

证券研究报告

公司研究

公司点评报告

杭州解百（600814）

投资评级

上次评级

刘嘉仁 社零&美护首席分析师

执业编号：S1500522110002

联系电话：15000310173

邮箱：liujiaren@cindasc.com

蔡昕妤 商贸零售分析师

执业编号：S1500523060001

联系电话：13921189535

邮箱：caixinyu@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编：100031

杭州解百（600814.SH）2023 年报点评：杭州大厦业绩稳健增长、悦胜体育减亏

2024 年 3 月 29 日

事件：公司发布 2023 年业绩，实现营收 20.27 亿元，同增 1.96%，归母净利润 2.60 亿元，同增 9.54%，扣非归母净利润 2.81 亿元，同增 20.41%；经营活动现金流净额 12.78 亿元，同增 135.94%。2023 年度公司拟每 10 股派现金 1.43 元（含税），现金分红比例 40.4%，自 2021 年起将分红比例从 30%提高到 40%。

点评：

分季度，23Q4 营收/归母净利润/扣非归母净利润分别同比+2%/+99%/+289%。2023Q1-Q4 分别实现营收 5.80/4.77/4.94/4.77 亿元，同比+10%/+10%/-12%/+2%，归母净利润 1.13/0.68/0.72/0.07 亿元，同比+20%/+33%/-19%/+99%，扣非归母净利润 1.16/0.68/0.70/0.26 亿元，同比+31%/+46%/-23%/+289%。

杭州大厦 30 周年店庆表现亮眼，强化品牌阵容，加强品牌合作。杭州大厦在 9 月购物盛典 5 天实现销售额 6.6 亿元，同比增长 50%。年内与 Graff 等新品牌签约、VIC ROOM 二期品牌进驻等如期推进，并与头部的 5 位奢侈品牌达成 3-5 年续约意向，进一步巩固企业地位和话语权。另一方面在 A 座外立面、B 座一体化认定等重要工程瓶颈取得突破的基础上，明确重点推进六大工程，其中 AB 座外环境提升项目、中央商城地下车库改造工程已率先启动实施。2023 年杭州大厦有限公司（公司持股 60%）实现收入 19.02 亿元，同增 2.7%，净利润 5.91 亿元，同增 3.4%。

“零售+”板块方面，全程医疗利润总额改善。全程医疗 2023 年营收同比基本持平，利润总额较 2022 年有较显著提升，体检人数增长超千人，还推出了功能医学、PETCT 等新项目。

悦胜体育减亏。2023 年杭州悦胜体育经纪有限公司净亏损 351.36 万元，同比减亏 83.1 万元。

投资板块方面，拟出资 1.42 亿元参设杭州解百消费产业投资基金。公司作为有限合伙人认缴出资人民币 1.42 亿元成立杭州解百消费产业投资基金（有限合伙）（暂名），该基金总认缴出资额为人民币 3 亿元。存量股权投资项目上海百秋已于 6 月底通过上海证监局辅导验收，并已向深交所提交了上市申请。

零售分经营模式，公司的商品销售以联营模式为主，辅之少量自营（经销）和租赁模式。2023 年零售业务收入 16.57 亿元，同增 0.76%，占总收入的 81.75%，其中联营和自营收入分别为 12.24/4.33 亿元，分别同比+3.84%/-7.04%，占比 60.38%/21.37%。商场销售毛利率 74.96%，同比下降 0.12PCT，其中自营模式毛利率 4.2%，同比下降 7.84PCT。除零售业务之外，客房/餐

请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com> 1

饮/其他(主要为体育经纪)业务收入 3634/64/700 万元,同比+71%/+124%/-15%,毛利率 88.58%/97.41%/18.32%,同比-2.48/-2.48/-6.20PCT。

我们继续看好杭州高端消费及公司品牌话语权。根据联商网,杭州万象城、湖滨银泰 in77 先后在 2022、2023 年突破百亿销售额,使得杭州成为全国第二座同时拥有 3 个 100 亿商场的城市。公司持股 60%的杭州大厦在高奢品牌引入方面具备强竞争力。

盈利预测:我们预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 2.89/3.20/3.49 亿元,同比+11.2%/+10.5%/+9.3%,维持稳健增长,主要来自杭州大厦调改升级、经营效率提升,解百大厦逐步调整改善。综上,预计 2024-2026 年 EPS 分别为 0.39/0.43/0.48 元,对应 3 月 28 日收盘价 PE 分别为 16/14/13X。

风险因素:线下消费力恢复不及预期,行业竞争加剧,产业投资项目盈利不及预期等。

重要财务指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入(百万元)	1,988	2,027	2,181	2,334	2,472
增长率 YoY %	-6.6%	2.0%	7.6%	7.0%	5.9%
归属母公司净利润 (百万元)	238	260	289	320	349
增长率 YoY%	-32.2%	9.5%	11.2%	10.5%	9.3%
毛利率%	78.8%	78.9%	80.0%	80.9%	81.6%
净资产收益率ROE%	7.2%	7.5%	7.9%	8.3%	8.6%
EPS(摊薄)(元)	0.32	0.35	0.39	0.43	0.48
市盈率 P/E(倍)	19.04	17.38	15.63	14.15	12.94
市净率 P/B(倍)	1.38	1.30	1.24	1.17	1.11

