

### 3.4.3 发掘增长动力-模式转变

今天的内容是1斗赢家会的第三模块的最后一课。

之前两节课，我们观察了两种企业增长的方式：进口替代和地域扩张，这两类发展模式有一个共同之处，就是还在自己“单一”的业务中发展，增强市场竞争力、扩大自己的市场份额。

本期要说的叫做【模式转变】，是公司开始涉足新行业、新业务，这种情况下，你买的股票很有可能就是另一家公司了，估值、业务前景等等基本面信息，都要重新看待。

#### 【多头并进】

模式转变一般有两种方式：

一种是上下游扩张，自己开始去做自己客户或供应商的业务，和他们抢生意；

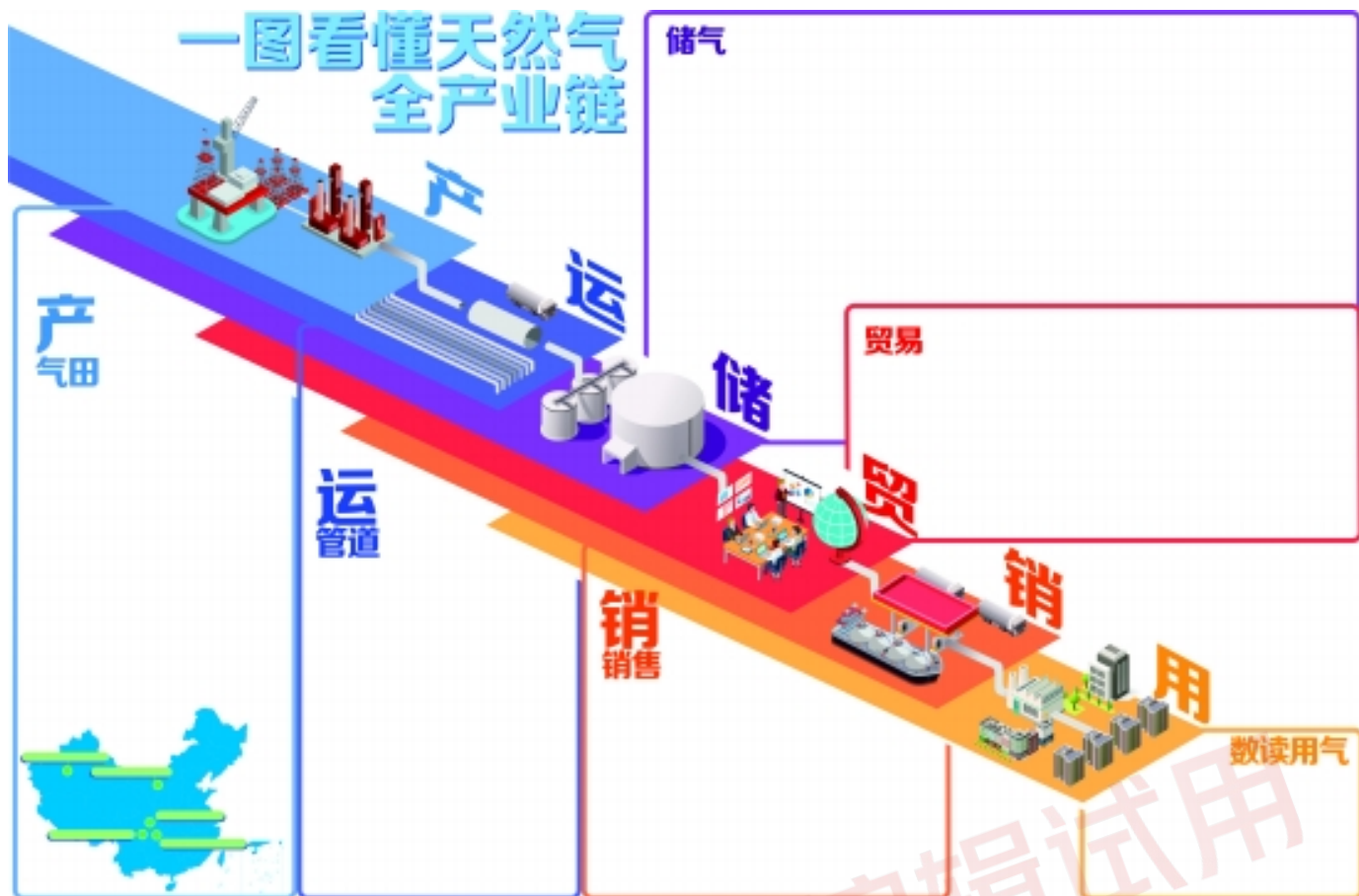
另一种是跨界经营，完全涉足一项和自己原有业务不相干的事情。

还有一种步子迈的不如跨界这么大，就是多品类扩张。我们简单分析一下：比如卖牛奶的，开始卖酸奶；卖空调的，开始卖小家电。这种扩张严格意义上来说，不算“模式”转变，因为销售对象基本上还是以前的人群，只是公司提供了更多的类似的服务或产品。

