

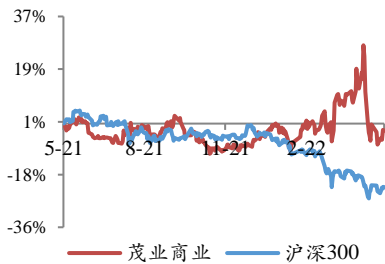
## 深耕零售主业，调改升级提升竞争力

### 投资评级：买入（首次）

报告日期：2022-05-14

收盘价(元)	3.63
近12个月最高/最低(元)	4.73/3.33
总股本(百万股)	1,732
流通股本(百万股)	1,731
流通股比例(%)	99.96
总市值(亿元)	63
流通市值(亿元)	63

### 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：

#### ● 疫情反复不改长期复苏趋势，高端百货增长强劲、中端百货寻求转型

2022年至今疫情反复仍在持续，短期对线下经营及受制于物流管控的线上销售均形成不同程度的冲击，但城市应对突发疫情的适应性增强，疫情后修复时间缩短，客流恢复指数整体呈上升趋势，中长期趋势向好，2022Q1全国社零总额为10.87亿元(+3.3%)。定位不同的百货及购物中心在疫情中表现迥异：(1) 高端百货：疫情成消费回流短期加速器，叠加消费升级推动其业绩大增。根据联商网及商智库统计，2021年北京SKP销售额近240亿元(+35%)；南京德基广场销售额超200亿元(+28%)。中端百货：在疫情冲击下，产品同质化及经营场所管控等因素带来的竞争压力加剧。因此，在部分商业体中可见两条路径以寻求出路。一是加大线上布局以拓宽销售渠道；二是百货加速向多元化商业体转型以寻求非标商品及餐饮娱乐等服务业带来的新增长。

#### ● 调改升级深挖零售板块价值，内生+外延拓展品牌矩阵+区域市场

量：公司零售业务主要以商业+地产模式为主，一方面通过自有物业减少经营成本，另一方面通过零售业务提供持续现金流，并带动周边商圈流量提升物业价值，实现优势互补；同时通过自设门店+收购方式进行模式复制，拓展业务布局，截至2021年末，公司已经在西南、华南、华东、北方市场布局22家门店。随着规模扩大，公司剥离地产开发业务，深挖零售板块价值。质：公司各门店持续通过品牌及品类优化、打造高效供应链、开拓自采自营、调整产品组合布局、拓展线上渠道等方式提升竞争力，增强消费者黏性；同时打造了“人民商场”、“茂业百货”、“茂业天地”、“仁和春天”、“维多利”等针对社区、中高端、高端不同客户群体的品牌矩阵，扩大消费者覆盖范围，增加客流量。

#### ● 凭借万豪品牌优势+委托管理赋能，拓展酒店业务

万豪酒店是全球最大酒店集团，品牌力突出，通过委托管理模式赋能酒店开发、运营。公司布局的JW万豪酒店定位豪华酒店及度假酒店，在消费升级及疫情催化高端度假消费回流背景下，高端度假酒店迎来新的发展机遇，公司布局JW万豪酒店位置优越，有望借助万豪品牌势能及管理赋能实现稳步增长。

#### ● 投资建议

短期来看，高端消费回流持续背景下，“仁和春天”“维多利”等高端百货品牌有望继续享受红利；中长期来看，消费年轻化以及消费升级背景下，公司有望凭借调改升级以及购物中心化转型，继续提升坪效，促进高端、中高端百货持续增长。我们预计公司2022~2024年EPS分别为0.24、0.27、0.29元/股，对应当前股价PE分别为15、14、12倍。首次覆盖，给予“买入”评级。

#### ● 风险提示

局部地区疫情反复；消费升级不及预期；转型不及预期。

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	4168	4396	4741	5199
收入同比 (%)	12.7%	5.5%	7.8%	9.7%
归属母公司净利润	409	424	460	509
净利润同比 (%)	92.2%	3.6%	8.4%	10.6%
毛利率 (%)	61.9%	63.9%	64.6%	65.0%
ROE (%)	5.8%	5.7%	5.8%	6.0%
每股收益 (元)	0.24	0.24	0.27	0.29
P/E	15.27	14.82	13.67	12.36
P/B	0.88	0.84	0.79	0.74
EV/EBITDA	7.78	11.20	10.29	7.90

资料来源: wind, 华安证券研究所

## 正文目录

1 四川零售百货龙头，内生+外延双轮驱动发展.....	5
2 疫情短期扰动仍在，百货业呈 K 型复苏.....	8
2.1 疫情影响转淡，零售市场有所恢复.....	8
2.2 高端百货：国内高端消费强劲，高端百货业绩亮眼.....	8
2.3 中端百货：经营承压，转型多元化商业体.....	11
3 零售业务：调改升级+布局线上，提升竞争力.....	12
3.1 “百货+地产”模式，提升盈利能力.....	12
3.2 跨区域拓展，多品牌、多业态布局.....	14
3.3 坚持调改升级，强化商品能力.....	17
3.4 线上线下融合发展，提升会员消费体验.....	18
4 酒店业务：依托万豪管理赋能，拓展酒店业务.....	20
盈利预测及投资建议：.....	23
盈利预测.....	23
投资建议.....	24
风险提示：.....	24

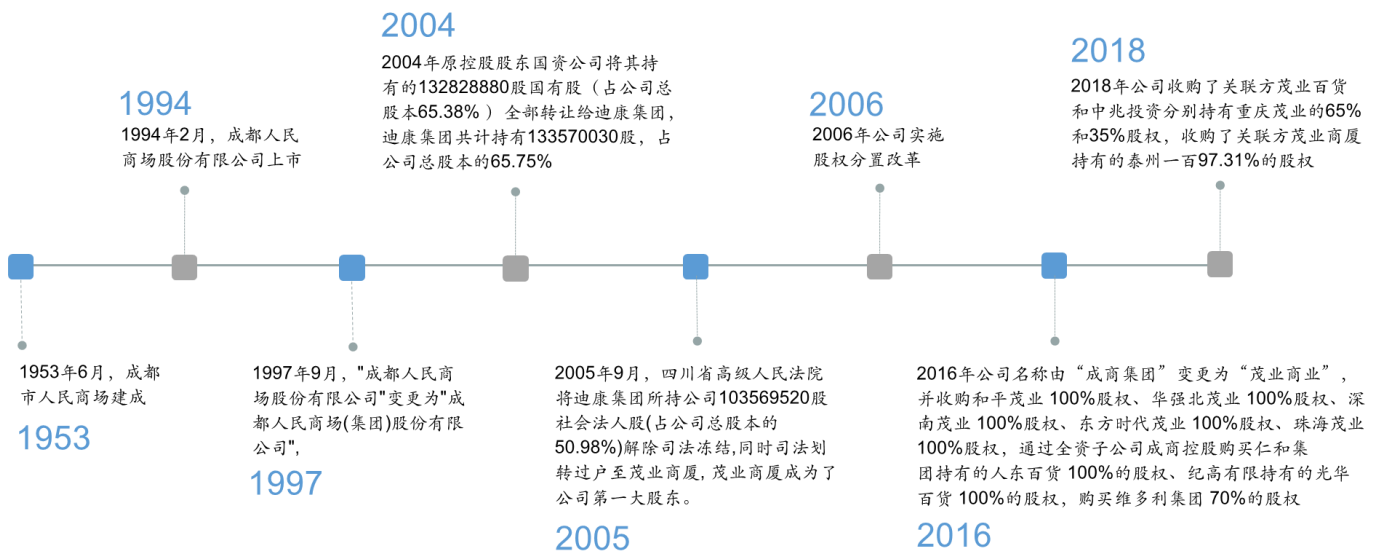
## 图表目录

图表 1 公司发展历程	5
图表 2 股权结构 (截至 2021 年末)	6
图表 3 管理层介绍	6
图表 4 营收及增速	7
图表 5 利润及增速	7
图表 6 零售业务收入及占比	7
图表 7 主要子公司利润占比	7
图表 8 2021 年各月出现疫情反复城市数量及客流恢复指数	8
图表 9 全国社零总额及增速	8
图表 10 中国奢侈品消费渠道占比	9
图表 11 2020~2021 年部分购物中心、百货销售额及增速	9
图表 12 全球个人奢侈品消费市场变化趋势 (单位: 十亿元)	9
图表 13 奢侈品市场人群结构及贡献	10
图表 14 奢侈品市场增量贡献	10
图表 15 不同代际消费者奢侈品购买主要考量因素	10
图表 16 上层中产、富裕家庭占比持续提升	11
图表 17 商业地产开发模式	12
图表 18 地产企业现金流	13
图表 19 “百货+地产”良性互补	13
图表 20 自有百货门店 (截至 2021 年末)	13
图表 21 2021 年零售公司毛利率对比	14
图表 22 2021 年零售公司净利率对比	14
图表 23 2021 年各地区百货零售收入及毛利率情况	14
图表 24 2021 年各地区百货零售业务收入占比	14
图表 25 零售百货业务布局	15
图表 26 在建项目进展 (截至 2021 年末)	15
图表 27 零售百货品牌定位	16
图表 28 零售百货品牌定位	17
图表 29 网上零售额及占比	18
图表 30 茂乐惠小程序、APP	19
图表 31 会员权益	20
图表 32 万豪酒店品牌矩阵	21
图表 33 万豪酒店委托管理模式的项目各阶段管理方案	21
图表 34 JW 万豪酒店特色	22
图表 35 成都 JW 万豪酒店地理位置	22
图表 36 成都 JW 万豪酒店布局	23
图表 37 盈利预测	23

## 1 四川零售百货龙头，内生+外延双轮驱动发展

茂业商业股份有限公司（后简称“茂业商业”或“公司”）成立于1953年，前身为成都市人民商场。公司主营商业零售业务，辅以部分物业租赁和酒店业务，于1994年在上交所上市。自2015年起，公司确立了外延式发展与内生式增长双轮驱动的发展路径，新设门店的同时，收购了华强北茂业、深南茂业、仁和春天、维多利亚等百货公司，形成了“茂业天地”、“茂业百货”、“仁和春天”、“人民商场”、“维多利亚”等针对不同客户群体的多品牌运营模式，业务布局从成都拓展到呼和浩特、深圳、包头等城市，在主营业务区域具有广泛的认知度、美誉度和影响力，品牌优势显著。

