

杭州解百：业绩暂时承压、多模块贡献增长新动力

——公司动态研究

核心观点

- ❖ **营收、净利双下滑。**杭州解百一季度实现营收 13.6 亿，同比下降 10.4%，系经济下滑、电商挤压及市场竞争加剧所致；归属母公司净利润 0.6 亿，同比下降 25.8%，主要受营收下滑、营业费用承压、及其他经营收益大幅下跌的影响。毛利率较去年同期有轻微增长，增加 0.42 个百分点至 22.6%，证明经济疲软情况下公司商品结构持续提升。公司营业费用(包括管理及销售费用)较上年同期减少了 3.5%，但两者之和占收入比重较去年同期增加了 0.85 个百分点至 12%，运营承受压力。其他经营收益大幅下跌 122% 至 -206 万，进一步加剧了净利润的下滑，而归属母公司净利率与 2015 年同期相比下滑了 0.93 个百分点至 4.4%。
- ❖ **多模块齐头并进、相互融合。**零售模块：继续服务高净值客户，满足多元化消费需求，实现差异化经营。今年 8 月开业¹的杭州大厦 501 广场有望成为营收新动力；同时 G20 的举办和上海迪士尼的开业也会为杭州带来足够关注和丰富的旅游人群，公司将充分享受溢出效应。此外，管理层运营能力、业绩压力、及年薪激励均处于较高水平，16 年营收增长可期。健康模块：以 medical mall 形式为高净值消费者提供覆盖整个生命周期的健康管理，对接优质医疗资源，打造 24 小时家庭医生，进行差异化经营，建立客户粘性，将于今年下半年开业²。体育模块：悦胜体育主营体彩销售和场馆运营，作为体育产业平台，有对接更多资源的预期，且杭州未来将承办多想国际及国内大型赛事，公司有望享受产业迅速扩张的红利。相互融合：公司布局大健康和体育产业，两个产业的相关服务和产品可以成为商业内容对商场进行填充，反哺传统零售业，并建立一站式消费。
- ❖ **国企改革值得期待。**杭州解百作为控股母公司杭州商旅旗下唯一上市公司，平台价值明显，有进一步资产重组的预期；且资产注入是国企改革阻力最小的方式，是提高资产证券化率的主要途径。杭州大厦被收购以后，其核心管理层加入杭州解百，随着国企改革进一步的深化，内部协同效应将在管理和经营方面逐渐加强；母公司杭州商旅旗下已形成商业零售、餐饮服务、宾馆酒店、旅游服务、文化创意等六大板块，这些板块的相关产品和服务有望成为商业内容，对商场进行填充，满足多元化消费需求，实现差异化经营。

冯钦远 执业证书编号：S1100513040002
研究员 8621-68416988-217
fengqinyuan@cczq.com

寇媛媛
联系人 8621-68416988-216
wangyanru@cczq.com

川财证券研究所

成都
高新区交子大道 177 号中海国际
中心 B 座 17 楼，610041
总机：(028) 86583000
传真：(028) 86583002

¹ “未来商业的谋变——大服务业融合”大会召开 <http://news-hzrb.hangzhou.com.cn/system/2016/04/25/012972354.shtml>

² 杭州第一个“Medical Mall”落户 501 城市广场 http://hzdaily.hangzhou.com.cn/mrsb/html/2015-11/26/content_2132381.htm



