

## 商业模式助长新蓝筹

### ——寻找新蓝筹系列策略报告之三

#### 核心要点:

- 拥有好的商业模式并不意味着必然成功,但能够增加企业成功的概率,有助于小企业更好更快的成长,炼就新蓝筹。管理学大师彼得·杜拉克说过,“当今企业之间的竞争,不是产品之间的竞争,而是商业模式的竞争”。创业者和投资者言必谈商业模式,足以说明商业模式的极端重要性。
- 商业模式是指企业创造价值的核心逻辑。商业模式就是为了实现客户价值最大化,把能使企业运行的内外各要素整合起来,形成一个完整的、高效率的、具有独特核心竞争力的运行系统,并通过提供服务使系统持续达成赢利目标的整体解决方案。
- 商业模式具有系统性的特征,且需要与时俱进不断创新,好的商业模式应该能够提供独特价值、难以模仿并且是可以被实际应用的。商业模式具有广泛的经济学、管理学与财务学理论基础,商业模式的建立与创新都离不开这些理论的支撑。
- 商业模式的三个核心要素是客户价值主张、资源和生产过程、盈利公式。通过对传媒娱乐、商业零售与餐饮、消费品、工业制造和计算机这五大行业部分成功模式的梳理,总结了具有代表性的 13 种商业模式。这些独特的商业模式主要是围绕三大核心要素在生产、营销等环节进行创新。
- 商业模式的衍变趋势包括横向的融合与纵向的升级两个主要方向。
- 通过本报告希望能有助于识别优秀的商业模式,识别有新蓝筹潜质的优秀公司,虽然难以回答“哪些公司能够成长为新蓝筹”,但这是我们前进的方向。

#### 分析师

孙建波 首席策略分析师

✉: sunjianbo@chinastock.com.cn

☎: (8610) 8357 1306

执业证书编号: S0130511040002

秦晓斌 策略分析师 总监

✉: qinxiaobin@chinastock.com.cn

☎: (8610) 6656 8746

执业证书编号: S0130207091549

王皓雪 策略分析师

✉: wanghaoxue@chinastock.com.cn

☎: (8610) 6656 8607

执业证书编号: S0130208021566

李亚明 联系人

✉: liyaming@chinastock.com.cn

☎: (8610) 8357 1404

## 目 录

|                           |           |
|---------------------------|-----------|
| <b>一、商业模式是决定企业成败的重要因素</b> | <b>1</b>  |
| (一) 什么是商业模式               | 1         |
| (二) 商业模式的理论基础             | 5         |
| (三) 商业模式已成为企业成败的重要因素      | 7         |
| <b>二、商业模式的代表性类型</b>       | <b>8</b>  |
| (一) 传媒行业的商业模式             | 8         |
| (二) 商业零售的典型商业模式           | 10        |
| (三) 消费品的典型商业模式            | 12        |
| (四) 工业领域的典型商业模式           | 13        |
| (五) 计算机行业的典型商业模式          | 14        |
| <b>三、好的商业模式有助炼就新蓝筹</b>    | <b>15</b> |
| (一) 商业模式围绕核心要素在生产与营销环节创新  | 15        |
| (二) 商业模式的创新与趋势            | 17        |
| (三) 好的商业模式有助于炼就新蓝筹        | 17        |
| <b>插图目录</b>               | <b>19</b> |
| <b>表格目录</b>               | <b>19</b> |

古语云，“3岁看大7岁看老”。同样的，一个处于初创期或成长期的小公司，能否成长为大公司炼就新蓝筹，也有一些迹象可循。我们认为，小公司能否成长为新蓝筹主要取决于三个方面：

一要看该行业是否与社会变迁方向相适应、与经济发展方向相适应。这决定了行业发展的前景，是朝阳行业还是夕阳行业。一个有巨大市场容量的朝阳行业能够为企业提供更广阔的发展空间，小行业里难以容纳世界巨人，小池子养不了大鱼。

二要看是否符合技术进步的方向，是否掌握了核心技术，并与时俱进的升级换代。

三要看是否具有较好的商业模式。好的商业模式有助于建立并维持和增强企业的核心竞争力，独特的商业模式使竞争对手难以模仿避免恶性竞争，好的商业模式能够更好的整合各方资源，企业能够实现更快的成长。

因此，我们的“炼就新蓝筹”系列策略报告，就是从以上三个方面来分析新蓝筹的标准。

本报告就是从商业模式的角度，分析成功企业在商业模式方面的特点，从而为投资者在众多的小公司中识别未来的领袖提供帮助。

## 一、商业模式是决定企业成败的重要因素

在2000年前后，当网络经济空前繁荣的时候，商业模式一词犹如雨后春笋般突然冒出来，并成为最流行的词汇。从此以后，商业模式就成为管理学界的前沿和热门研究领域，在实业界，无论是创业者还是VC和PE投资者，基本是开口闭口不离商业模式，商业模式似乎已经成为企业能否成功的第一标准。无论是互联网还是一般的制造业和服务业，人们对商业模式都进行了不懈的探索与实践。

### （一）什么是商业模式

商业模式这个词最早出现在上世纪50年代，但直到90年代才开始被广泛使用和传播。尽管人们对商业模式一词已经非常熟悉，但到底什么是商业模式却不是一个容易回答的问题。目前国内外并没有一个对商业模式的权威定义，商业模式还是一个比较模糊的概念。

商业模式最初起源于战略。著名的管理学大师彼得·杜拉克（Peter F. Drucker）最早将它称为公司的经营理论（Business Theory）。也有人认为商业模式是由加拿大管理学家亨利·明茨伯格（Henry Mintzberg）提出的“战略思想”衍生而来的。他认为：“战略思想与战略规划不同，是综合性的，包含了直觉和创造精神。战略思想的成果是企业的一个整体概貌，一个愿景目标的不太精确的阐述。”

#### 1、狭义的商业模式与广义的商业模式

狭义上的商业模式是指公司的价值创造的逻辑。特洛维奇（Petrovic, 2001）认为，商业模式可以被看作是一个商业系统的逻辑，其目的在于创造顾客价值，它存在于真实商业活动的背后，是企业战略在抽象层面的一个概念化描述，在公司商业过程执行过程中起基础性作用。商业模式不应该被描述一个涉及所有商业活动主体、关系和流程的复杂的社会体系。Osterwalder and Pigneur（2002）也认为，商业模式最基本的定义应该是企业如何做商业的简单

描述,不应该是包括所有商业主体、各种关系和过程的完全的、复杂的商业系统描述,相反它是一个位于实际商业过程背后的逻辑上的描述。商业模式只是概念上的,它不同于企业战略和具体的商业流程。

