

分类号 F23/610
U D C _____

密级 公开
编号 10741



硕士学位论文

(专业学位)

论文题目 万科轻资产盈利模式研究

研究生姓名: XI 文婧

指导教师姓名、职称: 郭恒泰 教授 李贵义 高级经济师

学科、专业名称: 会计专业硕士

研究方向: 公司理财与税务筹划

提交日期: 2021年5月30日

独创性声明

本人声明所呈交的论文是我个人在导师指导下进行的研究工作及取得的研究成果。尽我所知，除了文中特别加以标注和致谢的地方外，论文中不包含其他人已经发表或撰写过的研究成果。与我一同工作的同志对本研究所做的任何贡献均已在论文中作了明确的说明并表示了谢意。

学位论文作者签名： 原文婧 签字日期： 2021.6.2

导师签名： 郭晓宇 签字日期： 2021.6.5

导师(校外)签名： 李贵义 签字日期： 2021年6月12日

关于论文使用授权的说明

本人完全了解学校关于保留、使用学位论文的各项规定， 同意 (选择“同意” / “不同意”) 以下事项：

1. 学校有权保留本论文的复印件和磁盘，允许论文被查阅和借阅，可以采用影印、缩印或扫描等复制手段保存、汇编学位论文；

2. 学校有权将本人的学位论文提交至清华大学“中国学术期刊(光盘版)电子杂志社”用于出版和编入CNKI《中国知识资源总库》或其他同类数据库，传播本学位论文的全部或部分內容。

学位论文作者签名： 原文婧 签字日期： 2021.6.2

导师签名： 郭晓宇 签字日期： 2021.6.5

导师(校外)签名： 李贵义 签字日期： 2021年6月12日

Research on the profit model of Vanke Light-assets

Candidate: Xi Wenjing

Supervisor: Guo Hengtai Li Guiyi

摘 要

随着城市化进程的加快以及一系列耕地保护政策的出台,我国商用土地资源受到较大限制,房地产投机性动机也得到进一步遏制。我国房地产行业进入靠质量取胜、以全方位服务为目标的发展时期。过去房地产企业依赖土地增值的重资产盈利模式已经无法满足其发展需求。由此,一些房地产企业试图突破现有发展瓶颈,向轻资产盈利模式转型,以寻求新的利润增长点。万科率先于 2013 年向轻资产盈利模式转型,并取得了良好的成绩。

文章以万科作为具体的研究对象,采用文献研究法、案例研究法,结合分工理论、微笑曲线理论和价值链理论以及相应的企业绩效评价方法,研究分析万科轻资产盈利模式的实施情况。首先介绍万科的概况,分析了万科向轻资产转型的动因,并梳理了万科采用的三种盈利模式,接着结合价值链理论进一步探讨了万科轻资产盈利模式的特征。其次,通过财务指标和 EVA 评价体系对其盈利模式的运行分别进行了横向和纵向的比较分析,并采用非财务指标加以补充。最后文章通过本案例研究从两个层面提出了相应的经验与启迪。

研究发现,万科实施轻资产盈利模式后,其经济增加值有了明显的改善,偿债能力、盈利能力、营运能力整体有所提升,品牌价值、市场占有率及员工保持率处于一个较高水平,整体发展迅速并取得了良好的结果。但通过对比发现,万科的发展能力并没有显著提升,而且存在员工结构调整力度不大的问题。通过对万科个案的研究,以期能够对已经转型和尚未转型的房地产企业提供智力支持。

关键词: 轻资产 盈利模式 财务绩效 万科

Abstract

With the acceleration of urbanization and the introduction of a series of cultivated land protection policies, China's Commercial land resources are greatly restricted, and the speculative motivation of real estate has been further curbed. China's real estate industry has entered the development period of winning by quality and aiming at all-round service. The asset-heavy profit model of land appreciation that real estate enterprises relied on in the past has become unable to meet their development needs. As a result, some real estate enterprises try to break through the existing development dilemma and transform to asset-light profit model in order to seek new profit growth points. Vanke took the lead in transforming to asset-light profit model in 2013, and achieved good results.

This paper takes Vanke as the specific research object, uses the literature research method, case study method, combined with the division of labor theory, smile curve theory, value chain theory and the corresponding enterprise performance evaluation method, studies and analyzes the implementation of Vanke asset-light profit model. This paper first introduces the general situation of Vanke, analyzes the motivation of Vanke's transformation to asset-light, and summarizes three profit models adopted by Vanke. Then it further discusses the characteristics of Vanke's asset-light profit model based on the value chain theory. Secondly, through the analysis of financial indicators and EVA evaluation system, the operation of the asset-light profit model of Vanke is compared horizontally and vertically, and non-financial indicators are used to supplement it. Finally, the paper summarizes the experience and inspiration obtained from the case study from two aspects.

It is found that after the implementation of asset-light profit model, Vanke's Economic Value Added has been significantly improved, its solvency, profitability and operation ability have been improved, its brand value, market share and employee retention rate are at a high level. On the whole, it has developed rapidly and achieved good results. But through the comparison, we find that Vanke's development ability has not been significantly improved, and that the adjustment of staff structure need to be further strengthened.

Through the case study of Vanke, this paper aims to provide intellectual support for the real estate enterprises that have been and have not yet been transformed to asset-light profit model.

Keywords: Light-assets; Profit model; Financial performance; Vanke

目 录

1 绪论	1
1.1 研究背景和意义.....	1
1.1.1 研究背景.....	1
1.1.2 研究意义.....	1
1.2 文献综述.....	2
1.2.1 轻资产盈利模式研究.....	2
1.2.2 企业绩效评价研究.....	3
1.2.3 轻资产盈利模式下企业绩效研究.....	4
1.2.4 文献述评.....	4
1.3 研究方法及内容.....	5
1.3.1 研究方法.....	5
1.3.2 研究内容.....	5
2 理论基础	8
2.1 轻资产盈利模式的理论基础.....	8
2.1.1 分工理论.....	8
2.1.2 微笑曲线理论.....	8
2.1.3 价值链理论.....	9
2.2 企业绩效评价方法.....	9
2.2.1 财务指标分析.....	9
2.2.2 EVA 评价体系.....	9
2.2.3 非财务指标分析.....	10
3 案例介绍	11
3.1 万科简介.....	11
3.2 万科向轻资产盈利模式转型的动因.....	11
3.2.1 行业竞争压力大.....	11
3.2.2 国有土地供应面积少，土地成本增加.....	11
3.2.3 人口老龄化加剧，购房适龄人口下降.....	12
3.2.4 企业内部存货销售风险.....	13

3.2.5 企业内部融资风险	13
3.3 万科轻资产盈利模式选择	15
3.3.1 小股操盘模式	15
3.3.2 睿服务模式	16
3.3.3 房地产投资信托基金模式	18
4 万科轻资产盈利模式实施效果分析	20
4.1 万科轻资产盈利模式特征分析	20
4.1.1 万科轻资产盈利模式内部价值链特征	20
4.1.2 万科轻资产盈利模式横向价值链特征	21
4.1.3 万科轻资产盈利模式纵向价值链特征	22
4.2 财务指标对比分析	23
4.2.1 比较对象的选取	24
4.2.2 偿债能力分析	25
4.2.3 盈利能力分析	27
4.2.4 营运能力分析	29
4.2.5 发展能力分析	31
4.3 EVA 计算及对比分析	33
4.3.1 税后净营业利润计算	34
4.3.2 资本总额计算	35
4.3.3 EVA 计算及分析	38
4.4 非财务指标分析	40
4.4.1 品牌价值分析	40
4.4.2 市场占有率分析	40
4.4.3 员工保持率分析	42
4.5 小结	44
5 万科轻资产盈利模式的经验与启迪	46
5.1 对已经引入轻资产盈利模式房企的经验与启迪	46
5.1.1 平衡小股操盘模式的收益与风险	46
5.1.2 进一步以品牌价值带动地产延伸业务群的发展	47
5.1.3 综合提升发展能力，注重人才队伍建设	47

5.2 对尚未引入轻资产盈利模式房企的经验与启迪	48
5.2.1 借鉴睿服务模式，形成具有自身特色的物业管理体系	48
5.2.2 引入房地产投资信托基金	49
5.2.3 加大对智力资本等轻资产的培养与开发	49
6 结论与展望	50
6.1 结论	50
6.2 展望	51
参考文献	51
后记	56

1 绪论

1.1 研究背景和意义

1.1.1 研究背景

二十一世纪初,我国房地产行业在城镇化的推进下开始盛行,在过去的近二十年里,人们对住房的刚性需求以及投机动机成为我国房地产行业高速发展的重要原因。过去,房地产行业重度依赖重资产盈利模式,即通过大量获取土地并开发出售进行获益。这种模式凭借着规模化以及土地增值的优势取得了巨额收益。然而,在面临城市化进程深化以及人口结构变迁等中长期问题时,我国房地产市场的增量总体趋于收敛。此外,年轻购房主体者的消费观和偏好也更加多变。我国房地产行业从过去的黄金时代也逐步进入到白银时代的深水区,面临着业务萎缩的窘境。这就要求企业能够随机应变,以顺应时代和适应自身条件的盈利模式去面对全面竞争。

