

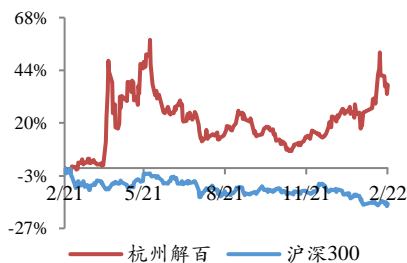
主业调整升级，产业链多元化延伸

投资评级：买入（首次）

报告日期：2022-02-28

收盘价（元）	7.24
近 12 个月最高/最低（元）	8.39/5.24
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）	53
流通市值（亿元）	52

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

相关报告

主要观点：

● 消费升级叠加回流促进高奢消费强劲增长，杭州大厦尽享红利

从短期来看，新冠疫情催化奢侈品消费加速回流；中长期来看，消费升级对国内高奢市场增长具备一定支撑。杭州解百旗下子公司杭州大厦定位高端精品百货，与传统零售形成差异化竞争，从商场、商品、客群三维角度实现边际改善：**1) 商场**：2019~2021 年杭州大厦进行三年调改，坪效显著提升；**2) 商品**：杭州大厦在品牌的集聚度上持续发力，形成绝对头部阵容，2021 年，杭州大厦持续引进新店近 60 家；**3) 客群**：杭州大厦高净值客户黏性高，活跃客群数持续增长。2022 年杭州大厦搭建全新会员体系，从客户服务向会员运营转型。

● 解百迎来调整升级，投资新兴产业逐步进入收获期

解百转型城市奥莱，凭借位置、品牌、协同优势，实现扭亏可期。解百城市奥莱位于杭州西湖湖滨商圈核心位置，荟萃新零售、新科技、新生活 400 余个品牌，重点布局新零售体验店，有望提高竞争力，协同杭州大厦，释放发展潜力。公司在深耕零售主业的同时，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，打造“零售+服务生态圈”，增加客户黏性，进一步赋能主业。

● 投资建议

疫情催化高端消费回流，杭州大厦逆势增长，成为核心驱动力。疫情转淡后，在消费升级持续发力的背景下，公司有望凭借新一轮调改，继续提升坪效实现增长。解百转型升级，经营有望改善。多元化赋能综合发展，有望发挥协同效应。我们预计公司 2021~2023 年 EPS 分别为 0.47、0.58、0.68 元/股，对应当前股价 PE 分别为 15、13、11 倍。首次覆盖，给予“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，业务增速不及预期；受线上零售冲击，转型不及预期。

● 重要财务指标

单位：百万元

主要财务指标	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	1790	2145	2520	2888
收入同比（%）	-72.0%	19.9%	17.5%	14.6%
归属母公司净利润	267	348	424	500
净利润同比（%）	13.4%	30.2%	22.1%	17.8%
毛利率（%）	78.8%	79.3%	79.5%	79.6%
ROE（%）	9.6%	11.1%	11.9%	12.3%
每股收益（元）	0.37	0.47	0.58	0.68
P/E	15.11	15.34	12.57	10.66

资料来源：wind，华安证券研究所

正文目录

1 赓续百年初心，奋进美好生活	5
1.1 百年风雨，砥砺前行.....	5
1.2 架构稳定，笃行致远.....	5
1.3 百舸争流，奋楫者先.....	9
2 把握商业核心，深耕零售主业	12
2.1 回顾线下零售行业格局：中高端分化显著	12
2.1.1 供给端：高端百货业绩高增明显，中端零售 K 型复苏分化.....	12
2.1.2 需求端：国内高端消费强劲，推动高奢商场增长.....	16
2.2 杭州大厦：专注高端品质，坚持精品路线	19
2.2.1 微观竞争格局：高奢市场供需两旺，应时求变方是正道.....	20
2.2.2 土地风险：A、B 座使用权风险消除，其余建筑体租赁风险可控.....	27
2.2.3 应对方法：商场、商品、客群三维角度实现边际改善.....	28
2.3 解百城市奥莱：转型升级在即，扭亏为盈可期	32
2.3.1 现状：位置优势、品牌优势、协同优势显著.....	33
2.3.2 变革：加速转型，奋力起航.....	35
3 多元赋能综合发展，助力品质生活服务	37
3.1 全程医疗：医疗保障，守护健康	37
3.1.1 行业：“来商场看医生”，构想化为现实.....	37
3.1.2 项目：零售+医疗，协同主业.....	39
3.2 悦胜体育：“体育+零售”，增长新动能	42
3.2.1 行业：运动与商业结合，跨界融合大势所趋.....	42
3.2.2 项目：符合大健康趋势，目前处于投入培育期.....	44
3.3 百秋网络：线上代运营，全域全渠道	47
盈利预测及投资建议：	51
盈利预测.....	51
投资建议.....	51
风险提示：	51
财务报表与盈利预测	52

图表目录

图表 1 公司发展历程	5
图表 2 公司股权结构 (截至 2021Q3)	6
图表 3 核心管理层介绍	6
图表 4 激励对象获授的限制性股票分配情况	7
图表 5 限制性股票解除限售业绩考核条件	8
图表 6 限制性股票解除限售归母扣非净利润考核条件 (调整后)	8
图表 7 管培生培养计划	9
图表 8 公司营业收入及其增速	10
图表 9 公司归母净利润及其增速	10
图表 10 零售业务经营模式对比	10
图表 11 公司联营收入及自营收入占比 (%)	11
图表 12 杭州大厦净利润及其增速	11
图表 13 杭州大厦净利润占比	11
图表 14 百货店与购物中心区别	12
图表 15 全国购物中心存量规模及增速 (亿方, %)	13
图表 16 2021 中国 20 城零售商指数	14
图表 17 2020~2021 年部分购物中心及百货销售额 (亿元)	15
图表 18 2020~2021 年部分购物中心及百货销售额增速 (%)	15
图表 19 中国奢侈品消费渠道占比 (%)	16
图表 20 社会消费品零售总额及同比变化 (万亿元, %)	17
图表 21 中国境内奢侈品销售额 (亿元)	17
图表 22 中国境内个人奢侈品市场按品类划分同比增速 (%)	18
图表 23 不同代际消费者购买奢侈品主要考虑因素	18
图表 24 杭州大厦购物城各建筑分布及位置交通图	19
图表 25 杭州大厦 2F~4F 之间的天桥及连廊示意图	19
图表 26 杭州主要商圈分布示意图	20
图表 27 杭州主要商圈活力指数比较	21
图表 28 2020~2021 年杭州主要单体商场销售业绩一览表	22
图表 29 2022~2025 年杭州开业商场梳理	23
图表 30 南京德基广场一期及二期品牌进驻情况	24
图表 31 杭州大厦购物城与南京德基广场各项数据对比	24
图表 32 2021 年主要城市消费实力排行	25
图表 33 2021 杭州最值得打卡商场 TOP10	26
图表 34 杭州大厦各建筑体租赁时长及租金一览表	27
图表 35 2019~2021 年杭州大厦调改历程	28
图表 36 杭州大厦部分奢侈品店	29
图表 37 杭州大厦部分入驻奢侈品品牌	30
图表 38 杭州大厦 VIP 客户数量 (万人)	30
图表 39 杭州大厦会员销售额 (亿元)	31
图表 40 杭州大厦 2022 年全新会员体系“欣”计划	32
图表 41 杭州解百城市奥莱各建筑分布及位置交通图	33

图表 42 杭州解百城市奥莱楼层业态分布.....	34
图表 43 杭州解百城市奥莱部分新零售店.....	34
图表 44 百年解百转型“城市中心奥莱”发展历程.....	35
图表 45 MEDICAL MALL 兴起的关键要素.....	37
图表 46 MEDICAL MALL 与一般医疗机构区别.....	38
图表 47 全程医疗位置交通图.....	39
图表 48 全程医疗“3+1+X”模式.....	40
图表 49 全程医疗特色项目.....	41
图表 50 全程医疗入驻机构.....	42
图表 51 国际主力店发展趋势.....	42
图表 52 中国篮球运动发展现状及前景.....	43
图表 53 悦胜体育位置交通图.....	44
图表 54 悦胜体育国际篮球学院.....	45
图表 55 悦胜体育业务合作.....	46
图表 56 百秋网络全域服务体系.....	47
图表 57 百秋网络发展历程.....	48
图表 58 百秋网络主要优势.....	49
图表 59 百秋网络合作品牌.....	49
图表 60 百秋网络全渠道销售模式.....	50
图表 61 公司盈利预测.....	51

1 赓续百年初心，奋进美好生活

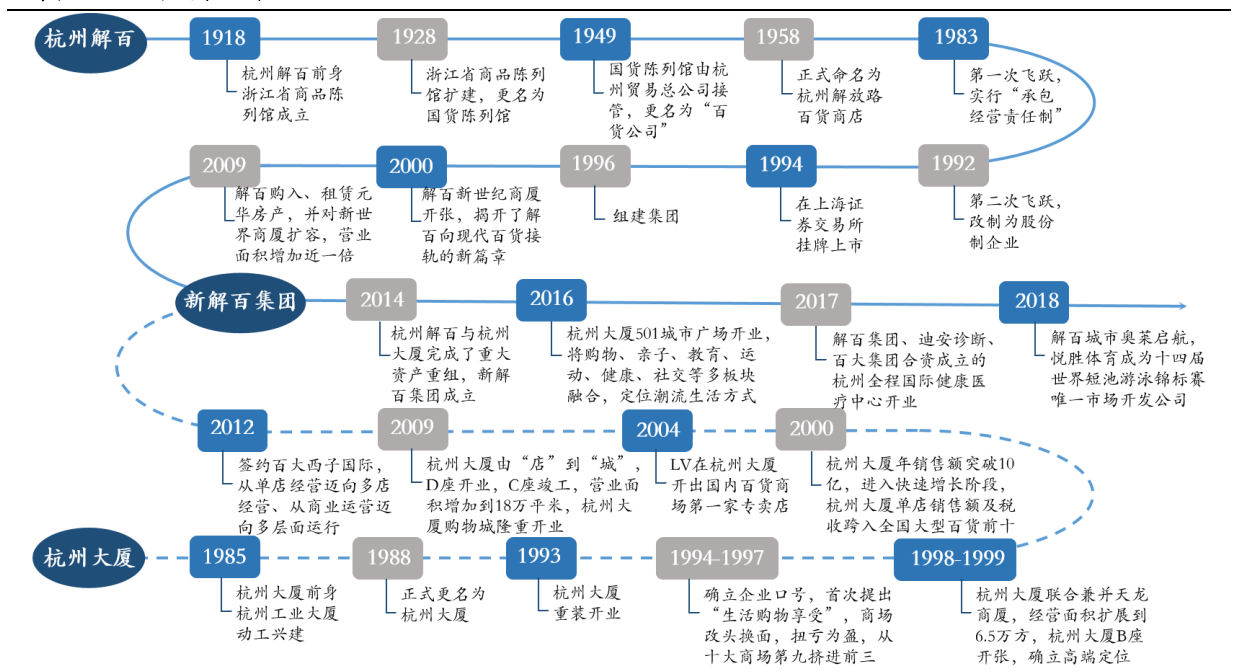
1.1 百年风雨，砥砺前行

杭州解百是国内历史悠久、颇具规模的百货零售公司。公司前身为创建于1918年的浙江省商品陈列馆，伴随着杭州商业的发展，公司与时俱进，锐意创新，深耕百货零售主业的同时，积极发挥自身服务和实体平台的优势，寻求多种形式的跨界合作，向健康医疗、体育等板块进行产业链拓展，致力于打造以零售为核心，满足客户多元需求的品质生活服务运营商。公司具体发展历程如下：

1) 1918-2014: 锐意改革，深耕主业。公司前身浙江省商品陈列馆成立于1918年，在百年发展历程中，公司经历了多次扩建、改革，实现了由传统百货向现代化百货的成功转型。2014年，公司收购了高端精品百货公司杭州大厦60%股权，有望消除同业竞争，实现主业协同，发挥1+1>2的效用。

2) 2015-至今: 主业调整，业务拓展。a) 为了适应消费形态的变化，公司对零售百货主业进行重新定位和调整升级。2015年开始，公司对杭州解百和杭州大厦进行了重新布局，引入了运动、亲子、现代生活等服务模块，通过增值业务，提升消费体验。2018年，公司着手解百转型升级，打造以新年轻家庭为主力客群、以会员制为运营模式、以新城市生活为特色的奥特莱斯；针对杭州大厦，公司开启了以女性时尚、奢侈品、现代潮流、高端生活为中心的新三年调整规划。b) 公司立足零售服务业的同时，向健康医疗、体育、文化传媒等产业拓展，打造“零售+”商业模式。2017年，公司合资成立了全程医疗；2020年，公司投资了奢侈品线上代运营的头部企业百秋网络。

图表 1 公司发展历程



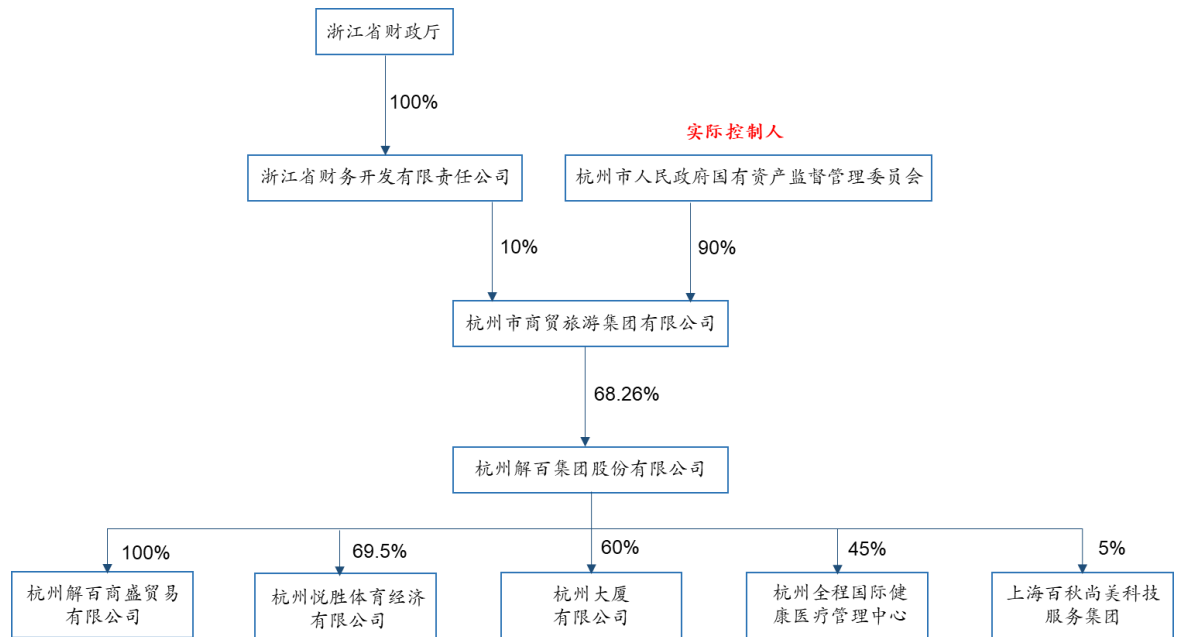
资料来源：公司官网，华安证券研究所

1.2 架构稳定，笃行致远

股权集中决策高效，国资背景助力经营。公司控股股东为杭州商旅集团，持股

68.26%，实际控制人为杭州市国资委，间接持股 61.43%，股权结构集中，有利于经营稳定及决策高效；国资背景加持，资金实力雄厚，社会资源丰富，为公司经营助力。控股股东杭州商旅集团成立于 2012 年，经营范围广泛，拥有全资、控参股企业 32 家，涵盖“商贸流通、文化旅游、美食健康、公共服务、会展教育、金融科技”六大板块，包含“吃、住、行、游、购、娱”等众多产业，有望在公司业务拓展过程中发挥协同效应。

图表 2 公司股权结构 (截至 2021Q3)



资料来源: wind, 华安证券研究所

高管团队专业稳定，发挥管理协同效应。杭州大厦管理团队经验丰富，眼光独到。在该管理团队的带领下，杭州大厦成功签约第一批奢侈品品牌，确立高端定位；销售额稳居全国百货公司前列。2016 年，公司引入杭州大厦管理团队，有望发挥协同效应，助力后续转型升级，引领公司稳步发展。

图表 3 核心管理层介绍

姓名	职务	履历
陈燕霆	董事长	高级会计师，历任杭州市城市建设投资集团有限公司财务审计部副部长、计划财务部部长、财务管理部部长、副总会计师；2017.09-至今杭州市商贸旅游集团有限公司党委委员，总会计师；2020.02 至今杭州解百集团股份有限公司董事长
毕铃	副董事长、总经理	高级经济师，2010.4-2020.3 杭州大厦有限公司党委委员；副总经理；2020.3-至今杭州大厦有限公司党委书记，总经理；2016.5-至今杭州大厦有限公司董事；2017.7-2019.12 杭州解百集团股份有限公司党委副书记；2019.6-至今杭州解百集团股份有限公司董事，总经理；2020.1-至今杭州解百集团股份有限公司党委书记

俞勇 副董事长、副总经理

高级经济师，1993.6-2009.1 杭州大厦有限公司先后担任部门经理、近江大厦总经理、工业房产公司副总经理、部门经理、招商二部副总经理、总经理；2009.1-2009.8 杭州大厦有限公司总经理助理兼招商总部副总经理；2009.8-2013.12 杭州大厦有限公司党委委员、副总经理；2013.12起任杭州大厦有限公司总经理

陈晓红 副总经理

历任杭州联华华商集团有限公司财务部副经理、和平购物中心副经理、总经理助理、办公室主任、董事会秘书；2019.05 至今杭州解百集团股份有限公司党委委员，纪委书记；2019.06 至今杭州解百集团股份有限公司副总经理

金明 董事会秘书

高级会计师，注册会计师，1990.9-2013.10 杭州大厦有限公司财务部历任会计、购物城财务经理、零售事业部财务总监；2012.1-2013.12 兼任杭州大厦有限公司战略投资部经理；2013.11-2016.5 杭州大厦有限公司零售事业部副总经理兼购物城副总经理、总经；;2014.4-2016.6 杭州大厦有限公司总经理助理；2016.6-至今杭州解百集团股份有限公司战略投资部经理；2018.8 至今杭州解百集团股份有限公司董事会秘书

朱雷 总会计师

高级会计师，1989.6-2000.12 杭州大厦有限公司财务总部科员；2001.1-2001.7 杭州大厦有限公司财务总部主管；2001.8-2008.2 杭州大厦有限公司财务总部副经理；2008.3-2013.8 杭州大厦有限公司财务总部经理；2013.8 起杭州大厦有限公司财务副总监；2015.2-2018.10 杭州解百集团股份有限公司职工监事；2018.10 起杭州解百集团股份有限公司副总会计师

资料来源：wind，华安证券研究所

股权激励落地，绑定员工利益。2021 年 11 月，公司实施限制性股票激励计划，2021-2023 年扣非后归母净利润考核目标分别为 2.33、2.48、2.68 亿元，增速分别为 15.35%、6.40%、8.06%。股权激励计划涉及对象广泛，考核维度多元，有利于将核心员工的利益和公司全面发展深度绑定，充分激发积极性。

