



品質消費持續恢復，省內奢侈品地標有望迎來業績復蘇

— 杭州解百 (600814. SH) 投資價值分析報告

● 百貨行業作為品質消費主渠道有望迎來復蘇

隨著人均可支配收入增長以及恩格爾係數下降，居民品質升級類消費需求逐步提升。根據普華永道預測，預計 2022-2025 年國內奢侈品市場年均複合增速將達到 16%，2025 年市場規模預計將達到 8,160 億元。目前多數奢侈品線上滲透率較低，線下仍是主要渠道，百貨業作為品質消費主渠道，隨之迎來復蘇。浙江省人均可支配收入及消費支出居全國前列，省內品質消費增長潛力較強，省內百貨業發展潛力較好。

● 短期看，省內品質消費持續恢復，公司業績有望復蘇

從 2023 年 1-2 月浙江省社零恢復情況來看，省內消費升級類商品恢復較好，杭州解百作為省內奢侈品地標、品質消費主渠道，有望持續受益於省內消費復蘇，在 2022 年公司業績低基數情況下，零售主業有望在 2023 年迎來強勢反彈。此外，2023 年 9 月，杭州將舉辦第 19 屆亞運會，杭州市預計將迎來大量客流，利好零售業務。公司控股子公司悅勝體育作為第十九屆亞運會首批特許零售商，同樣有望受益於亞運會舉辦。

● 長期看，品牌優勢等多種有利因素有望保障業績穩健增長

公司作為省內奢侈品地標，具有較強的品牌優勢，一方面有利於吸引客流，另一方面也將吸引更多高奢品牌。會員具有消費頻次高、消費單價高等特點，近幾年公司會員數量及會員銷售額穩健增長，龐大且活躍的會員有望保障公司業績穩健增長，同時為其他業態賦能。公司自營業務較為穩健，作為提升商品差異化的重要手段，公司穩健的自營業務有望提升公司長期競爭力。零售主業之外，公司全程醫療以及悅勝體育業務，經過幾年培育逐步走上正軌，有望為公司帶來新增長。

● 公司盈利預測與估值

預計公司 2023-2025 年營業收入分別為 23.70、27.43、31.76 億元，YOY 分別為 19.22%、15.75%、15.78%；EPS 分別為 0.49、0.62、0.72 元，根據合理估值測算，結合股價催化劑因素，給予公司六個月內目標價為 9.80 元/股，公司估值水準較可比公司較低，給予公司“推薦（首次）”投資評級。

● 投資風險提示

主業市場份額下降的風險、盈利增長面臨壓力的風險

● 核心業績資料預測

(百萬元)	2022A	2023E	2024E	2025E
營業收入	1988.38	2370.05	2743.44	3176.42
YOY	-6.62%	19.22%	15.75%	15.78%
歸母淨利潤	237.57	361.62	454.39	529.08
EPS	0.32	0.49	0.62	0.72
P/E	23.98	15.75	12.54	10.77

資料來源：公司公告，華通證券研究部

公司投資評級

推薦（首次）

公司深度報告

華通證券研究部

商貿零售行業組

SFC:AAK004

Email: research@waton.com

主要資料 2023.3.31

收盤價 (元)	7.75
一年中最低/最高 (元)	8.98/5.34
總市值 (億元)	57.03
ROE (加權)	7.46%
PE (TTM)	24.01

股價相對走勢





目录

1.2 百货经营模式对比	9
1.3 会员运营日益重要	10
1.4 行业成长空间	11
二、公司主要业务板块经营情况分析	14
2.1.公司主营业务及产品介绍	14
2.2.公司经营业绩情况	15
2.3.公司核心资源和竞争优势分析	16
2.3.1 品牌优势	16
2.3.2 会员贡献稳定增长	16
2.3.3 自营能力不断提升	17
2.3.3 多元化业务带来新增长	18
2.4 公司运营效率、管理效率、盈利能力与可比公司比较分析	18
三、2023-2025 年公司整体业绩预测	21
四、公司估值分析	22
4.1.P/E 模型估值	22
4.2.PEG 模型	23
4.3.DCF 模型	23
五、公司未来六个月内投资建议	24
5.1.公司股价催化剂分析	24
5.2.公司六个月内的目标价	25
六、公司投资评级	25
七、风险提示	25



圖表目錄

圖 1:社零總額及 50 家重點大型零售企業零售額增速.....	8
圖 2: 線上及線下商品零售額增速.....	8
圖 3: 居民恩格爾係數走勢.....	9
圖 4: 消費者信心指數.....	9
圖 5:2022 年及 2023 年 1-2 月限額以上單位商品零售額同比增速.....	9
圖 6 :2021 年樣本企業自采自營業務的開展情況.....	10
圖 7:樣本企業未來 1 年是否會擴大自采自營.....	10
圖 8: 受訪企業對百貨企業核心競爭力排序.....	11
圖 9: 中國奢侈品市場規模預測.....	12
圖 10: 多數奢侈品線上滲透率較低.....	12
圖 11: 國內各級城市奢侈品滲透率.....	12
圖 12: 2021 年人均可支配收入前 10 名地區.....	13
圖 13: 2021 年人均消費支出前 10 名地區.....	13
圖 14:浙江省人均可支配收入及消費支出變動.....	13
圖 15 :公司營收及增速.....	15
圖 16 :公司歸母淨利潤及增速.....	15
圖 17 :公司毛利率及淨利潤.....	15
圖 18 :公司費用率情況.....	15
圖 19 :會員數量變化.....	17
圖 20 :會員銷售額變化.....	17
圖 21 :聯營及自營收入（億元）及增速.....	18
圖 22 :可比公司存貨周轉率對比.....	19
圖 23:可比公司應收賬款周轉率對比.....	19



圖 24 :可比公司總資產周轉率對比.....	19
圖 25 :可比公司銷售費用率對比.....	20
圖 26:可比公司管理費用率對比.....	20
圖 27:可比公司財務費用率對比.....	20
圖 28 :可比公司毛利率對比.....	21
圖 29 :可比公司淨利率對比.....	21
圖 30 :可比公司 ROE 對比.....	21
圖 311 :可比公司 PE(TTM)對比.....	23
表 1:聯營與自營優缺點對比.....	10
表 2: 2022 年杭州主要商場銷售額數據.....	16
表 3: 2021 年公司各類會員數量及銷售占比表.....	17
表 4 :2023-2025 年公司收入預測.....	22
表 5:可比公司估值表 (截止 2023 年 3 月 30 日)	23
表 6 :DCF 模型估值.....	24

一、公司所屬主要行業情況分析

1.1. 行業基本資訊

傳統百貨以服裝、鞋帽箱包、化妝品、金銀首飾等高毛利品類為主，將同一品類商品聚集在一起進行關聯銷售。百貨商店作為消費聚集地，是所在城市商業繁榮的代表，也是高端品牌不可或缺的市場通道，隨著人們收入水準的、提高、恩格爾係數下降，品質消費促進國內百貨業持續發展。

根據中華全國商業資訊中心統計資料，在疫情防控較快平穩階段，刺激消費政策落實顯效，元旦、春節消費需求集中釋放等有利因素推動下，2023年1-2月份，社會消費品零售總額實現77,067億元，同比增長3.5%，增速自去年10月份首次轉正，較去年12月份提高5.3個百分點。

高端百貨商場作為品質消費主渠道，也逐步迎來復蘇。2023年1-2月份全國50家重點大型零售企業（以百貨業態為主）零售額同比下降0.2%，降幅相比上年同期收窄了1.3個百分點，相比上年12月大幅收窄了35.3個百分點，扭轉了自上年8月以來降幅不斷擴大態勢。

實物商品網上零售額增速與社會消費品零售總額增幅差距逐漸縮小，線上對線下擠佔正逐漸減小。隨著線下實體商業轉型升級和全渠道數位化發展，更多消費者逐漸回歸實體商業。2023年1-2月份實物商品網上零售額實現17,476億元，同比增長5.3%，增速較去年12月份加快0.9個百分點，占社會消費品零售總額的比重為22.7%。隨著接觸型、聚集型消費增多，線下商品零售額同比增速由負轉正，實現自去年9月份以來的最快增速。根據測算，2023年1-2月份線下商品零售額同比增長2.1%，增速較去年12月份提高4.1個百分點。

圖 1:社零總額及 50 家重點大型零售企業零售額增速

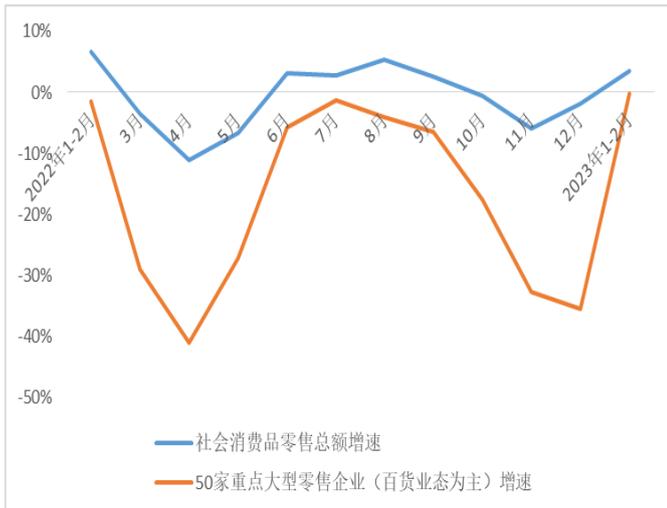
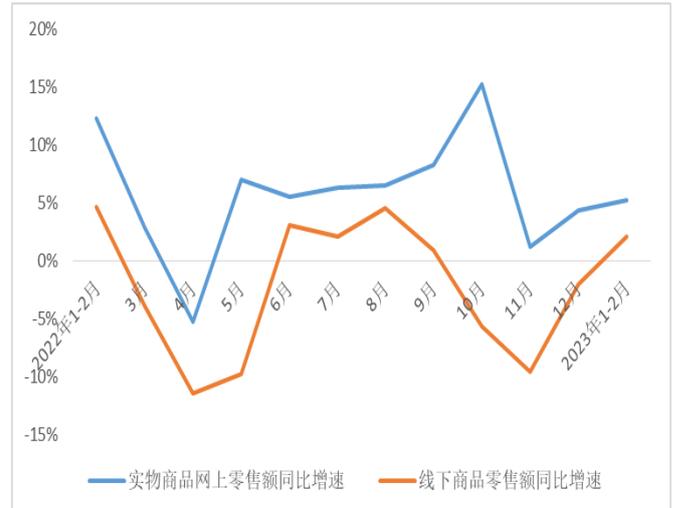


