

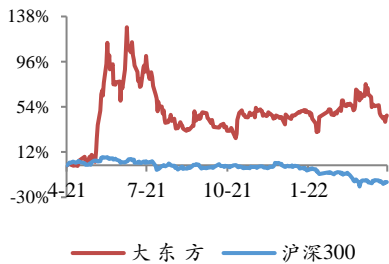
夯实存量挖掘增量，零售+医疗双轮驱动

投资评级：买入（首次）

报告日期：2022-04-17

| | |
|------------------|-----------|
| 收盘价 (元) | 5.95 |
| 近 12 个月最高/最低 (元) | 9.30/4.04 |
| 总股本 (百万股) | 885 |
| 流通股本 (百万股) | 885 |
| 流通股比例 (%) | 100.00 |
| 总市值 (亿元) | 53 |
| 流通市值 (亿元) | 53 |

公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：王洪岩

执业证书号：S0010521010001

邮箱：wanghy@hazq.com

相关报告

主要观点：

● 零售存量业务：疫情影响短期承压，长期向好；改革创新，赋能发展

零售百货：轻奢市场表现强劲，推动调改升级。消费升级叠加消费年轻化助推轻奢市场表现强劲。根据麦肯锡的预计，2017~2022年中国轻奢市场CAGR可达11%~13%，在疫情影响下近两年受益于需求回流，2020~2022年增速有望超预期。为了迎合消费群体结构以及消费需求的变化，公司主动调整定位，围绕“轻奢”持续进行调改升级，重点聚焦化妆品、名表首饰、运动休闲等处于上升通道的品类，引入注重年轻化、差异化及潮流化的品牌。

食品&餐饮：转型创新，提升盈利能力。**食品板块：**三凤桥在推进直营门店扩张的同时，搭建加盟体系，加速连锁品牌建设；并推出“熟食门店开发手册”、“熟食门店运营手册”、“熟食店加盟手册”，提升门店经营能力（2020年门店业绩+14%）。**餐饮板块：**三凤桥客堂间改造升级，迎合年轻消费者的多样化需求，推出特色新品，客单价提升30%；三凤桥设立非遗窗口，研发新品，2020年非遗窗口毛利率相比普通门店提升15pct。**疫情影响：**疫情反复对短期经营造成影响，但是没有改变轻奢零售板块和食品&餐饮板块长期向好的趋势，随着疫情影响转淡，业绩有望释放弹性。

● 零售增量业务：疫情催化社区经济发展，拓展生鲜配送和便利店业务

百业超市：中国生鲜零售市场规模稳步增长，根据艾媒咨询数据，2025年市场规模有望达到6.8万亿元（2020-2025CAGR为6.2%）。随着年轻消费者对服务体验感和便利性需求的增加，叠加互联网技术的发展，零售企业布局线上渠道，发展配送业务。2020年疫情爆发，线下零售受到影响，消费场景加速向线上转移（根据艾瑞咨询数据，2020年生鲜水果线上消费人群同比增长27.6%）。百业超市凭借先进高效的供应链系统为周边社区消费者提供生鲜配送服务，并以此为契机，开展校园食堂团餐食材配送业务，2020年实现销售收入1亿元。

7-Eleven：疫情爆发加速了消费“近场化”的发展，消费者更多选择到家业务、社区团购来解决每日高频的刚性消费需求，推动了社区便利店的发展。2020年连锁便利店门店数量达到14.4万间（+9.1%），社区型便利店占比提升到了52.7%（+22.3pct）。公司获得了7-Eleven在湖北地区的运营权，7-Eleven以加盟模式密集开店，通过高效的供应链管理、丰富的产品和贴心便利的服务不断提升盈利能力，在全球持续快速发展，公司有望借助7-Eleven集团赋能，不断优化加盟模型，在湖北地区实现快速发展。

● 医疗业务：切入儿童医疗服务和骨科赛道，培育新的业绩增长点

健高医疗：是国内收入规模最大的儿科连锁机构，主要聚焦生长发育，正逐渐发展成为“全发育”门诊，形成具备多元化专科特色的儿科连锁医疗

机构。截至 2021 年末，健高儿科已在北京、上海、杭州、武汉、成都等 12 个城市开设了 16 家医疗机构，未来有望扩大连锁规模，实现全国连锁化布局。

雅恩健康：是一家主要为儿童行为心理障碍提供个性化康复训练的连锁机构，截至 2021 年末，已在北京、上海、杭州、南京等 7 大城市先后设立了 15 家服务中心。根据北大医疗脑健康数据测算，2~8 岁孤独症患者康复市场规模约 600 亿/年，言语语言障碍患者康复市场规模约 1200 亿元/年。目前儿童康复行业竞争格局较为分散，同时儿童康复行业面临优质教育资源、康复资源较少，家庭干预知识缺乏等问题。雅恩健康有望凭借资深的治疗师和专家顾问，以及全面先进的课程体系实现突围。

沭阳中心医院：是一家学科布局均衡且在骨科、心脑血管疾病方面具有显著优势的二级甲等综合医院，综合实力全县第三。沭阳县 2021 年实现 GDP1162.1 亿元，经济总量连续两年苏北县(市)第一，经济增速(+8.6%)领跑宿迁市。2020 年末，沭阳县户籍总人口 198.84 万人，医疗需求体量较大。沭阳中心医院有望在区域内实现长期稳健发展。

● 投资建议

公司深耕零售板块，在不断优化调整现有零售百货、食品餐饮存量业务的同时，把握社区经济行业风口，布局生鲜配送和便利店行业；在此基础上，进一步拓展医疗健康领域。从短期看，随着疫情好转，零售百货、食品餐饮板块有望释放业绩弹性；从长期来看，轻奢行业市场空间广阔，公司不断调改升级提升坪效，零售百货业务有望实现稳步增长；疫情催化下生鲜配送和便利店行业迎来了新的发展机遇，公司开设生鲜加强型门店，获得 7-Eleven 湖北经营权探索加盟模式连锁扩张，有望进一步强化零售主业；公司收购健高医疗、沭阳中心医院、雅恩健康，切入医疗健康领域，多赛道联动赋能，有望成为新的业绩增长点。我们预计公司 2021~2023 年 EPS 分别为 0.73、0.26、0.30 元/股，对应当前股价 PE 分别为 8、23、20 倍。首次覆盖，给予“买入”评级。

● 风险提示

局部地区疫情反复；生鲜配送行业竞争激烈；7-Eleven 拓店不及预期；医疗板块培育不及预期。

● 重要财务指标

单位:百万元

| 主要财务指标 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
|-----------|--------|--------|--------|-------|
| 营业收入 | 7936 | 7751 | 4076 | 4836 |
| 收入同比 (%) | -15.2% | -2.3% | -47.4% | 18.7% |
| 归属母公司净利润 | 315 | 643 | 232 | 265 |
| 净利润同比 (%) | 41.3% | 104.1% | -63.9% | 14.1% |
| 毛利率 (%) | 13.0% | 15.3% | 20.7% | 19.2% |
| ROE (%) | 9.2% | 15.8% | 5.4% | 5.8% |
| 每股收益 (元) | 0.36 | 0.73 | 0.26 | 0.30 |
| P/E | 11.66 | 8.18 | 22.68 | 19.88 |
| P/B | 1.07 | 1.30 | 1.23 | 1.16 |
| EV/EBITDA | 9.64 | 11.13 | 12.47 | 9.90 |

资料来源：wind，华安证券研究所

正文目录

| | |
|-----------------------------|----|
| 1 无锡零售百货龙头，转型布局医疗健康 | 6 |
| 2 存量业务整合聚焦，专注零售+食品餐饮 | 10 |
| 2.1 零售板块：转型升级，开启新篇章 | 10 |
| 2.2 食品与餐饮板块：锐意创新，激发活力 | 17 |
| 3 发展增量业务，零售+医疗双轮驱动 | 21 |
| 3.1 零售板块：把握风口，深耕社区经济 | 21 |
| 3.2 医疗板块：多赛道联动，布局健康产业 | 26 |
| 盈利预测及投资建议： | 34 |
| 盈利预测 | 34 |
| 投资建议 | 34 |
| 风险提示： | 35 |

图表目录

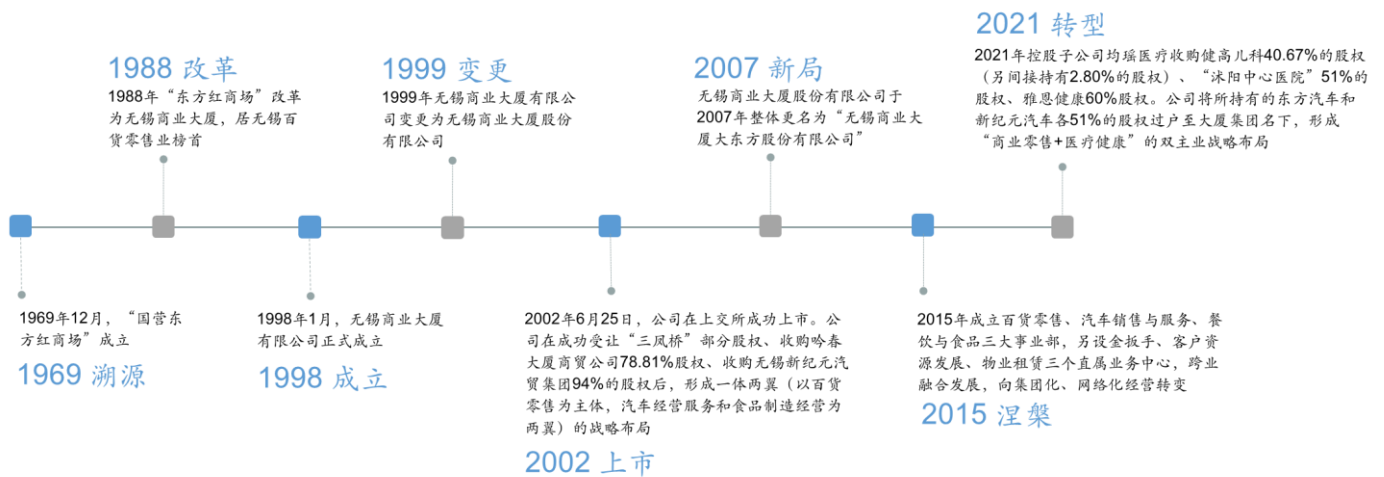
| | |
|---------------------------------------|----|
| 图表 1 公司发展历程 | 6 |
| 图表 2 股权结构 (截至 2021Q3) | 7 |
| 图表 3 管理层介绍 | 7 |
| 图表 4 营收及增速 | 8 |
| 图表 5 利润及增速 | 8 |
| 图表 6 我国乘用车销量及增速 | 9 |
| 图表 7 汽车销售及服务收入增速 | 9 |
| 图表 8 各业务毛利率 | 9 |
| 图表 9 无锡商圈分布 | 10 |
| 图表 10 大东方百货地理位置 | 10 |
| 图表 11 中山路商圈商场定位 | 11 |
| 图表 12 上层中产、富裕家庭占比持续提升 | 11 |
| 图表 13 奢侈品市场人群结构及贡献 | 12 |
| 图表 14 奢侈品市场增量贡献 | 12 |
| 图表 15 不同代际消费者奢侈品购买主要考量因素 | 12 |
| 图表 16 楼层业态分布 | 13 |
| 图表 17 网上零售额及占比 | 14 |
| 图表 18 奢侈品线上销售额占比 | 14 |
| 图表 19 各品类奢侈品线上渗透率 | 14 |
| 图表 20 2019/2020 不同年龄段人群了解奢侈品信息来源 | 15 |
| 图表 21 线上渠道 | 15 |
| 图表 22 会员建设 | 16 |
| 图表 23 会员权益升级 | 16 |
| 图表 24 无锡社零总额及增速 | 17 |
| 图表 25 2021 年各月出现疫情反复城市数量及客流恢复指数 | 17 |
| 图表 26 三凤桥发展历程 | 17 |
| 图表 27 三凤桥食品系列 | 18 |
| 图表 28 目标区域 | 18 |
| 图表 29 投资预算 | 19 |
| 图表 30 三大餐饮品牌介绍 | 19 |
| 图表 31 客堂间江南园林式设计风格 | 19 |
| 图表 32 客堂间菜品 | 20 |
| 图表 33 三凤桥非遗窗口 | 20 |
| 图表 34 生鲜零售市场规模 | 21 |
| 图表 35 2020 年中国消费者线上及线下行为变化 | 22 |
| 图表 36 2019.10-2021.3 主流生鲜电商月活用户规模 (万) | 22 |
| 图表 37 传统生鲜产业链 | 22 |
| 图表 38 新零售生鲜产业链 | 23 |
| 图表 39 中国便利店行业市场规模及增速 | 24 |
| 图表 40 中国连锁便利店门店数量及增速 | 24 |

| | |
|----------------------------|----|
| 图表 41 2019-2020 门店类型分布情况 | 24 |
| 图表 42 便民服务 | 25 |
| 图表 43 健高儿科发展历程 | 26 |
| 图表 44 健高儿科连锁门店布局 | 27 |
| 图表 45 健高儿科诊疗项目 | 27 |
| 图表 46 健高儿科身高管理项目流程 | 28 |
| 图表 47 健高儿科可选身高管理方案 | 28 |
| 图表 48 健高儿科 VS 公立医院身高管理方案对比 | 28 |
| 图表 49 健高儿科专家团队 | 28 |
| 图表 50 健高儿科设备领先 | 29 |
| 图表 51 雅恩健康发展历程 | 29 |
| 图表 52 雅恩健康布局 | 30 |
| 图表 53 市场规模测算 | 30 |
| 表 54 儿童康复机构类型占比 | 31 |
| 图表 55 儿童康复机构教学方向面临困境 | 31 |
| 图表 56 儿童言语沟通能力训练 | 32 |
| 图表 57 PECS 课程六大阶段 | 32 |
| 图表 58 沐阳中心医院 | 33 |
| 图表 59 沐阳胡集医院 | 34 |

1 无锡零售百货龙头，转型布局医疗健康

无锡商业大厦大东方股份有限公司(后简称“大东方”或“公司”)成立于1998年,前身为成立于1969年的“无锡东方红商场”。公司持续深耕零售主业,并于2002年成功上市。公司在巩固零售主业的同时,不断探索发展路径,至今战略布局经历两次调整:(1)2002年公司收购三凤桥、吟春大厦商贸公司、无锡新纪元汽贸集团部分股权后,形成了一体两翼(以百货零售为主体,汽车经营服务和食品制造经营为两翼)的战略布局。(2)2021年公司逐步向医疗健康领域拓展,并剥离汽车业务,形成了“商业零售+医疗健康”双主业战略布局。公司是无锡市辐射区域的商业零售服务龙头企业,在江苏地区具有较强的品牌影响力,曾荣获“中国民营企业500强”、“中国民营企业服务业100强”、“江苏省服务业50强企业”、“全国商贸流通服务业先进集体”等荣誉。