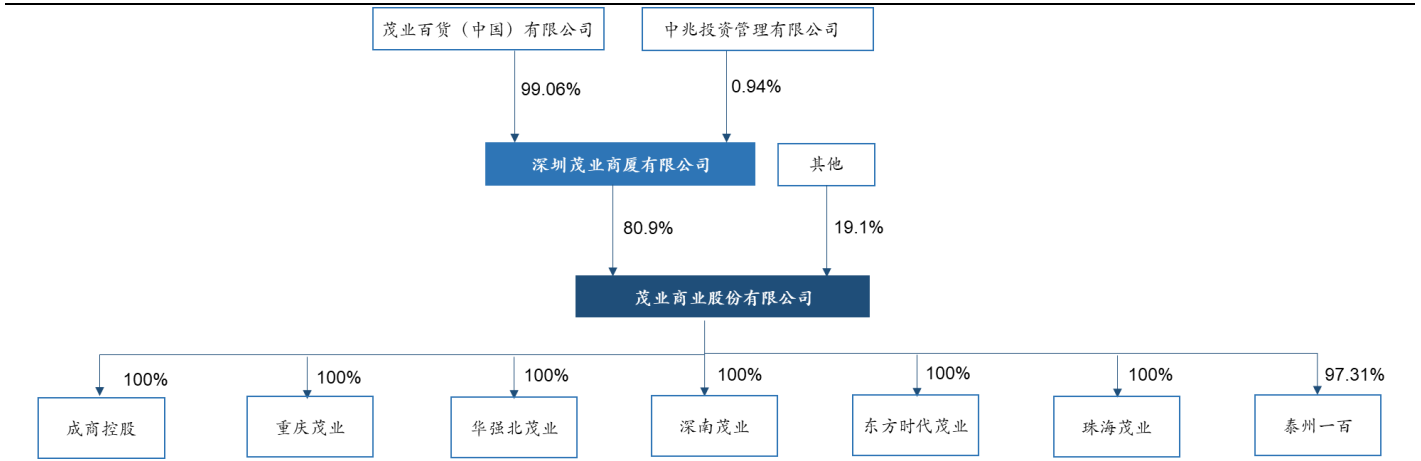
图表 1 公司发展历程



资料来源：公司公告，华安证券研究所

**股权集中决策高效，茂业商厦赋能零售主业发展。**2005~2006年茂业商厦通过司法划转原控股股东迪康集团持有的所有股权以及要约收购，获得了公司74.25%的股权，成为了公司控股股东。之后，由于看好公司未来发展前景，茂业商厦又多次增持公司股权，截至2021年末，茂业商厦持股80.9%，股权结构集中，决策高效。**茂业商厦深耕零售主业，是全国性的大型百货零售连锁企业，赋能公司发展：**（1）茂业商厦遵循“商业+地产”经营模式，能够充分发挥公司门店以自有物业为主的优势，降低经营成本，实现持续、稳定发展；（2）茂业商厦向公司转让重庆茂业以及和平茂业、华强北茂业、深南茂业、东方时代茂业、珠海茂业，整合零售资源，发挥协同作用，助力公司巩固西南市场的同时拓展华南市场，增强公司区域竞争力。

图表 2 股权结构 (截至 2021 年末)



资料来源:公司公告,华安证券研究所

**管理团队稳定专业。**总裁黄维正以及副总裁均曾在茂业集团任职多年,经验丰富,对“商业+地产”经营模式以及零售业务发展有着深刻的理解,具备高专业能力,助力公司保持竞争优势,稳步发展;同时,多年的任职经历也让管理层对公司有较深的感情基础和较高的忠诚度,保证管理团队稳定,战略规划能够得到连续彻底的实施。

图表 3 管理层介绍

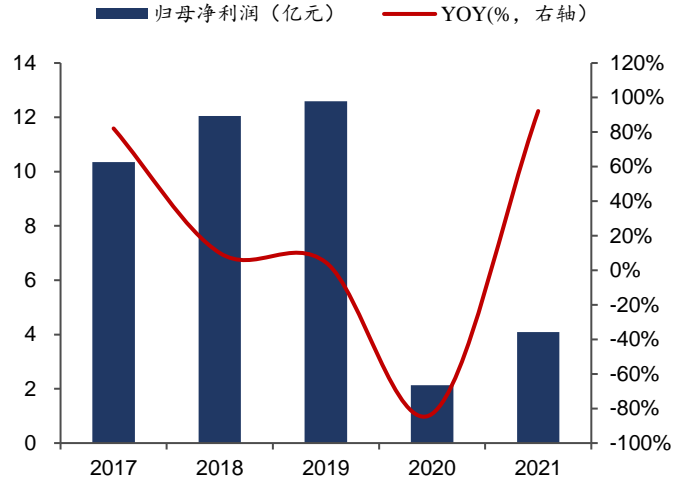
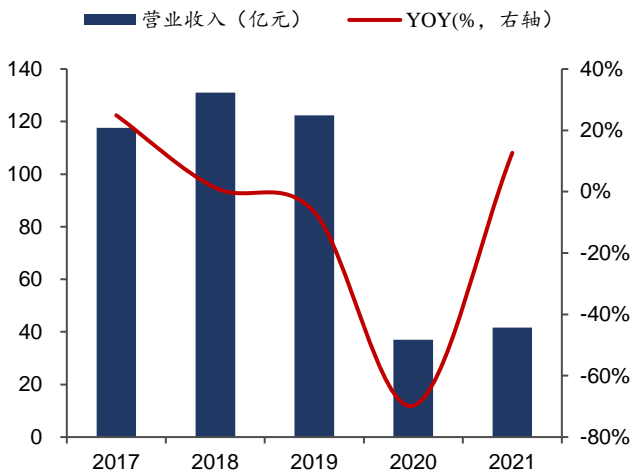
管理层	职位	背景
黄维正	总裁	本科学历,曾任茂业国际控股有限公司智能创新总经理,深圳茂业商厦有限公司副总经理,茂业数智联合信息技术(深圳)有限公司总经理,山西茂业置地房地产开发有限公司(太原城市公司)总经理。现任茂业商业股份有限公司总裁、董事,深圳茂业商厦有限公司董事
赵宇光	副总裁	大专学历,曾任深圳茂业(集团)股份有限公司规划设计总监,现任成都茂业地产有限公司总经理、茂业商业股份有限公司副总裁、董事
闫一佳	副总裁	本科学历,曾任深圳茂业商厦有限公司商业运营中心采购总监、成商控股有限公司盐市口茂业天地分公司总经理、深圳茂业商厦有限公司商业智能创新中心总经理。现任茂业商业股份有限公司副总裁、茂业商业股份有限公司太原城市公司总经理、茂业商业股份有限公司国际名品中心总经理
李春霞	副总裁	本科学历,曾任深圳茂业华强北店店总经理,茂业国际控股有限公司招商运营中心总经理,深圳茂业商厦有限公司总经理。现任茂业商业股份有限公司副总裁
王宗磊	财务总监	硕士研究生,高级会计师,美国注册管理会计师,税务师。自 2003 年 3 月至 2004 年 4 月任嘉里粮油(青岛)有限公司销售主管会计,自 2004 年 5 月至 2013 年 8 月任泰国正大集团财务总监,自 2014 年 9 月至 2017 年 6 月任青岛尚美集团财务总监。现任茂业商业股份有限公司财务总监
高宏彪	董事长兼董事会秘书	研究生学历,曾任成都人民商场连锁有限责任公司总经理,成都人民商场(集团)股份有限公司综超事业部总经理,成商集团股份有限公司春熙路茂业百货分公司总经理,成商集团股份有限公司盐市口茂业百货分公司总经理,成商集团股份有限公司常务副总经理,茂业商业股份有限公司总裁,现任茂业商业股份有限公司董事长、董事,代行董事会秘书职务

资料来源:wind,华安证券研究所

疫情影响转淡, 盈利能力稳步提升。2020 年实现营业收入 36.99 亿元(-69.8%), 主要因为受疫情影响, 以及 2020 年执行新收入准则, 联营收入由总额法变更为净额法核算。若剔除新收入准则的影响, 百货零售业务营收同比下降 27.3%。2020 年实现归母净利润 2.13 亿元 (-83.1%)。随着疫情影响转淡, 2021 年公司实现营业收入 41.68 亿元, 同比增长 12.7%, 其中零售业务占比 69%。2021 年公司实现归母净利润 4.09 亿元, 同比增长 92.2%, 除销售回暖影响外, 主要因为公司 2020 年拆除盐市口茂业天地(北区)发生损失, 而 2021 年产生拆迁收益。深圳茂业百货、成商集团控股、内蒙古维多利商业净利润贡献分别占比 42%、28%、32%。

图表 4 营收及增速

图表 5 利润及增速

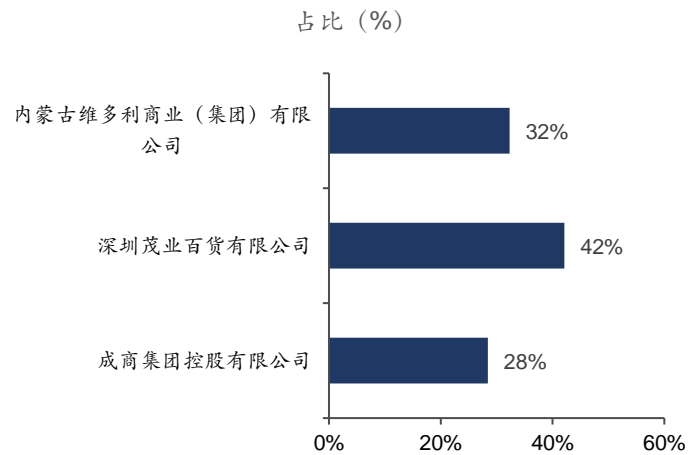
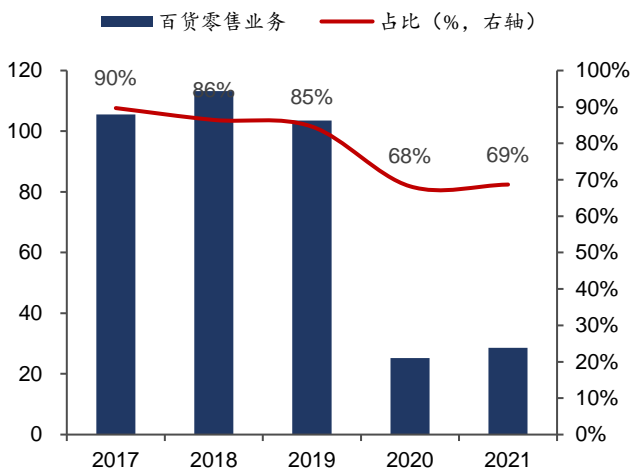