而商业模式真的发生变化的，是最开始提到的两种。所谓商业模式，是一个很大的话题了。不过核心其实就是公司是怎么赚钱的，重点关注客户是谁、供应商是谁，收入和成本的来源是什么。具体的解释，我们将在未来更加高阶的课程中列举。

我们先简单看一下产业链的构成：一般上游是原材料的开采加工，中游是把各类原材料组成产品，下游负责销售给消费者或者企业（to C或to B）。有时候中游也会做一些运输的事情，比如石油开采出来，需要管道和油轮输送向世界各地，本质上来说中游是一个“中介”，连接上下游的纽带。

所谓产业链，就是从上游原材料到下游消费这样一整个链条。比如下图的天然气产业链。



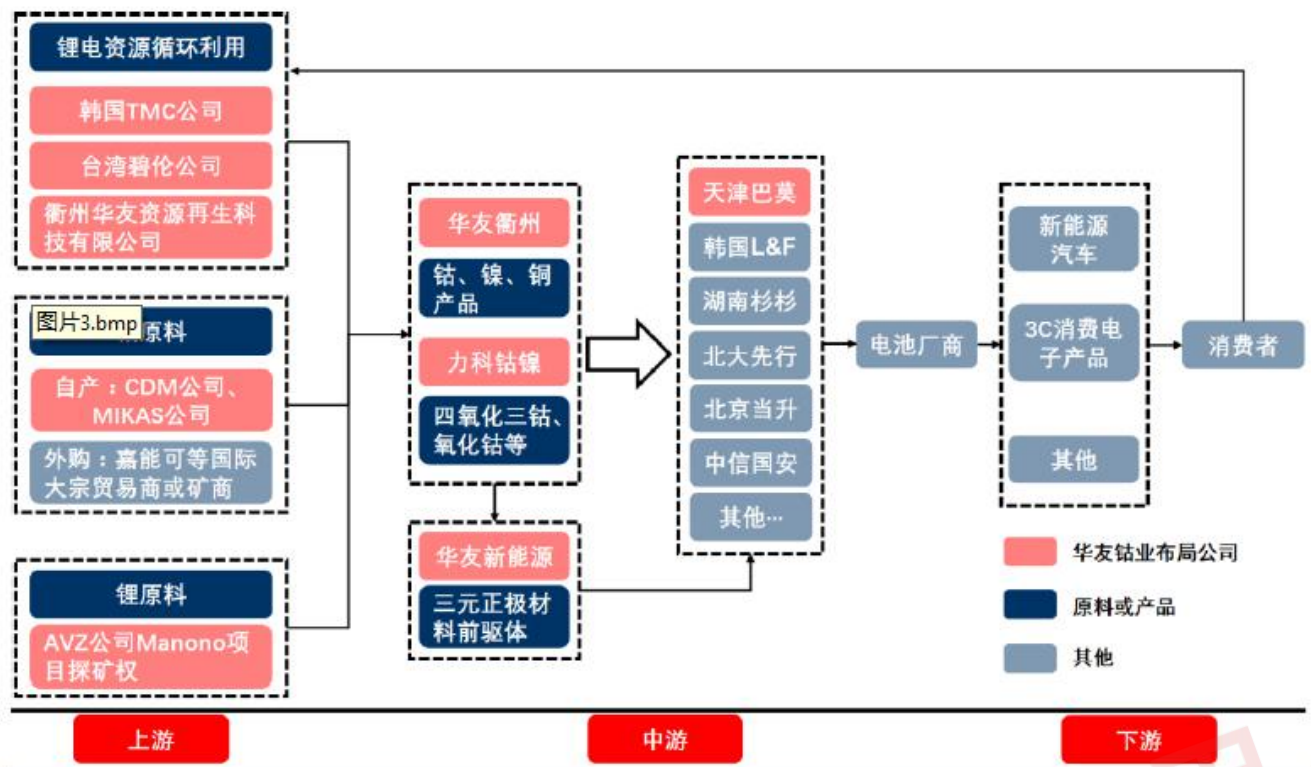
产业链扩张一般发生在自己原有的业务发展空间不大的情况下，开始去抢别的环节的利润。一家上游生产原材料的公司，开始往下游延伸，去做半成品、或者去直接生产能够销售的产品，等于是把上游和中游的利润都吃下来。

