

# 银泰商业 (1833. HK)

## 全渠道转型初具雏形，估值具备吸引力

分析师： 欧亚菲 S0260511020002



020-87555888-8641



oyf@gf.com.cn

分析师： 洪涛 S0260514050005



021-60750633



hongtao@gf.com.cn

### 核心观点：

#### ● 渠道快速扩张导致业绩低于预期

2014年公司实现营业收入56.8亿元，同比增长15.9%，同店收入下滑3.3%。全年实现销售总收入(GSP)158.1亿元，同比增长0.8%，其中特许专柜销售总收入135.6亿元，同比增长0.4%，直接销售收入16.7亿元，同比下滑7.6%，租金收入5.43亿元，同比增长55.4%。因调整会计政策，报告期内公司实现归属母公司净利润为11.2亿元，同比下滑29.7%，合全面摊薄每股收益0.50元，公司业绩低于预期。

公司全年新增8个项目，共计建筑面积82.3万平方米，同比增长46.3%，同时8月-11月之间对武林总店和西湖银泰店进行改造。上述因素导致公司人工和租金成本大幅增长20.6%和40.7%，下半年业绩压力超过预期。

#### ● 与阿里巴巴合作向大数据驱动消费解决方案提供商转型

2014年7月阿里巴巴以认购16.61亿港币股权及37.06亿港元可转债的形式完成对公司战略投资。募集资金将用于全渠道零售体系的打造和线下门店的扩张。同时公司与阿里巴巴成立合资公司以发展百货、购物中心以及超市有关O2O业务。银泰未来的目标是成为大数据支持的消费解决方案提供商。银泰将逐步建立全渠道销售生态，完善包括实体店、银泰网、线下体验店等现有销售平台，同时引入互联网技术和理念实现O2O整合。银泰希望在新业务的开发，单品管理的实施，以及在营销推广，库存物流等各方面实现数字化的转化，从而推动经营效率的大幅提升。

#### ● 全渠道转型初具雏形，当前估值具备安全边际

尽管短期扩张速度较快将对15年业绩形成压力，但公司拥有行业内优质高端物业，顾客资源充沛，有着丰富的顾客服务和营销经验，从传统零售到体验式一站消费的转型启动早也较为成功。直营买手模式对于利润率的提升也值得期待，引入大数据基础之后，银泰在单品管理，零售上下游整合，顾客行为分析等方面的表现都有望进一步优化。公司14年通过回购和派息支付现金10.3亿港币，占当前市值的10.1%，我们认为这给予公司股价良好的安全边际。我们预计公司2015-16年每股盈利为人民币0.46、0.53元，目前股价对应8.5、7.4倍市盈率，买入评级。

#### ● 风险提示

新店培育低于预期，和阿里巴巴合作进度、全渠道转型成效低于预期。

### 相关研究：

商业贸易行业:聚美转型阵痛结束，发展思路修正，借道海外购二次创业	2015-03-18
商业贸易行业:京东供应链竞争力凸显，移动端+扩品类+沉渠道助力GMV高增长	2015-03-04
商业贸易行业:途牛超预期高增长延续，垂直龙头地位越发巩固	2015-03-04
商业贸易行业:电商中概股3Q14综述：品类渗透加速，移动端策马奔腾，行业探花之争花落谁家？	2014-12-02

## ● 核心观点:全渠道转型初具雏形, 当前估值具备安全边际

尽管短期扩张速度较快将对15年业绩形成压力, 但公司拥有行业内优质高端物业, 顾客资源充沛, 有着丰富的顾客服务和营销经验, 从传统零售到体验式一站消费的转型启动早也较为成功。直营买手模式对于利润率的提升也值得期待, 引入大数据基础之后, 银泰在单品管理, 零售上下游整合, 顾客行为分析等方面的表现都有望进一步优化。公司14年通过回购和派息支付现金10.3亿港元, 占当前市值的10.1%, 我们认为这给予公司股价良好的安全边际。我们预计公司2015-17年每股盈利为人民币0.46、0.53元, 目前股价对应8.5、7.4倍市盈率, 买入评级。

