

新零售打开增长空间，疫情影响业绩承压

投资评级：买入（维持）

报告日期：2022-10-24

主要观点：

收盘价 (元)	6.33
近 12 个月最高/最低 (元)	7.62/5.04
总股本 (百万股)	773
流通股本 (百万股)	773
流通股比例 (%)	99.91
总市值 (亿元)	49
流通市值 (亿元)	49

● 事件

公司发布 2022 年三季报，前三季度实现营收 6.25 亿元 (+26.53%)，归母净利润为 1.22 亿元 (-7.35%)，扣非后归母净利润 0.26 亿元 (-80.28%)；Q3 实现营收 1.93 亿元 (+1.20%)，实现归母净利润-0.35 亿元 (-158.99%)，扣非后归母净利润 0.12 亿元 (-80.55%)。

● 专业市场业务为营收主体，新零售业务助力增长

专业市场管理业务 2022Q3 实现营收 9644.7 万元 (+6.84%)，营收占比为 50.1%，为营收贡献主体；**新零售业务** 借助线上线下相融合的方式，实现快速发展，2022Q3 新零售业务实现营收 5757.9 万元，营收占比为 29.9%；**商贸百货零售业务** 2022Q3 实现营收 2464.3 万元 (-61.9%)，占比为 12.8%，主要由于疫情反复，影响线下客流。

● 疫情影响叠加培育新零售业务，业绩承压

2022Q3 毛利率为 45.1% (-24.0pct)，其中专业市场管理业务毛利率为 68.7% (-2.5pct)，商贸百货业务毛利率为 34.1% (-33.2pct)，新零售业务毛利率为 4.8%，毛利率下降主要由于：(1) 商贸百货业务成本相对刚性，疫情影响下毛利率下降；(2) 新零售业务处于培育期毛利率较低，占比提升影响整体毛利率。2022Q3 净利率为-18.8% (-50.1pct)，主要系持有兰州银行股份有限公司-4681.75 万元公允价值损益。

● 投资建议

短期来看，公司通过调改、降低转租率等方式提升专业市场管理业务盈利能力，叠加疫情逐步好转，业绩有望实现稳定增长；中长期来看，公司培育新的国潮品牌、布局跨境电商赛道，有望实现业绩持续增长。我们预计公司 2022~2024 年 EPS 分别为 0.21、0.18、0.20 元/股，对应当前股价 PE 分别为 31、36、32 倍，维持“买入”评级。

● 风险提示

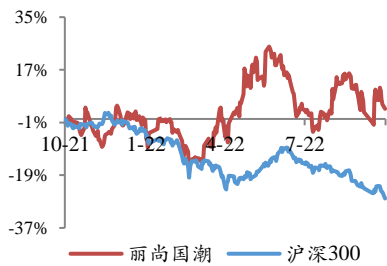
局部地区疫情反复；新零售业务进展不及预期；行业竞争加剧。

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	643	841	1010	1113
收入同比 (%)	7.2%	30.9%	20.1%	10.2%
归属母公司净利润	155	159	138	153
净利润同比 (%)	78.6%	3.0%	-13.8%	11.1%
毛利率 (%)	69.3%	44.5%	45.9%	44.9%
ROE (%)	8.4%	8.2%	6.6%	6.8%
每股收益 (元)	0.21	0.21	0.18	0.20
P/E	28.95	30.70	35.60	32.04

资料来源：wind，华安证券研究所

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

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	2021A	2022E	2023E	2024E	会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	405	866	910	1018	营业收入	643	841	1010	1113
现金	147	472	599	773	营业成本	197	467	547	614
应收账款	41	-21	52	-8	营业税金及附加	39	34	42	48
其他应收款	10	28	17	28	销售费用	38	47	55	58
预付账款	9	12	17	21	管理费用	120	129	145	156
存货	170	348	198	177	财务费用	26	20	18	17
其他流动资产	27	27	27	27	资产减值损失	0	0	0	0
非流动资产	3110	3493	4029	4398	公允价值变动收益	0	90	0	0
长期投资	99	133	177	236	投资净收益	0	0	0	0
固定资产	1318	1572	1923	2075	营业利润	219	237	206	223
无形资产	130	173	227	258	营业外收入	1	0	0	0
其他非流动资产	1562	1616	1701	1829	营业外支出	1	0	0	0
资产总计	3514	4359	4939	5416	利润总额	218	237	206	223
流动负债	1200	1988	2461	2815	所得税	64	78	68	71
短期借款	120	80	40	19	净利润	154	159	137	152
应付账款	148	509	464	590	少数股东损益	-1	0	0	-1
其他流动负债	932	1399	1957	2206	归属母公司净利润	155	159	138	153
非流动负债	473	423	393	363	EBITDA	379	775	897	901
长期借款	447	397	367	337	EPS (元)	0.21	0.21	0.18	0.20
其他非流动负债	26	26	26	26					
负债合计	1673	2411	2853	3178					
少数股东权益	2	2	2	1					
股本	773	773	773	773					
资本公积	338	338	338	338					
留存收益	728	835	972	1125					
归属母公司股东权	1840	1947	2084	2237					
负债和股东权益	3514	4359	4939	5416					

主要财务比率				
会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力				
营业收入	7.2%	30.9%	20.1%	10.2%
营业利润	42.3%	8.3%	-13.2%	8.7%
归母公司净利润	78.6%	3.0%	-13.8%	11.1%
获利能力				
毛利率 (%)	69.3%	44.5%	45.9%	44.9%
净利率 (%)	24.1%	19.0%	13.6%	13.7%
ROE (%)	8.4%	8.2%	6.6%	6.8%
ROIC (%)	7.0%	4.4%	5.8%	6.1%
偿债能力				
资产负债率 (%)	47.6%	55.3%	57.8%	58.7%
净负债比率 (%)	90.8%	123.7%	136.8%	142.0%
流动比率	0.34	0.44	0.37	0.36
速动比率	0.17	0.24	0.27	0.28
营运能力				
总资产周转率	0.19	0.21	0.22	0.22
应收账款周转率	30.91	86.64	66.27	50.86
应付账款周转率	1.02	1.42	1.12	1.16
每股指标 (元)				
每股收益	0.21	0.21	0.18	0.20
每股经营现金流	0.25	1.80	1.84	1.64
每股净资产	2.38	2.52	2.69	2.89
估值比率				
P/E	28.95	30.70	35.60	32.04
P/B	2.56	2.52	2.35	2.19
EV/EBITDA	13.80	6.46	5.36	5.08

现金流量表				
会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	192	1389	1425	1271
净利润	154	159	137	152
折旧摊销	129	609	673	661
财务费用	34	20	18	17
投资损失	0	0	0	0
营运资金变动	-131	691	596	441
其他经营现金流	290	-622	-459	-288
投资活动现金流	-385	-902	-1209	-1030
资本支出	-285	-418	-580	-342
长期投资	-137	-574	-629	-688
其他投资现金流	38	90	0	0
筹资活动现金流	-251	-163	-88	-67
短期借款	20	-40	-40	-20
长期借款	-33	-50	-30	-30
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0
其他筹资现金流	-237	-72	-18	-17
现金净增加额	-444	325	128	174

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达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。