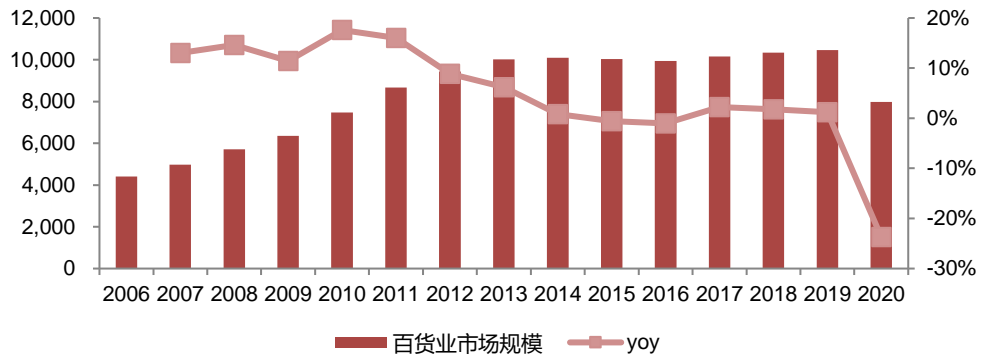
百货业进入成熟期，面临发展瓶颈。中国百货行业自 1978 年商品解禁以来，行业自身的发展大致历经了 40 年发展沉浮，大致可分为五个阶段。百货行业目前正处于第五阶段，购物回归线下，迎来新一轮的复苏。随着经济增长、地产造富效应等推动下的消费回暖，叠加电商红利逐渐丧失，以及消费者对线下购物体验的重视，百货公司纷纷在 2016 年开始实现了较好的同店增长。根据零售生命周期理论以及结合世界多数发达国家的百货业发展历程分析，目前我国百货百货业已经进入成熟期，传统百货业面临着转型。

图 12：中国百货行业发展大致经历的 5 个阶段



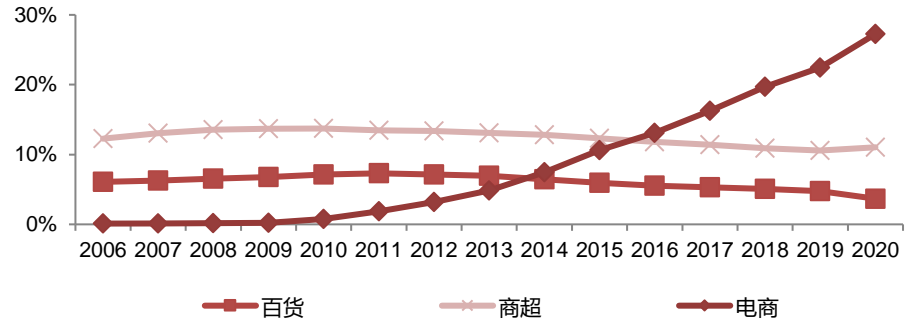
资料来源：公司公告，东方证券研究所

图 13：中国百货行业市场规模及增速（亿元）



资料来源：Euromonitor，东方证券研究所

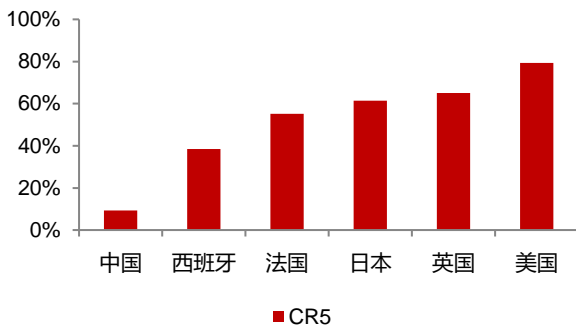
图 14：中国百货、商超、线上的渠道市占率



资料来源：Euromonitor，东方证券研究所

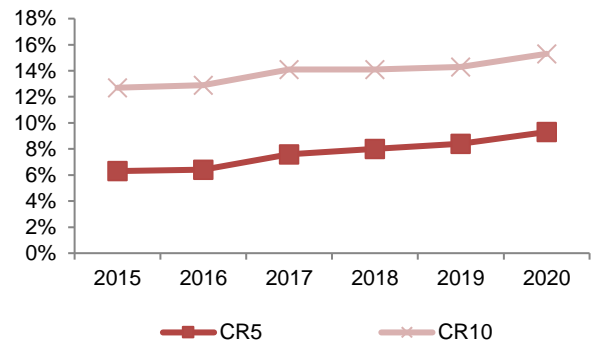
百货行业行业集中度较低，有提升空间。国内百货零售行业向现代化经营模式转变的时间尚短，在全国范围内尚未形成具有较高市场地位的垄断性百货零售企业，行业整体集中度呈现上升趋势，但相比较日本、美国、英国而言仍然处于较低的水平。欧睿统计数据显示，2020 年百货行业 CR5 和 CR10 分别为 9.3%和 15.3%，市占率最高的王府井占比为 2.4%，国内行业集中度仍有提升空间。

图 15：2020 年各国百货行业前五集中度



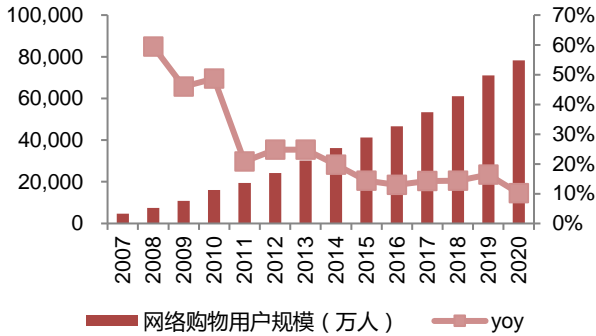
资料来源：Euromonitor，东方证券研究所

图 16：中国百货行业 CR5 与 CR10 走势情况

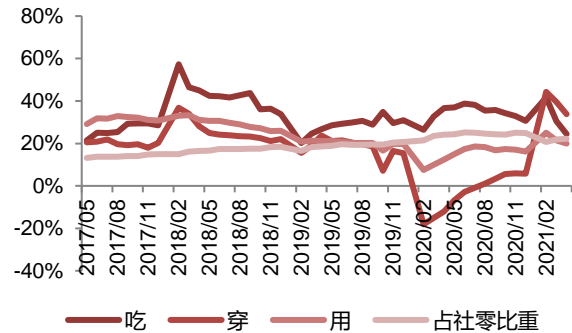


资料来源：Euromonitor，东方证券研究所

实物线上消费规模及网络购物消费者规模增长趋缓，百货主要品类线上渗透将放缓。从实物线上消费规模来看，截至 2021 年 4 月，实物网上零售额占社会消费品零售总额的比重达到 22.2%，线上渗透率在 2020 年 6 月达到峰值 25.2%，居民的实物商品线上消费明显放缓。此外，近年来我国网络购物消费者规模增长也明显趋缓，进入平稳发展阶段，2020 年增速为 10.16%。伴随着用户规模增长趋缓，公域流量已经逐渐见顶，流量的边际获取成本提高。根据微信这一国内最大的即时通讯软件 MAU 变化情况来看，近两年微信 MAU 基本在 10-11 亿的规模波动，新客户增长陷入瓶颈。线上流量红利期已经基本结束，线下消费需求处于恢复通道，百货的主要品类线上渗透率也将进一步放缓，促进线下消费的提升。

图 17：网络购物用户规模及增速


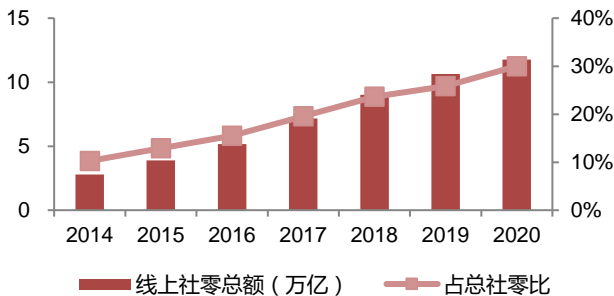
资料来源：中国互联网络信息中心，东方证券研究所

图 18：实物商品线上销售额增速及总额占社零总额比重


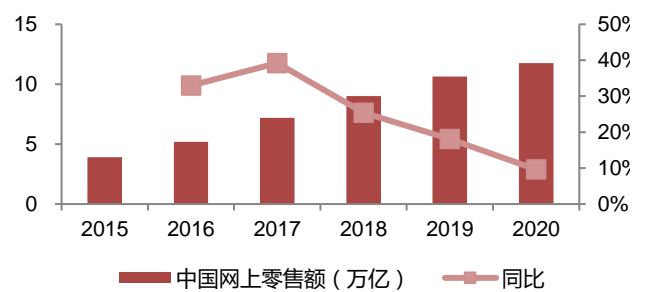
资料来源：国家统计局，东方证券研究所

2.2 构建全渠道，强化线下体验

百货行业线上线下融合初见成效，企业并购重组持续深化。数字化经济的发展下，线上零售额占据较大比重，截至2020年，中国网上零售额达到11.8万亿元，占社会消费品零售总额比重达到30%。随着网购市场增速放缓、流量红利消退，技术与百货零售业需求紧密结合，缩短着线下门店与线上购物平台的差距，全面助推新百货业态。实体零售与电商企业双线融合，更多的电商巨头都陆续介入了实体零售企业的投资与合作，同时不少实体零售商还自建线上线下融合平台。2014年，王府井集团面对风起云涌的互联网时代，提出以创新为旗帜，开启“第三次创业”浪潮。大润发在多年前就开始打造飞牛网。百联有数千家线下网点，可用线下优势开拓O2O全渠道平台。向上游延伸，在供应链上延伸。