资料来源: wind, 华安证券研究所

资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 6 零售业务收入及占比

图表 7 主要子公司利润占比



资料来源: wind, 华安证券研究所

资料来源: wind, 华安证券研究所

注: 深圳茂业百货有限公司、成商集团控股有限公司为全资子公司、公司持有内蒙古维多利商业(集团)有限公司 85% 股权

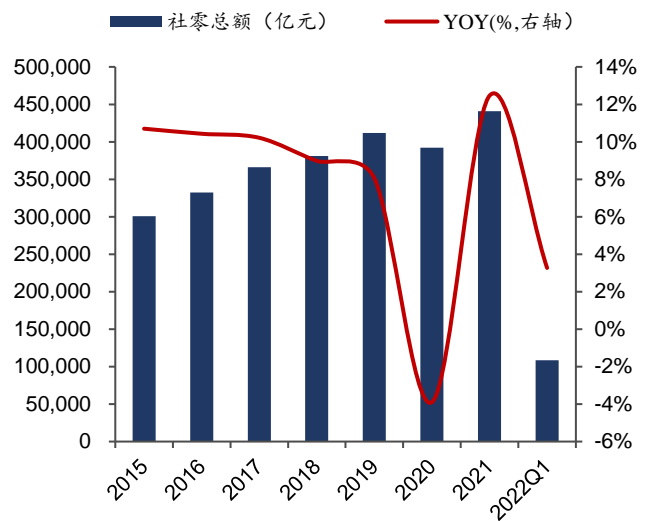
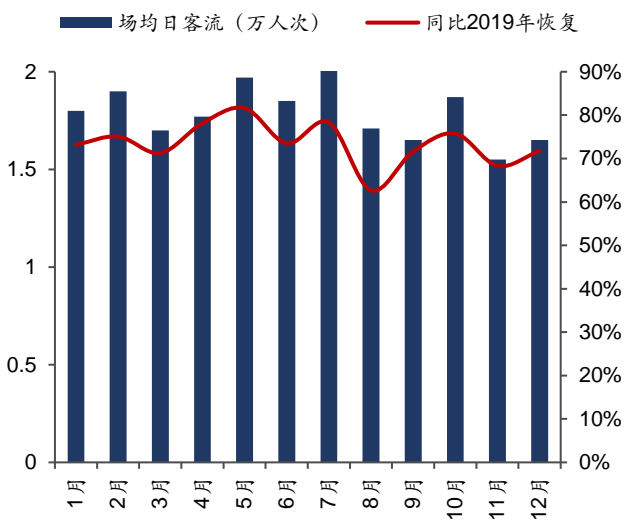
## 2 疫情短期扰动仍在，百货业呈 K 型复苏

### 2.1 疫情影响转淡，零售市场有所恢复

**疫情反复，不改长期复苏趋势。**根据汇客云数据，2021H2 疫情反复比较频繁，但和以往的市场表现有所不同，犹以疫情后修复时间缩短较为突出，主要体现在客流恢复指数整体呈上升趋势，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。2021 年全国社零总额为 44.08 万亿元 (+12.5%)，零售市场回暖。2022 年至今疫情反复仍在持续，短期会对零售业造成一定冲击，但不改中长期修复趋势，2022Q1 全国社零总额为 10.87 亿元 (+3.3%)。

图表 8 2021 年各月出现疫情反复城市数量及客流恢复指数

图表 9 全国社零总额及增速



资料来源：汇客云，华安证券研究所

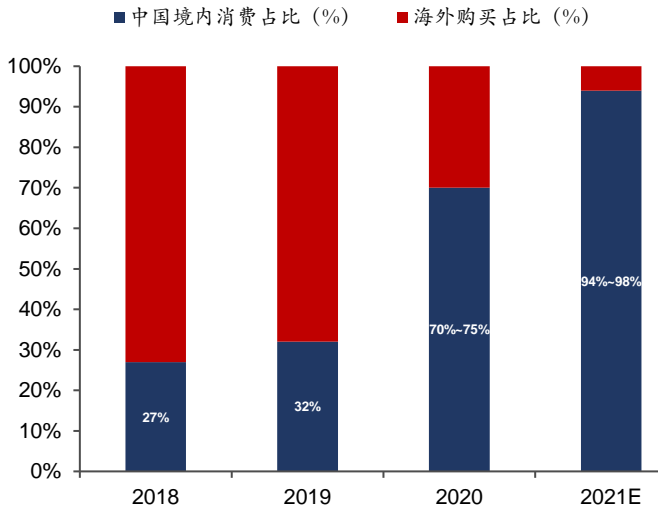
资料来源：国家统计局，华安证券研究所

### 2.2 高端百货：国内高端消费强劲，高端百货业绩亮眼

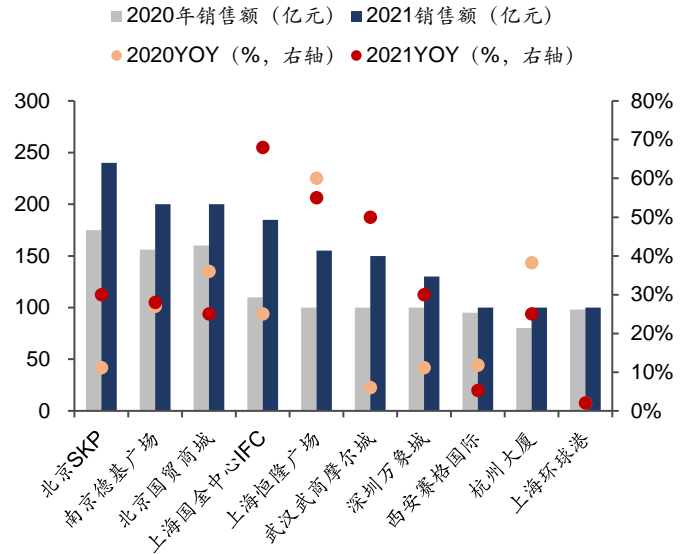
**疫情催化高端消费回流，高端百货业绩突出。**疫情催化高端消费回流，消费者境内购买占比提升。根据贝恩公司发布的《2021 年中国奢侈品市场报告》，2019~2021 年中国奢侈品境内消费占比分别为 32%、70%~75%、94%~98%。受益于奢侈品市场高速增长，2020~2021 年，高端百货业绩亮眼。根据联商网及高智库统计，北京 SKP2021 年销售额近 240 亿元，同比增长 35%；南京德基广场 2021 年销售额超 200 亿元，同比增长 28%，销售业绩突出。



图表 10 中国奢侈品消费渠道占比



图表 11 2020~2021 年部分购物中心、百货销售额及增速



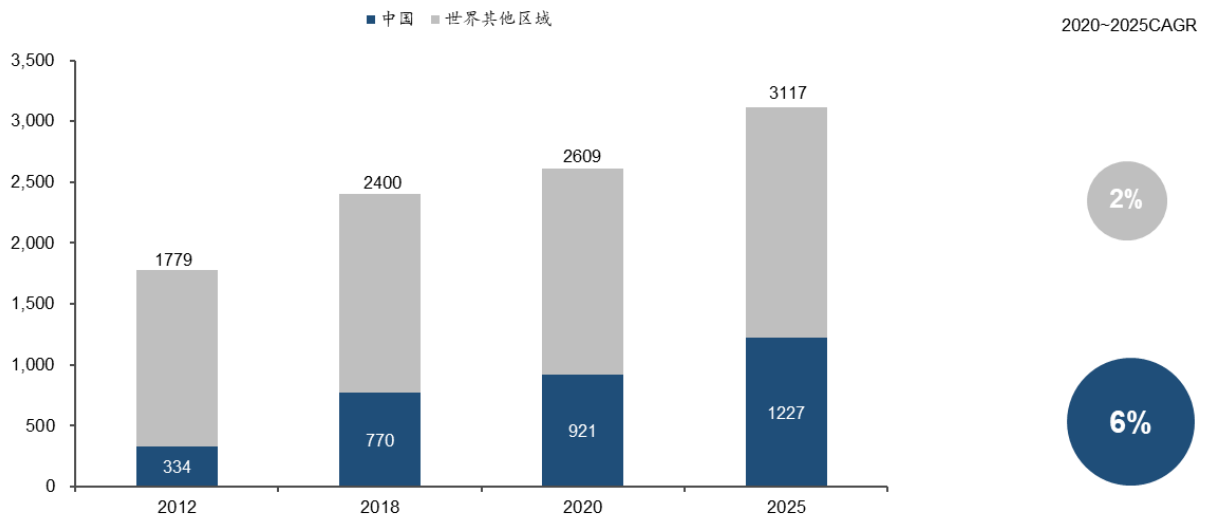
资料来源：贝恩咨询，华安证券研究所

资料来源：商智库，华安证券研究所

注：样本选取依据商智库 2021 年购物中心及百货销售额排行榜 TOP10

**消费回流趋势延续叠加年轻一代成为消费主力及消费升级，高端百货增长有望持续。**根据麦肯锡预计，2020~2025 年中国奢侈品市场 CAGR 可达 6%（世界其他区域 CAGR 为 2%），2025 年奢侈品市场规模超 1.2 万亿元。在疫情影响下近两年受益于需求回流，增速有望超预期。高端百货品类组合能力强，对消费者信誉度高、品牌形象较好，与奢侈品的形象和定位相匹配，一直都是奢侈品布局的最重要渠道，奢侈品市场的繁荣能够持续推动高端百货增长。

图表 12 全球个人奢侈品消费市场变化趋势 (单位：十亿元)



资料来源：麦肯锡，华安证券研究所

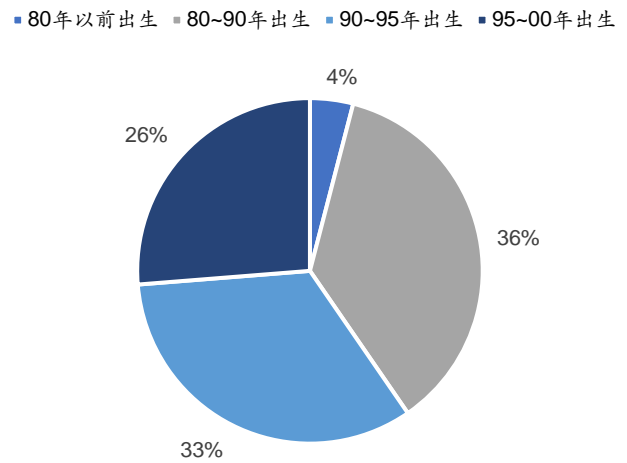
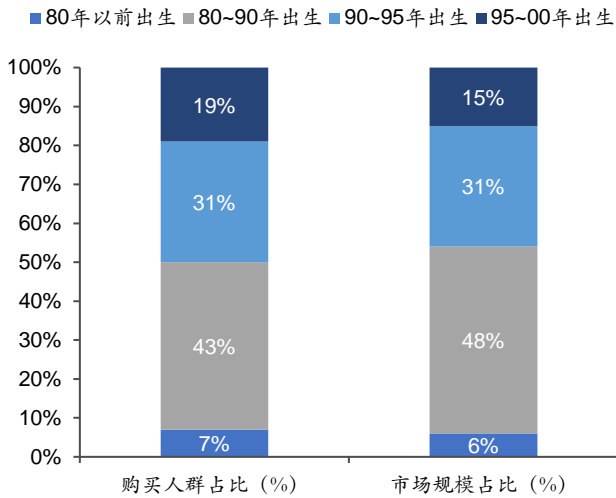
短期来看，疫情扰动犹在，消费回流趋势延续。2022 年以来，疫情反复仍在持

