



品质消费持续恢复，省内奢侈品地标有望迎来业绩复苏 —杭州解百（600814.SH）投资价值分析报告

● 百货行业作为品质消费主渠道有望迎来复苏

随着人均可支配收入增长以及恩格尔系数下降，居民品质升级类消费需求逐步提升。根据普华永道预测，预计 2022-2025 年国内奢侈品市场年均复合增速将达到 16%，2025 年市场规模预计将达到 8,160 亿元。目前多数奢侈品线上渗透率较低，线下仍是主要渠道，百货业作为品质消费主渠道，随之迎来复苏。浙江省人均可支配收入及消费支出居全国前列，省内品质消费增长潜力较强，省内百货业发展潜力较好。

● 短期看，省内品质消费持续恢复，公司业绩有望复苏

从 2023 年 1-2 月浙江省社零恢复情况来看，省内消费升级类商品恢复较好，杭州解百作为省内奢侈品地标、品质消费主渠道，有望持续受益于省内消费复苏，在 2022 年公司业绩低基数情况下，零售主业有望在 2023 年迎来强势反弹。此外，2023 年 9 月，杭州将举办第 19 届亚运会，杭州市预计将迎来大量客流，利好零售业务。公司控股子公司悦胜体育作为第十九届亚运会首批特许零售商，同样有望受益于亚运会举办。

● 长期看，品牌优势等多种有利因素有望保障业绩稳健增长

公司作为省内奢侈品地标，具有较强的品牌优势，一方面有利于吸引客流，另一方面也将吸引更多高奢品牌。会员具有消费频次高、消费单价高等特点，近几年公司会员数量及会员销售额稳健增长，庞大且活跃的会员有望保障公司业绩稳健增长，同时为其他业态赋能。公司自营业务较为稳健，作为提升商品差异化的重要手段，公司稳健的自营业务有望提升公司长期竞争力。零售主业之外，公司全程医疗以及悦胜体育业务，经过几年培育逐步走上正轨，有望为公司带来新增长。

● 公司盈利预测与估值

预计公司 2023-2025 年营业收入分别为 23.70、27.43、31.76 亿元，YOY 分别为 19.22%、15.75%、15.78%；EPS 分别为 0.49、0.62、0.72 元，根据合理估值测算，结合股价催化剂因素，给予公司六个月内目标价为 9.80 元/股，公司估值水平较可比公司较低，给予公司“推荐（首次）”投资评级。

● 投资风险提示

主业市场份额下降的风险、盈利增长面临压力的风险

● 核心业绩数据预测

(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	1988.38	2370.05	2743.44	3176.42
YOY	-6.62%	19.22%	15.75%	15.78%
归母净利润	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

数据来源：公司公告，华通证券研究部

公司投资评级

推荐（首次）

公司深度报告

华通证券研究部

商贸零售行业组

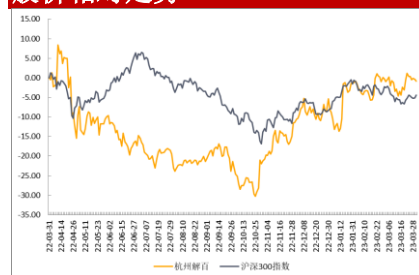
SFC:AAK004

Email: research@waton.com

主要数据 2023.3.31

收盘价（元）	7.75
一年中最低/最高（元）	8.98/5.34
总市值（亿元）	57.03
ROE（加权）	7.46%
PE（TTM）	24.01

股价相对走势





目录

一、公司所属主要行业情况分析	7
1.1 行业基本信息	7
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	13
2.1.公司主营业务及产品介绍	13
2.2.公司经营业绩情况	13
2.3.公司核心资源和竞争优势分析	14
2.3.1 品牌优势	14
2.3.2 会员贡献稳定增长	15
2.3.3 自营能力不断提升	16
2.3.3 多元化业务带来新增长	16
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	17
三、2023-2025 年公司整体业绩预测	19
四、公司估值分析	20
4.1.P/E 模型估值	20
4.2.PEG 模型	20
4.3.DCF 模型	20
五、公司未来六个月内投资建议	21
5.1.公司股价催化剂分析	21
5.2.公司六个月内的目标价	21
六、公司投资评级	22
七、风险提示	22



图表目录

图 1:社零总额及 50 家重点大型零售企业零售额增速.....	7
图 2:线上及线下商品零售额增速.....	7
图 3:居民恩格尔系数走势.....	8
图 4:消费者信心指数.....	8
图 5:2022 年及 2023 年 1-2 月限额以上单位商品零售额同比增速.....	9
图 6:2021 年样本企业自采自营业务的开展情况.....	10
图 7:样本企业未来 1 年是否会扩大自采自营.....	10
图 8:受访企业对百货企业核心竞争力排序.....	10
图 9:中国奢侈品市场规模预测.....	11
图 10:多数奢侈品线上渗透率较低.....	11
图 11:国内各级城市奢侈品渗透率.....	11
图 12:2021 年人均可支配收入前 10 名地区.....	12
图 13:2021 年人均消费支出前 10 名地区.....	12
图 14:浙江省人均可支配收入及消费支出变动.....	12
图 15:公司营收及增速.....	14
图 16:公司归母净利润及增速.....	14
图 17:公司毛利率及净利润.....	14
图 18:公司费用率情况.....	14
图 19:会员数量变化.....	15
图 20:会员销售额变化.....	15
图 21:联营及自营收入 (亿元) 及增速.....	16
图 22:可比公司存货周转率对比.....	17
图 23:可比公司应收账款周转率对比.....	17
图 24:可比公司总资产周转率对比.....	17
图 25:可比公司销售费用率对比.....	18
图 26:可比公司管理费用率对比.....	18
图 27:可比公司财务费用率对比.....	18
图 28:可比公司毛利率对比.....	18
图 29:可比公司净利率对比.....	18
图 30:可比公司 ROE 对比.....	19
图 31:可比公司 PE(TTM)对比.....	20



表 1: 联营与自营优缺点对比.....	9
表 2: 2022 年杭州主要商场销售额数据.....	15
表 3: 2021 年公司各类会员数量及销售占比表.....	16
表 4: 2023-2025 年公司收入预测.....	19
表 5: 可比公司估值表（截止 2023 年 3 月 30 日）.....	20
表 6: DCF 模型估值.....	21

一、公司所属主要行业情况分析

1.1. 行业基本信息

传统百货以服装、鞋帽箱包、化妆品、金银首饰等高毛利品类为主，将同一品类商品聚集在一起进行关联销售。百货商店作为消费聚集地，是所在城市商业繁荣的代表，也是高端品牌不可或缺的市场通道，随着人们收入水平的、提高、恩格尔系数下降，品质消费促进国内百货业持续发展。

根据中华全国商业信息中心统计数据，在疫情防控较快平稳阶段，刺激消费政策落实显效，元旦、春节消费需求集中释放等有利因素推动下，2023年1-2月份，社会消费品零售总额实现77,067亿元，同比增长3.5%，增速自去年10月份首次转正，较去年12月份提高5.3个百分点。

高端百货商场作为品质消费主渠道，也逐步迎来复苏。2023年1-2月份全国50家重点大型零售企业（以百货业态为主）零售额同比下降0.2%，降幅相比上年同期收窄了1.3个百分点，相比上年12月大幅收窄了35.3个百分点，扭转了自上年8月以来降幅不断扩大态势。

实物商品网上零售额增速与社会消费品零售总额增幅差距逐渐缩小，线上对线下挤占正逐渐减小。随着线下实体商业转型升级和全渠道数字化发展，更多消费者逐渐回归实体商业。2023年1-2月份实物商品网上零售额实现17,476亿元，同比增长5.3%，增速较去年12月份加快0.9个百分点，占社会消费品零售总额的比重为22.7%。随着接触型、聚集型消费增多，线下商品零售额同比增速由负转正，实现自去年9月份以来的最快增速。根据测算，2023年1-2月份线下商品零售额同比增长2.1%，增速较去年12月份提高4.1个百分点。

