

## 四大商业模式公司的胜负手

导言：对于公司的商业模式，从标准化程度和规模效应两个维度来看，可以分为产品型、平台型、订单型和项目型。不同类型公司财务和竞争格局特征有何不同？核心竞争力的决定性因素分别是哪些？

### 一、产品型公司：标准化和规模效应较高，产品力是核心，渠道力是加分项

产品型公司产品呈现标准化特征，能够形成较强的规模效应，公司的核心竞争力主要取决于公司的产品力及渠道力两个维度。产品力强的公司市场地位相对较强，销售获利能力也会较好，可以综合体现在销售毛利率上。以渠道力推动的产品型公司往往拥有覆盖较广的渠道网络并进行相应的营销迅速地出清存货，可以较为综合地体现在公司的存货周转率上。

产品力是公司的立身之本，而渠道力则是锦上添花。参考历史上伟大的产品型公司如可口可乐、苹果等，无一不是以它们的产品征服了市场。相对而言，渠道力并非那么重要，若只是一味地注重渠道，却忽视了产品本身的竞争力，公司的发展前景将会受到极大的制约。

### 二、平台型公司：正反馈和规模效应主导，客户规模和粘性是关键

平台型公司的主要特征是各利益相关者的正反馈性和规模效应显著，垄断竞争格局明显，现金流突出。平台型公司的盈利方式主要包括四类：1) 收取交易费，典型的公司如优步和滴滴；2) 收取准入费用，典型的公司如红星美凯龙和淘宝；3) 收取增强型接入费用，典型的公司如脸书等；4) 收取增强型内容管理服务费用，典型的公司如腾讯等。

平台型公司的核心盈利模式是通过获取大量的用户并进行变现，因此用户是贯穿平台型公司整个发展历程的决定性因素。回顾各类平台型公司的发展历程，可以发现在平台型公司的发展前期，用户规模是需要关注的重点，这决定了公司在行业的竞争地位。在实现了赢家通吃后，采取各种措施提升用户的粘性是持续保持行业地位的关键。

### 三、订单型公司：业绩依赖下游客户，展开技术和成本竞争

订单型公司的产品和服务定制化程度较高，存在一定规模效应，以销定产，库存压力小，但现金流波动大。需要指出的是，订单型公司和产品型公司往往存在重合的情况。有些公司既有定制化产品，同时也有标准化产品。此外，以成本竞争为主的订单型行业格局相对分散，以技术竞争为主的订单型行业集中度较高。

订单型公司前景外看下游景气度，内看技术和成本与渠道优势。下游大客户的景气变化和 demand 变化是影响订单型公司业绩表现的重要因素。核心竞争力来自技术壁垒的公司，技术优势带来高毛利率，形成较高的壁垒。而成本与渠道优势则难以维持长期持续获取订单的能力。

### 四、项目型公司：高度非标下规模效应分化，现金流和项目储备是关键

项目型企业前期垫资投入大，导致债务规模大，资产负债率普遍较高。此外，项目支出呈现连续性，但是回款时间跨度时间长，因此公司现金流波动较大。项目型公司的经营以项目为单位，拿到项目后生产服务一般在外部完成，难有明显的规模效应。项目型公司业务具有间断性、独特性、一次性的特点。典型的项目型公司是房地产、建筑装修和影视公司等。

现金流实力助力项目承接，项目储备锁定未来业绩。现金流实力取决于外部融资成本与能力和内部项目回款速度，是项目型公司盈利能力的核心，因为融资规模影响扩张速度。项目型公司的业绩受项目的数量和质量影响，充足的项目储备是下游需求旺盛和公司实力的体现，是提高未来业绩确定性的关键。

风险提示：行业和公司商业模式变化；经济复苏不及预期；海外黑天鹅事件。

## 内容目录

前言：四大商业模式公司的普遍特征和决定性因素 .....	5
一、产品型公司：聚焦产品力和渠道力 .....	5
1.1 产品型公司特征：标准化程度高、规模效应强，依赖产品力和渠道力 ..	5
1.2 产品力看毛利率，渠道力看存货周转率 .....	7
1.3 产品力是核心，渠道力是加分项 .....	9
1.4 经典案例分析 .....	10
二、平台型公司：正反馈和规模效应主导，客户规模和粘性是关键 .....	12
2.1 平台型公司特征：平台内各利益方正反馈，规模效应显著 .....	12
2.2 垄断竞争，现金流突出 .....	13
2.3 前期看用户规模，后期看用户粘性 .....	15
2.4 经典案例分析 .....	15
三、订单型公司：业绩依赖下游客户，展开技术和成本竞争 .....	17
3.1 订单型公司特征：较高定制化、有一定规模效应，业绩依赖下游客户 ..	18
3.2 以销定产库存压力小，但现金流波动大 .....	19
3.3 外看下游景气度，内看技术和成本与渠道优势 .....	21
3.4 经典案例分析 .....	22
四、项目型公司：注重现金流和项目储备 .....	23
4.1 项目型主要特征：高度非标下规模效应分化，高杠杆叠加波动现金流 ..	23
4.2 前期垫款资成高负债，现金回款时间跨度长 .....	24
4.3 现金流实力助力项目承接，项目储备锁定未来业绩 .....	25
4.4 经典案例分析 .....	26
风险提示 .....	26

## 图表目录

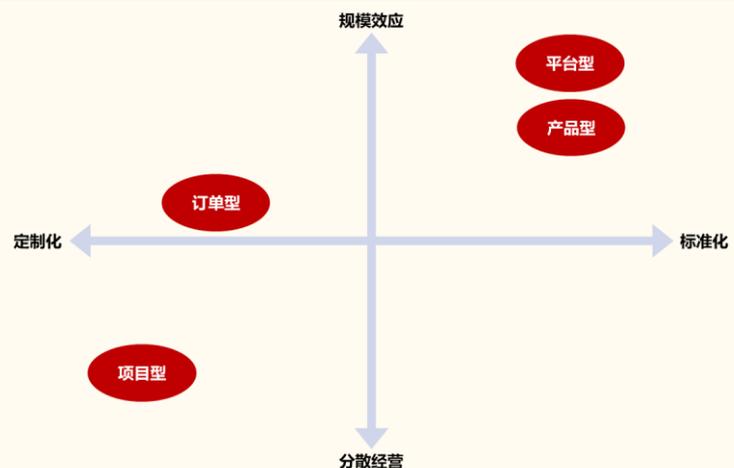
图表 1: 不同类型公司划分 .....	5
图表 2: 产品型公司两维度划分 .....	6
图表 3: 2020 年国内主要矿业公司铜矿储量 .....	6
图表 4: 2020 年国内主要矿业公司金矿储量 .....	6
图表 5: 2020 年中国白酒行业市场份额 .....	7
图表 6: 2020 年中国酱油行业市场份额 .....	7
图表 7: 白酒行业部分公司销售毛利率情况 .....	8
图表 8: 部分产品型公司 2020 年存货周转率 (次) .....	8
图表 9: 管道行业部分公司销售费用率情况 .....	9
图表 10: 管道行业部分公司应收账款周转率 (次) .....	9
图表 11: 完美日记母公司逸仙电商营业总收入与归母净利润情况 .....	9
图表 12: 完美日记母公司逸仙电商自上市后股价一路走低 .....	10
图表 13: 李宁 2012 年至今股价走势与毛利率表现 .....	10
图表 14: 分品牌空调零售量 (万台) .....	11
图表 15: 美的集团相对行业超额收益明显 .....	11
图表 16: Google 母公司 Alphabet 的企业架构 .....	12
图表 17: 平台型公司的盈利方式 .....	13
图表 18: 2020 年中国百强零售五家电商销售额占比 .....	13
图表 19: 2021 年 Q1 主流外卖平台交易额占比 .....	13
图表 20: 阿里巴巴获客成本 (元/人) .....	14
图表 21: 部分平台型公司重资产占总资产的比重 .....	14
图表 22: 部分平台型公司 2016-2020 年累计经营性现金流净额/营业总收入 .....	15
图表 23: 聚美优品活跃用户数在 2014 年上市后明显回落 .....	15
图表 24: 百亿补贴推出后拼多多月均新增用户增加明显 .....	16
图表 25: 年活跃买家数持续高增 .....	16
图表 26: 拼多多 APP 活跃用户与股价表现 .....	17
图表 27: 人人网股价表现与人人网每周总页面浏览量相关 .....	17
图表 28: 不同类订单型公司研发投入占营业收入比例 (%) .....	18
图表 29: 2020 年全球晶圆代工行业市场占有率 .....	19
图表 30: 2020 年定制橱柜 CR5 市占率 .....	19
图表 31: 立讯精密 2011 年进入苹果链后利润同比大增 .....	19
图表 32: 家具制造业营收和商品房销售收入增速同步 .....	19
图表 33: 苹果链主要公司存货周转天数情况 .....	20
图表 34: 定制家具和成品家居龙头存货周转率对比 .....	20
图表 35: 2B 和 2C 类订单公司销售商品提供劳务收到的现金/营业收入 (%) .....	21
图表 36: 苹果产业链公司收入增速与苹果手机出货量增速 .....	21
图表 37: 晶圆代工厂研发费用差距显著 (亿美元) .....	22

图表 38: 台积电毛利率远远高于同行 (%) .....	22
图表 39: 欧菲光股价在切入和移除苹果产业链后表现.....	23
图表 40: 索菲亚应收账款周转天数和大宗业务销售占比 .....	23
图表 41: 近年来房地产企业集中度变化.....	24
图表 42: 主要房地产企业资产负债率 (%) .....	25
图表 43: 主要装修企业资产负债率 (%) .....	25
图表 44: 近年来主要房地产企业每股企业自由现金流.....	25
图表 45: 项目型公司的典型案例 .....	26
图表 46: 东方园林股价与合同签约金额.....	26
图表 47: 东方园林应收账款周转天数和财务费用率攀升 .....	26

