

“宏图”大业指日可待

——宏图高科（600122）深度报告

2016年09月02日

强烈推荐/首次

宏图高科 深度报告

报告摘要:

“**新奇特+全渠道**”激活线下场景价值，形成**3C零售**新增长点。标准化程度极高的传统3C品类受电商冲击严重，线下销售下滑明显。为摆脱同质化、大众化、低毛利的市场竞争，公司围绕两大方面进行全渠道转型：

- ◆ **新奇特商品进行差异化运营，重视实体店的信息建设；**①公司以3C产品转型为核心，“新奇特、高科技、互联网”的战略定位清晰，通过整合美国 Brookstone、港股上市公司万威国际构建完整的新奇特产业链，引入无人机、智能穿戴、智能生活等新奇特产品，提升线下场景价值；②对线下的PC Mall、Brookstone、机场/高铁门店建设进行调整，加大现有连锁门店的新奇特产品占比，突出店面运营场景化。
- ◆ **积极发展线上业务、拓展支付渠道与物流体系，打造与消费者的个性化互动平台，全方位提升消费者的购物体验，吸引消费者重新回归线下。**①打造“修好了”维修服务O2O，提升客户售后体验、增强消费黏性，以服务拉动销售。②公司定位“核心主业+金融投资”，利用国采支付的牌照资质，打通原有消费场景与金融服务之间的链接。

收购文物艺术品拍卖业第三名匡时国际，打造A股市场拍卖第一股。2015年我国文物艺术品拍卖成交额为280亿元，文物艺术品拍卖行业集中度呈现上升趋势，排名前五的拍卖公司所占的市场份额已超过50%，其中匡时国际位列全国第三，成交额占比6.91%。书画拍品占据艺术品拍卖市场主要份额，匡时深耕书画，具有稳固优势。匡时2016春拍创新高，成交额达25.58亿元，同比增长近150%，已超中国嘉德，跃居国内第二。随着2017年上海和香港专场、2018年杭州专场的增加，将进一步提升国内市占率，且在渠道下沉、艺术品电商创新、艺术品资产管理等方面具有很强的延展性。

公司盈利预测及投资评级。未来将围绕商业+文化+大金融，依托“文化+新奇特”双轮驱动，带动线下场景价值重估；结合国采支付的牌照，构建大金融生态圈。预测公司2016-2018年EPS分别为0.45、0.53、0.64元，当前股价对应PE为27、23、19倍，首次覆盖给予“强烈推荐”评级。

财务指标预测

指标	14A	15A	16E	17E	18E
营业收入(百万元)	17,472.1	18,714.4	20,485.2	22,428.4	24,686.2
增长率(%)	9.79%	7.11%	9.46%	9.49%	10.07%
净利润(百万元)	401.58	404.16	520.59	773.98	928.06
增长率(%)	30.07%	0.64%	28.81%	48.68%	19.91%
净资产收益率(%)	4.59%	5.46%	5.91%	8.48%	9.77%
每股收益(元)	0.32	0.37	0.45	0.53	0.64
PE	38.28	33.17	27.06	22.97	19.16
PB	1.76	1.82	1.60	1.54	1.48

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

徐昊

010-66554017

xuhao@dxzq.net.cn

执业证书编号:

S1480514070003

史琨

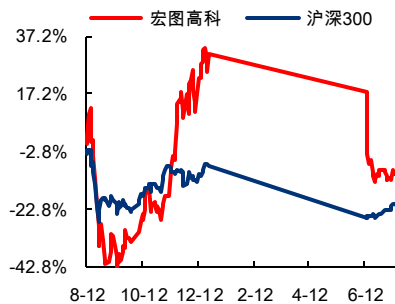
010-66554063

shikun@dxzq.net.cn

交易数据

52周股价区间(元)	13.19-14.8
总市值(亿元)	151.68
流通市值(亿元)	151.22
总股本/流通A股(万股)	114997/114647
流通B股/H股(万股)	/
52周日均换手率	2.01

52周股价走势图



资料来源：东兴证券研究所

相关研究报告

目 录

1. 国内领先的 3C 连锁零售商	5
1.1 公司发展概况	5
1.2 公司股权背景	6
1.3 主业+金融投资驱动业绩稳增	7
2. 中国零售业将何去何从	9
2.1 零售企业面临经济和政策双重压力	9
2.2 传统的联营扣点模式遭遇困境	10
2.3 互联网倒逼实体回归零售本质	11
2.4 未来零售是全渠道零售时代	14
3. 公司有望成为零售转型的标杆	16
3.1 围绕“新奇特”产品差异化竞争	16
3.2 打造全渠道专业零售服务商	19
4. 公司是 A 股艺术品拍卖第一股	22
4.1 艺术品拍卖市场进入“新常态”	24
4.2 匡时国际十周年春拍创新高	26
5. 盈利预测	31
6. 风险提示	31

表格目录

表 1: 公司的发展历程	5
表 2: 公司前五大股东持股数量及占比	6
表 3: 公司门店的经营情况	9
表 4: 零售行业主要商业模式对比分析	11
表 5: 公司募投资金使用情况	23
表 6: 2014 年我国艺术品拍卖企业排名前五	26
表 7: 公司盈利预测	错误!未定义书签。
表 8: 公司盈利预测表	32

插图目录

图 1: 公司的主要业务平台	5
图 2: 三胞集团业务布局消费、大健康、金融领域	6
图 3: 公司近年营业收入及增速 (单位: 亿元)	7
图 4: 公司近年归属净利润及增速 (单位: 亿元)	7
图 5: 公司的收入结构情况 (分行业)	8
图 6: 电子贸易营收占比逾八成	8
图 7: 近年公司获得的投资收益持续增长	错误!未定义书签。
图 8: 社会消费品零售总额当月同比增速以及 GDP 同比增速、CPI 同比增速对比 (单位: %)	10
图 9: 零售商抢占中间利润的能力	11
图 10: 我国零售行业呈现区域割据的情形	12
图 11: 商贸零售行业内主要上市公司 2014 年营业收入占当地社消总额的比重	12
图 12: 据调查消费者选择网购的主要原因	13
图 13: 美国零售专家迈克尔教授的零售轮转理论	13
图 14: 我国零售行业渠道变革的路线图	14
图 15: 全渠道零售平台搭建图	15
图 16: 连接的大数据帮助判定目标受众属性及偏好	16
图 17: 2014 年中国网络零售各品类占比	16
图 18: 传统 3C 品类销售下滑明显	16
图 19: 我国智能可穿戴设备市场规模及增速	17
图 20: 我国智能腕表带的市场规模及增速	17
图 21: 公司新奇特产品定位	错误!未定义书签。
图 22: Brookstone 中国首店开业	19
图 23: Brookstone 的新奇潮品受追捧	19
图 24: 万威国际的主要产品结构	19
图 25: 欧亚温度投影时钟	19
图 26: 公司 O2O 业务模式图	20
图 27: 宏图三胞积极调整店面布局	20
图 28: 宏图三胞 PC MALL 门店	21
图 29: 乐语通讯门店	21
图 30: 红快服务提供 IT 产品的全面接修	21
图 31: 集团的战略目标	22
图 32: 定增完成后三胞集团仍为公司控股股东	23
图 33: 近年我国文物艺术品拍卖成交额情况 (单位: 亿元)	24
图 34: 近五年各类拍品数量保持稳步调整状态	25
图 35: 2014 年我国各地区成交拍品数量分布图	26
图 36: 2014 年我国拍卖企业的市场格局	26
图 37: 匡时国际的发展历程	27
图 38: 蒋廷锡《百种牡丹谱》成交价: 1.7365 亿元	27

图 39: 李可染《革命圣地韶山》成交价: 8395 万元.....	27
图 40: 匡时国际的经营模式.....	29
图 41: 匡时国际的拍卖流程.....	29
图 42: 匡时国际扣非净利润及预测情况 (单位: 亿元).....	29
图 43: 公司书画拍品占比高达 82.46%.....	29

1. 国内领先的 3C 连锁零售商

1.1 公司发展概况

1997 年，江苏宏图高科技股份有限公司（简称“宏图高科”）由江苏宏图电子信息集团有限公司、南京有线电厂有限公司、镇江江奎集团公司、南京中软信息工程公司及江苏省电子工业技术经济开发公司五家单位共同发起设立。1998 年，公司在上交所上市；2005 年，宏图集团将股权转让给三胞集团和中森泰富，实际控制人由江苏省信息产业厅变更为袁亚非先生。

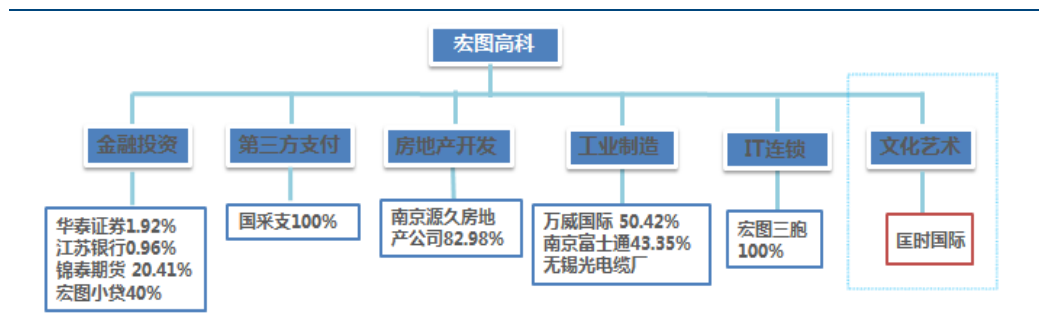
表 1: 公司的发展历程

时间	内容
1997 年	由江苏宏图电子信息集团有限公司等五家单位共同发起设立
1998 年	公司在上交所上市
2005 年	宏图集团将股权转让给三胞集团和中森泰富
2010 年 12 月	转让南京源久房地产公司 14.5% 的股权
2012 年 6 月	入股锦泰期货
2012 年 8 月	筹建小贷公司
2013 年 11 月	实施股权激励计划
2015 年 4 月	完成对港股上市公司万威国际 (0167.HK) 的收购
2015 年 7 月	推出员工持股计划
2015 年 8 月	向国采数码以及海陆通电子合计收购国采支付 100% 股权，作价 1 亿元
2015 年 9 月	与乐视签订战略合作协议

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

公司坚持“核心主业+金融资产”的发展模式，以“大消费+大金融”为主要发展方向，积极寻求传统业务的转型与新兴业务的培育，现已发展成为集零售连锁产业、电子制造产业、互联网金融、地产开发四大主业的综合型公司。公司在大力发展 IT 连锁零售为主业的基础上，通过收购、参股方式积极布局金融领域，先后投资入股华泰证券、江苏银行等多家金融机构，提高公司安全边际。