广义的商业模式把创造价值的要素和联系都考虑在内,集中了企业体系内部和外部的全部要素,从更广泛的角度阐释了企业创造价值获取利润的逻辑与方法。

## 2、商业模式的四类定义:经济类、运营类、战略类、整合类

对商业模式的不同定义,中国社科院原磊博士分为四类:经济类定义、运营类定义、战略类定义和整合类定义。

经济类定义仅仅将商业模式描述为企业的经济模式,其本质内涵为企业获取利润的逻辑。与此相关的变量包括收入来源、定价方法、成本结构、最优产量等。如 Afuah 等(2001)把商业模式定义为企业获取并使用资源,为顾客创造比竞争对手更多的价值以赚取利润的方法。商业模式详细说明了企业目前的利润获取方式、未来的长期获利规划,以及能够持续优于竞争对手和获得竞争优势的途径。

运营类定义把商业模式描述为企业的运营结构,重点在于说明企业通过何种内部流程和基本构造设计来创造价值。与此相关的变量包括产品/服务的交付方式、管理流程、资源流、知识管理和后勤流等。如 Timmers 将商业模式定义为表示产品、服务和信息流的架构,内容包含对不同商业参与主体(business actors)及其作用、潜在利益和获利来源的描述。

战略类定义把商业模式描述为对不同企业战略方向的总体考察,涉及市场主张、组织行为、增长机会、竞争优势和可持续性等。与此相关的变量包括利益相关者识别、价值创造、差异化、愿景、价值、网络和联盟等。KMLab 顾问公司(2000)将商业模式定义为关于企业如何在市场上创造价值的描述,内容包括企业的产品、服务、形象与配销的特定组合,还包括用以完成工作的人员与作业基础建设的基本组织。

整合类定义认为商业模式不应当仅仅是对企业经济模式和运营结构的简单描述,也不应该是企业不同战略的简单加总,而是要超越这些孤立和片面的描述,从整体上和经济逻辑、运营结构与战略方向三者之间的协同关系上说明企业商业系统运行的本质。Morris 等(2003)认为,商业模式是一种简单的陈述,旨在说明企业如何对战略方向、运营结构和经济逻辑等方面一系列具有内部关联性的变量进行定位和整合,以便在特定的市场上建立竞争优势。Osterwalder 等(2005)认为,商业模式是一种建立在许多构成要素及其关系之上、用来说明特定企业商业逻辑的概念性工具,商业模式可用来说明企业如何通过创造顾客价值、建立内部结构,以及与伙伴形成网络关系来开拓市场、传递价值、创造关系资本、获得利润并维持现金流。

## 3、国内对商业模式的代表性定义

《中国商业评论》将商业模式定义为企业创造价值的核心逻辑。这里的价值不仅仅包括为股东创造利润,还包括客户、员工、合作伙伴以及整个社会提供的价值。优秀的商业模式可以占用较少的资源,提供更多价值的产品和服务。

魏炜和朱武祥认为商业模式本质上就是利益相关者的交易结构。商业模式由定位、业务系统、关键资源能力、盈利模式、自由现金流结构、企业价值等六个部分组成。

罗珉认为商业模式是一个组织在明确外部假设条件、内部资源和能力的前提下,用于整合组织本身、顾客、供应链伙伴、员工、股东或利益相关者来获取超额利润的一种战略创新意图和可实现的结构体系以及制度安排的集合。

赖伟民认为商业模式是一种包含一系列要素及其关系的概念性工具,用以阐明某个特定实体的商业逻辑。它描述了公司所能为客户提供的价值以及公司的内部结构、合作伙伴网络和关系资本(Relationship Capital)等用以实现这一价值并产生可持续盈利收入的要素。

李振勇认为商业模式就是为了实现客户价值最大化,把能使企业运行的内外各要素整合起来,形成一个完整的、高效率的、具有独特核心竞争力的运行系统,并通过提供产品和服务使系统持续达成赢利目标的整体解决方案。其中“整合”、“高效率”、“系统”是基础或先决条件,“核心竞争力”是手段,“客户价值最大化”是主观目的,“持续赢利”是客观结果,也是检验一个商业模式是否成功的唯一的外在标准。

总体来看,不同的人对商业模式的定义还存在一些差别,但分歧在逐渐缩小,意思大同小异。

## 4、商业模式的特征与要素

### (1) 商业模式的特征

商业模式的有两个基本特征:

第一,商业模式是一个系统。无论哪种定义,商业模式都是一个由多种元素组成的高效运转的完整的系统,而不是一个单独的元素。

第二,任何商业模式都有一定的适用性和局限性。没有一个放之四海而皆准的通用的商业模式,都应随着外界环境和企业自身条件等的变化而变化。过去成功的商业模式将来未必能够继续成功,也就是说,商业模式的创新是一种常态。

成功的商业模式有三个特征:长期从事商业模式研究和咨询的埃森哲公司认为,这三个特征是:

第一,成功的商业模式要能提供独特价值。有时候这个独特的价值可能是新的思想;而更多的时候,它往往是产品和服务独特性的组合。这种组合要么可以向客户提供额外的价值;要么使得客户能用更低的价格获得同样的利益,或者用同样的价格获得更多的利益。

第二,商业模式是难以模仿的。企业通过确立自己的与众不同,如对客户的悉心照顾、无与伦比的实施能力等,来提高行业的进入门槛,从而保证利润来源不受侵犯。比如,直销模式(仅凭“直销”一点,还不能称其为一个商业模式),人人都知道其如何运作,也都知道戴尔公司是直销的标杆,但很难复制戴尔的模式,原因在于“直销”的背后,是一整套完整的、极难复制的资源 and 生产流程。

第三,成功的商业模式是脚踏实地的。企业要做到量入为出、收支平衡。这个看似不言而喻的道理,要想年复一年、日复一日地做到,却并不容易。现实当中的很多企业,不管是传统企业还是新型企业,对于自己的钱从何处赚来,为什么客户看中自己企业的产品和服务,乃至有多少客户实际上不能为企业带来利润、反而在侵蚀企业的收入等关键问题,都不甚了解。

## （2）商业模式的核心要素

对于不同的商业模式定义，其包含的要素是不同的。由哈佛大学教授约翰逊（Mark Johnson），克里斯坦森（Clayton Christensen）和 SAP 公司的 CEO 孔翰宁（Henning Kagermann）共同撰写的《商业模式创新白皮书》把商业模式的核心要素概括为三个：客户价值主张、资源与生产过程、盈利公司。

