

杭州解百(600814)

报告日期: 2022年01月14日

深耕百货零售，跨界布局，铸就优质生活服务集成商

——杭州解百首次覆盖报告

✍️ : 陈腾曦 执业证书编号: S1230520080010
☎️ : 13916068030
✉️ : chentengxi@stocke.com.cn

报告导读

公司将继续深度挖掘百货零售行业，以“零售+服务生态圈”为路径，积极探索多元化、连锁化发展道路，铸就优质生活服务集成商。

投资要点

□ 浙江百货零售龙头，多元产业拓展

杭州解百多年来领跑杭城商界，始终秉持“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”的美好愿景，立足于百货零售，积极探索现代服务产业链跨界合作的可能性，近年来在健康医疗、体育、文化产业等方面逐渐发力。

□ 立足百货零售，联营为主，辅以自营及租赁

目前公司主营业务为商品零售，主要业态为百货商场、购物中心，商品销售方式以联营为主，辅之少量自营（经销）和租赁形式，持续贡献可观利润和现金流。

□ 坚持高端定位，推动品牌升级

公司坚持“高端精品百货”定位，充分利用杭州大厦、城市奥莱的优质商圈位置，深挖杭州居民的消费潜力与消费需求，不断引入国际高端奢侈品牌，稳步推进品牌战略升级。

□ “零售+服务生态圈”，会员制增加客户粘性

公司充分调研主力消费者需求，在零售商品基础上打造生活服务圈，聚焦高净值人群，关注生命质量，布局医疗健康产业及体育行业，通过会员系统的数字化升级，充分发挥产业链的多方协同效应，增加客户粘性。

□ 盈利预测及估值

未来几年公司也将继续巩固自身区域商业零售龙头地位，稳步提升以商场销售为主的零售业务。预计 21/22/23 年公司总营收分别实现 18.73/21.48/24.67 亿元，yoy+4.68%/14.67%/14.87%；归母净利润分别实现 3.82/4.18/4.41 亿元，yoy+43.14%/9.50%/5.46%，考虑到公司具备核心优质商圈的零售百货业态，具备后续成长动力，公司目前 21-23 年对应 PE 分别为 12.4X/11.3X/10.7X，上涨空间充分，首次覆盖给予“买入”评级。

□ **风险提示：**疫情反复；区域零售市场竞争加剧，电商冲击。

评级

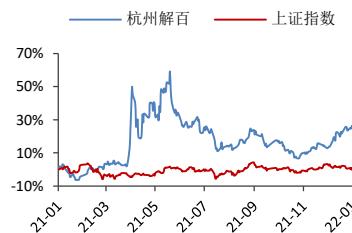
买入

上次评级 首次评级
当前价格 ¥ 6.62

单季度业绩

元/股

单季度业绩	元/股
3Q/2021	0.06
2Q/2021	0.13
1Q/2021	0.19
4Q/2020	0.10



公司简介

公司是浙江省一家历史悠久、颇具规模的商业上市公司，主营业务为百货零售。公司坚持改革创新、与时俱进，由单一的百货零售商店发展成为规模化、连锁化的现代化百货商业集团。

相关报告

报告撰写人: 陈腾曦

财务摘要

(百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
主营收入	1,790	1,873	2,148	2,467
(+/-)	-72.0%	4.7%	14.7%	14.9%
归母净利润	267	382	418	441
(+/-)	13.2%	43.1%	9.5%	5.5%
每股收益(元)	0.37	0.53	0.58	0.62
P/E	17.7	12.4	11.3	10.7

正文目录

1. 杭州解百：浙江百货零售龙头与多元产业拓展	5
1.1. 发展历程：以区域百货零售为核心，坚持商业模式创新改革	5
1.2. 组织架构：股权稳固，高管层专业	6
1.2.1. 股权结构：股权集中，最终控股人为杭州市国资委	6
1.2.2. 高管团队：成员稳定且具专业背景优势	8
1.2.3. 集团架构：参股控股子公司关系明确，产业布局明晰	9
1.3. 主营业务：深耕百货零售，联营为主，辅之自营及租赁	9
2. 零售业务：坚持高端定位，发扬区位优势，扩充奢侈品阵容	12
2.1. 杭城商场竞争激烈，杭州大厦持续领跑	12
2.2. 地处商圈核心	12
2.3. 众多奢侈品牌入驻	13
2.4. 目标客群购买力强	14
3. “零售+服务生态圈”，打造优质生活服务集成空间	15
3.1. 以商品销售为核心，积极向生活服务、体育、健康医疗等领域扩展	15
3.2. 生活服务：响应消费者多元化需求，构建服务生态圈	16
3.2.1. 挖掘消费者需求，设立“零售+”服务项目	16
3.2.2. 会员系统数字化升级，打通大服务产业生态圈	17
3.3. 全程医疗：布局大健康，为高净值人群提供全程健康管理项目	18
3.4. 悦胜体育：“体育+零售”，打造体育产业布局	19
4. 盈利预测与估值	19
5. 风险提示	21

图表目录

图 1：杭州解百发展历程图	6
图 2：杭州解百股权结构（截至 2021 年 9 月 30 日）	7
图 3：杭州市国资委监管集团企业一览	7
图 4：公司现有主要业务板块	9
图 5：公司 2016-2021Q1-Q3 毛利情况	11
图 6：公司 2016-2021Q1-Q3 归母净利润情况	11
图 7：杭州大厦	13
图 8：武林广场商圈	13
图 9：2020 年新入驻部分品牌	13

图 10: 杭州城镇居民人均可支配收入(单位: 元)	14
图 11: 2020 年大中城市人均 GDP(单位: 万元, 超 10 万元)	14
图 12: 公司商场销售收入(单位: 百万元)	15
图 13: 公司其他服务收入(单位: 百万元)	15
图 14: 潮童星为儿童提供形体礼仪(儿童模特)课程	17
图 15: 各类会员(VIP)客户数量(万人)	17
图 16: 会员销售额(亿元)	17
图 17: 全程医疗 Medical Mall	18
图 18: 全程医疗全过程健康管理体系构建进程	18
图 19: Reason 国际篮球学院	19
表 1: 主要高管信息	8
表 2: 关联公司信息	9
表 3: 杭州解百营业收入拆分(单位: 百万元)	10
表 4: 杭州解百核心财务数据一图(单位: 百万元)	11
表 5: 杭州核心单体商场 2020 年业绩排行榜(前十)(单位: 亿元)	12
表 6: 杭州地区购物中心营业收入情况(单位: 百万元)	13
表 7: 商场零售业务细分收入情况(单位: 百万元)	15
表 8: 公司分产品营业收入情况(单位: 百万元)	16
表 9: 公司主要业务盈利预测(单位: 百万元)	20
表 10: 公司与同业估值比较(PE)	21
表附录: 三大报表预测值	22

1. 杭州解百：浙江百货零售龙头与多元产业拓展

杭州解百集团股份有限公司是浙江省内历史最悠久、颇具规模的商业上市公司，以百货零售为主，同时积极探索多元化、连锁化发展道路。公司前身为诞生于1918年的“浙江省商品陈列馆”，经过系列改革实现巨大飞跃后，于1994年在上海证券交易所挂牌上市。2014年，在杭州市委、市政府的推动下，解百与杭州大厦完成了重大资产重组，组建了新杭州解百集团。多年来，公司经营业绩在杭城商界位于前列，公司及旗下企业被商务部评定为“金鼎”百货，在区域内具有较强的竞争力及较高的市场号召力。公司在深度挖掘百货零售行业的同时，不断探索不同商业模式跨界合作的可能性，目前公司通过联营杭州全程国际医疗健康管理中心有限公司和杭州悦胜体育经纪有限公司，向健康医疗、体育等板块进行产业链延伸。