图 1: 公司的主要业务平台



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

1.2 公司股权背景

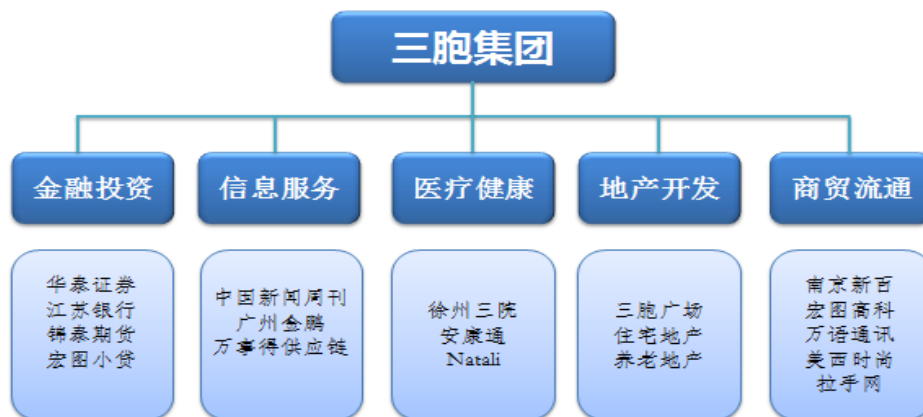
截至 2016 年中报，公司的控股股东三胞集团及其一致行动人中森泰富合计持股比例为 23.79%，实际控制人为袁亚非先生。三胞集团构建“金融、健康、消费”三大产业，现拥有宏图高科（600122.SH）、南京新百（600682.SH）、万威国际（0167.HK）、金鹏源康（新三板 430606）、富通电科（新三板 837438）等多家上市公司，以及乐语通讯、宏图地产、广州金鹏、中国新闻周刊、麦考林、拉手网、商圈网、美国 Brookstone 等重点企业，连续第 12 年入围“中国企业 500 强”（第 160 名），并被全国工商联评为“中国民营企业 500 强”第 21 名。

表 2：公司前 10 大股东持股数量及占比

排名	股东名称	持股数量（万股）	占总股本比重
1	三胞集团有限公司	24847	21.61%
2	南京盛亚科技投资有限公司	4629	4.03%
3	富安达基金-兴业银行-远见 2 号资产管理计划	4256	3.70%
4	南京博融科技开发有限公司	3209	2.79%
5	南京中森泰富科技发展有限公司	2509	2.18%
6	上海道乐投资有限公司	1583	1.38%
7	中国农业银行股份有限公司-易方达瑞惠灵活配置混合型发起式证券投资基金	1414	1.23%
8	富安达基金-南京银行-富享 4 号资产管理计划	1388	1.21%
9	全国社保基金一一三组合	1378	1.20%
10	中国工商银行-南方绩优成长股票型证券投资基金	1002	0.87%

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

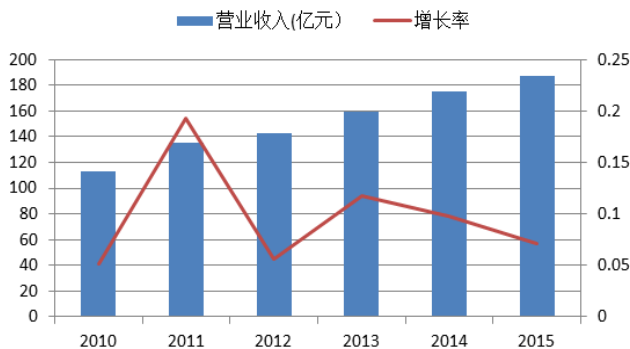
图 2：三胞集团业务布局消费、大健康、金融领域



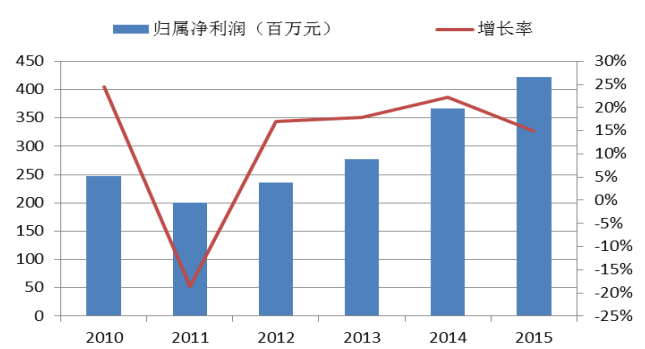
资料来源：公司公告，东兴证券研究所

1.3 主业+金融投资驱动业绩稳增

公司立足于 3C 连锁主业，近年公司业绩保持稳定增长。2011-2015 年公司营业收入 CAGR 为 11.3%，归属净利润的 CAGR 为 20.4%，业绩保持稳定增长。其中，2015 年实现营业收入 187.14 亿元，同比增长 7.11%；归属净利润 4.22 亿元，同比增加 14.96%。2016 年上半年，实现主营业务收入 88.43 亿元，同比增加 6.51%，继续保持去年增长势头；扣非归属净利润 1.39 亿元，同比下降 46.49%，主要是公司去年同期减持华泰证券（持股比例由 2.56% 下降至 1.92%）所获得的投资收益 1.31 亿基数较高导致，扣非归属净利润 1.36 亿元，同比下降 6.69%。

图 3: 公司近年营业收入及增速 (单位: 亿元)


资料来源: 公司财报, 东兴证券研究所

图 4: 公司近年归属净利润及增速 (单位: 亿元)


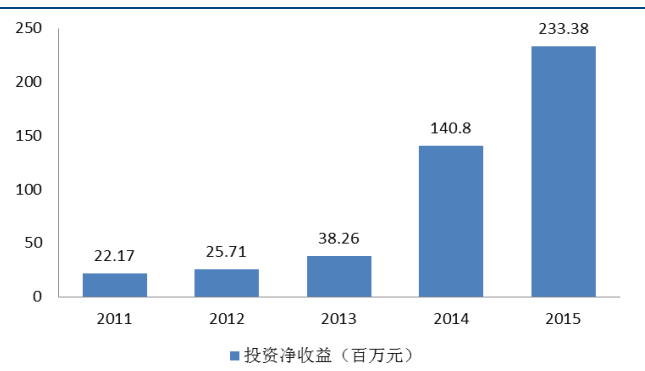
资料来源: 公司财报, 东兴证券研究所

公司确定“核心主业+金融投资”的战略定位，通过收购、参股、设立等方式完成各类优质金融资产的布局，获得的投资收益不断提升。截至 2015 年底，公司持有华泰证券 (SH601688) 1.37 亿股份，1.92% 的股权、江苏银行 0.96% 的股权、锦泰期货 20.41% 的股权，以及江苏金苏证投资发展有限公司 3.28% 的股权、恒泰保险经纪有限公司 1.69% 的股权、农银无锡股权投资基金 3.23% 的权益份额，还出资 1.2 亿元发起设立南京市宏图科技小额贷款公司，持股比例达 40%。2015 年，公司实现投资收益 2.33 亿元，在营业利润中占比 45%，投资收益贡献突出。

图 5: 2015 年公司持有金融资产基本情况

被投资单位	持股比例 (%)
华泰证券股份有限公司	1.92
南京市宏图科技小额贷款有限公司	40.00
锦泰期货有限公司	20.41
农银无锡股权投资基金	3.23
恒泰保险经纪有限公司	1.69
江苏金苏证投资发展有限公司	3.28
江苏银行股份有限公司	0.96

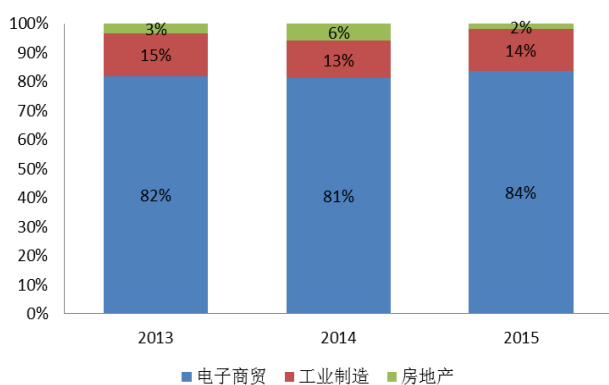
资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

图 6: 近年公司获得的投资收益持续增长


资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

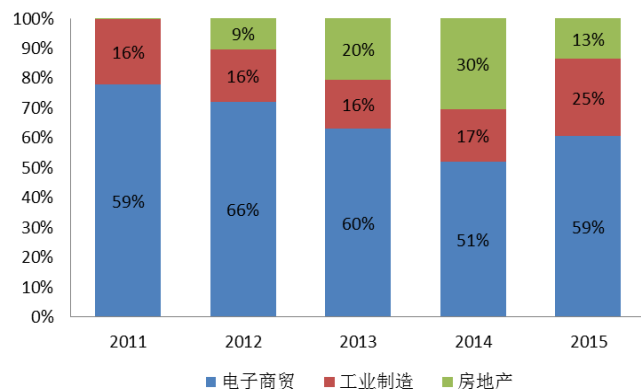
公司主营业务以 3C 连锁销售为主, 收入占比近三年保持在 80%左右, 为公司的主要经营收入来源, 也是公司未来重点发展的业务领域之一。2015 年, 宏图三胞 3C 零售连锁实现营业收入 156.32 亿元, 同比增长 10.03%, 收入占比为 84%, 毛利占比 59%; 归属净利润 2.58 亿元, 同比增长 43.33%, 受益于毛利率的提升和费用率的下降。另外工业制造业务 (光电缆和富士通打印机业务) 收入占比为 14%、毛利占比 25%; 房地产收入占比 2%, 毛利占比 13%, 为避免与控股股东在房地产业务方面的同业竞争, 待完成宏图·上水园 房地产项目销售后, 将退出该业务领域。

图 7: 2013-2015 公司的收入结构情况 (分行业)



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

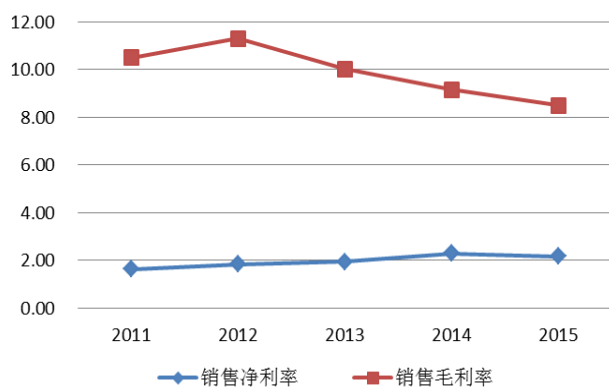
图 8: 2015 年电子贸易收入占比 84%



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

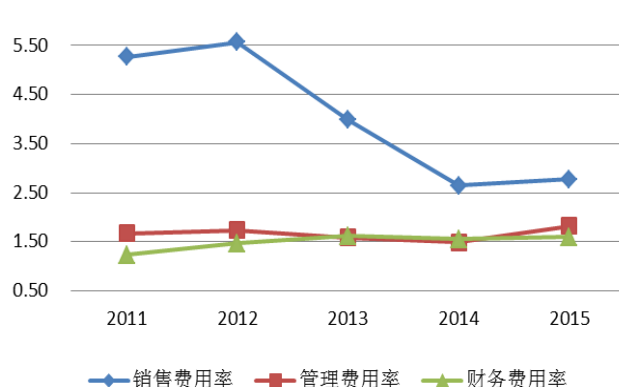
近年公司毛利率有所下滑, 其中 2015 年公司毛利率为 8.49%, 同比下降 0.67 个百分点, 主要是公司经营业务逐渐调整, 逐渐减少毛利率较高的房地产业务。从公司费用率看, 伴随着公司经营规模扩张, 管理费用和财务费用水平小幅提升, 但销售费用率的下降趋势明显, 这主要由于门店规模和数量的调整、线上线下销售协调开展等。公司通过控制销售费用来抵消毛利率下降的影响, 进而实现净利率的平稳增长。

图 9: 2011-2015 年公司销售毛利率和净利率 (单位: %)



