

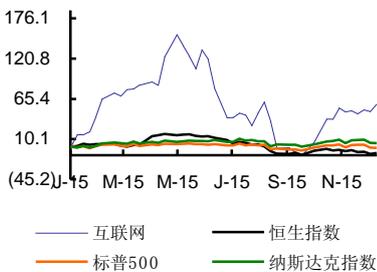
互联网

互联网深度研究

2016年01月05日

一年该行业与恒生指数、标普500、纳指走势比较

海外市场专题



效能的未来— 2016新商业模式展望

● “果壳中的宇宙”带给商业模式诸多思考

宇宙的历史是一张在虚时间中存在的曲面，这对我们的启发在于，闵可夫斯基坐标系（四维）可以准确表达产品与服务的区别。服务的过程，就是服务要素在时间上的消耗过程。在多维空间中可以提出新的思考，例如，如何改变服务要素的成本和组织形式？如何扩大服务的范畴？如何低成本地复制服务要素和服务？这些思考有助于寻找商业模式的未来。

● 网络三大定律对商业模式的影响是深远的

摩尔定律揭示了计算机和互联网是人类目前找到的最快速的增长动力；吉尔德定律是迄今我们能够发现的最低廉的成本保障；梅特卡夫定律为上两个定律提供了最广泛的参与基础。因此，网络三大定律最大限度地促进了数字化，最大限度地降低制造与复制成本，最大限度地拓展了市场规模。在数字化程度比较高的领域，商业模式发生着剧烈的变革，比如微信之于短信，在数字化程度低水平的行业，商业模式发生着局部的变革，比如在建筑领域。

● 三大商业模式：配置、流转、使用效能的优化是新商业模式重点

配置效能的优化是指在生产端或者供应端改变了组织形式；使用效能优化将服务要素消耗的颗粒度进一步分解，因此能够在更大范畴上满足客户的需求；流转效能的优化减少了流通领域的中间环节，强化了供应链上下游的协作，同时用数据作为必要载体，优化了供应链金融结构。

● 投资建议

移动精准营销是数字化领域中的效能突破口，我们推荐蓝色光标（300058）、明家科技（300242）；地产行业探索轻资产运营与服务生态系统打造的典型皇庭国际（000056）；医药行业，顺应新批发和增值服务趋势的上海医药（601607）；新能源行业，基础设施模式创新进行中的特锐德（300001）；化工行业，通过资本扩张建立金融、养老多元化布局的瑞丰高材（300243）与双箭股份（002381）；纺织服装行业，拥抱电商与众筹创意的华斯股份（002494）；在供应链金融中积极布局的金叶珠宝（000587）与禾嘉股份（600093）；旅游行业中，看好全产业链生态积极建设中的腾邦国际（300178）与宋城演艺（300144）。

● 风险提示

监管力度的加强阻碍共享经济的发展；共享经济估值较高，一定程度反映了对未来增长的预期，一旦流动性转向紧缩或中性，估值可能会有一定幅度的回撤；

相关研究报告：

- 《互联网金融2016年度策略报告：欲戴王冠，必承其重》——2015-12-21
- 《光启科学：0439.HK：马丁包成功首飞，提出未来三大顶层设计》——2015-12-08
- 《融资租赁行业及远东宏信（3360.hk）深度报告：春色满园关不住，一枝红杏出墙来》——2015-12-01
- 《中国支付通（8325.hk）中报点评：四大业务明晰，新业务贡献业绩》——2015-11-23
- 《金邦达（3315.hk）调研纪要：金邦达——国内金融IC卡龙头》——2015-11-19

证券分析师：王学恒

E-MAIL: wangxueh@guosen.com.cn
证券投资咨询执业资格证书编号：S0980514030002

证券分析师：区瑞明

证券投资咨询执业资格证书编号：S0980510120051

证券分析师：陈福

证券投资咨询执业资格证书编号：S0980515080002

证券分析师：杨敬梅

证券投资咨询执业资格证书编号：S0980511030001

证券分析师：江维娜

证券投资咨询执业资格证书编号：S0980515060001

证券分析师：朱元

证券投资咨询执业资格证书编号：S0980513070005

证券分析师：曾光

证券投资咨询执业资格证书编号：S0980511040003

证券分析师：苏淼

证券投资咨询执业资格证书编号：S0980515030001

独立性声明：

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，其结论不受其它任何第三方的授意、影响，特此声明。

内容目录

从果壳中的宇宙看商业模式的现在与未来	5
模式的原型：制造并销售它	5
模式的演进：改善供给端能力、重新定义需求、优化流转效率、商品的虚拟化 ...	6
模式的变化：闵可夫斯基坐标系	8
模式的未来：数字世界中的服务模型	10
新商业模式地图：配置、流转、使用效能的优化是新商业模式重点	11
互联网/移动互联网如何影响商业模式	13
扑面而来的互联网与大数据浪潮	13
网络三大定律对商业模式的深远影响	15
那些正在酝酿新商业模式的领域	17
正在发生变化的三大新模式	19
正在发酵的三种新商业模式	19
配置效能优化：迎接一个共享经济大时代	19
使用效能优化：本质上是规模经济+复用	30
流转效能优化：供应链金融加速应收账款、存货等流转	37
行业机会及投资建议	40
互联网：移动精准营销正蓬勃发展	40
地产：探索轻资产运营与服务生态系统的打造	43
医药：新批发和增值服务是必然趋势	43
新能源汽车：基础设施模式创新进行中	46
化工：通过资本扩张建立金融、养老多元化布局	48
纺织服装：拥抱电商与众筹创意	50
非银行金融：寻找跨界的金光	50
旅游：全产业链生态的积极建设中	52
风险提示	53
国信证券投资评级	54
分析师承诺	54
风险提示	54
证券投资咨询业务的说明	55

图表目录

图 1: 模式的原型, 制造并销售它	5
图 2: 传统模式的经济学基础是规模效应和经验曲线.....	5
图 3: 新西兰维多利亚惠灵顿大学概念设计项目“皮质外骨骼”	6
图 4: kindle 打造了全球最大的电子书平台.....	7
图 5: 从三维空间坐标系到四维空间坐标系.....	8
图 6: 四维空间坐标系下物体与事件描述.....	9
图 7: 四维空间的水波纹	9
图 8: 四维空间坐标系中服务的过程	9
图 9: 一些商业模式扩大了服务事件的范畴.....	10
图 10: 数字化程度高之后, 服务低成本复制与扩散.....	10
图 11: 数字化密度与 GDP 的关系.....	11
图 12: 数字化密度得分.....	11
图 13: 数字化程度高之后, 服务低成本复制与扩散.....	11
图 14: 果壳中的宇宙	12
图 15: ZB/YB 很快成为普遍的网络容量评价单位.....	13
图 16: 全球移动数据流量 (TB/月)	13
图 17: 中国移动互联网用户数.....	13
图 18: 中国互联网宽带接入用户数 (万户)	13
图 19: 中国网民每周上网时间 (小时/周)	13
图 20: 中国网络经济规模 (亿元)	13
图 21: 中国电子商务市场规模 (万亿元)	14
图 22: 中国网络购物市场规模 (万亿元)	14
图 23: 中国网页总数 (亿个)	14
图 24: 中国云计算市场规模 (亿元)	14
图 25: 中国互联网数据中心市场规模 (亿元)	14
图 26: 中国大数据市场规模 (亿元)	14
图 27: 人脑的进化.....	15
图 28: 各类计算设备的运算能力呈现标准的摩尔定律.....	16
图 29: 存储、网络、CPU、带宽的指数级变化	16
图 30: 几家公司每月活跃用户与成立时间关系	17
图 31: 网络三大定律对商业模式的影响	17
图 32: 不同领域运用大数据的优势.....	18
图 33: 美国不同公司存储数据排序	18
图 34: 正在发酵的三种新商业模式.....	19
图 35: 共享经济的成因.....	20
图 36: 共享经济 20 年的演进历史.....	20
图 37: 共享经济与传统租赁经济的比较 (亿美元)	21
图 38: 不同领域共享经济的复合增速预测 (亿元)	21
图 39: 共享经济的经济学价值.....	21
图 40: 共享经济的产业链.....	22
图 41: 2010-2015 年, Airbnb 夏季用户增长趋势图.....	23
图 42: 过去一年里 Uber 被商旅用户选择比例的增长情况.....	23
图 43: 交通领域的 Lyft 模式.....	24
图 44: 餐饮领域的 Feastly 模式	24
图 45: wework 模式	25
图 46: Lendingclub 模式	25
图 47: Chegg 模式.....	26
图 48: InstaEDU 模式	27
图 49: Rent the Runway 模式.....	27
图 50: Instacart 模式	28
图 51: 共享经济的监管最优点	29
图 52: Airbnb 每间客房的估值接近传统酒店	29
图 53: 使用效能优化的本质是规模经济+复用/分时	31
图 54: 亚马逊的 AWS 业务发展情况 (百万美元)	31
图 55: 阿里云的业务发展情况 (百万元)	31
图 56: 云基础设施即服务魔力象限.....	32

图 57: 云计算与 IDC 的差别.....	33
图 58: 共享经济与分时经济的比较.....	33
图 59: 新能源电动车电池的分时租赁.....	34
图 60: 充电模式与换电模式的比较.....	34
图 61: 美国电塔 (AMT.N) 股价走势.....	35
图 62: CCI (CCI.N) 股价走势.....	35
图 63: 2005-2014 美国电塔公司营业收入与利润.....	37
图 64: 2005-2014 美国电塔公司毛利率与净利率.....	37
图 65: 供应链金融核心模式.....	38
图 66: 互联网平台是流转加速中介.....	38
图 67: 供应链金融模式图.....	39
图 68: 不同类型核心企业覆盖领域的广度和深度.....	39
图 69: UPS 与沃尔玛合作供应链金融模式.....	40
图 70: 打造全方位的不动产服务生态系统.....	43
图 71: 美国医药批发三巨头营收仍可保持快速增长.....	44
图 72: 麦克森的并购扩张和股价走势示意图 (20 年 20 倍).....	44
图 73: 美源伯根的并购扩张和股价走势示意图 (20 年 40 倍).....	45
图 74: 某公司换电网络商业模式.....	47
图 75: 常州海富资本管理优势公司的股权结构.....	48
图 76: 中植集团的业务结构概况.....	48
图 77: 07-13 年我国 60 岁及以上人口数和同比增速 (单位: 亿).....	49
表 1: 一些电商企业的存货周转天数比较.....	7
表 2: 工业资本主义经济与共享经济的比较.....	22
表 3: 共享经济在多个领域开花结果.....	23
表 4: 美国酒店业上市公司估值水平对比.....	30
表 5: 三大铁塔公司的估值水平.....	35
表 6: 三大铁塔公司的部分指标对比.....	36
表 7: 蓝色光标投资并购情况.....	41
表 8: 蓝色光标盈利预测.....	42
表 9: 明家科技近 2 年股权投资情况.....	42
表 10: 明家科技盈利预测.....	42
表 11: 特锐德盈利预测.....	47
表 12: 非公开发行的简要情况 (单位: 万股).....	48
表 13: 国家不断推出的养老政策.....	49
表 15: 华斯股份盈利预测.....	50
表 16: 金叶珠宝盈利预测.....	51
表 17: 禾嘉股份盈利预测.....	51

从果壳中的宇宙看商业模式的现在与未来

关于商业模式，我们有很多次的探讨，我们认为，商业模式的核心是对定价权的控制能力。在互联网出现之后，传统行业的商业模式发生了质的变化，主要是因为数字化世界中 1) 马太效应的增强；2) 边际成本降低；3) 低成本的信息交互。

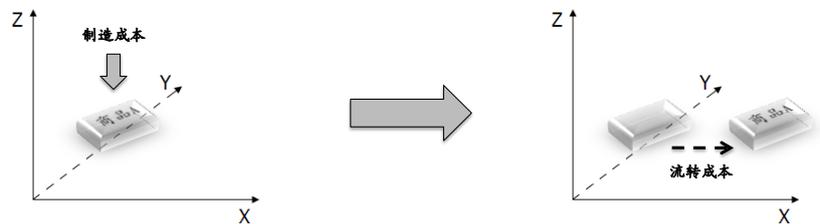
预知未来，必须了解过去。

我们本章试图从商业模式的演进角度来剖析在数字大潮到来之后，商业模式的变化逻辑。

模式的原型：制造并销售它

从工业时代的角度出发，商业模式的原型非常简单：制造并销售它。这时，有两个成本的发生：1) 商品的制造成本，2) 商品的流转成本。

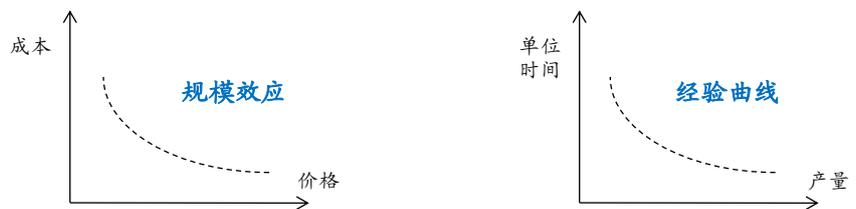
图 1：模式的原型，制造并销售它



资料来源：国信证券经济研究所整理

因此，在工业时代，规模效应对成本的影响是巨大的。它的核心主张是：规模增大带来的经济效益提高，即生产要达到或超过盈亏平衡点，即规模效益。经济学中的规模效应是根据边际成本递减推导出来的，就是说企业的成本包括固定成本和变动成本，混合成本则可以分解为这两种成本，在生产规模扩大后，变动成本同比例增加而固定成本不增加，所以单位产品成本就会下降，企业的销售利润率就会上升。

图 2：传统模式的经济学基础是规模效应和经验曲线



资料来源：国信证券经济研究所整理

另外一个重要原理是“经验曲线”。(波士顿)经验曲线是一种表示生产单位时间与连续生产单位之间的关系曲线。学习曲线效应及与其密切相关的经验曲线效应表示了经验与效率之间的关系。当个体或组织在一项任务中习得更多的经验，他们会变得效率更高。经验曲线效应指的是一项任务越是经常执行，做它的代价越小。任务可以是任何的产品或服务。数量每翻一番，代价值（包括管理、营销、分销、制造费用等）下降一个常量百分比。这个更广泛的效应是六十年代末由布鲁斯·亨得森在波士顿咨询集团公司（BCG）首次提出的。BCG 在七十年代的研究观察了不同行业的经验曲线效应发现这个值在 10%-25%之间。

模式的演进：改善供给端能力、重新定义需求、优化流转效率、商品的虚拟化

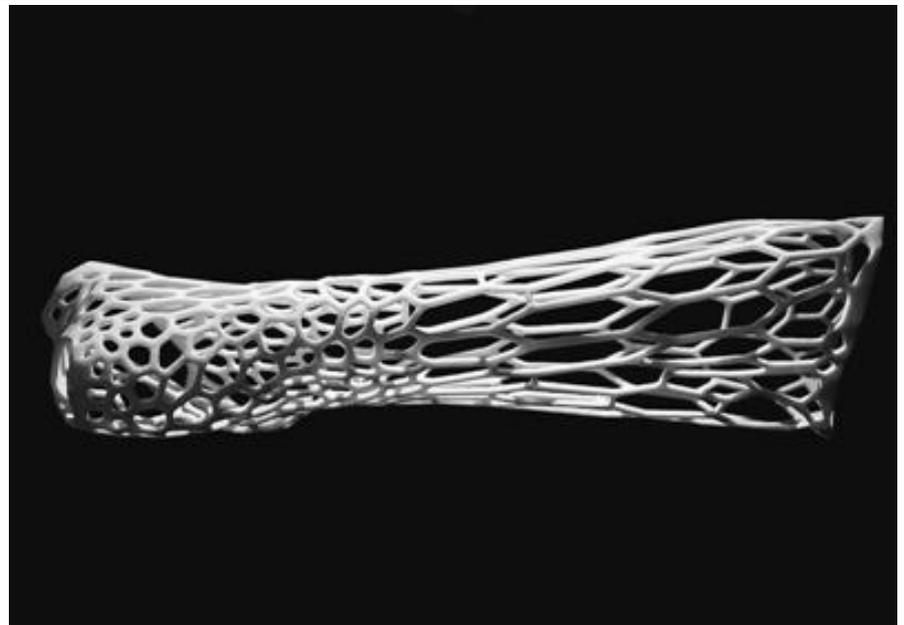
随着管理水平的提高与市场自身进化，传统的商业模式不断变化，出现了以下四个方面的特征：

1、改善供给端能力

一些商品的制造和提供者不再仅仅是企业，而是可以包括所有的参与者甚至消费者，从而降低成本，比如互联网 UGC（用户制造内容），内容的消费者变成了生产者，互联网平台如优酷、youtube 并没有因此而增加成本，但内容低成本地产生了，而且“屌丝”经济中，由用户创造的内容往往能够获得较高的人气与关注。

此外，规模经济也不再是颠扑不破的真理。3D 打印就是个很好的案例，3D 打印机在非规模生产中开始普及，例如工艺品、飞机备件、别墅、人造骨骼牙齿等。

图 3：新西兰维多利亚惠灵顿大学概念设计项目“皮质外骨骼”



资料来源：互联网，国信证券经济研究所整理

2、重新定义需求

在传统模式下，需求也可以重新被定义。例如，用户定制化的产品，比如电脑，手机，这种模式称之为 C2B（用户到商家）。C2B 通过重新定义需求，来满足消费者的个性化要求。

小米手机就是典型的 C2B 运作模式。它在供应链资金流上得到重要的保障，同时从传统的卖库存模式变革成卖 F 码，而且还是饥渴营销模式。整个交易过程彻底扁平化，只有线上的途径才可以购买。然后通过需求集约来驱动后端的整个供应链，后端的供应链组织大概在 2-3 周内满足。这种供应链模式对于小米来说几乎实现了“零库存”管理，每一个动态的库存都属于顾客。此外，在小米论坛上，消费者可以根据自身对于小米手机的使用体验发布意见，企业再通过与消费者的互动，组织回答并接纳这些意见，以指导自身的产品改进。

3、改善流转效率降低成本

此外，大部分成本发生于流转环节，电子商务恰恰在这个方面表现得非常突出：降低成本的核心思想是提高商品到消费者的流转效率（信息获取、品牌认同、物流等）。

以京东为例，刘强东在最近的发言中指出：“...京东商城的物流成本占我们销售收入是 5.8%，5-6%，有人说你说这个到底有什么价值，没听明白。”“给大家举个形象的例子，传统商贸流通行业或者快递公司的运作流程是：联想库控员把产品分到库房，然后给中关村或者上海太平洋电脑城供货，商家经常炒来炒去，今天搬到这里，明天搬到那里，每件物品从出工厂大门到终端用户手里，平均搬运至少 5 次以上。按照传统商贸流通规律，根据我们的估算平均搬运达到 8 次以上，这就是为什么物流成本这么高。转手五六次能赚大钱吗？其实也没多少。所以整个物流行业，所有的参与者没有多少的获益，每个人都是苦哈哈的。”

“再用一句话，京东物流设计核心是为减少物品流动，我们希望从工厂里生产出来，甚至还没有生产的时候，我们就告诉你，给京东我们 36 个城市有 86 个库房，告诉你给我们每个库房发多少货，从工厂拉到我 80 多个库房去了，第二次搬运就是从库房搬到消费者家里去，再没有什么代理商、经销商，没有从这个库房搬到那个库房，每次搬运都是有成本的，每次搬运都是有损耗的，而且都是需要时间的，正是因为我们搬运次数少，所以成本很低，因为我们直接到达终端消费者手中去，所以我们运营效率也很高。”

因此，电子商务降低存货比例，提升库存周转率，扁平化中间环节，这些都是对流转效能的优化体现。下表展示了一些典型的电商企业的存货周转天数。

表 1: 一些电商企业的存货周转天数比较

股票	2010/12/31	2011/12/31	2012/12/31	2013/12/31	2014/12/31	2015/9/30
苏宁云商	45.8	54.2	68.2	71.5	66.9	58.1
京东商城	N/A	N/A	35.7	32.1	32.9	35.8
亚马逊	36.4	39.6	43.2	44.7	45.1	49.3
唯品会	54.8	75.6	71.5	57.8	53.9	23.0
聚美优品	N/A	N/A	N/A	30.1	63.1	55.5

资料来源：公司财报，国信证券研究所整理

这里，我们不禁会问：是否有一种商业模式，如果...商品流转成本为零（或者近乎为零），就能够创造最大的价值？

4、虚拟化商品，流转成本为零

进入了网络时代，部分商品充分地数字化之后，流转成本近似为零。例如，电子书、点卡、歌曲、杂志、网络游戏...流转成本为零或者接近为零。这是由于在电子世界里，传送的速度无限快，成本指数级降低。

图 4: kindle 打造了全球最大的电子书平台



资料来源：亚马逊官网，国信证券经济研究所整理

这样的案例非常多，当我们看到智能手机、平板电脑上的纷繁的应用，我们可以意

识到，那些 APP 都在映射着某一类传统行业的形态，只不过是互联网的来到让它们变得不同。

因此，在制造产品并销售出去这个商业环节里，我们可以看到改变供给方式与能力、C2B、优化流转效率以及商品的数字化/虚拟化几种不同的商业模式演进方式，比较革命的是虚拟化，因为在某种意义上，它的存在已经脱离了三维空间，从有形化到无形化。

模式的变化：闵可夫斯基坐标系

互联网引发了对于新旧模式的热烈讨论，诸多从前销售产品的公司开始转向服务，比如 IBM，他们通过咨询服务将产品带向全球。看着诸如此类的案例，我们得到的启发是：产品和服务有怎样的区别？