图 1: 社零总额及 50 家重点大型零售企业零售额增速

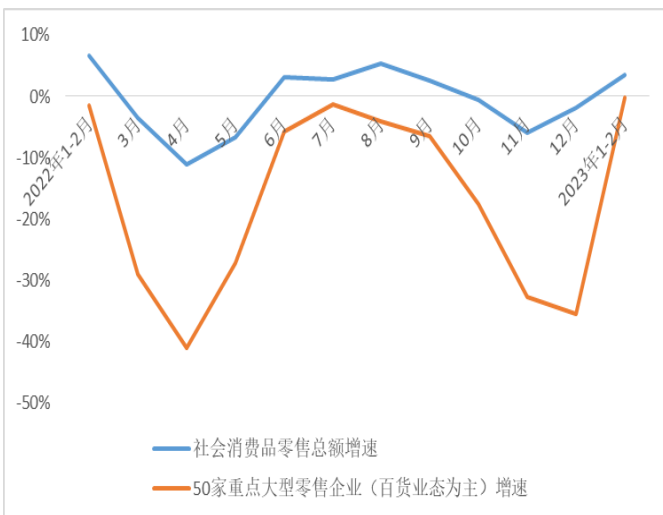
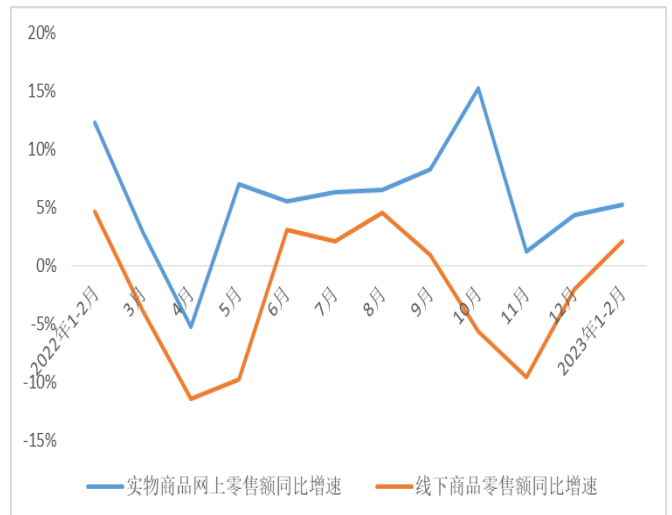


图 2: 线上及线下商品零售额增速



数据来源：中华全国商业信息中心，华通证券研究

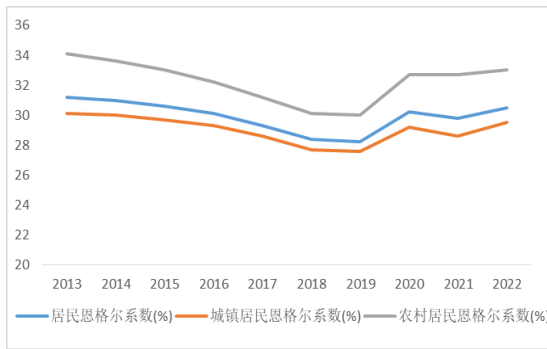
从消费结构来看，随着居民收入水平提升，食品支出占消费比重逐步下降，品质升级类

消费逐步提升，在消费发展变化过程中，不同零售业态在不同阶段发挥不同作用。当恩格尔系数在 40% 的阶段，促进了超市的发展，当恩格尔系数下降到 30% 以下，消费趋向多元化，消费者更注重品质和时尚生活，百货、购物中心、奥特莱斯等满足居民多样化消费需求的业态有较大的发展机遇。

根据国家统计局数据，2019 年之前，我国居民恩格尔系数逐年下降，近三年受疫情影响，恩格尔系数有所上升，2022 年居民、城镇居民以及农村居民恩格尔系数分别为 30.5%、29.5%、33.0%。对比 2019 年居民、城镇居民以及农村居民恩格尔系数分别为 28.2%、27.6%、30.0%。

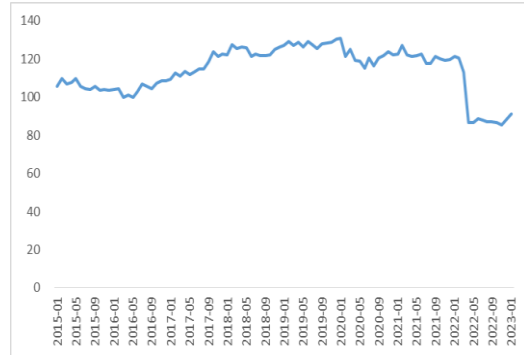
2022 年受疫情等因素影响，消费者信心指数大幅下降，根据同花顺数据显示，2022 年 4 月以来，消费者信心指数在 85-88 之间波动，2023 年 1 月，消费者信心为 91.20，较 2022 年 12 月消费者信心 88.30 有所提升。未来随着居民收入水平提升、消费者信心恢复，恩格尔系数有望逐步下降。

图 3: 居民恩格尔系数走势



数据来源：国家统计局，华通证券研究部

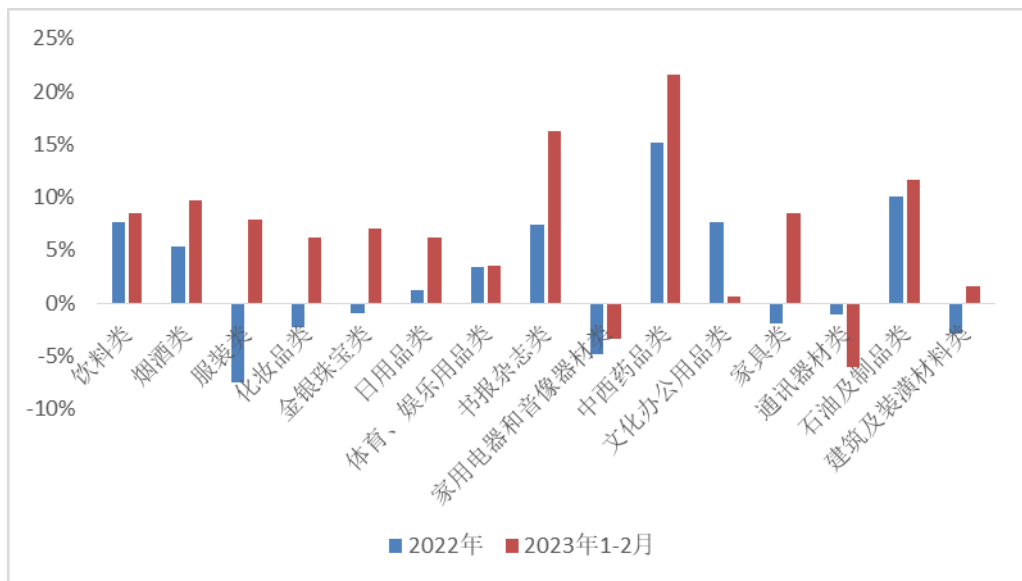
图 4: 消费者信心指数



数据来源：同花顺 iFind，华通证券研究部

从限额以上单位商品零售额同比增速看，升级类消费需求持续复苏。2023 年 1-2 月，限额以上单位服装类、化妆品类、金银珠宝类零售额比去年同期分别增长 7.88%、6.25%、7.00%，较 2022 年整体零售增速实现由负转正，市场销售总体持续恢复，消费结构来看，升级态势明显。百货作为服装、化妆品、金银珠宝等品质消费主渠道，业绩有望在 2023 年随之复苏。

图 5:2022 年及 2023 年 1-2 月限额以上单位商品零售额同比增速



数据来源：同花顺 iFind，华通证券研究部

1.2 百货经营模式对比

百货业的经营模式分为联营及自营，品牌联营模式是我国百货业主要经营模式，这种模式可以帮助百货企业规避经营风险，保障一定利润，但对商品渠道的掌控有限。近年来，部分百货零售企业开始尝试自营自采模式，通过自建采购团队、开设品牌集合店、引入独立设计师及小众品牌等方式，实现差异化竞争。

表 1:联营与自营优缺点对比

	联营模式	自营模式
概念	由供应商在商场内指定区域设立品牌专柜，由百货公司的、营业员及供应商的、销售人员共同负责销售。在商品尚未售出情况下，该商品仍属供应商所有，百货公司不承担该商品跌价损失及其他风险。在商品售出后，供应商按售价扣除与百货公司约定的分成比例后开具发票给百货公司，百货公司按企业会计准则规定将所得分成额确认为主营业务收入，并在规定期限内将货款支付给供应商。是目前行业内主要经营模式	百货公司直接采购商品，验收入库后纳入库存管理，并负责商品的销售，承担商品所有权上的风险和报酬，通常百货公司与供应商约定可有一定比例的退、换货率，以及因市场变化而发生的调价补偿，其利润来源于百货公司的进销差价。
优点	轻资产，百货店在商品上不占压资金，人工成本也极低，这是百货行业得以度过疫情影响的重要因素	形成商品差异化，强化自身供应链优势，提高商品经营和服务能力
缺点	削弱百货店的商品经营能力	资金占用大、专业买手团队难以培养、要求较高的企业管理能力；难以找到合适的供应商或品牌商；难以把握消费者需求

资料来源：《2020-2021 年中国百货零售业发展报告》，华通证券研究部

百货企业大多存在商品同质化严重，价格吸引力较弱等问题。自采自营作为形成商品差异化，提高商品经营和服务能力的手段，是百货行业发展一个重要方向。根据《2021-2022 年中国百货零售业发展报告》，2021 年 71.80%的受访企业表示当前有采用自采自营的模式，较 2019 年的 67.10%增加 4.7 个百分点，同时 44.26%的受访企业表示，未来 12 个月会扩大自