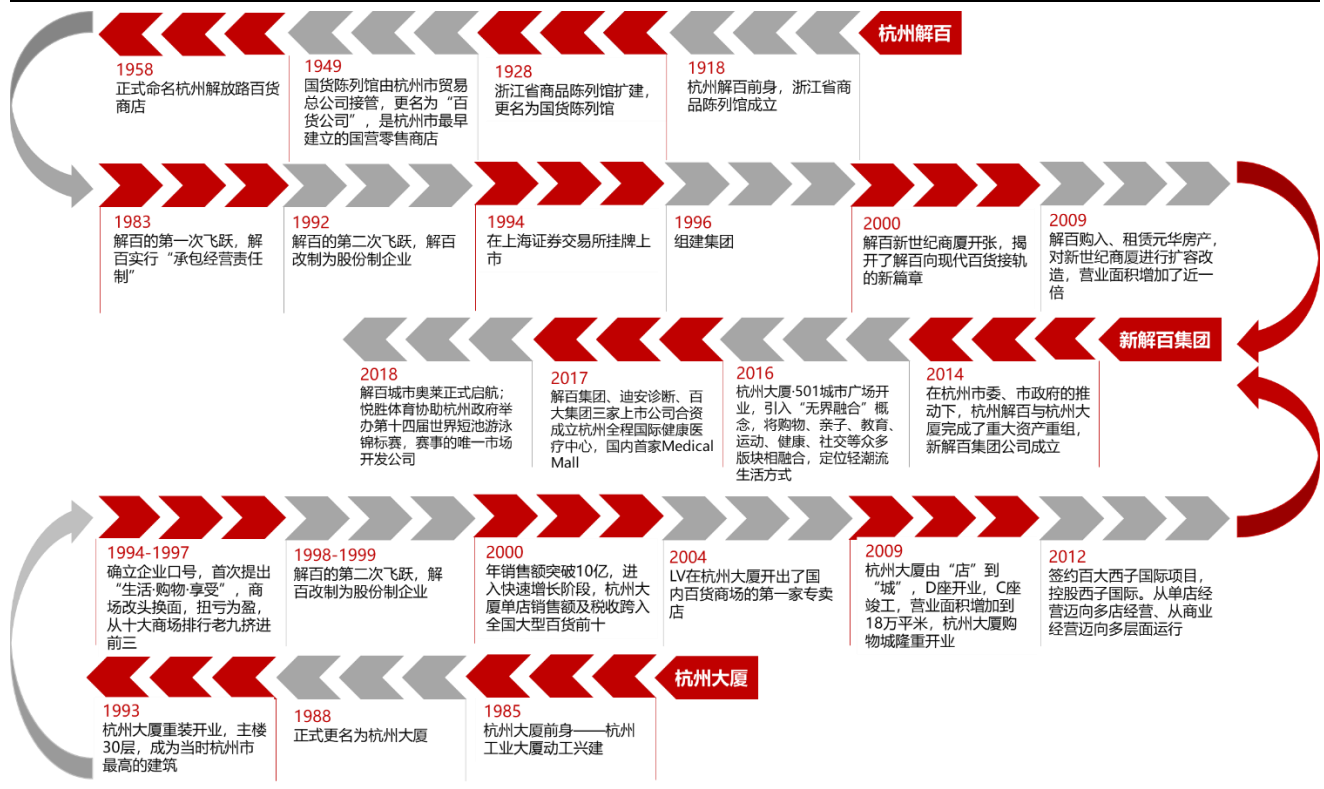
1.1. 发展历程：以区域百货零售为核心，坚持商业模式创新改革

杭州解百多年来的经营业绩在杭州商界位于前列，自2015年中旬确立了“一主业、一平台、一延伸”的战略定位，基于大服务产业方向，始终秉持“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”的美好愿景，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，立足于百货零售，积极探索现代服务产业链延伸，在健康医疗、体育、文化产业等方面逐渐发力。

百货零售为主业，主要业态为百货商场、购物中心。2014年，在杭州市委、市政府的推动下，解百与杭州大厦完成了重大资产重组，组建了新杭州解百集团，规模明显扩大。杭州大厦购物城雄踞杭城商业核心区域，是一家以零售百货业为主体，集多项经营功能为一体的大型零售服务企业，总建筑面积近30万平方米，是中国服务业企业500强、中国独立企业40行业纳税百强。杭州大厦自创建以来，一直探索现代百货业创新经营，着力打造“奢侈品中心、现代潮流中心、高端品质生活中心”三大中心，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，是目前国内著名的高端精品百货公司之一。解百城市奥莱，即杭州解百集团股份有限公司商业分公司，坐落于西子湖畔，位于湖滨商圈的核心位置，2018年，公司完成转型升级，致力于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。

产业链延伸，打造满足客户多元需求的品质生活服务运营商。2009年12月，杭州解百集团股份有限公司、杭州市体育发展集团、杭州市安保服务集团有限公司共同出资成立了杭州悦胜体育经纪有限公司。悦胜体育紧紧围绕着“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、体育公关等主要业务，并计划开发有别于其他传统运动场馆运营模式的SPORTS MALL。2017年，由解百集团、迪安诊断、百大集团三大上市公司合资成立的全程医疗正式开业，以国际视野和“全人全程”的健康理念打造全国首个Medical Mall，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，向客户群提供覆盖整个生命周期的全过程健康管理和医疗服务。

图 1：杭州解百发展历程图



资料来源：公司官网、浙商证券研究所

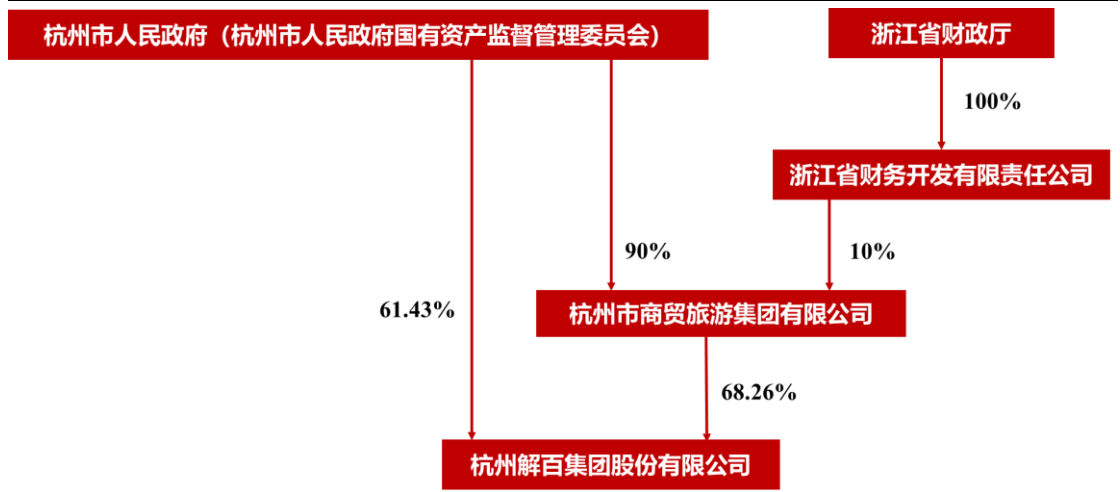
1.2. 组织架构：股权稳固，高管层专业

1.2.1. 股权结构：股权集中，最终控股人为杭州市国资委

公司大股东为杭州市商贸旅游集团有限公司，持股比例为 68.26%；实际控制人为杭州市国资委，合计持股 61.43%；其中杭州市商贸旅游集团由杭州市国资委和浙江省财政厅共同持有，杭州市国资委持股 90%，浙江省财政厅持股 10%。杭州市国资委下属监管企业包括杭州市实业投资集团有限公司、杭州市商贸旅游集团有限公司、杭州市城市建设投资集团有限公司等在内的 12 家集团公司。杭州解百目前是杭州市国资委旗下唯一商业零售类上市企业，杭州市委、市政府多次推动下商业零售资源的整合，促进产业集中。

