

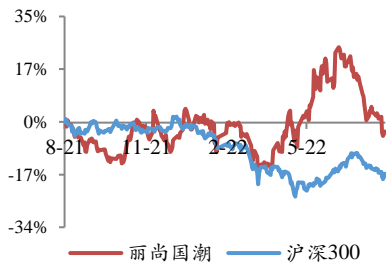
## 专业市场修复可期，新零售打造第二增长曲线

投资评级：买入（首次）

报告日期：2022-08-07

收盘价(元)	6.00
近12个月最高/最低(元)	7.70/5.09
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)	46
流通市值(亿元)	46

### 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：

#### ● 传统零售：疫情好转叠加改革赋能，业绩改善可期

由于疫情反复下，隔离管控措施趋严，线下消费客流大幅下降，传统零售业务受到冲击，经营承压。公司在疫情期间积极探索新的业绩增长点：

**(1) 商贸零售：**公司推出了线上商城，不断丰富线上商品品类，利用短视频APP加强广告宣传营销力度，促进线上消费，同时构建私域流量，引流线下消费。**(2) 专业市场管理：**①对杭州和南京专业市场进行门店改造升级、调改商品品类、搭建数据分析平台、挖掘新的服务亮点，提升坪效；②进一步提升出租率、降低转租率。随着疫情得到有效控制，改革成果显现，双重利好下，公司有望实现稳定增长。

#### ● 新零售：抓住发展新机遇，布局国潮+跨境电商

**(1) 国潮：**随着经济发展、文化自信、90后逐步成为消费主体，消费需求趋于多样化、个性化，2016~2021国货品牌关注度从45%提升到75%。产业链的完善、小红书、抖音等内容电商的崛起为国潮品牌发展提供了助力，元气森林、薇诺娜等国货品牌兴起。公司投资了肌理研颜等品牌，推进新国货品牌的孵化。

**(2) 跨境电商：**为了引导消费回流，跨境电商进口政策渐进放开，单次交易限额提升至5000元，清单商品达到1476个，跨境电商试点城市、综合试验区范围逐步扩大，跨境电商市场成长空间广阔，预计2024年达到5.26万亿元（2019~2024CAGR为16.3%）。公司借助自身电商运营以及头部主播资源优势，成立丽尚美链完善供应链，投资旅投黑虎弥补品牌端不足，切入跨境电商赛道，有望分享政策红利。

#### ● 投资建议：

短期来看，专业市场管理业务贡献业绩主要增量，公司通过调改、降低转租率等方式提升盈利能力，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0.28、0.19、0.21元/股，对应当前股价PE分别为22、32、29倍。首次覆盖，给予“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	786	943	1033
收入同比(%)	7.2%	22.4%	19.9%	9.6%
归属母公司净利润	155	214	145	161
净利润同比(%)	78.6%	38.2%	-32.0%	10.5%
毛利率(%)	69.3%	49.2%	49.5%	48.3%
ROE(%)	8.4%	10.4%	6.6%	6.8%

每股收益 (元)	0.21	0.28	0.19	0.21
P/E	28.95	21.69	31.90	28.88

资料来源: wind, 华安证券研究所

## 正文目录

1 深耕百货零售+专业市场管理，转型新消费 .....	5
2 商贸零售：区域优势显著，布局线上助力复苏 .....	8
3 专业市场管理：修复拐点已至，稳定增长可期 .....	10
4 新零售：积极求新求变，发力国潮+跨境电商 .....	12
4.1 敏锐捕捉需求变化，切入国潮消费赛道 .....	12
4.2 抓住政策红利释放机遇，布局跨境电商业务 .....	15
4.2.1 政策放开引导消费回流，跨境电商市场空间广阔 .....	15
4.2.2 统筹内外资源，拓展跨境电商业务 .....	18
盈利预测及投资建议： .....	19
盈利预测 .....	19
投资建议 .....	20
风险提示： .....	20
财务报表与盈利预测 .....	21

## 图表目录

图表 1 公司发展历程	5
图表 2 公司股权结构 (截至 2022Q2)	6
图表 3 董事会与高管层成员介绍 (截至 2022Q1)	6
图表 4 营收及增速	7
图表 5 归母净利润/扣非后归母净利润及增速	7
图表 6 各业务收入变化 (亿元)	8
图表 7 各业务收入占比 (%)	8
图表 8 亚欧商厦地理位置	8
图表 9 亚欧商厦品牌布局	9
图表 10 线上商城	10
图表 11 线上商品品类	10
图表 12 杭州环北地理位置	10
图表 13 南京环北地理位置	10
图表 14 杭州环北布局	11
图表 15 南京环北布局	11
图表 16 杭州环北净利润及增速	11
图表 17 南京环北净利润及增速	11
图表 18 专业市场管理业务净利润及占比	12
图表 19 专业市场管理业务毛、净利率	12
图表 20 中国/日本人均 GDP 对比	13
图表 21 中国/日本 GDP 增速对比	13
图表 22 中国/美国 GDP 对比	13
图表 23 2011~2021 年“国潮”百度指数上涨 528%	13
图表 24 中国品牌关注度提升	14
图表 25 2021 年热度较高国潮品类	14
图表 26 2021 年“国潮”相关内容关注年龄分布	14
图表 27 2020 年中国消费主体人口占比	14
图表 28 中国、美国制造业增加值对比 (万亿美元)	15
图表 29 全球价值链网络	15
图表 30 出境游人次及增速	16
图表 31 出境游消费支出及增速	16
图表 32 全球个人奢侈品消费市场变化趋势 (单位: 十亿元)	16
图表 33 中国奢侈品市场境内外消费占比	16
图表 34 跨境电子商务零售进口政策调整	17
图表 35 跨境电商进口市场规模及增速	18
图表 36 跨境电商进口用户规模 (亿)	18
图表 37 旅投黑虎股权结构	19
图表 38 盈利预测	19

## 1 深耕百货零售+专业市场管理，转型新消费

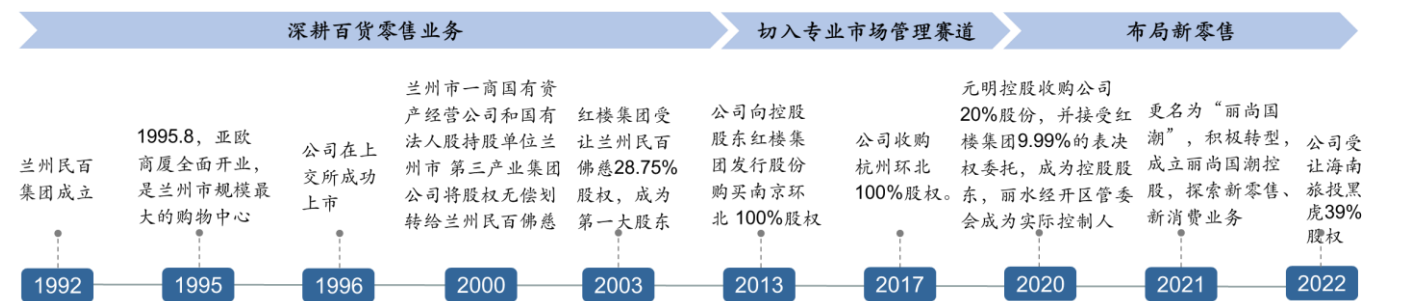
兰州丽尚国潮实业集团股份有限公司（后简称“丽尚国潮”或“公司”）是国内大型商贸企业之一，主要经营专业市场管理、商贸百货零售和新消费新零售业务，主要分布于南京、杭州及甘肃兰州地区。公司主要发展历程如下：

**(1) 1992~2012 深耕商贸百货零售业务：**公司成立于 1992 年，前身为兰州民主西路百货大楼。公司持续深耕百货零售业务，1995 年亚欧商厦全面开业，商场营业面积净增 2.5 万平方米，全年销售额和利润额分别是 1992 年的 3.15 倍和 6.77 倍。1996 年，公司成功在上交所上市。公司 2000 年由兰州民百佛慈接手后，由于兰州商品零售市场竞争异常激烈，且要面对大型连锁超市、大卖场、专卖店等多种零售业态的冲击而持续亏损，2003 年引入战略投资者红楼集团作为第一大股东，之后积极调整、改革，成功扭亏为盈。

**(2) 2013~2019 切入专业市场管理赛道：**2013 年，公司收购控股股东红楼持有的南京环北 100% 的股权，成功切入专业市场赛道，业务地域范围从兰州地区扩展到了经济更为发达的南京地区，提高了公司的市场占有率和抗风险能力；2017 年，公司收购了杭州环北 100% 的股权，进一步夯实了专业市场管理业务。

