



# 轻资产的商业模式分析—以万达商业 业地产为例

ANALYSIS OF LIGHT ASSETS BUSINESS  
MODEL—TAKING WANDA COMMERCIAL  
REAL ESTATE AS AN EXAMPLE



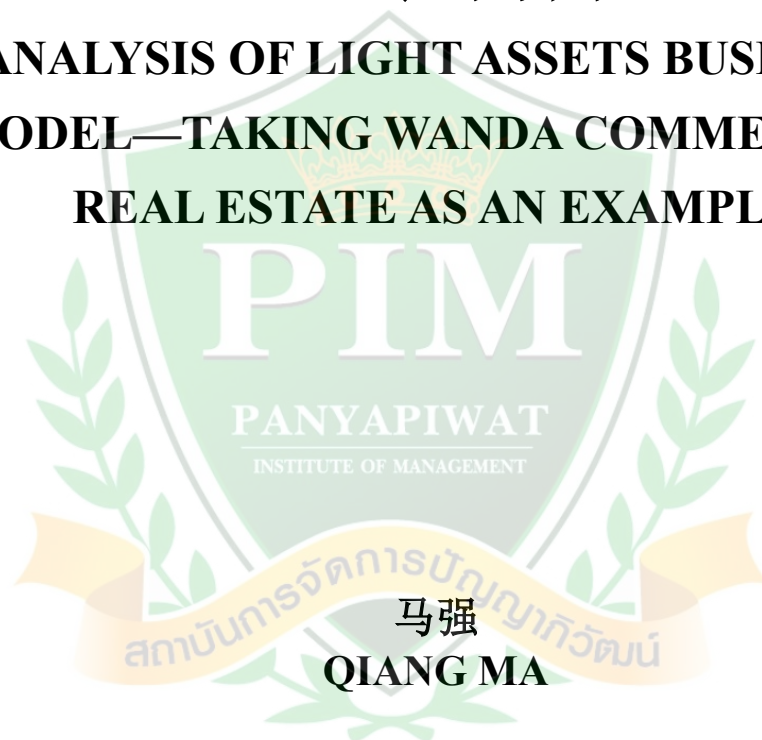
马强  
QIANG MA

本独立研究报告提交正大管理学院中国研究生院  
属正大管理学院工商管理硕士学位  
工商管理专业（中文体系）课程学习的一部分  
二〇二一年七月



# 轻资产的商业模式分析—以万达商业 业地产为例

ANALYSIS OF LIGHT ASSETS BUSINESS  
MODEL—TAKING WANDA COMMERCIAL  
REAL ESTATE AS AN EXAMPLE



马强  
QIANG MA

本独立研究报告提交正大管理学院中国研究生院  
属正大管理学院工商管理硕士学位  
工商管理专业（中文体系）课程学习的一部分  
二〇二一年七月  
版权归正大管理学院所有

二〇二一年

马强

轻资产的商业模式分析——以万达商业地产为例



## 摘要

独立研究报告题目： 轻资产的商业模式分析—以万达商业地产为例  
作者： 马强  
导师： 池沼梅教授  
学位名称： 工商管理硕士学位  
专业名称： 工商管理专业（中文体系）  
学年： 二〇二一年

随着我国地产市场的不断发展，商业地产在我国的国民经济体系中占据着重要的地位。我国在经历了地产发展的“黄金十年”之后，后期的发展明显开始下滑，商业地产企业的发展开始受到制约。我国大部分的商业地产商过去所采用的重资产运营模式的弊端开始显露出来，在传统的重资产运营模式下，对于筹资的渠道主要依赖于银行等借贷机构，而开拓土地资源又要占据企业的大部分资金，这就往往造成了商业地产企业的资金缺乏、企业债务过高，筹资渠道单一、现金流压力大的问题。在这种情况下，已经有部分商业地产企业开始尝试转型更加轻盈的轻资产运营模式，来解决传统模式下重资产所带来的困境。

大连万达商业地产在 2015 年开始宣布向轻资产的运营模式进行转型，引发了地产行业的热烈讨论与关注。万达商业地产作为中国商业地产行业的巨头企业，其向轻资产运营模式的转型在行业内属于较早的企业，所以本文选取了万达商业地产公司作为研究对象，将从万达商业地产公司在转型期间对公司在财务方面带来的影响进行分析，剖析万达商业地产在轻资产运营方面的优势，以期待为行业内同类型的企业提供一个参考的案例。

**关键词：** 轻资产运营 万达商业地产 财务分析

## ABSTRACT

Title: Analysis of Light Assets Business Model—Taking Wanda Commercial Real Estate as an Example  
Author: Qiang Ma  
Advisor: Dr. Zhaomei Chi  
Degree: Master of Business Administration  
Major: Business Administration (Chinese Program)  
Academic Year: 2021

With the continuous development of my country's real estate market, commercial real estate occupies an important position in my country's national economic system. After my country has experienced the “Golden Decade” of real estate development, the later development has obviously begun to decline, and the development of commercial real estate companies has begun to be restricted. The shortcomings of the asset-heavy operation model adopted by most of the commercial real estate developers in my country in the past have begun to emerge. Under the traditional asset-heavy operation model, the financing channels mainly rely on banks and other lending institutions, and the development of land resources has to occupy the enterprise. Most of the funds, which often caused the problems of lack of funds for commercial real estate companies, excessive corporate debt, single financing channels, and high pressure on cash flow. Under such circumstances, some commercial real estate companies have begun to try to transform a lighter asset-light operation model to solve the dilemma brought by heavy asset under the traditional model.

Dalian Wanda Commercial Real Estate announced its transformation to an asset-light operation model in 2015, which has aroused heated discussions and concerns in the real estate industry. As a giant enterprise in China's commercial real estate industry, Wanda Commercial Real Estate's transformation to an asset-light operation model belongs to an earlier enterprise in the industry. Therefore, this article selects Wanda Commercial Real Estate Company as the research object, and will start from Wanda Commercial Real Estate Company during the transition period. Analyze the financial impact of the company, analyze the advantages of Wanda Commercial Real Estate in

asset-light operations, and look forward to providing a reference case for similar companies in the industry.

**Keywords:** Light asset operation Wanda commercial real estate Financial analysis



# 目 录

摘要.....	I
ABSTRACT.....	II
目录.....	IV
表格目录.....	VII
图片目录.....	VIII
第一章 引言.....	1
1.1 研究背景与研究问题.....	1
1.2 研究目的与研究意义.....	2
1.2.1 研究目的.....	2
1.2.2 研究理论意义.....	2
1.2.3 研究实践意义.....	2
1.3 研究思路与研究方法.....	2
第二章 文献综述和理论基础.....	4
2.1 文献综述.....	4
2.1.1 轻资产的定义及内容.....	4
2.1.2 轻资产的运营模式.....	5
2.1.3 轻资产运营模式的影响因素.....	5
2.2 文献述评.....	6
2.3 重资产模式简介.....	7
2.4 轻资产运营的相关理论.....	8
2.4.1 分工理论.....	8
2.4.2 “微笑曲线”理论.....	8
2.4.3 财务战略理论.....	9

## 目录 (续)

第三章 国内外商业地产运营主流模式.....	11
3.1 国外商业地产运营模式.....	11
3.1.1 铁狮门模式.....	11
3.1.2 凯德模式.....	11
3.2 国内商业地产运营模式.....	12
3.3 国内外商业地产运营模式比较分析.....	12
第四章 万达商业地产运营模式分析.....	14
4.1 万达商业地产公司简介.....	14
4.2 万达商业地产运营模式现状.....	15
4.2.1 重资产模式下公司净资产收益率下滑.....	15
4.2.2 重资产模式下的营业收入来源.....	16
4.2.3 重资产模式下的资产负债率升高.....	17
4.2.4 重资产模式下现金流逐年减少.....	17
4.3 优化万达商业地产运营模式的策略分析.....	18
4.3.1 开拓轻资产的融资渠道.....	19
4.3.2 突出品牌效应与提高运营管理能力.....	19
4.3.3 提供部分资金收益获得稳定现金流.....	20
4.3.4 适应房地产市场的变化, 调整盈利模式.....	21
4.3.5 利用自身品牌影响力, 解决资金问题.....	21
4.3.6 突出运营管理优势, 推动轻资产运营模式的持续发展.....	22
第五章 万达商业地产转型轻资产运营模式研究结论与启示.....	23
5.1 研究结论.....	23
5.2 研究启示.....	24



## 目录 (续)

5.2.1 根据行业市场变化适时转变运营模式 .....	24
5.2.2 建立企业的核心竞争力 .....	25
5.2.3 企业在转型阶段要注意规避风险 .....	25
第六章 研究结论应用价值与不足 .....	26
6.1 研究结论应用价值 .....	26
6.2 后续研究与不足 .....	26
参考文献 .....	27
致谢 .....	29
声明 .....	30
个人简历 .....	31



## 表格目录

表 4.1 万达商业地产主要财务比率.....	15
表 4.2 万达商业地产 2011—2016 年各营业收入百分比.....	16
表 4.3 万达商业地产负债表（单位：亿元）.....	17
表 4.4 万达商业地产现金流量表（单位：亿元）.....	18