## 前言：四大商业模式公司的普遍特征和决定性因素

- 对于公司的商业模式，从标准化程度和规模效应两个维度来看，可以分为产品型、平台型、订单型和项目型。其中：1) 产品型公司产品标准化程度高，生产经营存在明显的规模效应；2) 平台型公司同样属于标准化产品提供商，此外，平台利益方正反馈和规模效应尤为显著；3) 订单型公司产品服务来自不同客户的定制化需求，规模效应相对较小；4) 项目型公司是高度定制化和分散化经营。
- 对于不同类型的公司，呈现的财务特征和市场格局各有不同，公司核心竞争力的关键因素也各有区别。比如：1) 产品型公司核心在于产品力（看毛利率等），渠道力是加分项（看存货周转率等）；2) 平台型公司普遍呈现垄断竞争格局，现金流突出，持续盈利的核心因素在于客户规模和客户粘性；3) 订单型公司以销定产库存压力较小，但现金流波动较大。核心竞争力一方面取决于下游客户景气度，另一方面取决于公司内部技术实力和渠道壁垒；4) 项目型公司前期垫资较为普遍，高负债和现金流不稳定是公司的普遍特征，现金流实力和项目储备是公司竞争力的关键。

图表 1：不同类型公司划分



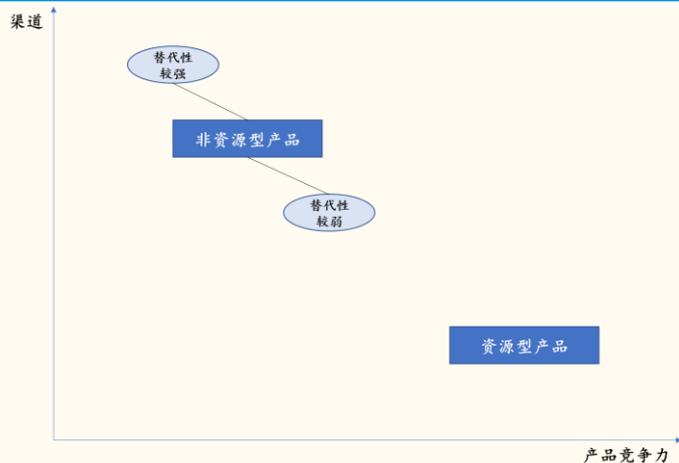
来源：国金证券研究所

## 一、产品型公司：聚焦产品力和渠道力

### 1.1 产品型公司特征：标准化程度高、规模效应强，依赖产品力和渠道力

- 产品型公司产品呈现标准化特征，能够形成较强的规模效应，产品型公司的核心竞争力主要取决于公司的产品竞争力及渠道力两个维度。我们可将产品分为资源型产品和非资源型产品，其中资源型产品由于本身的稀缺性或不可复制性具有较强的产品竞争力。而非资源型产品可大致划分为同质化的产品和差异化的产品，同质化的产品相对而言可替代性较强，而差异化的产品可替代性较弱。一般而言，产品差异化的产品型公司对于渠道的要求不会太高，而产品差异化小的产品型公司需要对渠道进行大力地建设从而形成一定的壁垒。当然，亦有产品及渠道双力同时强大的公司存在。

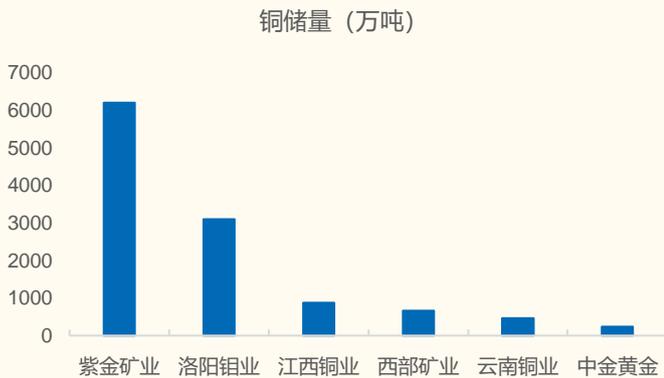
图表 2：产品型公司两维度划分



来源：国金证券研究所

- 产品竞争力的一大来源是产品的稀缺性或不可复制性，此类多见于上游周期行业的公司，公司手持稀缺资源的多少会影响其行业地位。以紫金矿业为例，紫金矿业黄金储量和铜储量均位居国内第一。根据 2020 年各公司年报，黄金方面，紫金矿业以 2334 吨的保有储量在行业内占据绝对优势。而铜方面，紫金矿业保有储量为 6206 万吨，亦位列排名第一。由于其自身良好的资源禀赋，公司在国内金、铜矿业均处于行业龙头地位。

图表 3：2020 年国内主要矿业公司铜矿储量



来源：各公司年报、国金证券研究所

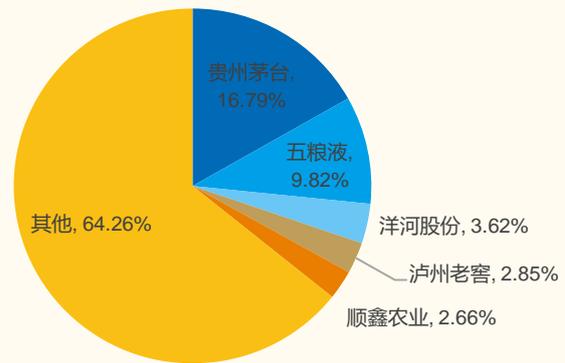
图表 4：2020 年国内主要矿业公司金矿储量



来源：各公司年报、国金证券研究所

- 产品竞争力的另一来源是公司差异化的产品及其品牌效应，竞争格局很大程度上取决于产品竞争力。以传统白酒行业为例，白酒以香型可分为清香型（如山西汾酒、顺鑫农业等）、浓香型（如五粮液、泸州老窖等）、酱香型（如贵州茅台等）等等，产品差异化较大，不同消费者对于白酒的香型都有各自的偏好。同时，白酒行业越是经典的产品或品牌，越能够获得生存和发展良机，即意味着其更倾向于不需要或少开展产品品牌创新的行业。从 2020 年中国白酒行业市场份额来看，具有强大品牌的贵州茅台、五粮液和洋河股份位列前三。

图表 5: 2020 年中国白酒行业市场份额

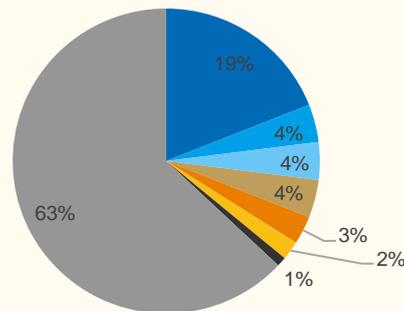


来源：中国酒业协会、各公司官网、前瞻产业研究院、国金证券研究所

- 对于产品同质化较高的行业，良好的渠道能力是产品型公司的一大竞争壁垒。渠道能力可从“质”与“量”上分析：1) 量：即广度和深度，广度指区域渠道覆盖情况数量，而深度指多级渠道分布（省市县乡覆盖情况）；2) 质：即渠道体系，比如自营、专营等高质量渠道、代理等渠道情况。以竞争激烈的调味品行业为例，企业要在市场竞争中居于有利地位，必须拥有好的渠道建设来提高产品的渗透率，缩短产品与消费者之间的距离。酱油行业中海天味业独占鳌头，其是率先实现全国化的酱油企业，销售网络覆盖全国 31 个省级行政区域、320 多个地级市、2000 多个县级市场，并出口全球 80 多个国家和地区。而第二梯队中的美味鲜（即中炬高新），截至 2020 年公司对市级全国覆盖率达到 89.02%，区县市场累计开发率 51.04%，其全国化进程相较于海天味业仍有一定距离。

图表 6: 2020 年中国酱油行业市场份额

■海天 ■美味鲜 ■李锦记 ■欣和 ■味事达 ■加加 ■千禾 ■其他

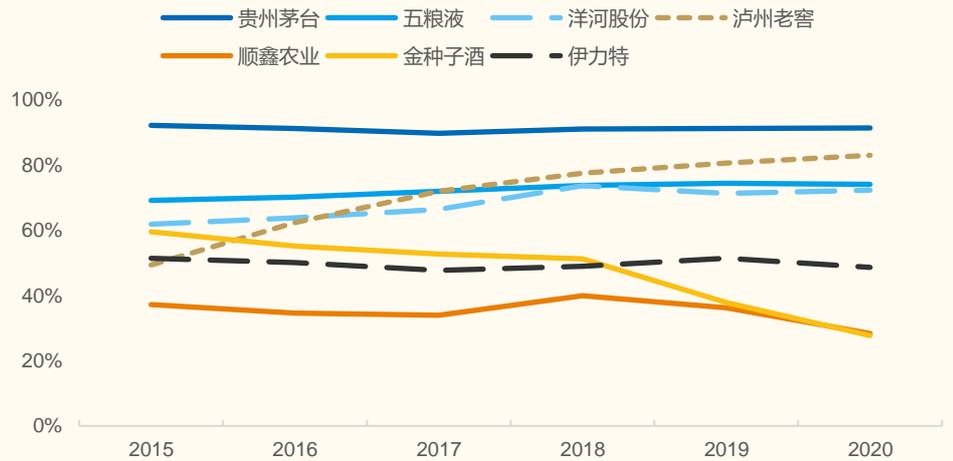


来源：欧睿数据、公司公告、Wind、国金证券研究所

## 1.2 产品力看毛利率，渠道力看存货周转率

- 产品竞争力强的公司市场地位相对较强，销售获利能力也会较好，可以综合体现在销售毛利率上。以白酒行业的部分公司为例，如贵州茅台、五粮液、洋河股份以及泸州老窖这四家产品力较强的公司销售毛利率近 3 年均保持在 70% 以上，尤其是白酒的行业龙头贵州茅台毛利率高达 90%，而如顺鑫农业、金种子酒及伊力特三家销售毛利率均在 60% 以下。其中，泸州老窖由 2015 年的 49% 提升至 2020 年的 83%，主要系公司产品结构优化，高端酒占比提升，叠加品牌效应的扩大。