“**客户价值主张**”，指在一个既定价格上企业向其客户或消费者提供服务或产品时所需要完成的任务。

“**资源和生产过程**”，即支持客户价值主张和盈利模式的具体经营模式。

“**盈利公式**”，即企业用以为股东实现经济价值的过程。

图 1：商业模式的三大核心要素



资料来源：中国银河证券研究部

我们认为，这三个要素是所有商业模式中最核心的三个要素，其他对商业模式的定义以及对构成要素的分解，其核心内容都离不开这三个方面。

比如，赖伟民等将商业模式的要素细化为九个，但基本上都可以划分为“客户价值主张”、“资源与生产过程”和“盈利公式”这三个方面。

**价值主张（Value Proposition）**：即公司通过其产品和服务所能向消费者提供的价值。价值主张确认了公司对消费者的实用意义。

**消费者目标群体（Target Customer Segments）**：即公司所瞄准的消费者群体。这些群体具有某些共性，从而使公司能够创造价值。定义消费者群体的过程也被称为市场划分（Market Segmentation）。

**分销渠道（Distribution Channels）**：即公司用来接触消费者的各种途径，即公司如何开拓市场。它涉及到公司的市场和分销策略。

**客户关系（Customer Relationships）**：即公司同其消费者群体之间所建立的联系，客户关系管理（Customer Relationship Management）即与此相关。

**价值配置 (Value Configurations):** 即资源和活动的配置。

**核心能力 (Core Capabilities):** 即公司执行其商业模式所需的能力和资格。

**合作伙伴网络 (Partner Network):** 即公司同其他公司之间为有效地提供价值并实现其商业化而形成的合作关系网络。

**成本结构 (Cost Structure):** 即所使用的工具和方法的货币描述。

**收入模型 (Revenue Model):** 即公司通过各种收入流 (Revenue Flow) 来创造财富的途径。

表 1：商业模式体系不同构成汇总

| 来源                      | 构成因素                                         | 数量 | 实用性 |
|-------------------------|----------------------------------------------|----|-----|
| Horowitz (1996)         | 价格、产品、分销、组织特征、技术                             | 5  | 普遍  |
| Viscio 等(1996)          | 全球核心、管制、业务单位、服务、连接                           | 5  | 普遍  |
| Timmers (1998)          | 产品/ 服务/ 信息流结构、参与主体利益、收入来源                    | 3  | 电子  |
| Markides (1999)         | 产品创新、顾客关系、基础设施管理、财务                          | 4  | 普遍  |
| Donath (1999)           | 顾客理解、市场战术、公司管理、内部网络化能力、外部网络化能力               | 5  | 电子  |
| Chesbrough 等(2000)      | 价值主张、目标市场、内部价值链结构、成本结构和利润模式、价值网络、竞争战略        | 6  | 普遍  |
| Gordijn 等(2001)         | 参与主体、价值目标、价值端口、价值创造、价值界面、价值交换、目标顾客           | 7  | 电子  |
| Linder 等(2001)          | 定价模式、收入模式、渠道模式、商业流程模式、基于互联网的商业关系、组织形式、价值主张   | 8  | 普遍  |
| Hamel (2000)            | 核心战略、战略资源、价值网、顾客界面                           | 4  | 普遍  |
| Pet rovic 等(2001)       | 价值模式、资源模式、生产模式、顾客关系模式、收入模式、资产模式、市场模式         | 7  | 电子  |
| DubossonOTorbay 等(2001) | 产品、顾客关系、伙伴基础与网络、财务                           | 4  | 电子  |
| Afuah 等(2001)           | 顾客价值、范围、价格、收入、相关行为、实施能力、持续力                  | 8  | 电子  |
| Weill 等(2001)           | 战略目标、价值主张、收入来源、成功因素、渠道、核心能力、目标顾客、IT 技术设施     | 8  | 电子  |
| Applegate (2001)        | 概念、能力、价值                                     | 3  | 普遍  |
| Amit 等(2001)            | 交易内容、交易结构、交易治理                               | 3  | 电子  |
| Alt 等(2001)             | 使命、结构、流程、收入、法律义务、技术                          | 6  | 电子  |
| Rayport 等(2001)         | 价值流、市场空间提供物、资源系统、财务模式                        | 4  | 电子  |
| Betz (2002)             | 资源、销售、利润、资产                                  | 4  | 普遍  |
| Stahler (2002)          | 价值主张、产品/ 服务、价值体系、收入模式                        | 4  | 电子  |
| Forzi 等(2002)           | 产品设计、收入模式、产出模式、市场模式、财务模式、网络和信息模式             | 6  | 普遍  |
| Gartner (2003)          | 市场提供物、能力、核心技术投资、概要                           | 4  | 电子  |
| Osterwalder 等(2005)     | 价值主张、目标顾客、分销渠道、顾客关系、价值结构、核心能力、伙伴网络、成本结构、收入模式 | 9  | 普遍  |

资料来源：原磊《国外商业模式理论评介》

## (二) 商业模式的理论基础

商业模式的建立和创新，都离不开理论基础的支撑。或者说，纷繁复杂的商业模式变化，都是基于经济学、管理学、财务学等众多理论基础指导下的实践。

### 1、经济学理论基础：规模经济和范围经济产生的协同效应

商业模式重视对企业内外各种资源各种要素的整合，体现了系统论的思想。从经济学意义

上，之所以要整合成为一个有机的整体、一个系统，很重要的一点就是会产生协同效应。

协同效应包括经营协同效应、财务协同效应、管理协同效应，规模经济和范围经济是产生协同效应的重要经济学基础。通过标准化实现大规模化生产，是规模经济在商业模式上的体现，而产业链向上游延伸是纵向一体化的范围经济在商业模式上的体现，增加产品品种或同业收购则是横向一体化的范围经济在商业模式上的体现。

## 2、管理学理论基础：涉及商业模式的方方面面

商业模式作为管理学研究日益重要的分支，有着广泛的管理学理论基础。迈克尔·波特的竞争战略、竞争优势理论、价值链理论，菲利普·科特勒的营销理论，以及彼得·杜拉克的管理学理论等都是商业模式的重要理论基础，商业模式的建立与变迁离不开管理学理论的支持。

## 3、财务学理论基础：提高净资产收益率和现金流量

研究商业模式的重要目的是在投入较少的情况下尽量提高企业的产出，提高企业的价值。而企业价值与净资产收益率有直接的关系，从杜邦分析体系可以得到，要想提高净资产收益率，主要有三条途径：

一是提高销售利润率。既可以通过提高产品的毛利率实现，也可以通过降低营销费用、管理费用、财务费用等实现。尽量增加顾客对公司的依赖度（粘性），从而达到提高产品价格提高利润率的目的，也是商业模式建立和创新的重要方面。

二是提高资产周转率。改善物流、降低存货、生产和服务外包、轻资产模式等都是提高资产周转率进而提高ROE的重要途径，也是商业模式创新的重要手段。这对于商业流通企业至关重要。

三是提高财务杠杆。在保证安全的前提下，通过合理的金融安排，尽量提高财务杠杆，也能达到提高净资产收益率的目的。

图 2：杜邦分析体系表明提升ROE的三条途径：提升利润率、周转率和杠杆



资料来源：中国银河证券研究部

除了净资产收益率外，企业价值直接决定于现金流状况。如何尽量减少资金占用，增加净

现金流量,进而提高企业价值,是商业模式建立和创新中的重要课题。国美、苏宁等企业就充分利用了大量的沉淀资金,进行快速扩张或多样化经营,使公司得到快速发展。

### (三) 商业模式已成为企业成败的重要因素

#### 1、企业的竞争已经不是产品的竞争而是商业模式的竞争

全球著名的管理学大师彼得·杜拉克说过,“当今企业之间的竞争,不是产品之间的竞争,而是商业模式的竞争”。这充分说明商业模式的极端重要性,这是因为:

一方面,呈现在顾客面前的产品只是企业生产的结果,商业模式才是真正决定产品质量、性能、价格等的背后因素。一个好的商业模式,能够找准市场定位,充分利用企业内外的各种资源、各种要素,建立、维持和增强企业的核心竞争力,能够提供客户最需要的产品,使客户价值最大化。因此,企业的竞争其实是商业模式的竞争,而不是表面上的产品的竞争。

另一方面,好的产品并不能代表客户价值最大化。除了产品之外,还有服务,服务如何决定客户满意度和客户价值的重要方面。因此,从这个角度讲,企业的竞争已不仅仅是产品的竞争。

#### 2、商业模式的创新属于企业最本源的创新

时代华纳前首席执行官迈克尔·邓恩认为,在经营企业过程当中,商业模式比高技术更重要,因为前者是企业能够立足的先决条件。如果没有好的商业模式,再好的技术也无法发挥出它的力量,这从另一个角度说明了商业模式的重要作用。

因此,在所有的创新之中,商业模式创新属于企业最本源的创新。离开商业模式,其他的管理创新、技术创新都失去了可持续发展的可能和盈利的基础。从实践看,很多的大企业都是从小企业秉持成功的商业模式一步步走过来的。沃尔玛其实是开杂货店的,可口可乐是卖汽水的,微软是卖软件的,苏宁是卖电器的,小肥羊是开火锅店的。这些例子说明,找出成功的商业公式,并把商业公式的赢利能力快速发挥到极致,是企业成功的关键,而与是否拥有高科技无必然联系。或者说,在一般性的非高科技行业中,商业模式更为重要。

#### 3、商业模式重要性日益提升的原因

无论是理论界还是实业界,都对商业模式高度重视,商业模式对于企业成功越来越重要,这是由于以下几个方面的原因。

##### (1) 信息技术与传统产业融合形成丰富的商业模式有助于企业成功

在计算机、网络和通信技术被广泛应用之前,企业也是有商业模式的,只不过没有得到充分重视。2000年前后,随着计算机网络技术的普及,商业模式相伴而生。我们认为,这主要是信息技术快速发展后,与传统产业日渐融合,可以形成丰富多彩的独特的商业模式,对企业的成功起着越来越重要的作用。

##### (2) 企业竞争的加剧需要商业模式构筑新的壁垒

企业竞争日趋激烈,客观上需要企业不断加强自身的核心竞争力,而商业模式有助于构建、维持和增强企业的核心竞争力,构筑更高的壁垒,屏蔽企业之间的竞争。企业之间可以在某一

方面互相学习，但要完全复制系统化的商业模式却是比较困难的，因此企业为规避竞争，将更多的精力用于构筑独特的系统化的商业模式。

### （3）快速变化的内外部环境要求商业模式动态调整与适应

企业内外部环境快速变化，客观上需要企业快速调整与适应。商业模式作为一个动态运行的系统，对企业内外部的变化容易适应。如果没有建立完整统一的商业模式，没有系统化的观念，当问题出现时头痛医头、脚痛医脚，企业是难以跟上形势变化的。

### （4）中国低成本快速丧失需要商业模式构筑新的竞争优势

管理大师克里斯坦森早在 2001 年就提醒说：中国企业基于低成本的竞争优势构不成商业模式，它们要获得真正的竞争力，迟早要转向对商业模式的关注。目前，中国土地成本、资源成本、资金成本、劳动力成本快速上升，原有的低成本竞争优势快速丧失，这对所有的中国企业提出了严峻挑战，商业模式是屏蔽行业恶性竞争和整体经济低迷的最终防御工事，商业模式有助于中国企业在成本快速提高后构筑新的竞争优势。因此，商业模式对于中国企业而言，将变得越来越重要。

## 二、商业模式的代表性类型

通过对主要行业的独特商业模式的归纳梳理，我们可以从中找出一些共性的特征，从而为投资者识别具有较高商业价值的商业模式提供帮助。

### （一）传媒行业的商业模式

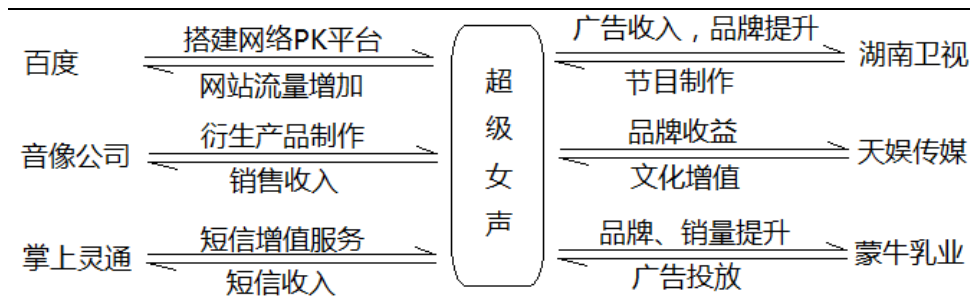
娱乐传媒行业是一个朝阳行业，在信息技术快速发展的推动下，娱乐传媒业不仅自身得到了快速发展，也涌现出一大批依靠独特商业模式获得巨大成功的企业。

我们对迪斯尼、腾讯、华谊兄弟、超级女声、分众传媒、免费报纸/电视的商业模式进行了梳理，代表了传媒行业中三种典型的商业模式。

#### 1、通过品牌树立，延伸价值链，增加盈利点

迪斯尼、腾讯、华谊兄弟、超级女声都是取得巨大成功的公司或节目，它们的商业模式是基本相似的，具有相当的代表性：通过树立强大的品牌，不断延伸产业价值链，通过产品或服务衍生增加盈利点。其理论基础都是在价值链上实现协同效应。

图 3：超级女声的模式

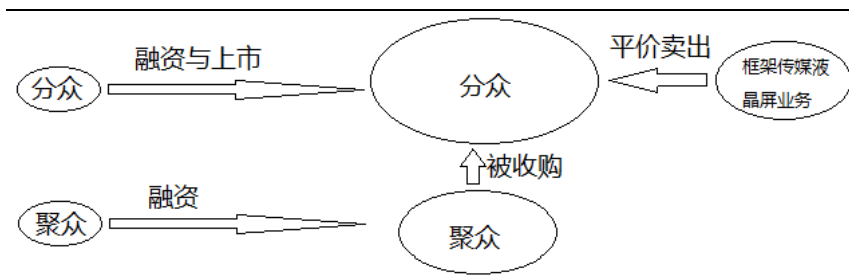


资料来源：中国银河证券研究部

## 2、在找准市场的基础上迅速提高市场份额建立牢固的领先优势

分众传媒代表了另一种较为典型的商业模式。传媒行业有一个重要的特点，就是强者恒强，马太效应，当一个新兴行业中的公司能够迅速抢占市场，建立并扩大领先优势，那么这个公司获得成功的可能性就比较大。因此，抢占市场份额就成为第一重要的事情，而初期是否盈利并不十分重要。在这方面，分众传媒就通过上市、并购、抢占楼盘等方式建立了显著的领先优势，在快速扩张中并不强调盈利，而是为了扩张将盈利环节尽量延后，从而获得巨大成功。新浪具有与分众传媒相似的特征。