**(3) 2020~至今布局新零售业务：**2020.6 元明控股接替红楼集团成为公司控股股东，丽水经开区管委会成为实际控制人。2021 年公司更名为“丽尚国潮”，并将办公地点从兰州迁至杭州，利用国资背景以及区域优势转型升级。2021 年公司成立丽尚国潮控股，参股肌理研颜，布局新国货赛道；2021 年公司合资成立丽尚美链，2022.4 收购旅投黑虎 39% 股权，拓展跨境电商业务。

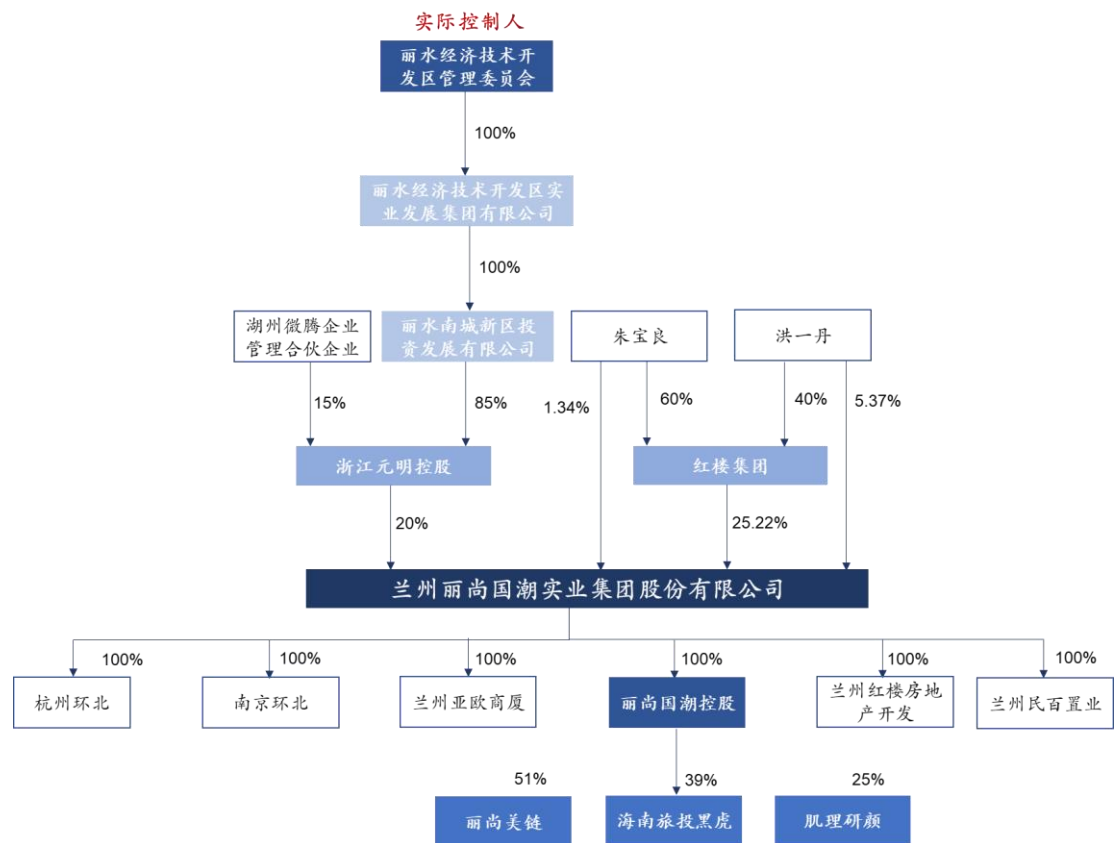
图表 1 公司发展历程



资料来源：公司公告，华安证券研究所

**股权结构集中，国资背景赋能新零售业务发展。** **股权集中：**2020.6 红楼集团将所持公司 20% 的股份转让给元明控股，同时委托元明控股行使其持有公司 9.99% 股份的表决权，并且红楼集团承诺放弃剩余持有股份的全部表决权。截至 2022Q2，元明控股持股 20%，拥有 29.99% 的表决权，红楼集团持股 25.22%（表决权已放弃），实际控制人为丽水经济开发区管理委员会，股权结构相对集中。**国资背景赋能：**公司背靠丽水经开区管委会，旗下产业资源丰富，资金实力雄厚，有望助力公司新业务布局。

图表 2 公司股权结构 (截至 2022Q2)



资料来源：公司公告，华安证券研究所

**董事会与管理层改组, 助力公司业务拓展。**2020.9 公司对董事会和管理层进行改组, 选举叶茂担任董事长, 原公司董事长洪一丹担任总经理。(1) 叶茂时任丽水经济技术开发区实业发展集团副董事长, 有望助力改善公司营商环境和融资条件。(2) 洪一丹在公司任职多年, 对公司业务发展有着深刻理解, 有望更好利用专业市场管理、百货零售业务积累的品牌效应、渠道、供应链资源优势助力公司转型。

图表 3 董事会与高管层成员介绍 (截至 2022Q1)

姓名	职务	任职时间	背景
叶茂	董事长	2020.9	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	副董事长	2020.9	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, 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。
洪一丹	总经理	2020.9	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。
黄成安	财务总监	2021.7	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。
黄爱美	董事会秘书	2021.7	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。

资料来源：公司公告，华安证券研究所

**营收略有恢复，租金减免取消增厚利润。**2020 年实现营收 5.99 亿元 (-68.16%)，收入大幅下降主要是由于执行新收入准则，百货零售业务联营模式按照净额法确认收入，写字楼销售减少，以及受新冠疫情影响，百货零售业务销售下滑，专业市场减免租金收入综合所致。2021 年公司实现营收 6.43 亿元，同比增长 7.23%，主要系公司专业市场管理收入及新零售等业务收入增加所致；扣非后归母净利润 1.57 亿元，同比增长 76.14%，主要系 2021 年商品房实测绘补差，存货结转成本减少以及疫情下供应商扣点、商户租金减免等扶助措施取消带来成本下降所致。

分业务来看，

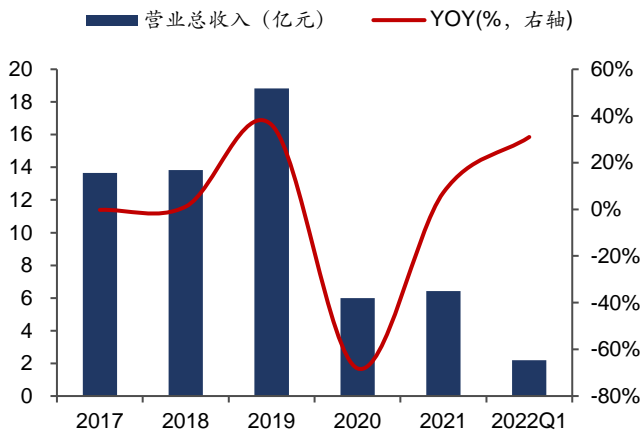
(1) **专业市场管理业务**：2021 年实现营收 3.79 亿元 (+19.34%)，占总营收 59% (+6pct)，主要系杭州、南京等地疫情得到有效控制，公司不断提高续租率和出租率、降低转租率，使得营业收入增加。

(2) **商贸百货零售业务**：2021 年实现营收 1.54 亿元 (-12.40%)，占总营收 24% (-5pct)，主要因为兰州地区疫情反复，亚欧商厦停业所致。

(3) **商品房业务**：亚欧国际写字楼可售实测绘总面积 4.12 万平方米，总套数 261 套，2019 年项目写字楼部分竣工，截止 2021 年已售面积 3.44 万平方米，已售 235 套，未售 26 套。2021 年销售总额 818.36 万元，累计销售完成比例 83.44%，未出售面积 6,828.70 平方米。2021 年实现收入 0.48 亿元，主要系已售房产实测绘补差。

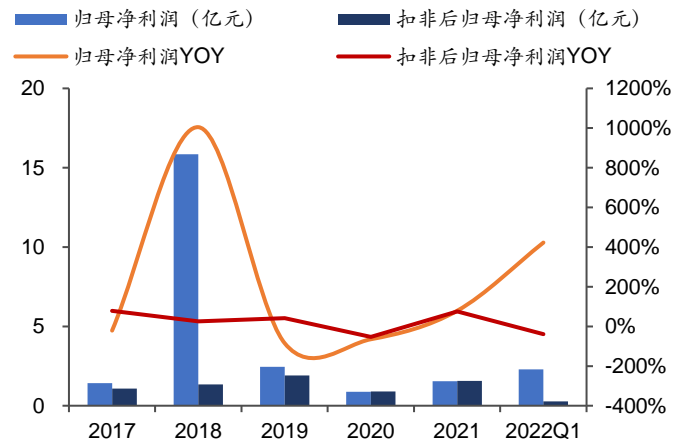
(4) **新零售业务**：公司拓展新零售业务，2021 年初步实现收入 0.15 亿元。