续，且奥密克戎传播速度较快，放开出境游的时间仍存在不确定性，短期内，奢侈品行业仍将受益于消费回流。

中期来看，90后年轻一代成为消费主力。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

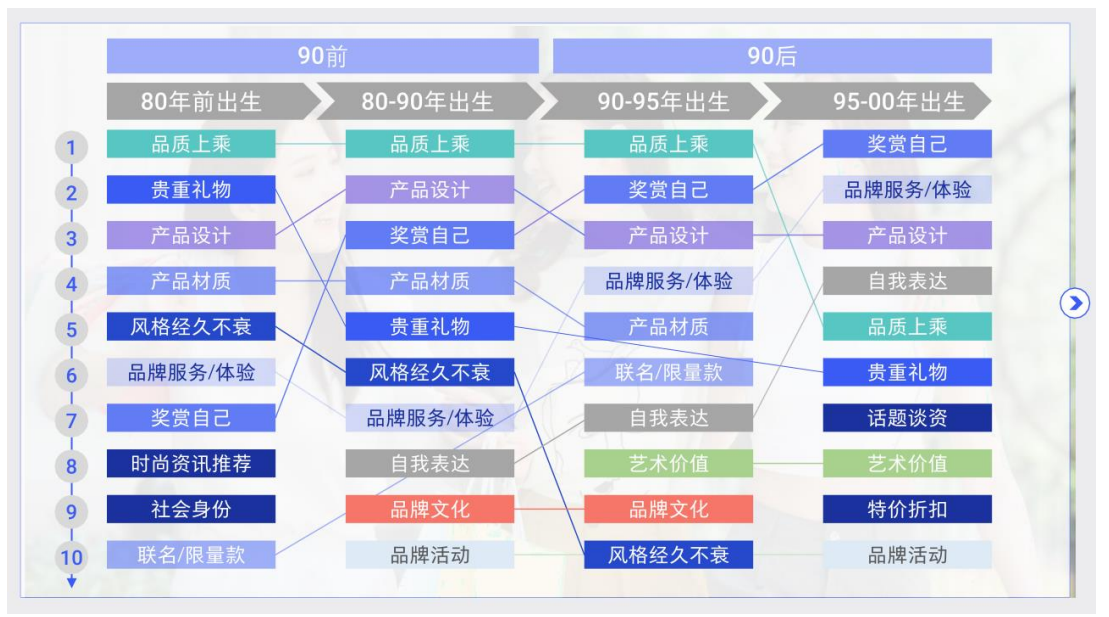
图表 14 奢侈品市场增量贡献



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

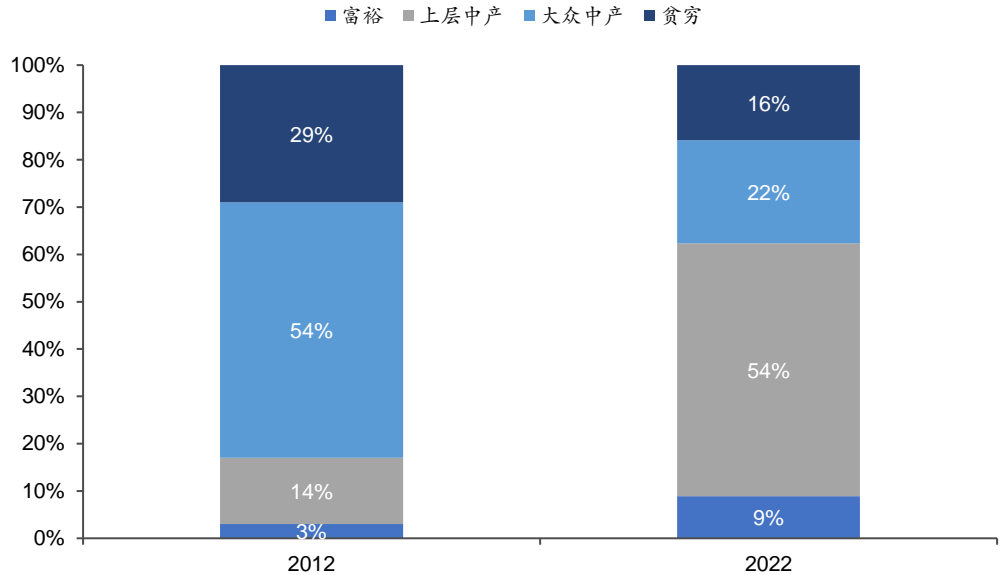


资料来源：TMI 腾讯营销洞察&BCG，华安证券研究所

长期来看，中产阶级迅速增长为奢侈品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。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 16 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

### 2.3 中端百货：经营承压，转型多元化商业体

相较于高端百货具备奢侈品业态的差异化竞争优势，中端百货部分产品与电商重叠性较高，疫情导致线下消费受到影响，且同质化严重，市场竞争激烈，经营承压。

**(1) 中端百货最大优势在于线下体验和即时消费，疫情反复导致线下优势受影响。**中端百货部分标准化产品与电商重叠性较高，且一般采用传统经销代理模式，中间环节过多，层层加价，导致在终端渠道上商品价值偏高，与电商平台相比，丧失了传统的价格优势，市场份额不可避免被瓜分。但消费者在购物时更注重购物体验，如购物场景、产品空间视觉陈列搭配及气味氛围等，使得中端百货线下零售仍能占据一定的消费市场，但是这种线下消费场景，在整个疫情期间受到影响，中端百货加码线上渠道，实现线上线下融合发展。

**(2) 因整体定位同质化困局，中端零售丧失对消费者的吸引力。**中端百货商品力较弱，同质化严重，市场竞争激烈。中端百货逐步从单一的零售店转向餐饮娱乐等服务业俱全的多元化商业体，满足消费者购物、社交、娱乐等多种需求，提升消费者体验感，增强消费者黏性。

### 3 零售业务：调改升级+布局线上，提升竞争力

#### 3.1 “百货+地产”模式，提升盈利能力

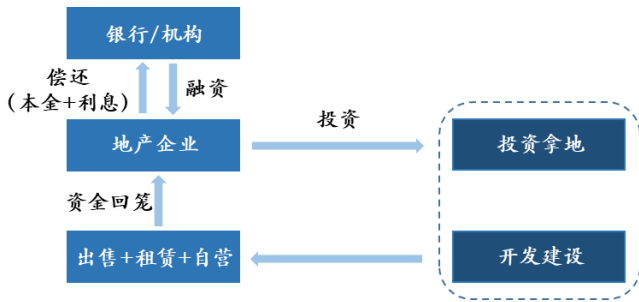
“百货+商业地产”经营模式，优势互补。地产开发项目前期需要向银行或金融机构筹备大量资金用于拿地和开发建设，项目完成后，通过出售或租赁等方式回收现金流。公司通过自营+租售模式，将地产项目分为三部分：(1) 1/3 出售，快速回笼部分资金，减少资金压力；(2) 1/3 出租，保证现金流的稳定；(3) 剩下的 1/3 用来自营零售百货业务，一方面自有物业可以减少零售百货业务的租金支出，降低经营成本；另一方面零售百货业务能够提供持续的现金流，同时带动周边商圈流量，提升物业价值。

图表 17 商业地产开发模式

模式	内容	优势	劣势
只售不租	开发商只销售、出让产权，销售完成之后基本上就不再干预，仅由物业管理部门进行日常的统一维护管理	开发商可以快速回收投资，进而实现短期套现，减轻资金压力，并且无需承担后期经营的压力和风险，同时投资者也具备完全的经营自主权	经营权分散，无法进行统一的招商和经营管理，业态组合混乱，导致最终经营不善等后果，商铺的价值也大大缩水
只租不售	由开发商进行市场培育，营造商业氛围，并承担经营风险，通过持续有效的经营管理提升商业价值	经营得力，有利于打造项目的品牌价值，提升项目的竞争力，享受物业升值所带来的持续稳定租金收益	对开发商的资金实力要求高，资金压力大
不售不租	一些商业地产开发商对旗下的商业物业不售不租，采取自主经营模式，介入百货、超市、家居等零售行业	开发商自主经营，既是所有者，也是经营者，在商业经营中应具有一定的优势；同时零售超市百货能够提供流动资金	房地产开发商不具备商业经营能力，经营失败
租售结合	开发商往往将物业的一部分租给主力店，再销售一小部分商铺	开发商都掌握大部分的产权，出售的只是小部分，将高楼层整体出租给品牌商家经营，将低楼层作为大商家的辅营区分割后出售，即“主力店+辅营区”的模式。该模式可以有效平衡资金压力和经营风险的矛盾	
证券化模式	开发商将所持商业证券化并在资本市场公开发售部分募集资金，同时保留部分以享受分红和物业升值之利。一般，打包的商业地产仍由原开发商的关联公司运营管理。房地产商通过 REITs 回笼资金投入新项目的开发，项目成熟后又可以卖给自己的 REITs	通过证券化工具的使用，可以大大加速资金的流转速度，有效的平衡一次性买断收益、物业升值收益，改善企业资本结构。	