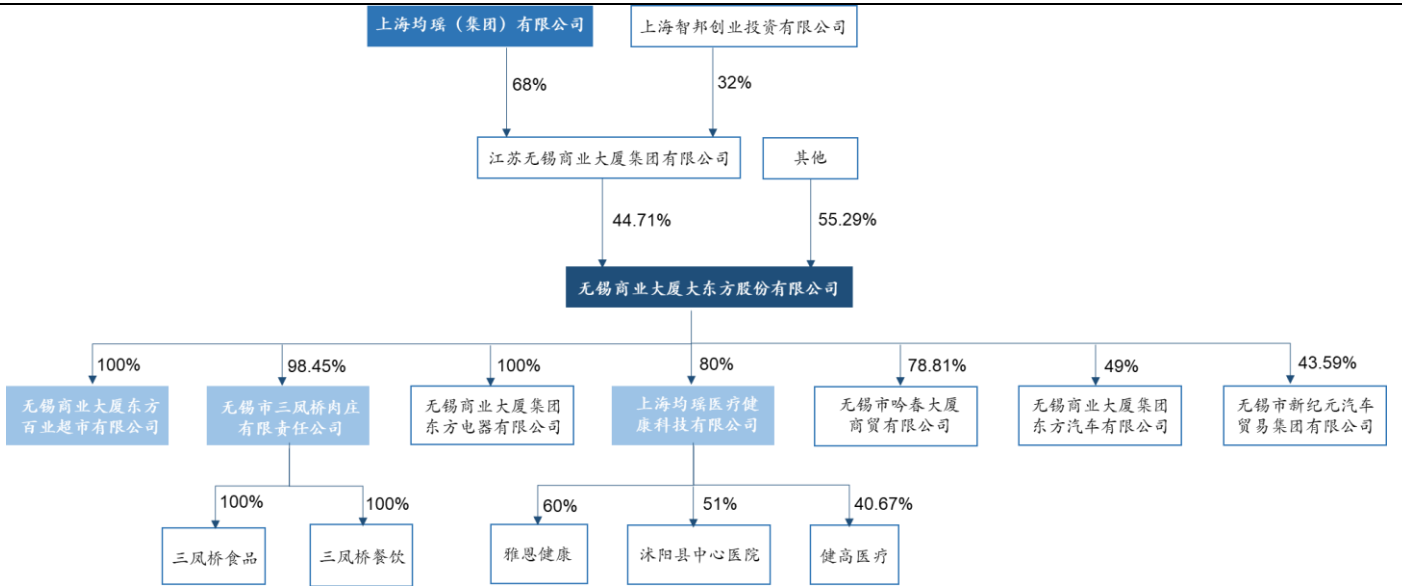
图表 1 公司发展历程



资料来源:公司公告,公司官网,华安证券研究所

股权集中决策高效,均瑶集团赋能业务拓展。截至2021Q3,公司第一大股东为江苏无锡商业大厦集团有限公司,持股44.71%,实际控制人为上海均瑶集团。股权结构相对集中,有利于经营稳定及决策高效。均瑶集团以实业投资为主,布局航空运输、金融服务、现代消费、教育服务、科技创新五大业务板块,具有丰厚的资源和扎实的产业运营能力,为公司在医疗健康领域的投资和投后管理赋能。

图表 2 股权结构 (截至 2021Q3)



资料来源：公司公告，华安证券研究所

管理团队专业稳定，管理机制优化升级。管理层：席国良担任公司总经理二十余年，成功带领公司完成一体两翼战略转型，具有丰富的行业经验和敏锐的市场洞察力，有望助力公司布局医疗健康领域。其他管理层成员多从基层提拔，在公司内部任职多年，具备专业性和稳定性。**管理机制：**公司启动了考核与评价相结合的管理机制，及时调整优化管理团队；同时通过加强线上线下培训、开办企业内部研修班等多种方式，加强培养力度，提升管理团队专业水平和管理能力。

图表 3 管理层介绍

| 高管 | 职位 | 任职时间 | 背景 |
|-----|------|---------|---|
| 席国良 | 总经理 | 1999-09 | 曾任江苏无锡商业大厦集团有限公司副总经理； 历任无锡商业大厦大东方股份有限公司第一届至第七届董事会董事及公司总经理； 现任无锡商业大厦大东方股份有限公司第八届董事会董事兼总经理。 于 1988 年入职无锡商业大厦大东方股份有限公司，在无锡商业大厦大东方股份有限公司历任服装商场业务员、服装商场经理助理、服饰商场副经理、服装分公司(服装卖场)经理、商务中心总经理等职务； |
| 朱完 | 副总经理 | 2015-07 | 自 2015 年 7 月起任无锡商业大厦大东方股份有限公司副总经理(2017 年 12 月兼任无锡商业大厦大东方股份有限公司百货事业部总经理)。 于 2005 年 4 月至 2011 年 4 月在华润雪花啤酒(江苏)区域公司任江苏区域人力资源经理职务， 于 2011 年 4 月至 2015 年 10 月在无锡灵山元一投资发展有限公司任副总经理职务， |
| 张中原 | 副总经理 | 2020-11 | 于 2015 年 10 月至 2018 年 5 月在顺风光电投资(中国)有限公司任董事长助理职务， 于 2018 年 5 月至 2020 年 11 月 23 日任无锡商业大厦大东方股份有限公司董事长助理职务， 现任无锡商业大厦大东方股份有限公司副总经理。 |

徐文武 财务负责人 2020-06

2004年11月至2006年5月任上海亿力电器有限公司财务主管，2006年6月至2013年5月任神飞集团有限公司财务经理，2013年6月至2016年6月任苏州捷力新能源材料有限公司财务部长，2016年7月至2020年11月任无锡商业大厦大东方股份有限公司汽车事业部财务总监，无锡商业大厦集团东方汽车有限公司副总经理，2020年6月起任无锡商业大厦大东方股份有限公司财务部长。

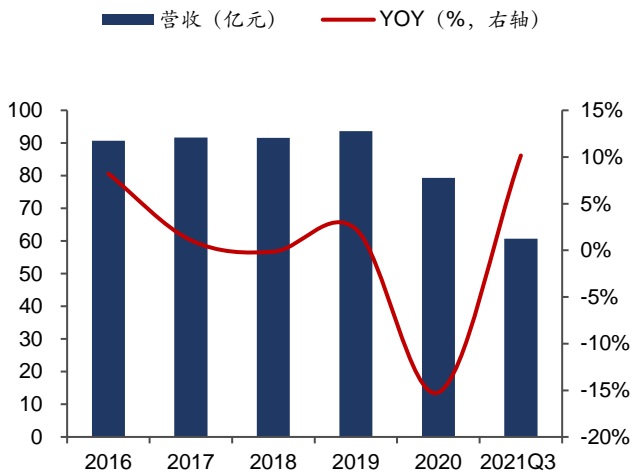
陈辉 董事会秘书 2008-11

于1988年入职无锡商业大厦大东方股份有限公司，在无锡商业大厦大东方股份有限公司历任柜组长、业务员、办公室副主任、董事会办公室主任兼行政部负责人(部长)、品牌公关部部长等职；同时自2002年公司上市始历任无锡商业大厦大东方股份有限公司第一、二、三届董事会证券事务代表，第四、五、六、七届董事会秘书；现任无锡商业大厦大东方股份有限公司第八届董事会秘书兼董事会办公室主任。

资料来源：wind，华安证券研究所

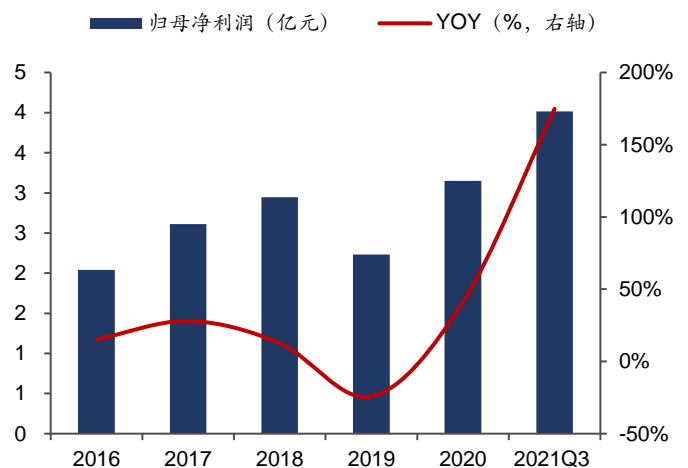
传统业务增速趋缓，布局医疗健康业务。2016-2019 大东方营收 CAGR 为 1.06%，归母净利润增速为 3.00%，传统业务增速放缓，公司积极寻求转型，开启新的业务布局。随着消费升级以及医疗健康意识的增强，消费者对于更高层次的医疗保健需求在逐渐增长，叠加国家及地方出台多项政策，鼓励社会资本进入医疗健康领域，医疗健康服务行业前景广阔。公司在深耕传统消费的基础上，拓展至医疗健康消费领域。2020 年 12 月公司出资 8000 万元，与上海涵铠合资设立“上海均瑶医疗”，持股 80%。2021 年公司通过控股子公司上海均瑶医疗收购“沐阳中心医院”51% 股权、健高儿科 40.67% 股权（另间接持有 2.80% 的股权）、雅恩健康 60% 股权，切入医疗健康领域。

图表 4 营收及增速



资料来源：wind，华安证券研究所

图表 5 利润及增速

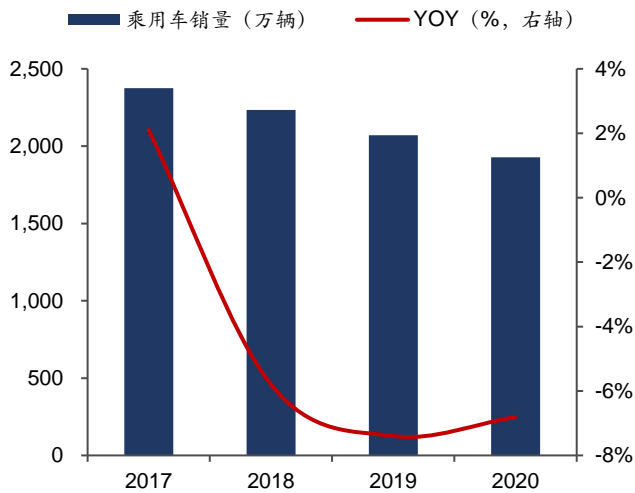


资料来源：wind，华安证券研究所

剥离汽车业务，聚焦商业零售+医疗健康双主业。剥离汽车业务原因：(1) 成长性较低：根据乘用车市场信息联席会的统计数据，2017~2020 年我国乘用车销量 CAGR 为 -6.71%，传统汽车经销市场呈现负增长，进入存量时代，竞争激烈。公司 2017~2020 年汽车销售及服务收入 CAGR 为 1.62%，公司汽车销售业务面临瓶颈，增长乏力。(2)

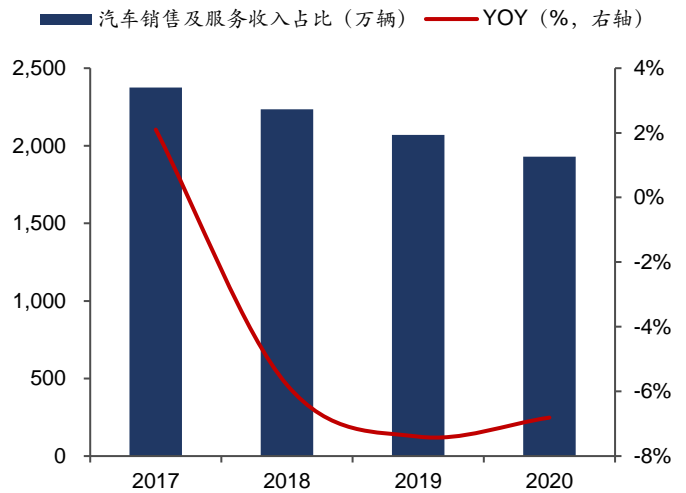
盈利能力较差：2020 年汽车销售及服务业务毛利率为 6.63%，远低于百货零售业务（41.74%）和食品餐饮业务（38.90%）。**（3）占用资源较多：**现有情况下保持一定规模营业收入和利润的途径主要是三方面：①增加市场投入，拓展销售渠道；②加强精细化管理，降本控费；③提高整车库存周转率，对库存较长的整车进行促销回笼资金。这对公司人员精力以及资金投入提出了较高要求，资源占用较大。**业务转型：**2021 年公司向控股股东江苏无锡商业大厦集团有限公司出售全资子公司东方汽车 51%的股权和控股子公司新纪元汽车 51%的股权，剥离汽车业务，集中优势资源，聚焦于高毛利的食品与百货等现代消费业务板块，稳固公司在传统消费零售领域的行业龙头地位，并逐步培育医疗健康业务作为新的业绩增长点，双轮驱动增长。

图表 6 我国乘用车销量及增速



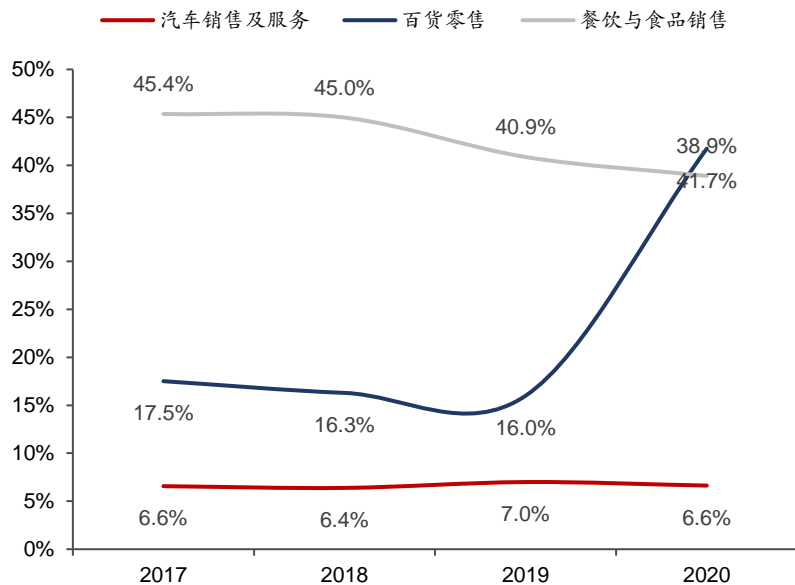
资料来源：乘用车市场信息联席会，华安证券研究所

图表 7 汽车销售及服务收入增速



资料来源：wind，华安证券研究所

图表 8 各业务毛利率



资料来源：wind，华安证券研究所

注：2020 年百货零售毛利率大幅提高主要由于会计准则变更

2 存量业务整合聚焦，专注零售+食品餐饮

2.1 零售板块：转型升级，开启新篇章

2.1.1 位于无锡核心商圈，错位竞争

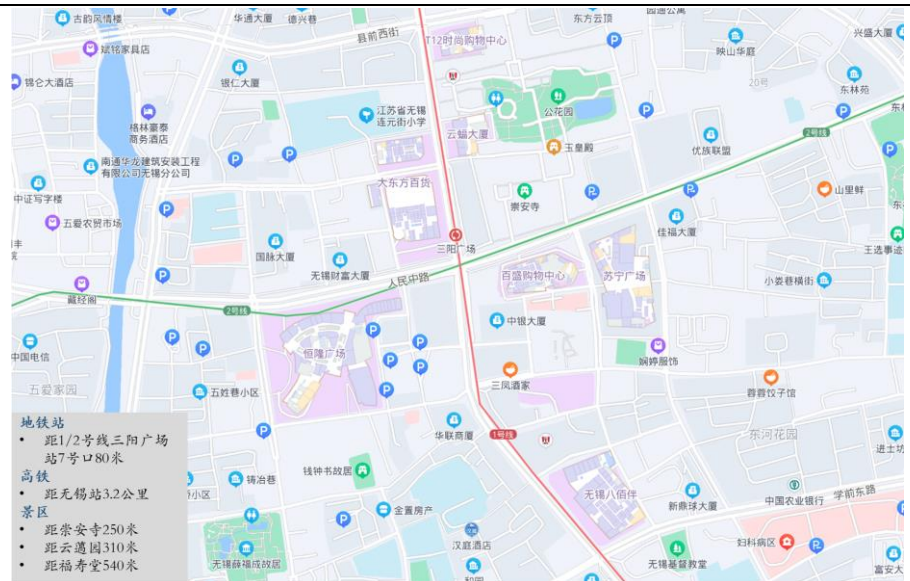
无锡大东方百货位于中山路商圈，交通便利，位置优势突出。中山路商圈是无锡最繁华的中心商务区，能够辐射无锡全市，且周边景区资源丰富，具有很好的导流效果。交通方面，大东方百货地处一二号地铁交汇处，靠近无锡高铁站，交通便利。