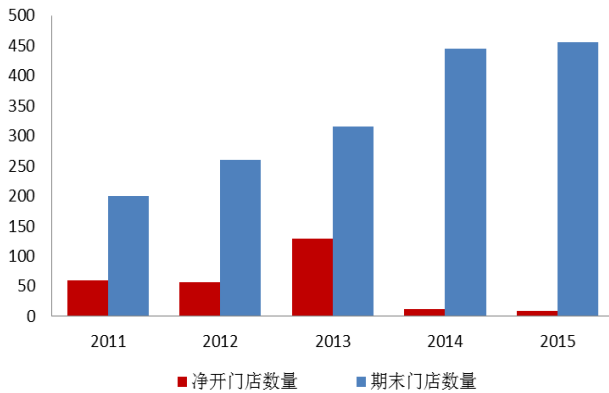
资料来源: 公司财报, 东兴证券研究所

图 10: 2011-2015 年公司三项费用率 (单位: %)

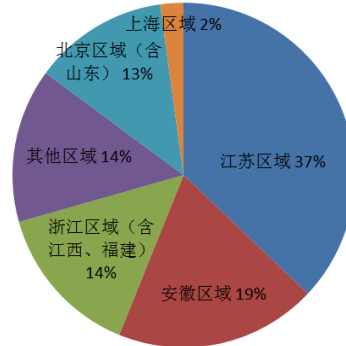


资料来源: 公司财报, 东兴证券研究所

截止 2015 年底,公司已开业门店共计 456 家,经营面积 25.55 万平方米,多分布于江苏、浙江、上海、北京等东部沿海发达地区,其中江苏门店数量占比为 37%、经营面积占比为 42%。2014 年起,公司门店扩张速度有所放缓,积极调整店面布局,关闭低效店面。2015 年,宏图三胞新增 37 家门店,净增 9 家门店(关闭 28 家门店)。2016 年上半年,宏图三胞新开门店 11 家,净增 0 家门店(关闭 11 家门店)。

图 11: 2011-2015 年公司净开门店与期末门店总数


资料来源: 公司财报, 东兴证券研究所

图 12: 2015 年公司门店各区域分布情况


资料来源: 公司财报, 东兴证券研究所

表 3: 公司门店区域的经营情况

区域	门店家数	经营面积(万平方米)	平均销售增长率	每平米营业面积销售额(万元)
江苏区域	169	10.83	8.52%	5.36
上海区域	10	1.22	6.99%	5.57
北京区域 (含山东)	58	4.27	7.74%	3.46
浙江区域(含江西、 福建)	66	2.79	4.29%	5.62
安徽区域	87	4.39	7.41%	1.61
其他区域	66	2.05	5.92%	1.89

资料来源: 公司财报, 东兴证券研究所

2. 中国零售业将何去何从

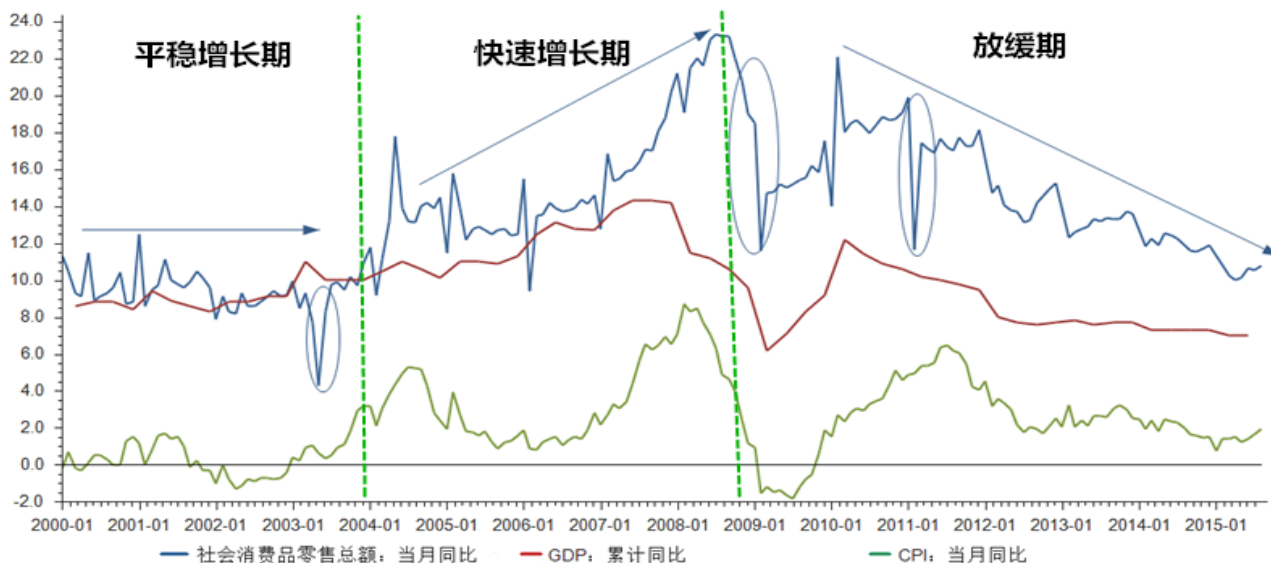
全渠道零售转型是在当今信息技术高度发达、消费者购买习惯逐渐转变的背景下最为适宜的发展道路。而成功地进行全渠道零售转型,一方面围绕商品进行全渠道的运营,重视实体店的建设;另一方面积极发展线上业务、拓展支付渠道与物流体系,打造与消费者的个性化互动平台,全方位提升消费者的购物体验,使消费者重回线下。

2.1 零售企业面临经济和政策双重压力

2011 年以前，消费市场增速一直保持在 14%-18%，零售企业可以通过加速开店步伐使销售额和利润率保持在较高水平，成本上升的压力被外部扩张的繁荣景象所掩盖。但是从 2012 年开始，消费增长面临以下二大动力不足的问题。外部形势趋紧，使原来依靠快速扩张消费成本压力的方法无法有的放矢，内部成本压力被凸显出来。

- ◆ 一是宏观经济增长减速，对消费的拉动力不足。2012-2013 年，中国把经济增长目标定位在 7.5% 的历史低点。特别是 2016 年以后，经济环比增速低位徘徊。同时居民收入增长趋缓影响消费信心。
- ◆ 二是政策的动力不足。八项规定、提倡节约等宏观政策的引导，使得政策引导的超前消费受到挤压，消费主要依靠基本生活需求的内生动力支撑，导致消费增速明显回落，中高端消费明显下降。

图 13：社会消费品零售总额当月同比增速以及 GDP 同比增速、CPI 同比增速对比（单位：%）



资料来源：Choice, 东兴证券研究所

2.2 传统的联营扣点模式遭遇困境

我国零售业多年来形成了联营扣点的经营方式与二房东的盈利模式，通过品牌招商让比较受大众欢迎的品牌入驻，由进驻的品牌商或经销商控制商品的进、销、存以及定价权，零售企业则负责提供场地和服务，再根据签订的合同赚取佣金，按照交易额的一定比例提成。这种联营方式最早始于百货业，随后超市、大卖场、购物中心等也模仿了百货业的联营方式。

长期以来，零售商的联营制模式将经营风险转嫁给了供应商，但也失去了自主经营商品的功能，导致各零售企业无经营特色，商品同质化程度严重，而千店一面的结果只能通过价格战吸引消费者，低价促销成为了主要营销手段，这也成为行业发展的问

所在。在此情况下，随着近年来电商的迅猛发展，实体零售更是受到了严重的冲击，利润空间不断被电商等新兴业态所占领。

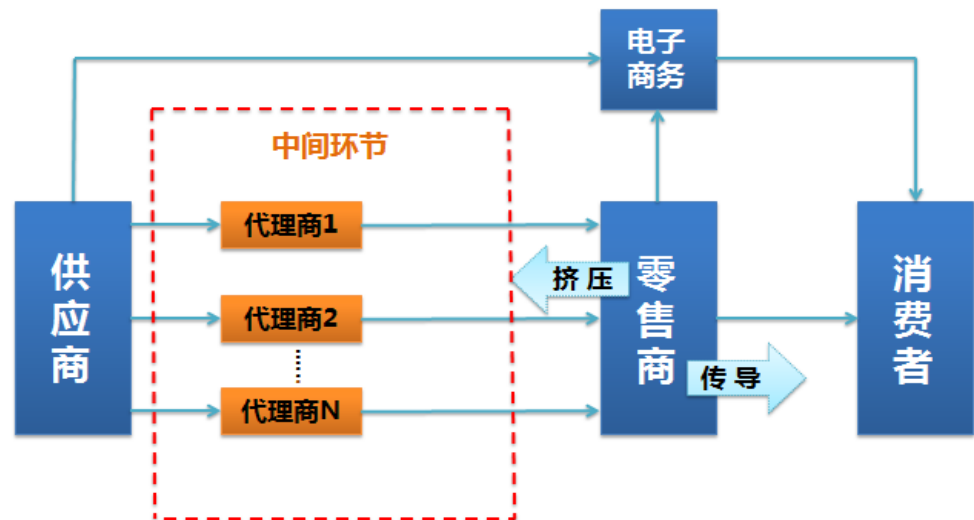
表 4: 零售行业主要商业模式对比分析

模式	收入来源	商品采购及运营	商品所有权	商品及品牌管理要求
品牌联营	销售佣金	负责品牌招商，不参与品牌运营	无所有权	低
自营	购销差价	负责商品采购运营	100%所有权	高
租赁	租金	负责品牌招商，不参与品牌运营	无所有权	低
代理商	下级代理商及经销商费用	参与品牌运营	无所有权	高

资料来源:《企业经济》，东兴证券研究所

在外部租金压力上升的情况下，通过联营方式获取盈利受到很大制约，零售企业通过租用物业经营方式赚取的利润被地产商上涨的租金侵蚀，其转嫁成本压力的方法往往是提高扣点率或增加进场费。但自 2011 年，国家清理整顿零售企业对供应商的不合理收费行为，迫使零售商开始从向供应商收取高价的发展模式，向提高供应链效率、降低经营成本、实现商品差异化的发展模式转变。

图 14: 零售商抢占中间利润的能力



资料来源: 东兴证券研究所

2.3 互联网倒逼实体回归零售本质

在网络购物爆发式增长的巨大压力下，我国零售业过去二十多年来游刃有余的粗放式扩张方式已走到穷途末路，而且面对互联网技术创新和来势凶猛的电商竞争，消费者行为逐渐改变，尤其是在互联网陪伴下成长起的 80、90 后新一代消费者，这些迫使我国实体零售商调整转型，寻求发展的新途径。从国外经营来看，为了应对电商冲击

和适应消费市场的新变化, 实体零售企业巨资发展电商, 实现线上线下融合发展的全渠道模式。在美国排名前十的电商中, 纯电商企业仅占 1 席, 其他 9 家都有线下业务。

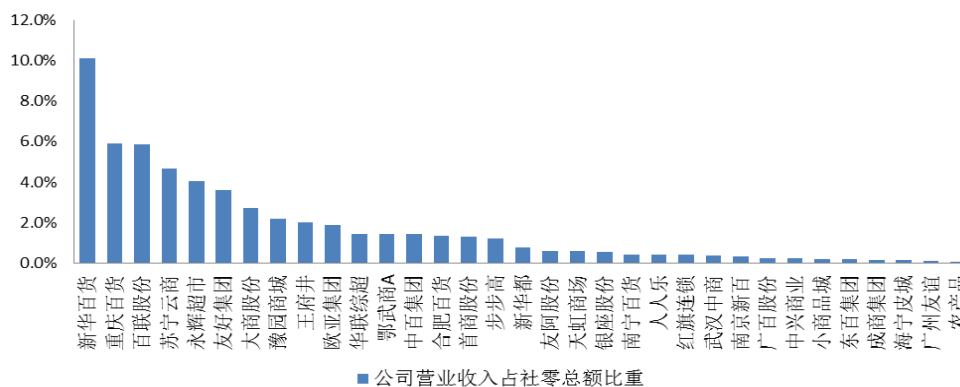
尽管发达国家零售企业的全渠道模式已经为零售业带来了一线生机, 但与美国相反, 中国的实体零售企业面对电商的高增长, 转型电商多以试水、观望、徘徊为主流。因为我国零售行业仍处于以省为界的区域割据状态, 还未形成全国性的龙头企业, 实体零售企业规模不大, 自有资金缺乏, 国企激励不足, 决定了我国零售企业创新动力不足, 很难像国外零售商一样投入巨资发展电商, 几乎无可能在短期内赶超电商巨头。

