

国资入主开启新篇章，携手海旅免税 发力进口跨境电商

核心观点：

● 老牌商贸零售企业，国资入主理顺发展方向

公司前身为兰州民百股份有限公司，主营百货零售业务。2020年6月，前实控人红楼集团向丽水国资转让股份+委托表决权，推动公司实控人变更为丽水市国资委，并将总部迁入浙江杭州。2021年，公司在丽水国资支持下开启战略转型，目前已充分利用浙江省在电商、互联网领域的优势，积极布局新零售、新消费赛道。

● 战略投资携手海旅免税，布局进口跨境电商+国潮品牌

公司目前新零售发展战略重点聚焦进口跨境电商及其供应链，未来将持续向三大方向推进转型：（1）战略投资海旅黑虎，并借助其股东海旅免税、京东的战略资源，实现在进口跨境商品供应链以及渠道布局上的业务协同；（2）与合作方投资设立丽尚美链，布局进口跨境电商业务，重点向得物、天猫国际等B端客户提供美妆供应链支持，截止2022Q1该业务已实现营收近7000万元，放量迅速；（3）通过股权投资方式，孵化国货品牌。目前公司已通过投资丽水天机基金，成功孵化包括柯泰儿、维尚丽在内的国货自有品牌。

● 传统主业资产优质，疫后有望迎接经营复苏

公司传统业务包括专业市场管理和百货零售，其中公司位于南京、杭州两大服装批发市场依托区位优势，具备较强盈利能力；此外，公司下属百货资产区位优势，近年业绩下滑主要因疫情影响导致线下客流缺失，未来伴随疫情改善，公司百货零售业务亦有望实现恢复性增长。

● 行业估值的判断与评级说明

我们预计公司2022-24年营收各为11.5/16.7/19.1亿元，归母净利润各为2.9/2.1/2.4亿元，对应PE各为19/25/22X。考虑公司传统业务资产优质且盈利较为稳定，未来战略上将加快向新零售、新消费领域转型，有望培育新的利润增长曲线，首次覆盖，给予“推荐”评级。

风险提示：新零售业务拓展不及预期；疫情影响传统主业复苏；兰州银行股权公允价值变动风险。

主要财务指标

	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	642.67	1148.00	1667.00	1910.00
收入增长率%	7.23	78.63	45.21	14.58
净利润(百万元)	154.82	294.31	214.50	244.22
利润增速%	78.65	90.10	-27.12	13.86
摊薄EPS(元)	0.20	0.38	0.28	0.32
PE	35.17	18.50	25.39	22.30
PB	2.96	2.55	2.32	2.10

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

丽尚国潮(600738)

推荐(首次)

合理估值区间 10.4元

分析师

顾熹闽

☎: 18916370173

✉: guximin_yj@chinastock.com.cn

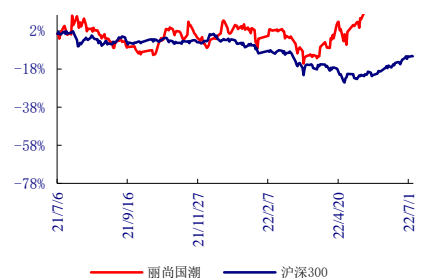
分析师登记编码: S0130522070001

市场数据

2022-07-06

A股收盘价(元)	7.11
股票代码	600738
A股一年内最高价(元)	7.70
A股一年内最低价(元)	5.09
上证指数	3,355.35
市盈率	2.63
总股本(万股)	77,346
实际流通A股(万股)	77,280
流通A股市值(亿元)	55

相对沪深300表现图



资料来源：中国银河证券研究院

目 录

一、老牌零售百货企业，向“新零售、新消费”领域战略转型	2
二、布局跨境零售+培育国潮品牌，战略转型目标明确	6
（一）携手海旅免税布局进口跨境电商，助力国人海外消费回流.....	6
（二）借国货崛起大势，布局新消费赛道.....	10
三、传统主业经营稳定，疫后有望迎接修复	12
（一）专业市场管理：业绩核心组成部分，为公司转型提供底层支撑.....	12
（二）商贸百货：资产区位优势，经营待疫后修复.....	14
（三）商业地产：亚欧国际地处兰州黄金地段，写字楼销售基本完毕.....	15
四、盈利预测与估值	15
（一）主营业务收入及毛利率预测.....	15
（二）估值分析及投资建议.....	17
五、风险提示	17
（一）公司财务预测表.....	18

一、老牌零售百货企业，向“新零售、新消费”领域战略转型

公司历史沿革：公司前身为兰州民百股份有限公司，于1996年在上交所上市，是兰州历史最为悠久的高端商场之一。成立近三十年来，公司传统核心业务板块包含专业市场管理、商贸百货、餐饮酒店、商业地产等多个领域。2003年，红楼集团入主上市公司后，分别于2012、2017年将南京环北市场和杭州环北市场两大服装批发市场注入公司，使专业市场管理成为公司核心业务。2020年，红楼集团因自身经营困境，将其表决委托权、部分股权转让于浙江元明控股有限公司。自此，公司实控人由民营企业红楼集团，变更为丽水市国资委。2021年在国资推动下，公司将战略和业务重心转移至新零售、新消费领域，并将办公地址由兰州迁至杭州，并更名为“丽尚国潮”。未来，公司将不断整合自身优质资源。通过发力新零售业务，推动传统业务转型升级。

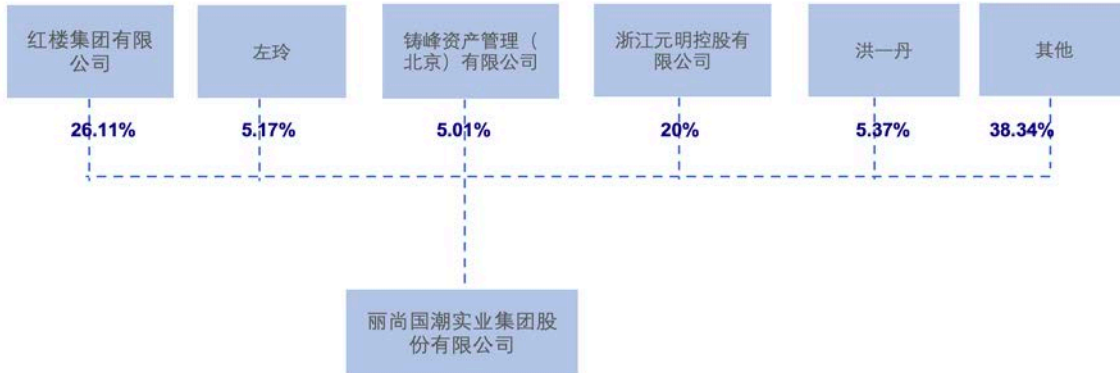
表 1：丽尚国潮历史沿革

时间	事件
1972	公司前身—兰州市民主西路百货商店成立
1994	公司零售百货商贸业务经营主体--亚欧商厦开业，甘肃商贸利税第一
1996	公司于上交所上市，登陆资本市场，实现从“小百货”到“高端商场”的蜕变
2003	红楼集团入主，成为第一大股东，重心逐渐从百货零售向专业市场管理转移
2013	以非公开发行股份将南京环北市场管理服务有限公司纳入上市公司体内
2017	以发行股份与支付现金并行的方式收购杭州环北丝绸服装城有限公司
2020	丽水国资委入主，实际控制人由红楼集团变更为丽水国资委，董事会改组
2020	公司更名为丽尚国潮实业集团股份有限公司，简称“丽尚国潮”
2021	战略和业务重心转移，探索新零售、新消费业务

资料来源：公司年报，中国银河证券研究院

丽水国资接手红楼集团委托表决权及部分股权，目前为公司实际控制人。2020年6月，浙江元明控股有限公司与红楼集团签署《股份转让协议》、《表决权委托协议》，红楼集团将其持有的兰州民百20%股权协议转让给元明控股。同时双方约定，在股份转让完成过户登记后，红楼集团将其剩余持有的9.99%股份所对应的表决权无条件且不可撤销地委托为元明控股行使。此外，红楼集团还将永久不可撤销地放弃其持有的上市公司26.3%股权所对应的表决权，亦不委托任何其他方行使该等股份的表决权，并通过协议转让等方式不断降低持股比例。截止2022年5月26日，浙江元明控股持有上市公司20%股权+9.99%的表决权，红楼集团持股25.22%，红楼集团一致行动人洪一丹持股5.37%、此外前实控人朱宝良持股1.34%。

