

**公司更名开启新篇章，国资入驻布局新赛道。**丽尚国潮于1992年成立，前身为“兰州民百股份有限公司”，主营百货、酒店、餐饮业务，为西北地区领先的商贸上市公司。2020年6月，丽水国资成为公司实控人，公司更名为“丽尚国潮”，国企背景优势赋能企业业务转型升级。2021年，公司管理层结合疫情下社会业态，利用浙江的区位优势，积极布局新消费赛道，推动公司在跨境电商业务及国潮板块上的发展。

**疫情好转下专业市场管理业务恢复正增长，积极谋求改造升级。**公司专业市场管理业务主体部分为南京环北和杭州环北两大主营服装批发市场，经营管理模式采用商铺租赁的形式，店铺租金贡献专业市场管理业务主要收入。从经营情况来看，南京环北子公司的净利润2017-2021年保持在4000-5000万元区间，2020年受疫情影响略有下滑，2021年随着疫情态势好转，净利润恢复正增长。杭州环北位于杭州凤起路黄金商圈核心区，具备天然的“人+货+场”优势，经营业绩稳健，2021年实现净利润1.41亿元。“疫情影响+电商业务兴起”的大背景下，公司积极谋求改造升级，启动数据分析平台与云仓建设赋能市场运营。

**战略投资旅投黑虎，卡位跨境渠道抢先布局。**2021年12月公司发布公告，丽尚国潮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%旅投黑虎股权。旅投黑虎为海旅免税控股子公司，线下运营有保亨呀诺达店、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，该保税仓库面积约2500平方米，为旅投黑虎与菜鸟合作运营。2020年旅投黑虎营收约为6429.88万元，旅投黑虎储备了优质商业区位的线下门店资源，预计未来会与公司自身零售渠道形成良好协同，同时完善公司区域规划布局。

**乘国潮之风培育新兴品牌，借渠道优势发力“新零售”。**公司提出“新零售、新物业、新科技、新时尚”的全新发展战略，重点瞄准女性消费市场，聚焦跨境电商以及供应链体系，并逐步布局零售产业链。公司主要进行三大方向上的调整：1) 对外投资旅投黑虎：实现双方在产品品类以及渠道布局上的资源整合及业务协同；2) 布局跨境电商业务：对接国外大牌美妆供应商，重点向得物及天猫国际等B端客户销售；3) 孵化国货品牌：通过投资丽水天机基金，成功孵化包括柯泰儿以及维尚丽在内的国货自有品牌。公司2022Q1新零售业务已实现营收6976.22万元，其中跨境业务营收占比达72.4%，成功实现短时间内业务迅速放量，未来有望构建公司第二增长曲线。

**投资建议：**我们认为，在免税政策以及国潮兴起的双重利好下，公司作为积极布局线上线下双渠道的商贸零售企业，能够受益于新零售业务持续放量、培育自有国产品牌以及线下消费总体好转。因此，我们预测公司2022-2024年间营业收入达9.11/9.99/10.81亿元，同比增长41.7%/9.8%/8.1%，归母净利润达2.87/1.67/1.88亿元，同比+85.1%/-41.6%/+12.7%。当前市值对应2022/2023/2024年PE为21X/35X/31X。我们认为，随着公司在免税等新零售业务上的持续放量，丽尚国潮未来或迎来明显的估值修复，当前估值区间处在合理水平。首次覆盖，给予“推荐”评级。

**风险提示：**疫情影响线下经营；新零售业务布局不及预期；公允价值变动损益波动超出预期。

### 盈利预测与财务指标

项目/年度	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	643	911	999	1,081
增长率(%)	7.2	41.7	9.8	8.1
归属母公司股东净利润(百万元)	155	287	167	188
增长率(%)	78.6	85.1	-41.6	12.7
每股收益(元)	0.20	0.37	0.22	0.24
PE	38	21	35	31
PB	3.2	2.8	2.6	2.4

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；(注：股价为2022年06月15日收盘价)

## 推荐

首次评级

当前价格：

7.47元


**分析师：刘文正**

执业证号：S0100521100009

电话：13122831967

邮箱：liuwenzheng@mszq.com

**分析师：辛泽熙**

执业证号：S0100521100001

电话：15000036033

邮箱：xinzexi@mszq.com

**研究助理：童嘉伟**

执业证号：S0100122010007

电话：18895665750

邮箱：tongjiawei@mszq.com

# 目录

<b>1 公司概况：适时切入新消费浪潮，营收水平逐步恢复</b>	<b>3</b>
1.1 发展历程：公司更名开启新篇章，国资入驻布局新赛道	3
1.2 股权结构：丽水国资委为公司实控人，公司资源网得到极大扩张	3
1.3 财务概况：营业能力逐渐恢复至疫情前水平	5
<b>2 传统业务：布局兰、宁、杭三地，百货餐饮与专业市场管理双轮驱动</b>	<b>8</b>
2.1 聚焦百货收缩商超，酒店餐饮尚处疫后修复阶段	8
2.2 专业市场管理：疫情好转下恢复正增长 积极谋求改造升级	11
<b>3 新业务亮点：布局跨境电商与海旅投协同发展，乘国潮之风培育新兴品牌</b>	<b>15</b>
3.1 跨境电商：投资旅投黑虎，实现“业务+区位”双协同	15
3.2 新零售：乘国潮之风培育新兴品牌，借渠道优势打造“第二曲线”	18
<b>4 盈利预测与投资建议</b>	<b>25</b>
4.1 盈利预测假设与业务拆分	25
4.2 估值分析与投资建议	26
<b>5 风险提示</b>	<b>28</b>
<b>插图目录</b>	<b>30</b>
<b>表格目录</b>	<b>31</b>

# 1 公司概况：适时切入新消费浪潮，营收水平逐步恢复

## 1.1 发展历程：公司更名开启新篇章，国资入驻布局新赛道

丽尚国潮于 1992 年成立，前身为“兰州民百股份有限公司”，主营百货、酒店、餐饮业务，为西北地区领先的商贸上市公司。从公司股权变化角度来看，公司发展历程可主要分为四个阶段：

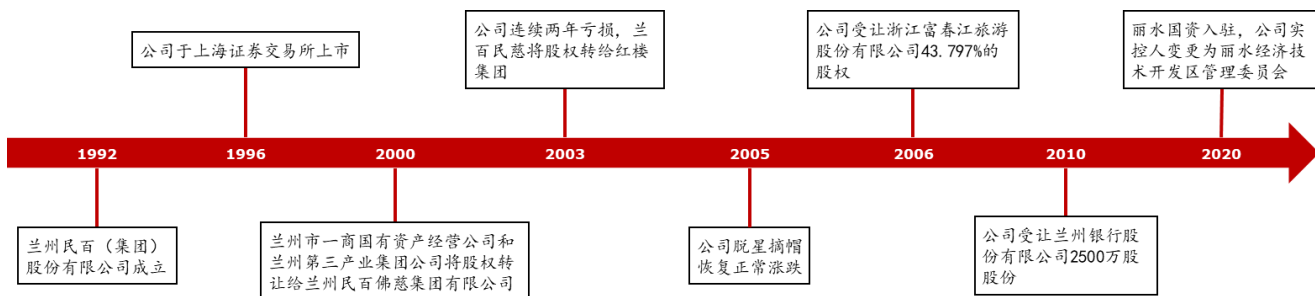
**(1) 初创成长，成功上市 (1992-2000 年)：**1992 年元兰州民主西路百货大楼、兰州第三产业集团公司和南京呈元建筑装饰有限公司以定向募集的方式成立“兰州民百股份有限公司”。公司业务覆盖面广，业绩快速增长，成为甘肃第一商贸企业。1996 年公司股票在上交所顺利上市，公司知名度与业务水平进一步提升。

**(2) 连续亏损，股权交接 (2001-2003 年)：**2000 年公司由兰州民百佛慈集团有限公司接手后，业绩连续两年亏损，陷入退市风险。随后红楼集团出手接过兰州民百的股份，成为公司第一大股东。董事局主席朱宝良凭借丰富的创业经历和经营经验，于 2005 年解除公司退市警报，成功扭转公司业绩亏损局面。

**(3) 多次注资，股权集中 (2004-2020 年)：**2013 年，红楼集团将南京环北市场注入公司，持股比例增加 22.2%。2014 年，红楼集团为解决资金链问题，多次减持公司股份，直至 2015 年年底，股权比例稳定在 35.03%。2017 年红楼集团将杭州环北注入公司，持股比例提高至 55.6%，公司股权高度集中。

**(4) 国资入场，转型升级 (2020-至今)：**2020 年 6 月，丽水国资入场，公司更名为“丽尚国潮”。公司控股股东由红楼集团转变为元明控股，实控人变为丽水经济技术开发区管理委员会，国企背景优势赋能企业业务转型升级。2021 年，公司管理层结合疫情下社会业态，利用浙江的区位优势，积极布局新消费赛道，推动公司在跨境电商业务的发展。

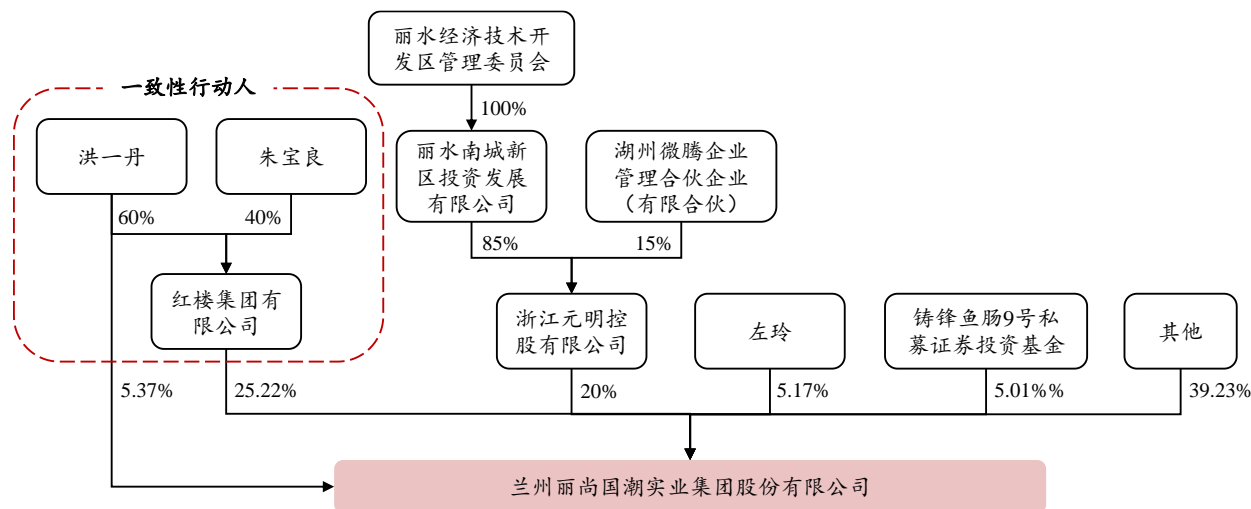
图 1：丽尚国潮发展历程



资料来源：公司公告、Wind，民生证券研究院

## 1.2 股权结构：丽水国资委为公司实控人，公司资源网得到极大扩张

**公司股权结构集中，国资控股全面推动公司业务升级。**截至 2022 年 3 月 31 日，公司实际控制人为丽水经济技术开发区管理委员会，通过控股股东浙江元明控股有限公司（拥有 29.99% 的表决权）间接持有 17% 的股份。原实际控制人红楼集团有限公司占股 25.22%，与其一致行动人洪一丹、朱宝良合计持有股份 30.59%。