图表 4 营收及增速



资料来源：公司公告，华安证券研究所

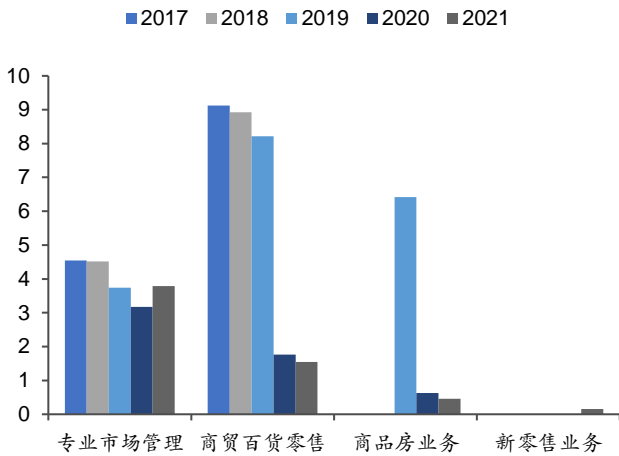
图表 5 归母净利润/扣非后归母净利润及增速



资料来源：公司公告，华安证券研究所

注：2018 年归母净利润大幅增加主要由于子公司杭州环北受让上海永菱 90% 的股权和上海乾鹏 100% 的股权

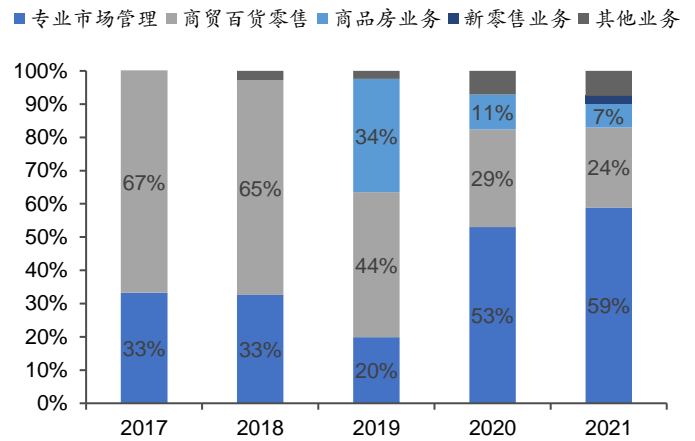
图表6 各业务收入变化 (亿元)



资料来源：公司公告，华安证券研究所

注：商贸百货零售包括批发零售、餐饮客房

图表7 各业务收入占比 (%)



资料来源：公司公告，华安证券研究所

注：商贸百货零售包括批发零售、餐饮客房

## 2 商贸零售：区域优势显著，布局线上助力复苏

一般情况下，成熟的商业体成败 60% 来自于区位优势，30% 来自于在驻品牌竞争力，10% 来自于运营调改等方面，亚欧商厦作为公司商贸百货零售业务经营主体，在兰州区域优势显著，具体来看：

(1) **地理位置优越，客流量大。**亚欧商厦营业面积约 4 万平方米，地处兰州商业圈的中心地段—百年商业旺市的张掖路与中山路的交汇处，毗邻全市最大的公共汽车枢纽站—西关什字以及“天下黄河第一桥”—中山桥，地理位置优越，日客流量高峰期达 20 万人（次）。

图表8 亚欧商厦地理位置

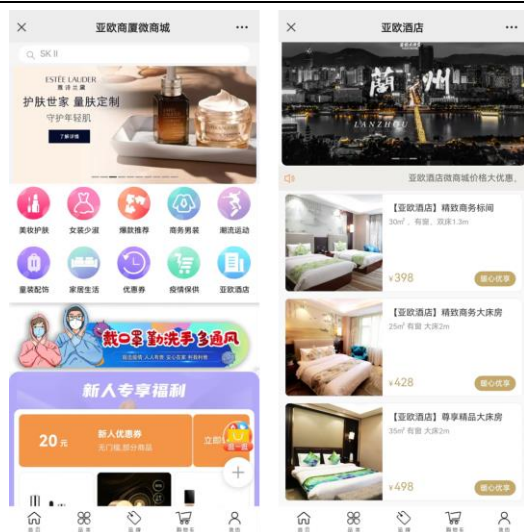


资料来源：百度地图，华安证券研究所

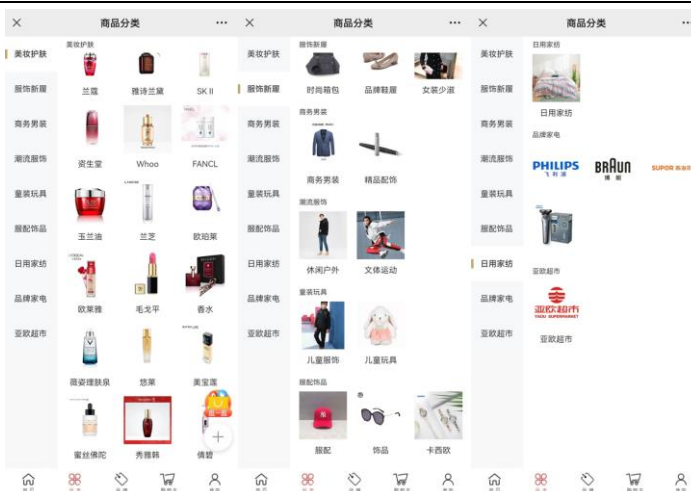




图表 10 线上商城



图表 11 线上商品品类



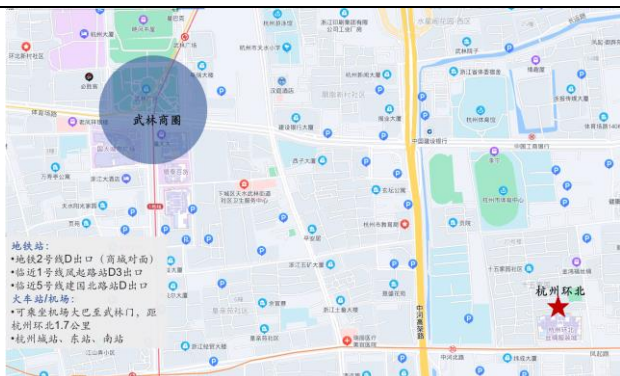
资料来源：亚欧商厦微信公众号，华安证券研究所

资料来源：亚欧商厦微信公众号，华安证券研究所

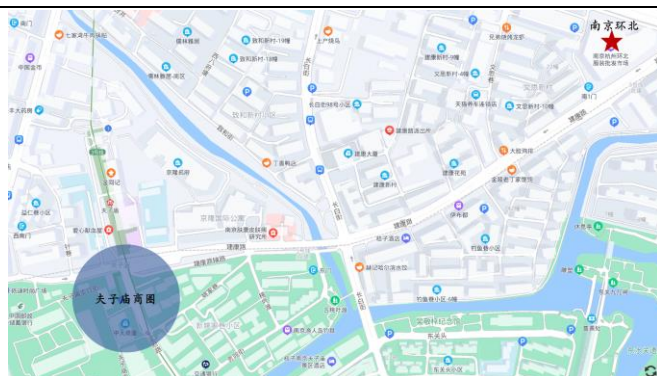
### 3 专业市场管理：修复拐点已至，稳定增长可期

“人+货+场”优势显著，发展为全国/区域核心专业市场。(1) 杭州环北：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，人流集中，商业氛围浓郁，具备天然的“人+货+场”优势。市场建筑面积 8.09 万平米，主要经营时尚女装、品牌男装及丝绸产品，共有商位 2321 间，是杭州地区大型的服装专业批发市场，客户主要分布在浙江、河南、安徽、江苏、山东、河北、湖南等省，覆盖国内知名二级服装批发市场及周边省份的大量采批客户，在行业拥有较高的知名度及美誉度。市场与全国几十家市场、商超、连锁、线上平台等保持了密切的合作关系，形成产业集群效应，已成为立足杭城、面向华东、辐射全国的专业服装采批市场。(2) 南京环北：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，建筑面积 4.73 万平米，现有商户 1200 余户，相关从业人员 3000 多人。服装批发为主零售为辅，采取和其他批发市场差异化经营的策略，具有独立的竞争优势，辐射至周边 2 小时经济圈城市。