图 1: 丽尚国潮股权架构图



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

伴随股权架构调整完毕, 公司对治理架构也进行了对应调整, 国资管理层主导上市公司。2020 年 9 月, 公司进行了董事会改组, 选取叶茂先生为公司第九届董事会董事长, 石峰先生为副董事长, 原董事长洪一丹女士辞去董事长职务, 但继续担任公司董事。改组后, 八个董事会席位中, 红楼集团仅占 2 个董事会席位, 其余董事会成员 (不含独董) 均由丽水经开区管委会提名。

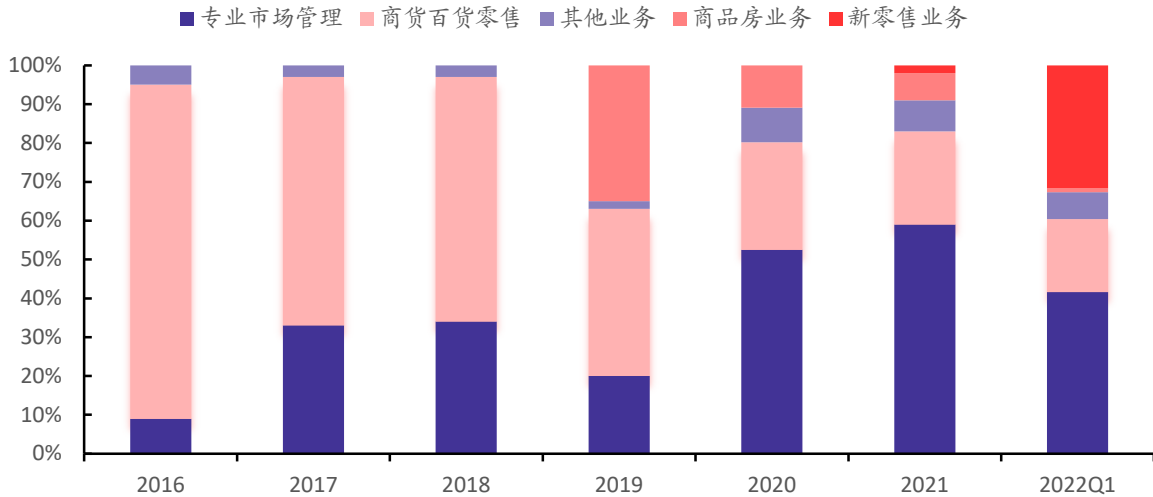
表 2 丽尚国潮高管介绍

	姓名	年份	职位	个人简介
新董事及高管（丽水经济技术开发区管理委员会提名）	叶茂	1974	董事长	大学本科，中共党员。历任云和县人民政府副县长，丽水市城市投资有限公司党委委员，副总经理，丽水市汽车运输集团党委书记，董事长。现任丽水市经济技术开发区实业发展集团党委委员，副董事长。
	石峰	1972	副董事长	经济管理学博士。历任东忠科技集团有限公司 IT 总经理，总经理，浙江赛富睿鑫投资管理有限公司总裁。现任浙江金控资本创始合伙人，董事，浙江赛富基金总裁，浙江富屋丽晶控股有限公司董事长，浙江元明控股有限公司董事。
	吴群良	1972	董事	本科学历，中共党员。历任丽水市财政国库支付中心(核算中心)主任，丽水经济技术开发区财政局局长，丽水经济技术开发区管委会党政办主任。现任丽水经济技术开发区实业发展集团有限公司党委委员，董事，副总经理。
	张舟洋	1989	董事	浙江大学金融学硕士，商业管理博士在读。历任浦江县公安局民警，联储证券杭州营业部营销总监，长江证券浙江分公司企业金融部负责人，杭州泰一指尚科技有限公司副总裁。
	黄成安	1981	财务总监	香港中文大学会计学硕士，英国皇家管理会计师(CIMA)。历任创维集团有限公司财务经理，海尔智家股份有限公司彩电事业部财务总监，浙江森马电子商务有限公司财务总监。
原董事（红楼集团）	黄爱美	1980	董事会秘书	工商管理硕士，经济师。历任正泰集团股份有限公司项目处副经理，浙江正泰电器股份有限公司投资者关系经理、证券事务副总监，宝丰新能源科技股份有限公司董事会秘书，浙江正泰物联技术有限公司董事会秘书，浙江正泰仪器仪表责任有限公司董事会秘书。
	洪一丹	1978	董事总经理	硕士学历。历任金都实业有限公司总经理助理、上海宝良家电市场总经理、红楼集团有限公司董事局副主席、兰州民百（集团）股份有限公司董事长、副董事长。现任红楼集团有限公司董事长，本公司董事、总经理。
	张宏	1960	董事	硕士学历。历任金都实业有限公司总经理助理、上海宝良家电市场总经理、红楼集团有限公司董事局副主席、兰州民百（集团）股份有限公司董事长、副董事长。现任红楼集团有限公司董事长，本公司董事、总经理。

资料来源：公司报告，中国银河证券研究院整理

公司传统主业以专业市场管理、商贸百货零售为主，2021 年转型开启后新零售业务占比迅速提升。专业市场管理和百货零售为公司主要收入来源，2016-2021 年公司专业市场管理+商贸百货零售营收占比均超过 80%，其中仅 2019 年因兰州亚欧国际商厦投产后产生较多商品房销售，导致营收占比降至 60%。2021 年，伴随公司开启新零售转型，截止至 2022 年一季度新零售业务在公司收入占比中已超过 30%。

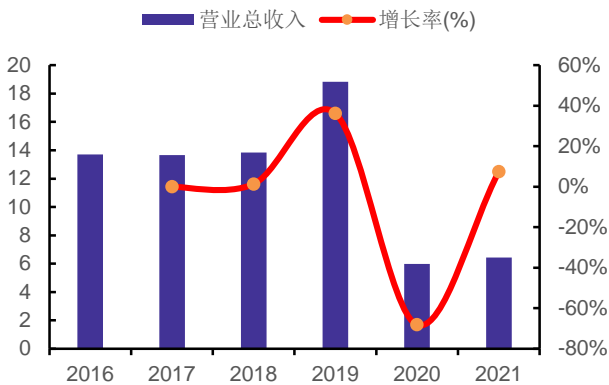
图 2: 丽尚国潮历年营收构成 (按业务)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

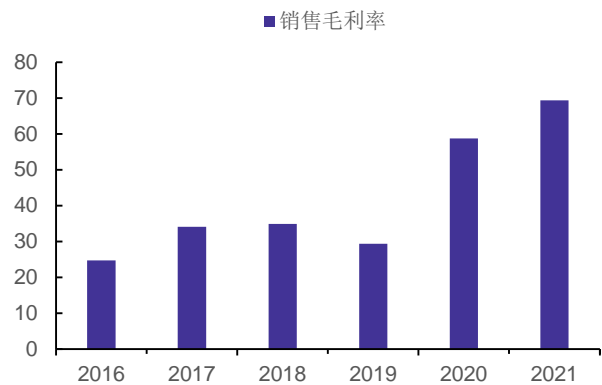
营收受会计准则变更影响, 盈利水平较疫情前已有改善。公司 2016-2019 年营业收入由 11.21 亿元增加至 18.83 亿元, 期间 CAGR 接近 14%。2020 年后营收下降, 一方面受疫情冲击影响, 另一方面则受公司百货零售收入确认准则由毛收入调整为净收入。而 2021 年, 伴随公司增量业务逐步发力, 营收较 2020 年已实现恢复性增长。此外, 受益于传统主业优质的盈利能力, 公司归母净利保持较好增长, 其中 2018 年归母净利大幅增加主要因当年出售子公司上海永菱和上海乾鹏所致。

图 3: 公司 2016-2021 年营收及增速



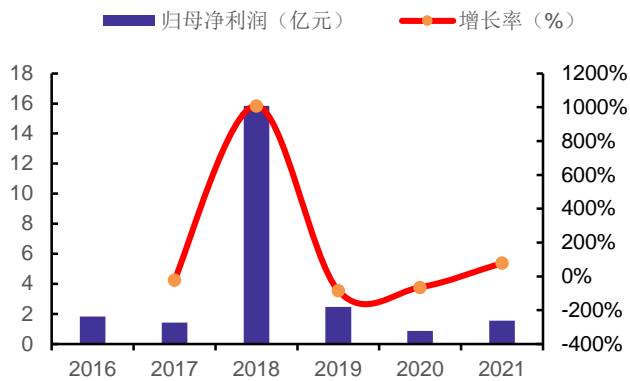
资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

