

## 1833.HK 银泰商业

未评级

## 同店增长下滑，O2O 业务进一步整合

2016年8月17日

## 市场数据

报告日期	2016.8.17
收盘价(港元)	6.90
总股本(百万股)	2,715
总市值(百万港元)	18,735
净资产(百万元)	11,038
总资产(百万元)	28,278
每股净资产(元)	4.07

数据来源: Wind

## 主要财务指标

会计年度	2012A	2013A	2014A	2015A
营业收入(百万元)	3,907	4,510	5,251	5,755
同比增长(%)	25.3%	15.4%	16.4%	9.6%
净利润(百万元)	973	1,065	1,121	1,317
同比增长(%)	18.4%	9.5%	5.3%	17.5%
毛利率(%)	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
净利润率(%)	24.1%	23.2%	20.5%	21.7%
净资产收益率(%)	14.1%	14.0%	12.0%	12.1%
每股收益(元)	0.49	0.53	0.53	0.60

数据来源: 公司资料、兴业证券研究所

## 相关报告

## 海外消费研究

高级分析师: 王佳卉  
wangjihui@xyzq.com.cn  
SFC: BAD529  
SAC: S0190516030002

## 投资要点

- **公司同店增长面临压力:** 公司上半年总收入同比减少 0.3% 至 30.48 亿元。特许专营销销售及直接销售的销售所得款项总额分别下降 4.7% 和上升 6.1%，两项业务的同店销售同比减少 4.1%。特许专营销销售佣金率同比微降 0.2ppts 至 17.2%。直接销售利润率同比下降 1.6ppts 至 15.3%。主要由于 1H15 有确认联营公司权益所得 1.88 亿，基期净利相对较高，且 1H16 出售附属公司产生收益较 1H15 减少 2,350 万，公司净利润同比下降 21%。
- **O2O 发展速度有望加快，轻资产化策略提升公司财务灵活性:** Alibaba Investmen 通过换股成为公司第一大股东，换股价约为每股 7.13 港元。公司将借助阿里巴巴领先的电商平台及大数据，在 O2O 业务上与阿里巴巴全面合作。目前，已有约 68 个在线淘品牌在公司实体店内存出，约 786 个公司线下品牌在线上销售。此外，公司还在杭州市下沙开设首个厂家直销店，为客户提供 O2O 服务。公司可通过大红门项目的轻资产化安排释放资金流动性、优化资本结构而重新投资于零售核心业务。
- **我们的观点:** 受整体消费增长疲弱，零售市场竞争激烈的影响，公司同店销售增长面临压力，但是公司积极应对市场环境的转变。首先，轻资产运营有利于提升公司财务灵活性。其次，公司与阿里巴巴深入合作，进一步整合 O2O 业务，加速公司泛渠道发展。根据 Wind 的市场一致预期数据显示，2016 公司全年收入和归母净利分别同比下降 5.75% 和 11.54%。当前公司股价对应 2016/2017 年 P/E 为 14 倍/12 倍，建议投资者关注公司 O2O 业务发展。
- **风险提示:** 消费需求疲软；O2O 业务发展放缓

## 报告正文

- 公司披露 2016 年中期业绩，上半年实现收入 30.48 亿元，同比下降 0.3%；归属母公司股东净利润 5.61 亿元，同比下降 21.3%；每股基本盈利 0.26 元。

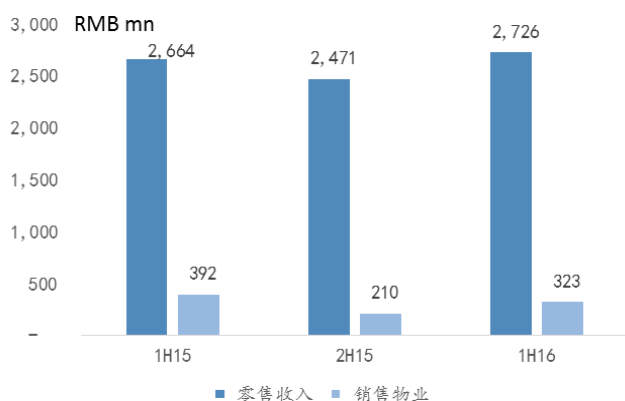
图 1、公司财务摘要

RMB mn	1H15	2H15	1H16	1H16 YoY	1H16 HoH
营业收入	3,056	2,699	3,048	-0.3%	12.9%
零售收入	2,664	2,471	2,726	2.3%	10.3%
销售物业	392	210	323	-17.6%	53.8%
其他收入及收益净额	460	616	267	-42.0%	-56.7%
营业利润	1,221	826	955	-21.8%	15.6%
净利润	760	589	601	-20.9%	2.0%
净利润率	24.87%	21.82%	19.72%	下降 5.2ppts	下降 2ppts