**图 2：股权结构稳定集中（截至 2022 年一季报）**


资料来源：公司公告，民生证券研究院

**公司管理层各司其职，共助公司发展。**董事长叶茂公司管理经验丰富，同时任职丽水经济技术开发区实业发展集团有限公司副董事长，国资控股的从业经验或直接改善公司营商环境和融资条件。总经理洪一丹曾任职于红楼集团有限公司和兰州民百股份有限公司，任职多年熟知公司业务发展情况。张舟洋等其他高级管理人员长期任职于相应岗位，从业经验丰富。

**表 1：公司管理层经验丰富**

姓名	职位	履历
叶茂	董事长	曾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。现任丽水经济技术开发区实业发展集团有限公司党委委员、副董事长，本公司董事长。
石峰	董事、副董事长	曾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，本公司副董事长。
洪一丹	董事、总经理	曾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兼总经理，上海红楼控股集团有限公司执行董事、总经理，本公司董事、总经理。
张宏	董事	曾任桐庐中旅副总经理、桐庐宾馆总经理、浙江富春江旅游股份有限公司总经理，兰州民百（集团）股份有限公司董事长、南京环北执行董事，兰州红楼房地产开发有限公司董事长。现任红楼集团执行总裁，本公司董事。
张舟洋	董事	浙江大学金融学硕士，商业管理博士在读。曾任浦江县公安局民警，联储证券杭州分公司营销总监，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。现任之江实验室科技控股有限公司副总经理，浙江之科云创数字科技有限公司总经理，杭州之科创业投资管理有限公司董事，本公司董事。
黄爱美	董事会秘书	曾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。现任本公司董事会秘书。
黄成安	财务总监	曾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。现任本公司财务总监。

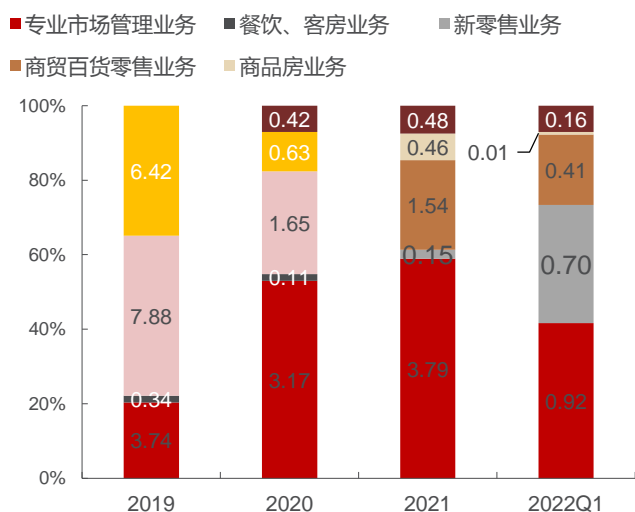
资料来源：公司公告，民生证券研究院



### 1.3 财务概况：营业能力逐渐恢复至疫情前水平

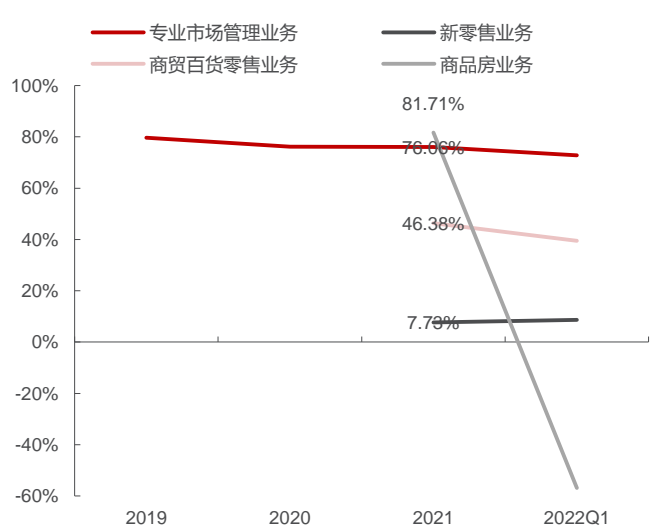
公司主营专业市场管理、新零售、商贸百货零售、商品房业务。专业市场管理为公司主要收入来源，新零售与商贸百货零售业务占比逐渐提升。2021 年公司专业市场管理/商贸百货零售/新零售业务/商品房业务营收分别为 3.79/0.15/1.54/0.46 亿元。公司 2021 年起开始布局新零售与商贸百货零售业务，且占比逐渐提升，2022Q1 新零售业务与商贸百货零售业务共占比从 2021 年的 26.71% 提升至 50.57%。从毛利率来看，专业市场管理毛利率较高，2021 年为 76.06%，系其行业特性所致，其余新零售业务/商贸百货零售业务/商品房业务分别为 7.73%/46.38%/81.71%，商品房业务 2021 年毛利率较高，主要原因为亚欧国际已售房产测绘补差收入增加，相关成本已经结转。

图 3：2019-2022Q1 年分行业营收情况（单位：亿元）



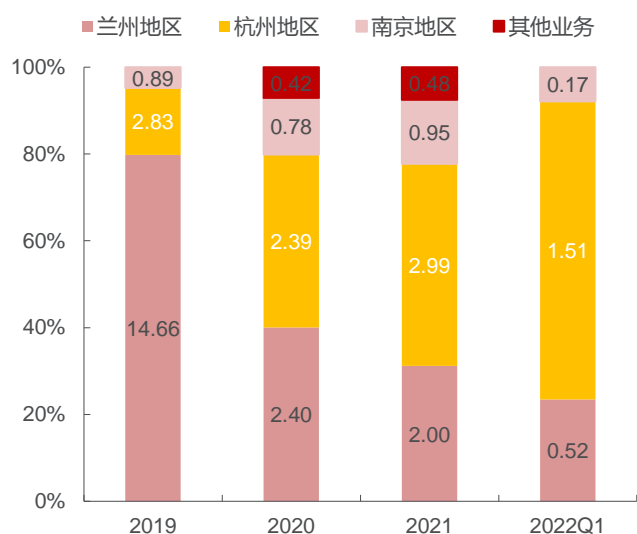
资料来源：公司公告，民生证券研究院

图 4：2019-2022Q1 分行业毛利率情况

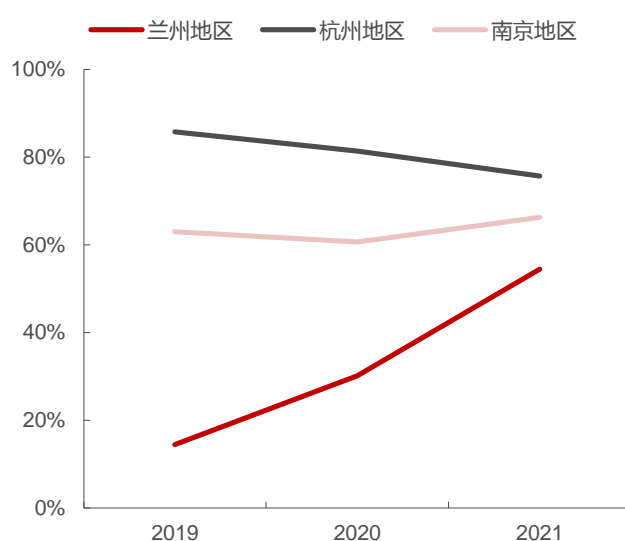


资料来源：公司公告，民生证券研究院（部分业务于 2021 年开始展业）

分地区来看，杭州地区收入逐渐增加，现已成第一大收入来源地。公司主要业务分布在兰州、杭州、南京地区，杭州与南京地区主营专业市场管理业务，近年由于疫情得到有效控制，续租率和出租率得到提高，专业市场管理业务营收得到增长，杭州、南京地区营收逐渐恢复甚至超过疫情前水平。杭州/南京地区 2021 年营收分别为 2.99/0.95 亿元，至 2022Q1 杭州地区营收占比增加至 68.60%。毛利率来看，因杭州与南京地区经营专业市场管理业务，毛利率处于领先地位。兰州地区近年来毛利率变化系兰州疫情影响商厦停业，主营业务成本与收入大幅下降导致。

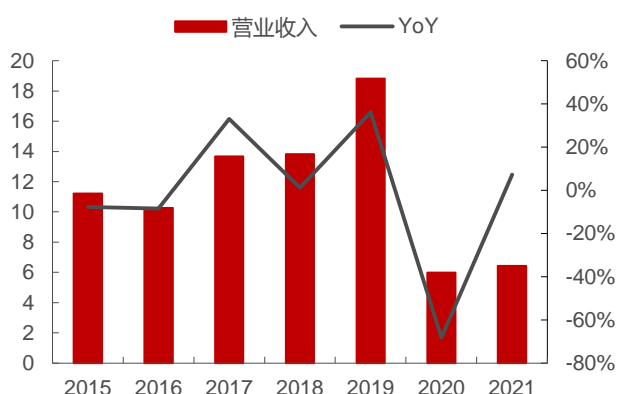
**图 5：2019-2022Q1 分地区营收情况 (单位：亿元)**


资料来源：公司公告，民生证券研究院

**图 6：2019-2021 年分地区毛利率情况**


资料来源：公司公告，民生证券研究院

**营收逐渐恢复，归母净利润提升明显。**丽尚国潮自 2015-2019 年间营业收入从 11.21 亿元增加至 18.83 亿元，4 年间 CAGR 约为 13.84%。2020 受疫情冲击，公司旗下除超市正常营业外，其余各行业均暂停营业长达一个多月，对公司总营收造成一定影响，同时同年执行新收入准则，导致 2020 年公司营收下滑。2021 年营收有所回暖，为 6.43 亿元，归母净利润为 1.55 亿元/YoY+78.65%。2018 年归母净利润较高由于公司该年出售子公司上海永菱和上海乾鹏所致。