图 4: 公司 2016-2021 年毛利率 (%)



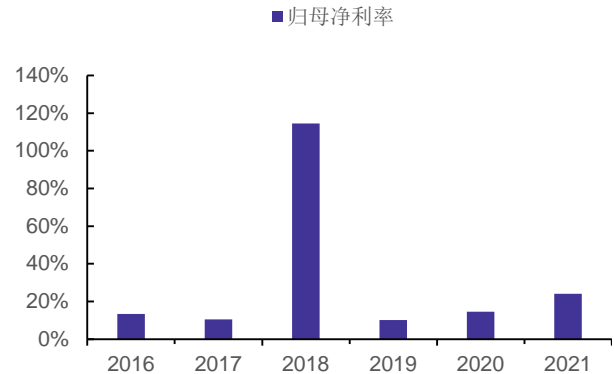
资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

图 5: 公司 2016-2021 年归母净利润及增速



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

图 6: 公司 2016-2021 年归母净利润率 (%)



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

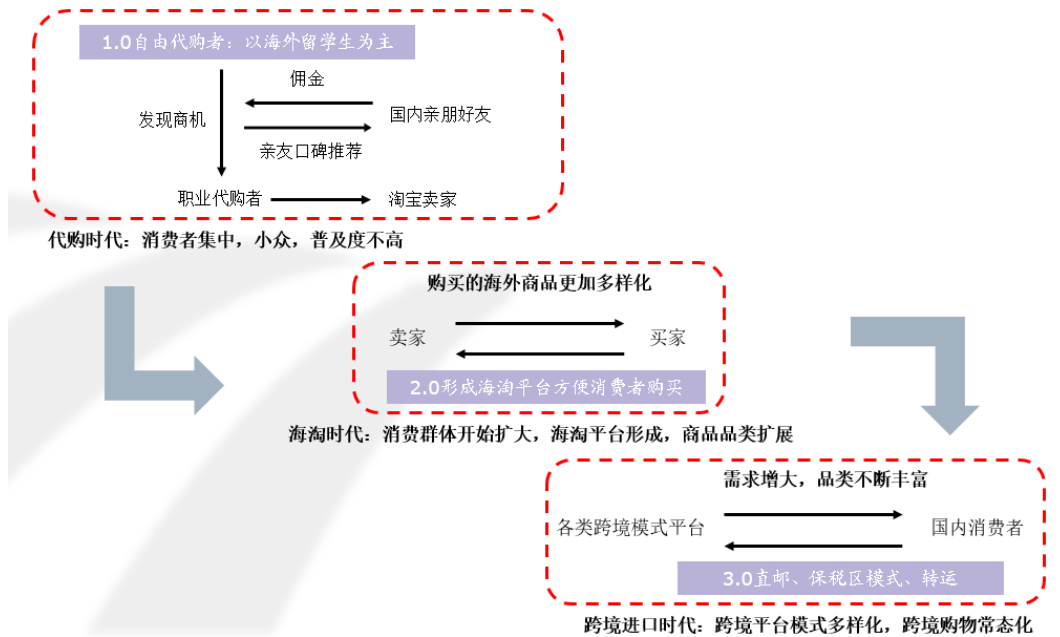
二、布局跨境零售+培育国潮品牌，战略转型目标明确

伴随丽水国资正式入主，公司将管理总部迁入驻杭州，同时亦将业务重心转向杭州更具产业优势的新消费、新零售业务。其中新零售业务为公司转型的重要抓手，目前主要以跨境电商业务为核心转型方向。此外，公司亦通过对外投资方式在消费品领域进行布局，未来公司将借助于跨境电商的供应链优势、渠道优势，融合线上、线下双重渠道，最终实现培育自主国货新消费品牌的战略目标。

(一) 携手海旅免税布局进口跨境电商，助力国人海外消费回流

伴随我国居民收入水平提升，中国消费者对于海外优质商品需求亦在不断增强。由此兴起了出境消费、海外代购和海淘热潮。但受海淘、代购在货源、价格、物流、服务等诸多方面存在痛点，以及国家政策对于海外消费回流的引导，进口跨境电商行业的发展路径逐渐清晰，国内的跨境消费也开始由代购、海淘向更加规范的进口跨境电商转移。

图 7：我国进口跨境电商行业发展三阶段



资料来源：中国银河证券研究院整理

国策引导海外消费回流，进口跨境电商行业空间广阔。自 2016 年起，中国政府逐步将引导海外消费回流国内作为重要的宏观调控目标之一，提出多项政策鼓励免税、进口跨境电商等行业的发展。进入后疫情时代，为进一步引导消费回流国内，我国政府自 2020 年起在政策层面进一步加大对进口跨境电商行业的支持力度，不断扩大进口跨境电商试点范围并为行业痛点解决提供政策支持。根据艾瑞咨询数据，预计至 2025 年中国跨境进口零售电商规模有望达到 6187 亿元，2021-2025 年复合增速约 23%。

表 3：2018-2021 年进口跨境电商行业重要政策梳理

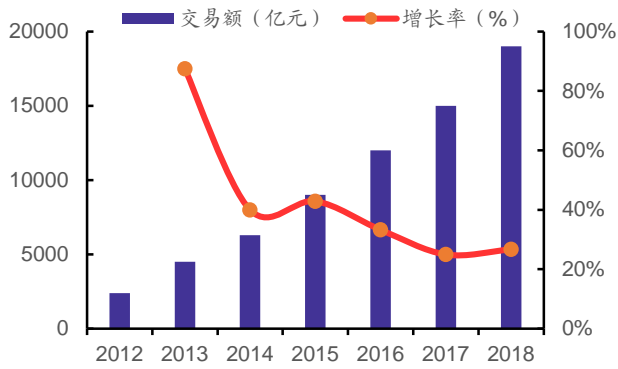
政策名称	颁布时间	政策要点
《关于完善跨境电子商务零售进口税收政策的通知》	2018 年 11 月	(1) 年度交易限值由每人每年 2 万元调整至 2.6 万元，单次交易限值由每人每次 2000 元调整至 5000 元； (2) 明确完税价格超过单次交易限值但低于年度交易限值日订单下仅一件商品时，可以通过跨境电商零售渠道进口。按照货物税率全额征收关税和进口环节增值税、消费税，交易额计入年度交易总额； (3) 明确已经购买的电商进口商品不得进入国内市场再次销售。
《关于扩大跨境电商零售进口试点的通知》	2020 年 1 月	将进一步扩大跨境电商零售进口试点范围，本次扩大试点后，跨境电商零售进口试点范围将从 37 个城市扩大至海南全岛和其他 86 个城市(地区)，覆盖 31 个省、自治区、直辖市。
《关于扩大跨境电商零售进口试点、严格落实监管要求的通知》	2021 年 3 月	将跨境电商零售进口试点扩大至所有自贸试验区、跨境电商综试区、综合保税区、进口贸易促进创新示范区、保税物流中心(B 型)所在城市(及区域)。
《关于进一步做好当前商务领域促消费重点工作的通知》	2021 年 9 月	促进跨境电商进口健康持续创新发展。充分发挥中国国际进口博览会、中国进出口商品交易会等重要展会平台作用，扩大优质消费品进口。鼓励大型商贸流通企业、电商平台设置进口产品销售专柜、专区，促进进口商品销售。

资料来源：商务部，中国银河证券研究院

受益于政策引导，我国进口跨境电商行业发展迅猛：(1) 参考海关数据，2019 年海关开放的跨境电商进口达到 918 亿元，同比增长 17%。2017-18 年的增速分别为 120%、40%；(2)

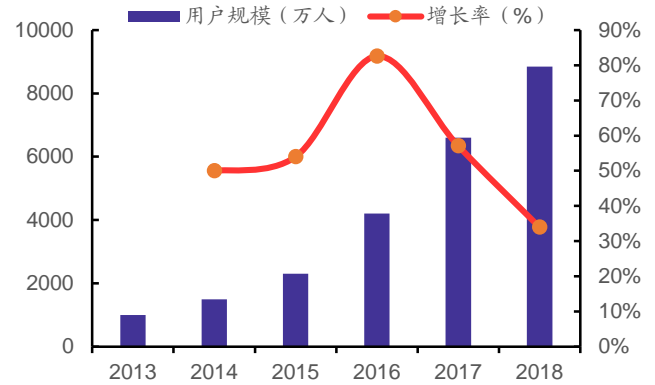
根据艾媒咨询数，2012-2018 年我国进口跨境电商市场规模快速增长，至 2018 年交易规模接近 2 万亿/同比+27%，同期进口跨境电商用户约 9000 万人次/同比+34%。