因此,在这种背景下,房地产行业也在积极探寻一种新的盈利模式,即轻资产盈利模式。该模式将优势资源集中起来发展企业的核心业务,注重客户关系,主要依靠服务增值。即在具体实施的过程中,房地产企业只需要注重对利润率较高环节的投入,不再参与到整个产业链中去。因此,文章以房地产行业的龙头企业万科作为案例分析对象,拟通过对其轻资产盈利模式的研究,探索该模式的适应性与优劣性,以期对万科,以及已经转型和尚未转型的房企提供经验。

1.1.2 研究意义

采用重资产盈利模式的企业为保持一定的市场规模,会十分注重对固定资产的投入。然而这一举措在企业经营管理过程中会增加成本,给企业带来更大的现金流压力。此外,经济疲软使得银行放贷困难,贷款门槛进一步提高,造成企业融资艰难的局面。而轻资产盈利模式不仅能够拓宽企业的融资渠道,还能缓解资金问题,加速品牌扩张,寻求以最小的投入获得更高的收益。

文章在文献梳理的基础上,剖析其价值链的特征,并依据相应指标分析了万

科轻资产盈利模式的实施情况,最后得出经验与结论。这种方法将进一步丰富轻资产盈利模式的相关研究内容。其次,文章运用对比分析进行研究,为其他研究者提供了不同研究思路的基础上,也将有效提升轻资产盈利模式研究的科学性,具有一定的理论意义。此外,该如何制定适合企业自身且能高效运行的轻资产盈利模式是房企应当考虑的问题。文章从万科的三种轻资产盈利模式着手,结合已整合的资料和深入的数据分析,探索其盈利模式的价值链特征,并以绩效分析的结果结合其潜在的问题,从而得出经验与启迪。达到理论来源于实践,反过来又指导实践的目的。目前,我国房地产行业还未普遍运用轻资产盈利模式,部分实施的企业也尚处于初始阶段。因此,文章研究万科的轻资产盈利模式具有一定的现实意义,并对一些已经转型和尚未转型的房企具有一定的借鉴意义,帮助其提升转型成功率。

1.2 文献综述

1.2.1 轻资产盈利模式研究

1. 轻资产盈利模式的含义

Camarina-Matos (1998) 指出,轻资产盈利模式就是将企业汇聚到的资源集中使用到具有竞争优势的价值链环节中去。这种方式通过充分运用内外部整合的资源,使企业形成了完整的价值链。Rowley (1999) 认为,轻资产盈利模式就是在分工理论的基础上,将企业分成各个具有一定自主经营权的部门,通过部门间的相互沟通来进行运作,提高工作效率的同时降低经营风险。戴天婧等(2012)通过研究发现,轻资产囊括了客户资源、研究技术、人力资源、品牌价值等模块,企业则可以通过利用这些长期积累的内容,整合内外部资源,达到以小博大的目的。韩鹏(2018)将轻资产盈利模式定义为一种价值驱动的资金运作模式,他认为该模式的实施能够提升企业非实体经济资源的比重。邵建军和张世焦(2019)认为,轻资产盈利模式是企业利用自身管理能力、经营能力等方面的优势,通过杠杆作用吸引投资,进而实现企业价值最大化。邵志高(2019)认为,轻资产盈利模式的本质是为企业将长期积累的轻资产作为关键性资源投入,并产生大部分利润。

2. 轻资产盈利模式的作用

JY Sohn 等（2012）研究发现，企业的盈利能力能够依托轻资产盈利模式得到有效提升，并从一定程度上降低盈利波动带来的风险，有助于企业市场溢价的上升。王卫星、林凯、程莹（2014）指出，采用轻资产盈利模式的企业有能力获得更多的无形资产，提升企业的增长潜力。张艳（2017）认为，轻资产盈利模式在降低重资产率的同时，相应的提高了无形资产占资产的比重。吴晓霞等（2018）分析认为，轻资产盈利模式有助于企业优化资源结构，在更新调整各类资产占比之后，培育了新的盈利点，致力于提高企业价值。此外，他们也指出想要转型的企业不可生搬硬套其他企业的转型措施，应当明确梳理自身业务并评估资源优势，做出适度的调整。陈冰玉（2019）根据轻资产盈利模式的本质指出，运用该模式的企业具有财务投入低，资产收益较高的特征。

1.2.2 企业绩效评价研究

早期国内外诸多学者就如何提升企业绩效水平展开了摸索，并在不同的时代背景下相继提出了不同的绩效方式，文章从企业绩效发展历程的角度对文献进行了梳理。

在 19 世纪末到 20 世纪初，主要以成本绩效研究为主。在这一时期，企业经营的首要目的即盈利。在此目标下，简便的成本计量也随之诞生。由泰勒提出的标准成本法成为了当时主要的绩效评价方法。随着经济社会的不断发展，企业意识到简单的财务绩效方法并不能全面揭示公司经营的问题。因此，在当时的经济背景下，杜邦分析体系随之运用而生。企业更加注重利润最大化，因此在杜邦分析体系下，以利润率为主要指标的业绩评价较为合理。但当企业的目标逐渐从纯利润向股东价值最大化过渡时，以往的绩效评价方法就不再适用。1990 年斯图尔特提出了将权益资本成本考虑在内的 EVA 评价法，该评价方法更注重企业的可持续发展。随后，Robert Kaplan & David Norton（1992）研究表明，平衡计分卡弥补了传统绩效评价缺少非财务指标数据的缺陷。基于外国学者杰出的研究结论，我国学者在不断地摸索与探寻中也得出了相应的理论。周维秀（2000）指出企业财务指标评价体系应从偿债能力、盈利能力、营运能力和发展能力这四个方面进行构建。李孟阳，郭朝阳（2017）指出，随着经济社会发展，传统财务评价方法存在的片面化问题已经不足以反映企业发展中的问题。因此，综合考虑各种因素，要

想达到预期目标,就应该将财务指标与非财务指标合理的结合起来进行评价。类似的,宋军民(2018)通过研究认为,应综合考虑企业内外部多方面因素对企业绩效的影响。他认为,可以将平衡计分卡和 EVA 两种方法有机的结合起来。

1.2.3 轻资产盈利模式下企业绩效研究

轻资产盈利模式的实施对企业绩效是有一定影响的。唐瑛璋等人(2007)研究发现,如果恰当地运用轻资产盈利模式,能够为企业创造更可观的利润。Sohn(2013)以实证研究方法对美国连锁酒店的研究发现,轻资产盈利模式在降低营运风险的同时能够提升企业的盈利能力。吴革(2014)通过对格力电器轻资产运营模式的分析后指出,合理地运用轻资产盈利模式会对企业绩效产生积极的影响。解宏等(2015)通过对轻资产与重资产对企业绩效影响的实证研究发现,轻资产能够促进企业的发展,重资产则相反。竺琦(2018)通过实证研究发现,轻资产盈利模式对企业绩效呈积极影响。同样的,周泽将等(2020)也证实了这一点。通过对我国 2009 年-2017 年间 A 股上市公司的实证研究发现,轻资产盈利模式与企业价值显著正相关,对改善企业绩效水平也具有一定的促进作用。

1.2.4 文献述评

通过对上述文献地整理,可以从以下几点进行归纳。首先,学者们对轻资产盈利模式的概念及特征的解释虽各有侧重点,但究其本质却存在一致性。即轻资产盈利模式就是将非核心、附加值低的业务剥离,使资源集中在企业具有竞争优势的关键环节中去,从而为企业创造更高的价值。然而轻资产盈利模式在运行中具有一定的限制性,并非任何企业都可以盲目复制。

其次,通过对企业绩效发展历程的梳理,我们发现根据不同时代的经济背景,学术界相继探索出适应该时代的绩效评价方法,从而帮助企业更全面、客观的认识到发展状况及经营风险。最后,针对盈利模式与企业绩效的关系,国内外学者通过不同的研究方法,提出了相应的影响。结果显示,轻资产盈利模式会对企业产生积极影响,即合理的运用该模式会提升企业绩效水平。

虽然有学者相继提出二者的关系,但我国学者并未就此做出全面的剖析。同时轻资产在制造业的运用相对成熟,而并未在其他行业普遍应用。因此,文章从

研究的空缺点出发，以房地产龙头企业万科为分析对象，分析该盈利模式的优劣性，并据此为其他房地产企业提供相应的经验与启迪。

1.3 研究方法及内容

1.3.1 研究方法

1. 文献研究法

通过阅读轻资产盈利模式和企业绩效的国内外核心期刊、会议论文，文章对该盈利模式的概念及特征、企业绩效评价的发展历程以及二者关系的研究进行了梳理。并在此基础上提出相应观点与结论，以此作为研究万科轻资产盈利模式的基础。

2. 案例研究法

万科虽是房地产龙头企业，但面对同类房企的盈利模式的转型，以及政策背景的调整和百姓对居住需求态度的转变，使得万科也不得不重新定位其盈利模式。通过对万科的个案研究，分析轻资产盈利模式的优劣性，并依此得出经验与启迪，可为其他正处于轻资产盈利模式转型困境的企业提供发展方向。

1.3.2 研究内容

文章以万科轻资产转型为背景，首先对轻资产盈利模式以及企业绩效评价相关理论的研究进行梳理，整合相关概念；其次，以万科的轻资产盈利模式作为研究对象，通过对其转型动因的分析，整理出万科主要采用的三种轻资产盈利模式，并以价值链理论为基础分析其特征；接着，以财务指标分析为基础进行横向对比；以经济增加值为基础进行纵向对比；最后运用非财务指标进行补充分析，从而验证轻资产盈利模式对企业绩效是否有积极作用。内容包括六部分，如图 1.1 所示。