**图 7：2015-2021 年公司营收情况(单位：亿元)**


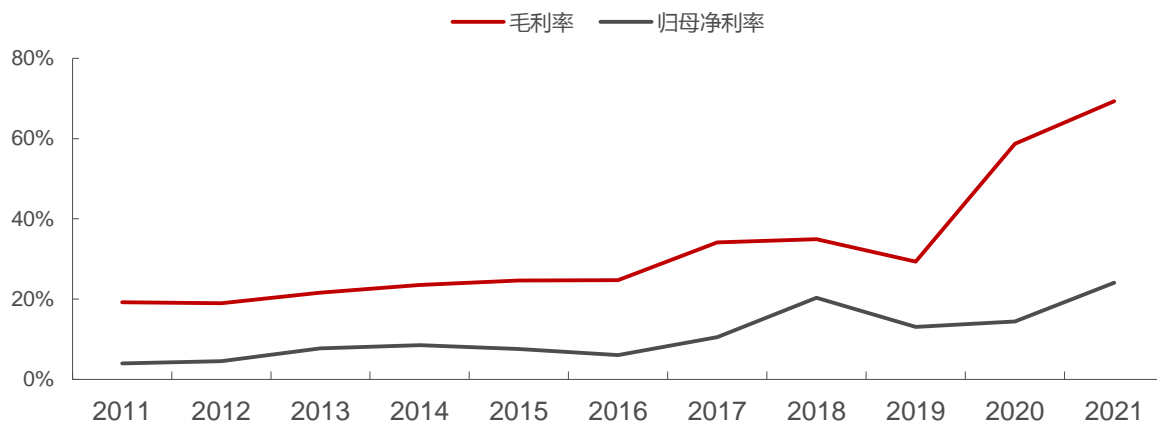
资料来源：丽尚国潮财报，民生证券研究院

**图 8：2015-2021 年公司归母净利润情况(单位：亿元)**


资料来源：丽尚国潮财报，民生证券研究院

**公司归母净利率持增加态势，毛利率有所上升。**2021 年公司营业收入增加，且营业成本下降，归母净利润从 2020 年 0.87 亿元增加至 2021 年为 1.55 亿元。2022Q1 归母净利润大幅上升由于净敞口套期收益大幅增加所致。公司毛利率近年逐渐增加，2020 年由于公司百货零售业执行新收入准则，营业收入与营业成本与上年同期差异较大，导致该年毛利率有所上升。2021 年公司亚欧国际已售房产测绘补差收入增加，相关成本已经结转，商品房业务毛利率大幅增加，导致公司总毛利率大幅增加。

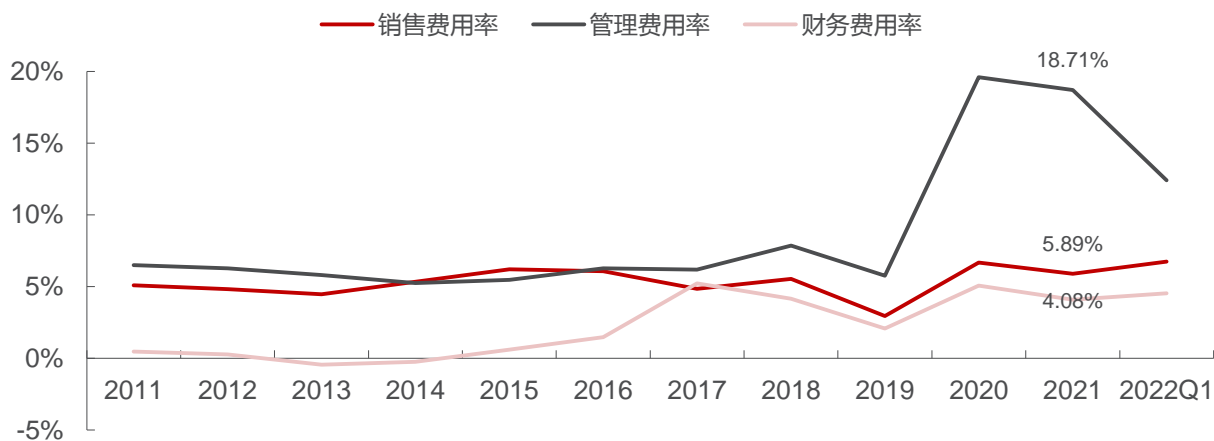
图 9：2011-2021 年公司盈利能力变化情况



资料来源：丽尚国潮财报，民生证券研究院

公司期间费用率基本保持稳定，疫情期间管理费用率由于营收下降大幅增加。2021 年销售费用率/管理费用率/财务费用率分别为 18.71%/5.89%/4.08%。管理费用率由于疫情期间营收下滑从而有明显提升，销售费用率及财务费用率保持稳定。

图 10：公司近年来费用率情况



资料来源：丽尚国潮财报，民生证券研究院

## 2 传统业务：布局兰、宁、杭三地，百货餐饮与专业市场管理双轮驱动

### 2.1 聚焦百货收缩商超，酒店餐饮尚处疫后修复阶段

#### 2.1.1 商超百货：线下韧性仍存，有望触底回升

公司百货零售业务为单店经营兰州核心商圈的亚欧商厦，包括精品超市、中高端百货及时尚、特色的轻餐饮品牌。经营模式以联营为主，自营和租赁为辅的方式经营管理。

公司商贸百货零售业务经营主体是兰州亚欧商厦及配套的精品超市。亚欧商厦地处兰州商业旺市核心商圈，日客流量高峰期达 20 万人次，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，经营精品超市、中高端名品百货、时尚特色的轻餐饮和宾馆酒店。

亚欧商厦经营国际国内高端美妆、服饰、珠宝等品类。美妆品牌兰蔻、雅诗兰黛、SKII 等国际知名品牌均已入驻多年，其中兰蔻单品牌 2019 年升级为铂金柜。珠宝首饰品牌周大福、老凤祥；鞋类品牌爱步、STELLALUNA；女装品牌 Song of Song、NEXY.CO 和男装品牌 C31 ROTC、路卡迪龙、萨巴蒂尼以及运动品牌 NIKE Kicks Lounge 等丰富了亚欧商厦的全品类经营。商厦同时打造了时尚小餐饮业态，已有海底捞、星巴克、喜茶等知名餐饮品牌和网红品牌入驻营业。

图 11：丽尚国潮旗下亚欧商厦外景



资料来源：公司官网，民生证券研究院

图 12：亚欧商厦位于兰州市核心区位

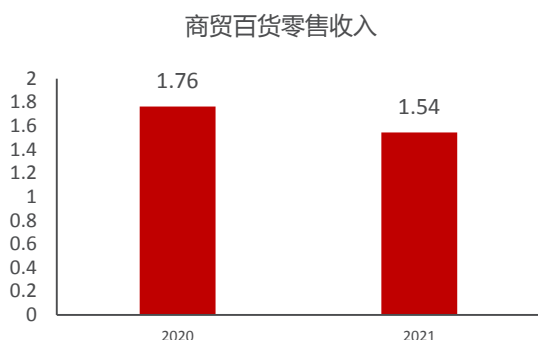


资料来源：百度地图，民生证券研究院

2019 年公司注销了连锁超市业务，零售业务聚焦亚欧商厦，并提升管理精细度。2021 年公司商贸百货业务毛利率为 46.38%，较 2020 年的 45.12% 提升 1.26pcts。2021 年 10 月，受疫情影响，亚欧商场除超市外全面停业近 30 天，同时亚欧商厦减免商户租金及保底毛利共计 241.42 万元，因此 2021 年亚欧商厦营收受到一定影响。我们认为亚欧商厦在疫情期间的减租行为，可以起到稳定商户的作用，有助于提升商户与物业方的信任度，当商厦复业后，商户可以平稳经营。

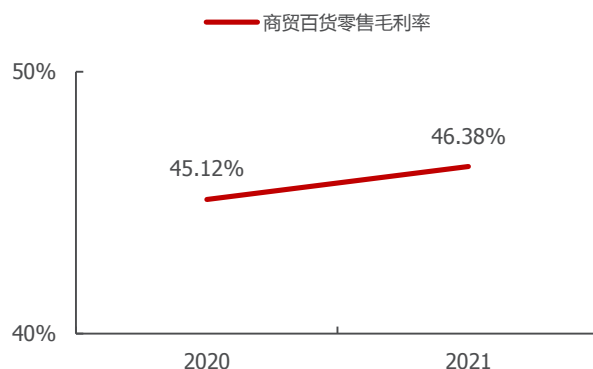


图 13：丽尚国潮近年商贸百货零售收入（单位：亿元）



资料来源：公司公告，民生证券研究院

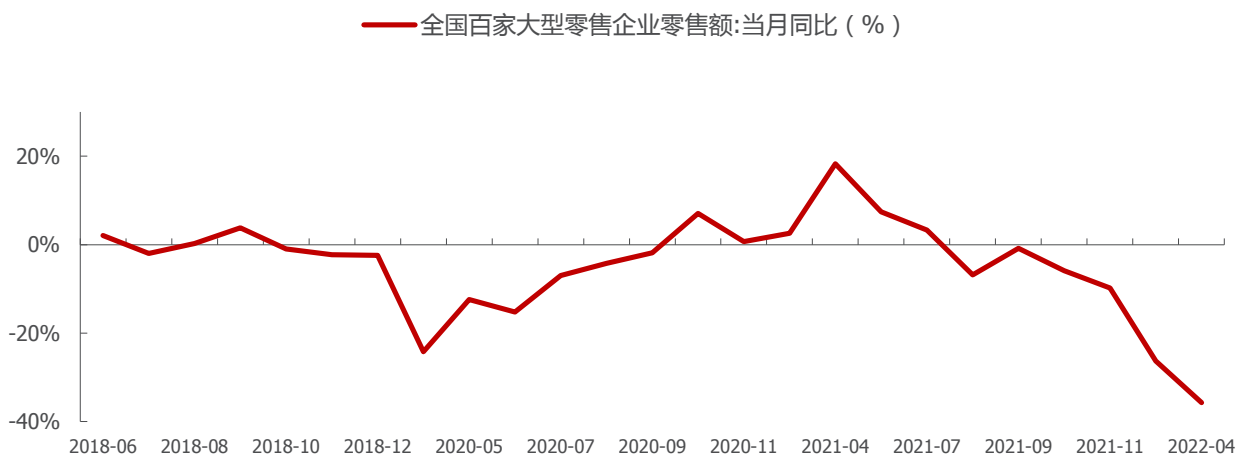
图 14：丽尚国潮近年商贸百货毛利率（单位：%）



资料来源：公司公告，民生证券研究院

受线上消费高速发展以及疫情的影响，近年来线下商贸业态增长乏力。但是线下商贸业态具备线上消费不可替代的体验性以及社交性，因此我们认为线下消费需求仍具备一定韧性，随着上海及北京疫情逐步管控得当，包含亚欧商厦的国内线下消费业态或迎来收入回升。自 2021 年起，亚欧商社开始发力私域流量及会员运营，高端会员群体增加且活跃度持续上升，线上商城基于微信生态数字化系统疫情期间不断丰富线上商品品类。丽尚国潮的商贸零售板块业务有望通过线上线下相融合，实现线上引流线下消费，进而拉动收入规模增长。

图 15：全国百家大型零售企业零售额当月同比增速（%）



资料来源：wind，中华商业信息网，民生证券研究院（受披露口径影响，数据非连续）

### 2.1.2 酒店餐饮：尚处疫后修复中，未来将聚焦精细化管理和服务品质提升

公司自营餐饮酒店位于亚欧大厦八、九、十楼，占地面积 1.42 万平方米，主打时尚、特色的轻餐饮品牌，主要为客房住宿和承接会议庆典及商务用餐等。

受疫情冲击，餐饮酒店业务尚在恢复中。公司旗下亚欧国际大酒店是中高端商务与旅游酒店，拥有四星级标准配置的各型客房 100 余套。受疫情影响，2021 年月平均入住率约为 58%，暂未恢复至疫情前的入住率。从营收来看，据最近的年报口径，2020 年餐饮客房业务为 1172 万