图 8：2012-2018 年中国进口跨境电商市场交易规模



资料来源：艾媒咨询，中国银河证券研究院

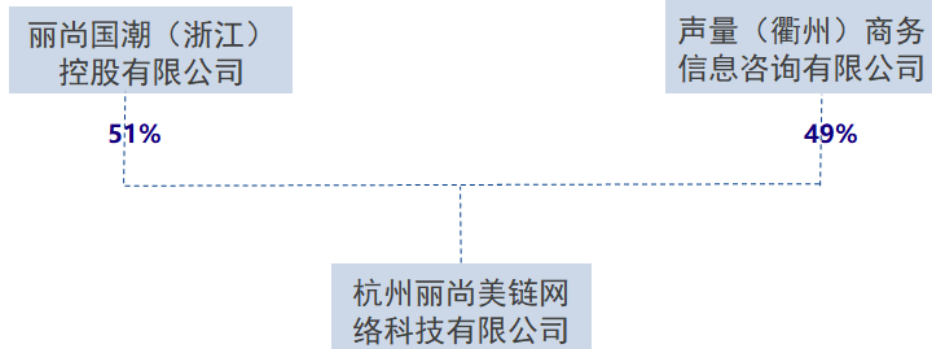
图 9：2013-2018 年进口跨境电商用户规模



资料来源：艾媒咨询，中国银河证券研究院

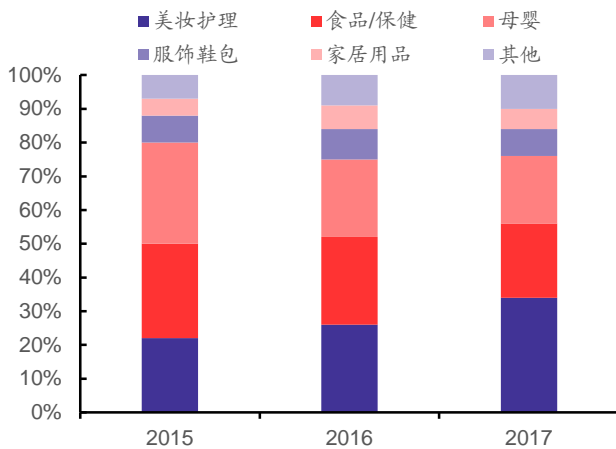
子公司丽尚美链进口跨境业务放量迅速，今明两年有望贡献可观增量业绩。2021 年公司设立全资子公司 HK BEUATHOLDING 并与声量（衢州）合资成立控股子公司丽尚美链，其中丽尚国潮持股 51%，声量（衢州）持股 49%。根据公司公告，丽尚美链主要为国内头部跨境电商平台提供供应链服务，主要客户包括得物、天猫国际等，其销售的进口产品主要为大牌美妆，目前也是主流进口跨境电商平台销售的主要品类。结合公司 2021 年财报及 2022 年一季度报，丽尚美链依托团队在进口跨境电商领域的深厚经验，业务放量较快：截止 2022 年一季度，公司进口跨境电商业务实现销售 6976 万元，环比 4Q21 的 1532 万元增长迅猛。

图 10：丽尚美链股权结构



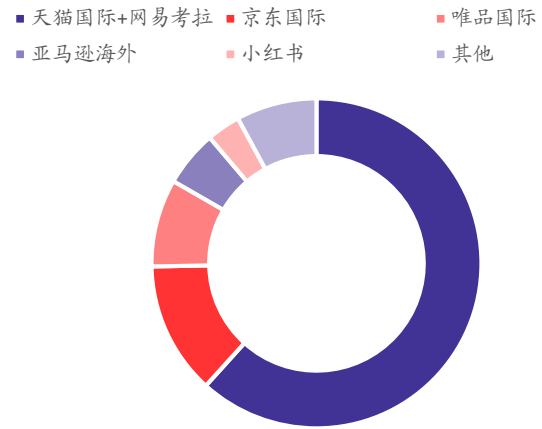
资料来源：天眼查，中国银河证券研究院整理

图 11: 天猫国际 2015-2017 年销售结构 (按品类)



资料来源: 艾媒咨询, 中国银河证券研究院

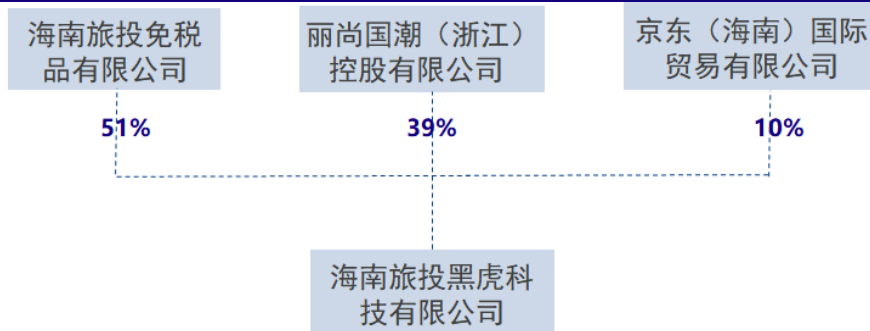
图 12: 2013-2018 年进口跨境电商平台竞争格局



资料来源: 艾媒咨询, 中国银河证券研究院

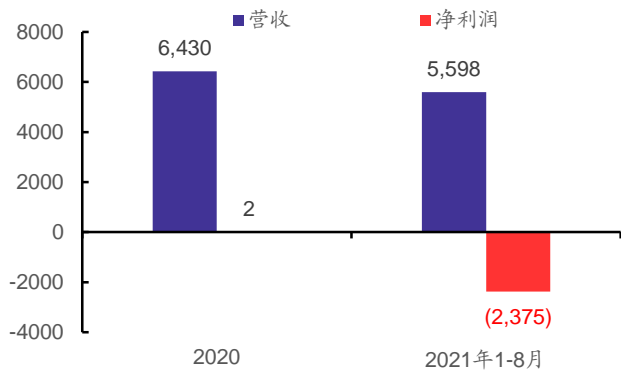
战略投资海旅黑虎,携手海旅免税拓展海南零售+跨境电商业务。2021 年 12 月公司公告,全资子公司丽尚控股出资 2246.4 万元受让海南美泉科技持有的 39%海旅黑虎股权。根据公司 4 月 22 日公告,本次股权投资事项工商变更登记备案已完成,海旅黑虎将成为公司重要的重要联营公司之一。海旅黑虎股东背景较为强劲,股东阵容包括海旅免税控股、京东等。海旅黑虎目前主要经营“美好生活”电商平台,同时在海口线下运营有保亭呀诺达店、海旅跨境店、海口机场店等实体门店以及位于海口综合保税区的仓库。公司本次与海旅黑虎合作,一方面可借助海旅黑虎在海南储备的优质线下门店资源,另一方面考虑海旅黑虎控股股东海旅免税为海南省第二大免税运营商,拥有免税商品 SKU 3000 多种,供应链资源具备极强的价格优势,未来丽尚国潮亦可借助海旅免税的供应链优势,在进口跨境电商供应链以及孵化自有国货品牌方面与其进行协同。

图 13: 海旅黑虎股权结构



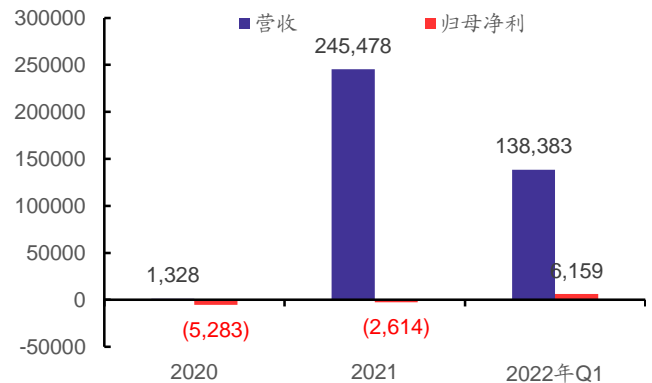
资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院整理

图 14: 海旅黑虎 2020-2021 年 1-8 月财务情况 (万元)



