

公司研究/调研报告

2017年08月27日

商业贸易/零售 II

投资评级: 增持 (维持评级)

当前价格(元): 10.24  
合理价格区间(元): 12.24-16.57

许世刚 执业证书编号: S0570512080004  
研究员 025-83387508  
xushigang@htsc.com

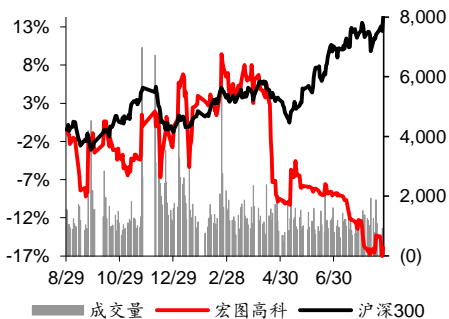
张坚 0755 82364269  
联系人 zhang\_jian@htsc.com

丁浙川 021-28972086  
联系人 dingzhechuan@htsc.com

相关研究

- 1《宏图高科(600122,增持): 业绩增长 58%, 积极关注门店转型》2017.08
- 2《宏图高科(600122,增持): 业绩大幅预增, 关注门店转型效果》2017.07
- 3《宏图高科(600122,增持): 再论高科转型: 新奇特新入佳境》2017.06

股价走势图



资料来源: Wind

## 区域调研实录: 新奇特转型超预期

### 宏图高科(600122)

#### 宏图高科全面推进新奇特转型战略, 门店经营状况超市场预期

宏图高科目前正在积极实施门店转型战略, 大力导入新奇特产品, 以提高公司 3C 零售业的竞争力与盈利水平。公司门店转型可分为三个方面: 1) 宏图三胞传统 PC MALL 店改造与升级; 2) 宏图 Brookstone 门店/旗舰店的建设; 3) Brookstone 机场店的建设。目前宏图高科新奇特转型方向已被大众广泛认识, 但对于市场而言, 门店转型后的具体经营情况需要进一步进行了解。为此, 我们对安徽、山东、湖北、北京 4 个省份多家宏图 Brookstone 门店进行了实地调研, 以解答市场的疑惑。经我们实地调研发现, 转型后的宏图 Brookstone 门店经营情况显著超出了当前市场预期。

#### 差异化产品彰显消费者个性, 完整供应链构筑核心竞争力

由于新奇特产品具有很强的差异化特点, 能够充分彰显时尚与个性, 因而受到了年轻消费者的普遍欢迎, 消费者的购买需求往往源于兴趣点与冲动消费, 不会太多考虑成本问题。此外, 新奇特产品可作为礼品赠送, 因此具有较高的复购率。而与其他类似的渠道/产品相比, 宏图 Brookstone 的核心优势在于其拥有完整、稳定且具备强大新品研发能力的供应链, 同时为消费者提供“只换不修”的售后服务, 从而打造了强大的品牌效应。

#### 新奇特产品带动毛利率大幅提高, 门店引流效应增强租金谈判空间

受益于高毛利率新奇特产品的导入, 宏图 Brookstone 门店整体毛利率与传统门店相比有了大幅增长。我们拜访的门店综合毛利率均在 20% 以上, 其中武汉武商国际广场店超过 30%, 北京机场店毛利率近 50% (不同门店毛利率不同主要由新奇特品类占比不同导致), 大幅高于传统 3C 产品 5%-8% 的毛利率水平。此外, 由于 Brookstone 店具有显著的引流效应, 其体验属性则会大幅提升消费者在店内的停留时间, 因而受到了广大商场的欢迎, 相关物业往往愿意给予租金优惠。因此从整体上看, 宏图 Brookstone 门店的盈利能力与传统门店相比有了显著提升, 我们的测算也支持了这一结论。

#### 维持公司“增持”评级, 看好公司门店转型前景

我们认为公司导入新奇特产品&体验化布局的转型方向直击传统零售痛点, 转型完成后公司 3C 零售业务竞争力将显著提高, 并带动公司 2018-2019 年零售业务业绩较大幅度提升。今年 6 月宏图 Brookstone 入驻北京盒马鲜生, 考虑到阿里巴巴提出的“新零售”概念与宏图三胞差异化、体验化的转型方向有许多共通之处, 双方合作或将进一步深入。从估值上看, 我们认为将公司主业与金融股权资产进行分部估值更为合理, 目前市值存在较大低估。维持公司“增持”评级, 建议投资者积极关注。