第一部分为绪论，主要阐述研究背景及意义。通过文献综述整合了国内外学者的观点，包括了轻资产盈利模式的概念和特征，企业绩效评价研究以及轻资产盈利模式与绩效评价的关系，最后提出文章研究的方法和研究的主要内容。

第二部分为理论基础，包含了轻资产盈利模式相关理论和企业绩效评价方法。

第三部分为案例介绍。包括了万科集团的简介及其向轻资产的转型动因；接

着就万科轻资产盈利模式的三种选择分别从其含义和盈利模式的四种构成要素进行介绍。

第四部分是对万科轻资产盈利模式实施效果的分析。首先是基于价值链理论对其特征进行分析。其次，选取同行业的重资产企业，通过财务指标的横向对比进行分析；其次，通过经济增加值进行纵向对比分析，进一步剖析万科转型前后的效果；最后运用非财务指标，从品牌价值、员工保持率和市场占有率三方面对以上分析的内容加以补充。

第五部分是万科轻资产盈利模式的经验与启迪。针对第四章对盈利模式的具体剖析，结合其存在的瑕疵，对已经转型和尚未转型的房企提供经验与启迪。

第六部分是研究结论与展望。在上述理论梳理与案例分析基础上进行归纳，总结出万科轻资产盈利模式的实施效果，并提出对未来研究的展望。

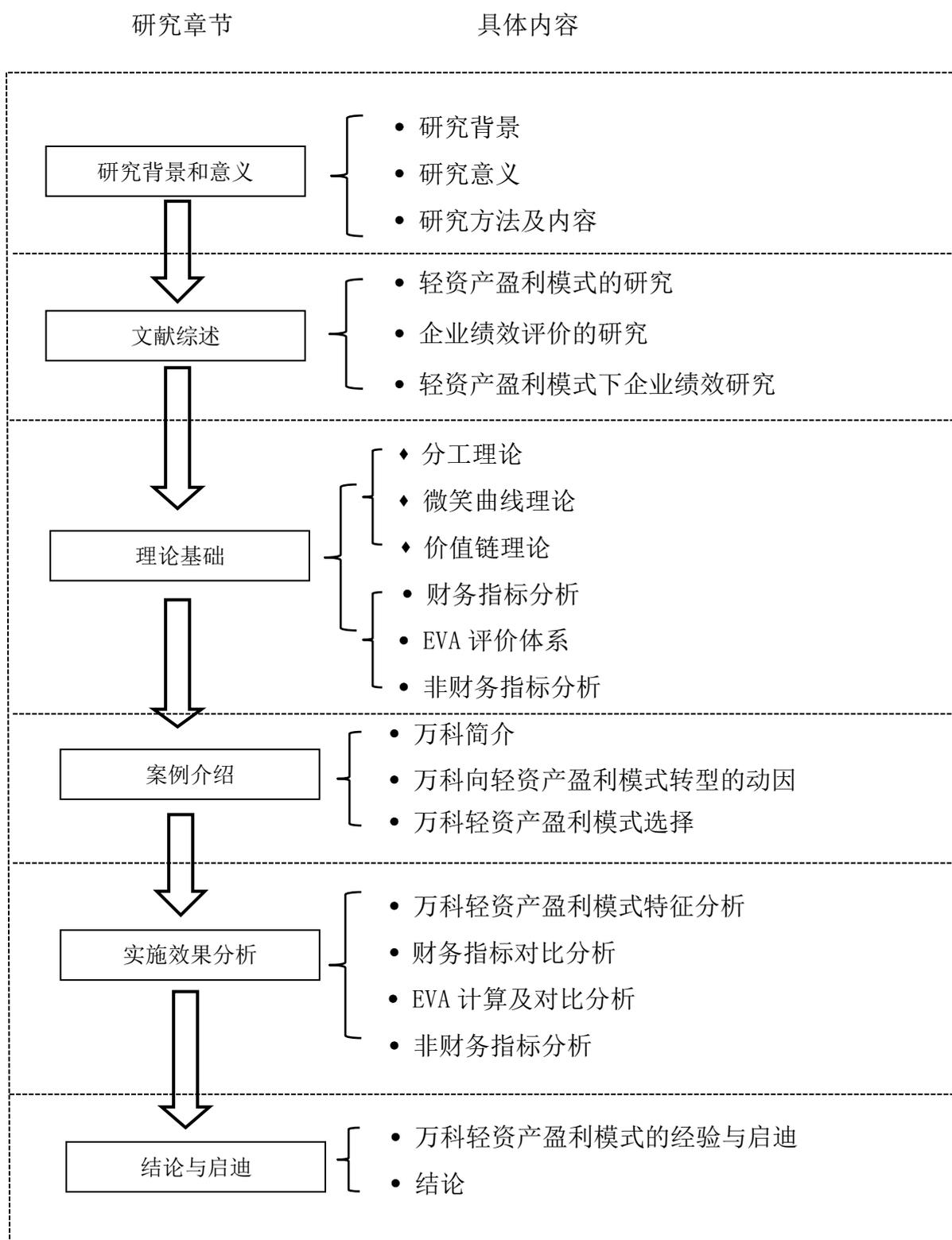


图 1.1 研究思路框架

2 理论基础

2.1 轻资产盈利模式的理论基础

2.1.1 分工理论

亚当斯密在《国富论》中详细阐述了其于 1776 年 3 月首次提出的分工理论。即将员工分开处理不同的工作，最后再通过各环节的整合完成整个工作流程。他指出劳动分工可以提高工作效率，因为通过细化生产过程，可以使每个劳动者都专注于自己负责的工作领域，从而提升工作效率。此外，由于劳动者聚焦于自己的生产领域，对单一生产环节有着熟练的操作，因此会生产出更加优质的产品，从而降低了不合格产品的生产率。而轻资产盈利模式实则是对分工理论的延续与发展，实施轻资产盈利模式的企业能够充分发挥自身领域的优势，将有限的资源集中投入到核心业务上，通过对单个环节的关注，进而以较少的投入获得较高的产值。

2.1.2 微笑曲线理论

微笑曲线理论由施正荣先生于 1992 年提出。在国际分工由产品分工向要素分工转变的背景下，这一理论也随之诞生。企业由过去承包产品运营的所有环节到只专注且只负责自身专业领域的环节。下图 2.1 表明，曲线中间部分的制造环节属于低附加值部分，而两侧则代表了销售、研发、设计与服务等的高附加值环节。随着经济社会的不断发展，各分工合作者不用再参与到一套完整的价值链环节中，而只需要通过精细化的分工就能促进企业的发展。企业若想获得更高的价值，就应该稳固曲线两端的竞争优势，加强研发设计与销售服务。微笑曲线理论明确了哪些是高附加值的环节，并指导了该如何将这些环节有效结合，从而助力企业健康平稳发展。文章中万科轻资产盈利模式的小股操盘模式正是基于该理论展开的。

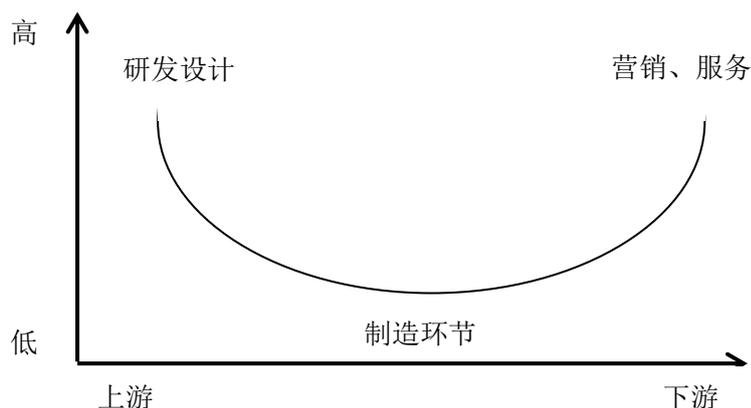


图 2.1 微笑曲线示意图

2.1.3 价值链理论

价值链理论最早出现在迈克尔波特的《竞争优势》一书中。他指出企业的价值创造是依靠多个活动共同完成的，而不仅仅由单一环节完成。由微笑曲线理论我们已经知道，各环节的价值分布是不均匀的，即各环节能够为企业创造价值的能力不尽相同。因此，要想提升企业价值，就应该先识别各项环节对企业价值贡献的高低，再判断哪些环节是可以通过外包转移至专业化的公司，进而优化资源配置并节约成本。所以轻资产企业可以凭借自身在价值链管理中的优势，集中精力并合理的将资源投入到增值空间大的环节中以获得更高的利润率。

2.2 企业绩效评价方法

2.2.1 财务指标分析

财务指标反映了企业的财务状况与经营成果。通常包含了以下四个指标：偿债能力、盈利能力、营运能力和发展能力。文章通过对万科实施轻资产盈利模式后的财务指标的横向对比分析，能够对该模式提供更加客观的评价。