图表 9 无锡商圈分布



资料来源：锡常楼市，华安证券研究所

图表 10 大东方百货地理位置



资料来源：百度地图，华安证券研究所

商业体聚集，错位竞争。中山路商圈历史悠久又与时俱进，汇聚中高端百货商场、购物中心等多种业态，其中，核心商业体定位明确，差异化优势突出。中山路商圈龙头恒隆、云蝠、苏宁商场分别定位高端奢侈品路线、特色商业路线、中端美食路线，大东方百货则专注轻奢和化妆品路线，错位竞争。

图表 11 中山路商圈商场定位

| 商场 | 定位 | 主要品牌布局 |
|----------|-------|---|
| 恒隆商场 | 高端奢侈品 | Louis Vuitton、GUCCI、IWC、PIAGET、Cartier |
| 苏宁商场 | 中端美食 | 巴奴毛肚火锅、哥老官重庆美蛙鱼头、火凤祥鲜货火锅、赤坂亭 |
| 云蝠国际·云上品 | 特色商业 | 美甲街区、摩登工厂、蓝马乐园、Time track 沙龙、卯时 |
| 大东方百货 | 轻奢 | Calvin Klein、DAZZLE、AIVIDIC STUDIO、BALIABO、ecco |

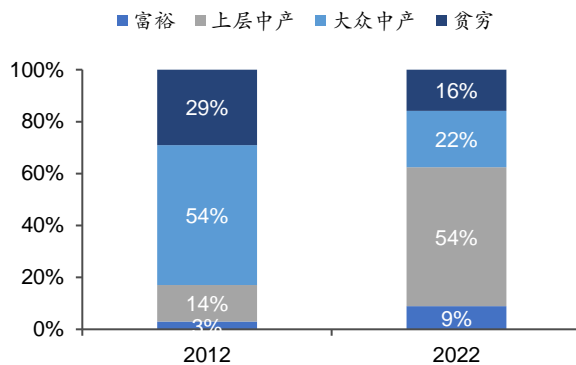
资料来源：各商场官方公众号，华安证券研究所

2.1.2 定位调整，聚焦轻奢品牌&年轻化潮流品牌

轻奢定位年轻消费者和中产阶级，市场表现强劲。定义：轻奢 (Accessible luxury 或者 Affordable luxury) 是品牌目标不高，瞄准中产阶级，定位广泛，价格合理的奢侈品。与传统奢侈品相比，轻奢同样强调产品质感，注重品牌形象；但轻奢性价比更高，价格带在 300 美元左右，目标群体主要是年轻消费者和中产阶级消费者。**市场潜力：**随着消费升级，中产阶级不断扩大以及年轻消费者对轻奢的接受度提高，轻奢市场表现强劲。根据麦肯锡的预计，2017~2022 年中国轻奢市场 CAGR 可达 11%~13%，在疫情影响下近两年受益于需求回流，2020~2022 年增速有望超预期。具体来看，

(1) **收入水平方面，中产阶级迅速增长为轻奢市场提供了客群基础。**随着消费升级，中产阶级消费观念从满足基本的功能性需求向追求品质和个人感受转变，兼具品牌知名度和产品质感，同时满足一定性价比的轻奢品牌成为中产阶级的首选。根据麦肯锡的预计，截至 2022 年，上层中产、富裕家庭占比将分别提升至 54%、9%，随着上层中产和富裕家庭数量逐步增长，中高端消费市场规模有望持续扩大。

图表 12 上层中产、富裕家庭占比持续提升



资料来源：麦肯锡，华安证券研究所

注：家庭年收入>22.9 万元人民币的群体称为富裕阶级

家庭年收入介于 10.6 万~22.9 万元人民币的群体称为上层中产阶级

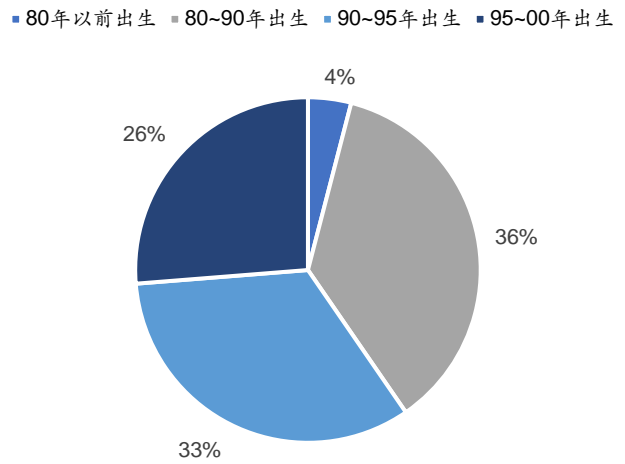
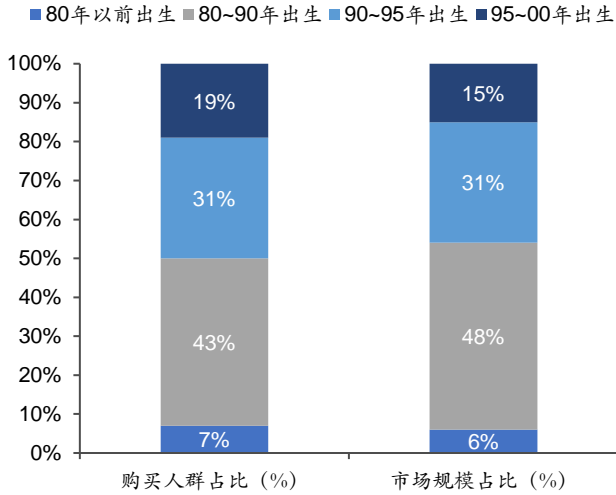
家庭年收入介于 6 万~10.6 万元人民币的群体称为大众中产阶级

家庭年收入<10.6 万元人民币的群体称为贫穷阶级

(2) 年龄方面，年轻消费者有望释放巨大消费潜力。随着人口结构的成熟，90后年轻消费者正逐步成为奢侈品市场的主力，根据TMI腾讯营销洞察&BCG调研数据，2020年90后消费者占总消费群体的50%，贡献了46%的市场规模；增量市场中，90后消费者占比达59%。相比90前消费者，90后消费者自我意识增强，更加注重“奖赏自己”和“品牌服务及体验”，未来有望释放更大的消费潜力。

图表 13 奢侈品市场人群结构及贡献

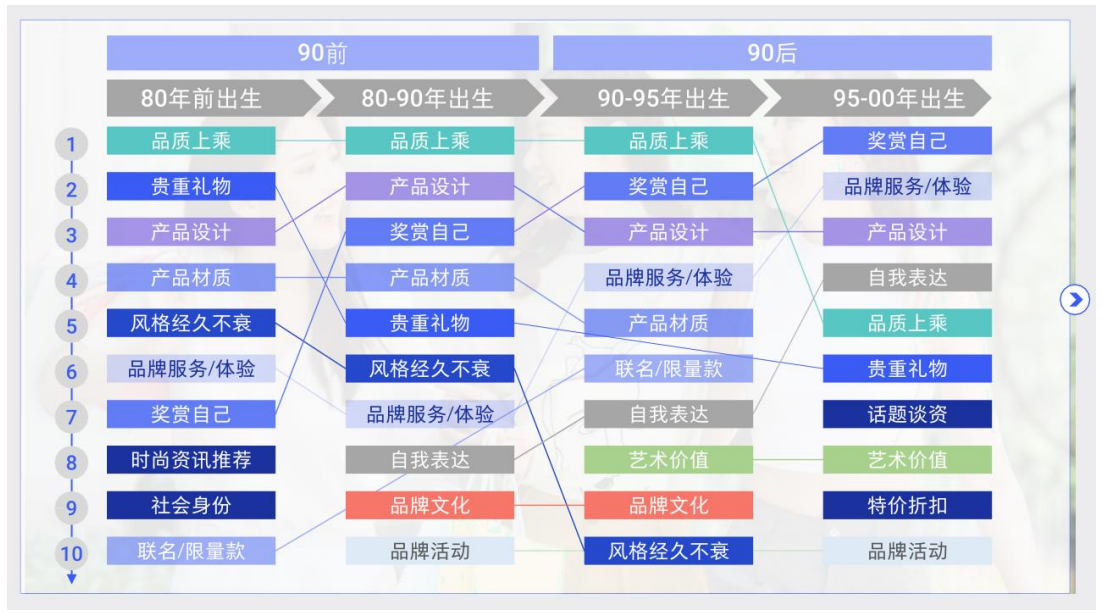
图表 14 奢侈品市场增量贡献



资料来源：TMI 腾讯营销洞察&BCG，华安证券研究所

资料来源：TMI 腾讯营销洞察&BCG，华安证券研究所

图表 15 不同代际消费者奢侈品购买主要考量因素



资料来源：TMI 腾讯营销洞察&BCG，华安证券研究所

Z世代圈层、悦己和兴趣化的消费趋势推动新消费经济兴起。Z世代是指1995-2009年出生的人群，这一阶段中国经济处于高速增长区间，Z世代的家庭基础物质条件相对丰富，相对繁荣的成长环境奠定了Z世代较高的消费意愿和较强的个人化消费理念。Z世代多样化和个性化的消费需求推动供给端新消费经济兴起，

比如 (1) 圈层经济：二次元内部细分出不同圈层，Z 世代对各自圈层的强归属感和高参与感使得手办、潮玩、汉服等成为新时尚；(2) 颜值经济：一方面，Z 世代愿意为产品外观设计支付溢价；另一方面，Z 世代也更重视自身形象的打造，是运动、美妆、医美的重要消费群体。根据 CBNDATA《报告》显示，2020 年我国 Z 世代开支达 4 万亿元，约占全国家庭总开支的 13%，消费增速远超其他年龄层。

轻奢市场空间广阔叠加 Z 世代兴起，推动调改升级、业态多元化发展。调改：为了迎合消费群体结构以及消费需求的变化，公司主动调整定位，围绕“轻奢”持续进行调改升级，重点聚焦化妆品、名表首饰、运动休闲等处于上升通道的品类，引入注重年轻化、差异化及潮流化的品牌。**业态**：公司新引入奈目书店、潮流体验馆等多元业态，增加体验式元素场景，长远来看，更有助提升形象，形成差异化优势。

图表 16 楼层业态分布

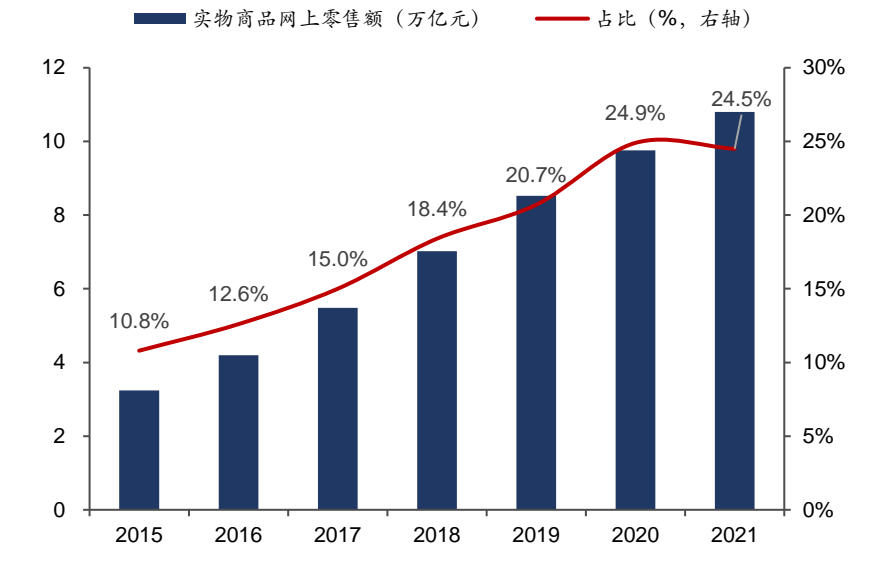
| 楼层 | 布局 |
|--------------|--|
| A 座 1F | 国际名品：Autason、CHAMPION、COACH、EMPORIO ARMANI 化妆品：DIOR、YSL、Fresh、Givenchy、Guerlain、Giorgio Armani 名表首饰：通灵、英皇、钻石世家 |
| A 座 2F | 女装：ERDOS、Ed Hardy、FOCALIS、CASIO |
| A 座 3F | 鞋帽皮具：AS、ASH、achette、DABEAU、EVZZ 女装：ANIS、CK、DAZZLE、DOUBLOVE、LA CLOVER、MISS |
| A 座 4F | 男装男包：BOYLONDON、BALIABO、LACOSTE、RESHAL |
| A 座 5F | 运动休闲：阿迪达斯三叶草、匡威、耐克乔丹、VANS、Lee |
| A 座 6F 智趣生活馆 | 独家品牌：卡撒珂芬、杉杉家纺、仙娥充绒、仙家纺、莱克星顿、堂皇家纺 主力品牌：惠宜家纺、罗卡芙 升级品牌：安睡宝、艾莎家纺&景致生活、富安娜、荣泰 业态：毛巾美术馆 |
| A 座 7F 童萌悦读馆 | 独有品牌：EP KIDS、MLB KIDS、erdos KIDS、法拉利、Nicholas&Bears 主力品牌：BOY LONDON JUNIOR、FILA KIDS、little MO&Co 升级品牌：Mitti、M.latin、NIKE KIDS 业态：奈目书店、儿童理发 |
| B 座 1F 引力次元馆 | 锦鲤祠汉服体验馆、ComicMAX、osewaya、镜客眼镜、九木杂物社 |