## 图片目录

图 2.1 “微笑曲线”图.....9



# 第一章 引言

## 1.1 研究背景与研究问题

在早些时间，我国的商业地产还属于住宅产业的“配套设施”，但是商业地产也有其独特的地方。随着我国步入十四五规划期，对于商业地产的要求已经不同于往日，之前的商业地产只是一些功能单一的百货大楼或者一些临街的商铺，而现在的商业地产，特别是一些一线城市的综合类大型商业地产是集商业、办公、餐饮、娱乐、购物等多功能于一体的经济聚集体，起到了丰富群众日常生活的作用，而如此大体量的建筑体也慢慢成为了一个城市的地标性建筑。伴随着商业地产的迅猛发展，带来的不仅仅是为消费者们提供了多方位服务满足消费者的需求，更多的是促进了当地经济的快速发展，创造更多的就业岗位与增加了财政方面的税收，已经成为了我国城镇化发展不可或缺的一部分。

随着越来越多的地产开发企业将矛头指向了商业地产方面。在竞争日益加剧的市场中与资金压力进一步变大的情况下，商业地产该如何实现自身的稳步持续发展已经成为了一个十分重要的问题。

在当今世界的经济形势下，特别是在过去的一年经历过新冠疫情的影响，传统的重资产模式的弊端暴露无遗，重资产模式已经不能再帮助企业在市场中赢得有利的地位。所以企业想要在商业地产中站稳脚跟，稳步发展，商业地产企业应当在寻求转型，特别是在经营模式与盈利模式上的转型，地产开发企业应当摆脱过去数十载不变的“重资产模式”而转向“轻资产运营模式”。商业地产上的“轻资产运营模式”是指地产开发企业应当从项目立项阶段开始，从前期的开发、规划、设计，到后期的建设以及销售等等各个环节分别由高度专业化的公司进行完成。“轻资产模式”使得地产开发商不必操作整个过程，它在投资与经营体系这一体系中往往只扮演其中的一个角色，例如管理者、参与者、或职业经理人等。目前，国外已经有部分相对成熟的轻资产运营模式的商业地产商，我国也已经有一部分地产商开始尝试这一模式。然而，通过效仿国外的轻资产运营模式，是否会符合我国的商业地产发展，而且轻资产运营模式是否可以避开重资产模式的弊端，以及地产开发企业该如何进行轻资产模式的转型。本文将对以上问题做出探讨。

## 1.2 研究目的与研究意义

### 1.2.1 研究目的

目前我国正处于十四五规划期（2021-2025年），是中国经济在全面小康基础上，迈向现代化目标的第一个五年规划，也是经济产业处于结构升级的一个关键时期，而商业地产作为我国城市化发展的重要环节，也将面临着前所未有的挑战与考验。我国的城镇化发展证在向高速度转变为高质量，而依托于我国人口基数的庞大，消费者的消费能力也是日益增长，这为商业地产的发展创造了巨大的商机，商业地产的前景可以说是一片光明。但我国商业地产的主流模式重资产运营占据了大量的资金，楼市一旦出现低迷，企业的资金链就会有断裂的风险，从而使企业的发展收到阻碍。所以轻资产的运营模式的发展必将成为我国地产行业发展的一大趋势。

### 1.2.2 研究理论意义

目前我国关于轻资产的运营模式研究较少，且研究大多是根据国外相关成熟企业的案例进行研究，对于轻资产这一模式的研究理论大多都是根据国外企业而得出的。对于我国来说应当依据我国自己的企业进行研究，从而得出在轻资产模式下的公司运营对于国内的相关企业来的相关研究成果，以及扩充我国关于轻资产理念的相关概念。在研究的过程当中，以国内的万达商业地产公司进行研究，万达商业地产公司由2015年开始转型轻资产模式运营，总结万达在近些年来关于轻资产运营的相关策略，从而得出轻资产模式运营在我国企业的适用性，得出与我国基本国情相关的轻资产运营模式下应当注意的地方。

### 1.2.3 研究实践意义

万达商业目前是我国商业地产界的一个极具影响力的标杆企业，是我国内目前最大的商业地产商。本文将以万达商业地产为例，通过万达商业地产来引起大家对于轻资产模式的关注，达到进一步的对于轻资产理念的理解与研究。根据万达商业地产由重资产转型轻资产的商业模式，为国内其他地产企业或还在运用重资产模式的其他企业提供一份参考的案例。

## 1.3 研究思路与研究方法

本论文的研究思路如下所示：

首先，由本论文的引言开始展开撰写，交待关于重资产运营与轻资产运营的研究背景，将两种商业模式进行对比分析并依据我国当前发展所处趋势以及我国的基本国情，对两种模式的使用条件进行对比与总结。

其次，通过搜寻国内外的相关文献对于本论文主题“轻资产的商业模式”的理论基础进行详细的解读，进一步的阐述轻资产运营模式的相关概要，指出在传统的重资产模式下所存在的不足之处，由此引出目前国内商业地产转型的必要性以及轻资产运营在我国当前规划阶段的适应性。

再次，以万达商业地产为例，阐述万达商业地产的基本状况，从万达商业地产转型轻资产的商业模式进行可行性分析，对其转型进行总结分析，并对转型所需要的具备的条件进行分析。

最后，根据万达商业地产转型轻资产的商业模式的不足之处和存在的问题进行之处并提出由针对性的策略。

针对以上研究思路，本文将采用以下研究方法：

#### (1) 文献分析法

借助于国内外文献、期刊，手机关于重资产运营模式与轻资产运营模式的相关资料，通过查阅万达商业地产的历年年报、国家相关统计数据及相关理论的研究现状，为论文的撰写提供理论支撑。

#### (2) 比较分析法

通过对比商业地产行业重资产模式下的问题与轻资产模式的优点与缺点，进行总结与分析万达商业地产为何要由重资产模式向轻资产模式进行转型。

#### (3) 案例研究法

查阅国外成熟的商业地产企业运用轻资产模式的相关资料进行介绍，对于万达商业地产转型的模式进行分析，总结归纳万达商业地产该如何依靠轻资产的运营模式使企业能够继续发展下去。

## 第二章 文献综述和理论基础

### 2.1 文献综述

#### 2.1.1 轻资产的定义及内容

“轻资产”这一概念在近几年被越来越多的学者与专家们进行探讨，但是目前来说还没有一个统一和权威的定义。

最早的对于轻资产的研究是起源于国外，在对其进行描述的时候更多的倾向于将其试做企业中的一种无形的独特的资产。“轻资产”这一概念最早是有在战略咨询领域内的麦肯锡（Mckinsey）公司提出来的，在市场上麦肯锡公司也是最早推动轻资产这一概念的公司。麦肯锡在为中国的光明乳业做咨询服务时引入了轻资产的这一概念。Wernerfelt（1984）认为轻资产的内涵应该是企业一种独特的无形资源，其表述应当为“市场基础资产观”下的“核心竞争力”的多种要素，而 Barney（1991）认为这些多种要素应该是那些企业所拥有具有价值的并且应该难以模仿与替代，是能够进行资源的整合创造价值的独特能力的特征。同时，Amit（1993）认为这些资源除了常见的品牌和专利外，还应当包括“市场基础资产观”下所强调的知识财产、客户关系、渠道和网络，还有其他的如企业价值观和文化、产品的创新能力、技术研发能力、产品营销能力、租住文化、人力资源、管理制度和流程等其他的无形资产。Robert K. Weiler(2001)通过对于企业而言其具有的独特优势进行研究发现轻资产的范围是很广泛的，企业的轻资产资源不单单是企业行业内长期积累形成的良好品牌形象、企业内优秀的人力资源、企业内的经验积累以及企业的优质客户资源，还应当包括企业在经营过程中不断完善的企业制度、企业价值观与企业在日常中流程管理能力等。这些都应当都囊括在“轻资产”的概念之中。从轻资产的定义来看，轻资产指的是一些无形的企业资产，与传统重资产相对比较灵活的一些资源。企业通过扩大轻资产的规模，与重资产相比可以节省企业对于现金流的压力，还可获取更迅速与轻盈的发展，更稳定的增长力与更强劲的盈利能力。孙犁、朱武详（2003）认为轻资产不应当仅仅只是无形的资产，应当也有有形的资产。例如，企业的技术、声誉资产、结构资产和制度资产以及互补资产、财务资产都应当属于轻资产的范畴。吕民乐（2004）认为除了在轻资产运营模式中，轻资产的定义不应当仅仅是企业当中的一些无形资产，轻资产还应当包括治理制度以及企业与各方面的关系资源等内容，其最重要的核心应当是品牌。王晶（2008）认为轻资产的范围上涵盖范围较广，企业人力资源、