2.2.2 EVA 评价体系

1982年美国斯腾斯特咨询管理公司提出EVA评价体系,我国于2010年引入。

EVA 评价体系涵盖了完整的指标，考虑了传统财务指标中没有的权益资本成本。而在所有权与经营权相分离的环境下，EVA 评价体系能够有效的监督经营者的决策，避免其为了追求自身的利益而放弃为企业带来长远利益的短视行为。轻资产盈利模式正是从长远的角度为出发点，注重对研发、销售等环节的投入。因此，采用 EVA 评价体系，能够更为合理的反映轻资产盈利模式的实施情况。

2.2.3 非财务指标分析

财务指标侧重于对企业过去经营业绩的评价，同时由于 EVA 分析结果具有导向性的特征，需要引入非财务指标分析。该分析考虑了非报表内因素，即从主观的角度对企业绩效进行评价。在实际经营过程中，轻资产企业利用能够对企业未来发展进行评价的非财务指标就显得尤为重要。因为轻资产包含了品牌效应、研发能力等不在报表内反映的无形资产，这些非固定性资产对企业绩效有着极大的影响。因而有必要在研究时引入非财务指标对案例企业进行更加综合的分析。

3 案例介绍

3.1 万科简介

1984年，万科在深圳成立，并于1991年在深交所A股上市（股票代码：000002）。在经历了房地产市场各个发展时期的历练后，万科将三十余年的发展经验与时代背景紧密集合，已然成为了我国房地产市场的龙头企业。2016年万科首次进入《财富》500强的榜单中，此后四年接连上榜，排名更是在2020年上升至第208位。1993年万科把大众住宅作为核心业务，将为百姓提供优质的住房和服务作为其发展初衷。万科在巩固原有业务优势的基础上，为迎合消费者对物质生活多样化的需求，积极探寻延展业务，为企业实现未来可持续盈利奠定良好的基础。

然而近些年，随着国家宏观调控力度加大，房地产企业面临着经济结构转型以及城市化进程深化等问题。万科凭借其敏锐的洞察力于2013年率先提出“轻资产、重运营、极致服务”的口号，开始步入向轻资产盈利模式转型的历程。

3.2 万科向轻资产盈利模式转型的动因

3.2.1 行业竞争压力大

1998年我国房地产企业开始向商品房市场进军，由于土地出让不规范，使得房地产市场准入门槛较低。在1998年到2007年房地产市场发展的黄金十年间，房地产开发企业个数由24387个增长至62518个。随后由于一系列耕地保护政策的出台，房地产企业快速涌现的现象受到一定制约。截止2013年底房地产开发企业共计91444个。同时，商品房销售面积由2013年130550.59万平方米降至2014年的120648.54万平方米，销售面积增长率出现负增长，销售额增长率下降至-6.13%。强烈的竞争压力以及外部因素加快了万科转型的步伐。

3.2.2 国有土地供应面积少，土地成本增加

随着城市化进程的加快，土地资源受到一定限制。早期的房地产企业需要以

大量的土地开发进行规模化的建造以占领市场份额。但随着土地供应量的减少，房地产商不得不接受越来越高的土地价格。

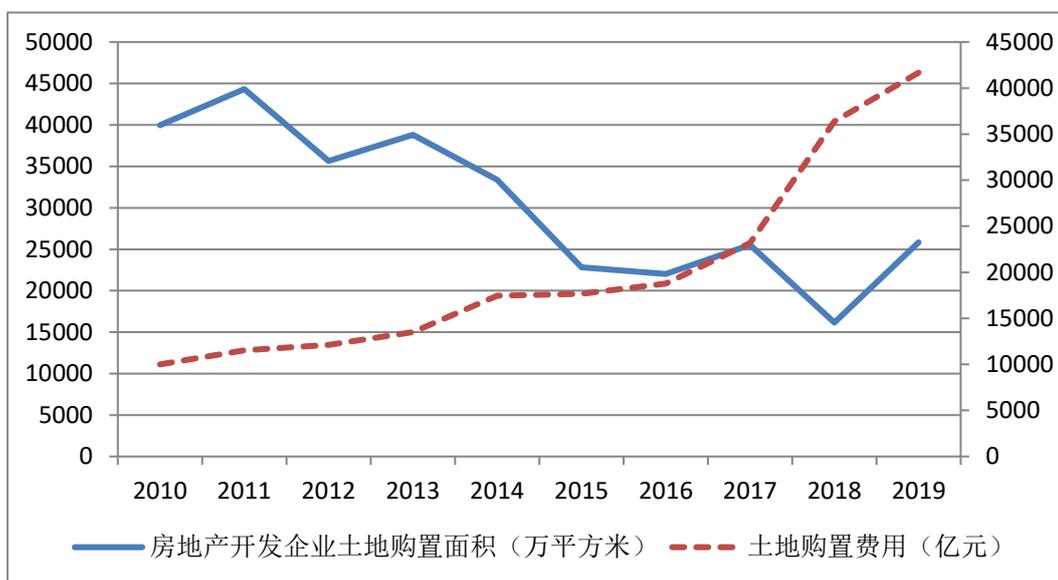


图 3.1 2010-2019 年房地产开发企业土地购置面积和土地购置费用统计图

如图 3.1 所示，2010 年至 2019 年间房地产开发企业土地购置面积在小范围内上下波动，总体呈现下降趋势。而与此同时，土地购置费用却居高不下，逐年攀升，与购置面积呈反向变动趋势。在此背景下，房地产企业由于购置土地成本的增长，面临的资金压力也愈发增加，导致房企对土地的投资不断减少。因此，由过去依靠土地开发增值的重资产盈利模式向轻资产盈利模式的转型显得尤为重要。

3.2.3 人口老龄化加剧，购房适龄人口下降

在城市化进程深化，人口结构变迁的趋势下，我国已进入老龄化阶段。如图 3.2 所示，我国购房适龄人口的峰值出现在 2015 年，而随着人口红利的消失，购房增速逐年下降，人们对商品房住宅的需求预计在未来的 10 年间将大幅下降。在我国房地产行业进入到以全面服务为目标的发展阶段后，由过去单纯依托土地开发获取利润的模式已不再适用。由此可见，房地产的住宅销售面临着业务萎缩的窘境，房地产企业的转型迫在眉睫。

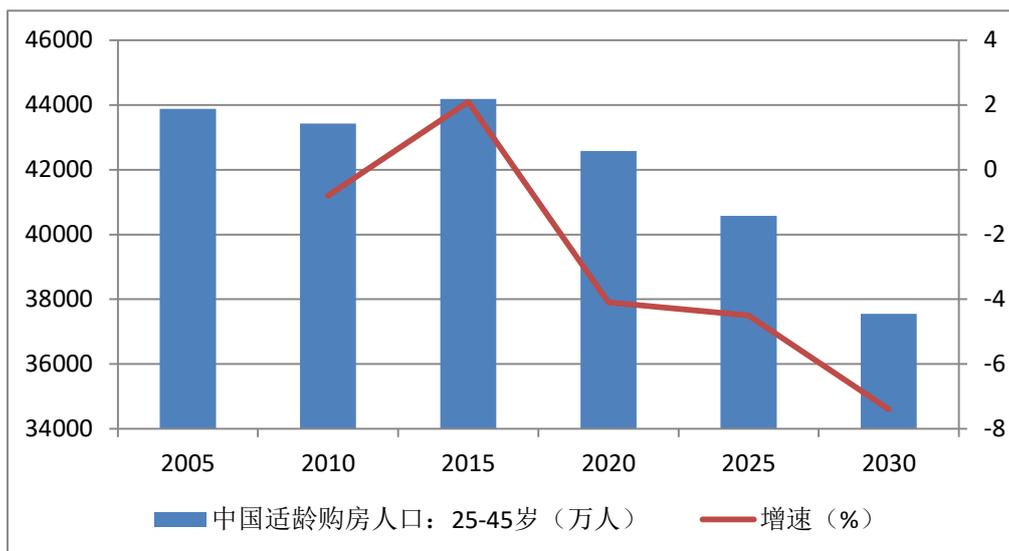


图 3.2 我国适龄人口购房示意图

3.2.4 企业内部存货销售风险

通过对万科年报披露的数据分析发现，万科在转型前具有高库存量的特征。如下表 3.1 所示，2008 至 2012 年间的存货占总资产的平均比重为 67.41%，其中 2008 年和 2011 年的比重甚至达到 70% 以上，2010 年和 2011 年的平均存货增长率更是超过 50%。近年来，房地产去库存已成为国家重点关心的事项。国家鼓励房地产开发企业顺应时代的潮流，适时转变经营策略。在此背景下，万科的巨额存货量使得销售与资金回笼环节都面临着较高的风险。因此，及时调整企业的盈利模式，既可以尽可能的规避风险，也能使企业积极探索出新的利润增长点。

表 3.1 2008-2012 年万科存货增长率及存货占总资产比重

	2008	2009	2010	2011	2012
存货增长率	29.22%	4.87%	48.01%	56.25%	22.48%
存货占总资产比重	72.04%	65.46%	61.83%	70.33%	67.36%

资料来源：万科年报

3.2.5 企业内部融资风险

房地产行业的特性使其需要大量资金的投入，而传统的融资渠道单一。从表

3.2 中可以看出房产企业项目开发的资金来源主要包含以下四部分，其中自筹资金和包含了国家预算资金和社会集资等的其他资金占总筹集资金比例较高。近年来，为了响应国家号召，商业银行进一步加强对贷款政策的限制。国内银行贷款占总筹集资金的比例从 2008 年的 18.31% 降至 2012 年的 15.31%。