风险提示: 新奇特产品销售情况不达预期; 拍卖行业景气度下滑。

公司基本资料

总股本 (百万股)	1,154
流通 A 股 (百万股)	1,152
52 周内股价区间 (元)	10.11-13.36
总市值 (百万元)	11,819
总资产 (百万元)	20,014
每股净资产 (元)	7.08

资料来源: 公司公告

经营预测指标与估值

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入 (百万元)	18,714	20,513	19,051	20,637	21,977
+/-%	7.11	9.61	(7.13)	8.33	6.49
归属母公司净利润 (百万元)	421.66	446.88	688.70	715.14	914.52
+/-%	14.96	5.98	54.11	3.84	27.88
EPS (元, 最新摊薄)	0.37	0.39	0.60	0.62	0.79
PE (倍)	28.40	26.80	17.39	16.75	13.10

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

## 正文目录

拜访区域一：山东济南.....	4
宏图 Brookstone 济南世贸广场店 .....	4
门店交流纪要.....	4
门店盈利情况测算 .....	5
宏图 Brookstone 济南和谐广场店 .....	5
门店交流纪要.....	5
门店盈利情况测算 .....	6
宏图 Brookstone 济南丁豪华润万家店 .....	6
门店交流纪要.....	6
拜访区域二：安徽合肥.....	7
宏图 Brookstone 合肥包河万达店 .....	7
门店交流纪要.....	7
门店盈利情况测算 .....	8
拜访区域三：湖北武汉.....	9
宏图 Brookstone 武汉武商国际广场店 .....	9
门店交流纪要.....	9
门店盈利情况测算 .....	9
拜访区域四：北京 .....	10
交流纪要.....	10
门店盈利情况测算 .....	11

## 图表目录

图表 1: 宏图 Brookstone 济南世贸广场店.....	4
图表 2: 宏图 Brookstone 济南世贸广场店.....	4
图表 3: 宏图 Brookstone 济南世贸广场店盈利情况测算.....	5
图表 4: 宏图 Brookstone 济南和谐广场店.....	5
图表 5: 宏图 Brookstone 济南和谐广场店.....	5
图表 6: 宏图 Brookstone 济南和谐广场店盈利情况测算.....	6
图表 7: 宏图 Brookstone 合肥包河万达店.....	7
图表 8: 宏图 Brookstone 合肥包河万达店.....	7
图表 9: 宏图 Brookstone 合肥包河万达店盈利情况测算.....	8
图表 10: 宏图 Brookstone 武汉武商国际广场店盈利情况测算.....	9
图表 11: Brookstone 北京机场店 .....	10
图表 12: 宏图 Brookstone 北京盒马鲜生店 .....	10
图表 13: 宏图 Brookstone 北京盒马鲜生店盈利情况测算.....	11
图表 14: 宏图 Brookstone 北京机场店盈利情况测算.....	11
图表 15: 宏图高科历史 PE-Bands .....	12
图表 16: 宏图高科历史 PB-Bands .....	12

## 拜访区域一：山东济南

### 宏图 Brookstone 济南世贸广场店

拜访时间：2017.7.29

拜访对象：宏图 Brookstone 济南世贸广场店店长

门店开业时间：2017年6月17日

图表1：宏图 Brookstone 济南世贸广场店



资料来源：华泰证券研究所

图表2：宏图 Brookstone 济南世贸广场店



资料来源：华泰证券研究所

#### 门店交流纪要

**门店销售与毛利情况：**门店面积约 400 平米，月收入超过 100 万元，预计年收入 2000 万元。目前毛利率超过 20%，未来新奇特产品占比继续增加后还有提升空间。由于宏图 Brookstone 购物体验比较新，价格也不贵，所以消费者常会冲动消费，比较受年轻人欢迎。

**客流量情况：**日平均客流量 600-800，周末客流量可以过千。

**复购率：**店面的整体复购率约 30%（基于自身大数据）。

**装修与租金费用：**装修费用 1500-1800 每平米，租金约 100 万/年。

**员工情况：**店面一共有 17 个员工（包括维修、仓储、收银），每人平均工资 5000 左右（含社保），销售的收入比较高，约 6000 元。公司对员工素质要求比较高，要求英语过四级，专科以上学历，且对年轻化以及颜值有考虑。未来这家店的员工会去新店当负责人，未来员工数会有一定减少。员工有考核，有末位淘汰制。