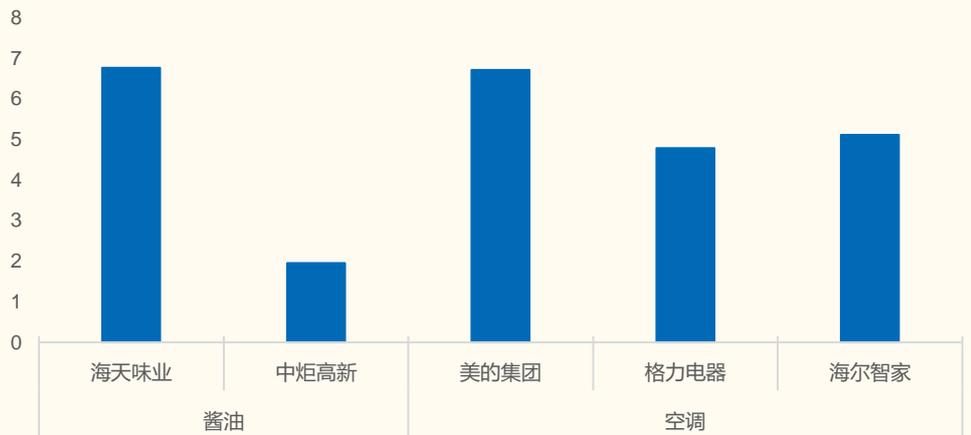
图表 7：白酒行业部分公司销售毛利率情况



来源：Wind、国金证券研究所

- 以渠道力推动的产品型公司往往拥有覆盖较广的渠道网络并进行相应的营销迅速地出清存货，可以较为综合地体现在公司的存货周转率上。以酱油行业为例，2020 年海天味业的存货周转率远高于中炬高新。同样产品差异化小的空调行业中，渠道力强大的美的集团 2020 年的存货周转率均高于格力电器、海尔智家。

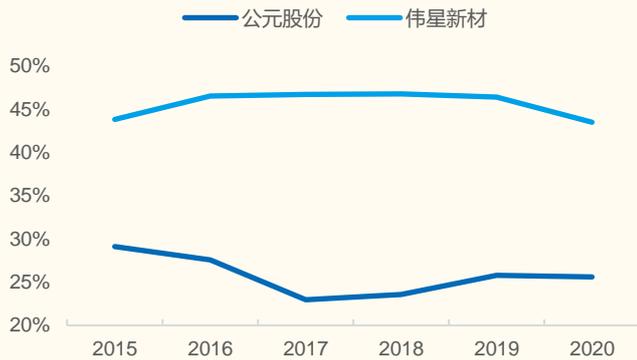
图表 8：部分产品型公司 2020 年存货周转率 (次)



来源：Wind、国金证券研究所

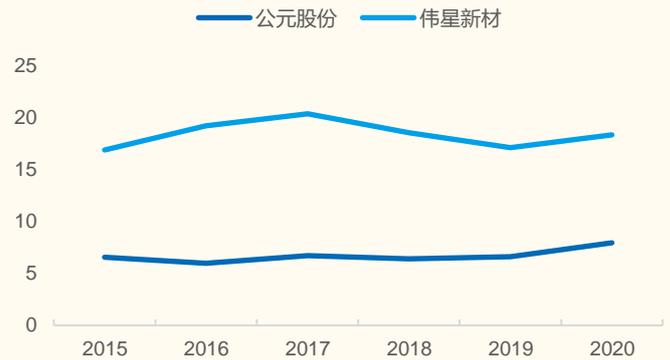
- 2C 的产品型公司相对 2B 的公司销售费用率更大、应收账款周转更快。由于 2C 的产品型公司主要面向的是消费者，其需要大力地对产品进行营销和推广，而 2B 的产品型公司下游以 B 端为主，相对而言构建的关系会更为稳定，不需要太多的销售费用，但其议价能力会较差，因此应收账款周转会更慢。以国内上市的两大管道行业龙头公元股份和伟星新材为例，公元股份其业务主要以 2B 端为主，而伟星新材在渠道上拥有业内最多的营销网点，但以零售端为主，2B 业务在同行业相对占比较少。2015 至 2020 年期间，伟星新材的销售费用率及应收账款周转率均高于公元股份。

图表 9：管道行业部分公司销售费用率情况



来源：Wind、国金证券研究所

图表 10：管道行业部分公司应收账款周转率（次）



来源：Wind、国金证券研究所

### 1.3 产品力是核心，渠道力是加分项

- 对于产品型公司而言，产品力是公司的立身之本，而渠道力则是锦上添花。参考历史上伟大的产品型公司如可口可乐、苹果等，无一不是以它们的产品征服了市场。相对而言，渠道力并非那么重要，若只是一味地注重渠道，却忽视了产品本身的竞争力，公司的发展前景将会受到极大的制约。

我们以完美日记为例，在完美日记仅仅成立四年后，其母公司逸仙电商就在 2020 年 11 月 19 日于美国正式上市，成为我国化妆品界最年轻的新秀。从完美日记的策略来看，其是较为纯粹的渠道打法，比如新品牌上线、购买 KOL 推广、植入流媒体平台、线下开店等项目。从其 2020 年的财务报表来看，公司销售和营销费用高达 34 亿元，其中包括广告、营销和品牌推广成本、体验店开发期间产生的费用。但完美日记母公司逸仙电商的业绩表现并不理想，2020 年归母净利润为-27 亿元，而 2021 年季报披露归母净利润为-11 亿元，并未扭转亏损的状况。

图表 11：完美日记母公司逸仙电商营业总收入与归母净利润情况



来源：Wind、国金证券研究所

- 完美日记的最大问题是缺少拳头产品，且消费者对完美日记的产品品质不满。与海外品牌欧莱雅相比，完美日记没有对自身的产品进行深入研发和创新，没有拿出能够让消费者记住的产品。同时，在一些 APP 上搜索完美日记，可以发现各种形形色色的问题：眼影粗糙飞粉、粉底液脱妆斑驳、唇釉拔干显唇纹、卸妆水清洁力极差等等，这些问题较大影响了消费者对完美日记的复购率。随着国内外美妆市场的中低端品牌距离的靠近，但与高端的差距越来越大，完美日记需要时间沉淀产品和核心竞争力，而非一

味地进行渠道推广。完美日记母公司逸仙电商自上市后股价的一路走低，亦反映出投资者对其未来的前景并不乐观。

图表 12：完美日记母公司逸仙电商自上市后股价一路走低



来源：Wind、国金证券研究所

#### 1.4 经典案例分析

##### 案例：李宁的转型升级之路

- 近年来李宁公司重返巅峰是产品型公司成功转型升级的典范。2012-2014年公司一直经历着持续亏损、关店的低谷期，直到2015年初创始人李宁回归，重启“一切皆有可能”口号，公司转型为“互联网+运动生活服务提供商”才得以改善。
- 2015年以来公司聚焦主品牌，以互联网+客户体验的战略，逐步提升品牌影响力。2018年初，李宁电商携手天猫成功策划了中国李宁纽约时装周项目，重新定义国潮文化。同时李宁电商在视觉、营销、店铺体验等方面加大投入，极大提升了不同产品针对不同用户群体的视觉与进店体验。此外，李宁针对电商业务节奏，重构电商平台的供应链体系，并且还打造专供产品线“Counterflow-溯”系列，将产品定位为中高价位的兼具街头潮流与中国文化特色的运动鞋服。从李宁毛利率的不断提升来看，李宁的产品竞争力确实得到了明显的提高，而其股价也终于迎来了大爆发。

图表 13：李宁 2012 年至今股价走势与毛利率表现

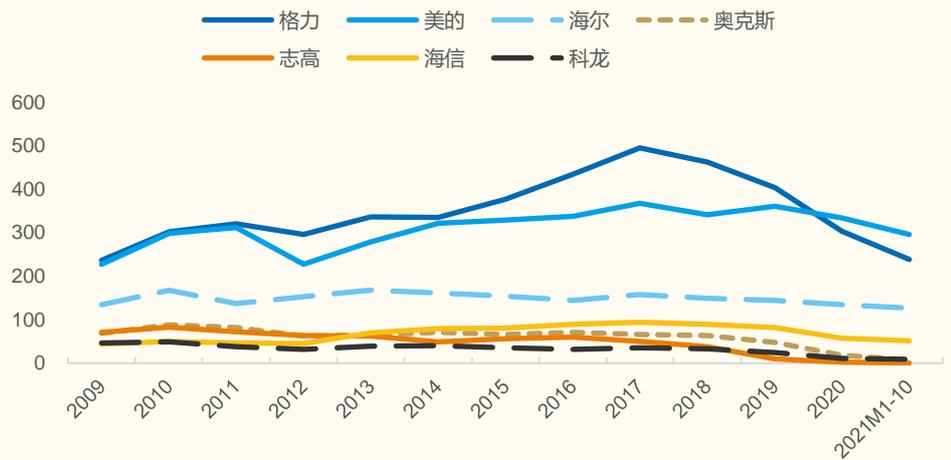


来源：Wind、国金证券研究所

##### 案例：美的和格力的渠道之战

- 我们再以渠道改革较为成功的美的集团为案例简要地分析渠道力对于产品型公司的作用。2013年起，美的抓住线上风口，开始布局线上渠道，并且加大与 KA (Key Account, 即大客户) 渠道的合作力度，不断提升连锁渠道零售能力。2017年，美的开始进行渠道层级扁平化，通过压缩渠道层级节省了中间环节的代理商加价，从而将利润让渡于厂商、终端经销商与消费者，同时不断地促进渠道管理下沉和流通效率提高。美的布局电商渠道，线上线下同时发力渠道给公司带来了显著的提升。中怡康重点覆盖一二线城市 KA 卖场等渠道并进行样本统计，其零售额及零售量增速可基本反映终端需求情况。从中怡康统计的零售量来看，美的自 2020 年起已实现了对格力的反超。