企业经验、企业品牌、规范的管理流程、客户关系等都包含在内，与重资产相比占用的资金较少，释放了资金活力，使用上相比于重资产也更加灵活。

### 2.1.2 轻资产的运营模式

对于轻资产运营模式来说，国内外的学者长期以来难以达到一致的共识，国外与国内的学者有时会把盈利模式与商业模式等同起来，而 Joe Peppard, Anna Rylander(2010)认为盈利模式是不能简单地等同于企业的商业模式，盈利模式是一个企业目前拥有的资源能够借以寻找利润增长从而获得超额利润的企业运营模式。Yves Pigneur, Alexander Osterwalder(2002)通过探究企业凭借自身轻资产资源进行盈利的过程发现轻资产运营模式实际上市通过对企业生产流程中的各个环节进行分析剖解，对产生价值较低的流程环节进行重整，采取外包的方式将非核心环节进行剥离，保留能够为企业带来高价值的核心业务及资源，从而为企业带来更高的收益与资本。Magretta(2002)在研究企业的盈利模式时提出，通过对一些企业的盈利模式进行了研究，发现有部分企业采取的是轻资产盈利模式。这种模式的特点是针对企业生产环节的高利润点与高利润区着重进行生产，将一些非核心与利润较低的业务剥离出来，将企业的资源集中在能够为公司带来较高利润的核心竞争力部分。这一类企业积极运用外部公司的代工作用，进行生产资源的整合，提高了企业在市场反应与资本运营上的敏感程度，企业若是想实现企业的收益最大化，必须选择一种适合企业在其行业内部发展和壮大的盈利模式。Joel West, Michael Morris(2010)认为企业为了实现战略目标，企业应当寻求与其自身发展壮大目标相匹配的盈利模式，该盈利模式的核心思想是充分挖掘外部资源的价值，通过拉入外部资源降低自己在生产环节非核心阶段的投入并以此获取最大的利润。Sohn, J等人(2013)将适用的轻资产盈利模式的战略定义为“轻资产和费用导向”战略，并通过对美国采用该种运营模式的相关酒店企业进行了研究，验证其定义的准确性。在经过研究后得出结论，他们认为“轻资产和费用导向”战略应该降低资产总额中固定资产所占的比重，通过提高研发环节上的费用，进而提升企业的创新能力，企业通过形资产的研发投入可以帮助企业实现现金流收入的稳定性，同时有利于提升企业的净资产收益率。

### 2.1.3 轻资产运营模式的影响因素

对于轻资产运营模式的相关影响因素研究来说，Anne Millen porter(2000)通过搜集各行各业实行轻资产运营的企业并对其进行整合分析得出，轻资产运营模式应当是实施轻资产模式的企业是利用企业长期经营而形成的轻资产资源以



及长期的努力而积累的优势资源对企业外部的其他资源进行杠杆撬动，与此同时，企业在运营轻资产的前提下，整合行业的价值链结构与其特征，目的是以最少的资源投入，实现企业对自身的业务系统架构进行最优化的组合，最终实现企业获得稳定与长久的现金流收入从而达到企业价值最大化。轻资产模式的战略目标是一种持久而特别的战略模式，不同于重资产的对于实体经济的快速囤积，实行轻资产运营模式的企业应当注重企业长期发展以来的内部的优势资源。乔政(2008)则是通过目前国内的现代服装业作为轻资产的目标行业，认为对于现代服装业，应当通过重塑业务链，将产品设计聚焦于研发、销售渠道的建设等关键阶段的价值链环节，具体到生产厂房、物流运输一些并非非核心业务可以通过外包与合作的形式，降低对人力、物力、财力等方面的需求。并且进一步地认为信息化改造，是在建设健全经营过程中各环节的信息沟通系统是其中关键一环。杨现锋和唐秋生(2007)认为，从轻资产的运营模式来看，可以结合国内物流企业的业务特征，通过研究轻资产运营模式在第三方物流企业的适用性及落地措施，来发现品牌信誉度及内部文化建设是形成客户粘性、塑造企业竞争优势的关键环节，对于企业来说提高业务人员的服务意识与综合素质，改善所有业务环节的一体化程度来实现。关于轻资产运营模式的相关影响因素，贺志军(2009)认为轻资产运营必须强调高附加值和高排他性，要具有可持续发展的战略性的表现，在价值链体系中必须发挥着绝对的领导作用，注重全球资源的整合，依靠资本的运作，对于我国来说，企业应当关注民族和品牌效应等多个方面的建设。戴谢尔(2008)认为实施轻资产运营模式的企业总概括来讲就是：轻资产运营企业发展模式具有财务投入较重资产相比要低，资产规模没有重资产那么大，资产形态表现较为轻盈，知识运用的范围要广，投资收益相对来说较高的特点。对于企业的知识水平要求较高，轻资产模式下应当注重企业的轻量化与企业内部优势的优先发展。

## 2.2 文献述评

综上所述，轻资产的运营模式是企业用于缓解现金流压力的有效模式，轻资产模式的核心在于企业内部的知识产权、核心技术与企业的价值效益，对于企业的实体资产持有量要求较低。在轻资产模式下，往往要求企业要将核心生产环节与高利润生产环节进行着重关注，而非核心与利润较低的生产环节可以进行外包处理，以减少企业的资本压力。而关于轻资产运营模式国内外的学者与专家的研究成果可以看出关于轻资产运营模式的观念最早是起源于国外相关学者对于企业资源与盈利模式的相关探究，随着轻资产这一概念的不断普及，越来越多的学

者对于轻资产运营模式提出了在不同方面的见解。而我国对于轻资产相关概念的研究起步较晚，主要是对国外相关理念进行扩充，缺乏基于我国基本国情下的轻资产发展的相关研究。

目前我国关于轻资产运营模式的研究主要还停留在相关互联网企业、传统服饰产业与高端家电产业等，类似于小米、耐克、格力等都有关于其轻资产运营模式的研究。对于传统的企业研究较少，特别是像商业地产这一类传统的重资产企业缺乏关注。房地产行业是中国经济的重要支柱之一，而近些年来也有越来越多的商业地产商开始向轻资产运营模式转型，而本文将万达商业地产为例，通过万达商业地产有重资产的运营模式转变为轻资产的运营模式的选择以及其在轻资产这一模式上主要实施策略进行研究，对房地产类企业提供一个借鉴与参考。

### 2.3 重资产模式简介

重资产是指相对固化的有形资产，包括企业自有的机器设备、厂房、仓库基地、原材料等。当企业拥有较多的重资产则意味着可控资源的固化，因此没有更多的外部资源以获取经济利益，现金流动性较低。目前鉴别轻、重资产的方法尚未统一，财报中呈现的大多都是重资产，而企业管理制度、拥有的客户关系、品牌价值等无法展现在财报中的资源则是轻资产。轻资产意味着非实体资产，能为企业创造超额利润，其余的都是重资产。诸如此类说法不一，但是重资产往往是与轻资产相比较而言的一对概念。鉴于目前较普遍的认知是能为企业创造额外价值、体现智力资源的为轻资产，其余为重资产，因此固定资产、在建工程、存货、机器设备、店面、厂房等为重资产。

重资产运营的企业通常以较高的资金投入获取较低的利润率，典型的重资产运营企业是传统的制造企业。随着技术更新换代、市场日新月异、消费者偏好改变等因素的不断变化，企业产品也会随之迭代升级，这将致使生产线、供应商、销售等方面变化，采用重资产运营模式的企业自有固定资产过多，后期对自有资产的折旧摊销也较大。总地来说，重资产运营模式是指企业在建造厂房、自建物流、购进机器设备等方面投入较多资金以形成相对固化的资产，能够获得规模优势，但是后续折旧摊销较多、现金流压力较大的一种运营状态。

重资产运营模式指传统制造业普遍被采用的运营模式，通常在形式上直观地表现为资产相对“固化”，在财务报表中的资产名称为“重资产”，其运营模式通过众多资产获得有力规模形式的经营方式。从根本上看，重资产运作方式的特点体现在多个方面，如经营策略、成本战略、竞争战略等，并终将反映在企业的资

产负债表和损益表中。

## 2.4 轻资产运营的相关理论

轻资产运营的相关理论主要是在分工理论、微笑曲线理论、财务战略理论等几个理论当中建立起来的。

### 2.4.1 分工理论

经济学之父亚当·斯密（Adam Smith）在《国富论》一书中第一次提出了分工理论(specialization of labor)、亚当·斯密认为社会财富的增加可以通过劳动分工的方式实现，因为劳动分工可以大大提高工人的工作效率，在二十世纪初福特公司就将生产一辆汽车的时间切分为 8772 个工时，分工理论是将生产环节各个部分进行细分，不通生产线的工人可以只负责自己的那一环节，这样不仅能够提高工人工作的专注度，而且还能够提高对于工人专业度的培养。由此带来的主要益处有以下几点：首先，通过劳动分工可以提高生产力，各个环节的工人各司其职能够降低错误率；其次，每个生产工人的生产环节都可以实时的落实下去，有助于提高各生产环节的工作效率，进而提高整个生产链的工作效率；最后，通过分工将每一环节的生产任务划分到每个工人身上可以降低工厂的监督成本。

在轻资产的这一模式当中，企业通过将生产过程细分，提高每个产业链上的专业化生产和经营能力，使企业将资本投入利润较高的环节之中。企业得以充分将自身的资源最大化自，有利于提高各个环节的经营效率，将资本精确投入到重点环节，达到精确的控制。亚当·斯密的分工理论为轻资产云中企业对于产业的划分提供了理论基础，轻资产企业将产业链逐步细化，可以不必像以前那样全部都是企业从开始跟到最后，这一举措，大大减轻了企业在生产运营中的负担，为企业注入了活力，有利于企业运转的效率提高。分工理论奠定了轻资产这一运营模式的基础，通过分工去经营企业利润较高的环节的方式为企业减负，实现了自身资产的轻型化。

### 2.4.2 “微笑曲线”理论

“微笑曲线”理论是由台湾宏碁集团创始人施振荣先生提出来的，最早是作为宏碁的策略方向，现如今已在世界上被广泛推广。“微笑曲线”理论认为：在一个企业中，应当包含一个完整的产业链。这个产业链可以分为三块，包括上游、中游、下游。在上游的产品研发环节和下游的销售、售后环节是利润较大的两个