### 一、2014年经营回顾

#### (一) 武林店和西湖店的改造

公司2014年对两个主力门店进行了改造。第一个是武林店, 武林店是很长时间具有高增长的一个门店, 约23亿基数, 近4万平方米。为了让这一个高基数的门店继续增长, 在去年大胆地进行了全馆的翻新, 将方向是将物理距离不较近的门店(百大店和武林店)合并成同一家, 在短期内销售可能会受到影响, 因为同质化的品牌销售本来已经超过72%, 所以这方面的销售会有部分下降。主要的改进是弱化品牌的形象, 突出商品本身的内容, 消费者的动线是由商品内容为主导而非品牌。实施的效果十分好, 品牌数量大幅增加, 销售额也上涨, 客户体验得到了很大提升。在高基数上的时尚百货店取得了很大的成功, 以后会将这一模式扩展到其他高基数百货门店上。

	面积	品牌数	销售对比(2015/1/1-2/28)	改造后优势
改造前	1,044	37	2,154万元	卖场采用弧线造型, 通透性更强。在保证商品陈列数量的同时, 卖场整体视觉感更优整体形象有了大幅的提升
改造后	1,391	43	2,484万元	

数据来源: 公司业绩发布会、广发证券发展研究中心

第二个是西湖银泰百货经过92天的全馆闭馆改造, 改成了购买中心模式银泰城, 调整后联营面积和租赁面积的比例调整为53%: 47%, 之前为69%: 31%。银泰城的主要变化有以下几点: 第一动线有了很大的调整, 改变了原来传统百货的动线。第二联营扣点商品类减少, 使得联营扣点的销售减少16%, 腾出来的面积每平方米销售面积得到了两位数的增长。经过改进以后, 客户群的结构发生了变化, 年轻人增加了, 同时段客户量同比得到了32%的提升。

	2014年开业后55天	2015年1-2月
毛利额坪效同比	同比增长12%	同比增长21%
租金坪效同比	同比增长34%	同比增长34%

客流同比	同比增长 89%	同比增长 37%
联营品牌	减少 200 个销售下滑品牌，现 400 个品牌（并且新引入适合门店客流的潮流，高性价比品牌）	新进品牌与撤柜品牌相比，毛利坪效同比增长 25%

数据来源：公司业绩发布会、广发证券发展研究中心

这两个门店的改造都是在业绩有一定压力下，所进行的很大胆的举措，最终的效果得到了客户的认可。这两种改进方式未来会继续应用到高基数和大面积的百货店之上，来获得营业额持续的增长。

## （二）主要经营指标的分析

集团的客单价也在逐步地提升，2014 年客单价为 526 元，增长 5.8%，使得客流量和交易笔数下降的时候，可以用客单价来作出弥补，但同时公司也意识到未来无法依靠客单价的提升来保持持续的销售增长。

团购卡销售 2014 年增长 4.414% 也没有达到年初预定的目标，原来的目标是在销售额总增长的基础上高出 10%，这一目标前面五年都做到了，但今年没有达到这一目标，主要是来自对公业务的减少。公司通过线上线下的互动吸引了普通人对团购卡的购买，弥补了因反腐而导致企业购买方面的损失，以后也会继续朝这一方向努力，按现在趋势看来在未来可以维持一定的增长 2014 年公司 VIP 客户人数达到 200 万，销售占比为 53%，但我们认为 VIP 客户不是数字增长得越高越好，这个逻辑跟客单价的逻辑是一样的，不多解释了。

**地面零售客流下降的主要原因，还是因为线下零售无序地扩张，这一情况已经发生了两年，而且这一情况预估还会继续维持两三年，因为在建的门店不可能停下来。很多非零售行业的企业建造出的零售面积也在不断地开业，这一项的压力对实体零售产生的压力将会持续 3-4 个季度。（备注：我们认为今年下半年压力，供给给行业造成压力将逐步下降）。**

在线销售也对我们门店的销售产生了压力。我们现在的措施是把精力放在商品上，放在营运、客户的服务和转化上。另外，把商品、客户和营运场景数据化，给客户带来便利，也使得营运效率得到提升。过去和未来都尝试跟客户直接产生社交和娱乐和互动，用电视台全程直播，并在新媒体上进行双向的沟通，给客户带来沟通和娱乐的效果，提升用户粘性。