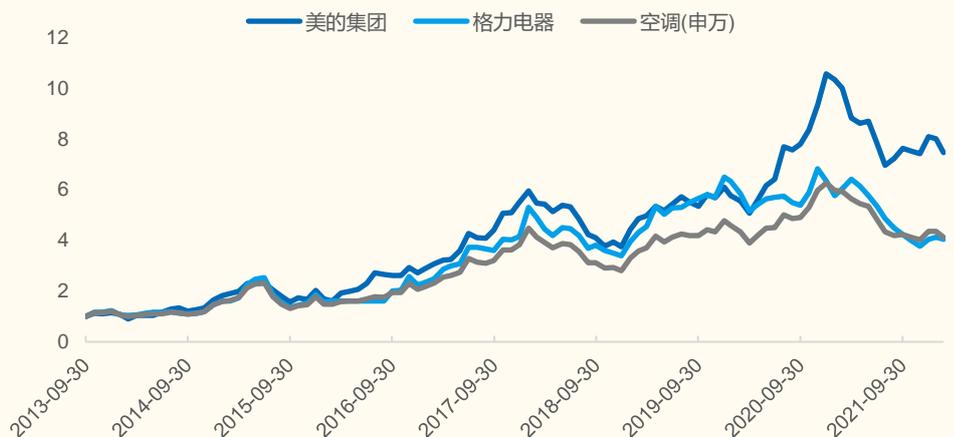
图表 14: 分品牌空调零售量 (万台)



来源: 中怡康、国金证券研究所

- 美的集团在内销市场持续推进渠道改革。根据其 2021 年半年报披露，美的集团线下市场已构建超 10 万家零售网点，并聚焦“智能家居”和“全屋整装解决方案”，实现与家装、家居、设计等渠道深度合作线上全网销售规模超过 520 亿，同比增速超过 20%。在海外市场，公司持续完善海外渠道布局，海外业务已经遍及 200 多个国家和地区，2021 上半年新增海外零售网点超过 1.8 万家，同时加速开拓跨境电商业务，全球竞争力不断提升。从美的集团的历史股价表现来看，其相对行业的超额收益明显。

图表 15: 美的集团相对行业超额收益明显



来源: Wind、国金证券研究所

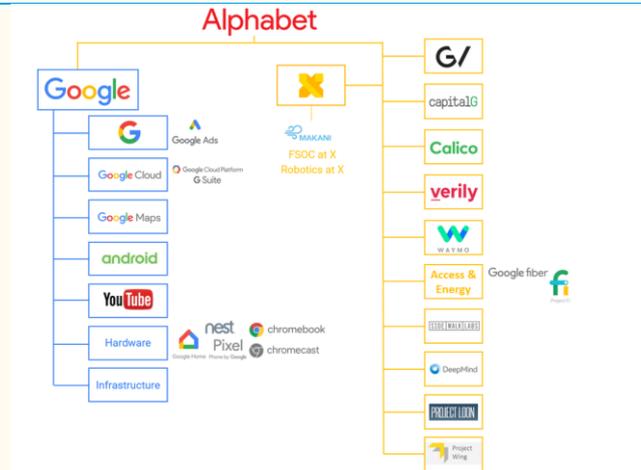
注: 美的集团、格力电器及空调(申万)经标准化处理, 起始日 2013 年 9 月 30 日股价标准化为 1

## 二、平台型公司：正反馈和规模效应主导，客户规模和粘性是关键

### 2.1 平台型公司特征：平台内各利益方正反馈，规模效应显著

- 所谓平台型，指的是在该商业模式中，除了焦点企业之外的利益相关者存在相互依存、相互加强的特征。即平台型公司可以说是连接利益相关者的桥梁。以 Google 母公司 Alphabet 的企业架构为例，其是非常典型的平台型公司。

图表 16: Google 母公司 Alphabet 的企业架构



来源：公司官网、国金证券研究所

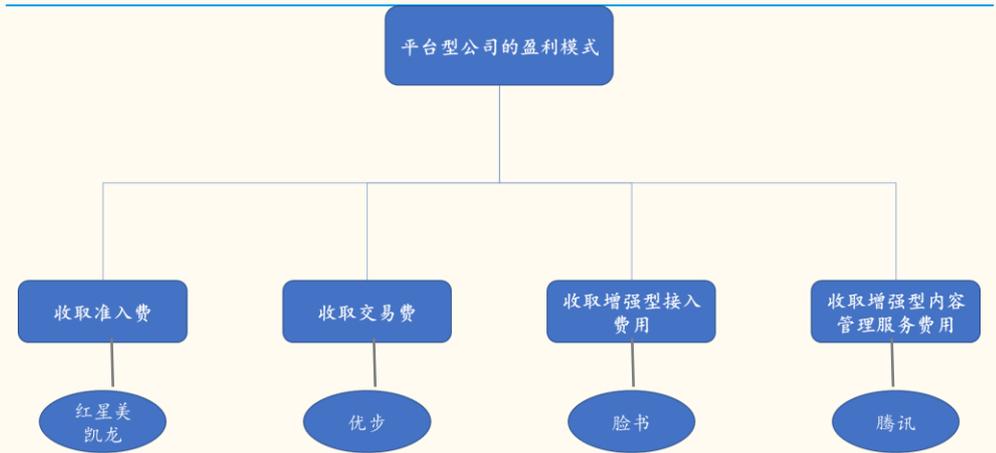
- 平台型各利益相关者相互依存、相互加强的特征即是正反馈性，其是该商业模式的核心。正反馈性可分为两种：

第一种是不同类的利益相关者之间的正反馈性。以获取租金收益的家电连锁卖场为例，家电供应商越多，相应的家电种类和品牌越多，越能吸引到更多消费者；反之，消费者越多，家电连锁卖场的终端消费力就越强，自然吸引到的家电供应商越多。

第二种是同类利益相关者内部的正反馈性，这种正反馈性将会形成很强的个人网络效应。以 QQ 为例，QQ 用户越多，对于新用户的吸引力就更大。已用了 QQ 的用户绝大部分好友都是 QQ 用户，其转换成本太大。因此，除非出现颠覆性的破坏因素，平台对该类利益相关者的粘性一般会很大。

- 同时，平台型公司具有极强的规模效应，是公司的护城河之一。特别是互联网行业，由于其与实体行业不同，其增加一个新用户或者一个新商家的边际成本几乎为零，这种极强的规模效应令其往往在发展初期扩张迅速，甚至可能会助推其达到一定的垄断地位。
- 平台型公司的盈利方式主要包括四类：1) 收取交易费，典型的公司如优步和滴滴，其为乘客和司机搭建信息平台达成匹配，从每一笔成功的交易中抽取一定的费用；2) 收取准入费用，典型的公司如红星美凯龙和淘宝，其向想要获取平台已有用户群入驻的商家收取一定的费用；3) 收取增强型接入费用，典型的公司如脸书，其向想要推广自己的客户收取一定的广告费；4) 收取增强型内容管理服务费用，典型的公司如腾讯，其会向用户提供一些额外的增值服务来收取费用。

图表 17：平台型公司的盈利方式

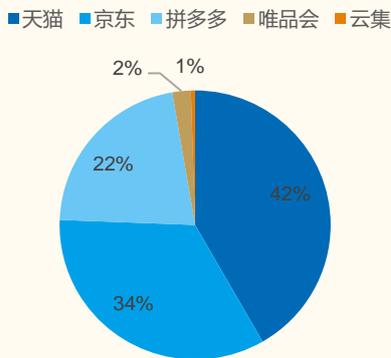


来源：《平台革命》、国金证券研究所

## 2.2 垄断竞争，现金流突出

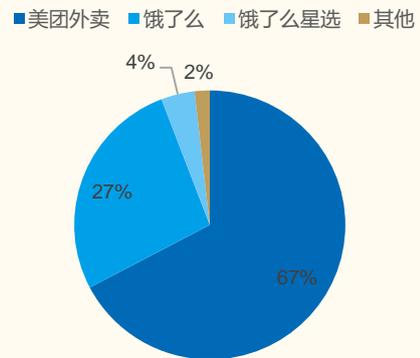
- 平台型公司垄断能力较强，一般行业格局呈现赢者通吃的局面。以入选中国商业联合会、中华全国商业信息中心联合发布的 2020 年度中国百强零售公司排行榜的五家电商公司来看，天猫、京东和拼多多销售额占比分别为 42%、34%和 22%，合计约占五家销售额的 98%。而以中国的外卖平台来看，2021 年 Q1 主流外卖平台交易额占比中美团外卖和饿了么合计占比 98%，亦呈现寡头垄断的情况。

图表 18：2020 年中国百强零售五家电商销售额占比



来源：中国商业联合会、中华全国商业信息中心、国金证券研究所

图表 19：2021 年 Q1 主流外卖平台交易额占比



来源：Trustdata、国金证券研究所

- 平台型公司一般前期获客成本较低，但到渗透率的饱和阶段会不断提升。当平台型公司的用户规模达到了一定阈值之后，其想要再获取用户所付出的成本相应地会提升。以国内的电商巨头为例，2017 年至 2020 年阿里巴巴获客成本总体呈现上升的态势。

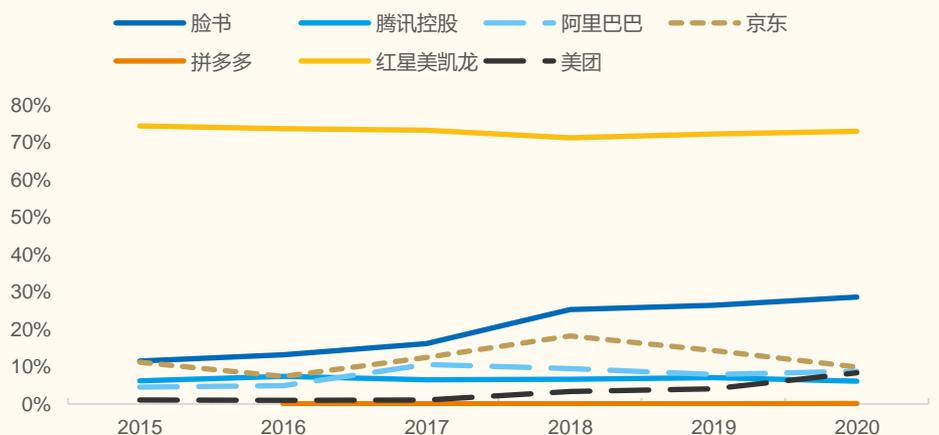
图表 20: 阿里巴巴获客成本 (元/人)