元，同比下滑 67%。

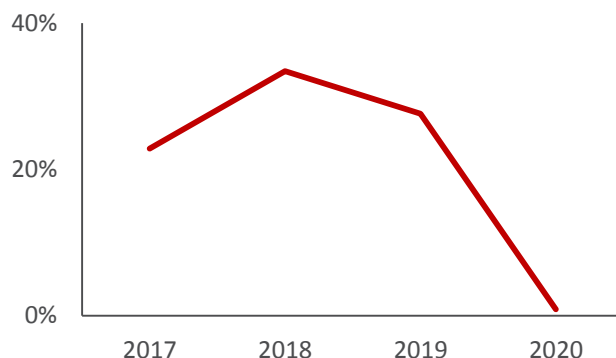
公司将进一步对餐饮酒店进行精细化管理，提升服务品质。未来公司将通过对接更多专业文旅平台，发挥自身核心文旅商圈优势，用贴心、诚心、细心的服务赢得客户的口碑，提高全年客房入住率。亚欧国际依靠实景现房、即买即用、即时收益的优势，加大营销推广力度，制定不同类型的优惠政策，推出尾盘特价房，加速去库存。

图 16：2017-2020 年餐饮客房收入及增速（单位：万元）



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图 17：2017-2020 年餐饮客房毛利率



资料来源：公司公告，民生证券研究院

### 2.1.3 房地产：写字楼销售完成比例为 83.35%，2019 年收房率超 90%

房地产部分公司主要从事写字楼开发业务，目前写字楼大部分销售完毕。亚欧国际（别名红楼时代广场）位于兰州市城关区南关什字东南角，地理位置显要，交通便捷，配套完善，周边商业氛围浓厚，是西北地区高度最高的摩天大楼。

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%，截至 2020 年写字楼大部分已销售，剩余 27 套未销售。

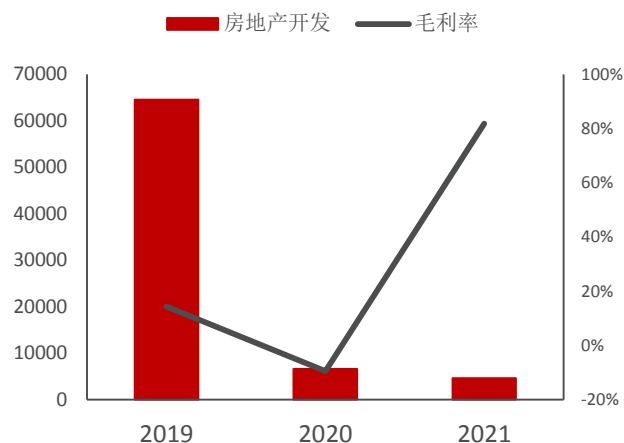
2021 年商品房业务毛利率为 81.71%，提升 93.24pcts，主因亚欧国际已售房产测绘补差收入增加，相关成本前期已经结转，导致毛利率增加。

图 18：亚欧国际外观图



资料来源：公司官网，民生证券研究院

图 19：公司近年房地产收入（单位：万元）及毛利率



资料来源：公司公告，民生证券研究院

## 2.2 专业市场管理：疫情好转下恢复正增长 积极谋求改造升级

### 2.2.1 疫情好转下，专业市场管理收入恢复正增长

公司专业市场管理业务主体部分为南京环北和杭州环北两大主营服装批发市场，经营管理模式采用商铺租赁的形式，店铺租金贡献专业市场管理业务主要收入。公司专业市场经营与管理，主要为杭州环北和南京环北两个专业市场。主要经营活动为专业批发市场的经营与管理，物业管理，停车场经营等。经营位置均占据核心商圈，人流集中，商业氛围浓郁。经营管理模式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。

#### ■南京环北经营稳定，由朱宝良改造后注入上市公司

南京环北坐落于南京市商业繁华地段夫子庙商圈，目前经营稳定。南京环北市场曾为烂尾楼，由朱宝良改造为南京环北服装批发市场，上市公司于 2012 年以 6.3 亿元价格收购了红楼集团旗下的南京环北市场。南京环北所经营的市场包括南京环北服装批发市场（一期市场）和文思苑商铺（二期市场），主要以商铺租赁为主，目前占地面积 4.73 万平方米，市场现有商户 1200 余户，相关从业人员 3000 多人。

从经营情况来看，南京环北子公司的净利润 2017-2021 年保持在 4000-5000 万元区间，2020 年受疫情影响略有下滑，2021 年随着疫情态势好转，净利润恢复正增长。

图 20：南京环北服装批发市场



资料来源：公司官网，民生证券研究院

### ■杭州环北后来居上，贡献主要利润来源

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。市场主要经营时尚女装、品牌男装及丝绸产品，市场共有商位 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。

公司于 2017 年完成发行股份募资收购杭州环北丝绸服装城有限公司 100% 股权，目前杭州环北贡献专业市场管理业务主要净利润来源。2017 年，公司完成发行股份购买资产并募集配套资金暨关联交易事项，收购杭州环北丝绸服装城有限公司 100% 股权，主要资产为专业市场的经营与管理，包括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（上海广场和上海乾鹏于 2018 年出售，同年杭州环北净利润大幅增长）。经营位置均占据核心商圈，其中杭州环北丝绸服装城 4.86 万平方米，上海广场 7.98 万平方米，上海福都商厦 1.44 万平方米。从经营情况来看，2018 年归母净利润较高由于公司该年出售子公司上海永菱和上海乾鹏所致，2021 年杭州环北市场实现净利润 1.41 亿元。

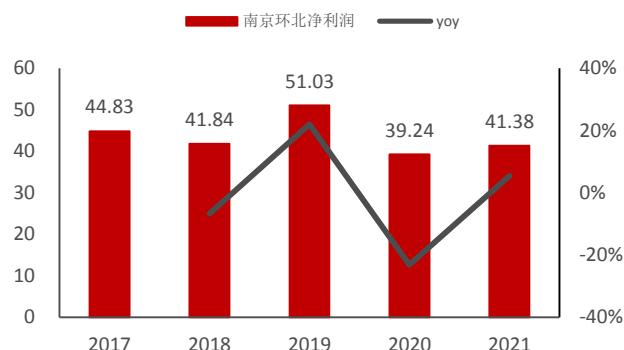
图 22：杭州环北丝绸服装城



资料来源：公司官网，民生证券研究院

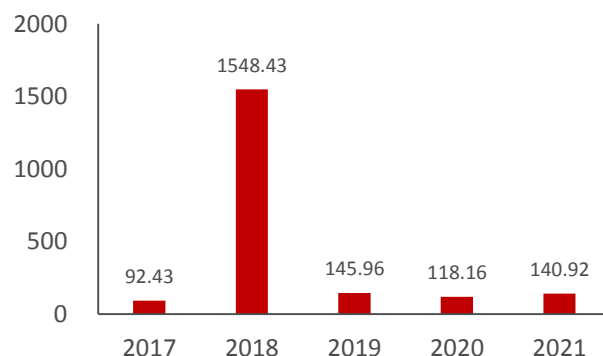
疫情期间，公司及时推出疫情出租管理费优惠收费政策，对商户租金、转租管理费酌情给予优惠减免，用实际行动支持小微商户经营发展。

图 21：南京环北子公司净利润及增速（单位：百万元）



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图 23：杭州环北净利润（单位：百万元）

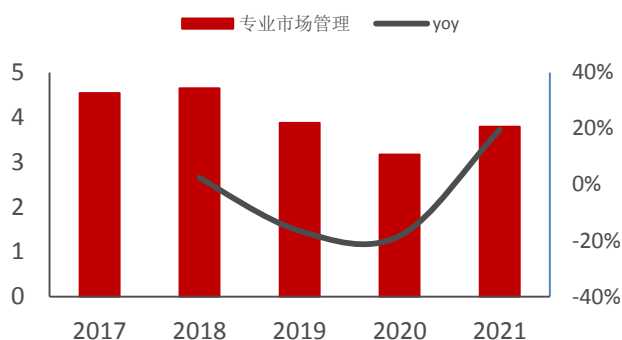


资料来源：公司公告，民生证券研究院



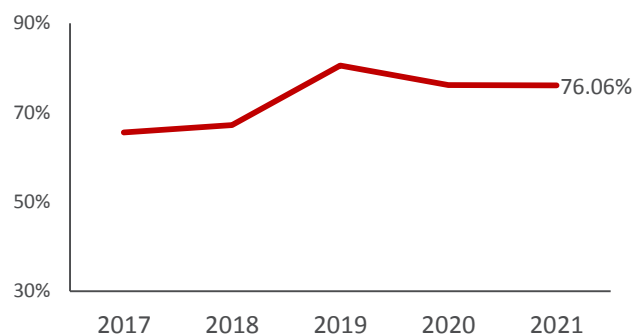
受益于疫情得到控制，2021年专业市场管理业务收入恢复正增长。专业市场管理业务依赖线下经营，与疫情控制情况息息相关。2021年在疫情得到有效控制的大环境下，叠加管理层提高管理水平，不断提高续租率和出租率、降低转租率，专业市场管理主营业务收入较上年同期增长19.56%，同时资产回购导致的折旧费用增加及人员结构调整导致核算分类改变导致主营业务成本较上年增20.43%，综合影响下毛利率与上年同期基本持平。

图 24：2017-2021 年公司专业市场管理业务收入及占比（单位：亿元）



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 25：2017-2021 年专业市场管理业务毛利率



资料来源：Wind，民生证券研究院

## 2.2.2 背靠“电商之都”积极布局，谋求改造升级再谱新篇章

“疫情影响+电商业务兴起”的大背景下，公司积极谋求改造升级，启动数据分析平台与云仓建设赋能市场运营。为适应新形势下城市发展方式与市场发展方式、产业发展方式的同步转型，杭州和南京两家市场加快实施全面改造升级。2022年，两家市场将继续进行升级改造，逐步搭建数据分析管理平台。建立协同化、扁平化、智能化的服务平台，节约运营成本，进一步健全市场功能。尝试打造“云仓”，促进专业市场更科学更高效的管理与经营模式。

图 26：云仓功能



资料来源：公司公告，民生证券研究院

传统租赁业务之外挖掘新经济服务亮点。在传统租赁业务基础上，公司将会进一步挖掘商品供应链服务、物业管理、快递服务、设备管理、培训服务、店播平台支持等新经济服务亮点，整合资源，逐渐完善服务体系，为商户提供物流供应链、营销服务、新渠道培训、设备服务、线上平台支持等更加深度、优质和高效的一站式服务和解决方案，共同发展打造“商户、客户、市场”三赢格局，致力成为服装批发专业市场行业的领跑者。

杭城环北背靠“电商之都”，拥有配套服务天然优势。杭州环北市场内设有省际物流专线 44



条，省内物流专线 18 条，物流业务覆盖全国 28 个省区及直辖市，空运可以发往全国各地，年货物进出总吞吐量约 25 万吨，年到件总票数约 280 万票，出件总票数约 300 万票。场内有多家快递公司驻点，大小包裹约 900 万个。市场设有 20 多条省际、省内客运大巴专线。此外还有城市快运承接往返杭州其他服装市场及周边服装加工基地的短途运输业务，形成了一套立体化、多渠道、高时效的物流配套服务体系。