环节，中游的生产、制造、组装环节为劳动和资本密集型环节。由此生成了两头利润高，中间利润低低的 U 型曲线，因此被称为“微笑曲线”，如下图 2.1。由“微笑曲线”我们可知，企业在发展时应当着重对价值较高的环节进行重点的发展，将价值较低，利润一般的环节进行外包。这样可以在一定的投入下获得较高的利益。“微笑曲线”在对于企业轻资产运营的可行性上提供了有力的支持。

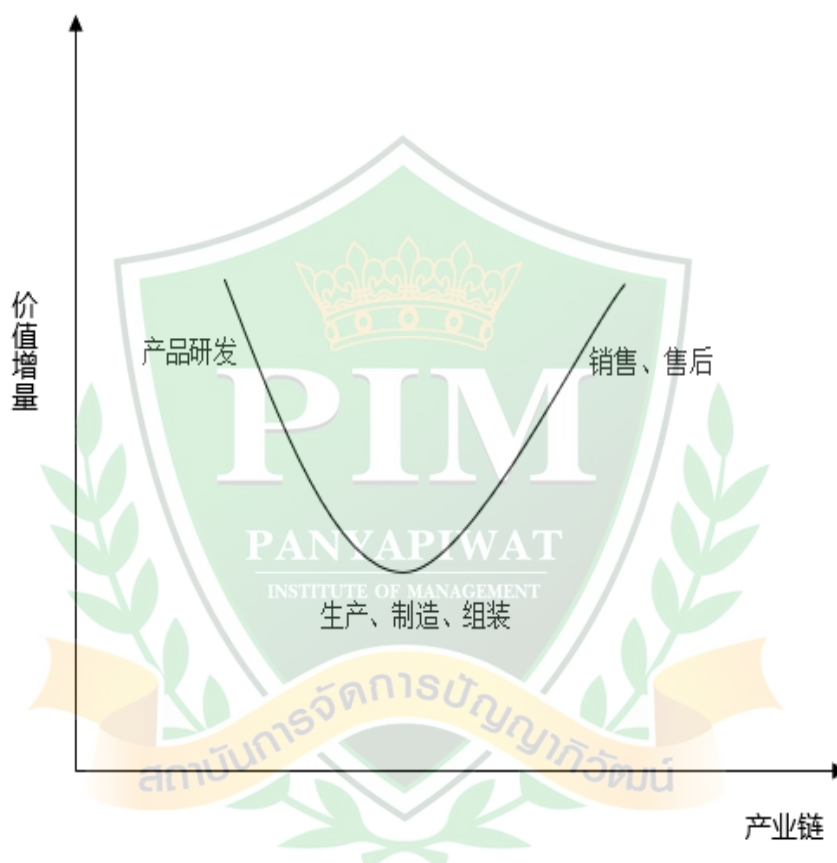


图 2.1 “微笑曲线”图

### 2.4.3 财务战略理论

财务战略理论是从财务决策者的角度出发，为企业谋求资金均衡有效地流动和实现企业整体战略，将企业的长期发展因素进行分析和预测，将财务资源和非财务资源进行有效分析与利用，最终达到实现企业的预期发展。现代财务战略理论是在传统财务战略的基础上，将财务与非财务资源进行相互结合，为企业提供多元的理论支持，来达到企业的一个可持续发展。非财务资源在如今社会科学技术不断发展的影响之下在企业中所发挥的作用比以往过去要重要的多。在科技不断发展的今天，一个企业的竞争优势和未来的发展前景已经不仅仅是说财务方面

的战略了，更要取决于非财务方面资源的利用程度与利用效率，所以现阶段的许多企业已经在重视非财务资源方面对于对企业发展所起到的作用了。



## 第三章 国内外商业地产运营主流模式

### 3.1 国外商业地产运营模式

#### 3.1.1 铁狮门模式

铁狮门(TISHMAN SPEYER 简称 TSP) 成立于 1978 年。是世界一流的房地产业开发商、运营商及基金管理公司, 擅长开发并与管理密切结合的房地产企业。铁狮门通过自身多年的专业企业素质和行业领先的资源整合创新能力, 其目前物业总值已经达到了 681 亿美元, 目前已是全美最大的商业地产公司之一, 其运营模式也是典型的轻资产运营。

铁狮门的成功离不开的是自己拥有一套完整的产业链条, 支撑起从资产的收购开始到开发、设计和建造一直延续到房地产的后续管理运维阶段, 例如物业管理、投资管理、租赁管理、税务与风险管理等均有着完整的产业链与行业内领先的资源整合能力。从前端的开发到后端的运营工作拥有一套完整的价值链覆盖。

铁狮门的盈利模式, 是通过发行房地产基金, 借以此带来的财务杠杆获得较高的收益。发行的基金再通过投资或收购各种物业, 达到自身产业增值和获取物业经营现金流作为另一部分的收入来源。在铁狮门这一模式下产业链的高度融合, 实现了自身的扩张。通常以不到 5% 的投入, 再通过其发行基金的收入与产业链各环节的管理费用达到了近 50% 的收益。

#### 3.1.2 凯德模式

凯德集团是新加坡最具代表的房地产企业, 并已经在新加坡证券交易所上市。是亚洲知名的大型多元化房地产企业, 其业务范围遍布整个亚欧大陆。

凯德的模式的出现可以追溯到 2000 年左右, 其主要特点可以概括为以下两点: 首先企业不再由之前依靠资产增值而是要转变到依靠附加的管理费用等作为主要收益; 其次, 实施资产分离战略, 将企业的非核心产业资产进行剥离剔除, 同时实行资产证券化, 通过发行基金证券来进行资金的筹集。由以上可以看出, 凯德集团也是再由过去的重资产运营转变为轻资产运营。

凯德将投资或收购回来的项目, 进行打包, 分别装入私募基金或者信托基金, 而自己也持有部分的股权。另一部分则由其他投资机构的投资者持有。物业方面由凯德自己运营, 等到项目由培育期阶段逐渐之后凯德再以 REITs 的方式退出, 由此进行可循环的投资, 达到收益的最大化。

凯德模式不同于铁狮门模式通过杠杆来获得高利润，凯德是将其资产类型进行分解与投资人相匹配来满足不同投资人的喜好。将投资物业按照发展阶段分为培育期与成熟期，其中培育期的风险较成熟期的风险较大，潜在回报空间更高，成熟期的收益率则相对稳定，也更加保守

## 3.2 国内商业地产运营模式

### “香港模式”

自我国于 1998 年 6 月之后，国务院决定，党政机关将停止已经实行了 40 多年的实物分配住房的做法，从而开始推行住房分配的货币化。自此之后，中国的住房分配制度，已经完全走上了商品化的道路，从此地产行业便进入了高速发展的阶段，最早我国房地产行业起源于中国南方的广东省。由于我国的国情，走的是一国两制的道路，而广州又紧靠香港，所以使用的一直都是“香港模式”，而香港模式的核心就是土地的持有，这种模式的特点是典型的重资产。在这种模式下一般都是地产商先购买持有土地，或者向银行购买持有土地，在进行房屋的建造，在房屋还未完全竣工之前就开始进行预售，用于回笼资金，预售后收到资金再进行后面的建造直至把楼盘全部售尽，获取足够的利润之后再下一轮的房地产开发。在这种重资产的模式下，房地产企业拥有绝对的掌控权，大包大揽获得了足够的利润，使得国家在取消分房制度后住宅地产迎来了高速发展的“黄金十年”。而也正是因为这种“高利润，低风险”也使得住宅地产获得了各方面的青睐，不仅只是一些民营企业，部分国企也开始渐渐的涉猎地产的开发。但是，随着进入到了 2010 年后，地产市场的竞争越来越激烈，地产发展的“黄金十年”也已经成为了过去式，商业地产内行业的竞争也越来越激烈。

## 3.3 国内外商业地产运营模式比较分析

对于使用铁狮门模式和凯德模式的国外成熟商业地产商来说，其优势在于将企业的运营管理能力与基金管理方面的能力进一步的扩大，让企业不必花费大量的资金成本进入市场，可以通过较低的投入获得可观的利润。但是，如果一般的地产企业不具备高度成熟的运营管理制度与发布相关基金或证券的能力，是很难实施这两种模式的。而对于我国商业地产商来说，“香港模式”在我国进入 21 世纪初的十年期间，毫无疑问是最正确的选择，其优势在于，凭借着人们对于楼市的热情与较低的土地价格，可以使得地产企业迅速的获得可观的收益，从而实现企业的迅速发展与扩张。而对于这一模式来说，其缺点也是十分明显的，一旦楼

市进入低迷状态或者地产商在土地资源上的成本上涨，会是的建造而成的商品房形成库存的堆压，从而造成企业的资金回收较慢，加大了企业的资金压力。

通过列举国外商业地产模式铁狮门模式与凯德模式可知，目前国外主流的商业地产商已经不再延续着依靠实体经济资产的增值来获取企业的利润增长，而是开始转变为依靠发行基金与提供管理服务来获取服务的增值。而我国目前大部分的商业地产公司所实行的还是依靠土地的持有，进而开发项目到最后的楼盘出售获取利润，这种模式在我国之前土地价格较为低廉时，商业地产商可以快速扩张进行复制，建好一个楼盘之后，出售来获取利润。但是随着近年来，国家进行宏观调控，土地拿地价格越来越高，而且房价的波动带来人们对于楼市越来越多的开始持观望态度，楼市不再像过去十五年那样火热。这就造成了房地产企业攫取利润的周期变得越来越长，如果没有赚得足够的利润，往往会造成地产企业现金流的压力增大，负债率也会提高。所以目前来看，我国应当试行国外商业地产企业所运行的轻资产的商业模式。