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

图 15: 海旅免税 2020-2022 年一季度财务情况



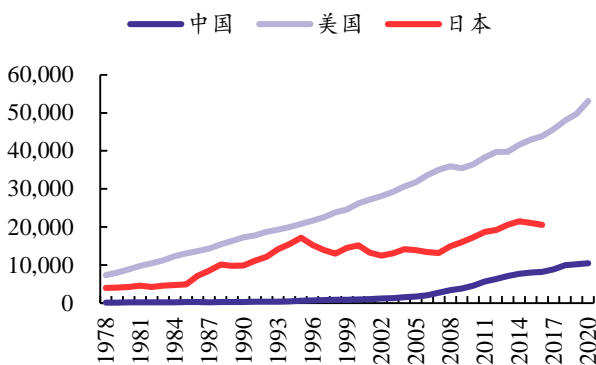
资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

(二) 借国货崛起大势, 布局新消费赛道

中长期看, 中国消费品行业在人均可支配收入提升+代际变迁两大因素驱动下, 将继续朝品牌化、品质化发展, 国货品牌崛起是中国消费品行业长期投资逻辑的主线。

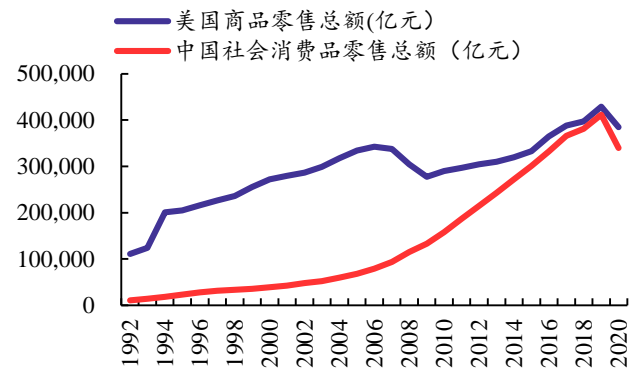
居民收入持续增长, 驱动居民品质化消费需求涌现。复盘美、日两国消费史变迁, 20 世纪 70-80 年代均为两国消费赛道均涌现出众多知名消费品牌, 如美国的可口可乐、迪士尼, 日本的资生堂、花王等。从我国人均可支配收入及消费市场总量看, 居民当前人均可支配收入水平已与美国、日本 20 世纪 70-80 年代水平相近, 消费总量则和美国目前商品零售总额体量相当, 消费水平的提升和庞大的消费市场规模将支撑更多新品牌的诞生和成长, 尤其是在医美化妆品、酒店、餐饮等反映生活品质提升的行业。

图 16: 中、美、日人均可支配收入 (人民币)



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

图 17: 中美商品零售总额对比 (人民币)

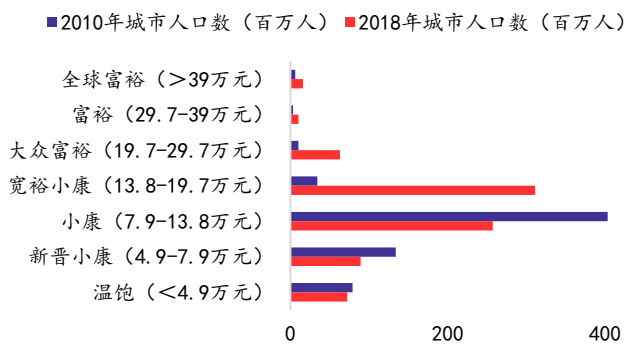


资料来源: wind, 中国银河证券研究院

代际变迁带来消费理念更迭, 品牌化驱动行业格局演变。消费品研究框架“人-货-场”三大要素中, “人”的变化是消费行业格局演变的重中之重。从当前市场消费主体特征看, 80-00 后消费者已占据我国消费主体人口的 46%, 同时这一代人的成长伴随社会富裕程度提升和互联网的兴起, 品质化、个性化是主要消费诉求, 对国货品牌的接受和支持度更高。尤其以 00 后为代表的未来消费主力人群, 更加强调悦己和个性表达, 对新兴消费的产品接受程度更高。

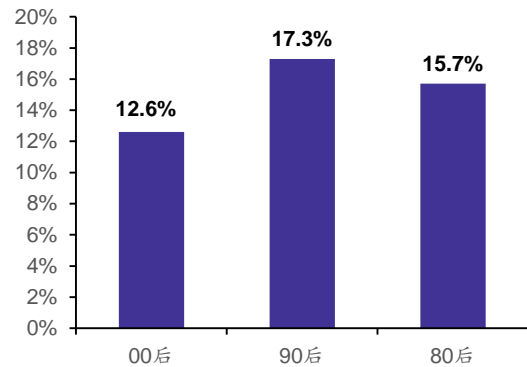
而随着该部分人群未来逐步进入职场，其收入水平的提升将进一步推动中国消费品市场的品牌化、品质化发展。而品牌化的发展，在部分子行业势必带来集中度的提升，尤其是进入门槛高，资本投入大的领域，如连锁酒店行业。

图 18: 2018 年有 4 亿城市人口属于宽裕小康阶级



资料来源: 麦肯锡全球研究院, 中国银河证券研究院

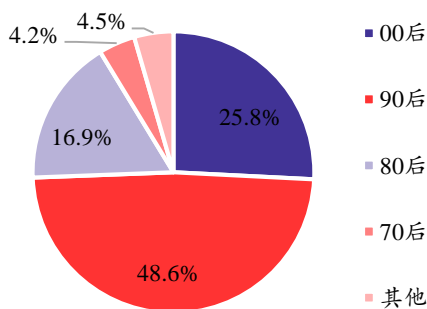
图 19: 80-00 后占中国消费主体人口的 46%



资料来源: 国家统计局, 艾媒咨询, 中国银河证券研究院

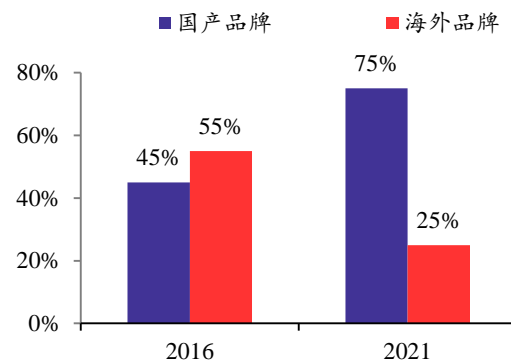
国人民族认同感增强，为国货品牌崛起提供机遇。新消费人群（泛指 95 后和 00 后）成长于中国经济和综合国力快速发展期，民族认同感和文化自信使其对国产品牌的认同感更强。从调查数据看，2016-2021 年中国消费者对国货品牌关注度提升明显，其中国货美妆品牌关注度由 31% 大幅提升至 76%。而从海外成熟市场发展情况看，尤其在化妆品这一细分领域，排名前 10 多为本土品牌。而我国化妆品市场目前格局仍主要以外资品牌为主，未来随着新消费人群的进一步崛起，以及国货产品力的不断增长，未来国货品牌仍有广阔替代空间。

图 20: 2021 年关注“国潮”的群体年龄分布



资料来源: 《2021 国潮骄傲搜索大数据报告》, 中国银河证券研究院

图 21: 中国消费者国产品牌 VS 海外品牌关注度对比

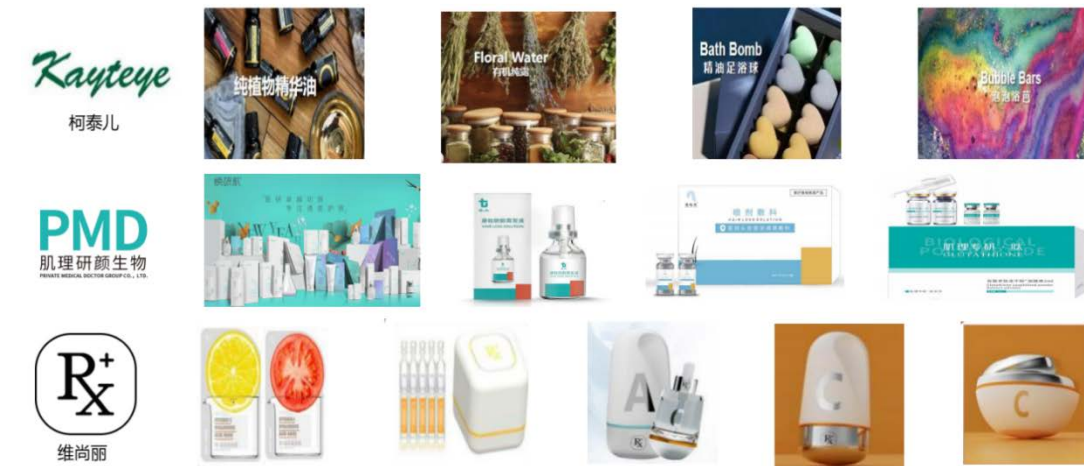


资料来源: 《2021 国潮骄傲搜索大数据报告》, 中国银河证券研究院

自有品牌孵化进行时初见成效，高性价比吸引自然流量。2021 年公司通过投资丽水天机基金等参股方式，对包括柯泰儿、维尚丽、肌理颜研等新消费品牌进行投资。其中重点孵化品牌柯泰儿具备较强潜力。该品牌深耕精油护肤领域多年，主打“手工有机美肤”概念，依托澳大利亚进口原料，为女性消费者提供原生态护肤体验。参考天猫国际数据，个护类产品升级趋