图 19：中国网上零售额及占社零总额比例


资料来源：国家统计局，东方证券研究所

图 20：中国网上零售额及增速


资料来源：国家统计局，东方证券研究所

表 5：百货龙头全渠道布局情况

企业名称	PC 端	移动端	社交零售	跨境电商/体验店
银泰商业	银泰网，入驻天猫设有银泰百货/精品/海外/旗舰店	银泰网/西有/喵街/喵货	喵客	西有/西选
天虹商场	虹领巾	虹领巾	微品	虹领巾/体验店
步步高	云猴网	云猴	云猴小店	云猴全球购
友阿股份	友阿特品汇/奢品汇/海外购	友阿微店	友阿微店	友阿海外购
王府井	王府井网上商城	王府井百货		
大商股份	天狗网	天狗		
百联股份	百联商城(BL.COM)	i百联		i百联

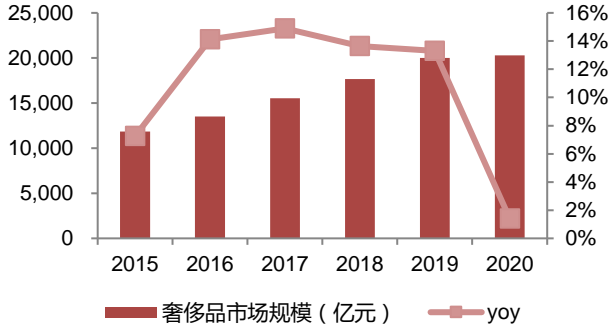
资料来源：公开资料整理

表 6：互联网龙头入股线下商企践行新零售

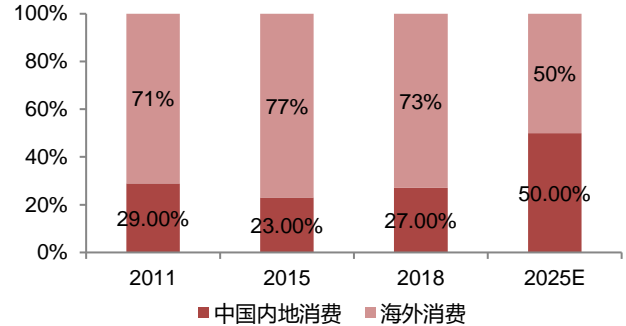
互联网龙头	线下商业布局业态	入股公司	融合进展
阿里巴巴	全国性百货/购物中心	银泰商业	持股 27.82%，第一大股东；私有化推进中
	区域超市	三江购物	拟三步实现持股 35%
	全国性百货	百联股份	投资 10 亿打造“逸刻便利”
	电器连锁	苏宁易购	出资 283 亿元入股苏宁 19.99%
易果生鲜	零售巨头	高鑫零售	最终获得高鑫零售 71.98% 股份
	区域超市	联华超市	以 8.5 亿元持股 21.17%
京东商城	全国超市	永辉超市	持股 10%
	全国超市	沃尔玛	达成资本和业务层面的合作，将 1 号店 100% 股权注入京东，持有京东 5% 股份
腾讯	全国超市	永辉超市	持股 15%，成为第二大股东
	零售连锁	步步高	持股 6%

资料来源：公开资料整理

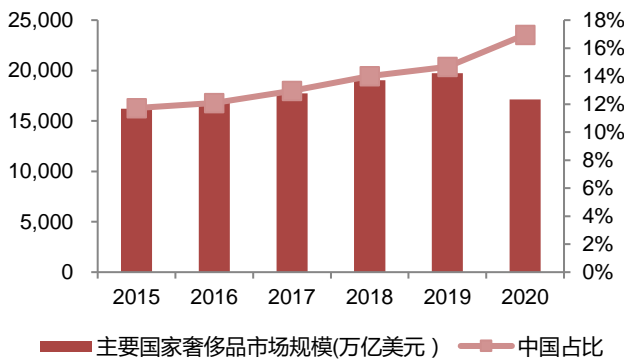
高端商品消费回流，偏好线下购买。百货购物中心购物体验好于线上，对于高端商品优势明显。目前在我国的线下消费市场中，高端配饰、化妆品以及奢侈品门店基本都位于百货或者购物中心内。网购与直营连锁店对这部分替代性不强，整体占比仍处于较低水平。我国高端商品消费逐年增加，截至 2020 年，我国奢侈品市场规模达 20,282 亿元，未来消费潜力巨大。政策方面利好百货零售业，促进进口关税下调，此外《电子商务法》的出台在一定程度上限制海外代购，也促进线上线下相对公平，有利于高端商品消费的回流。越来越多的中国消费者选择在内地市场购买奢侈品。2018 年，中国消费者在内地的奢侈品消费比例由 2015 年的 23% 上升到 27%。

图 21：中国奢侈品市场规模及增速


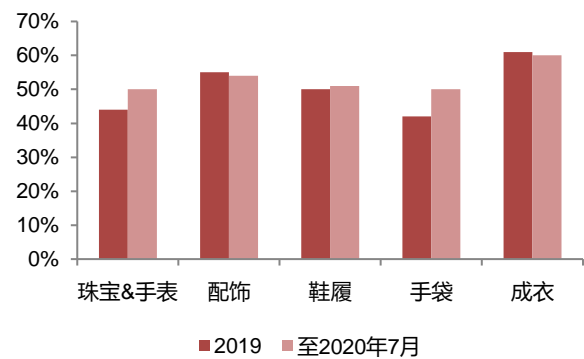
资料来源：Euromonitor，东方证券研究所

图 22：中国消费者奢侈品消费渠道细分


资料来源：前瞻产业研究院，东方证券研究所

图 23：全球主要国家奢侈品市场规模及中国市场占比


资料来源：Euromonitor，东方证券研究所

图 24：2019-2020 年不同品类奢侈品在消费者中的渗透率


资料来源：贝恩，前瞻产业研究院，东方证券研究所

百货业态强调体验，强化线下流量需求。95 后和 00 后消费占比逐步增加，成为消费的主导力量。年轻人的消费自我意识强，需求变化快，更加注重过程的体验和个性化的需求。懒人消费、粉丝经济、购物的及时化等是新的消费行业发展趋势。ip、艺术、文化、娱乐、餐饮，包括亲子等等这种各种各样的体验式的元素，会越来越多地融入到百货当中。消费者体验正在替代商品售卖，成为消费者到购物中心的一个主要驱动力。同时以精细化的运营替代传统的资源依赖也成为购物中心可持续发展的一个重要驱动力。百联创新体验中心正在通过人工智能逐步实现人脸识别入店、虚拟购物、动线观测、智能地垫。百货公司同样在实体店中应用了新技术，其中 83.4%在商店内设置了免费 Wi-Fi，37.1%设置了 QR 代码系统，19.9%已经启动了店内数字目录，9.3%引入了虚拟试衣镜，旨在通过采用实体店的技术来增强顾客的购物体验并更好地与他们接触。

表 7：部分重点百货企业 2018 年起在门店加入的体验元素

百货	体验元素
巴黎春天淮海路店	将网红品牌艺术科技等年轻人喜欢的元素引进店内，打造成一个复合美学空间的智慧商业综合体。
上海新世界大丸百货	2018 年 7 月 13 日举办国内首个以动漫 IP 为中心的时尚潮流+作品展'EVAEXPO3.0'新世纪福音战士特展。 2018 年 12 月 15 日联手吉利集团旗下的铭泰文旅举办沉浸式体验亲子主题展《QSAFE 安全驾驶总动员》。
新世界百货望京店	打造以消费者体验为中心的亲子生活体验馆 - N+Kids 主题 IP 儿童街区。
广百百货	2018 年 6 月，全新概念母婴集合店 G-baby 于广百北京路店开业。希望通过建立精准妈妈社群开展形式多样的好玩有趣实用的宝宝课堂和亲子体验。

资料来源：公司官网，东方证券研究所

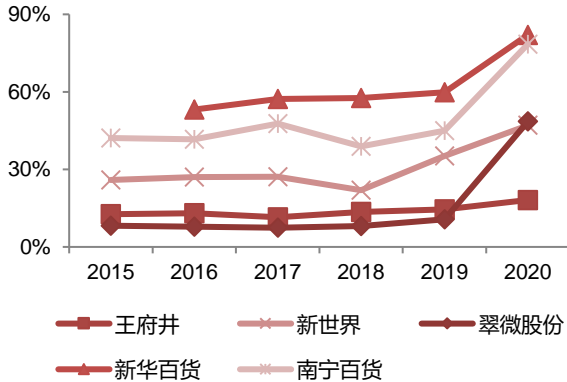
2.3 把握自营机会，重视下沉市场

自营不足 10%，未来提升空间大。“短平快”的联营模式使我国百货在过去二十年里实现了快速的发展布局，也同时为今天的行业困境埋下了伏笔。联营模式一方面使百货公司遭遇了毛利率天花板，毛利率始终维持在 20%左右，并有下降趋势；另一方面，使其始终未能习得对消费市场的敏锐度，以及对供应链的控制力，大部分百货企业的联营收入已占到总收入的 80%~90%。近年来，由于主流品牌商议价能力逐渐加强，房租、员工工资等成本不断上涨，再加上电商冲击导致的百货销售增长乏力，联营模式的收入空间不断被挤压，最终使得百货业销售净利率逐年下降。自营品牌的毛利率在 30%左右，并呈上升趋势，远大于联营模式下的毛利率。且相比于美、日百货行业，自营模式有巨大的发展空间，我国百货逐步提高自营比例是有前景的。