圖 2: 線上及線下商品零售額增速



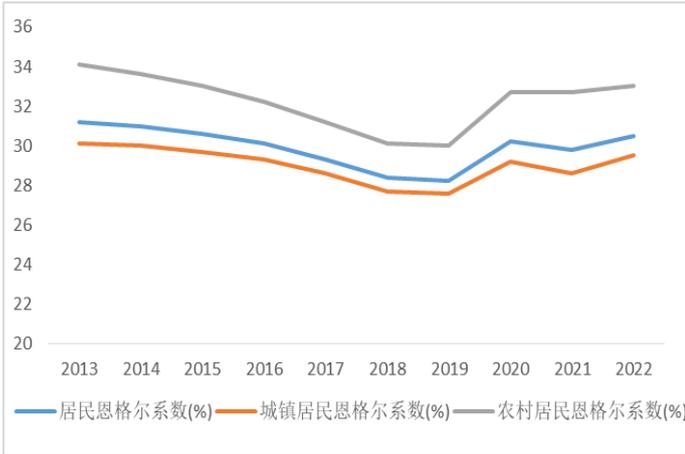
数据来源: 中华全国商业信息中心, 华通证券研究

從消費結構來看，隨著居民收入水準提升，食品支出占消費比重逐步下降，品質升級類消費逐步提升，在消費發展變化過程中，不同零售業態在不同階段發揮不同作用。當恩格爾係數在 40% 的階段，促進了超市的發展，當恩格爾係數下降到 30% 以下，消費趨向多元化，消費者更注重品質和時尚生活，百貨、購物中心、奧特萊斯等滿足居民多樣化消費需求的業態有較大的發展機遇。

根據國家統計局資料，2019 年之前，我國居民恩格爾係數逐年下降，近三年受疫情影響，恩格爾係數有所上升，2022 年居民、城鎮居民以及農村居民恩格爾係數分別為 30.5%、29.5%、33.0%。對比 2019 年居民、城鎮居民以及農村居民恩格爾係數分別為 28.2%、27.6%、30.0%。

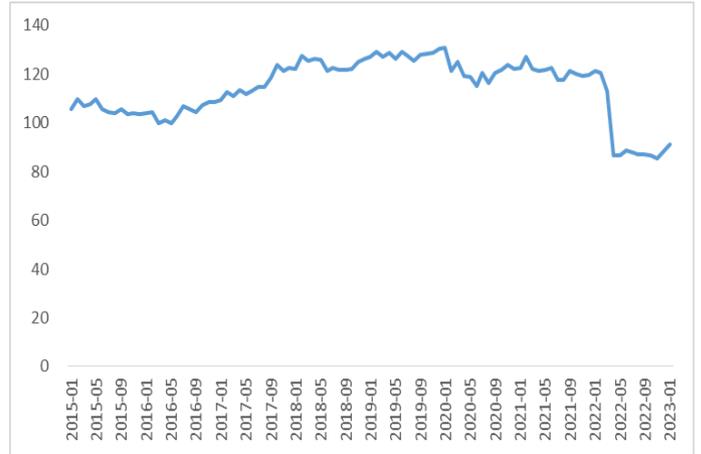
2022 年受疫情等因素影響，消費者信心指數大幅下降，根據同花順資料顯示，2022 年 4 月以來，消費者信心指數在 85-88 之間波動，2023 年 1 月，消費者信心為 91.20，較 2022 年 12 月消費者信心 88.30 有所提升。未來隨著居民收入水準提升、消費者信心恢復，恩格爾係數有望逐步下降。

圖 3: 居民恩格爾係數走勢



數據來源: 國家統計局, 華通證券研究部

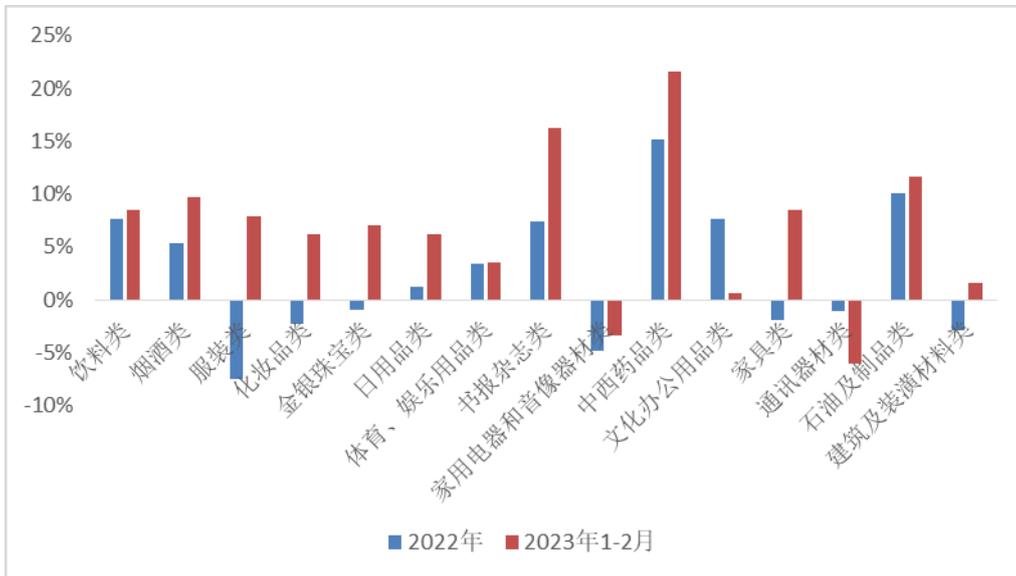
圖 4: 消費者信心指數



數據來源: 同花順 iFinD, 華通證券研究部

從限額以上單位商品零售額同比增速看，升級類消費需求持續復蘇。2023 年 1-2 月，限額以上單位服裝類、化妝品類、金銀珠寶類零售額比去年同期分別增長 7.88%、6.25%、7.00%，較 2022 年整體零售增速實現由負轉正，市場銷售總體持續恢復，消費結構來看，升級態勢明顯。百貨作為服裝、化妝品、金銀珠寶等品質消費主渠道，業績有望在 2023 年隨之復蘇。

圖 5: 2022 年及 2023 年 1-2 月限額以上單位商品零售額同比增速



數據來源: 同花順 iFinD, 華通證券研究部

1.2 百貨經營模式對比

百貨業的經營模式分為聯營及自營，品牌聯營模式是我國百貨業主要經營模式，這種模式可以說明百貨企業規避經營風險，保障一定利潤，但對商品渠道的掌控有限。近年來，部分百貨零售企業開始嘗試自營自采模式，通過自建採購團隊、開設品牌集合店、引入獨立設

計師及小眾品牌等方式，實現差異化競爭。

表 1: 聯營與自營優缺點對比

	聯營模式	自營模式
概念	由供應商在商場內指定區域設立品牌專櫃，由百貨公司的、營業員及供應商的、銷售人員共同負責銷售。在商品尚未售出情況下，該商品仍屬供應商所有，百貨公司不承擔該商品跌價損失及其他風險。在商品售出後，供應商按售價扣除與百貨公司約定的分成比例後開具發票給百貨公司，百貨公司按企業會計準則規定將所得分成額確認為主營業務收入，並在規定期限內將貨款支付給供應商。是目前行業內主要經營模式	百貨公司直接採購商品，驗收入庫後納入庫存管理，並負責商品的銷售，承擔商品所有權上的風險和報酬，通常百貨公司與供應商約定可有一定比例的退、換貨率，以及因市場變化而發生的調價補償，其利潤來源於百貨公司的進銷差價。
優點	輕資產，百貨店在商品上不占壓資金，人工成本也極低，這是百貨行業得以度過疫情影響的重要因素	形成商品差異化，強化自身供應鏈優勢，提高商品經營和服務能力
缺點	削弱百貨店的商品經營能力	資金佔用大、專業買手團隊難以培養、要求較高的企業管理能力；難以找到合適的供應商或品牌商；難以把握消費者需求

資料來源：《2020-2021 年中國百貨零售業發展報告》，華通證券研究部

百貨企業大多存在商品同質化嚴重，價格吸引力較弱等問題。自采自營作為形成商品差異化，提高商品經營和服務能力的手段，是百貨行業發展一個重要方向。根據《2021-2022 年中國百貨零售業發展報告》，2021 年 71.80% 的受訪企業表示當前有採用自采自營的模式，較 2019 年的 67.10% 增加 4.7 個百分點，同時 44.26% 的受訪企業表示，未來 12 個月會擴大自采自營比例。