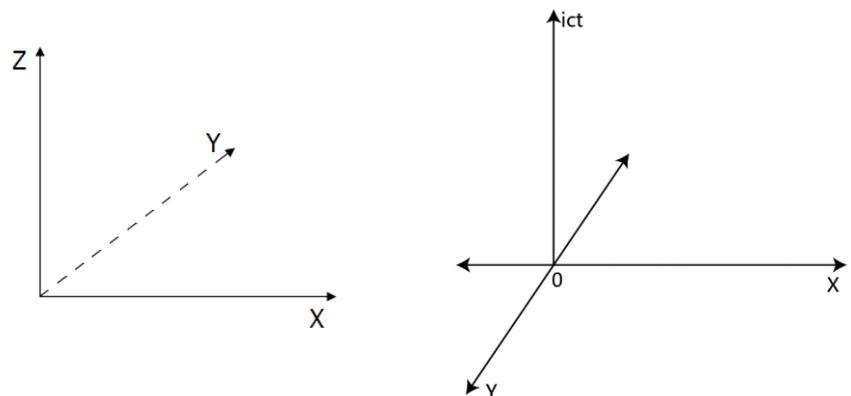
传统意义的讨论包括：

- 1) 服务营销以提供无形服务为目标。
- 2) 服务的不可分离性决定了服务产品的消费与服务产品的提供是同时进行的，也就是服务的消费者要直接参与服务的生产过程，并与服务提供者密切配合。
- 3) 服务的差异性导致同一服务者提供的同种服务会因其精力和心情状态等不同而有较大的差异，同时消费者对服务本身的要求也参差不齐，这就使得服务营销工作稳定性差。
- 4) 大多数服务的无形性以及生产与消费的同时进行，解决了产品供需在时空上分布不平衡的问题，调节供需矛盾，实现供需平衡。
- 5) 服务的所有权缺位特征决定了在服务的生产和消费过程中不涉及任何实体的所有权转移。

我们想从另外一个维度来阐述这个问题。在阐述之前，请简单了解一下四维空间坐标系。

下图左侧是三维空间坐标系，右侧则是四维空间坐标系，也称作闵可夫斯基坐标系。

图 5：从三维空间坐标系到四维空间坐标系



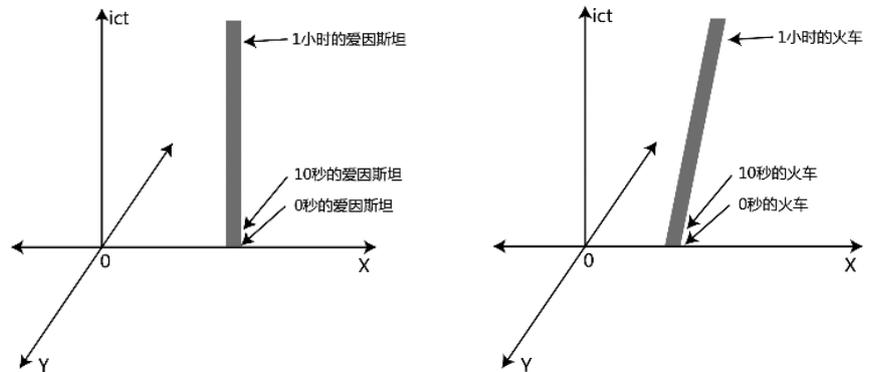
资料来源：互联网，国信证券经济研究所整理

闵可夫斯基 (Hermann Minkowski, 1864-1909) 是俄罗斯人，1907 年，他认识到可以用非欧空间来描述洛仑兹和爱因斯坦的工作，将过去被认为是独立的时间和空间结合到一个四维的时空结构中，即闵可夫斯基时空。闵可夫斯基时空为广义相对论的建立提供了框架。

在四维空间中，由于时间和空间相对性的存在，我们可以将该概念类推为：当一件事情发生的时候，如果采用的坐标系不同，事件可以采用不同的思维坐标 (X、Y、ict) 来表示。

例如，静止的爱因斯坦，可以用下左图的线段来表达，而运动的火车，可以用下右图的线段来表达。

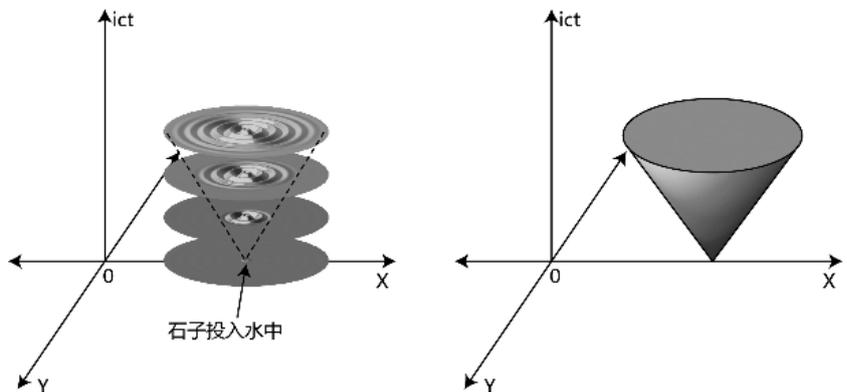
图 6: 四维空间坐标系下物体与事件描述



资料来源：《时间的形状》，国信证券经济研究所整理

石子投入到湖面里，释放出水波纹，在时间向量，该事件最后呈现了一个锥型。

图 7: 四维空间的水波纹

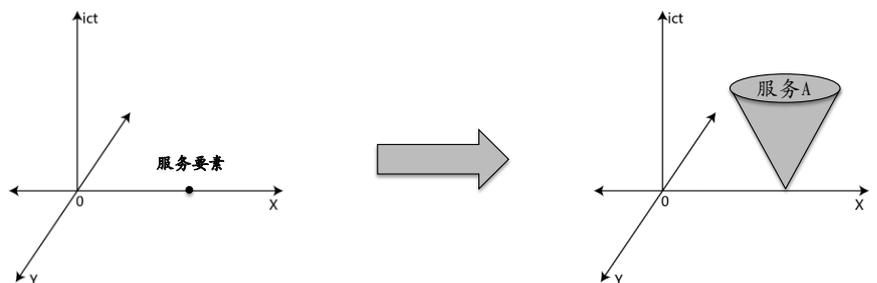


资料来源：《时间的形状》，国信证券经济研究所整理

服务的本质是什么？我们认为它与产品的核心区别是，它是一个事件。即服务要素在时间上的消耗，它与产品的最大区别就是多了时间 t 变量。或者说，从商品到服务，本质的变化是销售的是某种服务要素的时间过程。

我们借用这样的形状（锥形）来表达一个服务事件，见下图。

图 8: 四维空间坐标系中服务的过程

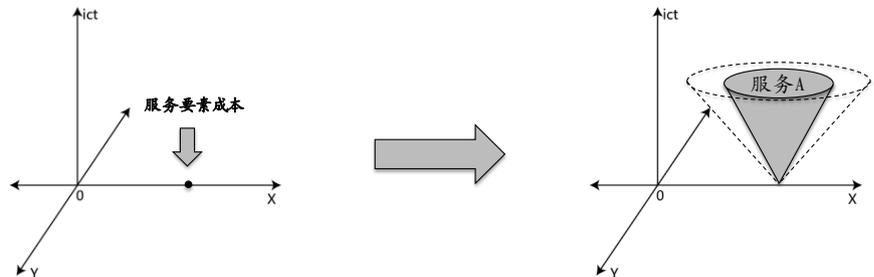


资料来源：国信证券经济研究所整理

基于这样一个模型，我们也可以理解服务模式变化的关键要素：降低服务要素的获取成本：Uber 和 Airbnb，都是通过共享经济模式获取了海量的车源、房源，然后再服务最终客户。

有一些创新，如分时租赁，它本质上扩大了服务事件的范围，即边际扩张能力，见下图。

图 9: 一些商业模式扩大了服务事件的范畴



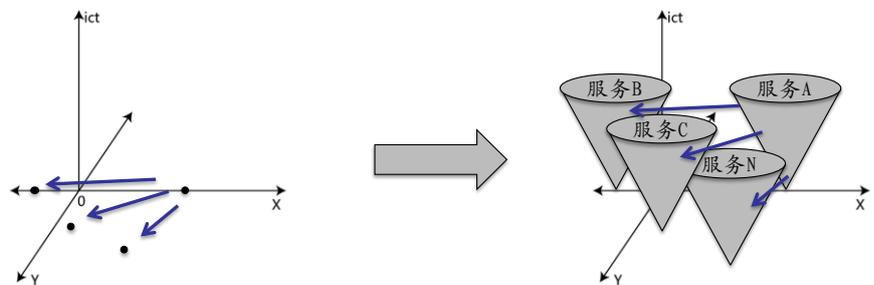
资料来源：国信证券经济研究所整理

因为服务要素的消耗时间颗粒度变得更加精细，复用能力也更强，我们之后会在报告中再举例说明。

模式的未来：数字世界中的服务模型

在数字世界里，服务要素可以低成本复制，比如大规模教育平台，在线医疗，数据服务业等等，这些行业的特点是：数字化程度较高的服务业。金融、互联网、通信，以及正在变革的各行各业的诸多环节，都具有这样的特质。这是今天，我们能够预想的商业模式的极致——人们可以通过极低的成本来获取/复制更多的服务要素，以增加服务事件的数量和范围。

图 10: 数字化程度高之后，服务低成本复制与扩散



资料来源：国信证券经济研究所整理

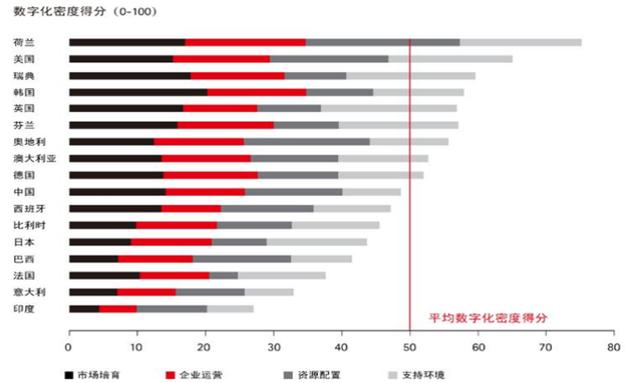
在埃森哲发布的《数字密度化指数报告》中，提到了这样一个结论：在调研的全球 17 个国家中，中国名列第十。数字化密度指数如果提高十分，全球这十大经济体在 2020 年的 GDP 新增的产值可以达到 1.36 万亿。中国现在不到 50 分的基础上，如果数字化指数提高十分，在 2020 年的 GDP 可以有新增产值达 4180 亿美元，占现在 GDP 的 4%。

图 11: 数字化密度与 GDP 的关系



资料来源：埃森哲《数字密度化指数报告》，国信证券经济研究所整理

图 12: 数字化密度得分



资料来源：埃森哲《数字密度化指数报告》，国信证券经济研究所整理

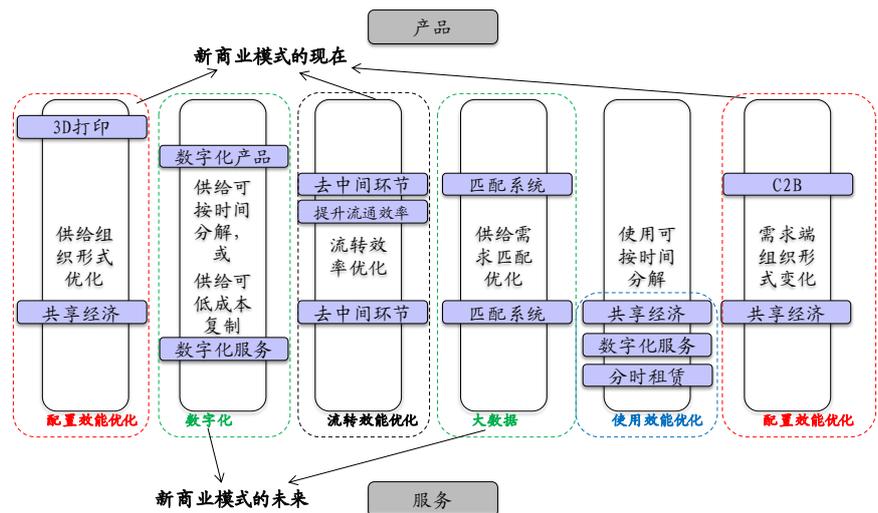
新商业模式地图：配置、流转、使用效能的优化是新商业模式重点

我们按照以上的产品、服务的思路，对于目前正在变化的商业模式做一思考和总结：

- 1、配置效能的优化：例如在生产端或者供应端，3D 打印和共享经济改变了供给的组织形式，而在需求端，C2B、共享经济也促使客户的组织形式发生了一定的变化，这里的精髓是配置的效能得到了优化；
- 2、使用效能优化：有一些商业模式，例如从按天租赁到按小时/分钟租赁，它将服务要素的消耗的颗粒度进一步分解，因此能够在更大范畴上满足客户的需求，我们称之为使用效能的优化；
- 3、流转效能的优化：电商、金融+互联网的出现，减少了流通领域的中间环节，强化了供应链上下游的协作，同时用数据作为必要载体，优化了供应链金融结构，我们将这类努力称之为流转效能的优化。

配置效能、使用效能、流转效能的优化，是目前我们观察到的商业模式涌现的重点，互联网+对传统行业的改变，从商业模式创新的角度，主要分布在以上三个方面。

图 13: 数字化程度高之后，服务低成本复制与扩散



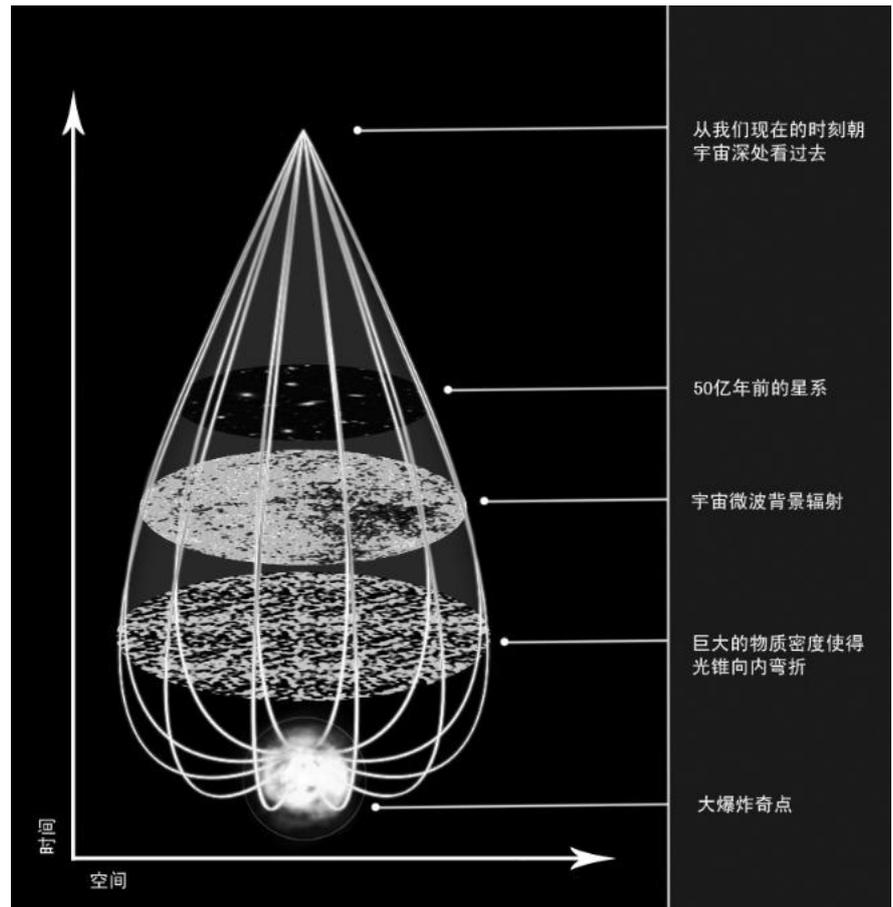
资料来源：国信证券经济研究所整理

从另外一个角度，产品与服务的属性是不同的，围绕产品本身的商业模式变化主要体现在一些新兴领域，比如 3D 打印，C2B 等；而就服务而言，优化组织形式（供需双方），细化服务要素的消耗时间颗粒度等等，则是重点。

展望未来，数字化和大数据是商业模式继续变革和深化的重点，因为在数字化世界里，产品的交互如此简单（电子书、MP3），服务要素的复制如此容易（在线教育、医疗），以及基于大数据的精准匹配（matching）变得越发强大，免费、一鱼多吃的变现方式将变得越来越普遍：基础服务免费，增值服务收费（如电话语音包月，流量收费），或者基础产品免费，服务收费（如电视免费，节目收费），基于数据分析的组合模式，以及基于用户数据（data driven）的多种增值（营销、保险等）商业模式将会大行其道。

在霍金的《果壳中的宇宙》中，他阐述了在四维/多维空间坐标系中的宇宙的样子。

图 14: 果壳中的宇宙



资料来源：《果壳中的宇宙》，国信证券经济研究所整理

霍金认为，宇宙的历史是一张在虚时间中存在的曲面，这对我们的启发在于，三维空间里仅能表达静止的物体，而事件恰恰需要在多维+时间坐标轴里来表达，而服务过程恰恰是一系列事件的组合，它有原点（静止的服务要素），它有体积（时间消耗），体积有大小（服务的范畴），它有变化（服务要素的复制）等等……或者简单的说，**服务的过程，就是服务要素在时间上的消耗过程**。我们在多维空间中可以提出新的思考，如何改变服务要素的成本和组织形式？如何扩大服务的范畴？如何低成本地复制服务要素和服务？这些思考有助于我们在相对理论的结构化框架里寻找商业模式的现在和潜在变化的未来。

《果壳中的宇宙》书名源自莎士比亚戏剧《哈姆雷特》的台词：“我即使被关在果壳之中，仍自以为无限空间之王。”

互联网/移动互联网如何影响商业模式

扑面而来的互联网与大数据浪潮

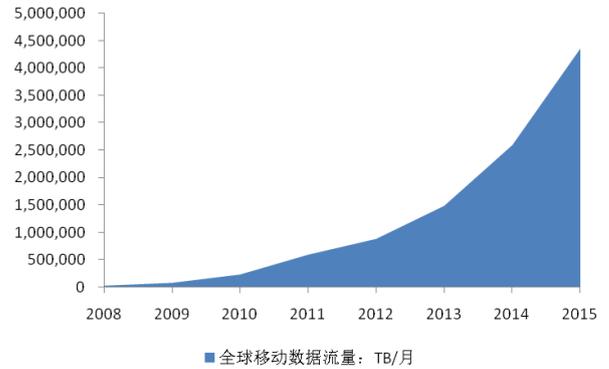
全球移动数据流量从2009年的3.3万TB/月,增长131倍至2015年的435万TB/月,我们正在进入一个泽B(ZB)时代。

图 15: ZB/YB 很快成为普遍的网络容量评价单位

1B = 8bit
 1KB = 1024B ≈ 1000byte
 1MB = 1024KB ≈ 1000000byte
 1GB = 1024MB ≈ 1000000000byte
 1TB = 1024GB ≈ 1000000000000byte
 1PB = 1024TB ≈ 1000000000000000byte
 1EB = 1024PB ≈ 1000000000000000000byte
 1ZB = 1024EB ≈ 1000000000000000000000byte
 1YB = 1024ZB ≈ 1000000000000000000000000byte

资料来源: 国信证券经济研究所整理

图 16: 全球移动数据流量 (TB/月)



资料来源: 互联网, 国信证券经济研究所整理

2015年10月, 中国移动互联网用户数已达9.5亿户, 同时, 我国互联网宽带接入户数(一般是每家)已达21445万户。

图 17: 中国移动互联网用户数



资料来源: 工信部, 国信证券经济研究所整理

图 18: 中国互联网宽带接入用户数 (万户)



资料来源: 工信部, 国信证券经济研究所整理

图 19: 中国网民每周上网时间 (小时/周)



资料来源: CNNIC, 国信证券经济研究所整理

图 20: 中国网络经济规模 (亿元)

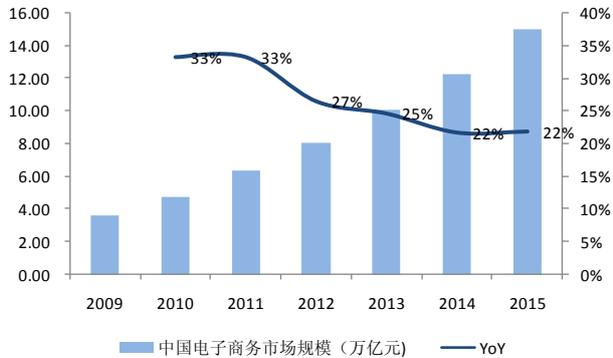


资料来源: 艾瑞咨询, 国信证券经济研究所整理

中国的网民，从十年前的每周上网 10-15 个小时，到目前的每周上网 25 个小时，约合每天 3-4 小时。我国的网络经济规模更是达到了每个季度的 2655 亿元。

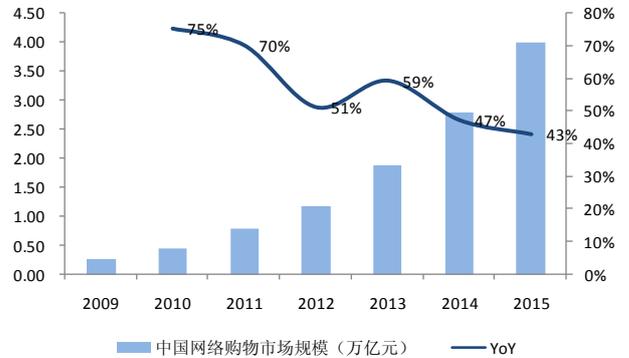
电子商务与网络购物等应用蓬勃发展，电子商务规模已经达到了 2015 年的 15 万亿元，而网络购物也接近了 4 万亿元，年对年的增速始终保持在 40% 以上。

图 21: 中国电子商务市场规模 (万亿元)



资料来源: 艾瑞咨询, 国信证券经济研究所整理

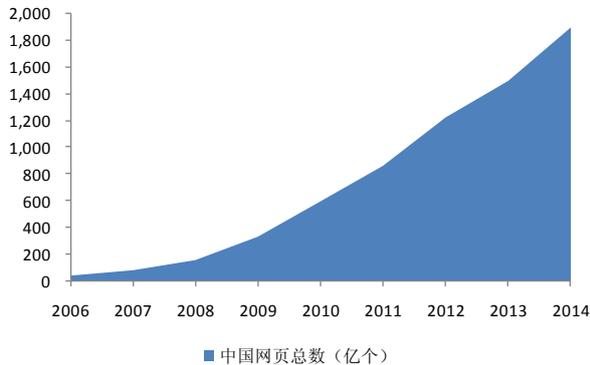
图 22: 中国网络购物市场规模 (万亿元)