表 3.2 2008-2012 年房地产行业资金来源统计表

单位：亿元

年度	筹集资金合计	国内银行贷款	外资投入	自筹资金	其他资金
2008	21397.84	3918.08	257.81	7000.39	10221.56
2009	57799.04	11364.51	479.39	17949.12	28006.02
2010	72944.04	13563.7	790.68	26637.21	32952.45
2011	85688.73	13956.8	785.15	35004.57	36842.22
2012	96536.81	14778.39	402.09	39081.96	42274.37

资料来源：CSMAR 数据库

万科资产负债率在转型前较高。通过观察图 3.3 可以看出，自 2009 年起万科资产负债率就不断增长，在 2012 年达到了 78.3%，同年行业的资产负债率为 75.2%。可以看出，企业资本的很大部分都是来源于外部借贷。合理的利用经济杠杆可以为企业减轻资金压力并在短时期内扩大规模。但在这种负债经营的模式下，如果国家实施紧缩性货币政策，就会使企业面临巨大的危机，随之而来的投资风险会进一步加深房地产企业的困境。

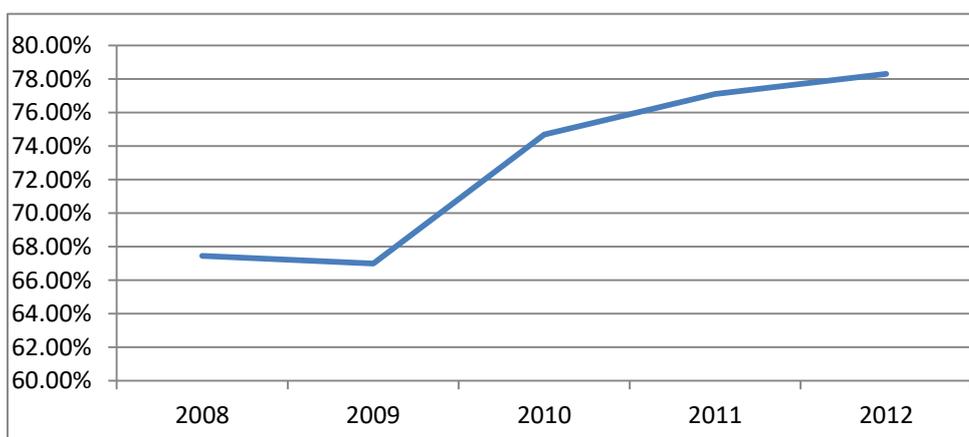


图 3.3 2008-2012 年万科资产负债率

通过对万科向轻资产盈利模式转型动因的分析可知，在一系列外部及内部因

素的影响下，重资产盈利模式的缺陷愈发明显。房地产企业要想实现可持续盈利的目标，就应当顺应时代潮流积极探索新的盈利模式，以突破现有发展困境。

3.3 万科轻资产盈利模式选择

3.3.1 小股操盘模式

1. 含义

要想明确小股操盘的含义，可以将其拆分开来解释。小股即投入少量的钱，持股比例较低；操盘即对揽入的活进行控制与管理，从而赚取更多的增值服务收益。小股操盘不再要求企业通过绝对控股而控制项目，而是通过对品牌价值和能力的输出，赚取相应的管理费用，进而谋取企业发展的最大值。万科师从铁狮门，将其得到的经验与启发进行借鉴与运用。万科于 2014 年 8 月 28 日与全球知名投资公司凯雷成立资产平台公司，其中凯雷持股比例为 80%，万科仅为 20%。在此项合作中，万科承担的项目成本降低，在降低经营风险的同时可以将释放出的资金投入更多项目中去，进而为企业创造更广阔的发展空间。截止 2018 年末，万科采用小股操盘模式开发的项目占总项目的 76.5%。由此可见，小股操盘模式在万科向轻资产转型后深受青睐。

2. 构成要素

(1) 利润点。能够为小股操盘模式的顺利实施提供的一系列产品和服务称之为利润点，企业则以此为基础支撑企业目标利润的实现。具体表现为万科通过其成熟的采购渠道和坚实的资本运作能力，再依托优秀的品牌影响力，获得高回报率，进而降低了企业资金压力，以收取增值服务收益的方式为万科创造新的利润增长点。

(2) 利润来源。小股操盘模式加强了企业间的联盟与合作。万科首先制定明确的战略目标和市场定位，细分并选择能够为之有效服务的客户群体。因此，各项目的合作方就成为了该模式的利润来源。在该模式下，万科以向合作方输出自己管理能力的方式，获取超过其投资比例的额外收益。在昆明云上城项目中，万科仅以 23% 的投资比例最终获取了 2.27 亿的收益，是投资成本的近 10 倍。在此模式下，万科真正实现了以小投资撬动大收益的目标。

(3) 利润杠杆。万科轻资产盈利模式的利润杠杆可概括为以小投入获得大回报的杠杆效果。其表现形式是在小股操盘模式中推行的事业合伙人制度。小股操盘模式不再赘述。企业要想持续发展,就应该建立自身专业的管理团队,其中就离不开人才队伍的引进。该如何使得员工能高效并全身心的投入工作并为企业创造价值,是管理者值得不断考虑的问题。万科的事业合伙人制度包括了上层员工持股计划和员工跟投计划。

上层员工持股计划仅限于企业上层员工,即高管层级的员工以自愿为原则进行参股。万科再将这部分资本集中购买本企业股票。事实上,万科早在 2010 年就开始实施相关计划。采用对年终奖发放采取三年封闭期的方式,并从其中抽取一定的比例投入。该计划可以使利益相关者共同获利,在密切连接员工与企业之间的利益时,进一步提升员工工作的积极性。

员工跟投计划与上层员工持股计划原则不同的是,该计划采用半自愿原则。其中与项目有关的核心管理人员是必须跟投人员。另一类则是除了董监高以外的其他人员。项目跟投流程主要包括三个模块,首先要将项目的相关数据进行公示,其次开始认购,最后根据认购比例,将运行的风险和收益进行分摊。这种方式实则是对员工的激励,也能够提升其工作效率。

(4) 利润屏障。企业为稳固自身收益会采取一定的保护措施。小股操盘利润屏障有两点。首先是对抗现有竞争者的威胁。房地产行业向轻资产转型的成功企业包含了国外的铁狮门和国内的朗诗集团。而万科也凭借着其标准的开发体系和高质量的运营在转型阶段也具有了一定的对抗优势。其次是对抗潜在的竞争者的威胁。相对于中小房地产商,万科具有强大的品牌效应,在操盘阶段即使持股比例很低但依然拥有绝对的话语权,这一先天的优势是部分房地产商转型的壁垒。

3.3.2 睿服务模式

1. 含义

好的物业服务能够扩大住房的升值空间,而物业服务又与客户体验息息相关,这是购房者考虑的重要因素之一。因此,万科在向轻资产转型的过程中重点培养物业业务尤其必要。1992 年万科旗下第一家物业公司成立,经过其不断的发展

与长期的积淀，2010年荣获“中国物业服务优秀品牌产业”第一名。2018年，该品牌以95.01亿元的价值创下该行业前所未有的新高度。为适应信息时代的变化并为轻资产转型打下基础，2013年万科物业上线睿服务平台，借助互联网技术，将物业服务数字化，借以提高运营效率。经过不断地更新迭代，万科物业进入3.0时代，即互联网+物业下人、财、物的联结。最新的4.0版本，将人、物业和商业连接，进一步实现物业服务的保值增值。

2. 构成要素

(1) 利润点。万科睿服务的利润点来自其所从事的业务带来的收益。万科在全面转型轻资产的过程中，除过传统的保洁、安保、维修等利润点，还以睿平台为核心，延展出服务中心和管理中心，进一步高效便捷的实现智能化管控，为其提供新的利润点。此外，通过技术输出和人文交汇，激活生态，使得轻资产的输出更具成本优势。

(2) 利润来源。其一，是对传统物业服务费用的收取，包含了对住宅和商业写字楼的服务。其二，是向其他物业管理公司输出自主研发的睿服务模式来收取管理费用。在第二种方式下，万科选择对已经完成住宅销售的公司进行管理输出，以防止消费者对品牌忠诚度的下降而影响到自身在售楼盘的出售。

(3) 利润杠杆。睿服务的利润杠杆就是为开发系统提供的研发投入。万科建立的战图将所有设备与系统进行编码，使得所有项目和设备分别以经纬度和身份证的方式标注，员工也匹配相应的经验值。此外，万科通过大量的资金和技术投入，创设了独具特色的监控系统和应用程序。

EBA 远程监控系统主要是通过远程传感器对所属项目和设备的运行状况进行监控，通过数据的采集，对小区资源进行远程控制，改变以往由人工频繁巡查的方式，在一定程度上降低了人力成本。此外，员工可以通过调度中心发布的任务，及时对业主的问题跟进与回访，从而提升员工的工作效率。该系统作为楼宇管理专家，是我国物业行业的第一个国家专利。

“乐帮”员工调度平台是为了提升员工工作效率而设计的。该平台可用于员工打卡签到、工单查询等服务。与此同时，通过乐邦，实现了社区业务的拆分，将一部分业务外包给所属专业领域的企业。例如，将绿化业务交由专门的绿化设计公司，进而使得万科向“轻”型化转变又跨越了一大步。