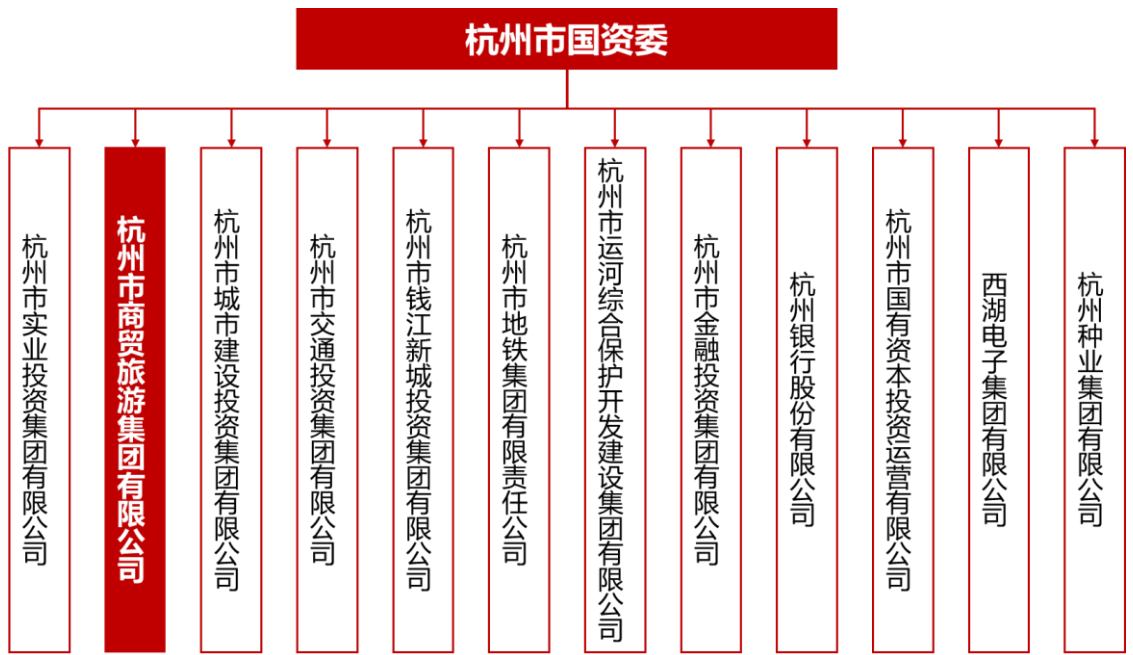
2012 年 8 月杭州市任命政府将持有的杭商资产和杭旅集团 100% 股权无偿划转给杭州商旅，杭州商旅自此成为杭州市属商业、旅游资产的统一经营平台。由于杭商资产下属杭州解百和杭旅集团旗下杭州大厦构成实质性同业竞争，且二者的市场定位和经营范围能够形成优势互补，杭州市委、市政府于 2013 年提出资源整合计划，并积极推动这一计划的落成。2014 年 9 月，杭州解百以发行股份的方式出价 23.05 亿元购买了杭州大厦 60% 的股权，自此，杭州解百成为杭州商旅旗下开展百货零售业务的唯一平台。

图 2：杭州解百股权结构（截至 2021 年 9 月 30 日）



资料来源：公司公告、浙商证券研究所

图 3：杭州市国资委监管集团企业一览



资料来源：杭州市国资委官网、浙商证券研究所

1.2.2. 高管团队：成员稳定且具专业背景优势

公司高级管理层大部分都曾供职于杭州市国资委旗下 12 家集团企业，担任重要部门部长、总经理等要职，深谙杭州市国有企业架构与发展蓝图，积累了丰富的行业经验和社
会资源。并且，公司高管团队专业素养过硬，具备多名高级会计师、高级经济师、高级工
程师等高级人才。

表 1：主要高管信息

姓名	年龄	职位	履历
陈燕霆	51	董事长/董事	本科，高级会计师，历任杭州市城市建设投资集团有限公司 计划 财务部部长、财务管理部部长、副总会计师；现任杭州市商贸旅游 集团有限公司党委委员、总会计师；现任杭州解百集团股份有限公 司董事长。
毕铃	48	党委书记/副董事 长/董事/ 总经理	硕士学历，高级经济师，曾就职于浙江省国际信托投资公司；历任 浙江国信控股集团办公室主任助理、办公室副主任；历任杭州大厦 有限公司党委委员、副总经理；历任杭州解百集团股份有限公司董 事会秘书、副总经理、党委副书记；现任杭州大厦有限公司董事； 现任杭州解百集团股份有限公司党委书记、董事、总经理。
俞勇	58	副董事长/常务副 总经理	大专学历，高级经济师，历任杭州大厦有限公司部门经理、招商二 部副总经理、总经理、总经理助理、党委委员、副总经理等职务； 历任杭州解百集团股份有限公司董事、常务副总经理、副董事长； 现任杭州大厦有限公司董事长，现任杭州解百集团股份有限公司 常务副总经理。
陈晓红	44	党委委员/纪委书 记/副总经理	本科学历，历任杭州联华华商集团有限公司投资管理部科员、副主 任、经理助理、副经理、财务部副经理、团委书记、总经理助理、 办公室主任、总经理助理、办公室主任、董事会秘书；现任杭州解 百集团股份有限公司党委委员、纪委书记、副总经理。
金明	52	董事会秘书	本科学历，高级会计师，历任杭州大厦有限公司零售事业部财务总 监、战略投资部经理、零售事业部副总经理、总经理、总经理助理 等职务；现任杭州解百集团股份有限公司战略投资部经理、董事会 秘书。
朱雷	51	总会计师	本科学历，高级会计师，历任杭州大厦有限公司财务部主管、财务 总部副经理、财务总部经理、财务副总监；历任杭州解百集团股份 有限公司职工监事、副总会计师；现任杭州解百集团股份有限公司 总会计师。

资料来源：公司公告、浙商证券研究所

1.2.3. 集团架构：参股控股子公司关系明确，产业布局明晰

目前与杭州解百存在关联关系的公司共有 8 家，其中 6 家为杭州解百控股子公司，主要涉及商品流通业和体育服务业，主营百货批发、零售、体育互动策划、体育经纪等活动；其余 2 家为联营企业，主要涉及医疗服务业和股权投资业务。

表 2：关联公司信息

关联公司名称	参控关系	参控比例	行业
杭州解百购物中心有限公司	控股子公司	100.00%	商品流通业
义务解百商盛贸易有限公司	控股子公司	70.00%	商品流通业
杭州悦胜体育经纪有限公司	控股子公司	69.50%	商品流通业
杭州大厦有限公司	控股子公司	60.00%	商品流通业
杭州大厦商业零售有限公司	控股子公司	60.00%	商品流通业
杭州解百义务商贸有限责任公司	控股子公司	55.00%	体育服务业
杭州全程国际健康医疗管理中心有限公司	联营企业	45.00%	医疗健康业
杭州百大置业有限公司	联营企业	40.00%	股权投资类

资料来源：公司公告、浙商证券研究所

1.3. 主营业务：深耕百货零售，联营为主，辅之自营及租赁

公司主营业务为商品零售，主要业态为百货商场、购物中心。当前，公司的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的租金收入。公司目前拥有解百购物广场、杭州大厦购物城两家主要门店。同时，公司积极尝试向体育、健康医疗等行业拓展。

图 4：公司现有主要业务板块



资料来源：公司官网、浙商证券研究所

公司的商品销售方式以联营为主，辅之少量自营（经销）和租赁形式。

联营模式是公司目前采用的主要商品销售方式，由杭州解百在商场内划定经营区域，提供给供用商使用，供应商有权在指定经营区域内设立专柜，销售人员由杭州解百公司的营业员与供应商的销售人员共同组成，涉及的商品品类主要有：服装、化妆品、首饰、家电、床上用品、鞋帽等。

在存货方面，商品在未售出时，所有权归于供应商，供应商自担商品的跌价损失及其他风险，这样杭州解百方大大降低了存货相关的风险。

在收入划分方面，商品一经售出，供应商与公司按照约定的分成比例进行收入划分，随后供应商按照所得金额开具发票给公司，杭州解百方按企业会计准则将所得分成确认为主营业务收入，并在规定时间内将货款支付给供应商。