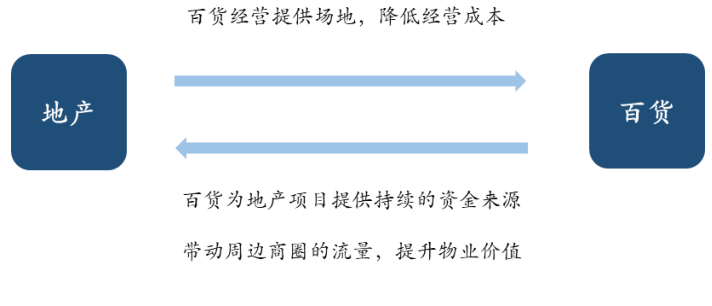
资料来源：商业地产与电商，华安证券研究所

图表 18 地产企业现金流



资料来源：腾讯网，华安证券研究所

图表 19 “百货+地产”良性互补



资料来源：腾讯网，华安证券研究所

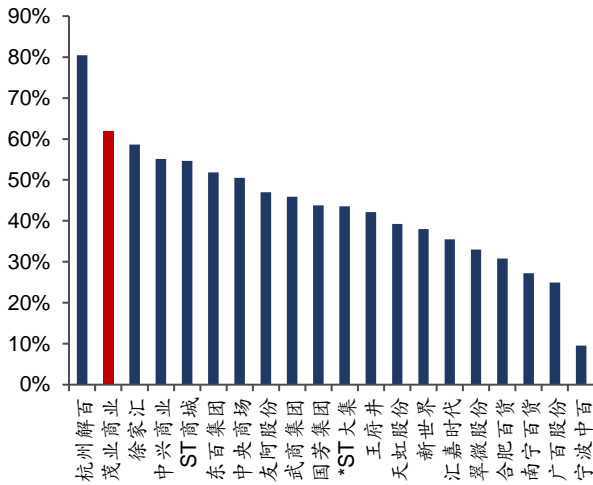
**盈利能力居行业前列。**公司百货+地产项目优势突出，(1) 主要位于各城市核心位置，客流量大，且通过规划购物中心、甲级写字楼、星级酒店为一体的城市综合体充分挖掘项目的商业价值，提升毛利率；(2) 大部分项目营业时间超过 15 年，项目开发的资本支出基本已经收回，经营压力较小，且自有物业能够降低百货零售业务经营成本。2021 年，公司毛利率为 61.9%，净利率 10.1%，居行业前列。随着零售业务成熟以及规模扩大，2021 年 12 月公司剥离地产开发业务，深挖零售板块价值。

图表 20 自有百货门店 (截至 2021 年末)

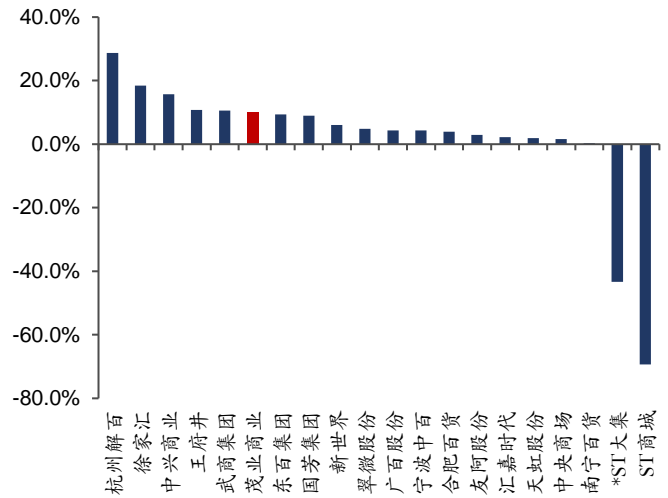
地区	门店名称	地址	经营业态	开业时间
成都	茂业百货成都春熙店	成都市总府路 12 号	百货	2013.11
	茂业百货成都盐市口店	成都市东御街 19 号	百货	1953.6
	仁和春天人东店	成都市锦江区宾隆街 1 号	百货	1998.9
	仁和春天光华店	成都市青羊区二环路西二段 19 号	百货	2009.12
南充	茂业百货南充五星店	南充市人民中路 1 号	百货	2001.11
绵阳	茂业百货绵阳兴达店	绵阳市涪城区公园路 1 号	百货	2008.9
菏泽	茂业百货菏泽惠和店	山东省菏泽市牡丹区中华路 901 号	百货	2011.3
深圳	茂业百货深圳南山店	深圳市南山区海德二道 288 号	百货	2009.9
	深圳茂业东门店	深圳市罗湖区东	百货	1997.3
呼和浩特	维多利商厦店	呼和浩特市中山西路 3 号	百货	2003.5
	维多利国际广场店	呼和浩特市新华东街	百货	2008.1
	维多利摩尔城	呼和浩特市赛罕区新华东街 62 号	购物中心	2013.12
包头	维多利包头商厦店	包头市昆都仑区钢铁大街 96 号	百货	2010.1
	维多利包头广场店	包头市东河区巴彦塔拉大街	购物中心	2014.11
泰州	茂业百货泰州一百店	泰州市坡子街商业中心	百货	1971.1

资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 21 2021 年零售公司毛利率对比



图表 22 2021 年零售公司净利率对比



资料来源: wind, 华安证券研究所

资料来源: wind, 华安证券研究所

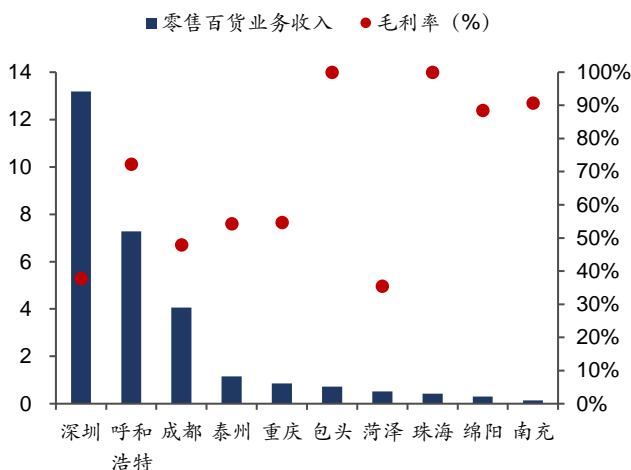
注: 剔除零售业务收入占比低于 30% 的公司

注: 剔除零售业务收入占比低于 30% 的公司

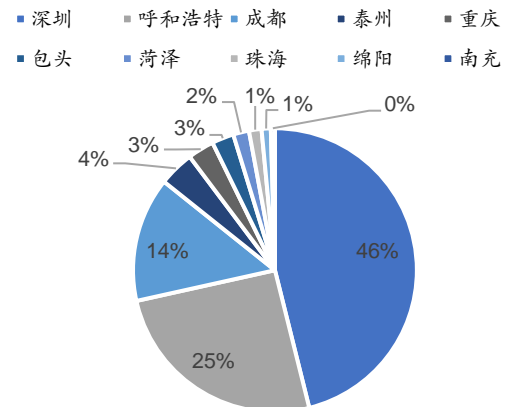
### 3.2 跨区域拓展, 多品牌、多业态布局

**新设门店+外延收购, 进行跨区域拓展。**公司通过收购重庆茂业、华强北茂业、深南茂业、珠海茂业、成都仁和春天、内蒙古维多利亚商业、泰州一百等区域零售龙头企业, 巩固西南市场, 拓展华南市场、北方市场、华东市场, 同时在有消费潜力的二三线城市发展主力门店, 增强公司区域竞争力。截至 2021 年末, 公司已经西南、华南、华东、北方市场布局 22 家门店, 其中深圳、呼和浩特、成都为核心区域, 2021 年零售百货业务营收占公司零售百货业务总营收比例分别为 46%、25%、14%。

图表 23 2021 年各地区零售百货收入及毛利率情况



图表 24 2021 年各地区百货零售业务收入占比



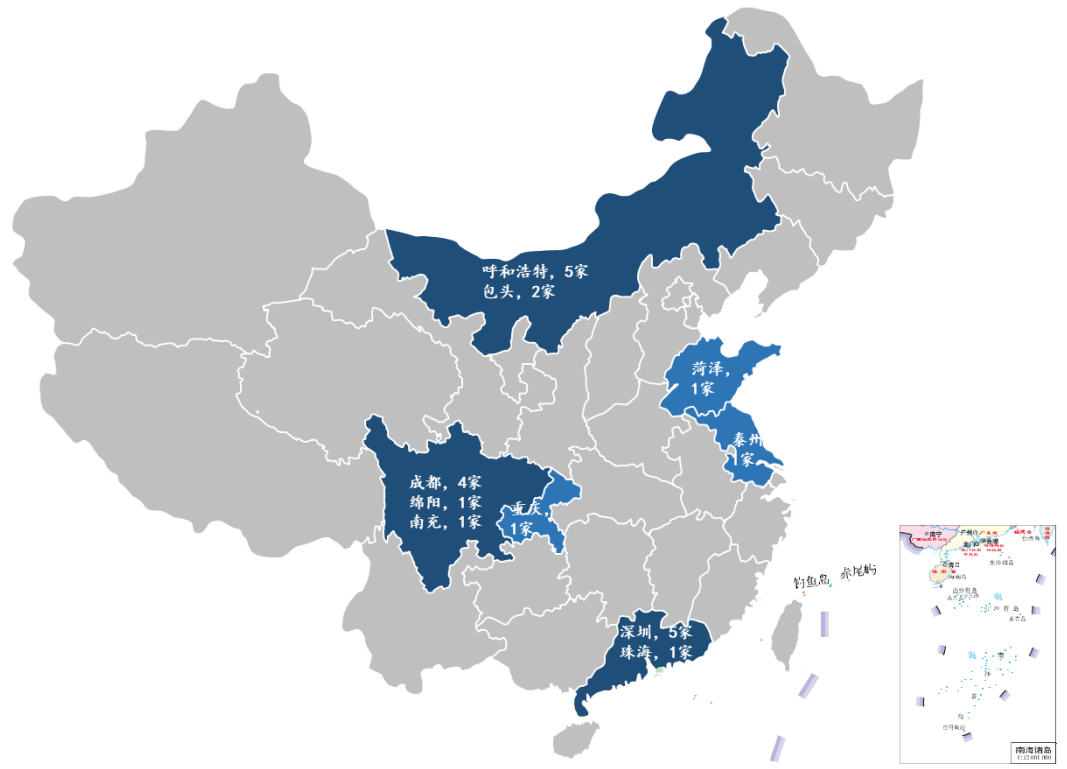
资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

注: 深圳地区包括奥特莱斯, 呼和浩特、包头包括购物中心

注: 深圳地区包括奥特莱斯, 呼和浩特、包头包括购物中心

图表 25 零售百货业务布局



资料来源：公司公告，华安证券研究所

注：其中包括深圳 1 家奥特莱斯、呼和浩特 2 家购物中心、包头 1 家购物中心

**稳步推进重点门店建设，为公司未来发展蓄力。**2021 年公司稳步推进成都盐市口茂业天地北区的重建工作、成都仁和投资有限公司所属地块（即原锦城艺术宫项目）的规划工作以及成都双流茂业时代广场项目的建设和销售工作。公司利用近两年疫情导致的实体销售冷淡期，加快重点项目的升级和建设，在行业的寒冬期积极布局，不断提升公司在区域市场中的竞争力，为公司未来的可持续发展提供动力。