圖 6: 2021 年樣本企業自采自營業務的開展情況

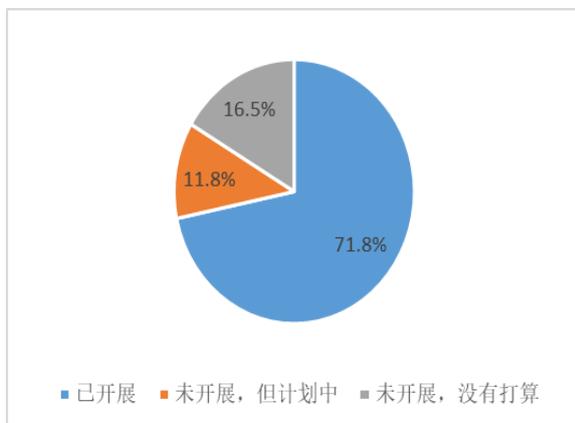
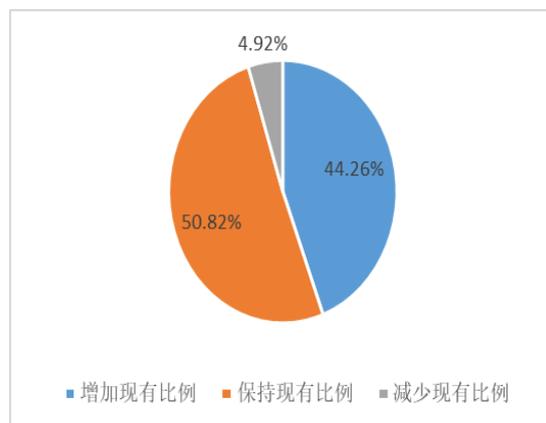


圖 7: 樣本企業未來 1 年是否會擴大自采自營



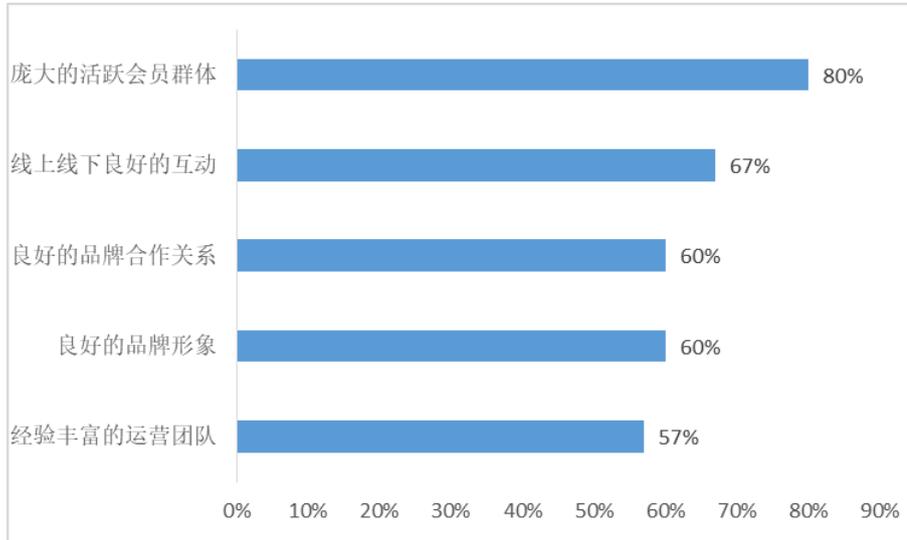
資料來源：《2021-2022 年中國百貨零售業發展報告》，華通證券研究部

1.3 會員運營日益重要

根據中國百貨商業協會發佈的《2020 零售業會員運營報告》，80% 高管認為“龐大的活躍

會員群體”是企業的核心競爭力，其次 67% 高管認為“線上線下良好的互動”是百貨企業第二大核心競爭力。百貨企業高端會員一般對企業品牌認可度高，客單價及消費頻次高，因此，零售商通過微信群、會員系統等各種方式與消費者保持緊密聯繫，維持用戶粘性。

圖 8: 受訪企業對百貨企業核心競爭力排序



资料来源：中国百货商业协会，华通证券研究部

根據中國百貨商業協會發佈的《2021-2022 年中國百貨零售業發展報告》，疫情期間，品牌商、百貨以及購物中心等多種業態，紛紛嘗試直播帶貨。在企業實踐中，抖音、快手等公域流量轉化率遠遠低於私域流量。而零售企業自身的私域流量，包括微信公眾號、社群行銷、小程序等，雖然人流較公域流量少，但轉化率較高。

1.4 行业成长空间

百貨具有品類組合能力強、對消費者信譽度高、品牌形象較好特點，這些特點與奢侈品的形象和定位相匹配。多年來，百貨是奢侈品佈局的重要渠道。高端百貨的品牌效應和虹吸作用較強，品牌方傾向於將更多資源投入銷售業績更好的百貨渠道，從而將進一步促進優質百貨企業銷售業績，強化優質商場的競爭能力。中國百貨商業協會指出，杭州大廈、北京 skp 等作為所在城市奢侈品地標，能夠吸引所在城市及周邊城市，乃至周邊省份消費者前往消費。

近幾年，由於國際市場的出行限制，國內高端百貨是奢侈品的的主要供應商，疊加國內消費者消費需求升級，部分國內高端百貨在疫情期間仍保持較好增長。預計疫情之後，雖然國

際市場出行已經放開，但國內消費的習慣也將部分保留。

根據普華永道發佈的《中國內地及香港地區奢侈品市場洞察》，2022年國內奢侈品市場增長放緩，市場規模為5,230億元，占全球市場占比22%，預計2022-2025年國內奢侈品市場年均複合增速將達到16%，預計2025年市場規模將達到8,160億元，占全球市場25%。目前多數奢侈品線上滲透率較低，線下仍是主要渠道，2021年化妝品、皮具、時尚生活、珠寶、手錶的線上滲透率分別為41%、12%、10%、10%、5%。對比2019及2021年各級城市奢侈品滲透率，低線城市奢侈品滲透率正在逐步增長。

圖 9: 中國奢侈品市場規模預測

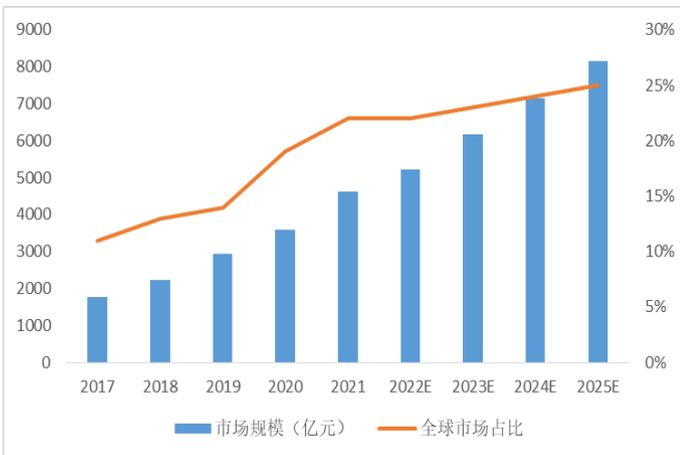


圖 10: 多數奢侈品線上滲透率較低

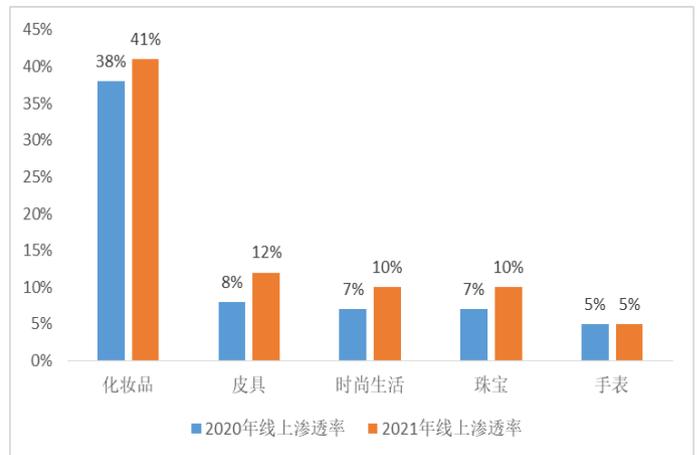
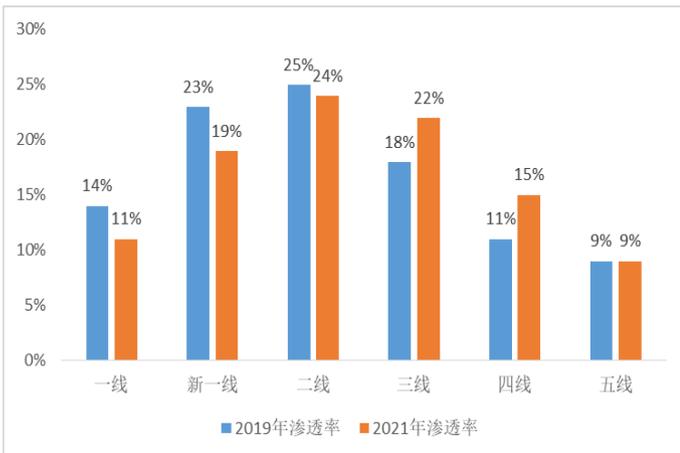


圖 11: 國內各級城市奢侈品滲透率



數據來源：普華永道，華通證券研究部

根據浙江省統計局資料，2023年1-2月，浙江省社會消費品零售總額4,810億元，同比增長1.5%，兩年平均增長4.5%。按消費類型分，商品零售4,367億元，增長0.9%；餐飲收入443億元，增長8.0%。線上消費較快增長，限額以上單位通過公共網路實現的零售額同比

增長 10.5%，占比 29.3%，較去年同期提高 3.5 個百分點。消費升級類商品恢復較好，可穿戴智慧設備、電子出版物及音像製品、通訊器材、化妝品和金銀珠寶類分別增長 21.2%、12.6%、9.5%、8.9% 和 6.1%。

從浙江省消費能力看，浙江省人均可支配收入及人均消費支出逐年上升，2021 年浙江省人均可支配收入 57,541 元，較上年增長 9.82%，人均消費支出 36,668 元，較上年增長 17.17%，人均可支配收入及消費支出均在全國排名第三，居民消費消費能力較強。隨著百貨企業探索自采自營，發展直播、小程序等線上渠道，自身商品經營及服務效率有望提高，百貨作為奢侈品消費主渠道，有望受益於奢侈品市場規模增長。