一季度营收、净利双下滑

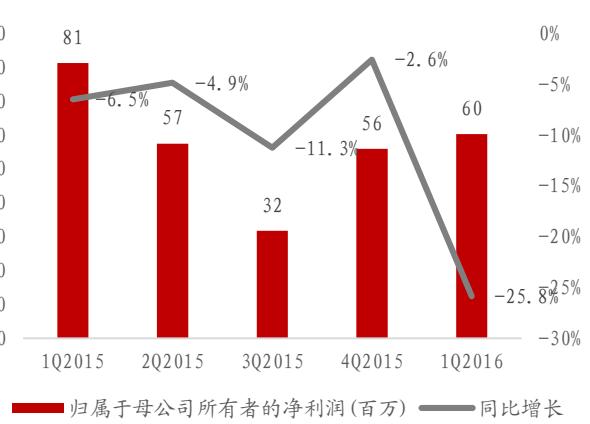
杭州解百一季度实现营收 13.6 亿，同比下降 10.4%，系经济下滑、电商挤压及市场竞争加剧所致；归属母公司净利润 0.6 亿，同比下降 25.8%，主要受营收下滑、营业费用承压、及其他经营收益大幅下跌的影响。毛利率较去年同期有轻微增长，增加 0.42 个百分点至 22.6%，证明经济疲软情况下公司商品结构持续提升。公司营业费用(包括管理及销售费用)较上年同期减少了 3.5%，但两者之和占收入比重较去年同期增加了 0.85 个百分点至 12%，运营承受压力。其他经营收益大幅下跌 122% 至 -206 万，进一步加剧了净利润的下滑，而归属母公司净利率与 2015 年同期相比下滑了 0.93 个百分点至 4.4%。

图 1：营业收入及同比增速



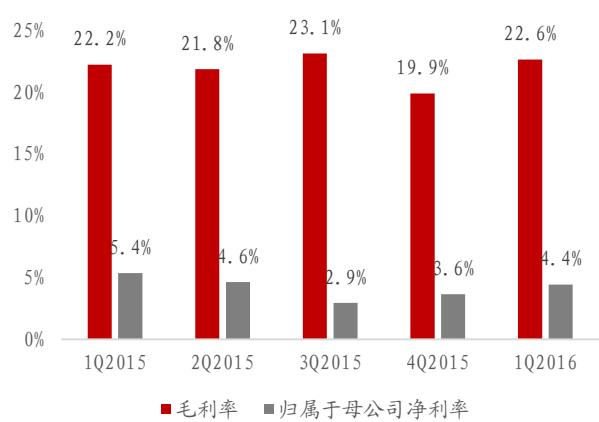
资料来源：杭州解百、川财证券研究所

图 2：归属母公司净利润及同比增长



资料来源：杭州解百、川财证券研究所

图 3：毛利率及归属母公司净利率



资料来源：杭州解百、川财证券研究所

图 4：营业费用及同比增长



资料来源：杭州解百、川财证券研究所



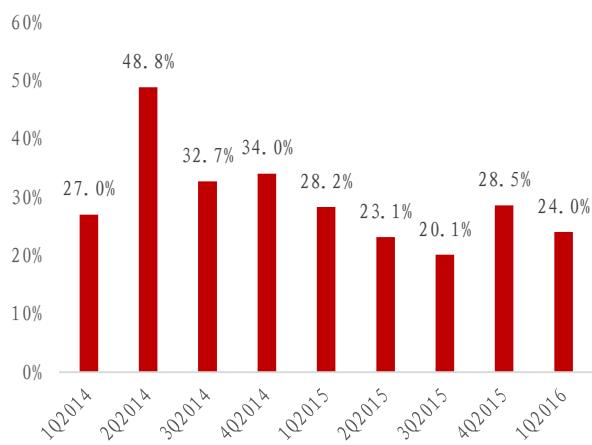
多模块齐头并进、相互融合

增长新动力抵御零售市场寒冬

零售承压。全国百家重点大型零售企业商品零售额 2016 年第一季度同比大幅下降 4.8%，其中传统百货零售比重比较大的商品品类，如服装、化妆品、金银珠宝类增速分别下滑 5.1%、0.5%、22%，较上年同期回落明显。

公司商场零售额受季节性因素影响，通常第一季度和第四季度的营业收入和净利润占全年比例较大。根据公司 2015 年年报披露，2016 年经营目标为：营业收入 56.63 亿，归属母公司净利润 2.07 亿元，基于这两个数据，2016 年一季度营业收入和归属母公司净利润占全年比重分别为 24% 和 29%，稍低于同期其他年份，有运营压力。