图 15: 我国零售行业呈现区域割据的情形



资料来源: 百度, 公司公告, 东兴证券研究所

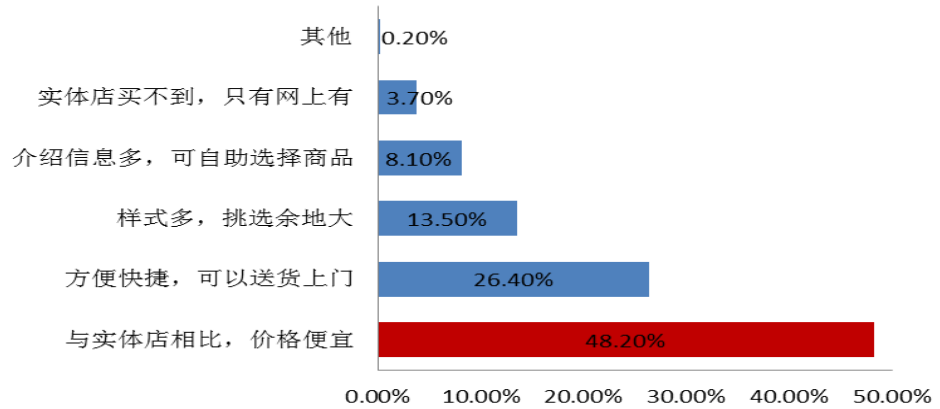
图 16: 商贸零售行业内主要上市公司 2014 年营业收入占当地社消总额的比重



资料来源: WIND, 东兴证券研究所

根据美国零售专家迈克尔教授的零售轮转理论: 零售组织变革如同旋转的车轮一样有周期性发展趋势, 新的零售组织最初采取的经营政策都是低成本、低毛利、低价格。新业态开始以成本和价格优势胜出后, 逐步扩充各种商品组合或服务项目内容, 并随之提高价格, 并逐渐失去了成本和价格优势, 沦落为不具竞争力的业态。当前, 互联网技术使得电商对实体零售的绝杀术也在于低成本和高效率。

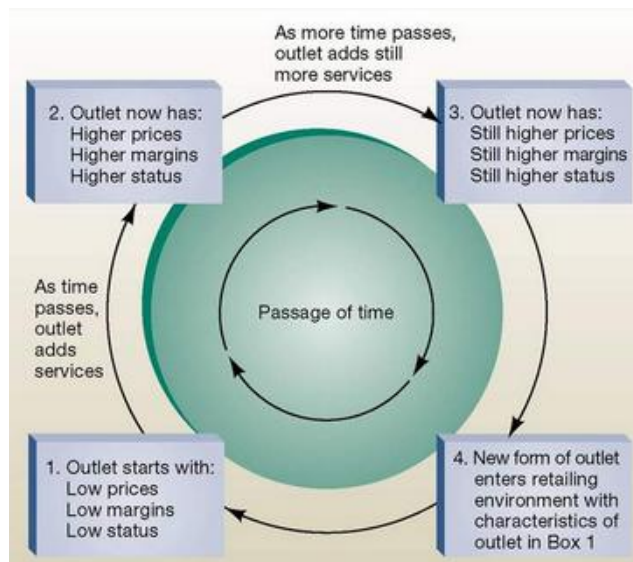
图 17: 据调查消费者选择网购的主要原因



资料来源: 艾瑞咨询, 东兴证券研究所

我国实体零售业面临的窘境仍可在成本领先战略中成功突围。对于当前我国实体零售企业而言, 与电商融合发展的最初起点不仅仅在于如何应用新的技术, 更在于回归零售——经营商品与服务: 即零售商根据消费者的需要采购商品, 买断经营, 以获取差价作为主要利润来源, 为消费者提供满意的售前、售中和售后服务, 而不再作为生产商的分销代理人, 使其重获成本优势、价格优势和更加便捷的服务优势。

图 18: 美国零售专家迈克尔教授的零售轮转理论



资料来源：百度百科 东兴证券研究所

2.4 未来零售是全渠道零售时代

随着新兴业态和电子商务的快速发展，以及消费者购买习惯的改变，传统零售业急需直面转型发展这一问题，而伴随着互联网的兴盛以及消费者购买习惯的改变出现的全渠道零售，应当成为传统零售业摆脱困境的重要选择。零售行业的渠道自 20 世纪起经过多次变革，从单渠道、多渠道到跨渠道，都在为全渠道零售奠定基础。

- ◆ 实体店为单渠道，实体店和网店并存是多渠道，实体店加网店和移动商店是跨渠道，跨渠道和多渠道零售则是以零售商为中心，消费者的身份在不同的消费渠道中是被割裂开的，从而让消费者感到不同渠道之间的壁垒。
- ◆ 全渠道零售是从单渠道到多渠道，再到跨渠道的演化结果，全渠道零售是以消费者为中心，消费者无论通过哪种渠道购物，均采用统一的购物账户与清单，使消费者获得一致的购物体验，不会因渠道改变而感到不便。

图 19：我国零售行业渠道变革的路线图



资料来源：SOWU, 东兴证券研究所

全渠道零售全程共分为八个环节，包括客流的导入、向顾客展示商品、说服建议与刺激顾客购买、订单处理、收款、送货、提供使用支持服务。①实体店相较于电子商务最明显的优势在于消费者的购物体验。实体零售商应该在与电子商务竞争中突出这一优势。将实体店的功能由单纯的销售转变为体验中心，为消费者提供更为全面的全渠道服务。②成功的全渠道零售转型需要实体零售商以“商品”为运营核心，全方位提高消费者购物的满意程度，通过与消费者的个性化互动赢得转型认可，使消费者亲身感受全渠道零售的便利与愉悦感。

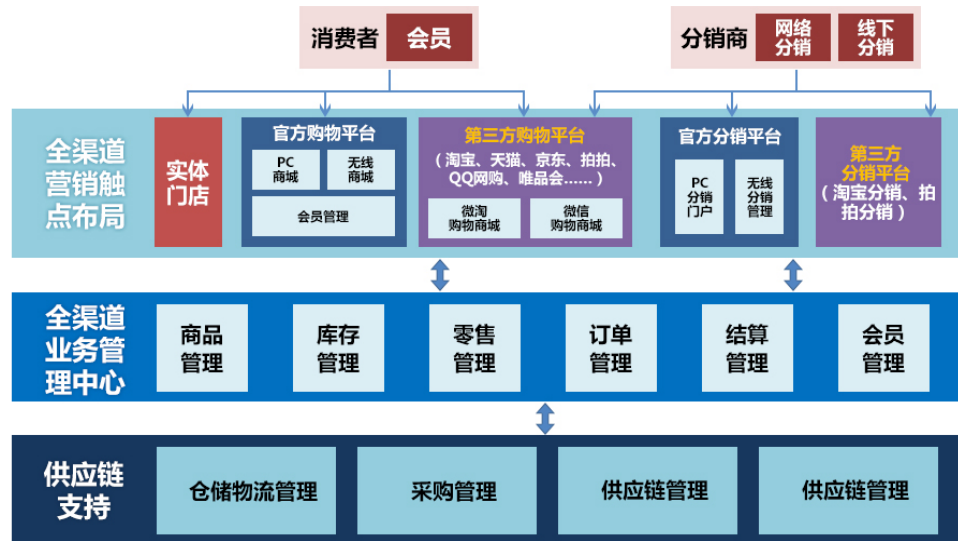
我们认识，实现全渠道零售主要有四大途径：

- ◆ **第一、整合供应商资源**，使供应商同时参与到多渠道零售中来，供给实体店的商品应更多的具有购物体验元素，将实体店变成体验店以把购物体验提高到极致，而把

更多的长尾产品放在线上，以弥补实体店经营空间有限等弊端。需要注意的是，要保证同一商品线上线下的价格一致，才能带给消费者一致的购物体验。

- ◆ **第二、整合线上线下的顾客资源**，首先零售企业与电商平台合作或者自建网上商城吸引客流是必要尝试，但重点更要充分利用实体门店、智能终端、微信营销等新方式，多措并举开展零售产品的交叉营销、消费积分共享等，使客户资源能被两个渠道所共享，实现渠道之间的无缝连接。
- ◆ **第三、整合服务体系**，通过建立统一的订单管理系统，管理来自各个渠道的订单，在消费者下单后其供应链能够迅速作出反应，保证在最短的时间内将商品送达至消费者手中。网络零售与实体店共享商品物流配送体系，客户在网上查询商品可到实体店买；在实体店看好商品可到网上买，实体店可作为网络零售的服务站，强化网点服务能力，以服务促业务。
- ◆ **第四、突出互联网金融业务落地**，支付本身就是购物活动的重要环节，支付的便捷与否在很大程度上影响着消费者的购物体验。全渠道零售的模式下，消费者既可以通过网银、支付宝、微信支付，又可选择货到付款。零售企业也可完善推广电商支付功能，提高客户实际使用频率，积极争夺消费金融市场，确保零售业务开源扩量。

图 20: 全渠道零售平台搭建图



资料来源：Baison 东兴证券研究所

但对于那些较难实现经营方式转型的实体零售企业，则应寻找市场的“真空地带”。面对电商无处不在的竞争，实体零售企业必须在消费者心目中建立起不同于竞争对手的企业形象，从而再创造出一个不容易被同化的细分市场，通过个性化商品或者定制化服务来实现差异化竞争，获得生存机会。

- ◆ 一则是选择那些在网店上找不到、体验性较强的品牌和商品，让消费者获得较高的满意度和忠诚度；

- ◆ 二则是利用互联网技术进行精准营销，通过个性化服务使用户体验获得提升，从而获得独特的市场空间。

图 21: 连接的大数据帮助判定目标受众属性及偏好



资料来源: 天拓咨询, 东兴证券研究所

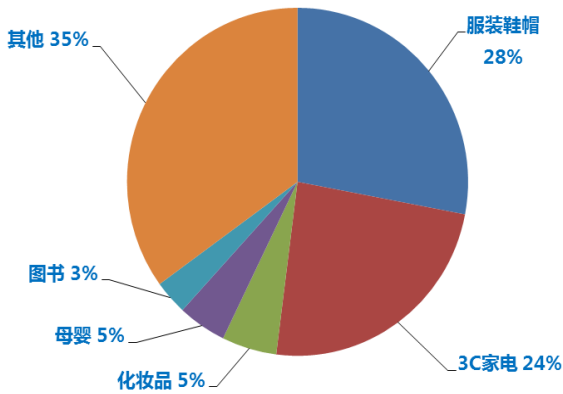
3. 公司有望成为零售转型的标杆

3.1 围绕“新奇特”产品差异化竞争

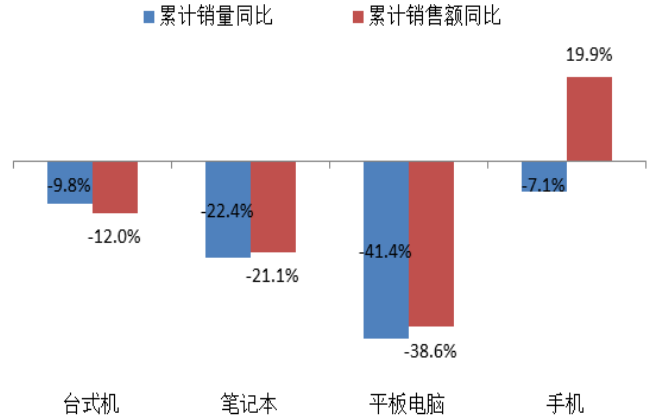
GFK 预测 2015 年中国科技电子消费品 (3C 及家电等) 市场销售增长 5%，3C 包括电脑 (Computer)、通讯产品 (Communication)、消费电子 (Consumer Electronics)，家电包括大家电和小家电等。其中，标准化程度极高的 3C 品类受电商冲击严重而使线下销售下滑明显，行业内部的竞争格局日趋严峻，行业进入壁垒越来越小，产品同质化、大众化、低毛率现象越来越严重。相比之下，创新类产品包括可穿戴设备、移动摄像头、无人机、运动手环等的销售均呈现成倍增长。