图 4：分众传媒的模式



资料来源：中国银河证券研究部

## 3、使用与付费分离的免费模式

对于一般的报纸和电视而言，使用者付费是天经地义的，这在传统的报纸和电视是比较普遍的。但是现在，报纸越来越厚，电视制作越来越精美，成本越来越高，仅靠传统的卖报纸和电视收费是远远不能获得盈利的，而是依靠第三方的广告收入作为主要的盈利来源。这种免费或近似免费的商业模式在传媒行业越来越普遍，其理论基础就是利用了新媒体的注意力经济理论，通过免费服务尽力扩大受众范围，出版商和电视台通过广告隐性地从庞大的受众群体中获得收入。

表 2：娱乐传媒行业的典型商业模式

| 序 | 公司或业 | 商业模式 | 一般模式 | 特点或创新性 | 理论基础 |
|---|------|------|------|--------|------|
|---|------|------|------|--------|------|

| 号 | 务类型     |                   |                    |                                            |                |
|---|---------|-------------------|--------------------|--------------------------------------------|----------------|
| 1 | 迪斯尼     | 品牌授权下的授权帝国        | 一次性的买票玩游戏          | 1、价值链延伸，建立传媒帝国，增加盈利点；<br>2、品牌影响力强；3、授权，可复制 | 价值链、协同效应       |
| 2 | 腾讯      | 以 QQ 平台锁定客户进行业务扩张 | 网络服务与企业盈利难以衔接      | 以 IM 为核心，以 QQ 为平台，免费服务锁定顾客，通过增值服务盈利，产业链延伸  | 价值链、协同效应       |
| 3 | 华谊兄弟    | 以品牌为基础扩大盈利点       | 一次性的买票看电影          | 树立品牌，产业链延伸，增加盈利点或降低成本                      | 价值链、协同效应       |
| 4 | 超级女声    | 打造传媒价值链           | 单一的广告收费模式与高成本的节目制作 | 树立品牌，产业链延伸，增加盈利点或降低成本                      | 价值链、协同效应       |
| 5 | 分众传媒    | 精准定位下建立领先优势       | 提供内容广告收费           | 纯广告、抢占市场与并购提高市场份额建立牢固的领先优势、将盈利环节推迟         | 市场细分、规模经济与马太效应 |
| 6 | 免费报纸/电视 | 使用与付费分离           | 使用与付费统一            | 免费服务扩大受众，通过第三方广告获得回报                       | 注意力经济          |

资料来源：中国银河证券研究部

## （二）商业零售的典型商业模式

在商业零售行业中，一般不存在技术方面的壁垒和驱动力，因此，商业模式对于商业零售的作用非常突出。

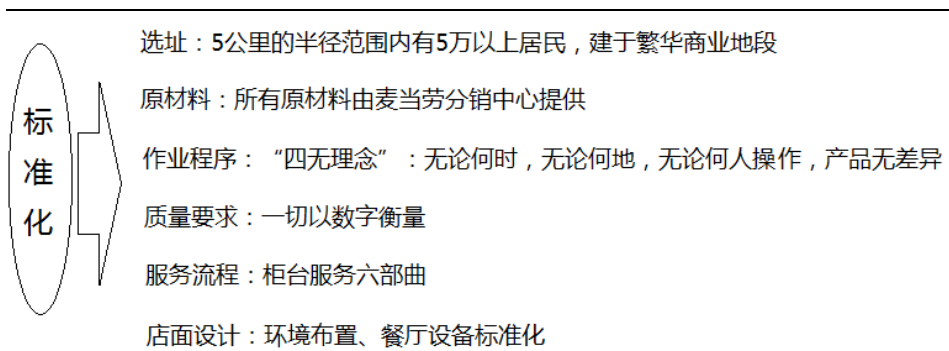
我们对沃尔玛、国美电器、淘宝、如家、麦当劳等成功企业的商业模式进行了梳理，发现主要有以下五个方面的特征。

### 1、精细化、标准化、规模化

商业企业的毛利率一般都不高，粗放的管理是很难挣钱的，稍不注意就会赔钱。因此，在商业企业的商业模式中很多都体现了精细化管理的特征，在成本控制方面管理非常严格。沃尔玛就是其中的典型代表。

商业企业还通过标准化实现规模化，达到规模经济。麦当劳就是标准化的典型，一切以数据说话，做到“四无”，即无论何人、无论何时、无论何地，产品无差别。

图 5：麦当劳模式



资料来源：中国银河证券研究部

## 2、重视物流，进行供应链管理，实现高周转率

商业企业的低毛利率决定了必须实现高周转率才能获得较高的盈利能力，而这方面主要是靠改善物流管理水平来实现的。无论是沃尔玛还是国美在这方面都做得非常好。沃尔玛从下订单到货物上架，只需要不到 48 个小时，没有高效的物流和供应链管理，是不可能做到的。

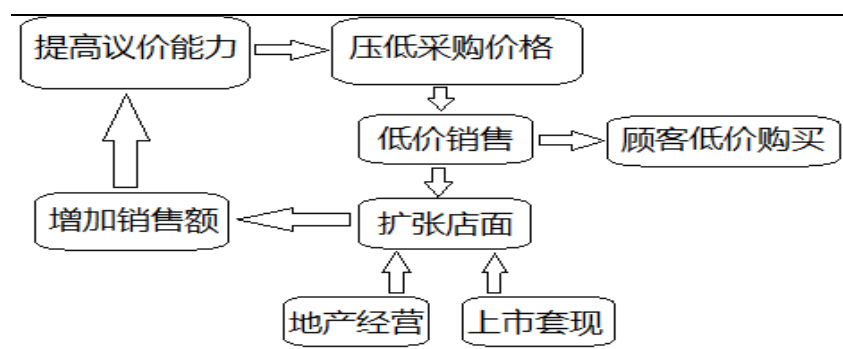
## 3、重视品牌，通过连锁实现快速扩张

品牌对于商业企业是非常重要的，通过品牌树立和品牌输出，用连锁的方式实现业务的快速复制、快速扩张。在商业企业中，除了像淘宝这样的网络购物企业之外，很少有不是连锁型的企业。

## 4、利用大量的沉淀资金来实现业务快速扩张

企业价值是自由现金流的贴现，而商业企业恰恰可以通过对上游供应商的资金占用，而拥有大量的沉淀资金，一方面可以实现业务的快速扩张，另一方面可以实现业务多元化。国美电器、淘宝等企业都是利用沉淀资金进行业务扩张的典型例子，甚至可以说，国美和淘宝都有点类金融企业的味道。

