

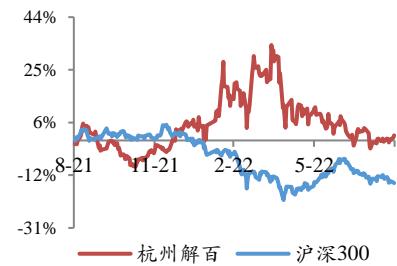
疫情冲击业绩下滑，新一轮调改启动助力增长

投资评级：买入（维持）

报告日期：2022-08-30

收盘价 (元)	6.24
近 12 个月最高/最低 (元)	8.22/5.55
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)	46
流通市值 (亿元)	45

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 2022 中报，实现营收 9.6 亿元，同比下降 14.20%；实现归母净利润 1.45 亿元，同比下降 37.15%；扣非后归母净利润 1.35 亿元，同比下降 30.92%。

● 疫情反复，经营承压

收入方面：2022H1 公司零售业务实现营收 8.08 亿元，同比下降 14.80%，占主营业务比重为 84.19% (-0.59pct)。零售主营业收下滑，主要因为(1)长三角地区疫情反复，导致区域间人员流动及物流受阻，客流下滑；(2)公司响应政府要求，2022H1 减免租金约 1867 万元。

毛、净利率：2022H1 公司毛利率为 79.52%，同比下降 1.42pct，主要因为成本相对刚性；净利率为 27.66%，同比下降 6.75pct，主要因为职工薪酬结构调整、能耗增加及确认限制性股票费用导致销售费用率、管理费用率提升。2022H1 销售费用率为 18.59% (+1.57pct)，管理费用率为 18.06% (+4.04pct)。

● 新一轮调改启动，有望提升经营绩效

(1) **杭州大厦：**2022 年杭州大厦新一轮三年调改起步，一方面积极推进目标品牌招商，着力打造珠宝板块品牌阵容天花板，Harry Winston 等品牌的招商洽谈已有实质性推进；另一方面打造新 B 座 4 楼四大重奢品牌 VIC ROOM。(2) **解百商业分公司：**集合集团内资源做好补位招商，同时积极接洽目标品牌，丰富拓新储备。

● 新兴板块加快培育，打造新的增长极

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：**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，2022H1 受疫情影响，客流量略有下降，2022H1 实现营收 4011.95 万元 (-2.28%)。(2) **悦胜体育：**2022H1 悅胜体育亏损-175.87 万元，尚处于培育期，2022H1 新开自营场馆 2 个，与新东方合作体适能场馆 3 个。(3) **百秋网络：**百秋网络较早聚焦于奢侈品和高端时尚品类代运营，不断提升全域数字零售服务能力，2022H1 再度蝉联天猫六星服务商。

● 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 0.53、0.69、0.79 元/股，对应当前股价 PE 分别为 12、9、8 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。

● 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	2439	2795	3151
收入同比 (%)	19.0%	14.5%	14.6%	12.7%
归属母公司净利润	351	392	508	585
净利润同比 (%)	31.4%	11.7%	29.7%	15.0%
毛利率 (%)	80.5%	78.8%	79.7%	79.8%
ROE (%)	11.2%	11.1%	12.6%	12.6%
每股收益 (元)	0.49	0.53	0.69	0.79
P/E	13.33	11.73	9.05	7.86

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				
会计年度	2021	2022	2023	2024	会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	4705	5741	7274	8754	营业收入	2129	2439	2795	3151
现金	4180	5423	6921	8383	营业成本	416	516	568	636
应收账款	65	65	80	89	营业税金及附加	121	154	173	194
其他应收款	4	5	6	6	销售费用	416	476	517	577
预付账款	18	61	69	68	管理费用	391	463	461	510
存货	61	59	72	80	财务费用	30	-55	-70	-87
其他流动资产	377	128	128	128	资产减值损失	0	0	0	0
非流动资产	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	36	52	55
固定资产	697	697	697	697	营业利润	808	942	1218	1401
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
资产总计	8738	9735	11143	12499	利润总额	817	952	1218	1401
流动负债	2443	2741	3251	3573	所得税	205	252	320	367
短期借款	0	0	0	0	净利润	611	699	898	1034
应付账款	772	963	1140	1231	少数股东损益	260	308	390	450
其他流动负债	1671	1778	2111	2342	归属母公司净利润	351	392	508	585
非流动负债	2047	2047	2047	2047	EBITDA	1127	736	920	1036
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.49	0.53	0.69	0.79
其他非流动负债	2047	2047	2047	2047					
负债合计	4490	4788	5298	5619					
少数股东权益	1109	1417	1807	2256					
股本	736	736	736	736					
资本公积	63	63	63	63					
留存收益	2340	2731	3240	3824					
归属母公司股东权	3139	3531	4039	4623					
负债和股东权益	8738	9735	11143	12499					
现金流量表									
会计年度	2021	2022	2023	2024	主要财务比率				
经营活动现金流	871	1049	1477	1447	会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	351	392	508	585	成长能力				
折旧摊销	328	147	162	172	营业收入	19.0%	14.5%	14.6%	12.7%
财务费用	103	0	0	0	营业利润	23.6%	16.5%	29.3%	15.0%
投资损失	-41	-36	-52	-55	归母公司净利润	31.4%	11.7%	29.7%	15.0%
营运资金变动	-115	256	475	303	盈利能力				
其他经营现金流	710	426	417	723	毛利率 (%)	80.5%	78.8%	79.7%	79.8%
投资活动现金流	642	194	21	15	净利率 (%)	16.5%	16.1%	18.2%	18.6%
资本支出	-33	24	21	23	ROE (%)	11.2%	11.1%	12.6%	12.6%
长期投资	-2	133	-52	-63	ROIC (%)	9.6%	6.2%	7.1%	7.2%
其他投资现金流	677	36	52	55	偿债能力				
筹资活动现金流	-502	0	0	0	资产负债率 (%)	51.4%	49.2%	47.5%	45.0%
短期借款	0	0	0	0	净负债比率 (%)	105.7%	96.8%	90.6%	81.7%
长期借款	0	0	0	0	流动比率	1.93	2.09	2.24	2.45
普通股增加	21	0	0	0	速动比率	1.89	2.05	2.19	2.41
资本公积增加	48	0	0	0	营运能力				
其他筹资现金流	-572	0	0	0	总资产周转率	0.24	0.25	0.25	0.25
现金净增加额	1011	1243	1498	1462	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
					每股指标 (元)				
					每股收益	0.49	0.53	0.69	0.79
					每股经营现金流	1.18	1.42	2.01	1.96
					每股净资产	4.26	4.79	5.48	6.28
					估值比率				
					P/E	13.33	11.73	9.05	7.86
					P/B	1.53	1.30	1.14	0.99
					EV/EBITDA	2.33	1.59	-0.35	-1.73

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形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。