资料来源: Wind, 信达证券研发中心预测;股价为 2024 年 3 月 28 日收盘价

资产负债表		单位:百万元				
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
流动资产	4,799	5,299	5,935	6,623	7,357	
货币资金	4,546	5,093	5,731	6,423	7,160	
应收票据	0	0	0	0	0	
应收账款	89	64	70	73	78	
预付账款	11	11	11	12	12	
存货	68	75	77	78	80	
其他	85	56	47	37	28	
非流动资产	3,784	3,509	3,368	3,235	3,090	
长期股权投资	694	708	718	728	738	
固定资产	651	611	585	565	533	
无形资产	16	15	13	11	9	
其他	2,423	2,175	2,052	1,931	1,811	
资产总计	8,583	8,807	9,303	9,858	10,447	
流动负债	2,530	2,680	2,730	2,793	2,846	
短期借款	0	0	0	0	0	
应付票据	0	0	0	0	0	
应付账款	799	953	963	986	1,002	
其他	1,732	1,728	1,766	1,807	1,844	
非流动负债	1,715	1,545	1,545	1,545	1,545	
长期借款	0	0	0	0	0	
其他	1,715	1,545	1,545	1,545	1,545	
负债合计	4,245	4,225	4,275	4,338	4,391	
少数股东权益	1,055	1,106	1,368	1,657	1,973	
归属母公司股东权益	3,283	3,476	3,661	3,863	4,083	
负债和股东权益	8,583	8,807	9,303	9,858	10,447	

重要财务指标		单位:百万元				
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
营业总收入	1,988	2,027	2,181	2,334	2,472	
同比 (%)	-6.6%	2.0%	7.6%	7.0%	5.9%	
归属母公司净利润	238	260	289	320	349	
同比	-32.2%	9.5%	11.2%	10.5%	9.3%	
毛利率 (%)	78.8%	78.9%	80.0%	80.9%	81.6%	
ROE%	7.2%	7.5%	7.9%	8.3%	8.6%	
EPS (摊薄)(元)	0.32	0.35	0.39	0.43	0.48	
P/E	19.04	17.38	15.63	14.15	12.94	
P/B	1.38	1.30	1.24	1.17	1.11	
EV/EBITDA	2.79	1.71	0.44	-0.21	-0.81	

利润表		单位:百万元				
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
营业总收入	1,988	2,027	2,181	2,334	2,472	
营业成本	421	427	436	446	455	
营业税金及附加	131	153	165	176	187	
销售费用	395	405	435	467	494	
管理费用	395	382	411	443	470	
研发费用	0	0	0	0	0	
财务费用	-24	-35	-28	-40	-54	
减值损失合计	-19	0	0	0	0	
投资净收益	16	15	15	15	16	
其他	0	-10	3	2	2	
营业利润	667	700	778	859	939	
营业外收支	-3	-6	-6	-6	-6	
利润总额	664	694	772	853	933	
所得税	199	199	221	244	267	
净利润	465	496	551	609	666	
少数股东损益	227	235	262	289	316	
归属母公司净利润	238	260	289	320	349	
EBITDA	987	990	1,036	1,117	1,194	
EPS (当年)(元)	0.33	0.36	0.39	0.43	0.48	

现金流量表		单位:百万元				
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
经营活动现金流	542	1,278	957	1,045	1,100	
净利润	465	496	551	609	666	
折旧摊销	340	328	302	314	326	
财务费用	94	86	74	74	74	
投资损失	-16	-15	-15	-15	-16	
营运资金变动	-360	366	40	58	45	
其它	19	17	5	5	6	
投资活动现金流	269	-1,585	-141	-161	-161	
资本支出	-31	-36	-155	-175	-176	
长期投资	-3	0	-11	-11	-11	
其他	303	-1,549	25	25	26	
筹资活动现金流	-716	-576	-179	-192	-203	
吸收投资	0	3	0	0	0	
借款	0	200	0	0	0	
支付利息或股息	-427	-288	-179	-192	-203	
现金流净增加额	94	-883	637	692	737	

研究团队简介

刘嘉仁，社零&美护首席分析师。曾供职于第一金证券、凯基证券、兴业证券。2016年加入兴业证券社会服务团队，2019年担任社会服务首席分析师，2020年接管商贸零售团队，2021年任现代服务业研究中心总经理。2022年加入信达证券，任研究开发中心副总经理。2021年获新财富批零与社服第2名、水晶球社服第1名/零售第1名、新浪财经金麒麟最佳分析师医美第1名/零售第2名/社服第3名、上证报最佳分析师批零社服第3名，2022年获新浪财经金麒麟最佳分析师医美第2名/社服第2名/零售第2名、医美行业白金分析师。

王越，美护&社服高级分析师。上海交通大学金融学硕士，南京大学经济学学士，2018年7月研究生毕业后加入兴业证券社会服务小组，2022年11月加入信达新消费团队。主要覆盖化妆品、医美、社会服务行业。

周子莘，美容护理分析师。南京大学经济学硕士，华中科技大学经济学学士，曾任兴业证券社会服务行业美护分析师，2022年11月加入信达新消费团队。主要覆盖化妆品、医美。

涂佳妮，社服&零售分析师。新加坡南洋理工大学金融硕士，中国科学技术大学工学学士，曾任兴业证券社服&零售行业分析师，2022年11月加入信达新消费团队，主要覆盖免税、眼视光、隐形正畸、宠物、零售等行业。

蔡昕妤，商贸零售分析师。圣路易斯华盛顿大学金融硕士，曾任国金证券商贸零售研究员，2023年3月加入信达新消费团队，主要覆盖黄金珠宝、线下零售、培育钻石板块。

李文静，伊利诺伊大学香槟分校理学硕士，西南财经大学经济学学士，2022年11月加入信达新消费团队。主要覆盖化妆品、医美。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，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。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，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。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 15% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~15%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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。