图 6：国美模式



资料来源：中国银河证券研究部

## 5、信息技术与传统业务的深度融合

为了对客户信息快速反馈、提高物流管理水平，提高企业运转效率，很多商业企业充分利用信息技术，使信息技术与传统业务实现了深度融合。这方面沃尔玛是最具代表性的，它的全球卫星定位系统能够使公司整体销售成本比行业平均水平低 3 个百分点。

这种传统产业与信息技术深度融合模式也被称为“水泥 + 鼠标”模式。

表 3：商业餐饮服务的典型商业模式

| 序号 | 公司或业务类型 | 商业模式              | 一般模式         | 特点或创新性                          | 理论基础              |
|----|---------|-------------------|--------------|---------------------------------|-------------------|
| 1  | 沃尔玛     | 低成本、高周转、精细化管理的典范  | 管理粗放，慢周转，高损耗 | 精细化管理与成本控制、供应商联盟、信息化建设、快速反应     | 协同效应，精细化管理，规模经济   |
| 2  | 国美      | 专业化规模化高周转，占用资金增加现 | 先给钱后拿货       | 利用产业链优势地位实现低价高周转，占用上游资金实施扩张与多元化 | 规模经济、产业链、增加现金流体高价 |

|   | 金流  |              |           | 值                 |
|---|-----|--------------|-----------|-------------------|
| 3 | 淘宝  | 免费吸引会员，资金占用  | 会员收费      | 增加现金流提高企业价值       |
| 4 | 如家  | B&B,市场细分连锁制胜 | 大而全，小而差   | 精准定位下的标准化统一化管理    |
| 5 | 麦当劳 | 标准化可复制与商业地产  | 粗放管理，不可复制 | 品牌，标准化，可复制，商业地产增值 |
|   |     |              |           | 标准化精细化管理          |

资料来源：中国银河证券研究部

### （三）消费品的典型商业模式

耐克、美邦服饰、凡客诚品、吉列都是消费品中具有独特商业模式并获得成功的企业，万达、华侨城作为地产公司，虽然与一般意义上的消费品不同，但也是特殊的消费品，因此我们把它们也一并归于消费品行业。这些商业模式具有如下特点：

#### 1、采用生产外包等轻资产模式

耐克、美邦服饰、凡客诚品的商业模式是比较类似的，即重视产业链的首尾两端，把设计和营销牢牢抓在手中，而把生产环节进行外包，这样最大化的实施轻资产战略，减少资本开支，提高资产周转率，从而达到提高盈利能力的目的。在消费品尤其是服装类企业中，轻资产商业模式是比较典型的。

万达虽然没有采用外包，但通过房地产信托基金化解了资金压力，减少了资金投入，也可以看作是另一种轻资产模式。

#### 2、重视品牌建立与管理

有人开玩笑说，像耐克、可口可乐等全球知名品牌的消费品公司而言，如果某一天晚上生产厂被大火烧毁了，第二天耐克和可口可乐的产品仍然在畅销，因为强大的品牌已经在消费者心中建立了牢固的地位，不会因为大火而改变他们的消费习惯。

因此，品牌对于消费品行业至关重要，绝大多数消费品公司都非常注重品牌的建立和管理，一个强大的品牌能够使企业保持强劲的生命力。

#### 3、增加客户粘性，广泛采用“刀架+刀片”商业模式

在消费行业中常常采用“刀架+刀片”商业模式，即用低价格的刀架锁定客户，再用高价格的多次性消费的刀片来获得利润。这种商业模式具有两个好处：

一是可以避免传统的一体化产品的高价格弊端，最大限度地增加了顾客数量，把一次性购买变为多次购买。

二是购买刀架后，增加了顾客粘性，顾客为了避免已购买刀架的浪费，会不自觉的不断购买刀片，企业可以源源不断的获得利润。

这种商业模式充分利用了消费者怕贵、节约的心理，其实是一时摊了小便宜长期吃了大亏。

## 4、精准的市场定位

虽然精准的市场定位是每个企业在战略制定时都需要慎重确定的,但对于消费品和服务业而言,找准细分市场,抓住消费者隐蔽而未满足的心理需求,是更加重要的。

凡客诚品、美邦服饰以及如家快捷酒店、美国西南航空公司都是这样的经典案例。

表 4: 消费品的典型商业模式

| 序号 | 公司或业务类型 | 商业模式                | 一般模式   | 特点或创新性               | 理论基础         |
|----|---------|---------------------|--------|----------------------|--------------|
| 1  | 耐克      | 轻资产, 生产外包, 品牌管理     | 产供销一条龙 | 强大的品牌, 重视设计与营销, 生产外包 | 轻资产提高周转率     |
| 2  | 美邦服饰    | 轻资产, 生产外包, 品牌管理     | 产供销一条龙 | 重视设计与营销, 生产外包        | 轻资产提高周转率     |
| 3  | 凡客诚品    | 轻资产, 生产外包, 先穿后买, 网购 | 产供销一条龙 | 精准定位, 建立品牌, 轻资产      | 战略, 轻资产      |
| 4  | 吉列      | 刀架+刀片               | 一体式产品  | 低价刀架锁定客户, 高价刀片盈利     | 增加顾客粘性       |
| 5  | 万达      | 地产+房地产信托基金          | 融资压力大  | 利用房地产信托基金化解资金压力      | 减少资金投入提升价值   |
| 6  | 华侨城     | 游乐园+住宅              | 单纯住宅   | 游乐园提升住宅价格            | 增加顾客价值, 提高粘性 |

资料来源: 中国银河证券研究部

## (四) 工业领域的典型商业模式

在工业领域中, 能够取得巨大成功的企业都具有较为独特的商业模式, 综合起来主要有以下几个特点:

### 1、广泛采用“刀架+刀片”商业模式

与消费品行业中的部分公司类似, 在工业领域中也常常使用“刀架+刀片”商业模式。现在大多数的打印机、复印机等办公用品公司, 如佳能、惠普等, 都在普遍采用这一模式。

利乐公司是采用“刀架+刀片”的另一个典型。利乐公司以分期付款或低价销售本来昂贵的包装设备, 而通过专供的包装材料获得利润。该公司依靠该方式获得全球的垄断地位, 占据了全球 70% 的液体包装纸市场份额。

### 2、采用外包或整合外部资源的轻资产模式

与服装行业广泛采用轻资产模式类似, 部分工业企业也采用这种模式。这主要有两类公司, 一是自身生产技术和能力相对欠缺的企业, 但在市场营销等其他产业链环节具有相对优势, 因此就以整合外部资源或将部分生产环节外包, 如福田汽车公司; 另一类公司是生产对于整个产业链而言相对的不重要, 于是牢牢的把握住品牌和核心技术, 不提供产品只提供服务, 比如劳斯莱斯。