**与竞争对手相比的优势：**小的科技公司也做过，但是他们的问题在于产品线不能持续，而我们具备稳定的供应链，有很大竞争力，也拥有自有品牌，有一定社会影响力。

**金融产品情况：**包括分期产品（无利息，占整体销售金额 5%左右）、产品保险（交 300 换新等）、延长保质期（一般支付产品价格的 10%能延长一年）等。

**维修业务情况：**维修业务占 10%左右，毛利润很高，未来会做成专业维修品牌。

**VR 业务情况：**非常受欢迎，而且利润率很高（VR 设备只需要设备损耗，30 块体验一次，设备成本十几万）。



**如何看待消费升级：**年轻人有足够的消费能力，新奇特产品能彰显个性而且不贵，容易刺激年轻人消费。

### 门店盈利情况测算

图表3：宏图 Brookstone 济南世贸广场店盈利情况测算

科目	数值(当前)	数值(减员后)	备注
年营业额(万元)	2000	2000	
整体毛利率(前台)	20%	20%	
整体毛利(万元)	400	400	
租金(万元/年)	100	100	
租售比	5.00%	5.00%	
员工总数	17	12	目前部分员工为其他店储备员工
月平均工资(元)	5000	5000	
人力成本合计(万元/年)	102	72	
人力成本费用率	5.10%	3.60%	
面积(平方米)	400	400	
装修费用	64	64	装修费用 1600 元/平米
装修摊销(万/年)	13	13	假设按 5 年进行摊销
水电等杂费费用率	1.5%	1.5%	假设为 1.5%
利润(万/年)	155.2	185.2	
利润率	7.76%	9.26%	
坪效(万元/年)	5.00	5.00	

资料来源：华泰证券研究所 注：测算未考虑维修业务、资源整合等其他收入；测算未考虑税收因素

### 宏图 Brookstone 济南和谐广场店

拜访时间：2017.7.30

拜访对象：宏图 Brookstone 济南和谐广场店店长

开业时间：2017年4月30日

图表4：宏图 Brookstone 济南和谐广场店



资料来源：华泰证券研究所

图表5：宏图 Brookstone 济南和谐广场店



资料来源：华泰证券研究所

### 门店交流纪要

**店长个人对比宏图三胞与宏图 Brookstone，感受如何：**店长之前在宏图三胞有四年工作经验。店长认为新模式的导入对销售员提成的影响很大，现在业绩好的销售提成 4000 元，但是之前提成只有 1000 元，平均一个人可以拿到 2000-3000 元。现在消费者心理产生了变化，更在意产品质量和售后服务，反而不是很在意几百元的价格。

**半年培育期后销售情况：**现在一年销售大概 1000 万，培育期结束后可以做到 1300 万左右。消费高峰期在 8-10 月，所以预计下半年销售情况会比较好。

**客户群体：**商业客户团购占到10%左右，大部分是零售。宏图的主要客户是家庭用户，与孩子相关的产品占比20%，家庭为孩子购买产品的意愿很强。

**店内员工情况：**目前一共12个员工，以年轻员工为主，未来员工会减少。员工有末位淘汰制，同时销售有奖励。销售能力强的员工月薪达6000元，平均5000元。

**关于新开店/改造店的装修时间和成本：**装修需要一个月，投入1500-1800元每平方米。

**店铺的核心优势有哪些：**产品质量，稳定的供应链，场景体验，销售人员对产品核心优势的展示，优质的门店选址。

### 门店盈利情况测算

图表6：宏图 Brookstone 济南和谐广场店盈利情况测算

科目	数值(当前)	数值(减员后)	备注
年营业额	1200	1200	
整体毛利率(前台)	20%	20%	
整体毛利(万元)	240	240	
租金(万元/年)	100	100	
租售比	8.33%	8.33%	
员工总数	12	8	目前部分员工为其他店储备员工
月平均工资(元)	5000	5000	
人力成本合计(万元/年)	72	48	
人力成本费用率	6.00%	4.00%	
面积(平方米)	350	350	
装修费用	56	56	装修费用1600元/平米
装修摊销(万/年)	11	11	假设按5年进行摊销
水电等杂费费用率	1.5%	1.5%	假设为1.5%
利润(万/年)	38.8	62.8	
利润率	3.23%	5.23%	
坪效(万元/年)	3.43	3.43	