## 第四章 万达商业地产运营模式分析

### 4.1 万达商业地产公司简介

大连万达商业地产有限公司是大连万达旗下的核心子公司之一，公司成立于2002年9月16日注册资金1000万人民币，公司前身为大连万峰房地产开发有限公司，2007年11月21日更名为大连万达商业地产有限公司，2009年12月10日公司整体变更为股份公司。是中国最大的全国性连锁商业经营管理企业，主要负责经营管理万达商业地产公司开发的大型商业购物中心以及住宅、公寓和写字楼等多种类型物业项目。2014年12月23日万达商业地产正式在香港联交所上市（股票代码3699.HK）随后在2016年9月20日从香港联合交易所退市，2018年公司更名为大连万达商业管理集团股份有限公司。万达商业地产的主营业务为商业地产的投资与运营管理，其主要核心产品为以“万达广场”所命名的城市综合体为核心，其功能主要涵盖了以下几个方面：首先是以大型购物中心、娱乐中心为主体的商圈投资与运作，对商业物业进行投资；其次是开发写字楼、公寓、商铺等以销售和提供物业管理为主；最后是开发和经营高端酒店的运营。万达拥有自己的商业规划研究院、酒店设计研究院、以及遍布全国的地产建设与管理团队，在商业地产方面拥有自己完整的团队与高度成熟的产业链来作为自己的核心竞争力，这在全国范围内都是处于绝对领先地位的。

自2016年万达商业地产退市以来，万达商业地产也在不断地摸索适合自己的发展形势来提高自身实力，在过去的十年乃至二十年中万达地产的成功离不开其重资产的经营模式，之前可以依靠低廉的土地成本圈地，再依靠销售房地产来获得高额的现金流回报。而近些年来中国房地产市场的低迷与泡沫化使得万达开始逐步试行“轻资产运营”的模式。万达拥有多年积攒下的丰富运营经验以及强大的品牌影响力，也吸引着社会各界的投资者向万达涌入。自2015年开始试行轻资产运营模式之后便广泛的关注。由投资者提供相应的土地与资本，万达则负责项目实际的规划、设计、招标、建设与运营，最终获得的收益由双方按照既定的比例进行分成。在2019年年初，王健林曾对外表示，从2019年开始万达旗下所开业的轻资产广场将超越一半，将来的占比会越来越高。或许今后所开业的项目全部都是轻资产，而新开业的酒店也是全部委托管理的轻资产。2020年，万达商业将消化完房地产业务，不再进行房地产的开发，将扮演纯粹的商业管理运营企业。2021年，万达商业也对外表示将不再发展重资产，将不再持有万达广场物业，全面实施轻资产的战略布局。

## 4.2 万达商业地产运营模式现状

万达商业地产在过去主要就是依靠万达广场这类城市综合体建筑获取利润。从项目的投资、建设、管理到后期运营均有万达自己来完成，再结合万达广场附近配套的办公楼、旺铺、公寓住宅等设施进行出售出租来获取现金流，而进一步可以投资下一个万达广场。这一模式由万达自己经营，全部的收益都归万达所有是典型的重资产运营模式。毫无疑问，万达的重资产模式在十年前我们所看是成功的，万达集团董事长王健林也一度成为中国首富，万达凭借自己本身强大的招商引商能力是成功的关键保证。万达重资产模式的这种“以售养租，租售结合”也对我国的商业地产行业有着深入的影响，像恒大、万科等许多中国房地产企业均是以这种模式来进入到商业地产领域。而这种重资产模式之所以在当时能够获得成功，有很大一部分因素是因为当时我国的土地价格较低，房地产市场的需求也是飞速上升导致供不应求，在这一时间段内像万达、万科之类的商业地产商均通过房地产的销售获得了超高的利润，与此同时也获得了较高的资产周转率用来支撑企业的现金流。但在 2015 之后的时间段内，国家出售对于房地产行业进行宏观调控，房地产市场由松转紧，对于万达商业地产来说在重资产模式下需要在项目前期的投资数额较大，向金融机构贷款数额高，进一步的造成了公司负债的加重，资产负债率高。对于这类项目的投资回报周期来说一般较长，为公司增大了现金流的压力，使得公司的资产收益率进一步走低。

### 4.2.1 重资产模式下公司净资产收益率下滑

在查阅了当时万达商业地产公司所公布的财务年报数据，通过计算分析出如表 4.1 所示，自 2011 年开始到 2014 年公司的净资产收益率自 2012 年开始以小幅度的下降开始，其总趋势持续走低，由 2011 年的 32.75% 下跌到 2015 年的 12.90%，在 15 年之后开始实施轻资产转型之后净资产收益率开始转变为小幅度的上升，由此可见万达商业地产的轻资产运营初见成效。

表 4.1 万达商业地产主要财务比率

	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年
销售净利率	38.97%	42.88%	28.67%	23.27%	20.30%	23.40%
总资产周转率	20%	19%	20%	19%	19%	19%
权益乘数	4.18	3.84	4.10	3.84	3.35	3.36
净资产收益率	32.57%	31.28%	23.50%	16.97%	12.90%	14.90%

数据来源：根据万达商业地产公司年报数据计算得出

由净资产收益率的计算公式得知，净资产收益率=销售净利率×总资产周转率×权益乘数，由表 4.1 可知万达商业地产的销售净利率自 2012 年开始逐年走低，销售净利率是用来衡量和判断一个企业盈利能力的的关键因素，在未转型轻资产模式之前，万达的销售净利率最高在 2012 年可以达到 42.88%，但是随着 12 年过后国家土地市场开始紧缩，价格上涨，到了 2013 年开始万达商业地产的销售净利率开始大幅度下降表明企业的盈利能力开始下滑。总资产周转率是用来衡量一个企业在经营管理中的运营能力的高低，根据表 4.1 可知万达商业地产的企业运营水准较为稳定，可以常年维持在 20%左右的水准。

#### 4.2.2 重资产模式下的营业收入来源

由表 4.2 得知，万达商业地产主要的营业收入由酒店经营、物业的租赁及管理以及物业销售为主。万达商业地产作为我地产业领先的企业其主要依靠销售物业获得利润，从表 4.2 中可以看出在 2011 年—2015 年物业销售对于万达商业地产的营业收入均在百分之八十以上，而酒店经营和物业的租赁及管理对于万达商业地产来说所占的营业收入在 15 年之前两项之和相加都不到公司总营业收入的 15%。

本次论文之前提到，万达商业地产过去依靠重资产模式的“以售养租”的经营模式，在 21 世纪初的十年内使得万达获得了较高的现金流以及企业的持续发展，但是随着时代的发展，对于重资产企业来说过度依赖房地产的销售模式所获取利润在近些年使得部分地产公司的收入变得越来越低。近年来，房地产楼市的市场不断紧缩，经济形势的不断变化下，地产公司的销售利率下滑是不可避免的情况，而这也进一步的导致了净资产收益率的下滑。

表 4.2 万达商业地产 2011—2016 年各营业收入百分比

	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年
酒店经营	2.856%	4.359%	3.705%	3.716%	3.948%	4.710%
物业租赁及管理	7.423%	9.888%	9.776%	9.597%	11.369%	14.160%
物业销售	89.626%	85.585%	86.410%	85.053%	81.545%	78.461%
其他	0.095%	0.168%	0.110%	1.634%	3.138%	2.670%

数据来源：根据万达商业地产公司年报数据计算得出

### 4.2.3 重资产模式下的资产负债率升高

由表 4.3 万达商业地产的年负债表可知，万达商业地产在行业内属于投资较大的企业，对于地产行业来讲，前期从中标项目开始就需要投入大量的资金成本再加上在建设过程当中的投入，在这其中有大部分的资金是来自于金融借贷机构与房屋的预收款。但是在目前我国地产行业市场目前接近饱和，地产项目越来越密集，居民收入与房屋价格仍然存在较大的差距以及国家开始出台政策进行宏观调控等因素的影响下，目前地产市场的销售情况已经大不如前。根据表 4.3 可知万达商业地产在 2012-2015 年期间仍旧在延续其重资产“以售养租”的这种经营模式，虽然总资产由 2012 年的 3351.14 亿元截止 2015 年增长到了 6395.60 亿元，但是企业的资产负债率一直都在 70%以上，这对企业的运营造成了极大地压力，而整个地产行业的平均负债率一直都是在 65%左右，万达明显高于行业的平均水准。在 2015 年开始试行轻资产化转型之后到 2020 年，企业的资产负债率有了明显的下降，虽然总资产较之前试行重资产模式下的总额较为减少了一部分，但是资产负债率从 2016 年的 70.26%到 2020 年的 51.10%已经有了显著的成效。

表 4.3 万达商业地产资产负债表（单位：亿元）

	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年
总资产	3351.14	4310.46	5642.93	6395.60	7511.46	6891.05	6243.19	5752.16	5623.93
负债	2477.63	3171.75	4091.49	4536.63	5277.70	4462.53	3595.70	2979.07	2874.20
资产负债率	73.93%	73.58%	72.50%	70.93%	70.26%	64.75%	57.59%	51.79%	51.10%