图表 12 杭州环北地理位置



图表 13 南京环北地理位置



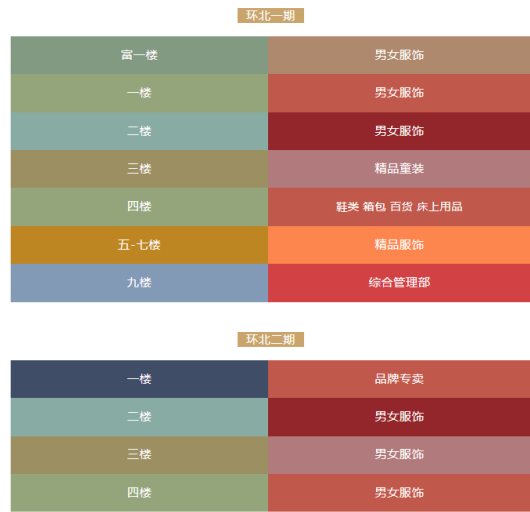
资料来源：百度地图，华安证券研究所

资料来源：百度地图，华安证券研究所

图表 14 杭州环北布局



图表 15 南京环北布局



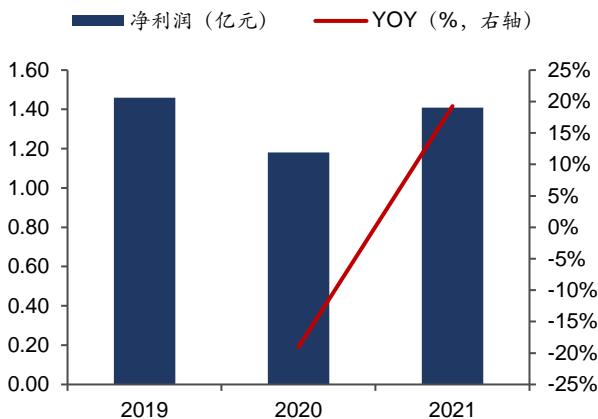
资料来源：亚欧商厦微信公众号，华安证券研究所

资料来源：亚欧商厦微信公众号，华安证券研究所

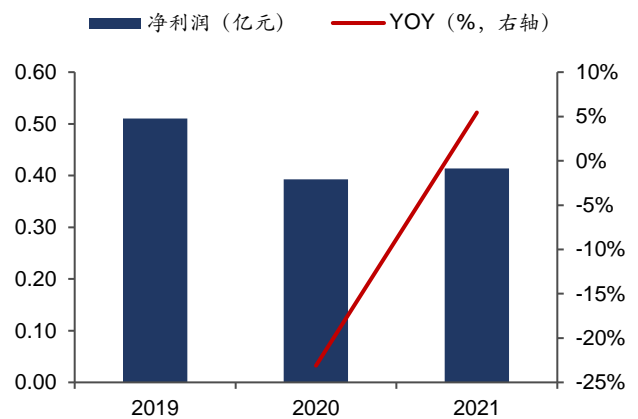
**固定租金+服务费，现金流稳定。**专业市场管理业务采用商铺租赁的形式，与从事经营的商户签订商铺租赁合同，明确规定租赁期限、租金和经营用途等。商户自行办理国家要求的行业相关资质和营业执照，并独立自主开展经营活动，公司提供场地及物业运营管理、水电、市场环境管理等服务。公司采用固定租金方式收取租赁费用，并按合同约定收取物业费、广告费、管理费等，充分保证了现金流的稳定。

**业绩主要贡献，毛净利率水平高。**2020 年受疫情影响，公司不同程度延长商户租期或减免租金及其他费用，业绩略有下降，杭州、南京专业市场分别实现净利润 1.18 亿元 (-19%)、0.39 亿元 (-23%)。2021 年疫情得到有效控制，公司不断提高续租率和出租率、降低转租率，业绩有所恢复，杭州、南京专业市场分别实现净利润 1.41 亿元(+19%)、0.41 亿元 (+5%)。2019~2021，专业市场管理业务毛、净利率分别维持在 80%、50% 左右，净利润占比分别为 80%、181%、118%，贡献业绩主要增量。

图表 16 杭州环北净利润及增速



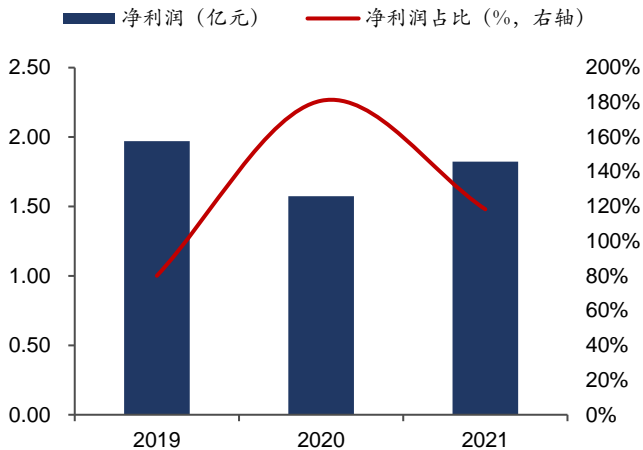
图表 17 南京环北净利润及增速



资料来源：公司公告，华安证券研究所

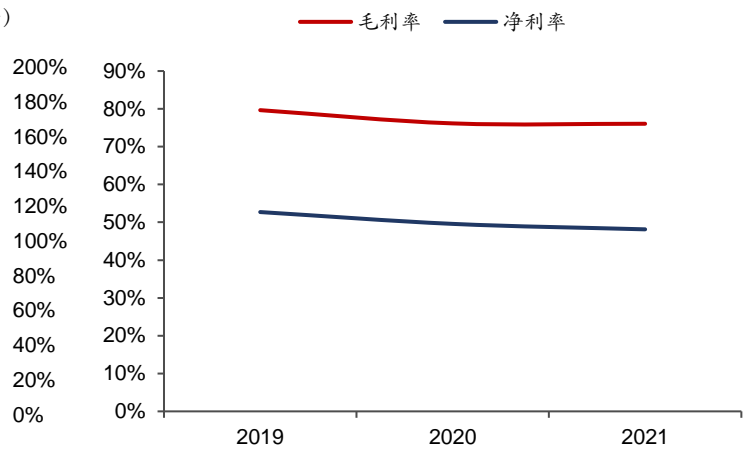
资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 18 专业市场管理业务净利润及占比



资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 19 专业市场管理业务毛、净利率



资料来源：公司公告，华安证券研究所

**转型升级+降低转租率，盈利能力有望进一步提升。(1) 转型：**公司持续对杭州和南京专业市场进行门店改造升级，凸显品牌定位；调改商品品类，提升坪效；逐渐搭建数据分析平台，打造“云仓”管理模式，降本增效；挖掘商品供应链服务、培训服务、店播平台支持等新经济服务亮点，拓宽盈利渠道。**(2) 进一步提升出租率、降低转租率：**2021 年杭州环北出租率从 93.9% 提高到 98.6%；南京环北出租率 93%，比 2020 年均有所提高。杭州环北与南京环北租户属于长期合作，杭州环北转租率较高，租金议价空间较大，公司有望进一步降低转租率，提升盈利能力。

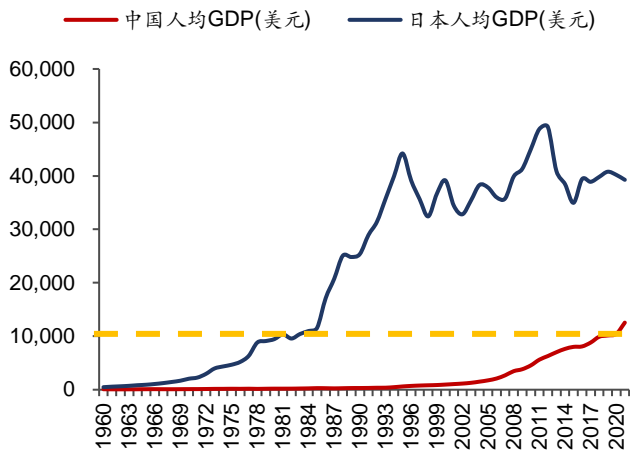
## 4 新零售：积极求新求变，发力国潮+跨境电商

### 4.1 敏锐捕捉需求变化，切入国潮消费赛道

需求端、供给端、渠道端协同共振，国潮消费兴起。具体来看，

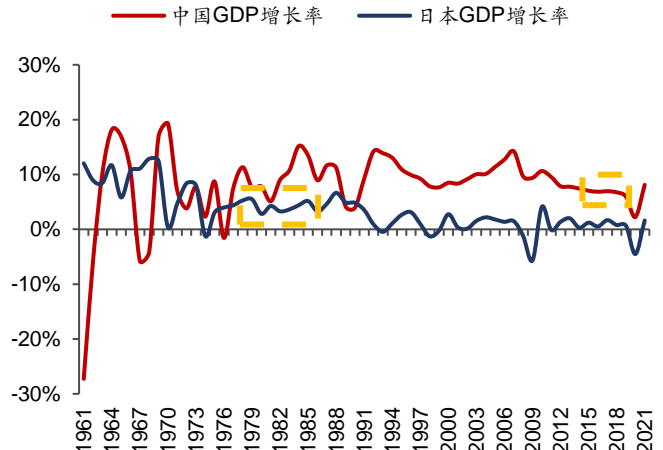
**(1) 需求端：①经济腾飞：**中国国潮兴起的经济环境与 20 世纪 80 年代日本国潮兴起时类似，一方面经过多年快速发展，2019 年中国人均 GDP 水平超 1 万美元，消费升级，消费需求趋向多样化、个性化；另一方面经济增速也从高速增长逐步过渡到换挡期，消费更趋于理性，在注重品质的同时，也更关注性价比。