势明显，消费者已经从基础的沐浴露、身体乳向沐浴油、磨砂膏等多元化身体护理用品进阶。柯泰儿旗下绵羊油顺应消费趋势，凭借良好的性价比和产品功效已成为畅销品牌，同时在天猫、抖音等直播渠道的入驻，并依托直播带货实现了可观销量。

图 22：公司目前正在孵化的具备看点的新消费品牌梳理



资料来源：各品牌天猫旗舰店及官网，中国银河证券研究院整理

三、传统主业经营稳定，疫后有望迎接修复

（一）专业市场管理：业绩核心组成部分，为公司转型提供底层支撑

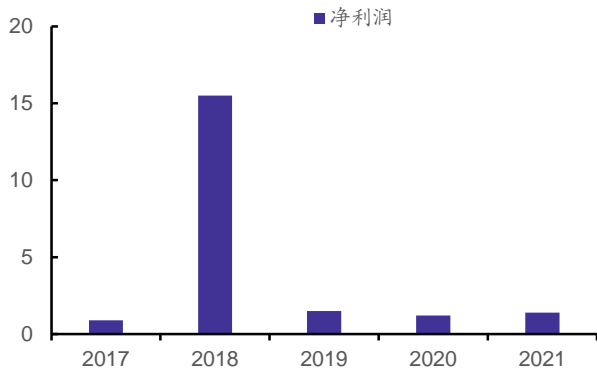
公司专业市场管理业务主要包括南京环北和杭州环北两大服装批发市场，公司通过商铺租赁，获取店铺租金及专业市场管理收入。2022 年一季度，公司专业市场管理实现收入 9170 万元/同比-16%，主要因公司作为国有企业，对商户实施了租金减免，受此影响租金收入同比减少 2713 万元。其中，杭州环北批发市场减免 2046 万，南京环北 667 万，若剔除租金减免影响，公司 22 年一季度扣非归母净利润实际增长 22%。

杭州环北批发市场：占据杭城黄金地段，贡献专业市场管理主要利润

资产概况：杭州环北批发市场专业管理业务为公司于 2017 年通过发行股份收购杭州环北丝绸服装城有限公司 100% 股权所得，主要资产为杭州环北丝绸服装城及其全资子公司上海永菱的物业资产上海广场和全资子公司上海乾鹏的物业资产福都商厦（其中上海广场和上海乾鹏已于 2018 年出售）。其中，杭州环北丝绸服装城位于杭州凤起路黄金商圈核心区，毗邻繁华的延安路和武林路服装产业聚集带，交通便利，客流集中。该市场面积约 8 万平方米，共有商位 2321 间，主要经营时尚女装、品牌男装及丝绸产品，是杭州地区大型的服装专业批发市场，已成为立足杭城、面向华东、辐射全国的专业服装采批市场，在行业拥有较高的知名度及美誉度。

盈利情况：杭州环北市场经营稳定性较高，2017-2021 年分别贡献净利润 0.9 亿、15.5 亿、1.5 亿、1.2、1.4 亿元。其中，2018 年净利润大幅增长主要因出售上海永菱物业资产影响，2020-2021 年杭州环北在疫情恢复良好情况下净利润已恢复增长。

图 23: 杭州环北市场子公司历年净利润 (亿元)



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

图 24: 杭州环北市场区位概况



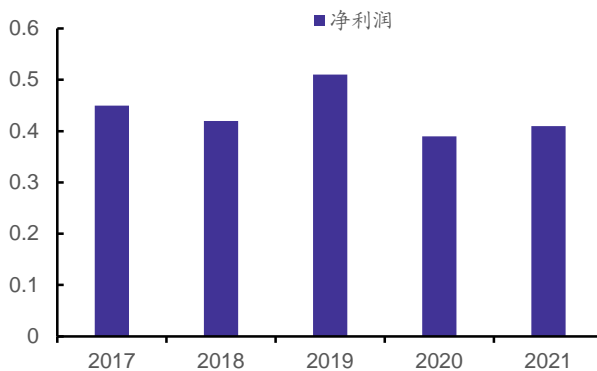
资料来源: 百度地图, 中国银河证券研究院

南京环北批发市场: 区位优势, 业绩稳定

资产概况: 南京环北市场坐落于南京市商业繁华地段夫子庙商圈, 是集服装百货批发零售为一体的服装批发市场, 拥有众多的省级代理服装品牌, 服装批发为主零售为辅, 该市场为 9 层建筑, 营业面积达 5 万平方米。市场拥有众多的省级代理服装品牌, 以服装批发为主零售为辅, 市场现有商户 1200 余户, 相关从业人员 3000 多人。

盈利情况: 2012 年公司年以 6.3 亿元价格从红楼集团处收购南京环北市场, 进入上市公司体内后, 南京环北子公司净利润维持较高稳定性, 2017-2021 年分别为 0.45 亿、0.42 亿、0.51 亿、0.39 亿、0.41 亿元。其中 2021 年伴随疫情好转, 净利润已恢复至接近疫情前水平。

图 25: 南京环北市场子公司历年净利润 (亿元)



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

图 26: 南京环北市场区位概况



资料来源: 百度地图, 中国银河证券研究院

两大专业市场资产重估价值可观。从历史沿革看, 公司当前两大专业批发市场均为时任实控人——红楼集团通过资本运作方式注入上市公司。其中, 南京环北市场为 2012 年由上市公司出资 6.3 亿元从红楼集团收购注入, 杭州环北市场为 2017 年公司通过发行股份方式从红楼集团手中收购。根据公司公告, 杭州环北、南京环北房产账面价值分别为 8.12 亿、2.97 亿元, 目前评估价则分别为 29.64 亿、11.88 亿元, 从资产评估角度看两大专业市场资产增值空间可观。

（二）商贸百货：资产区位优势，经营待疫后修复

公司前身为兰州民百股份有限公司，目前兰州民百的百货业务仍保持在上市公司体内运营。目前，公司百货零售业务涵盖百货、酒店、餐饮业务，核心资产为位于兰州市核心商圈的亚欧商厦，经营业态覆盖精品超市、中高端百货及时尚、特色的轻餐饮品牌等，模式则以联营为主，自营和租赁为辅。

亚欧商厦区位优势，品牌业态丰富。亚欧商厦地处兰州商业旺市核心商圈，是兰州首家集百货零售、餐饮娱乐、酒店休闲于一体的多业态高端综合性商场，日客流量高峰期达 20 万人次。目前亚欧商厦的品牌入驻情况良好，美妆品牌兰蔻、雅诗兰黛、SKII 等国际知名品牌均已入驻多年；珠宝首饰品牌周大福、老凤祥，鞋类品牌爱步、STELLALUNA、女装品牌 SongofSong、NEXY.CO 和男装品牌 C31ROTC、路卡迪龙、萨巴蒂尼以及运动品牌 NIKEKicksLounge 等丰富了亚欧商厦的全品类经营。