数据来源：根据万达商业地产公司年报数据计算得出

### 4.2.4 重资产模式下现金流逐年减少

万达商业地产的投资主要用于日常的商业地产项目的投入上，这需要企业付出大量的资金来支撑，在万达商业地产重资产模式下，种种弊端也开始显露出来。由于房地产项目的投资周期长，资本回流时间较慢，这给万达商业地产现金流端的压力越来越大，由表 4.4 可知万达商业地产在 2012 年—2014 年内由经营活动产生的现金流量净额处于下滑的状态，由 2012 年的 114.81 亿元下滑到了 88.32 亿元，尽管 2014 年相比较前一年有所上涨，但大趋势还是处于下降。与此同时，万达商业地产的投资规模也在不断扩大，在全国而三四线城市疯狂扩张，投资支

出越来越大，从 2012 年到 2016 年每年由投资活动产生的现金流量净额都在 230 亿元之上，在 2014 年更是达到了 456.99 亿元，经营活动所带来的现金流难以满足万达商业地产规模如此之大的投资。所以自 2015 年开始以来，万达商业地产提出轻资产的模式开始，其减少投资活动产生的现金流量净额，到 2016 年仅仅一年的时间其经营活动产生的现金流量额就有了大幅度的提升。自 2017 年开始，万达商业地产的经营活动现金流量额就多余投资活动的现金流量额，实现了自身发展的轻量化。

表 4.4 万达商业地产现金流量表（单位：亿元）

	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年
经营活动产生的 现金流量净额	114.81	68.67	88.32	319.09	379.76	255.84	293.00	168.05	132.06
投资活动产生的 现金流量净额	- 254.95	- 237.83	- 456.99	- 467.38	- 410.34	-89.67	- 273.18	-14.35	-87.72
筹资活动产生的 现金流量净额	185.51	379.03	538.00	-53.24	- 309.83	- 380.47	- 395.09	-24.51	- 319.84

数据来源：根据万达商业地产公司年报数据计算得出

根据以上的分析可以看出，万达商业地产这种重资产的运营模式在 21 世纪出的十年左右是成功的，但是随着时代不断的发展与房地产行业前景的不断变化，重资产模式的种种弊端也开始暴露出来。在财务问题方面尤为突出，像净资产收益率下降、负债率的升高以及企业现金流压力增长等问题。随着万达在 2015 年开始向轻资产模式转型，转变原有的运营模式，也为地产行业的同行们提供了经验。

### 4.3 优化万达商业地产运营模式的策略分析

万达商业地产在 2015 年开始为解决在之前公司实行重资产模式下所遇到的筹资问题与现金流压力过大问题开始向轻资产的运营模式进行转变。虽然轻资产运营在近些年是一个热门的话题，但是并不是所有类型的企业都适合轻资产这一运营模式，特别是对于传统商业地产商来说。在轻资产模式下，传统地产商的优势会被削减，而在各流程环节上对于效率的高低会被放大，商业地产商在向轻资产转型之时，在传统上的优势是否能够合理转化为在其他环节上是一个很重要的

问题。对于万达商业地产来说，从项目的立项开始就在开发、建设、招商与物业管理等方面都具有自己的优势，在经过多年的探索中，万达商业地产形成了以套自己完整的产业链环节。

万达商业地产在通过借鉴国外成熟的商业地产商的轻资产运营模式，在本身品牌效益影响力够大的情况下，通过资本的运作，突出品牌效应与运营管理能力，最终获得企业的增值，其实施主要策略可以从以下三个方面进行分析。

#### 4.3.1 开拓轻资产的融资渠道

通过借鉴国外的凯德模式与铁狮门模式的轻资产模式来看，最重要的就是要突破资本对于企业的约束。铁狮门模式是通过发起私募基金与 REITs，通过高杠杆来达到募集资金的目的，从而实现企业规模的快速扩张；而凯德模式通过私募基金来解决物业的开发与培育问题，进而再通过 REITs 解决私募基金退出的情况。万达商业地产在融资的渠道上主要可以分为内部与外部两个方面：

第一是建立内部融资渠道，万达商业地产隶属于万达集团，而万达商业地产也成立了属于自己的商务公司，并且通过收购快钱支付公司，推出了自己的理财产品，采用对外出售理财产品的方式进行筹集万达广场的轻资产运营资金。这种面向实体产生的回报的方式与 REITs 地产证券化十分类似，通过这一方式为万达商业地产资本的持续性收入提供了方向。

第二是打通外部融资渠道，万达商业地产面对基金、保险机构等投资者，引入第三方投资人。由外部融资渠道筹得的资金进行拿地开发、建设等。万达商业与光大安石、嘉实资本、四川信托等投资公司均签订了投资合约，由多家投资机构共同出资建设万达广场，不再是由万达自己一盘包揽。

#### 4.3.2 突出品牌效应与提高运营管理能力

美国铁狮门在其巨大的基金项目支持下，管理并且运作着遍布全世界 44 个国家与地区的 100 多个房地产项目机构，尽管规模如此庞大，但掌权的铁狮门资本投入却不到 5%。铁狮门正是依靠着强大的品牌效应与出众的运营管理能力，牢牢地掌握着商业项目的控制权。企业的价值提高使得其物业价值也获得增长，铁狮门通过其在商业地产上各环节的管理运营进行抽成与参与公司下地产基金收益的分配的这种模式，以不到 5% 的资本投入进去获得了项目超越 40% 的收益。而万达商业地产也通过借鉴了铁狮门的轻资产运营模式，通过“小股操盘”，借助第三方投资机构的资本，将项目所需的资金全部来源于第三方投资者，万达则负责整个项目的选址、建设与物业管理团队的打造，建成之后全部归投资者所有，

万达不占有其中的股份，但是万达却牢牢掌握了在实际项目中的控制权。这位万达带来的主要有以下两个方面的收益：首先，在与第三方投资机构的合作中，项目品牌仍为万达广场，为万达商业地产的品牌影响得到了宣传与巩固，能够保证项目的日常流量；其次，万达负责项目后续的运营管理，万达商业地产打早了属于自己的商业信息化管理系统“慧云”，来负责万达广场项目的日常信息管理，保证可持续运营。

万达商业地产通过参股但不控股的方式，突出自己的品牌效应与运营管理来让企业的资产轻量化，通过较少的资本投入，不再注重于项目有形资产，通过项目过程其他环节提供服务，例如选址、开发、建设与后期运营等方面，将自己转变为服务方来获得较为稳定的现金流量，在房地产波动较为明显的当下，通过轻资产模式的稳定了现金流的获取与资金的利用效率。

#### 4.3.3 提供部分资金收益获得稳定现金流

国外成熟的模式，像铁狮门模式与凯德模式均是通过向自己旗下的地产基金收取部分管理费与业绩抽成来获得收益，虽然万达商业地产在轻资产模式上借鉴了铁狮门模式与凯德模式，但由于国情与国家的不同，照搬并不适用。万达商业地产在和第三方投资者的合作框架下，由第三方投资者出资对于商业物业进行控股，万达则是通过自身品牌效应与运营管理参与其中，为投资者提供服务，万达作为整个环节中的服务方，最后整个项目所获得的资金收益是有双方共享的。比如说，万达商业地产在与光大安石、嘉实资本、四川信托与快钱支付四家公司的合作当中，万达商业地产将会拿出 35% 的租金收益来与投资者进行分享，不同于万达之前“以售养租”的经营理念，万达商业不再依靠通过物业销售回流的现金来支持万达广场的开发与运营，通过为投资者提供部分资金，建立长远的合作关系来为万达提供稳定的现金流。

万达商业地产的轻资产运营模式，摆脱了过去万达在重资产模式下的作为资金提供方带来的种种弊端，万达在项目中扮演的角色不再是项目资本的投入方，通过引入第三方投资机构，万达商业对其提供开发、招商、运营等服务，作为整个项目的服务方。而在整个项目的产业链中，万达商业的品牌影响力与运营管理能力是不可代替的，整个过程当中只有万达的参与才会使项目获得更好的知名度与效益。在转型轻资产运营模式之后，万达商业由原来的资产增值获得收益转变为服务增值获得收益，整个过程中以运营商万达商业为核心，来获得持续与稳定的现金流。

#### 4.3.4 适应房地产市场的变化，调整盈利模式

目前随着世界经济的紧缩，特别是在 2020 年全球因新冠疫情的影响下，实体经济的生存空间越来越小，而我国目前房地产市场的利润率也较过去有了较为明显的下滑，房地产市场上供需目前处于一个较为平衡的阶段，“黄金十年”或许也不会再出现在中国的房地产市场上了，作为卖方的地产公司市场优势也在进一步的缩减。近些年来，房地产企业不断在通过调整公司内部组织结构来优化企业成本，越来越多的房地产企业开始试行轻资产的运营模式来提高企业的生产效率与盈利空间。万达商业地产在 2010 年左右进入了企业收入的巅峰期，随后急转直下，而在面对房地产市场变动之时，果断开始试行轻资产的运营模式，最终使企业获得了转型。我国大部分的地产企业所实行的重资产运营模式，对于从项目的开发阶段到建设、运营等各个时期都需要企业亲自进行管理，在这种模式之下储备资源越丰富的企业其所产生的价值就会越高，但是随着我国房价的不断上涨，国家出台了一系列的政策通过限购限贷等措施来地址房价的上升，房价尽管是在上涨，但是销售情况却不容乐观，地产企业前期投入的大量资本不能及时收回，进一步的导致了企业资金链的紧张与负债率的上升。在这种情况下，万达商业地产进行的转型适应了市场的变化，及时调整盈利模式是一个正确的选择。