图表 20 中国/日本人均 GDP 对比



资料来源：聚汇数据，华安证券研究所

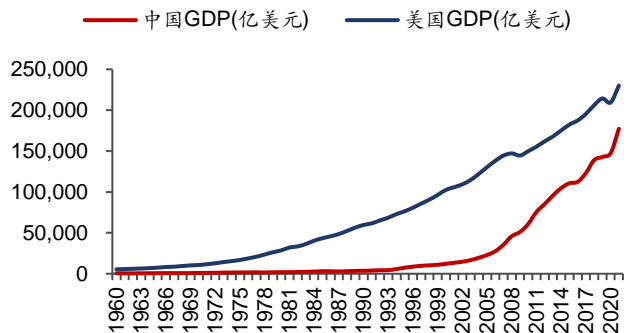
图表 21 中国/日本 GDP 增速对比



资料来源：快易数据，华安证券研究所

②文化自信：改革开放以来，中国经济快速发展，GDP 总量仅次于美国，综合国力显著增强，民族自信心提升，叠加中美贸易冲突、积极有效负责的疫情防控措施，进一步激发了民族热情。根据百度国潮骄傲搜索大数据，2011~2021 年，“国潮”搜索热度上涨 528%，2016~2021 中国品牌关注度从 45%提升到 75%，其中手机、服饰、汽车、美妆等品类关注度位居前列。

图表 22 中国/美国 GDP 对比



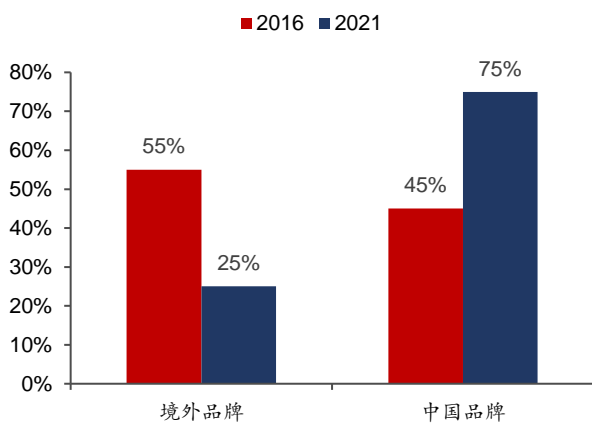
资料来源：聚汇数据，华安证券研究所

图表 23 2011~2021 年“国潮”百度指数上涨 528%



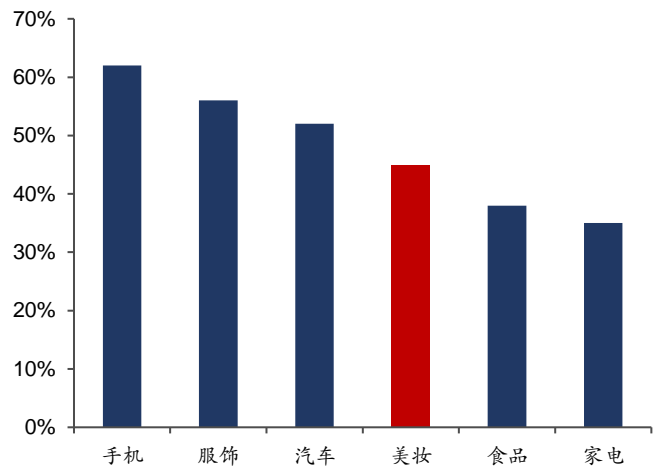
资料来源：百度指数，华安证券研究所

图表 24 中国品牌关注度提升



资料来源：百度，人民网研究院，华安证券研究所

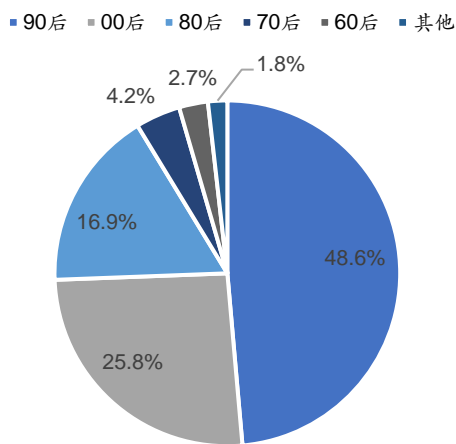
图表 25 2021 年热度较高国潮品类



资料来源：百度，人民网研究院，华安证券研究所

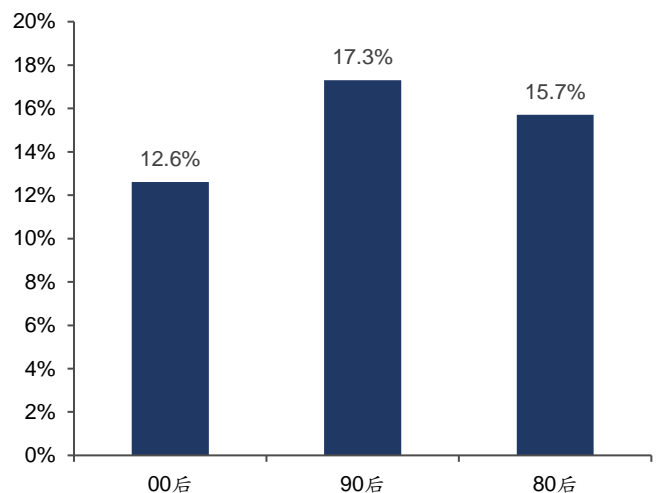
③代际更迭：随着消费结构代际更迭，90 后已经成为了中国消费的主力军，00 后也在逐步崛起，同时 90 后、00 后也是“国潮”热度主力人群。2021 年 90 后、00 后分别在“国潮”关注人群中占比 48.6%、25.8%，能够敏锐捕捉消费需求变化，占领消费心智的国潮品牌有望实现迎来了复兴、崛起新机遇。

图表 26 2021 年“国潮”相关内容关注年龄分布



资料来源：百度，人民网研究院，华安证券研究所

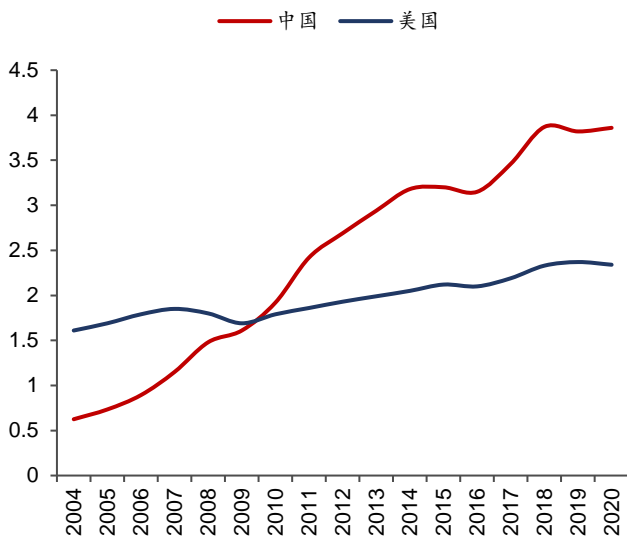
图表 27 2020 年中国消费主体人口占比



资料来源：艾媒咨询，华安证券研究所

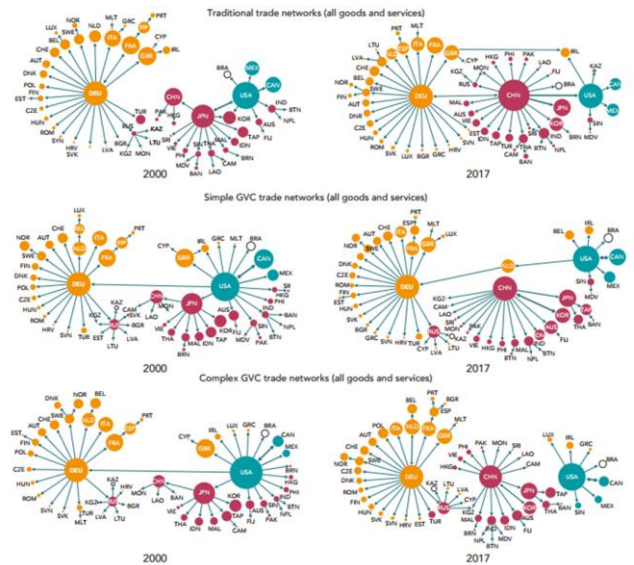
(2) 供给端：产业链完备，补足需求空白。中国加入世界贸易组织后，逐步以“生产加工制造中心”的定位融入了全球供应链体系，制造业增加值 2010 年赶超美国后一直处于领先地位，全球供应链也逐渐形成了以美国、德国和中国为局部核心的“三中心”格局。产业链的完善使得本土企业更容易抓住消费个性化趋势，推出新品类，比如元气森林、薇诺娜等国潮品牌。