资料来源：华泰证券研究所 注：测算未考虑维修业务、资源整合等其他收入；测算未考虑税收因素

### 宏图 Brookstone 济南丁豪华润万家店

拜访时间：2017.7.30

拜访对象：宏图三胞安徽区域负责人/宏图 Brookstone 济南和谐广场店店长

门店开业时间：老门店开业于2015年1月，改造成宏图 Brookstone 后开业于2017年7月29日。

#### 门店交流纪要

**这个门店之前是传统的老店，改造后客流变化情况：**客流量明显增加。这个店之前面积60多平米，只有2~3个卖手机和电脑的小柜台，现在面积200多平米。正常装修期需要大约45天。目前非传统3C产品在门店的销售占比达到了25%。

**这两天收入如何：**新开业两天的营收接近60万。目前这个店客单价为600元左右。

**客流转率：**一般正常的转化有18~20%。传统产品转化率比较低，因为传统产品需要不停地对比。

**门店转型之后对经营效益的要求：**坪效预算为4.5万元，毛利率预算为20%。

**售后服务情况：**商品只换不修，提供终身服务。

**门店改造计划：**下半年全国范围门店改造进程会加快，山东淄博、济宁兖州、潍坊泰华城都在开店计划中。现在很多商场看到我们门店的经营状况，都邀请我们去开店，并且将商场最好的位置给我们，因为我们能为他们带来年轻客流。

## 拜访区域二：安徽合肥

### 宏图 Brookstone 合肥包河万达店

拜访时间：2017.7.31

拜访对象：宏图三胞安徽区域负责人/宏图 Brookstone 合肥包河万达店店长

开业时间：2017年6月

图表7：宏图 Brookstone 合肥包河万达店



资料来源：华泰证券研究所

图表8：宏图 Brookstone 合肥包河万达店



资料来源：华泰证券研究所

#### 门店交流纪要

**Brookstone 门店的情况整体介绍：**宏图之前主打 3C 类商品，电脑手机这类工业化商品的利润率比较低，毛利约在 5-8%之间（8%加了加后台返利）。但是新奇特注重消费升级，引领一种生活方式，具有很强的差异化特点，消费人群的购买需求源于兴趣点，而不是由价格因素来引导，所以不会过多考虑成本问题。差异化与冲击消费这两个因素叠在一起，新奇特这一类产品的毛利率大幅度提高，毛利率达到 35%-40%。

而新奇特产品分为美国部分和非美国部分。美国部分指的是我们在美国收购的 Brookstone，这一系列的商品属于我们公司独有，市面上找不到。第二类属于非美国部分，属于中国创新，比如京东众筹，阿里众筹等孵化平台开发的商品，目前大部分公司的新奇特产品都是选择线上作为发售。但是线上发售有一个弊端，少了体验的环节。新奇特产品不能单纯依靠线上图片宣传来刺激销售，所以需要实体店作为引导。但是这类商品的运营较难，因为第一店铺要得到消费者的认可，第二要需要有一定的客流量。我们从去年开始试点推出，成为京东众筹、阿里众筹等线下首发平台。我们确保了非美国部分产品跟竞争对手的竞争性。

除了单纯新奇特这个品类，我们店里还有一些传统品类。我们会往消费升级的方向做引导，比如游戏本，淘宝本，以及导入个人定制，迎合中高端的需求。同时会把店铺体验专业化，包括搭建投影环节、办公环节等各种场景，把传统的 PC 的产品从体验角度去发展。

**新奇特产品的销量和传统的产品的销量的比例：**新奇特产品场景占比约为 70%，销售占比约为 50%。

**关于新奇特产品的毛利率：**新奇特产品的毛利率是 35-40%，美国 brookstone 产品毛利是最高的，因为产品保持唯一的差异化，所以定价权在我们手上，有些商品高达 45%以上。但是比如大疆无人机和 alpha 机器人这类产品，因为市面上有竞争，这部分毛利率比较低，大概在 20-30%。整个店的平均台前毛利可以达到 20%左右，未来随着新奇特产品的继续导入还有提升空间。



**关于营业额：**这个店目前才开两个月，按目前情况来看一个月销售额大约 250 万，包括增值税在内。台前毛利 20%，台后有返利，还有很多资源整合。比如电信展台，一年收入 30 万。我们每开一个店都有 30 万的专有费，电信和移动都抢着进来。

**租金情况：**店面实际面积是 767 平，加上通道将近 1000 平，通道是我们这家店专有的。一年租金是 330 万，在万达一楼是很便宜的。万达能给这么好的条件是由于我们店的可玩性和大量客户的滞留时间，这个地方成了万达百货的中心点，周末一般都爆满。