采自营比例。

图 6:2021 年样本企业自采自营业务的开展情况

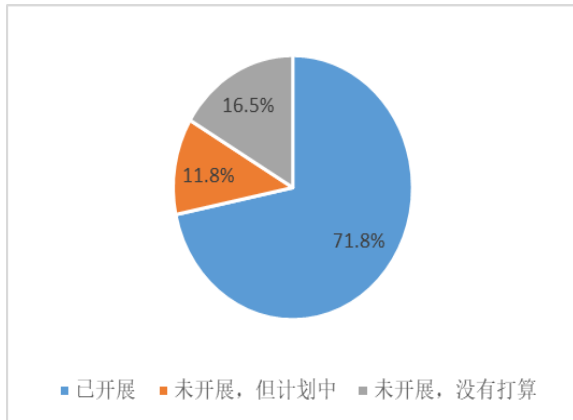
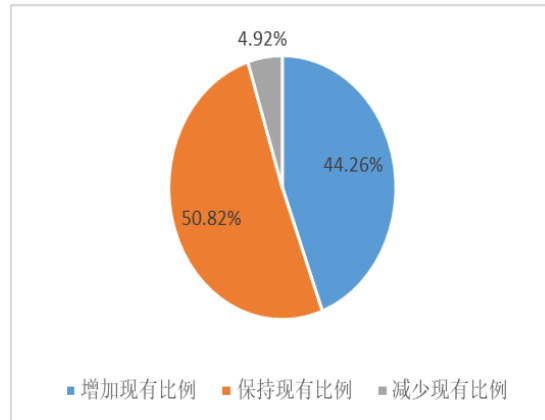


图 7:样本企业未来 1 年是否会扩大自采自营

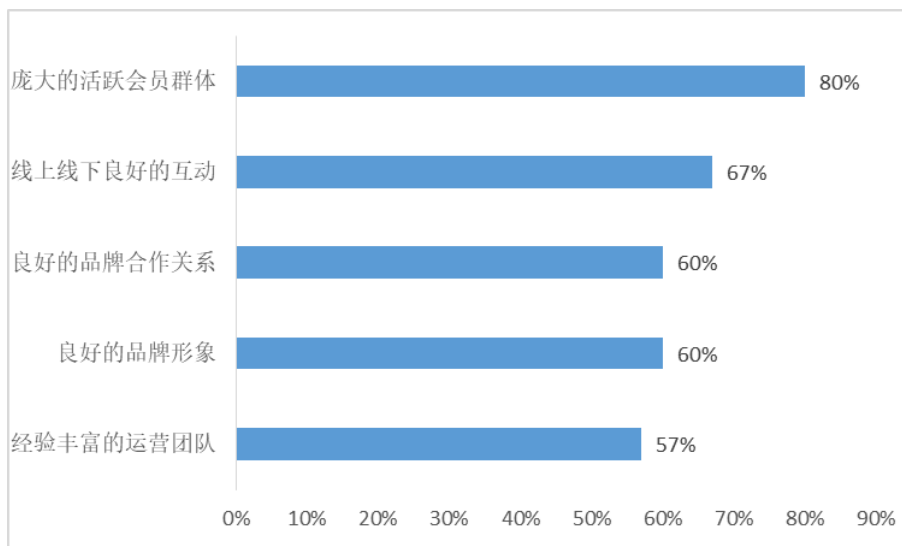


资料来源:《2021-2022 年中国百货零售业发展报告》, 华通证券研究部

1.3 会员运营日益重要

根据中国百货商业协会发布的《2020 零售业会员运营报告》, 80%高管认为“庞大的活跃会员群体”是企业的核心竞争力, 其次 67%高管认为“线上线下良好的互动”是百货企业第二大核心竞争力。百货企业高端会员一般对企业品牌认可度高, 客单价及消费频次高, 因此, 零售商通过微信群、会员系统等各种方式与消费者保持紧密联系, 维持用户粘性。

图 8: 受访企业对百货企业核心竞争力排序



资料来源: 中国百货商业协会, 华通证券研究部

根据中国百货商业协会发布的《2021-2022 年中国百货零售业发展报告》, 疫情期间, 品牌商、百货以及购物中心等多种业态, 纷纷尝试直播带货。在企业实践中, 抖音、快手等公域流量转化率远远低于私域流量。而零售企业自身的私域流量, 包括微信公众号、社群营销、小程序等, 虽然人流较公域流量少, 但转化率较高。

1.4 行业成长空间

百货具有品类组合能力强、对消费者信誉度高、品牌形象较好特点，这些特点与奢侈品的形象和定位相匹配。多年来，百货是奢侈品布局的重要渠道。高端百货的品牌效应和虹吸作用较强，品牌方倾向于将更多资源投入销售业绩更好的百货渠道，从而将进一步促进优质百货企业销售业绩，强化优质商场的竞争能力。中国百货商业协会指出，杭州大厦、北京 skp 等作为所在城市奢侈品地标，能够吸引所在城市及周边城市，乃至周边省份消费者前往消费。

近几年，由于国际市场的出行限制，国内高端百货是奢侈品的的主要供应商，叠加国内消费者消费需求升级，部分国内高端百货在疫情期间仍保持较好增长。预计疫情之后，虽然国际市场出行已经放开，但国内消费的习惯也将部分保留。

根据普华永道发布的《中国内地及香港地区奢侈品市场洞察》，2022 年国内奢侈品市场增长放缓，市场规模为 5,230 亿元，占全球市场占比 22%，预计 2022-2025 年国内奢侈品市场年均复合增速将达到 16%，预计 2025 年市场规模将达到 8,160 亿元，占全球市场 25%。目前多数奢侈品线上渗透率较低，线下仍是主要渠道，2021 年化妆品、皮具、时尚生活、珠宝、手表的线上渗透率分别为 41%、12%、10%、10%、5%。对比 2019 及 2021 年各级城市奢侈品渗透率，低线城市奢侈品渗透率正在逐步增长。

图 9: 中国奢侈品市场规模预测

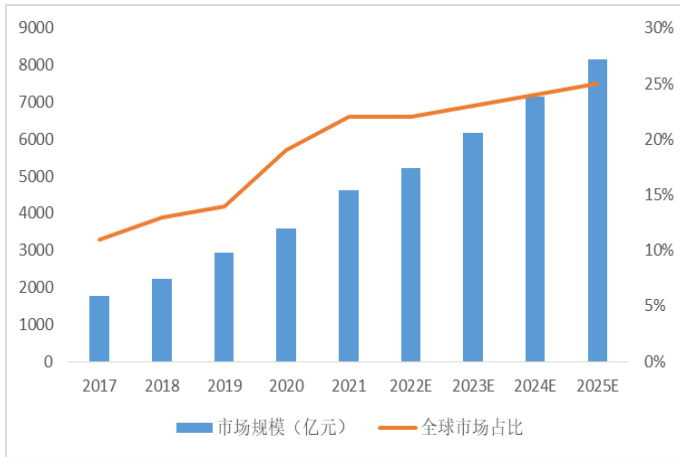


图 10: 多数奢侈品线上渗透率较低

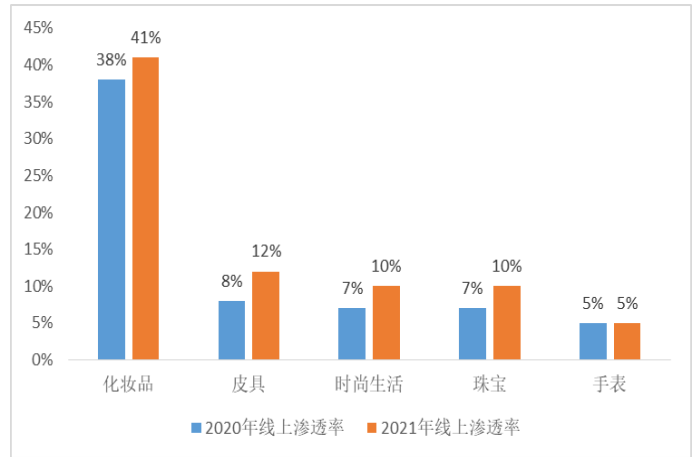
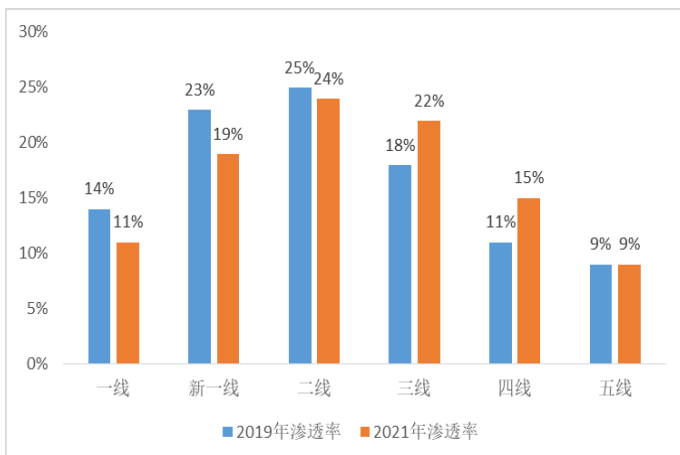


图 11: 国内各级城市奢侈品渗透率



数据来源: 普华永道, 华通证券研究部

根据浙江省统计局数据, 2023 年 1-2 月, 浙江省社会消费品零售总额 4,810 亿元, 同比增长 1.5%, 两年平均增长 4.5%。按消费类型分, 商品零售 4,367 亿元, 增长 0.9%; 餐饮收入 443 亿元, 增长 8.0%。线上消费较快增长, 限额以上单位通过公共网络实现的零售额同比增长 10.5%, 占比 29.3%, 较去年同期提高 3.5 个百分点。消费升级类商品恢复较好, 可穿戴智能设备、电子出版物及音像制品、通讯器材、化妆品和金银珠宝类分别增长 21.2%、12.6%、9.5%、8.9% 和 6.1%。