图 22: 2014 年中国网络零售各品类占比

图 23: 传统 3C 品类销售下滑明显



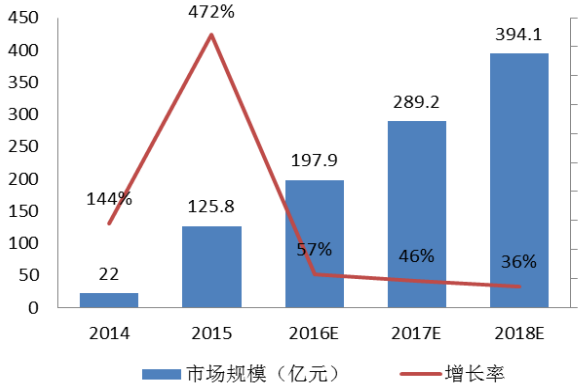
资料来源: 艾瑞咨询, 东兴证券研究所



资料来源: GFK, 东兴证券研究所

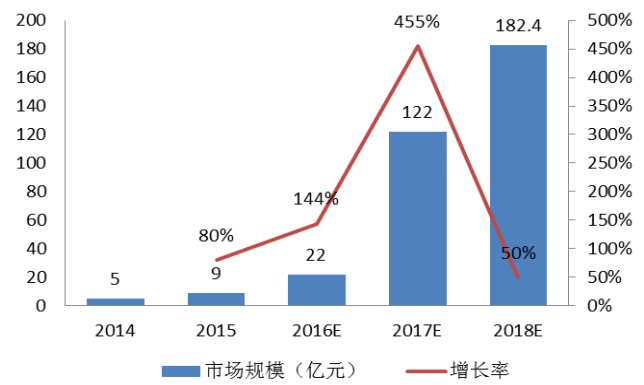
在零售连锁方面, 旗下的宏图三胞是国内领先的 3C 零售和服务连锁企业, 主营产品涵盖电脑、通讯、智慧生活、数码产品等, 曾先后获得中国连锁百强 20 位、中国连锁企业电子商务 10 强、中国连锁业最佳 O2O 案例等多个荣誉。宏图凭借完整的产业物流体系、庞大的客户基础以及高效的销售网络, 已明确“新奇特、高科技、互联网”的市场定位, 向全渠道专业零售服务商转身, 利用自身优势切入消费金融市场, 未来模式将以“新奇特、全渠道、服务体验”为核心, 提升线下场景价值。

图 24: 我国智能可穿戴设备市场规模及增速



资料来源: 易观智库, 东兴证券研究所

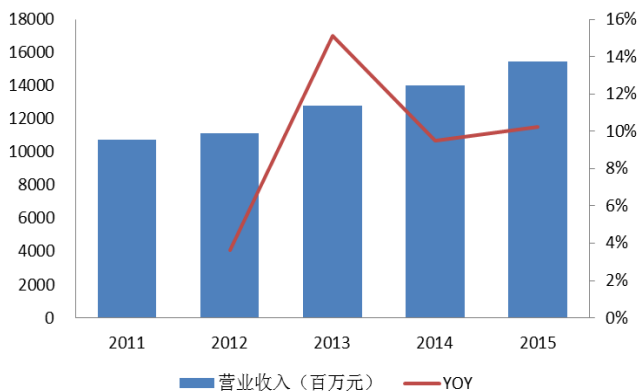
图 25: 我国智能腕表带的市场规模及增速



资料来源: 易观智库, 东兴证券研究所

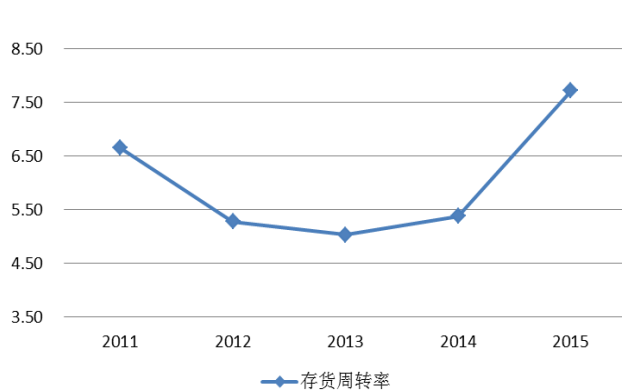
宏图三胞 3C 零售连锁公司的核心主业与传统业务, 2011-2015 年, 公司 3C 零售业务营业收入复合增长率 CAGR 为 9.6%, 主业实现稳健增长, 为转型提供有力支撑。2015 年, 3C 零售业务实现营业收入 156.32 亿元, 收入占比 84%, 同比增长 10.03%; 归属净利润 2.58 亿元, 同比增长 43.33%。公司的主营产品涵盖电脑、通讯、数码、新奇特产品、DIY 攒机与 IT 配件、办公自动化与耗材等。协同 BST 中国打通美国供应链, 建立机器人、无人机、智能生活产品, 附件导入无线充电、游戏类附件等高端差异化, 实现了新奇特产品和品牌新产品销售占比快速上升, 带动整体零售快速增长。

图 26: 2011-2015 年 3C 零售收入及增速 (单位: 百万)



资料来源: 公司财报, 东兴证券研究所

图 27: 公司存货周转率呈上升趋势



资料来源: 公司财报, 东兴证券研究所

为摆脱同质化、大众化、低毛利的市场竞争, 2015 年确立了“新奇特、高科技、互联网”的品牌定位, 未来新的经营模式定位于快时尚、体验化、智能化、趣味化、专业化、高毛率的新奇特产品。时刻关注现代都市人共同向往的品质生活: 随时随地互动 (Connectivity), 尽情放松身心 (Relaxation), 保持娱乐心态 (Entertainment), 同时建立了以 SAP-ERP 为核心的完善的信息系统支持供应链的高效运作。3C 零售转型围绕产品为核心, 加大对非标的新奇特产品供应。公司陆续完成机器人、无人机、智能穿戴、智能生活等新奇特产品的导入, 将会逐渐提升公司的毛利率。

图 28: 宏图三胞天猫旗舰店的新奇特产品



资料来源: 天猫旗舰店, 东兴证券研究所

图 29: 公司新奇特产品定位

Connectivity 连接	Relaxation 放松	Entertainment 娱乐
新	奇	特
<p>New: 新颖、新品 新颖产品: BS、IDT、机器人、无人机、智能类 新品首发: 国内/国外新产品→宏三首发/独家授权</p> <p>Unique: 差异化 同类差异化: 智能产品选择→Top品牌及Top型号 异类差异化: 与国内产品有较大差异的优质产品</p> <p>Special: 特别 产品体验展示方式独特: 智能场景式展示 产品体验方式特别: 产品+产品体验+产品服务</p>		

资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

◆ 大力导入 Brookstone 新奇特产品, 展开差异化产品竞争, 首开试点旗舰店销售亮眼, 未来将实现全国门店的规划布局。2014 年 6 月, 三胞集团联合赛领国际以 1.73 亿元美元收购美国专业的的新奇特产品连锁企业 Brookstone。Brookstone 成立于 1965 年, 主要提供功能多、质量好、设计独特新奇、在市面上较难找的消费产品。2015 年, Brookstone (中国) 成立, 提出“Smartliving”的全新品牌概念。2016 年 1 月 1 日, Brookstone 南京水游城中国首店开业, 其店面采用互动、体验

式的销售模式，单日销售突破 900 万；2016 年 5 月 25 日，Brookstone 上海店首日销售额 1200 万元，未来将会不断推进在全国范围的布局。

图 30: Brookstone 中国首店开业



资料来源: 互联网, 东兴证券研究所

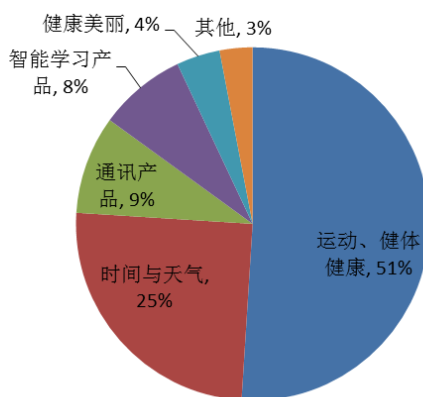
图 31: Brookstone 的新奇潮品受追捧



资料来源: 互联网, 东兴证券研究所

- ◆ 借助万威国际新奇特产品研发及生产能力，牵手乐视打通线上线下产品与渠道的合作，有望打造集研发、生产、品牌和销售的一体化平台。2015 年 2 月，宏图高科收购港股上市公司万威国际有限公司 (0167.HK) 50.42% 的股权，成为其控股股东。万威国际于 1988 年在香港上市，从事电子产品设计、研发及推广，被誉为时尚生活产品领域的领导者，旗下主营业务包括自主品牌欧西亚和价值制造服务，欧西亚以高奇特为卖点，致力于提倡“智慧点亮生活”为目标。

图 32: 万威国际的主要产品结构



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

图 33: 欧西亚温度投影时钟



资料来源: 东兴证券研究所

3.2 打造全渠道专业零售服务商

3C 品类在电商平台的销售逐年增长, 线下 3C 和电子产品渠道商生存环境日益艰难, 转型迫在眉睫。打通渠道边界, 进行全渠道布局, 实现线上线下双向导流, 将线下网

点布局、参与体验、供应链体系等优势与线上流量获取、支付便捷、配送时效等优势相结合，这将是商业零售在未来竞争中的制胜法宝。

公司积极布局 O2O：一方面构建超市店、百货店、购物中心店等多元线下渠道，增加新奇特产品的销售比例，联手 Brookstone 和万威国际打造新奇特产品的差异化优势，抵御 3C 零售行业下滑的冲击；另一方面通过拉手网、慧买网、天猫品牌旗舰店、红快服务等实现线上线下协同。2015 年，宏图三胞天猫商城实现销售收入 5.7 亿元，占公司当年销售的 2.99%。“红快服务”配合上拉手网的流量以及线下宏图三胞和乐语通信的门店网络，以服务带动销售，为客户提供全方位的便捷生活服务平台。