**员工情况：**这个店铺有 26 人。由于这家店是第一家店，部分员工处于培养期，未来会到其他门店当负责人，所以人数比较多，未来大概会减少 1/3 左右。基本员工月工资在 4000-4500 元，底薪 1500 左右。人均工资涨幅每年平均下来约为 10-15%。员工主要都是年轻的员工，员工性格要开放，学习能力需要很强，而且还要一定的颜值。

**门店改造成新奇特之后，店铺的营收是否会下降：**不会下降。我们把过去依靠促销和低价的商品做一部分摘除，而这部分的销量靠新奇特来补充，但台前的毛利率会提高，从 5%~8% 升到 20% 以上。传统品类的销售不会受到影响，只会上升，因为形象更好了。我们导入 Brookstone 和场景之后，整个店铺的场景和产品陈列都提升了好几个档次。

**门店改造大概要多久：**装修一般要 15 天。从关店到重新开店最多不会超过一个月，一年的营收最多就少一个月，但是改造的时候我们会让物业免收租金。

**复购率：**复购率达到 15% 左右，因为有很多人会把这里的商品作为礼品。传统 3C 的复购率较低。

### 门店盈利情况测算

图表9：宏图 Brookstone 合肥包河万达店盈利情况测算

科目	数值(当前)	数值(减员后)	备注
月营业额(万元)	250	250	
年营业额(万元)	3000	3000	月营业额*12
整体毛利率(前台)	20%	20%	
整体毛利(万元)	600	600	
租金(万元/年)	330	330	
租售比	11.00%	11.00%	
员工总数	25	17	目前部分员工为其他店储备员工
月平均工资(元)	4500	4500	
人力成本合计(万元/年)	135	91.8	
人力成本费用率	4.50%	3.06%	
面积(平方米)	767	767	
装修费用	115	115	装修费用 1500 元/平米
装修摊销(万/年)	23	23	假设按 5 年进行摊销
水电等杂费费用率	1.5%	1.5%	假设为 1.5%
利润(万/年)	66.99	110.19	
利润率	2.23%	3.67%	
坪效(万元/年)	3.91	3.91	

资料来源：华泰证券研究所 注：测算未考虑维修业务、资源整合等其他收入；测算未考虑税收因素



## 拜访区域三：湖北武汉

### 宏图 Brookstone 武汉武商国际广场店

拜访时间：2017.8.9

拜访对象：宏图 Brookstone 武汉武商国际广场店店长

开业时间：2017年4月29日

#### 门店交流纪要

**收入与毛利情况：**这家店面积 400 平米，每个月收入 260 万元左右，开业期间前 3 天就有 130 多万收入。目前综合毛利率是 31.2%，上周自有品牌部分除了打折，毛利率 40-50%。

**收入构成：**Brookstone 类销售占比 50~60%，最多的时候 68%；苹果产品的销售占比提升较多，30%左右；PC 前期不好，现在有提升，但是最多只能占 6~7%。Brookstone 类产品里，按摩椅占一半以上。Brookstone 分品质生活和健康生活，品质生活包括开酒器等小产品，占比不高，按摩器占比较高，无人机和机器人占比也较高。

**租金与扣点：**只收扣点，BS 类 6%，苹果类 4%，PC 类 4~5%。

**员工情况：**现在有 25 人，员工月均工资大概 7000 左右（到手）。这是湖北第一家店，这里会培养请他门店的负责人，未来员工数量会减少。

**产品优势在哪儿：**我们在售后方面比较有优势，BST 产品 30 天之内有硬件方面的问题，都可以免费换新，60 天内可以退换，我们会亲自上门给顾客退换。我们的服务比其他商家更好。

**库存价值情况：**整间店铺的库存价值大约 100 万元，其中有 1~2 万元的流动库存。每周补货 2 次，周一和周三，一般补货 100~200 个单品。

**在湖北的开店计划：**目前计划 9 月 19 日开一家新店，10.1 开另一家新店。襄阳也要开一家，以 PC 为主。目前能确定的就是年终前有 3 家新店开张。

#### 门店盈利情况测算

图表10：宏图 Brookstone 武汉武商国际广场店盈利情况测算

科目	数值(当前)	数值(减员后)	备注
月营业额(万元)	260	260	
年营业额(万元)	3120	3120	月营业额*12
整体毛利率(前台)	31.2%	31.2%	
整体毛利(万元)	973.44	973.44	
租金扣点	5%	5%	BS 类 6%，苹果类 4%，PC 类 4-5%，假设整体为 5%
员工总数	25	15	目前部分员工为其他店储备员工
月平均工资(元)	7500	7500	
人力成本合计(万元/年)	225	135	
人力成本费用率	7.21%	4.33%	
面积(平方米)	400	400	
装修费用	60	60	按装修费 1500 元/平米计算
装修摊销(万/年)	12	12	假设按 5 年进行摊销
水电等杂费费用率	1.50%	1.50%	假设为 1.5%
利润(万/年)	533.64	623.64	
利润率	17.10%	19.99%	
坪效(万元/年)	7.80	7.80	