资料来源: 艾瑞咨询, 国信证券经济研究所整理

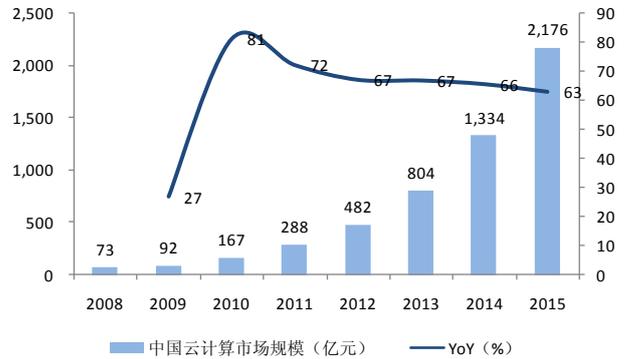
网络的基础建设大大加快, 2014 年, 中国的网页总数已经达到了 1899 亿个, 该数字在 2006 年仅为 45 亿个。中国云计算的市场规模更是从 2010 年加速增长, 2015 年约达到 2176 亿元。

图 23: 中国网页总数 (亿个)



资料来源: CNNIC, 国信证券经济研究所整理

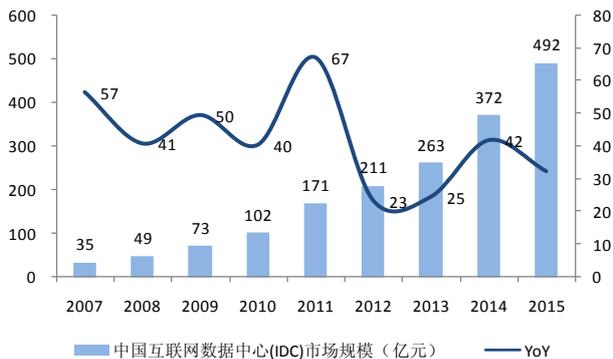
图 24: 中国云计算市场规模 (亿元)



资料来源: 互联网, 国信证券经济研究所整理

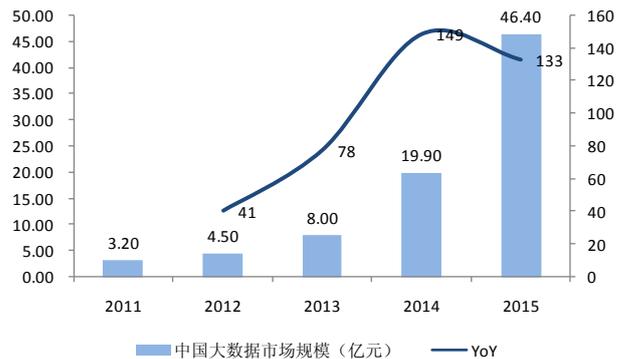
中国 IDC 圈的数据显示, 我国 IDC 的市场规模达到了 2015 年的 492 亿元, 年均保持 25% 以上的增长率, 中国大数据市场规模也达到了 46.4 亿元, 近两年的增速更是达到了 149%、133%。

图 25: 中国互联网数据中心市场规模 (亿元)



请务必阅读正文之后的免责条款部分

图 26: 中国大数据市场规模 (亿元)



资料来源：中国 IDC 圈，国信证券经济研究所整理

资料来源：互联网，国信证券经济研究所整理

网络三大定律对商业模式的深远影响

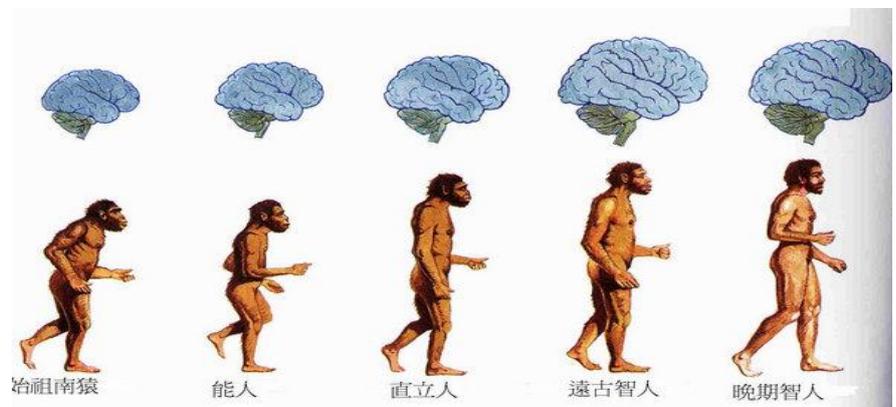
1、摩尔定律：运算能力大幅飞跃

人类在 200 万年的进化中，脑容量从 500ml（始祖南猿）进化到 1500ml（晚期智人），大约翻了 2 倍。运算与思考能力的强化让人区别于其他生命体，有更加充足的能量去思考、发明创造以及沟通协作。

在工业时代，蒸汽机出现后人类面临的重要问题是：蒸汽机某种意义上解决了人的四肢延伸问题，但它并不智能，缺乏像人一样的强大的思考与控制能力。

计算机的出现解决了这个问题，很妙的是，摩尔定律几十年如一日地发生着作用：每 18 个月速度提升一倍。有人甚至列出了如下的数学公式：（每芯片的电路增长倍数）= $2^{(年份-1975)/1.5}$ 。这一说法后来成为许多人的“共识”，流传至今。

图 27：人脑的进化



资料来源：互联网，国信证券经济研究所整理

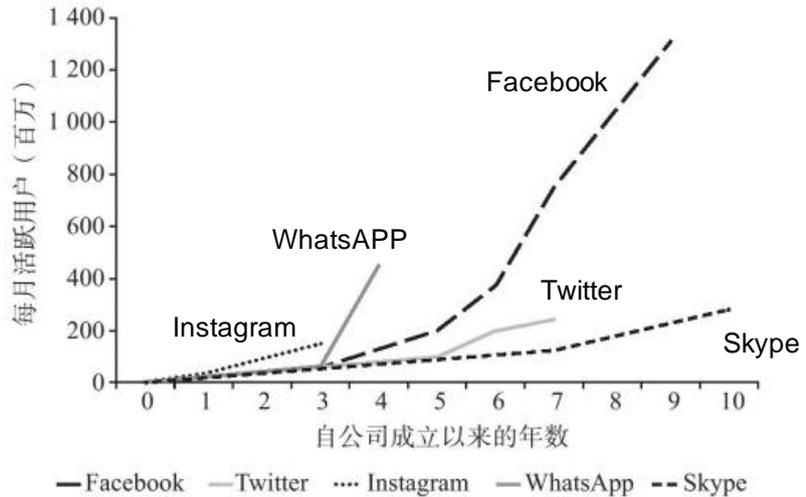
由于高纯硅的独特性，集成度越高，晶体管的价格越便宜，这样也就引出了摩尔定律的经济学效益，在 20 世纪 60 年代初，一个晶体管要 10 美元左右，但随着晶体管越来越小，小到一根头发丝上可以放 1000 个晶体管时，每个晶体管的价格只有千分之一美分。按运算 10 万次乘法的价格算，IBM704 电脑为 1 美元，IBM709 降到 20 美分，而 60 年代中期 IBM 耗资 50 亿研制的 IBM360 系统电脑已变为 3.5 美分。如果用经济视角来诠释摩尔定律：微处理器的性能每隔 18 个月提高一倍，而价格下降一半。或者，用一个美元所能买到的电脑性能，每隔 18 个月翻两番。

和网络业的价格下降相提并论。在 1980 年，每 TB 的存储成本约为 1400 万美元，2010 年仅为 70 美元。十几年前带宽成本为 1200 美元每 Mb，今天降低至 5 美元每 Mb。

3、梅特卡夫定律：网络使得马太效应不断增强

原来的商业建立在点对点的连接方式，互联网将这些点扁平化地接入并交互，一个巨大的星形网络形成后，交互速度大大提高。Instagram、whatsapp 这些公司，用户达到几百万只用 1-3 年的时间，而早年的 skype 要 10 年的时间才能做到。

图 30: 几家公司每月活跃用户与成立时间之间的关系



资料来源:《共享经济, 重构未来商业新模式》, 国信证券经济研究所整理

网络三大定律对人类社会的发展与商业模式的影响是深远的。摩尔定律揭示了计算机和互联网是人类目前找到的最快速的增长动力; 吉尔德定律是迄今我们能够发现的最低廉的成本保障; 梅特卡夫定律为上两个定律提供了最广泛的参与基础。因此, 网络三大定律最大限度的促进了数字化, 最大限度的降低制造与复制成本, 最大限度的拓展了市场规模。

图 31: 网络三大定律对商业模式的影响

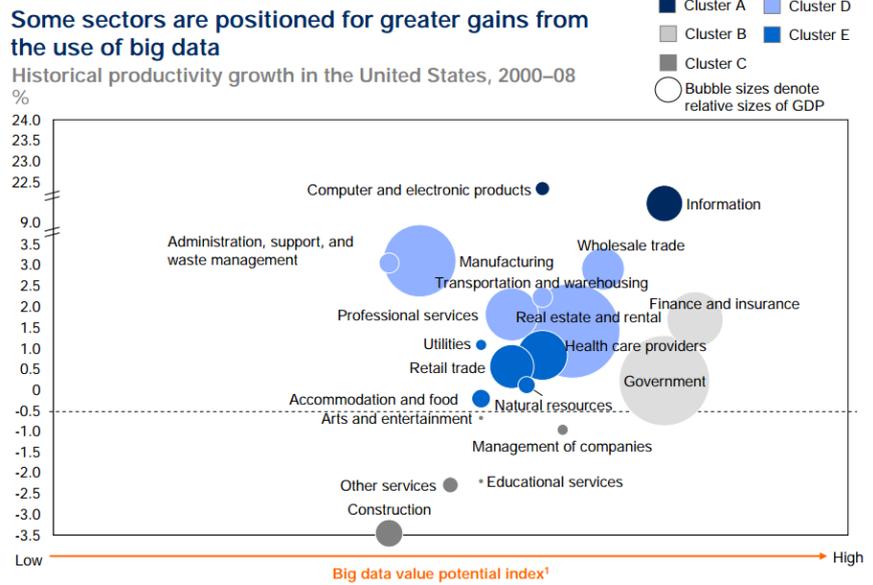


资料来源: 国信证券经济研究所整理

那些正在酝酿新商业模式的领域

麦肯锡《大数据：下一个创新、竞争和生产率的前沿》中提出，信息技术、金融、政府、健康、制造业数字化潜力巨大。

图 32: 不同领域运用大数据的优势

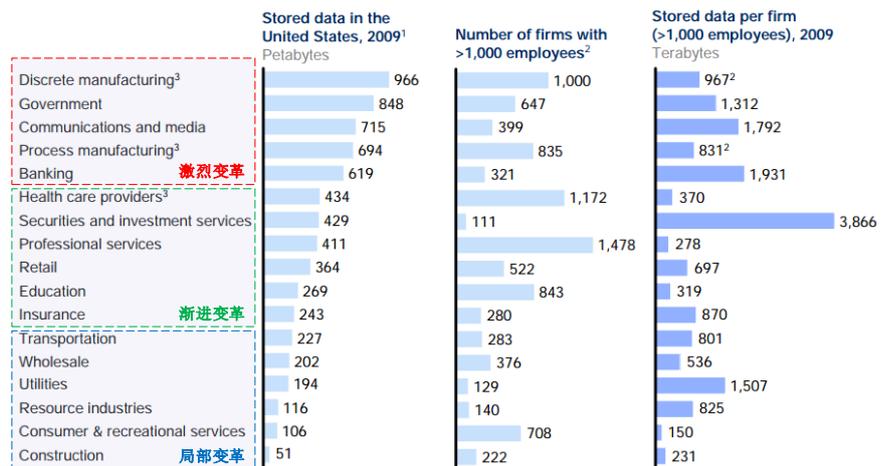


资料来源：麦肯锡《大数据：下一个创新、竞争和生产率的前沿》，国信证券经济研究所整理

下图揭示了美国不同公司所有部门拥有至少 100T 数据的行业排名，这个数字高则可以理解该行业的数字化程度高，信息化发达。排名较为靠前的是制造、政府、金融、TMT；排名居中的是医疗、安全与投资服务、专业服务、零售、教育、保险；排名比较靠后的行业是运输、批发、资源品、消费者服务、建筑。

图 33: 美国不同公司存储数据排序

Companies in all sectors have at least 100 terabytes of stored data in the United States; many have more than 1 petabyte



资料来源：麦肯锡《大数据：下一个创新、竞争和生产率的前沿》，国信证券经济研究所整理

这恰恰指导了我们对商业模式变革度的理解：

在数字化程度比较高的领域，商业模式发生着剧烈的变革，比如微信之于短信，导致原有模式轰然倒塌，比如电子书之于传统书籍杂志；

在数字化程度中等的行业，商业模式发生着渐进式的变革，比如电商之于零售，这种替代是渐进的，而且 O2O 反之又重新重视地面的销售和服务能力，比如教育和医疗，远程方式都开始出现，但还不能解决最核心的环节比如手术、比如一些体验类课程（比如钢琴教学）。

在数字化程度低水平的行业，商业模式发生着局部的变革，比如在建筑领域，3D 打印定制化模式已经开始应用在别墅制造，但还没有普及到标准高层楼盘的开发。

正在发生变化的三大新模式

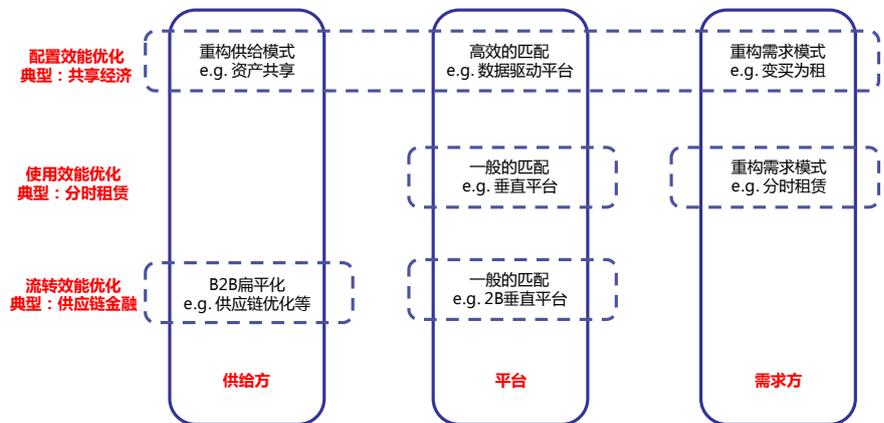
正在发酵的三种新商业模式

我们本章将重点阐述正在发酵的三种新商业模式。

从供给方、平台方、需求方的“网络双边市场”的结构来分析：

- 1、配置效能的优化：主要是在供给方重构供给模式，e.g. 中国通信铁塔的共建共享，在平台侧靠高效的数据驱动来进行精准匹配，如 DSP，以及在需求方重构需求模式，e.g. 变买为租的租赁行业；
- 2、使用效能的优化：主要是在需求方重构需求模式，同时有比较精准的匹配平台，它与共享经济的区别是，并没有在供给方做较大的改变，还是由大企业如神州租车来组织；
- 3、流转效能的优化：在供给侧通过 B2B 的扁平化架构来降低中间环节比例与比重，e.g. 供应链金融或者供应链优化，同时在平台侧也有相对较低数据量，或者 2B 结构占大多数的比重的数据平台来进行垂直、细分领域的匹配。

图 34：正在发酵的三种新商业模式



资料来源：国信证券经济研究所整理

配置效能优化：迎接一个共享经济大时代

在配置效能优化方向，我们主要来分析一下共享经济模式的发展、演进以及未来。随着 A (Airbnb) 与 U (Uber) 的崛起，共享经济开始席卷全球，并成为一级市场最靓丽的商业模式。

究其根本，我们认为，以下几个因素导致了共享经济热。

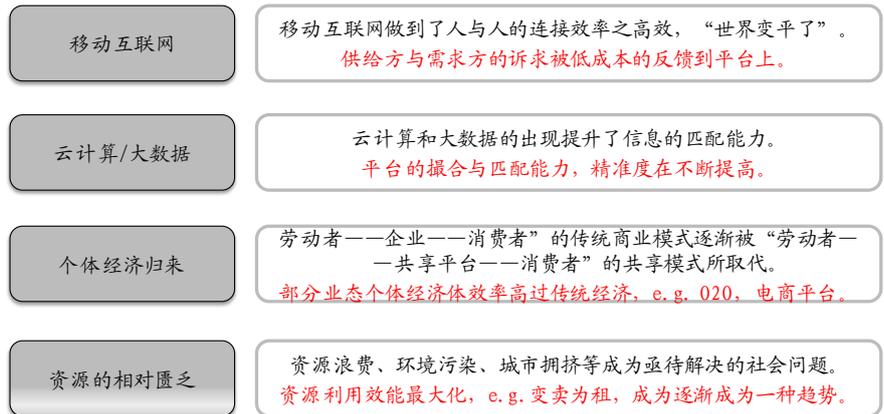
- 1、移动互联网做到了人与人的连接效率之高效，“世界变平了”。供给方与需求方的诉求被低成本地反馈到平台上。
- 2、云计算和大数据的出现提升了信息的运算与匹配能力。数据存储、运算成本变

得越发低廉，平台的撮合与匹配能力，精准度在不断提高。

3、“劳动者——企业——消费者”的传统商业模式逐渐被“劳动者——共享平台——消费者”的共享模式所取代。比如传统的出租车公司，在链条中的成本/收益比逐渐下降，存在感遭受挑战；部分业态个体经济体效率高过传统经济，如 O2O，电商平台。

4、资源浪费、环境污染、城市拥挤等成为亟待解决的社会问题。资源利用效能最大化是目前时代所需要的，比如变卖为租，逐渐成为一种趋势。

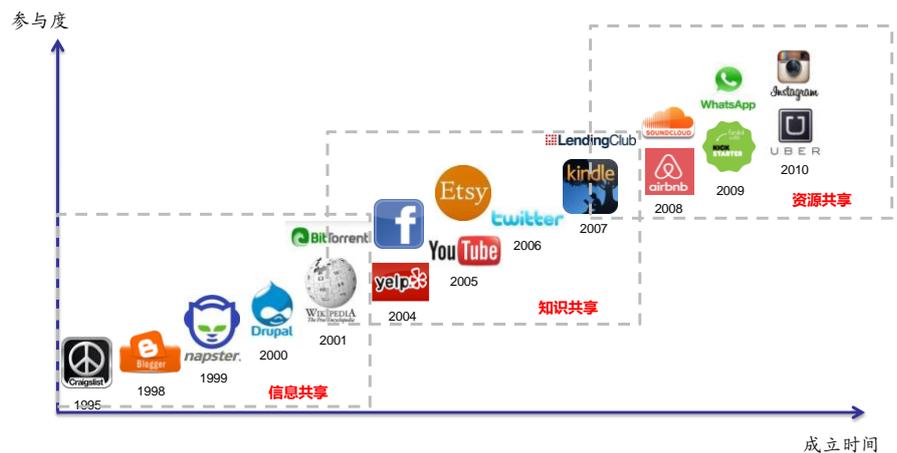
图 35: 共享经济的成因



资料来源：国信证券经济研究所整理

历史上，共享模式最早出现于 1995 年，craigslist 让大家把各自限制的物品、信息上传，最后形成本地综合服务平台（类似今天的 58 同城）。后来 1998 年的 blogger（博客）、1999 年的 Napster（MP3）、2000 年的 drupal（开源软件）、2001 年的 wikipedia（百科），这些都是在某信息层面的共享。

图 36: 共享经济 20 年的演进历史



资料来源：国信证券经济研究所整理

第二个阶段，是从 2000 年前后，随着 2004 年 yelp（美国的大众点评）、facebook 的成立，2005 年 youtube、etsy（工艺品）、2006 年的 twitter、2007 年的 kindle 与 lendingclub（P2P 平台），共享内容开始变得五花八门，不再是单纯的信息，而是涉及到知识、视频、意见等层面的共享。

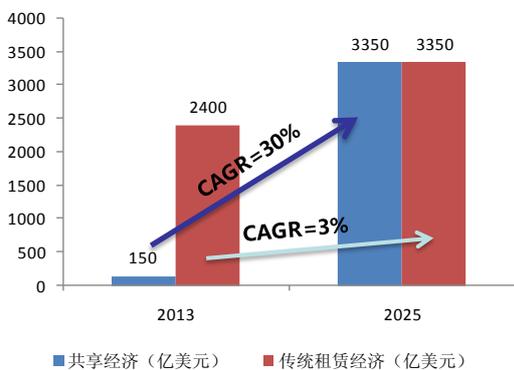
第三个阶段，则是 2008 年的 airbnb、2009 年的 kickstarter（股权众筹）、whatsapp

(移动 IM)、2010年的 uber、Instagram (图片), 这些公司开始涉猎房产、金融、汽车等大宗品、高值物品领域, 开启资源共享时代。

因此, 从全球共享经济的演进趋势来看, 呈现 1、从信息到实物, 如从博客到版权到房产; 2 从低值到高值, 如从艺术品到汽车; 3、从简单到复杂, 如目前创客任务, 众筹组织更加复杂, 完成后的使命更大; 4、从极客到大众, 如米粉到使用小米的人, 论坛到使用微信社交网络的用户。