图表 28 中国、美国制造业增加值对比 (万亿美元)



资料来源: 快易数据, 华安证券研究所

图表 29 全球价值链网络



资料来源: WTO, 华安证券研究所

**(3) 渠道端:** 国际大牌初入中国市场时, 标准化打法是抢占高线市场的优质渠道点位并找主流媒体营销, 以排他性的反复式灌输塑造独一无二的品牌形象。在此背景下, 国货只能深入下沉市场, 而电商渠道兴起后, 外资品牌的渠道优势被弱化, 电商使国货品牌可与外资品牌一同覆盖高线用户。随着抖音、小红书等内容电商崛起, 国货通过直播、UGC、短视频等方式强化内容输出, 实现快速拓客, 同时通过数字化技术实现精准营销, 打造私域流量, 提高消费黏性。

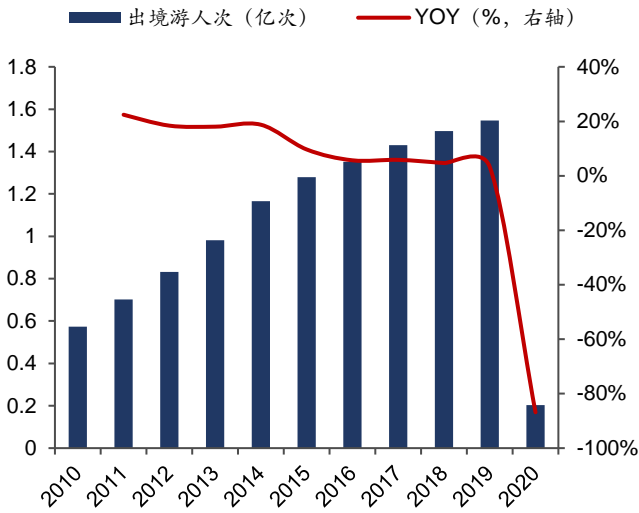
**转型升级, 打造女性消费国潮品牌。** 公司积极拓展新零售业务, 投资肌理研颜, 推进新国货品牌的孵化与女性新消费市场的战略布局, 具有: **(1) 专业研发团队:** 团队成员深耕功能性护肤赛道, 拥有多年经验, 掌握多种核心配方, 能够及时捕捉市场需求变化, 拓展 SKU; **(2) 高效运营团队:** 团队成员来自薇诺娜, 擅长功能性护肤品类研发、生产、渠道宣传、推广。

## 4.2 抓住政策红利释放机遇, 布局跨境电商业务

### 4.2.1 政策放开引导消费回流, 跨境电商市场空间广阔

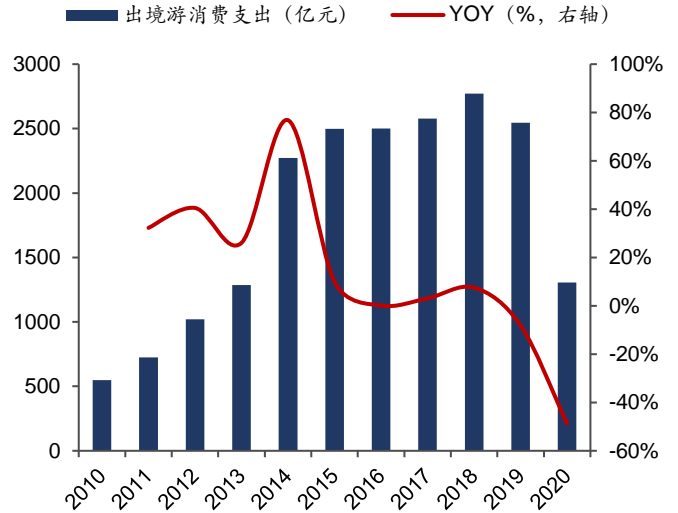
**出境游带动消费外流, 疫情下有所缓解。** 2019 年, 中国出境游人次达到 1.55 亿次 (2014~2019CAGR 为 5.8%), 带动出境游消费支出 2546.21 亿元 (2014~2019CAGR 为 2.3%)。据中国旅游研究院数据, 中国游客境外花费中购物占比为 40%, 2019 年境外购物支出约为 1000 亿元。从奢侈品市场来看, 2020 年中国奢侈品市场在全球占比为 40%, 预计 2020~2025 中国奢侈品市场 CAGR 为 6% (全球为 2%)。但由于税制原因, 国内外奢侈品价差较大, 且品类、数量有限, 导致 2019 年境内奢侈品消费占比仅为 32%, 奢侈品市场回流空间广阔。2020 年由于疫情影响出境游 (出境游人次同比下降 87%), 以及政策放宽引导消费回流, 2020 年境内奢侈品消费占比达到 70%~75%。

图表 30 出境游人次及增速



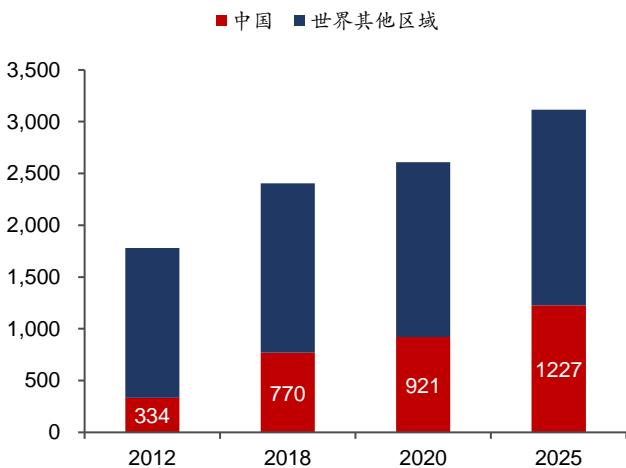
资料来源: UNWTO, 华安证券研究所

图表 31 出境游消费支出及增速



资料来源: UNWTO, 华安证券研究所

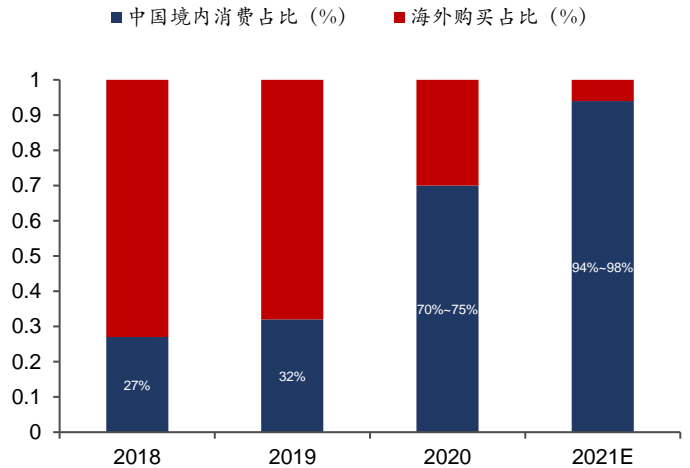
图表 32 全球个人奢侈品消费市场变化趋势 (单位: 十亿元)



资料来源: 麦肯锡, 华安证券研究所

注: 中国奢侈品市场包括国内、海外消费

图表 33 中国奢侈品市场境内外消费占比



资料来源: 贝恩, 华安证券研究所

**政策红利释放, 跨境电商迎来发展新机遇。**为了引导消费回流, 跨境电商进口政策渐进放开, 单次交易限额从 2000 元提升至 5000 元, 年度交易限额从 20000 元提升至 26000 元, 清单商品达到 1476 个, 跨境电商试点城市、综合试验区范围逐步扩大, 跨境电商市场成长空间广阔, 预计 2024 年达到 5.26 万亿元(2019~2024CAGR 为 16.3%), 跨境电商用户人数达到 3.1 万亿 (2019~2024CAGR 为 19.9%)。