圖 12: 2021 年人均可支配收入前 10 名地區

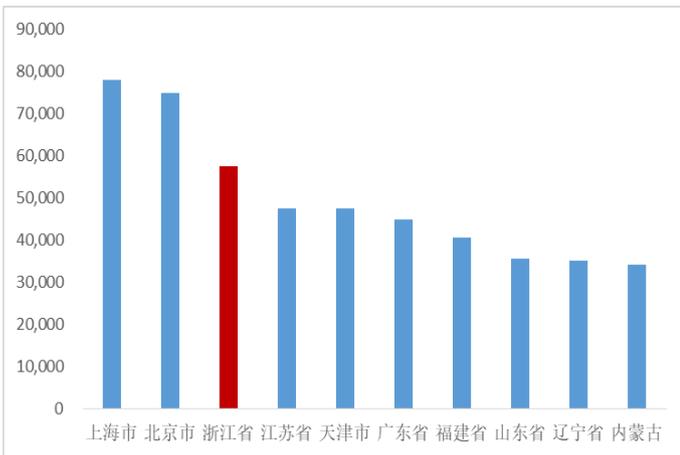


圖 13: 2021 年人均消費支出前 10 名地區

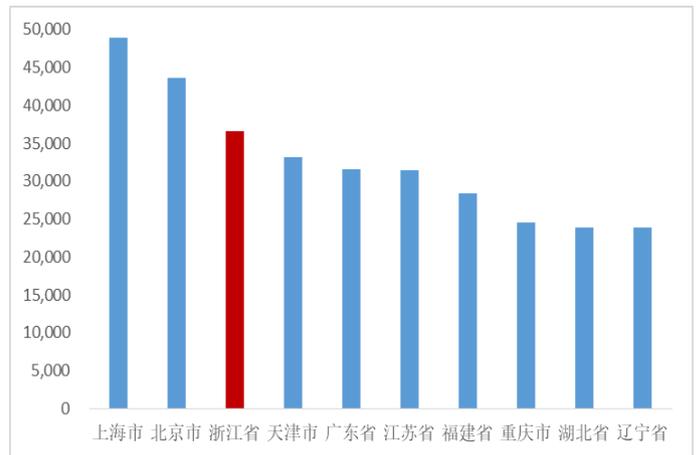
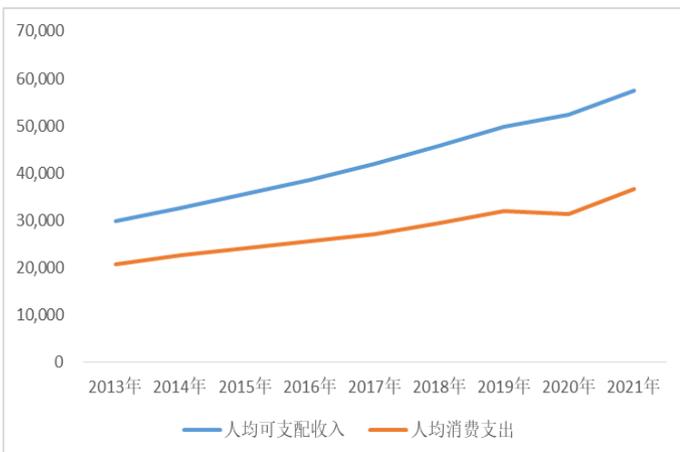


圖 14: 浙江省人均可支配收入及消費支出變動



数据来源: 国家统计局, 华通证券研究部

二、公司主要业务板块经营情况分析

2.1. 公司主营业务及产品介绍

公司主營業務為商品零售，主要業態有百貨商場、購物中心。目前，公司營業收入主要來源於旗下各門店商品銷售收入及商場內功能商戶租金收入。公司主要擁有解百購物廣場、杭州大廈購物城兩家主要門店。

其中，解百商業坐落於西子湖畔，位於湖濱步行街商圈核心位置，前身為 1918 年成立的“浙江省商品陳列館”，解百商業由 A 座、B 座、C 座三幢商業建築組成，總體量 13 萬平方米，經營珠寶、美妝、男女裝、鞋包、嬰童類服飾、家居、潮流服飾、運動戶外等品類。商業體彙集了薈萃寶姿、瑪絲菲爾、TOMMY、周大福、愛步、耐克、愛迪達等 400 餘個品牌，雲集阿裡巴巴旗下新零售盒馬鮮生、松下生活空間全國首家旗艦店、優衣庫城市旗艦店、銀樂迪、杭州酒家等配套專案，是新零售、新科技、新生活品牌的聚集地。

杭州大廈位於杭州市核心商圈—武林廣場，總建築面積近 30 萬平米。杭州大廈自創建以來，不僅實現了從“杭州老九”到“中國第一”的持續跨越，連續 8 年蟬聯全國大型百貨商場單店銷售第一名，而且成功締造了“高端百貨+奢侈品”的精品百貨模式，是目前國內著名高端精品百貨公司之一。

主業之外，公司積極嘗試向體育、健康醫療等行業拓展。體育業務方面，公司持有悅勝體育 69.50% 股份，悅勝體育具備大型國際賽事開發運營經驗，是 2018 國際泳聯世界游泳錦標賽（25m）唯一的市場開發代理公司，也是第十九屆亞運會首批特許零售商。2020 年悅勝體育新創立了 REASON ACADEMY 國際籃球學院，作為體育教育領域的高端服務商，同時引進國際化籃球教育課程和運動教育理念，服務 3-15 歲兒童及青少年。

健康醫療業務方面，公司與迪安診斷、百大集團三大上市公司合資成立全程醫療，並持股 45%，全程醫療已與國內知名三甲醫院—浙江大學醫學院附屬邵逸夫醫院達成戰略合作，向客戶群提供覆蓋整個生命週期的全過程健康管理和高品質醫療服務，目前已與 20 餘家國內外知名醫療品牌達成合作。

2.2. 公司经营业绩情况

由於新收入準則實施，2020 年後公司營業收入採用淨額法計算，2020 年公司營收資料較 2019 年有較大變化。2022 年，公司實現營業收入 19.88 億元，同比減少 6.62%，實現歸屬於上市公司股東的淨利潤 2.38 億元，同比減少 32.23%，主要是受營業時間縮短影響，銷售同比下降，以及實施租金減免政策所致。

圖 15 :公司營收及增速

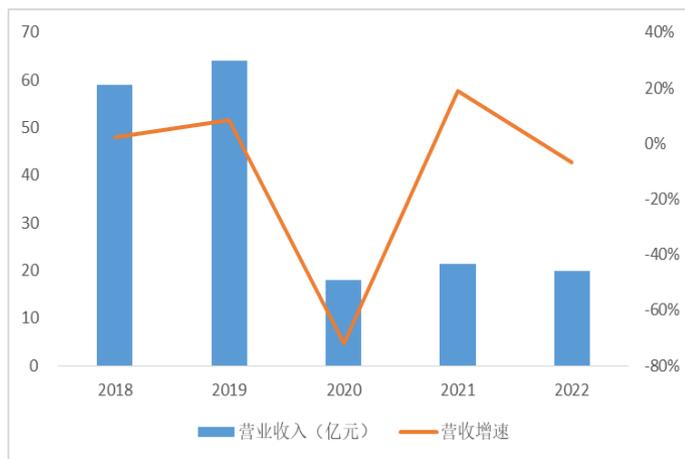
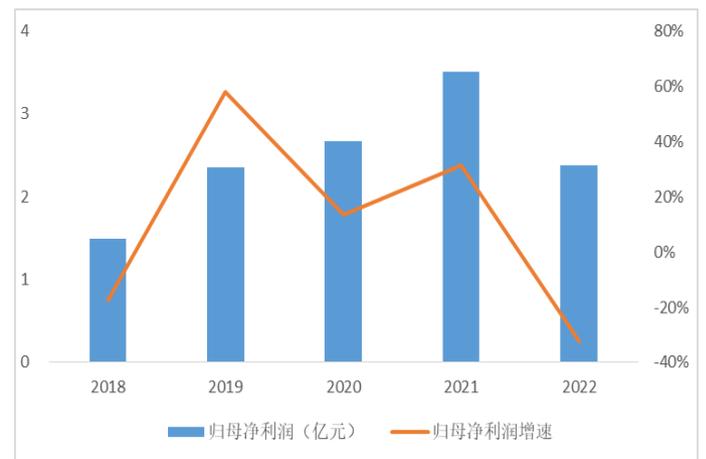


圖 16 :公司歸母淨利潤及增速



数据来源: 东方财富 Choice, 华通证券研究部

由於 2020 年採用新收入準則，因此公司毛利率及淨利率資料較前期變動較大。但自 2020 年以後，公司毛利率及淨利率基本穩定，2022 年公司毛利率 78.84%，淨利率 23.38%。近三年，公司費用率基本穩定，2022 年公司銷售費用率 19.88%，管理費用率 19.87%，財務費用率-1.20%。