图 34：公司 O2O 业务模式图



资料来源：公司资料，东兴证券研究所

- ◆ **借助自身渠道优势，突出店面运营场景化。**2015 年，宏图三胞积极调整店面布局，关闭低效店面，截止 2015 年底，公司拥有 456 家门店。未来公司将继续增加各类门店的新奇特产品的占比，加大各类新、奇、特产品的引进和试销，通过店面布局突出场景化和体验化，大幅提升门店集聚人流的能力。此外，三胞集团旗下零售 3C 连锁板块还拥有乐语通讯。2004 年，三胞集团收购乐语通讯，是目前国内最大的专业通讯连锁企业，零售网络覆盖 26 个省份 230 个城市，拥有 2000 多家店面，经营面积 20 万方，年销售手机近 800 万台。

图 35：宏图三胞积极调整店面布局

宏图三胞 PC MALL
您身边的电脑专家

**宏图三胞·
Brookstone**

机场/高铁店

优化关闭低效店，门店数量2018年达到500家。

重点打造体验式购物环境，并持续提高新奇特销售流水占比

100%新奇特产品，主要包括体验式和便捷购物场所机场高铁店

资料来源：东兴证券研究所

图 36: 宏图三胞 PC MALL 门店



资料来源：东兴证券研究所

图 37: 乐语通讯门店



资料来源：东兴证券研究所

- ◆ **打造维修服务 O2O，以服务拉动销售。** 公司旗下的“红快服务”是门店服务、客服、售后服务在内的全服务与技术支持的体系，提供更专业、极致、便捷的体验与生态服务平台。其中“修好了”专业化服务团队是面向社会提供专业的“五包三免”服务提供上门检修、系统安调、应用指导、技术维护、产品售后等全程服务的机构。其拥有 2000 余名高水平 IT 技术和专业管理人才，拥有电话服务中心、7X24 网络在线服务及专人专车上门服务，用户可以通过电话、微信等多种手段报修并可预约上门服务，建立黏度、增加客户进店的理由。

图 38: 红快服务提供 IT 产品的全面接修



资料来源：公司官网，东兴证券研究所

- ◆ 公司战略目标是依托“文化+新奇特”双轮驱动，构建线下场景价值，打造大消费、大金融生态圈。除了线下实体的体验式消费提供多元的场景支持之外，公司还拥有丰富的支付场景资源。2015年8月，公司向国采数码以及海陆通电子合计收购国采支付100%股权，2009年国采支付成立，2014年7月获得第三方支付牌照，2015年推出了支付平台“天付宝”，打通原有消费场景与金融服务之间的链接，逐步构建支付完整闭环。未来公司将不断完善互联网金融业务平台，通过与原有的3C零售连锁产业链综合服务业务协同，挖掘客户潜在需求。

图 39: 集团的战略目标



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

4. 公司是 A 股艺术品拍卖第一股

2016年4月8日,公司发布发行资产购买预案:拟向匡时文化、董国强发行2.08亿股股份,发行价格为12.97元/股,总作价27亿元购买匡时文化和董国强(匡时文化的实际控制人)持有的匡时国际100%股权。

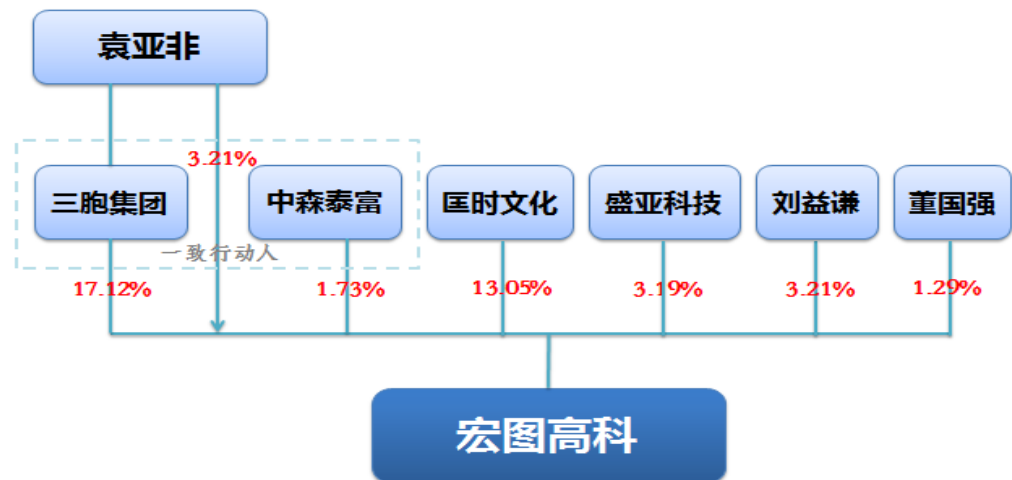
表 5: 发行股份购买匡时国际 100%股权

序号	股东名称	持有匡时国际股权比例	交易金额(万元)	发行的股票数量(股)
1	匡时文化	91%	245,700	189,437,162
2	董国强	9%	24,300	18,735,543
	合计	100%	270,000	208,172,705

资料来源:公司公告,东兴证券研究所

同时本次交易拟募集配套资金:拟向袁亚非、刘益谦发行不超过9328.36万股,本次发行价格16.08元/股,募集配套资金不超过15亿元。本次交易完成后,控股股东三胞集团及其一致行动人合计持上市公司股份由23.78%变更为22.06%,三胞集团仍为公司的控股股东,实际控制人仍为袁亚非先生,匡时文化持股13.05%,为公司第二大股东。

图 40: 定增完成后三胞集团仍为公司控股股东



资料来源:公司公告,东兴证券研究所

表 6: 公司募投资金使用情况

序号	募投项目	项目总投资(万元)	拟投入资金(万元)
1	连锁发展	67100	52000
	其中:连锁店面拓展	67100	52000
2	信息系统建设	13000	10000
	其中:全渠道O2O项目	4800	3200
	企业私有化平台项目	5200	4500

	客户大数据项目	2000	1500
	供应商关系管理（SRM）项目	1000	800
3	增加资本金项目	10000	10000
	其中：补充国采支付资本金项目	10000	10000
4	匡时国际增设分子公司项目	48000	48000
5	匡时国际艺术电商项目	27000	27000
6	支付中介结构费用	3000	3000
	合计	168100	150000

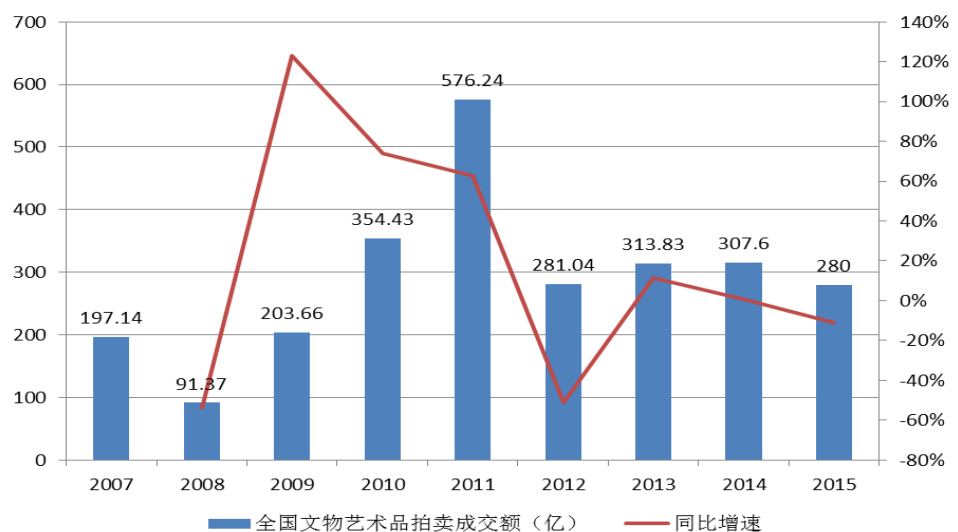
资料来源：公司公告，东兴证券研究所

4.1 艺术品拍卖市场进入“新常态”

1992年，上海、深圳、北京等地相继出现文物和艺术品拍卖活动。1996年《拍卖法》的颁布及之后的实施，使拍卖业特别是文物和艺术品拍卖业得到了蓬勃发展，并逐步形成中国特色。近10年来，随着社会经济的快速发展和文物艺术品收藏投资热潮的兴起，中国文物和艺术品拍卖额以几何级数增长。**2003-2010年间，中国文物和艺术品拍卖额从不足10亿元增至近500亿元，最高单价也从以千万元增长至以亿元。**

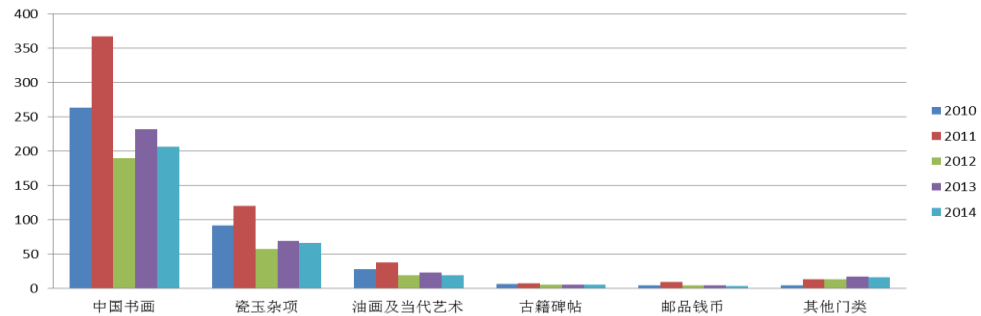
近年文物艺术品年成交额稳定在300亿左右。根据中国拍卖行业协会数据，2014年，我国全国文物拍卖企业396家，全国共举办911场文物艺术品拍卖会，成交拍品32.79万件，成交额307.6亿元。行业主营业务收入30.94亿元，主营业务利润10.43亿元，主营利润率33.71%。2015年，全国共举办文物艺术品拍卖2352专场，落槌成交额约280亿元（不含买方佣金），我国文物拍卖企业达436家。

图 41：近年我国文物艺术品拍卖成交额情况（单位：亿元）

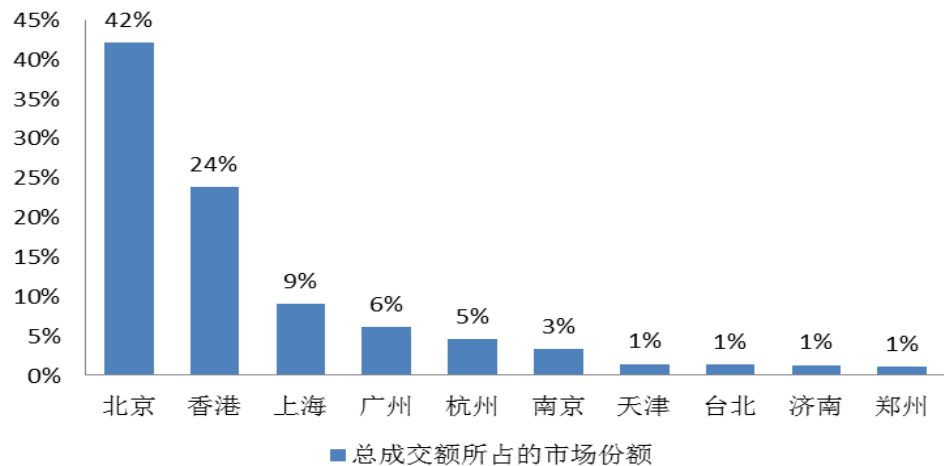


资料来源：中国拍卖行业协会，东兴证券研究所

北京成为国际上最重要的文物和艺术品交易中心之一，书画拍品占据艺术品拍卖市场主要份额。从产品结构看，中国书画成交额 205.96 亿，占当年文物艺术品拍卖成交额的 65%。从区域分布看，京津地区以 64.06% 的市场份额、51.5% 的成交总量占据全国主要地位，在全国 396 家拍卖企业中，有 145 家位于京津地区，其中北京的成交额是京津地区成交额的 98%，2014 年，全国近 80% 的高价拍品（成交价格超过 1000 万元人民币的艺术品）产生于北京。