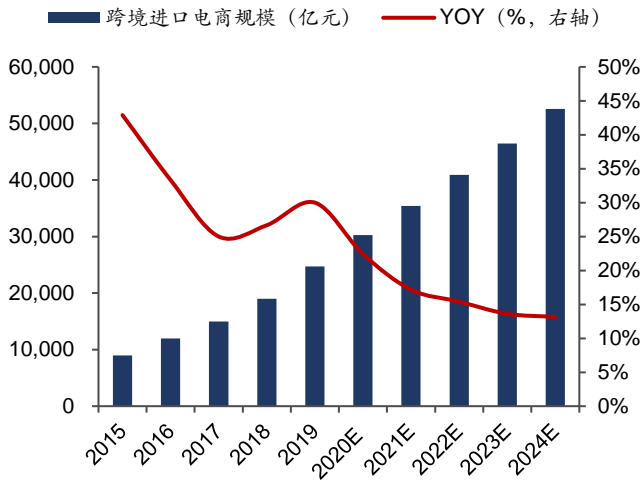


**图表 34 跨境电子商务零售进口政策调整**

颁布时间	政策	类型	主要内容
2012.5	国家发展改革委办公厅关于组织开展国家电子商务示范城市电子商务试点专项的通知	试点城市	2012年8月, 上海、重庆、杭州、宁波、郑州等 <b>5个城市</b> 获批 <b>跨境贸易电子商务试点</b>
2013~2015		试点城市	先后新增广州、深圳、天津、福州、平潭 <b>5个试点城市</b>
2015.3	国务院关于同意设立中国(杭州)跨境电子商务综合试验区的批复	综合试验区	同意设立中国(杭州) <b>跨境电子商务综合试验区</b>
2016.1	关于同意在天津等12个城市设立跨境电子商务综合试验区的批复》	综合试验区	同意在天津市、上海市、重庆市、合肥市、郑州市、广州市、成都市、大连市、宁波市、青岛市、深圳市、苏州市等 <b>12个城市</b> 设立 <b>跨境电子商务综合试验区</b>
2016.3	关于跨境电子商务零售进口税收政策的通知	交易限额	跨境电子商务零售进口商品的 <b>单次交易限值为人民币2000元, 个人年度交易限值为人民币20000元</b> 。在限值以内进口的跨境电子商务零售进口商品, 关税税率暂设为0%; 进口环节增值税、消费税取消免征税额, 暂按法定应纳税额的70%征收。
2016.4	十一部门关于公布跨境电子商务零售进口商品清单的公告	清单商品	清单共包括 <b>1142个8位税目商品</b> , 包括部分食品饮料、服装鞋帽、家用电器以及部分化妆品、纸尿裤、儿童玩具、保温杯等。
2016.4	跨境电子商务零售进口商品清单	清单商品	涉及 <b>151个8位税目商品</b> , 包括食品(如新鲜或干的生果)
2017.12	商务部新闻发布会	试点城市	自2018年1月1日起, 将过渡期政策使用的范围扩大至合肥、成都、大连、青岛、苏州等 <b>5个城市</b>
2018.7	国务院常务会	综合试验区	在北京、呼和浩特、沈阳等 <b>22个城市</b> 新设一批 <b>跨境电商综合试验区</b>
2018.11	关于完善跨境电子商务零售进口税收政策的通知	交易限额	将跨境电子商务零售进口商品的 <b>单次交易限值由人民币2000元提高至5000元, 年度交易限值由人民币20000元提高至26000元</b>
2018.11	关于调整跨境电商零售进口商品清单的公告	清单商品	<b>共计1321个商品</b> , 增加了葡萄汽酒、麦芽酿造的啤酒、健身器材等63个税目商品
2018.12	关于完善跨境电子商务零售进口监管有关工作的通知	试点城市	在北京、天津、上海、杭州等 <b>37个城市(地区)</b> 试点 <b>跨境电商零售进口监管政策</b>
2019.12	国务院关于同意在石家庄等24个城市设立跨境电子商务综合试验区的批复	综合试验区	同意在石家庄市、太原市、银川市等 <b>24个城市</b> 设立 <b>跨境电子商务综合试验区</b>
2019.12	跨境电子商务零售进口商品清单(2019年版)	清单商品	纳入了部分近年来消费需求比较旺盛的商品, 增加了冷冻水产品、酒类等 <b>92个税目商品, 共计1413个</b>
2020.1	关于扩大跨境电商零售进口试点的通知	试点城市	将石家庄、秦皇岛、乌鲁木齐等 <b>50个城市(地区)</b> 和 <b>海南全岛</b> 纳入跨境电商零售进口试点范围
2020.4	国务院关于同意在雄安新区等46个城市和地区设立跨境电子商务综合试验区的批复	综合试验区	同意在雄安新区、大同等 <b>46个城市和地区</b> 设立 <b>跨境电子商务综合试验区</b>
2021.3	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	试点城市	将跨境电商零售进口试点 <b>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)</b> , 开展 <b>网购保税进口(海关监管方式代码1210)业务</b>
2022.1	关于调整跨境电子商务零售进口商品清单的公告	清单商品	增加了滑雪用具、家用洗碟机、番茄汁等 <b>29项</b> 近年来消费需求旺盛的商品, 删除了刀剑 <b>1个商品, 清单商品数达到1476个</b>
2022.2	国务院关于同意在鄂尔多斯等27个城市和地区设立跨境电子商务综合试验区的批复	综合试验区	同意在鄂尔多斯市、扬州市、阿拉山口市等 <b>27个城市和地区</b> 设立 <b>跨境电子商务综合试验区</b>

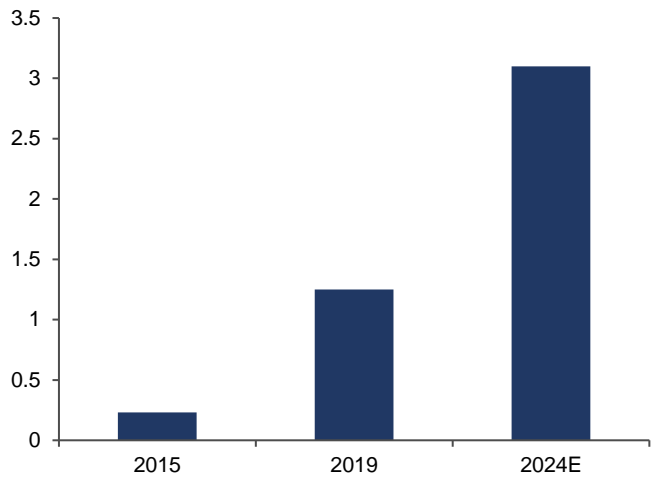
资料来源: 财政部, 商务部, 海关总署, 华安证券研究所

图表 35 跨境电商进口市场规模及增速



资料来源：艾瑞咨询，华安证券研究所

图表 36 跨境电商进口用户规模 (亿)



资料来源：艾瑞咨询，华安证券研究所

#### 4.2.2 统筹内外资源，拓展跨境电商业务

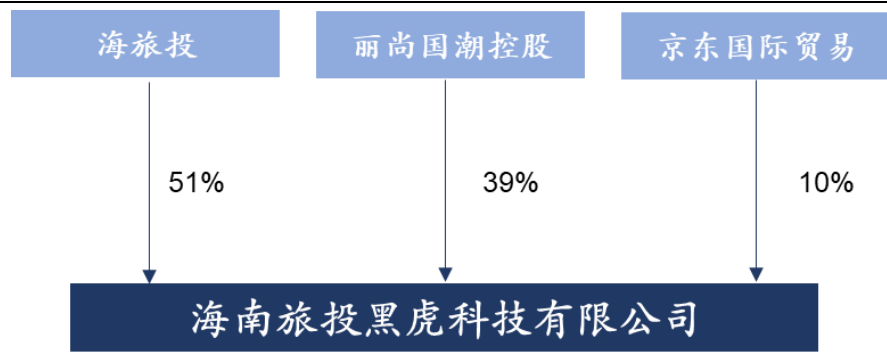
公司利用自身优势、设立子公司、投资旅投黑虎等方式，整合人、货、场资源，布局跨境电商业务：

**(1) 自身优势：**公司营销人员来自淘宝、抖音、小红书、欧莱雅等专业电商团队，运营经验丰富；公司与抖音、小红书、B 站、快手、瑞丽杂志等合作，积累了大量的私域客流量；公司网红主播资源雄厚，可以针对产品、平台定位进行精细化分销。公司有望通过资源协同，实现良性循环，形成持续盈利、高性价比的跨境电商生态链。