我们之前提到过，上游行业一般是周期性行业，或者营收利润波动比较大，如果公司想多元化发展，稳定利润的波动，挣更多更踏实的钱，那么它就有冲动去下游扩张。

华友钴业（603799）作为一家开采生产钴原料的公司，是锂电池生产的上游角色。目前发展前景最好的一种锂电池叫三元锂电池，已经大范围运用在新能源家用车上，是一种能量密度高的锂电池。这种电池所需的一种原料就是钴，这也是为什么钴和锂的价格容易一起上涨的原因，如果新能源汽车销量增速预期向好，势必需要更多的锂和钴。

华友为了多吃一块利润，开始往中游延伸，做“三元前驱体”这个产品，用于三元锂电池的生产。从大的产业链的角度看，三元前驱体还属于上游，属于原材料的供应，但对于华友来说，是向下游走了一步，这里注意区分上下游的相对关系。

大家可以看下下面这个锂电池的产业链全图：



资料来源：公司公告、中信证券研究部

除了上游往下游走，还有反方向的扩张。TCL（000100）做电视机，这个牌子在国内算是响当当了，这些老牌的消费品牌，在当年赚到第一桶金之后，纷纷开始涉足其他业务。我们看TCL的股票名称，其实叫“TCL集团”，也就是说，它的业务早就不止当年卖彩电这一种了。

从2017年它的一桩收购案，可以看到TCL早就布局了上游的显示面板行业，这家生产面板的企业叫华星光电。电视厂商最怕的就是好面板自己买不到，或者上游漫天要价，导致自己的产品竞争力下降。

华星光电目前在国内液晶面板厂商中市占率排第二，全球液晶电视面板市占率13%，位列第五。可谓是目前TCL集团里最为优质的资产了。2017年这次的并购，实际上把华星光电完全装进了TCL这个股票里，这类优质资产，在并购公告后，短短27天就经过了证监会的审批，只有监管看好的情况下，才能如此快速的通过。

另外还有一种全产业链覆盖的公司，比如比亚迪，用自家的电池，装在自家的电动车上。这种股票估值的时候，需要分业务估值，电池一部分、汽车一部分、零配件一部分、售后服务维修一部分，比较复杂，不能单独看比亚迪整体的业绩增速，而要看各个部分间哪个是重要的收入来源、哪个是重要的利润来源。

这种公司投资起来相对困难。从国外发达股票市场来看，做多元业务的巨头并不多，大部分还是自己那块业务做大做强。另外，各个业务如果能单独上市，也能拿到更多的股票市值，加在一起，市值要比整体都装在一个股票里多一些。

A股相比成熟市场有一个特点，就是喜欢并购，喜欢跨界经营，也就是炒概念。但从A股的历史来看，跨界经营大部分都是半死不活；并购越多、商誉也越多，今年6月份开始，市场开始害怕高商誉公司的商誉减值，我们在之前的内容里提到过，商誉减值直接扣除当年净利润，于是股价纷纷下跌。