资料来源：官方公众号，华安证券研究所

2.1.3 线上线下载融合发展，探索营销新路径

疫情冲击，加速线上渠道发展。线上线下全渠道融合发展已经成为主流趋势，在疫情影响下，百货商场线下销售受到重创，消费场景加速向线上转移。根据国家统计局数据，2020 年网上零售额占社零总额比重为 24.9%，同比提升 4.2pct (2015~2019 平均每年提升 2.5pct)，2021 年疫情影响转淡后，网上零售额占比为 24.5%，同比略有下降，但仍高于疫前。后疫情时代，线上线下融合发展趋势仍将延续。

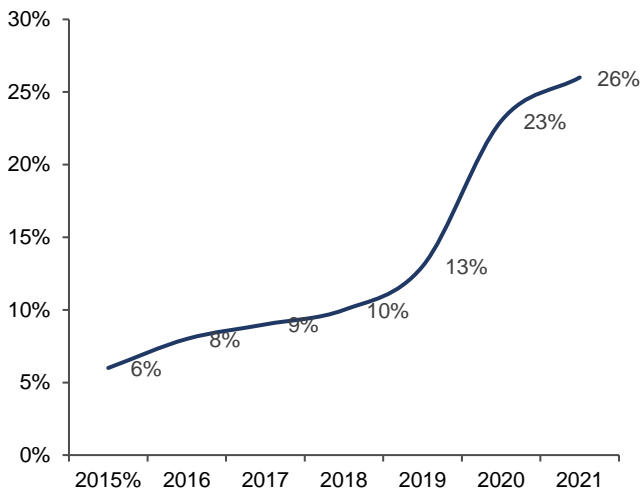
图表 17 网上零售额及占比



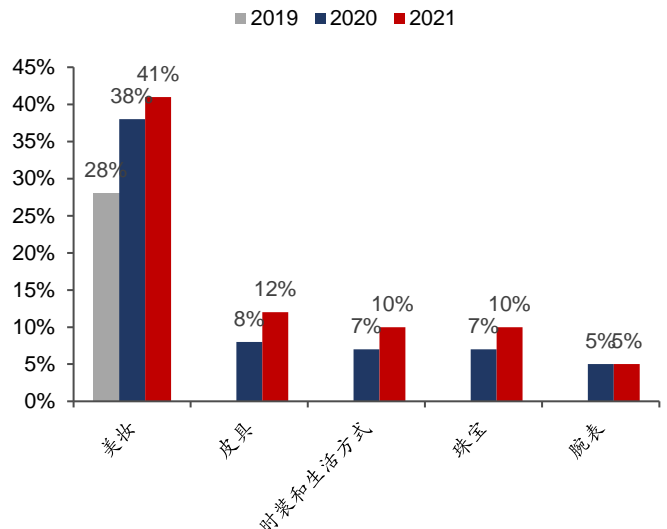
资料来源：国家统计局，华安证券研究所

线下门店是奢侈品购买首要渠道，线上渠道渗透率提升。线下渠道能够助力品牌保持与消费者直接接触，实现对商品、定价和推广策略的精准掌控，仍然为主要销售方式。线上渠道不仅是销售方式，也是年轻消费者获取品牌信息的主要方式，同时可以充分发挥营销作用，提升品牌形象。根据贝恩咨询数据，在疫情催化下，2021年奢侈品线上销售占比达到26%（较2019年提升13pct），其中美妆类线上销售占比达到41%，其他品类线上占比较低。对于除美妆之外的其他奢侈品而言，消费者主要通过线上获取相关信息，在线下门店购买。

图表 18 奢侈品线上销售额占比



图表 19 各品类奢侈品线上渗透率



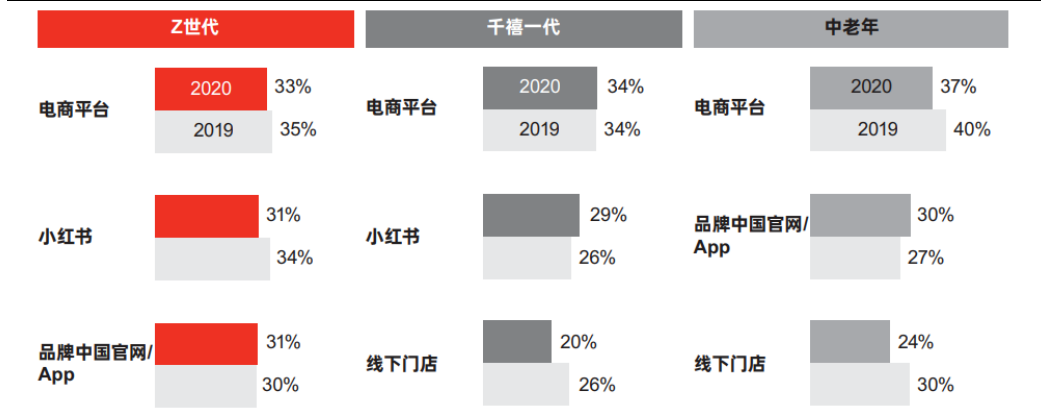
资料来源：贝恩，华安证券研究所

资料来源：贝恩，华安证券研究所

注：免税销售的线上渗透率保持在50%左右，图中品类的线上渗透率不包括免税销售

发力线上渠道，提升客源转化率和复购率。(1) 获客：公司主要瞄准以 Z 世代为主的年轻消费群体，根据贝恩咨询数据，Z 世代主要通过电商平台、小红书等线上渠道获取奢侈品信息来源。公司利用短视频、直播带货等形式触达更多消费者，使其获取相关信息，从而促使其转化为线下或线上客户。(2) 复购：公司主要聚焦轻奢品牌，轻奢定价相对比较亲民，消费频次更高，目标客户比如年轻消费者对线上渠道的接受度更高。公司推出小程序商城打造私域流量，配合网上秒杀、砍价促销、年中购物节等活动，激发消费者购物意愿，从而提高消费者复购率。

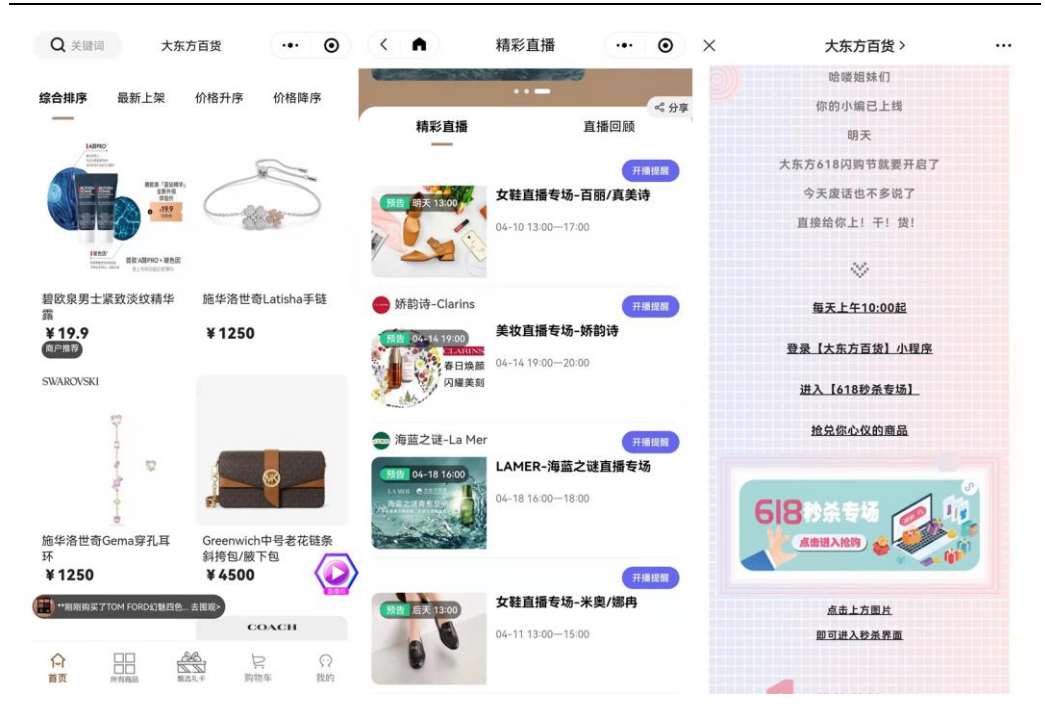
图表 20 2019/2020 不同年龄段人群了解奢侈品信息来源



资料来源：贝恩，华安证券研究所

注：电商平台指网上交易平台，包括天猫、京东等综合电商平台以及 Farfetch 等垂直电商平台，不包括小红书、抖音等以内容为主的平台

图表 21 线上渠道



资料来源：官方公众号、小程序，华安证券研究所

2.1.4 会员权益升级，推进促销活动及会员建设

大东方百货有近 30 万的注册会员，并拥有优质的会员客群。公司挑选优质会员进行客群维护，充分挖掘消费潜力；同时进一步优化会员营销活动的设计，丰富促销形式，提高 90 后消费者的关注度，以培育年轻客群粘性、消费习惯。具体来看，分为三个方面：**(1) 会员建设**：开设烘焙、花艺、形体舞蹈等会员课堂；**(2) 会员权益升级**：2021 年公司对会员权益进行了升级，主要提升了会员服务范围、加大了会员停车折扣力度，以及实行大东方会员共享；**(3) 促销活动**：推出 fresh88 会员节、820 会员日等优惠活动。

图表 22 会员建设



资料来源：官方公众号，华安证券研究所

图表 23 会员权益升级



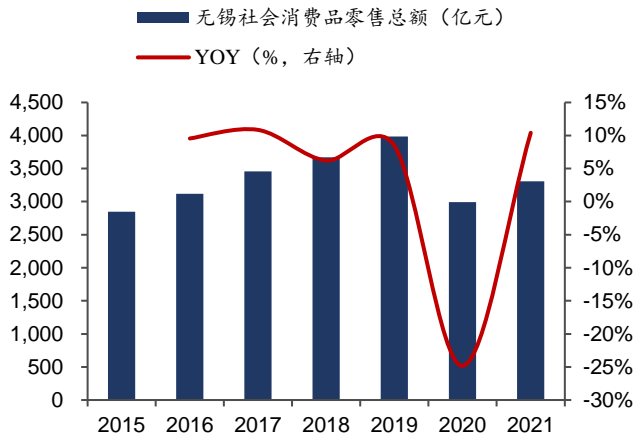
资料来源：官方公众号，华安证券研究所

2.1.5 疫情不改长期修复趋势，转型升级迎来新机遇

疫情影响转淡，零售市场有所恢复。根据汇客云数据，2021H2 疫情反复比较频繁的情况下，客流恢复指数呈现上升趋势，表明城市应对突发疫情的适应性增强，消费者对于疫情的恐慌情绪减弱，疫情对城市购物中心客流的影响减小，疫情结束

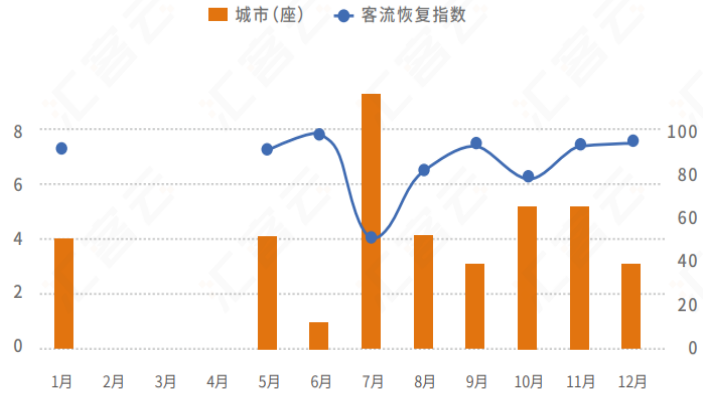
后客流恢复时间缩短。2021年无锡社零总额为3306.1亿元(+10.4%)，零售市场回暖。2022Q1至今疫情反复仍然持续，短期会对零售业造成一定冲击，但不改中长期修复趋势。

图表 24 无锡社零总额及增速



资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 25 2021 年各月出现疫情反复城市数量及客流恢复指数



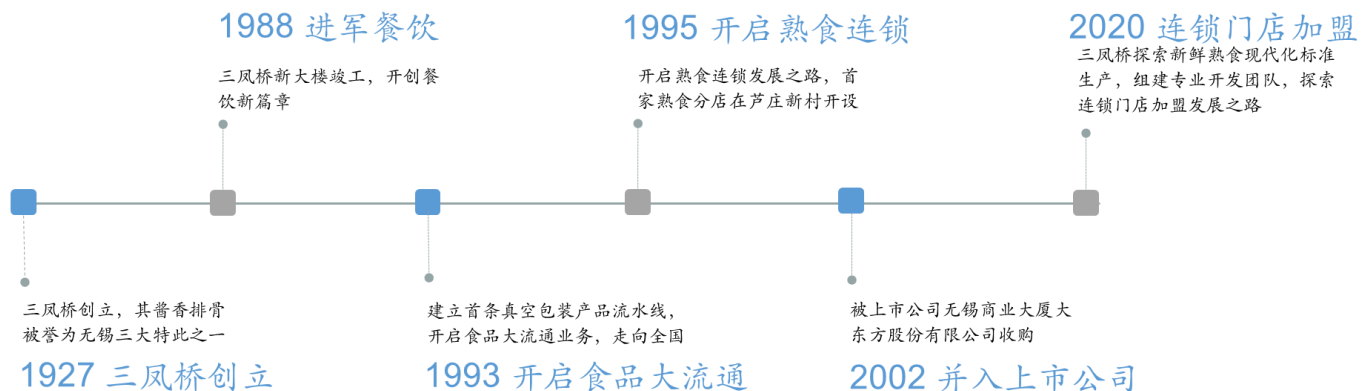
资料来源: 汇客云, 华安证券研究所

大东方百货转型升级, 有望实现焕新发展。短期看, 部分地区疫情反复客观上仍将对百货零售业的复苏产生影响, 但百货零售业长期向好的趋势未变。公司敏锐捕捉消费结构及需求变化, 布局发展强劲且盈利能力较强的轻奢市场, 同时加大线上线下融合发展, 深耕私域会员流量, 有望迎来发展新局面。

2.2 食品与餐饮板块: 锐意创新, 激发活力

三凤桥创建于1927年, 创立之初主要从事熟食业务, 以酱香排骨闻名。1988年三凤桥进军餐饮领域, 形成了食品+餐饮两大业务板块, 1993年切入包装食品赛道, 进一步拓宽了食品业务范围。2002年, 三凤桥被公司收购, 获得了发展新活力。之后公司又多次增资和收购三凤桥股份, 截至2021Q3, 公司持股98.45%。2021H1食品业务实现营收8798万元(+20.54%), 餐饮业务实现营收3160万元(-8.51%)。

图表 26 三凤桥发展历程



资料来源: 三凤桥官网, 华安证券研究所

2.2.1 食品板块：探索加盟模式，加速品牌连锁化

三大熟食，四大口味系列。三凤桥食品主要包括餐桌熟食、真空包装、保鲜包装三大熟食，具有特色酱系列、经典传承系列、江南情怀系列、五湖四海系列四大口味系列，其中酱排骨是无锡三大名特产之一，2007年，三凤桥酱排骨烹制技艺被列为首批江苏省非物质文化遗产目录。餐桌熟食主要通过自营门店销售，真空包装和保鲜包装熟食还可以通过商场、超市以及网上旗舰店等方式投放市场。