**(2) 设立子公司：**公司成立全资子公司 HK BEAUT HOLDING，与声量（衢州）合资成立控股子公司丽尚美链（其中公司持股 51%，声量（衢州）持股 49%），完善跨境电商供应链。丽尚美链团队积累了多年经验和专业优势，上游与多家大牌美妆合作，具有采购优势；下游在得物、天猫国际、淘宝 C 店、抖音、海拍客等优质平台上销售，具有渠道背书优势；通过整合上下游资源，优化供应链体系，有望赋能跨境电商发展。

**(3) 投资旅投黑虎：**公司投资旅投黑虎，有望发挥协同作用，实现资源整合：①旅投黑虎主要经营护肤品、母婴、日用品等商品，商品 SKU 超过 3000 个，货源丰富，补齐了公司品牌端不足。②旅投黑虎持有多个商场和门店，通过线上、线下结合的模式开展商品零售业务。线上打造“美好生活”电商平台，线下经营海旅跨境店、海口机场店等多家实体店，储备了优质商业区位的线下门店资源，有利于公司借鉴线上运营经验以及进行线下门店拓展。

图表 37 旅投黑虎股权结构



资料来源：企查查，华安证券研究所

## 盈利预测及投资建议：

### 盈利预测

**专业市场管理业务：**专业市场管理业务为公司业绩贡献主体，2022 年疫情反复下，政府出台纾困政策，公司响应号召为租户减免物业租金，在一定程度上影响本期利润；随着疫情逐步改善，我们预计 2023~2024 租金减免措施会取消。同时，杭州环北、南京环北地理位置优越，客流量较大，商户门店资源较为稀缺，租金议价空间较大，公司有望进一步降低转租率，提升毛利率。

**商贸零售业务：**商贸零售业务受疫情影响经营短期承压，随着疫情好转，有望逐步恢复增长；由于受电商渠道挤压，增速放缓，公司有望通过精细化管理进而实现降本增效。

**新零售业务：**公司新零售业务主要以国货美妆、跨境电商为主，受益于公司资源优势、头部主播带货影响力、跨境电商政策放开等因素，逐步实现放量增长，但由于目前尚处于培育阶段，投入成本较高，短期利润贡献有限。

图表 38 盈利预测

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营收 (亿元)	5.99	6.43	7.86	9.43	10.33
YOY (%)	-68.16%	7.23%	22.4%	19.90%	9.60%
成本 (亿元)	2.47	1.97	3.99	4.76	5.34
YOY (%)	-81.40%	-20.32%	102.54%	19.32%	12.17%
毛利率 (%)	58.72%	69.32%	49.22%	49.47%	48.28%
<b>分业务营收</b>					
专业市场管理	3.17	3.79	3.20	4.00	4.20
YOY (%)	-15.06%	19.30%	-15.50%	25.00%	5.00%
商贸零售	1.76	1.54	1.62	1.75	1.82
YOY (%)	-78.54%	-12.40%	5.00%	8.00%	4.00%
房地产经营及物业管理	0.63	0.46	0.05	0.05	0.05
YOY (%)	-90.16%	-27.32%	0.00%	0.00%	0.00%
新零售		0.15	2.50	3.13	3.75
YOY (%)				25.00%	20.00%

其他业务	0.42	0.48	0.49	0.50	0.51
YOY (%)			2.00%	2.00%	2.00%
<b>分业务成本</b>					
专业市场管理	0.76	0.91	0.79	0.95	0.98
YOY (%)	-0.45%	19.77%	-13.00%	20.00%	4.00%
商贸零售	0.97	0.83	0.88	0.94	0.97
YOY (%)	-86.20%	-14.41%	6.00%	7.00%	3.00%
房地产经营及物业管理	0.70	0.08	0.02	0.02	0.02
YOY (%)	-87.19%	-88.08%	0.00%	0.00%	0.00%
新零售		0.14	2.30	2.85	3.37
YOY (%)				24.00%	18.00%
其他业务	0.05	0.01	0.01	0.01	0.01
YOY (%)			2.00%	2.00%	2.00%
<b>毛利率 (%)</b>					
专业市场管理	76.16%	76.06%	75.35%	76.34%	76.57%
商贸零售	45.12%	46.38%	45.87%	46.37%	46.88%
房地产经营及物业管理	-11.50%	81.71%	70.00%	70.00%	70.00%
新零售		7.72%	8.00%	8.74%	10.26%
其他业务	89.29%	97.65%	97.65%	97.65%	97.65%

资料来源：公司公告，wind，华安证券研究所

注：商贸百货零售包括批发零售、餐饮客房

## 投资建议

短期来看，专业市场管理业务贡献业绩主要增量，公司通过调改、降低转租率等方式提升盈利能力，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 0.28、0.19、0.21 元/股，对应当前股价 PE 分别为 22、32、29 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复苏。

**新零售业务进展不及预期：**国潮品牌、跨境电商业务尚处于培育初期，面临管理、运营风险，不确定性较大。

**行业竞争加剧：**电商平台开始布局线下渠道，提升消费体验感，可能对零售业造成挤压。

**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
<b>流动资产</b>	405	696	761	767	<b>营业收入</b>	643	786	943	1033
现金	147	-603	17	-306	营业成本	197	399	476	534
应收账款	41	-23	51	-10	营业税金及附加	39	31	44	51
其他应收款	10	26	16	25	销售费用	38	39	52	54
预付账款	9	10	15	18	管理费用	120	120	137	145
存货	170	1258	634	1013	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
<b>非流动资产</b>	3110	3493	4029	4398	公允价值变动收益	0	140	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	<b>营业利润</b>	219	318	217	235
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
<b>资产总计</b>	3514	4189	4790	5165	<b>利润总额</b>	218	318	217	235
<b>流动负债</b>	1200	1711	2197	2441	所得税	64	104	72	75
短期借款	120	80	40	19	<b>净利润</b>	154	214	145	160
应付账款	148	414	434	484	少数股东损益	-1	0	0	-1
其他流动负债	932	1217	1723	1938	<b>归属母公司净利润</b>	155	214	145	161
<b>非流动负债</b>	473	423	393	363	EBITDA	379	806	909	913
长期借款	447	397	367	337	EPS (元)	0.21	0.28	0.19	0.21
其他非流动负债	26	26	26	26					
<b>负债合计</b>	1673	2134	2589	2804					
少数股东权益	2	2	1	1					
股本	773	773	773	773					
资本公积	338	338	338	338					
留存收益	728	942	1087	1248					
归属母公司股东权益	1840	2054	2199	2360					
<b>负债和股东权益</b>	3514	4189	4790	5165					

现金流量表					主要财务比率				
单位:百万元					会计年度				
会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E	
<b>经营活动现金流</b>	192	212	1917	774	<b>成长能力</b>				
净利润	154	214	145	160	营业收入	7.2%	22.4%	19.9%	9.6%
折旧摊销	129	609	673	661	营业利润	42.3%	45.3%	-31.5%	8.0%
财务费用	34	20	18	17	归属于母公司净利	78.6%	38.2%	-32.0%	10.5%
投资损失	0	0	0	0	<b>获利能力</b>				
营运资金变动	-131	-490	1081	-65	毛利率 (%)	69.3%	49.2%	49.5%	48.3%
其他经营现金流	290	563	-936	225	净利率 (%)	24.1%	27.2%	15.4%	15.6%
<b>投资活动现金流</b>	-385	-852	-1209	-1030	ROE (%)	8.4%	10.4%	6.6%	6.8%
资本支出	-285	-418	-580	-342	ROIC (%)	7.0%	5.0%	5.8%	6.1%
长期投资	-137	-574	-629	-688	<b>偿债能力</b>				
其他投资现金流	38	140	0	0	资产负债率 (%)	47.6%	50.9%	54.1%	54.3%
<b>筹资活动现金流</b>	-251	-110	-88	-67	净负债比率 (%)	90.8%	103.8%	117.7%	118.8%
短期借款	20	-40	-40	-20	流动比率	0.34	0.41	0.35	0.31
长期借款	-33	-50	-30	-30	速动比率	0.17	-0.35	0.04	-0.12
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	0.19	0.20	0.21	0.21
其他筹资现金流	-237	-20	-18	-17	应收账款周转率	30.91	86.64	66.27	50.86
<b>现金净增加额</b>	-444	-750	620	-324	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	0.28	0.19	0.21
每股经营现金流薄)	0.25	0.27	2.48	1.00
每股净资产	2.38	2.66	2.84	3.05

估值比率				
P/E	28.95	21.69	31.90	28.88
P/B	2.56	2.26	2.11	1.97
EV/EBITDA	13.80	7.22	5.65	5.92

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。