这类股票，一个简单的处理办法，就是把新增业务当作零，利润贡献为零。如果跨界那边发展好了，就当作刮彩票中大奖，如果没发展好，那估值评价还按原有的老业务。

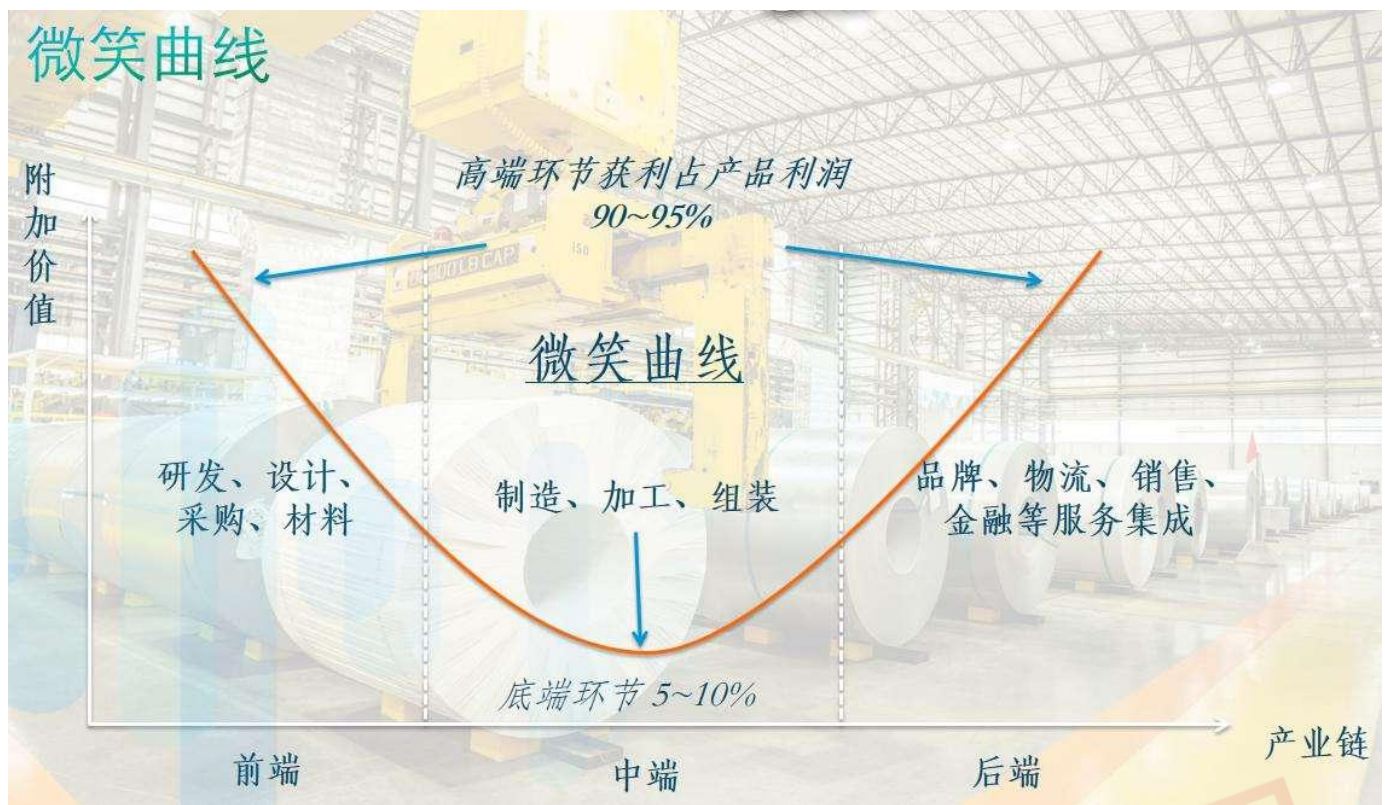
但在目前A股这么便宜的情况下，去抓这些跨界经营的股票实在没有必要，看到主营业务两个以上，并且都占比很大的公司，不建议新手碰这些经营理念奇怪的公司。

### 【知识延伸：投资思考】

关于上下游延伸，有一个非常经典的模型，叫“微笑曲线”。这套理论是由台湾宏碁（Acer）公司的董事长在1992年提出的公司策略发展方向，同时台湾消费电子产业链也把它当作发展策略。

微笑曲线就是下边这幅图：





横坐标是企业在产业链角色，纵坐标是附加值。如果是一家单纯的制造加工企业，在产业链的话语权并不强，附加值低，大部分钱都被两端的研发和营销环节赚走了。

现实生活中最好的例子就是苹果手机产业链。每次有新手机上市，媒体都会计算一个手机的硬件成本，专业说法叫“物料清单”（BOM），把手机里每一个零部件都单独计算价格，再进行加总。这样计算下来，近几年的iPhone的硬件成本占30-40%，也就是硬件毛利率有60%以上。

这还没有算苹果在其他增值服务、配件、维修售后上挣的钱，有一种说法，苹果挣走了产业链上90%的钱，并不是夸大其辞。苹果在微笑曲线两端所做的投入，创造的服务价值，也是有目共睹。

曲线两端，大家都知道赚的钱多，但也不是想进入就能进入的。给苹果代工的富士康，如果想自己去接触消费者，而不是服务手机厂商，估计也没多少人愿意接受它的服务；或者它自己做手机，和下游客户还会有利益冲突。

所以我们看这条曲线，可以把想要分析的公司安在曲线的任一位置，来看看公司业务的毛利率、竞争力等等。但一家公司想要去向两端发展，并不容易。上市公司管理层如果雄心壮志筹钱去两端发展，需要保守估计最后的结果，因为利润越丰厚的地方，竞争压力只会更大。

## 【知识点总结】

1. 模式转变分为两类：上下游扩张和跨界经营
2. 新拓展的业务需要单独进行估值
3. 跨界经营，把新进入的业务当作零
4. 模式转变难度大，如果新业务占总营收利润比重大，不建议新手投资此类股票