图表 4 激励对象获授的限制性股票分配情况

姓名	职务	获授的权益数量 (万股)	占授予总量的比例 (%)	占股本总额的比例 (%)
毕铃	党委书记、副董事长、总经理	150	6.99%	0.21%
俞勇	副董事长、常务副总经理	150	6.99%	0.21%
陈晓红	副总经理	78	3.64%	0.11%
朱雷	总会计师	78	3.64%	0.11%
金明	董事会秘书	60	2.80%	0.08%
中层管理人员、核心骨干人员 (87 人)		1629	75.94%	2.28%
合计		2145	100.00%	3.00%

资料来源：wind，华安证券研究所

图表 5 限制性股票解除限售业绩考核条件

解除限售安排	业绩考核条件 (以 2018-2020 年三年均值为基数)				解除限售比例
	归母扣非净利润增长率	加权平均净资产收益率	净利润现金含量	现金分红比例	
第一个解除限售期	2021 年归母扣非净利润增长率不低于 50% 且不低于对标企业 75 分位值或同行业平均值水平	2021 年加权平均净资产收益率不低于 7.40%，且不低于对标企业 75 分位值或同行业平均值水平	2021 年净利润现金含量不低于 100%	2021 年现金分红比例不低于 2021 年合并报表中归属于上市公司普通股股东净利润的 40%	40%
第二个解除限售期	2021 年度和 2022 年度归母扣非净利润平均值的同比增长率不低于 55% 且不低于对标企业 75 分位值或同行业平均值水平	2021 年度和 2022 年加权平均净资产收益率平均值不低于 7.50%，且不低于对标企业 75 分位值或同行业平均值水平	2022 年净利润现金含量不低于 100%	2022 年现金分红比例不低于 2022 年合并报表中归属于上市公司普通股股东净利润的 40%	30%
第三个解除限售期	2021-2023 年三年归母扣非净利润平均值的同比增长率不低于 61% 且不低于对标企业 75 分位值或同行业平均值水平	2021-2023 年三年加权平均净资产收益率平均值不低于 7.60%，且不低于对标企业 75 分位值或同行业平均值水平	2023 年净利润现金含量不低于 100%	2023 年现金分红比例不低于 2023 年合并报表中归属于上市公司普通股股东净利润的 40%	30%

资料来源：公司公告，华安证券研究所

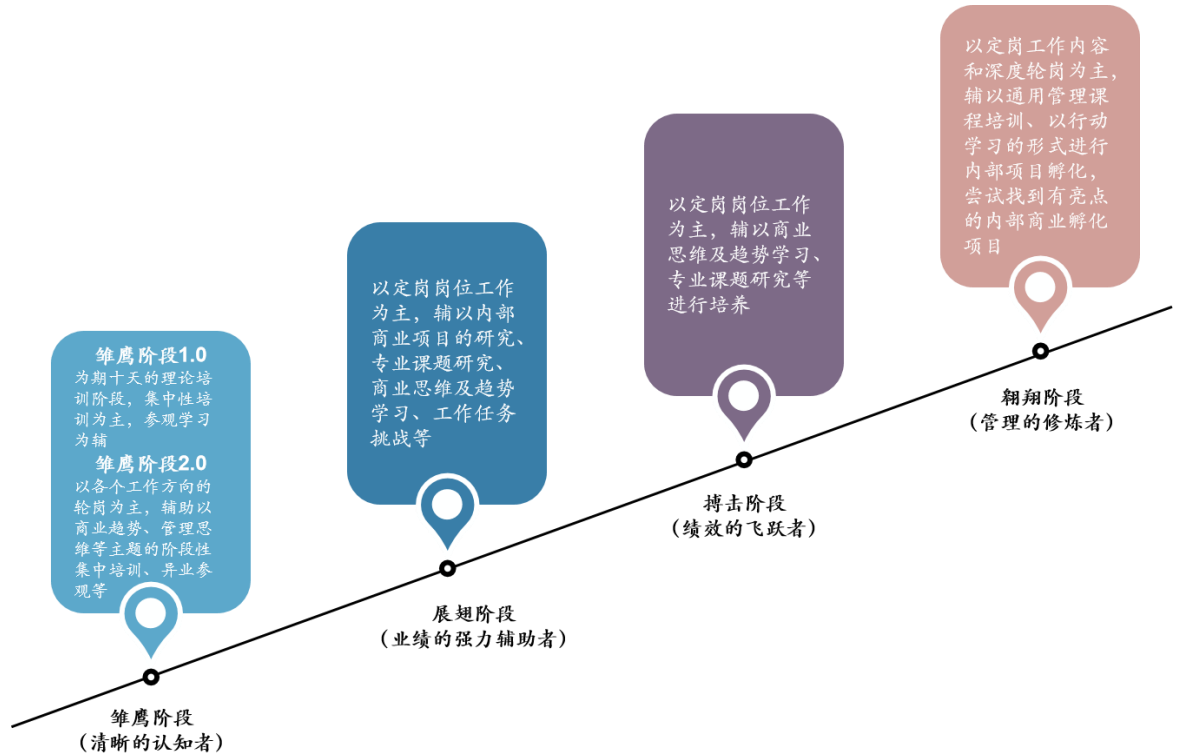
图表 6 限制性股票解除限售归母扣非净利润考核条件（调整后）

考核指标	2018-2020 平均值 (基数)	2021	2022	2023
归母扣非净利润 (亿元)	1.55	2.33	2.48	2.68
归母扣非净利润 增长率 (%)	——	15.35%	6.40%	8.06%

资料来源：公司公告，华安证券研究所

注重人才培养，完善培训体系。2018 年公司规划了三年期人才培养战略，从高校招聘了 8 名管培生，分别负责新零售、大数据、战略投资、人力资源管理及财务管理方向。公司按照“学生-社会人-解百人-解百管理者”主线，为每位管培生量身定制培养方案，提供理论指导和管理实践机会。通过管理生培训项目，公司建立了内部培养机制，积累了人才培养经验，为未来发展储备了管理人才。

图表 7 管培生培养计划

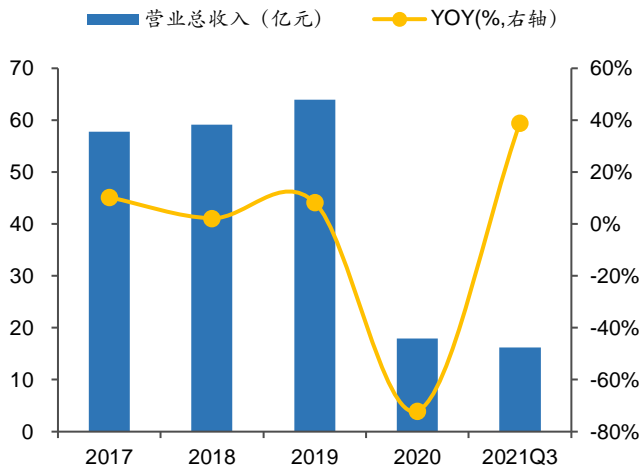


资料来源：公司官网，华安证券研究所

1.3 百舸争流，奋楫者先

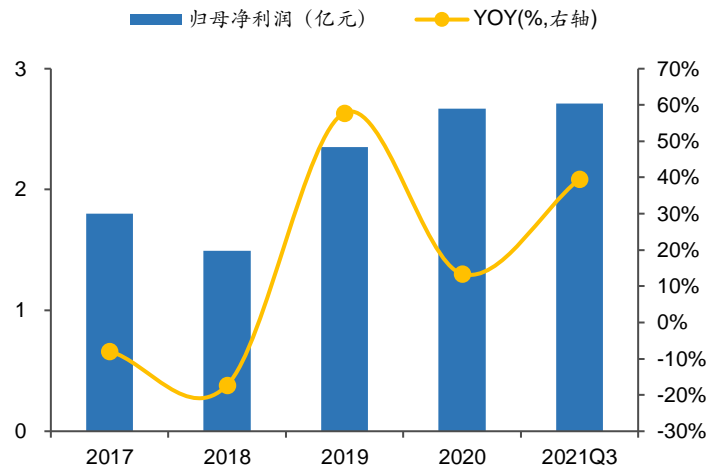
疫情冲击影响有限，盈利能力稳步提升。2020 年实现营业收入 17.9 亿元 (-72.0%)，主要因为公司商品销售以联营模式为主 (2019 年联营模式收入占比 89.0%)，2020 年会计准则变更，联营模式的销售收入采用净额法核算，导致营业收入和营业成本同时下调；剔除收入准则变更影响，2020 年营业收入同比增长 24.20% (+15.9pct)；2020 年实现归母净利润 2.7 亿元 (+13.4%)。随着疫情影响转淡，2021Q1-3 实现营业收入 16.2 亿元 (+39.0%)，归母净利润 2.7 亿元 (+39.6%)。

图表 8 公司营业收入及其增速



资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 9 公司归母净利润及其增速



资料来源: wind, 华安证券研究所

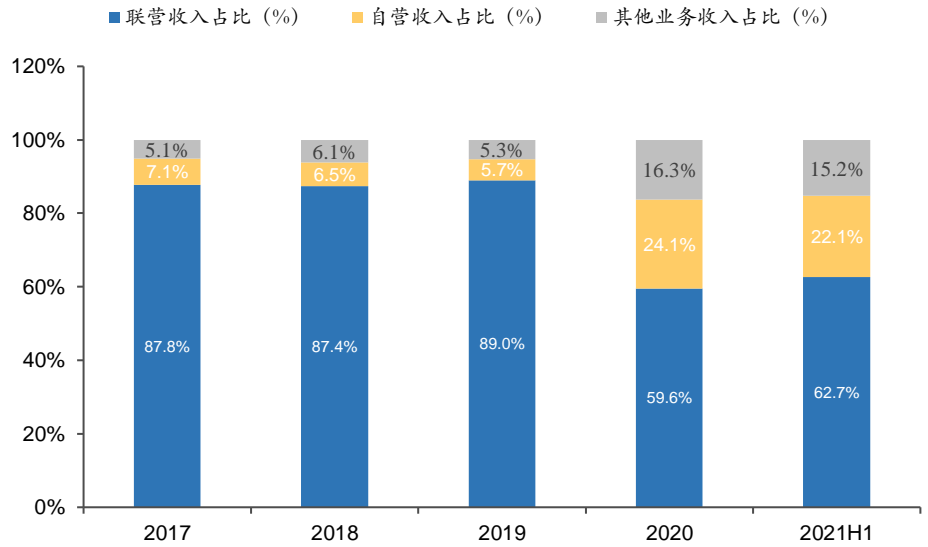
从收入占比来看，零售业务是主要贡献力量。零售业务模式分为联营模式、自营模式和租赁模式，公司采取联营为主，自营、租赁为辅的经营模式。2018~2020年零售业务收入占比分别为93.9%、94.7%、83.7%，其中联营模式占比分别为87.4%、89.0%、59.6%，2020年零售业务收入占比下降主要系会计准则变更，联营模式的销售收入改用净额法核算。

图表 10 零售业务经营模式对比

经营模式	定义	与所有权相关的风险和报酬是否转移至公司	收入/利润来源	模式涉及项目
联营模式	由供应商在公司商场内指定区域设立品牌专柜，由公司的营业员及供应商的销售人员共同负责销售	否	按售价分成比例确认为主营业务收入	服装、化妆品、首饰、家电、床上用品、鞋帽等
自营模式	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	是	利润来源于公司的进销差价	部分化妆品、部分家电、烟草和超市内商品等
租赁模式	商户在公司的门店内租赁部分场地开展经营	否	利润来源于租金收入扣除物业成本后的余额	有个别顶级奢侈品牌、部分潮流品牌、以及餐饮、休闲、娱乐等

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

图表 11 公司联营收入及自营收入占比 (%)

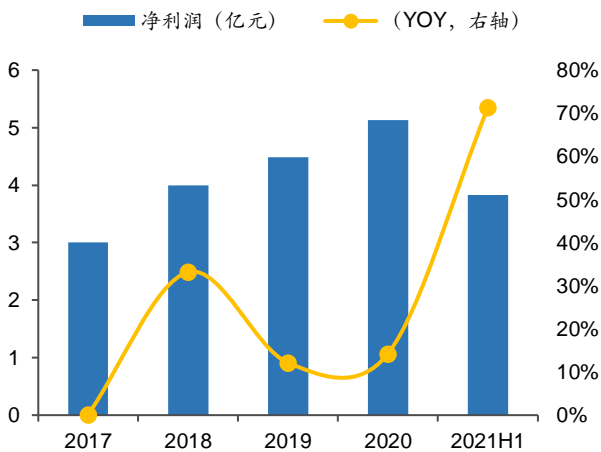


资料来源: wind, 华安证券研究所

注: 零售业务收入占比=联营收入占比+自营收入占比

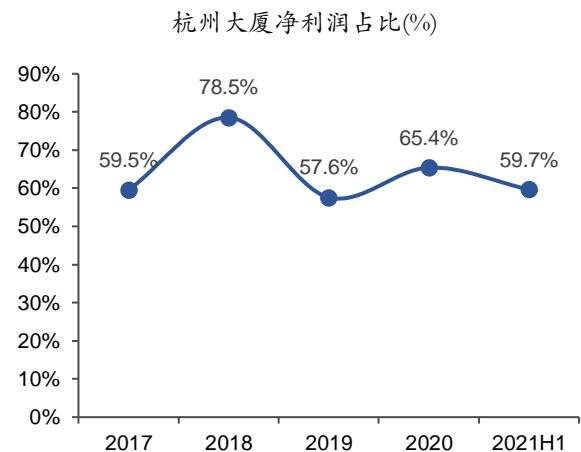
杭州大厦业绩表现亮眼, 有望实现稳步增长。公司深耕零售主业, 对杭州大厦进行三年调改和精细化运营, 叠加消费升级, 海外高端消费回流带动盈利能力提升, 2017-2020 杭州大厦净利润 CAGR 为 19.5%, 2021H1 净利润同比增加 71.3%, 净利润占比稳定维持在 60%左右。

图表 12 杭州大厦净利润及其增速



资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 13 杭州大厦净利润占比



资料来源: wind, 华安证券研究所

2 把握商业核心，深耕零售主业

2.1 回顾线下零售行业格局：中高端分化显著

2.1.1 供给端：高端百货业绩高增明显，中端零售 K 型复苏分化

百货店与购物中心区别显著：百货业态相对单一，以商品零售为主；购物中心集合购物、餐饮、休闲、服务为一体。随着经济发展，百货店与购物中心之间实际是大规模单体零售的迭代，供给侧改革与消费者需求扩容助推购物中心登上历史舞台。下文中，杭州大厦购物城以“百货店”形态存在，因其有自身特有的重奢品类；而解百城市奥莱则为“购物中心”项下的奥特莱斯购物中心形态。

图表 14 百货店与购物中心区别

业态	选址	商圈与目标客户	基本特点			
			规模	商品（经营）结构	服务功能	
百货店	市、区级商业中心、历史形成的商业聚集地	以追求时尚和品质的顾客为主	营业面积一般在 1 万平方米~5 万平方米	商品种类齐全，以服饰、鞋类、箱包、化妆品、家庭用品、家用电器为主	注重服务，逐步增设餐饮、娱乐、休闲等服务项目和设施	
购物中心	都市型购物中心	城市的核心商圈或中心商务区，街区型或封闭型建筑结构	商圈可覆盖甚至超出所在城市，满足顾客购物、餐饮、商务、社交、休闲娱乐等多种需求	不包含停车场的建筑面积通常在 5 万平方米以上	购物、餐饮、休闲和服务功能兼备，时尚、休闲、商务、社交特色较为突出	提供停车位、导购咨询、个性化休息区等多种便利措施
	区域型购物中心	位于城市新区或城乡接合部的商业中心或社区聚集区，紧邻交通主干道或城市交通节点	辐射半径约在 5km 以上，满足不同收入水平顾客的一站式消费需求	不包含停车场的建筑面积通常在 5 万平方米以上	购物、餐饮、休闲和服务功能兼备，所提供的产品和服务种类丰富	提供停车位、导购咨询、个性化休息区等多种便利措施
	社区型购物中心	位于居民聚集区的中心或周边，交通便利	辐射半径约在 3km 以内，满足周边居民日常生活所需为主	不包含停车场的建筑面积通常在 1 万平方米~5 万平方米	以家庭生活、休闲、娱乐为主，配备必要的餐饮和休闲娱乐设施，服务功能齐全	提供停车位，通常还提供休息区、手机充电等便利措施
	奥特莱斯型购物中心	在交通便利或远离市中心的交通主干道旁，或开设在旅游景区附近。建筑形态为街区型或封闭型	辐射所在城市或周边城市群，目标顾客为品牌拥护者	不包含停车场的建筑面积通常在 5 万平方米以上	以品牌生产或经销商开设的零售店为主体，以销售打折商品为特色	提供停车位

资料来源：商务部流通业发展司，华安证券研究所

备注：依据商务部流通业发展司《零售业业态分类（GB/T18106-2021）》整理

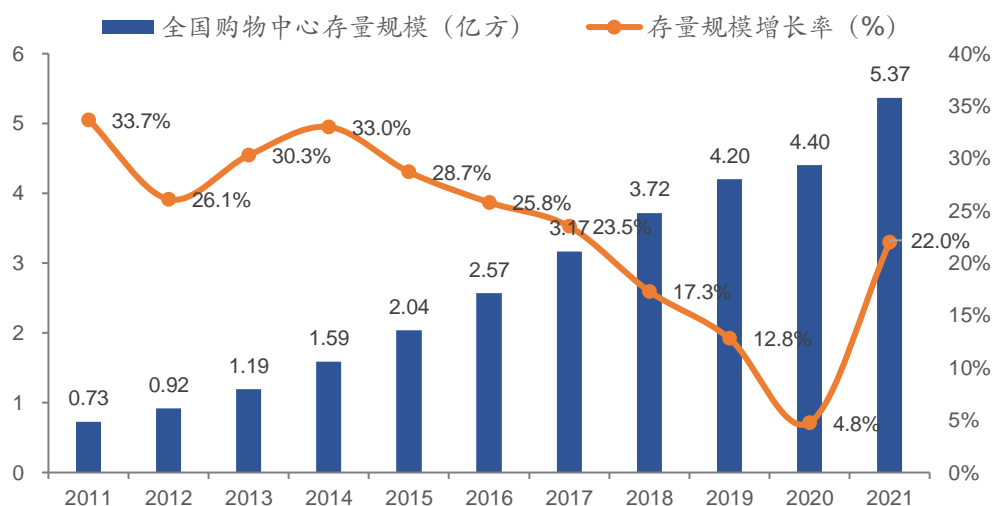
1) 整体情况：全国商场数量和增速迎来小高峰

2021 年全国商场数量和增速都迎来增长小高峰。一是受疫情影响，原 2020 年计划开业项目往后延期至 2021 年开业；二是 2020 年全国购物中心存量增长规模下滑至 4.8%，基数相对较小，导致 2021 年增速更为显著。其中，高线城市活跃，上海、北京、深圳、成都、广州、杭州等地新开商场数量位于前列；低线城市新开业商场增长强劲，激发下沉市场活力。

a) 从规模上看，全国购物中心存量规模稳定上升。由于疫情影响，2020 年延后开业的购物中心选择在 2021 年集中开业。根据中国连锁经营协会及前瞻产业研究院测算，2021 年全年购物中心存量规模达 5.37 亿方。根据联商网数据测算，2016~2021 年全国购物中心平均单体规模分别为 5.25、5.98、6.37、6.60、6.41、6.74 万方，除受疫情影响的 2020 年外，其余年份均呈现上升趋势。

b) 从增速上看，全国购物中心存量增长率加快。2021 年全年购物中心存量规模同比增速达 22%，剔除疫情影响较重的突发因素，计算得 2019~2021 年复合增速达 13%，终结增速下降态势，逐步反弹回暖。