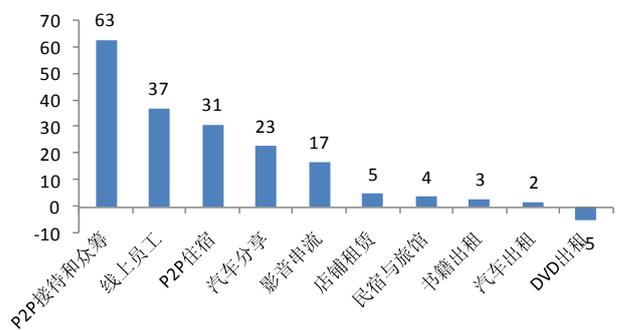
PWC 预测, 到 2025 年, 共享经济规模将与传统租赁经济规模相等。以 2013 年两者分别为 150 亿美元、2400 亿美元测算, 未来两者的复合成长速度将分别为 30% 与 3%。在诸多领域, PWC 预测, P2P 和众筹的增速最快, 其次是线上员工、P2P 住宿、汽车分享、影音, 较低的领域包括店铺租赁、民宿旅馆、书籍、汽车、DVD 出租等。

图 37: 共享经济与传统租赁经济的比较 (亿美元)



资料来源: PWC, 国信证券经济研究所整理

图 38: 不同领域共享经济的复合增速预测 (亿元)

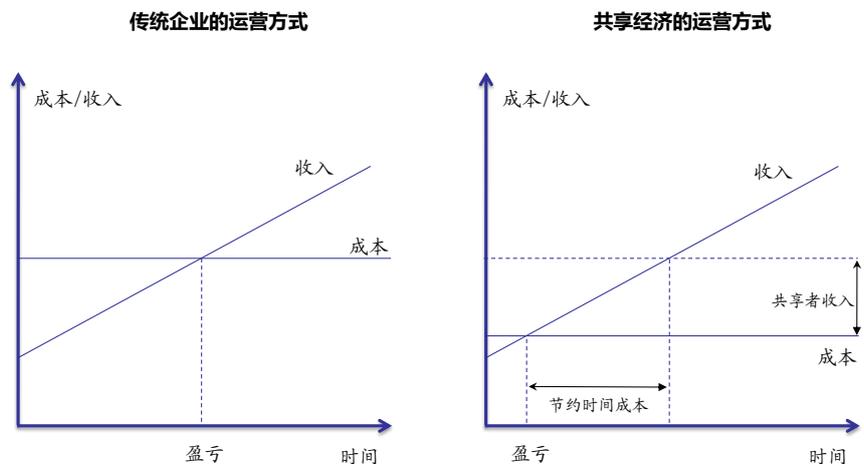


资料来源: PWC, 国信证券经济研究所整理

从经济学角度出发, 传统企业的运营模式是, 企业组织服务要素, 比如规模采购汽车, 这样构成了较高的固定成本, 延长了盈亏平衡时间;

在共享经济的运营方式中, 由于部分或者绝大多数成本是由共享者提供的, 因此企业的运营成本较此前大幅降低, 从而大大缩短了盈亏平衡的时间。企业成本的差值的部分或者全部, 将回馈给共享者作为报酬。

图 39: 共享经济的经济学价值

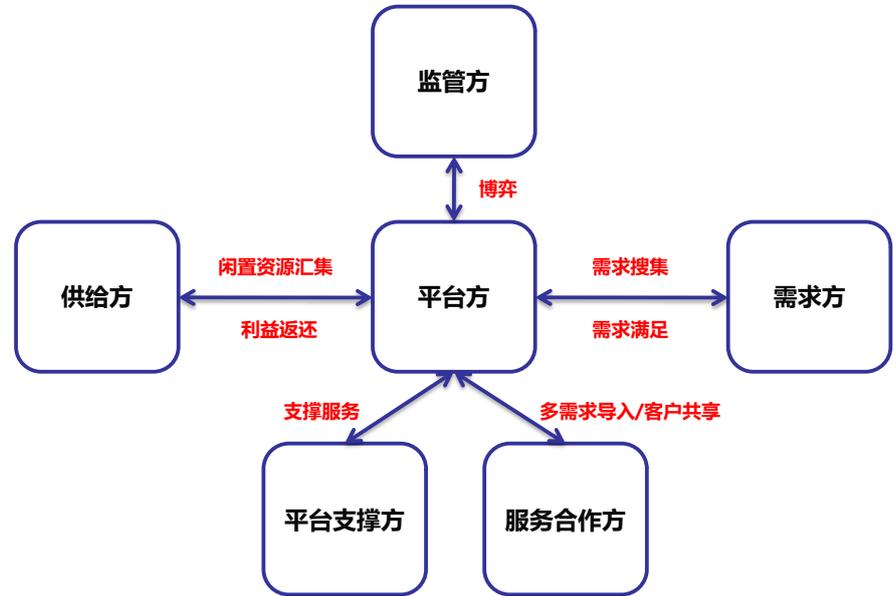


资料来源: 国信证券经济研究所整理

从产业链的角度分析, 共享经济包含如下核心组成部分。

供给方、平台方和需求方是最主要的三个部分。供给方将闲置资源汇总，并交予平台方，平台方按照一定的收益给予返还。平台方组织这些服务要素，在搜集需求方的基础上达成服务，满足需求。

图 40: 共享经济的产业链



资料来源：国信证券经济研究所整理

由于共享经济一定会触及监管方的利益，因此双方将会产生博弈。例如在税收环节上，Uber 与 Airbnb 都遭遇多个国家与地区的严厉的监管冲突。平台支撑方为平台提供服务支撑，同时，在运营过程中，平台方也会导入服务，例如滴滴打车的主营是出行，未来增值业务可以衍生出旅行、订票、应用下载、保险等，但这些业务不必要由滴滴公司自己提供，可以广泛地选择合作伙伴，即服务合作方来实现。

因此，在工业资本经济时代，特征是单一、集中、标准化...而共享经济，围绕的是多元化、分散式、定制与个性化展开。

表 2: 工业资本主义经济与共享经济的比较

工业资本主义经济	共享经济
单一化	多元化
集中式的	分散式的
维持现状	尝试、学习、适应、发展
少数人掌控资产和财富	大型网络胜出
追求垄断	追求参与
规模经济实现繁荣	自由经济实现繁荣
标准化	定制化与个性化
通过商业机密和专利创造价值	通过意见交换和开放的标准创造价值
网络电视（60年来 3 个网络）	youtube（每分钟上传 100 小时的视频，每月视频量相当于网络电视的总和）
美国银行、第一资本银行、大而不倒	P2P 互联网借贷公司 lending club、prosper（顺应社会发展、数量多）
拥有资产	租借资产
istockphoto（数百万张照片）	flickr（数亿张照片）
私家车	zipcar、car2go
大英百科全书，4 万条解释	维基百科，3200 万条解释，287 种语言
公交车和火车	blablacar
一美元等同于另一美元	无形资产变得有形、有价值
主流媒体	blogosphere、twitter、tumblr

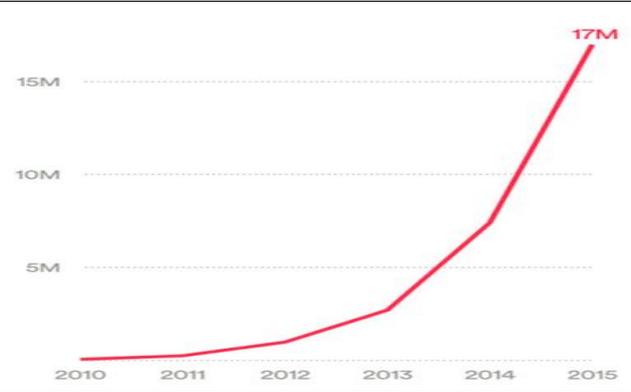
AT&T、Verizon

Sky pe、whatsapp、网状网络

资料来源：蔡斯，《共享经济，重构未来商业新模式》，国信证券经济研究所整理

在过去的几年中，Airbnb 与 Uber 两家公司取得了斐然的成绩。其中，2010-2015 年，Airbnb 夏季用户增长了惊人的 353 倍，Uber 的份额比出租车从一年前的 22% 上升至 55%（对方则从 78% 下降到了 43%）。

图 41：2010-2015 年，Airbnb 夏季用户增长趋势图



资料来源：互联网，国信证券经济研究所整理

图 42：过去一年里 Uber 被商旅用户选择比例的增长情况

月份	Uber	出租车
2015年6月	55%	43%
2015年5月	52%	46%
2015年4月	53%	46%
2015年3月	47%	52%
2015年2月	45%	54%
2015年1月	46%	53%
2014年12月	40%	59%
2014年11月	40%	59%
2014年10月	34%	65%
2014年9月	32%	67%
2014年8月	31%	68%
2014年7月	28%	72%
2014年6月	26%	74%
2014年5月	22%	78%

资料来源：Certfy，国信证券经济研究所整理

除了汽车、房产，共享经济大潮席卷了多个领域：

表 3：共享经济在多个领域开花结果

公司名称	领域	网址	估值 (亿美元)	概述
Feastly	餐饮	http://www.eatfeastly.com	>100 亿	分享美食 (厨师+食客)
Wework	商务	http://www.wework.com	100 亿	分享办公场地、服务及创意
Lending Club	金融	https://lendingclub.com	50 亿	分享资金来源
Lyft	交通	http://www.lyft.com/	40 亿	拼车服务
Instacart	生活	https://www.instacart.com	20 亿	分享快递服务 (最后一公里)
Chegg	教育	http://www.chegg.com/	10 亿	分享教科书 (租赁)
Rent the Runway	时尚	https://www.renttherunway.com/	6 亿	分享时尚与美
InstaEDU	教育	http://instaedu.com/	3000 万	分享知识和教育资源 (在线视频)

资料来源：互联网，国信证券研究所整理

除了 Airbnb 和 Uber 之外，还有众多共享经济模式渗透到各行各业。例如商务领域的 wework、交通领域的 lyft、教育领域的 chegg 等。

Lyft 提供的服务就像是“根据你的需要出现的有车的朋友”。Lyft 是一款提供私家车搭乘服务的应用，有点类似国内的“打黑车”，乘客可以在移动地图上观察他们的司机，他们的行程将实时导航到移动地图。通常要比的士费均价低 80%，乘客可以给司机打分，司机也可为乘客打分。与同类服务相比，Lyft 的差异点在于突出交友文化。Lyft 模式是跟 Uber 非常不同的，这是一个更愉快的互动社交租车体验，而不是仅仅利用空闲出租车资源的无聊搭车体验，目前两者没有好坏之分，只是不同的风格。

图 43: 交通领域的 Lyft 模式



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

Feastly 采用的是非常传统的“peer-to-peer”（P2P 模式，点对点）：喜欢下厨的厨师们（可以是职业、半职业或是业余爱好的厨师）可以在 Feastly 上列出他们打算做的食物，吃货们在该网站上搜索喜爱的美食，预定位置，然后就可以付费享用这个家庭自制版大餐了。对于用餐者来说，他们可以通过 Feastly 轻松找到期待已久的美味佳肴，如马来西亚、危地马拉和澳门等异国风味的美食。Feastly 不仅仅只是与“吃货”有关——还能让人们体验到相互连接的感觉。P2P 市场向来对保险十分重视。Feastly 最近向用户提供了价值 100 万美元的保险，在食物引发疾病或是造成财产损失时及时赔付，彻底打消用户疑虑。

图 44: 餐饮领域的 Feastly 模式



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

Wework 并无房产，其商业模式也简单粗暴：用折扣价格租下整层写字楼，然后分隔成单独的办公空间，出租给愿意挨着办公的初创企业和小公司，向他们收取会员费。Wework 希望通过把愿意分享办公场地、办公服务及创意的企业家聚集到一起，让 WeWork 成为新商业模式的温床。会员可以在每周的百吉饼和含羞草聚会上进行社交活动，寻找软件开发人员为他们编写应用程序；可以在非正式的演示日推介他们的创意，并从广告公司等自愿效劳的外部合作伙伴那里得到免费的建议，甚至可以达成口头协议并推荐工作机会等。Wework 模式与国内现有写字楼经营模式相比，至少存在四点变革：第一，从地产开发到地产运营的轻资产变革。传统模式下“拿地、开发、招租”的资金投入量大，运作周期漫长。相比之下，以 WeWork 模式为代表的地产运营商通过物业改造升级，可以在数月内完成项目交付，快速回

笼资金。第二，写字楼产品形态变革。一方面，从租面积到租工位、非标准产品到标准产品的进步，瞬间打破了以楼层、面积、户型、使用率等为代表的写字楼的复杂性。同时，租赁标的可伸缩性以及租期的灵活性，又减少了企业对未来发展不确定性的顾虑。第三，从集约经营到共享经济。客户获得的不再仅仅是一块面积或一张工位，还包括前台、会议室、茶水吧和休闲区等公共资源。第四，从空间硬件到服务的变革。作为“二房东”的 WeWork 们，优势之一便是“二”——没有重资产负累，通过提供转租服务，安心地做一个轻资产的“二房东”，坐地收租就可以了。

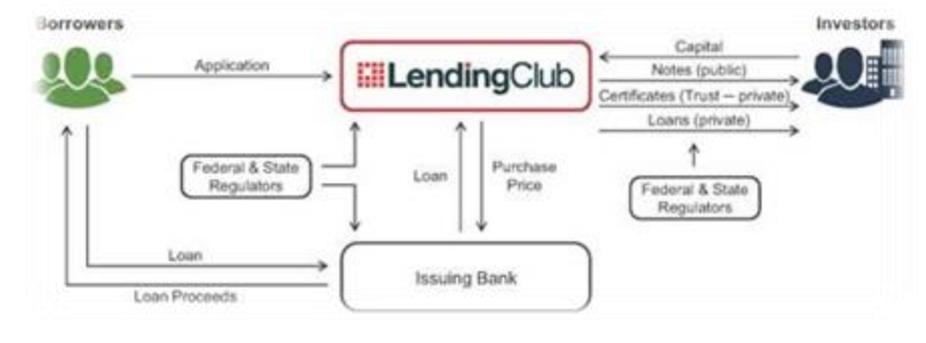
图 45: wework 模式



资料来源：国信证券经济研究所整理

Lending Club 试图取消银行的中间环节，直接把借款人和贷款人联系在一起。具体运营方式为：潜在的借款人与这家网站签订合同，填写一份情况说明，然后提交申请。Lending Club 审查这些申请，然后用字母 A(表示低风险)至 G(表示高风险)为之评分。大部分借款人都有非常高的信用评分——平均分是 710 至 715 分——他们计划把信用卡、医疗开支和汽车贷款等方面的债务整合在一起。与通过其他方法获得的贷款相比，他们能够申请以更低的利率获得 3 年或 5 年期的贷款。(贷款利率在 6.78%至 29.99%之间，Lending Club 根据风险情况，从每笔贷款中收取 1%至 3%的费用)。提交给 Lending Club 的借款申请中，只有大约 10%获得批准并予以公布。随后，贷款人从获批的借款申请中挑选。为了避免贷款违约现象，大部分使用 Lending Club 的人会把他们的投资拆分为很小的部分(最小的投资额为 25 美元)，分散到数十笔投资上。投资者可以自主挑选贷款对象，也可以根据 Lending Club 的计算方法，从它划分的三种风险类型(高、中、低)的贷款中挑选贷款对象。如今 Lending Club 有 1/3 的投资是由职业资金管理人代表客户完成的，这些客户希望把一大笔现金用于投资。还有 1/3 的贷款是由机构投资者完成的。

图 46: Lendingclub 模式



资料来源：国信证券经济研究所整理

学术型公司 Chegg 位于加州的圣克拉拉，专门从事在线教科书租赁(同时提供纸质与电子版)，家庭作业辅导，奖学金帮助，课程复习及实习岗位匹配工作。Chegg 主要针对高中生及大学生。2001 年，三位美国爱荷华州大学生和企业家

AayushPhumbhra 创立了 Chegg 公司。Chegg(chegg)是鸡(chicken)和蛋(egg)的缩略形式,名字的由来是基于创始人大学毕业后的经验:没有经验找不到工作,然而没有工作就不能积累经验。经典的先有鸡还是先有蛋的问题。

Chegg 是从肯塔基州谢泼兹维尔向外调运图书的,距离 UPS 世界港十分近。学生可通过输入国际标准书号,书名或作者在 Chegg 网站订书。教课书是按期限租赁的,可以是一季度也可以是一学期。教科书是装在亮橘色的箱子中寄送的。租期一到,学生就会收到带有预付邮资条形码的邮件,只需将它贴在任何一个箱子中寄回即可。若未在租期内归还图书,学生要缴纳额外费用。学生允许在书中画出重点,但不能写字。公司还提供 21 天内无理由退款保证。此外, Chegg 还从学生手中购买二手书来增加公司存书。同时, Chegg 也会将一些不会被租赁的书卖掉来买其他学生用品及其他消费品。对于许多大学生来说,教科书非常昂贵,一本书的标价常常超过 100 美元。一学期以后同学们并不一定还用得到这些教课书。然而他们也没有可行的渠道卖掉二手书。一项估计显示在 2009 年每个大学生平均每年在教科书上花费 667 美元,另一项估计则显示为 1000 美元,同时有迹象表明教科书的价格上升速度甚至超过了通货膨胀的速度。此外,一些学校书店愿意花书本原价的一部分的钱来回收二手书。

由于许多教科书在短时期内就会过时并常常被新版本所取代,因此赢利的关键是一本书能够被再租赁或者再利用多久。比方说在汽车租赁市场,像赫兹和阿维斯出租汽车公司这样的主要公司都会在一到两年的服务期后将曾经买进的车卖出去,然而一本租赁的教科书的有限期是多少呢?市场分析师凯西·米基说道:“有时市场所表露出来的并不全是真实的。”她这么说是因为老师们会在几个学期都使用同一本教科书,以使图书租赁公司能在租赁计划上赚到钱。

图 47: Chegg 模式



资料来源:国信证券经济研究所整理

InstaEDU 是一个在线付费家教平台,主要目的是随时帮助学习者找到一流的老师,也许凌晨一点你依然在为几何作业而苦恼,只要在搜索栏里输入"Geometric", InstaEDU 就会自动检索出教授几何科目的老师,接下来你可以挑选一名在线的老师,通过视频、音频聊天开始教学,时间长短由你来决定。整个过程中你只需要一台能上网、带摄像头的电脑。为了满足用户的个性化需求, InstaEDU 今年 5 月发布的新版本推出提前预定课程,学生可以提前选择喜欢的老师,预先安排接下来的课程,此次调整也有利于师生间建立长期的联系。网站目前拥有超过 3000 名优秀的在线家教老师,他们都来自于常春藤高校及像 MIT 这样的顶尖名校,每小时工资是 20 美金,最受欢迎的老师每月足不出户就能轻松收入数千美金。而对于学习者来说,只需要花费不到一杯拿铁的价格(40 美分/分钟),就可以随时随地选择自己所需要的老师,而且新用户都可以获得 2 小时免费的体验课程。此外, InstaEDU

提供三类套餐供用户选择，分别是 15 分钟/周 9 美元、30 分钟/周 15 美元以及 2 小时/周 48 美元，根据个人需求的不同，每位学生的平均花费是每小时 25-45 美元，相比收费至少 50-100 美元/小时的传统家教来说，大大降低了学习成本。

图 48: InstaEDU 模式



资料来源：国信证券经济研究所整理

Rent the Runway 想要解决一个由来已久的难题，即找到一些能引起轰动的礼服，穿着去参加婚礼却不用花太多的钱。现在，RTR 通过保持被其用户体验所吸引的时尚人群的客户忠诚度而继续跻身电子商务领域。以 RTR 在 2012 年引入的工具“*Our Runway/See How She Wore It*”为例子。该功能允许人们上传自己穿着他们租来的礼服的图片，以便让未来的顾客可以查看产品如何与一定的体型相匹配。这种工具也可以让人们分享他们如何搭配衣服，衣服是否舒适的体验——并且可以分享时装模特儿所不能给出的反馈。女人们也可以根据尺寸，身高，体重和年龄过滤下载 *Our Runway* 图像。RTR 控制航运和干洗环节以保证质量。但珍妮弗·弗雷斯说，包装的艺术应该细致入微，在分享式经济形态中这是客户服务的直接反映。RTR 礼服关注被包在沉重的品牌服装袋中的衣架。就像德芙(Dove)产品和梦龙(Magnum)冰淇淋一样，衣架与品牌合作伙伴的样品和优惠券相辅相成。根据珍妮弗·弗雷斯所说，RTR 的客户服务应该和它所出租的设计师礼服一样高端。

图 49: Rent the Runway 模式



资料来源：国信证券经济研究所整理

Instacart 是一个给居民运送日常食品杂货的平台，目前服务已遍布美国的几大主要城市。它的玩法是这样的：买家在软件上下单，买家附近的采购者接单，帮助买家去商店里购买商品，并将商品送至买家处，采购者获得报酬。最快时，买家可以在 1 小时之内收到商品，这一点使得这家公司跻身于最有前途的共享经济型公司之一。Instacart 服务于美国各大地区，包括旧金山湾区、圣何塞市、纽约、布鲁克林、华盛顿、费城、波士顿、芝加哥、奥斯汀、西雅图和洛杉矶。拥有来自包括全食超市、西夫韦、科思科的 300,000 种以上的食品杂物，让顾客能从自己最喜爱的超市下单，也可以让顾客将不同超市的东西合成一个订单。众包商场模式，将平台与配送货物的店家联系起来。

图 50: Instacart 模式



资料来源：国信证券经济研究所整理

因此，共享经济并不是一种简单的投机，而是代表商业模式的成功，若简要总结，原因有四：

- 第一，寻找资源闲置的行业，比如汽车、房子，并数字化智慧平台；
- 第二，设置激励机制，让共享者有经济、精神上的回报；
- 第三，供给、需求的数字化，有助于让平台对接供给的富余资源；
- 第四，供给/需求可被切割（分时）或者复用，这样有助于更优的资源匹配。