今年看到阶段性的销售得到了大幅度的增长，由两方面的原因造成。一方面是我们采取了与顾客进行双向互动的措施取得了效果，另一方面也是因为平时无序的小型促销活动得到了一定的减少。毛利率的提升也有赖于平时促销次数和力度的减少。在经济有压力的情况下，大部分零售商采取了增加促销的措施，而我们却反其道而行，最后获得了不错的结果。以后仍会作出一年三次的大型促销，并保持 11 月搞大型购物节。

新开门店的亏损也比原来的预期要多，2013-2014 年新开门店总计亏损 3.2 亿。同时门店所需要的培育期拉长。

全渠道转型 2014 年还是按照原来的时间表来推进。去年开放的闺蜜圈现在也开放了男闺蜜的加入，是新潮的表现。数据显示已经产生了 9 亿的销售，占 VIP 销售的 9.6%，客单价也是 VIP 平均购买单价。银泰网截至现在已经超过 700 万会员，之前一年主要还是在数据的测试上，通过不同方式与客户进行互动，积累了大量的客户消费模式数据，以后会加大对这方面数据的利用。银泰网与客户的互动渠道有，

PC 客户端，手机客户端，银泰宝还有闺蜜圈，这些交流渠道都是活跃用户过百万，下载量达到两三千万的数量级。

**单品管理上**，自 2012 年开始推进这件事，2013 年与供应商开展实质性互动，去年开始推进得比较好，完成了普通零售业同行不太可能完成的工作，**完成度达到 43%**。初期的效果是库存管理有效化，另外也给柜内收银打下了基础，使得柜内收银达到两千个专柜，对于提升客户的体验和减少逃单起了很重要的作用。这一项举措将在门店里继续推广，并普及到所有精品门店一半左右的专柜。

**2015 年拟新开三个门店分别位于浙江、安徽和湖北**，两个属于自有门店，一个是自建门店。自建门店是跟合作伙伴大型国企进行交换，项目里的酒店、住宅和写字楼全部交给国企，而购物中心则由银泰经营。宁波项目是收购的，装修花费 5000 元一平米，地面铺设 12 毫米厚的大理石。荆门店是租赁的，基本是这样的开店计划。16、17 年可能继续开新的门店。

### （三）银泰网的定位和在集团中的作用

2014 年截至现在整个 B2C 平台市场有规模的几家已经成型，如果我们一味地去扩张规模，我们只能烧更多的钱，亏更多的钱。现在 B2C 平台市场的现状可以分两点来概括，用户和品牌。品牌方面同质化十分严重，不管是京东的服装平台，天猫，唯品会。品牌的同质化主要表现为三种形式，第一是纯互联网品牌，第二是线下过气品牌，第三是知名的规模品牌。同质化严重的后果就是打价格战。在用户方面，B2C 平台上的用户忠诚度十分低。针对这些低忠诚度的用户，如果不进行价格战，用户的复购率和用户粘性将越来越低。用户的低忠诚度以及品牌的同质化是整个 B2C 平台市场的现状，也是银泰网的现状。

银泰网 2010 年 10 月份成立到现在，一直在默默尝试脱离银泰体系，自行独立招商和独立运营。然而，现今 B2C 平台市场上最缺的是品牌和用户，而银泰百货本身其实牢牢地掌握了这两类的资源，拥有近几十家的百货门店和购物中心，这些门店拥有大量优质的品牌商，而这些品牌商大概 70%-80%从来没有进行过线上销售，没有在现有的 B2C 平台上出现，而我们此前没有很好地利用到这些品牌商。在用户方面，通过 17 年的运营，银泰积累了大量的忠实用户，这些用户达到了百万级，且具有较高的忠诚度。其实这些客户都已经完全接受了线上消费的模式，但痛点是他们在愿意在线上购物的同时却找不到自己想要购买的品牌，只能去百货公司进行选购。但因为平时工作的忙碌，下班去百货公司的时候百货公司已经不进行营业，因此这方面的购物需求得不到满足。因此我们在 10 月底的时候对银泰网进行了重新**的内部定位—做银泰的网**，以充分利用背后银泰百货所拥有的用户与品牌资源。为了利用好这两块资源，银泰网将进行以下两项工作：

第一，通过 O2O 把线下百货门店的供应商的商品在线上进行销售，在银泰网、天猫的银泰百货店甚至未来拓展到京东的服装服饰店和一号店，帮供应商做更多的生意。银泰网具有 5 年以上的线上营销的经验，因此在这方面可以给供应商在线上运营提供很大的帮助，协助供应商在未来进行全渠道的开店以卖出更多的货品，实现 24 小时不打烊。