图表 15 全国购物中心存量规模及增速 (亿方, %)



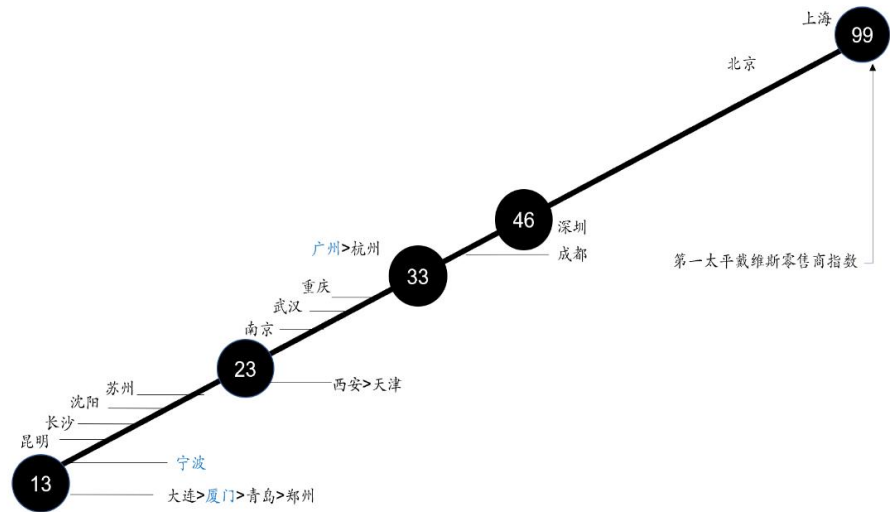
资料来源：中国连锁经营协会，赢商大数据，前瞻产业研究院，华安证券研究所

c) 从各城市零售供应看，高线城市活跃，低线城市增长强劲。

i) 就高线城市而言，杭州、宁波进入中国零售 20 城榜单。根据第一太平戴维斯《2021 中国零售 20 城》报告，杭州、宁波位列其中。杭州位居第六，原因在于 2022 年杭州将迎来亚运会，预计将有数家商场蓄势待发入市开业，丰富更多新兴区域如滨江、钱江世纪城等的商业氛围。宁波位居第十六，需要关注的是精品百货定位的宁波阪急于 2021 年开业，总建面约 23 万方，投资约 30 亿元，属于日本阪急百货在大陆的首店，也是集团直营项目。宁波阪急汇集世界三大奢侈品集团，路威酩轩集团、开云集团、历峰集团旗下众多品牌。中西部重镇城市成都、长沙、昆明在零售商指数的优异表现，树立起杭州、宁波未来商业发展信心。如下图所示，成都位居全国零售指数第四位，主要得益于高端商场在存量和增量上都表现得极为优异，如 2021 年新开高端商场就有成都万象城和成都世贸广场两家。长沙位居第十四，零售增长强劲。据联商网数据，长沙国金中心 (IFS) 2021 年销售额为 90 万以

上, 同比增长 50%。昆明位居第十五, 原因在于昆明恒隆自 2019 年开业后, 已成为奢侈品牌入驻西南市场的首选之一。

图表 16 2021 中国 20 城零售商指数



资料来源: 第一太平戴维斯, 华安证券研究所

备注: 1) 第一太平戴维斯零售商指数对 8 个品类 (顶奢、轻奢、快餐、咖啡、大众服饰、高阶服饰、美妆及大型零售店) 50 个国际零售品牌在各城市店铺数分类归总, 并对每一品类给予不同权重, 最终通过加总得出每个城市的分值。指数值反映了城市之间平均店铺数的相对差距, 如果某城市在某年所有品类的店铺数均为最多, 则该城市该年分值为 100

2) 50 个样本品牌以成熟的国际主流品牌为主, 且已进入中国市场五年以上

3) 除特别说明外, 本报告店铺统计截至 2021 年 6 月

ii) 就低线城市而言, 密集的开业项目表明下沉市场活力激发。根据赢商网统计, 在 2022 年拟开业购物中心中, 商业三线城市是拟开业量最大市场, 占比 19%。商业五线城市占比大幅提升至 18%, 紧追三线城市。

从需求端看, 小镇青年作为“有钱、有闲、有追求”的群体, 生活、消费和娱乐方式已经逐渐向一线城市看齐。根据麦肯锡研究, 到 2022 年三线城市中产阶级家庭将占全国 30% 以上。2022 年将有超过 75% 的中国城市家庭年收入在 6 万~22.9 万元人民币之间。除收入外, 大城市每天两三个小时的通勤和加班极大压缩中产阶级消费时间, 而小镇消费者因为生活节奏慢, 成功引领“空闲经济”发展方向。

从供给看, 随着三四线城市消费潜力逐步释放, 需求有效带动三四线城市供给。根据万达商业管理官微, 截至 2020 末, 万达集团开业轻资产项目数量已超过 100 座, 其中 50% 的项目已下沉到三四线城市。新城控股在 2020 年年报提出“各线城市全面布局, 一二线和三四线同步发展”。截至 2021H 末, 新城控股长三角区域三、四线城市约占公司总土地储备的 29.4%。下沉市场潜力不断被探索挖掘。

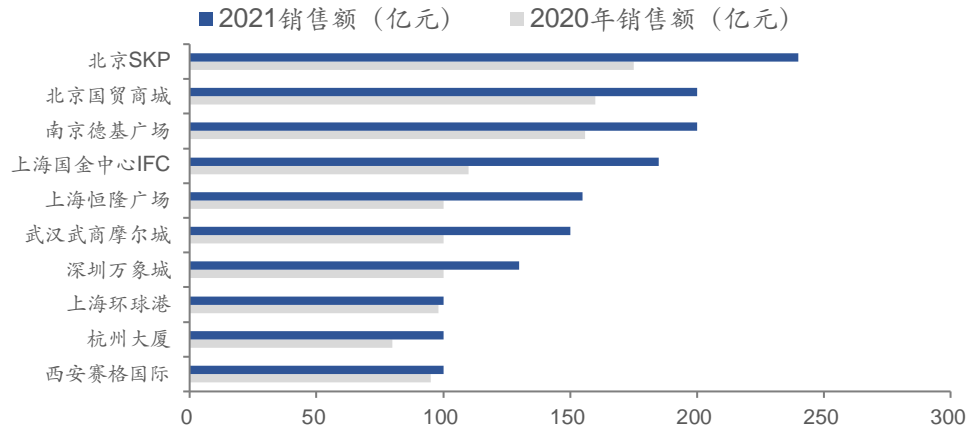
2) 高端百货: 2020~2021 年业绩突出, 销售提升明显

2020~2021 年, 高端百货商场业绩亮眼。百货商场的核心在于商品, 百货商场的目标在于提高商品吸引力, 百货商场的强大优势在于高效完成品牌组合。高端百货商场品牌形象好, 消费者信誉高, 与奢侈品定位形象相符。由于海外疫情导致国际市场出行限制, 国内高端百货在奢侈品供应形成比较优势, 利好明显。

a) 从数量上看, 2021 年销售额达两百亿量级的商场首次诞生, 共涌现 3 家。

根据联商网及商智库统计, 3家销售额超过200亿元的商场分别是北京SKP、北京国贸商城、南京德基广场。其中, 北京SKP 2021年销售额近240亿元, 同比增长35%; 南京德基广场2021年销售额超200亿元, 同比增长28%; 北京国贸商城2021年销售额为200亿元, 同比增长25%, 销售业绩突出。

图表 17 2020~2021 年部分购物中心及百货销售额 (亿元)

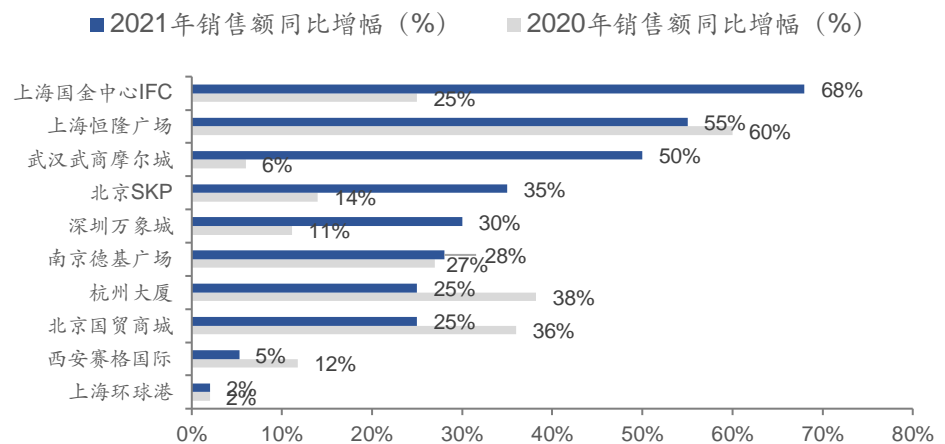


资料来源: 商智库, 华安证券研究所

备注: 选取依据为商智库2021年购物中心及百货销售额排行榜TOP10

b) 从增速上看, 2020~2021年受益于奢侈品消费回流, 2021年高端商场在高基数下保持销售额增长, 整体向好。高端百货商场坚持高端路线, 奢侈品占比较大, 且对周边辐射能力强。北京SKP、上海港汇恒隆广场、杭州大厦、南京德基都是所在城市的奢侈品地标, 吸引了所在城市及周边城市, 乃至周边省份的消费者前往消费。2021年, 上海国金中心IFC销售额同比增长68%, 上海恒隆广场同比增长55%, 武汉武商摩尔城同比增长50%, 北京SKP同比增长35%, 深圳万象城同比增长30%, 南京德基广场同比增长28%, 杭州大厦同比增长25%, 北京国贸商场同比增长25%。

图表 18 2020~2021 年部分购物中心及百货销售额增速 (%)



资料来源: 商智库, 华安证券研究所

备注: 样本选取依据商智库2021年购物中心及百货销售额排行榜TOP10

3) 中端零售：K型复苏分化

相较于高端百货具备奢侈品业态的良好安全垫，中端百货因为与电商重叠性较高，市场竞争激烈，复苏呈现K型分化。

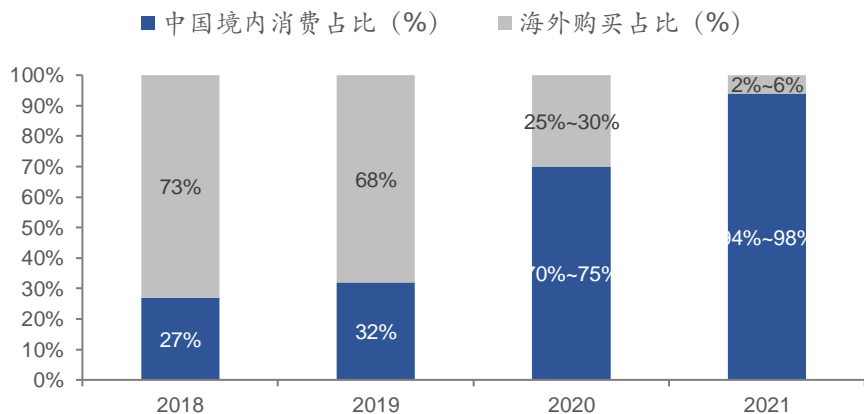
a) 中端百货最大优势在于线下体验和“即看即买”，疫情反复导致线下优势受影响。首先，随着线上线下进一步融合，消费者在中端百货购物时更注重围绕“即看即买”的购物体验，如购物场景、产品空间视觉陈列搭配及气味氛围等。根据麦肯锡调研，93%的受访者在购买消费电子产品时会先在线上研究，再到实体店体验。在96%的消费电子产品销售中，消费者要么线下体验线上购买，要么直接就在实体店购买。百货实体零售店对于构建全渠道营销体系起到关键作用。其次，中端百货实体零售具有线上零售不可取代的便捷性优势。正是“即看即买”的即时性消费需求，使得百货线下零售牢牢占据消费市场。而中端百货作为线下消费场景之一，在整个疫情期间受到影响。

b) 因整体定位同质化困局，中端零售丧失对消费者的吸引力。中端百货较弱的商品力，已经不能让顾客持续买到有价值且具有竞争力的商品。百货业全面转型，以推进供给侧结构性改革和转型升级为主线，逐渐拓展全渠道、发展新业态、优化供应链，从单一的零售业转向餐饮娱乐等服务业俱全的多元化商业体，朝着个性化、智能化和生活方式体验化的方向转型。

2.1.2 需求端：国内高端消费强劲，推动高奢商场增长

从短期看，疫情催化使得奢侈品消费回流明显。根据贝恩公司发布的《2021年中国奢侈品市场报告》，2018~2021年中国奢侈品境内消费占比分别为27%、32%、70%~75%、94%~98%，海外购买占比分别为73%、68%、25%~30%、2%~6%。境内购买占比不断提升，海外购买占比不断下降。2019年末新冠疫情的爆发对奢侈品消费回流起到强有力的助推作用。

图表 19 中国奢侈品消费渠道占比 (%)



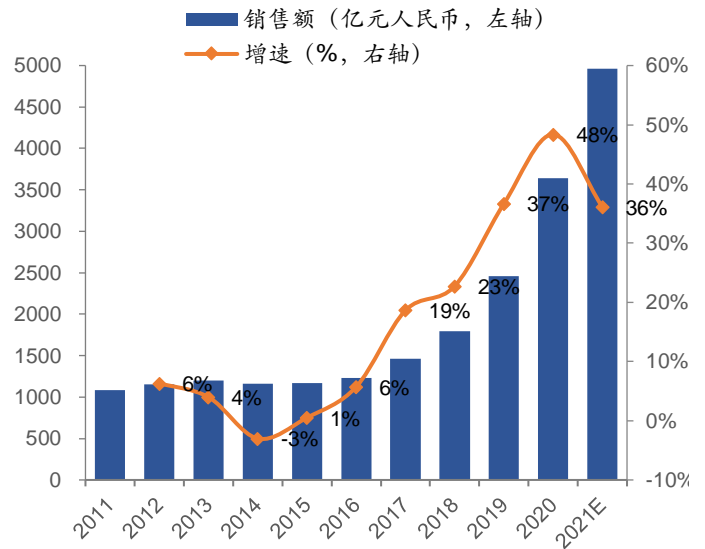
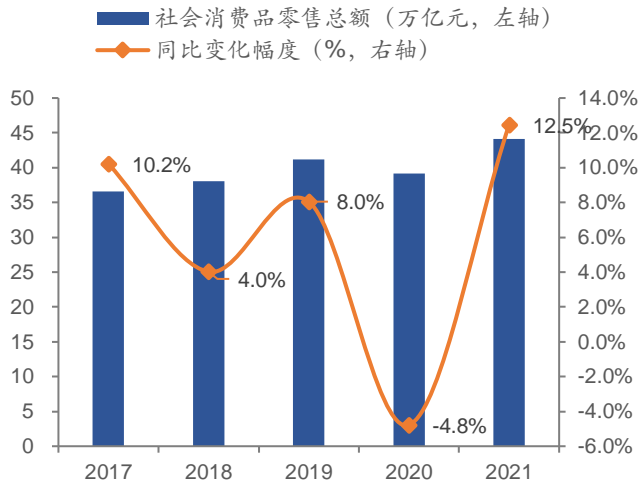
资料来源：贝恩咨询，华安证券研究所

从中长期看，消费不断升级，内地高端消费强劲。中国社会消费品零售总额增长，消费需求进一步释放，中国消费者在境内购买奢侈品仍是潮流，各年龄层消费者喜好分化。

a) 从总体看，消费需求进一步释放，对经济拉动作用进一步增强。2020年，新冠疫情爆发影响社会消费品零售总额，同比下降4.8%。随着全球经济增长逐步复

苏，在强有力的防控政策之下，中国经济持续坚韧攀升，社零总额恢复增长。2021年全年中国社会消费品零售总额为44.08万亿元，同比增长12.5%。2021年中国内地高端消费保持高增趋势。根据贝恩公司报告，2021年中国境内奢侈品市场销售额实现36%的增速，达到近4710亿元人民币，部分品牌增速超过70%。

图表 20 社会消费品零售总额及同比变化 (万亿元, %) 图表 21 中国境内奢侈品销售额 (亿元)



资料来源：国家统计局，华安证券研究所

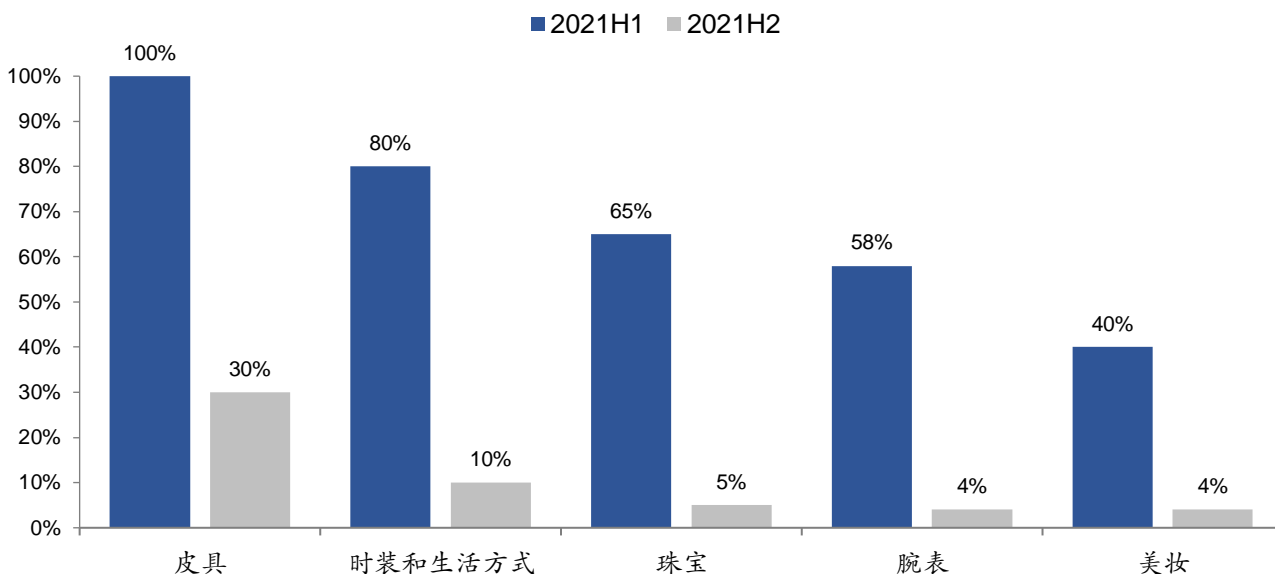
资料来源：贝恩咨询，华安证券研究所

备注：海南免税店销售额包含在中国境内的奢侈品销售额中

b) 从份额看，中国境内市场占全球奢侈品消费总额的比重略有增长，从2020年的约20%上升至2021年的21%左右。由于新冠疫情导致出境游受限，中国消费者在境内购买奢侈品仍是潮流，消费回流延续。

c) 从品类看，皮具以约60%的销售额增速位居第一，时装和生活方式品类以约40%的增速位居其后。珠宝品类的增速虽不及2020年，但仍达到约35%。高端腕表和奢侈品美妆则预计分别增长30%和20%左右。珠宝具备投资保值的需求，时装满足了自我表达的需求和重度客群奢侈品日常化的需求。