表 3：杭州解百营业收入拆分（单位：百万元）

	2016	2017	2018	2019	2020	2021H1
营业收入	5,241.45	5,780.12	5,908.85	6,400.02	1,789.59	1,119.02
YOY	-2.32%	10.28%	2.23%	8.31%	-72.04%	62.64%
毛利率	22.60%	22.63%	21.52%	20.50%	78.77%	80.94%
其中：零售业务	4,946.24	5,483.66	5,546.20	6,061.88	1,498.07	948.68
YOY	-3.58%	10.87%	1.14%	9.30%	-75.29%	67.42%
毛利率	94.37%	94.87%	93.86%	94.72%	83.71%	84.78%
——联营业务	4,510.37	5,074.14	5,161.27	5,698.34	1,066.65	701.76
/营业收入	86.05%	87.79%	87.35%	89.04%	59.60%	62.71%
——自营收入	435.86	409.52	384.93	363.54	431.43	246.91
/营业收入	8.32%	7.08%	6.51%	5.68%	24.11%	22.07%

资料来源：公司公告、浙商证券研究所

采用**自营模式**经营的商品通常是部分价值稍低的化妆品、部分家电、烟草和超市内流通率较高的商品。公司会基于自有仓库，直接采购商品，验收入库后纳入库存管理，由公司方负责商品的销售，并承担商品所有权上的风险，但通常与供应商之间约定有一定比例的退货换货率，以及一定比例的因市场变化而发生的调价补偿。

租赁模式则意味着供应商与公司存在着场地租赁的关系，这种模式下的利润来源主要是租金收入扣除物业成本后的余额。目前采用这种模式与杭州解百进行合作的供应商主要是个别顶级奢侈品牌、部分潮流品牌、以及一些餐饮、休闲、娱乐品牌等。

公司 2019 年实现营收 64.00 亿元，2020 年实现营收 17.90 亿元，2021 年上半年实现营收 11.19 亿元。**零售业务** 2019 年实现营收 60.62 亿元，2020 年实现营收 14.98 亿元，2021 年上半年实现营收 9.49 亿元，分别占比当年营业收入的 94.72%，83.71%和 84.78%。值得注意的是，自 2020 年，公司商业百货业态主要经营模式的销售收入开始执行新收入准则《企业会计准则 14 号——收入》，因而导致营业收入的大幅下调，若剔除执行新收入准则的影响，营业收入仍呈现大幅增长趋势，调整后 2020 年营收为 79.49 亿元（yoy+24.20%）。2021 年前三季度累计实现营收 16.25 亿元，与去年同期相比，增幅明显。其中，联营模式在 2019 年实现营收 56.98 亿元，占比当年总营收的 89.04%；2020 年实现营收 10.67 亿元，占比当年总营收的 59.60%；2021 年上半年实现营收 7.02 亿元，总营收占比达 62.71%。

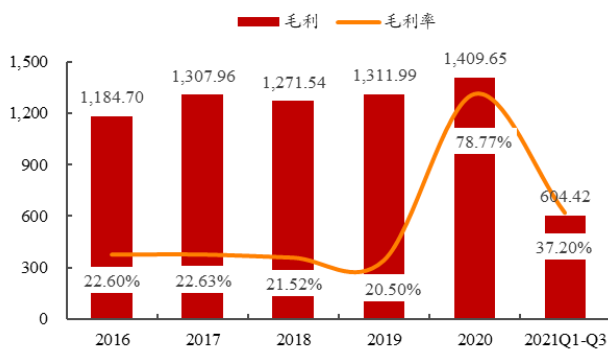
公司的毛利水平相对稳定，2016-2019 年间，毛利率基本稳定在 20%以上，2020 年实行新收入准则导致营业成本和营业收入账面数值均大幅下降，因而导致 2020 年毛利率的异常情况。2021 年前三季度的毛利率回归到 37.20%。归母净利率在 2016-2019 年间也相对稳定，2020 年采用净额法来确认营业收入和成本后，归母净利率为 14.91%，同比增长 13.42%，2021 年前三季度共实现归母净利润 2.71 亿元，归母净利率达 16.68%。

表 4：杭州解百核心财务数据一图（单位：百万元）

	2016	2017	2018	2019	2020	2021Q1-Q3
利润表						
营业收入	5,241.45	5,780.12	5,908.85	6,400.02	1,789.59	1,624.66
	YOY	10.28%	2.23%	8.31%	-72.04%	39.04%
毛利率	22.60%	22.63%	21.52%	20.50%	78.77%	37.20%
营业税金及附加	67.07	69.70	72.27	80.94	109.70	103.63
期间费用	666.89	748.91	762.40	789.24	714.01	603.60
	YOY	12.30%	1.80%	3.52%	-9.53%	42.38%
期间费用率		12.96%	12.90%	12.33%	39.90%	37.15%
销售费用	391.01	440.23	416.00	385.20	367.49	302.92
	YOY	12.96%	12.90%	12.33%	39.90%	37.15%
销售费用率	7.46%	7.62%	7.04%	6.02%	20.53%	18.65%
管理费用	299.83	324.02	395.39	436.06	399.93	273.51
	YOY	8.67%	8.00%	12.33%	9.15%	-29.21%
管理费用率	5.72%	5.61%	6.69%	6.81%	22.35%	16.83%
财务费用	-23.95	-15.34	-48.99	-32.02	-53.41	27.17
	YOY	37.16%	-21.52%	31.25%	-24.31%	166.12%
财务费用率	-0.46%	-0.27%	-0.83%	-0.50%	-2.98%	1.67%
其他收益	0.00	3.76	3.11	5.70	4.65	11.56
资产减值损失	2.63	-2.47	2.94	-0.15	0.00	0.00
归母净利润	195.73	180.26	149.08	235.29	266.87	270.96
	YOY	-7.90%	-17.30%	57.83%	13.42%	39.58%
归母净利率	3.73%	3.12%	2.52%	3.68%	14.91%	16.68%
扣非归母净利润	167.31	155.27	124.92	139.64	201.62	227.96
	YOY	-7.20%	-19.55%	11.78%	44.39%	43.17%
扣非归母净利率	3.19%	2.69%	2.11%	2.18%	11.27%	14.03%
资产负债表						
货币资金	1,595.25	1,791.01	2,871.56	2,244.29	3,169.11	3,681.62
应收账款	46.75	28.98	50.63	57.51	52.84	47.99
	YOY	-38.01%	74.71%	13.59%	-8.12%	-20.40%
预付款项	24.97	66.00	95.19	101.34	107.06	81.46
其他应收款	18.14	10.62	9.00	6.01	4.34	3.91
存货	60.77	53.79	43.78	43.30	46.03	57.93
	YOY	-11.49%	-18.61%	-1.10%	6.30%	35.22%
固定资产	1,006.74	950.52	871.47	777.46	735.56	703.92
在建工程	19.70	39.71	3.29	5.27	3.25	26.95
应付票据及应付账款	661.98	680.54	716.44	762.86	1,039.16	917.71
其他应付款	102.12	104.60	111.02	105.09	1,120.94	1,143.87
现金流量表						
经营性现金流量净额	468.03	428.94	462.42	475.72	614.52	572.04
投资性现金流量净额	-104.44	37.33	1,146.69	-869.77	271.84	381.43
筹资性现金流量净额	-116.67	-60.51	-173.50	-233.21	-271.55	-440.97
现金及等价物净增加额	246.92	405.76	1,435.54	-627.26	614.82	512.51

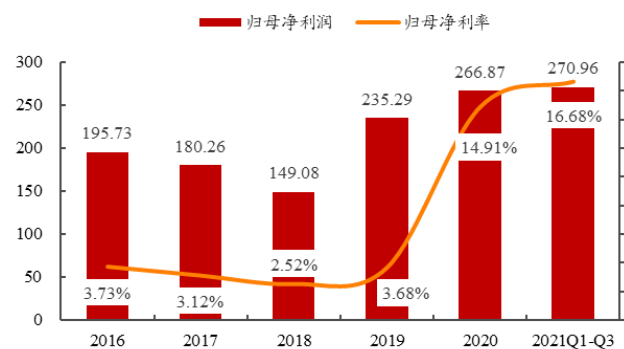
资料来源：公司公告、浙商证券研究所

图 5：公司 2016-2021Q1-Q3 毛利情况



资料来源：公司公告、浙商证券研究所

图 6：公司 2016-2021Q1-Q3 归母净利润情况



资料来源：公司公告、浙商证券研究所

2. 零售业务：坚持高端定位，发扬区位优势，扩充奢侈品阵容

公司坚持“高端精品百货”定位，充分利用杭州大厦、城市奥莱的优质商圈位置，积极响应杭州居民对优质生活的追求，不断引入国际高端奢侈品牌，满足消费者多元化、个性化需求。