第二，今年将大力发展移动端，以充分利用银泰现有的客户资源。移动端现今整体的下载量已达几千万，今年的目标是提高用户的活跃度，通过移动端给客户购物带来便利，同时也提升自身的经营业绩。

第三，发展跨境电商业务。银泰网已经有 4 年的名牌商品的采购经验，得到了两方

面的优质资源。第一是海外供应商，供应商在这4年中与银泰网进行了良好的深度的合作。第二是名牌商品的顾客资源，这些用户原来因为一般贸易的限制，只能买到上一季的名牌商品，虽然价格比较优惠，但用户还是希望能够买到最新的商品。现在我盟能够通过跨境电商业务，为用户提供海外最新商品。2014年5月份，银泰网成为首家与海关对接的电商平台。2015年的3月16号，我们正式启动了银泰的O2O项目，现今武林百货的商品已经通过系统成功地对接到银泰网上和移动端上。

银泰网在2015年有三个工作重点1. 利用好银泰的优质顾客和优质供应商，通过移动端为顾客提供更优质的服务 2. 做好最近4年一直擅长做的东西—一般贸易 3. 跨境电商

## 二、提问环节

### (一) 广发分析师提问

**1、总理今年提出了互联网+的计划，促进线上线下的融合。那么互联网巨头跟传统的线下商业巨头的合作究竟对传统渠道产生一些怎么样的实质变化？最终体现在货币化收入方面会产生什么样的影响？能否把这方面的逻辑梳理清楚？**

答：国务院的具体指示是，服务变重，资产变轻。服务变重在互联网+的情况下，适应的是像85后90后这类互联网原住民，他们不会区别线上线下，他们觉得在线是天经地义的事。在今后，业务完全没有互联网端的话，8590后的消费者就会觉得十分奇怪。O2O是今后发展的一个大趋势，2014年底之前没有开始做O2O的公司今后不能成为大公司。为了做到让客户完全认同我们的产品逻辑，有一点是肯定的，我们在这一项上的努力肯定会站在行业的前端。等到互联网原住民成为消费主力之后，没有升级换代的公司将会遇到巨大的困难。互联网与实体相结合的模式，肯定是零售的未来，也是其他行业的未来。我们在短时间内完整地说清楚这方面的逻辑很难，但是可以确定互联网原住民在消费能力方面肯定会大大增加，这就是我们做这些事的核心理念。

**2、银泰在商品数字化方面的速度感觉还是慢于同业，银泰作为传统企业面临互联网改造的过程中还是面临一定的问题，我们在团队在这一块的能力在执行层面在门店方面是否跟我们的预期还是存在一定差距？能否给一个商品数字化方面的时间表？**

答：的确，高层级人员还是有这方面的想法，但是在执行层面上存在差距。我们追求几乎零成本零手工干预线上线下融合的系统，我们的OPC是全自动的，我们要做到极致，里面必须没有任何的手工干预和成本。下一步是完成多店的自动配售系统，我们最先进的同行业没有做到这一点，他们也是手工录入操作，然而在互联网的情况下任何一个环节新增的动作的会产生一个巨大的成本，所以这就是我们遇到的困难，但是我们会努力。我们现在60多个品牌已经上线了，零手工干预及几乎零成本，这是我们的巨大优势。完成的时间表很难确定，主要是供应商的教育工作实在太难，专销员的低素质也在此过程中造成了很大的阻碍，因为他们大多只是高中毕业生。

### (二) 其他分析师提问

**1. 银泰业绩的主要压力来自新店的亏损，新店很多都处于亏损状态，而上年很多新店都在年末开业，是否意味着今年的亏损压力会更大？是否需要检讨一下未来扩张策略？**

答：去年及前年开的新店中亏损压力比较大的包括海宁、唐山、温岭、临海、柳州店，亏损趋势得到明显缓解并处于上升趋势的新店是小寨、合肥和绍兴。今年能够获得盈利的应该是武汉和乐清店。整体上来说，公司还将按照以往保守的风格进行扩张，今年还将继续开新门店，预估新店亏损与今年持平，总额在3亿左右。