从浙江省消费能力看, 浙江省人均可支配收入及人均消费支出逐年上升, 2021 年浙江省人均可支配收入 57,541 元, 较上年增长 9.82%, 人均消费支出 36,668 元, 较上年增长 17.17%, 人均可支配收入及消费支出均在全国排名第三, 居民消费消费能力较强。随着百货企业探索自采自营, 发展直播、小程序等线上渠道, 自身商品经营及服务效率有望提高, 百货作为奢侈品消费主渠道, 有望受益于奢侈品市场规模增长。

图 12: 2021 年人均可支配收入前 10 名地区

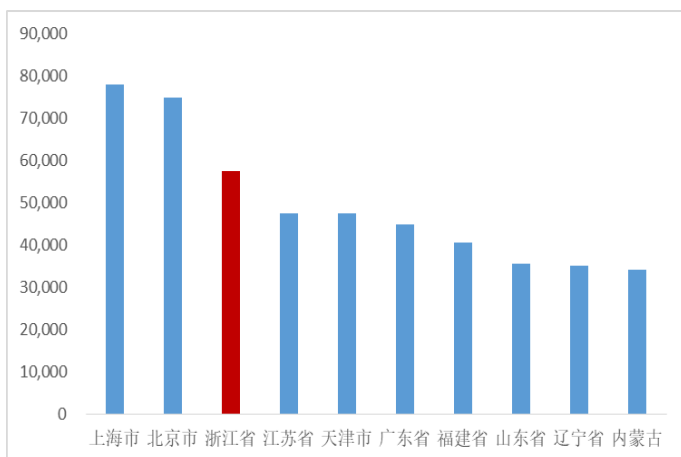


图 13: 2021 年人均消费支出前 10 名地区

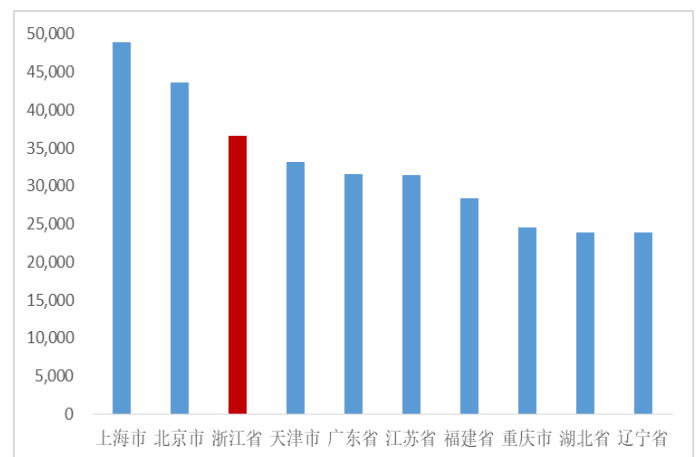
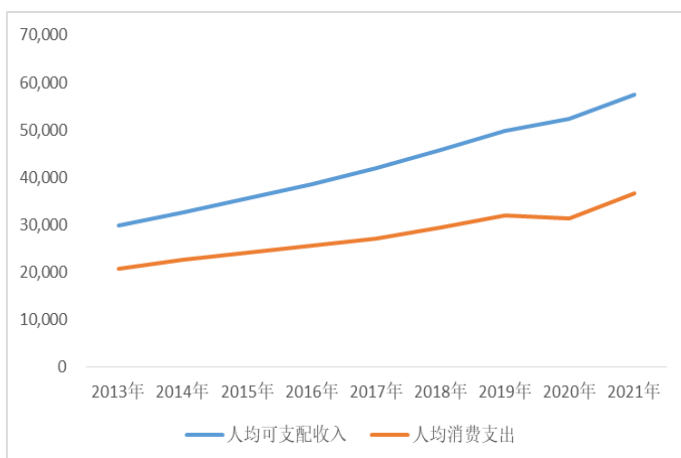


图 14: 浙江省人均可支配收入及消费支出变动



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

公司主营业务为商品零售，主要业态有百货商场、购物中心。目前，公司营业收入主要来源于旗下各门店商品销售收入及商场内功能商户租金收入。公司主要拥有解百购物广场、杭州大厦购物城两家主要门店。

其中，解百商业坐落于西子湖畔，位于湖滨步行街商圈核心位置，前身为 1918 年成立的“浙江省商品陈列馆”，解百商业由 A 座、B 座、C 座三幢商业建筑组成，总体量 13 万平方米，经营珠宝、美妆、男女装、鞋包、婴童类服饰、家居、潮流服饰、运动户外等品类。商业体汇集了荟萃宝姿、玛丝菲尔、TOMMY、周大福、爱步、耐克、阿迪达斯等 400 余个品牌，云集阿里巴巴旗下新零售盒马鲜生、松下生活空间全国首家旗舰店、优衣库城市旗舰店、银乐迪、杭州酒家等配套项目，是新零售、新科技、新生活品牌的聚集地。

杭州大厦位于杭州市核心商圈—武林广场，总建筑面积近 30 万平米。杭州大厦自创建以来，不仅实现了从“杭州老九”到“中国第一”的持续跨越，连续 8 年蝉联全国大型百货商场单店销售第一名，而且成功缔造了“高端百货+奢侈品”的精品百货模式，是目前国内著名高端精品百货公司之一。

主业之外，公司积极尝试向体育、健康医疗等行业拓展。体育业务方面，公司持有悦胜体育 69.50% 股份，悦胜体育具备大型国际赛事开发运营经验，是 2018 国际泳联世界游泳锦标赛（25m）唯一的市场开发代理公司，也是第十九届亚运会首批特许零售商。2020 年悦胜体育新创立了 REASON ACADEMY 国际篮球学院，作为体育教育领域的高端服务商，同时引进国际化篮球教育课程和运动教育理念，服务 3-15 岁儿童及青少年。

健康医疗业务方面，公司与迪安诊断、百大集团三大上市公司合资成立全程医疗，并持股 45%，全程医疗已与国内知名三甲医院—浙江大学医学院附属邵逸夫医院达成战略合作，向客户群提供覆盖整个生命周期的全过程健康管理和高品质医疗服务，目前已与 20 余家国内外知名医疗品牌达成合作。

2.2. 公司经营业绩情况

由于新收入准则实施，2020 年后公司营业收入采用净额法计算，2020 年公司营收数据较 2019 年有较大变化。2022 年，公司实现营业收入 19.88 亿元，同比减少 6.62%，实现归属于上市公司股东的净利润 2.38 亿元，同比减少 32.23%，主要是受营业时间缩短影响，销售同比下降，以及实施租金减免政策所致。

图 15:公司营收及增速

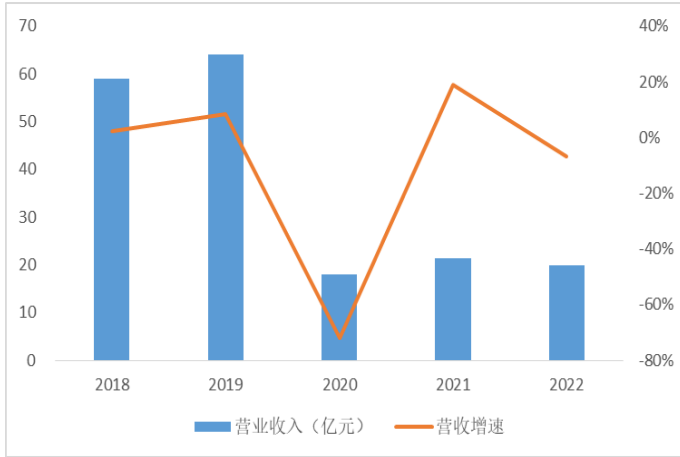
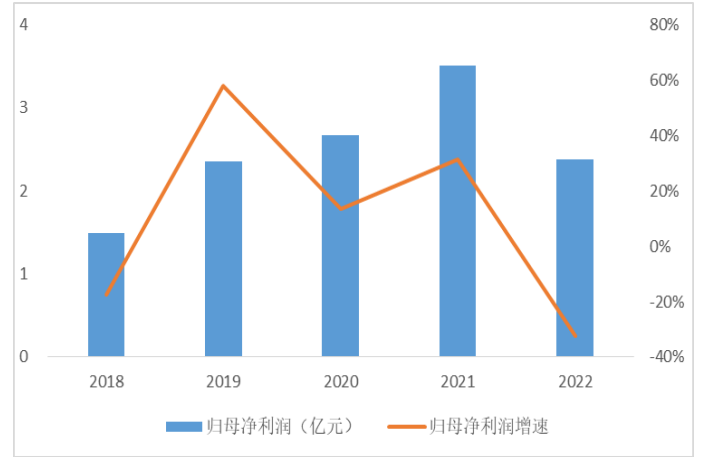