图 42: 近五年各类拍品数量保持稳步调整状态


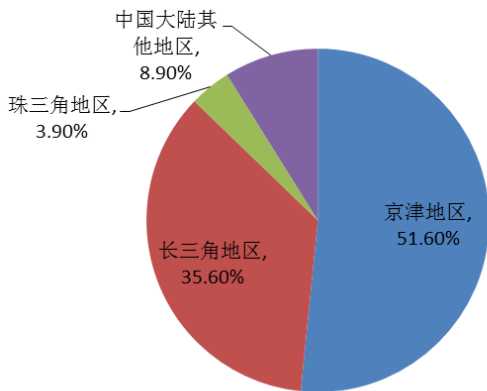
资料来源:《2014 中国文物艺术品拍卖市场统计年报》，东兴证券研究所

图 43: 2015 年中国艺术品成交额城市 TOP10 对比图


资料来源: AMMA, 东兴证券研究所

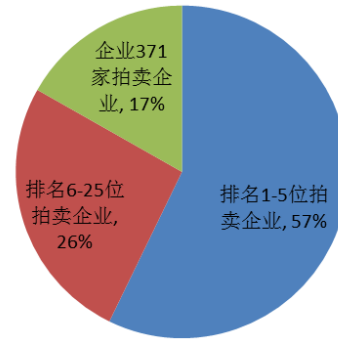
拍卖行业呈现出“强者恒强”的局面。我国文物拍卖行业的市场集中度较高，匡时国际位居行业第一梯队，全国第三，深耕书画领域。根据中国拍卖行业协会数据，2014 年，我国排名前 25 的文物艺术品拍卖企业成交额合计 283.3 亿元，占整个市场总成交额的 79.1%，其中，排名前五的拍卖公司占全国市场总成交额的 57.2%，同比增长 1.3 个百分点；排名 6-25 的拍卖企业占 26%；其余 371 家拍卖公司分析剩余 20.8% 的市场份额。2015 年，匡时国际的落槌成交额为 19.34 亿元，占全国文物艺术品拍卖落槌成交额的 6.91%。未来在提升市占率方面尚有较大发展空间。

图 44: 2014 年我国各地区成交拍品数量分布图



资料来源：《2014 中国文物艺术品拍卖市场统计年报》，东兴证券研究所

图 45: 2014 年我国拍卖企业的市场格局



资料来源：《2014 中国文物艺术品拍卖市场统计年报》，东兴证券研究所

表 7: 2015 年世界范围内拍卖成交总额前十名拍卖行

序号	拍卖企业名称	总成交额（美元）	拍出质数（件）
1	佳士得	4,968,338,763	19,238
2	苏富比	4,570,332,893	14,805
3	保利拍卖	833,136,882	9922
4	中国嘉德	553,020,191	7695
5	菲利普斯	397,524,395	3311
6	匡时国际	294,044,650	3720
7	西泠印社	199,486,812	3140
8	上海嘉禾	160,679,547	1893
9	北京翰海	147,791,657	4492
10	邦瀚斯	143,121,888	8949

资料来源：《2015 年度艺术市场报告》，东兴证券研究所

4.2 匡时国际十周年春拍创新高

北京匡时国际拍卖有限公司成立于 2005 年 10 月，公司拥有中国书画、瓷器杂项、综合工艺品、现当代艺术、珠宝尚品五大专家部门，专注于书画领域，主要以拍卖中国古代、近现代书画，瓷玉杂项、当代水墨、现当代油画、雕塑等艺术品为主，并承接资产拍卖以及各类慈善拍卖。公司深耕书画领域，由于书画收藏门槛较高，公司积累的专业性与口碑使得收藏群体相对固定，在书画细分市场具有稳固优势。

2005-2015 年，公司累计拍卖成交拍品数量达 53279 件，拍卖成交额累计为 208.9 亿元。2016 年 6 月，匡时国际春拍共推出 31 个专场，展出 3700 多件精品，成交金额达 25.58 亿元，较上年春拍 10.8 亿元增长近 150%，共出现了 4 个白手套专场和 40 件过千万的拍品。

图 46: 蒋廷锡《百种牡丹谱》成交价: 1.7365 亿元



资料来源: 公司官网, 东兴证券研究所

图 47: 李可染《革命圣地韶山》成交价: 8395 万元



资料来源: 公司官网, 东兴证券研究所

图 48: 匡时国际的发展历程

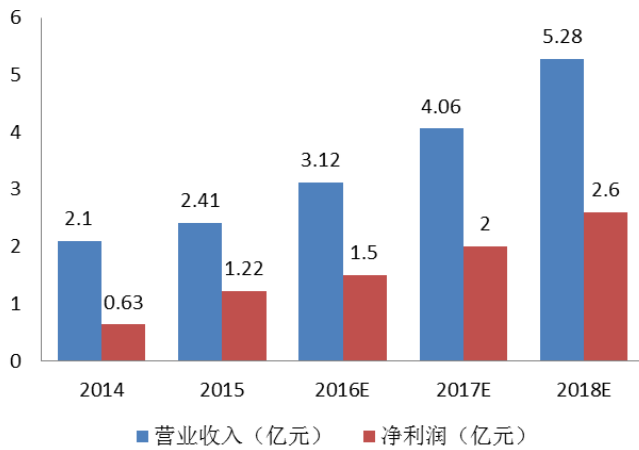

[首页](#)
[拍卖信息](#)
[新闻中心](#)
[竞拍与竞拍](#)

- 2010** 2010年春拍，乾隆帝行书《洪咨夔春秋说论隐公作伪事》以5712万元成交，刷新乾隆御笔书法作品拍卖纪录。此外，在宫廷艺术品、瓷器、玉器、古琴、油画、雕塑等领域，匡时也表现优异，多项纪录在匡时被刷新和改写；2010年五周年秋拍总成交额高达15.6亿元，7个专场成交率达到百分之百，并出现了27件过千万的重量级拍品。其中四件王铎书法成交过亿，创造了王铎书法成交的世界纪录，清乾隆青花缠枝莲纹花瓶以6680万元创造当年国内瓷器秋拍最高成交价。
- 2011** 2011年全年成交额超40亿元，其中春拍总成交额突破20亿元，创历年最高单季成交纪录，吴冠中《网师园》以5175万元摘得本次春拍头筹；秋拍成交额18.15亿元，4个白手套专场，24件超千万拍品，更有元《崇真万寿宫瑞鹤诗唱和卷》破亿元大关，创元代书法拍卖纪录。
- 2012** 2012春拍以12.64亿元稳健收槌，万众瞩目的过云楼藏书不负众望2.16亿元刷新了古籍拍卖的世界纪录，并入选中拍协年终十大行业事件。2012秋拍南长街54号藏梁氏重要档案不负众望以6709万元全数成交。
- 2013** 2013年北京匡时以全年成交额达到34.03亿元，春拍19.9亿元圆满收槌，首次推出的“澄道”——中国书画夜场以96%的成交率、4.1亿元的成交额；秋拍以19.9亿元圆满收槌，“澄道”——中国书画夜场以4.15亿元的成交额，过千万元的拍品有24件，并出现了10个白手套专场，北宋刻本《礼部韵略》以2990万元成交，黄胄《巡逻图》拍出了4543万元的价格再创佳绩。
- 2014** 2014年春拍以17.5亿元收槌，书画夜场以4.2亿元领衔拍场，“澄道”——中国书画夜场拍得3.06亿元，首次推出的“畅怀”——中国书法夜场斩获1.14亿元，本场拍卖中石涛中年鼎盛期佳作《黄山紫玉屏》以1610万元成为本次春拍的冠军拍品，吴冠中《墙上秋色》和陈洪绶《炼芝图》均以1380万元成交。
2014年秋拍成交13.4亿元。黄宾虹的《江山卧游图》成交价为4830万元，是艺术家个人作品拍卖纪录中排名第三的成绩；徐悲鸿《十二生肖册》也以4600万元成交，创造了徐悲鸿个人年度拍卖最高价纪录。
- 2015** 2015春拍，国家一级文物“三宋”以1.29亿元领衔，其中《宋人摹郭忠恕四猎骑图》以8050万元刷新今春古代书画最高拍卖纪录；南宋《吕祖谦告身》、《司马伋告身》分别拍出了2875万元、2012.5万元的成绩。

资料来源：公司官网，东兴证券研究所

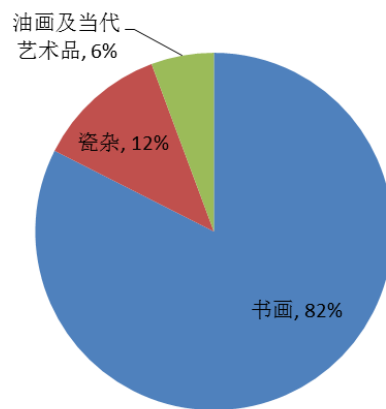
截至2015年底，匡时国际的资产总额为7.74亿元，净资产3.63亿元；2014年、2015年分别实现营收2.10亿元、2.41亿元，净利润分别为0.63亿元、1.22亿元，营收和净利的同比增速分别为14.76%、93.65%，主要是收入增长、费用管控及资产减值金额下降所致。公司书画类拍品是营收的主要来源。书画拍品占比高达82.46%，毛利率66%，净利率26%，匡时国际未来业绩承诺：2016-2018年，扣非归母净利润分别不低于1.5亿元、2亿元、2.6亿元，如本次交易在2017年实施完毕，则业绩承诺期间相应顺延为2017-2019年。

图 49: 匡时国际扣非净利润及预测情况 (单位: 亿元)



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

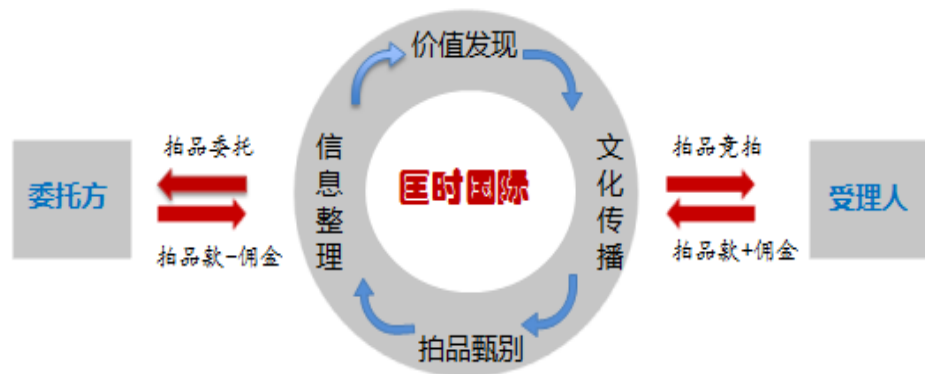
图 50: 公司书画拍品占比高达 82.46%



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

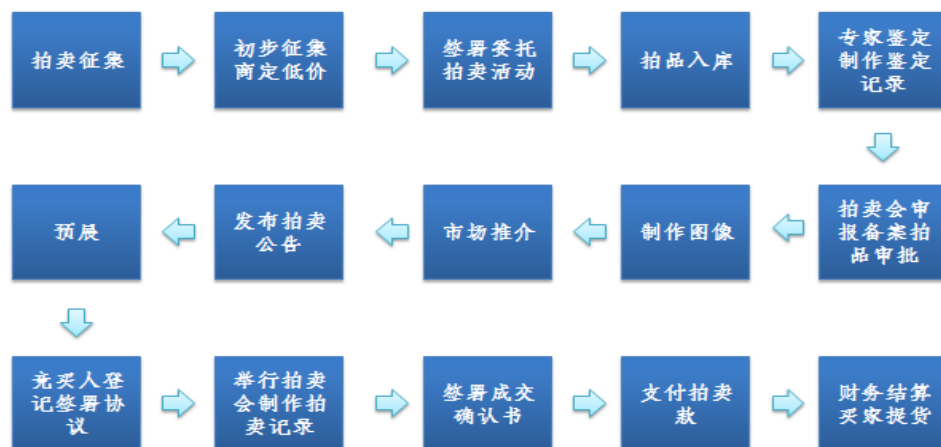
作为艺术品拍卖的中介公司, 匡时国际接受客户的委托, 并通过专业的营销策划, 由艺术品拍卖活动撮合委托方和购买方成交, 并通过向委托方和购买方收取佣金来实现自身收入。匡时国际的经营模式主要为向买家以及卖家收取佣金, 金额大的客户可能会有一定的优惠。公司的艺术品拍卖流程包括拍品征集、拍品入库、专家鉴定、市场推广、举行拍卖会、转移拍品所有权等。