**2. 公告上公布40%派息率，其中包含了大量投资收益，能否请管理层重申一下会计政策，未来是否会把这些物业升值的非现金收益通过现金的方式继续派送给投资者？**

答：派息上在上市的时候已经承诺每年百分之30以上的股息。股息中没有把利润分类，原因主要是因为管理层不能跟股东算小账，所以大方向是给股东适当的回报，不太会去区分利润的来源。派息时间节点上，按照以往的方式中期先派，末期再根据情况再派剩下的部分。董事会还是会按照既往的派息政策往前走。如果未来突然获得非主营业务的大笔收益，到时候再根据情况作出特别的处理。

**3. 苏宁去年作出一个创新，把物业先出售再租回，银泰有没在这方面采取类似的措施，把此前的hidden value释放出来，给股东创造更大的价值**

答：正在做。

**4. 14年公司在业绩方面包括一些住宅的出售收入，公司过去也有因为历史原因把一些商业综合体进行了出售，请问现今的业务板块是否会长期持续下去？**

答：住宅收入未来将不会是常态收入。1833是一个卖服装卖化妆品的公司，不是卖住宅的公司。但是在取得生产资料的过程中会采取不同的形式，包括租赁、购买和整体开发，在这一过程中就会产生跟主营业务不是太相关的资产处置。其他的处置都放在处置收益里头，非经营资产会放在收入里面。要明确一下，一个是短期，一个是非主营业务，我们不会再这方面作出更多的关注，也不会有新的增长产生。

**5. 陈总在集团不同业务板块承担了不同的责任和不同的职位，请问陈总对以后业务重点会放在哪里？**

答：主要精力还会花在上市公司上。银泰商业集团的管理上还是不错的，在团队建设、门店改造、基础管理这些年做得都很扎实，也没有出过重大的事件，包括财务风险、经营风险。最主要的精力将会放在业务创新方面，因为传统业务的管理上已经比较规范。

**6. 了解到公司在跟阿里巴巴进行合作，能否讲一下跟阿里巴巴的未来合作设想？**

答：在去年阿里合资以后取得了一定的进展。第一，以商圈客户服务为核心目标的互联网产品上取得了突破性进展。产品已经上线了，起的名字叫“瞄街”，在我们银泰长期作了大规模的试验，数据也给了另外四家购物中心，不是银泰内部的购物中

心。所以他的目标一开始就不是仅为银泰服务的目标上，而是为全行业的以客流服务为目标的商业综合体上。第二方面就是商品数据化，去年做成了武林店的上线工作，虽然只有60个品牌，但已经实现了发货配送收款全过程自动化，下一个目标实现多店联动。跟阿里的合作主要集中在这两方面，未来将继续研发相关的产品。

## 7. 沈总希望分享一下未来对公司发展的规划

答：公司股价在市场上的表现非常地不好，所以管理层压力非常大。虽然横向与同行对比其实表现差不多，但是银泰最近一两年还是作出了很大的努力。银泰还会在三个方面下工夫。

第一，在现有门店上作出更精细化的管理，把门店经营好，过往对门店的改造取得了很好的反响，甚至引来了其他业界人士去银泰改造的门店进行参观学习。因此，未来银泰在改造方面还会下更多的功夫。

第二，让新开的购物中心尽快盈利。因为物业规模比较大，肯定需要培育过程。武汉、小寨和乐清开店不到一年，估计今年也能开始盈利。虽然报表看上去很难看，但我们有信心让这些亏损的新店尽快地扭转局面，尽早盈利。

第三，在业务创新上下功夫。与同行业相比，银泰百货已经在业务创新上下了较大的功夫，结合互联网的发展尤其是移动互联网的发展我们确实做了很多产品。去年跟阿里合作应该也说是非常紧密的，因为我们是股权上的合作，银泰团队方面跟阿里的合作还是非常多的。我们展望未来在创新业务方面能够取得快速的成长，需要有更好的产品作出支持。因此在未来我们会在产品创新上花更多的功夫。我们希望我们的产品能够不局限于我们银泰集团内部，希望也能够其他同业上有更大范围的应用，这些产品也会对我们产生更多的价值。

在资产处理方面，其实我们一直在做，今年我们有很多计划，已经在考虑进一步进行轻资产化，争取在今年能作出一个比较大的改变。

在管理方面，目前公司内部管控方面还是很扎实，人才培养、精细化管理、商品管理。新产品创新业务的推广此前还是集中在杭州，希望通过人才培养把新产品复制到集团所有的企业，这方面要下更多的功夫。