资料来源：华泰证券研究所 注：测算未考虑维修业务、资源整合等其他收入；测算未考虑税收因素

## 拜访区域四：北京

拜访时间：2017.8.18

拜访对象：宏图三胞北京区域负责人

门店开业时间：北京机场店 2016年9月；盒马鲜生店 2017年6月

图表11： Brookstone 北京机场店



资料来源：公司官网，华泰证券研究所

图表12： 宏图 Brookstone 北京盒马鲜生店



资料来源：公司官网，华泰证券研究所

### 交流纪要

**在北京地区改造后/新开的 brookstone 店大概有多少家：**目前已开业 3 家，三四季度计划开业 8 家。

**盒马店销售与毛利情况：**月销售 1200 万左右，一年大概 1500 万。7 月份的账面毛利是 30% 左右，不包括后台返利，加上后台返利毛利可能有 40%。

**盒马店的面积与租金情况：**521 平方，租金每月 6 万，在北京这个租金很低。

**物业为什么会愿意给我们低租金：**因为我们是共赢的。就跟盒马一样，全国同样类型的商圈租金都没有像盒马的租金一样低的。

**机场店的情况：**面积 40 平方米，每天销售额 1.5 万-2 万，账面毛利率高达 60%。我们美国的产品有很强的礼品特性，又实用又好看，很多顾客一买就是 10 几 20 个。机场店扣点率是 28%。

**员工情况：**盒马店现在有 20 个人，月均工资 6000 元，机场店现在有 5 个人，月均工资 1.5 万元。未来机场店 15 个人就够了，机场店 3 个人就够了。因为现在宏图开店速度很快，需要为新店培育员工。现在开店最重要的是员工。

**装修情况：**机场店比较贵，2 万/平米，因为每天装修时间非常有限，晚上 11 店以后开始装修，早晨 4 点之前装修人员必须出机场。盒马店装修费用 3000/平米左右。

**为什么物业、购物中心非常喜欢 brookstone：**因为我们有两样指标是他们非常看重的。1 复购率，即顾客消费完了之后再次过来购买，我们的复购率很高。2 每个顾客在店内停留时间，可以达到 40 分钟以上，这是其他商家做不到的，因为顾客在我们的场景里要体验产品，听我们介绍。复购率和逗留时间就是购物中心比较看重的地方，这是我们为什么和购物中心合作很好的原因。在全国很多购物中心找我们进驻，有些购物中心甚至是 0 租金让我们进驻，纯扣点。

**我们对盈利目标有什么考虑：**我们每个店都要单列盈亏，自己负责。每开一个新店之前会做经营预测，包括品牌占比，营业额、毛利率、整体利润等的预测，然后减去租金、人工、装修等成本，预测新店能不能做到单店盈利。如果第一年结束做不到，新店就不开。培育期是1年，新店第二年必须盈利。

### 门店盈利情况测算

图表13： 宏图 Brookstone 北京盒马鲜生店盈利情况测算

	科目(当前)	科目(减员后)	备注
月营业额(万元)	120	120	
年营业额(万元)	1440	1440	月营业额*12
整体毛利率(前台)	30%	30%	
整体毛利(万元)	432	432	
租金(万元/年)	72	72	
租售比	5.00%	5.00%	
员工总数	20	15	目前部分员工为其他店储备员工
月平均工资(元)	6000	6000	
人力成本合计(万元/年)	144	108	
人力成本费用率	10.00%	7.50%	
面积(平方米)	521	521	
装修费用	156.30	156.30	装修费用3000元/平米
装修摊销(万/年)	31.26	31.26	假设按5年进行摊销
水电等杂费费用率	1.5%	1.5%	假设为1.5%
利润(万/年)	163.14	199.14	
利润率	11.33%	13.83%	
坪效(万元/年)	2.76	2.76	