图表 22 中国境内个人奢侈品市场按品类划分同比增速 (%)

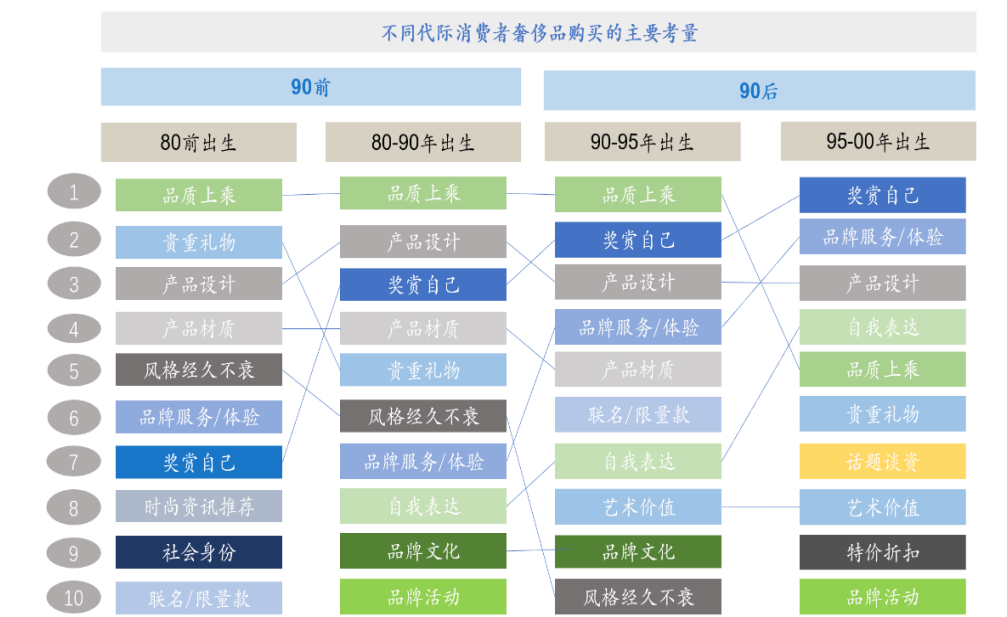


资料来源：贝恩咨询，华安证券研究所

备注：基于部分品牌计算半年增速；数据基于文献检索、专家访谈、贝恩分析

d) 从年龄层看，各年龄层消费者喜好分化，90前群体购买奢侈品关注高质量，90后群体购买奢侈品主要满足自我需求。在奢侈品消费人群的购买偏好方面，奖赏自己、品牌服务/体验、产品设计能有效激发90后客群的兴趣，而品质上乘、贵重礼物、产品设计是吸引90前客群购买奢侈品的重要动力。因此，想要更好吸引两大重点客群，品牌需要重点关注购物体验和丰富度，同时加强售后服务以驱动其持续复购，为奢侈品牌带来更大的增长。

图表 23 不同代际消费者购买奢侈品主要考虑因素



资料来源：腾讯营销洞察 (TMI)，波士顿咨询，华安证券研究所

2.2 杭州大厦：专注高端品质，坚持精品路线

杭州大厦依托地理优势和强大的名品阵营，成为杭州乃至浙江消费者喜爱的购物、娱乐、休闲场所。杭州大厦购物城位于杭城商业核心区域——武林广场，呈“Z”字型形态分布，西起D座华浙店，东至C座坤和店，横跨环城北路至B座、A座，均用空中走廊实现无缝衔接。

购物城集购物、美食、休闲娱乐、会议展览、住宿、办公写字楼于一体。城内精品、名店俯拾皆是，汇聚了LV、CHANEL、HERMES、CARTIER、GUCCI、B&O等国际知名品牌，并有各类餐厅、城市生活超市、美容美发、精品酒店等精致生活配套业态。

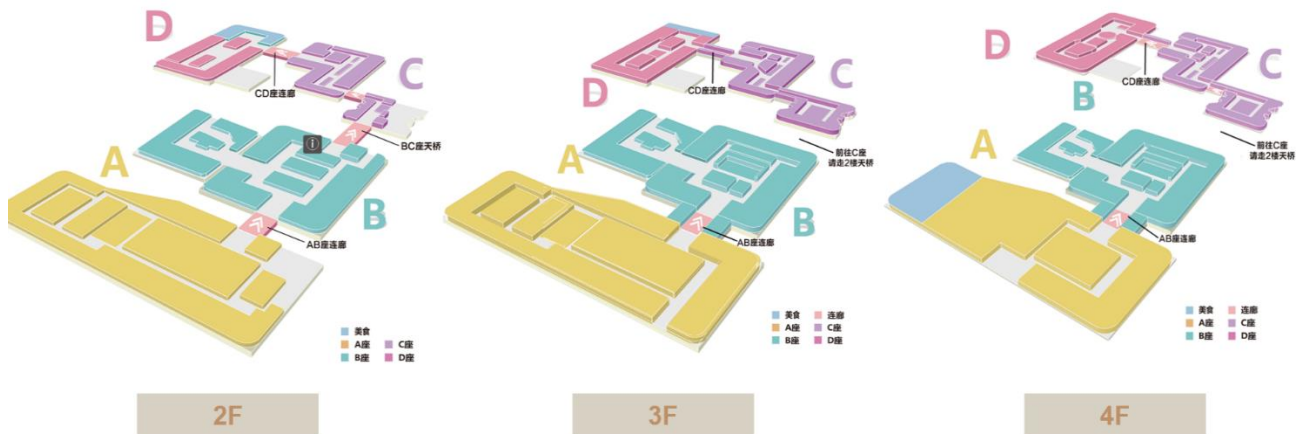
图表 24 杭州大厦购物城各建筑分布及位置交通图



资料来源：百度地图，大众点评，华安证券研究所

备注：位置交通数据来自大众点评

图表 25 杭州大厦 2F~4F 之间的天桥及连廊示意图



资料来源：杭州大厦购物城官网，华安证券研究所

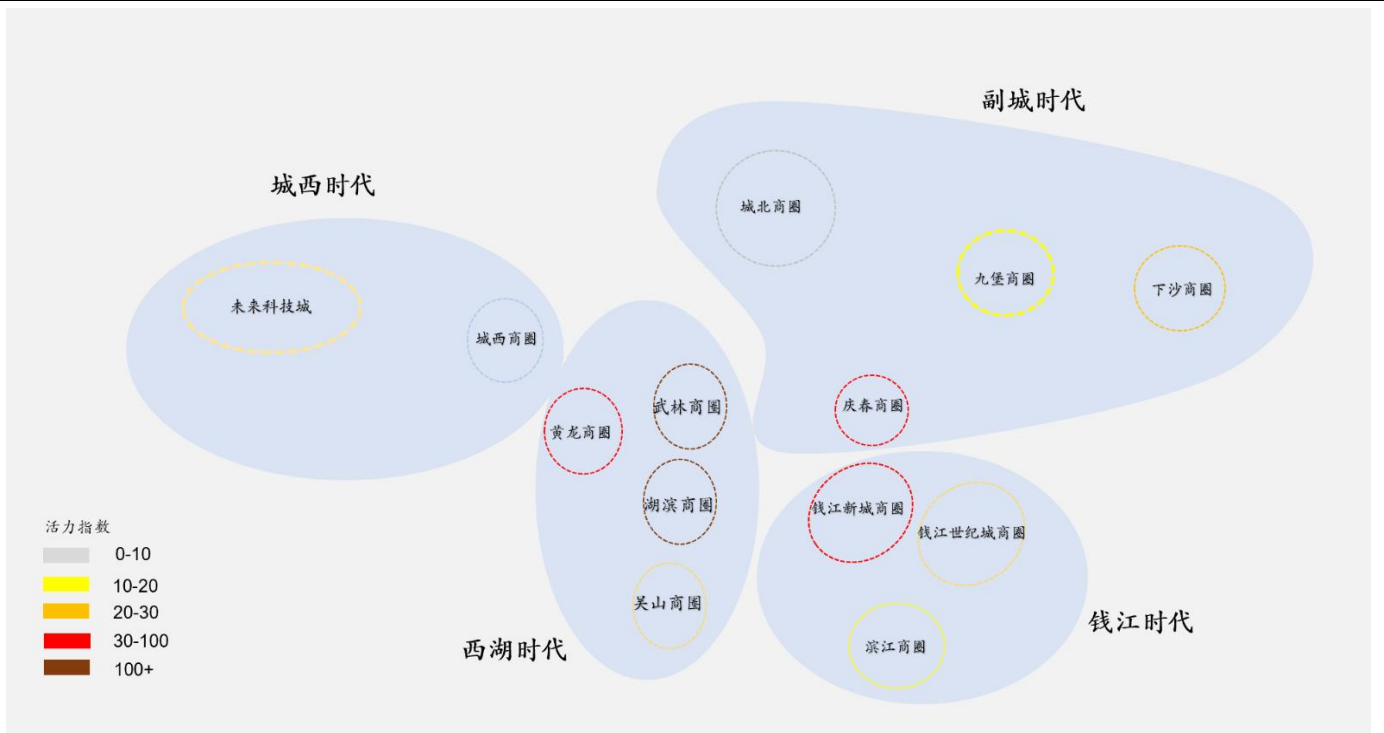
2.2.1 微观竞争格局：高奢市场供需两旺，应时求变方是正道

1) 供给侧：杭州大厦在历史上蝉联销冠，未来有望承接新增量

a) 历史上：开拓求变，份额稳固

根据允久智库对杭州商圈的区域和活力指数的有关研究，杭州十三大商圈划分为四大时代概念片区。分别是：西湖时代：武林商圈、湖滨商圈、黄龙商圈和吴山商圈；钱江时代：钱江新城商圈、钱江世纪城商圈和滨江商圈；城西时代：科技城和城西商圈；副城时代：庆春商圈、九堡商圈、下沙商圈、城北商圈。

图表 26 杭州主要商圈分布示意图



资料来源：允九智库，华安证券研究所

备注：活力指数由允九智库综合日均客流和主要商场坪效计算得到

根据联商网数据，杭州大厦 2019、2020、2021 年销售额为 57.88、80、100+ 亿元。

杭州大厦：位于武林商圈，武林商圈在活力指数方面位居第一。武林商圈属于城市中心或老城区，具有非常成熟的商业形态，商业集中、交通便捷、基础设施完善，具备住商混合、工商混合的特点。

杭州万象城：位于钱江新城商圈，在活力指数方面位居第四。2010 年 4 月 22 日，杭州万象城开业，购物中心面积 24 万平方米，购物中心地下 2 层地上 6 层，地点在杭州江干区富春路 701 号。项目总占地 150 亩，总建筑面积 80 万平方米（含地下）。总投资预计超过 50 亿港元。钱江新城商圈主要为 CBD 内中高收入的白领提供时尚零售和商业服务。一方面与钱江新城独特的城市阳台地理位置以及极具特色的灯光秀有关，另一方面也跟夜间经济业态繁华相关。

图表 27 杭州主要商圈活力指数比较

排名	名称	商圈位置	部分综合体	活力指数		
				日均客流 (万人)	坪效(万 元/方)	得分
1	武林商圈	武林商圈北向跨运河至文晖路,与朝晖大型居住区相临,南至凤起路,东至中山北路,西与武林路时尚女装街相接	杭州大厦、武林银泰	2.2	6	132.0
2	湖滨商圈	北至庆春路,与武林商圈相连,南到解放路,东部中山中路,西沿湖滨路	湖滨银泰	4.4	2.5	110.0
3	黄龙商圈	以黄龙体育中心为轴向四周辐射扩散,主要覆盖南北走向的保俶路、杭大路、黄龙路和东西走向的西溪路、曙光路、天目山路	黄龙万科中心的K-lab	2.1	3.7	77.7
4	钱江新城商圈	东临钱塘江、南靠复兴地区、西依秋涛路、北至钱塘江二桥。根据一期规划,钱江新城由秋涛路、庆春东路、清江路和钱塘江围合而成	来福士广场、万象城	2.4	1.9	45.6
5	庆春商圈	以庆春广场为核心,以庆春东路、凤起东路、新塘路和秋涛路为轴线的“井”形商圈	庆春银泰、天虹购物中心	2.1	1.5	31.5
6	下沙商圈	以白杨街道为主,福雷德文化广场、华元十六街区、西子阳光星城、金池商贸等为辐射圈	龙湖金沙天街	2.1	1.2	25.2
7	钱江世纪城商圈	以体博览城为中心,东北到杭甬高速,西南至七甲闸利民河,南到前解放河,东至利群河	保亿中心	1	2.1	21.0
8	吴山商圈	沿延安南路北至解放路,与湖滨商圈相连,南至吴山广场,东接清河坊街,西临南山路艺术街区	涌金广场购物中心	1.4	1.5	21.0
9	滨江商圈	以滨江星光大道、区政府为核心范围圈,沿线钱塘江南岸的滨江大道中段部分	龙湖滨江天街、宝龙城市广场	1.8	1	18.0
10	科技城商圈	北至杭长高速,东至杭州绕城高速,南至杭徽高速公路(02省道),西至南湖	欧美金融广场、西溪印象城	1.5	0.9	13.5
11	九堡商圈	位于杭州两大副城下沙和临平的桥头堡位置,以九堡站、九堡东站向外辐射	地铁东城综合体	0.7	1.7	11.9
12	城北商圈	以杭州新天地综合体为核心向周边辐射	万达广场、大悦城	1.5	0.5	7.5
13	城西商圈	东西走向的文一西路、文二西路和南北走向的紫荆花路、古墩路、丰潭路	城西银泰、龙湖西溪天街	0.6	0.7	4.2

资料来源:允九智库,华安证券研究所

备注:活力指数由允九智库综合日均客流和主要商场坪效计算得到,统计数据截至2021年3月

图表 28 2020~2021 年杭州主要单体商场销售业绩一览表

项目	2020 年销售额 (亿元)	2021 年销售额 (亿元)	2019~2020 增幅 (%)	2020~2021 增幅 (%)
杭州大厦	80	100+	38.22%	25.00%
杭州湖滨银泰 in77	65	82	25.00%	26.15%
杭州武林银泰	55	60	—	9.09%
杭州万象城	51	78	13.33%	52.94%
杭州城西银泰城	38	47	-18.44%	23.68%
杭州西溪印象城	22	30.1	3.33%	36.80%
杭州滨江宝龙城	15	近 24	-6.25%	55.00%
杭州星光大道	13	近 15	8.33%	8.96%
杭州临平银泰城	10	14.9	-9.09%	49.00%
杭州大悦城	9.67	14.5	-19.42%	50.00%
杭州来福士中心	10	14	0.00%	40.00%
杭州远洋乐堤港	11.5	12	15.00%	4.35%
杭州新天地活力 Park	8.3	10.7	—	29.00%
砂之船 (杭州) 奥莱	8	9	-2.44%	12.50%
杭州金沙印象城	5.11	9	—	76.00%
杭州富阳万达广场	—	7.3	—	—
杭州金地广场	4.5	6	12.50%	33.33%

资料来源：联商网，华安证券研究所

1993~2011：持续高增，蝉联销冠。根据浙江日报，在 1993~2011 年间，杭州大厦一直保持销售、利润两位数增长；在营业收入、利润和上缴税收三方面，杭州大厦连续 8 年蝉联全国大型百货商场单店第一名，超过同属“前三甲”的坐落于北京王府井和上海第一八佰伴。

2011~2021：锐意进取，思变求新。纵观杭州大厦发展线，“变”是杭州大厦发展的永恒关键词。2011 年，杭州大厦成功举办首届供应商高峰论坛。2014 年，杭州大厦与百大集团、绿城集团联手，入主“西子国际”项目，从传统的武林商圈踏入新兴商圈——钱江新城商圈。2015 年，杭州大厦与杭州解百完成重组，新解百集团正式亮相，杭州大厦进入“颠覆性的改造提升”阶段。2017 年，杭州大厦新 B 座开业，10 余家国际奢侈品同时入驻，“奢侈品中心”扩容升级。2018 年，杭州大厦中央商城开业。2019 年，杭州大厦明确“高端精品百货”定位，提出 2019~2021 新三年期调改计划。2020 年，受疫情影响，杭州大厦、杭州城西银泰城、杭州滨江宝龙城、杭州临平银泰城、杭州大悦城增速为负。低基数效应也使得 2021 年杭州主要商场增幅显著。2021 年，根据商智库数据，杭州大厦销售额预计进入全国单体商场（包含购物中心等）TOP10。根据杭州解百 2022 年 1 月 29 日发布的业绩预告，预计 2021 年全年归属净利润盈利 3.30 亿元至 3.65 亿元，同比上年增长 23.66% 至 36.77%。本次业绩变动的原因之一为控股子公司杭州大厦三年度调改和精细化运营并举，加之海外高端消费回流的影响仍在持续，经营业绩有了显著提升。

2021 年 8 月 31 日，公司发布《关于公司五年发展规划纲要公告》，明确零售主业是其核心，杭州大厦五年发展目标为“巩固头部，高质量发展”，解百商业分公司五年发展目标为“竞合共生，业态转型，扭亏为盈”。

b) 未来：杭城高奢商场迎来竞争者，应时求变方能承接高奢新增量

随着新零售的兴起和传统百货的式微，未来5年内，恒隆、新鸿基、新世界等港股企业纷纷计划登陆杭州，这对杭州本土商业来说其冲击力不言而喻。2022~2025年间，杭州高奢市场新世界集团住宅部分（国际社区）将于2022年推向市场，杭州中心将于2023年开业，江河汇（杭州IFC）将于2024年建成启用，恒隆广场将于2024年至2025年分阶段建成，光环梦中心将于2024年竣工，2025年投用。

图表 29 2022~2025 年杭州开业商场梳理

公司	项目	项目简介	开工时间	预计开业时间
新世界集团	K11	杭州新世界项目，紧邻地铁1、7号线，东临主干道秋涛路，西连“杭州城站”火车站，项目总建用地面积11.6万平方米，总建筑面积约76万方。计划投资人民币230亿元。	2019/07	住宅部分（国际社区）预计在2022年亚运前夕推向市场
华润置地	杭州中心	杭州中心位于武林广场核心区，是集四季酒店、万象城和高端写字楼为一体的市中心地标性TOD城市综合体。项目总体量约25万平方米，总投资超80亿元，由A、B塔楼和裙楼构成，业态涵盖高档商场、超五星级酒店、甲级写字楼等；项目下挖6层，最大挖深34.5米。	2017/09	2023年开业
新鸿基地产 & 平安不动产 & 钱投集团	杭州国际金融中心（杭州IFC）	2019年8月，新鸿基地产、平安不动产、钱投集团三家集团以人民币132.6亿元竞得位于钱塘江与京杭大运河交汇处的钱江新城核心地段的一地块，联合打造集商务、文旅、生活于一身的世界级城市综合体——江河汇项目。2022年2月10日，江河汇项目正式被命名为杭州国际金融中心（杭州IFC）。	2020/11	2024年建成启用
恒隆地产	恒隆广场	杭州恒隆广场项目总用地面积4.48万平方米，总建筑面积约39万平方米，其中地上建筑面积19.41万平方米，地下建筑面积19.56万平方米，总投资约190亿元。	2019/09	2024年至2025年分阶段建成
香港置地 & 仁恒置地	光环梦中心	总规划建筑面积约23.5万平方米，是一个主题式商业综合体，定位于服务新兴家庭以及年轻时尚人士。项目规划引进高规格影院、精品零售、品牌餐饮、儿童游乐、户外公园等多种业态，围绕科学和大自然两大主题，着力将游乐、教育、商业无界融合。	2021/09	2024年竣工，2025年投用