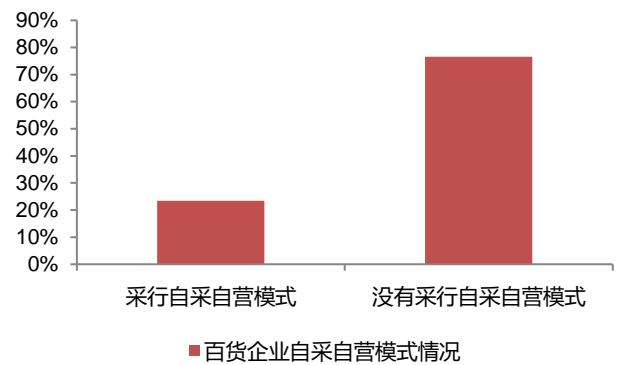
表 7：中国百货经营模式比较

模式	毛利率	收入占比	付款方式
联营	15%-20%	80%-90%	售后结算
租赁	60%-70%	5%-10%	预付款
经销	20%-30%	10%-15%	预付款
买断	30%-40%	10%-15%	预付款

资料来源：中国产业信息网，公司公告，东方证券研究所

图 25：重点百货企业自营占总收入比例


资料来源：公司公告，东方证券研究所

图 26：百货企业自营毛利率


资料来源：公司公告，东方证券研究所

百货企业发展创新业态，采取更多自采自营、自有模式。为寻求突破，国内不少百货开始探索自营之路，主动增加采取自营模式。当今消费者渴望更多独特和个性化的产品。因此，一些领先的百货公司积极开发自己的私人标签，涵盖从化妆品，服饰到家居产品，食品等多个类别。通过推出私人标签，百货公司经营者可以实施控制和监督制造和供应链，从而享有长期的竞争优势并确保更高的利润率。因此，很多传统百货企业都开始积极探索自采自营、尝试买手制、引入独家代理、开发自有品牌，加大特色品牌的采买比例等。

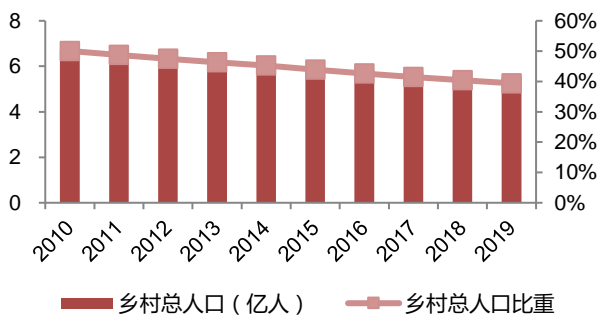
表 8：部分重点百货企业改变经营模式的尝试

企业	自有品牌
天虹股份	Rain 系列买手制百货自营平台，Rain&Color\Rain&Home\Rain&Kids 等
王府井	自主知识产权的文化创意品牌“王府井梦工厂”，生活集合店尚府
银泰百货	与伊索合作推出女装品牌店“Just in time”
南京新百	收购英国老牌百货 House of Fraser 89%股份
百联集团	高端多品牌店“The Balancing”，“淮海 TX”
万达百货	第一家万达精品店“万达精选”
百盛集团	首间独立美妆概念店 Parkson Beauty
新世界	积极拓展 N+优品系列和 LOL 原创生活概念店
金鹰商贸	自有品牌 G-LIFE 系列，G-MART\G-BEAUTY\G-PET 等
信誉楼百货	在食品、百货、珠宝、男装、女装等项目开发了 17 类自有品牌的商品

资料来源：公司公告，公司官网，东方证券研究所

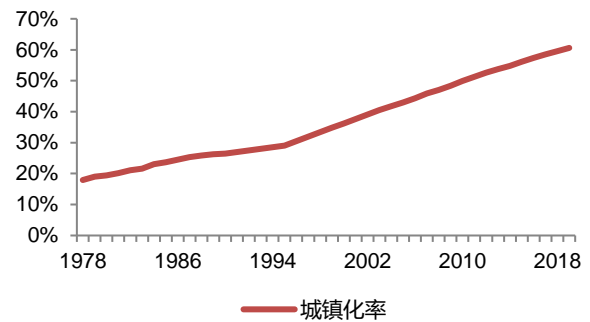
下沉市场的消费潜力巨大，源于多方因素。我国的城镇化率仍处稳定提升阶段，不断产生的“新城镇人口”随着生活、工作环境的改变产生新的需求。我国就业市场二三线城市的景气指数正在与一二线城市逐步靠拢，低线城市的就业吸引力、就业压力也将在消费层面逐步呈现。除此之外，中国城乡恩格尔系数也仍然处于不断下降过程中。多方因素的综合作用使得下沉市场出现巨大的待挖掘消费潜力。虽然电商过去几年中在下沉市场实现了快速的发展，但是社零总额中仍有约 75% 为线下消费。在挖掘下沉市场消费潜力的过程中，渠道端的格局不应是单边的，线下场景也会有新的机会与潜力等待被发现。

图 27: 中国乡村人口规模



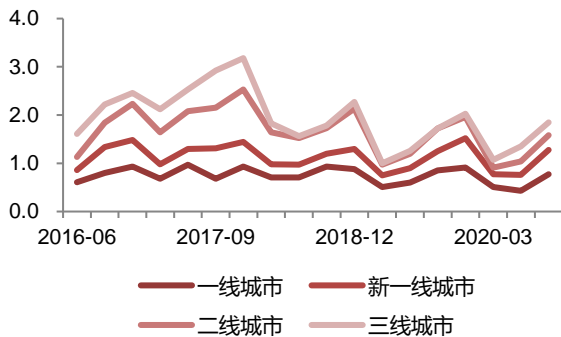
资料来源：国家统计局，东方证券研究所

图 28: 中国城镇化率



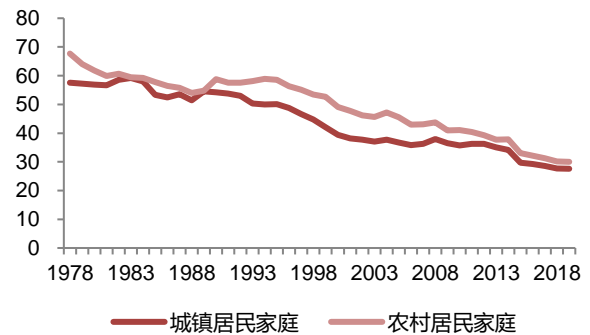
资料来源：wind，东方证券研究所

图 29: 中国就业市场景气指数(CIER)



资料来源：国家统计局，东方证券研究所

图 30: 恩格尔系数



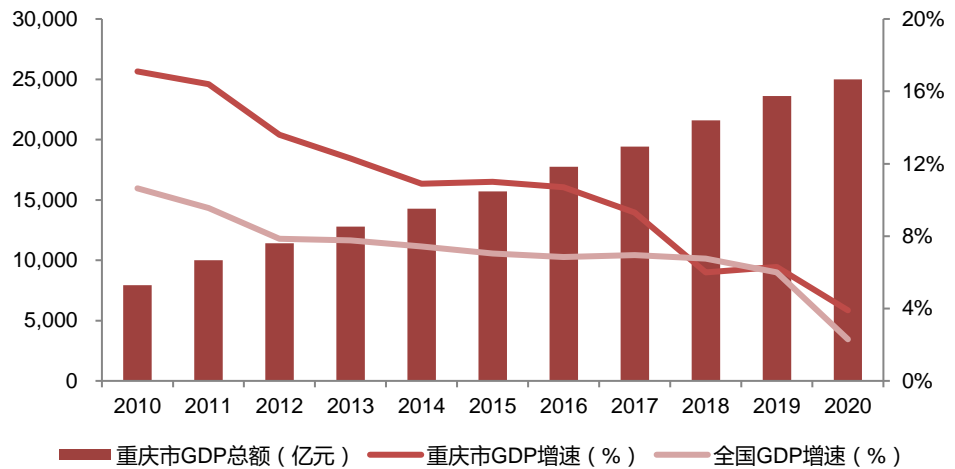
资料来源：CNNIC，东方证券研究所

3 占据核心区位，多业态齐头并进

3.1 重庆发展提速，消费潜力巨大

“成渝城市群”锚定第四增长极，经济发展进一步提速。重庆的经济体量在西部地区具有较大优势，2020年重庆市GDP总额为2.5万亿元，增速达3.9%，在疫情影响下增速依然高于全国平均水平。2021年3月，全国人大表决通过“第十四个五年规划”，提出优化提升京津冀、长三角、珠三角、成渝、长江中游等城市群，形成“两横三纵”的城镇化战略格局。成渝城市群正式成为重点发展的第一梯队，体现出国家层级的战略对重庆市核心地位的突出强调。重庆、成都两城政府也均出台相关政策方案，大力推动双城经济圈建设，将有利于促进区域经济协同、优势互补、高质量发展。叠加国家战略政策利好，重庆地区经济发展将提速增效。