图 27: 亚欧商厦一楼布局



资料来源：百度，中国银河证券研究院

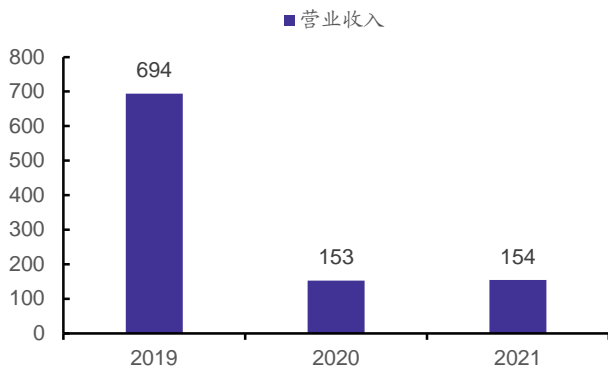
图 28: 亚欧商厦内景



资料来源：百度，中国银河证券研究院

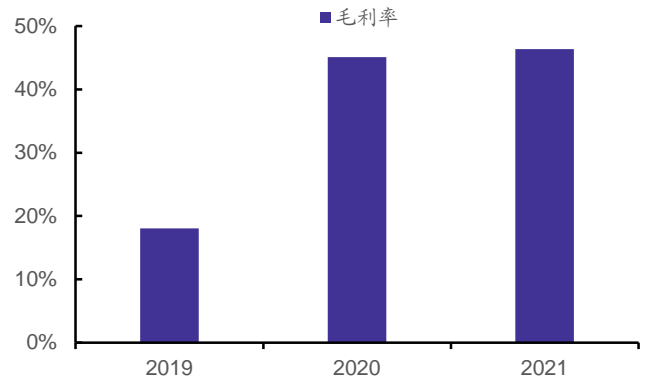
受疫情影响，亚欧商厦经营仍处修复过程。受疫情影响，2019-2021 年公司商贸百货业务收入有所下滑，主要因 2021 年兰州疫情导致商场停业及减免商户租金，同时收入确认准则变更导致公司商贸百货收入确认及毛利率在 2020 年前后有较大变化。在外部环境不利影响，公司继续聚焦百货零售主业，不断夯实实体门店在行业中的竞争优势，持续调改升级，优化业态布局，不断改善商品结构，丰富商城商品品类，引入新业态，提高时尚度，丰富门店功能，增强顾客购物体验，促进业绩稳步增长，2021 年公司商贸业务毛利率由 2020 年的 45.1% 提升至 46.4%。

图 29: 2019-2021 年公司百货零售收入 (百万元)



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

图 30: 2019-2021 年公司百货零售毛利率



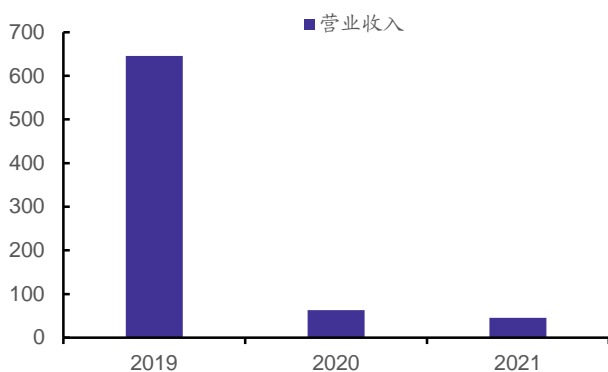
资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

(三) 商业地产: 亚欧国际地处兰州黄金地段, 写字楼销售基本完毕

公司地产业务主要为亚欧国际写字楼。亚欧国际为兰州第一高楼, 素有兰州之巅美誉, 坐落于兰州市主城区, 坐拥金城“三大黄金商圈”。

亚欧国际销售进展顺利, 目前已经实现大部分销售。亚欧国际于 2017 年建造完毕, 2018 年进行销售, 项目写字楼销售状况良好, 2018 年建造完毕后写字楼可售总面积 3.93 万平米, 总套数 261 套, 同年销售面积达 3.28 万平米, 销售 216 套, 销售完成比例 83.35%, 2019 年完成写字楼交付进行收入确认, 收房率达 90%, 截止 2020 年写字楼仅剩余 27 套未销售。

图 31: 2019-2021 年公司商业地产收入 (百万元)



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

图 32: 亚欧国际外景图



资料来源: 百度图片, 中国银河证券研究院

四、盈利预测与估值

(一) 主营业务收入及毛利率预测

公司作为国内老牌商贸零售企业, 核心业务板块包括: (1) 专业市场管理; (2) 商贸百货零售; (3) 新零售及新消费品牌。具体拆分看:

(1) 专业市场管理: 专业市场管理产生的租金收入为目前上市公司核心利润贡献板块。考虑到公司下属的南京环北、杭州环北专业市场均拥有优质的区位条件,同时和商业模式以租金收入为主,历史上营收和毛利率变化较为稳定,除2020-2021年因疫情影响带来少数商户退租及租金减免影响外。我们预计,未来伴随疫情改善,公司商户租金减免措施将逐步退出,后续盈利能力有望恢复至疫情前;

表 4: 2022-2024 年公司专业市场营收、毛利预测

单位 (亿元)	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
专业市场营收	4.51	3.74	3.17	3.79	3.67	3.8	3.99
毛利	3.01	2.98	2.42	2.88	2.79	3.00	3.15
毛利率 (%)	66.6	79.7	76.2	76.1	76.1	79	79

资料来源: 公司公告, Wind, 中国银河证券研究院

(2) 商贸百货: 公司目前百货零售业务主要为兰州的亚欧商厦,考虑短期疫情影响及近年电商渠道对线下购物渠道影响,我们预计商贸百货业务2022-2024年收入仍处于恢复性增长过程,毛利率在公司进一步加强精细化管理的支撑下有望保持稳定;

表 5: 2022-2024 年公司商贸百货营收、毛利预测

单位 (亿元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
商贸百货	1.77	1.54	1.61	1.67	1.71
毛利率 (%)	45.1	46.4	45	45	45

资料来源: 公司公告, Wind, 中国银河证券研究院

(3) 新零售&新消费业务: 公司新零售业务主要以丽尚美链、海旅黑虎为经营主体,我们预计2022年丽尚美链将贡献主要业绩增量;海旅黑虎受益于海南免税政策以及渠道布局拓展的战略下,有望成为中期的成长看点。新消费品牌目前仍处于培育期,短期贡献有限,我们暂不纳入盈利预测。

表 6: 2022-2024 年公司新零售业务预测

单位 (亿元)	2021	2022E	2023E	2024E
新零售	0.15	6.0	7.8	10.1
毛利率 (%)	7.7	10	10	10

资料来源: 公司公告, Wind, 中国银河证券研究院

期间费用假设: 公司传统的专业市场管理及百货业务已进入发展成熟阶段,在营销、人员、研发等费用上的新增投入较小。增量业务中,新零售短期增量主要为进口跨境电商供应链业务,该业务属于轻资产运营模式,且伴随销售规模扩大,公司对产业链上、下游的议价能力将得到提升,销售费用及管理费用有望随规模扩大下降。综合考虑,我们预计公司销售费用率、管理费用率分别为5%/3.5%/3.2%、12%/8.5%/7.6%。

公允价值变动: 公司持有兰州银行5260万股,持股成本约为2.21元/股。受益于2022年兰州银行IPO,公司于1Q22确认公允价值变动损益2.02亿元。

（二）估值分析及投资建议

综合前文预测，我们预计公司 2022-2024 年营收各为 11.5/16.7/19.1 亿元，归母净利各为 2.9/2.1/2.4 亿元，对应 PE 各为 19/25/22X。考虑公司传统业务资产优质且盈利较为稳定，以及丽水国资入主后公司治理结构逐步理顺，未来战略上将加快向新零售、新消费领域转型，有望培育新的利润增长曲线，综合可比公司 2023 年平均 33.9X 市盈率并考虑公司未来新零售业务有望提供二次成长曲线，我们给予公司 2023 年一定估值溢价 40X PE，对应目标价 10.4 元，首次覆盖，给予“推荐”评级。

表 7：A 股可比公司市盈率

证券代码	可比公司	股价	总市值	EPS (亿元)			PE		
				2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
600859.SH	王府井	23.75	270 亿	1.10	1.24	1.42	22.4	20.0	17.3
600827.SH	百联股份	12.06	215 亿	0.33	0.45	0.53	37.7	27.4	23.4
002251.SZ	步步高	6.38	55 亿	0.18	0.22	-	37.7	31.5	-
002277.SZ	友阿股份	4.53	63 亿	0.10	0.12	0.07	46.5	40.2	64.2
601888.SH	中国中免	209.49	4090 亿	5.53	7.66	9.62	42.0	29.5	23.4
002163.SZ	海南发展	13.39	113 亿	0.13	0.24	0.31	109.9	59.6	44.8
平均值							49.4	34.7	34.6