图 51: 匡时国际的经营模式



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

图 52: 匡时国际的拍卖流程

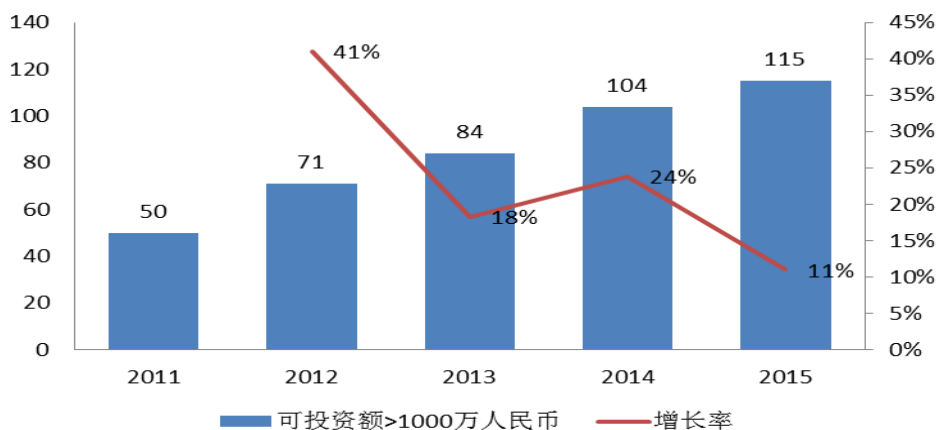


资料来源：公司公告，东兴证券研究所

网拍升温助力大众艺术，国内大众艺术消费市场正在迅速崛起。匡时国际艺术电商项目拟投入募集资金 27000 万元，发展艺术品电商产业。

- ◆ 目前我国艺术品市场主要以收藏和投资为主，人群相对高端小众。2015 年，我国可投资资产超过 1000 万人民币的人数约 115 万，最近五年年均复合增长率为 23%，伴随着人们物质生活的不断改善、收藏群体资金能力的扩充和群体数量的扩大，文化消费市场拓展空间很大，以大众艺术需求的中端市场将会逐步出现。
- ◆ “互联网+”为文化产业的创新提供了便捷、低成本、多渠道的技术平台，发展艺术品电商已成为企业做大做强的必需品，艺术品电商的投入少、运营周期短、回报快，能够补充传统拍卖模式的不足。因为艺术品并不能标准化，拓展线上的同时还需铺垫好线下，打造 O2O 闭环刻不容缓。

图 53：我国个人可投资资产的潜在规模及增速



资料来源：z5，东兴证券研究所

5. 盈利预测

我们假设公司零售业务稳健增长，以及并购匡时国际艺术品拍卖业务影响，预计公司 2016-2018 年实现营业收入 204.85 亿元、224.28 亿元、246.86 亿元，考虑到公司转型“新奇特”产品 2017 年将提高公司毛利率，预计公司 2016-2018 年毛利率分别为 8.4%、9.6%、10.2%。

我们依托“文化+新奇特”双轮驱动，重构线下场景价值；收购具备第三方支付牌照的国采支付，构建大金融生态圈。公司价格较定向发行收购匡时国际的交易价格（12.97 元）以及配套定增融资价格倒挂（16.08 元），具有较强的安全边际。我们预测公司 2016-2018 年 EPS 分别为 0.45、0.53、0.64 元，考虑到并购及定增摊薄股本，当前股价对应 PE 分别为 27.06X、22.97X、19.16X。参考行业可比公司的平均估值，给予 2016 公司 40 倍 PE，目标价 18 元，首次覆盖给予“强烈推荐”评级。

表 8: 公司 2016-2018 年盈利预测

指标	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入 (百万元)	17,472.11	18,714.41	20,485.20	22,428.48	24,686.21
增长率	9.79%	7.11%	9.46%	9.49%	10.07%
净利润 (百万元)	401.58	404.16	520.59	773.98	928.06
增长率	30.07%	0.64%	28.81%	48.68%	19.91%
每股收益 (元)	0.32	0.37	0.45	0.53	0.64
PE	38.28	33.17	27.06	22.97	19.16

资料来源：公司财报，东兴证券研究所

表 9: 可比上市公司估值情况

简称	收盘价	EPS 2016	EPS 2017	EPS 2018	PE2016	PE2017	PE2018
深圳华强	25.15	0.59	0.70	0.81	42.58	35.89	31.08
天音控股	11.96	0.25	0.43	0.55	52.71	31.65	24.86
苏宁云商	11.04	0.02	0.04	0.08	-	-	-
爱施德	17.35	0.20	0.27	0.00	-	-	-
百联股份	13.03	0.62	0.64	0.67	21.22	20.08	18.97
三联商社	13.75	0.25	0.32	0.54	55.87	42.36	25.62
豫园商城	11.79	0.63	0.72	0.79	20.33	17.91	15.96
永辉超市	4.64	0.11	0.14	0.17	43.36	34.68	28.61
平均					39.35	30.43	24.19

资料来源：WIND, 东兴证券研究所

6. 风险提示

艺术品拍卖市场波动风险、新奇特产品推广不及预期

表 10: 公司盈利预测表

资产负债表					利润表						
单位: 百万元					单位: 百万元						
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E		2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
流动资产合计	12766	13619	13989	14884	15951	营业收入	17472	18714	20485	22428	24686
货币资金	4557	5684	6146	6729	7406	营业成本	15872	17126	18764	20275	22168
应收账款	924	886	969	1061	1168	营业税金及附加	221	128	140	154	169
其他应收款	464	478	523	573	631	营业费用	464	518	569	628	716
预付款项	2875	2825	2769	2709	2643	管理费用	260	341	379	426	481
存货	3392	3233	3085	3333	3644	财务费用	271	300	82	67	74
其他流动资产	506	494	477	459	438	资产减值损失	-2.04	16.70	0.00	0.00	0.00
非流动资产合计	5067	4384	4289	4193	4097	公允价值变动收益	0.20	-0.20	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	259	269	269	269	269	投资净收益	140.80	233.38	120.00	120.00	120.00
固定资产	694.80	749.68	660.66	571.63	482.61	营业利润	528	518	670	998	1197
无形资产	63	69	62	55	48	营业外收入	18.76	12.52	12.00	12.00	12.00
其他非流动资产	0	0	0	0	0	营业外支出	9.78	7.23	8.00	8.00	8.00
资产总计	17834	18003	18278	19077	20048	利润总额	537	523	674	1002	1201
流动负债合计	7329	7273	6454	6944	7543	所得税	136	119	153	228	273
短期借款	1706	1707	611	836	1106	净利润	402	404	521	774	928
应付账款	379	538	582	629	687	少数股东损益	35	-17	0	0	0
预收款项	273	111	131	153	178	归属母公司净利润	367	422	521	774	928
一年内到期的非	700	400	400	400	400	EBITDA	909	955	848	1161	1367
非流动负债合计	2201	2489	2489	2489	2489	EPS (元)	0.32	0.37	0.45	0.53	0.64
长期借款	0	91	91	91	91	主要财务比率					
应付债券	1600	1900	1900	1900	1900		2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
负债合计	9530	9762	8943	9432	10032	成长能力					
少数股东权益	319	519	519	519	519	营业收入增长	9.79%	7.11%	9.46%	9.49%	10.07%
实收资本 (或股	1146	1150	1150	1150	1150	营业利润增长	31.91%	-1.92%	29.35%	48.97%	19.99%
资本公积	2063	2086	2964	2964	2964	归属于母公司净利润	23.46%	48.68%	23.46%	48.68%	19.91%
未分配利润	1778	2137	2215	2331	2470	获利能力					
归属母公司股东	7985	7722	8815	9125	9496	毛利率 (%)	9.16%	8.49%	8.40%	9.60%	10.20%
负债和所有者权	17834	18003	18278	19077	20048	净利率 (%)	2.30%	2.16%	2.54%	3.45%	3.76%
现金流量表	单位: 百万元					总资产净利润 (%)	2.06%	2.34%	2.85%	4.06%	
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E	ROE (%)	4.59%	5.46%	5.91%	8.48%	9.77%
经营活动现金流	410	514	946	770	918	偿债能力					
净利润	402	404	521	774	928	资产负债率 (%)	53%	54%	49%	49%	50%
折旧摊销	109.81	137.93	0.00	95.91	95.91	流动比率	1.74	1.87	2.17	2.14	2.11
财务费用	271	300	82	67	74	速动比率	1.28	1.43	1.69	1.66	1.63
应付帐款的变化	0	0	-84	-92	-107	营运能力					
预收帐款的变化	0	0	20	22	25	总资产周转率	1.08	1.04	1.13	1.20	1.26
投资活动现金流	-377	232	120	120	120	应收账款周转率	19	21	22	22	22
公允价值变动收	0	0	0	0	0	应付账款周转率	42.15	40.79	36.58	37.06	37.52
长期股权投资减	0	0	0	0	0	每股指标 (元)					
投资收益	141	233	120	120	120	每股收益 (最新摊薄)	0.32	0.37	0.45	0.53	0.64
筹资活动现金流	950	356	-605	-307	-360	每股净现金流 (最新)	0.86	0.96	0.40	0.51	0.59
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产 (最新摊)	6.96	6.71	7.67	7.94	8.26
长期借款增加	0	0	0	0	0	估值比率					
普通股增加	5	4	0	0	0	P/E	38.28	33.17	27.06	22.97	19.16
资本公积增加	-1037	23	878	0	0	P/B	1.76	1.82	1.60	1.54	1.48
现金净增加额	983	1101	462	583	677	EV/EBITDA	14.85	13.09	12.68	9.12	7.44

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

分析师简介

徐昊

会计学硕士，2008 年加入国都证券从事农业和食品饮料行业研究、2011 年加入安信证券从事食品饮料行业研究、2013 年加入东兴证券从事食品饮料行业研究，8 年食品饮料行业研究经验。

联系人简介

史琨

投资银行与金融学硕士，2015 年加入东兴证券从事商贸零售行业研究，获 2015 年度“今日投资”商贸零售行业最佳选股分析师第三名

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

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介于-5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。