图 31：重庆市 GDP、GDP 增速及全国 GDP 增速



资料来源：国家统计局，东方证券研究所

表 8：推动成渝经济圈发展主要政策文件

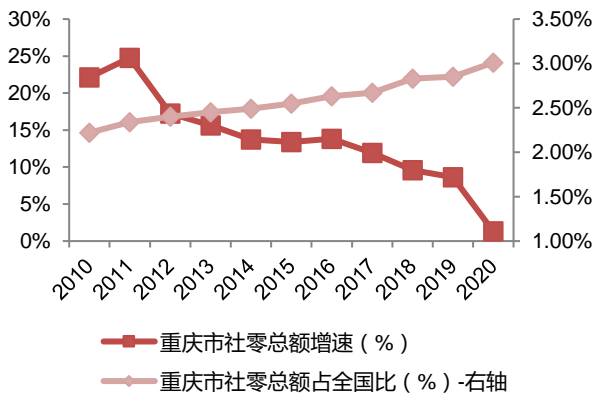
出台时间	政策文件/会议	主要内容	意义
2016/04	《成渝城市群发展规划》	1) 发展目标：到 2020 年，基本建成经济充满活力、生活品质优良、生态环境优美的国家级城市群。到 2030 年，实现由国家级城市群向世界级城市群的历史性跨越 2) 定位与布局：引领西部开发开放的国家级城市群，构建“一轴两带、双核三区”的空间格局	进一步提升成渝经济区战略定位
2020/01	中央财经委员会第六次会议	1) 发展目标：推动成渝地区双城经济圈建设，在西部形成高质量发展的重要增长极，打造内陆开放战略高地	首次提出“成渝双城经济圈”概念

2021/03	“十四五”规划文件	<p>2) 定位：成为具有全国影响力的重要经济中心、科技创新中心、改革开放新高地、高品质生活宜居地，助推高质量发展</p> <p>1) 发展目标：将成渝地区打造成带动全国高质量发展重要增长及新的动力源。</p> <p>2) 发展战略：重庆提出深入推动成渝地区双城经济圈建设，持续释放“一区两群”空间布局优化效应；四川提出以成渝地区双城经济圈建设引领“一干多支”建设</p>	首次将“成渝双城经济圈”提升至“国家第四增长极”的地位
---------	-----------	--	-----------------------------

资料来源：人民网，东方证券研究所

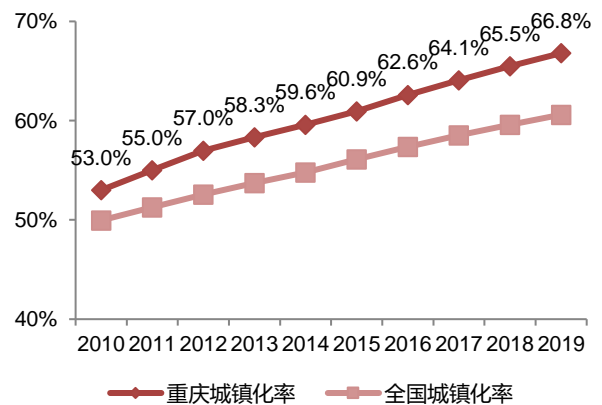
重庆市场消费能力位居全国前列，城镇化率逐年提升有利于零售业发展。重庆地区居民消费能力向来居于全国前列，2020年重庆市社会消费品零售总额达11,787.2亿元，位于国内40个主要城市的第三名，仅次于上海、北京，社零总额增速高于全国平均5.2pct。同时重庆市社零总额占全国社零总额比重稳步提升，2020年比重达3.01%，较2019年提升0.16pct。重庆市城镇化率近年来快速提升，从2010年53%提升至2019年66.8%，均高于同期全国平均水平。对比重庆与北京、上海的GDP增速和城镇化率水平，重庆市GDP增速领先北上平均2-3pct，但城镇化率距离北京、上海仍有较大差距，重庆市城镇化水平还有较大提升空间。城镇化率提升有利于增加潜在消费者及提升消费者的消费能力，利好重庆地区商贸零售行业和百货公司的发展，北京和上海地区的龙头百货公司，如王府井、百联股份2019年（2020年受疫情影响收入失真）收入规模分别达到267.89、504.59亿元，重庆百货未来仍有上升空间。

图 32：重庆市社零总额同比增速及占全国社零总额比重

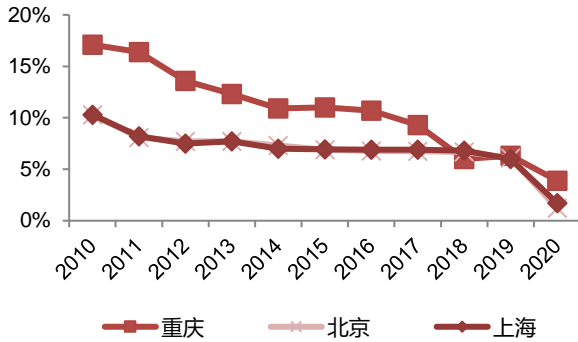


资料来源：国家统计局，东方证券研究所

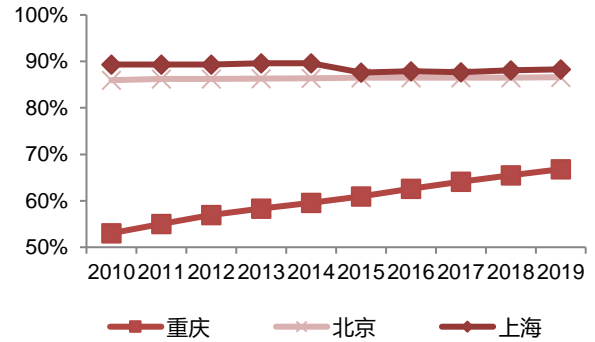
图 33：重庆市及全国城镇化率



资料来源：国家统计局，东方证券研究所

图 34：北京、上海、重庆 GDP 增速对比


资料来源：国家统计局，东方证券研究所

图 35：北京、上海、重庆城镇化率对比


资料来源：国家统计局，东方证券研究所

3.2 百货：自有物业核心资产，效率保持

自有物业遍布重庆核心商圈，具备区域品牌优势。截至 2020 年末，公司在重庆市共拥有 61 家自有物业门店，其中综合百货共 17 家，自有物业建筑面积达 35.97 万平方米。从 2020 年公司营收排名前十的百货门店来看，公司主要门店遍布重庆市解放碑、观音桥、沙坪坝等核心商圈，自有物业商业价值较高。受益于重庆市较快的经济增速及较高的居民消费能力，公司自有物业的市场价值有望持续提升。此外，公司旗下拥有“重庆百货”、“新世纪百货”两大中国驰名商标，在重庆市当地具有较高的知名度和美誉度，具备重庆区域品牌优势。

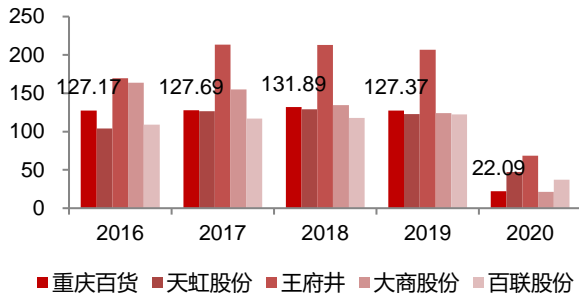
表 9：重庆百货营业收入前十百货门店自有物业情况

门店名称	门店地址	开业时间	自有物业面积 (万 m ²)
世纪新都	重庆市江北区观音桥建新北路 1 号	2001.04.29	6.27
瑞成商都	重庆市九龙坡区杨家坪商业步行街	2005.04.30	3.58
万州商都	重庆市万州区高笋塘太白路 2 号	2005.04.26	3.03
重百大楼	重庆市渝中区民权路 2 号	2001.12.22	2.78
涪陵商都	重庆市涪陵区兴华中路 34 号	2004.12.03	3.40
沙坪商场	重庆市沙坪坝区小新街 75#1-7	2007.09.13	2.67
渝北商场	重庆市渝北区义学路 2 号	2008.09.26	1.33

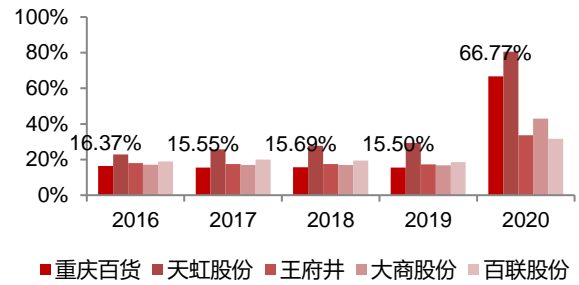
资料来源：公司公告，东方证券研究所

百货板块营收行业领先，毛利率触底反弹。公司百货板块营收规模体量较大，2016-2020 年百货板块营收规模分别为 127.17、127.69、131.89、127.37、22.09 亿元，近五年营收规模位于行业领先地位，2020 年百货板块收入较大降幅主要是由于会计政策调整所致(公司百货业务采用联营模式，执行新收入准则后按净额法确认收入)。从毛利率角度来看，公司 2016-2019 年毛利率在同行中

属于较低水平，2019年毛利率仅为15.5%，同期天虹股份毛利率达29.31%。2020年公司毛利率触底反弹，达到66.77%，除去会计政策调整的影响，公司毛利率也显著高于王府井、百联股份、大商股份的百货业务毛利率。