## 8. 去年经营环境压力的确比较大，但是百货这一块的盈利能力还是维持住了。除了以上提到的在创新板块上的计划，管理层在传统百货方面对未来规模的成长是否有期待？是否存在可以深耕的地方？未来我们期待银泰成员收入规模和盈利能力应该达到什么样的水平？

答：传统的百货业务目前的现状还是需要去改变，所以银泰在最近几年试图在改变传统百货的一些特殊的运营方式，包括商品的数字化，因为按照传统的运营模式，租金的回报还是有瓶颈的，如果能够把移动互联网的技术，包括顾客、商家和产品应用的资源数字化，我觉得今后增长的空间要比我们想象要大得多。今后不能继续沿传统的方式去计算这个增长前景。

毫无疑问，原来3、4级代理的批零模式的联营百货肯定下降是常态。我们计划要做的是新的联营模式，包含以下几个步骤。首先中间的环节要尽量拿掉，要达成与供应商的一体化。首先，是商品数据的一体化，原来的3、4级代理是不可能对上产生数据的。另外，是客户需求的一体化，我们过往收集用户需求，再反馈给代理商，代理商再反馈给品牌商，这种模式已经完全落后了，我们需要完成一体化才

能对客户需求进行快速反应。最后，大房东的这种模式已经走到头了，必须把大家的利益绑在一起，突破联营扣点、保底租金的模式，新模式也特别受供应商欢迎。

**9. 股东提问：股价一直疲软，连一半的 NAV 也不到，而且盈利压力巨大，除了前述提到的措施外，管理层有没其他特别的方式能够提振投资者的信心？**

答：对股东的担忧我们感到非常地抱歉。我们此前也作出了比较多的努力，包括跟阿里巴巴的合作，阿里注资我们不是因为我跟马云关系好，而是他的确看好我们的公司，马云也表示过因为关系而投资银泰这是不可能的，除非自己脑子有毛病。阿里巴巴投资银泰还是因为对银泰现今的运营基础以及未来的发展前景有信心，包括我们银泰自身也觉得我们公司从各方面看还行，包括运营、管理、创新能力，特别是创新能力更是在同行中走在最前面。

**10. 股东提问：跟很多离职员工交流后发现，很多员工特别是中层以下的员工对公司未来的发展方向感觉不是太清晰，不知是集中做百货、商业城还是做 O2O，员工感觉管理层对百货已经死心，而银泰城的盈利能力也不如人意，不知道沈总和陈总对于公司未来有没有更新的长远规划？与阿里在 O2O 方面的合作在阿里的内部处于一个什么样的地位，具体投入会有多大，在 O2O 战略方面有没有一个具体的时间表？**

答：我不知道你接触的离职员工是哪个层级的，至少我们在高管层级上我们的目标是一致的，个别公司中下层员工对公司规划了解不清晰的可能性是存在的。我刚刚已经说过了，按照以往传统百货的经营管理方式，是肯定没有前景的，我一直持有这个观点，因此我们为公司添加的新内容包括商场改造、商品数字化这些是必须去做的，这也是我们公司产品研究发展研究很重视的一个方向，如果商品数字化做完之后，再接入移动互联网，我们还是很有信心做出一些亮点。在商品、客户、场景这三个方面我们都要做数字化的开发和管理。

银泰商业在阿里的地位问题，这个你需要自己去问问马云，我们也不太了解。但是我觉得做生意最重要还是要靠自己，需要我们自己本身把自己的业务做好。我相信阿里巴巴在投资我们的时候，还是相信我们在行业内是有基础有优势的，我们具有能够保证商品品质的资源，能够把现有商品数字化的资源，而这些资源在互联网企业内部他们还是蛮看重的。阿里现在投资的企业有很多，有大大小小的一百多家，但是我觉得各个方面还是要靠自己。如何确立更加紧密的合作方面我觉得有利有弊，我觉得我们银泰现今的股权结构也还可以，我们最重要的还是要靠自己做好，今后才能走长远。

你说很多员工离职这一点我需要纠正一下，高层员工里面，一个是退休了，一个是家里有事去了其他城市了，五个是我辞退的，只有一个是我们想他留下但是他自己走了加入了一家互联网企业。