“住这儿”APP 是专属于业主的手机应用程序。通过该程序业主可以对员工进行点评、在线对设备故障投诉报修、完成相关账单支付以及进行邻里社交等活动。实现了资源线上线下的连接，进一步优化了管理，加深了住户体验感与参与感。

(4) 利润屏障。在对抗现有竞争者威胁方面，万科研发的专有物业服务系统，使其核心竞争力进一步加强。睿服务以差异化的服务在行业中独树一帜，加之其精细化的流程管理，已优于同行业相当规模的企业。其次，在对抗潜在竞争者的威胁方面，由于物业服务要与业主的资产深度挂钩，万科通过近 30 年在物业服务的不断摸索，已形成一套自有的标准化模式，通过对业主需求的不断积累，在为业主资产提供保值增值的过程中，彰显了其物业管理服务捍卫者的地位。与此同时，万科对“睿服务”平台投入的资金和技术的成本是较少同类公司可以比拟的。因此，该系统具有对抗潜在进入者的先决优势。

3.3.3 房地产投资信托基金模式

1. 含义

房地产投资信托基金（以下简称：REITs）是专用于房地产投资的投资基金。市场上普遍存在着投资能力有限的零散投资者，他们希望能够利用自己闲散的资金赚取额外的报酬。房地产投资信托基金就是汇集这些不特定投资者的资金，建立房地产投资管理专项基金，并交由专业的管理机构进行运作，以实现利益共享，风险共担，是一种双向代理关系。传统重资产房地产企业融资局限于向银行贷款等方式。而房地产开发需要大量资金的投入，仅靠自由资金和银行贷款资金会增加融资成本使得资金链压力增加。REITs 的引入方便了更多的投资者参与到房地产项目，亦使得开发商的融资渠道多样化，进一步促进了轻资产转型的实施。2015 年 6 月，万科联合鹏华基金管理有限公司发行了我国首只公募 REITs——鹏华前海万科 REITs。万科为使合作项目顺利实施，首先组建了万科前海公馆管理有限公司，以招租的形式带来高收益的客群；其次，以新设公司的收益权为标的，向投资者发放受益凭证，将所获资金的一半以增资方式投向公司，另一半投向固定收益类资产。

2. 构成要素

(1) 利润点。利润点是企业向特定对象提供的产品与服务。该模式的利润点是向特定或非特定投资者发行 REITs 受益凭证, 在运行阶段则交由管理人负责运行, 从中获取红利。融资渠道的创新也给企业带来了新的利润点。

(2) 利润来源。利润来源即指合作方。万科 REITs 的利润来源由合作方项目的租金和项目增值构成, 具体表现为一部分是对优质写字楼的租金收入, 另一部分是对固定收益类资产利息的收入, 剩余的一小部分权益类利润来源主要由物业管理费构成。通过对目标客户的选取, 最大限度的获取了客户价值也提供了高效的服务。

(3) 利润杠杆。房地产投资信托基金不论是在成立、筹资还是经营的各个阶段都是独立运作的, 这样能够保证财产安全。在专家经营的过程中能够积少成多, 迅速筹得资金。万科也进一步挖掘经济杠杆的潜能, 利用杠杆效应为客户提供服务并为企业创造价值。万科 REITs 的利润杠杆就是借助外部力量, 灵活融资渠道, 进一步拓宽利润空间。

(4) 利润屏障。万科是我国第一个创立公募 REITs 的房地产企业, 公募型基金具有流动性强, 投资门槛低的优势, 能够吸引更多的投资者。万科先决的洞察力已经快人一步的开拓了多样化的融资渠道, 为轻资产转型埋下了伏笔。随着经济社会的不断发展, 传统的重资产盈利模式融资渠道单一, 面临着较大的资金压力。因此, 万科率先创立我国首支公募 REITs 具有强有力的竞争优势。

其次, 万科凭借其良好的商业信誉, 不论是在银行贷款方面还是在 REITs 筹资方面都打下了坚实的基础。由于银行贷款愈发艰难, 建立与发行 REITs 也需要时间和成本。由此, 万科强化了风险控制机制, 设立专门的保证金账户和增信机制, 降低融资风险的同时进一步抵抗了潜在竞争者的威胁。

4 万科轻资产盈利模式实施效果分析

万科的轻资产盈利模式是基于自身在价值链管理中的优势，将生产要素投入到增值空间更大的环节中去。因此，首先通过对其价值链的分析，明确万科轻资产盈利模式的特征，以对该模式实施效果的分析奠定基础。其次，通过对大量参考文献的研读与梳理，发现企业绩效可以更直观有效的评价轻资产盈利模式的实施效果。因此，以传统财务指标、EVA 评价体系分别从横向和纵向进行对比，并以非财务指标加以补充，从而进一步研究万科轻资产盈利模式。

4.1 万科轻资产盈利模式特征分析

4.1.1 万科轻资产盈利模式内部价值链特征

内部价值链是企业通过对内部各环节的价值创造产生的增值活动。价值链链条上的节点看似相互独立，实则是相互关联的，即需要通过部门间的联动完成增值的过程。文章通过对万科内部价值链中附加值较高环节的分析进一步探讨万科轻资产盈利模式的特征。

对于万科而言，品牌价值是能够使其轻型化的关键因素。凭借其在行业内良好的口碑，形成具有核心竞争力的优势，从而获取高额利润。如下表 4.1 所示，万科的品牌价值自转型后稳中求进，且品牌价值排名均位于前三甲，2019 年实现大跨步的飞跃，达到 1175.43 亿元。

表 4.1 2013-2019 年万科品牌价值

							单位：亿元	
年份	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	
品牌价值	296.03	271.10	354.26	382.53	590.82	440.15	1175.42	

资料来源：万科年报

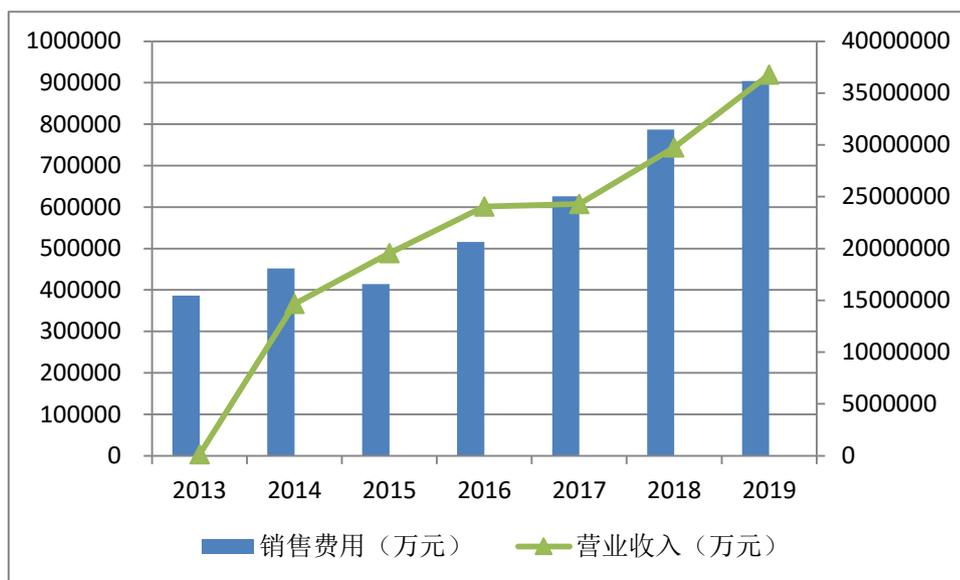


图 4.1 万科 2013-2019 年销售费用和营业收入

再由图 4.1 可知，万科的销售费用逐年提高，2013 年的销售费用不到 400000 万元，到 2019 年逼近 900000 万元，销售费用翻了一番。反映了万科在广告宣传方面的投入增加。同时，销售费用和营业收入是同方向变动，即销售费用的增加为企业的营业收入带来了正效应。此外，根据万科近三年的年报显示，2017 年-2019 年的研发费用分别为 6.133 亿、9.461 亿和 10.67 亿，三年的涨幅比例高达 74%，可见万科对于产品的研发设计和投入程度也是逐年增加的。

综上所述，通过对万科内部价值链的分析可知，价值链与轻资产盈利模式相辅相成。万科轻资产的转型促使价值链各环节的调整，同时给企业带来更大的收益。

4.1.2 万科轻资产盈利模式横向价值链特征

横向价值链属于外部价值链的一部分，也称为竞争对手价值链。该模块强调竞合关系，企业间不仅存在竞争关系，还可以通过合作联盟，实现资源互补，避免恶性竞争。双方可以以信息共享为基础，通过彼此的业务交流与合作，实现互利共赢的目的。

万科自实施轻资产转型起就相继与其他企业联盟。2014 年 8 月万科与凯雷成立资产平台公司。该合作以凯雷之谋满足万科之需，实现了双赢的目的。凯雷作为全球顶尖的投资公司具有强大的资本优势，但由于专业领域的限制未使其培

养出自有的物业管理团队。凯雷为使合作项目顺利运行，就需要寻找具有强大运营能力的合作者。而万科正是能满足凯雷之谋的不二之选。万科具有成熟且坚实的运营体系，但在合作项目中不具有资本优势，这就使得双方利益一致。在此次联盟中万科虽占小部分股权，但其握有实际的经营管理权力，能够促使其能更好完成合作项目。在该平台下，万科可以将旗下商业物业出售给资产平台公司，以解决万科旗下商业项目的存量问题。另一方面，万科还可以享受到对商业物业经营管理的收益以及其升值后的资产转让收益。