图表 27 三凤桥食品系列



资料来源：官方公众号，华安证券研究所

直营连锁为引导，加盟连锁为主体，加速熟食连锁品牌建设。三凤桥食品前期为直营模式，其中三凤桥肉庄总店是无锡市场上认知度较高的熟食加工门店，临近年关或重大节日时，新鲜熟食日销量最高突破 20 吨，营业额突破百万元。2020 年，三凤桥在持续推进熟食直营连锁门店扩张的同时，搭建特许加盟体系，加速连锁品牌建设。截至 2022Q1，三凤桥食品连锁门店数量达到 42 家。

赋能连锁门店，提升经营绩效。赋能直营门店：对原有门店进行改造升级，革新门店形象、提升服务体验；融合线上渠道、平台，实现“一店双开”的倍增效应。**赋能加盟门店：**针对生鲜客、基础商圈流动客、小区住户目标消费者，选择生鲜超市、街铺、小区底商等区域拓店，提升客流量；对加盟商提供岗前培训。三凤桥还进一步推出“熟食门店开发手册”、“熟食门店运营手册”、“熟食店加盟手册”，稳定门店经营质量，2020 年熟食连锁门店销售业绩同比提高 14%。

图表 28 目标区域

| | | | |
|------|--------------------------------|---------|------|
| 消费场景 | 一站式 | 便利 | 近 |
| 客群 | 购买生鲜客 | 基础商圈流动客 | 小区住户 |
| 选店方向 | 菜场、生鲜超市 | 街铺 | 小区底商 |
| 选址要求 | 使用面积≥15 平米，门面宽度≥3.4 米，层高≥2.6 米 | | |

资料来源：官方公众号，华安证券研究所

图表 29 投资预算

| 类别 | 项目 | 费用 | 补充说明 |
|------|-------|----------------|-------------------------------|
| 前期投入 | 品牌加盟费 | 12000 元/年 | 费用按年收取, 每个加盟商开始前缴纳, 中途退出加盟费不退 |
| | 履约保证金 | 30000 元/店 | 待合同终止后, 根据加盟合同条款退还 |
| | 培训费 | 5000 元/店 | 岗前培训及考核, 含门店运营手册 |
| 开业投入 | 设计装修费 | 58000 元/店 | 以标准店 18 平米计算 |
| | 设备设施费 | 40000 元/店 | 以实际配置为准, 包含冰柜、空调等 |
| | | 合计: 145000 元/店 | |

资料来源: 官方公众号, 华安证券研究所

注: 除品牌加盟费之外的投入均为一次性支出

2.2.2 餐饮板块: 产品创新, 提升盈利能力

三大品牌差别定位, 主打无锡菜系。三凤桥餐饮有“三凤酒家”、“三凤桥·客堂间”、“三凤桥·大牌档”三大品牌。三大品牌以继承典型无锡本帮菜为特色, 同时兼顾日、韩、川、粤菜系及时尚创新菜品, 分别满足当地居民高端、中端及普通消费需求。2021 年三凤桥关闭了经营不善的“三凤桥大牌档”门店, 新增 1 家“三凤桥客堂间”的轻餐饮连锁分店, 以年轻人喜爱的国潮风、江南口味与现代时尚相融合的餐饮特色, 助力三凤桥品牌的年轻化和美誉度。

图表 30 三大餐饮品牌介绍

| 品牌 | 特色 | 客单价 | 门店数 | 2021 年经营规划 |
|--------|------------------------------|-----|-----|------------------------------|
| 三凤酒家 | 以无锡小吃、点心为主的小型餐厅 | 130 | 1 | / |
| 三凤桥堂客间 | 商务休闲餐厅 | 80 | 2 | 选址购物中心新开 1 家“三凤桥客堂间”的轻餐饮连锁分店 |
| 三凤桥大牌档 | 具有无锡本地特色, 并兼顾家庭消费与时尚消费层的中式餐馆 | 30 | 0 | 关闭了经营环境发生变化的“三凤桥大牌档”门店 |

资料来源: 公司官网, 大众点评, 华安证券研究所

三凤桥·客堂间改造升级, 迎合年轻消费者需求。三凤桥·客堂间完成全新的江南园林式风格的设计改造, 在此基础上进一步完善了标准化服务流程, 迎合年轻人喜爱的国潮复古风、江南口味与现代时尚融合菜品等特色, 不断推陈出新, 围绕家庭亲情、朋友休闲、网红消费等元素满足多样化的需求。同时, 通过跟踪网上点评等方式不断改进以提升满意率, “三凤桥·客堂间”上榜 2020 无锡大众必吃榜, 客单价实现 30% 的提增。

图表 31 客堂间江南园林式设计风格



资料来源：官方公众号，华安证券研究所

图表 32 客堂间菜品



资料来源：官方公众号，华安证券研究所

设立“非遗窗口”，促进新品研发。三凤桥餐饮成立“非遗大师工作室”，并在总店设立“非遗窗口”。三凤桥酱排骨第六代传人陆伟良大师亲自掌厨，在原有的酱排骨菜品上进行改良和创新，同时非遗大师们还推出了一些极具特色的无锡美食。一方面凸显三凤桥百年名店文化传承；另一方面，作为熟食新品研发窗口，为新品孵化和试生产服务。2020年“非遗大师工作室”共推出 15 款新品，“非遗窗口”的毛利率相比普通窗口毛利率提升了 15pct。

图表 33 三凤桥非遗窗口

| | | | | | | | |
|----------------------|-----------------------|----------------------|-----------------------|-----------------------|----------------------|----------------------|----------------------|
| 蔡明 2010年 加入三凤桥 | 冯佳健 2009年 加入三凤桥 | 秦贤 1988年 加入三凤桥 | 陆伟良 1993年 加入三凤桥 | 顾少波 1999年 加入三凤桥 | 高明 1991年 加入三凤桥 | 郑阳 1996年 加入三凤桥 | 杨斌 1994年 加入三凤桥 |
|----------------------|-----------------------|----------------------|-----------------------|-----------------------|----------------------|----------------------|----------------------|

非遗大师们在原有的口味上进行了创新和改良。食材选用黑猪肉，经过腌制、烹煮、收汁做出来的酱排骨红而不艳，酱而不黑

三凤桥的羊糕是选取整只羊腿拆肉制作，整只羊腿炖汤，拆肉切碎，口感厚实丰腴，羊肉入口，绵软而又充满弹性，入口清香回味无穷

资料来源：官方公众号，华安证券研究所

2.2.3 餐饮消费受到短期抑制，长期趋势向好

疫情反复下，封闭隔离措施导致部分短期消费场景消失，消费意愿受到抑制，餐饮企业经营承压。长期来看，餐饮消费升级趋势刚刚起步，疫情影响不改长期趋势，后续随着疫情影响转淡，餐饮企业经营有望逐步改善。三凤桥餐饮在疫情期间尝试社区团购市场，招募社区团长，通过社区团购微信群进行产品推广；三凤桥食品积极开拓线上外卖，并参与线上直播，多措并举弥补销售。

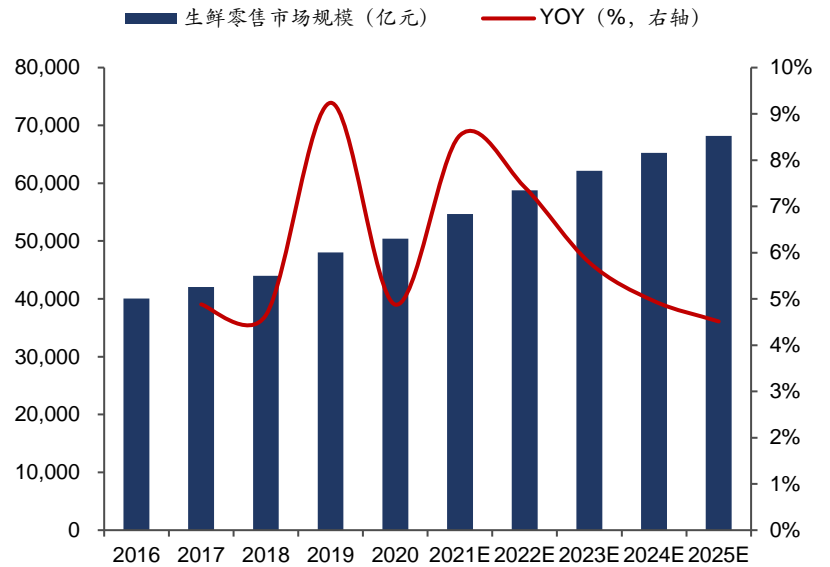
3 发展增量业务，零售+医疗双轮驱动

3.1 零售板块：把握风口，深耕社区经济

3.1.1 百业超市：转型升级，拓展社区生鲜业务

生鲜零售市场稳步增长。生鲜产品具有高营养价值与新鲜美味的特点，随着消费观念改变以及消费水平的提高，人们对生鲜产品的需求量不断增大，近年来，中国生鲜零售市场规模稳步增长，2020 年超 5 万亿元。根据艾媒咨询数据，2025 年生鲜零售市场规模有望达到 6.8 万亿元（2020-2025CAGR 为 6.2%）。

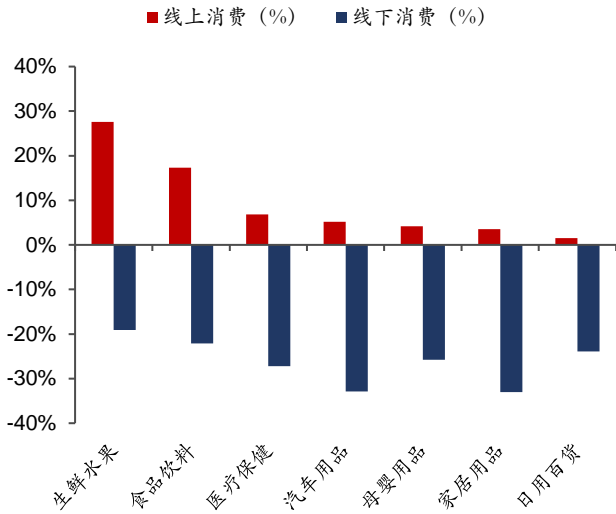
图表 34 生鲜零售市场规模



资料来源：艾瑞咨询，华安证券研究所

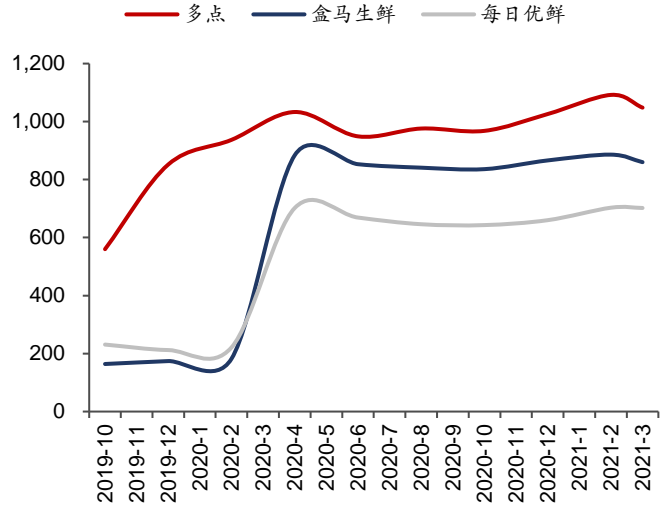
疫情催化配送需求，消费场景加速向线上延伸。从需求端看，随着消费升级和消费结构的变化，80、90 后成为消费主体，消费者价格敏感度下降，更加注重服务体验和便利，到家配送需求不断扩大。从供给端看，互联网技术的发展助推零售行业不断转型升级，探索配送业务，布局线上渠道。**疫情催化：**2020 年疫情爆发，线下零售受到影响，消费者对电商和到家配送业务的需求急剧爆发，消费场景加速向线上转移。根据艾瑞咨询数据，2020 年各品类线上消费人群高速增长，尤其是生鲜水果，同比增长 27.6%。突然爆发的疫情培养了消费者线上消费的习惯，疫情得到控制后，仍然保留下来，为行业布局线上渠道提供了良好的条件。根据艾瑞咨询数据，2020 年 2~5 月期间，受疫情影响每日优鲜与盒马生鲜月活跃用户数量增长超 200%，同时在疫情控制后仍保持稳定的增长趋势。

图表 35 2020 年中国消费者线上及线下行为变化



资料来源：艾瑞咨询，华安证券研究所

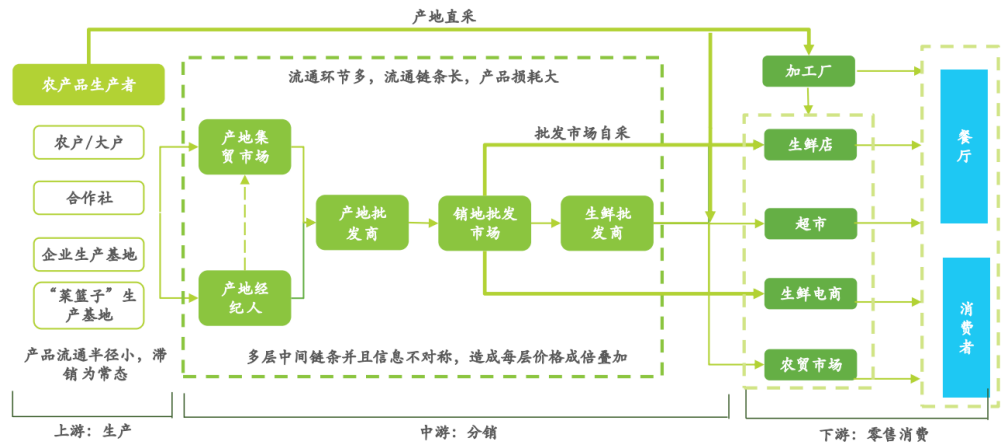
图表 36 2019.10-2021.3 主流生鲜电商月活用户规模 (万)



资料来源：艾瑞咨询，华安证券研究所

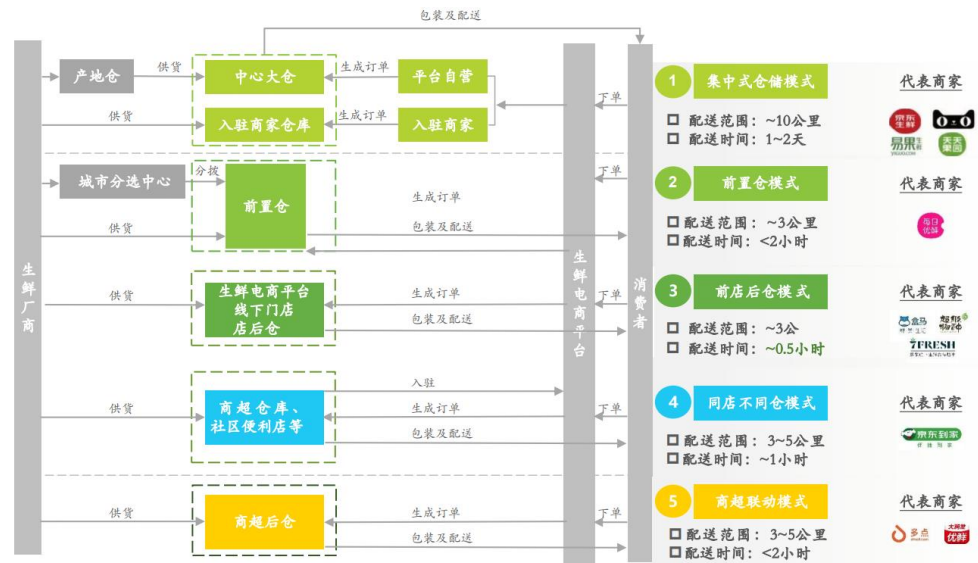
供应链能力是生鲜配送的核心。生鲜产品具有鲜活易腐、不耐贮运、生产季节性、消费弹性系数小等特点，我国生鲜产品存在明显的季节性以及地域性分布。传统的生鲜零售商往往依赖多级产销地批发市场实现全国范围内的分销流通，生产者与消费终端的多层分销环节，使得生鲜品质大打折扣。本次疫情期间，消费者对高品质生鲜需求不断增长，推动生鲜零售商优化提升冷链物流能力和供应链生态，减少了中间链条，直接对接生鲜厂商。