图 16:公司归母净利润及增速



数据来源: 东方财富 Choice, 华通证券研究部

由于 2020 年采用新收入准则, 因此公司毛利率及净利率数据较前期变动较大。但自 2020 年以后, 公司毛利率及净利率基本稳定, 2022 年公司毛利率 78.84%, 净利率 23.38%。近三年, 公司费用率基本稳定, 2022 年公司销售费用率 19.88%, 管理费用率 19.87%, 财务费用率-1.20%。

图 17:公司毛利率及净利润

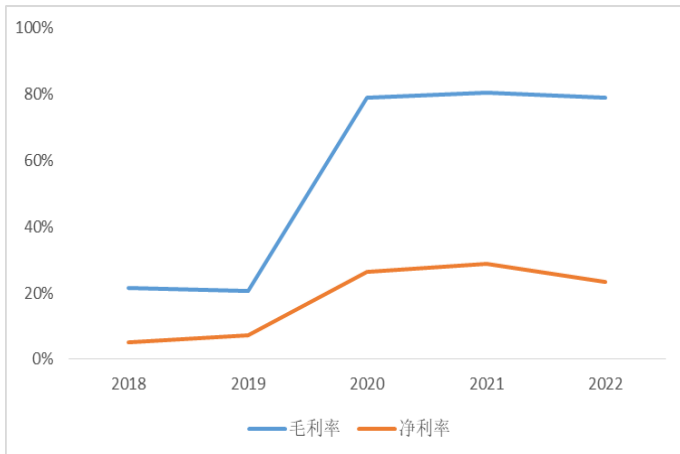
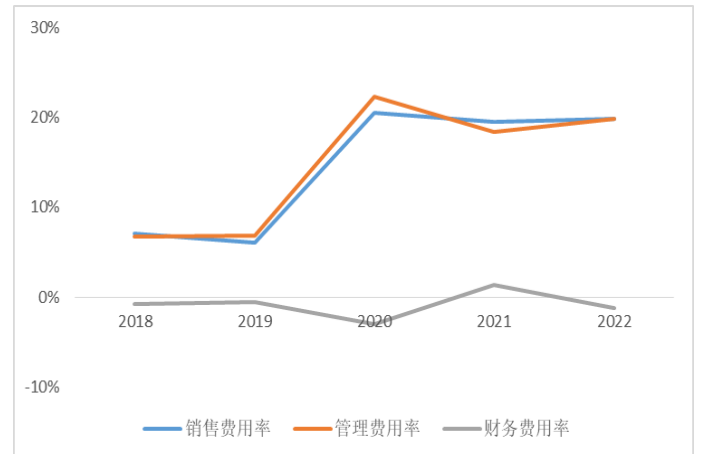


图 18:公司费用率情况



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

杭州解百拥有的两家门店均处于杭州市核心位置, 解百商业前身是“浙江省商品陈列馆”, 杭州大厦作为国内著名高端精品百货公司之一, 两家门店均有较强品牌优势, 一方面能够吸引更多客流, 另一方面也能吸引更多高端品牌商。2022 年公司新引入香奈儿、LV、宝格丽、卡地亚四大重奢品牌 VIC ROOM, 其中卡地亚是全球首家, 宝格丽是全国首家, 香奈儿和 LV 均为华东首家, Dior、梵克雅宝等品牌在解百商业新 B 座 5 楼落位 VIC ROOM 也已达成初步意向, 强大品牌阵容有望吸引更多客流, 同时提高消费者客单价。

2022 年, 杭州大厦在 4 月闭店 3 天、12 月缩短营业时间情况下, 全年仍稳住了百亿销售

额，其中年度四大营销节点销售从破 2 亿攀升到破 5 亿，不断刷新纪录。对比杭州市内其他主要商场销售额，杭州大厦销售额始终处于行业前列，公司的品牌优势有望为公司维持较好客流。

表 2: 2022 年杭州主要商场销售额数据

项目名称	2022 年销售额 (亿元)	2021 年销售额 (亿元)	同比变化
杭州大厦	100+	100+	/
杭州万象城	100	80	25.0%
杭州湖滨银泰 in77	78	82	-4.9%
杭州武林银泰	58	60	-3.3%
杭州城西银泰城	47	47	持平
杭州西溪印象城	35	30.1	16.3%
杭州滨江宝龙城	35	26.5	32.0%
杭州印力汇德隆奥体印象城	33	/	/
龙湖杭州滨江天街	22	25	-12.0%
杭州萧山万象汇	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

公司会员数量及会员销售额稳定增长。2022 年末，公司及下属企业共有各类会员客户 103.37 万人，较上年增长 25.01%，全年实现会员销售 80.58 亿元（含税销售额），较上年增长 11.79%。

图 19: 会员数量变化

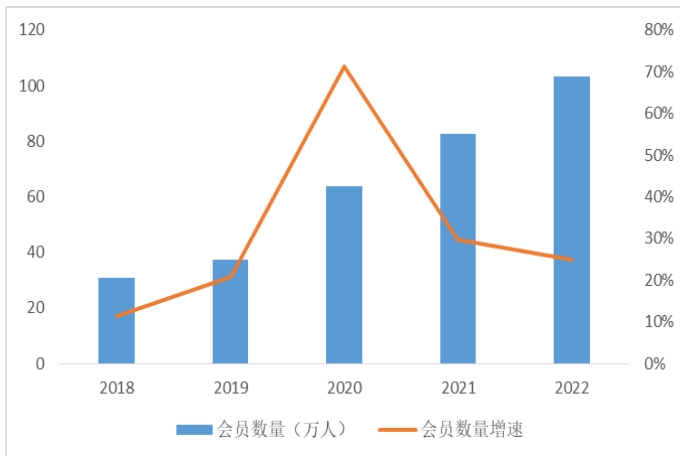
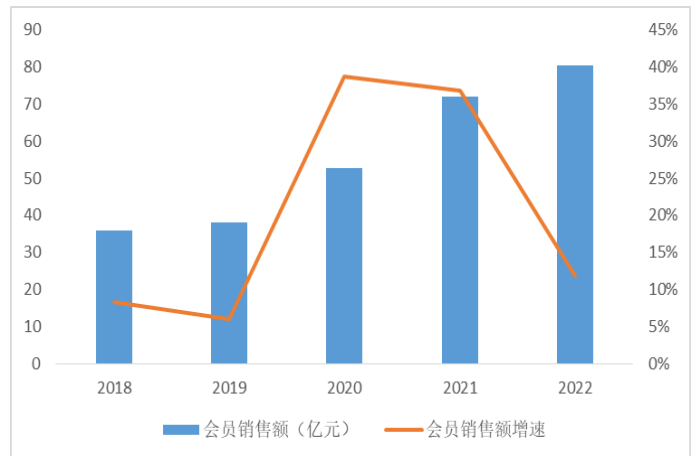


图 20: 会员销售额变化



数据来源：东方财富 Choice，华通证券研究部

2022 年公司未披露各类会员数量及销售占比表，从 2021 年数据来看，高级会员对公司消费粘性较强，消费金额较高。2021 年 V6 级会员数量仅 1,133 人，占会员人数比重 0.14%，贡献销售额 9.34 亿元，销售额占会员总销售额比重 12.95%。存量竞争时代，会员具有粘性强、消费频次高、消费单价高等特点，有望为公司带来稳健业绩增长，同时赋能公司其他业态发展。

表 3: 2021 年公司各类会员数量及销售占比表

会员等级	会员人数 (人)	会员人数占比	会员销售额 (亿元)	销售额占会员总销售金额占比
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%

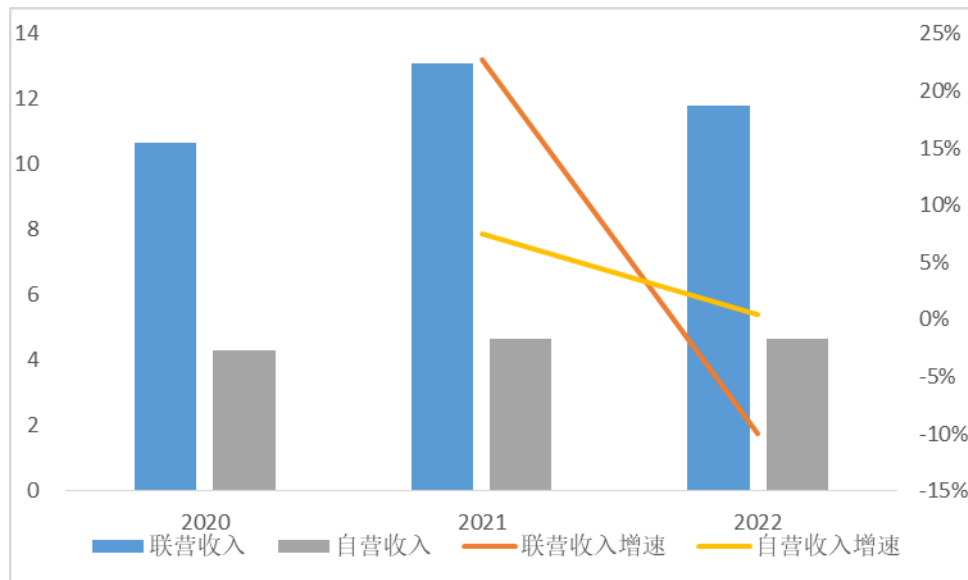
资料来源：公司公告，华通证券研究部

2.3.3 自营能力不断提升

百货业态是品质消费重要场所，商品力是其核心竞争力。目前行业内的百货企业，纷纷探索引进差异化商品、扩大自营自采、实现线上线下同价等，提升企业差异化竞争能力。

公司目前采用的主要商品销售方式是联营模式，涉及商品品类主要有：服装、化妆品、首饰、家电、床上用品、鞋帽等。采用自营模式经营的商品品类主要有：部分化妆品、部分家电、烟草和超市内商品等。2022 年公司联营收入 11.79 亿元，较上年下降 9.95%，自营业务收入 4.66 亿元，较上年增长 0.43%，公司自营业务能力不断提升，有助于公司在杭州市内提升差异化竞争能力。