图 5：各季度营业收入占全年比重



资料来源：杭州解百、川财证券研究所

图 6：各季度归属母公司净利润占全年比重



资料来源：杭州解百、川财证券研究所

打造“购物+社交+体验”的服务平台。国内商业综合体供大于求，商业竞争日趋激烈，差异化经营迫在眉睫，否则就会进入同质化的价格战。自 2015 年初公司起对旗下主要购物广场重新布局，积极构建“购物+社交+体验”的服务平台，目标将商场打造成满足多元化需求的服务集成商，从单一提供物质化商品平台延展至提供生活质量和精神需要的平台。杭州解百集团作为上市公司，负责战略管控，旗下主要门店杭州大厦和杭州解百是两大利润中心，负责提升业绩。

2016 年 1 月解百购物广场中 C 座“新元华”开始试营业，门店内部没有传统商场千篇一律的布置，而是刻意模糊各分类的界限，引入各类服务类供应商，包括健康、运动、医疗、婚庆、育儿等；同时，引入影院花市、咖啡、精致料理等配套设施增加客户的愉悦感。此外，公司对杭州解百购物广场中 A、B 座也进行了重新定位，希望借力女性消费和快时尚增强聚客能力。公司对杭州大厦也将进行重新定位和主业调整，在延续高端定



位的基础上，进一步强化奢侈品的集群化和尖端化，将“亲子家庭”、“健康运动”、“现代生活”引入产业链。公司积极构建服务平台，转型为服务运营商，为消费者提供增值服务，实现体验带动消费。

管理层运营能力、业绩压力、及年薪激励均处于较高水平。收购完成后杭州大厦核心管理层正式加入杭州解百，该管理团队经验丰富，曾领导杭州大厦引入杭州第一批奢侈品品牌，定位高端百货。自2007年开始，一直蝉联全国百货单店销售、利润排名第一，于2011年才被北京星光天地超越，证明了该团队卓越的眼光和运营能力。

杭州大厦营业收入约占杭州解百集团的75%左右，杭州大厦在资产重组时对母公司杭州商旅有承诺条款，2016年净利润不得低于2.7亿元，否则以重组中取得的杭州解百的股份对母公司进行补偿，公司管理层有业绩压力，势必努力提高营收水平和运营效率。

此外，公司作为国有控股企业，管理层年薪远高于同类公司，董事长税前年薪超400万，核心管理层平均税前年薪超100万，管理层有足够的激励积极探索新的商品结构、毛利结构、以及服务形式和能力，增加公司核心竞争力并提高公司运营能力。

增长新动力

➤ **储备项目之一501城市广场**将于今年8月开业，成为杭州解百集团营收增长新动力。501广场位于杭州东城的庆春商圈，该商圈以商贸商务功能为主，商务写字楼较为集中，且处于两条地铁交汇处，人流量较大。501广场积极尝试“跨界+场景+平台”的商业逻辑，以25-30岁中产阶级女性为目标群体，将延续杭州大厦精致、品质的定位，并融入更多生活的概念，以场景化、个性化、互动化走更适合都市白领和年轻家庭的轻奢生活线路。从内容看，里面将会有高端医疗会所，健身瑜伽、美容SPA、医疗美容、月子医院等。从布局来看，一层是一个室外花园，设有咖啡和甜点；二层的主题是“艺术生活”，将会举办各种文艺展览；三层是潮流CLUB和个性化潮牌；四层为儿童游乐中心、家庭餐饮等。501购物广场主打特色化经营、个性化服务、智能化零售和舒适化环境，定位有较高消费能力的都市白领，有望成为杭州解百营收增长的新动力之一。



图 7：杭州大厦 501 广场效果图



资料来源：百度图片、川财证券研究所

➤ **G20 与迪士尼是短期营收催化剂。**上海迪士尼乐园将于今年 6 月 16 号正式开业，仅 2016 年参观人数预计区间为 1200-2000 万，且以中青年消费群体为主，这将为以上海及长三角区域带来丰富的旅游消费人群，客流量的溢出效应有望提振公司收入。杭州将于今年 9 月举办 G20（二十国财政部长和中央银行行长会议）峰会，对杭州影响力及国际地位有重大提升，有利于打造城市品牌，将推动杭州的旅游休闲业迅速发展，公司作为杭州百货零售的龙头企业，且其主要门店位于西湖周边最繁华的商圈，将充分享受溢出效应。