图表 37 传统生鲜产业链



资料来源：艾瑞咨询，华安证券研究所

图表 38 新零售生鲜产业链



资料来源：艾瑞咨询，华安证券研究所

优化升级存量门店，拓展生鲜加强型门店。百业超市稳步推进门店转型，有重点、分步骤的升级改造门店，提升服务体验。同时，百业超市为了满足所覆盖的社区消费者基本生活需求，拓展生鲜加强型门店，2020 年新开 2 家门店，2021H1 完成 5 家门店开店规划。

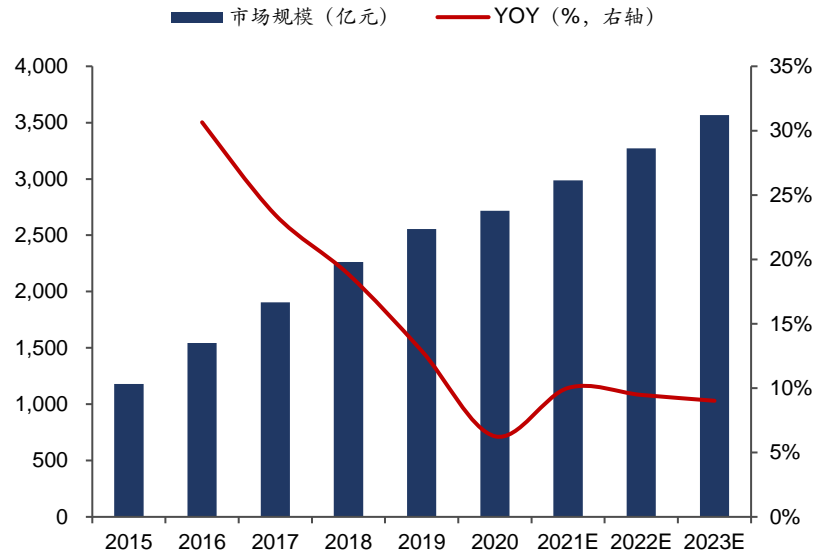
推出“到家平台”，布局线上渠道。2021H1，百业超市完成了 5 家门店“到家平台”的布局，扩展了线上销售。百业超市既开门营业，又承担了线上配送的仓储分拣功能，满足了消费者现场体验和便利性到家服务的双重需求，且门店开门营业对产品品质提供了一定的背书，提高了获客能力和消费者黏性。

布局团餐业务，有望向周边地区扩展。百业超市利用科学高效的信息系统、完善细致的产品管理、便捷快速的物流配送体系，为周边社区消费者提供生鲜配送服务，并以此为契机，开展校园食堂团餐食材配送业务，2020 年实现销售收入 1 亿元。随着供应链的完善、业务的成熟、品牌的建立，团餐业务有望以无锡为中心向周边地区拓展。

3.1.2 7-Eleven 便利店：打磨加盟模式，蓄力连锁扩张

便利店行业市场规模持续增长。便利店主要是设立在客流量较高区域的小型超市，能够为周边的消费者提供方便、快捷的购物环境，弥补了大型超市的市场空白，同时兼具杂货铺的成本优势，因而得以迅速发展。国内便利店行业起步较晚，尚没有形成稳定的格局，随着消费升级以及 90 后消费群体崛起，消费者对品质和便利性的需求提高，叠加政府政策支持，便利店行业前景广阔。根据艾媒咨询数据，受疫情影响，2020 年中国便利店行业市场规模 2716 亿元 (+6.3%)，增速减缓。后续疫情影响转淡，2023 年市场规模有望达到 3566 亿元 (2020~2023CAGR 为 9.5%)。

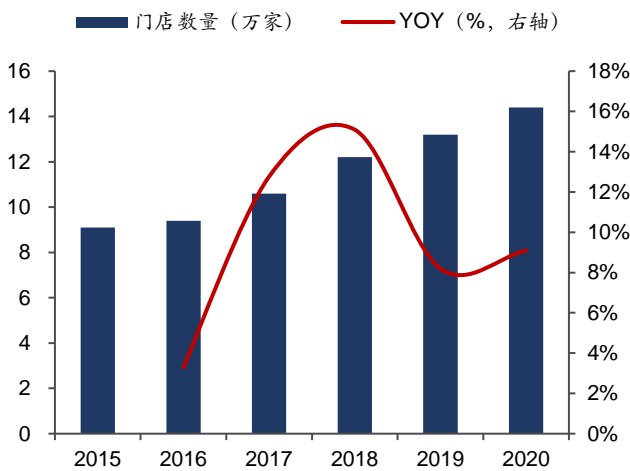
图表 39 中国便利店行业市场规模及增速



资料来源: CCFA, 华安证券研究所

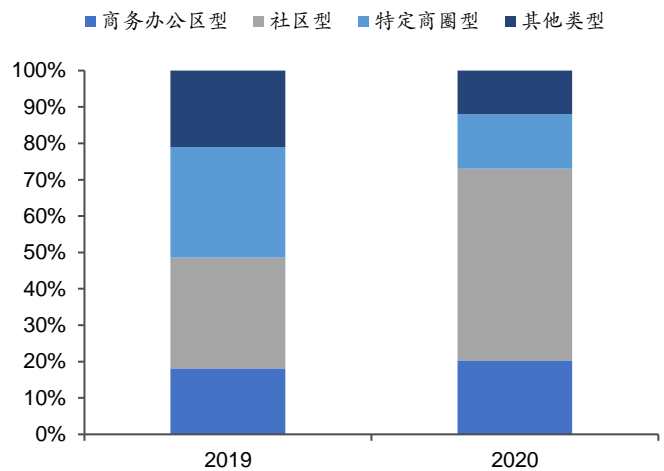
疫情催化“近场化”消费，社区便利店占比提升。疫情爆发加速了消费“近场化”的发展，消费者更多选择到家业务、社区团购来解决每日高频的刚性消费需求，促进便利店不断缩短与消费者的距离，社区便利店、商务区便利店得到进一步发展。据 CCFA 数据，2020 年连锁便利店门店数量达到 14.4 万间 (+9.1%)，社区型便利店占比提升到了 52.7% (+22.3pct)。

图表 40 中国连锁便利店门店数量及增速



资料来源: CCFA, 华安证券研究所

图表 41 2019-2020 门店类型分布情况



资料来源: CCFA, 华安证券研究所

7-Eleven——世界最大的连锁便利店集团。7-Eleven 成立于 1927 年，是美国达拉斯南方公司的冰屋店面。1991 年日本公司伊藤洋华堂收购了南方公司 70% 股份。2005 年伊藤洋华堂成立了 7&I 控股子公司，同年 11 月，7&I 将 7-Eleven.Inc (原南方公司) 完全子公司化，正式接管 7-Eleven 品牌。截至 2021 年末，7-Eleven

全球连锁门店数量超 7 万家，是世界最大的连锁便利店集团。7-Eleven 得以持续快速发展的主要原因：

(1) 以加盟模式高密度集中开店。加盟模式扩张：7-Eleven 采取区域性加盟的商业模式进行扩张，因地制宜充分发挥加盟商的优势。总部建立了统一的加盟店机制，提高商品陈列、货物供应、广告宣传等信息支持，还定期组织员工培训，提升店主及员工的专业素养。**高密度开店：**7-Eleven 采用高密度多门店战略，①有利于提高门店在区域内的知名度，提升消费者忠诚度和黏性；②提升经营效率，同一区域的门店可以提供差异化的服务，满足不同消费者的需求，发挥协同作用；③降低运营成本，同一区域的门店可以统一配送、宣传，能够分摊运输费用、营销费用。**重视门店质量：**7-Eleven 除了关注门店数的增长，更关注门店平均日销量，保证单店的盈利能力。

(2) 提供高效的供应链管理。①7-Eleven 根据门店区域和商品品类划分不同的成共同配送中心，统一购货，向各门店进行配送；②配送中心配送系统能够对门店销售情况、库存信息进行集中处理，同时综合街市活动、天气、气候等因素预判第二天的销售情况按需配送，一般一天配送三次，保证产品新鲜度的同时降低库存成本；③每个配送中心都划分为冷冻食品配送中心、常温食品配送中心，将商品分温度段进行集约管理。主要将商品分为冷冻型（零下 20 摄氏度），如冰淇淋；微冷型（5 摄氏度），如牛奶、生菜等；恒温型，如罐头、饮料等；暖温型（20 摄氏度），如饭食、面包。

(3) 提高丰富的产品和贴心便利的服务。①7-Eleven 敏锐捕捉消费者需求变化，对基础和畅销的产品不断改良和升级，确保每周有 30~40 个新商品，引导消费者消费。产品主要以自有品牌为主，兼具高品质和高盈利。②门店根据需求提供高附加值的便民服务，提高客户黏性和忠诚度。

图表 42 便民服务

| 服务类别 | 内容 |
|------|------------------------|
| 取件服务 | 顺丰、FedEx、宜家家居 |
| 外卖服务 | 美团外卖、饿了么、7-Eleven 自营 |
| 电话卡 | 本地话音及数据卡、年卡、外游卡或 IDD 卡 |
| 售票服务 | 景区、展览会门票、交通售票 |
| 充值服务 | 交通卡、手机卡充值 |

资料来源：7-Eleven 官网，华安证券研究所

获得湖北地区 7-Eleven 运营权，探索加盟店模型。7-Eleven 采用区域加盟策略，采用省级授权制，上海、浙江地区由台湾统一企业运营，北京、天津则由柒一拾壹负责，华南地区属于广东赛壹便利店。湖北地区 7-Eleven 便利店业务由“百业投资”负责运营，2021.12 公司将全资子公司“百业投资”转让给“百业超市”，进一步梳理零售业务，实现资源整合，提高运营能力。2020 年受武汉疫情影响，7-Eleven 便利店经营承压，关闭了 4 家面积大、租金高的店铺；新开了 6 家门店，其中 5 家位于消费基础较好的大学园区，1 家位于交通枢纽，重新设计开店模型及开店标准，提高新开店质量。2021H1，7-Eleven 便利店业务受疫情反复及市场影响，原定连锁门店拓展计划迟滞，新开门店 1 家、闭店 1 家，通过对存量门店结构进行优化，初步实现盈亏平衡。

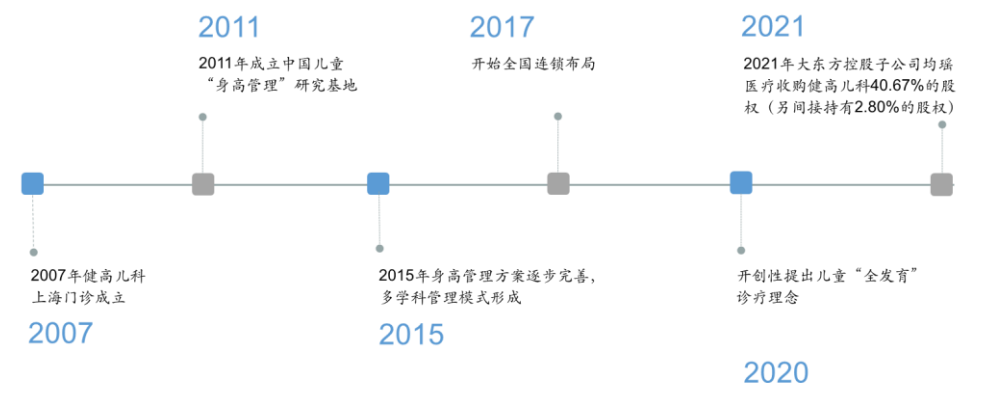
3.2 医疗板块：多赛道联动，布局健康产业

2021 年公司以零售主业为核心，剥离传统汽车经销业务，逐步培育医疗健康业务作为新的业绩增长点，突出商业零售和医疗健康“双核心主业”战略定位。2020.12 公司与上海涵锐管理咨询合资成立了上海均瑶医疗（公司持股 80%），均瑶医疗团队骨干沉浸医疗健康领域近 20 年，曾主导完成近 70 家医疗机构的投资并购，在医疗产业投资和投后管理赋能上具有成熟的实践经验。公司通过上海均瑶医疗开启战略转型，布局医疗健康领域：（1）儿童医疗服务领域：①2021.5 收购的健高医疗是国内收入规模最大的儿科连锁机构，其主要业务聚焦生长发育，从“儿童内分泌”身高问题业务切入，正逐渐发展成为“全发育”门诊，形成具备多元化专科特色的儿科连锁医疗机构。②2021 年 8 月收购的雅恩健康，是一家主要为儿童行为心理障碍提供个性化康复训练的连锁机构。公司在儿童医疗服务方向的布局，主要着眼于儿童全生长周期的健康管理，包括儿童体格发育和儿童心理行为发育，未来有望将进一步加大在儿科方向的资源投入。（2）骨科赛道：2021.6 上海均瑶医疗收购了沭阳中心医院，向构建以骨科等专科为核心特色的民营医疗服务业务的重要迈进。沭阳中心医院有望协同提升健高儿科的医疗内涵，并借由健高儿科的资源和经验，完成沭阳中心医院在儿科以及消费医疗层面的新的拓局，实现多赛道间的协同互补，满足消费者对医疗健康的多元化需求。

3.2.1 健高医疗：专注生长发育，全国连锁布局

健高儿科隶属于上海健高医疗科技有限公司，2007 年在上海成立第一家医疗机构，从创立伊始，一直专注于儿童青少年生长发育领域，在身高管理、矮小症及性早熟的诊治上已经形成良好的口碑。2020 年健高儿科综合运用儿童内分泌学、营养学、心理学等学科技术开创性的提出了“全发育”诊疗理念。2020 年健高儿科实现营业收入 12.23 亿元，净利润 2249.45 万元。

图表 43 健高儿科发展历程



资料来源：健高儿科官网，华安证券研究所

健高儿科通过连锁门店形式在全国布局，截至 2021 年末，已在北京、上海、杭州、武汉、成都等 12 个城市开设了 16 家医疗机构，未来有望扩大连锁规模，实现全国连锁化布局。