圖 17 :公司毛利率及淨利潤

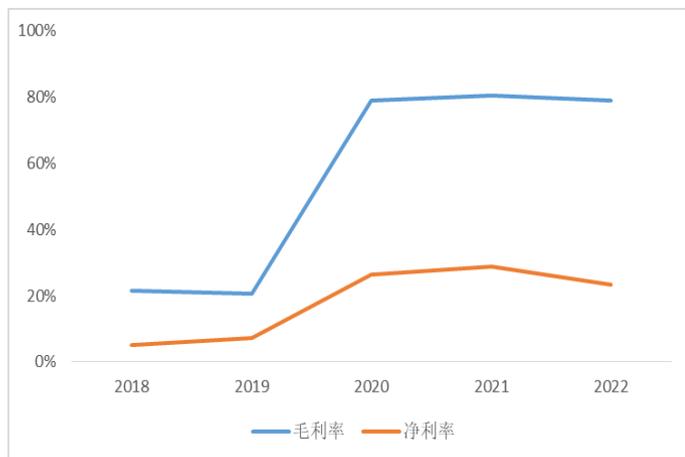
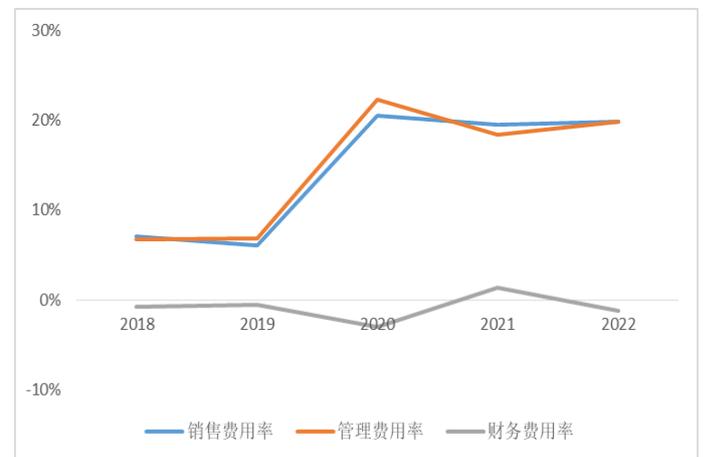


圖 18 :公司費用率情況



数据来源: 东方财富 Choice, 华通证券研究部

2.3. 公司核心资源和竞争优势分析

2.3.1 品牌优势

杭州解百擁有的兩家門店均處於杭州市核心位置，解百商業前身是“浙江省商品陳列館”，杭州大廈作為國內著名高端精品百貨公司之一，兩家門店均有較強品牌優勢，一方面能夠吸引更多客流，另一方面也能吸引更多高端品牌商。2022 年公司新引入香奈兒、LV、寶格麗、卡地亞四大重奢品牌 VIC ROOM，其中卡地亞是全球首家，寶格麗是全國首家，香奈兒和 LV 均為華東首家，Dior、梵克雅寶等品牌在解百商業新 B 座 5 樓落位 VIC ROOM 也已達成初步意向，強大品牌陣容有望吸引更多客流，同時提高消費者客單價。

2022 年，杭州大廈在 4 月閉店 3 天、12 月縮短營業時間情況下，全年仍穩住了百億銷售額，其中年度四大行銷節點銷售從破 2 億攀升到破 5 億，不斷刷新紀錄。對比杭州市內其他主要商場銷售額，杭州大廈銷售額始終處於行業前列，公司的品牌優勢有望為公司維持較好客流。

表 2: 2022 年杭州主要商場銷售額數據

項目名稱	2022 年銷售額 (億元)	2021 年銷售額 (億元)	同比變化
杭州大廈	100+	100+	/
杭州萬象城	100	80	25.0%
杭州湖濱銀泰 in77	78	82	-4.9%
杭州武林銀泰	58	60	-3.3%
杭州城西銀泰城	47	47	持平
杭州西溪印象城	35	30.1	16.3%
杭州濱江寶龍城	35	26.5	32.0%
杭州印力匯德隆奧體印象城	33	/	/
龍湖杭州濱江天街	22	25	-12.0%
杭州蕭山萬象匯	19	/	/

数据来源：联商网，华通证券研究部

2.3.2 会员贡献稳定增长

公司會員數量及會員銷售額穩定增長。2022 年末，公司及下屬企業共有各類會員客戶 103.37 萬人，較上年增長 25.01%，全年實現會員銷售 80.58 億元（含稅銷售額），較上年增長 11.79%。

圖 19:會員數量變化

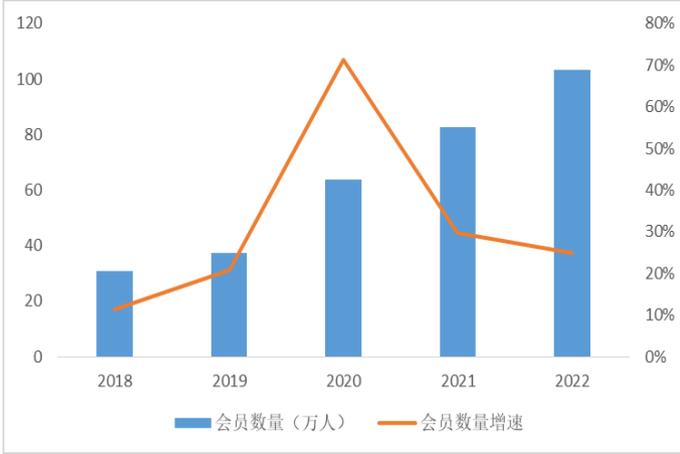
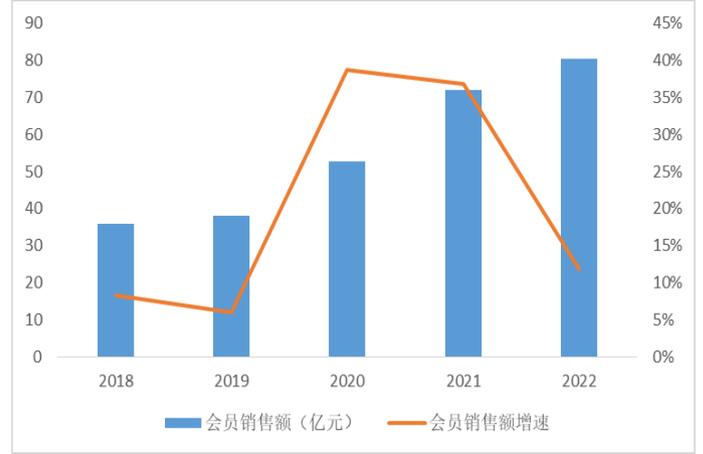


圖 20:會員銷售額變化



数据来源: 东方财富 Choice, 华通证券研究部

2022 年公司未披露各類會員數量及銷售占比表，從 2021 年資料來看，高級會員對公司消費粘性較強，消費金額較高。2021 年 V6 級會員數量僅 1,133 人，占會員人數比重 0.14%，貢獻銷售額 9.34 億元，銷售額占會員總銷售額比重 12.95%。存量競爭時代，會員具有粘性強、消費頻次高、消費單價高等特點，有望為公司帶來穩健業績增長，同時賦能公司其他業態發展。

表 3: 2021 年公司各類會員數量及銷售占比表

會員等級	會員人數 (人)	會員人數占比	會員銷售額 (億元)	銷售額占會員總銷售金額占比
V1	707,967	85.62%	8.6984	12.07%
V2	67,575	8.17%	12.4975	17.34%
V3	18,418	2.23%	8.0922	11.23%
V4	25,419	3.07%	18.3380	25.44%
V5	6,372	0.77%	15.1165	20.97%
V6	1,133	0.14%	9.3377	12.95%

资料来源: 公司公告, 华通证券研究部

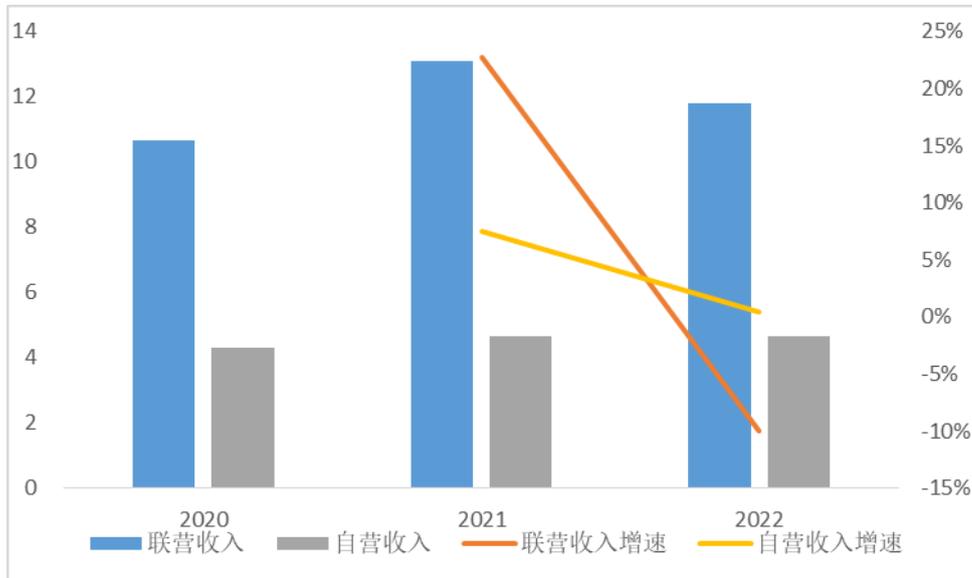
2.3.3 自营能力不断提升

百貨業態是品質消費重要場所，商品力是其核心競爭力。目前行業內的百貨企業，紛紛探索引進差異化商品、擴大自營自采、實現線上線下同價等，提升企業差異化競爭能力。

公司目前採用的主要商品銷售方式是聯營模式，涉及商品品類主要有：服裝、化妝品、首飾、家電、床上用品、鞋帽等。採用自營模式經營的商品品類主要有：部分化妝品、部分

家電、煙草和超市內商品等。2022 年公司聯營收入 11.79 億元，較上年下降 9.95%，自營業務收入 4.66 億元，較上年增長 0.43%，公司自營業務能力不斷提升，有助於公司在杭州市內提升差異化競爭能力。

圖 21: 聯營及自營收入 (億元) 及增速



数据来源: 东方财富 Choice, 华通证券研究部

2.3.3 多元化业务带来新增长

公司體育、健康醫療業務進展良好，2022 年全程醫療營收超 9,000 萬元，體檢平均客單價超 4,000 元，是杭州市體檢機構價格“天花板”；功能醫學門診已正式落地，有望成為新業績增長點；醫美板塊月營收均同比增長，漲幅最高近 100%。