图 36：百货行业主要上市公司营收规模（亿元）


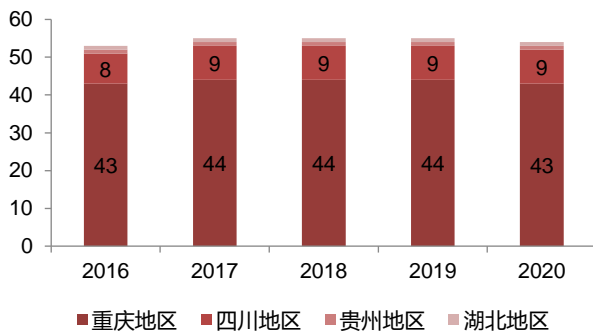
资料来源：公司公告，东方证券研究所

图 37：百货行业主要上市公司毛利率（%）


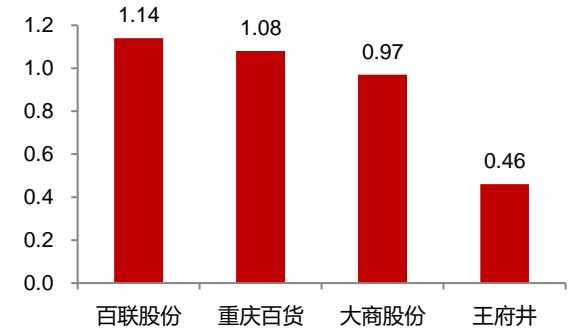
资料来源：公司公告，东方证券研究所

百货板块门店数量稳定，坪效处于行业前列。重百百货板块门店基本维持在55家左右，按经营区域划分2020年重庆地区为43家，四川地区为9家，湖北地区及贵州地区分别为1家，公司目前注重存量门店的调整和经营效率的提升。未来百货板块开店方向将重点发展类购物中心和购物中心，主要进入重庆地区新兴城市区域，如沙坪坝大学城、两江新区等，及四川南部和东北部空白市场的开拓。从坪效来看，重庆百货坪效水平领先同行，2020年百货门店重庆地区坪效达1.08万元/平方米，高于大商股份、王府井等百货公司。

线下盘活存量加强资源整合，线上推进数字化改造技术赋能。近年来，百货事业部注重提升存量门店经营效率，推动门店进行特色化调改，或转型购物中心，加强商业资源的对接、分级管理，加强资源整合，进一步提升百货板块线下经营效率。公司涉猎线上零售业务较早，2014年相继上线运营世纪购、世纪秀两大电子商务平台。近年来公司加强各销售环节数字化建设，技术赋能零售。2020年自建线上销售平台GMV达1342.5万元，总访问量为135.47万人次。

图 38：重百百货板块各地区门店情况


资料来源：公司公告，东方证券研究所

图 39：2020年主要百货公司坪效对比（万元/平方米）


资料来源：公司公告，东方证券研究所

3.3 超市：本土全面整合，混改股东加速赋能

重庆地区本土超市进一步整合，重庆百货龙头优势显现。重庆市商超零售行业早期由重庆本土超市和外资超市主导，随着永辉、盒马等外来品牌超市入驻，重庆本土超市受到冲击，如重客隆超市经营陷入困境。重庆国资委有意保护本土品牌，整合本土超市品牌，消除同业竞争压力，提升本土企业竞争实力。2010年重庆百货收购新世纪超市，2018年重庆百货托管重客隆超市，重庆本土实力较强的零售业公司基本完成合并。2020年，步步高宣布退出重庆市场，将合川步步高广场托管于重庆百货。经过三轮整合，重庆百货门店与客户数量进一步提升，公司实力明显提升，区域龙头地位更加稳固。

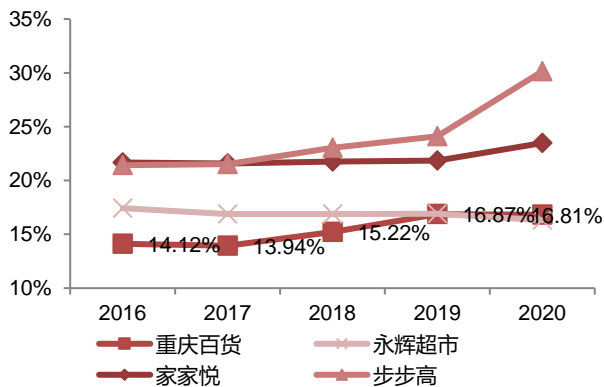
表 10：重庆百货整合重庆地区超市情况

日期	交易主体	交易结果
2010年	新世纪超市	新世纪超市被重庆百货收购
2018年	重客隆超市	重客隆被重庆百货托管，同时实际控制人为重庆商社集团
2020年	步步高	步步高退出重庆市场，合川步步高广场托管于重庆百货

资料来源：公司公告，东方证券

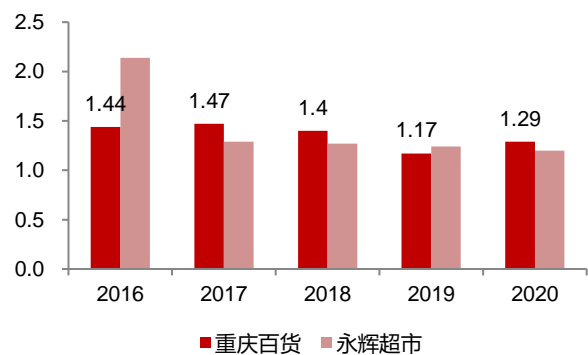
毛利率处于上升通道，坪效保持稳定。公司毛利率改善趋势明显，与永辉超市华西大区（重庆、四川、贵州、云南、陕西及湖北）对比，2016-2017年公司毛利率显著低于永辉超市华西大区毛利率水平，约为3pct；2018-2020年公司毛利率处于上升通道，2020年毛利率达到16.81%，已与永辉超市华西大区毛利率基本持平。但与步步高及家家悦相比，公司毛利率依然处于较低的水平，存在较大改善空间。2016-2020年，超市板块坪效分别为1.44、1.47、1.40、1.17和1.29万元/平方米，坪效保持稳定，整体来看高于永辉超市。2020年步步高集团战略持股公司控股股东商社集团，有望为重庆百货超市业务带来新的发展动力。

图 40：重庆百货超市业务与其他超市毛利率对比



资料来源：公司公告，东方证券研究所

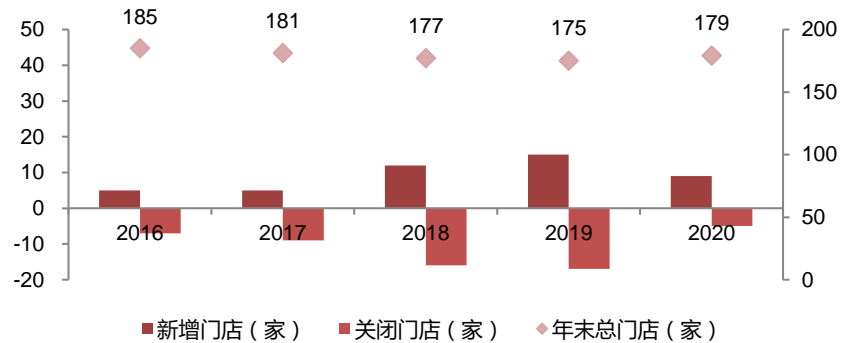
图 41：重庆百货、永辉超市坪效对比（万元/m²）



资料来源：公司公告，东方证券研究所

公司门店精简力度大，未来扩店具有较大潜在空间。自 2015 年以来，公司加强对超市事业部门店数量的优化改进，关闭扭亏无望或租约到期的门店，2015-2020 年，超市板块每年关闭门店分别为 4、8、9、16、17、5 家，近五年门店数量处于净减少状态，截至 2020 年末重庆百货的超市事业部门店总数为 179 家。关闭低效门店导致公司近年来营收规模略有下降，但单店销售额有所增加，存量门店经营效率有所提升。公司及时关闭经营不善的门店，为后续市场开拓减轻压力，未来扩店仍然具有较大增长空间。

图 42：重庆百货超市板块门店数量



资料来源：公司官网，东方证券研究所

仓储物流整合，稳步构建基础设施。重庆百货 2016 年起加大仓储资源整合力度，逐步形成“1+3+N”的仓储管理体系，以重庆主城区庆荣库和万虎库配送中心为主干，万州、涪陵、泸州区域配送网点为补充的仓储布局。截至 2020 年年末，公司总仓储面积达到 17.91 万平方米，其中自有物业面积达到 9.5 万平方米，占比达 53%。2020 年，公司仓储配送费用为 1.67 亿元，占收入比重为 0.79%。未来，公司将进一步加快生鲜冷链改造，形成一体式的全冷链库，推进物流系统信息化建设，提升超市板块周转运营效率。

超市事业部接入多点平台，数字化技术深度改造门店。多点是一家为传统零售企业提供数字化解决方案的服务商，提供包括智能补货、智能陈列、会员管理等完整的解决方案，优化消费者体验，增强零售企业效率。2019 年，重庆百货与多点达成战略合作，推进线上线下一体化，实现全渠道规模化采购。截至 2020 年 6 月末，公司 173 家超市门店接入多点系统，数字化会员人数达到 668 万人，月活用户数量为 177 万人，线上销售实现收入 2.39 亿元，同比增幅高达 311.49%，数字化能力大幅提升。同时，超市事业部也将与多点深度合作进行对存量旧店进行改造，打造数字化标杆门店。

图 43：多点是国内领先的全渠道零售数字平台



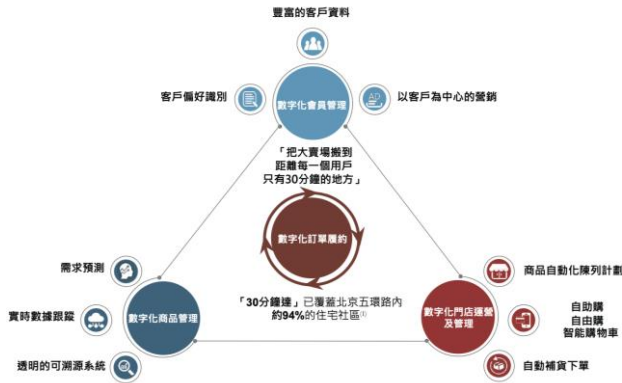
资料来源：公司官网，东方证券研究所

物美、步步高、重百三者协同，供应链、门店效率有望提升。2020 年公司控股股东商社集团混改正式落地，引进物美、步步高两大战略投资者。两者均为国内区域性超市的龙头企业，均具有丰富的零售经营管理经验。其中物美主要经营区域为华北、华东和西北地区，步步高主要经营区域为湖南、广西、江西、川渝地区（重庆地区门店已托管于重庆百货）。三者协同，将提升公司的门店效率、供应链优势，从而进一步提升重庆百货未来竞争能力。