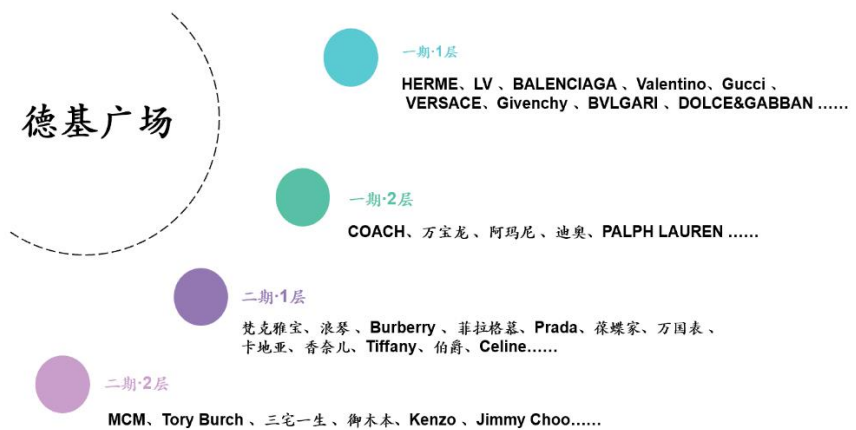
资料来源：杭州市政府官网，浙江日报，杭州日报，赢商网，华安证券研究所

备注：K11有关信息来自2020年3月26日《浙江日报》有关报道，杭州国际金融中心有关信息来自2020年11月8日《杭州日报》有关报道，恒隆广场有关信息来自杭州市政府官网，杭州中心、光环梦中心有关信息来自赢商网

高端商业将激发杭州商圈发展新活力，杭州大厦在外来者“入侵”前做出改变无疑是最好的时机。杭州大厦2019~2021三年完成调改，引进19个新品牌与14家首店，牢牢抓住高端、年轻、家庭的消费趋势。杭州大厦唯有占据城市时尚的制高点，实现高端商品全覆盖，全力以赴抓好销售，提供高水准的服务，才能获取市场竞争的决胜权。杭州大厦从商场、商品、客群三维角度应对竞争对手，详见2.2.3章节。

南京老牌高奢商场德基广场不惧高端竞争者入驻，持续引领南京高奢风潮，为杭州大厦未来发展形成前瞻性指引。南京高端商场有德基广场、金鹰国际购物中心等。根据联商网统计，**南京德基 2021 年销售额超 200 亿元，位居全国 TOP3，遥居南京榜首。**金鹰国际购物中心（新街口店）入驻品牌有劳力士、万宝龙等，2021 年销售额 49 亿元。南京德基项目以高客单价、高客流量、高提袋率著称，其核心竞争力主要在于：南京经济发展水平提升，消费者购买能力强；项目定位明晰，打造高端购物中心；业态丰富，品类多样化。德基定位奢侈品高端路线，其余众多商业体定位中端和中高端。江宁的瑞都购物广场也尝试中高端，最终没有成功。德基之于南京，类比杭大之于杭州。南京德基与杭州大厦最大的区别在于经营面积。德基广场快速增长重要原因在一、二、三期扩容。南京德基广场引领奢侈品风潮的故事，未来有望在杭州大厦演绎。

图表 30 南京德基广场一期及二期品牌进驻情况



资料来源：赢商网，华安证券研究所

备注：德基广场一期 2006 年 6 月开业，德基广场二期 2012 年 5 月开业

图表 31 杭州大厦购物城与南京德基广场各项数据对比

	南京德基广场	杭州大厦购物城
单体商场销售额	南京第一（2021 年销售额超 200 亿元）	杭州第一（2021 年销售额超 100 亿元）
所属商圈	南京新街口商圈	杭州武林商圈
商业面积	1) 德基广场一期 6.5 万平方米 2) 德基广场二期 8.5 万平方米 3) 德基广场三期 7 万平方米	14 万平方米
商场定位	高端购物中心	高端购物中心
奢侈品品牌覆盖率	95%	90%
所在城市消费实力	南京位列 2021 年全国第八	杭州位列 2021 年全国第十
更新改造	1) 德基广场一期 2006 年 6 月开业 2) 德基广场二期 2012 年 5 月开业 3) 德基广场三期 2021~2024 年建设	2019~2021 三年调改

资料来源：各地统计部门，公司官网，商智库，赢商网，联商网，国民经略，华安证券研究所

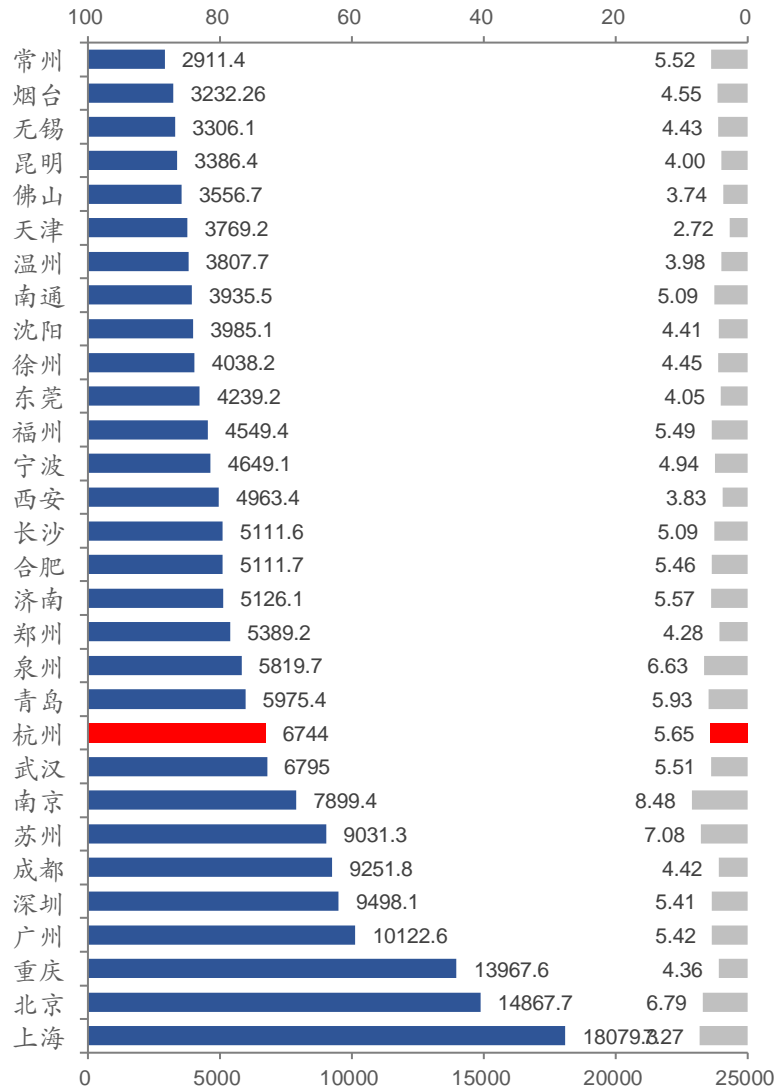
备注：1) 2021 年单体商场销售额数据来源于商智库 2) 奢侈品品牌覆盖率数据来源于公司官网、赢商网 3) 2021 年主要城市消费实力排行数据来源于各地统计部门、国民经略 4) 德基广场三期建设数据来源于联商网 5) 商业面积数据来自赢商网

2) 需求侧：需求升级，推动杭州大厦高奢业务持续增长

随着浙江经济的飞速发展，需求升级助推奢侈品百货发展。杭州位列中国主要城市消费能力十强城市 TOP10，位于上海、北京、重庆、广州、深圳、成都、苏州、南京、武汉之后。2021 年，杭州社会消费品零售总额为 6744 亿元，人均消费为 5.65 万元。

图表 32 2021 年主要城市消费实力排行

■ 社会消费品零售总和 (亿元, 左轴) ■ 人均消费 (万元, 右轴)



资料来源：各地统计部门，国民经略，华安证券研究所

备注：各地统计部门以 2020 常住人口测算平均消费；杭州数据用红色标出

根据联商网统计，杭州大厦位列杭州最值得打卡商场 TOP10，榜单由联商网根据小红书、大众点评等平台数据，并结合实地探访总结得到。杭州大厦受到消费者热捧，主要原因有以下：

图表 33 2021 杭州最值得打卡商场 TOP10



资料来源：联商网，赢商大数据，华安证券研究所

备注：1) 杭州十大最值得打卡商场由联商网根据小红书、大众点评等平台数据，并实地进行探访总结得到，数据截至 2021 年 6 月
2) 地址及面积数据来源于赢商大数据

a) 从忠诚度(习惯)看，杭州大厦关注经营社群和对会员的维护服务，既满足会员多元化需求，也加强情感互动，提升客户黏性。未来，公司还要打造更紧密的和客人之间的生态，坚持“会员制运营”。2018-2020 年，杭州大厦 VIP 会员销售额分别为 35.8、38.0、52.7 亿元，不受疫情影响，保持持续增长。2019-2020 会员销售额占总销售额比例分别为 42.2%、65.9%，呈现增长趋势。VIP 客户忠诚度高，贡献大。杭州大厦通过提供贴心服务，大大加强了顾客黏性，对品牌业绩的带动非常明显。

b) 从转换成本看，杭州大厦关爱职工，留住优秀销售人才，营造良好的企业文化。2020 年，杭州大厦共投入 1000 余万元对员工食堂进行全面改造，把食堂面积扩大一倍，赢得员工广泛好评。根据中国百货商业协会官微，2019-2021 年，杭州大厦联营员工工会发放各类节日福利慰问 203 万元。

c) 从搜寻成本看，杭州大厦有最新、最全的奢侈品。杭州大厦汇聚了 1000 余家品牌，其中超 60 家国际超一线奢侈品，占据了全球 90% 的奢侈品品牌。杭州大厦从消费者的需求来实行改革，以消费者为导向。高端客户通过杭州大厦购买奢侈品，搜寻成本上具备比较优势，既省时又省心。

2.2.2 土地风险：A、B 座使用权风险消除，其余建筑体租赁风险可控

杭州大厦 A 座、B 座土地租赁期限延至 2056 年，消除土地使用权到期风险。C 座、D 座、中央商场租期分别截至 2027、2028、2028 年，租赁风险可控。杭州大厦各建筑体土地租赁各项事宜的顺利解决，有利于公司长期发展，形成边际改善。

图表 34 杭州大厦各建筑体租赁时长及租金一览表

建筑体	出租方	合同时长	合同终止年份	租金
A、B 座	杭州市商贸旅游集团有限公司	20+20 年	2056	2021 年年租金根据银信资产评估有限公司出具的《杭州市商贸旅游集团有限公司拟土地使用权出租涉及的土地租金价值评估项目资产评估报告》的年年租金 4494.66 万元收取。从 2022 年起至租赁期末的租金年增长率为 2%。
C 座	杭州坤和中心经营管理有限公司、杭州信富祥资产管理有限公司、杭州全福欣资产管理有限公司	10 年	2027	甲乙双方协定续租合同项下的租金、设备设施运行管理费采用保底和销售额提成方式计算，续租期限内年保底租金 4500 万元、设备设施运行管理 2348.50 万元，两项合计 6848.50 万元，销售额提成根据杭州大厦公司每个会计年度实现的租赁面积上全部含税销售额按比例 4%（仅对年销售额 9.2 亿以上部分）确认。
D 座	浙江省华浙实业开发有限责任公司	15 年	2028	2015 年的保底租金为 3000 万元，设施设备运行管理费为人民币 900 万元，两项合计为人民币 3900 万元；自 2016 年起，每年保底租金在前一年的基础上逐年递增 200 万元，每年的设施设备运行管理费均为人民币 900 万元。
武林广场地下中央商场	杭州武林广场地下商城建设有限公司	10 年	2028	双方协定该合同项下的租金采用保底和抽成租金（若有）构成，保底租金总额为人民币 6.9 亿元，每年度具体保底租金以租赁期限内保底租金及支付时间表为准，其中：2020 年 3 月 17 日至 2021 年 3 月 16 日的保底租金合计为人民币 6400 万元。

资料来源：公司年报，公司公告，华安证券研究所

1) A、B 座：土地风险消除，租赁期限延至 2056 年

杭州大厦与杭州市国土资源局于 2003 年 1 月 3 日签订的有关杭州市武林广场 20 号和 21 号（杭州大厦 A 座、B 座）两宗土地使用权的土地使用合同已于 2016 年 6 月 10 日到期。杭州大厦公司为保证持续经营，在重大资产重组实施完成后，就杭州大厦公司土地使用权到期后续约事项，多次向当地政府、有关主管机关汇报，要求续签合同。

2021 年 5 月 27 日，控股股东杭州商旅与杭州市规划和自然资源局签订了《国有建设用地使用权出让合同》，取得杭州市武林广场 20 号和 21 号的两宗国有建设用地使用权（总面积为 1.59 万平方米），出让年期为 40 年（2016 年 6 月 11 日至 2056 年 6 月 10 日）。杭州商旅承诺将已取得的国有建设用地使用权长期租赁给杭州大厦用作经营。

2) C 座：租赁期限终止日截至 2027 年

2017 年 6 月，杭州大厦公司与坤和管理公司、信富祥公司和全福欣公司签订续租 C 座合同。续租合同约定续租期限为 10 年（2017 年 9 月 25 日至 2027 年 9 月

25日)。截至2020年末，杭州大厦公司已向出租方支付租赁保证金1025万元。

3) D座：租赁期限终止日截至2028年

根据杭州大厦公司与浙江省华浙实业开发有限责任公司签订的《华浙广场商业用房租赁合同》以及《华浙广场商业用房租赁补充合同》，杭州大厦D楼租赁期限终止日为2028年12月31日。截至2020年末，杭州大厦公司已向其支付租赁保证金2000万元。

4) 武林广场地下中央商场：租赁期限终止日截至2028年

根据2017年3月9日和10日杭州大厦公司与杭州武林广场地下商城建设有限公司签订的《关于杭州武林广场地下商城项目之整体租赁经营合作协议》及其《补充协议》，杭州武商公司同意杭州大厦公司自2017年10月1日至2028年3月16日租赁其位于杭州市下城区武林广场11号的商业房产。截至2020年末，杭州大厦公司已向其支付租赁保证金600万元。

2.2.3 应对方法：商场、商品、客群三维角度实现边际改善

1) 商场：杭州大厦时间优势显著，商业敏锐性领先，发展定位明确

杭州大厦调改历时3年，相比新建高端商场而言，时间优势显著。根据2.2.1中对2022~2025年杭州预计开业高端商场的梳理，杭州中心从开工到开业预计花费6年，江河汇从开工到开业预计花费4年，恒隆广场从开工到开业预计花费5~6年，光环梦中心从开工到开业预计花费3~4年。杭州大厦通过三年调改，实现内部升级，具备时间上的巨大优势。

杭州大厦2019~2021三年完成调改，引进19个新品牌与14家首店，商业敏锐性领先。2019年H1，公司以转型提升为重心，全面拉开零售主业调整的序幕。杭州大厦以提高品牌整齐度为目标，同时启动了B座奢侈品升层、C座潮流运动品牌聚集融合、以及家居板块整体搬迁和提升等一系列调整工作。根据联商网和赢商网数据测算，2017年杭州大厦坪效为4.3万/平方米/年，2019~2021年坪效分别为4.1、5.7、7.1万/平方米/年。可见三年调改有效提升经营效益。

图表 35 2019~2021 年杭州大厦调改历程

时间	事件
2019年11月	DUNHILL 全新形象精品店开业，成为首个完成调改项目
2020年春节前	14家品牌调改完成
2020年2月4~19日	疫情突如其来，杭州大厦经历了开业三十年来的第一次歇业
2020年2月26日复工后	LOEWE 店铺第一个复工装修，2个月后新店精彩亮相
2020年底	共计完成DIOR 男士、GUCCI、BURBERRY 等47家品牌新店开业
2021年3月	LV 男士、DIOR 女士、宝格丽三大顶奢品牌升级改造同步启动
2021年7月	LV 男士全新形象精品店开业，标志着B座3层奢侈品男士楼层调改全面完成
2021年11月	CELINE 精品店开业，B座奢侈品累计54个品牌焕然升级，三年期调改圆满收官

资料来源：解百集团微信公众号，华安证券研究所

根据杭州解百官网，杭州大厦A、B、C、D座各有不同的目标，发展定位明确。

a) A、B座：打造成为奢侈品中心

一方面在品牌阵容数量上作扩充，另一方面多个品牌由单品类店升级至多品类店。杭州大厦将奢侈品楼层由原来的两层扩容到三层，品牌数量也从40家增长至超过50家，更为值得一提的是，DIOR、GUCCI 升级为全球最新形象店，Lululemon、

PINKO、Denham 都将浙江首店放在杭州大厦。

b) C 座：打造成为现代潮流中心

在潮流中心的打造上，杭州大厦更注重首店的引进，除了现有的 CHAMPION、Chiara Ferragni 等外，还将有 Thom Browne、Heron Preston、GENTLE MONSTER 等 10 余家品牌首进浙江，杭州大厦还将打造潮流的生活方式，与时尚机构联手，创办原创孵化实验室。

c) D 座：打造成为高端品质生活中心

D 座将引入国际奢侈品居家线产品，形成品类集合效应，同时增设洗护等生活配套，提供新的品质生活方式解决方案。

d) 中央商城：打造成为现代城市智能服务和生活体验中心

2018 年，杭州大厦中央商城开业。未来，武林广场地下中央商城将为杭州大厦业态和品类做补充，加入美容美发、运动体验等项目，打造成为现代城市智能服务和生活体验中心。

2) 商品：杭州大厦在品牌的集聚度上持续发力，形成绝对头部阵容

2004 年，杭州大厦为杭州带来了第一家奢侈品 LV；2009 年，杭州大厦变身购物城；2019 年，城中汇聚了 1000 余家品牌，其中超 60 家国际超一线奢侈品，占据了全球 90% 的奢侈品品牌。杭州大厦并未因此而止步，始终坚持新品牌的引入，不断深挖独家和稀缺高热度品牌，以精准的趋势风尚洞察力，引领城市高端风尚，助力时尚升级。

图表 36 杭州大厦部分奢侈品店



资料来源：杭州大厦购物城微信公众号，华安证券研究所

2021 年，杭州大厦持续引进新店近 60 家，其中 28 家是浙江（杭州）区域首店。例如奢侈时装品牌 LANVIN、德国知名腕表品牌 A.Lange&sohne、瑞士名表品牌 Ulysse Nardin、意大利童装品牌 MOSCHINO BABY KID TEEN 等。此外，更囊括了 Maison Margiela、科丽妍等多家全国或浙江独家专柜。

a) 男士精品：九大顶奢升级焕新，跃层扩容。目前，LOUIS VUITTON、DIOR、GUCCI、FENDI、GIVENCHY、BURBERRY、BOTTEGA VENETA、Loro Piana、TOD'S 九大顶奢品牌以男装精品区域升级焕新为主，已经完成跃层扩容。

b) 女士美妆：一线大牌入驻，品类一应俱全。杭州大厦接连引进包括 Maison

Margiela、科丽妍、BR 原液之谜、mtm labo、NIANCE、Miller Harris 在内的 6 家独家国际品牌，以及 HR、科颜氏、兰蔻、阿玛尼等 12 家美妆品牌焕新升级。此外，CHANEL、LAMER、DIOR、La Prairie、法儿曼、HR、娇兰、sisley、CPB、资生堂、mtmlabo、黛珂、雪花秀，13 家一线大牌美妆集结打造的美容坊区域全新亮相。