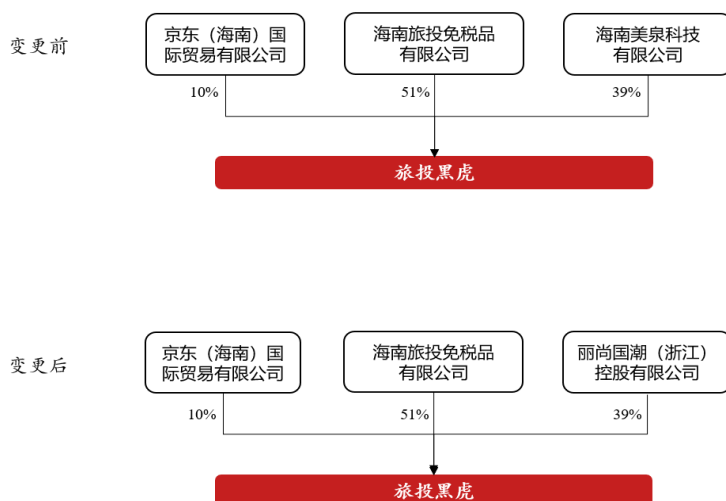
**拥有优势配套资源，杭州环北和南京环北两家市场立足主业，着眼未来，将围绕稳定经营，提升效益的目标，通过调整经营结构、优化资源配置等一系列举措来提升物业品质和经营业绩。**通过整合客户资源，提升管理水平，不断挖掘创新，减少中间环节，为商户提供更多的增值服务，与商户换位思考、相互理解、加强合作，拉近与商户的距离，牢固而有效将市场和商户粘合在一起，建立长久良好的合作关系。

### 3 新业务亮点：布局跨境电商与海旅投协同发展，乘国潮之风培育新兴品牌

#### 3.1 跨境电商：投资旅投黑虎，实现“业务+区位”双协同

**战略投资旅投黑虎，丰富区位及渠道布局。**2021年12月公司发布公告，丽尚国潮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%旅投黑虎股权。旅投黑虎为海旅免税控股子公司，于2019年4月成立，主要通过线上线下相结合的方式开展经营美妆、母婴、日用品等产品销售，目前线上渠道主要为“美好生活”电商平台，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，该保税仓库面积约2500平方米，为旅投黑虎与菜鸟合作运营。根据公司公告，2020年旅投黑虎营收约为6429.88万元，净利润为2.04万元。旅投黑虎储备了优质商业区位的线下门店资源，预计未来对公司自身零售渠道完善和区域规划布局有协同作用。

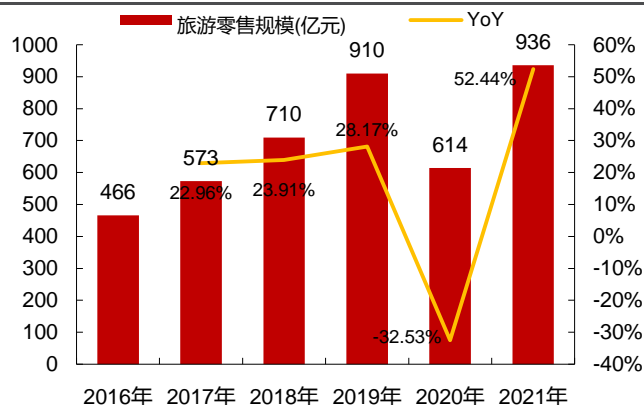
图 27：交易前后旅投黑虎股权结构变化（2021年12月变更）



资料来源：丽尚国潮公告，民生证券研究院

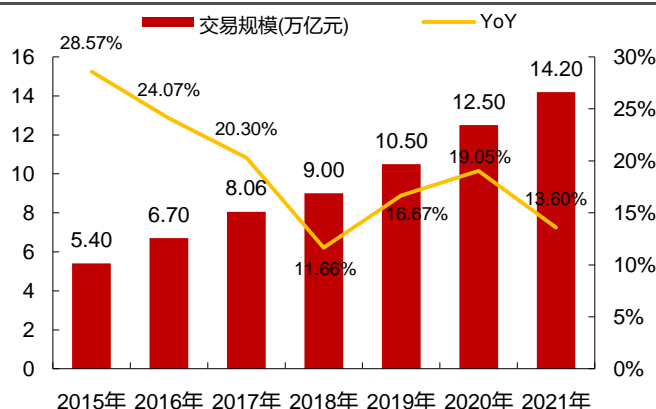
**消费升级叠加政策利好释放，跨境电商行业持续扩容。**2020年因全球疫情影响居民出境游受限，我国旅游零售市场承压，市场规模约为614亿元/YoY-32.53%。但与此同时我国跨境电商市场乘风而起，根据前瞻产业研究院的数据，2020年中国跨境电商交易规模实现高增长，达到12.50万亿元/YoY+19.05%；截至2021年我国跨境电商行业交易规模约为14.20万亿元/YoY+13.60%，6年间CAGR约为17.49%。

图 28：2016-2021 年内地旅游零售市场规模及变化



资料来源：弗若斯特沙利文，民生证券研究院

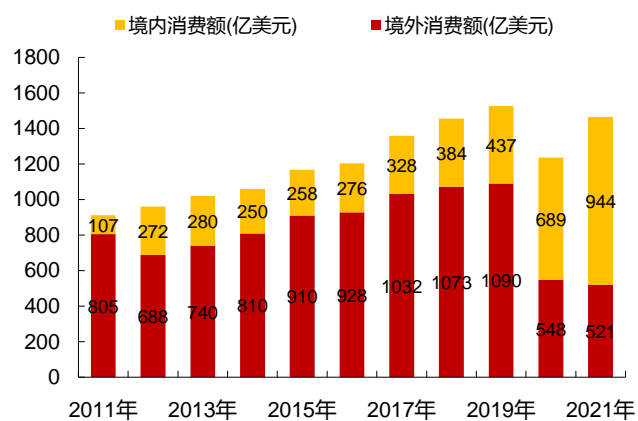
图 29：2015-2021 年中国跨境电商交易规模及变化



资料来源：网经社，前瞻产业研究院，民生证券研究院

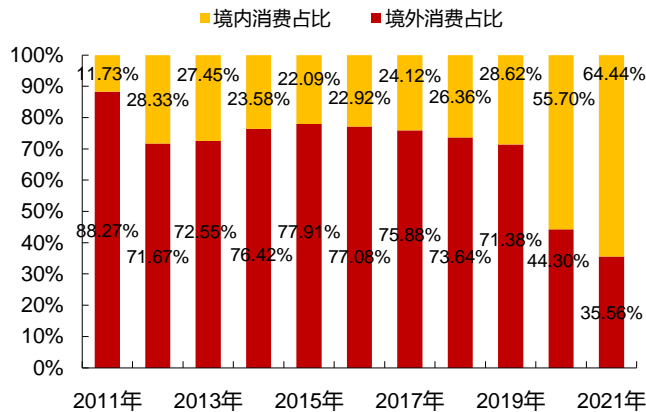
**受益于消费回流东风，跨境电商成长潜力广阔。**根据要客研究院的调研数据，2019 年中国居民在全世界奢侈品消费额约为 1527 亿美元/YoY+4.80% 其中境外消费额达到 1090 亿美元，占消费总额 71.38%，2011-2019 年中国居民境外奢侈品消费比重均超过 70%，消费外流状况比较明显。2020 年以来我国奢侈品消费回流趋势得到较大改善，2020/2021 年中国居民境内奢侈品消费占比分别为 55.70%/64.44%，较 2011-2019 年上升显著。2020/2021 年中国居民全球奢侈品消费额分别恢复至 2019 年同期的 81.01%/95.94%，境外消费额仅恢复至 2019 年的 50.28%/47.80%，而境内消费额已较 2019 年实现 57.67%/116.02%的正增长，其中重要原因就是疫情以来由于旅行限制恢复有限，境外消费较大程度被截留在国内。

图 30：2011-2021 年中国人境内外奢侈品消费额变化



资料来源：弗若斯特沙利文，民生证券研究院

图 31：2011-21 年中国人境内外奢侈品消费占比变化



资料来源：海口海关，民生证券研究院

**海旅免税零售业务布局完善，旅投黑虎受益有望赋能公司。**公司合作方海旅免税目前已布局离岛免税、跨境电商及岛民免税三大板块，其中跨境电商业务方面，海旅免税拥有三家跨境线下门店。海旅免税当前在跨境电商和线下零售渠道的布局与公司目前新零售的发展方向有较多重合，旅投黑虎作为海旅免税跨境电商业务的主要承接主体，未来依托海旅免税的线上线下渠道资源，预期将为公司自身的跨境电商业务和国潮美妆零售带来助力。

图 32：三亚海旅免税城一景



资料来源：公司官网，民生证券研究院

图 33：美好生活海南跨境线下门店一景



资料来源：大众点评，民生证券研究院

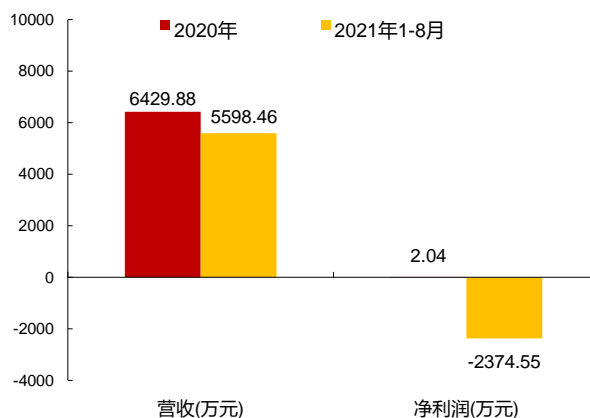
**合作方拟注入海汽集团，优势互补实现双赢。**2022年5月海汽集团公告称将向海南旅投发行股份及支付现金购买其持有的海旅免税100%股权，海汽集团为海南省国资委实控的上市公司，主营汽车客运、汽车场站的开发与运营、汽车综合服务及交通旅游等业务，未来收购完成后将转型为综合旅游业务，实现旅游交通和旅游商业的协同合作。海旅免税2020年/2021年营收分别为0.13/24.55亿元（2020年12月底开业），归母净利润分别为-0.53/-0.26亿元，2021年营收表现亮眼，归母净利润亏损也逐步缩小；2022Q1实现营收13.8亿元，归母净利润0.62亿元，归母净利率达4.45%，全年业绩有望实现突破。上市公司平台未来为海旅免税提供更丰富和便捷的融资途径，有助于公司获得更多资本优势完善自身业务布局和提高运营能力，旅投黑虎作为海旅免税旗下公司，未来得到资本赋能后在跨境电商渠道多元和线下实体店布局方面亦将受益。