图表 44 健高儿科连锁门店布局



资料来源：健高儿科官网，华安证券研究所

以身高管理为核心，提供全发育诊疗服务。健高儿科主要专注儿童身高管理问题，影响身高的因素每个年龄阶段各有侧重，比如 0~3 岁主要是营养因素的原因，3~10 岁主要是生长激素的影响。3~10 岁是身高管理的黄金阶段，而生长激素的分泌与运动、营养、睡眠、青春期发育等多种因素有关，健高儿科在通过分泌基础检查、骨龄、营养、运动、发育等检查后，进行特殊检查，在专属医生团队解读检查报告后，给出相应的治疗方案，并且对患者进行全程跟踪与用药指导。除了身高发育门诊外，健高儿科还设立了儿童营养门诊、性发育门诊等特色项目，为患者提供“全方位+多学科”、“全周期+分阶段”、“一站式+高品质”的全发育管理和服

图表 45 健高儿科诊疗项目



资料来源：健高儿科官网，华安证券研究所

图表 46 健高儿科身高管理项目流程



资料来源：健高儿科官网，华安证券研究所

图表 47 健高儿科可选身高管理方案

| 等级 | 促进生长方法 | 延缓骨龄方法 |
|-------|---------------------|-----------|
| 一级（弱） | 营养指导、改善睡眠、科学运动、情绪管理 | 饮食管理、控制体重 |
| 二级（中） | 营养素 | 中药助长 |
| 三级（强） | 生长素 | 性发育抑制剂 |

资料来源：健高儿科官网，华安证券研究所

图表 48 健高儿科 VS 公立医院身高管理方案对比

- ✓ 科学预测身高
- ✓ 并对长高影响因素全面管理
- ✓ 全国连锁身高管理机构
- ✓ 帮助每一个孩子达到理想身高



| 身高管理方案 | | |
|------------|---------|-----------------------------|
| 机构对比 vs | 公立医院 | 健高儿科 |
| 服务人群 | 疾病型矮小人群 | 所有想长高的儿童 |
| 预测身高准确性 | 缺乏 | 精准 |
| 干预方法 | 药物干预为主 | 针对营养、运动、睡眠、心理、疾病等长高影响因素全面管理 |

资料来源：健高儿科官网，华安证券研究所

医师团队专业，医疗设备先进。 医师团队：核心团队成员大多在三甲医院从事儿科工作四五十年，具有丰富扎实的临床工作经验，诊疗水平居于国内前列，能够制定科学的定制化诊疗方案。**医疗设备：**健高儿科拥有身高预测系统，国外进口影像等先进医疗检查设备，提高检查结果的准确性、减少就诊时间。比如 Bone Xpert 能自动读取骨龄，预判成年身高预判；IGF1、BP3 检测更高效，能确保当天出结果。

图表 49 健高儿科专家团队

| 医生 | 专业背景 |
|-----|---|
| 沈永年 | 专业擅长：擅长从事内分泌代谢病临床和研究工作，所开展的矮小症、性腺、甲状腺等疾病诊疗水平为国内领先技术 专家资料：中华医学协会会员，毕业于上海第二医学院三甲医院从事儿科工作 50 余年 |

| | |
|-----|--|
| 沈水仙 | 专业擅长：擅长运用儿科内分泌新技术、新疗法对小儿内分泌疾病如小儿糖尿病、矮小症、肥胖症、甲状腺疾病、性早熟、先天性肾上腺皮质增生症等疾病进行准确诊断、综合诊疗 专家资料：中华医学会会员，毕业于上海第一医学院三甲医院从事儿科工作 40 余年 |
| 陈凤生 | 专业擅长：擅长儿科内分泌疾病和自身免疫性疾病的诊治 专家资料：中华医学会会员，毕业于上海第二医科大学，三甲医院从事儿科工作 50 余年 |
| 陈兆文 | 专业擅长：擅长诊治儿科常见内分泌或遗传代谢病疾病和疑难杂症 专家资料：毕业于交通大学医学院三甲医院从事儿科工作近 40 年 |

资料来源：健高儿科官网，华安证券研究所

图表 50 健高儿科设备领先

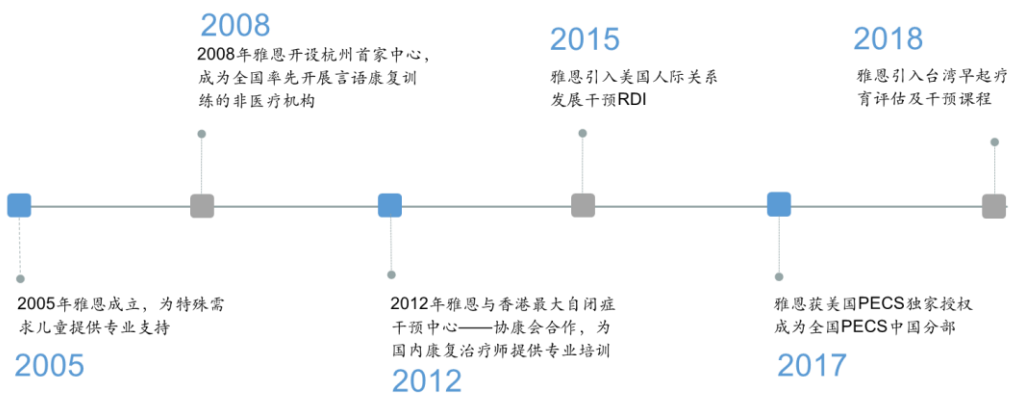


资料来源：健高儿科官方公众号，华安证券研究所

3.2.2 雅恩健康：深耕儿童言语沟通发展领域

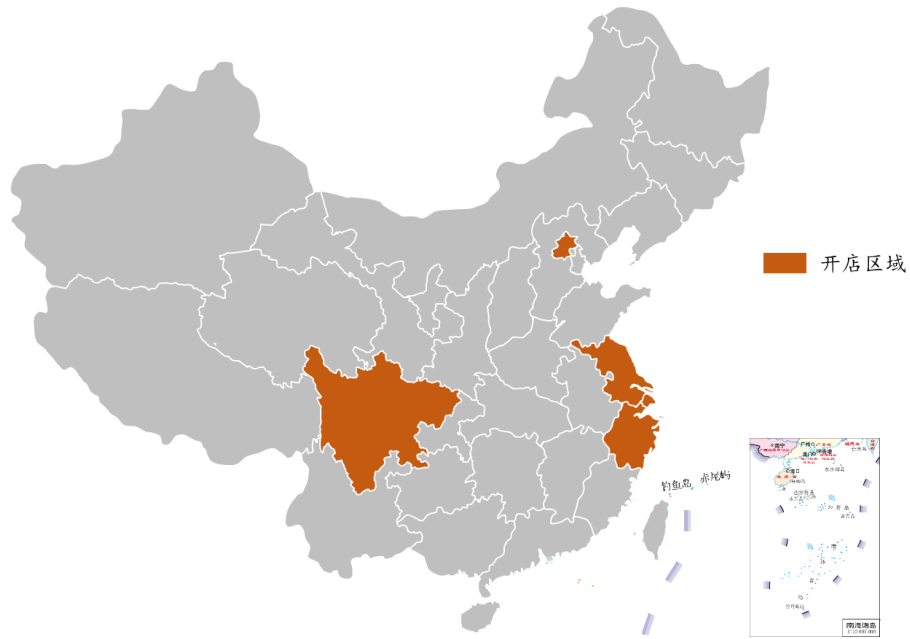
雅恩健康成立于 2005 年，是一家从事儿童言语沟通能力训练、家庭养育指导的专业机构，主要为语言障碍儿童、发育迟缓儿童、孤独症谱系障碍儿童提供个性化的行为心理方向的训练干预，其中孤独症谱系障碍患者康复业务占比达到 50% 左右。截至 2021 年末，雅恩健康已在北京、上海、杭州、南京等 7 大城市先后设立了 15 家服务中心，每年新增在训儿童超过 1000 名，累计服务逾 3 万家庭，成功帮助逾 1 万名孩子开口说话。2020 年雅恩健康实现营收 3526.01 万元，净利润 318.57 万元。

图表 51 雅恩健康发展历程



资料来源：雅恩健康官网，华安证券研究所

图表 52 雅恩健康布局



资料来源：雅恩健康官网，华安证券研究所

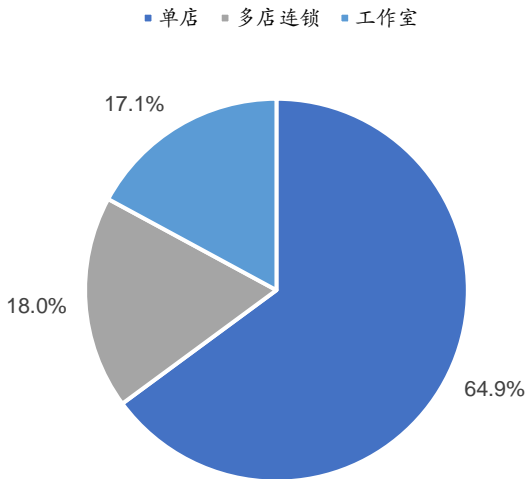
儿童康复行业千亿蓝海市场。根据我国第六次人口普查结果，2~8岁人口数量为1.03亿人，根据北大医疗脑健康数据，孤独症患者、言语语言障碍患者患病率分别为1%、4%，人均治疗费用分别为6万元/年、3万元/年，2~8岁孤独症患者康复市场规模约600亿元/年，言语语言障碍患者康复市场规模约1200亿元/年。目前儿童康复行业竞争格局较为分散，主要以单店经营为主，机构数量占比约64.9%，连锁机构数量占比仅为18.0%。同时，儿童康复行业面临优质教育资源、康复资源较少，家庭干预知识缺乏等问题。随着康复机构进一步发展，拥有优质教育、康复资源的全国连锁型机构有望实现突围。

图表 53 市场规模测算

| 年龄段 | 人口数量 (亿) | 患病率(%) | 孤独症 | | 言语语言障碍 | | |
|------|-------------|--------|---------------|---------|--------|---------------|---------|
| | | | 人均花费 (万/年) | 市场规模(亿) | 患病率(%) | 人均花费 (万/年) | 市场规模(亿) |
| 0~18 | 2.97 | 1% | 6 | 1780 | 4% | 3 | 3560 |
| 2~8 | 1.03 | 1% | 6 | 616 | 4% | 3 | 1232 |

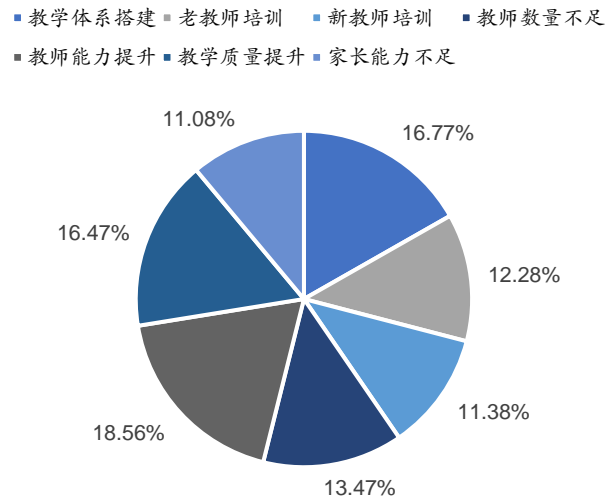
资料来源：北大医疗脑健康，华安证券研究所

表 54 儿童康复机构类型占比



资料来源：北大医疗脑健康，华安证券研究所

图表 55 儿童康复机构教学方向面临困境



资料来源：北大医疗脑健康，华安证券研究所

专家资质深厚，经验丰富。创始团队由医学硕士、心理学硕士共同组成，特邀美国、加拿大资深言语病理学家以及中国香港、中国台湾资深言语治疗师、临床心理学家及行为训练专家担任专业顾问，拥有超过 200 名经过专业受训及严格考核的治疗师与专业顾问，能够为患者提供科学、专业的康复课程体系。

覆盖三大板块，课程体系完善。雅恩健康课程体系覆盖三大板块：**(1) 儿童言语沟通能力训练：**雅恩健康以发展学派为理论基础，通过语言、口肌、感统、社交、注意力、亲子早疗等课程体系帮助患者提升语言能力出发，主动参与社会互动，具备自我调节的能力。**(2) 家庭养育指导：**对于特殊需求儿童而言，家长以及家庭训练在特殊需求儿童的训练中具有不可估量的作用。从 2015 年开始，雅恩通过线上课程 RDI 人际关系发展干预项目提供个性化的家庭咨询，辅导家长掌握干预方法和技巧，系统且循序渐进地触发患者产生运用社会性技能的动机，进而使其习得的技能在不同的情境中迁移，发展出与他人分享经验、享受交往乐趣及建立长久友谊关系的能力。**(3) 专业培训服务：**除了直接针对儿童的干预项目，雅恩健康也致力于康复人员的培养，其中以 PECS 专业授证培训工作坊为代表。PECS 图片交换沟通系统是一种独特的替代/扩充沟通系统，已经成功应用于世界各地成千上万各年龄段认知、生理和沟通有障碍的学习者。雅恩 2013 年从美国引进 PECS，独家翻译了《PECS 图片交换沟通系统培训手册》，并多次邀请 PECS 创始人及其团队的资深顾问前来亲授课程。2017 年，雅恩正式获得美国 PECS 独家授权成为 PECS 中国分部，雅恩创始人边琼霞任 PECS 大中华区教学督导，培养 PECS 咨询顾问团队。

图表 56 儿童言语沟通能力训练



| 语言 | 口肌 | 感统 | 社交 | 注意力 | 亲子早疗 |
|--|--|---|---|--|---|
| <p>课程对象: 2-6岁, 语言发展迟缓, 社交沟通障碍的孩子</p> <p>课程内容: 雅恩语言发展老师通过人际游戏等方式, 成为孩子的主动玩伴, 让孩子享受与人互动, 建立紧密关系, 逐渐发展孩子的模仿能力, 继而探索和理解现实生活, 学会在不同情境中使用语言, 在具备一定的语言能力之后, 引导孩子阅读、创编, 激发孩子思考和表达。</p> | <p>课程对象: 2-6岁, 不会发音, 或发音错误, 口齿不清的孩子</p> <p>课程内容: 引进美国 Talktools® 口部肌肉训练技术和美国 PROMPT 言语构音训练技术, 结合雅恩14年训练经验, 创新研发出结合汉语发音特点的训练方法, 有效改善儿童口部运动技能和发音准确度。</p> | <p>课程对象: 2-8岁感觉讯息处理障碍、言语语言发展障碍或注意力缺失多动障碍的儿童等</p> <p>课程内容: 以儿童喜爱的游戏运动, 来探索感觉信息, 改善处理和组织感觉信息的能力, 有利于儿童的言语能力提高, 情绪平稳, 注意力集中, 运动协调能力得到加强。</p> | <p>课程对象: 2-8岁社交沟通障碍或需要提升社交能力的儿童</p> <p>课程内容: 通过4-6人小组社交课程, 在集体活动中, 灵活运用社交技能、社交游戏、社交故事训练等方法, 全面兼顾儿童在社会性兴趣、社会性技能、社会认知的发展, 提升儿童的社交技能及心智解读能力。</p> | <p>课程对象: 6-12岁, 注意力缺失或学习能力欠佳的孩子</p> <p>课程内容: 从聚焦性专注力、持久性专注力、选择性专注力、转换性专注力、分散性专注力五大类别入手, 依据不同难易程度, 系列化、循序渐进全面改善专注力水平; 以视觉专注力、听觉专注力两大模式训练。</p> | <p>课程对象: 0-3岁, 发育迟缓和高危婴幼儿家庭</p> <p>课程内容: 由雅恩的中国台湾早期疗育专家团队倾力打造, 采用亲子共课模式, 通过模仿学习, 转移到居家环境操作, 协助家长掌握正确的亲子教养概念, 激发孩子成长力。</p> |