制定法律法规（平台结构、法律和规则）是用来增进集体利益的，但却是以损害个人自由为代价的。

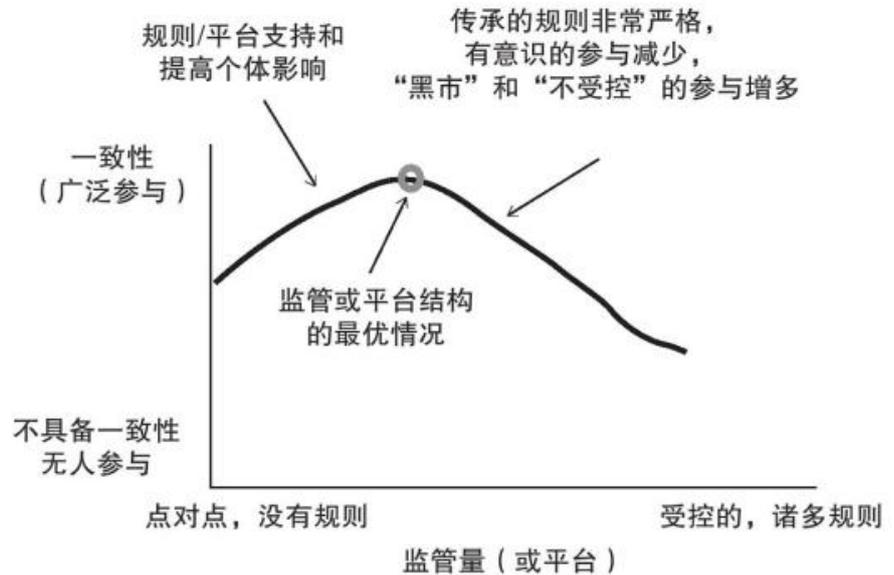
很大程度上，共享经济的发展取决于监管的尺度。

蔡斯在《共享经济，重构未来商业新模式》根据其多年运营企业 Zipcar 的经验中总结，适当的监管会让企业快速发展，严厉的监管则会减缓它们的扩张。

因此，监管角度应该考虑：

- 1、不要去伤害个人，要允许进行小的试验，因为新模式需要不断试错；
- 2、税务和管理条例对供需双方来说易于理解、操作性强，而不要惩罚力度远大于犯罪的影响力度；
- 3、蔡斯提出，最大胆的政策建议是美国政府将劳动标准、补偿保险、健康福利、病假、休假、探亲假、补偿金、残疾以及儿童保育权利惠及每位公民，正如现在欧洲国家所做的那样；
- 4、政府要保护那些与平台进行合作的合同制员工。

图 51: 共享经济的监管最优解



资料来源：蔡斯，《共享经济，重构未来商业新模式》，国信证券经济研究所整理

当 A (Airbnb) 和 U (Uber) 两家公司的市值翘楚于全球一级市场之时，业界自然的担忧是，我们是否过于乐观地看待了这些新模式？并给与其泡沫化的估值？

Skift 给了如下一组数据：

与 Hyatt、Starwood、Hilton、Marriott 等传统酒店相比，按照 Airbnb 目前的估值测算，Airbnb 的每间客房的估值已经接近了传统酒店。十倍于与其相似模式的旅游度假企业 Homeaway。

图 52: Airbnb 每间客房的估值接近传统酒店

酒店品牌	客房数 (间) 2015	市值(亿美元) 2015	每间客房估值 (美元) 2015	客房数 (间) 2014	市值(亿美元) 2014	每间客房估值 (美元) 2014
Hyatt	156,875	81.4	51,888	147,388	84.2	57,128
Starwood	348,117	140.5	40,359	346,063	149.7	43,258
Hilton	715,000	276.8	38,713	678,630	218.6	32,211
Airbnb (Skift 调整后数据)	720,000	240	33,333	330,000	100	30,303
Marriott	715,000	211	29,510	675,623	161.5	23,903
Accor	480,000	126	26,250	455,985	85.5	18,759
Airbnb	1,200,000	240	20,000	550,000	100	18,181
Wyndham	600,000	100.9	16,816	600,000	93	15,500
InterContinental Hotel Group	722,575	98.7	13,659	686,873	79.3	11,545
Choice Hotels	500,000	32.4	6,480	500,000	27.1	5,420
HomeAway	1,100,000	29.5	2,681	890,000	38.7	4,348

资料来源: Skift, 国信证券经济研究所整理

粗略看这相当合理, 每间房间的单体价值应该相似, 支持的人确实也是拿如此理由来说服投资人, 但隐含的差别是, 该资产并不属于 Airbnb。传统酒店的盈利方式是买断或者租赁, 再租出, 而 Airbnb 可以看做是对接双边后抽成。Airbnb 与抽成 12-18% 的 priceline 更相似。

美国多家酒店/游轮上市公司都有稳定的净利润, 其市盈率大约在 20-30 倍, 市销率约为 1.5-2 倍。由于 Airbnb 目前尚处在高速发展阶段, 尚无利润。

表 4: 美国酒店业上市公司估值水平对比

代码	简称	员工人数	营业收入(M\$)	净利润(M\$)	净资产(M\$)	市值(M\$)	市销率	市盈率	市净率
CCLN	嘉年华邮轮	10100	15,884	1,236	24,288	29,972	1.9	24	1.2
H.N	凯悦酒店	45000	4,415	344	4,631	6,598	1.5	19	1.4
HLT.N	希尔顿	157000	10,502	673	4,714	21,013	2.0	31	4.5
HOT.N	喜达屋酒店	180400	5,983	633	1,528	11,429	1.9	18	7.5
IHG.N	洲际酒店	7797	1,858	391	-717	9,083	4.9	23	-12.7
MAR.O	万豪国际	123500	13,796	753	-2,200	17,081	1.2	23	-7.8
NCLH.O	NORWEGIAN CRUISE LINE HOLDINGS LTD	24900	3,126	338	3,519	13,644	4.4	40	3.9
RCLN	皇家加勒比海游轮	5700	8,074	764	8,284	20,299	2.5	27	2.5
WYN.N	温德姆	34400	5,281	529	1,257	8,480	1.6	16	6.7
AWAY.O	Homeaway	1780	447	13	942	3,442	7.7	257	3.7

资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

Piper Jaffray 预计, 2015 年 Airbnb 收入将达 6.75 亿美元, 市销率 35.5 倍; 若按照未来 Airbnb 实现每年 60% 的增长, 则在 3 年后, 其市销率降至 9 倍-10 倍。另外, 该模式并没有形成稳态的净利润预期, 考虑到 1) 它的营销推广模式费用可能会较高 (facebook、google、微信等业务都有自传播机制), 2) 它有一定的地面维系工作 (包括拍照、房源审查等), 因此它的稳态净利润率或许无法达到 30% 以上, 这样测算, Airbnb 的 2018 年的市盈率应该依旧大于 30 倍甚至 40 倍, 以此角度来看, 目前的估值可能包含了 3 年左右的增长。

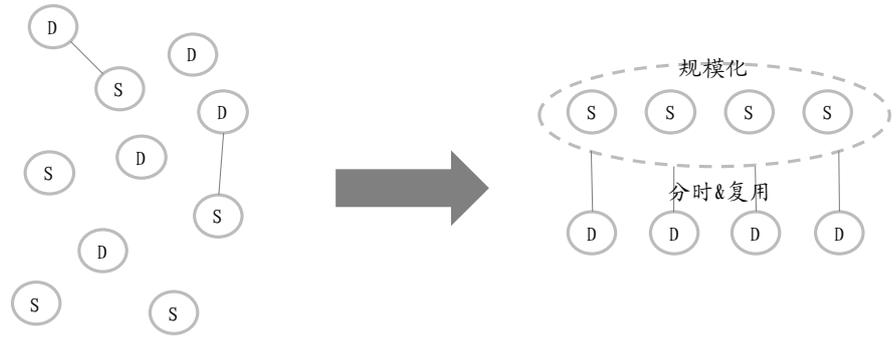
这不禁让人想到, 当 facebook、groupon、gopro 等公司上市之后, 估值都出现了大幅的向下调整, 二级市场成为一级市场的变现渠道, 且按照美国的数据统计, 从 1970 年到 2009 年, IPO 与已经上市的规模企业相比, 每年收益下降 3.4%。这客观上反映了投资收益的天枰已经不断在往一级市场倾斜。

但, 这恰恰验证了一点: 一定的泡沫化有利于资本向未来经济的配置, 孵化、支持经济的转型升级。

使用效能优化: 本质上是规模经济+复用

在传统经济领域里, 需求方 (D) 与供给方 (S) 处在各自孤立的状态, 而使用效能的优化本质是将诸多的供给方汇聚起来, 形成更大的供给库; 同时汇集需求方的不同需求, 更集约化地匹配。

图 53: 使用效能优化的本质是规模经济+复用/分时

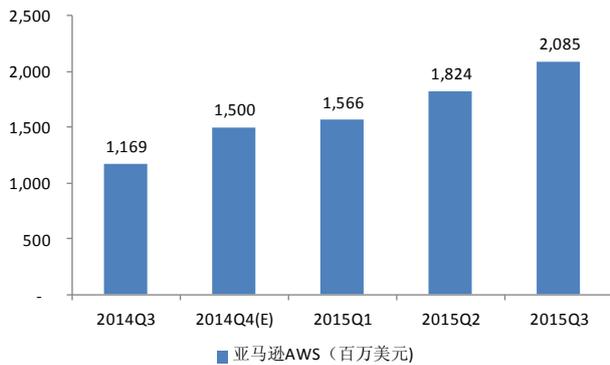


资料来源: 国信证券经济研究所整理

效能提升的根本动力是: 1、通过分时租赁方式提升供给方的使用时间, 或者是通过复用的方式, 使得供给方可以同时为多个需求方服务。

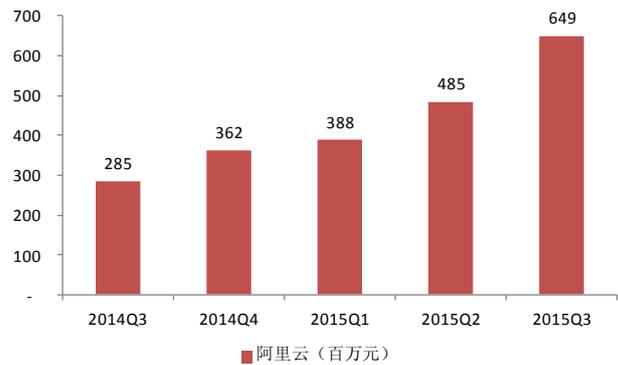
从实践的角度, 云计算就是典型的使用效能优化的标杆之一。

图 54: 亚马逊的 AWS 业务发展情况 (百万美元)



资料来源: 亚马逊, 国信证券经济研究所整理

图 55: 阿里云的业务发展情况 (百万元)



资料来源: 阿里巴巴, 国信证券经济研究所整理

亚马逊云计算最近的几个季度高速增长, 今年 Q3 较去年 Q3 同比增长了 78%, 单季度收入达到了 20.85 亿美元, 以此看, 2016 年超过 100 亿美元将大有可能, 按照 7-8 倍的市销率计算估值, 大约此业务将为亚马逊贡献 800-1000 亿美元的估值。阿里云体量较小, 但在中国已经成为行业龙头。2015 年 Q3 更是完成了 128% 的年度同比增长, 预计全年收入将超过 22 亿元人民币。

图 56: 云基础设施即服务魔力象限



资料来源：Gartner,《云基础设施即服务魔力象限全球报告》，国信证券经济研究所整理

根据 garter 的分析，按照执行力（纵坐标）与方案系统性（横坐标）两个维度，目前全球云计算的领导企业是亚马逊和微软，亚马逊更胜一筹；世纪电信、谷歌、VMware 与 IBM 属于“愿景者”，排在领导者之后；CSC、NTT、Verizon、dimension data 等企业处在细分市场玩家之列。由于中国的市场刚刚萌发，尚未有国内公司进入象限。

在云计算之前，IDC 商业模式主导了这个行业很多年。

云计算与 IDC 的差别见下图：

- 1、云计算和 IDC 的主要差别首先在产权。IDC 服务器的产权一般在使用者，而云计算在平台方，前者是买+托管，后者是租；
- 2、云计算的扩张能力很强，无论企业发展多么迅速，始终在超短时间就能完成按需服务的扩展，IDC 则相当不便；
- 3、云计算的计费方式比 IDC 更为灵活。云计算可以按照小时计费，而 IDC 往往需要按照年来合作；
- 4、随着 PAAS 架构的完备及 SAAS 应用的繁荣，云计算不仅安全，而且应用多种多样，更像是一个 app store 模式，使用者并不担心系统的安全，同时享受丰富的服务；

所以，由于云计算的服务提供商把规模的 IDC、服务器、带宽等基础设施建立完备后，最大化的利用了这些资源(例如，有些网站早上流量大，有些网站晚上访问多)，于是复用效果明显，帮助企业有效地降低了预算。

图 57: 云计算与 IDC 的差别

对比项目	云计算	IDC
提供服务	计算能力和IT可用性的托管	IP/带宽接入+电力供应或服务器/存储+咨询+IT管理+接入+电力
交付效率	定制、模块化、可按月支付	一般以年为交付周期，建设周期长
业务模式	精确资源/能源计费	出租基础平台
收费模式	可按小时收费	最低按月收费：统一收费或按占用资源收费
提供产品	增值服务内容多、可选、分别计费	底座或机柜，带宽
经济性	成本控制和性价比至关重要，注重衡量成本/效率/可用性之间的平衡性	一次投入，终身收费
选址	看重能源、气候与地理位置	受限于地理位置和客户群分布
特征	规模化、区域化、模块化、政府主导趋势	小型、零散、以企业建设为主

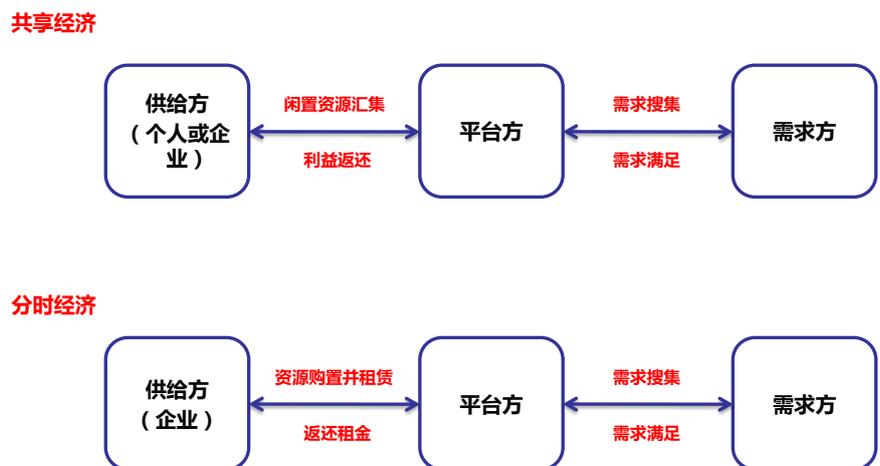
资料来源：国信证券经济研究所整理

云计算模式目前尚不算共享经济，但有些细分领域已经开始出现这样的苗头。比如在 CDN 行业，优酷路由宝和迅雷赚钱宝，它们的设计理念都是让用户共享上行流量和存储空间，最后每个用户都变成了大云的组成部分，我们也可以简单说这是云计算领域的 P2P 或者众筹，这种模式的变革程度比目前 AWS、阿里云更大，但由于 1、用户接受程度有待加强，2、分布式存储的算法还需要优化，因此目前而言还只能看成是细分市场的一种尝试。

分时经济与共享经济也是如此，在需求方，它们没有太大的差别，但是在供给方，它们的组织形式是不同的。分时经济的供给方一般指的是企业，或者是平台方本身，它们将资源购置，雇佣，而共享经济的供给方不是平台方，平台方也不拥有服务要素的物权。

虽然共享经济从商业模式的角度看效率更高，但分时租赁明显的优势是，它是一种渐进式的变革。因为由企业给员工发工资（满足了劳动法的规定），由企业员工的行为进行规范与监管（满足了税法、工商牌照的相关规定）。因此，分时租赁属于在监管环境下的一种过渡。

图 58: 共享经济与分时经济的比较

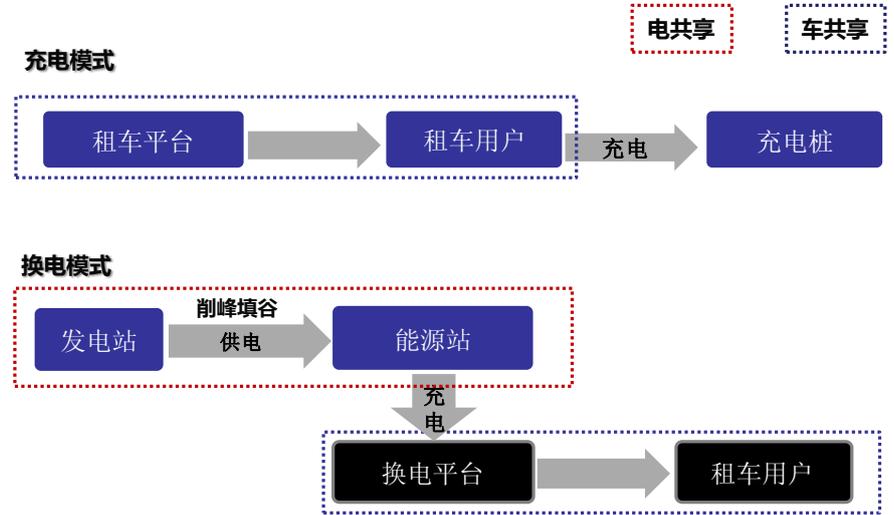


资料来源：国信证券经济研究所整理

在新能源电动车领域，传统的充电模式是由租车平台租车给用户，用户在充电桩处

充电。而换电模式则是采取了新的思考方式：他们在电费较便宜的时间购买大量的电能（谷电），然后在该时段完成对电池的充电，这一行为叫“削峰填谷”，然后再把电池通过租车平台提供给租车用户。

图 59: 新能源电动车电池的分时租赁



资料来源：力帆股份，国信证券经济研究所整理

换电模式与充电模式相比，优势相当明显：首先，换电时间更短，一般几分钟就可以实现；其次，不受限于电网容量，一般在谷时充电；再次，有较大的实惠让利给消费者。

图 60: 充电模式与换电模式的比较

投放1百万辆车	充电	换电
充换电时间	>45分钟	<3分钟
电费 (KWh)	<人民币1.1元(平均)	<人民币0.53元(谷电)
电池寿命	8年(昂贵电池管理系统)	10年(廉价物联网)
快充	受限于电网容量	不限于电网容量
基础设施投资	充电站/充电桩	能源站/物流网
基础设施投资回报期	8年	4年
基础设施建设周期	5年	3年
1百万辆电动车投入市场	7年	3年
用户买电池费用	电动车制造成本的60%	0
充电站/能源站用地比例	78	1
是否改变消费者使用习惯	是	否

资料来源：力帆股份，国信证券经济研究所整理

比如神州租车，其核心逻辑也是在时间思考，如何将服务要素的颗粒度尽可能地细化，神州短租最短计费时间是天，而神州专车则到分钟。

表 4: 神州短租与神州租车

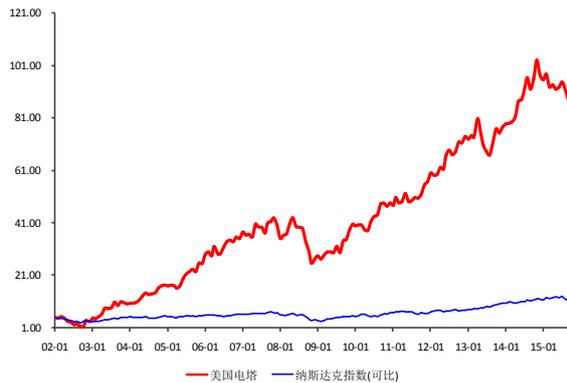
	神州短租	神州租车
最短计费时间	天	分钟
产品	普通产品/周租/月租	日租/半日租/分时租赁
主要费用	租赁费、基本保险费、 手续费、增值服务费	起步价+驾驶分钟+里程； 套餐+超时费+超里程费
最短计费时间	天	分钟

资料来源：神州租车，国信证券研究所整理

另一个比较优秀的案例是美国的铁塔融资租赁模式。

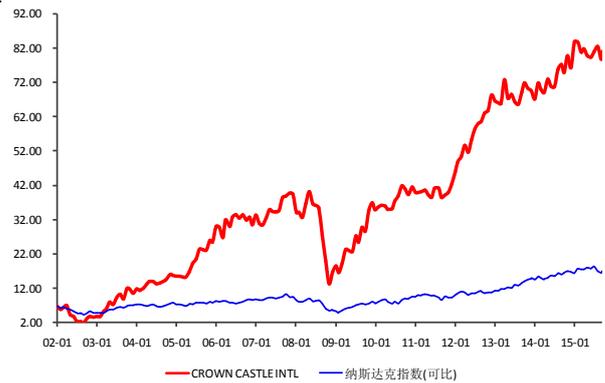
美国的三大铁塔公司 AMT、CCI、SBAC，从 2002 年至今，二级市场表现极其强势。自纳斯达克低点（2002 年 10 月 9 日）算起至今 13 年的时间，AMT 股价涨幅为 144 倍，CCI 为 49 倍，SBA 通信更是达到惊人的 480 倍。而期间，纳斯达克综合指数涨幅仅为 4.4 倍。

图 61: 美国电塔 (AMT.N) 股价走势



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

图 62: CCI (CCI.N) 股价走势



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

以 2014 年全年收入、利润、净资产、EBITDA 为参考，三大公司的市销率、市盈率、市净率以及 EV/EBITDA 见下表：

为了与其他运营企业做一对比，这里把美国两大电信运营商 AT&T, Verizon, 以及两大互联网运营商 Facebook, Google 做一比较。

其中，三家公司的市盈率分别为 50-70 倍，其中 SBA 通信去年利润为负，市净率 5-10 倍，市销率 8-10 倍，EV/EBITDA 为 18-24 倍之间。

而 AT&T 与 Verizon, 市盈率为 33 倍与 19 倍，市净率 2.4 与 13 倍，市销率仅为 1.6 倍、1.4 倍，EV/EBITDA 为 13 与 11 倍。

Facebook, Google 的市销率为 22 倍与 7 倍，市盈率 93 与 32 倍，市净率 7.6 与 4.5 倍，EV/EBITDA 为 44 与 21 倍。

表 5: 三大铁塔公司的估值水平

	简称	市销率	市盈率	市净率	EV/EBITDA
AMT.N	美国电塔	9.9	49	10.0	23.7
CCI.N	CROWN CASTLE INTL	7.4	70	4.0	18.7
SBAC.O	SBA 通信	9.2	-580	-21.3	22.3
T.N	美国电话电报	1.6	33	2.4	13.0
VZ.N	威瑞森电信	1.4	19	13.3	11.0