1) 物美集团拥有丰富数字化转型与生鲜供应链经验。物美集团是国内零售企业数字化转型的典型范例，具有丰富的数字化转型经验。以数字化订单为例，物美的“30 分钟达”服务已覆盖北京市五环内 94% 的住宅区，且可为用户提供 8,400 个 SKU，远高于同期同行业约 3,000 个 SKU 的平均水平。2019 年物美收购麦德龙中国地区业务，麦德龙拥有专业化的零售团队及高标准的商品供应链体系，自主开发麦咨达可追溯体系以及“优速达”当日送货服务，能够保障生鲜食品的新鲜安全。未来重庆百货也可以受益受益物美的数字化能力和生鲜供应链优势，弥补传统零售企业的短板。

2) 步步高回归超市主业，聚焦数字化及供应链提效增速。步步高 2018 年战略重心重回超市主业以来，营收增长稳健，同年引入腾讯、京东两大战略投资者，以其数据产品、供应链能力赋能零售，提升公司数字化运营能力，实现线上流量的多元化经营。2019 年初，步步高围绕生鲜为核心，深化供应链改革，统一前台运营、中台统筹和后端采购全流程环节。未来，重庆百货可与步步高深化合作，实现相邻区域的协同发展。

图 44：物美数字化业务流程



资料来源：物美科技招股说明书，东方证券研究所

图 45：步步高数字化运营 6+2 方法论



资料来源：腾讯咨询，东方证券研究所

3.4 汽贸板块：坪效稳步提升，毛利有待改善

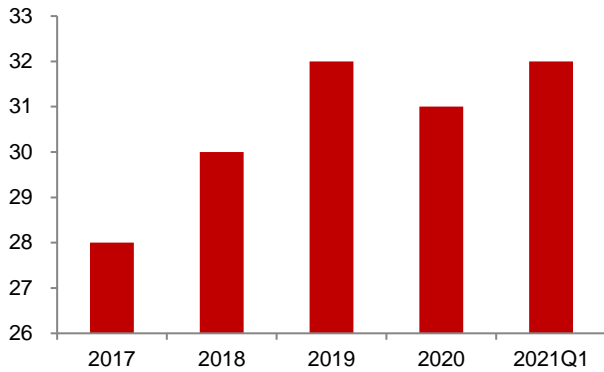
汽贸板块共 15 个代理品牌，位列重庆本土经销商首位。截至 2020 年末，重百汽贸板块共有 15 个代理品牌。经营 28 年以来，汽贸板块拥有 45 万乘用车保有客户，350 万台维修保养车辆。在 2020 年中国汽车流通行业经销商集团百强排行榜中，商社汽贸排名第 56 位，较 2019 年第 65 位上升 9 个名次，位列重庆地区本土经销商首位。

图 46：重百汽贸代理品牌

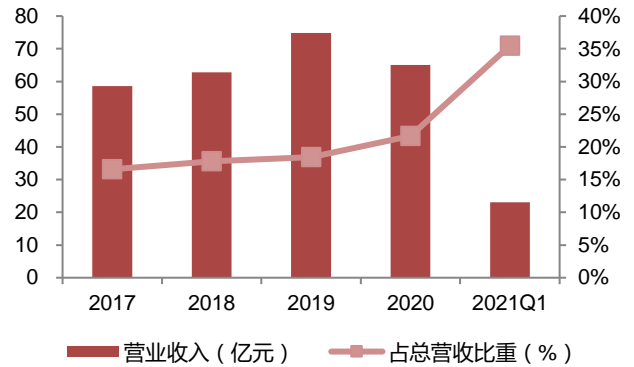


资料来源：公司官网，东方证券研究所

经销网点稳定增长，营收占比贡献稳定扩大。重百汽贸事业部已在重庆二、三线市场建立起完善的经营网络，在重要的县级区域如铜梁、涪陵、忠县等均建立分公司，搭建起了高效便捷的分销渠道，此外汽贸事业部于 2019 年进入四川地区市场，目前在四川地区设有一家汽贸门店。近五年，汽贸门店稳定增加，截至 2021Q1 末，公司共有 32 家汽贸门店。随着经销网点的稳定增长，汽贸板块收入增幅较快，占总营收比重显著提升，2016-2020 年比重分别为 16.57%、17.80%、18.44%、21.66%。

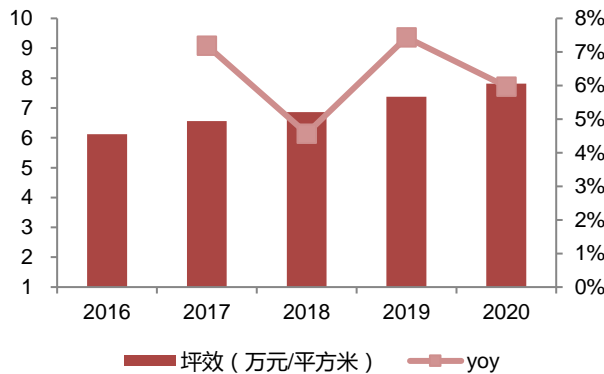
图 47：重百汽贸板块门店数量


资料来源：公司公告，东方证券研究所

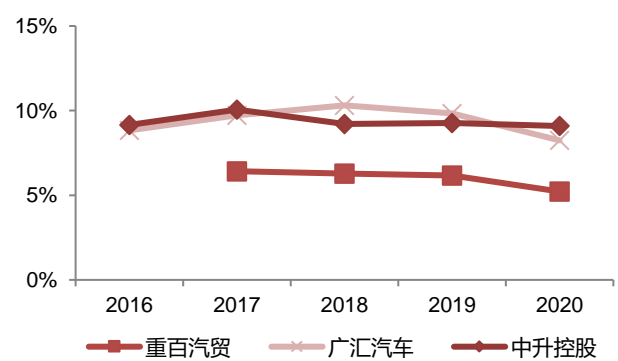
图 48：重百汽贸板块营收规模及占总营收比例


资料来源：公司公告，东方证券研究所

汽贸板块坪效提升显著，毛利率仍有改善空间。近五年，重百汽贸板块坪效呈现稳定上升态势，由 2016 年 6.12 万元/平方米上升到 2020 年 7.81 万元/平方米。2017-2020 年，汽贸板块毛利率分别为 6.42%、6.29%、6.16%、5.22%，毛利率整体呈下滑趋势主要是由于整车销售毛利率下滑所致。相较于其他主营汽车销售的公司而言，重百汽贸板块的毛利率仍有较大改善空间。预计汽贸板块后续提升毛利率较高的售后服务业务占比后，毛利率将得到有效改善。

图 49：汽贸板块坪效（万元/平方米）


资料来源：公司公告，东方证券研究所

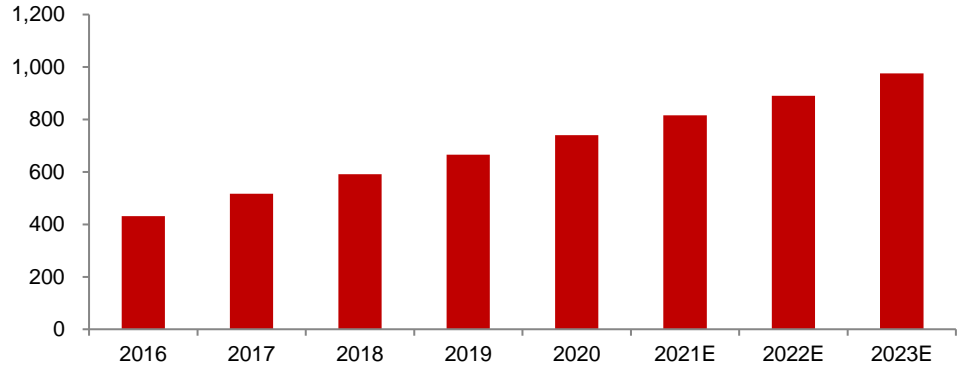
图 50：重百汽贸、广汇汽车、中升控股毛利率对比


资料来源：各公司公告，东方证券研究所

汽车保有量增加促进汽车后市场增长，汽车经销商将是主要受益者。截至 2018 年底，国内汽车每千人保有量为 173 辆，相比美国 837 辆、澳大利亚 747 辆、日本 591 辆的水平仍有较大差距。随着我国宏观经济发展和人均可支配收入的增长，国内汽车保有量将有望持续增长，从而催化汽车售后服务市场规模持续增长。重百汽贸已经构建了完备的后市场经营网点，成立了综合维修服务中心、汽车连锁维修、汽车俱乐部、汽车保险代理公司等多个覆盖汽车后市场的专业服务公司。此外，依

托重百集团的资源，汽贸业务能够与源头供应商达成战略合作，跨品牌提供配件产品。随着汽车后市场规模的提升，汽贸板块业务结构将得到改善，有望进一步提升汽贸板块盈利能力。

