



为什么实体商业萎靡，这家企业却在攻城掠地！

企业 1 组

2015.8.23



参与人员：

沈晓玲、洪圣奇、俞倩倩、陈桢颖、王晓晨



专题



2015年4月2日，香港联交所发布了红星美凯龙上市申请信息，红星美凯龙正式打响了港股登陆战。作为家居业巨头，其业绩算是可圈可点，公司收入保持了较高增长的态势，由2012年的人民币52.54亿元增长至2014年的79.35亿元，年复合增长率为22.9%。并且2015年上半年，公司综合毛利率达到74.2%，在房企30%左右的平均毛利率中显得格外耀眼。因此其也获得了三大国际机构力挺，高盛、摩根士丹利以及花旗均看好这家拥有成熟混合商业模式的中国家装商场运营商，给予了其买入评级。

在我们看来这个横跨地产和零售两大产业的家居运营商的核心竞争力主要是**采用了轻重资产并用的自营委管双模式，充分发挥了自身多年积累的行业经验的同时，形成了模式优劣势上的互补，有效控制投资风险。**

自营商场：自建自营，有效保证战略统一执行

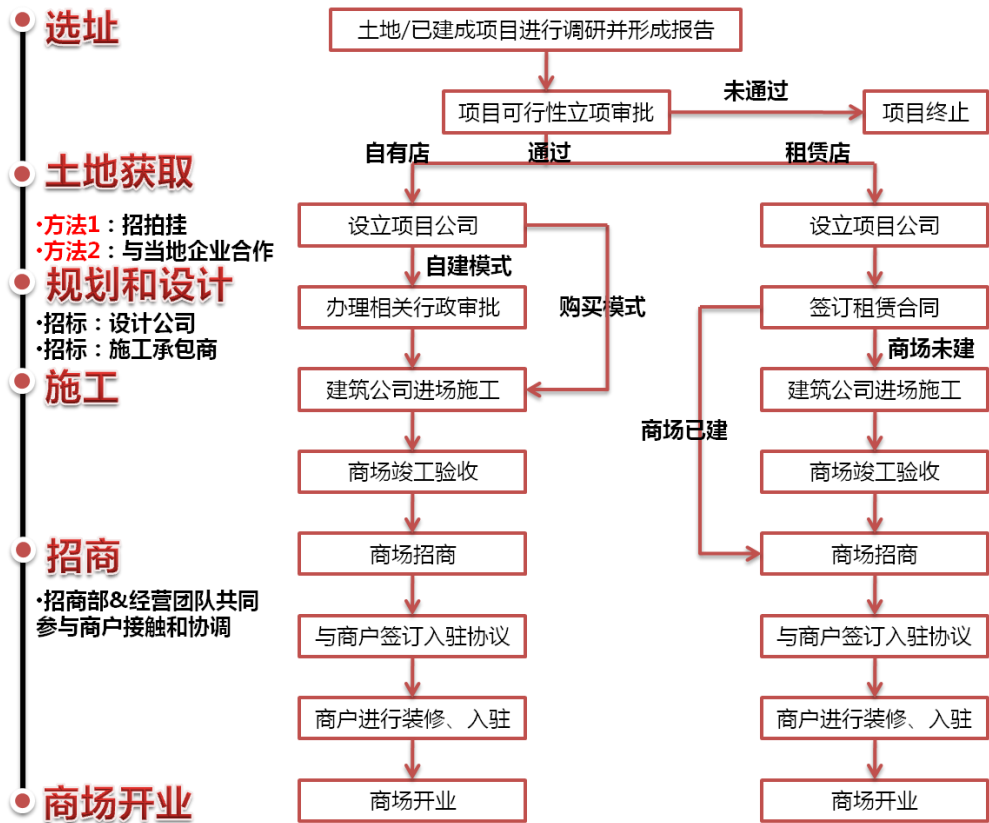
自营模式是指公司通过自建、购买或租赁的方式获得商场物业后，统一进行对外招商，另外对入驻商户提供店面租赁、员工培训、物业管理、营销推广及客户售后等综合服务，并收取租金及管理费的商场经营模式。