来源: 公司公告、国金证券研究所

- **平台型公司一般而言轻资产居多, 但亦不乏资产较重的公司。**以红星美凯龙为代表的家具连锁卖场为例, 其自持商业物业规模大, 对外投资项目多, 其投资的重资产多归为投资性房地产及土地使用权两个科目。我们将固定资产净值+在建工程占总资产的比重调整为重资产 (此处指固定资产净值+在建工程+投资性房地产+土地使用权) 占总资产的比重对平台型公司的资产轻重进行考察, 可以发现除红星美凯龙外, 其余几家平台型公司由于其互联网属性, 远远低于面向实体行业、需要投资大量重资产的红星美凯龙。

图表 21: 部分平台型公司重资产占总资产的比重

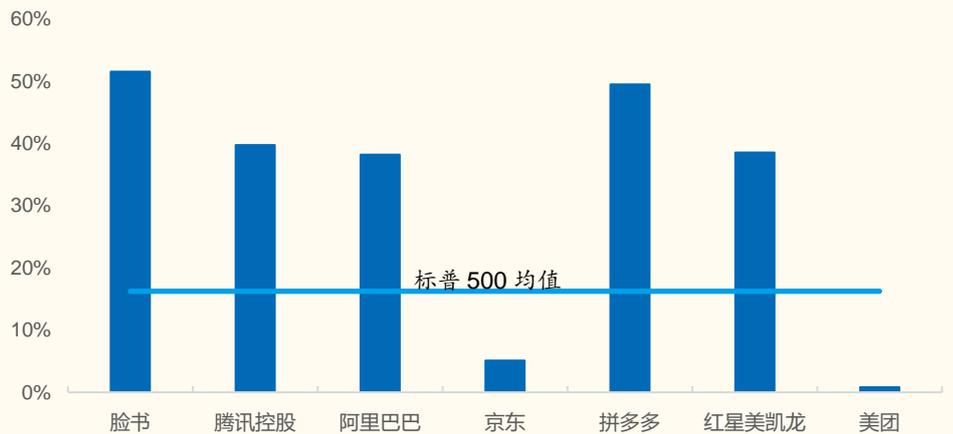


来源: Wind、国金证券研究所

注: 此处重资产指固定资产净值+在建工程+投资性房地产+土地使用权

- **平台型公司拥有一定的垄断地位, 其现金流盈利质量相对良好。**选取了社交媒体、电商行业及家具城行业的几家龙头公司进行对比, 并计算 2016 年至 2020 年各平台型公司累计经营性现金流净额与营业总收入的比值, 可以看到除美团和京东外, 其余几家平台型公司累计经营性现金流净额/营业总收入均远高于标普 500 水平线 (约 16%)。美团的经营性现金流净额 2016 年至 2018 年均为负值, 2019 年转正后仍处于较低的水平, 主要系其一直在烧钱推广外卖及社区团购等业务, 所以造成累计经营性现金流净额/营业总收入仅约 1%。京东的经营性现金流净额/营业总收入保持低位, 主要系其存在大量的自营业务, 同时前期对物流业务进行了大量的投入, 一定程度上影响了盈利质量。

图表 22：部分平台型公司 2016-2020 年累计经营性现金流净额/营业总收入



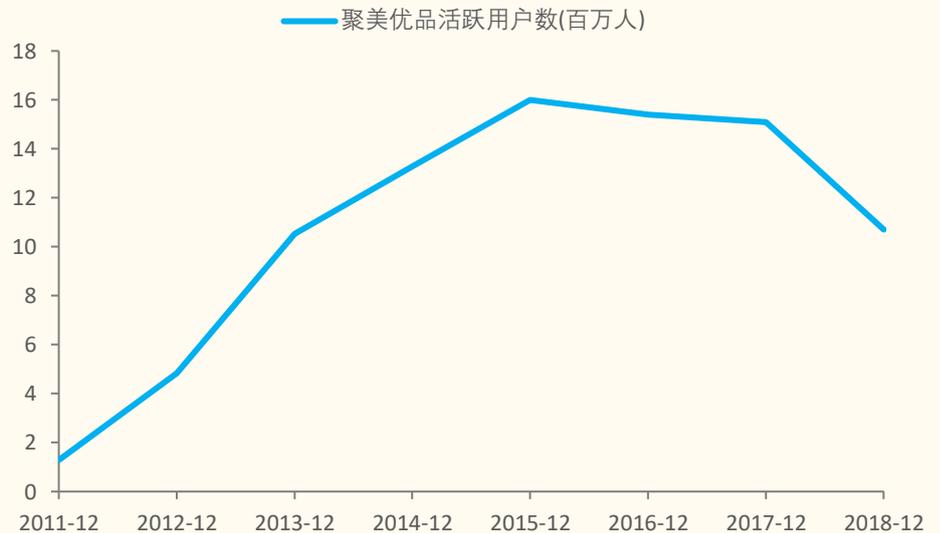
来源：Wind、国金证券研究所

注：此处水平线即标普 500 整体 2016-2020 年累计经营性现金流净额/营业总收入

### 2.3 前期看用户规模，后期看用户粘性

- 平台型公司的核心盈利模式是通过获取大量的用户并进行变现，因此用户是贯穿平台型公司整个发展历程的决定性因素。回顾各类平台型公司的发展历程，可以发现在平台型公司的发展前期，用户规模是需要关注的重点，这决定了公司在行业的竞争地位。在客户积累到一定程度后，采取各种措施提升用户的粘性是持续保持行业地位的关键。以聚美优品为例，在 2014 年上市前，在成功营销下，公司活跃用户数持续保持高增。但上市后尽管公司试图进军颜值经济和影视文化业来提高客户粘性，但在重营销轻平台建设的定位下，公司用户数持续下滑，最后落到持续亏损和退市的境地。

图表 23：聚美优品活跃用户数在 2014 年上市后明显回落



来源：Wind、国金证券研究所

### 2.4 经典案例分析

#### 案例：拼多多的崛起

- 我们以拼多多作为投资案例进行分析。拼模式是拼多多早期拓展用户基数的运营服务模式，其利用低价吸引了用户，满足了用户占便宜的心理。拼模式的成功主要在于其主打渠道下沉的打法，精准地将目标市场定位于对价格敏感的低端消费者，通过大量廉价的商品在短时间内聚集了海量的用户基数。
- 随后，拼多多对自身的运营服务模式开始不断地推陈出新。2019年6月，拼多多推出了百亿补贴计划，针对高端品牌给予一定的高额补贴，迅速获得了一、二线城市消费者的青睐。从月均新增用户数来看，百亿贴补推出的效果明显。此后拼多多的用户结构得到了迅速升级，同时越来越多的品牌亦参与其中，成为留住用户的极佳手段之一。

图表 24：百亿补贴推出后拼多多月均新增用户增加明显



来源：极光 APP、国金证券研究所

- 同时，拼多多独特丰富的交互形式亦让用户得到了相对良好的消费体验，能够创造极大的用户粘性。拼多多不断地寻求玩法的更新和迭代，如像多多果园、多多爱消除、金猪赚大钱等游戏，再如砍价免费拿、助力享免单等新颖的形式促进用户交互，令用户体验到极强的新鲜感，使活跃买家数持续保持高增长。

图表 25：年活跃买家数持续高增



来源：公司公告、国金证券研究所

- 经过拼多多运营服务模式的不断拓展（百亿补贴、多多买菜、大牌清仓等）以及交互形式的更新迭代，拼多多已然积累了大量粘性极强的客户群。从拼多多 APP 活跃用户与股价表现来看，两者均保持上升的趋势直至 2021 年初，此后拼多多跟随中概股一同回撤明显。

图表 26: 拼多多 APP 活跃用户与股价表现



来源: Wind、国金证券研究所

### 案例: 人人网的衰落

- 我们再以人人网作为投资案例进行简要分析。校内网被千橡集团 CEO 陈一舟从王兴手中收购后开始了更快速的扩张, 2009 年陈一舟宣布校内网改名人人网, 同时借鉴 Facebook 对所有网民放开注册条件限制, 很快更名后的人人网注册用户突破 5 亿人, 日活用户更是高达 3500 万。取得了成功的人人网也在 2011 年选择在纽约证券交易所上市, 顶着“中国版 Facebook”名头的人人网市值一度高达 75 亿, 成为仅次于百度和腾讯市值第三高的互联网企业。
- 此后, 人人网开始不停地尝试新业务, 从最初的团购、视频、互联网金融, 到直播、区块链二手车, 陈一舟每一次都在顺应时代的潮流, 但从没有站在时代的风口上, 无一例外均以失败收场。在几经折腾后, 人人网的社交属性已经所剩无几, 老用户大量流失, 同时新用户又留不住, 人人网走向了彻底的衰退。在一次次的转型过程中, 人人网早已将自己最具优势的“校内社交”抛在脑后。人人网每周总页面浏览量能够综合反映人人网的用户情况, 从人人网的股价表现来看, 其与人人网每周总页面浏览量有一定的相关性, 两者一路走低的趋势相同。