资料来源: 雅恩健康官网, 华安证券研究所

图表 57 PECS 课程六大阶段

| 阶段 | 内容 |
|------|---|
| 阶段 1 | 如何沟通: 学生学会用一张图片交换自己非常想要的物品或活动 |
| 阶段 2 | 距离和坚持: 依旧使用单张图片, 学生学会在不同的地方、对不同的人, 穿越一段距离进行图片交换, 以泛化这项新技能。他们还被教导成为更加坚持不懈的沟通者 |
| 阶段 3 | 图片分辨: 学生学会从两张或多张图片中做出选择, 请求自己喜欢的物品。这些图片放在 PECS 沟通本中——一个带扣环和条状钩面魔术贴的活页本, 图片储存在沟通本中, 可以轻松取出用于沟通 |
| 阶段 4 | 句子结构: 学生学会在一个可拆卸的句子条上使用“我要”的图片, 后面跟着一张想要的物品的图片, 来构建简单的句子 |
| 阶段 5 | 回应性的请求: 学生学会使用 PECS 来回答诸如“你要什么?”的问题 |
| 阶段 6 | 评论: 教导学生用评论来回答问题, 例如“你看到什么”, “你听到什么?”和“这是什么?”他们学会用“我看到”、“我听到”、“我感到”、“这是”等句首词来造句 形容词和语言扩展: 学生通过添加形容词、动词和介词来扩充句子 |

资料来源: 雅恩健康官网, 华安证券研究所

3.2.3 沭阳中心医院: 以骨科为优势学科的综合性疾病院

政策和需求双轮驱动, 民营医院崛起。需求端: (1) 数量上, 人口老龄化加速叠加慢性疾病高发等因素提高了对医疗服务的需求, 公立医院不能够完全满足医疗服务需求的快速增长; (2) 分布上, 大型公立医院往往位于一二线城市中心地带, 致使其他地区医疗资源相对缺乏, 城市化进程的推进增加了新兴城市对医院的需求; (3) 结构上, 随着消费升级, 个人高端化医疗服务需求提高, 公立医院受政策限制, 难以满足。**政策端:** 国家推出了一系列政策支持民营医院的发展, 比如 2017 年《医师执业注册管理办法》允许在职医生多点执业、开办诊所; 2019 年《关于促进社会办医持续健康规范发展的意见》严格控制公立医院数量和规模, 为社会办医留足发展空间。各地在新增或调整医疗卫生资源时, 要首先考虑由社会力量举办或运营有关医疗机构。

沭阳县经济领跑宿迁市, 人口规模庞大。沭阳县是全国百强县, 经济实力突出。2021 年, 沭阳县实现 GDP1162.1 亿元, 经济总量连续两年苏北县(市)第一, 同

比增长 8.6%。2020 年末，沭阳县户籍总人口 198.84 万人，医疗需求体量较大。

沭阳中心医院综合实力全县第三。沭阳中心医院是一家业务成熟、具备区域诊疗覆盖能力，且在骨科、心脑血管疾病方面具有显著优势的二级甲等综合医院，综合实力全县第三，仅次于沭阳人民医院和沭阳中医院。沭阳中心医院占地 35.53 亩，建筑面积约 3.8 万平方米，可开放床位 707 张，2020 年门急诊人次 19.2 万、出院人次 1.9 万，营收超 2.3 亿元，骨科、心脑血管疾病合计收入超 8000 万元。

图表 58 沭阳中心医院



资料来源：沭阳中心医院官方公众号，华安证券研究所

学科布局合理，医疗配备齐全。沭阳中心医院学科布局均衡，9 个科室业务基础均已成型，构筑了良好的业务量基础，其中骨科和心脑血管方向为医院优势学科。沭阳中心医院医疗设配齐全，具有 DSA 血管造影系统、MRI 磁共振成像、CT、彩超等大型仪器设备，设有手术室 9 间、透析床 30 床，可有效支撑业务发展。

沭阳胡集医院乔迁，有望发挥协同效应。沭阳胡集医院是一级甲等医院，2011.2 由沭阳中心医院收购控股，进行业务托管管理。2020.5 沭阳胡集医院迁入易地重建，占地 23.06 亩，建筑面积约 1.05 万平方米，可开放病床 200 张。2020 年门急诊人次 6.9 万，出院人次 0.3 万。沭阳中心医院和沭阳胡集医院未来有望在人才、学科、运营等各个方向形成良好的区域业务协同效应。

图表 59 沭阳胡集医院



资料来源：沭阳中心医院官方公众号，华安证券研究所

盈利预测及投资建议：

盈利预测

零售百货业务：公司根据消费者结构以及消费需求变化，进行调改升级提高坪效，发力轻奢行业，叠加疫情影响逐步减弱，2021~2023 年销售额有望实现稳步增长。随着销售额的增加，自营业务的进货成本也会随之增加。

百业超市业务：随着消费升级，消费者便利性需求增加，叠加疫情催化，生鲜配送行业潜力较大。2021 年公司完成 5 家生鲜加强型门店规划，布局生鲜配送业务；并对存量门店进行升级改造，同时推出“到家平台”，线上线下渠道联动促进销售额增长。预计规划的生鲜加强型门店会在 2022 年完成建造，进一步带动营收增长。生鲜加强型门店的开设，存量门店的升级改造，线上渠道的布局也会导致成本提升。

7-11 便利店业务：公司拥有湖北地区 7-Eleven 便利店的运营权，2021 年公司进行了加盟模式探索，2022~2024 年，在放开加盟以后，自营+加盟并进的情况下，连锁扩张迅速铺开，新开门店经过爬坡期之后，营业额会逐步提升，在成本相对刚性的情况下，毛利率水平会有小幅增长。

三凤桥业务：随着疫情缓解，食品&餐饮板块有望在 2021~2023 年逐步恢复至疫前水平，叠加公司不断创新产品、改造升级门店，加大营销力度，营收预计保持平稳增长，成本小幅提升。

雅恩健康业务：雅恩健康 2021~2023 年在全国进行连锁化布局，集中开店，会带动营收显著增长，随着门店成熟，成本相对可控的情况下，毛利率随之提升。

沭阳中心医院：沭阳中心医院以骨科为优势学科，同时兼顾各学科均衡发展，多个科室收入超千万，业务稳步增长。

健高医疗：健高医疗主要聚焦儿童生长发育业务，结合患者情况制定个性化诊疗方案，核心增长点是销售生长激素。我国生长激素市场前景广阔，随着健高医疗在全国进行连锁化布局，业务有较大的增长空间。

投资建议

公司深耕零售板块，在不断优化调整现有零售百货、食品饮料存量业务的同时，把握社区经济行业风口，布局生鲜配送和便利店行业；在此基础上，进一步拓展医疗健康领域。从短期看，随着疫情好转，零售百货、食品饮料板块有望释放业绩弹

性从长期来看，轻奢行业市场空间广阔，公司不断调改升级提升坪效，零售百货业务有望实现稳步增长；疫情催化下生鲜配送和便利店行业迎来了新的发展机遇，公司开设生鲜加强型门店，获得 7-Eleven 湖北经营权探索加盟模式连锁扩张，有望进一步强化零售主业；公司收购健高医疗、沐阳中心医院、雅恩健康，切入医疗健康领域，多赛道联动赋能，有望成为新的业绩增长点。我们预计公司 2021~2023 年 EPS 分别为 0.73、0.26、0.30 元/股，对应当前股价 PE 分别为 8、23、20 倍。首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：

局部地区疫情反复：奥密克戎传播性较强，造成部分区域疫情反复，可能会影响零售业务和食品餐饮业务复苏；

生鲜配送行业竞争激烈：美团、京东等电商平台布局生鲜配送业务，生鲜电商在供应链方面更有优势，可能会对生鲜配送业务造成挤压；

7-Eleven 拓店不及预期：受疫情影响，加盟拓店计划难以按预期进行；

医疗板块培育不及预期：医疗板块切入多个领域，可能会面临投后管理问题，难以整合发挥协同效应。

财务报表与盈利预测

| 资产负债表 | | | | | 利润表 | | | | |
|----------------|------|-------|-------|-------|-----------------|------|-------|-------|-------|
| 单位:百万元 | | | | | 单位:百万元 | | | | |
| 会计年度 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E | 会计年度 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
| 流动资产 | 3711 | 3127 | 2815 | 3272 | 营业收入 | 7936 | 7751 | 4076 | 4836 |
| 现金 | 1242 | 1345 | 2086 | 2496 | 营业成本 | 6908 | 6563 | 3230 | 3910 |
| 应收账款 | 164 | 106 | 89 | 93 | 营业税金及附加 | 46 | 53 | 33 | 34 |
| 其他应收款 | 33 | 42 | 17 | 16 | 销售费用 | 366 | 364 | 253 | 271 |
| 预付账款 | 238 | 131 | 162 | 219 | 管理费用 | 415 | 374 | 243 | 273 |
| 存货 | 1968 | 1438 | 398 | 386 | 财务费用 | 26 | 25 | 27 | 30 |
| 其他流动资产 | 67 | 64 | 63 | 63 | 资产减值损失 | -1 | 0 | 0 | 0 |
| 非流动资产 | 3388 | 4302 | 4269 | 4221 | 公允价值变动收益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 长期投资 | 485 | 1440 | 1440 | 1440 | 投资净收益 | 208 | 523 | 122 | 141 |
| 固定资产 | 803 | 763 | 729 | 681 | 营业利润 | 424 | 935 | 413 | 461 |
| 无形资产 | 465 | 465 | 465 | 465 | 营业外收入 | 21 | 0 | 0 | 0 |
| 其他非流动资产 | 1635 | 1635 | 1635 | 1635 | 营业外支出 | 10 | 0 | 0 | 0 |
| 资产总计 | 7099 | 7430 | 7083 | 7493 | 利润总额 | 435 | 935 | 413 | 461 |
| 流动负债 | 2916 | 2410 | 1655 | 1589 | 所得税 | 120 | 243 | 130 | 134 |
| 短期借款 | 902 | 637 | 787 | 587 | 净利润 | 316 | 692 | 283 | 327 |
| 应付账款 | 489 | 414 | 177 | 193 | 少数股东损益 | 1 | 48 | 51 | 62 |
| 其他流动负债 | 1525 | 1360 | 692 | 809 | 归属母公司净利润 | 315 | 643 | 232 | 265 |
| 非流动负债 | 580 | 725 | 850 | 1000 | EBITDA | 372 | 445 | 360 | 406 |
| 长期借款 | 175 | 300 | 375 | 495 | EPS (元) | 0.36 | 0.73 | 0.26 | 0.30 |
| 其他非流动负债 | 405 | 425 | 475 | 505 | | | | | |
| 负债合计 | 3496 | 3135 | 2506 | 2589 | | | | | |
| 少数股东权益 | 187 | 235 | 286 | 348 | | | | | |
| 股本 | 885 | 885 | 885 | 885 | | | | | |
| 资本公积 | 137 | 137 | 137 | 137 | | | | | |
| 留存收益 | 2395 | 3038 | 3270 | 3535 | | | | | |
| 归属母公司股东权益 | 3416 | 4060 | 4292 | 4557 | | | | | |
| 负债和股东权益 | 7099 | 7430 | 7083 | 7493 | | | | | |

| 现金流量表 | | | | | 主要财务比率 | | | | |
|----------------|------|-------|-------|-------|-----------------|--------|--------|--------|-------|
| 单位:百万元 | | | | | 会计年度 | | | | |
| 会计年度 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E | |
| 经营活动现金流 | 32 | 648 | 379 | 359 | 成长能力 | | | | |
| 净利润 | 315 | 643 | 232 | 265 | 营业收入 | -15.2% | -2.3% | -47.4% | 18.7% |
| 折旧摊销 | 171 | 47 | 42 | 58 | 营业利润 | 46.7% | 120.2% | -55.8% | 11.4% |
| 财务费用 | 31 | 25 | 27 | 30 | 归属母公司净利润 | 41.3% | 104.1% | -63.9% | 14.1% |
| 投资损失 | -208 | -523 | -122 | -141 | 获利能力 | | | | |
| 营运资金变动 | -255 | 446 | 149 | 86 | 毛利率 (%) | 13.0% | 15.3% | 20.7% | 19.2% |
| 其他经营现金流 | 547 | 207 | 134 | 241 | 净利率 (%) | 4.0% | 8.3% | 5.7% | 5.5% |
| 投资活动现金流 | 482 | -400 | 114 | 131 | ROE (%) | 9.2% | 15.8% | 5.4% | 5.8% |
| 资本支出 | -75 | 32 | -8 | -10 | ROIC (%) | 3.3% | 5.5% | 3.7% | 4.0% |
| 长期投资 | 525 | -955 | 0 | 0 | 偿债能力 | | | | |
| 其他投资现金流 | 32 | 523 | 122 | 141 | 资产负债率 (%) | 49.2% | 42.2% | 35.4% | 34.5% |
| 筹资活动现金流 | -66 | -145 | 248 | -80 | 净负债比率 (%) | 97.0% | 73.0% | 54.7% | 52.8% |
| 短期借款 | 189 | -265 | 150 | -200 | 流动比率 | 1.27 | 1.30 | 1.70 | 2.06 |
| 长期借款 | 175 | 125 | 75 | 120 | 速动比率 | 0.51 | 0.64 | 1.36 | 1.68 |
| 普通股增加 | 0 | 0 | 0 | 0 | 营运能力 | | | | |
| 资本公积增加 | 0 | 0 | 0 | 0 | 总资产周转率 | 1.12 | 1.04 | 0.58 | 0.65 |
| 其他筹资现金流 | -429 | -5 | 23 | 0 | 应收账款周转率 | 48.46 | 73.00 | 45.63 | 52.14 |
| 现金净增加额 | 448 | 103 | 741 | 411 | 应付账款周转率 | 14.12 | 15.87 | 18.25 | 20.28 |
| | | | | | 每股指标 (元) | | | | |
| | | | | | 每股收益 | 0.36 | 0.73 | 0.26 | 0.30 |
| | | | | | 每股经营现金流薄) | 0.04 | 0.73 | 0.43 | 0.41 |
| | | | | | 每股净资产 | 3.86 | 4.59 | 4.85 | 5.15 |
| | | | | | 估值比率 | | | | |
| | | | | | P/E | 11.66 | 8.18 | 22.68 | 19.88 |
| | | | | | P/B | 1.07 | 1.30 | 1.23 | 1.16 |
| | | | | | EV/EBITDA | 9.64 | 11.13 | 12.47 | 9.90 |

资料来源:公司公告,华安证券研究所

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，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，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安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，未经华安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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 以上；

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。