2.1. 杭城商场竞争激烈，杭州大厦持续领跑

据联商网零售研究中心统计数据，2020年杭州新增12家购物中心，且预计2021年还将有20家左右的新商场开业参与竞争，杭城商界的竞争格局呈现多元化趋势，除了由杭州大厦、银泰等为代表的本土企业外，还涌入了以万象城、万达为代表的央企或外资企业，以及以嘉里中心、恒隆等为代表的港资企业。

为应对疫情的冲击和区域竞争的压力，公司在严防疫情的同时，抓住了国内消费回暖和海外消费回流的契机，2020年公司管理层制定了“一切以拉动销售为中心”的工作重心，成功实现了复工后主营业务收入的稳定与增长。在主业调整方面，公司稳步落实战略规划，推进转型。2020年杭州大厦共引进浙江首店品牌45个，39家奢侈品牌按期完成升层调整；解百商业持续开展主营业态的补位招商和配套项目的多元化招商工作，全年落地品牌50个。2021年上半年试行“会员运营合伙人”制度，在会员拉新和会员消费上取得一定成效。

根据联商网相关数据，2020年杭州核心单体商场的业绩情况显示杭州大厦仍位居龙头领跑地位，全年销售额约80亿元，增长趋势显著。

表 5：杭州核心单体商场 2020 年业绩排行榜（前十）（单位：亿元）

商场名称	2020 销售额	2019 销售额	同比增速	坪效 (万/平/年)	商业建筑面积 (m ²)
杭州大厦	80	57.88	38.22%	5.8	14
杭州湖滨银泰 in77	65	52	25%	3.3	20.3
杭州武林银泰	约 55	55+	基本持平	10.5	5.1
杭州万象城	51+	45	13.33%	1.9	27
杭州城西银泰城	38	46.5	-18.28%	2	19
龙湖杭州滨江天街	23	20	15%	0.96	26.2
杭州西溪印象城	22	21.29	3.33%	0.85	26
龙湖杭州金沙天街	18	18	基本持平	1.2	15.1
杭州滨江宝龙城	15	15+	基本持平	0.94	16
杭州嘉里中心	13	14	-7.14%	1.2	10.8

资料来源：联商网、浙商证券研究所

2.2. 地处商圈核心

杭州地区购物中心一直为公司主要营业收入来源，占比总营业收入均在98%左右。公司主要门店位于杭州黄金地带，客流量大，具有广阔发展空间。解百城市奥莱坐落于西子湖畔，位于湖滨商圈的核心位置，总体量为14万平方米。杭州大厦位于武林广场，地处杭州市核心商圈，总建筑面积近30万平方米。80年代末开始，武林广场商圈逐渐成型，国大百货、杭州大厦、杭州百货大楼等大型百货商厦相继在此开业，后有银泰 IN77、嘉

里中心、国大城市广场进驻其中。在激烈的竞争中，杭州大厦不断迭代升级，始终走在行业前端。

图 7：杭州大厦



资料来源：公开资料整理、浙商证券研究所

图 8：武林广场商圈



资料来源：公开资料整理、浙商证券研究所

表 6：杭州地区购物中心营业收入情况（单位：百万元）

	2016	2017	2018	2019	2020
营业收入	5,113.13	5,686.04	5,839.33	6,395.17	1,788.08
YOY	-1.53%	11.20%	2.70%	9.52%	-72.04%
毛利率	22.74%	22.69%	21.83%	20.49%	78.69%

资料来源：公司公告、浙商证券研究所

注：2020 年商场销售收入数据由于会计收入准则变更，与历史数据差距较大

2.3. 众多奢侈品牌入驻

截至 2019 年，杭州大厦入驻超过 1,000 家品牌，其中超过 60 家为国际超一线奢侈品牌，汇聚全球 90% 的奢侈品品牌。2020 年，公司克服疫情对奢侈品销量的冲击，进一步引入奢侈品品牌，夯实高端定位，全年杭州大厦共引进 45 个浙江首店品牌，39 家奢侈品牌按期完成升层调整，成为国内第二家将奢侈品拓展到三楼的商业体。解百商业持续扩充品牌阵容，全年落地品牌 50 个。

图 9：2020 年新入驻部分品牌

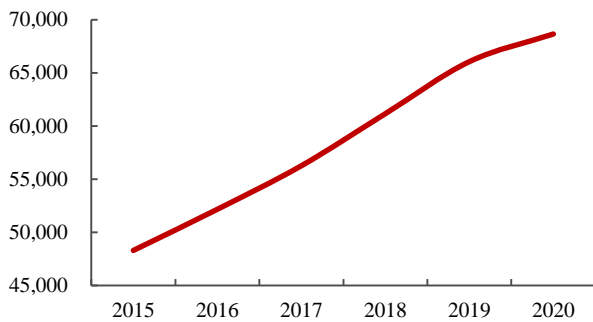


资料来源：公开资料整理、浙商证券研究所

2.4. 目标客群购买力强

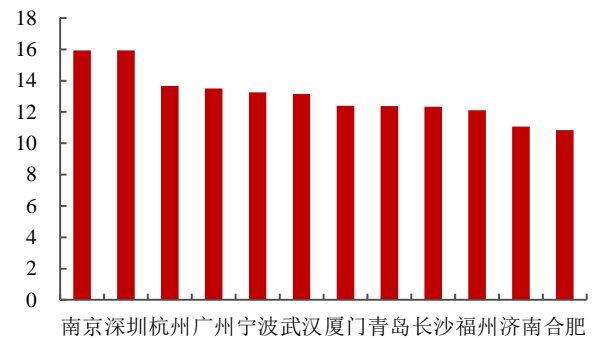
杭州居民购买力强，对时尚消费、品质生活有较高追求。杭州位于长三角经济中心，生活环境优越，优质企业云集。2021年，杭州被《经济学人智库》(EIU)评选为2021年中国最具经济潜力城市榜首。优越的生活环境与巨大的城市发展潜力吸引了大批精英人才落户杭州。2020年，杭州人口达到1,194万，其中城区人口为874万，达到特大城市标准。2015-2020年，杭州城镇居民人均可支配收入逐年上升，2020年达到6.87万元。同年度，杭州市人均GDP达13.66万元，在我国大中城市中排名第三，由此可见，杭州居民具有较强购买力，为公司高端商品消费提供广阔市场空间。

图 10：杭州城镇居民人均可支配收入（单位：元）



资料来源：国家统计局，浙商证券研究所

图 11：2020 年大中城市人均 GDP（单位：万元，超 10 万元）



资料来源：国家统计局，浙商证券研究所

3. “零售+服务生态圈”，打造优质生活服务集成空间

3.1. 以商品销售为核心，积极向生活服务、体育、健康医疗等领域扩展

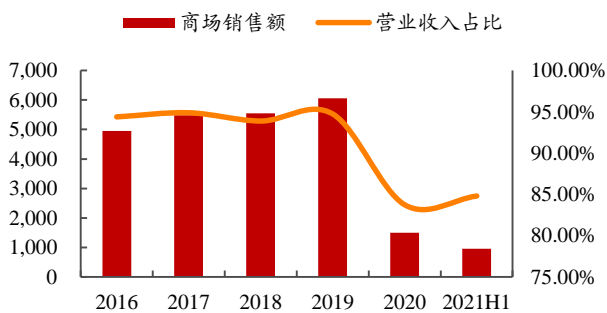
公司的营业收入主要来自于商场销售，即商品零售业务，商场销售方式主要为联营模式，占总收入比重近 90%，辅以自营模式。2020 年，杭州解百商场销售部分营业收入为 14.98 亿元，占比达 83.71%。其中，联营收入为 10.67 亿元，占比达 59.6%；自营收入为 4.31 亿元，占比 24.11%。商场零售业务一直为公司核心主导营收来源，自 2006 年起一直维持平稳状态，占总营收比例均在 90%左右。2016 年起，公司积极拓展其他业务领域，先后布局大健康及体育产业零售，从而使公司其他服务收入及占比不断上升，截止至 2019 年底，公司客房、餐饮、其他服务、广告业务及其他部分营业收入为 4,709.12 万元，占总营业收入比例 0.74%，2020 年，公司财报执行新收入准则后有所调整，生活服务、体育、健康医疗等商场销售业务外营收总计 2,894.83 万元，占总营收比 1.65%，客房、餐饮、其他服务、广告业务及其他部分收入均有所下滑。