图 21: 联营及自营收入（亿元）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

公司体育、健康医疗业务进展良好，2022 年全程医疗营收超 9,000 万元，体检平均客单价超 4,000 元，是杭州市体检机构价格“天花板”；功能医学门诊已正式落地，有望成为新业绩增长点；医美板块月营收均同比增长，涨幅最高近 100%。

悦胜体育是第十九届亚运会首批特许零售商，亚运会特许商品主要是亚运会周边产品，

包括玩具类、服装服饰类、家居生活类、徽章及非金属类等多个类别。目前悦胜体育已经开始销售亚运会相关商品，此外悦胜体育目前运营 5 个场馆，体育培训业务累计招生超 1,600 人，预计体育业务有望在 2023 年为杭州解百带来较好业绩增长。

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

对比可比公司运营效率，主要由于 2020 年采用新收入准则原因，各大百货公司 2020 年数据较前两年有较大变动，但其后基本保持相对稳定。存货周转率方面，各公司表现平稳，杭州解百处于可比公司中等水平，杭州解百、天虹股份、茂业商业、新华百货、徐家汇 2022 年存货周转率依次为 6.54、8.44、1.15、5.19、12.57；应收账款周转率方面，杭州解百处于中等水平，上述公司 2022 年应收账款周转率依次为 25.79、80.91、62.57、36.87、27.21；总资产周转率方面，上述公司 2022 年总资产周转率依次为 0.23、0.39、0.16、0.72、0.17。

图 22:可比公司存货周转率对比

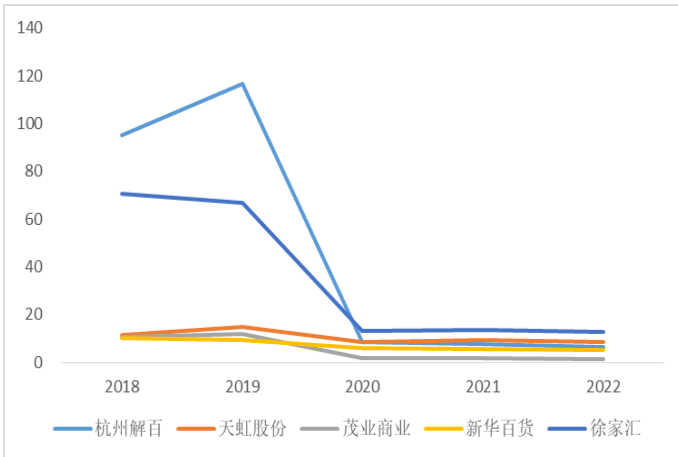


图 23:可比公司应收账款周转率对比

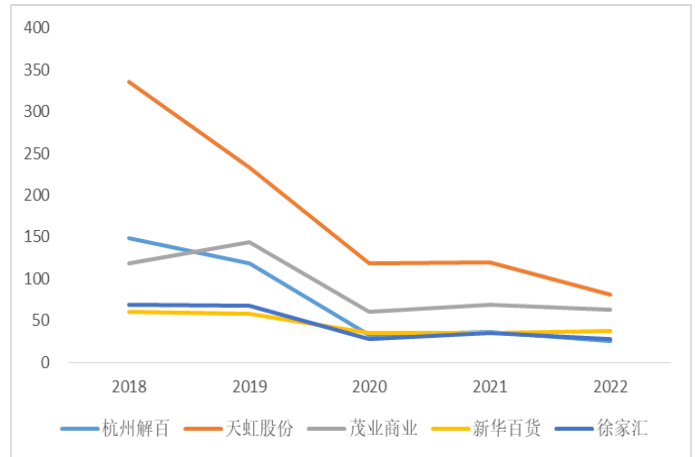
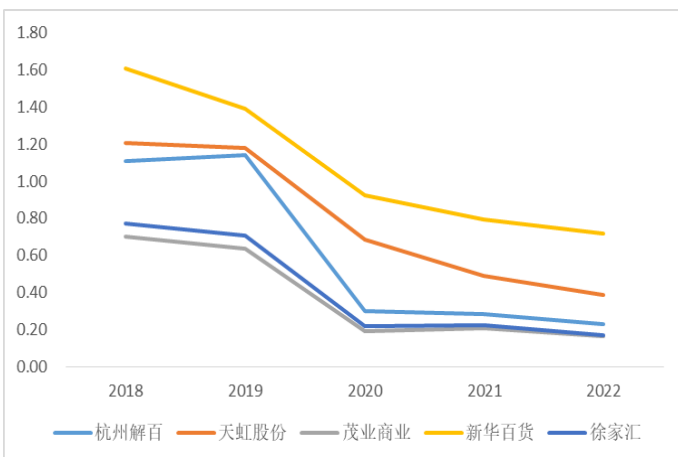


图 24:可比公司总资产周转率对比



数据来源: 东方财富 Choice, 华通证券研究部

对比可比公司管理效率。销售费用率方面，杭州解百处于中等水平，杭州解百、天虹股份、茂业商业、新华百货、徐家汇 2022 销售费用率依次为 19.88%、31.91%、27.11%、17.79%、15.97%；管理费用率方面，上述公司 2022 管理费用率依次为 19.87%、3.02%、8.47%、3.35%、25.75%；财务费用率方面，杭州解百财务费用率处于较低水平，上述公司 2022 财务费用率

依次为-1.20%、2.10%、11.89%、3.41%、-1.74%。

图 25:可比公司销售费用率对比

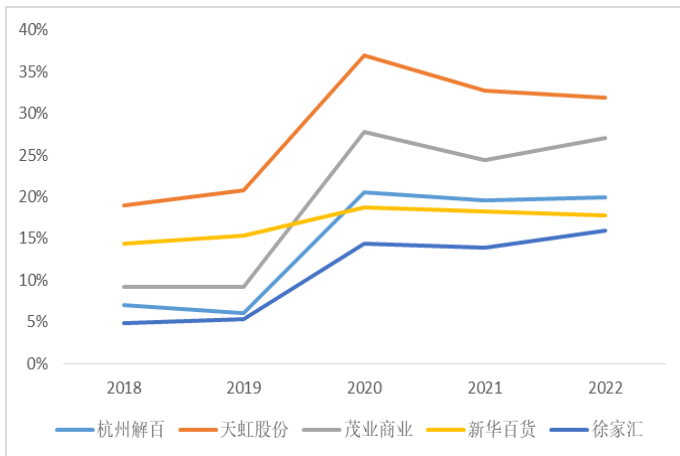


图 26:可比公司管理费用率对比

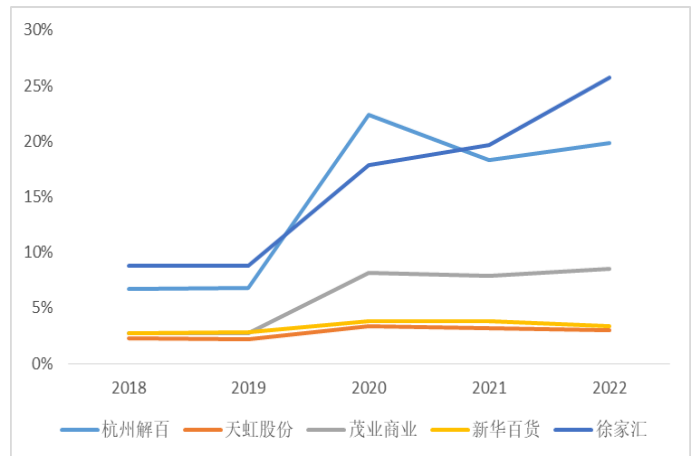
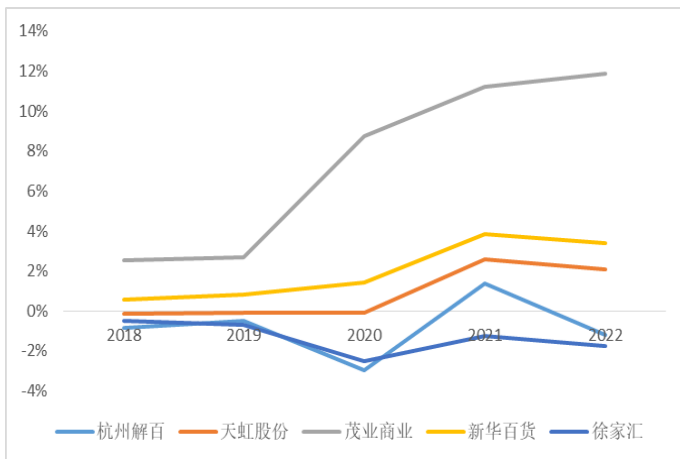