图表 37 杭州大厦部分入驻奢侈品品牌



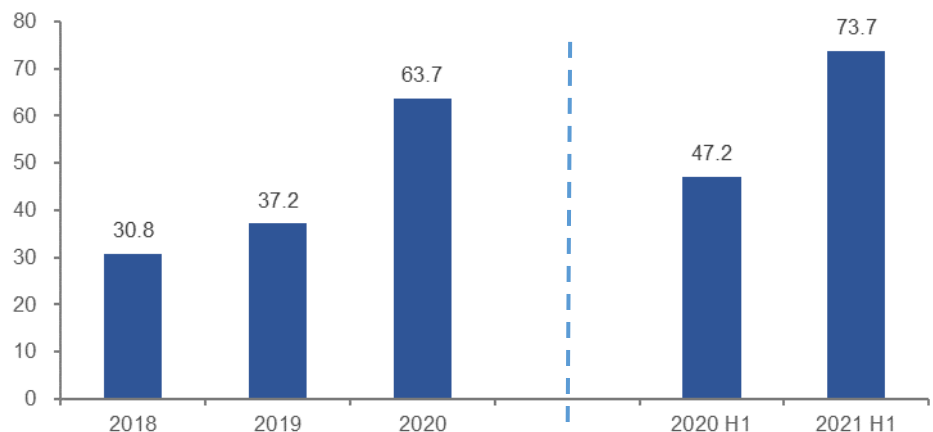
资料来源：杭州大厦购物城微信公众号，华安证券研究所

3) 客群：搭建全新会员体系，从客户服务向会员运营转型

杭州大厦的 VIP 客群数量上持续增长，质量上实现点对点服务，体系上全新更迭。

a) 从会员数量上看，2018~2020 年杭州大厦高净值客户黏性高，数量持续增长。2018~2020 年杭州大厦 VIP 数量分别为 30.8、37.2、63.7 万人。截至 2021H1，杭州大厦 VIP 数量为 73.7 万人。

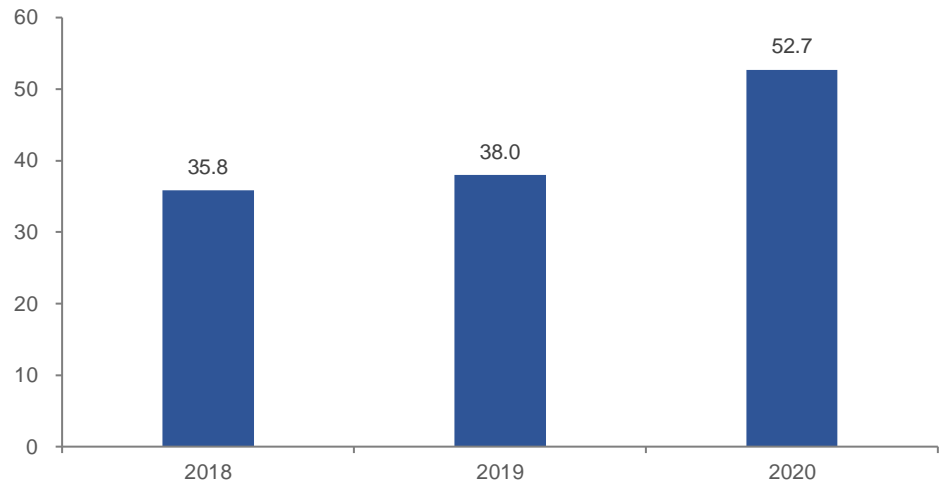
图表 38 杭州大厦 VIP 客户数量 (万人)



资料来源：公司年报，公司半年报，华安证券研究所

b) 从会员质量上看, 杭州大厦会员贡献的销售额不断上升。2010年, 杭州大厦首发贵宾钻卡, 开始布局高端会员精细化管理。杭州大厦原金卡会员享受杭城内免费送货服务/礼宾车接送, 且享受客户经理“一对一”服务。私人定制团队配合客户个性需求, 提供个性商品定制、个人形象顾问、私家衣橱顾问、贴身管家服务、私属课堂定制、私厨上门服务等服务。杭州大厦点对点服务锁定客户, 转化门槛高。与此同时, 优质服务也得到了客户的支持。2018~2020年, 杭州大厦会员销售额分别为35.8、38.0、52.7亿元, 不受疫情影响, 保持持续增长。

图表 39 杭州大厦会员销售额 (亿元)



资料来源: 公司年报, 华安证券研究所

c) 从会员体系上看, 2022年杭州大厦会员体系全新升级。主要分以下三步:

i) 第一步: 焕新会籍。既降低入门级会员门槛, 扩大会员服务的覆盖人群, 又进一步推高顶级会员的天花板, 给予更大的想象空间和更有针对性的服务。以前会员升级由成长值、积分两个维度构成, 升级后, 规则更加简单明了, 消费0.5万元即可成为白钻会员, 5万元为黄钻会员, 30万元为粉钻会员, 100万元为蓝钻会员, 并在蓝钻之上, 首次推出了准入门槛更高的邀约制会员——红钻。针对高消费的蓝钻、粉钻客人, “欣”计划提供一对一会员经理服务、消费专属1.5倍积分、奢品抢先预订、奔驰礼宾车接送、VIP厅茶歇等权益。针对白钻客人, “欣”计划也予以重视, 增设2小时的免费停车。

图表 40 杭州大厦 2022 年全新会员体系“欣”计划

“欣”计划

会籍焕新、隐形引擎、共生长



资料来源：解百集团微信公众号，华安证券研究所

备注：杭州大厦于 2022 年 1 月推出全新会员体系——“欣”计划

ii) 第二步：隐形引擎。杭州大厦新会员体系的引擎就是杭州大厦的会员经理，他们是在“货”和“场”两个要素之外的有力补充，游刃有余地穿梭在各个物理板块之间，及时为客人提供各种所需服务。

iii) 第三步：共生长。以情感联结和城市文化为纽带，打造专属“杭州大厦”的独家记忆。杭州大厦和客人之间是一场双向奔赴，会员体系充则当了其中共生长的“平台”。“欣”计划提出了“欣喜、欣赏、欣慕”三个关键词，与会员们共同成长。

2.3 解百城市奥莱：转型升级在即，扭亏为盈可期

杭州解百城市奥莱（原解百新世纪商厦），坐落于杭州西子湖畔，前身为 1918 年成立的“浙江省国货陈列馆”，目前是 MAG 解百集团旗下的一家零售门店。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。

a) A 座：彰显时尚优雅。定位以女性为主的年轻家庭品质时尚消费，全新打造体验+生活集合；

b) B 座：体现城市生活。定位是多元现代时尚生活，着力构建年轻家庭现代生活剧场、集购物休闲娱乐于一体的当红打卡点。

c) C 座：引领潮流先锋。定位是都市潮流新地标，集结众多先锋前卫品牌。

图表 41 杭州解百城市奥莱各建筑分布及位置交通图



资料来源：百度地图，大众点评，华安证券研究所

备注：位置交通数据来自大众点评

2.3.1 现状：位置优势、品牌优势、协同优势显著

解百城市奥莱在位置、品牌、协同三方面具备显著优势。其地理位置汇聚足量客流，湖滨商圈带来游客经济。解百城市奥莱交通方便、配套齐全，从家庭生活用品到提升生活品质的电子产品再到潮牌、奢侈品，通过商品布局解决家庭消费一站式需求。新零售体验店不断涌现，或协同杭州大厦，释放增长潜力。

1) 位置优势凸显

解百城市奥莱位于杭州西湖畔，坐落于湖滨商圈核心位置，位置优势凸显。解百城市奥莱利用湖滨商圈得天独厚的地理位置，结合实体零售的互动性和体验性，瞄准新年轻家庭，打造“新年轻家庭生活服务综合体”。湖滨商圈在 2.2.1 中杭州主要商圈活力指数中排名第二，仅次于武林商圈。相对于远郊奥莱，城市奥莱的最大优势就是地理位置，不出城就能实现高性价比的消费。就交通而言，解百城市奥莱靠近定安路地铁站、龙翔路地铁站，交通便利。

2) 品牌优势突出

解百城市奥莱荟萃 400 余个品牌，云集新零售首店，是新零售、新科技、新生活品牌的聚集地。在解百城市奥莱，宝姿、玛丝菲尔、TOMMY、周大福、爱步、耐克、阿迪达斯等品牌汇聚于此。阿里巴巴旗下新零售盒马鲜生、松下生活空间旗舰店全国首店、优衣库城市旗舰店、银乐迪、杭州酒家等配套项目落地于此。解百城市奥莱通过精品购物、生活美学、新零售超市、家庭亲子、特色餐饮等业态组合，为城市年轻家庭提供优价、优品。

图表 42 杭州解百城市奥莱楼层业态分布



资料来源：杭州解百订阅号，华安证券研究所

备注：楼层业态分布信息的发布日期为 2020 年 6 月 11 日

3) 协同优势可期

解百城市奥莱布局的新零售体验店或成为协同杭州大厦的重要优势。从盒马鲜生到网易严选，再到寺库名品折扣店，新零售体验店正在影响顾客的消费方式。Z 世代用户在追求高品质高性价比的同时，注重消费体验。他们对消费体验的注重，重新定义消费者对品牌忠诚度影响因素。

图表 43 杭州解百城市奥莱部分新零售店



资料来源：联商网，赢商网，松下电气官网，华安证券研究所

2.3.2 变革：加速转型，奋力起航

向过去看，百年解百加速转型。从解百商业分公司设立，到 A、C、B 座转型亮相，再到周年店庆顺利举办，百年解百逐时代之浪前行。朝未来看，百年解百奋力起航。解百城市奥莱未来发展或协同杭州大厦，实现主业协同、竞合共生。

图表 44 百年解百转型“城市中心奥莱”发展历程



资料来源：公司官网，人民日报全国党媒信息公共平台，华安证券研究所

备注：80年代和90年代两张照片来自人民日报全国党媒信息公共平台；根据官网，2020年店庆LOGO设计理念为体现MAG解百的102周年庆和城市奥莱的1周年庆，将“102”和“1”两数字相结合

1) 2018：城市奥莱，正式启航。2018年上半年，公司将工作重点放在对解百购物广场的改革上，并于6月初筹建解百商业分公司。解百转型升级，打造以年轻家庭为主力客群、以会员制为运营模式、以新城市生活为特色的奥特莱斯。在城市“黄金地段”打造奥特莱斯，属于较为少见的操作。2018年12月15日，解百蜕变成“解百城市奥莱”，A座和C座率先转型。A座定位以女性为主的年轻家庭品质时尚消费。B1是名品女鞋折扣店；2-3F女装区有宝姿、吉芬、玛丝菲尔等时尚名品店，也有黑铺、NO JEAN等个性化潮流品牌；4F童装童玩区，集合各种母婴用品；5-6F则是囊括了家居、家电、男装的家庭生活区，满足家庭生活需求。C座的champion、EVISU、i.T、D-mop、GATEONE、MO&Co、DAZZLE将打造成为潮牌爱好者的集合地。2018年，公司实现归母净利润1.49亿元，同比下降17.30%。下降的原因主要是商业分公司在报告期内商场改造涉及以前年度装修摊余价值进行提前报废产生损失3787.24万元，以及解百兰溪公司闭店清算产生损失（含当年度经营亏损）3005.39万元。

2) 2019: 联手头部, 全面开业。为了做好体验业态, 解百城市奥莱对商场内部环境做了颠覆性改造。B 座通过回形动线打造使人流环通, 动线调整后, 顾客从任意入口进入都会直接到达商场, 实现引流, 打造更具通透性的购物环境。2019 年 10 月 18 日, 解百城市奥莱 B 座正式开业。作为湖滨商圈唯一的奥莱商业业态, 与周边商业体形成了一定差异化。为了紧紧抓住年轻家庭消费者, 解百城市奥莱引入大量名品店, 如满足年轻人品质生活需求的寺库; 满足家居电子产品需求的松下体验店, 而 jnby kids、蓬马、MINI PEACE、HAZZYS、MITTI、泰兰尼斯、爱慕儿童、天才麦丘则成为了年轻妈妈的最佳选择。

3) 2020: 周年店庆, 焕然一新。2020 年 4 月, 解百城市奥莱的“线上商城”小程序正式上线。2020 年 10 月 15 日至 10 月 17 日连续三天店庆期间, 会员全场累计消费满 2000 元, 就有一次抽奖机会, 最大奖项为带杭州车牌的英菲尼迪(一年使用权)。商场在产品上给到了最大限度的折扣。全馆服饰低至 2 折, 两件折上 8 折, 会员还能再享折后 9 折, 同时联动星巴克、星伦多、新白鹿等配套项目推出“解百会员抢 5 折优惠券”等活动。店庆三天, 城市奥莱名表、女装、内衣品类销售同比分别增长 39%、6%、22.3%; 会员纳新 3301 名, 同比上年增长 30%; 会员销售占比 70.9%, 同比上年增长 21.5%。

4) 2021~2025: 竞合共生, 扭亏为盈。2021 年 2 月 11 日~17 日, 解百城市奥莱主营销销售同比上年春节期间增长 770%。解百城市奥莱 C 座因靠近西湖景区, 客流增加更为明显。**a) 从短期看, 解百城市奥莱需要稳定资源、推进转型。**近几年, 全国范围内高端奢侈品销售持续上升, 但是定位相对中端的一些百货店, 其生存空间将进一步压缩。根据 2021 年半年报, 解百商业分公司 2021 年经营目标为稳定经营、尽快找到调整方向。一方面强化管理挖潜, 确保平稳过渡; 另一方面集合集团内一切资源和力量, 推进转型规划。**b) 从长期看, 解百城市奥莱未来发展方向或协同杭州大厦, 实现竞合共生。**随着市场竞争加剧和多元化, 实体百货传统业务需要引入新零售体验店, 提高竞争力。《关于公司五年发展规划纲要公告》明确解百商业分公司五年发展规划为“竞合共生, 业态转型, 扭亏为盈”。杭州大厦靠单店应对竞争难度会越来越高, 而解百城市奥莱重点布局的新零售体验店(详见 2.3.1 部分), 或协同杭州大厦, 释放发展潜能。

3 多元赋能综合发展，助力品质生活服务

公司发展战略更新蝶变、与时俱进，目前以“零售+服务生态圈”为路径。2013年，公司提出：探索电子商务，实现网络与实体的对接。2015年，公司提出：基本完成大服务产业战略方向的设定，即以零售服务业为基点，利用集团核心的企业形象资源和客户资源，向健康医疗、体育、文化传媒、教育等产业拓展，通过这些产业项目的发展，未来反哺于零售主业，两者相辅相成、共同成长，成为集团的新支撑点。2016年，公司提出：积极向战略管控型公司转变，在确保主业稳固的基础上，积极尝试培育体育、健康医疗等新兴业务。2017~2020年，公司基于大服务产业方向，定位为“以零售为核心，成为满足客户多元需求的优质生活服务集成商”，以“零售+服务生态圈”为路径、以“战略管控、资源协调、资本运作”为手段，实现稳健发展。

因此，除深耕零售主业外，投资是公司未来五年要做的另一重点。公司“投资”有特定方向，即围绕赋能零售主业。公司关注的赛道和标的，必须符合三个特点：看得明白；可以与主业资源协同；可以真正实现价值发现或价值创造。对于主业而言，投资是增量，是主业做强的加速器，两者相辅相成。

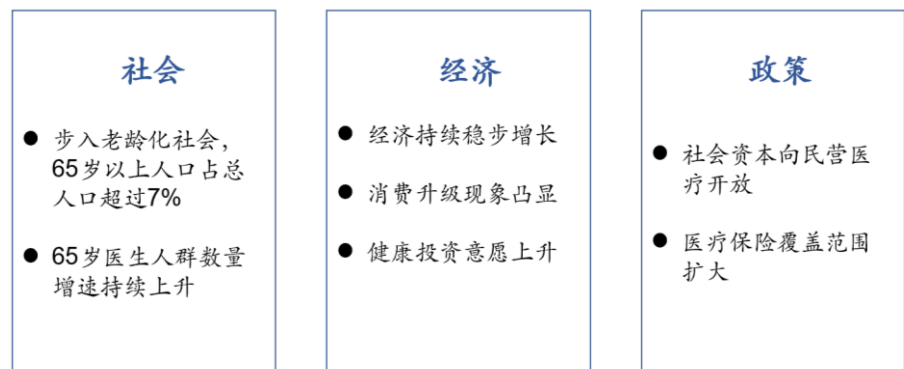
公司跨界健康医疗、体育、奢侈品代管等产业，在探索“零售+”的实践中不断拓展延伸。未来商业一定会与服务更紧密地结合，打造生活消费服务必定是零售未来的发展方向。通过重塑零售架构，公司将打造零售服务生态圈，成为满足现代消费生活服务需求的运营商，为消费者创造美好生活。

3.1 全程医疗：医疗保障，守护健康

3.1.1 行业：“来商场看医生”，构想化为现实

医疗综合体（Medical Mall）模式最早起源于美国，随着美国经济的发展，各大购物中心面临竞争日趋激烈、消费增长乏力、电商冲击严重等问题，经营出现困难，开始寻求现有空间的新用途。恰逢美国社会的医疗保健需求在不断增加，提倡以患者为中心的医疗服务，这也间接助推了医疗综合体的成长，医疗综合体模式就此诞生。

图表 45 Medical Mall 兴起的关键要素

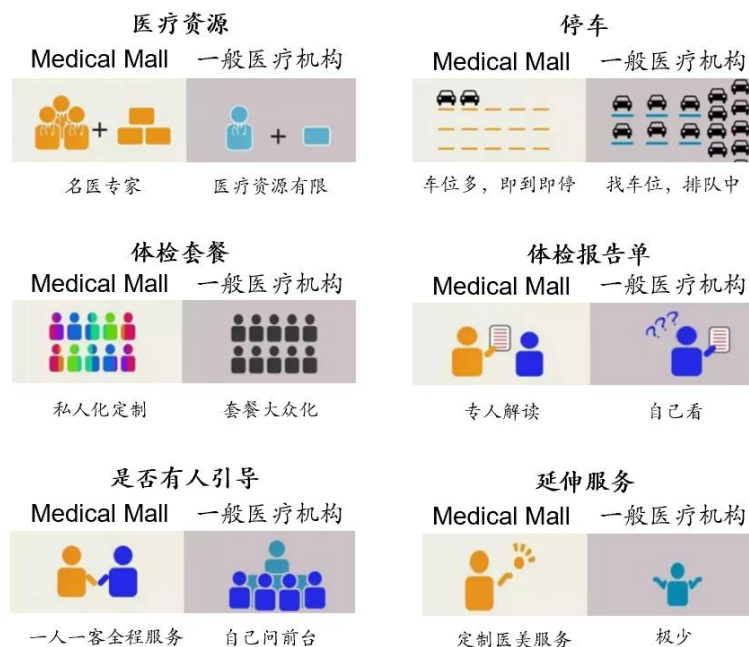


资料来源：RET 睿意德，华安证券研究所

1) 定义：根据 RET 睿意德有关定义，Medical Mall 指医疗保健和零售混合使用的物业。根据学术杂志 BMC Health Services Research 的进一步定义，医疗型购物中心指至少有 5 家医疗健康租户的封闭式购物中心。Medical Mall 起源于美国。人口老龄化使得当时美国人对医疗需求增多，而医疗资源不足。因此，当时出现了一批由医生集团组织投资的门诊医疗，并将门诊场所置于商场中。门诊所需面积较小，租用商场空间可控制成本。从布局来看，美国的 Medical Mall 大都位于近郊，且离大医院较近，起到补充医院服务的作用。总体来看，Medical Mall 的兴起离不开一个国家的人口年龄结构激发的医疗需求、经济发展状况赋予的医疗消费力、以及政策引导下健康医疗产业的市场化发展。