图表 26 在建项目进展（截至 2021 年末）

项目名称	城市	预算数 (亿元)	项目进度	本报告期 投入金额	累计实际投入 金额	工程累计投入 占预算比例 (%)	预计完工时间
茂业天地 (北区)	成都	13.00	拆除已完成, 地下基坑 施工中	597.35	6,159.10	4.74	2023
茂业时代 广场项目	成都	4.26	1 号楼已封顶, 2 号楼 搭建至三层, 售楼部已 装修完毕	9,543.78	22,548.40	52.93	2023
原锦城艺 术宫项目	成都	/	文物勘察完毕, 方案报 批中	643.05	102,121.00	/	/

资料来源：公司公告，华安证券研究所

**业态多元，品牌矩阵完善。**公司经过多年的沉淀和精耕细作，通过外延式发展与内生式增长，打造了人民商场、“茂业百货”、“茂业天地”、“仁和春天”、“维多利”

等针对社区、中高端、高端不同客户群体的品牌矩阵，涵盖百货、购物中心、奥特莱斯等多种业态，提升了客户体验，积累了大批忠实客户群体，品牌优势显著。

图表 27 零售百货品牌定位

品牌	定位	业态	品牌
茂业天地	定位中高端零售	购物中心	护肤香水：兰蔻、YSL、碧欧泉、古驰、兰芝、娇兰、资生堂 黄金珠宝：蔻驰、潮宏基、施华洛世奇、钻石世、周大福 钟表：浪琴、阿玛尼、卡西欧、先行者 男装：报喜鸟、金利来、罗蒙、雅戈尔 女装：ONLY、奥莉、奥沙尼、诗凡黎 其他：费大厨、太二、姜虎东、绿茶、睿派男士理发、猫头鹰射箭馆
茂业百货	定位中高端零售	百货、奥特莱斯	美妆：SKII、兰蔻、资生堂、植村秀、兰芝、雪花秀、欧莱雅 黄金珠宝：金大福、潮宏基、周生生 男装：九牧王、范思诺、欧尼杰、堡尼、报喜鸟、雅戈尔、秋鹿、佛伦斯 女装：艾薇、鄂尔多斯、歌力思、卡洛琳、珂莱蒂尔、哥弟、杰西
人民商场	定位社区型百货，主要开在核心商圈及社区居民集中地，满足社区居民日常生活消费	百货	精品钟表：伯爵珠宝、瑞士时度表 男装休闲：SELECTED、班尼路、孤风 化妆品：OLAY、佰草集、卡姿兰、梦妆、欧莱雅、自然堂、美宝莲 女装：VERO MODA、ONLY、伊丝艾拉、MixBlu 配饰：季节、三枪、宜而爽
仁和春天	定位高端零售	百货	美妆：雅诗兰黛、GUCCI、娇兰、希思黎、雪花秀 黄金珠宝：施华洛世奇、伊丽罗氏珍珠、周大生 男装：Emporio Armani、纪梵希、肯迪文、VIA DANTE 女装：PINKO、PORTS PURE
维多利	定位高端零售	百货、购物中心	美妆：娇兰、DIOR、娇诗韵、欧舒丹、欧珀莱、玫珂菲 珠宝：潘多拉、 服装鞋包：COACH、UGG、CANADA GOOSE

资料来源：官方公众号，华安证券研究所

**持续推进百货购物中心化。**百货店商品种类齐全，以服饰、鞋类、箱包、化妆品为主，能大幅提升提袋率，但由于吃、玩等业态不足导致人流吸引力不足；而购物中心购物、餐饮、休闲和服务功能齐备，所提供的产品和服务种类丰富，能大幅提升人流量。随着消费升级以及消费者年轻化，百货店难以满足多样化的消费需求，逐步向购物中心转型，提高餐饮和娱乐配套设施面积，打造集购物、餐饮、休闲、娱乐为一体的多元化的体验式消费平台。



图表 28 零售百货品牌定位

业态	选址	商圈与目标客户	基本特点			
			商品 (经营) 结构	运营模式	盈利模式	
百货店	市、区级商业中心、历史形成的商业聚集地	以追求时尚和品质的顾客为主	商品种类齐全，以服饰、鞋类、箱包、化妆品、家庭用品、家用电器为主	联营、自营模式为主，部分业态品类（如餐饮、教育）租赁模式为辅	百货公司以联营模式为主，店方的盈利靠各经营商家的扣点，百货方统一收银，百货方重点负责员工、促销；品牌方重点负责货品、员工、促销	
购物中心	都市型购物中心	商圈可覆盖甚至超出所在城市，满足顾客购物、餐饮、商务、社交、休闲娱乐等多种需求	购物、餐饮、休闲和服务功能齐备，时尚、休闲、商务、社交特色较为突出	租赁模式为主，联营、租赁扣点、保底抽成等方式为辅	购物中心的盈利模式靠租金，物业管理费用、多种经营收入、杂项费用等；经营商家各自为政，自主收银、自主权较强；	
	区域型购物中心	位于城市新区或城乡接合部的商业中心或社区聚集区，紧邻交通主干道或城市交通节点，以封闭的独立建筑体为主	辐射半径约在 5km 以上，满足不同收入水平顾客的一站式消费需求			购物、餐饮、休闲和服务功能齐备，所提供的产品和服务种类丰富
	社区型购物中心	位于居民聚集区的中心或周边，交通便利。以封闭的独立建筑体为主	辐射半径约在 3km 以内，满足周边居民日常生活所需为主			以家庭生活、休闲、娱乐为主，配备必要的餐饮和休闲娱乐设施，服务功能齐全
	奥特莱斯购物中心	在交通便利或远离市中心的交通主干道旁，或开设在旅游景区附近。建筑形态为街区型或封闭型	辐射所在城市或周边城市群，目标顾客为品牌拥护者		以品牌生产或经销商开设的零售店为主体，以销售打折商品为特色	

资料来源：商务部流通业发展司，华安证券研究所

备注：依据零售业态分类（GB/T 18106-2021）整理

### 3.3 坚持调改升级，强化商品能力

公司各门店积极把握市场变化、消费特点、商圈环境、自身特色，从多方面提升竞争力：

(1) 持续不断地进行品牌及品类优化：①品牌：引进多个国际品牌，提升经营新活力。如泰州茂业天地引入 MLB、阿迪达斯、Champion 等国际潮牌，六福珠宝、老凤祥等名品尖货。②品类：持续增加高毛利商品品类（如国际化妆品和网红餐饮

等)的比重,尤其是化妆品。如华强北茂业于2015年升级改造后开始深耕美妆品类。当时引入了YSL、Kiehl's等美妆品牌首店,与商场原有的Chanel、Dior、Lancome、Estee Lauder、Sisley等化妆品牌形成矩阵。2019年,华强北茂业天地化妆品业态总销售额贡献达6.1亿元,年增长率达到50%。2020年华强北茂业又引进了TomFord、Burberry、Gucci、Elizabeth Arden、怡丽丝尔 ELIXIR等美妆护肤品牌,持续加码美妆阵营,深圳美妆“霸主”地位无可撼动。

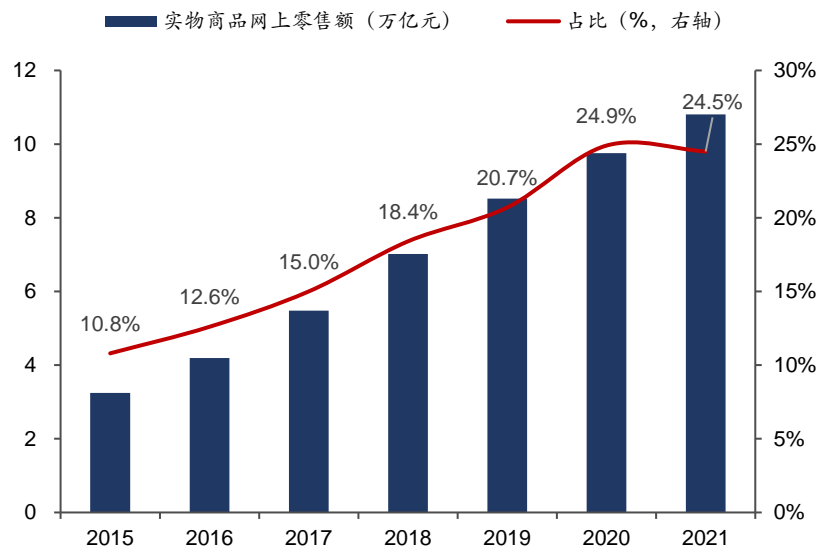
**(2) 打造高效供应链:** 公司积极拓展与深化和各大品牌的合作,加强品牌管理和联动,持续强化招商能力,实现了从国际名品到国内精品的全品牌覆盖,能更好满足顾客不同的购物体验需求。

**(3) 积极探索自采自营,逐步扩大自营比例。**我国百货店以品牌联营模式为主,联营模式能够帮助百货企业有效规避经营风险,保障一定利润,但联营对商品渠道的掌控有限,容易错失市场良机。公司积极探索自采自营业务,引入独立设计师及小众品牌等方式,有望增加商场的吸引力以实现差异化竞争。