悅勝體育是第十九屆亞運會首批特許零售商，亞運會特許商品主要是亞運會周邊產品，包括玩具類、服裝服飾類、家居生活類、徽章及非金屬類等多個類別。目前悅勝體育已經開始銷售亞運會相關商品，此外悅勝體育目前運營 5 個場館，體育培訓業務累計招生超 1,600 人，預計體育業務有望在 2023 年為杭州解百帶來較好業績增長。

2.4 公司运营效率、管理效率、盈利能力与可比公司比较分析

對比可比公司運營效率，主要由於 2020 年採用新收入準則原因，各大百貨公司 2020 年資料較前兩年有較大變動，但其後基本保持相對穩定。存貨周轉率方面，各公司表現平穩，杭州解百處於可比公司中等水準，杭州解百、天虹股份、茂業商業、新華百貨、徐家匯 2022

年存貨周轉率依次為 6.54、8.44、1.15、5.19、12.57；應收賬款周轉率方面，杭州解百處於中等水準，上述公司 2022 年應收賬款周轉率依次為 25.79、80.91、62.57、36.87、27.21；總資產周轉率方面，上述公司 2022 年總資產周轉率依次為 0.23、0.39、0.16、0.72、0.17。

圖 22:可比公司存貨周轉率對比

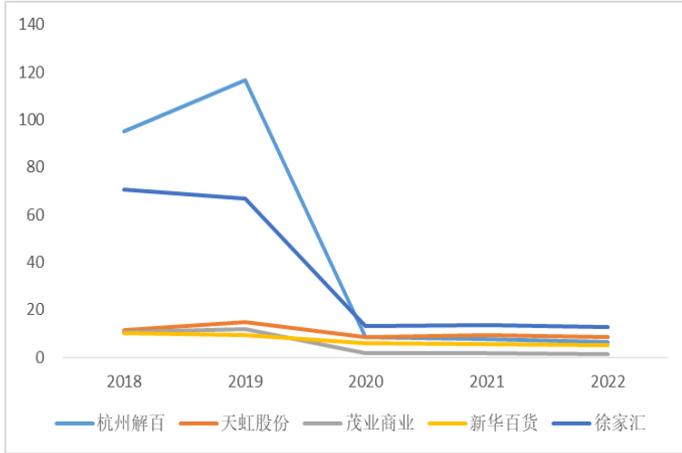


圖 23:可比公司應收賬款周轉率對比

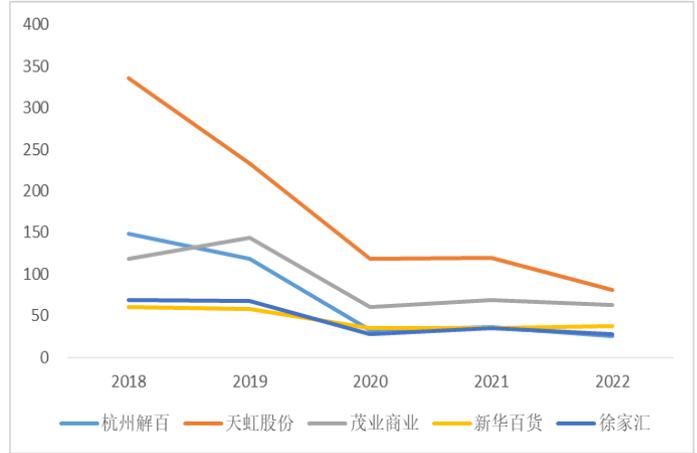
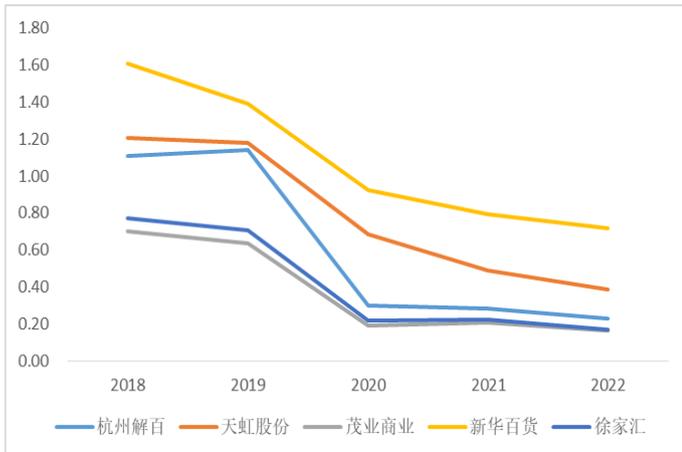


圖 24:可比公司總資產周轉率對比



数据来源: 东方财富 Choice, 华通证券研究部

對比可比公司管理效率。銷售費用率方面，杭州解百處於中等水準，杭州解百、天虹股份、茂業商業、新華百貨、徐家匯 2022 銷售費用率依次為 19.88%、31.91%、27.11%、17.79%、15.97%；管理費用率方面，上述公司 2022 管理費用率依次為 19.87%、3.02%、8.47%、3.35%、25.75%；財務費用率方面，杭州解百財務費用率處於較低水準，上述公司 2022 財務費用率依次為-1.20%、2.10%、11.89%、3.41%、-1.74%。

圖 25:可比公司銷售費用率對比

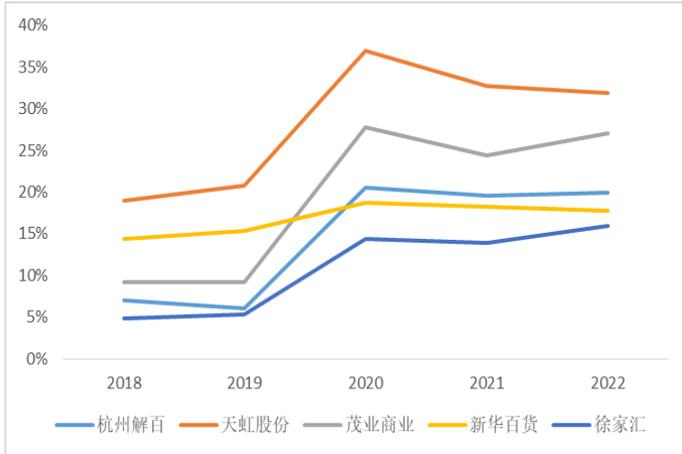


圖 26:可比公司管理費用率對比

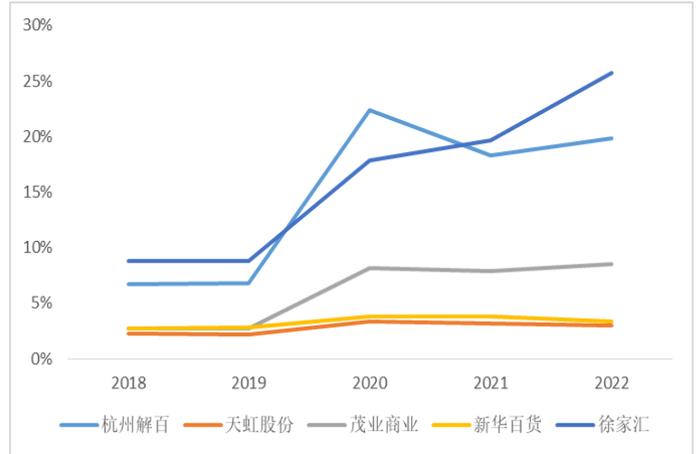
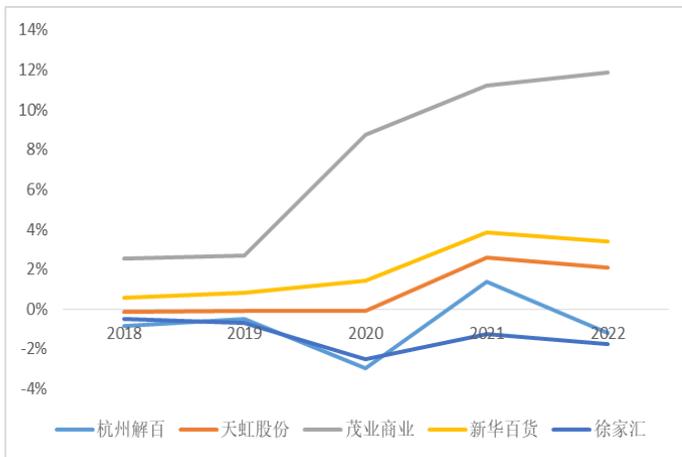


圖 27:可比公司財務費用率對比



数据来源: 东方财富 Choice, 华通证券研究部

對比可比公司盈利能力。毛利率方面，杭州解百處於可比公司第一位，杭州解百、天虹股份、茂業商業、新華百貨、徐家匯 2022 毛利率依次為 78.84%、36.81%、63.09%、25.30%、50.98%；淨利率方面，杭州解百同樣處於較高水準，上述公司 2022 淨利率依次為 23.38%、0.99%、9.78%、1.16%、6.53%；淨資產收益率方面，上述公司 2022 年依次為 7.40%、2.95%、4.80%、4.68%、1.09%。

圖 28:可比公司毛利率對比

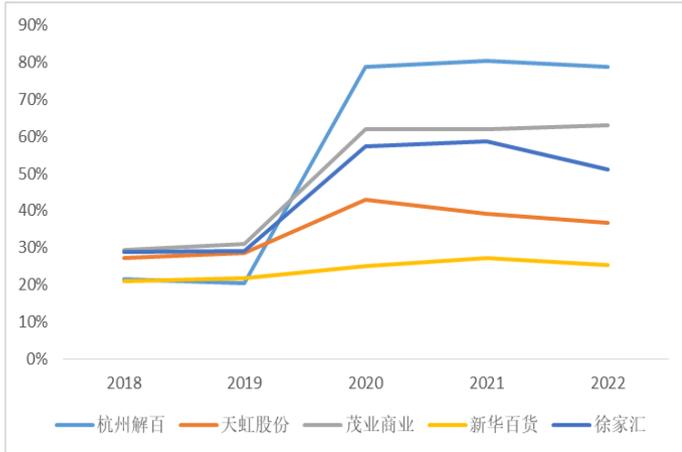


圖 29:可比公司淨利率對比

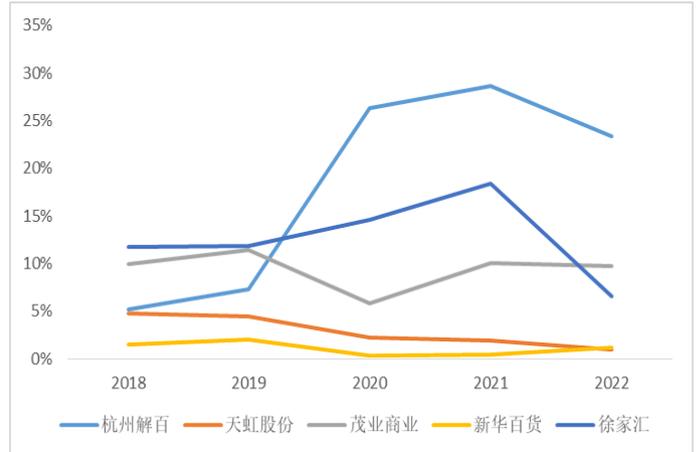
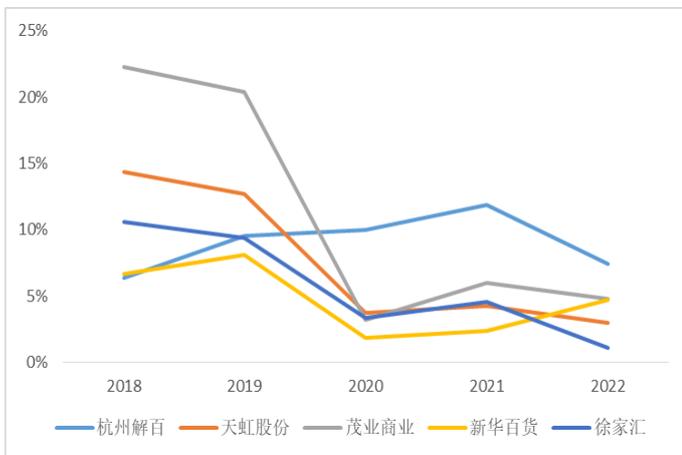


圖 30:可比公司 ROE 對比



数据来源: 东方财富 Choice, 华通证券研究部

三、2023-2025 年公司整体业绩预测

關鍵假設：

a. 2022 年疫情影響造成業績低基數情況下，公司零售主業有望受益於消費復蘇迎來較大反彈，此外 2023 年 9 月杭州將召開亞運會，杭州市內有望迎來大量客流，利好零售業務，公司控股子公司悅勝體育作為亞運會首批特許零售商，業績同樣有望迎來增長。

b. 結合往年資料，將商貿零售及其他業務的 2023 年收入增長預測設為 20%、15%；參考往年資料進行預測，將 2024 及 2025 年上述行業的收入增長設定為 15%、20%。

c. 結合往年資料，由於公司毛利率基本穩定，將 2023-2025 年上述行業毛利率設定為 75%、99%。



表 4:2023-2025 年公司收入預測

	項目	2022A	2023E	2024E	2025E
商貿零售行業	收入 (億元)	16.77	20.12	23.14	26.61
	YOY	-7.31%	20.00%	15.00%	15.00%
	成本 (億元)	4.19	5.03	5.79	6.65
	毛利率	75.04%	75.00%	75.00%	75.00%
其他業務	收入 (億元)	3.11	3.58	4.29	5.15
	YOY	-2.69%	15.00%	20.00%	20.00%
	成本 (億元)	0.02	0.04	0.04	0.05
	毛利率	99.30%	99.00%	99.00%	99.00%
合計	收入 (億元)	19.88	23.70	27.43	31.76
	YOY	-6.62%	19.22%	15.75%	15.78%
	成本 (億元)	4.21	5.07	5.83	6.70
	毛利率	78.84%	78.62%	78.75%	78.89%

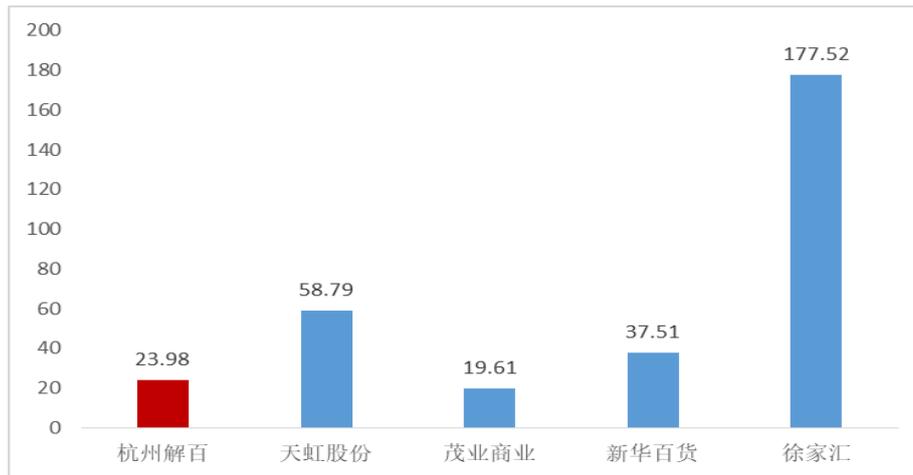
我們預計 2023-2025 年公司營業收入分別為 23.70、27.43、31.76 億元，同比增長 19.22%、15.75%、15.78%，淨利潤分別為 6.57、8.34、9.88 億元，對應 EPS 分別為每股 0.49、0.62、0.72 元。

四、公司估值分析

4.1. P/E 模型估值

選取一般零售領域天虹股份、茂業商業、新華百貨、徐家匯作為可比公司，以 2023 年 3 月 30 日資料為基準，可看出杭州解百在一般零售領域 PE (TTM) 處於較低水準。

圖 311:可比公司 PE(TTM)對比



数据来源: 东方财富 Choice, 华通证券研究部

對比行業均值、行業中值以及可比公司天虹股份、新華百貨估值水準，綜合考慮公司業績成長性，我們給予公司 PE 估值 20X-25X，對應股價 9.80 元/股至 12.25 元/股為合理估值區間。

表 5:可比公司估值表 (截止 2023 年 3 月 30 日)

	最新收盤價	EPS				PE			
		2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E
行業均值(整體法)	8.80	0.16	0.13	0.21	0.23	35.83	42.03	25.75	23.45
行業中值	6.37	0.19	0.29	0.34	0.44	20.32	17.93	22.50	18.72
天虹股份	6.04	0.19	0.16	0.21	0.27	32.48	38.92	29.46	22.77
新華百貨	15.54	0.23	0.66	0.54	0.60	57.44	23.38	28.74	25.78

数据来源: 东方财富 Choice, 华通证券研究部

4. 2. PEG 模型

根據業績預測，公司 2023-2025 年 EPS 分別為 0.49、0.62、0.72 元，公司動態 PE 為 23.98，對應 PEG 為 0.45，根據東方財富 Choice 資料，天虹股份、新華百貨 2023 年預測 PEG 為 0.30、0.94。

4. 3. DCF 模型

我們以預測的 2023-2025 年 EPS 分別為 0.49、0.62、0.72 元為基礎，進行絕對估值測算，

對應每股合理的內在價值為 16.55 元。

表 6 :DCF 模型估值

模型	折現率	永續增長率	預測期現值	永續期現值	總現值
組合一	8.00%	3.00%	1.68	12.72	14.40
組合二	8.00%	4.00%	1.68	16.05	17.73
組合三	8.00%	5.00%	1.68	21.60	23.29
組合四	9.00%	3.00%	1.66	10.40	12.07
組合五	9.00%	4.00%	1.66	12.60	14.27
組合六	9.00%	5.00%	1.66	15.91	17.57
平均					16.55

数据来源：东方财富 Choice，华通证券研究部

估值說明：(1) 永續增長率採用略低於GDP增長率；

(2) DCF模型中以EPS代替自由現金流量進行測算；

(3) 預測期間為2023-2025年，永續期自2026年開始；

(4) 考慮市場風險和企業自身風險因素，折現率包含了風險溢價。

五、公司未来六个月内投资建议

5.1. 公司股价催化剂分析

從 2023 年 1-2 月浙江省社零恢復情況來看，省內消費升級類商品恢復較好，杭州解百作為省內奢侈品地標、品質消費主渠道，有望持續受益於省內消費復蘇，在 2022 年業績低基數情況下，零售主業有望在 2023 年迎來復蘇。2023 年 9 月，杭州將舉辦第 19 屆亞運會，杭州市將迎來大量客流，利好零售業務。同時，公司控股子公司悅勝體育作為第十九屆亞運會首批特許零售商，同樣有望受益於亞運會舉辦。

公司作為省內奢侈品地標，具有較強的品牌優勢，一方面有利於吸引客流，另一方面也將吸引更多高奢品牌。會員具有消費頻次高、消費單價高等特點，近幾年公司會員數量及會員銷售額穩健增長，龐大且活躍的會員有望保障公司業績穩健增長，同時為其他業態賦能。

公司自營業務較為穩健，作為提升商品差異化的重要手段，公司穩健的自營業務有望提升公司長期競爭力。零售主業之外，公司的全程醫療以及悅勝體育業務，經過幾年培育逐步走上正軌，有望為公司帶來新增長。

5.2. 公司六個月內的目標價

根據前述對於公司合理估值測算，結合股價催化劑因素，我們給予公司六個月內的目標價為 9.80 元/股，對應 2023 年 PE 為 20 倍。2023 年 3 月 30 日收盤價 7.74 元為基準，公司股價距離六個月內的目標價仍有 26.61% 的上漲空間。