### 3、重视物流和供应链管理

降低库存水平,改善物流,加强供应链管理,实施精益生产方式,是很多企业的制胜法宝,丰田汽车公司就是这方面的制造业典范。

深发展虽然本身是一个金融企业,但由于它所采用的供应链金融商业模式与工业密切相关,所以我们也把它归于供应链管理商业模式。

#### 4、销售金融化

在销售环节越来越倚重金融支持,从而扩大销售量并实现盈利,是企业商业模式的重要创新。通用汽车就是这样的例子。在欧美汽车公司里,生产越来越不挣钱,而汽车金融部门/子公司成为汽车公司最赚钱的部门/公司。

除此之外,卖方信贷/买方信贷/融资租赁等都是销售金融化的商业模式。

表 5: 工业的典型商业模式

| 序号 | 公司或业务类型 | 商业模式       | 一般模式    | 特点或创新性            | 理论基础        |
|----|---------|------------|---------|-------------------|-------------|
| 1  | 佳能打印机   | 刀架+刀片      | 一体式产品   | 低价主机锁定客户,高价配价盈利   | 增加顾客粘性      |
| 2  | 利乐      | 刀架+刀片      | 一体式产品   | 低价设备锁定客户,高价包材盈利   | 增加顾客粘性      |
| 3  | 深发展     | 供应链金融      | 放弃小企业业务 | 巧用上游信用,活用下游应收帐款   | 供应链管理       |
| 4  | 福田汽车    | 轻资产,整合外部资源 | 产供销一条龙  | 重视定位与营销,轻资产,整合供应链 | 供应链,轻资产     |
| 5  | 丰田汽车    | JIT        | 高库存,低周转 | 精益生产模式,低库存高周转     | 提高周转率       |
| 6  | 劳斯莱斯    | 品牌+核心技术    | 产供销一条龙  | 品牌管理,把握核心技术,服务不生产 | 轻资产,品牌      |
| 7  | 通用汽车    | 汽车金融销售     | 不提供分期付款 | 提供金融帮助扩大销售并盈利     | 增加顾客价值,提高粘性 |

资料来源:中国银河证券研究部

### (五) 计算机行业的典型商业模式

不言而喻,在计算机等高科技领域,技术对企业的成败是至关重要的,尽管如此,独特的商业模式仍然有助于企业脱颖而出,在技术优势的基础上获得更大的成功。这些商业模式的特点如下:

#### 1、竞争从技术到标准

“一流企业定标准,二流企业做品牌,三流企业做产品”,在高科技领域,如果能够制定行业标准,这个企业无疑占据了市场竞争的制高点。

美国高通公司就是这样的例子,在CDMA领域它依靠领先的技术制定了广泛的行业标准,并打造共赢产业链。这样的公司是比较多的,中国企业由于没有核心技术在国际竞争中屡屡受制于人。大唐电信是为数不多的参与国际标准制定的高科技企业之一。

#### 2、捆绑销售锁定客户,提高客户价值,强化竞争壁垒

相对于产品各自为战的商业模式，微软、苹果则在捆绑销售，提供全系列产品方面具有独特的模式，这种模式不仅能够提高顾客价值，增加顾客忠诚度，强化品牌，还能够建立更高的竞争壁垒，把竞争对手排除在外，从而帮助公司逐渐建立了垄断地位。

百度依靠建立网络联盟，把搜索范围从门户搜索扩大至更宽领域，再加上广告与竞价排名并举的收入模式，逐渐在中国建立了垄断地位。

在增加客户价值方面，戴尔公司凭借低成本直销最大限度地提高了客户价值，从而获得了成功。

### 3、服务外包的轻资产模式

在软件领域，其核心竞争力就在于人力资源，发达国家的人力高成本使其外包的压力越来越大，而发展中国家凭借低成本的人力资源的优势能够获得外包订单，东软集团就是这种商业模式的典型代表。

表 6：计算机行业的典型商业模式

| 序号 | 公司或业务类型 | 商业模式          | 一般模式   | 特点或创新性                     | 理论基础        |
|----|---------|---------------|--------|----------------------------|-------------|
| 1  | 高通      | 从技术到标准        | 产品而非标准 | 制定技术标准，打造共赢产业链             | 标准，协同效应     |
| 2  | 微软      | 捆绑销售，快速升级     | 产品分开营销 | 捆绑销售，锁定客户，不断升级             | 增加顾客粘性，协同效应 |
| 3  | 苹果      | 一体化，提高顾客价值，品牌 | 产品分开营销 | 提供全系列产品提高顾客价值，强化品牌，增加顾客忠诚度 | 协同效应，增加顾客粘性 |
| 4  | 东软      | 外包            | 自己生产   | 适应需求，承接外包                  | 轻资产         |
| 5  | DELL    | 直销，订单式生产      | 先生产后卖  | 先生产后卖，精准定位，低价提升顾客价值        | 提升顾客价值      |
| 6  | 百度      | 网络联盟扩大搜索范围    | 门户搜索   | 扩大搜索范围，广告与竞价排名盈利，使用与付费分离   | 注意力经济       |

资料来源：中国银河证券研究部

## 三、好的商业模式有助炼就新蓝筹

### （一）商业模式围绕核心要素在生产与营销环节创新

从某种角度讲，每个企业的商业模式都有或多或少的差异，每个商业模式都是独特的，就跟每个人都是独一无二的一样。但是，既然是一种模式，就意味着可以从中提炼出具有某些共性的特征，也只有这样，商业模式才谈得上总结，去学习，去模仿，并根据企业内外部因素的变化而与时俱进的创新。

在前面部分行业的商业模式中，以下 1 3 种是较为普遍，或具有典型意义的。

（1）刀架+刀片模式

（2）外包等轻资产模式

（3）免费产品或服务模式

- (4) 延伸产业链模式
- (5) 捆绑销售模式
- (6) 优化供应链模式
- (7) 精细化标准化模式
- (8) 连锁扩张模式
- (9) 品牌输出模式
- (10) 占用上下游资金快速扩张模式
- (11) 从技术到标准模式
- (12) 水泥+鼠标模式（信息技术与传统产业深度融合）
- (13) 销售金融化

在上述的商业模式中，可以分为三类：

第一类商业模式所侧重的核心要素是资源与生产过程，所针对的企业运营环节在产品或服务的生产。也就是说，这些商业模式主要是针对企业生产过程的创新，或者说商业模式的特殊性主要体现在生产环节。包括外包等轻资产模式、优化供应链、精细化标准化生产、连锁扩张、水泥+鼠标、品牌管理与输出等模式。

第二类商业模式所侧重的核心要素是顾客价值主张和盈利公式，所针对的企业运营环节在营销。这些模式主要针对营销环节进行创新，或模式的特殊性体现在营销环节。包括刀架+刀片模式、免费模式、捆绑销售、占用上下游资金、销售金融化等模式。