图 27:可比公司财务费用率对比



数据来源: 东方财富 Choice, 华通证券研究部

对比可比公司盈利能力。毛利率方面, 杭州解百处于可比公司第一位, 杭州解百、天虹股份、茂业商业、新华百货、徐家汇 2022 毛利率依次为 78.84%、36.81%、63.09%、25.30%、50.98%; 净利率方面, 杭州解百同样处于较高水平, 上述公司 2022 净利率依次为 23.38%、0.99%、9.78%、1.16%、6.53%; 净资产收益率方面, 上述公司 2022 年依次为 7.40%、2.95%、4.80%、4.68%、1.09%。

图 28:可比公司毛利率对比

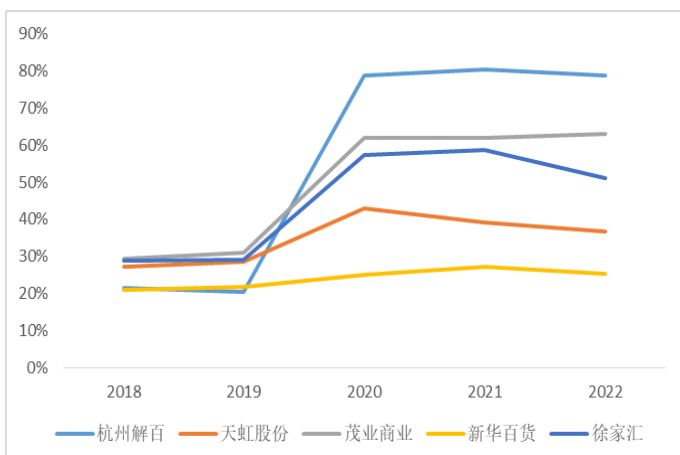


图 29:可比公司净利率对比

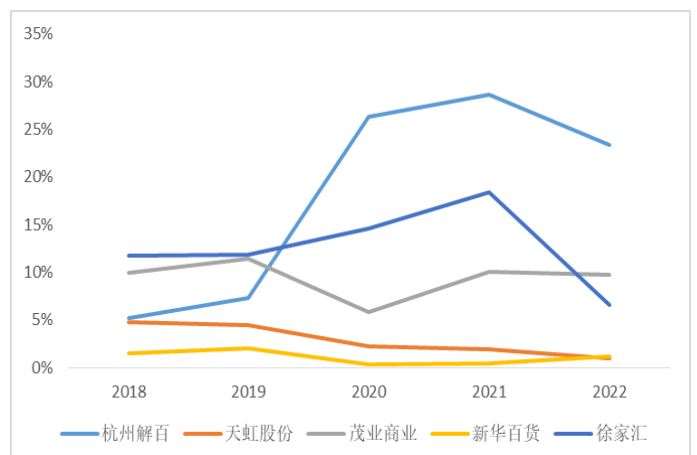
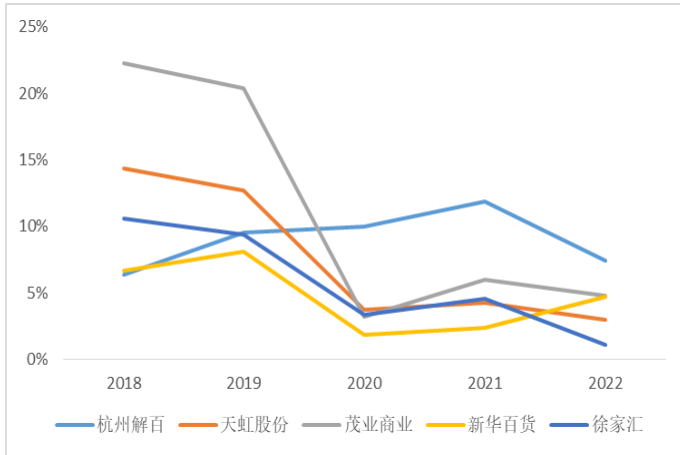


图 30:可比公司 ROE 对比



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

关键假设:

a.2022 年疫情影响造成业绩低基数情况下, 公司零售主业有望受益于消费复苏迎来较大反弹, 此外 2023 年 9 月杭州将召开亚运会, 杭州市内有望迎来大量客流, 利好零售业务, 公司控股子公司悦胜体育作为亚运会首批特许零售商, 业绩同样有望迎来增长。

b.结合往年数据, 将商贸零售及其他业务的 2023 年收入增长预测设为 20%、15%; 参考往年数据进行预测, 将 2024 及 2025 年上述行业的收入增长设定为 15%、20%。

c.结合往年数据, 由于公司毛利率基本稳定, 将 2023-2025 年上述行业毛利率设定为 75%、99%。

表 4:2023-2025 年公司收入预测

	项目	2022A	2023E	2024E	2025E
商贸零售行业	收入 (亿元)	16.77	20.12	23.14	26.61
	YOY	-7.31%	20.00%	15.00%	15.00%
	成本 (亿元)	4.19	5.03	5.79	6.65
	毛利率	75.04%	75.00%	75.00%	75.00%
其他业务	收入 (亿元)	3.11	3.58	4.29	5.15
	YOY	-2.69%	15.00%	20.00%	20.00%
	成本 (亿元)	0.02	0.04	0.04	0.05
	毛利率	99.30%	99.00%	99.00%	99.00%
合计	收入 (亿元)	19.88	23.70	27.43	31.76
	YOY	-6.62%	19.22%	15.75%	15.78%
	成本 (亿元)	4.21	5.07	5.83	6.70
	毛利率	78.84%	78.62%	78.75%	78.89%

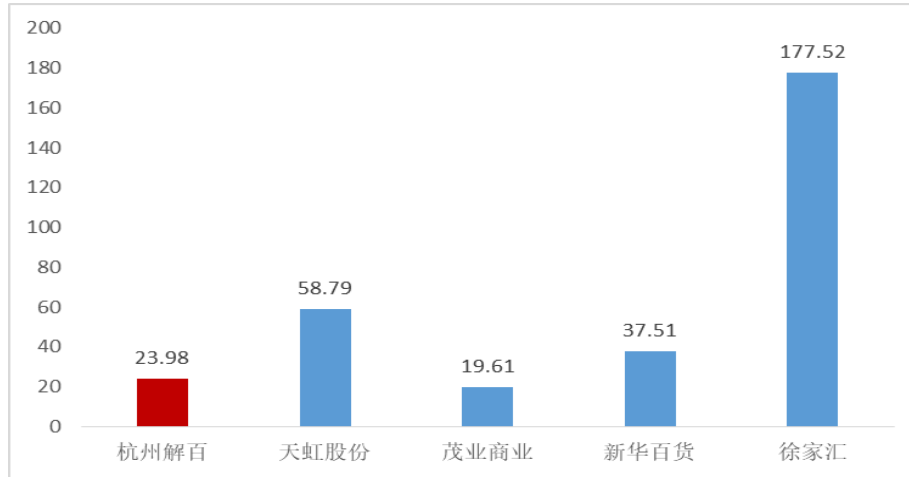
我们预计 2023-2025 年公司营业收入分别为 23.70、27.43、31.76 亿元, 同比增长 19.22%、15.75%、15.78%, 净利润分别为 6.57、8.34、9.88 亿元, 对应 EPS 分别为每股 0.49、0.62、0.72 元。

四、公司估值分析

4.1. P/E 模型估值

选取一般零售领域天虹股份、茂业商业、新华百货、徐家汇作为可比公司，以 2023 年 3 月 30 日数据为基准，可看出杭州解百在一般零售领域 PE (TTM) 处于较低水平。

图 311:可比公司 PE(TTM)对比



数据来源: 东方财富 Choice, 华通证券研究部

对比行业均值、行业中值以及可比公司天虹股份、新华百货估值水平，综合考虑公司业绩成长性，我们给予公司 PE 估值 20X-25X，对应股价 9.80 元/股至 12.25 元/股为合理估值区间。

表 5:可比公司估值表 (截止 2023 年 3 月 30 日)

	最新收盘价	EPS				PE			
		2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E
行业均值(整体法)	8.80	0.16	0.13	0.21	0.23	35.83	42.03	25.75	23.45
行业中值	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
新华百货	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

根据业绩预测，公司 2023-2025 年 EPS 分别为 0.49、0.62、0.72 元，公司动态 PE 为 23.98，对应 PEG 为 0.45，根据东方财富 Choice 数据，天虹股份、新华百货 2023 年预测 PEG 为 0.30、0.94。