图 34：美好生活跨境电商平台



资料来源：美好生活公众号，民生证券研究院

图 35：旅投黑虎近期营收及净利润（单位：万元）



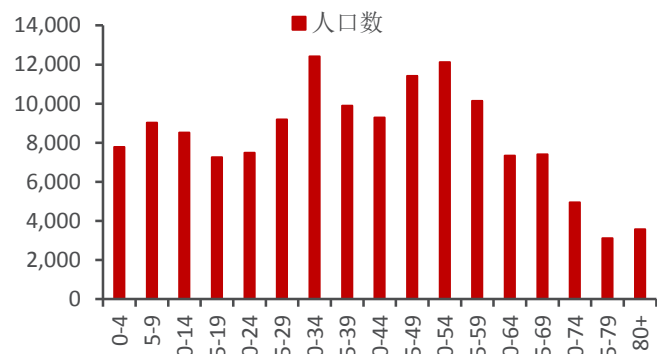
资料来源：丽尚国潮公告，民生证券研究院

## 3.2 新零售 :乘国潮之风培育新兴品牌 ,借渠道优势打造“第二曲线”

### 3.2.1 消费习惯：“Z世代”是互联网“原住民”，“国货+渠道”有效触达消费者

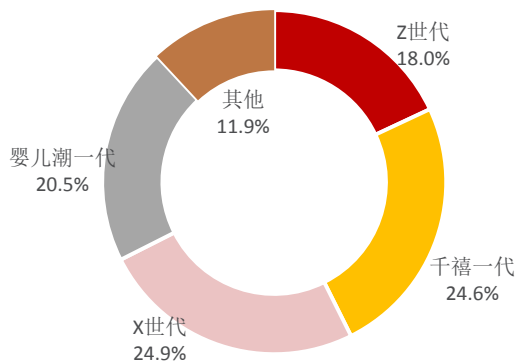
受新文化、新技术、新消费观念的熏陶，“Z世代”目前已成为国潮最主要的关注与支持者。根据国内外普遍观点，“Z世代”人群的出生范围应为上世纪90年代中后期至2010年初期，但目前还没有准确的定论。这里我们引用美国皮尤研究院的定义，将其定义为1997-2012年间出生的一代。根据国家统计局数据，截至2020年我国在该时段出生的人口达2.54亿，约占全国总人口的18.03%。

图 36：2020 年我国人口结构（单位：万人）



资料来源：国家统计局《中国统计年鉴 2021》，民生证券研究院

图 37：2020 年我国各代际占比情况



资料来源：国家统计局《中国统计年鉴 2021》，民生证券研究院

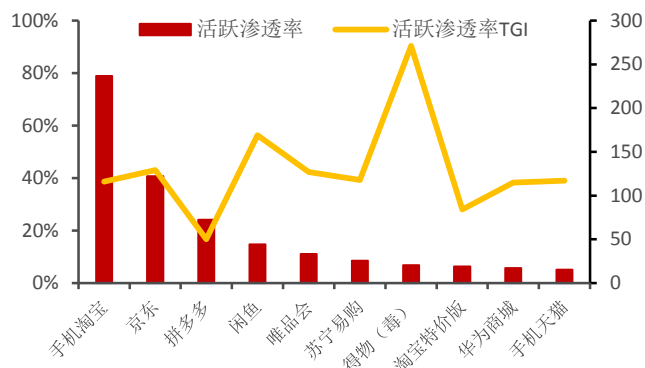
#### 新渠道、新媒体发展进一步改变了“Z世代”的消费习惯，也推动了品牌新发展。

从渠道角度来看，随着电子支付及电商的发展，网店逐渐成为当前消费的重要渠道之一。作为与互联网共同成长的一代，“Z世代”主要活跃于淘宝及京东平台，渗透率高达78.9%/40.8%；对于潮流购物平台“得物”，他们也展现了较高的兴趣。

另一方面，在网络购物飞速发展的同时，渠道端逐渐形成了线上与线下相互支持、互为补充的新模式。例如苹果、华为、小米等智能手机品牌，以及完美日记、三只松鼠等偏电商运营的品牌均有设立线下体验店，消费者可以在门店进行体验后再通过线上有折扣的渠道进行购买。反之，对于鞋服类或珠宝类产品，消费者则可以通过在线上先行浏览产品，再至实体店进行购买。在这样的模式下，早已习惯于数字化平台的“Z世代”对线上线下的界定不再明晰，能更快地适应。根据麦肯锡，中国“Z世代”较日韩表现出了更高的全渠道购物倾向。

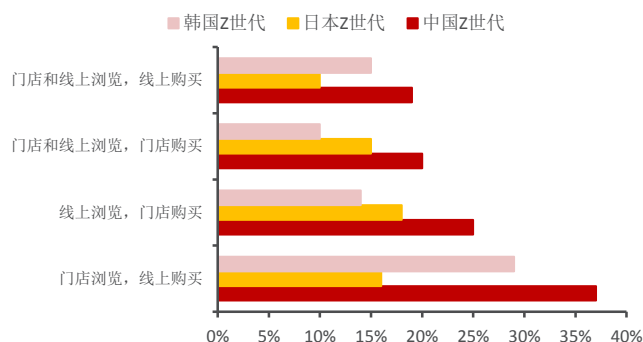


图 38：“Z 世代”购物平台偏好情况（2020 年 11 月）



资料来源：QuestMobile，民生证券研究院

图 39：线上渠道成为“Z 世代”购物重要方式（2019 年）



资料来源：麦肯锡，民生证券研究院

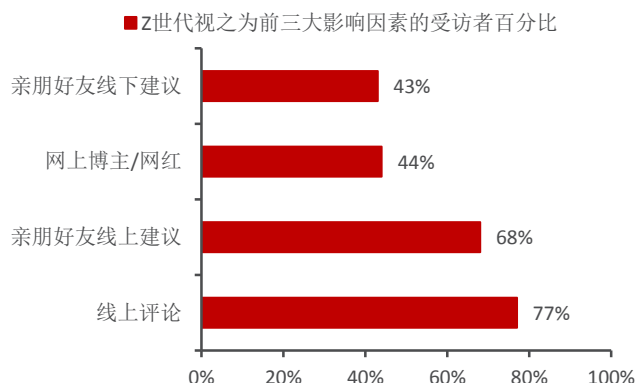
图 40：完美日记线下体验店



资料来源：完美日记官方微博，民生证券研究院

从社交媒体角度来看，“Z 世代”网购时更注重线上口碑。根据麦肯锡，约 77%的“Z 世代”表示淘宝、小红书的体验评论会影响他们购物决策；68%的人认为其亲朋好友在社交媒体的建议会对他们有很大的影响。主要原因在于随着诸如小红书、抖音等各类社媒平台的发展，消费者愈来愈关注他人的体验，并对社群口碑抱有更强的信任。他们或是希望在海量产品中获得精准推荐，或是希望根据他人的经验防止自己“踩雷”。截至目前小红书上关于“种草”的帖子数量高达 331 万篇，“拔草”相关的帖子数量达 51 万篇。

图 41：影响“Z 世代”购买决策的因素（2019 年）



资料来源：麦肯锡，民生证券研究院

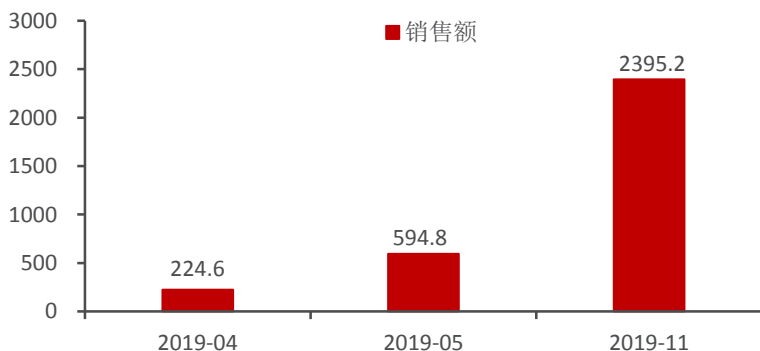
图 42：小红书“种草”“拔草”相关帖子



资料来源：小红书，民生证券研究院

此外，约 44%的“Z 世代”会还根据网红博主建议考虑是否购买产品，他们出于对网红主播的喜爱或信任，经常会听取他们的建议购买推荐产品。部分头部主播还具有超强的带货能力，他们推荐的产品经常被一抢而空。例如，2019 年 4 月花西子的“微雕星空雕花口红”上线，在 5 月经由直播电商推广后迅速走红，截至当年 11 月销售额增长近十倍，达到 2395.2 万元。

图 43：花西子雕花口红销售额迅速增长（单位：万元）



资料来源：魔镜，民生证券研究院

**“国货+潮流”模式兴起，品牌联名吸引年轻人目光。**根据麦肯锡调查，约有 51%/53%的中国“Z 世代”分别对个性化产品以及定制服务展现了更高的偏爱度，明显高于日韩的比例。基于“Z 世代”“潮”的特性，各大国货品牌纷纷跟随热点，开启了其联名之路。如知名国产美妆品牌“完美日记”就曾与国产手游王者荣耀、啤酒品牌 1664 以及中国航天玉兔号等进行合作，在追逐潮流的同时也弘扬了中国精神及文化，深受年轻消费者的欢迎。此外，运动品牌“安踏”也曾与可口可乐、史努比、花木兰、故宫等联名推出系列定制产品。根据 CBNDATA 的调查，95 后愿意消费的联名品牌中，前 10 里均有 7 个为国货品牌，说明品牌联名模式对年轻消费者的影响已经初见成效。

图 44：完美日记系列跨界联名

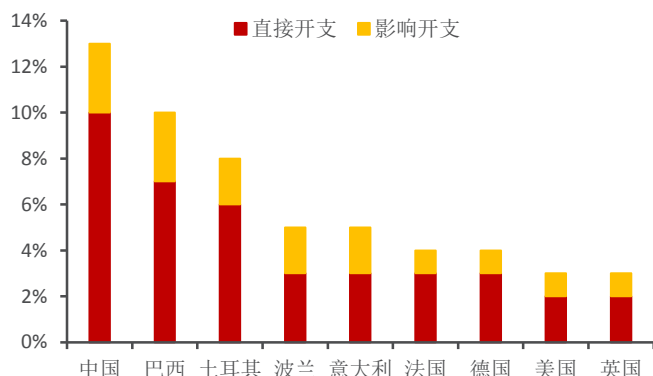


资料来源：完美日记官方微博，民生证券研究院

### 3.2.2 消费能力：“Z世代”悦己消费意愿强，有望再推国潮发展

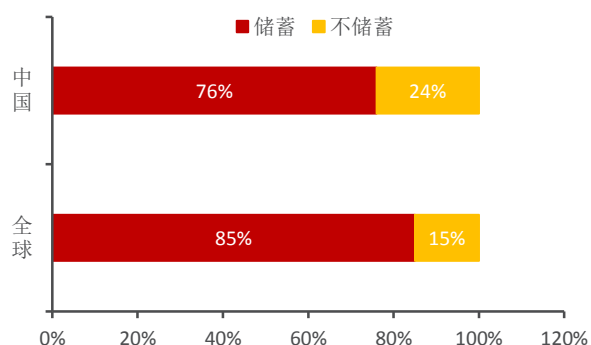
“Z世代”爱消费，储蓄意愿较低。中国“Z世代”作为独生子女，从小到大能享受到父母的专属消费支持，很少有经济方面的压力。2018年中国“Z世代”开支约达4万亿人民币，直接或间接占家庭总消费的13%，显著高于全球平均水平8%。同时，“Z世代”成长于中国经济腾飞与消费升级的时代，具有更强烈的消费欲望。根据麦肯锡，约47%的中国“Z世代”表示自己会随性购买，不仅高于中国的千禧一代与X世代，还显著高于日韩的“Z世代”。在这样的背景下，“Z世代”的储蓄意愿明显降低，其更愿意将可支配收入将用于自身花销。