图 51：中国汽车售后服务市场规模（十亿元）

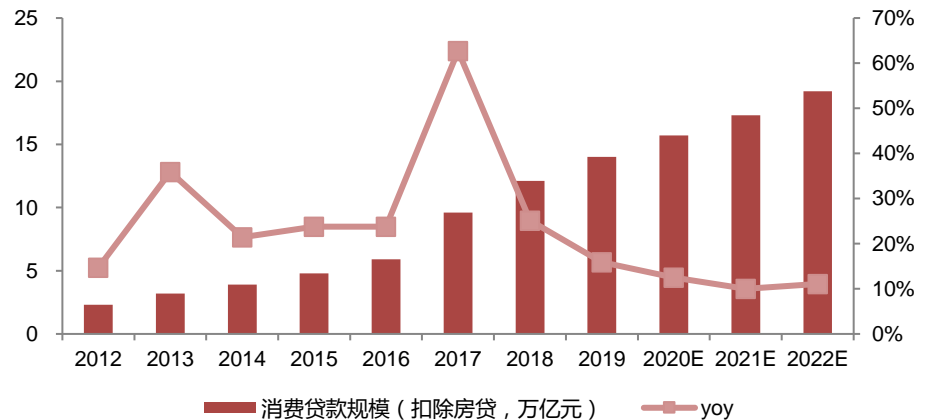


资料来源：中国汽车工业协会，东方证券研究所

3.5 马上消费金融：贡献持续的现金流

多因素驱动行业成长，消费金融具有广阔市场空间。根据 Mob 研究院预测，2020 年国内消费贷款规模将达到 15.7 万亿元，且仍将保持较高速增长，预计 2020-2022 年分增速别为 12.5%、10.0%、11.1%。从需求端来看，居民消费能力不断提升，消费需求日益提高，消费金融能够有效降低居民消费门槛，提升消费贷款服务质量；从供给端看，大数据、人工智能等智能技术被广泛运用于消费金融行业的获客、风险控制、贷后追踪多个方面，推动消费金融行业快速成长。

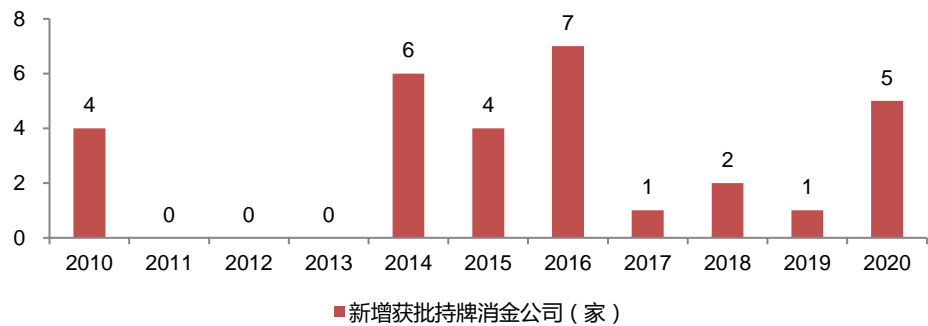
图 52：消费金融行业规模及增速



资料来源：Mob 研究院，东方证券研究所

消费金融公司审批趋缓，马上金融牌照价值凸显。2010 年我国首次在北京、上海、广州和成都四地启动消费金融公司试点，银监会批准成立了 4 家持牌消费金融公司。2015 年试点范围进一步扩大到全国，消金公司审批加速，2015-2017 年 3 年间共新成立 16 家消金公司。但 2018 年以来，监管机构审批速度明显放慢，并加大对行业的整治力度，2018-2020 年新增获批持牌消金公司数量分别为 2、1、5 家。整体来看消费金融行业步入规范发展时期，监管对非持牌机构管控趋严，牌照的发放门槛提高，牌照作为准入壁垒，正规的持牌公司将获得竞争优势，马上金融是为数不多的产业系持牌机构。目前，消费金融公司获批持牌数共 30 家，正在排队的公司达 10 余家。

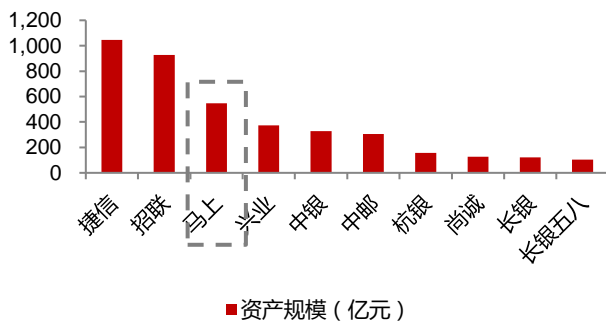
图 53：2010-2020 年各年新增获批持牌消费金融公司数量



资料来源：中国银行保险监督管理委员会，东方证券研究所

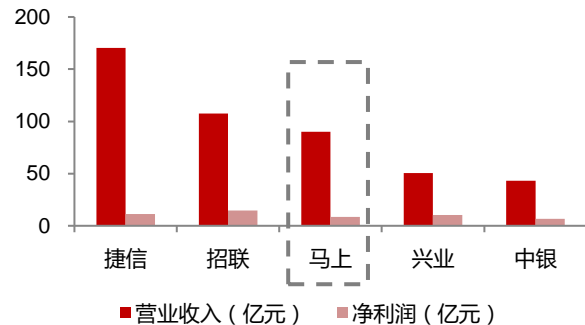
马上金融规模领先，具有较强盈利能力。马上消费金融 2019 年资产规模达 548.2 亿元，位列持牌消费金融公司资产规模第三，仅次于捷信消费金融和招联消费金融；2019 年公司营收达 90 亿元，净利润达 8.5 亿元，均处于行业第一梯队。2019 年公司净利率为 9.4%，高于行业第一捷信消费金融 6.7%的净利率水平，在非银行系消费金融公司中处于较高水平，反映出马上消费金融具有较强盈利能力。

图 54：2019 年持牌消费金融企业资产规模 TOP10



资料来源：公司公告，东方证券研究所

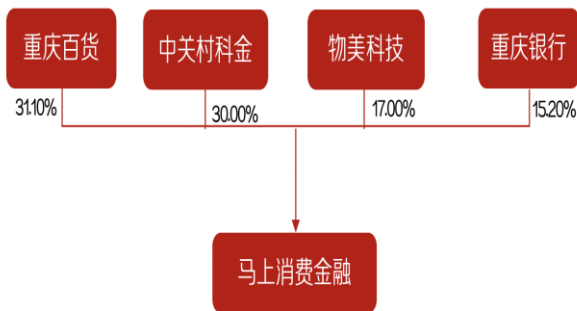
图 55：2019 年主要持牌消费金融公司营收情况



资料来源：公司公告，东方证券研究所

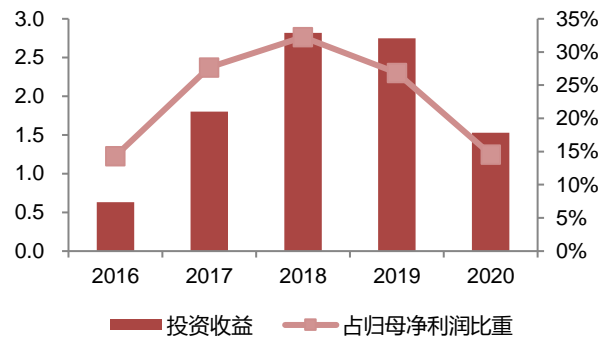
持有马上消费金融 31.1%的股权，为公司提供持续稳定的投资收益。公司投资收益主要来自于对马上金融的长期股权投资收益，马上消费金融是由重庆百货、中关村科金、物美科技、重庆银行等共同出资设立，经三轮增资后注册资本达到 40 亿元，重庆百货持股比例达 31.06%，因此对马上金融的投资划分为以权益法核算的长期股权投资。近年来，马上金融快速发展，为重庆百货带来持续投资收益。2017-2020 年，马上金融实现净利润为 5.78、8.01、8.53、4.83 亿元（其中 2020 年净利润按新金融工具准则进行重述），按权益法核算投资收益分别为 1.78、2.47、2.65、1.50 亿元。2016-2020 年，公司投资收益分别为 0.63、1.80、2.82、2.75、1.53 亿元，占归母净利润比重分别为 14.32%、27.68%、32.26%、26.85%和 14.56%。

图 56：马上消费金融股权结构



资料来源：公司公告，东方证券研究所

图 57：重庆百货投资收益及占归母净利润比重



资料来源：公司公告，东方证券研究所

科技创新构筑竞争壁垒，核心技术可与消费场景深度融合。马上消费金融坚持科技自主研发，掌握着核心技术，包括获客、风控、贷后管理等方面的能力，自主研发了 900 余套消费金融的核心技术系统，公司于 2019 年 11 月成为重庆第一家获国家高新技术企业认定的金融机构（全国范围内不足 10 家）。马上消费金融与重庆百货业务深度融合，一方面马上金融的技术为重庆百货科技赋能，提升消费者消费体验，促进业务效率提升，如 FaceX 活体人脸识别技术与线上支付相结合，识别精度可达到 99.99%，该应用已在重庆百货门店落地；另一方面依托重庆百货的用户基数，马上消费金融能够降低获客成本，促进自主技术的推广，构筑相较其他消费金融公司不同的竞争优势，有利于抢占市场份额。

图 58：马上消费金融核心技术发展历程



资料来源：公司官网，东方证券研究所

盈利预测与投资建议

盈利预测

我们对公司 2021-2023 年盈利预测做如下假设：

1) 公司走出疫情，四种业态门店重新开始较为稳健的扩张，预计 2021-2023 年百货业态门店分别为 56、57、58 家；超市业态门店分别为 185、190、194 家；电器业态门店分别为 46、47、48 家；汽车贸易业态门店分别为 32、33、34 家。