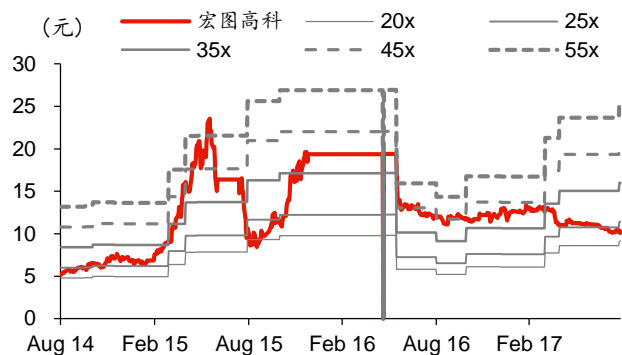
资料来源：华泰证券研究所 注：测算未考虑维修业务、资源整合等其他收入；测算未考虑税收因素

图表14： 宏图 Brookstone 北京机场店盈利情况测算

	科目(当前)	科目(减员后)	备注
日营业额(万元)	1.8	1.8	平时日营业额1.5万到2万
年营业额(万元)	657	657	日营业额*365
整体毛利率(前台)	60%	60%	
整体毛利(万元)	394.2	394.2	
租金扣点	28%	28%	
员工总数	5	3	目前部分员工为其他店储备员工
月平均工资(元)	15000	15000	
人力成本合计(万元/年)	90	54	
人力成本费用率	13.70%	8.22%	
面积(平方米)	40	40	
装修费用	80	80	装修费用2万元/平米
装修摊销(万/年)	16	16	假设按5年进行摊销
水电等杂费费用率	1.5%	1.5%	假设为1.5%
利润(万/年)	94.385	130.385	
利润率	14.37%	19.85%	
坪效(万元/年)	16.43	16.43	

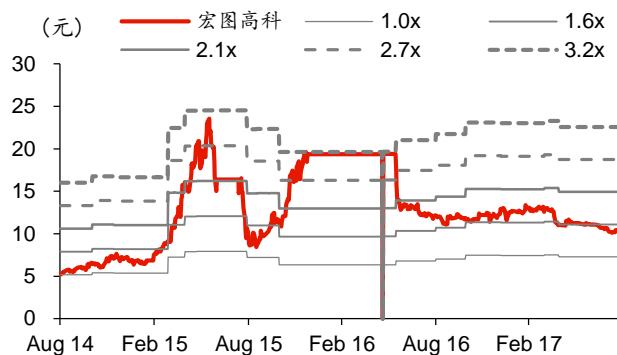
资料来源：华泰证券研究所 注：测算未考虑维修业务、资源整合等其他收入；测算未考虑税收因素

图表15: 宏图高科历史 PE-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表16: 宏图高科历史 PB-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所



## 盈利预测

### 资产负债表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	13,619	14,496	15,681	16,625	17,787
现金	5,684	7,173	8,244	8,885	9,652
应收账款	885.69	788.40	834.12	878.88	929.45
其他应收账款	477.99	487.36	472.84	507.40	539.01
预付账款	2,825	2,832	2,745	2,881	3,033
存货	3,233	2,885	2,995	3,104	3,254
其他流动资产	513.51	329.60	390.57	368.68	379.45
非流动资产	4,384	4,612	4,658	4,481	4,325
长期投资	268.96	265.43	265.43	265.43	265.43
固定投资	749.68	705.19	754.17	797.38	833.62
无形资产	68.88	62.70	51.71	39.67	27.22
其他非流动资产	3,297	3,579	3,587	3,378	3,199
资产总计	18,003	19,107	20,339	21,106	22,113
流动负债	7,273	8,317	7,823	7,986	8,190
短期借款	1,707	2,241	1,973	2,018	2,040
应付账款	538.34	355.08	408.91	428.55	440.15
其他流动负债	5,028	5,721	5,441	5,539	5,710
非流动负债	2,489	1,982	3,090	3,083	3,085
长期借款	91.00	65.00	65.00	65.00	65.00
其他非流动负债	2,398	1,917	3,025	3,018	3,020
负债合计	9,762	10,299	10,913	11,068	11,275
少数股东权益	519.34	508.47	480.08	450.66	413.02
股本	1,150	1,154	1,154	1,154	1,154
资本公积	2,086	2,109	2,109	2,109	2,109
留存公积	2,254	2,655	5,684	6,324	7,162
归属母公司股	7,722	8,300	8,946	9,587	10,425
负债和股东权益	18,003	19,107	20,339	21,106	22,113