图 45：各国“Z世代”家庭开支占比情况（截至2018年8月）



资料来源：OC&C《无国界的一代》，民生证券研究院

图 46：“Z世代”储蓄行为占比情况（截至2018年8月）

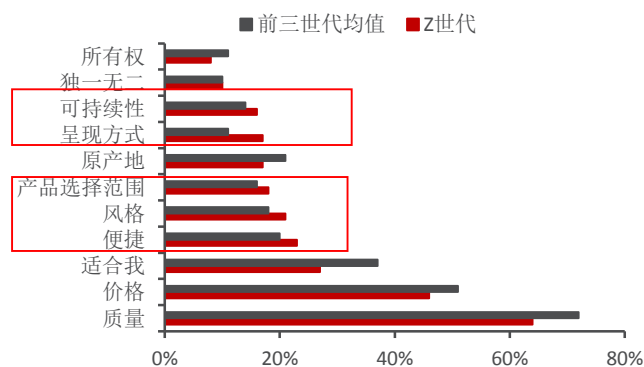


资料来源：OC&C《无国界的一代》，民生证券研究院

国潮赋能国货，“Z世代”有望成为新时代消费主力。对于“Z世代”，个性、渠道已经变成品牌抓住年轻消费者心理的重要因素，产品或品牌的原产地相对而言则不再那么重要。以服装为例，相较前几代人，质量、价格及适合自己仍为“Z世代”的前三大购买要素，但重要程度均有所降低。相比之下，“Z世代”更关注服饰的风格、选择范围、呈现方式等而非产品原产地。因此，随着“国货+潮流”及“国货+渠道”的发展，国产品牌将会收到“Z世代”更多的关注。

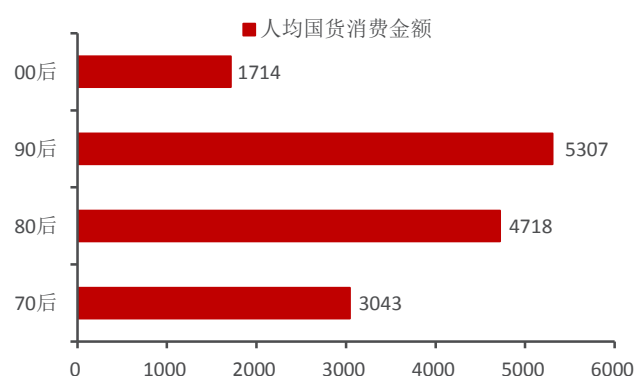
接受与认可,同时获得其更多的消费。根据天猫数据,2019年90后人均国货消费金额已达5307元;00后则由于经济尚未独立,金额相对较低,但随着“Z世代”慢慢步入社会工作并开始拥有独立的经济能力,他们将逐渐成为社会消费的一大主力,有望进一步助力国货国潮发展。

图 47：中国“Z世代”服装购买标准对比



资料来源：OC&C《无国界的一代》，民生证券研究院；（注：时间截至2018年8月）

图 48：90后人均国货消费金额最高（单位：元）

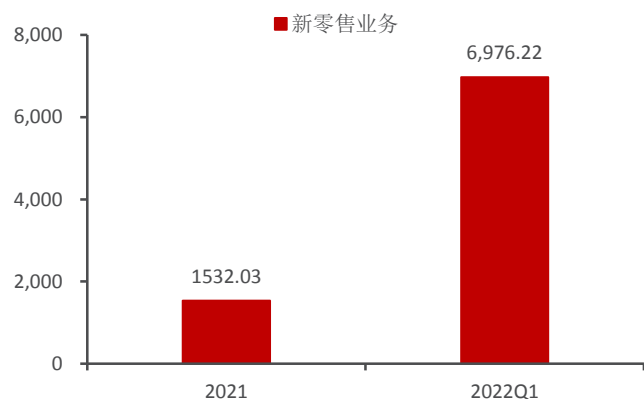


资料来源：天猫，民生证券研究院

### 3.2.3 丽尚国潮：战略转型定位明确，国潮新秀前景光明

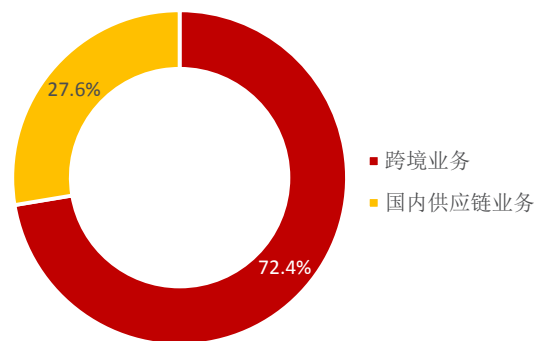
**战略调整利好新零售，跨境电商业务已成规模。**自公司实控人从红楼集团调整为丽水国资委后，公司提出“新零售、新物业、新科技、新时尚”的全新发展战略，开始发力新零售业务，重点瞄准女性消费市场，聚焦跨境电商以及供应链体系，并逐步布局零售产业链。从新零售业务现状来看，公司主要进行三大方向上的调整：**1) 对外投资旅投黑虎**：借助海旅投公司的免税牌照，实现双方在产品品类以及渠道布局上的资源整合及业务协同；**2) 布局跨境电商业务**：对接国外大牌美妆供应商，重点向得物及天猫国际等B端客户销售；**3) 孵化国货品牌**：通过投资丽水天机基金，成功孵化包括柯泰儿以及维尚丽在内的国货自有品牌。公司2022Q1新零售业务已实现营收6976.22万元，其中跨境业务营收占比达72.4%，成功实现短时间内业务迅速放量，未来有望构建公司第二增长曲线。

图 49：公司新零售业务发展情况（单位：万元）



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图 50：2022Q1 新零售业务收入拆分



资料来源：公司公告，民生证券研究院

**丽尚美链瞄准女性市场，注重提供品质好货。**公司于2021年成立控股子公司丽尚美链，积



极拓展跨境电商业务。从渠道布局来看，丽尚美链目前已经成功打入包括天猫国际、得物、京东国际及网易考拉等品质渠道以及抖音、海拍客以及小红书等新兴渠道。从产品构成看，丽尚美链主要负责销售雅诗兰黛等国际大牌的美妆产品，公司目前采购主要通过对接大牌代理商，待业务放量，未来将注重直接对接品牌方，进一步增厚经销利润。

图 51：丽尚美链现有重点 B 端客户



资料来源：公司公告，民生证券研究院

**自有品牌孵化初见成效，高性价比吸引自然流量。**就公司目前重点孵化的国货品牌柯泰儿以及维尚丽而言，柯泰儿主要销售身体护肤领域的产品，而维尚丽重点关注面膜护肤。其中，柯泰儿作为深耕精油护肤多年的品牌，主打“手工有机美肤”概念，依托澳大利亚进口原料，为广大女性消费者提供新鲜自然的原生态护肤体验。此外，柯泰儿旗下畅销产品绵羊油多次进入天猫直播间，并凭借超高性价比以及极佳产品体验成功“圈粉”，相应在小红书等社交平台上吸引了大批自然流量。目前柯泰儿在发展前期快速导入包括天猫及抖音直播等线上市场，并逐步布局长三角及珠三角地区线下超市等实体渠道，有望加速实现线上线下互相引流。

图 52：柯泰儿绵羊油产品示意图



资料来源：柯泰儿天猫旗舰店，民生证券研究院

图 53：柯泰儿绵羊油直播电商现场



资料来源：柯泰儿淘宝直播间，民生证券研究院



图 54：柯泰儿身体护肤产品口碑销量双丰收



资料来源：小红书，淘宝，民生证券研究院

## 4 盈利预测与投资建议

### 4.1 盈利预测假设与业务拆分

公司作为经验丰富的商贸零售企业，旗下主要布局专业市场管理、商贸百货零售以及新零售业务。针对传统业务，公司旗下具备南京环北市场、杭州环北市场以及兰州亚欧商厦等优质资产，业绩表现整体优异。在公司高层更迭带来战略调整下，公司秉持“传统业务稳中求进、积极布局新零售业务”的全新“打法”，在丽水国资委的大力支持下，通过投资培育自有国货品牌、对外投资海旅黑虎切入免税赛道、积极布局线上新零售等方式，努力打造公司业绩“第二增长曲线”。

针对**专业市场管理**业务，我们假设：未来三年内，南京环北市场营收为1.01/1.07/1.13亿元，同比提升6.3%/6.0%/5.4%，杭州环北市场营收达3.17/3.47/3.70亿元，同比增长11.8%/9.2%/6.8%。从毛利率来看，南京环北市场2022/2023/2024年管理业务毛利率为66.5%/67.0%/68%，杭州环北市场2022/2023/2024年管理业务毛利率为80.0%/81.0%/82.0%。

**表 2：专业市场管理收入预测**

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
收入（万元）	31746.05	37872.55	41821.75	45348.79	48283.71
yoy	-15.1%	19.3%	10.4%	8.4%	6.5%
南京（万元）	7844.44	9493.55	10094.09	10694.99	11276.56
经营面积（平方米）	21033.42	21034.42	21300	21700	22000
坪效（万元/平方米）	0.37	0.45	0.47	0.49	0.51
毛利率	60.6%	66.3%	66.50%	67.00%	68%
杭州（万元）	23865.88	28379.00	31727.67	34653.80	37007.15
经营面积（平方米）	26073.39	26073.39	26500.00	26800.00	27000.00
坪效（万元/平方米）	0.92	1.09	1.20	1.29	1.37
毛利率	81.4%	79.3%	80.0%	81.0%	82.0%

资料来源：公司公告，民生证券研究院预测

针对**商贸百货零售**业务，我们假设：未来三年内，商贸百货零售业务顺应行业发展趋势，营收为1.69/1.83/1.93亿元，同比提升9.6%/7.8%/5.9%，并维持2022-2024年商贸百货零售业务毛利率在45%。

**表 3：商贸百货零售收入预测**

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
收入（万元）	17634.44	15447.98	16,935.90	18,251.34	19,325.91
yoy	-78.5%	-12.4%	9.6%	7.8%	5.9%
批发、零售（万元）	7844.44	9493.55	10094.09	10694.99	11276.56
yoy	-79.0%	-12.2%	10.0%	8%	6%
餐饮、客房（万）	1119.52	947.98	985.90	1025.34	1066.35

元)

yoy	-66.8%	-15.3%	4.0%	4.0%	4.0%
毛利率	45.1%	46.4%	45.0%	45.0%	45.0%

资料来源：公司公告，民生证券研究院预测

针对**新零售**业务，考虑到新零售业务基数较小，且C端消费品活力较强，因此我们假设：2022-2024年公司新零售业务营收达2.50/3.00/3.45亿元，毛利率为9.0%/10.0%/10.7%。

针对**商品房**业务，我们假设2022/2023/2024年营收为2294.91/1147.46/573.73万元，毛利率维持在15%。而针对其他业务收入，我们假设2022/2023/2024年收入达5000/5200/5400万元，毛利率维持在90%。