2) 由于低基数效应，四种业态单店增长在 2021 年较快，2022 年趋于缓和，预计 2021-2023 年百货业态同店分别增长 55%、5%、0%；超市业态同店分别增长-5%、2%、1%；电器业态同店分别增长 20%、-1%、0%；汽车贸易业态同店分别增长 25%、5%、5%。

3) 混改完成后公司管理层焕新，改革提升效率有望改善盈利，假设 2021-2023 年百货业态毛利率分别为 60%、61%、62%；超市业态毛利率分别为 17%、17.1%、17.2%；电器业态毛利率分别为 25.6%、25.7%、25.8%；汽车贸易业态毛利率分别为 5.8%、6%、6.1%。

4) 预计公司从 2021 年起逐步走出疫情影响，未来费用端出现改善，同时由于实现规模效应，假设 2021-2023 年销售费用率 15.01%、14.80%、14.20%，管理费用率 5.07%、5.00%、4.95%。

5) 综合以上及其他假设，我预计公司 2021-2023 年营收分别为 244.28、256.80、270.73 亿元，归母净利润分别为 10.91、12.37、13.46 亿元

盈利预测核心假设

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
百货					
销售收入（百万元）	12,737.3	2,209.0	3,487.4	3,728.3	3,828.2
增长率	-3.4%	-82.7%	57.9%	6.9%	2.7%
毛利率	15.5%	66.8%	60.0%	61.0%	62.0%
超市					
销售收入（百万元）	9,437.6	8,555.3	8,383.7	8,836.5	9,164.8
增长率	1.0%	-9.3%	-2.0%	5.4%	3.7%
毛利率	16.8%	17.2%	17.0%	17.1%	17.2%
电器					
销售收入（百万元）	2,885.4	2,117.7	2,598.4	2,600.7	2,685.5
增长率	-13.1%	-26.6%	22.7%	0.1%	3.3%
毛利率	23.1%	25.7%	25.6%	25.7%	25.8%
汽车贸易					
销售收入（百万元）	7,478.7	6,505.2	8,262.7	8,813.5	9,688.0
增长率	19.0%	-13.0%	27.0%	6.7%	9.9%
毛利率	5.2%	5.7%	5.8%	6.0%	6.1%
其他主营					
销售收入（百万元）	457.4	270.3	275.7	281.2	286.8
增长率	-1.3%	-40.9%	2.0%	2.0%	2.0%
毛利率	48.2%	58.1%	54.0%	54.5%	55.0%
其他业务					

销售收入（百万元）	1,539.2	1,419.9	1,419.9	1,419.9	1,419.9
增长率	4.0%	-7.8%	0.0%	0.0%	0.0%
毛利率	91.4%	98.5%	95.0%	95.0%	95.0%
合计	34,535.6	21,077.4	24,427.7	25,680.0	27,073.0
增长率	1.3%	-39.0%	15.9%	5.1%	5.4%
综合毛利率	18.1%	25.7%	25.2%	25.3%	24.9%

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

投资建议

我们选取的可比公司包括南京新百、天虹股份、鄂武商 A、大商股份、新华百货，以上 5 家公司均以百货业为主业，与公司所在行业相同，业务相似。

根据可比公司给予公司 2021E 相对估值 13XPE，对应股价 34.88 元/股，首次覆盖给予“买入”评级。

表 11：可比公司估值表（2021 年 6 月 23 日）

公司	最新价格 (元)	每股收益 (元)				PE			
		2020A	2021E	2022E	2023E	2020A	2021E	2022E	2023E
南京新百	10.12	0.56	0.60	0.60	0.60	18.13	16.79	16.79	16.79
天虹股份	6.48	0.21	0.47	0.57	0.66	30.70	13.69	11.29	9.81
鄂武商A	11.71	0.71	1.30	1.37	1.51	16.45	9.02	8.57	7.74
大商股份	20.52	1.70	2.06	2.22	2.22	12.07	9.96	9.24	9.24
新华百货	11.89	0.19	0.75	0.84	0.93	61.99	15.85	14.15	12.78
调整后平均							13.17	11.56	10.61

资料来源：Wind，东方证券研究所

风险提示

● 行业竞争加剧

线下零售面临线上的巨大挑战，创新业态大量涌现，或导致行业竞争加剧，影响公司业绩

● 混改不及预期

公司混改完成后管理层焕新，若新管理层对公司业务的调整效果不及预期，或影响公司业绩

● 马上金融业务不确定性

我们预测 2021E-2023E 公司投资收益占比公司净利润 20.43%、17.35%、15.53%，其中主要来自于马上消费金融。马上金融业务属于金融行业，存在一定的不确定性，或影响公司的当期利润。

● 宏观经济变动

零售行业与宏观经济相关性较高，若由于疫情、国际争端等问题导致宏观经济环境发生变化，或影响公司经营表现

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	4,046	5,152	3,056	4,136	5,119	营业收入	34,536	21,077	24,428	25,680	27,073
应收票据、账款及款项融资	187	194	220	232	244	营业成本	28,291	15,658	18,268	19,195	20,333
预付账款	1,028	816	946	994	1,048	营业税金及附加	231	168	164	172	181
存货	2,799	2,828	3,299	3,467	3,672	营业费用	3,644	3,248	3,666	3,801	3,844
其他	1,200	1,180	809	797	801	管理费用及研发费用	1,111	1,089	1,242	1,288	1,344
流动资产合计	9,261	10,170	8,330	9,625	10,884	财务费用	36	(19)	5	(18)	(29)
长期股权投资	2,000	2,151	2,194	2,237	2,282	资产、信用减值损失	403	389	99	119	140
固定资产	3,038	2,993	3,118	3,158	3,188	公允价值变动收益	23	38	22	28	29
在建工程	47	16	16	16	16	投资净收益	275	153	223	233	221
无形资产	223	213	204	195	185	其他	76	459	59	72	70
其他	579	1,266	870	816	762	营业利润	1,194	1,194	1,288	1,456	1,579
非流动资产合计	5,887	6,638	6,401	6,421	6,433	营业外收入	17	38	24	26	29
资产总计	15,148	16,808	14,731	16,046	17,317	营业外支出	32	10	24	22	19
短期借款	235	1,167	280	280	280	利润总额	1,179	1,221	1,288	1,461	1,589
应付票据及应付账款	4,278	3,760	2,758	2,899	3,070	所得税	155	170	175	199	216
其他	3,874	4,473	3,688	3,912	3,990	净利润	1,024	1,051	1,113	1,262	1,373
流动负债合计	8,387	9,400	6,727	7,091	7,340	少数股东损益	39	17	22	25	27
长期借款	0	0	0	0	0	归属于母公司净利润	985	1,034	1,091	1,237	1,346
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	2.42	2.54	2.68	3.04	3.31
其他	303	319	0	0	0						
非流动负债合计	303	319	0	0	0	主要财务比率					
负债合计	8,690	9,719	6,727	7,091	7,340		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
少数股东权益	166	151	173	199	226	成长能力					
实收资本(或股本)	407	407	407	407	407	营业收入	1.3%	-39.0%	15.9%	5.1%	5.4%
资本公积	403	360	403	403	403	营业利润	16.4%	-0.0%	7.9%	13.1%	8.4%
留存收益	5,525	6,227	7,021	7,947	8,940	归属于母公司净利润	18.5%	4.9%	5.5%	13.4%	8.8%
其他	(43)	(56)	0	0	0	获利能力					
股东权益合计	6,458	7,090	8,005	8,956	9,976	毛利率	18.1%	25.7%	25.2%	25.3%	24.9%
负债和股东权益总计	15,148	16,808	14,731	16,046	17,317	净利率	2.9%	4.9%	4.5%	4.8%	5.0%
						ROE	16.6%	15.6%	14.8%	14.9%	14.5%
						ROIC	16.7%	13.5%	13.5%	14.2%	13.7%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	资产负债率	57.4%	57.8%	45.7%	44.2%	42.4%
净利润	1,024	1,051	1,113	1,262	1,373	净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
折旧摊销	253	220	214	224	233	流动比率	1.10	1.08	1.24	1.36	1.48
财务费用	36	(19)	5	(18)	(29)	速动比率	0.73	0.75	0.67	0.78	0.88
投资损失	(275)	(153)	(223)	(233)	(221)	营运能力					
营运资金变动	127	(211)	(2,203)	28	(168)	应收账款周转率	223.2	115.1	119.0	113.6	113.7
其它	(290)	293	155	91	111	存货周转率	9.7	5.0	5.3	4.9	4.8
经营活动现金流	876	1,182	(939)	1,353	1,300	总资产周转率	2.4	1.3	1.5	1.7	1.6
资本支出	62	(70)	(200)	(200)	(200)	每股指标(元)					
长期投资	(250)	(789)	(43)	(44)	(45)	每股收益	2.42	2.54	2.68	3.04	3.31
其他	(48)	(1,188)	236	261	250	每股经营现金流	2.15	2.91	-2.31	3.33	3.20
投资活动现金流	(236)	(2,048)	(7)	17	5	每股净资产	15.48	17.07	19.26	21.54	23.98
债权融资	(577)	586	(5)	2	1	估值比率					
股权融资	0	(43)	43	0	0	市盈率	10.7	10.2	9.6	8.5	7.8
其他	137	(12)	(1,188)	(293)	(324)	市净率	1.7	1.5	1.3	1.2	1.1
筹资活动现金流	(440)	531	(1,150)	(291)	(323)	EV/EBITDA	3.6	3.8	3.5	3.2	3.0
汇率变动影响	0	0	-0	-0	-0	EV/EBIT	4.3	4.5	4.1	3.7	3.4
现金净增加额	200	(335)	(2,096)	1,080	983						

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。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，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn