

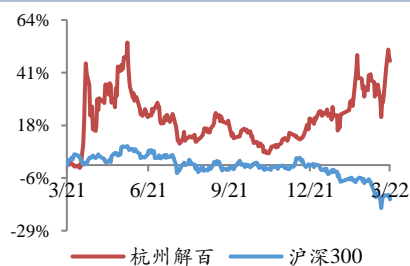
## 深耕主业盈利提升，多元发展协同可期

投资评级：买入（维持）

报告日期：2022-03-25

收盘价（元）	7.95
近12个月最高/最低（元）	8.39/5.37
总股本（百万股）	736
流通股本（百万股）	715
流通股比例（%）	97.09
总市值（亿元）	59
流通市值（亿元）	57

### 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

### 主要观点：

#### ● 事件

公司发布2021年报，实现营收21.29亿元，同比增长18.98%；实现归母净利润3.51亿元，同比增长31.36%，基本每股收益为0.49元/股。

#### ● 调改提升坪效，零售主业稳步增长

2021年公司零售业务实现营收17.73亿元，同比增长18.36%，占主营业务比重为83.27% (-0.44pct)，其中联营业务占比61.48% (+1.88pct)，自营业务占比21.79% (-2.32pct)。零售主业营收稳步增长，主要因为疫情催化高端消费回流叠加消费升级背景下，杭州大厦完成三年调改，坪效提升：(1) 奢侈品板块完成LV、DIOR、CELINE等54个重点品牌升级改造；(2) 引入LANVIN、VALEXTRA、MOYNAT等19个新品牌（14家浙江首店），进一步提高奢侈品品牌覆盖率，满足客户新鲜感，提高客户黏性。2021年公司在杭州地区购物中心（含解百）坪效为5193.73万元/平方米（营业面积）/年，同比增加16.72%。

#### ● 精细化运营叠加深挖会员经济，盈利能力提升

2021年毛利率80.48%，同比增加1.71pct；净利率28.70%，同比增加2.43pct，盈利能力提升。费用率方面，(1) 销售费用率下降0.99pct至19.55%，主要原因：①精细化运营：加强品牌互动，在节点进行精准营销，提升营销效率；②深挖会员经济：提升会员消费体验感，增加高净值客户黏性，降低获客成本，提升客单价。2021年公司会员客户82.69万人（+29.75%），全年实现会员销售72.08亿元（+36.85%）。其中V5及以上会员7505人（占比0.91%），贡献销售24.45亿元（占比33.92%）。(2) 组织架构优化，成立人力资源中心，推行数字运营，提升管理效能，管理费用率下降4.01pct至18.34%。(3) 会计准则调整，摊销未确认融资费用，财务费用率提升4.37pct至1.39%。

#### ● 新兴板块加快培育，业务有所突破

公司为了满足客户多元化需求，布局全程医疗、悦胜体育、线上代运营商百秋网络，协同主业，打造“零售+服务生态圈”。(1) 全程医疗业绩和拓展并进：①业绩：全程医疗凭借高端会员制健康服务特色，有效承接海外健检以及就医需求回流红利，丰富产品矩阵，增加客户黏性，客流量稳步提升，2021年实现营收8979.85万元（+22.74%），净利润609.86万元，首度实现盈利；②拓展：Medical Mall一期的两家医疗机构完成拓店，Medical Mall二期招商出租率已经达到100%。(2) 悦胜体育打开崭新局面：2021年悦胜体育亏损373.87万元，尚处于培育期，借“双减”政策东风，与新东方达成战略合作，REASON品牌市场认可度提升，后续发展模式清晰。(3) 百秋网络专注奢侈品线上代运营：百秋网络较早聚焦于奢侈品和高端时尚品类代运营，与国际时尚品牌建立长期合作关系，业绩持续稳健增长。2021年公司收到百秋网络股利分红450万元，确认公允价值变动13550万元。

● **投资建议**

短期疫情催化，国内奢侈品消费回流，驱动杭州大厦业绩增长。中长期来看，公司进入新一轮调改，叠加消费升级，零售主业有望实现稳步增长。多业务拓展方面，公司布局医疗健康产业及体育行业，满足消费者多元化需求，增加客户黏性，协同主业。我们预计公司 2022~2024 年 EPS 分别为 0.62、0.73、0.84 元/股，对应当前股价 PE 分别为 13、11、10 倍，维持“买入”评级。

● **风险提示**

消费升级不及预期；疫情影响转淡，出境游放开，部分回流需求重新流出；市场竞争加剧，营收增速不及预期等。

● **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	2129	2500	2866	3231
收入同比 (%)	19.0%	17.4%	14.6%	12.7%
归属母公司净利润	351	453	535	615
净利润同比 (%)	31.4%	29.3%	18.0%	15.0%
毛利率 (%)	80.5%	80.8%	80.9%	81.1%
ROE (%)	11.2%	12.6%	13.0%	13.0%
每股收益 (元)	0.49	0.62	0.73	0.84
P/E	13.33	12.91	10.94	9.51

资料来源: wind, 华安证券研究所

## 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>	4705	5684	7329	8854	<b>营业收入</b>	2129	2500	2866	3231
现金	4180	5373	6979	8486	营业成本	416	479	546	612
应收账款	65	67	82	91	营业税金及附加	121	158	178	199
其他应收款	4	5	6	6	销售费用	416	465	530	591
预付账款	18	57	66	66	管理费用	391	420	473	523
存货	61	55	69	77	财务费用	30	-55	-70	-88
其他流动资产	377	128	128	128	资产减值损失	0	0	0	0
<b>非流动资产</b>	4033	3994	3869	3745	公允价值变动收益	-6	0	0	0
长期投资	690	800	850	911	投资净收益	41	37	53	57
固定资产	697	697	697	697	<b>营业利润</b>	808	1092	1283	1475
无形资产	17	20	20	21	营业外收入	10	11	0	0
其他非流动资产	2629	2477	2302	2116	营业外支出	2	2	0	0
<b>资产总计</b>	8738	9678	11198	12599	<b>利润总额</b>	817	1102	1283	1475
<b>流动负债</b>	2443	2574	3148	3460	所得税	205	292	337	386
短期借款	0	0	0	0	<b>净利润</b>	611	810	946	1089
应付账款	772	894	1096	1184	少数股东损益	260	356	411	473
其他流动负债	1671	1680	2052	2276	<b>归属母公司净利润</b>	351	453	535	615
<b>非流动负债</b>	2047	2047	2047	2047	EBITDA	1127	838	965	1086
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.49	0.62	0.73	0.84
其他非流动负债	2047	2047	2047	2047					
<b>负债合计</b>	4490	4621	5195	5507					
少数股东权益	1109	1465	1876	2349	<b>主要财务比率</b>				
股本	736	736	736	736	<b>会计年度</b>	<b>2021A</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>
资本公积	63	63	63	63	<b>成长能力</b>				
留存收益	2340	2793	3328	3944	营业收入	19.0%	17.4%	14.6%	12.7%
归属母公司股东权	3139	3592	4127	4743	营业利润	23.6%	35.1%	17.4%	15.0%
<b>负债和股东权益</b>	8738	9678	11198	12599	归母公司净利润	31.4%	29.3%	18.0%	15.0%
					<b>获利能力</b>				
					毛利率 (%)	80.5%	80.8%	80.9%	81.1%
					净利率 (%)	16.5%	18.1%	18.7%	19.1%
					ROE (%)	11.2%	12.6%	13.0%	13.0%
					ROIC (%)	9.6%	7.2%	7.4%	7.4%
					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率 (%)	51.4%	47.7%	46.4%	43.7%
					净负债比率 (%)	105.7%	91.4%	86.5%	77.6%
					流动比率	1.93	2.21	2.33	2.56
					速动比率	1.89	2.16	2.29	2.52
					<b>营运能力</b>				
					总资产周转率	0.24	0.26	0.26	0.26
					应收账款周转率	32.62	37.50	35.12	35.41
					应付账款周转率	0.54	0.54	0.50	0.52
					<b>每股指标 (元)</b>				
					每股收益	0.49	0.62	0.73	0.84
					每股经营现金流	1.18	1.36	2.15	2.02
					每股净资产	4.26	4.88	5.60	6.44
					<b>估值比率</b>				
					P/E	13.33	12.91	10.94	9.51
					P/B	1.53	1.63	1.42	1.23
					EV/EBITDA	2.33	2.96	0.91	-0.58

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。