(1) 运作模式：从土地选址到商场开业，百分百负责全流程的任务

关于自营型商场的开发，公司拥有一套较为成熟的业务流程体系（具体如下图所示）。



图 1-1：自营模式流程图



数据来源：红星美凯龙招股书、CRIC

第一步，对土地或已建成的商场进行项目调研，即启动选址程序。经审批通过后，自建商场模式下，将会由总部的发展中心启动土地获取措施，其中一种方式是公司直接通过当地政府组织的招拍挂方式进行土地获取；而另一种方式则是与当地企业联合进行商场的开发建设，合作涉及：土地使用权的获取（合作伙伴已拥有或将获取拟建商场的目标地块）、成立项目公司（合作伙伴控股或全资持有）并与政府签订土地使用权出让合同、初步建设（公司协助融资就近设立项目公司，融资成本按股权比例共同承担）、收购项目公司（公司收购全部或控制股本权益）和完成余下的项目建设开发。

第二步，总部的发展中心将根据政策、市场情况及目标商户的审美偏好进行设计理念 and 规划的制定，确定方案后通过招标的方式选择第三方设计公司。

第三步，公司也是通过招标方式去选择自营商场的施工承包商，筛选标准包括专业资质、业内声誉、技术、投标报价等。

第四步是商场商户招商环节。招商部和经营团队会主动接触长期合作关系的品牌商户，并提供商场设计，以便进行协调。通常，招商程序会在施工基本完成之时启动。公司称，一般可在六个月内完成新商场的招商。



题



第五步，公司与商户签订入驻协议，商户进行装修、入驻，迎来商场的开业。

另外，如果是租赁商场的话，公司将在通过项目调研审批后设立项目公司，并与合作伙伴签订租赁合同，进场施工建设（商场未建），若商场已建则直接进入招商环节。

（2）利润来源：租金及管理费为主要收入途径

从自营商场而言，主要收入来源为租金以及管理费。从红星美凯龙与商户本质上来看就是房东与租户的关系，双方签订的租赁协议标的为展览空间，条款涉及位置和经营面积、期限、租金等。**协议期限一般为一年，可续约，一方面，公司在必要时可根据市场情况进行金额上的调整，另一方面，也能促进品牌和产品组合的管理，迎合客户需求。**

另外，红星美凯龙负责为商户提供多方面的支持，包括设计展览空间，员工培训、市场营销、日常经营管理、客户服务及安保等其他增值服务，并收取相应费用。**统一且规范的管理和培训有助于提升商户的业绩，稳定商场租赁情况，更重要的是，将利于建设品牌的形象。**

（3）优劣势分析：稳定性确保战略执行，但重资运营往往面临资金压力

自营商场中包括自有和租赁型模式，自有商场模式的优势主要包含以下几点：第一，维持经营的稳定性。第二，确保战略的有效执行。第三，从选址到建设，便于量身打造商场。第四，自有型物业不可比拟的资产的财务及融资价值。但自有商场的经营模式最大的缺点就是初期投资规模较大，一方面，投资的回报周期相对较长，因此往往带来一定的资金压力，另一方面，扩张的速度就相对缓慢。

另外，租赁商场的业务模式的好处在于不仅缓解部分初期的资金压力，而且租期内可保证稳定性。其潜在的问题为租赁可能带来的预期不确定性和无法借物业作贷款抵押。

总体来说，轻重资产模式双管齐下，形成模式优劣势上的互补，有效控制自身投资风险。

委管商场：以合作形式扩张商场规模

委管经营模式是指公司与合作方签署委托管理协议后，公司方将派遣管理团队为委托管理的商场提供管理服务，提供从选址、规划设计、建设、装修到商场、后期运营管理的一系列的咨询服务，并收取相应费用的经营模式。