六、公司投資評級

根據公司業績預測、合理估值水準、六個月內的目標價、基準指數的波動預期，我們給予公司“**推薦（首次）**”的投資評級。

華通證券國際投資評級說明

投資評級	說明
強烈推薦	預計未來 6 個月內，股價表現強於基準指數 15% 以上
推薦	預計未來 6 個月內，股價表現強於基準指數 5%-15%
中性	預計未來 6 個月內，股價表現介於基準指數±5% 之間
回避	預計未來 6 個月內，股價表現弱於基準指數 5% 以上

基準指數說明：A 股—主機板基準為滬深 300 指數、創業板基準為創業板指、科創板基準為科創 50 指數、北交所基準為北證 50 指數；港股基準為恒生指數；美股基準為標普 500 指數。

七、風險提示

1. 主業市場份額下降的風險

未來幾年，新的商業物業將在杭州市內陸續開業，以及國際形勢變化、國門打開，客戶和貨品分流壓力都在加大。面對外部激烈競爭及市場環境的變化，原有單店發展模式難以適應新消費時代變化，可能面臨供應鏈體系逐年弱化、主業市場份額下降的風險。

2. 盈利增長面臨壓力的風險

公司目前營收及利潤增長主要來源於零售主業，“零售+”板塊尚未形成規模，與主業之間



的雙向賦能也仍需進一步提升，公司盈利增長面臨壓力，亟需通過投資、並購等手段尋找和培育業務增長新的發展空間。

附表：財務報表預測與主要財務比率

資產負債表		單位:百萬元			
會計年度	2022	2023E	2024E	2025E	
貨幣資金	4,367.47	7,035.29	7,663.66	8,743.86	
應收和預付款項	107.47	125.14	143.86	167.30	
存貨	68.18	86.87	91.50	113.69	
其他流動資產	77.18	77.18	77.18	77.18	
長期股權投資	694.24	722.74	757.49	789.11	
投資性房地產	36.38	36.38	36.38	36.38	
固定資產和在建工程	655.32	626.35	587.06	581.14	
無形資產和開發支出	16.23	11.66	7.56	3.45	
其他非流動資產	2340.68	340.00	288.07	288.07	
資產總計	8,363.16	9,061.63	9,652.76	10,800.19	
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	
應付和預收款項	2,092.65	2,383.60	2,378.62	2,712.63	
長期借款	4.10	4.10	4.10	4.10	
其他負債	1,928.81	1,811.05	1,753.05	1,816.57	
負債合計	4,025.56	4,198.76	4,135.78	4,533.30	
股本	735.93	735.93	735.93	735.93	
資本公積	41.79	41.79	41.79	41.79	
留存收益	2,504.89	2,735.20	3,010.18	3,301.37	
歸屬母公司股東權益	3,282.62	3,512.93	3,787.90	4,079.09	
少數股東權益	1,054.99	1,349.95	1,729.08	2,187.80	
股東權益合計	4,337.60	4,862.87	5,516.99	6,266.89	
負債和股東權益合計	8,363.16	9,061.63	9,652.76	10,800.19	
現金流量表		單位:百萬元			
會計年度	2022	2023E	2024E	2025E	
稅後經營利潤	454.63	609.72	778.61	938.05	
折舊攤銷	81.03	104.99	105.33	54.55	
淨營運資金增加	-379.90	254.59	-28.33	288.37	
經營活動產生現金流量淨額	282.57	897.41	727.33	1115.60	
投資活動產生現金流量淨額	268.76	1829.83	-47.84	37.12	
融資活動產生現金流量淨額	-716.14	-59.41	-51.13	-72.52	
現金淨增加額(減)	-164.81	2667.83	628.36	1080.20	
估值和財務指標匯總					
會計年度	2022	2023E	2024E	2025E	
EBIT	518.65	850.81	1044.28	1228.70	
EBITDA	599.69	955.80	1149.60	1283.24	
NOPLAT	348.54	569.36	700.62	833.14	
稅前經營利潤	642.31	870.14	1111.17	1338.71	
EPS	0.32	0.49	0.62	0.72	
BPS	4.46	4.77	5.15	5.54	
PE	23.98	15.75	12.54	10.77	
PB	1.74	1.62	1.50	1.40	
PS	2.86	2.40	2.08	1.79	
PCF	20.16	6.35	7.83	5.11	
EV/EBIT	4.24	-0.20	-0.40	-0.84	
EV/EBITDA	3.66	-0.18	-0.36	-0.81	
EV/NOPLAT	6.31	-0.30	-0.59	-1.24	
EV/IC	-10.18	0.07	0.18	0.39	
股息率%	2.46	2.31	3.15	4.18	

利潤表		單位:百萬元			
會計年度	2022	2023E	2024E	2025E	
營業收入	1,988.38	2,370.05	2,743.44	3,176.42	
減: 營業成本	420.79	506.68	582.86	670.50	
營業稅金及附加	130.93	156.06	180.65	209.16	
營業費用	395.29	450.31	493.82	571.75	
管理費用	395.19	450.31	493.82	539.99	
財務費用	-23.85	-67.16	-122.79	-159.01	
研發費用	0.00	0.00	0.00	0.00	
資產減值損失	19.41	0.00	0.00	0.00	
加: 投資收益	15.93	28.50	34.75	31.63	
公允價值變動損益	-10.15	5.00	5.00	5.00	
其他經營損益	-8.31	-3.71	-3.92	-5.31	
營業利潤	648.08	903.64	1150.92	1375.33	
加: 其他非經營損益	15.48	19.06	21.64	18.73	
利潤總額	663.56	922.71	1,172.56	1,394.06	
減: 所得稅	198.59	266.13	339.04	406.26	
淨利潤	464.96	656.58	833.52	987.79	
減: 少數股東損益	227.39	294.96	379.14	458.72	
歸屬母公司股東淨利	237.57	361.62	454.39	529.08	
EBIT	518.65	850.81	1,044.28	1,228.70	
EBITDA	599.69	955.80	1,149.60	1,283.24	
主要財務比率					
會計年度	2022	2023E	2024E	2025E	
收益率					
毛利率	78.84%	78.62%	78.75%	78.89%	
三費/營業收入	38.56%	35.17%	31.52%	29.99%	
EBIT/營業收入	26.08%	35.90%	38.06%	38.68%	
EBITDA/營業收入	30.16%	40.33%	41.90%	40.40%	
銷售淨利率	23.38%	27.70%	30.38%	31.10%	
資產獲利率					
ROE	7.24%	10.29%	12.00%	12.97%	
ROA	6.20%	9.39%	10.82%	11.38%	
增長率					
銷售收入增長率	-6.62%	19.20%	15.75%	15.78%	
EBIT 增長率	-27.25%	64.04%	22.74%	17.66%	
EBITDA 增長率	-23.66%	59.38%	20.28%	11.62%	
淨利潤增長率	-23.91%	41.21%	26.95%	18.51%	
總資產增長率	-0.15%	8.35%	6.52%	11.89%	
股東權益增長率	4.58%	7.02%	7.83%	7.69%	
經營營運資本增長率	-32.42%	-12.00%	1.37%	-12.31%	
資本結構					
資產負債率	48.13%	49.53%	45.84%	44.33%	
帶息債務/總負債	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	
流動比率	1.96	2.76	3.01	3.05	
速動比率	1.93	2.73	2.98	3.01	
股利支付率	59.09%	36.31%	39.48%	44.96%	
收益留存率	40.91%	63.69%	60.52%	55.04%	
資產管理效率					
總資產周轉率	0.24	0.27	0.29	0.31	
固定資產周轉率	2.95	3.71	4.52	5.49	
應收賬款周轉率	25.79	25.79	25.79	25.79	
存貨周轉率	6.54	6.54	6.54	6.54	

資料來源：公司公告，華通證券研究部



法律聲明及風險提示

1. 本報告由華通證券國際有限公司 (以下簡稱“本公司”) 在香港製作及發佈。華通證券國際有限公司系33年老牌券商，擁有香港證監會頒發的1/4/5/9號牌照。
2. 本研究報告僅供本公司的客戶使用。本公司不會因接收人收到本報告而視其為本公司的當然客戶。
3. 在任何情況下，本公司不對任何人因使用本報告中的任何內容所引致的任何損失負任何責任，投資者需自行承擔風險。
4. 本報告所載的資料、工具、意見及推測只提供給客戶作參考之用，並非作為或被視為出售或購買證券或其他投資標的的邀請或向人做出邀請。
5. 本公司會適時更新公司的研究，但可能會因某些規定而無法做到。除了一些定期出版的報告之外，絕大多數研究報告是在分析師認為適當的時候不定期地發佈。
6. 本報告中的資訊均來源於公司認為可靠的已公開資料，但本公司對這些資訊的真實性、準確性及完整性不作任何保證，也不保證所包含的資訊和建議不發生任何變更。
7. 在任何情況下，本報告中的資訊或所表述的意見並不構成對任何人的投資建議，也沒有考慮到個別客戶特殊的投資目標、財務狀況或需求。客戶應考慮本報告中的任何意見或建議是否符合其特定狀況，若有必要應尋求專家意見。
8. 本報告中提及的投資價格和價值以及這些投資帶來的收入可能會波動。過去的表現並不代表未來的表現，未來的回報也無法保證，投資者可能會損失本金。外匯匯率波動有可能對某些投資的價值或價格或來自這一投資的收入產生不良影響。
9. 本報告版權均歸本公司所有，未經本公司事先書面授權，任何機構或個人不得以任何形式複製、發佈、傳播本報告的全部或部分內容。經授權轉載、轉發本報告或者摘要的，應當注明本報告發佈人和發佈日期，並提示使用本報告的風險。如需引用、刊發或轉載本報告，需注明出處為華通證券研究部，且不得對本報告進行任何有悖原意的引用、刪節和修改。