FB.O	Facebook	22.0	93	7.6	44.0
GOOG.O	谷歌	7.0	32	4.5	21.5

资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

以上表现可以看出，铁塔公司的估值水平远高于电信运营商，接近互联网公司的水平。

铁塔公司的 ROE 水平较高，其中美国电塔 22%，CCI 与 SBAC 分别为 6%、16%，平均为 15%，而 AT&T 仅为 7%，Facebook 与 Google 也仅为 11%、15%。

铁塔公司的商业模式主要有以下四个特点：

- 1、轻资产/高杠杆。三家公司资产负债率为 81%、68%、108%，平均为 86%，与电信运营商相当（AT&T 70%，Verizon 94%）；
- 2、高人均效能。与电信运营商本质区别是三家铁塔公司的员工人数非常之低，最大的美国电塔公司不到 3000 人，而 AT&T 与 Verizon 的员工人数分别为 25 万与 17 万。以人均产能（营业收入/员工人数）计算，美国电塔为 138 万美元，CCI 为 154 万美元，SBAC 为 121 万美元，AT&T 为 52 万美元，Verizon 为 72 万美元，Facebook 为 136 万美元，谷歌为 123 万美元。也就是说，铁塔三家公司与互联网公司的人均产能相仿或者略胜一筹，2-3 倍于电信运营商的水平；
- 3、金融创新。AMT 充分利用美国发达的资本市场，对公司现有的铁塔资产进行资产证券化。发行房地产投资信托基金（REIT）募集资金，用以进行资本支出、公司并购等。考虑到公司铁塔的租金收入稳定充沛，且租期很长，以此做支撑，公司发行的 REIT 能够超越 AMT 本身的信用评级，从而获得较低的融资成本。
- 4、长期可预测现金流。运营商和铁塔公司签订的合同基本都是在 20 年以上，并且租赁的价格每年跟随当地物价指数的变化而变化，全球的运营商基本上都是优质客户，很少存在坏账的风险，这给铁塔公司带来稳定可预测的现金流；同时，公司拥有的土地资源长期来看也存在升值的空间。

表 6：三大铁塔公司的部分指标对比

代码	简称	员工人数	营业收入 (M\$)	净利润 (M\$)	净资产 (M\$)	市值 (M\$)	资产负债率	ROE
AMT.N	美国电塔 CROWN	2974	4,100	825	4,053	40,690	81%	22%
CCI.N	CASTLE INTL	2400	3,690	391	6,737	27,255	68%	6%
SBAC.O	SBA 通信	1259	1,527	-24	-661	14,096	108%	16%
T.N	美国电话电 报	253000	132,447	6,224	86,924	208,088	70%	7%
VZ.N	威瑞森电信	177300	127,079	9,625	13,676	181,736	94%	38%
FB.O	Facebook	9199	12,466	2,940	36,096	274,823	10%	11%
GOOG.O	谷歌	53600	66,001	14,444	104,500	465,275	20%	15%

资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

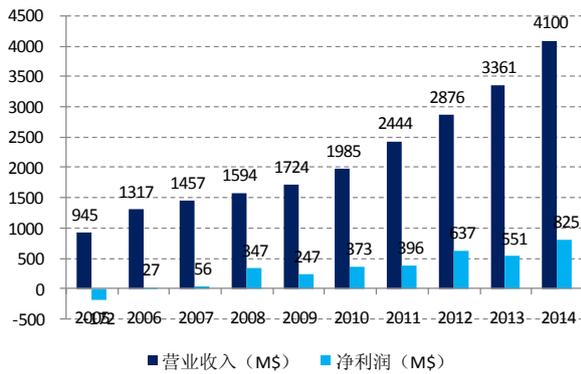
美国运营商“去铁塔化”意愿十分强烈。Sprint 在 2008 年和 T-Mobile 在 2012 年都是为了缓解 capex 压力而出售铁塔换取现金；2013 年，AT&T 准备对 Vodafone 等目标进行收购，为了积累现金出售了铁塔；2014 年，Verizon 以 1300 亿美元向 Vodafone 买回股份，“净债务/EBITDA”升高 2 倍多，为了降低负债率，也意图出售铁塔换取现金。运营商一般用“售后回租”的形式出售铁塔，即运营商向铁塔公司出售铁塔获得现金，然后双方再签署合作协议，运营商付出租金再租回铁塔。这样运营商依旧对铁塔具备一定的控制力，同时得到现金；铁塔公司则得到资产和租金，同时还可以把所购铁塔出租给其他运营商以增加收入。

通过“售后回租”，运营商和铁塔公司主要可以从三方面获得好处：第一，运营商向铁塔商“融资”，双方都改善了资产结构，运营商把固定资产变为急需的现金，而铁塔公司把现金变为更高回报的资产，各取所需；第二，铁塔资产“增值”，铁塔在运营商手里时一般只是自家独用，而到铁塔公司手里后就可以向其他运营商租用，

每多租一家，单塔租金收入倍增，而单塔成本一般只增 10%，高“出租率 (tenancy ratio)”使铁塔增值，运营商通过出售铁塔实现资产增值，或者等效为运营商铁塔相关的费用降低；第三，减税，资产从运营商转至铁塔公司，一般都有降低边际税率的作用，具体的减税机制和效果因国家而异。

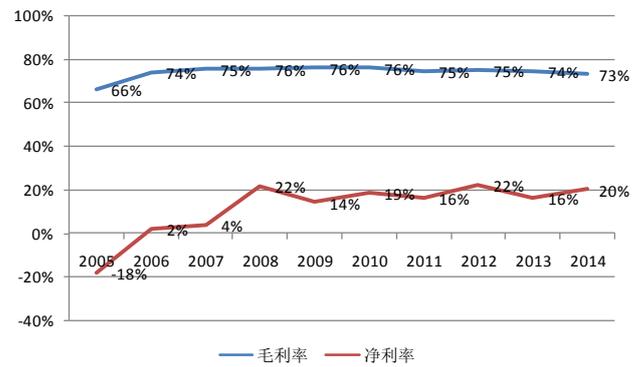
从国外电信运营商的经验来看，第三方承建移动网络基础设施已成为主流，发展范围由欧美、印度地区向全球 40 多个国家和地区渗透扩散。第三方基础设施公司，一类是以欧洲为代表，由运营商成立合资公司，共同建立基础设施，实现共建共享的模式；一类则是以美国和印度为代表，第三方基础设施公司独立运营，运营商向其租借基础设施。从市场研究来看，第三方基础设施公司独立性与设施共享率呈现正比的关系。

图 63: 2005-2014 美国电塔公司营业收入与利润



资料来源：公司财报，国信证券经济研究所整理

图 64: 2005-2014 美国电塔公司毛利率与净利率



资料来源：公司财报，国信证券经济研究所整理

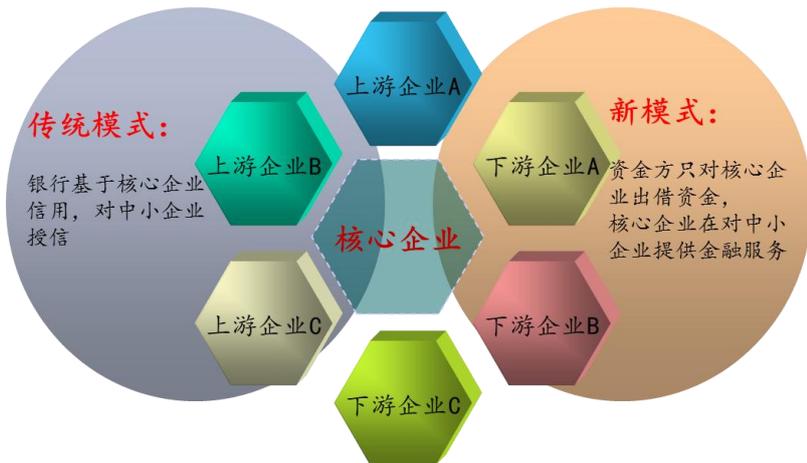
流转效能优化：供应链金融加速应收账款、存货等流转

在流转效能优化领域，我们着重想阐述供应链金融以及与其相关的商业模式。

供应链金融是指处于产业链核心地位的企业，依托高信用优势广开门路获得廉价资金，通过相对有效的征信系统和完善的风险防范措施，向产业链上下游客户提供融资服务，获得新利润增长点，构建更紧密的产业链生态系统。供应链金融作为产业模式升级的自然演化，“从产业中来，到金融中去”，具有深厚的行业根基，颠覆了传统金融“基于金融而金融”的范式，打开另一扇窗，兼具金融的爆发力和产业的持久性。和传统非银机构相比，供应链金融具备太多优势。1) 供应链金融依托在产业多年的浸淫，风控端天然具备优势；2) 如果说非银机构做的是纯粹金融，则供应链金融则是在试图构建金融生态；3) 在供应链金融体系中，各非银机构均成为体系中一部分；4) 供应链金融本质上属于大数据金融，延展性更佳。

供应链中主体将至少在以下方面获得益处：1) 核心企业切入供应链金融，构建新的优势领地，其掌握的物流、信息流、资金流将充分发挥优势；2) 中小企业获得低成本稳定资金，为主业提供持续动力；3) 第三方物流企业业务量上升，同时个别优秀企业亦可通过物流、仓储建立的优势切入供应链金融业务；4) 通过供应链金融中的应用和拓展，电商平台价值将大为提升。

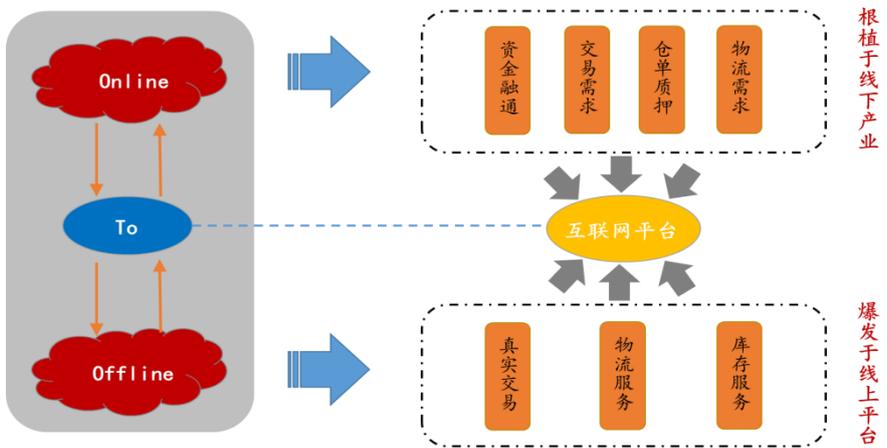
图 65: 供应链金融核心模式



资料来源: 国信证券经济研究所整理

供应链金融本质上是 O2O 模式的演化。不同于一般线下体验、线上提交需求的 O2O 模式, 产业链金融的 O2O 模式中线下因素更为核心。线下产业因素是供应链金融的根基所在, 掌握了核心渠道或具备核心品牌的企业转型供应链金融业务最具优势, 其核心位路被其他企业代替的可能性较低。线上平台最大的作用在于供给、需求信息匹配效率的提升, 以及对运作效率的提升。而一般产业垂直领域电商均兴起于近几年, 目前仍面临新进入者的潜在威胁, 真正具备“护城河”特质的电商平台较少, 更需深度挖掘。

图 66: 互联网平台是流转加速中介

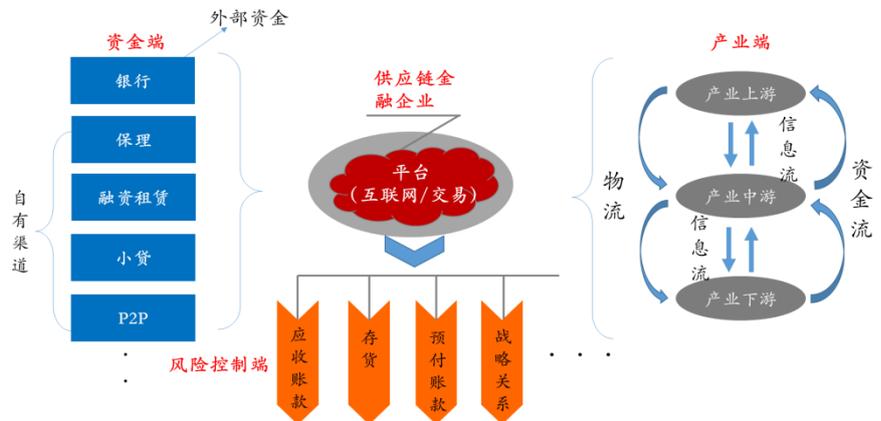


资料来源: 国信证券经济研究所整理

从产业中来, 到金融中去: 供应链金融的创新在于对金融业务模式的重构。抽象的看, 金融的核心在于资金、业务、风控和实现模式, 金融领域的创新也围绕这四个维度展开: 信托在业务端建立了相对银行的优势; 余额宝在资金端疏通了不同市场的利率差; 供应链金融、互联网金融则利用大数据在业务模式和风控上实现了金融的重构, 除此之外, 供应链金融的特别之处还在于他根深蒂固的产业根基。

供应链金融作为产业模式升级的自然演化, “从产业中来, 到金融中去”的模式最具行业根基, 同时也颠覆了金融领域“基于金融而金融”的传统范式, 打开另一扇窗, 兼具金融的爆发力和产业的持久性。

图 67: 供应链金融模式图

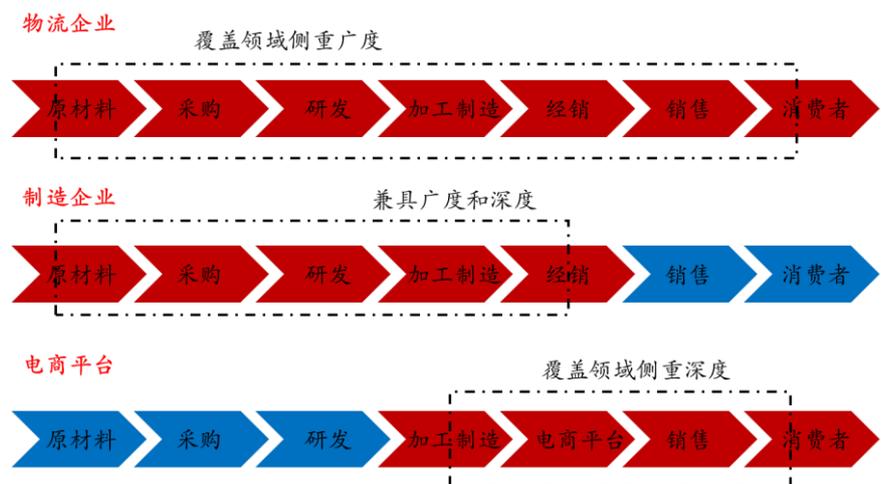


资料来源：国信证券经济研究所整理

强控制力-解决痛点能力：垄断优于寡头，寡头优于竞争。核心企业依靠自身优势已经在产业链中某些环节形成较强的市场竞争力，竞争力大小决定其对上下游企业的话语权，话语权的强弱视核心企业经营业务的市场格局，垄断优于寡头，寡头优于竞争。其中，处于垄断地位的核心企业对上下游中小企业的话语权最强，这将在两方面提升核心企业的金融服务能力：1) 对上下游把控力越强，相对信用极差越大，融资相对优势越大；2) 更强的供应链金融业务主导能力。

工业企业对行业把控力侧重产业中上游，电商平台侧重下游。核心企业在产业链中的不同位路，将直接决定其供应链金融业务的展业领域，可从覆盖领域的广度和深度判断价值。物流企业覆盖领域最为广泛，但相对于制造企业和电商平台，物流企业业务深度较低；核心制造业企业与原材料供应商和经销商接触较为紧密；电商平台在广度上最低，但由于较高的消费频次，其具备最高的覆盖深度，如京东白条等即是在与消费者高频次互动形成的大数据基础上展开。

图 68: 不同类型核心企业覆盖领域的广度和深度



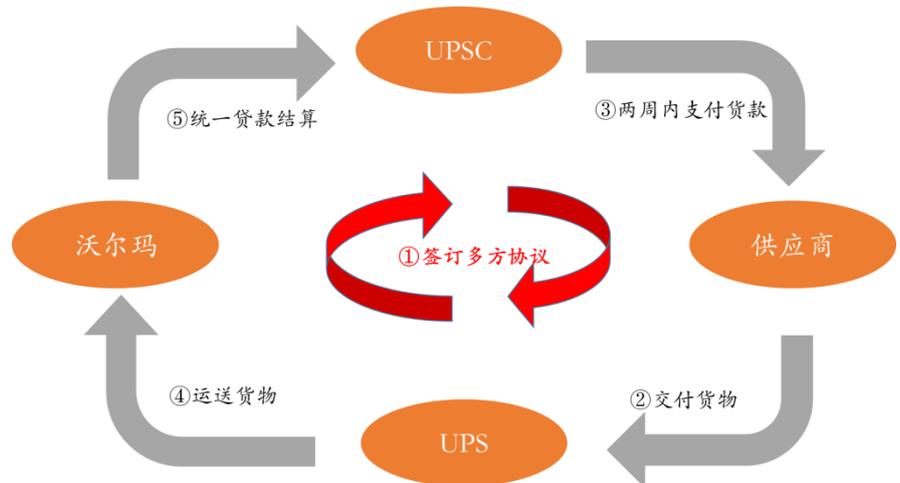
资料来源：国信证券经济研究所整理

UPS: 物流企业开展供应链金融的典范：成立 UPSC 搭建金融平台，收购银行解决资金端瓶颈。UPS 于 1998 年成立 UPSCapital (UPSC)，为了突破资金瓶颈，2001 年收购美国第一国际银行，并将金融服务对象定位为中小企业，为客户提供存货质押、应收账款质押等供应链金融服务，并在之后逐步将业务拓展至信用保险、

中小企业贷款、货物保险等其他衍生金融服务。

通过金融服务获取货运权，供应链金融与传统主业深度结合。首先 UPS 与沃尔玛等大型进货商和众多供应商签订多方合作协议，为后两者提供物流服务。在交易结构上，UPSC 代替购买方为供应方提供垫资服务，并以此获得商品的货运权。UPSC 则作为 UPS 的信用部门，保证在货物交到 UPS 物流机构两周内将贷款先行支付给出口商，解决中小供应商的流动性压力，如替沃尔玛与东南亚地区数以万计的出口商进行支付结算。UPS 整体的收入包括两部分：1) 作为物流企业收取的服务费；2) 货物交付后，大型购买方支付的垫付金及期间利息费用。

图 69: UPS 与沃尔玛合作供应链金融模式



资料来源：国信证券经济研究所整理

行业机会及投资建议

互联网：移动精准营销正蓬勃发展

蓝色光标 (300058)：互联网整合营销的龙头，重点布局移动领域

蓝色光标从 2011 年开始实现了超过 40 次并购，仅在 2014 年就有 28 次之多。从并购的公司来看，主要集中在数字营销领域。细分来看，蓝标在 DSP、移动营销、数据分析、舆情监测、新闻应用、社交广告方面均有涉足，形成了相对完整的数字营销布局。

在 2014 年，公司先后投资并购了璧合科技、晶赞科技、和 Optimix Media (爱点击广告) 等三家 DSP 广告公司。通过 DSP 作为精准投放的入口，正如 WPP 做的那样，当现有广告主有精准营销的投放预算时，公司有能力和帮助实现精准数字广告投放，从而提升广告主投放花费。通过这几项投资并购，公司极大地提升了程序化广告交易和精准投放的技术实力，同时获得被收购标的大量广告主资源。在国内主流 DSP 布局中，蓝色光标所投资的几家均处于前列，整体实力仅次于几家互联网巨头。

表 7: 蓝色光标投资并购情况

日期	交易标的	股权占比	标的方所在行业
2015	飞猫无限	20%	网络入口
	多盟	100%	移动数字营销
	多盟智胜	95%	移动数字营销
	亿动	54.77%	移动数字营销
	博看文思	16.71%	移动应用
	喜乐航	12.5%	航空互联网应用
	界面	3.89%	新闻平台
	拉卡拉电商	4.55%	电商
2014	蓝瀚科技	96.32%	数字营销
	玩乐云	10%	视频真人秀、移动应用
	云图微动	10%	移动应用
	Optimix Media	14.59%	数字营销、海外市场、DSP
	玄鸟传媒	30%	广告公关
	Vision 7	85%	海外市场、广告公关
	沈阳新维	51%	数字营销、互联网房产广告
	Admaster (精硕科技)	11.69%	数字营销、广告监测
	晶赞科技	14.29%	数字营销、DSP
	乐约信息	27%	移动医疗
	微岚星空	30%	数字营销、社交广告
	有车以后	10%	汽车后服务、数字营销
	壁合科技	25%	数字营销、DSP
	车汇网络	15%	汽车后服务
	掌上云景	24%	移动广告、数字营销
	识代运筹	21%	舆情监测、社交广告、数据分析
	捷报数据	51%	舆情监测、数据分析
	建飞科联	23.04%	网络入口
	北联伟业	51%	电商服务
	杭州网营	22.67%	电商服务
	上海凯洁	19.90%	电商服务
	Fuse Project	75%	设计公司、海外市场
	易试互动	20%	数字营销
	天与空	20%	广告公关
	拉卡拉	2%	金融服务
	彪洋科技	15%	数字营销、CRM
	美广互动	49%	数字营销
密达美渡 (Matta)	100%	海外市场、广告公关	
Aries International	25%	金融公关、海外市场	
2013	博杰广告	100%	广告公关
	蓝色方略	51%	活动策划
	Huntsworth	19.80%	海外市场、广告公关
2012	We Are Social	83%	海外市场、广告公关、社交广告
	今久广告	100%	广告公关
	博思瀚扬	16%	广告公关
2011	思恩客	49%	广告公关
	博思瀚扬	16%	企业策划
	思恩客	41%	广告公关
	Aries Capital	40%	金融公关、海外市场
	美广互动	51%	数字营销
	精准阳光	51%	户外广告