### 现金流量表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金	513.98	818.86	768.61	771.12	950.19
净利润	404.16	428.49	660.32	685.72	876.87
折旧摊销	102.08	104.18	87.45	95.04	102.91
财务费用	299.63	350.52	296.35	312.48	307.93
投资损失	(233.38)	(181.77)	(320.00)	(120.00)	(120.00)
营运资金变动	(105.67)	120.65	47.43	(206.60)	(224.51)
其他经营现金	47.16	(3.22)	(2.93)	4.47	6.98
投资活动现金	231.60	319.21	149.72	173.70	142.10
资本支出	44.47	30.75	110.00	110.00	110.00
长期投资	(233.68)	(205.00)	39.73	(200.00)	(200.00)
其他投资现金	42.40	144.96	299.45	83.70	52.10
筹资活动现金	355.72	340.41	152.31	(304.22)	(324.65)
短期借款	1.00	534.00	(267.17)	44.58	22.24
长期借款	91.00	(26.00)	0.00	0.00	0.00
普通股增加	3.70	3.62	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	22.97	22.42	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	237.05	(193.63)	419.47	(348.81)	(346.89)
现金净增加额	1,126	1,489	1,071	640.60	767.63

### 利润表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	18,714	20,513	19,051	20,637	21,977
营业成本	17,126	18,856	17,125	18,271	19,284
营业税金及附加	128.28	64.94	113.76	106.97	112.30
营业费用	517.93	541.81	667.52	821.54	874.90
管理费用	341.34	332.42	318.42	365.42	389.13
财务费用	299.63	350.52	296.35	312.48	307.93
资产减值损失	16.71	10.79	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	(0.20)	0.04	0.00	0.00	0.00
投资净收益	233.38	181.77	320.00	120.00	120.00
营业利润	517.93	538.75	849.25	879.64	1,129
营业外收入	12.52	24.30	19.45	19.91	20.49
营业外支出	7.23	4.46	6.27	5.83	5.75
利润总额	523.22	558.59	862.43	893.73	1,144
所得税	119.05	130.10	202.11	208.00	266.83
净利润	404.16	428.49	660.32	685.72	876.87
少数股东损益	(17.49)	(18.39)	(28.39)	(29.42)	(37.64)
归属母公司净利润	421.66	446.88	688.70	715.14	914.52
EBITDA	919.64	993.46	1,233	1,287	1,540
EPS (元)	0.37	0.39	0.60	0.62	0.79

### 主要财务比率

会计年度 (%)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力					
营业收入	7.11	9.61	(7.13)	8.33	6.49
营业利润	(1.92)	4.02	57.63	3.58	28.34
归属母公司净利润	14.96	5.98	54.11	3.84	27.88
获利能力 (%)					
毛利率	8.49	8.08	10.11	11.46	12.25
净利率	2.25	2.18	3.62	3.47	4.16
ROE	5.46	5.38	7.70	7.46	8.77
ROIC	17.21	20.64	26.79	26.19	29.33
偿债能力					
资产负债率 (%)	54.22	53.90	53.65	52.44	50.99
净负债比率 (%)	22.51	34.04	26.47	26.87	26.91
流动比率	1.87	1.74	2.00	2.08	2.17
速动比率	1.41	1.39	1.61	1.68	1.76
营运能力					
总资产周转率	1.04	1.11	0.97	1.00	1.02
应收账款周转率	20.30	23.95	22.93	23.55	23.75
应付账款周转率	37.32	42.21	44.83	43.64	44.40
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.37	0.39	0.60	0.62	0.79
每股经营现金流(最新摊薄)	0.45	0.71	0.67	0.67	0.82
每股净资产(最新摊薄)	6.69	7.19	7.75	8.31	9.03
估值比率					
PE (倍)	28.40	26.80	17.39	16.75	13.10
PB (倍)	1.55	1.44	1.34	1.25	1.15
EV_EBITDA (倍)	7.06	6.53	5.27	5.04	4.22

资料来源：公司公告，华泰证券研究所预测

## 免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。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。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本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，也可能为之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。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。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。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：Z23032000。全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2017 年华泰证券股份有限公司

## 评级说明

### 行业评级体系

一报告发布日后的6个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

### 公司评级体系

一报告发布日后的6个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准20%以上

增持股价超越基准5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准5%-20%

卖出股价弱于基准20%以上

## 华泰证券研究

### 南京

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 深圳

深圳市福田区深南大道4011号香港中旅大厦24层/邮政编码：518048

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层

邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com