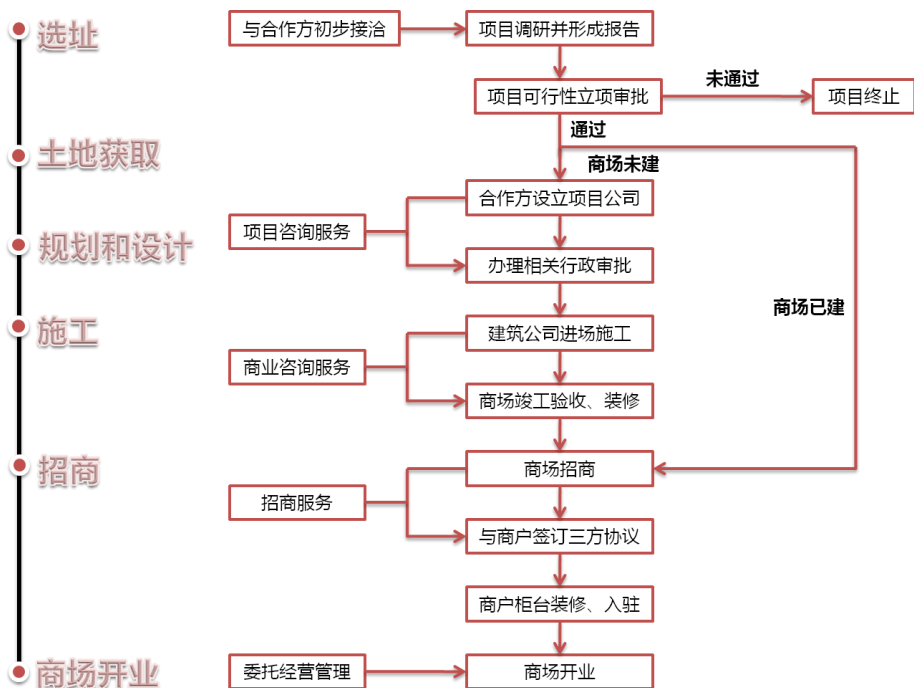
（1）运作模式：以提供咨询服务的角色参与整个业务流程

从初步与合作方接洽项目之后，流程中所涉及的阶段与自营模式的业务流程是一致



的。只是在委管经营管理模式下，公司不再亲历亲为地主导每个步骤，而是以提供专业咨询服务及协助的角色参与从土地选址、土地获取、规划设计、建设、招商至商场开业的整个流程。在商场开业后，公司则将为合作方提供的是商场经营管理服务。

图 1-2：委管模式流程图



数据来源：红星美凯龙招股书、CRIC

(2) 利润来源：前期咨询、后期委管以及施工咨询为主要收入途径

在委托经营的管理模式下，公司可获得的收入来源主要包括 3 个方面：向合作方收取的开业前、开业后的咨询委管费及向施工承包商收取的施工咨询费。开业前的咨询服务包括前期公司协助合作方进行选址、调研考察、土地竞买、政府沟通协调、规划设计方案和建筑标准，因此会收取相关咨询服务费用。开业后的委管服务主要指商场的招商、租赁、营销、日常运营及售后服务等工作。公司向施工承包商提供有关的设计、规格及装修的咨询服务并执行监督和协调任务，以此来保证红星美凯龙商场建设、装修等方面标准的统一性，同时，最大限度缩短工期，提高空间使用率。

合作方除了需要承担日常管理运营费用之外，还需向公司支付固定金额的年度管理费用，具体金额将根据不同城市能级、商场规模及位置而定。另外，公司还能与合作方一起分享商场资产升值和租金上涨的成功，收取递增佣金。

不难发现，在委管模式下，红星美凯龙凭借自身在家居行业的经验和多年建立的品牌影响力，为合作方提供多元化的咨询类服务。一方面，在统一战略合作方向的同时，



公司参与每一个环节可以更好的帮助商场建设和运营,另一方面,以低成本投入获得多途径盈利的模式降低了公司的风险。

表 1-1 : 委管模式的收费项目

收费项目	金额 (万)
土地选址和竞拍咨询费 (首次入场费)	1800-3000
施工咨询费及管理费	1200-3000
招商费	200-300
年度管理费	150-600
递增佣金 (租金 > 委管协议规定金额)	约定租金超额部分的 6% ~ 10%

数据来源：红星美凯龙招股书、CRIC

(3) 优劣势分析：收益稳定投入小，但扩张考验管控能力

委管经营模式的优点在于：第一，投入小，且收益稳定。第二，回报周期较短，适合三四线城市发展。第三，利于规模快速扩张，提高市场占有率。

与此同时，需要意识到的是，这种以合作标榜，委托管理商场的模式也是可能存在一些问题可能给品牌和商场运营带来负面影响。首先，与合作方需要统一好合作理念和“游戏规则”，否则易导致管理难度的增加。其次，快速扩张的背景下更考验管控力。

未来三大看点：基于现有布局，扩张多元化产品

一是会基于强大的渠道，打造家居孵化器。基于以上这些因素，红星美凯龙已成为这一行业的强大渠道。一方面，以红星美凯龙的全国覆盖率及扩张速度，商户可以快速扩展全国业务。另一方面，通过红星美凯龙平台销售占商户总销售额的比例较大。根据招股书中披露，2014年，芝华仕沙发、喜临门床垫、志邦橱柜三家的零售收入中分别有 18.7%、20.5%及 18.5%的销售额是来自红星美凯龙的。