2) 区别：Medical Mall 与一般医疗机构有显著差异。Medical Mall 在选址上关注“患者的流量”，一般都会选择在交通发达的商圈，确保医疗服务的可及性。通过“商业+医疗”结合，一扫传统医院给人压抑的感觉，消费者可以先逛商场，再到楼上进行医疗服务，减少焦虑和恐惧感。

图表 46 Medical Mall 与一般医疗机构区别



资料来源：华高莱斯，华安证券研究所

3) 特点：Medical Mall 主要有以下四大特点。

a) 在经营管理上，Medical Mall 分为两种，一种是小型医疗集市，业态为零售加医疗，各类专科诊所在商场内集中开设，类似于各种商业店铺，实现医疗业务互补；另一种是医疗综合体，业态为纯医疗，在综合体内实现科室完备的综合型医院。

b) 在客群定位上，Medical Mall 大多提供世界领先的医疗健康服务，面向高端消费客群，大多采用自费或商业医疗保险的消费形式。

c) 在业态选择上，入驻 Medical Mall 的医疗机构多选择消费属性较重、非急性专科的医疗领域，如口腔、整形美容、耳鼻喉科等，它们在外科上皆为二级以下的日间手术，而非危重症的大型手术。

d) 在项目选址上，Medical Mall 需考虑医疗和商业、办公的结合，因此多选取交通方便商业地段，靠近 CBD 或商圈，以辐射广泛消费客群。

4) 挑战：健康医疗业态盈利性不确定，导致国内 Medical Mall 发展受到限制。

虽然进驻国内购物中心的健康医疗品牌，多属客单价较高的民营医疗机构，然而其盈利能力和承租能力却没有想象中的高。一般来说，医学美容、高端综合门诊属于承租能力较强的类别；而运动健康、体检中心、小型专科门诊等均属承租能力较弱的类别。由于这些因素，国内有些购物中心内的健康医疗业态，成为了消化高区面积的填充业态，盈利状况不甚理想。收取盈利扣点是购物中心从健康医疗业态获利的理想方式，然而在国内购物中心的运营模式中极难实现，因此 Medical Mall 在国内，目前有一定的盈利困局。

3.1.2 项目：零售+医疗，协同主业

2017 年，全程医疗正式开业，由解百集团、迪安诊断、百大集团三大上市公司合资成立。截至目前，公司持股 45%，迪安诊断持股 43%，百大集团持股 12%。全程医疗与国内知名三甲医院——浙江大学附属邵逸夫医院达成战略合作，向客人群提供覆盖整个生命周期的全过程健康管理和医疗服务。

全程医疗打造国内首个 Medical Mall，主要集中在杭州大厦 501 广场 9~22 层。杭州大厦 501 城市广场是杭州大厦首个全面经营管理运作的对外拓展商业项目，是杭州大厦武林商圈之外的 1 号作品，也是杭州大厦、百大集团、绿城集团首个强联合的大手笔之作。主要目标群体为 20~45 岁的具有一定消费能力的白领精英和城市新贵。杭州大厦 501 城市广场和 Medical Mall，两者业态以“更深度、更新鲜”的方式融合。两种业态不是简单叠加关系，而是实现 1+1>2 的目标。

a) 杭州大厦 501 城市广场 9~16 层：精选行业内知名外科、儿科、口腔科、眼科等专科诊所。

b) 杭州大厦 501 城市广场 17~22 层：拥有邵逸夫国际医疗中心、健康促进中心、国际门诊中心、整形美容中心、会员中心，提供体检、美容、星级客房康养服务。

图表 47 全程医疗位置交通图



资料来源：百度地图，大众点评，华安证券研究所

备注：位置交通数据来自大众点评

1) 从发展进程看，全程医疗稳步前进。作为中国首例开放医技共享的医疗中心，全程医疗受到各方高度关注。据天眼查信息，2017年8月，全程医疗完成天使轮融资，投资方为迪安诊断。2018年1月，全程医疗完成A轮融资，投资方为百大集团、迪安诊断。

a) 2017：开业顺利，客源充沛。2017年全程医疗正式试营业。根据公司年报，截至2017年末，Medical Mall已实现100%招租，体检预约客源饱满、稳定。

b) 2018：零售+医疗，战略落地。根据公司年报，2018年公司零售+“战略落地。联营企业全程医疗推出了健康会员卡，启动了Medical Mall二期；501城市广场内开辟了专门场地对接医疗服务，初步迈出了“零售+医疗”的步伐。

c) 2019：优化体系，提升体验。根据公司年报，2019年全程医疗不断探索优化商业模式，进一步打造付费会员运营体系，逐步实现健康管理闭环。根据公司官网，2019年全程医疗的客流量为4.5万人次。

d) 2020：快速复苏，客流增长。根据公司年报，截至2020年末，公司涉足的医疗健康领域投资项目尚处于投入和培育阶段，短期内无法为公司业绩带来贡献，存在投资项目处于培育期的风险。根据公司官网，2020年虽受疫情影响，客流仍高达7.5万人次。在新兴板块方面，2020年全程医疗复工后各项业务快速复苏，在营业天数减少的情况下，全年减亏1000多万元，客流同比增长20%。

e) 2021：招商顺利，业绩拓展。截至2021H1末，全程医疗就诊人次同比增长36%。根据公司官网，截至2021年8月，Medical Mall一期的两家医疗机构先后完成扩店。Medical Mall二期招商出租率达到100%，形成“小综合、大专科”的良好医疗服务氛围。

2) 从经营模式看，全程医疗采用“3+1+X”模式。相比于其他商业综合体内的医疗机构，全程医疗不是单纯地租赁场地，而是可以为进驻的机构提供医技支撑，有效地节约进驻机构成本，缩短培育期，这也是全程医疗打造Medical Mall的初衷。“3”指全程医疗由新解百集团、迪安诊断、百大集团三大上市公司合资设立；“1”指全程医疗由浙江大学医学院附属邵逸夫医院提供技术支撑并参与管理；“X”则是指Medical Mall中引进的多家专科连锁品牌医疗机构，形成了业务差异、优势互补的专科集群。

图表 48 全程医疗“3+1+X”模式



资料来源：公司官网，华安证券研究所

备注：根据公司官网信息整理

3) 从特色项目看，全程医疗汇聚优质医疗特色项目。“深度健康体检”服务突破一般“体检套餐”的传统模式，依据每一位客人的年龄、性别、生活方式等制定个性化“一客一案”体检方案。“定制医疗美容”服务集结由中国整形领域主任医师虞渝生领衔的邵逸夫医院整形外科主任医师团队，精选美国、以色列等国际顶尖医疗美容仪器设备，制定专属美学及抗衰老方案，并进行长期系统的颜值及年轻化管理。“名医专家门诊”服务由邵逸夫医院百余位主任医师组成强大医疗团队，全力打造包括普外科、心内科、头颈外科、骨科等 40 个热门科室，在更为私密的诊疗环境中，提供长达 30 分钟的深度诊疗服务。“多元共享医疗”服务精选国内前沿专科诊所，涵盖各类热门学科。

图表 49 全程医疗特色项目



深度健康体检

精选国际前沿的高精度检查设备，组建由邵逸夫医院全科医生领衔的资深健康管理团队，突破一般“体检套餐”的传统模式，依据每一位客人的年龄、性别、生活方式等制定个性化“一客一案”体检方案。



定制医疗美容

集结由中国整形领域第二代元老、主任医师、硕士生导师虞渝生领衔的邵逸夫医院整形外科主任医师团队，精选美国、以色列等国际顶尖医疗美容仪器设备，制定专属美学及抗衰老方案，并进行长期系统的颜值及年轻化管理。



名医专家门诊

由邵逸夫医院百余位主任医师组成强大医疗团队，全力打造包括普外科、心内科、头颈外科、骨科等40个热门科室，在更为私密的诊疗环境中，提供长达30分钟的深度诊疗服务。并在客户需要时，预约国际各领域专家名医，进行远程会诊。



多元共享医疗

全程医疗倾力打造国内首个 Medical Mall，精选国内前沿专科诊所，涵盖儿科、妇科、眼科、口腔科、中医等热门学科，一站式解决医疗需求。

资料来源：全程医疗官网，华安证券研究所

备注：根据全程医疗官网“特色项目”栏目整理

4) 从入驻机构看，全程医疗涵盖儿科、妇科、眼科、口腔科、中医等多门学科，形成业务差异、优势互补专科集群。在儿科方面，已入驻道特林诊所、唯儿诺儿科；在妇科方面，已入驻 One Medical 元一、艾丁优生助孕；在眼科方面，已入驻安幼眼科诊所、太学眼科、仁树言耳鼻喉科；在口腔科方面，已入驻三叶儿童口腔、艾维口腔西子国际门诊部；在中医方面，已入驻三贝中医；在肿瘤门诊方面，入驻爱倍生门诊部；在慢性病方面，已入驻杭州禾瑜诊所、杏康医疗；在外科方面，已入驻张强医生集团杭州思俊外科诊所。

图表 50 全程医疗入驻机构

儿科	 道特林特诊所	 唯儿诺儿科	
妇科	 One Medical 元一	 艾丁优生助孕	
眼科	 安幼眼科诊所	 大学眼科	 仁树言耳鼻喉科
口腔科	 杭州口腔医院聘东院区 三叶儿童口腔	 艾维口腔西子国际门诊部	
中医	 三贝中医		
肿瘤门诊	 爱倍生门诊部		
慢性病	 杭州禾瑜诊所	 杏康医疗	
外科	 张强医生集团杭州思俊外科诊所		
运动康复	 普利复健诊所		
诊断	 迪安诊断		
美容	 颜术医疗美容		

资料来源：全程医疗官网，华安证券研究所

备注：根据全程医疗官网“入驻机构”栏目整理

3.2 悦胜体育：“体育+零售”，增长新动能

3.2.1 行业：运动与商业结合，跨界融合大势所趋

运动与商业的结合是大势所趋。商场主力店建设需要考虑诸多因素。首先，要根据地址和规模选择合适的业态。比如在副中心选择新兴业态；在核心商圈选择租金比较高的业态；在郊区选择聚集人气的业态。其次，关于主力店和次主力店的确定，国际上购物中心理论阐明“四大功能”——第一个功能是购物；第二个功能是休闲；第三个功能是运动；第四个功能是是交际。

图表 51 国际主力店发展趋势

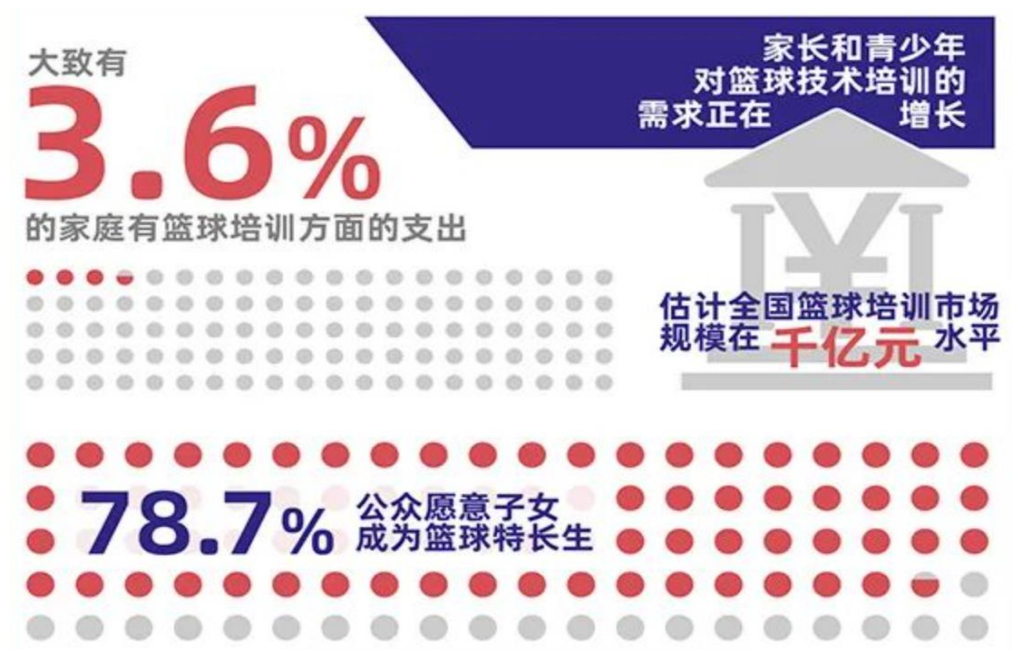


资料来源：《万达走过的“坑”，请绕行》，华安证券研究所

1) 背景：冬奥会带动冰雪运动热潮，商场或借势发力零售、体验业态与营销活动。自 2014 年启动的“大众冰雪季”已成为冰雪运动普及推广的年度盛会，规模从第一届时的 10 个省区市参与，发展到 31 个省区市联动，参与人数也从千万量级上升到了 2020-2021 雪季的近 1 亿人次，大众冰雪活动近 1200 场。商场可以借冬奥会热度与全民健康意识不断提高的趋势，延展更多运动体验业态或以运动为主的新兴娱乐体验业态，为消费者打造更舒适、专业的运动空间与服务。

2) 趋势：中国家长和青少年对于篮球培训的需求正在增长。随着我国经济增长方式的改变，体育类消费已经成为拉动国民经济增长的新的引擎。篮球运动拥有广泛的群众基础，篮球培训在国内增长可期。根据中国篮协《中国篮球运动发展报告》，约有 3.6% 的家庭有篮球培训方面的支出，预计全国篮球培训市场规模在千亿元水平。78.7% 公众愿意子女成为篮球特长生。

图表 52 中国篮球运动发展现状及前景



资料来源：中国篮协《中国篮球运动发展报告》，华安证券研究所

3) 方式：体育与商业结合主要有两种方式。

a) 内部结合：足够大的商场在室内或者屋顶打造运动体验空间，将空中跑道、或者足球、篮球、游泳等运动项目集合起来。

b) 外部结合：借助商场外部条件，利用配套项目将商业与运动完美衔接。毫无疑问，国内诸多运动主题购物中心正是在此基础上诞生的。

4) 逻辑：体育与商业结合，有效延伸消费链。

a) 运动本身可以与购物中心形成互动效益，二者互取所需。在全民健身、消费升级的时代，运动并不是单一、低频的消费行为，反而由运动引发出更多的购物、餐饮、娱乐需求。体育运动业态通过强体验、差异化的主题形式能够为购物中心吸纳更多的人群，也为购物中心商业价值的延展提供了条件。而购物中心如果能够把握住这些人群的衍生需求，通过做好跨界融合、配套业态、增值服务等方面，均可项目带来更多盈利的空间。

b) 以运动为切入口，不同模块结合拉长运动之外的消费需求链条。体育用品专卖超市能够全方位满足运动所产生的零售需求；影院则可以便利地满足运动后的放松娱乐需求；超市以及儿童娱乐成长中心可以让运动升级为家庭消费活动；咖啡厅、休闲餐饮配套以及与科技相结合的互动娱乐设施则能够互为搭配进一步丰富业态组合。若想真正让运动业态带动整个购物中心的发展，关键在于把散落的消费者个人行为汇集在购物中心这个大服务平台上，拉长运动之外的消费需求链条。

3.2.2 项目：符合大健康趋势，目前处于投入培育期

悦胜体育成立于 2009 年，是解百集团的控股子公司，公司持股 69.5%。悦胜体育紧紧围绕“体育+零售”的战略发展目标，致力于运动培训、体育赛事开发、体育活动策划等业务。

图表 53 悦胜体育位置交通图



资料来源：百度地图，大众点评，华安证券研究所

1) 从发展历程看，悦胜体育积极配合公司“体育+零售”战略，努力实现主业共振。公司在确保主业稳固的基础上，积极涉足体育等新兴业务，为后续发展打下基础。

a) 2016：增资变更。根据 2016 年年报，公司于 2016 年 3 月与杭州市安保服务集团有限公司共同以现金方式合计出资人民币 999.99 万元（其中本公司出资 929.21 万元）向悦胜体育公司增资，认购悦胜体育公司新增的 504.29 万元注册资本。增资后，悦胜体育公司注册资本由原来的 170 万变更为 674.29 万元。本公司出资额为人民币 468.59 万元，占变更后悦胜体育公司注册资本的 69.49%。

b) 2017：侧重培训。体育板块还在初创期，主要侧重新员工入职培训、业务知识和专业技能培训、业务流程培训等。公司通过全面预算、绩效考核等管控方式，在确保主业稳固的基础上，积极涉足体育、健康医疗、教育培训等新兴业务。

c) 2018：承办大赛。悦胜体育圆满完成世游赛市场开发的重要工作任务。公司围绕“一主业、一平台、一延伸”的战略思路，以零售产业为基石，以产融结合为抓手，延伸运动、健康医疗、教育及金融等产业，逐步构筑五大业务中心：零售中心、体育中心、健康中心、教育中心及资本运作中心。

d) 2019：发挥热度。悦胜体育充分发挥世游赛的热度，接洽引进小运动家、

儿童运动俱乐部项目，提高品牌影响力。公司涉足的体育领域，投资项目尚处于投入和培育阶段，短期内无法为公司业绩带来贡献，存在投资项目处于培育期的风险。

e) 2020: 国际视野。悦胜体育新创立 REASON 国际篮球学院，主打青少年篮球教育培训。品牌初始旨在面向 3~18 岁的青少年提供专业、多元、国际化的体育教育、传递最科学的运动理念，让孩子们在健康安全的课堂氛围中养成良好的运动习惯并结交朋友、共同提高篮球水平、并感受运动带来的快乐。

图表 54 悦胜体育国际篮球学院



资料来源：悦胜体育官网，华安证券研究所

f) 2021: 牵手教育。悦胜体育与新东方牵手。悦胜体育成为杭州新东方体育类素质教育的唯一合作伙伴，悦胜体育将协同新东方，共同打造杭城体育教育板块。合作之后，悦胜体育将与新东方共同推出面向 3~15 岁儿童的青少儿体适能课程，课程种类涵盖篮球培训、互动体能课、亲子体能课、趣味体能课、户外运动、中考体育等多项课程。因此，悦胜体育不仅能够扩大培训规模，还将横向拓宽体育培训范围，由篮球教学，进一步拓展延伸至多项青少儿体适能课程。