国内首家高端私立医疗 Medical Mall

2015 年底杭州解百与迪安诊断和百大集团合资设立了杭州第一个 medical mall，浙江颐和国际健康管理有限公司，位于 501 广场其中的一栋写字楼，占地 28 万平方米，预计今年下半年开业。浙江颐和采用“D2B2C”的商业模式，将优质客户群体与国内、新加



坡及日本的顶级医疗资源进行对接，并引入先进的医疗设施设备，专注于为高净值客户提供覆盖整个生命周期的健康管理。同时打造 24 小时家庭医生，关心个体差异，建立客户粘性。此外还设有转诊中心，必要时打通转诊通道。浙江颐和将建立或引入成熟专业化的健康服务机构，目标覆盖多个科室，实施内部差异化经营，实现集群效应和资源共享。浙江颐和的高净值客户遍布全省，且由于三、四线城市医疗结构性问题更为凸出，需求较一、二线城市反而更大，前景广阔。此外杭州解百设立 medical mall 能够积累医疗资源，需要时可以对商业零售实现内容填充，目前杭州解百已在旗下主要门店引入各医疗品牌实施差异化经营，满足多元化需求。

图 8：浙江颐和“D2B2C”的商业模式



资料来源：百度图片、川财证券研究所

悦胜体育有对接更多资源的预期

2016 年初杭州解百出资认购杭州悦胜体育 65% 的股权，悦胜体育原为杭州市体育发展集团全资子公司，主要运营体彩销售和场馆运营。未来杭州市将承办多项世界级体育赛事，悦胜体育作为平台，有对接更多的资源的预期，尽享体育产业扩展红利。同时，彩票及体育相关商品也有望作为商场填充内容，实现对传统零售业务的反哺。

亚洲规模最大的综合性运动会-亚运会将于 2022 年在杭州举行，此外，杭州还将举办多项国际赛事，包括 2017 年的全国大学生中学生运动会、2018 年的世界短池游泳锦标赛、2019 年的首届东亚青年运动会、以及 2020 年的世界游泳大会和全国农民运动会。大型



赛事举办前后有望对举办城市的消费和旅游有强大的提振作用，增速可能远超平均水平。此外，杭州市、区两级每年举办不同规模的群众性体育赛事达 600 余场。随着杭州举办越来越多在国际上有影响力的大型综合体育赛事和群众性休闲赛事，体育经济会逐渐形成，成为带动经济发展的新动力，公司积极布局体育产业，有望享受产业迅速扩张的红利。

国企改革值得期待

上市公司平台价值明显，有进一步资产重组的预期。目前浙江省资产证券化率约 40% 左右，浙江省国资委提出花 3-5 年时间，实现省属企业国有资产证券化率达到 75% 左右。受到资本市场异常波动的影响，IPO 暂缓，杭州解百的上市公司平台价值明显，有进一步资产重组的预期，且资产注入是国企改革阻力最小方式，有可能成为提高资产证券化率的主要手段。

协同效应进一步加强。杭州大厦被收购以后，其核心管理层加入杭州解百，随着国企改革进一步的深化，内部协同效应将在管理和经营方面逐渐加强。母公司杭州商旅旗下已形成商业零售、餐饮服务、宾馆酒店、旅游服务、文化创意等六大板块，这些板块的相关产品和服务有望成为商业内容，对商场进行填充，满足多元化消费需求，实现差异化经营。



分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉尽责的职业态度、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，并对本报告的内容和观点负责。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

投资评级说明

证券投资评级：

以研究员预测的报告发布之日起 6 个月内证券的绝对收益为分类标准。

买入：20%以上；

增持：5%-20%；

中性：-5%-5%；

减持：-5%以下。

行业投资评级：

以研究员预测的报告发布之日起 6 个月内行业相对市场基准指数的收益为分类标准。

超配：高于 5%；

标配：介于-5%到 5%；

低配：低于-5%。



免责声明

本报告由川财证券有限责任公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告仅供川财证券有限责任公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断，该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，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波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供投资者参考之用，不构成所述证券的买出价或征价。该等观点、建议并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司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头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的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。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“川财证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：J19651000。