资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

在提升数据实力方面，蓝色光标入股的精硕科技 (Admaster)、识代运筹、捷报数据和彪洋科技等公司。在过去蓝标一直运用数据为企业提供市场和消费行为洞察，积累了多年的专业经验；同时，围绕企业营销服务，自己搭建了大数据平台。结合自有数据，构建更精准的数据管理平台。在客户资源优势的基础上，能够进一步整合数据和媒体采购优势，让蓝标整体的客户价值实现 1+1 大于 2 的协同效应。公司在最近收购的“多盟”作为移动营销的行业龙头企业，将在未来为公司进一步布

局移动营销打下坚实基础，也将逐渐为公司贡献业绩。

表 8: 蓝色光标盈利预测

盈利预测及市场重要数据	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万元)	5,979	9,930	13,902	18,073
(+/--%)	66.8%	66.1%	40.0%	30.0%
净利润(百万元)	712	474	1162	1680
(+/--%)	62.1%	-33.4%	145.1%	44.6%
每股收益(元)	0.74	0.25	0.60	0.87
EBIT Margin	13.3%	5.8%	10.5%	11.6%
净资产收益率 (ROE)	15.9%	9.8%	20.2%	23.8%
市盈率 (PE)	22.2	66.6	27.2	18.8
EV/EBITDA	27.1	62.8	27.5	20.0
市净率 (PB)	3.53	6.52	5.49	4.47

资料来源：国信证券经济研究所整理

明家科技 (300242): 深耕移动营销产业链

明家科技作为深耕移动营销产业链的优质标的，通过控股金源互动、微赢互动和云时空，参股掌众信息、友才网络和小子科技等六家公司，涵盖广告策划、代理、DSP、移动广告、网络联盟、移动媒体等多个领域，初步完成对移动营销产业链的布局。

表 9: 明家科技近 2 年股权投资情况

首次披露日	交易标的	标的方所在行业	交易总价值(万元)
2015-06-02	微赢互动 100%股权;云时空 88.64%股权	移动广告	134,040.00
2015-04-16	小子科技 13.5%股权	移动数据平台	2,700.00
2015-04-16	友才网络参股 30%	移动端流量	150.00
2014-09-05	金源互动 100%股权	数字广告代理	40,920.00
2014-08-06	掌众信息 12%股权	移动端流量	2,400.00
2014-03-24	云时空 11.36%股权	移动广告	1,500.00

资料来源：国信证券经济研究所整理

其中微赢互动作为移动广告营销平台，很巧妙地获取了长尾流量。利用基于安卓系统的线上线下载推广平台，协助众多中小应用实现商业化变现。通过几年的发展和自身规模优势，为国内众多互联网企业、游戏、电商等服务。

云时空拥有海量广告网络联盟资源，能实现强大的移动广告渠道分发以及产品投放。金源互动移动广告策划方面突出、具有广告全案设计能力，为广告主提供更全面的代理服务。同时与微赢互动和云时空协同，为广告主提供方案策划到投放的全方位移动营销服务。

通过参股掌众信息、友才网络、小子科技 3 家公司，明家既控制整体投资风险，又参与这些具有较好发展潜力的标的公司未来发展，为公司未来移动营销的可持续发展提供必要的资源保障和项目储备。掌众信息、小子科技、友才网络未来的产品发展可以通过公司自有渠道进行试运行、推广宣传，以便获得更多流量客户的广泛关注。

表 10: 明家科技盈利预测

盈利预测及市场重要数据	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万元)	169	882	1,191	1,548
(+/--%)	17.5%	421.9%	35.0%	30.0%
净利润(百万元)	4	59	80	117
(+/--%)	-113.7%	1342.2%	35.1%	46.0%
每股收益(元)	0.05	0.27	0.37	0.53
EBIT Margin	0.6%	7.7%	8.7%	9.7%
净资产收益率 (ROE)	1.6%	20.4%	23.8%	29.1%
市盈率 (PE)	854.9	172.3	127.6	87.4

EV/EBITDA	311.0	142.1	97.1	69.1
市净率 (PB)	13.63	35.11	30.42	25.46

资料来源：国信证券经济研究所整理

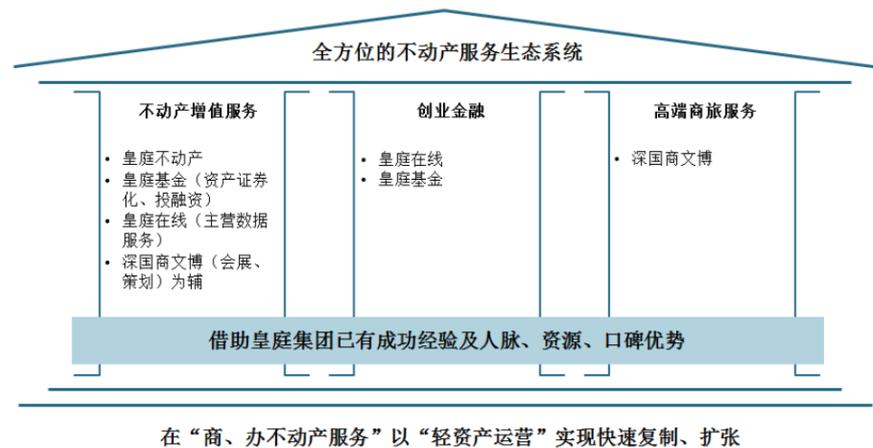
地产：探索轻资产运营与服务生态系统的打造

皇庭国际 (000056)：轻资产运营模式打造全方位的商办不动产服务生态系统

中国存量商办不动产服务待挖掘的“金矿”超万亿元量级，当中包括物业管理、改造提效、不良资产盘活、商圈金融（针对小业主的投融资服务），存在较大的发展空间。公司已提出未来将在这一领域以轻资产运营模式实现较快的复制、扩张，打造全方位的商办不动产服务生态系统，向业主及创业客群提供不动产增值服务、金融服务。上市公司及大股东（皇庭集团）均已实施了第一期员工持股计划，加杠杆在二级市场购入股票金额合计 2 亿元，平均购买价格约 27 元，该计划将骨干利益与股东及投资者绑定，并充分彰显了对公司未来发展的信心。

我们认为公司新设的多家子公司是在围绕在一个核心目标之下的，其“打造全方位的不动产服务生态系统”的战略雏形正浮出水面：未来有望借助“皇庭系”已有成功经验及人脉、资源、口碑优势，在“商、办不动产服务”领域以“轻资产运营模式”，通过上述四家子公司协同作战，实现较快复制和扩张，向商办不动产服务对象——创业客群（业主、租客）提供不动产增值、创业金融、及高端商旅服务。业务架构及相关公司功能请参见下图：

图 70：打造全方位的不动产服务生态系统



资料来源：国信证券经济研究所整理

公司正在积极探索业务转型，未来将重点向高端消费服务和金融服务等相关产业转型并开拓业务，主要以轻资产模式为导向，构建高端商旅服务、不动产管理服务以及金融增值服务的业务体系，设立皇庭在线公司主要是基于本公司对未来业务转型的发展预期，用于公司拓展新业务布局，增加公司利润点和提升综合竞争力。

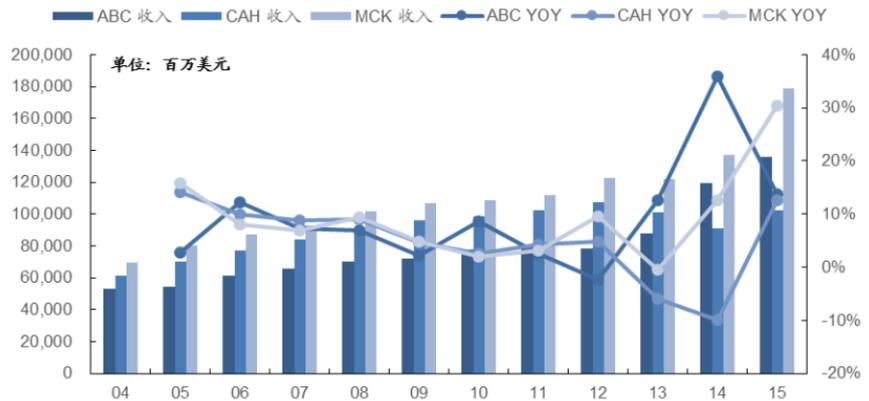
医药：新批发和增值服务是必然趋势

医药批发增长放缓，竞争加剧，市场集中化是必然趋势，“聚焦主业+快速并购”是医药批发公司胜出的关键。批发公司也积极开拓新批发业务（专科药和耗材分销）和产业链上下游增值服务（第三方物流、院内物流管理、医疗信息化、PBM 等）以应对行业挑战。多种新业务和传统分销业务产生协同效应，有助于提高市场份额，增强盈利能力。新模式：主要为医药医疗供应链上的模式创新，包括医药供应链金融、医疗服务解决方案提供、专科药分销、贴牌医药直供式分销（OEM 模式）、医药电商和慢病管

理服务等。

医保扩容从供给端催生了制药和医药商业的近 10 年来的爆发性增长。然而，医保控费已是大势所趋，无论是制药还是医药商业都面临一定的增长压力。仅看医药商业的话，总量增长放缓，行业竞争加剧，市场份额集中化是必然结果。此外，行业毛利趋于降低，一方面医药商业必须做到专业化、精细化和信息化运营以降本增效，另一方面医药商业公司也需积极开拓高毛利的新业务，包括供应链的服务延伸、专科药品配送、医疗耗材配送等，由此衍生的新型商业模式我们称之为“新模式”。

图 71：美国医药批发三巨头营收仍可保持快速增长



资料来源：Bloomberg，国信证券经济研究所整理注；ABC 为美源伯根股票代码，CAH 为康德乐健康，MCK 为麦克森。其中 CAH 营收是扣除制药业的营收，国信证券经济研究所整理

美国：巨头“专注主业+快速并购”，毛利下滑背景下开始服务多元化

医药商业企业在进入行业整合式发展阶段时，整体增速会出现放缓，但行业龙头的增速往往仍会以高于行业增速的速度成长，如美国的批发三巨头 McKesson、Cardinal Health 和 AmeriSource Bergen 等。

图 72：麦克森的并购扩张和股价走势示意图（20 年 20 倍）



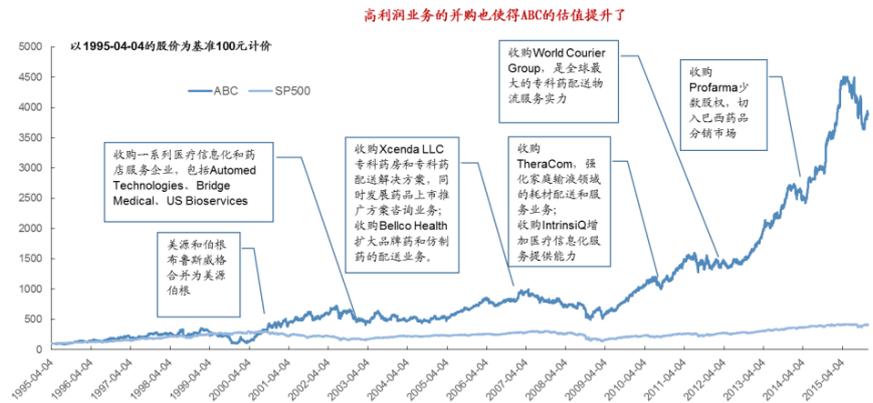
资料来源：Wind、Bloomberg、国信证券经济研究所整理

究其原因，我们认为有以下四点：

- 并购驱动快速增长。竞争加剧，行业洗牌给行业巨头带来大量并购机会。出于最大化规模效应的目的，大单并购和强强联合也并不罕见。

- 发展新兴增值服务。 批发巨头本身具备医药产业链连接者的角色，它们可以借助其多年累积的规模优势、技术优势以及对医药产业链的深入理解去开发或收购新的增值服务业务，比如制药包装、药店咨询、医疗信息化服务等，而且增值服务往往增速更快，利润率更高。
- 拓展其他品类配送。 其他品类配送业务包括专科用药（大部分为生物药）和医疗耗材配送。其他品类的配送业务壁垒更高，增长更好并且具备更高的利润率，这也吸引了批发巨头纷纷布局。
- 开拓海外批发业务。 批发巨头在国内增速放缓的情况下，更有实力去拓展海外批发业务，其目标市场包括加拿大、中国、巴西等。

图 73: 美源伯根的并购扩张和股价走势示意图（20 年 40 倍）



资料来源：Wind、Bloomberg、国信证券经济研究所整理

战略决定了批发企业的发展速度和行业地位。美国医药批发巨头专注主业的战略共性造就医药批发行业三足鼎立的现状，而其战略差异化则奠定了在不同新业务之间各自的领先地位。从共性上讲，三巨头都重视药品配送主业的发展，并且围绕主业去布局相应的服务类业务，并购是最重要的扩张手段。从区别上讲，麦克森服务布局最为全面，其最具特色的医疗信息化服务系统的开发是其加强医院和医生客户粘性的最重要一环，更靠近医疗服务客户端；康德乐健康服务布局侧重于器械耗材配送，更接近于扩张配送业务范围；而美源伯根则意在打造制药业全生命周期服务，其服务对象更靠制药端，此外其专科药物配送却是一家独大。

资本运作优势助力医药批发巨头成长。医药批发是一个受资金占用影响极大的行业，营运资金可占到企业总资金的绝大部分。庞大的资金需求驱动医药批发企业需要不断地融资才能支撑公司各项业务的正常发展。此外低门槛带来的低利润率决定了医药批发企业的规模优势是核心竞争力，而并购是快速扩张规模的最重要手段，灵活而低成本的资本运作手段可以让公司在并购方面占据优势地位。上市公司无论是在融资上还是在资本运作手段（债务重组，杠杆等）上都具备明显的便利性和性价比。由小到大：“聚焦主业+快速并购”是核心驱动力。“聚焦主业+快速并购”在行业集中度快速提升阶段最具竞争力。在行业分散且低效运行阶段，身处其中的公司的往往是高毛利高成本的。高毛利说明行业并未充分竞争，自然形成的市场更偏区域性而非全国性或全球性。高成本则说明行业运营效率低，规模偏小无法享受规模优势带来的效率提升和成本下降。一旦原有阻碍集中度提升的限制（政策或技术等）有所松动，行业将迅速进入集中度快速提升阶段，而在这个阶段最成功的策略是“聚焦主业+并购扩张”。为什么？在行业集中度快速提升阶段，现有运营模式已接近成熟，毛利率随竞争日趋下滑，而成本则会随规模效应出现快速下滑。专注主业无需分散精力去开拓高学习成本的新领域，并购扩张则是将成熟运营模式进行快速低成本复制的最佳手段，聚焦主业下的并购扩张可以做到效益最大化。以美国为例，上世纪的八、九十年代是美国医药批发行业的洗牌整合期，麦克森、康德乐健康和美源伯根都是在这个阶段通过剥离非医药业务和快速并购成长为全国性巨头的。

上海医药（601607）：与京东强强联手，电商竞争力显著增强

公司与京东签订《战略合作框架协议》，共同开拓医药电商市场商业机会，并建立起在战略、资本、业务三个层面的合作伙伴关系。

■ **强强联手，未来的医药电商龙头。**公司在医药流通领域经营多年，具备医院资源、患者数据、和经营证照及资质。京东在电商领域成纪斐然，具备全国性的配送网络、流量支持、和线上平台建设能力。本次战略合作可谓强强联手，使上药云健康成为国内首家同时具备处方导流、线下门店网络、和最后一公里配送能力的全国性医药电商公司。上药云健康核心竞争力强，有望成为医药电商龙头。电商是一个强者恒强、剩者为王的领域。龙头企业将占据大部分市场份额，为上海医药长期增长提供动力。

■ **慢病管理和患者管理可期待**

除处方药电商外，公司还与京东在非处方药和医疗服务等领域建立全面战略合作伙伴关系。短期内公司电商将主要针对重病、慢病患者。这类患者需要多次就诊和长期服药。我们预计公司与京东的合作会扩展到患者就诊管理和慢病管理方面。

2015年1-9月医药分销业务收入698亿元，同比增长16.0%。若排除并购影响，分销业务内生增长约14%，其中在福建、江苏等地由于渠道下沉销售增长20%以上。零售业务销售收入35亿元，同比增长14%，其中医院合办药房与DTP药房是增长的主要动力。公司医药电商稳步推进。上药云健康在2015年三季度与丁香园签订战略合作协议，成为其线下诊所的独家药品供应合作伙伴。电商业务未来将与更多的线上线下诊所合作并进行处方导流，同时线下零售药店不排除外延并购以增强电商业务的配送能力。

新能源汽车：基础设施模式创新进行中

伴随着新能源汽车，特别是纯电动汽车的快速增长，对相关的配套设施如充电桩、充电站、换电站等也提出强烈的要求。

实际上，国家也对新能源汽车的配套设施建设做了相应的规划。2015年11月国家发改委发布《电动汽车充电基础设施发展指南（2015-2020年）》，到2020年，新增集中式充换电站超过1.2万座，分散式充电桩超过480万个，以满足全国500万辆电动汽车充电需求。

充电设施的规划与完善在一定程度上可以缓解电动汽车的里程忧虑，不过另外的忧虑还一直存在着，目前，新能源汽车的销售模式基本都是“车电销售+充电模式”，这种模式存在的问题也比较突出，主要体现在：1、慢充电时间较长，影响出行效率；2、快充对电池寿命的影响比较大，3、快充时的大电流对电网的冲击也是一个不可忽略的问题。

要使得电动汽车和燃油汽车一样得到推广，充电也需要具备像加油一样便利的使用条件。在动力电池不接受快充的技术条件下，电池快换是一条较为切实可行的道路。

新能源汽车领域可以按“整车产业链”和“能源供给产业链”两个独立部分来划分，即“电动车辆制造”和包括动力电池在内的“电能供给”。电动汽车的产品设计、生产、销售和售后服务由车辆制造企业来完成；充换电设备与动力电池产品研发、生产、销售，城市加电站网络建设、电池采购与租赁、维护服务由电能供给企业来完成。两大产业链的分离不仅有利于各自技术的发展、产业优化、成本降低，更有利于电动汽车市场的长期持续稳定发展。

图 74: 某公司换电网络商业模式



资料来源：国信证券经济研究所整理

上图是某企业充换电服务的商业模式。在互联网和大数据时代，电池租赁和换电服务可以充分利用现有资源。通过电池租赁和公共快换可以减少电动汽车的里程忧虑，提高出行效率，减少使用者的购车负担。同时，对电池的维护和废旧电池的回收能够提高电池的利用效率，防止新能源汽车的二次污染。

当然，换电模式需要对电池的兼容性(电池位置、体积大小)做比较规范化的要求，另外对电池的库存、网点设置，移动换电等措施也要有比较全面的规划。这也是行业进入壁垒相对较高的地方。未来，社区租赁+公共快换的模式或将是新能源汽车的重要基础设施。

特锐德 (300001): 箱变龙头探索新能源换电模式

公司作为箱变龙头，将箱变思维应用在电动汽车充电设施领域，创新了无桩充电、群管群控、无电插头、模块结构的充电模式，减少了投资和占地空间，而与配网并行的设计可做到与电网的兼容性。

另外，公司在换电模式方面也有思考和布局，利用城市周边大工业用户夜间的电网富余容量及场地建设小型的充电站、或直接建大型充电站，与电企协商售电；夜间将带有电池的移动车开到充电站，在低谷时段给电池充电，紧急情况下非低谷也可以充电；每日，电池厂将电池运送到指定换电点，并把电池基本情况输入 APP；用户根据 APP 可自助查找换电。

表 11: 特锐德盈利预测

盈利预测及市场重要数据	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万元)	1,932	2,318	2,666	2,933
(+/--%)	42.8%	20.0%	15.0%	10.0%
净利润(百万元)	159	179	220	258
(+/--%)	34.4%	12.4%	22.8%	17.5%
每股收益(元)	0.40	0.45	0.55	0.64
EBIT Margin	13.0%	12.9%	13.5%	14.0%
净资产收益率(ROE)	11.3%	11.6%	13.0%	13.8%
市盈率(PE)	70.1	62.3	50.8	43.2
EV/EBITDA	44.6	36.4	31.0	27.5

市净率 (PB) 7.88 7.24 6.59 5.95

资料来源: 国信证券经济研究所整理

化工: 通过资本扩张建立金融、养老多元化布局

瑞丰高材 (300243): 引入中植资本, 涉足供应链金融

从股本扩张来看, 2015年初公司现有股本为2.06亿股, 通过非公开发行公司将新增1.98亿股, 股本扩张接近1倍, 从融资规模来看, 2014年公司实现主营业务收入为8.45亿, 本次融资规模高达15亿, 接近2014年主营收入的2倍, 同时融资规模接近非公开发行预案前的总市值。大股东周仕斌认购7449.66万股左右, 认购规模高达5.6亿, 同时锁定期为3年, 通过现金参与认购, 公司管理层对于公司的发展前景非常有信心。

通过非公开发行, 公司已经具备了资本扩张的实力, 现金流将非常充沛, 在未来的战略转型中将具有非常强的资金实力, 同时借助资本市场的平台, 公司已经具备了多元化扩张的能力, 我们看好公司未来的战略转型。

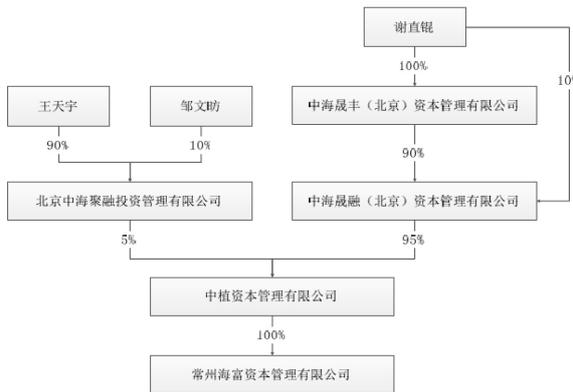
表 12: 非公开发行的简要情况 (单位: 万股)