表 7：商场零售业务细分收入情况（单位：百万元）

	2016	2017	2018	2019	2020	2021H1
商场销售（零售业务）	4,946.24	5,483.66	5,546.20	6,061.88	1,498.07	948.68
联营收入	4,510.37	5,074.14	5,161.27	5,698.34	1,066.65	701.76
/总营收	86.05%	87.79%	87.35%	89.04%	59.60%	62.71%
自营收入	435.86	409.52	384.93	363.54	431.43	246.91
/总营收	8.32%	7.08%	6.51%	5.68%	24.11%	22.07%

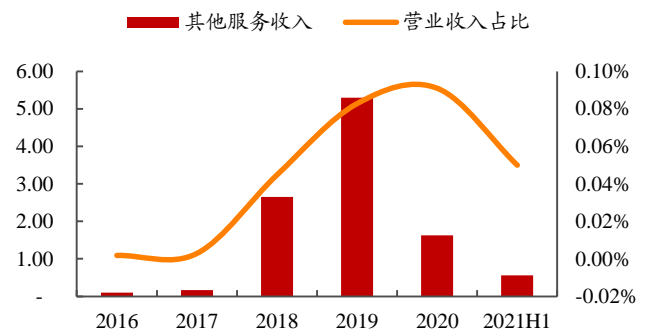
资料来源：公司公告、浙商证券研究所

图 12：公司商场销售收入（单位：百万元）



资料来源：公司公告、浙商证券研究所

图 13：公司其他服务收入（单位：百万元）



资料来源：公司公告、浙商证券研究所

表 8：公司分产品营业收入情况（单位：百万元）

分产品	2016	2017	2018	2019	2020	2021H1
商场销售（零售业务）	4,946.24	5,483.66	5,546.20	6,061.88	1,498.07	948.68
/总营收	94.37%	94.87%	93.86%	94.72%	83.71%	84.78%
毛利率	18.44%	18.65%	17.14%	16.28%	75.13%	78.01%
YOY	-3.58%	10.87%	1.14%	9.30%	-75.29%	67.42%
客房	40.11	38.17	37.55	36.92	25.11	14.55
/总营收	0.77%	0.66%	0.64%	0.58%	1.40%	1.30%
毛利率	95.17%	94.65%	91.95%	92.78%	89.51%	91.29%
YOY	-12.75%	-4.83%	-1.61%	-1.70%	-31.99%	89.03%
餐饮	0.45	0.38	0.75	0.68	0.39	0.13
/总营收	0.01%	0.01%	0.01%	0.01%	0.02%	0.01%
毛利率	62.87%	52.83%	79.84%	79.50%	77.90%	58.58%
YOY	-21.98%	-15.95%	98.34%	-10.50%	-41.63%	62.51%
其他服务	0.10	0.17	2.65	5.30	1.63	0.56
/总营收	0.00%	0.00%	0.04%	0.08%	0.09%	0.05%
毛利率	61.74%	6.49%	60.80%	54.84%	90.04%	79.40%
YOY	-64.24%	72.18%	1471.15%	100.17%	-69.28%	220.14%
广告业务	1.71	1.97	1.84	0.93	0.57	
/总营收	0.03%	0.03%	0.03%	0.01%	0.03%	
毛利率	63.48%	76.44%	60.80%	3.98%	62.73%	
YOY	-24.25%	15.50%	-6.56%	-49.69%	-38.98%	
其他	3.88	4.59	36.28	3.27	1.82	3.02
/总营收	0.07%	0.08%	0.61%	0.05%	0.10%	0.27%
毛利率	34.54%	48.42%	6.62%	29.43%	41.56%	47.98%
YOY	100%	18.13%	690.88%	-90.97%	-44.45%	

资料来源：公司公告、浙商证券研究所

3.2. 生活服务：响应消费者多元化需求，构建服务生态圈

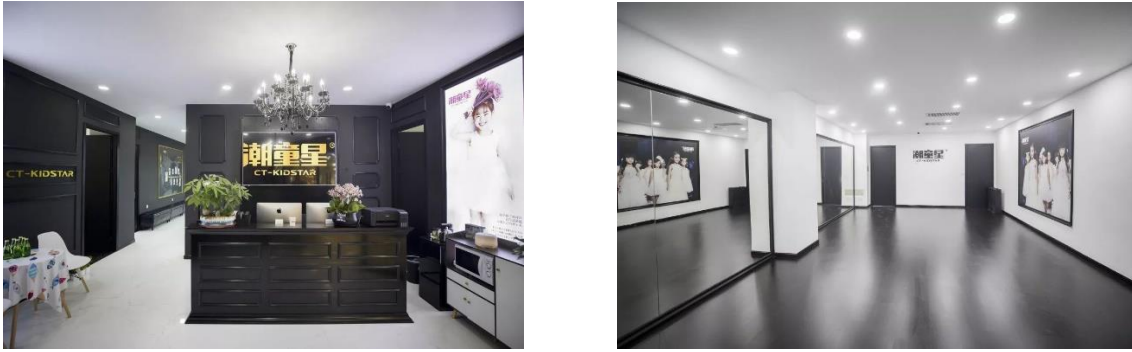
公司致力于成为以零售为核心，满足客户多元需求的优质生活服务集成商，以“零售+服务生态圈”为路径，打造现代城市智能服务和生活体验中心，并基于会员服务打造科技感、文化、时尚元素兼具的复合式生活空间。

3.2.1. 挖掘消费者需求，设立“零售+”服务项目

公司充分调研主力消费者需求，在零售商品基础上打造生活服务圈，增加顾客粘性，拉动联动消费。解百城市奥菜的目标客群为城市年轻家庭，其经营范围囊括精品购物、生活美学、新零售超市、家庭亲子、特色餐饮等方面，助力时尚品质消费。其 A、B、C 座

分别主打家庭时尚消费、城市生活体验、家庭潮流运动，为城市年轻家庭打造时尚生活空间。为响应主力客群对于儿童培训的需求，解百城市奥莱还引进松之果、天才麦丘、潮童星等儿童培训项目，为儿童提供街舞、国学、钢琴等教学课程，既完善商场服务业态，又提升了顾客忠诚度。

图 14：潮童星为儿童提供形体礼仪（儿童模特）课程



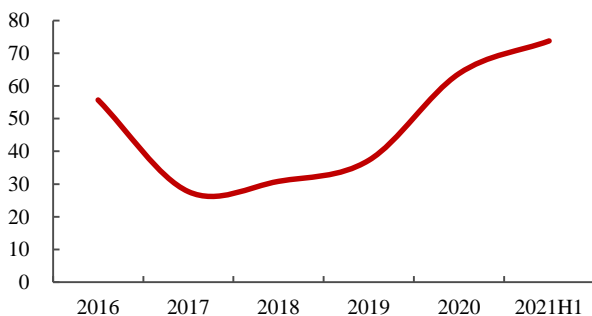
资料来源：公开资料整理、浙商证券研究所

3.2.2. 会员系统数字化升级，打通大服务产业生态圈

2019 年，公司上线会员制大数据系统，建立数字运营平台，促进会员运营智能化、数据化升级。该平台能精准分析前台服务与运行，挖掘会员需求，识别会员偏好，从而做到精准营销及改进服务，最终提升消费者满意度，增加会员粘性。2017 年母公司对会员客户进行了全面梳理，自 2019 年后，公司各类会员数量快速上升，会员销售额及占比总销售额同步上升。2020 年，各类会员数量达 63.73 万人，实现会员销售额 52.67 亿元，占总销售额的 66.26%。商场会员人数稳步提升，截止至 2021 年上半年，各类会员数量已达 73.73 万人。