图表 27: 人人网股价表现与人人网每周总页面浏览量相关



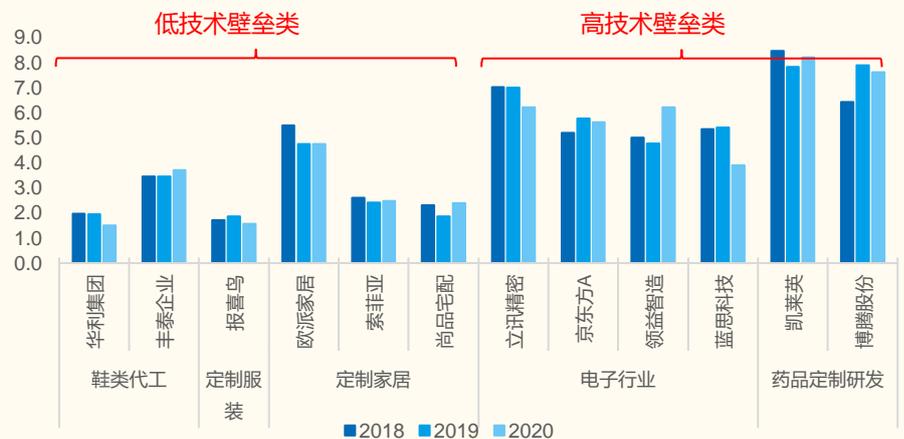
来源: 中国互联网络信息中心、Wind、国金证券研究所

### 三、订单型公司: 业绩依赖下游客户, 展开技术和成本竞争

### 3.1 订单型公司特征：较高定制化、有一定规模效应，业绩依赖下游客户

- 订单型公司的产品服务非标程度较高，规模效应主要为内部生产的规模效应。订单型公司根据不同订单要求生产的产品差异性较大。因为客户的需求不同，需要和客户直接沟通定制产品，所以难以通过分销商销售。订单型公司的规模效应低于平台型和产品型公司。订单型公司获取订单后，生产经营在内部进行，只需按订单生产产品后一次性交付给客户，所以存在内部协同的规模效应。即单笔订单金额越大、数量越多，平均成本越低，利润空间越大。
- 区分订单型和产品型的主要标准是公司会不会为了特定客户进行差异化生产服务。需要指出的是，订单型公司 and 产品型公司往往存在重合的情况。有些公司既有定制化产品，同时也有标准化产品。
- 订单型公司可以分为低技术壁垒类公司和高技术壁垒类公司。低技术壁垒类公司重视成本或渠道，对技术和研发的要求相对低，比如鞋类代工、定制服装、定制家居等行业，行业内主要公司的研发投入占营业收入的比例一般为 1-5%。高技术壁垒类公司强调技术研发，比如电子行业、药品定制研发生产行业，其研发投入占比一般在 5% 以上。

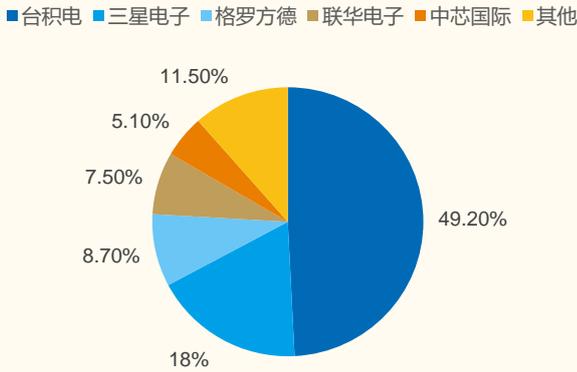
图表 28：不同类订单型公司研发投入占营业收入比例 (%)



来源：Wind、国金证券研究所

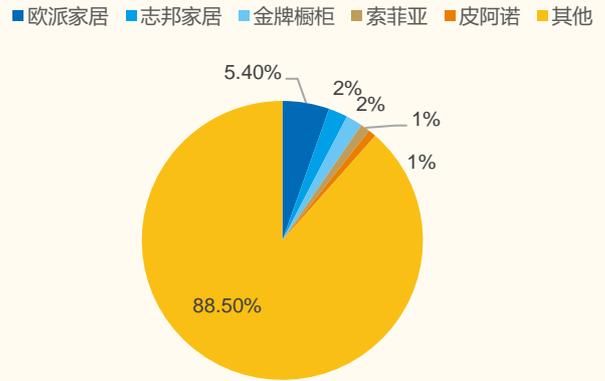
- 高技术壁垒类行业依赖较大的研发投入，集中度较高。对于高技术壁垒行业，下游大客户作为行业领导者，产品创新程度高于同行，对技术的先进性要求较高。掌握前沿技术的公司方能切入大公司供应链，借助大公司的市场地位实现销售增长。对于晶圆代工行业，台积电在研发投入和技术水平上均领先同业，和苹果深度绑定。目前，5nm、7nm 制程是晶圆代工行业的最先进制程，其最大客户是苹果。2020 年国内实现 5nm 芯片量产的仅有台积电一家。量产后迅速成为台积电营业收入增长的主力，2020 年台积电营业收入中 5nm 和 7nm 芯片占营业收入的 49%。苹果计划于 2023 年推出的 iPhone15 的 5G 芯片将首次采用 5nm 制程，由台积电代工。根据苹果新机往年出货量，台积电拿下苹果 iPhone15 单后将助力未来两年营收大幅增长。
- 技术门槛较低，以成本、渠道和服务作为竞争焦点的订单公司的规模往往难以发展壮大。定制家居企业原料易得、生产工艺简单，技术门槛较低。欧派家居、索菲亚、志邦家居等企业的经营战略一是拓展渠道来覆盖全国各地市场，二是拓展品类以提供更全面的服务。由于单一公司渠道覆盖和品类拓展的能力有限，再加上低技术门槛下新企业不断进入，我国定制家具行业一直呈现“大市场，小企业”的态势。2020 年定制家居制造业 CR2 市占率不到 10%。

图表 29: 2020 年全球晶圆代工行业市场占有率



来源: 公司公告、国金证券研究所

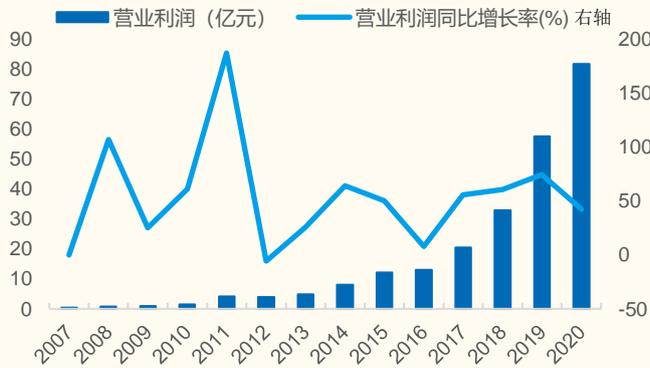
图表 30: 2020 年定制橱柜 CR5 市占率



来源: 公司公告、国金证券研究所

- 产业链地位: 公司业绩依赖对大客户的切入和下游景气度。**一些订单型公司面对的下游客户集中度高, 将产品打入大客户供应链, 一是能够间接拓宽自身产品的销售范围, 从大客户的发展中分一杯羹, 二是能利用大客户的质量背书获取其他客户的订单。立讯精密 2011 年进入苹果链后利润同比大增, 2011 年营业利润同比增速高达 80%。对于下游客户较分散的行业, 比如主要面向消费者的定制家居、定制服装行业, 相比于客户结构, 下游景气度对行业增速、订单数量影响更大。对于定制家居, 其市场空间主要由商品房装修需求和存量房改良需求决定。我国近年来家具制造业的增速和商品房销售面积的增速同步。

图表 31: 立讯精密 2011 年进入苹果链后利润同比大增



来源: 公司公告、国金证券研究所

图表 32: 家具制造业营收和商品房销售收入增速同步

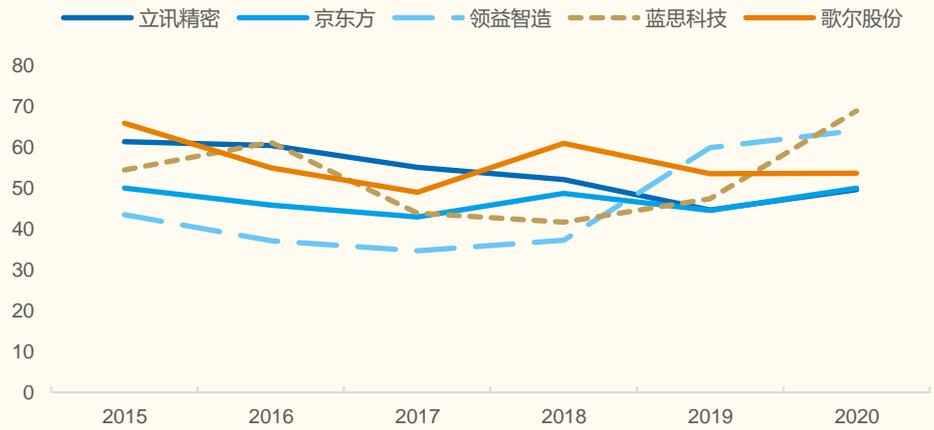


来源: 国家统计局、国金证券研究所

### 3.2 以销定产库存压力小, 但现金流波动大

- 订单型公司多为以销定产, 所以存货周转快, 库存压力小。**订单型公司不需要有太多产成品在库, 因为客户的需求不同, 需要接到客户订单后再按要求生产产品。只需要适当备货一些原材料, 以应对未来原材料短缺或价格上涨的风险。所以订单型公司存货较少, 存货周转率高。苹果链主要公司的存货周转天数一般在 40—70 天, 低于产品类公司的水平。

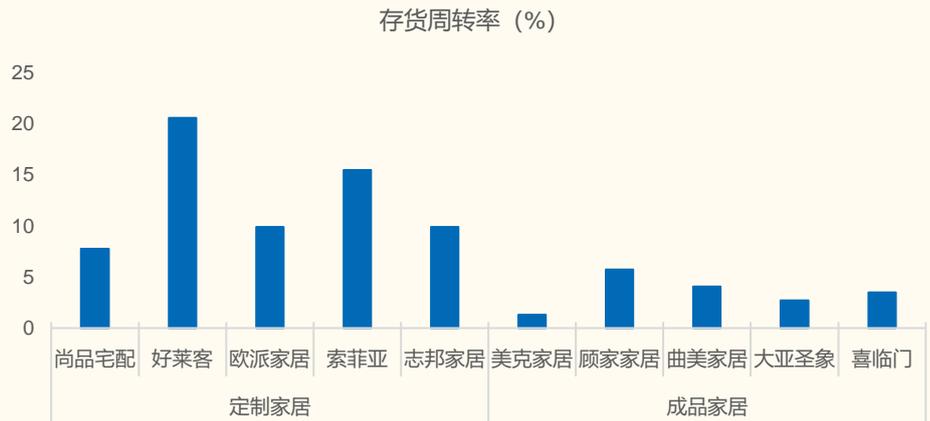
图表 33: 苹果链主要公司存货周转天数情况



来源: Wind、国金证券研究所

- 同样，定制家具行业以销定产易实现零库存。因为顾客需求不同，定制家具企业在和客户商议确定顾客需求后才开始生产。相对成品家居有轻资产、低库存、高周转的优势，固定资产、存货、应收账款的周转率表现较好。