2015年5月，“万万”合作轰动业界，全球最大的商业地产万达与住宅巨头万科强强联手，双方积极建立战略合作关系，实现携手共赢的目的。在此项合作中，万科与万达分工明确，分别负责住宅开发部分和商业开发部分。在行业发展进入瓶颈期，利润率下降的局面下，万科与万达不谋而合，不仅使得双方都充分发挥了各自的专业优势，也促进了企业间的优势互补，助力万科更好的完成极致服务的目标。

综上所述，万科横向价值链的运行推动了其“轻资产、重运营”的收益常态化。前项联盟与同行业的联盟都可以更好的推动轻资产盈利模式的实施。但与此同时，要着重审视投资不当带来的风险。在竞合关系中，存在着利益权衡的问题。万科和万达的主营业务不同，而由此引发的不同的经营目标与理念在一定程度上会增加联盟的管理成本，继而隐藏的财务风险也会显现。

4.1.3 万科轻资产盈利模式纵向价值链特征

纵向价值链又被称为行业价值链。通过与前项供应商的联盟，和后向咨询公司，金融公司的联盟，实现价值最大化。

1. 建筑工程外包

与传统重资产企业相比，轻资产企业往往会将投入资源大且不具备增值性质的环节进行外包。这种方式使得在建筑工程板块需要购买机器设备的资金释放，降低了在开发阶段投入的固定成本并减轻了企业现金流压力。

从表 4.2 可以看出，2013 至 2019 年，万科的固定资产在总资产中所占的比重整体保持在较低的水平。由于 2015 至 2016 年开始大规模投资开发，使得固定资产激增，但在 2017 年后又稳步回落。通过对纵向价值链的分析可以看出，万

科充分利用了建筑工程外包的作用，将自身资源集中在附加值更高的环节中，进而在减轻企业资金压力的同时降低了运营风险。

表 4.2 万科 2013-2019 年固定资产占总资产比重

单位：亿元

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
总资产	4792.05	5084.09	6112.96	8306.74	11653.50	15285.79	17299.30
固定资产	21.30	23.08	49.17	68.11	70.99	115.34	123.99
固定资产/ 总资产 (%)	0.44%	0.45%	0.80%	0.82%	0.61%	0.75%	0.72%

资料来源：万科年报

2. 充分利用供应商资源

从表 4.3 可以看出，万科 2013 至 2019 年的流动负债占总资产的比例逐年增加，均居于 70% 左右，说明万科的轻资产盈利模式在降低了资本成本的同时，还充分利用上下游供应商的资源。

表 4.3 万科 2013-2019 年流动负债占总资产比重

单位：亿元

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
总资产	4792.05	5084.09	6112.96	8306.74	11653.50	15285.79	17299.30
流动负债	3289.22	3456.54	4200.62	5799.99	8473.55	11219.14	12726.10
流动负债/ 总资产 (%)	68.64%	67.99%	68.72%	69.82%	72.71%	73.40%	73.56%

资料来源：万科年报

综上所述，通过对万科纵向价值链的分析可知，万科轻资产盈利模式在充分利用供应商资源的基础上保证了企业充足的现金流。同时将附加值低的环节外包，使得企业进一步轻型化。

4.2 财务指标对比分析

企业财务报表的数据具有客观与真实的属性。因此，计算出的数值具有可比性，同时不会导致信息失真的问题。此外，财务指标还具有便捷性的优势，能够

通过对相关数据的分析快速判断出企业的经营情况。由此，文章从财务指标的四个评价层面着手，通过对比分析直观的反映出万科在向轻资产转型后的运营情况。

4.2.1 比较对象的选取

文章在进行财务指标横向对比分析时，同样选取房地产企业，融创中国控股有限公司（以下简称：融创）作为比较对象以及房地产行业的均值为对比水平，选取原因如下。

首先，同行业的企业间具有可比性。同时，融创与万科已连续多年位居中国房地产企业前十名，如下表 4.4 显示，自 2017 年起融创跻身前五强，则从规模程度上说明两家企业具有可对比性。

表 4.4 2014-2019 万科与融创在房地产行业的排名

	2014	2015	2016	2017	2018	2019
万科	1	1	2	2	3	2
融创	10	8	7	4	5	4

资料来源：百度百科

其次，万科在向轻资产转型前一直采用重资产的盈利模式，在各种动因的影响下，才迫使其由重资产向轻资产转型。因此，文章选取了仍然采用重资产盈利模式的融创，可以更加直观有效的展示其转型效果。经过资料比对发现，融创重资产化严重。2015 年融创为实现大规模并购在二级市场拿地，在获取到多样化领域资产的同时，使得固定资产比例上升，形成了固定资产比率高、折旧率高、降低企业效益的现象。融创固定资产净值由 2012 年 0.07 上升到 2018 年 6.87。

此外，由于房地产行业具有生产周期长这一固有的特性，通过并购储备的土地无法快速产生利润，就造成了存货储备的风险。融创 2015 年新增面积快速上涨，2016 年为 7291 万平方米，是 2015 年的近 7 倍，2017 年又是 2016 年的近 9 倍多。存货也呈相同的发展趋势。

由此，优先选取实施重资产模式的融创作为比较对象，附加以房地产行业财务指标的均值作为水平线进行参考，更能明显的对比出万科轻资产盈利模式的实施情况。

4.2.2 偿债能力分析

文章从短期和长期偿债能力入手,对万科实施轻资产盈利模式带来的偿债能力变化进行对比分析。

1. 短期偿债能力

流动比率与速动比率能够衡量企业短期变现偿债能力。万科与融创及行业的对比如图 4.2、4.3:

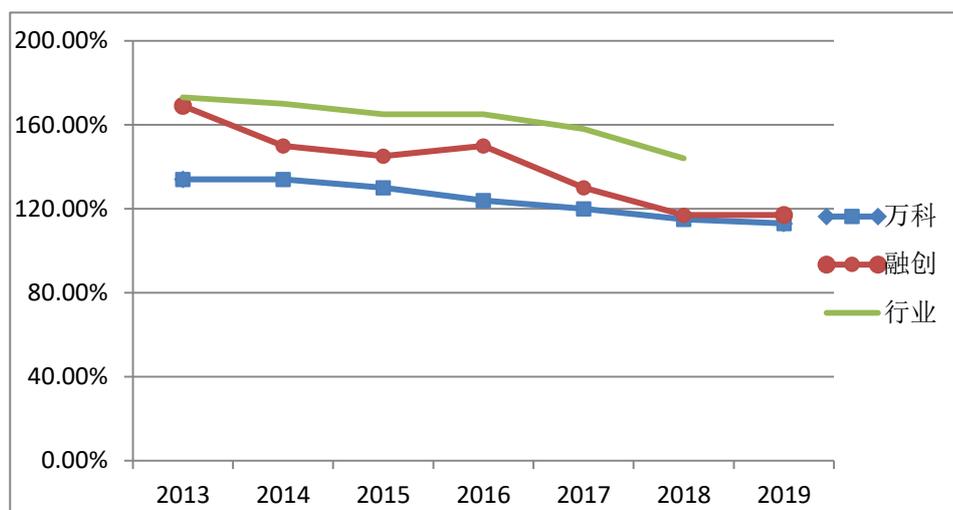


图 4.2 流动比率对比

由图 4.2 可知,万科与融创的流动比率均低于行业均值,其中万科的流动比率自 2013 年开始实施轻资产盈利模式起就处于下降态势,且其值一直低于融创。是由于在转型过程中,万科以互联网为工具,积极探寻各种营销模式,使得去库存效果明显,进而减少了总体的流动资产。而房地产企业的销售收入多由预收款项构成,这就会造成流动负债在一定程度上的增加。流动资产的变动大于流动负债的变动,这样一增一减的综合作用便导致了万科流动比率的小幅下降。

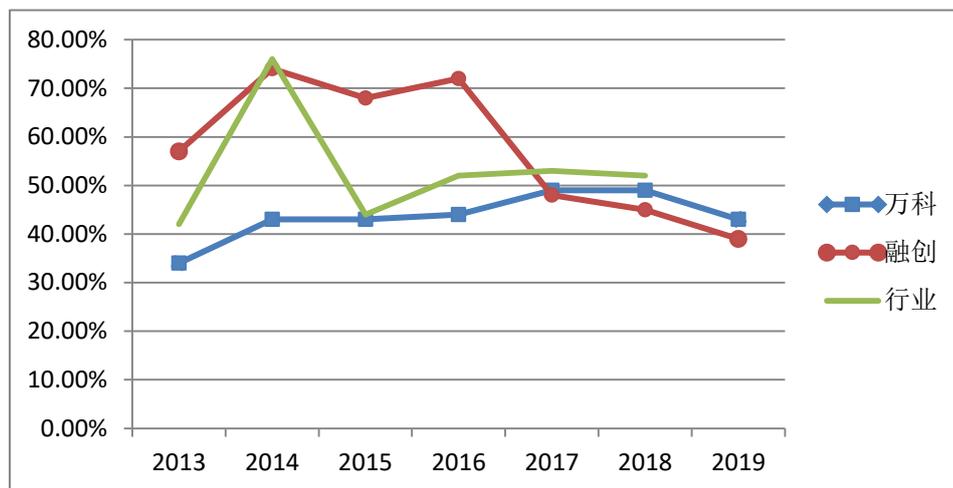


图 4.3 速动比率对比

速动资产是流动性更强的资产，该指标剔除了预收账款的影响。所以通过对速动比率的对比分析能更客观的评价企业短期偿债能力。图 4.3 显示，2014 年房地产行业的速动比率整体提升，但随后行业水平急剧下降，融创则在 2016 年前与行业态势步调一致，而万科的速动比率自 2013 年起就稳步攀升，2017 年超越融创并保持领先的态势。综上所述，万科在采取了轻资产盈利模式后，短期偿债能力有所提升。