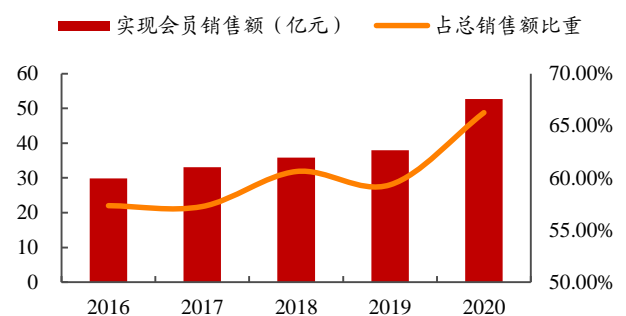
会员制对于公司全面发展具有战略意义。会员制能够帮助公司全面打通并优化零售与其他“零售+”业务板块，如医疗、体育等，将会员服务从商场辐射向其他生活业务，形成多方协同效应，构造全面大服务产业生态圈。

图 15：各类会员（VIP）客户数量（万人）



资料来源：公司公告、浙商证券研究所

图 16：会员销售额（亿元）



资料来源：公司公告、浙商证券研究所

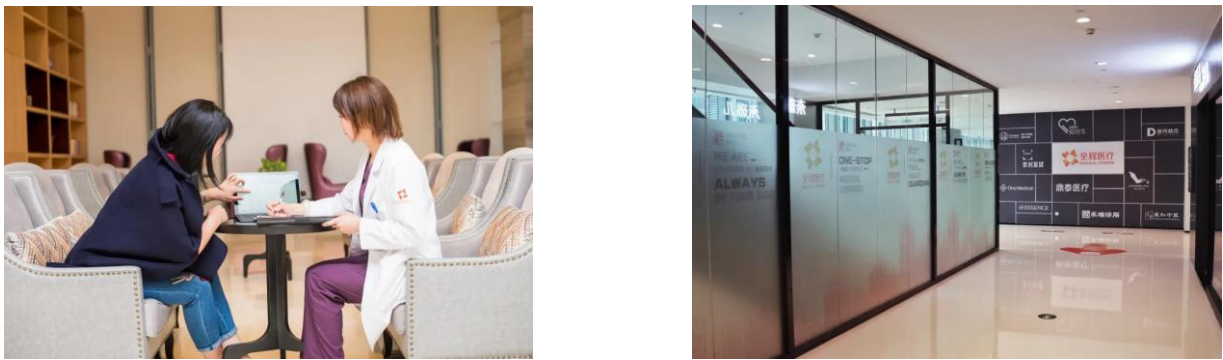
3.3. 全程医疗：布局大健康，为高净值人群提供全程健康管理项目

2017年，解百集团与迪安诊断、百大集团合资成立全程医疗。以“向客户群提供覆盖整个生命周期的全过程健康管理和医疗服务”为宗旨，全程医疗集结全科且专业的医疗团队，为顾客提供定制化的解决方案与全方位精细化的服务内容。在开业之初，全程医疗就提出要做“24小时全人全程的私人健康管家服务”。近年来，它以体检为切入点，不断推出各项健康管理包，为顾客管理体检发现的健康问题，构建全过程健康管理体系。

为满足高净值客户需求，全程医疗会提前了解客户的既往史、家族史，构建客户“健康画像”，量身定制体检套餐，再由专科医生向客户一对一解读体检报告及制定专业健康管理方案，并按照客户需求链接国内外顶级医疗资源，包括浙一、浙二、华山医院、美国梅奥诊所、克利夫兰医学中心等30余家海内外著名医院，为客户提供一站式解决方案。

2019年，全程医疗的客流量为4.5万人次。2020年在受疫情影响营业天数减少的情况下，客流仍高达7.5万人次，同比增长20%。截至2021年6月，全程医疗就诊人次同比增长36%，并首次实现半年度盈利。2021年，个人体检客户不断增长，占比超40%，且不少个人客户的客单消费已超过万元。

图 17：全程医疗 Medical Mall



资料来源：公司官网、浙商证券研究所

图 18：全程医疗全过程健康管理体系构建进程



资料来源：公司官网，浙商证券研究所

3.4. 悦胜体育：“体育+零售”，打造体育产业布局

2016年，公司投资悦胜体育经纪，以“体育+零售”为战略发展目标，开展运动培训、体育赛事开发、体育活动策略等业务，未来将开发 SPORTS MALL，形成体育产业布局，完善“零售+”生活服务圈。

2020年体育服务业产出总量为14,136亿元，占比体育产业51.6%，其中，体育经纪与代理、广告与会展、表演与设计服务产出总量为316亿元，占比体育产业总产出1.2%；体育教育与培训产业总产出2,023亿元，占比总产出7.4%，增加值为1,612亿元，增速达5.7%，体育教育与培训市场空间广阔。

2020年，悦胜体育成立Reason国际篮球学院，拥有高规格的篮球训练中心与国际篮球协会认证的教练。2021年11月，悦胜体育与杭州新东方达成战略合作，共同打造杭城体育教育板块。悦胜体育将扩大培训规模，拓宽体育培训范围，推出更多青少年体能课程，包括篮球培训、互动体能课、亲子体能课、中考体育等，向社会普及高质量体育教育，完善体育产业布局中的重要一环。

图 19: Reason 国际篮球学院



资料来源：公司官网、浙商证券研究所

4. 盈利预测与估值

公司核心营收增长主要为零售业务，即商场销售所带来的营收，2020年收入准则调整后，随着公司对旗下核心商场一系列的改造升级，零售业务毛利率维持较高水平。商场销售业务以外，公司还有客房、餐饮、其他服务、广告业务及其他业务等分产品业务，但这些业务收入总和占总营收比例较小，因此对于公司估值主要考虑零售业务部分。

公司以核心商圈优质零售百货业态作为竞争优势，通过高端定位及积极销售策略，与超60家国际超一线奢侈品牌达成合作，仅2020年旗下区域头部零售商场就新增45个省内首店品牌，后续也将持续发力，扩充高端品牌阵容。即使在疫情反复影响下，奢侈品消费并未受到影响，疫情影响下的出国限制，使得消费者只能在国内购买高端奢侈品，从而奢侈品消费回流为核心增长点，尤其重奢品类销售同比增长100%。2021年底，公司以杭州大厦为主历时三年的品牌调改焕新升级项目圆满完成，因此

预计公司主营业务商场销售（即零售业务）收入后续将逐年上升，公司以杭州大厦为核心的奢侈品销售为全省核心销售点，后续将继续为公司重奢销售业务做主要增长贡献。此外，公司零售业务以联营模式为主，近60%的营业收入来自于联营模式，联营模式收入划分以与供应商约定的分成比例进行划分，主要涉及服装、化妆品、首饰、家电等高毛利品类，该模式下公司的库存风险大大降低，并拥有稳定的收入，每年将根据销售收入情况排名调整10%-15%的品牌，保持公司零售业务收入稳定增长。

综上，公司零售业务整体稳步推进，继续探索高毛利基础下的后续增长空间。未来几年公司也将继续巩固自身区域商业零售龙头地位，在零售业务占总收入比重维持在80%，公司整体毛利率维持在80%的基础上，预计21-23年公司零售业务（即商场销售业务）实现营收15.73/18.09/20.80亿元。