图表 34: 定制家具和成品家居龙头存货周转率对比



来源: Wind、国金证券研究所

- 现金流: 2C 类订单公司现金流较好, 2B 类订单公司现金流波动较大。2C 类订单公司面向大众, 订单金额较小, 销售较为连续, 现金流稳定。同时在销售时会向顾客收取定金或采用先款后货的销售方式, 所以现金流充裕。2B 类订单型公司的订单签订、订单回款均不持续, 所以现金流波动较大。

图表 35: 2B 和 2C 类订单公司销售商品提供劳务收到的现金/营业收入(%)

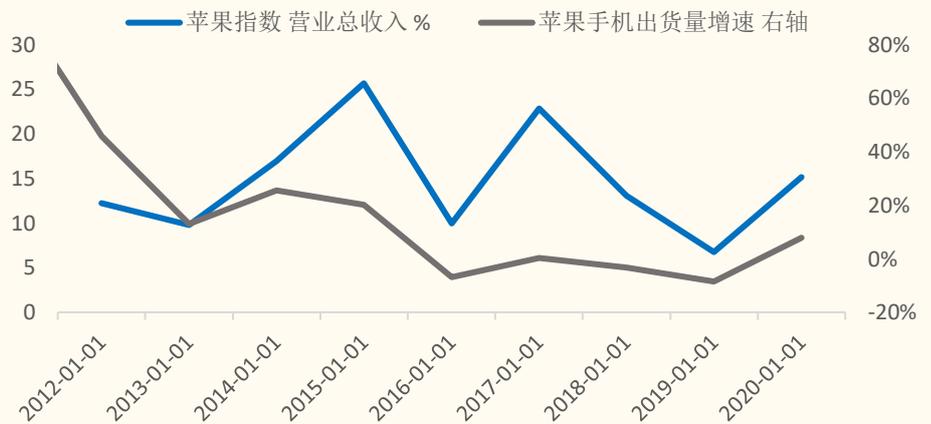


来源: Wind、国金证券研究所

### 3.3 外看下游景气度，内看技术和成本与渠道优势

- 下游大客户的景气变化和需求变化是影响订单型公司业绩表现的重要因素。举例来说，A 股上市中苹果链公司的营业收入随苹果手机出货量基本呈现同步走势，这充分体现了订单型公司的业绩高度绑定大客户，下游景气度是影响公司业绩的核心因素。

图表 36: 苹果产业链公司收入增速与苹果手机出货量增速



来源: Wind、国金证券研究所

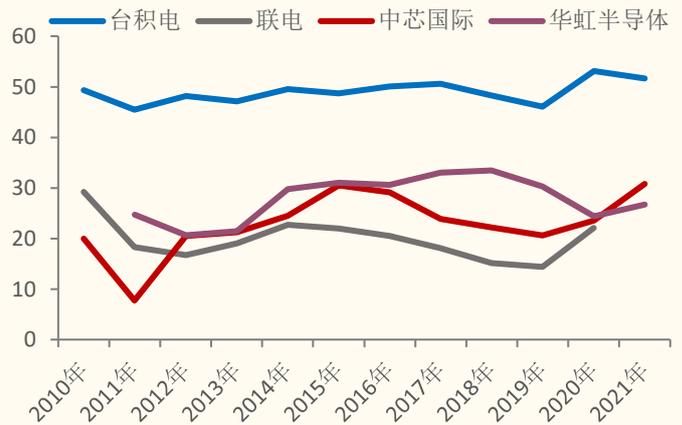
- 技术优势带来高毛利率，形成较高的壁垒。技术实力包括技术是否为核心技术、是否积极进行技术升级应对客户未来需求。对于大部分订单型产品而言，产品随着推出时间的变长、毛利率会下降，再加上客户需求随时间变化，需要公司不断加大研发力度，通过收购、更新生产线等措施进行技术升级。改善产品结构，新技术和新产品能带来更高的利润空间。以晶圆代工行业为例，台积电重视技术研发，研发投入和毛利率遥遥领先。非标的特点使得订单型公司需要不断进行生产线的更新，从而满足下游客户的新需求。

图表 37：晶圆代工厂研发费用差距显著（亿美元）



来源：Wind、国金证券研究所

图表 38：台积电毛利率远远高于同行（%）



来源：Wind、国金证券研究所

- **成本和渠道优势难以维持长期持续获取订单的能力。**成本和渠道优势短期可能会带来订单的快速增长，但随着下游行业需求的更新迭代，叠加自身行业的竞争加剧，此前拥有成本和渠道优势的公司面临难以满足客户需求和同业竞争加大的冲击。其中典型的例子是耐克等国际品牌代工厂过去几年明显逐步由低成本的中国厂商转向了更低成本的越南厂商。

### 3.4 经典案例分析

#### 案例：欧菲光从切入到移出苹果产业链

- **2016 年欧菲光依靠切入苹果供应链而业绩迅速增长。**2016 年通过收购广州德尔塔影像公司进入苹果供应链。广州德尔塔主营微摄像头模组和光学镜头。欧菲光起初主要负责苹果手机摄像头模组的代工和组装工作，进入苹果链后之后，营收大增，股价开始上涨。同时欧菲光依靠苹果的质量背书成为多个安卓厂商的供应商。
- 欧菲光产品技术过时，难以满足苹果需求。欧菲光曾经领先的摄像头技术已经渐渐落后。苹果为了提升摄像技术，将更换新的摄像头模组，欧菲光的技术达不到苹果的要求。
- **2020 年以来市场频频传出欧菲光被苹果移除供应链的信息，2021 年 3 月欧菲光正式发公告确认。**2020 年以来公司股价大跌，失去苹果公司的质量背书，安装厂商也纷纷退场。2020 年欧菲光被苹果移出供应链后，股价持续调整并进入低迷期。同时业绩方面，欧菲光之后连续两年业绩巨亏，2020 年亏损 19.45 亿元，2021 年预亏 19 亿元。一是因为不再享受苹果的高出货量红利，二是失去苹果大客户使得安卓厂商不再信任欧菲光的产品。

图表 39：欧菲光股价在切入和移除苹果产业链后表现



来源：Wind、国金证券研究所

### 案例：索菲亚的恒大之殇

- 索菲亚是国内衣柜龙头，2014 年开始，索菲亚和恒大开始合作，2017 年以来进行深度战略合作，进行深度绑定，双方合建厂房。2016 年索菲亚大宗商品销售渠道营收 1.09 亿，深度绑定恒大后，2017 年为 2.37 亿，同比增长 117.43%，此后继续维持高速增长。索菲亚的大宗业务销售总营收占比从 2016 年的 3% 左右增至 2020 年的 18.08%。
- 大宗业务固然能为家居企业带来巨大的业务规模，但是当地产迈入下行周期，来自下游房地产行业的压力就沿着供应链传导至中游家居产品供应商身上。由于索菲亚与恒大深度绑定，恒大的暴雷使得索菲亚的应收账款收回受限，公司的应收账款周转天数从 2017 年的 45.63 天上升至 2021 年第三季度的 69.79 天。此外，2021 年索菲亚与恒大相关款项 11.85 亿元，一次性计提信用减值损失 9 亿多，计提比例高达 76%。

图表 40：索菲亚应收账款周转天数和大宗业务销售占比



来源：Wind、国金证券研究所

## 四、项目型公司：注重现金流和项目储备

### 4.1 项目型主要特征：高度非标下规模效应分化，高杠杆叠加波动现金流

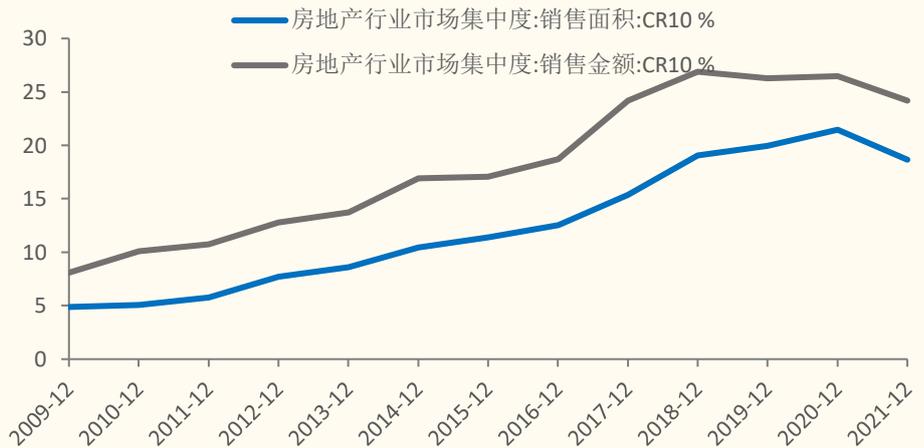
- 项目型公司的特征之一是高度非标准化，以及规模效应分化。项目型公司的经营以一个个的项目为单位，拿到项目后生产服务一般在外部完成，难有大的规模效应。诸如房地产企业（房地产开发项目）、建筑工程公司（工

工程项目)、影视公司(影视项目)等项目型公司,业务具有间断性、独特性、一次性的特点,属于项目式业务。

**项目式业务的非标准化程度高,同一个公司的不同项目差异较大。可以根据项目规模大小将以项目式作为业务特点的行业分为大项目行业和小项目行业。**大项目行业包括房地产行业、影视行业和工程基建行业等,小项目行业包括装修行业等。大项目行业和小项目行业都具有非标准化的特点,但是在规模效应、财务指标、产业链地位等方面有不同的特点。规模效应上,项目规模较大的行业规模效应明显、行业集中度高,小项目行业规模效应较小、行业格局分散。大项目公司龙头在产业链中地位较高、对上下游议价能力强,小项目行业因为格局分散,产业链地位较低。