### 3.4 线上线下融合发展,提升会员消费体验

**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。

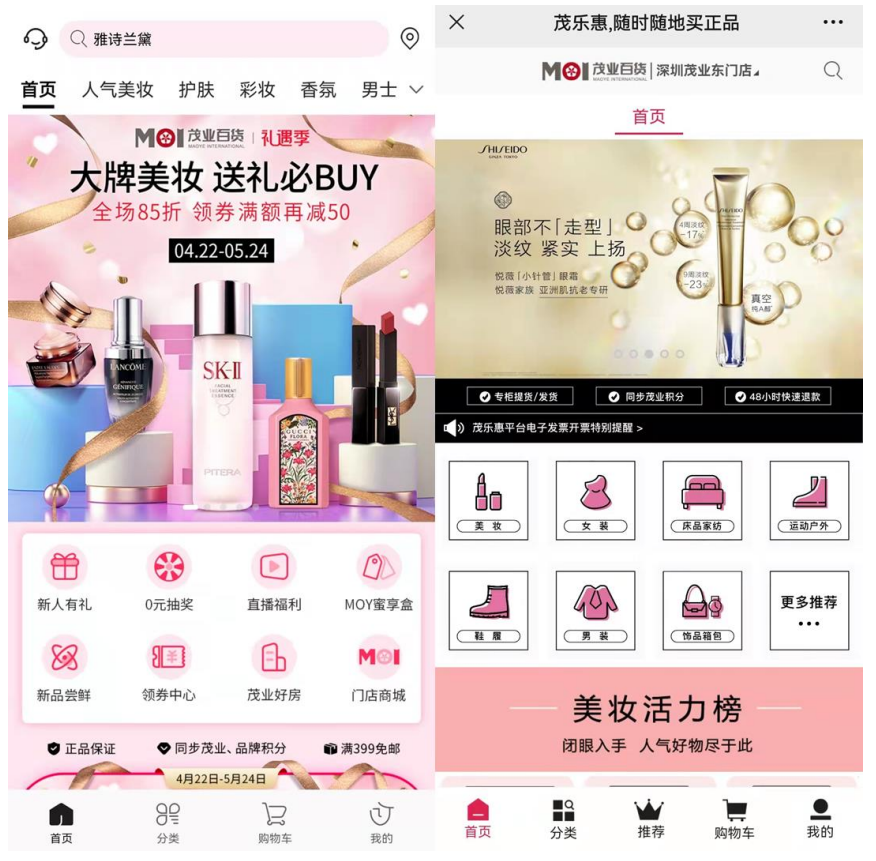
图表 29 网上零售额及占比



资料来源:国家统计局,华安证券研究所

**公司持续加大线上布局,多渠道拓展业务。**公司通过茂乐惠APP、微信小程序、直播等线上销售平台积极拓展社群营销、社交营销,以强化购物与服务功能,打造一站式线上服务平台。同时,强化门店商品的线上推广,积极推动大数据、新技术在门店的落地,增强消费者的线下体验感,多渠道拓展业务。2021年公司的线上百货零售销售额为4.01亿元,占公司百货零售销售总额比例约为14.01%。

图表 30 茂乐惠小程序、APP



资料来源：茂乐惠小程序、APP，华安证券研究所

**提升客户消费体验，增强消费者黏性。**公司通过提供高性价比的商品组合吸引客户，以细腻温情的服务留住客户，从商品质量、商品价值、购物体验等方面打造全方位的体验平台：**(1) 产品：**公司借助数据分析指导反向招商，更加有效满足客户需求；**(2) 线上服务：**公司致力于提升线上业务的服务水平和服务效率，在为客户提供智能推荐、便捷下单、物流到家等服务的基础上，进一步解决退货、快递时效等问题，提高会员整体满意度；**(3) 线下体验：**公司聚焦情感营销，开展多场年轻趣味、创新场景的营销活动，给消费者带来多元化的消费体验，增强消费者黏性。如深圳华强北门店在2021年举办了深圳时装周2021秋冬系列分会场活动、人宠友好全城联动活动“挥爪研究室”，第五届茂业超级会员日等。

2021年公司通过“茂悦荟”会员管理系统共服务会员约357万，2021年会员百货零售销售额13.48亿元，占公司百货零售销售总额的比例约为47.10%。其中活跃会员约43万，非活跃会员约314万，活跃会员、非活跃会员销售额分别约占公司百货零售销售总额的31.85%、15.25%。（注：活跃会员定义：计算最后一笔消费距离当前的天数，≤120天活跃会员，>120天非活跃会）

图表 31 会员权益

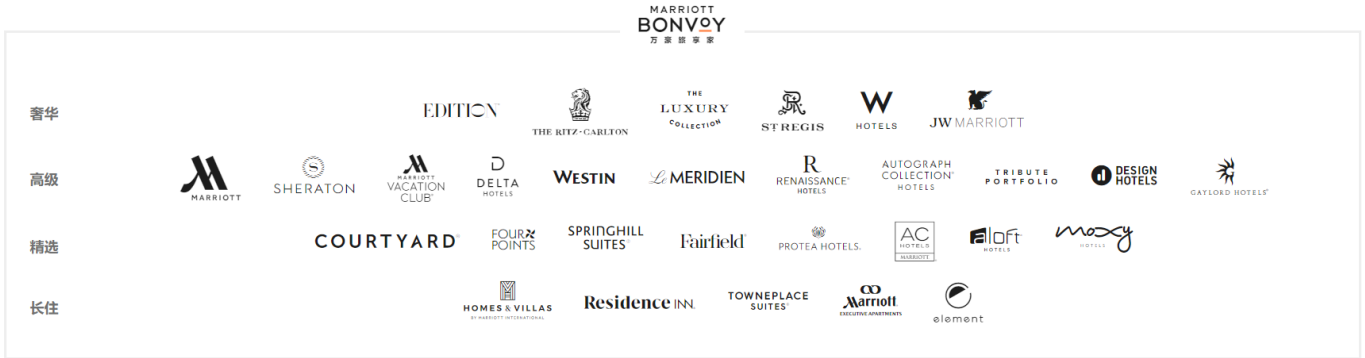
权益	普卡	银卡	金卡	白金卡	钻石卡
女装、男装、皮鞋、皮具、儿童用品、床用家居家私、钟表（进口钟表除外）、眼镜、精品、珠宝（足金除外）、各类配饰	9折	9折	88折	88折	88折
化妆品（进口产品除外）、运动、休闲	95折	95折	9折	9折	9折
小家电	96折	96折	94折	94折	94折
大家电	99折	99折	97折	97折	97折
数码产品、办公设备	不打折	不打折	98折	98折	98折
足金、进口商店、租赁专柜、配套项目	不打折	不打折	不打折	不打折	不打折
茂业超市	不打折	不打折	不打折	不打折	不打折
免费停车	具体免停时长以门店实际公示为准				
生日特权	√	√	√	√	√
节日问候	√	√	√	√	√
佳节定制礼	×	×	×	√	√
VIP 客户服务	√	√	√	√	√
一对一客户服务	×	×	×	√	√
会员活动	√	√	√	√	√
会员高端沙龙	×	×	×	√	√
VIP 室尊享服务	×	×	×	√	√
高端护肤体验	×	×	√	√	√
包邮服务	×	×	×	√	√
送货上门服务	×	×	×	√	√
商户优惠	√	√	√	√	√
会员等级积分翻倍	1倍	1倍	1.1倍	1.2倍	1.3倍
生日积分翻倍	2倍	2倍	2倍	3倍	3倍

资料来源：官方公众号，华安证券研究所

## 4 酒店业务：依托万豪管理赋能，拓展酒店业务

**全球最大酒店集团，品牌力突出。**万豪集团成立于1927年，成立之初主要从事餐饮业务，1957年，万豪在美国阿灵顿市开设第一家酒店——双桥汽车酒店，涉足酒店领域，从事餐饮+酒店双主业。1989年万豪宣布陆续退出餐饮领域，聚焦酒店业务，并不断通过商业模式更迭和并购扩张，丰富品牌矩阵，进行全球化布局。2016年，万豪收购喜达屋酒店集团，成为全球最大的酒店集团。截至2021年末万豪旗下共拥有30个酒店品牌，约8000家酒店，约148万间客房。

图表 32 万豪酒店品牌矩阵



资料来源：万豪酒店官网，华安证券研究所

**委托管理模式赋能酒店业务。**(1) **品牌**：万豪集团是全球最大的酒店集团，通过长期的市场推广与广告投放，不断提升品牌影响力。(2) **开发**：万豪集团的市场开发团队与各大主要航空公司、旅行社，甚至政府背景的旅游机构拥有长期良好合作关系，可以进一步保证酒店项目的成功。(3) **运营**：万豪集团下属万豪酒店管理公司、旅游与酒店管理学院等，与酒店管理和旅游管理领域有着广泛的业界联系，拥有强大的人力资源库以及国际化水准的专业管理、顾问咨询和培训团队，可以根据每家酒店所处的不同阶段，采取灵活的应对策略，还能针对我国大多数酒店的弱点开展委托管理。例如，针对西餐、咖啡厅经营能力薄弱的问题，万豪集团旗下的精品咖啡特别为中国酒店市场设计了酒店版咖啡厅，万豪旗下酒店可以免费享用这个国际咖啡厅连锁品牌，以彻底改善酒店西餐、咖啡厅管理经验不足的局面。

图表 33 万豪酒店委托管理模式的项目各阶段管理方案

设计阶段	万豪酒店管理集团建议酒店开发商在酒店设计的初期就与酒店管理公司确立合作关系。酒店管理公司的前期介入可以使酒店项目在设计、功能布局和建设过程中避免不必要的错误，从而避免在资金或人员方面产生不必要的浪费。
筹建阶段	针对尚处于筹建阶段的酒店项目，万豪酒店管理集团可以为酒店开发商提供专业化的国际酒店管理顾问及技术支持服务。其中包括：施工及设备配置要求、平面布局概念、酒店整体风格设计理念、建筑主题以及酒店文化的定位、员工的招聘和培训、策划筹办开业事宜等领域
建造阶段	对于在建酒店，万豪酒店管理集团可以对现有施工阶段或建筑结构进行评估和定位，以国际化的设计理念，结合酒店市场定位，以及就运营实际需求对原有规划设计进行分析和修订，从根本上提升酒店外在品质。
经营阶段	万豪酒店管理集团借助丰富的国际化酒店管理经验，结合国际化品牌优势、专业管理团队和服务管理标准，为酒店引入国际化营销系统、财务控制系统、培训系统以及服务运作系统等，从而彻底改变酒店经营管理状况，从根本上提升酒店的内在品质

资料来源：甘涌酒店研究院，华安证券研究所

**JW 万豪酒店定位奢华，提供非凡的住宿和餐饮体验。**JW 万豪豪华酒店及度假酒店是万豪国际集团旗下豪华酒店品牌之一，主要布局全球各地的度假城市及度假胜地。JW 万豪酒店为客人提供悠然休憩之所，让人全然焕活，身心愉悦。(1) **置身其中**：受到正念原则的启发，JW 万豪酒店旨在提供保持专注的环境，让消费者沉浸

在自在与安宁之中；(2) **滋养身心**：JW 万豪酒店的厨师和调酒师为消费者提供精雕细刻的美食；(3) **汇聚于此**：JW 万豪酒店可以举办商务会议、婚礼。