二是因地制宜，打造多元化产品及品牌。在零售行业，产品多元化布局已成为共识，红星美凯龙对于自身产品的细分也在进行着一系列的动作，包括打造全新第二品牌“红星·欧丽洛雅”，以及对“吉盛伟邦”的并购，以期根据多个品牌战略获得日益多元化的家具装饰及家具客户群。

三是拓展相关产品及服务，增强客户粘性。针对于上游商户及关联客户而言，主要发展商户金融、住建集采、仓储配送组装业务等业务；针对于针对于下游消费者而言，红星美凯龙的服务内容也更为丰富：首先，开启 O2O 智慧商场模式，增强消费者体验；其次，消费者金融业务的完善，将持续提升品牌形象。再次，整合装修公司，提供个性化家居设计服务。最后，集中物流配送，提升服务品质。



题



目录

1、基本情况：20 余年成长为行业龙头，于今年登陆港交所	错误！未定义书签。
1.1 总体概况：发展于常州，如今覆盖全国 120 城.....	错误！未定义书签。
1.2 业务发展：八代产品的蜕变，一站式 SHOPPING MALL.....	错误！未定义书签。
1.3 股权架构：红星美凯龙股权结构合理，创始人经验优势明显.....	错误！未定义书签。
1.4 管理架构：三级管理体系，有效的激励机制	错误！未定义书签。
2、亮点一：差异化城市布局，轻重资产并行促扩张	错误！未定义书签。
2.1 城市选址：依据城市能级不同采用差别化运营策略.....	错误！未定义书签。
2.1.1 总体概况：城市、区位齐考量，争取市场占有率	错误！未定义书签。
2.1.2 分布特点：自营集中一二线，委管主力三四线.....	错误！未定义书签。
2.2 扩张方式：东部向西部渗透，轻重资产模式并行.....	错误！未定义书签。
2.2.1 区域扩张：东部沿海渗透内陆，达成全国布局.....	错误！未定义书签。
2.2.2 项目获取：轻重资产混合的扩张模式难复制.....	错误！未定义书签。
3、亮点二：混合资产业务模式提升综合竞争力	2
3.1 自营商场：自建自营，有效保证战略统一执行.....	2
3.1.1 业务模式简介	错误！未定义书签。
3.1.2 效果点评：自营商场贡献大部分收入，但同店增长率有待提高 ..	错误！未定义书签。
3.1.3 优劣势分析：稳定性确保战略执行，但重资运营往往面临资金压力	4
3.2 委管商场：以合作形式扩张商场规模.....	4



题



3.2.1 业务模式简介	错误！未定义书签。
3.2.2 效果点评：委管收入比重逐年上升	错误！未定义书签。
3.2.3 优劣势分析：收益稳定投入小，但扩张考验管控能力	6
4、亮点三：研发星云系统，主动管理提升运营效率	错误！未定义书签。
4.1 自主研发星云系统，大数据解析消费者偏好	错误！未定义书签。
4.1.1 模式介绍：企业、商户、消费者全产业链覆盖	错误！未定义书签。
4.1.2 模式优势：大数据分析助力企业决策	错误！未定义书签。
4.2 实施主动管理策略，促进内部运营效率提升	错误！未定义书签。
4.2.1 模式介绍：内部激励，外部让利双管齐下促销售	错误！未定义书签。
4.2.2 模式优势：主动管理环环相扣，增强品牌影响力	错误！未定义书签。
5.亮点四：优化债务结构、拓宽融资渠道助力业绩增长	错误！未定义书签。
5.1 盈利情况：收入健康增长，毛利率有望继续上升	错误！未定义书签。
5.2 负债能力：资本负债率较低，未来轻资产模式节省开支	错误！未定义书签。
5.3 融资优势：融资渠道增加，成本有望降低	错误！未定义书签。
6、未来三大看点：基于现有布局，扩张多元化产品	错误！未定义书签。
6.1 市场领导地位，打造家居孵化器	错误！未定义书签。
6.2 因地制宜，打造多元化产品及品牌	错误！未定义书签。
6.3 拓展相关产品及服务，增强客户粘性	错误！未定义书签。