第三类商业模式的核心要素比较均衡，包括全部三个核心要素，既包括客户价值主张，也包括资源和生产过程，还包括盈利公式，是针对生产和营销的全过程所做的模式创新。包括延长产业链模式和从技术到标准模式。

**表 7：典型商业模式侧重的核心要素和针对的企业运营环节**

| 商业模式     | 代表性公司 | 侧重的核心要素     | 针对的企业运营环节 |
|----------|-------|-------------|-----------|
| 外包等轻资产模式 | 美邦服饰  | 资源与生产过程     | 产品或服务的生产  |
| 优化供应链    | 沃尔玛   | 资源与生产过程     | 产品或服务的生产  |
| 精细化标准化生产 | 麦当劳   | 资源与生产过程     | 产品或服务的生产  |
| 连锁扩张     | 如家    | 资源与生产过程     | 产品或服务的生产  |
| 水泥+鼠标    | 沃尔玛   | 资源与生产过程     | 产品或服务的生产  |
| 品牌管理与输出  | 劳斯莱斯  | 资源与生产过程     | 产品或服务的生产  |
| 刀架+刀片    | 利乐    | 客户价值主张/盈利公式 | 营销        |
| 免费模式     | 中央电视台 | 客户价值主张/盈利公式 | 营销        |
| 捆绑销售     | 微软    | 客户价值主张/盈利公式 | 营销        |
| 占用上下游资金  | 国美    | 客户价值主张/盈利公式 | 营销        |
| 销售金融化    | 通用    | 客户价值主张/盈利公式 | 营销        |

|        |     |                         |       |
|--------|-----|-------------------------|-------|
| 延长产业链  | 迪斯尼 | 客户价值主张/资源与生产过程/<br>盈利公式 | 生产/营销 |
| 从技术到标准 | 高通  | 客户价值主张/资源与生产过程/<br>盈利公式 | 生产/营销 |

资料来源：中国银河证券研究部

## （二）商业模式的创新与趋势

### 1、六种商业模式创新方式

埃森哲咨询公司认为主要有以下 6 种商业模式的创新：

一是通过量的增长扩展现有商业模式。将原有商业模式引向新的地域、增加客户数量、调整价格、增加产品线和服务种类等。

二是更新已有商业模式的独特性。这种途径注重改变企业向客户提供的价值，以抵抗价格战带来的竞争压力，比如从产品供应转移到服务上。

三是在新领域复制成功模式。将原有模式复制到新的产品或服务上。

四是通过并购增加新模式。通过业务重组来重新为商业模式定位，甚至彻底改变商业模式。

五是发掘现有能力，增加新的商业模式。在原有业务基础上，不断扩展新的业务，不断改变商业模式，比如通用电气公司的业务不断扩展，商业模式也不断增加，从最初生产电灯的公司变成一个涉猎广泛的制造业巨头。

六是根本改变商业模式。

### 2、两种商业模式变迁趋势

在商业模式的变迁中，有两种趋势值得重视：

一是融合趋势。两个不同的行业融合从而产生新的商业模式，比如中国移动与影视剧合作推出手机无线数据业务，将渠道和内容融合；又比如信息技术和传统产业深度融合，形成了水泥+鼠标模式；将企业经营与金融工具深度融合，产生了汽车金融、融资租赁、房地产信托投资基金等新的商业模式。现在有一个流行词“跨界”，其实就是融合趋势的反映。

二是在产业价值链上从低附加值向高附加值移动的趋势。轻资产、生产与服务外包、从 OEM 到 ODM 再到 OBM 等，都反映了附加值由低到高的变化趋势。这其实也是产品升级、产业升级的另一种表现形式。

## （三）好的商业模式有助于炼就新蓝筹

一个小公司要想成长为新蓝筹，既有偶然因素，也有必然性，而好的商业模式可能就是这种必然性之一。虽然拥有好的商业模式不一定能够成功，但毕竟还是能够增加小公司成功的概率，好的商业模式能够有助于小公司更快更好的成长，炼就新蓝筹。

在本报告中，我们试着对商业模式的概念、理论基础、要素、模式、趋势等方面进行了粗

浅的梳理，希望能有助于更好的理解商业模式，识别优秀的商业模式，从而为识别有潜力的优秀公司增加一点概率。

A股上市公司中，有华谊兄弟、宋城股份、拓尔思、海康威视、立思辰、荣信股份、汇川技术、中创信测、苏宁电器、宏图高科、东软集团、深发展、福田汽车、步步高、万科、华侨城等一大批独特商业模式的公司，还有更多我们无法一一罗列或尚未熟知的独特商业模式。

目前中小板、创业板公司数量快速增加，有应接不暇之感，而这些小公司也往往有不为人熟知的商业模式，我们还没有对这些模式进行系统的梳理，加之我们对商业模式的研究还很粗浅，理解可能还不到位甚至有误漏，所以还难以回答“哪些公司能够成长为新蓝筹”的问题。

与投资者一样，我们希望从商业模式的角度，结合行业、技术以及企业自身条件等多种因素的综合判断，挑选出具有新蓝筹潜质的公司。虽然这是个发明永动机、准确判断市场走势的不可达成的目标，但仍然是我们继续努力的方向。

## 插图目录

|                                                 |    |
|-------------------------------------------------|----|
| 图 1: 商业模式的三大核心要素 .....                          | 4  |
| 图 2: 杜邦分析体系表明提升 R O E 的三条途径: 提升利润率、周转率和杠杆 ..... | 6  |
| 图 3: 超级女声的模式 .....                              | 9  |
| 图 4: 分众传媒的模式 .....                              | 9  |
| 图 5: 麦当劳模式 .....                                | 10 |
| 图 6: 国美模式 .....                                 | 11 |

## 表格目录

|                                    |    |
|------------------------------------|----|
| 表 1: 商业模式体系不同构成汇总 .....            | 5  |
| 表 2: 娱乐传媒行业的典型商业模式 .....           | 9  |
| 表 3: 商业餐饮服务的典型商业模式 .....           | 11 |
| 表 4: 消费品的典型商业模式 .....              | 13 |
| 表 5: 工业的典型商业模式 .....               | 14 |
| 表 6: 计算机行业的典型商业模式 .....            | 15 |
| 表 7: 典型商业模式侧重的核心要素和针对的企业运营环节 ..... | 16 |

## 评级标准

### 银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

**推荐：**是指未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

**谨慎推荐：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

**中性：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

**回避：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

### 银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

**推荐：**是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

**谨慎推荐：**是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%-20%。该评级由分析师给出。

**中性：**是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

**回避：**是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

**孙建波，秦晓斌，王皓雪，策略证券分析师。**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，本人承诺，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接受到任何形式的补偿。（本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利）。

## 免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

银河证券有权在发送本报告前使用本报告所涉及的研究或分析内容。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

## 联系

中国银河证券股份有限公司 研究部

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座 100033

电话：010-66568888

传真：010-66568641

网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

北京地区联系：010-66568849

上海地区联系：010-66568281

深圳广州地区联系：010-66568908