数据来源：公司资料，兴业证券研究所

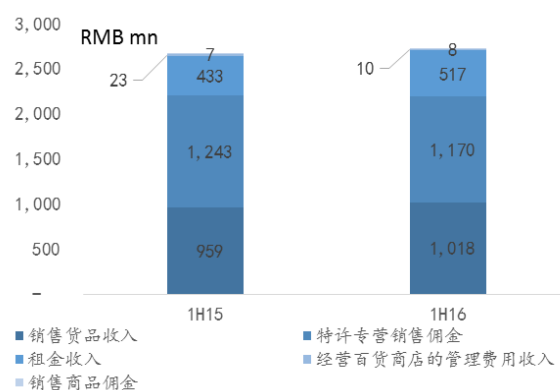
- 公司同店增长面临压力。上半年公司销售所得款项总额同比减少 2.3% 至 83.52 亿元，其中特许专营销售及直接销售的销售所得款项总额分别下降 4.7% 和上升 6.1%，两项业务的同店销售同比减少 4.1%。特许专营销售佣金率同比微降 0.2ppts 至 17.2%。直接销售利润率同比下降 1.6ppts 至 15.3%。主要由于 1H15 有确认联营公司权益所得 1.88 亿，基期净利相对较高，且 1H16 出售附属公司产生收益较 1H15 减少 2,350 万，公司净利润同比下降 21%。

图 1、1H16 零售收入同比增长，物业销售收入下滑



数据来源：Wind，兴业证券研究所

图 2、零售收入结构



数据来源：Wind，兴业证券研究所

- 阿里成公司大股东，未来合作更加深入。Alibaba Investment 以每股约 7.13 港元的换股价转换其持有的银泰可转债，换股完成后，Alibaba Investment 成为公司第一大股东。公司将借助阿里巴巴领先的电商平台及大数据，在 O2O 业务上与阿里巴巴全面合作。

- **O2O 发展速度有望加快。**公司的 O2O 应用喵街、喵货、西选、意选及喵客表现良好，集货及 InJunior 等新 O2O 业务整合模式也已推出，这些举措加速公司泛渠道发展。同时公司与 Alibaba 的平台进一步融合，公司 O2O 发展有望加快。一方面，公司支持 Alibaba 平台上的在线品牌于公司实体店出售。另一方面，公司采取措施鼓励公司线下品牌于 Alibaba 平台上销售。目前，约 68 个在线淘品牌已在本集团实体店出售，约 786 个公司线下品牌在线上销售。此外，公司于 2016 年 1 月在杭州市下沙开设首个厂家直销店，总建筑面积约 65,000 平方米，为客户提供 O2O 服务。
- **轻资产化策略提升公司财务灵活性。**招商银行参与大红门项目轻资产化安排使公司得以释放投资于北京大红门店的资金，同时通过租赁协议继续经营北京大红门店的百货店业务。公司可通过所获现金偿还债务、优化资本结构而重新投资于零售核心业务。
- **我们的观点：**受整体消费增长疲弱，零售市场竞争激烈的影响，公司同店销售增长压力重重，但是公司积极应对市场环境的转变。首先，轻资产运营有利于提升公司财务灵活性。其次，公司与阿里巴巴深入合作，进一步整合 O2O 业务，公司泛渠道发展有望加速。根据 Wind 的市场一致预期数据显示，2016 公司全年收入和归母净利分别同比下降 5.75% 和 11.54%。当前公司股价对应 2016/2017 年 P/E 为 14 倍/12 倍，建议投资者关注公司 O2O 业务发展。
- **风险提示：**消费需求疲软；O2O 业务发展放缓

## 投资评级说明

**行业评级** 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期恒生指数的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

- 推 荐: 相对表现优于市场;  
中 性: 相对表现与市场持平  
回 避: 相对表现弱于市场

**公司评级** 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期恒生指数的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

- 买 入: 相对大盘涨幅大于 15% ;  
增 持: 相对大盘涨幅在 5% ~ 15%之间  
中 性: 相对大盘涨幅在-5% ~ 5%;  
减 持: 相对大盘涨幅小于-5%