表 9：公司主要业务盈利预测（单位：百万元）

	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	1,789.59	1873.35	2148.10	2467.43
YoY	-72.04%	4.68%	14.67%	14.87%
毛利率	78.77%	71.81%	72.99%	74.15%
归母净利润	266.87	381.99	418.27	441.09
YoY	13.42%	43.14%	9.50%	5.46%
归母净利率	14.91%	20.39%	19.47%	17.88%
商场销售（零售业务）	1,498.07	1,572.98	1,808.92	2080.26
YoY	-75.29%	5.00%	15.00%	15.00%
收入占比	83.71%	83.97%	84.21%	84.31%
毛利率	75.13%	60.10%	61.32%	62.39%
客房	25.11	22.60	21.47	22.54
YoY	-31.99%	-10.00%	-5.00%	5.00%
收入占比	1.40%	1.21%	1.00%	0.91%
毛利率	89.51%	88.35%	87.61%	87.97%
餐饮	0.39	0.35	0.34	0.35
YoY	-41.63%	-10.00%	-5.00%	5.00%
收入占比	0.02%	0.02%	0.02%	0.01%
毛利率	77.90%	77.90%	77.90%	78.95%
其他服务	1.63	1.30	1.24	1.30
YoY	-69.28%	-20.00%	-5.00%	5.00%
收入占比	0.09%	0.07%	0.06%	0.05%
毛利率	90.04%	93.82%	94.80%	95.54%
广告业务	0.57	0.40	0.34	0.35
YoY	-38.98%	-30.00%	-15.00%	5.00%
收入占比	0.03%	0.02%	0.02%	0.01%
毛利率	62.73%	73.38%	78.08%	81.21%
其他	1.82	1.46	1.31	1.38
YoY	-44.45%	-20.00%	-10.00%	5.00%
收入占比	0.10%	0.08%	0.06%	0.06%
毛利率	41.56%	48.87%	54.55%	56.71%

资料来源：Wind、浙商证券研究所

估值及投资建议：21/22/23 年行业平均 PE 为 12.86X/11.52X/10.71X，从同业 PE 估值来看，市场多给予区域性零售优质龙头公司以相对高的估值定价，给予综合性商业零售企业以相对高的估值定价，给予专业百货业态连锁企业以相对高的估值定价。

综上，我们预计 21/22/23 年公司总营收分别实现 18.73/21.48/24.67 亿元，yoy+4.68%/14.67%/14.87%；毛利率分别为 71.81%/72.99%/74.15%，归母净利润分别实现 3.82/4.18/4.41 亿元，yoy+43.14%/9.50%/5.46%，对应 EPS 为 0.53/0.58/0.62 元。我们认为公司“高端精品百货”的零售业务定位在区域内形成独特优势，具备后续成长动力，目前公司 21/22/23 年对应的估值分别为 12.4X/11.3 X/10.7X，拥有充分上涨空间，首次覆盖给予“买入”评级。

表 10：公司与同业估值比较 (PE)

上市公司	市值 (亿元)	归母净利 (亿元)				归母净利 YOY				PE			
		2020	2021E	2022E	2023E	2020	2021E	2022E	2023E	2020	2021E	2022E	2023E
王府井	308.02	3.87	8.80	10.34	12.01	-59.77%	127.51%	17.46%	16.18%	65.4	35.0	29.8	25.7
天虹股份	76.10	2.53	3.79	4.39	5.23	-70.51%	49.53%	15.98%	20.31%	36.2	20.1	17.3	14.4
友阿百货	45.45	1.39	2.50	2.71	2.87	-56.09%	79.44%	8.82%	5.71%	36.9	18.2	16.7	15.8
平均值										46.2	24.4	21.3	18.6
杭州解百	48.75	2.67	3.82	4.18	4.41	13.20%	43.14%	9.50%	5.46%	17.7	12.4	11.3	10.7

资料来源：Wind 一致预期、浙商证券研究所

5. 风险提示

- 1、疫情反复，线下消费恢复不及预期：**疫情反复情况下，居民消费能力易受影响，线下消费恢复情况或因此受到较大影响，不及预期。
- 2、区域零售市场竞争加剧：**公司业务主要开展区域竞争激烈，公司核心零售业务或受市场竞争影响较大，业务开展不及预期。
- 3、电商冲击：**电商对线下零售业态的冲击或将持续。

表附录：三大报表预测值

资产负债表					利润表				
单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E	单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E
流动资产	4,392	4,136	5,488	7,059	营业收入	1,790	1,873	2,148	2,467
现金	3,169	3,151	4,234	5,821	营业成本	380	528	580	638
交易性金融资产	892	443	591	642	营业税金及附加	110	54	74	102
应收账款	53	44	68	94	营业费用	367	210	270	364
其它应收款	4	3	4	5	管理费用	400	224	294	395
预付账款	107	57	79	112	研发费用	0	0	0	0
存货	46	24	34	48	财务费用	(53)	(23)	(31)	(51)
其他	121	413	479	338	资产减值损失	3	1	2	3
非流动资产	1,920	1,714	1,542	1,400	公允价值变动损益	16	16	16	16
金额资产类	0	18	6	8	投资净收益	51	51	51	51
长期投资	697	704	704	701	其他经营收益	5	4	5	5
固定资产	736	616	499	389	营业利润	654	951	1,031	1,088
无形资产	19	16	14	12	营业外收支	(3)	(3)	(3)	(3)
在建工程	3	(7)	(9)	(12)	利润总额	651	948	1,027	1,084
其他	465	367	328	302	所得税	181	275	290	307
资产总计	6,312	5,850	7,030	8,459	净利润	470	673	737	777
流动负债	2,523	1,388	1,832	2,483	少数股东损益	203	291	319	336
短期借款	0	0	0	0	归属母公司净利润	267	382	418	441
应付款项	1,039	535	754	1,073	EBITDA	727	1,027	1,093	1,131
预收账款	4	222	208	179	EPS (最新摊薄)	0.37	0.53	0.58	0.62
其他	1,480	631	870	1,231	主要财务比率				
非流动负债	14	15	14	15		2020	2021E	2022E	2023E
长期借款	0	0	0	0	成长能力				
其他	14	15	14	15	营业收入	-72.0%	4.7%	14.7%	14.9%
负债合计	2,537	1,403	1,846	2,498	营业利润	-3.8%	45.4%	8.4%	5.5%
少数股东权益	1,008	1,299	1,618	1,954	归属母公司净利润	13.2%	43.1%	9.5%	5.5%
归属母公司股东权益	2,766	3,148	3,566	4,007	获利能力				
负债和股东权益	6,312	5,850	7,030	8,459	毛利率	78.8%	71.8%	73.0%	74.1%
					净利率	26.3%	35.9%	34.3%	31.5%
					ROE	7.3%	9.3%	8.7%	7.9%
					ROIC	15.7%	20.3%	19.5%	18.0%
					偿债能力				
					资产负债率	40.2%	24.0%	26.3%	29.5%
					净负债比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
					流动比率	1.7	3.0	3.0	2.8
					速动比率	1.7	3.0	3.0	2.8
					营运能力				
					总资产周转率	0.3	0.3	0.3	0.3
					应收帐款周转率	32.4	45.6	63.0	54.3
					应付帐款周转率	0.4	0.7	0.9	0.7
					每股指标(元)				
					每股收益	0.37	0.53	0.58	0.62
					每股经营现金	0.86	-0.70	1.57	2.16
					每股净资产	3.87	4.40	4.99	5.60
					估值比率				
					P/E	17.7	12.4	11.3	10.7
					P/B	1.7	1.5	1.3	1.2
					EV/EBITDA	1.3	2.4	1.4	0.2

现金流量表				
单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	615	(498)	1,123	1,544
净利润	470	673	737	777
折旧摊销	123	127	121	122
财务费用	(53)	(23)	(31)	(51)
投资损失	(51)	(51)	(51)	(51)
营运资金变动	1,160	(1,345)	335	751
其它	(1,035)	121	11	(4)
投资活动现金流	272	456	(70)	(9)
资本支出	44	84	73	67
长期投资	16	(27)	13	1
其他	212	399	(156)	(76)
筹资活动现金流	(272)	23	31	51
短期借款	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
其他	(272)	23	31	51
现金净增加额	615	(19)	1,083	1,587

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 +20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 +10% ~ +20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 +10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“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。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。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。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

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。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 25 层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街 8 号富华大厦 E 座 4 层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心 33 层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>