图表 34 JW 万豪酒店特色



置身其中



滋养身心

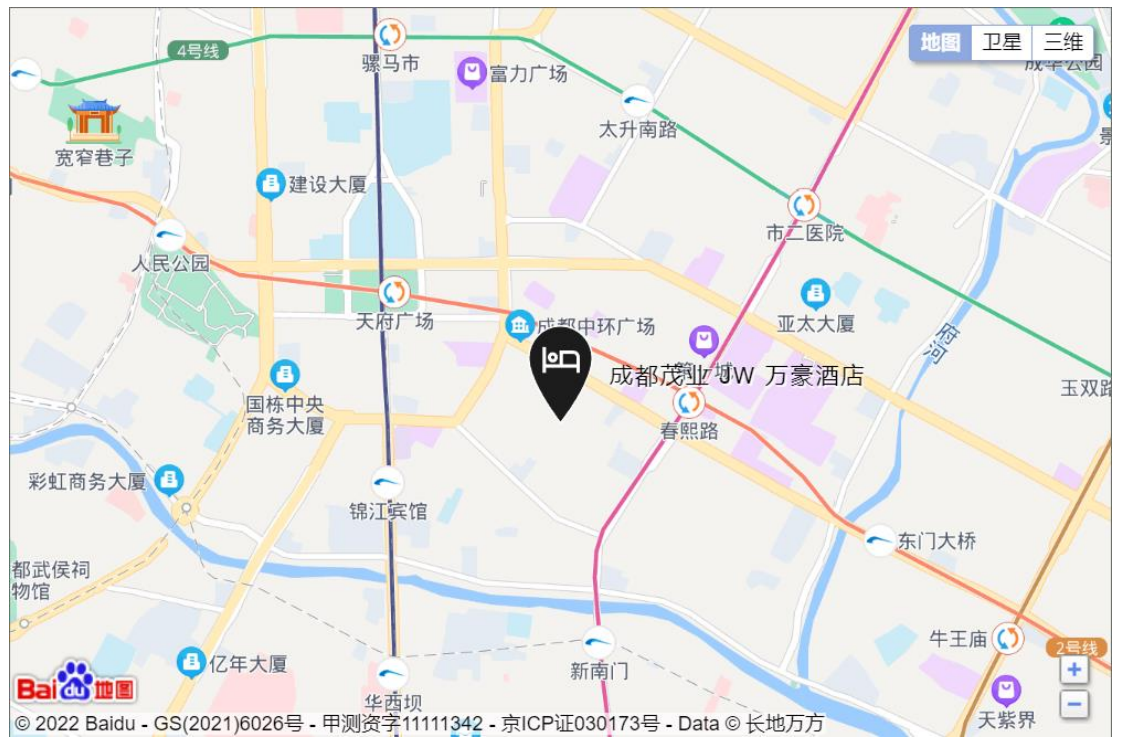


汇聚于此

资料来源：万豪酒店官网，华安证券研究所

**成都茂业 JW 万豪酒店地理位置优越，满足消费者商务及休闲需求。**位置：成都茂业 JW 万豪酒店 2016 年 10 月开业，位于成都心脏腹地—天府广场，坐拥盐市口、春熙路等成都核心商圈，窗外即可俯览成都市新的地标建筑—四川省图书馆、艺术馆、川剧院、图书馆、成都市博物馆，毗邻成都潮流时尚地标太古里及 IFS 购物街区，地理位置优越，可以尽情开展成都 4500 年历史的探寻之旅，体验原汁原味的天府生活。**布局**：成都茂业 JW 万豪酒店拥有格调雅致的豪华客房及套房，4 间各具风味的时尚餐厅及共计 1800 平米的多功能会议空间均配备先进的会议设施，包括面积达 988 平方米的大宴会厅、宽敞的宴会前厅及 600 平方米的户外屋顶花园，可满足各种规模的商务及宴会需求。

图表 35 成都 JW 万豪酒店地理位置



资料来源：百度地图，华安证券研究所

图表 36 成都 JW 万豪酒店布局



资料来源：成都 JW 万豪酒店官网，华安证券研究所

## 盈利预测及投资建议：

### 盈利预测

(1) **零售业务：**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，向购物中心进行转型，发展线上渠道，提升会员消费体验，随着疫情影响逐步减弱，预计 2022~2024 年零售业务营收增速分别为 5%、8%、10%。营收增长叠加在建项目推进，预计 2022~2024 年成本增速分别为 6%、9%、10%。

(2) **酒店业务：**依托万豪酒店品牌影响力以及委托管理赋能，疫情影响减退后，2022~2024 年酒店业务营收有望实现稳步增长。

图表 37 盈利预测

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营收 (亿元)	36.99	41.68	43.96	47.41	51.99
YOY (%)		12.67%	5.48%	7.83%	9.68%
成本 (亿元)	14.06	15.88	16.79	18.18	19.89
YOY (%)		12.95%	5.75%	8.25%	9.40%
毛利率 (%)	61.99%	61.90%	61.80%	61.65%	61.75%
<b>分业务营收</b>					
零售百货业务	25.23	28.62	30.05	32.46	35.70
YOY (%)		13.44%	5.00%	8.00%	10.00%
酒店、地产等业务	4.50	5.50	6.04	6.77	7.79
YOY (%)		22.10%	10.00%	12.00%	15.00%
其他业务	7.26	7.56	7.86	8.18	8.50
YOY (%)		4.12%	4.00%	4.00%	4.00%

分业务成本					
零售百货业务	11.84	13.64	14.43	15.66	17.15
YOY (%)		15.20%	5.80%	8.50%	9.50%
酒店、地产等业务	1.19	1.38	1.48	1.61	1.80
YOY (%)		15.63%	7.00%	9.00%	12.00%
其他业务	1.02	0.86	0.88	0.91	0.94
YOY (%)		-16.23%	3.00%	3.00%	3.00%
毛利率 (%)					
零售百货业务	53.07%	52.34%	51.98%	51.75%	51.97%
酒店、地产等业务	73.46%	74.87%	75.55%	76.21%	76.83%
其他业务	85.91%	88.67%	88.78%	88.88%	88.99%

资料来源: wind, 华安证券研究所

## 投资建议

短期来看, 高端消费回流持续背景下, “仁和春天”“维多利”等高端百货品牌有望继续享受红利; 中长期来看, 消费年轻化以及消费升级背景下, 公司有望凭借调改升级以及购物中心化转型, 继续提升坪效, 促进高端、中高端百货持续增长。我们预计公司 2022~2024 年 EPS 分别为 0.24、0.27、0.29 元/股, 对应当前股价 PE 分别为 15、14、12 倍。首次覆盖, 给予“买入”评级。

## 风险提示:

- 局部地区疫情反复:** 公司零售百货业务布局区域疫情反复, 影响线下消费。
- 消费升级不及预期:** 经济压力下行增大, 导致消费升级不及预期。
- 转型不及预期:** 公司百货向购物中心转型不及预期。



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	2021	2022E	2023E	2024E	会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
<b>流动资产</b>	2755	2870	3672	6131	<b>营业收入</b>	4168	4396	4741	5199
现金	612	606	1247	3435	营业成本	1588	1588	1679	1818
应收账款	53	57	64	71	营业税金及附加	205	242	275	317
其他应收款	385	422	468	541	销售费用	1018	1187	1323	1492
预付账款	284	318	353	400	管理费用	327	352	384	426
存货	1058	1105	1178	1320	财务费用	468	414	401	391
其他流动资产	363	363	363	363	资产减值损失	-55	0	0	0
<b>非流动资产</b>	18617	19006	19004	17510	公允价值变动收益	-7	0	0	0
长期投资	289	289	289	289	投资净收益	16	0	0	0
固定资产	3964	3865	3786	3701	<b>营业利润</b>	614	614	679	755
无形资产	1703	1596	1499	1396	营业外收入	6	0	0	0
其他非流动资产	12660	13255	13429	12123	营业外支出	33	0	0	0
<b>资产总计</b>	21373	21876	22676	23641	<b>利润总额</b>	586	614	679	755
<b>流动负债</b>	5843	6139	6652	7241	所得税	167	181	207	234
短期借款	1023	1023	1023	1023	<b>净利润</b>	419	433	472	521
应付账款	1630	1784	2070	2381	少数股东损益	10	9	12	12
其他流动负债	3190	3332	3559	3838	<b>归属母公司净利润</b>	409	424	460	509
<b>非流动负债</b>	7907	7682	7497	7352	EBITDA	1757	1204	1231	1306
长期借款	4075	4030	3995	3970	EPS (元)	0.24	0.24	0.27	0.29
其他非流动负债	3832	3652	3502	3382					
<b>负债合计</b>	13750	13821	14150	14593					
少数股东权益	557	566	577	589					
股本	1732	1732	1732	1732					
资本公积	-54	-54	-54	-54					
留存收益	5387	5811	6271	6780					
归属母公司股东权益	7065	7489	7949	8458					
<b>负债和股东权益</b>	21373	21876	22676	23641					

现金流量表					主要财务比率				
单位:百万元					会计年度				
会计年度	2021	2022E	2023E	2024E	2021	2022E	2023E	2024E	
<b>经营活动现金流</b>	1302	1197	1376	1391	<b>成长能力</b>				
净利润	409	424	460	509	营业收入	12.7%	5.5%	7.8%	9.7%
折旧摊销	720	176	151	161	营业利润	47.7%	0.0%	10.5%	11.2%
财务费用	454	414	401	391	归属母公司净利润	92.2%	3.6%	8.4%	10.6%
投资损失	-16	0	0	0	<b>获利能力</b>				
营运资金变动	-192	175	353	318	毛利率 (%)	61.9%	63.9%	64.6%	65.0%
其他经营现金流	528	258	119	203	净利率 (%)	9.8%	9.7%	9.7%	9.8%
<b>投资活动现金流</b>	-203	-565	-149	1334	ROE (%)	5.8%	5.7%	5.8%	6.0%
资本支出	-155	-550	-124	1343	ROIC (%)	4.7%	4.6%	4.6%	4.8%
长期投资	-53	20	15	19	<b>偿债能力</b>				
其他投资现金流	5	-35	-40	-28	资产负债率 (%)	64.3%	63.2%	62.4%	61.7%
<b>筹资活动现金流</b>	-964	-639	-586	-536	净负债比率 (%)	180.4%	171.6%	165.9%	161.3%
短期借款	18	0	0	0	流动比率	0.47	0.47	0.55	0.85
长期借款	-24	-45	-35	-25	速动比率	0.24	0.24	0.32	0.61
普通股增加	0	0	0	0	<b>营运能力</b>				
资本公积增加	0	0	0	0	总资产周转率	0.20	0.20	0.21	0.22
其他筹资现金流	-958	-594	-551	-511	应收账款周转率	78.81	77.66	74.49	73.00
<b>现金净增加额</b>	134	-6	641	2188	应付账款周转率	0.97	0.89	0.81	0.76

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。