**11. 产品、供应商和客户方面做得也是很好，未来五年我觉得产品创新是一个重点。未来我看我们的银泰城都是租赁的，而我们未来做 O2O 的时候更多注重的是提供 service, 想提供具有更大覆盖性的一种产品，有没有想过我们以后做管理店的模式，而不要去真正自己去亲营这些租赁店？**

答：管理也好，自营也好，其实也是风险承担的程度不同。如果是业务发生了剧烈的变化，不管是管理也好租赁也好甚至购买也好，都会发生变化比较大。我们最终

应该是选择正确的事情去做，比在风险的划分选择上下功夫可能会更好。其实目前市场上也有很多人在做类似的事情，但实际上得到的效果却并不是太好。即使你去做管理，虽然你的合约风险下来了，但你的商品资源风险依然还在。另外，我自己租赁的自营店，起码我可以硬性规定我的付款期，但是如果变成了管理模式，他出现的风险可能会殃及我们自身的信誉，在这一方面我们还是比较顾虑的，因此我们也不是特别想去转型为管理的模式。

**12. 如果我们跟同业的其他百货公司相比，您觉得我们租金的成长能有多少？**

答：银泰城购物中心的租金基本的规律是三年涨一次，而且比例是有限的，但是现在有20%的比例我们做成了联营扣点，租金跟租户销售额挂钩，当然这部分的比例也是比较小的。在购物中心的租赁模式之下，业绩增长就没有传统百货店的那种弹性，但购物中心长期稳定经营以后，三年的梯度增长五年的合同我们还是可以抱有期望。

**13. 自营毛利率其实也挺好，以后可能也会有跨境电商等不同业态的尝试，你觉得长久来看3年后自营的毛利率应该是会在一个什么样的水平？**

答：自营方面我们跟同行的想法还是有些区别，我们现在还是自主经营，这一部分中国过渡到欧美的状态还需要一个很漫长的阶段。自营的毛利率我估计会有所上升，但他同时也会。我们现在的重点还是在原有模式的基础上进行深入的改造，改造整个供应链。银泰城的培养比较长，这是跟他的模式是相关的，越是高体验的业种他的成长会相较其他业种会更慢，这也是两难的选择。

**14. 线上业务今明两年预期增长会是多少？**

答：购物者的心智需要培育的过程，我们看到我们目前的产品没有跟购物者的心智存在不符，线上业务的成长需要一个过程，我们很难预计今年销售能有多少增长，但是我们会努力。

**15. 新的购物中心从财务回报的角度来说，跟传统百货店相比，回收周期有什么不同？**

答：新的购物中心回收周期将变得很长。

## 广发零售行业研究小组

- 欧亚菲：首席分析师，华南理工大学管理工程硕士，2000年进入广发证券，2005年开始从事零售行业研究。2014年度新财富批零行业第三名，水晶球分析师第二名，金牛分析师第三名；2013年度新财富批零行业第二名，金牛分析师第二名，水晶球奖第一名，第一财经分析师第一名；2012年度新财富批零行业第二名、金牛分析师第二名；2011年度新财富批零行业第三名，金牛分析师第三名，2009-2010年度新财富批零行业第六名。
- 洪涛：首席分析师，浙江大学金融学硕士，2010年开始从事零售行业研究，2014年进入广发证券发展研究中心。2014年度新财富批零行业第三名，水晶球分析师第二名，金牛分析师第三名；2012年度新财富批零行业第四名，金牛分析师第四名，水晶球奖第二名，2011年及2013年新财富批零行业入围。
- 倪华：研究助理，北京大学金融学、香港中文大学经济学双硕士，2014年进入广发证券发展研究中心，2014年度新财富批零行业第三名（团队）、水晶球第二名（团队）、金牛奖第三名（团队）、万德看蚂蚁第一名（团队）。

## 广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

## 广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 谨慎增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

## 联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市
地址	广州市天河北路183号 大都会广场5楼	深圳市福田区金田路4018号 安联大厦15楼A座 03-04	北京市西城区月坛北街2号 月坛大厦18层	上海市浦东新区富城路99号 震旦大厦18楼
邮政编码	510075	518026	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线	020-87555888-8612			

## 免责声明

广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。