机构销售经理联系方式					
机构销售负责人			邓亚萍	021-38565916	dengyp@xyzq.com.cn
上海地区销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
罗龙飞	021-38565795	luolf@xyzq.com.cn	盛英君	021-38565938	shengyj@xyzq.com.cn
杨忱	021-38565915	yangchen@xyzq.com.cn	王政	021-38565966	wangz@xyzq.com.cn
冯诚	021-38565411	fengcheng@xyzq.com.cn	王溪	021-20370618	wangxi@xyzq.com.cn
顾超	021-20370627	guchao@xyzq.com.cn	李远帆	021-20370716	liyuanfan@xyzq.com.cn
胡岩	021-38565982	huyan@xyzq.com.cn	王立维	021-38565451	wanglw@xyzq.com.cn
地址: 上海浦东新区长柳路 36 号兴业证券大厦 12 层 (200135) 传真: 021-38565955					
北京地区销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
朱圣诞	010-66290197	zhusd@xyzq.com.cn	郑小平	010-66290223	zhengxiaoping@xyzq.com.cn
肖霞	010-66290195	xiaoxia@xyzq.com.cn	陈杨	010-66290197	chenyang@xyzq.com.cn
刘晓浏	010-66290220	liuxiaoliu@xyzq.com.cn	吴磊	010-66290190	wulei@xyzq.com.cn
何嘉	010-66290195	hejia@xyzq.com.cn			
地址: 北京西城区锦什坊街 35 号北楼 601-605 (100033) 传真: 010-66290220					
深圳地区销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
朱元贱	0755-82796036	zhuyy@xyzq.com.cn	李昇	0755-82790526	lisheng@xyzq.com.cn
杨剑	0755-82797217	yangjian@xyzq.com.cn	邵景丽	0755-23836027	shaojingli@xyzq.com.cn
王维宇	0755-23826029	wangweiyu@xyzq.com.cn			
地址: 福田区中心四路一号嘉里建设广场第一座 701 (518035) 传真: 0755-23826017					
海外销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
刘易容	021-38565452	liuyirong@xyzq.com.cn	徐皓	021-38565450	xuhao@xyzq.com.cn
张珍岚	021-20370633	zhangzhenlan@xyzq.com.cn	陈志云	021-38565439	chanchiwan@xyzq.com.cn
曾雅琪	021-38565451	zengyayi@xyzq.com.cn	申胜雄		shensx@xyzq.com.cn
赵新莉	021-38565922	zhaoxinli@xyzq.com.cn			
地址: 上海浦东新区长柳路 36 号兴业证券大厦 12 层 (200135) 传真: 021-38565955					
私募及企业客户负责人			刘俊文	021-38565559	liujw@xyzq.com.cn
私募销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
徐瑞	021-38565811	xur@xyzq.com.cn	杨雪婷	021-20370777	yangxueting@xyzq.com.cn
唐恰	021-38565470	tangqia@xyzq.com.cn	韩立峰	021-38565840	hanlf@xyzq.com.cn
地址: 上海浦东新区长柳路 36 号兴业证券大厦 12 层 (200135) 传真: 021-38565955					

香港及海外市场					
机构销售负责人			丁先树	18688759155	dingxs@xyzq.com.hk
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
郑梁燕	18565641066	zhengly@xyzq.com.hk	阳焯	18682559054	yanghan@xyzq.com.hk
王子良	18616630806	wangzl@xyzq.com.hk	周围	13926557415	zhouwei@xyzq.com.hk
孙博轶	13902946007	sunby@xyzq.com.hk			
地址: 香港中环德辅道中 199 号无限极广场 32 楼 3201 室 传真: (852)3509-5900					

### 【信息披露】

兴业证券股份有限公司(“本公司”) 在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 [www.xyzq.com.cn](http://www.xyzq.com.cn) 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

### 【分析师声明】

本人具有相关监管机构所须之牌照。本人确认已合乎监管机构之相关合规要求，并以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，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收到任何形式的补偿。

### 【法律声明】

本报告由兴业证券股份有限公司(已具备证券投资咨询业务资格)制作。

本报告由受香港证监会监察的兴证国际证券有限公司(香港证监会中央编号: AYE823)于香港提供。香港的投资者若有任何关于本报告的问题请直接联系兴证国际证券有限公司的销售交易代表。

本报告将依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.xyzq.com.cn> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司的销售人员、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。

本公司的资产管理部、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。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使本公司违反当地的法律或法规或可致使本公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民(1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外)。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到本公司网站以外的资料，本公司未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接的目的，纯粹为了收件人的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。收件人须承担浏览这些网站的风险。

本公司系列报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。