#### 4.3.5 利用自身品牌影响力，解决资金问题

万达商业地产隶属于大连万达集团，万达在经过了多年的发展中积累了自己的良好口碑，有着巨大的品牌影响力。万达商业地产在这种情况下，依托万达集团的影响效应，有利于自己本身对于外界投资者的吸引。万达在向轻资产运营模式转变的开端就利用自己的品牌效益，吸引广大第三方投资者向万达商业地产投入资金，而自己本身则并没有投入过大的资金，万达在这一过程中参与的是项目的管理和运营阶段，利用好自身的品牌影响力，万达能够有效地解决资金的问题。万达品牌在我国目前是很受欢迎的一个品牌，在地方政府和人民群众中也有着良好的口碑，特别是在一些三四线的小城市之中，这一部分的小城市对于大型的商业资源是处于一个匮乏的状态之中，城市的规模和城市化的程度比不上一线与二线城市，而在引入万达项目之后，万达广场往往会成为一个城市的地标性建筑，这不仅帮助万达可以获取利润，也推动了当地的就业与发展，形成一个双赢的局面。在这种情况下，万达商业地产在项目招商之时就与多家企业建立了长期的合作关系，只要在一个城市建立起一座万达广场就会有合作的企业进驻，这样一来不但可以丰富一些城市的商业资源也可以促进万达的品牌效益。



#### 4.3.6 突出运营管理优势，推动轻资产运营模式的持续发展

万达商业地产有着自己一套成熟的运营管理体系，万达旗下有着专业的商业管理部门对于公司项目的运营进行专业化管理。商业地产项目的建设之后能否带来长久的盈利关键点也在于项目后期的运营管理，这也是万达商业地产的核心竞争力所在。万达商业地产是全国范围内唯一一家拥有跨区域商业管理公司，万达有着自己强大的商业管理团队，超过 35000 多名的商业和物业管理人员为万达的项目进行服务。在万达广场上的运营上，万达有着“两个统一”的策略，首先是在万达广场开业之时，会统一万达广场内的商家与万达广场的开业日期，努力做到同时开业；第二只要是入驻万达广场的商家，万达广场会统一办理开业手续，进而减少商家的时间成本。在万达广场内，万达会对于商家店铺的装修风格和日常维护上做到统一规划，一切均是以顾客消费者的角度出发，让消费者们的体验更加舒畅。在后期的营销环节上，万达会定期的推出一些消费活动进而刺激消费与万达广场的引流。万达的统一运营管理策略，让万达广场自日常运行与商家的合作上提高了效率，而高效的运营有利于万达商业地产推动轻资产运营模式的可持续发展。



## 第五章 万达商业地产转型轻资产运营模式研究结论与启示

### 5.1 研究结论

本文选取万达商业地产公司为例，以万达商业地产在轻资产的这一运营模式下进行分析，采用了文献分析法、比较分析法、案例研究法基于万达商业地产公司进行了分析。首先对于轻资产的相关理念进行介绍；再结合国外优秀的采用轻资产运营模式的商业地产公司进行概述，对于商业地产企业轻资产模式的发展道路进行分析；然后叙述了我国目前的商业地产主流模式，为我国的商业地产实行轻资产运营模式进行分析；再次，通过引入万达商业地产公司的案例，在财务分析的背景下，通过万达商业地产公司的历年公司年报，分析了万达商业地产转型轻资产运营模式的发展状况；最后根据万达商业地产转型轻资产运营模式的主要策略和对于我国商业地产行业的几点可借鉴的成功经验进行总结。

万达商业地产在由重资产向轻资产转型的过程当中，通过抛售大量的固定资产，例如万达广场、万达酒店等众多商业建筑综合体，通过其强大的品牌影响力与行业内领先的运营管理能力在轻资产运营模式下让企业通过提供服务带来了服务增值，通过发行基金的方式吸引第三方投资人拓展了多元化的融资渠道，在降低了企业负债方面起到了显著的作用，有效地解决了万达在 2015 年之际所遇到的债务危机。对于目前阶段中国地产企业普遍存在的困境，例如债务压力、现金流压力等问题，万达商业地产通过其在行业内率先实行向轻资产运营模式的转型，为我国的其他地产企业提供了显示可参考的实例。万达商业地产的由“重”转“轻”也说明了轻资产运营模式的适应性是多元化的，不仅仅只适应于传统的服饰类企业或者互联网企业等个别企业。

根据本文的分析与论述，主要可得出以下结论：

(1) 在我国十五年乃至二十年之前，商业地产行业中的企业普遍实行的是重资产的运营模式，此时资产的升值速度要高于土地成本资金，重资产的商业模式无疑是正确的选择。但是随着近些年来，国家进行宏观调控，房地产市场饱和，房价的上升速度开始受到抑制，此时资产的升值回报率降低且不足以支撑起昂贵的土地成本资金，对于商业地产企业来说，选择轻资产的运营模式应当是更为正确的选择。

(2) 当下对于我国地产企业来说，由于房价的升值远低于之前阶段，对于企业来说造成了巨大的压力，例如现金流的压力、土地成本资金的压力以及筹资压力等等，对于整个行业的竞争压力来说，地产企业应当开始探寻其他能为公司

带来盈利的运营模式，但并不是说一定要由重资产的运营模式走入轻资产的运营模式，企业还是应当根据自身的发展情况进行更加理性的选择。

(3) 我国的基本国情与政策背景与国外资本主义国家不同，对于我国的地产企业来说应当切忌照搬国外的模式，应通过借鉴国外优秀的地产商轻资产运营模式的主要思想进行企业试行轻资产运营模式的道路。通过万达商业地产公司的案例可以得出，其实现路径可以是与第三方投资机构与投资者共同搭建平台进行融资，提供企业优秀的运营管理服务来实现利润的获取。因此对于中国的地产企业来说，应当重企业本身的管理能力与资本运作能力，才能在轻资产的运营模式下获得良好的发展。

## 5.2 研究启示

### 5.2.1 根据行业市场变化适时转变运营模式

伴随着商业地产的发展来看，无论是重资产的运营模式还是轻资产的运营模式，这两种模式各有各的特点与利弊，对于商业地产类企业来说应当结合行业市场的方向变化与企业内部的优势结合起来。当地产行业火热之时，房价一路高涨，这时通过开发房地产项目的收益要远大于企业所投入的资金成本，借助于外部融资利用财务杠杆可获得相当可观的收益，在这种市场情况下，重资产的运营模式毫无疑问可以使企业获得快速的成长与收入。但是随着地产市场的紧缩，房地产市场热度开始逐渐消退，或者拿地成本开始上升之时，行业大环境的市场波动频繁。在这种情况下再去依靠大量的融资与借贷筹得资金往往会使地产企业的资金压力变大，为谋求企业的稳定发展与规避市场的不稳定性，轻资产的运营模式便体现出了其的优越性。随着时代的不断发展，融资手段与金融工具的手段也越来越多，轻资产的运营模式优势也不断的体现出来。

万达商业地产在转型轻资产运营模式的过程当中，其突出表现在大量的出售固定资产，拓展多元化的融资渠道，不只是单一的依赖于银行等金融机构，对企业的负债有效实现了降低，合理的解决了 2015 前后万达所遇到的债务问题。万达商业地产通过建立起多元的融资通道，利用外部投资方来建设与支持万达商业的新项目。万达商业地产通过在网络上成立相关的项目基金与信托基金等方式，利用多元化的筹资手段减少了对于穿透金融机构例如银行的资金依赖，灵活的获取现金流，有效地减少了债务上的压力，这一点是值得行业内的地产企业进行学习的。

### 5.2.2 建立企业的核心竞争力

轻资产的运营模式对于企业厚度与知识储备的要求是非常高的，在轻资产模式运行的问题上，关键点是要看企业是否具备完善的知识资本储备与企业的管理能力是否经得起考验。万达商业地产之所以成功转型为轻资产模式企业其关键在于万达商业地产的具有强大的项目管理经验，万达在最早的全过程投入中积累了大量的项目管理经验，即使在万达转型之后不再注重于项目的建设过程，而是提供管理服务，但在这其中的建设过程之中凭借其多年的项目经验，仍然具有一定的话语权。

对于我国地产企业来说，万达商业地产的转型提供了一套成功的经验，在建立起企业的核心竞争力时，例如万达的项目管理能力，同时可以有规模的增加一部分企业中的管理人才，提升企业的管理能力与服务质量，从而形成企业独有的品牌效应。企业的核心竞争力的建立不仅仅有利于企业在轻资产模式上的转型，更有利于企业在未来的运行中多方面的收益。

### 5.2.3 企业在转型阶段要注意规避风险

对于万达商业地产来说，其转型轻资产的运营模式为企业解决了资金与负债的问题。但是万达商业地产的转型也是存在一定风险的，例如在万达商业地产从重资产的运营模式转型为轻资产也不是一步到位的，最先开始只是试运营，直至近些年来才稳步发展。所以对于企业来说，不能盲目的转型，在转型阶段应当注意合理的规避风险，挺高自身的风险防范措施，轻资产的运营模式对于企业的管理能力与运营能力均有着较高的要求。