**典型的项目型公司是房地产、建筑装饰和影视公司等。**对于房地产行业而言,融资过程存在显著的规模效应。因为房地产开发过程中需要大量的前期垫款,所以融资能力是房地产企业的核心能力。房地产企业只有保证融资,才能有资金拿地或收购其他同业获取土地资源。因为规模房企的抗风险能力优于中小房企,所以房企的业绩规模排名是银行进行评级的很重要因素,强调安全性的基金也更青睐大型房企。于是大企业不断提升销售回款的速度和规模,同时积极并购中小房企间接获取土地和资金资源。土地和资金丰富了以后,又反过来助力其进一步扩大规模。大项目行业属于资本密集型,要求较多的前期垫款和借债,有利于资金实力雄厚的行业龙头,所以房地产行业近几年行业集中度较高并且不断提升,加速迈向寡头竞争时代。

图表 41: 近年来房地产企业集中度变化



来源: Wind、国金证券研究所

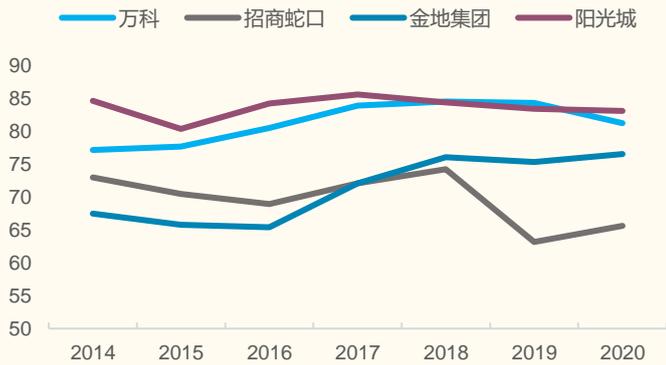
#### 4.2 前期垫款资成高负债, 现金回款时间跨度长

- **项目型企业前期垫资投入大, 导致债务规模大, 资产负债率普遍较高。**总体而言, 和产品类订单型公司相比, 项目型公司的负债率偏高。苹果链主要公司的资产负债率一般处于 40%至 60%, 项目型公司多在 60%以上。

房地产企业在土地购置、建安成本支付、扩大自身业务规模等过程中资金支出压力大, 因此房企投资多依靠银行、信托贷款、债券等外部融资, 从而形成较大规模的债务, 房企的财务杠杆水平及偿债指标的表现反映了房企资金链安全程度。主要的房地产开发企业的资产负债率均在 60%以上, 部分房地产企业的资产负债率多年处于 80%以上的高位。

装修行业这种项目规模较小的也需要一定的原材料垫付, 资产负债率也较高, 处于 60%至 70%的水平, 但是由于项目规模小, 所以前期投入少于房地产行业、资产负债率也低于房地产行业。

图表 42：主要房地产企业资产负债率 (%)



来源：Wind、国金证券研究所

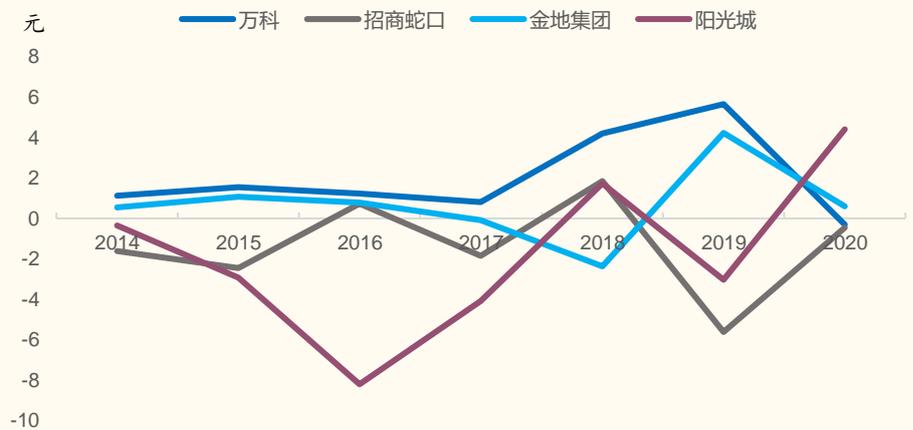
图表 43：主要装修企业资产负债率 (%)



来源：Wind、国金证券研究所

- 因为项目支出呈现连续性，但是回款时间跨度时间长，因此公司现金流波动较大。工程类企业的收款节奏往往是项目实施前支付少量工程款，项目实施过程中在实施中期、或者达到一定比例完工进度后支付相应比例的款项，项目完工验收后再支付一次款项并保留一定比例的质保金，投入使用一定时期后再退还质保金。所以工程类企业的收入不连续，但是项目施工过程中，原材料和人工费用等支出是连续支付的，这就导致项目型企业不同时期现金流波动较大。即使对于房地产企业这种销售回款相对连续的项目型公司，因为每个项目的前期投入和后期回款在时间上不匹配，其每股企业自由现金流波动也较大。

图表 44：近年来主要房地产企业每股企业自由现金流

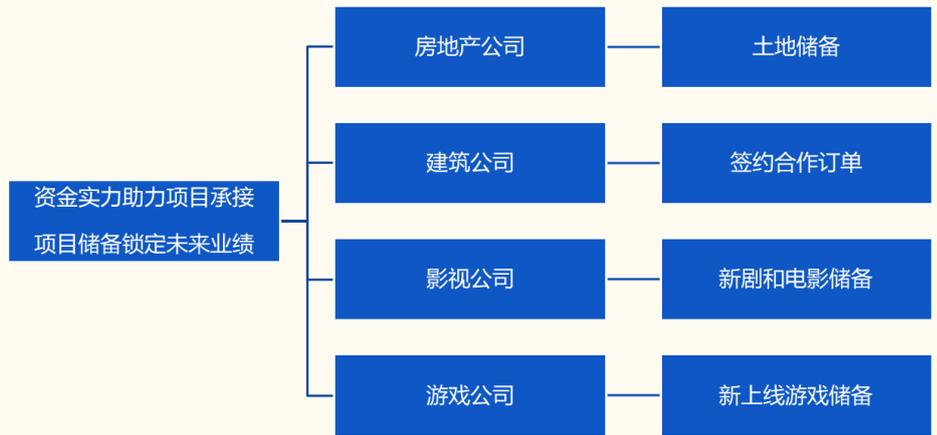


来源：Wind、国金证券研究所

#### 4.3 现金流实力助力项目承接，项目储备锁定未来业绩

- 现金流实力取决于外部融资成本与能力和内部项目回款速度，是项目型公司盈利能力的核心，因为融资规模影响扩张速度。融资成本决定企业资金成本，直接对企业的盈利能力和偿债能力产生影响。融资能力和项目回款速度是保证现金流的核心因素，充裕的现金流是项目型公司不断扩张规模和加快项目推进速度的决定性因素。
- 项目型公司的业绩受项目的数量和质量影响，充足的项目储备是下游需求旺盛和公司实力的体现，是提高未来业绩确定性的关键。房地产企业的土地储备尤为重要，尤其是一二线、强三线优质土地储备。建筑企业的签约合作订单则是未来业绩的保障。影视游戏公司的新剧和新游戏开发储备则是驱动持续增长的关键。

图表 45：项目型公司的典型案例



来源：国金证券研究所

#### 4.4 经典案例分析

##### 案例：东方园林资金流断裂

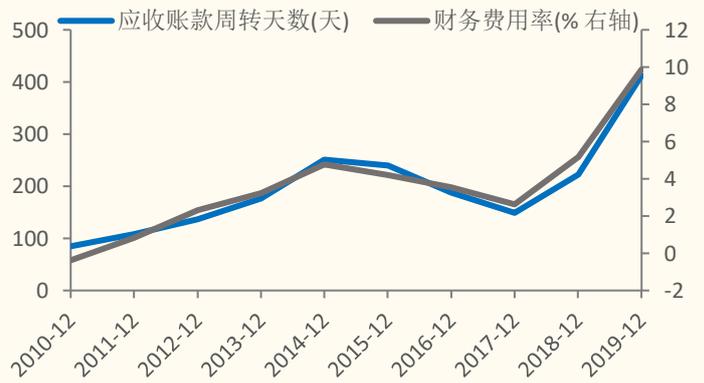
- 东方园林是典型的项目型公司，客户主要是地方政府。2015 年 PPP 推出后，东方园林订单快速提升，与此同时公司股价也一路上行。但项目型公司普遍的问题是应收账款多、前期垫子规模大，特别是对面向政府开展项目的公司。经历了快速的订单扩张，在 2018 年紧信用的背景下，公司应收账款周转天数和财务费用率快速上行。
- 2018 年 5 月 21 日，东方园林发布公告称，原计划发行的 10 亿元债券，最终发行规模仅为 0.5 亿元，公司现金流危机开始逐步暴露。公司股价也持续下行，最后北京朝阳区国资委接收东方园林。

图表 46：东方园林股价与合同签约金额



来源：Wind、国金证券研究所

图表 47：东方园林应收账款周转天数和财务费用率攀升



来源：Wind、国金证券研究所

#### 风险提示

- 行业和公司商业模式变化（宏观经济变化对行业格局影响，公司产品力和渠道，上下游产业链的变化，平台客户变化以及项目储备不足）
- 经济复苏不及预期（稳增长政策力度不及预期，海外经济下行）
- 海外黑天鹅事件（地缘政治风险）

**特别声明：**

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视作出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；非国金证券C3级以上（含C3级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

**上海**

电话：021-61038271

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路1088号

紫竹国际大厦7楼

**北京**

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街3号4层

**深圳**

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳市福田区中心四路1-1号

嘉里建设广场 T3-2402