2) 从业务合作看，悦胜体育持续深化“悦体育”、“悦动力”、“悦成长”合作。

a) “悦体育”板块分为赛事策划、高端定制。活动包括环千岛湖国际公路自行车赛、红色骑士滑步车嘉年华等。

b) “悦动力”板块分为市场公关、特色团建、拓展培训。活动包括新解百百年庆典、商旅铁军毅路同行、拓展培训“狼系列”、拓展培训“鹰系列”等

c) “悦成长”板块包括夏令营。活动包括树屋设计师、制作树屋沙盘等。

图表 55 悦胜体育业务合作

悦胜体育	悦体育	赛事策划		2018 “百年解百杯” 第十二届环千岛湖 国际公路自行车赛		2018 红色骑士滑步车 嘉年华活动
		高端定制	定制团建 桐洲岛		定制团建 棒球机密	
	悦动力	市场公关		2018 新解百集团 百年庆典		2019 商旅铁军毅路同行
		特色团建	特色团建 深林王国		特色团建 红色骑士	
		拓展培训		拓展培训 狼系列		拓展培训 鹰系列
	悦成长	夏令营	树屋设计师		制作树屋沙盘	

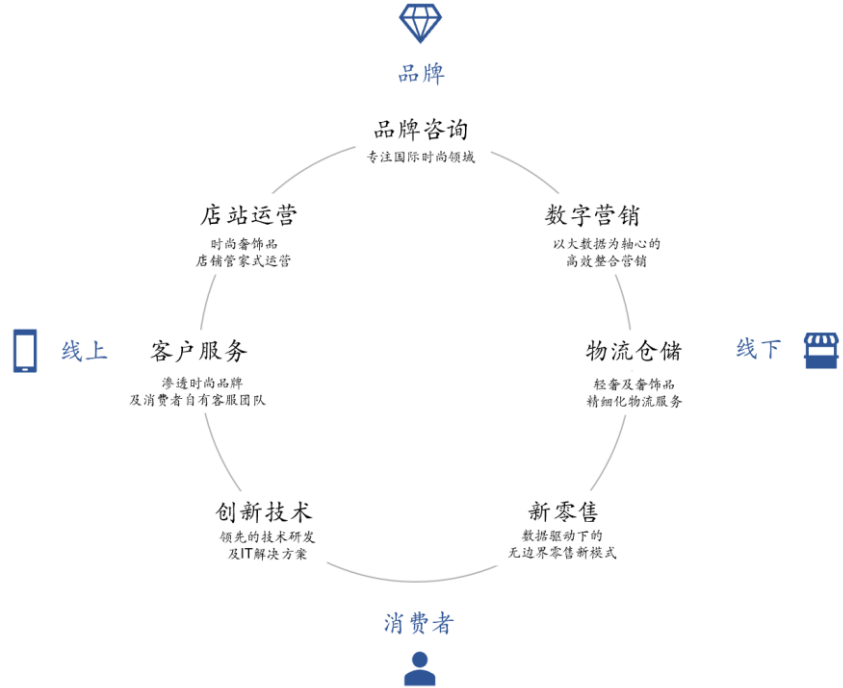
资料来源：悦胜体育官网，华安证券研究所

备注：根据悦胜体育官网“业务合作”板块整理

3.3 百秋网络：线上代运营，全域全渠道

百秋网络是专注国际时尚领域的全域服务商，公司持股 5%。百秋网络的愿景由“一站式代运营服务商”，到“国际领先的全域服务商”，再到 2020 年进一步升级为“未来·零售·新中间”，不同表述，不变的是恒定的定位，即“做好中间商”。百秋网络作为服务于品牌和消费者的新中间商，将会为品牌持续降低交易成本。

图表 56 百秋网络全域服务体系



资料来源：百秋网络官网，华安证券研究所

1) 就发展历程看，百秋网络持续为国际时尚品牌提供整合线上线下的全链路服务。

a) 2011：扬帆起航。三位创始人创立百秋网络，致力于提供一站式电商运营服务与法国品牌 ELLE 合作运营 ELLE 箱包中国电商业务，百秋电商运营扬帆起航。

b) 2012：箱包领先。自研发 ERP 投入使用，全面覆盖电商 OMS、WMS、BI 多模块。与法国著名高端鞋履品牌 achette 建立合作，奠定百秋网络品质鞋履运营的基础双十一 ELLE 箱包类目第一，确立百秋网络箱包行业领军位置。

c) 2013：仓库升级。升级 5000 平方米标准化仓库，百秋物流初试锋芒，始为客户提供专业物流服务。与全球最大休闲鞋品牌 Clarks 合作，奠定百秋网络鞋履行业的领军位。

d) 2014：品牌转型。百秋影像工作室正式开拍，从渠道运营向品牌运营转型。自研发 CRM 正式上线。双十一当天业绩突破一个亿，助力合作品牌再攀高峰。

e) 2015：物流落户。百秋物流落户，1.5 万平方米标准仓高效运作，全方位服务轻奢、奢侈品。“百秋合伙人计划”公布。

f) 2016：合作推动。与 Sandro、Maje、Pandora 多个大牌合作，奠定百秋时尚行业的电商运营领先地位。

g) 2017：正式发力。百秋网络正式发布五年愿景“国际领先的全域服务商”。

百秋物流中心 3 万平方米高标仓启用。全渠道、全链路的新零售正式发力，全面启动。

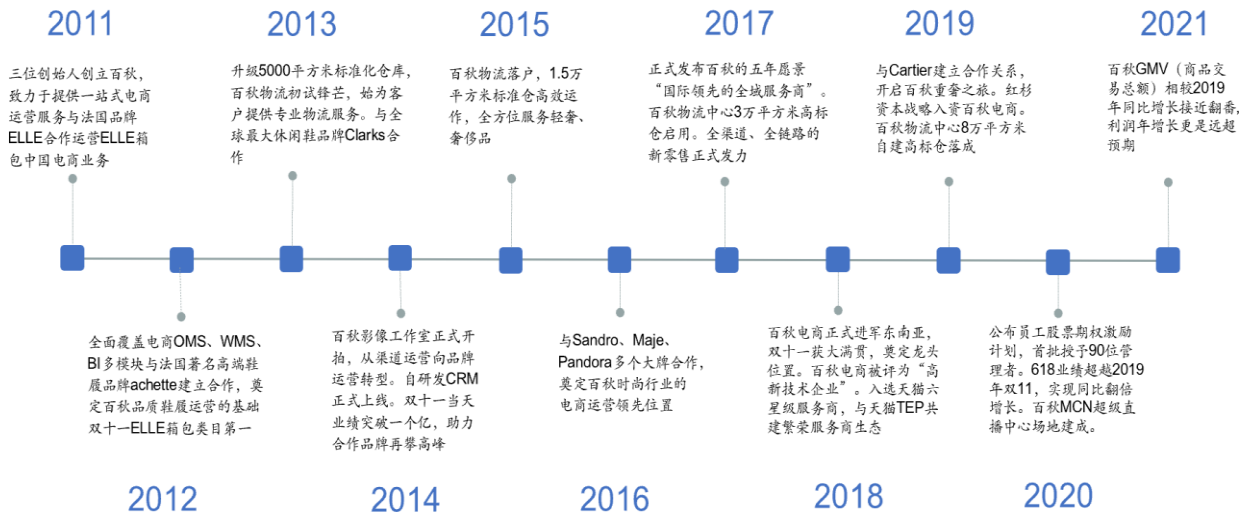
h) 2018: 进军海外。百秋电商正式进军东南亚，双十一获大满贯，奠定龙头位置。百秋电商被评为“高新技术企业”。入选天猫六星级服务商，与天猫 TEP 共建繁荣服务商生态。

i) 2019: 战投入股。与 Cartier 建立合作关系，开启百秋重奢之旅。歌力思拟向红杉时尚科技产业股权投资基金、杭州解百等五个战略投资人合计转让所持百秋网络 28.69% 股权，合计股权转让价款约 3.44 亿元。

j) 2020: 股权激励。公布员工股票期权激励计划，首批授予 90 位管理者。百秋网络 618 业绩超越 2019 年双 11，实现同比翻倍增长。百秋网络 MCN 超级直播中心场地建成。

k) 2021: 高增显著。公司从 2019 年完成投资后，百秋网络 GMV (商品交易总额) 同比增长接近翻倍，利润年增长更是远超预期。

图表 57 百秋网络发展历程



资料来源：百秋网络官网，华安证券研究所

2) 就竞争优势看，百秋网络具备奢侈品代营的诸多优势。百秋网络提供线上、线下全链路渠道，自建高标仓、防尘仓、恒温恒湿仓，并拥有视觉影像工作室。

a) 提供线上、线下全链路渠道。百秋网络的业务范围从中国最大的线上购物平台天猫、京东与唯品会，到品牌官方商城，以及社交移动商城，新零售智慧门店等全渠道的构建和服务。

b) 自建高标奢侈品储藏仓库。百秋网络在国际时尚商业领域精耕细作，自建 12 万平方米高标仓，除了普通仓之外，还专门为奢侈品准备了 5 万平方米的防尘仓和 2 万平方米恒温恒湿仓。

c) 拥有视觉影像工作室。百秋网络拥有 3000+ 平方米的百秋视觉影像工作室，配备国际顶级设备和专业团队，提供专业 4A 级定制服务，包括策划、摄影、摄像、后期制作等全套视觉服务和输出。

图表 58 百秋网络主要优势



资料来源：百秋网络官网，华安证券研究所

3) 就品牌合作上，百秋网络与 70 多个国际时尚品牌建立长期合作关系，打造全链路服务。通过货品、会员、利益分配三方打通，百秋网络提供全渠道解决方案、全域&全渠道品牌会员运营服务，以及整合营销服务。

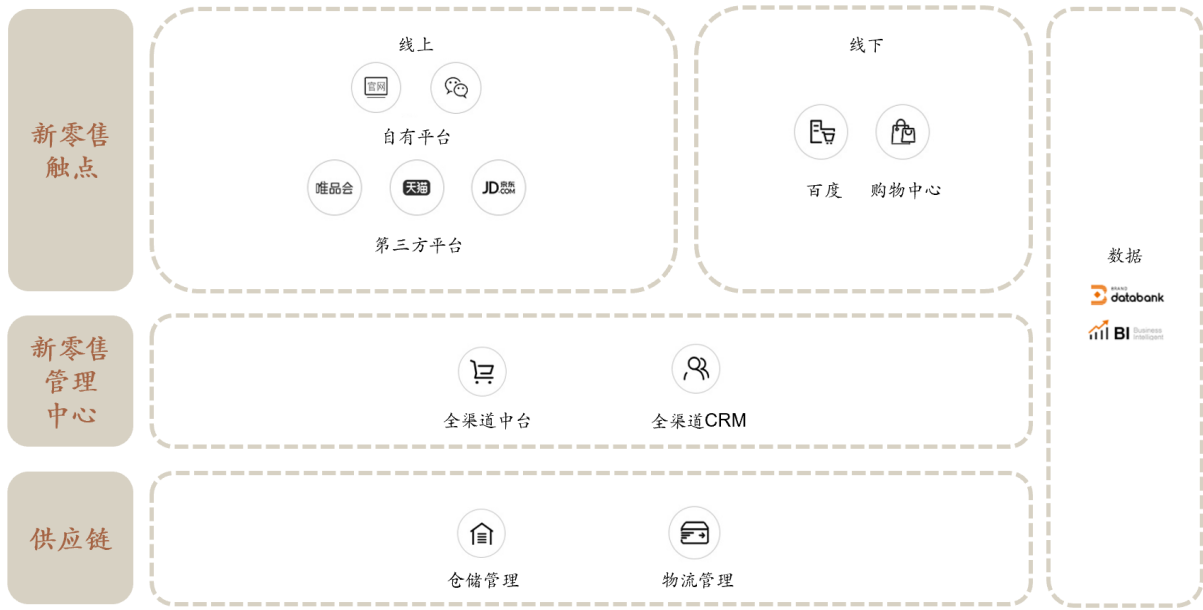
图表 59 百秋网络合作品牌

女装	男装	鞋履	箱包	腕表眼镜	珠宝	内衣	运动户外
PINKO	BOSS RUGO BOSS	Clarks	TUMI	TISSOT	PANDORA	Triumph 三角牌	Onitsuka Gigawatt
Maison Margiela PARIS	DIESEL	Looney Ricks Gibbs	MCM	MONDRIAN COMPANY MONDRIAN	Cartier	OYSHO	NEW BALANCE
Theory	MOOSE KNUCKLES	JIMMY CHOO	BALLY	MONT BLANC	TOUS FINE JEWELRY SINCE 1910	Her own words	AIGLE DEPUIS 1853
THE KOOPLES PARIS	SUITSUPPLY	STUART WEITZMAN	Mulberry	JACQUES LE COLOUPE PARIS	Chopard	PUMA	
maje	VERSACE	Heavenly Haven	MARNI	Ray-Ban	PIAGET		
sandro PARIS	initial THE ESSENTIAL EXPERIENCE	Roger Vivier	MICHAEL KORS	PANERAI	Van Cleef & Arpels		
KIENZO	ami officially authorized		Chloé	IWC SCHAFFHAUSEN			

资料来源：百秋网络官网，华安证券研究所

4) 就销售模式上，百秋网络积极开拓新零售，即基于数据驱动的人货场重构。其中包括：iStore 运营&IT 对接：品牌号内容运营、用户（潜客+粉丝+会员）管理和门店的运营，数据银行（含数据工厂建模）的运营，职能导购等；微信小程序，商城，微信公众号的运营等；线上线下全渠道整合营销方案，IT POS 解决方案，线上线下会员关系打通和管理等。

图表 60 百秋网络全渠道销售模式



资料来源：百秋网络官网，华安证券研究所

盈利预测及投资建议:

盈利预测

关键假设:

考虑到公司主营业务虽为商品销售,但是贡献主体并不单一,各主体间定位存在差异。因此,我们选择从业绩贡献主体出发,根据其具备的不同特点给予不同的经营情况预判。综上,我们预计公司2021~2023营收增速分别为19.85%、17.46%、14.62%。

图表 61 公司盈利预测

分项	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入 (亿元)	17.90	21.45	25.20	28.88
YOY (%)	-72.04%	19.85%	17.46%	14.62%
营业成本 (亿元)	3.80	4.45	5.16	5.88
YOY (%)	-92.53%	17%	16%	14%
毛利率 (%)	78.77%	79.28%	79.53%	79.64%
子公司 (分公司)	2020	2021E	2022E	2023E
杭州大厦 (持股 60%)				
营业收入 (亿元)	-	19.98	23.57	27.11
商业分公司 (解百)				
营业收入 (亿元)	-	1.43	1.56	1.69
商盛 (持股 100%)				
营业收入 (亿元)	-	0.02	0.02	0.02
悦胜 (持股 69.5%)				
营业收入 (亿元)	-	0.03	0.04	0.06

资料来源:公司公告,wind,华安证券研究所

备注:2020年营业收入、营业成本大幅变动主要是因为会计准则变更

投资建议

疫情催化高端消费回流,杭州大厦逆势增长,成为核心驱动力。疫情转淡后,在消费升级持续发力的背景下,公司有望凭借新一轮调改,继续提升坪效实现增长。解百转型升级,经营有望改善。多元化赋能综合发展,有望发挥协同效应。我们预计公司2021~2023年EPS分别为0.47、0.58、0.68元/股,对应当前股价PE分别为15、13、11倍。首次覆盖,给予“买入”评级。

风险提示:

消费升级不及预期: 经济压力下行增大,导致消费升级不及预期;

疫情转淡需求流出: 疫情影响转淡,出境游放开,导致部分回流需求重新流出;

市场竞争加剧: 恒隆、新鸿基、新世界等港股企业布局杭城高奢商场业务,市场竞争加剧,增速不及预期;

线上零售冲击: 受线上零售冲击,解百城市奥莱转型不及预期。

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	2020A	2021E	2022E	2023E	会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	4392	5091	7175	9295	营业收入	1790	2145	2520	2888
现金	3169	4186	6227	8308	营业成本	380	445	516	588
应收账款	53	41	53	63	营业税金及附加	110	135	156	178
其他应收款	4	4	5	6	销售费用	367	399	466	529
预付账款	107	67	89	108	管理费用	400	360	416	468
存货	46	29	38	46	财务费用	-53	-45	-58	-80
其他流动资产	1013	764	764	764	资产减值损失	0	0	0	0
非流动资产	1920	1105	321	-424	公允价值变动收益	16	0	0	0
长期投资	697	688	680	671	投资净收益	51	32	47	55
固定资产	736	-41	-788	-1495	营业利润	654	902	1094	1284
无形资产	19	18	18	17	营业外收入	1	11	0	0
其他非流动资产	469	440	411	383	营业外支出	4	2	0	0
资产总计	6312	6196	7497	8870	利润总额	651	911	1094	1284
流动负债	2523	1733	2248	2700	所得税	181	259	308	362
短期借款	0	0	0	0	净利润	470	652	786	922
应付账款	1039	642	855	1038	少数股东损益	203	305	362	422
其他流动负债	1484	1092	1393	1661	归属母公司净利润	267	348	424	500
非流动负债	14	14	14	14	EBITDA	736	1289	1373	1445
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.37	0.47	0.58	0.68
其他非流动负债	14	14	14	14					
负债合计	2537	1748	2262	2714					
少数股东权益	1008	1313	1675	2098					
股本	715	736	736	736					
资本公积	14	14	14	14					
留存收益	2037	2384	2808	3308					
归属母公司股东权益	2766	3135	3559	4059					
负债和股东权益	6312	6196	7497	8870					

现金流量表					主要财务比率				
单位:百万元					会计年度				
会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E	2020A	2021E	2022E	2023E	
经营活动现金流	615	611	1893	1932	成长能力				
净利润	267	348	424	500	营业收入	-72.0%	19.9%	17.5%	14.6%
折旧摊销	123	728	698	663	营业利润	-3.7%	37.8%	21.4%	17.4%
财务费用	0	0	0	0	归属于母公司净利	13.4%	30.2%	22.1%	17.8%
投资损失	-51	-32	-47	-55	获利能力				
营运资金变动	82	-720	471	413	毛利率 (%)	78.8%	79.3%	79.5%	79.6%
其他经营现金流	378	1356	301	498	净利率 (%)	14.9%	16.2%	16.8%	17.3%
投资活动现金流	272	385	147	149	ROE (%)	9.6%	11.1%	11.9%	12.3%
资本支出	-54	93	91	83	ROIC (%)	11.7%	9.0%	9.3%	9.1%
长期投资	-44	260	10	11	偿债能力				
其他投资现金流	370	32	47	55	资产负债率 (%)	40.2%	28.2%	30.2%	30.6%
筹资活动现金流	-272	21	0	0	净负债比率 (%)	67.2%	39.3%	43.2%	44.1%
短期借款	0	0	0	0	流动比率	1.74	2.94	3.19	3.44
长期借款	0	0	0	0	速动比率	1.68	2.88	3.13	3.39
普通股增加	0	21	0	0	营运能力				
资本公积增加	0	0	0	0	总资产周转率	0.28	0.35	0.34	0.33
其他筹资现金流	-272	0	0	0	应收账款周转率	33.87	52.12	47.77	45.91
现金净增加额	615	1017	2040	2081	应付账款周转率	0.37	0.69	0.60	0.57

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。