对于我国的商业地产企业来说，在进行轻资产模式转型之时一定要合理的规划与清楚的认知企业是否具备转型的要求。在轻资产的模式下，企业的扩张速度会增快，引入的外部资本进入企业，以此来达到企业净利率与资产收益率的提高。在轻资产的模式下，企业的盈利方式会发生转变，工作侧重点发生改变，不同的企业对于人才的需求也是不同的，每个企业都应当探寻最适合自己的发展方向。切记不要照搬他人的模式，在发展与转型的同时应当兼顾企业的长期发展，建立健全企业的风险控制机制，找到最适合自己发展的道路，才是企业应当注重的关键所在。

## 第六章 研究结论应用价值与不足

### 6.1 研究结论应用价值

本文通过万达商业地产转型轻资产运营模式的案例向我国的地产企业采用传统重资产模式的地产企业提供了一份详细的案例经验。目前我国在轻资产运营模式这一研究上主要集中在互联网、家电等企业之上，对于我国的商业地产的案例研究较少，且轻资产的相关理念大多来自于国外的专家学者，对于我国来说，轻资产的运营模式与理念不能完全照搬国外的研究，万达商业地产公司通过结合国外优秀的商业地产轻资产的运营案例，通过由资产增值的盈利模式转变为服务增值的盈利模式，是我国地产企业的其他公司可以进行借鉴与参考的。对于我国的地产企业来说，企业的项目管理能力与资金运转能力都有这不同的成熟程度与发展侧重，通过万达商业地产的转型案例，可以为想要试行轻资产运营模式的企业提供一个参考与借鉴的方案。

### 6.2 后续研究与不足

根据万达商业地产的下一步计划中来看，轻资产的运营模式中无形资产对于企业的发展与盈利有着更为重要的作用。万达商业地产在 2021 年之后，决定不再发展重资产，将全部中心放在轻资产的概念之上，而对于万达这一决定，全面放弃重资产资本来说是否会对万达的商业地位产生影响？对于完全采用轻资产的企业来说，又该以何标准评价一个企业的价值所在？在未来关于万达商业地产的价值评估当中该关注的地方和相关问题的处理方式之上又该放在哪个角度之上？在接下来万达商业地产关于轻资产运营模式的计划之下，是否能够继续获得成功，还是有待进一步研究的。

最后，本人在分析万达商业地产的轻资产转型方面主要放在了财务这一角度之上，不能说完全的分析其他层面对其盈利能力的影响进行剖析，在接下来的研究之中将对轻资产的运营模式进行多方面的研究，获取更多轻资产运营模式下关于企业价值的信息。

## 参考文献

- 白仁春. (2004). 轻资产运营策略的借鉴意义. *商业时代*, (35), 20-21.
- 北京贝塔咨询中心. *地产基金模式研究: 嘉德篇*.
- 北京贝塔咨询中心. *地产基金模式研究: 铁狮门篇*.
- 戴谢尔, & 代明. (2008). 轻资产运营“轻”在哪里. *特区经济*第 (9), 120-121.
- 贺志军. (2009). *华斯度企业集团轻资产发展战略研究*. 中山大学.
- 吕民乐. (2004). 浅析轻资产运营的软肋. *现代企业*, 17-18.
- 吕民乐. (2004). 轻资产运营利弊分析. *安徽科技*, (12), 31-33.
- 施振荣. (2005). *再造宏碁*. 北京: 中信出版社. 261-282.
- 施振荣. (2010). “微笑曲线”竞争力. *三联财经*, (04), 50-52.
- 孙犁, & 朱武祥. (2003). *轻资产运营*. 中国社会科学出版社, 60-70.
- 王晶. (2008). *轻资产运营模式及操作要点分析*. 北京企业管理出版社, 22-23.
- 杨现锋, & 唐秋生. (2007). 第三方物流企业的轻资产发展战略研究. *重庆交通大学学报(社会科学版)*, (7), 15-17.
- 朱建宏. (2019). 供给侧改革背景下轻资产企业融资问题研究. *科技经济导刊*, 145-150.
- Amit, R., & Schoemaker, P. J. (1993). Strategic assets and organizational rent. *Strategic management journal*, 14(1), 33-46.
- B Barney, J. B. (1991). Firm resources and sustainable competitive advantage. *Journal of management*, 17(1), 99-120.

- Liou, F. M. (2011). The effects of asset-light strategy on competitive advantage in the telephone communications industry. *Technology Analysis & Strategic Management*, 23(9), 951-967.
- Magretta, J. (2003). Why Business Model Master. *Harvard Business Review*, (5), 67-79.
- Peppard, J., & Rylander, A. (2006). From value chain to value network:: Insights for mobile operators. *European management journal*, 24(2-3), 128-141.
- Pingnewr, Y., & Osterwalder, A. (2002). An Business Model Ontology for Modeling Business. *California Management Review*, (2), 21-22.
- Porter, A. M. (2000). The virtual corporation: Where is it?. *Purchasing*, 128(4), 40-46.
- Sohn, J., Tang, C. H. H., & Jang, S. S. (2013). Does the asset-light and fee-oriented strategy create value?. *International Journal of Hospitality Management*, 32, 270-277.
- Weiler, R. K. (2001). How to Sharpen Virutal Business. *Information Week Manha-seet*, (12), 132-135.
- Wernerfelt, B. (1984). A resource-based view of the firm. *Strategic management journal*, 5(2), 171-180.
- West, J., & Mace, M. (2010). Browsing as the killer app: Explaining the rapid success of Apple's iPhone. *Telecommunications Policy*, 34(5-6), 270-286.

## 致谢

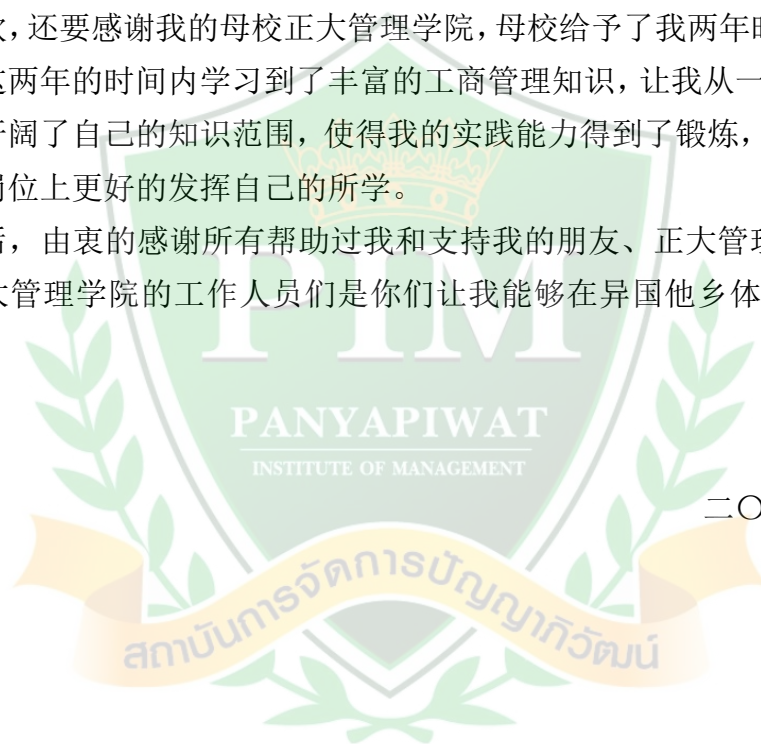
首先在这里要感谢我的硕士研究生导师池沼梅教授，此次 IS 独立研究报告是在池教授的悉心指导下才能够完成的，最近两年因为疫情的原因，没有能够去到泰国与池教授线下见面，但是池教授依然能在日常繁忙的工作当中耐心的解答我所存在困惑的地方，对于我在写作过程当中存在不足的地方给予相应的指导建议，使得我的 IS 报告可以不断的完善。池教授渊博的知识与对于科研严谨的治学态度也是我在日后需要学习的地方。

其次，还要感谢我的母校正大管理学院，母校给予了我两年时间的学习机会，让我在这两年的时间里学习到了丰富的工商管理知识，让我从一个土木工程专业的学生开阔了自己的知识范围，使得我的实践能力得到了锻炼，能够让我在自己的工作岗位上更好的发挥自己的所学。

最后，由衷的感谢所有帮助过我和支持我的朋友、正大管理学院的教授们，以及正大管理学院的工作人员是你们让我能够在异国他乡体验到如家一样的温暖。

马强

二〇二一年六月一日





## 声明

作者郑重声明：所提交的学位论文，是本人在导师的指导下进行研究工作所取得的成果。尽我所知，除文中已经注明引用和致谢的地方外，本论文不包含其他个人或集体已经发表的研究成果，也不包含其他已申请学位或其他用途使用过的成果。与我一同工作的同志对本研究所做的贡献均已在论文中做了明确的说明并表示了谢意。

若有不实之处，本人愿意承担相关法律责任。

独立研究报告题目：轻资产的商业模式分析—以万达商业地产为例

作者签名： 马强 日期： 2021 年 6 月 12 日



## 个人简历

姓名：马强

学历：

2021 年 工商管理硕士 Business Administration  
Panyapiwat Institute of Management

2019 年 学士学位 工程管理专业  
青岛理工大学

职业：工程师

工作地点：青岛理工大学建设工程监理咨询公司  
山东省青岛市

E-mail: maqiangballe@qq.com

专业能力/特长：土木工程相关