股东名称	非公开发行前		非公开发行情况	非公开发行后	
	持股数量	持股比例	新增股本	持股数量	持股比例
周仕斌	4682.22	22.71%	7449.66	12131.88	29.95%
张琳	688.68	3.34%	6882.86	1376.97	3.4%
王功军	616.42	2.99%	275.96	892.38	2.2%
海富资本			11480.00	11480.00	28.34%
其他股东	14628.28			14628.28	36.11%

资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

通过非公开发行, 公司将引入中植资本管理有限公司作为战略投资者。目前中植资本管理有限公司在资本市场频频参与非公开发行, 具有非常丰富的并购经验, 按照中植集团的介绍, 中植集团形成了信托、财富管理、金融投资、矿业、并购、新金融共六大板块, 实现了全产业链、跨地域的发展格局, 同时中植集团将新金融、并购投资作为公司的核心业务。借助中植资本的金融平台, 我们认为公司将会迅速做大规模, 实现业务的多元化扩张。

图 75: 常州海富资本管理优势公司的股权结构



资料来源: 瑞丰高材公告、国信证券经济研究所整理

图 76: 中植集团的业务结构概况



资料来源: 中植集团公司网站、国信证券经济研究所整理

双箭股份 (002381): 橡胶输送带巨头涉足养老产业

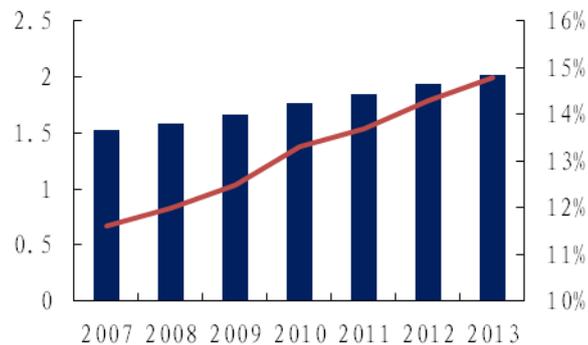
养老产业也称“银发产业”或者“老龄产业”, 是为老人提供设施、商品、服务, 满足老年人的特殊需求的整个产业链。涉及到地产、保险、医疗、文化等多方面的综合性行业, 养老产业是由于老年市场需求拉动而兴起的一个新兴市场。

从2000年我国逐渐步入老龄化国家, 老年人口开始快速上涨。截止2013年, 我

国 60 周岁及以上的人口达 2.02 亿，占总人口的比重为 14.8%，其中 65 周岁及以上老年人口达 1.32 亿，占总人口的比重为 9.7%。按照《中国老龄产业发展报告 2014》估算，2013 年中国老年人口数量已经达到 2.02 亿，2020 年老年人口将迅速增加到 2.6 亿。2015 年按照每年人均 3 万的费用支出，每年养老产业的市场总规模大约为 6 万亿左右，养老产业的潜在市场规模非常大。

2013 年，全国养老服务机构大约有 4.3 万个，床位大约为 474.6 万张。按照每千名老人 35-40 个床位估算，2013 年的养老床位需求量就已经需要 700 万张左右，因此养老设施的供应远远没有办法满足需求。按照 2015 年 2.2 亿 60 及以上人口来估算，预计 2015 年养老床位的需求量大约为 800 万张左右，我们预计未来养老产业将迎来快速发展阶段。

图 77: 07-13 年我国 60 岁及以上人口数和同比增速 (单位: 亿)



资料来源: 2011 年中国老龄事业发展统计公报、国信证券经济研究所整理

从政策层面来看，政府非常重视养老产业，并且通过制定多种优惠政策大力支持养老产业发展。2015 年 2 月十部委联合发布鼓励民间资本参与养老服务业发展政策意见，对比 2013 年发布《国务院关于加快发展养老服务业的若干意见》，新的政策意见对养老院建立形式、税收优惠政策、养老产业投融资政策等方面提出了明确的意见。通过对比 2013 年发布的《国务院关于加快发展养老服务业的若干意见》，2015 年发布的政策意见具有两个明显的改进。

第一，明确鼓励民营资本通过多种形式进入养老服务市场。明确指出支持鼓励采取股份制、股份合作制、PPP（政府和民间资本合作）等模式建设或发展养老机构，鼓励社会力量举办规模化、连锁化的养老机构，鼓励养老机构跨区联合、资源共享，发展异地互动养老，推动形成一批具有较强竞争力的养老机构。

第二，引入市场机制，将政府投资建设的养老机构委托社会力量运行。逐步将鼓励将政府投资举办的养老机构特别是新建机构，在明晰产权的基础上，通过公开招标，以承包、联营、合资、合作等方式，由社会力量来运营，实现运行机制市场化。

表 13: 国家不断推出的养老政策

时间	政策	主要内容
2015.2	十部委联合发布鼓励民间资本参与养老服务业发展政策意见	支持采取股份制、股份合作制、PPP（政府和民间资本合作）等模式建设或发展养老机构。鼓励社会力量举办规模化、连锁化的养老机构，鼓励养老机构跨区联合、资源共享，发展异地互动养老，推动形成一批具有较强竞争力的养老机构。扶持发展龙头企业，特别要发展居家养老服务企业，培育一批带动力强的龙头企业和知名度高的养老服务业品牌，形成一批产业链长、覆盖领域广、经济社会效益显著的产业集群。
2014.11	商务部关于推动养老服务业发展的指导意见	加快培育运作规范的养老服务企业，增强养老服务保障和调控市场的能力，打造一批养老服务品牌。鼓励养老服务企业提高专业化、产业化程度，形成一批有影响力的大型养老服务企业集团。支持养老服务企业利用现代科技手段和信息技术，提升养老服务业发展水平，增强可持续发展能力。
2014.9	关于加快推进健康与养老服务工程建设的通知	到 2015 年，医疗卫生机构每千人口病床数（含住院护理）达到 4.97 张，到 2020 年，健康管理及促进服务的比重快速提高，护理、康复、临终关怀等连续性医疗服务能力大幅增强，医疗卫生机构每千人口病床数（含住院护理）达到 6 张，非公立医疗机构床位数占比达到 25%，到 2015 年，基本形成规模适度、运营良好、可持续发展的养老服务体系，每千名老年人拥有养老床位数达到 30 张，社区服务网络基本健全。

2013.9	国务院关于加强发展养老服务业的若干意见	到 2020 年, 全面建成以居家为基础、社区为依托、机构为支撑的, 功能完善、规模适度、覆盖城乡的养老服务体系。符合标准的日间照料中心、老年人活动中心等服务设施覆盖所有城市社区, 90%以上的乡镇和 60%以上的农村社区建立包括养老服务在内的社区综合服务设施和站点。全国社会养老床位数达到每千名老年人 35-40 张, 服务能力大幅增强。
2011.12	《社会养老服务体系发展规划》	到 2015 年, 基本形成制度完善、组织健全、规模适度、运营良好、服务优良、监管到位、可持续发展的社会养老服务体系。每千名老年人拥有养老床位数达到 30 张。居家养老和社区养老服务网络基本健全。充分考虑经济社会发展水平和人口老龄化发展程度, “十二五”期间, 增加日间照料床位和机构养老床位 340 余万张, 实现养老床位总数翻一番; 改造 30%现有床位, 使之达到建设标准。
2011.9	中国老龄事业发展“十二五”规划发布	建立健全县(市、区)、乡镇(街道)和社区(村)三级服务网络, 城市街道和社区基本实现居家养老服务网络全覆盖; 80%以上的乡镇和 50%以上的农村社区建立包括老龄服务在内的社区综合服务设施和站点。把日间照料中心、托老所、星光老年之家、互助式社区养老服务中心等社区养老设施, 纳入小区配套建设规划。

资料来源: 互联网、国信证券经济研究所整理

目前国内养老行业正处于行业发展的初级阶段, 盈利模式仍在摸索, 但是受益于未来养老产业的庞大的市场需求和优惠政策的刺激, 找到合适的模式将一劳永逸。

目前双箭股份正在逐步探索养老产业的盈利模式和成长路径, 通过与多个养老服务机构和规划院有合作交流, 完善公司养老服务的运行模式。在成长路径方面, 目前公司大约有养老床位 500 个左右, 按照公司规划, 公司计划首先将桐乡养老项目打造成养老服务的示范项目, 在积累了成功运营经验后, 通过与其他养老服务机构合作, 快速复制公司在养老项目的运营模式, 由区域性的养老服务机构成长为全国性的养老服务巨头。在盈利模式上, 目前公司多番尝试, 积极探索, 计划围绕老年人的潜在需求, 与医疗、互联网等企业合作, 通过开发其他类型的增值服务, 提升服务老年人的综合能力, 从而获得高附加值。

纺织服装: 拥抱电商与众筹创意

华斯股份 (002494): 深耕裘皮产业链, 布局社交电商走在变革前列

公司为裘皮行业龙头, 覆盖从生产到营销的完整产业链, 主要收入来自商铺出租和销售, 在近两年行业整体低迷下, 公司经营状况亦有明显下滑, 若 16 年行业逐步企稳复苏, 有望表现较好业绩弹性。同时, 公司投资设立互联网金融公司, 立足于解决产业链融资痛点, 强化上下游资源整合。

公司入股微卖 30% 股权, 作为开放式社交电商平台, 微卖依托于社交媒体人际关系圈, 在个性化产品营销及重复购买方面优势突出, 有望在去中心化变革中走在前列。

表 14: 华斯股份盈利预测

盈利预测及市场重要数据	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万元)	834	556	652	740
(+/-%)	30.6%	-33.3%	17.3%	13.4%
净利润(百万元)	95	23	65	84
(+/-%)	12.6%	-75.7%	180.3%	29.2%
每股收益(元)	0.54	0.07	0.19	0.24
EBIT Margin	15.8%	7.3%	14.0%	16.8%
净资产收益率(ROE)	6.8%	1.7%	4.6%	6.0%
市盈率(PE)	48.7	400.2	142.7	110.4
EV/EBITDA	32.3	130.4	66.9	50.6
市净率(PB)	3.32	6.63	6.63	6.63

资料来源: 国信证券经济研究所整理

非银行金融: 寻找跨界的光彩

金叶珠宝 (000587): 黄金租赁深度布局产业链

金叶珠宝是黄金加工领域龙头, 黄金单价高、已储存以及标准化程度高的特点, 天然适合供应链金融业务开展。公司于 2015 年上半年通过并购丰汇租赁进军黄金租赁业务, 打通上下游业务, 变现公司长期浸淫黄金加工行业的价值。

黄金租赁空间较大, 公司在传统加工领域优势奠定转型根基。2014 年国内黄金租

赁领域涉及黄金 2000 吨，金额 4500 亿，行业空间较大。从黄金租赁企业的业务流程看，上游从商业银行以 3%-4% 的成本租借黄金，下游向黄金加工企业以 8%-10% 的成本出借黄金，到期还本（归还标准金）付息。以上业务流程决定了转型黄金租赁业务的公司需具备“产业+金融”的双属性，其中产业地位决定是否能从商业银行租借到黄金，从而开展针对下游加工商的黄金租赁业务；而金融属性是变现行业地位的途径，从目前布局看，公司是国内黄金租赁行业的领先者。

业务全国布局，员工持股计划绑定股东与管理层利益。公司 11 月初公告在烟台、青岛、成都设立全资子公司，三家全资子公司注册资本均为 1 亿元，黄金租赁业务逐步开始向全国布局。12 月公告员工持股计划草案，拟对包括董监高在内的管理团队共计不超过 180 人进行员工持股计划，通过博时资本创利 3 号专项资产管理计划从二级市场（包括但不限于大宗交易、协议转让）购买，资管计划总金额不超过 3 亿，其中优先、劣后资金比重为 2:1，员工资金 1 亿元认购其中劣后部分。

表 15: 金叶珠宝盈利预测

盈利预测及市场重要数据	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万元)	10,333	12,916	16,659	19,861
(+/-%)	17.0%	25.0%	15.1%	14.5%
净利润(百万元)	142	651	1001	1321
(+/-%)	-2.9%	358.5%	53.8%	32.0%
每股收益(元)	0.26	0.61	0.94	1.25
EBIT Margin	2.1%	9.6%	13.4%	14.6%
净资产收益率(ROE)	10.9%	9.8%	15.6%	17.8%
市盈率(PE)	81.3	34.4	22.4	17.0
EV/EBITDA	54.7	19.6	13.3	11.5
市净率(PB)	8.37	2.71	2.51	2.3

资料来源：国信证券经济研究所整理

禾嘉股份(600093): 煤炭寒冬中的逆行者

2015 年 6 月底完成定向增发，募集资金 48.48 亿转型煤炭供应链金融，依托大股东九天工贸在云南煤贸领域的垄断地位以及西南地区独特的区位优势，在正经历寒冬的煤炭行业完成转型。

依托商业保理解决中小煤贸商融资难题，具备最终付款人优势。募集资金中 20 亿用于注资商业保理公司，国内商业保理于 2015 年由试点城市转向全国，规模近几年将维持快速增长态势。云南地区喀斯特地貌下，煤矿规模偏小，但下游集中了类如滇中电厂等用煤大户，造成“小煤保大电”格局，为公司转型提供了天然有利条件。禾嘉股份为中上游的煤炭贸易商的应收账款进行保理业务，而应收账款的最终付款人为下游电厂，其经营稳定性及现金流情况较好，为商业保理业务提供较好安全性。同时商业保理享受 10 倍杠杆优势，公司展业空间富有想象空间。

股东实力强，构建资产端优势。定增过后，滇中集团成为公司第二大股东，滇中集团是国家级新区-滇中产业聚集区的建设主要载体，按规划 2020 年产业区总产值将达到 6 千亿，对能源以及大宗商品具备较大需求，禾嘉股份将直接受益。同时借助于大股东在云南的资源优势，公司将煤炭领域的业务模式逐步向其他大宗品类进行复制，资产端优势成为公司未来业务的重要护城河。

表 16: 禾嘉股份盈利预测

盈利预测及市场重要数据	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万元)	405	1,919	5,800	7,676
(+/-%)	4.3%	373.8%	202.2%	32.4%
净利润(百万元)	35	300	782	1163
(+/-%)	-31.5%	746.3%	160.8%	48.7%
每股收益(元)	0.11	0.27	0.7	1.04
EBIT Margin	13.3%	10.8%	9.7%	9.9%
净资产收益率(ROE)	7.7%	5.5%	13.4%	18.1%

市盈率 (PE)	151.5	61.7	23.8	16.0
EV/EBITDA	70.9	54.5	31.4	33.4
市净率 (PB)	11.59	2.28	2.13	1.94

资料来源：国信证券经济研究所整理

旅游：全产业链生态的积极建设中

从旅游板块来看，目前 A 股暂无直接与共享经济相关的投资标的。从新模式和产业链金融的角度，我们建议关注宋城演艺和腾邦国际，此外美股可以关注途牛。

宋城演艺 (300144)：全方位打造“公园+演艺/互动娱乐/IP 建设”宋城生态

公司未来的主要看点如下：

1、短期、中长期业绩持续增长可期：公司在经过 13-14 年的厚积薄发阶段后，15-16 年迎来业绩释放周期，增速有望达到 50% 以上。未来 1-2 年业绩主要推动力在于：公司异地项目的业绩释放，同时 16 年本部景区客流有望受益迪士尼客流外溢效应，且六间房将全年并表。着眼未来，新的异地项目的培育发展以及作为新的利润点的休闲旅游板块的打造有望为公司未来 3-5 年业绩的持续性增长带来有效保障。

2、宋城生态“公园+演艺/互动娱乐/IP 建设”独特模式支撑高估值：公司原主业“主题公园+旅游演艺”，通过积极推进千古情系列的“主题公园+旅游演艺”异地复制扩张获得高成长。在此基础上，公司进一步进军城市演艺和线上演艺，未来基于线上线下的外延式扩张有望加速，并围绕文化航母战略进一步完善互动娱乐 O2O 布局；并以六间房为平台，借助娱乐基金以及 TMT 基金，加强模式创新积极推动 IP 端的建设（包括女子天团、游戏、综艺节目等）。

投资建议：预期公司 15-17 年 EPS 0.43/0.64/0.78 元（六间房 8 月并表），对应 15、16 年动态 PE66、44 倍。同时，增发底价 29.88 元/股构成支撑，建议从布局 16 年全年角度可逢低增持。

腾邦国际 (300178)：打造“旅游*互联网*金融”腾邦生态圈

业务模式——“旅游×互联网×金融”模式独特：公司主要基于机票以及旅游产品产业链，依托第三方支付、小额贷、P2P、保险等金融工具打造“旅游*互联网*金融”腾邦生态圈，不断延伸拓展吗，增厚盈利来源。

公司主要看点：

- 1、今年以来，公司资本运作十分频繁，先后整合了青岛中翔、天津达哲等区域龙头企业，并通过战略投资再保险、相互保险，获取保险经纪牌照，以及设立征信公司，不断丰富公司产品体系；
- 2、公司近期收购喜游，剑指出境游全产业链运营，其在资金资源支持下向日韩泰的复制扩张尤值得期待。
- 3、同时，腾邦原有产业链布局如欣欣旅游 OTA 平台、互联网金融工具等可与喜游碰撞产生良好的协同效应（渠道与产品协同、互联网金融工具与出境游产业链协同）。
- 4、机票领域随着航空公司基础代理费取消，小代理商逐步向腾邦等大票代靠拢，市场集中度有望部分减少佣金下滑带来的冲击。

此外，实际控制人和员工第二期持股计划参与本次增发（锁定期为三年）。

投资建议：预计公司 15-17 年按增发 9000 万股全面摊薄后 EPS 为 0.23/0.42/0.52 元（假设 16 年全年并表），对应 16PE69 倍，估值水平不低。着眼于腾邦生态圈“旅游*互联网*金融”的中长期成长前景，建议中长期投资者可以择机逢低配置。

风险提示

- 1、 监管力度的加强阻碍共享经济的发展;
- 2、 共享经济估值较高,一定程度反映了对未来增长的预期,一旦流动性转向紧缩或中性,估值可能会有一定幅度的回撤;

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数±10%之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±10%之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

负责编写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：

1. 本报告所述所有观点准确反映了本人对上述美股、港股市场及其证券的个人见解。
2. 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，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观的出具本报告，并保证报告所采用的数据均来自公开、合规渠道。
3. 本人不曾因、不因、也将不会因本报告中的内容或观点而直接或间接地收到任何形式的补偿。

风险提示

国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告版权归我公司所有，仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告仅适用于在中华人民共和国境内（不包括港澳台地区）的中华人民共和国内地居民或机构。在此范围之外的接收人（如有），无论是否曾经或现在为我公司客户，均不得以任何形式接受或者使用本报告。否则，接收人应自行承担由此产生的相关义务或者责任；如果因此给我公司造成任何损害的，接收人应当予以赔偿。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，我公司力求但不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，可随时更新但不保证及时公开发布。本公司其他分析人员或专业人士可能因为不同的假设和标准，采用不同的分析方法口头或书面的发表与本报告意见或建议不一致的观点。

我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险。我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所团队成员

宏观		策略		技术分析	
董德志	021-60933158	郇彬	021-6093 3155	闫莉	010-88005316
陶川	010-88005317	朱俊春	0755-22940141		
燕翔	010-88005325	孔令超	021-60933159		
李智能	0755-22940456	王佳骏	021-60933154		
固定收益		纺织/日化零售		互联网	
董德志	021-60933158	郭陈杰	021-60875168	王学恒	010-88005382
赵婧	0755-22940745	朱元	021-60933162	李树国	010-88005305
魏玉敏	021-60933161			何立中	010-88005322
柯聪伟	021-60933152				
医药生物		社会服务(酒店、餐饮和休闲)		家电	
江维娜	021-60933157	曾光	0755-82150809	王念春	0755-82130407
邓周宇	0755-82133263	钟潇	0755-82132098		
万明亮		张峻豪	0755-22940141		
通信服务		电子		环保与公共事业	
程成	0755-22940300	刘翔	021-60875160	陈青青	0755-22940855
李亚军	0755-22940077	刘洵	021-60933151	邵潇	0755-22940659
		蓝逸翔	021-60933164		
		马红丽	021-60875174		
军工及主题投资				非金属及建材	
梁铮	010-88005381			黄道立	0755-82130685
王东	010-88005309			刘宏	0755-22940109
徐培沛	0755-82130473				
房地产		食品饮料			
区瑞明	0755-82130678	刘鹏	021-60933167		
朱宏磊	0755-82130513				
电力设备新能源		化工		建筑工程	
杨敬梅	021-60933160	苏淼	021-60933150	刘萍	0755-22940678
金融工程		轻工造纸		汽车及零部件	
吴子昱	0755-22940607	邵达	0755-82130706	梁超	0755-22940097
黄志文	0755-82133928				
邹璐	0755-82130833-701418				

国信证券机构销售团队

华北区 (机构销售一部)		华东区 (机构销售二部)		华南区 (机构销售三部)		海外销售交易部	
李文英	010-88005334 13910793700	叶琳菲	021-60875178 13817758288	邵燕芳	0755-82133148 13480668226	赵冰童	0755-82134282 13693633573
liwying@guosen.com.cn		yelf@guosen.com.cn		shaoyf@guosen.com.cn		zhaobt@guosen.com.cn	
赵海英	010-66025249 13810917275	李佩	021-60875173 13651693363	郑灿	0755-82133043 13421837630	梁佳	0755-25472670 13602596740
zhaohy@guosen.com.cn		lpei@guosen.com.cn		zhengcan@guosen.com.cn		liangjia@guosen.com.cn	
周瑞		汤静文	021-60875164 13636399097	颜小燕	0755-82133147 13590436977	程可欣	886-0975503529(台湾)
		tangjingwen@guosen.com.cn		yanxy@guosen.com.cn		chengkx@guosen.com.cn	
许婧	18600319171	梁轶聪	021-60873149 18601679992	赵晓曦	0755-82134356 15999667170	刘研	0755-82136081 18610557448
		liangyc@guosen.com.cn		zhaoxxi@guosen.com.cn		liuyan3@guosen.com.cn	
王玮		唐泓翼	13818243512	刘紫微	13828854899	夏雪	1
边祎维		吴国	15800476582	黄明燕	18507558226		
夏坤		储贻波	18930809296				
		倪婧	18616741177				