针对公司未来的毛利率水平，我们认为：随着线下零售整体好转，公司专业市场管理业务出租率接近满载，整体经营情况有望好转，毛利率具备一定上升空间，预测 2022/2023/2024 年毛利率为 76.7%/77.7%/78.7%；而新零售业务目前处在放量阶段，在毛利率上变动空间相对较小，给予 2022/2023/2024 年毛利率假设为 9.0%/10.0%/10.7%；商贸百货零售业务遇到一定增长压力，我们认为公司将注重提升该业务的营收体量，假设未来三年毛利率处在 45%水平不变。综合来看，由于公司新零售业务尚处起步阶段，收入放量将略微下拉综合毛利率，预测 2022/2023/2024 年毛利率为 51.4%/51.3%/51.2%。

从费用率来看，我们认为：公司将注重新零售业务渠道宣传及自有国潮品牌营销，销售费用有所提升，但在收入放量情况下，2022/2023/2024 年销售费用率为 5.51%/5.49%/5.49%；加强管理费用管控，2022/2023/2024 年管理费用率为 14.04%/14.07%/14.10%。

## 4.2 估值分析与投资建议

我们认为，在免税政策以及国潮兴起的双重利好下，公司作为积极布局线上线下双渠道的商贸零售企业，能够受益于新零售业务持续放量、培育自有国产品牌以及线下消费总体好转。因此，我们预测公司 2022-2024 年间营业收入达 9.11/9.99/10.81 亿元，同比增长 41.7%/9.8%/8.1%；归母净利润达 2.87/1.67/1.88 亿元，同比+85.1%/-41.6%/+12.7%。

可比公司层面。考虑到丽尚国潮拥有多种业态，因此我们从多维度选取可比公司：永辉超市与家家悦，两家公司均为国内领先的超市连锁企业，积极探索各种新零售路径，同时布局多元线下业态，其超市业务与丽尚国潮旗下精品超市具备一定的相似性；步步高，公司深耕湖南，主业为百货超市业态，与公司同为区域性流通零售企业；友阿股份，公司主业为综合百货店、专业店、奥特莱斯、购物中心以及便利店，经营业态多样，与公司终端性质较为类似。

永辉超市、家家悦、友阿股份及步步高（2024年暂无Wind一致预期）作为可比公司，发现可比公司当前市值对应2022/2023/2024年平均PE为41X/30X/34X，而丽尚国潮当前市值对应2022/2023/2024年PE为21X/35X/31X。我们认为，随着公司在免税等新零售业务上的持续放量，丽尚国潮未来或迎来明显的估值修复，与可比公司相比具备一定的估值溢价，当前估值区间处在合理水平。**首次覆盖，给予“推荐”评级。**

表 4：可比公司 PE 数据对比

股票代码	公司简称	收盘价 (元)	EPS (元)				PE (倍)			
			2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E
601933.SH	永辉超市	4.17	-0.43	0.08	0.14	0.18	/	52	30	23
603708.SH	家家悦	13.33	-0.48	0.50	0.67	0.85	/	27	20	16
002277.SZ	友阿股份	4.40	0.09	0.10	0.12	0.07	35	44	37	63
002251.SZ	步步高	7.28	-0.21	0.18	0.22	/	/	40	33	/
	平均值						35	41	30	34
600738.SH	丽尚国潮	7.66	0.20	0.37	0.22	0.24	38	21	35	31

资料来源：wind，民生证券研究院预测

注：可比公司数据采用 Wind 一致预期，股价时间为 2022 年 6 月 15 日

## 5 风险提示

**1) 疫情影响线下经营。**公司有较大部分的业务如餐饮酒店和百货依赖于线下经营，如果疫情反复容易对公司经营产生影响。

**2) 新零售业务布局不及预期。**国潮变化较快，若不能较为迅速把握国潮趋势，业务布局不易达到预期。

**3) 公允价值变动损益波动超出预期。**公司持有兰州银行部分股权，兰州银行已于2022年Q1上市，因此兰州银行的股价波动将会对公司的公允价值变动损益产生影响。



## 公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入	643	911	999	1,081
营业成本	197	442	486	527
营业税金及附加	39	46	56	58
销售费用	38	49	54	58
管理费用	120	125	137	149
研发费用	0	0	0	0
EBIT	249	250	268	291
财务费用	26	31	19	15
资产减值损失	0	0	0	0
投资收益	-0	4	2	4
营业利润	219	424	247	277
营业外收支	-0	-1	-1	-2
利润总额	218	423	246	276
所得税	64	137	80	88
净利润	154	286	167	188
归属于母公司净利润	155	287	167	188
EBITDA	379	427	455	488

资产负债表 (百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	147	520	669	873
应收账款及票据	41	15	30	13
预付款项	9	13	15	16
存货	170	198	202	223
其他流动资产	38	40	40	42
流动资产合计	405	786	954	1,167
长期股权投资	99	99	99	99
固定资产	1,318	1,355	1,434	1,553
无形资产	130	125	120	115
非流动资产合计	3,110	3,075	3,080	3,125
资产合计	3,514	3,861	4,035	4,292
短期借款	120	80	70	44
应付账款及票据	148	221	239	274
其他流动负债	932	1,060	1,110	1,169
流动负债合计	1,200	1,361	1,418	1,487
长期借款	447	347	297	297
其他长期负债	26	26	26	26
非流动负债合计	473	373	323	323
负债合计	1,673	1,733	1,741	1,810
股本	773	773	773	773
少数股东权益	2	1	1	0
股东权益合计	1,842	2,128	2,294	2,482
负债和股东权益合计	3,514	3,861	4,035	4,292

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2021	2022E	2023E	2024E
<b>成长能力 (%)</b>				
营业收入增长率	7.23	41.68	9.77	8.14
EBIT 增长率	40.81	0.42	7.30	8.52
净利润增长率	78.65	85.12	-41.64	12.70
<b>盈利能力 (%)</b>				
毛利率	69.32	51.41	51.33	51.21
净利润率	24.09	31.48	16.73	17.44
总资产收益率 ROA	4.41	7.42	4.15	4.39
净资产收益率 ROE	8.42	13.48	7.29	7.59
<b>偿债能力</b>				
流动比率	0.34	0.58	0.67	0.78
速动比率	0.17	0.40	0.50	0.61
现金比率	0.12	0.38	0.47	0.59
资产负债率 (%)	47.59	44.90	43.14	42.17
<b>经营效率</b>				
应收账款周转天数	11.65	11.00	8.00	7.00
存货周转天数	305.63	150.00	148.00	145.00
总资产周转率	0.19	0.25	0.25	0.26
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	0.20	0.37	0.22	0.24
每股净资产	2.38	2.75	2.97	3.21
每股经营现金流	0.25	0.89	0.56	0.64
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>估值分析</b>				
PE	38	21	35	31
PB	3.2	2.8	2.6	2.4
EV/EBITDA	17.03	13.89	12.59	11.25
股息收益率 (%)	0.00	0.00	0.00	0.00

现金流量表 (百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	154	286	167	188
折旧和摊销	129	177	186	197
营运资金变动	-131	192	48	87
经营活动现金流	192	686	431	497
资本开支	-285	-114	-166	-216
投资	-137	-30	-30	-30
投资活动现金流	-385	-140	-195	-243
股权募资	3	0	0	0
债务募资	-14	-140	-60	-25
筹资活动现金流	-251	-173	-87	-50
现金净流量	-444	373	149	204

## 插图目录

图 1：丽尚国潮发展历程.....	3
图 2：股权结构稳定集中（截至 2022 年一季报）.....	4
图 3：2019-2022Q1 年分行业营收情况（单位：亿元）.....	5
图 4：2019-2022Q1 分行业毛利率情况.....	5
图 5：2019-2022Q1 分地区营收情况（单位：亿元）.....	6
图 6：2019-2021 年分地区毛利率情况.....	6
图 7：2015-2021 年公司营收情况(单位：亿元).....	6
图 8：2015-2021 年公司归母净利润情况（单位：亿元）.....	6
图 9：2011-2021 年公司盈利能力变化情况.....	7
图 10：公司近年来费用率情况.....	7
图 11：丽尚国潮旗下亚欧商厦外景.....	8
图 12：亚欧商厦位于兰州市核心区位.....	8
图 13：丽尚国潮近年商贸百货零售收入（单位：亿元）.....	9
图 14：丽尚国潮近年商贸百货毛利率（单位：%）.....	9
图 15：全国百家大型零售企业零售额当月同比增速（%）.....	9
图 16：2017-2020 年餐饮客房收入及增速（单位：万元）.....	10
图 17：2017-2020 年餐饮客房毛利率.....	10
图 18：亚欧国际外观图.....	11
图 19：公司近年房地产收入（单位：万元）及毛利率.....	11
图 20：南京环北服装批发市场.....	12
图 21：南京环北子公司净利润及增速（单位：百万元）.....	12
图 22：杭州环北丝绸服装城.....	12
图 23：杭州环北净利润（单位：百万元）.....	12
图 24：2017-2021 年公司专业市场管理业务收入及占比（单位：亿元）.....	13
图 25：2017-2021 年专业市场管理业务毛利率.....	13
图 26：云仓功能.....	13
图 27：交易前后旅投黑虎股权结构变化（2021 年 12 月变更）.....	15
图 28：2016-2021 年内地旅游零售市场规模及变化.....	16
图 29：2015-2021 年中国跨境电商交易规模及变化.....	16
图 30：2011-2021 年中国人境内外奢侈品消费额变化.....	16
图 31：2011-21 年中国人境内外奢侈品消费占比变化.....	16
图 32：三亚海旅免税城一景.....	17
图 33：美好生活海南跨境线下门店一景.....	17
图 34：美好生活跨境电商平台.....	17
图 35：旅投黑虎近期营收及净利润（单位：万元）.....	17
图 36：2020 年我国人口结构（单位：万人）.....	18
图 37：2020 年我国各代际占比情况.....	18
图 38：“Z 世代”购物平台偏好情况（2020 年 11 月）.....	19
图 39：线上渠道成为“Z 世代”购物重要方式（2019 年）.....	19
图 40：完美日记线下体验店.....	19
图 41：影响“Z 世代”购买决策的因素（2019 年）.....	20
图 42：小红书“种草”“拔草”相关帖子.....	20
图 43：花西子雕花口红销售额迅速增长（单位：万元）.....	20
图 44：完美日记系列跨界联名.....	21
图 45：各国“Z 世代”家庭开支占比情况（截至 2018 年 8 月）.....	21
图 46：“Z 世代”储蓄行为占比情况（截至 2018 年 8 月）.....	21
图 47：中国“Z 世代”服装购买标准对比.....	22
图 48：90 后人均国货消费金额最高（单位：元）.....	22
图 49：公司新零售业务发展情况（单位：万元）.....	22
图 50：2022Q1 新零售业务收入拆分.....	22
图 51：丽尚美链现有重点 B 端客户.....	23
图 52：柯泰儿绵羊油产品示意图.....	23
图 53：柯泰儿绵羊油直播电商现场.....	23
图 54：柯泰儿身体护肤产品口碑销量双丰收.....	24

## 表格目录

盈利预测与财务指标 .....	1
表 1：公司管理层经验丰富 .....	4
表 2：专业市场管理收入预测 .....	25
表 3：商贸百货零售收入预测 .....	25
表 4：可比公司 PE 数据对比 .....	27
公司财务报表数据预测汇总 .....	29

## 分析师承诺

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并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、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收到任何形式的补偿。

## 评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

## 免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

## 民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001