资料来源：Wind，中国银河证券研究院注：收盘股价日期为 2022 年 7 月 6 日

五、风险提示

1、疫情对公司传统业务仍有影响，若疫情持续扰动，则公司传统业务盈利恢复可能低于预期；

2、新零售市场竞争激烈，公司业务团队若不能及时跟随市场趋势变化，则业务拓展速度可能低于预期；

3、公允价值变动损益风险，公司持有兰州银行股份，其股价波动将对公司业绩产生影响。

六、附录

(一) 公司财务预测表

资产负债表				利润表					
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	404.77	1167.76	2256.02	2745.79	营业收入	642.67	1148.00	1667.00	1910.00
现金	147.20	864.34	1558.73	1666.93	营业成本	197.16	720.26	1150.85	1339.45
应收账款	40.74	-14.24	64.55	10.55	营业税金及附加	39.06	34.44	50.01	57.30
其它应收款	10.46	42.50	31.56	44.89	营业费用	37.84	57.40	58.35	61.12
预付账款	8.76	17.87	36.49	45.08	管理费用	120.22	137.76	141.70	145.16
存货	170.23	229.92	537.32	950.96	财务费用	26.24	0.00	0.00	0.00
其他	27.37	27.37	27.37	27.37	资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00
非流动资产	3109.70	2966.46	2816.37	2694.96	公允价值变动收益	-0.05	0.00	0.00	0.00
长期投资	99.38	132.51	176.68	235.57	投资净收益	-0.47	11.48	16.67	19.10
固定资产	1318.47	1247.71	1160.56	1088.08	营业利润	218.52	413.06	317.77	361.80
无形资产	130.02	126.11	121.25	116.44	营业外收入	0.86	0.00	0.00	0.00
其他	1561.82	1460.13	1357.88	1254.87	营业外支出	1.29	0.00	0.00	0.00
资产总计	3514.47	4134.22	5072.38	5440.75	利润总额	218.08	413.06	317.77	361.80
流动负债	1200.03	1509.99	2209.82	2306.84	所得税	64.20	103.27	79.44	90.45
短期借款	119.98	79.80	39.62	19.44	净利润	153.88	309.80	238.33	271.35
应付账款	147.85	252.30	387.06	208.25	少数股东损益	-0.94	15.49	23.83	27.14
其他	932.20	1177.89	1783.14	2079.16	归属母公司净利润	154.82	294.31	214.50	244.22
非流动负债	472.55	472.55	472.55	472.55	EBITDA	378.62	376.80	463.70	491.09
长期借款	446.67	446.67	446.67	446.67	EPS (元)	0.20	0.38	0.28	0.32
其他	25.88	25.88	25.88	25.88					
负债合计	1672.58	1982.54	2682.37	2779.39	主要财务比率	2021A	2022E	2023E	2024E
少数股东权益	2.30	17.79	41.62	68.76	营业收入	7.23%	78.63%	45.21%	14.58%
归属母公司股东权益	1839.59	2133.89	2348.39	2592.60	营业利润	42.30%	89.03%	-23.07%	13.86%
负债和股东权益	3514.47	4134.22	5072.38	5440.75	归属母公司净利润	78.65%	90.10%	-27.12%	13.86%
					毛利率	69.32%	37.26%	30.96%	29.87%
现金流量表					净利率	24.09%	25.64%	12.87%	12.79%
经营活动现金流	192.10	777.82	760.40	166.27	ROE	8.42%	13.79%	9.13%	9.42%
净利润	153.88	309.80	238.33	271.35	ROIC	7.00%	5.41%	6.78%	7.22%
折旧摊销	129.49	176.37	194.27	180.30	资产负债率	47.59%	47.95%	52.88%	51.08%
财务费用	34.29	0.00	0.00	0.00	净负债比率	90.81%	92.14%	112.23%	104.44%
投资损失	0.47	-11.48	-16.67	-19.10	流动比率	0.34	0.77	1.02	1.19
营运资金变动	-131.06	304.28	346.15	-264.37	速动比率	0.17	0.59	0.75	0.75
其它	5.02	-1.15	-1.67	-1.91	总资产周转率	0.18	0.28	0.33	0.35
投资活动现金流	-385.18	-20.50	-25.83	-37.88	应收帐款周转率	15.77	-80.61	25.83	181.00
资本支出	-285.43	1.15	1.67	1.91	应付帐款周转率	4.35	4.55	4.31	9.17
长期投资	-137.26	-33.13	-44.17	-58.89	每股收益	0.20	0.38	0.28	0.32
其他	37.51	11.48	16.67	19.10	每股经营现金	0.25	1.01	0.98	0.21
筹资活动现金流	-250.85	-40.18	-40.18	-20.18	每股净资产	2.38	2.76	3.04	3.35
短期借款	19.81	-40.18	-40.18	-20.18	P/E	35.17	18.50	25.39	22.30
长期借款	-33.33	0.00	0.00	0.00	P/B	2.96	2.55	2.32	2.10
其他	-237.33	0.00	0.00	0.00	EV/EBITDA	13.80	13.83	9.65	8.85
现金净增加额	-444.11	717.14	694.39	108.20					

插图目录

图 1: 丽尚国潮股权架构图	3
图 2: 丽尚国潮历年营收构成 (按业务)	5
图 3: 公司 2016-2021 年营收及增速	5
图 4: 公司 2016-2021 年毛利率(%)	5
图 5: 公司 2016-2021 年归母净利润及增速	6
图 6: 公司 2016-2021 年归母净利润率 (%)	6
图 7: 我国进口跨境电商行业发展三阶段	7
图 8: 2012-2018 年中国进口跨境电商市场交易规模	8
图 9: 2013-2018 年进口跨境电商用户规模	8
图 10: 丽尚美链股权结构	8
图 11: 天猫国际 2015-2017 年销售结构 (按品类)	9
图 12: 2013-2018 年进口跨境电商平台竞争格局	9
图 13: 海旅黑虎股权结构	9
图 14: 海旅黑虎 2020-2021 年 1-8 月财务情况 (万元)	10
图 15: 海旅免税 2020-2022 年一季度财务情况	10
图 16: 中、美、日人均可支配收入 (人民币)	10
图 17: 中美商品零售总额对比 (人民币)	10
图 18: 2018 年有 4 亿城市人口属于宽裕小康阶级	11
图 19: 80-00 后占中国消费主体人口的 46%	11
图 20: 2021 年关注“国潮”的群体年龄分布	11
图 21: 中国消费者国产品牌 VS 海外品牌关注度对比	11
图 23: 杭州环北市场子公司历年净利润 (亿元)	13
图 24: 杭州环北市场区位概况	13
图 25: 南京环北市场子公司历年净利润 (亿元)	13
图 26: 南京环北市场区位概况	13
图 27: 亚欧商厦一楼布局	14
图 28: 亚欧商厦内景	14
图 29: 2019-2021 年公司百货零售收入 (百万元)	15
图 30: 2019-2021 年公司百货零售毛利率	15
图 31: 2019-2021 年公司商业地产收入 (百万元)	15
图 32: 亚欧国际外景图	15

表格目录

表 1: 丽尚国潮历史沿革	3
表 2: 丽尚国潮高管介绍	4
表 3: 2018-2021 年进口跨境电商行业重要政策梳理	7
表 4: 2022-2024 年公司专业市场营收、毛利预测	16
表 5: 2022-2024 年公司商贸百货营收、毛利预测	16
表 6: 2022-2024 年公司新零售业务预测	17

表 7: A 股可比公司市盈率 17

分析师简介及承诺

顾熹闻，社会服务业首席分析师，同济大学金融学硕士。长期从事社服及相关出行产业链研究，曾任职于海通证券、民生证券、国联证券，2022年7月加入中国银河证券。

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。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的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级标准

行业评级体系

未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）相对于基准指数（交易所指数或市场中主要的指数）

推荐：行业指数超越基准指数平均回报 20%及以上。

谨慎推荐：行业指数超越基准指数平均回报。

中性：行业指数与基准指数平均回报相当。

回避：行业指数低于基准指数平均回报 10%及以上。

公司评级体系

推荐：指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。

谨慎推荐：指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10% - 20%。

中性：指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。

回避：指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险，应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

北京市丰台区西营街 8 号院 1 号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

崔香兰 0755-83471963 cuixianglan@chinastock.com.cn

上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn

陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

北京地区：唐 聆 010-80927722 tangmanling_bj@chinastock.com.cn