4.3. DCF 模型

我们以预测的 2023-2025 年 EPS 分别为 0.49、0.62、0.72 元为基础，进行绝对估值测算，对应每股合理的内在价值为 16.55 元。

表 6 :DCF 模型估值

模型	折现率	永续增长率	预测期现值	永续期现值	总现值
组合一	8.00%	3.00%	1.68	12.72	14.40
组合二	8.00%	4.00%	1.68	16.05	17.73
组合三	8.00%	5.00%	1.68	21.60	23.29
组合四	9.00%	3.00%	1.66	10.40	12.07
组合五	9.00%	4.00%	1.66	12.60	14.27
组合六	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

估值说明：（1）永续增长率采用略低于GDP增长率；

（2）DCF模型中以EPS代替自由现金流量进行测算；

（3）预测期间为2023-2025年，永续期自2026年开始；

（4）考虑市场风险和企业自身风险因素，折现率包含了风险溢价。

五、公司未来六个月内投资建议

5.1. 公司股价催化剂分析

从 2023 年 1-2 月浙江省社零恢复情况来看，省内消费升级类商品恢复较好，杭州解百作为省内奢侈品地标、品质消费主渠道，有望持续受益于省内消费复苏，在 2022 年业绩低基数情况下，零售主业有望在 2023 年迎来复苏。2023 年 9 月，杭州将举办第 19 届亚运会，杭州市将迎来大量客流，利好零售业务。同时，公司控股子公司悦胜体育作为第十九届亚运会首批特许零售商，同样有望受益于亚运会举办。

公司作为省内奢侈品地标，具有较强的品牌优势，一方面有利于吸引客流，另一方面也将吸引更多高奢品牌。会员具有消费频次高、消费单价高等特点，近几年公司会员数量及会员销售额稳健增长，庞大且活跃的会员有望保障公司业绩稳健增长，同时为其他业态赋能。公司自营业务较为稳健，作为提升商品差异化的重要手段，公司稳健的自营业务有望提升公司长期竞争力。零售主业之外，公司的全程医疗以及悦胜体育业务，经过几年培育逐步走上正轨，有望为公司带来新增长。

5.2. 公司六个月内的目标价

根据前述对于公司合理估值测算，结合股价催化剂因素，我们给予公司六个月内的目标价为 9.80 元/股，对应 2023 年 PE 为 20 倍。2023 年 3 月 30 日收盘价 7.74 元为基准，公司股价距离六个月内的目标价仍有 26.61% 的上涨空间。

六、公司投资评级

根据公司业绩预测、合理估值水平、六个月内的目标价、基准指数的波动预期，我们给予公司“**推荐（首次）**”的投资评级。

华通证券国际投资评级说明

投资评级	说明
强烈推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于基准指数 15%以上
推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于基准指数 5%-15%
中性	预计未来 6 个月内，股价表现介于基准指数±5%之间
回避	预计未来 6 个月内，股价表现弱于基准指数 5%以上

基准指数说明：A 股—主板基准为沪深 300 指数、创业板基准为创业板指、科创板基准为科创 50 指数、北交所基准为北证 50 指数；港股基准为恒生指数；美股基准为标普 500 指数。

七、风险提示

1. 主业市场份额下降的风险

未来几年，新的商业物业将在杭州市内陆续开业，以及国际形势变化、国门打开，客户和货品分流压力都在加大。面对外部激烈竞争及市场环境的变化，原有单店发展模式难以适应新消费时代变化，可能面临供应链体系逐年弱化、主业市场份额下降的风险。

2. 盈利增长面临压力的风险

公司目前营收及利润增长主要来源于零售主业，“零售+”板块尚未形成规模，与主业之间的双向赋能也仍需进一步提升，公司盈利增长面临压力，亟需通过投资、并购等手段寻找和培育业务增长新的发展空间。

附表：财务报表预测与主要财务比率

资产负债表		单位:百万元			
会计年度	2022	2023E	2024E	2025E	
货币资金	4,367.47	7,035.29	7,663.66	8,743.86	
应收和预付款项	107.47	125.14	143.86	167.30	
存货	68.18	86.87	91.50	113.69	
其他流动资产	77.18	77.18	77.18	77.18	
长期股权投资	694.24	722.74	757.49	789.11	
投资性房地产	36.38	36.38	36.38	36.38	
固定资产和在建工程	655.32	626.35	587.06	581.14	
无形资产和开发支出	16.23	11.66	7.56	3.45	
其他非流动资产	2340.68	340.00	288.07	288.07	
资产总计	8,363.16	9,061.63	9,652.76	10,800.19	
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	
应付和预收款项	2,092.65	2,383.60	2,378.62	2,712.63	
长期借款	4.10	4.10	4.10	4.10	
其他负债	1,928.81	1,811.05	1,753.05	1,816.57	
负债合计	4,025.56	4,198.76	4,135.78	4,533.30	
股本	735.93	735.93	735.93	735.93	
资本公积	41.79	41.79	41.79	41.79	
留存收益	2,504.89	2,735.20	3,010.18	3,301.37	
归属母公司股东权益	3,282.62	3,512.93	3,787.90	4,079.09	
少数股东权益	1,054.99	1,349.95	1,729.08	2,187.80	
股东权益合计	4,337.60	4,862.87	5,516.99	6,266.89	
负债和股东权益合计	8,363.16	9,061.63	9,652.76	10,800.19	
现金流量表					
会计年度	2022	2023E	2024E	2025E	
税后经营利润	454.63	609.72	778.61	938.05	
折旧摊销	81.03	104.99	105.33	54.55	
净营运资金增加	-379.90	254.59	-28.33	288.37	
经营活动产生现金流量净额	282.57	897.41	727.33	1115.60	
投资活动产生现金流量净额	268.76	1829.83	-47.84	37.12	
融资活动产生现金流量净额	-716.14	-59.41	-51.13	-72.52	
现金净增加额(减)	-164.81	2667.83	628.36	1080.20	
估值和财务指标汇总					
会计年度	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	
税前经营利润	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	

利润表		单位:百万元			
会计年度	2022	2023E	2024E	2025E	
营业收入	1,988.38	2,370.05	2,743.44	3,176.42	
减: 营业成本	420.79	506.68	582.86	670.50	
营业税金及附加	130.93	156.06	180.65	209.16	
营业费用	395.29	450.31	493.82	571.75	
管理费用	395.19	450.31	493.82	539.99	
财务费用	-23.85	-67.16	-122.79	-159.01	
研发费用	0.00	0.00	0.00	0.00	
资产减值损失	19.41	0.00	0.00	0.00	
加: 投资收益	15.93	28.50	34.75	31.63	
公允价值变动损益	-10.15	5.00	5.00	5.00	
其他经营损益	-8.31	-3.71	-3.92	-5.31	
营业利润	648.08	903.64	1150.92	1375.33	
加: 其他非经营损益	15.48	19.06	21.64	18.73	
利润总额	663.56	922.71	1,172.56	1,394.06	
减: 所得税	198.59	266.13	339.04	406.26	
净利润	464.96	656.58	833.52	987.79	
减: 少数股东损益	227.39	294.96	379.14	458.72	
归属母公司股东净利	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	
主要财务比率					
会计年度	2022	2023E	2024E	2025E	
收益率					
毛利率	78.84%	78.62%	78.75%	78.89%	
三费/营业收入	38.56%	35.17%	31.52%	29.99%	
EBIT/营业收入	26.08%	35.90%	38.06%	38.68%	
EBITDA/营业收入	30.16%	40.33%	41.90%	40.40%	
销售净利率	23.38%	27.70%	30.38%	31.10%	
资产获利率					
ROE	7.24%	10.29%	12.00%	12.97%	
ROA	6.20%	9.39%	10.82%	11.38%	
增长率					
销售收入增长率	-6.62%	19.20%	15.75%	15.78%	
EBIT 增长率	-27.25%	64.04%	22.74%	17.66%	
EBITDA 增长率	-23.66%	59.38%	20.28%	11.62%	
净利润增长率	-23.91%	41.21%	26.95%	18.51%	
总资产增长率	-0.15%	8.35%	6.52%	11.89%	
股东权益增长率	4.58%	7.02%	7.83%	7.69%	
经营营运资本增长率	-32.42%	-12.00%	1.37%	-12.31%	
资本结构					
资产负债率	48.13%	49.53%	45.84%	44.33%	
带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	
流动比率	1.96	2.76	3.01	3.05	
速动比率	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%	
资产管理效率					
总资产周转率	0.24	0.27	0.29	0.31	
固定资产周转率	2.95	3.71	4.52	5.49	
应收账款周转率	25.79	25.79	25.79	25.79	
存货周转率	6.54	6.54	6.54	6.54	

数据来源: 公司公告, 华通证券研究部



法律声明及风险提示

1. 本报告由华通证券国际有限公司（以下简称“本公司”）在香港制作及发布。华通证券国际有限公司系33年老牌券商，拥有香港证监会颁发的1/4/5/9号牌照。
2. 本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。
3. 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所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。
4. 本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。
5. 本公司会适时更新公司的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。
6. 本报告中的信息均来源于公司认为可靠的已公开资料，但本公司对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。
7. 在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。
8. 本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。
9. 本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华通证券研究部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。