2. 长期偿债能力

利息保障倍数是企业现金及其等价物对要偿付利息的倍数。

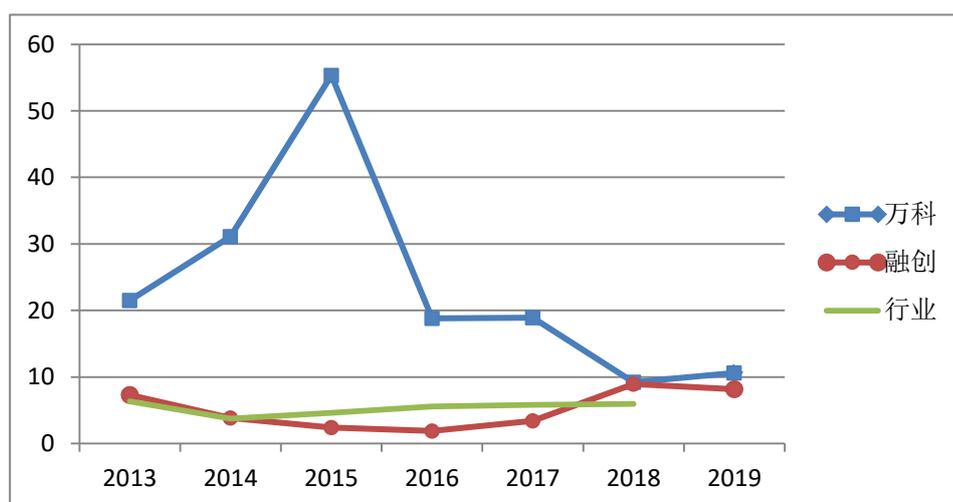


图 4.4 利息保障倍数对比

通过图 4.4 的分析可以看出，万科的利息保障倍数较融创具有绝对的优势，说明万科在支付利息费用方面的能力较强。在其转型后的 2015 年实现了大幅度的上升，达到近年来的峰值 55.32，急速增长的原因是由于转型初期万科实施的“小股操盘”模式和房地产投资信托基金模式不仅减少了对项目资金的投入，还拓宽了企业的收入来源，进一步增强了企业支付利息费用的能力。

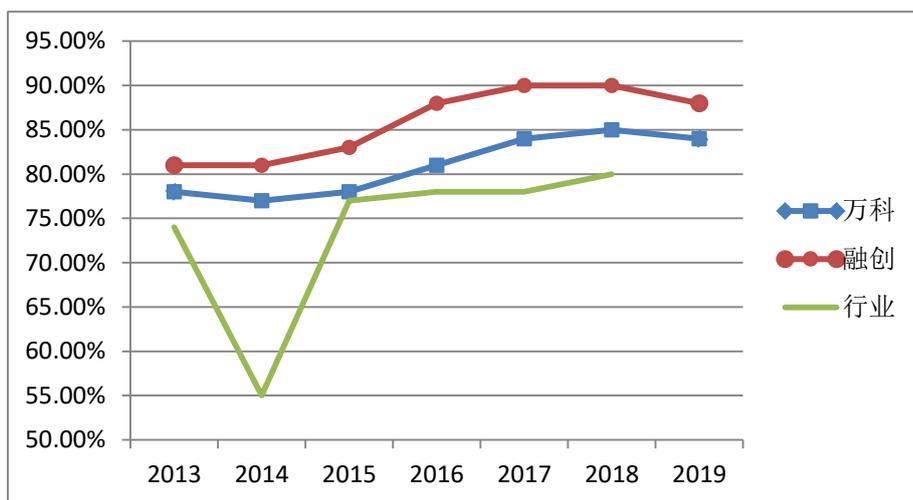


图 4.5 资产负债率对比

企业通过举债获取的资产占总资产的比例由资产负债率反映。该指标过高会有资不抵债的风险，过低则说明未充分利用杠杆效应。从图 4.5 中可以看出万科与融创基本呈现同样的变化趋势，但万科的资产负债率介于融创与行业均值之间，具有比较优势，也说明轻资产既能够合理利用外部资金，同时还能有效抑制资产负债率的增长。

总体而言，万科在实施轻资产盈利模式后，短期和长期偿债能力在行业中具有领先优势。值得注意的是，万科相对融创及其他房地产企业，流动比率有待优化提升。

4.2.3 盈利能力分析

文章选取资产收益率（ROA）、净资产收益率（ROE）和成本费用利润率作为评价万科盈利能力的指标。

如下图 4.6 所示，万科的资产收益率呈现来回波动的趋势，但总体和融创形

成了较大的差距，比较优势明显，反映出万科对资产的利用效率较高。而融创的资产回报率在 2018 年以前均低于行业均值，自 2017 年融创跻身前五强后更是形成了非常明显的差距。2017 年与 2018 年万科与融创的 ROA 差值均为 4%。进一步说明，万科的轻资产盈利模式能够为企业带来收益，并在节约资金方面起到重要的推动作用。

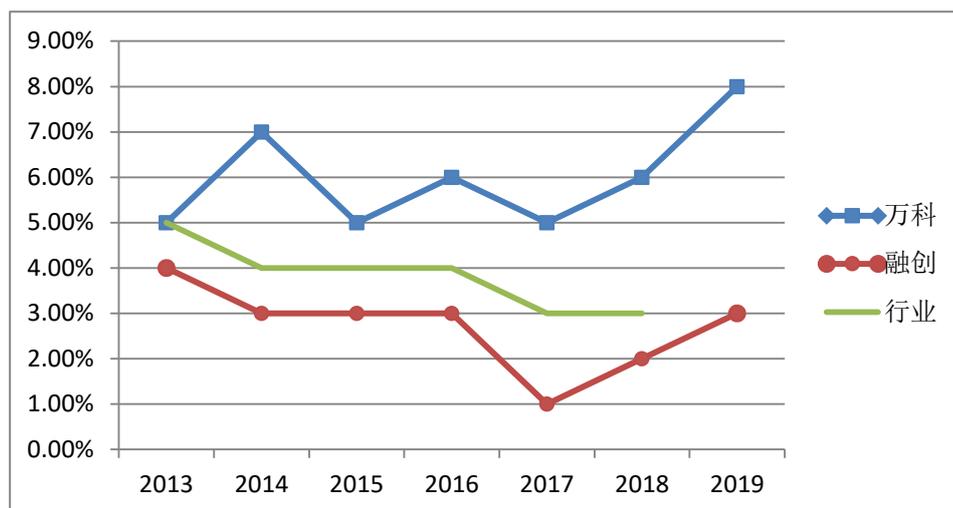


图 4.6 资产收益率对比

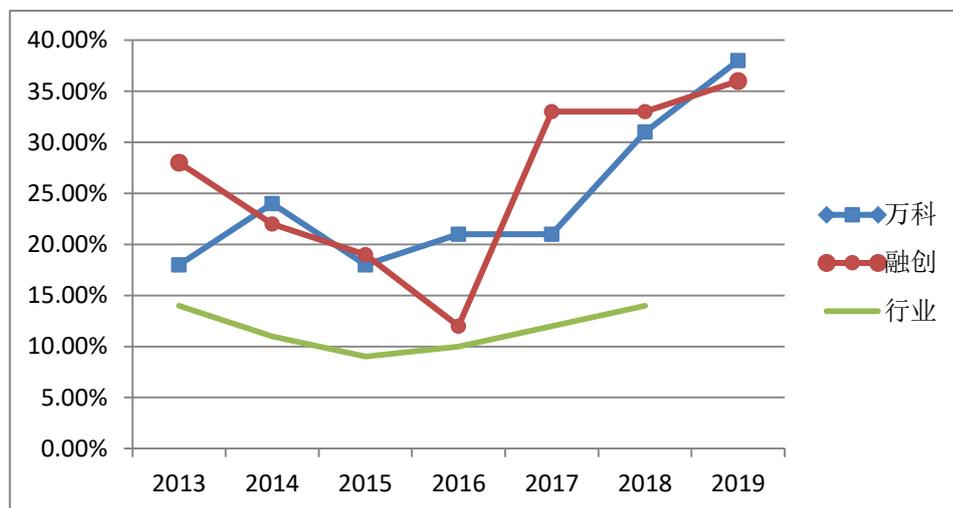


图 4.7 净资产收益率对比

通过图 4.7 可以发现，融创的净资产收益率波动幅度较大，尤其是在 2016 年跌至低谷，说明融创净资产的金额过高，有闲置资金但没有很好的加以运用。

而万科相较于融创的波动起伏较小。在 2015 年下降之后，随后迅速恢复到平稳的上升态势，说明万科股东投资带来的收益不断增加。

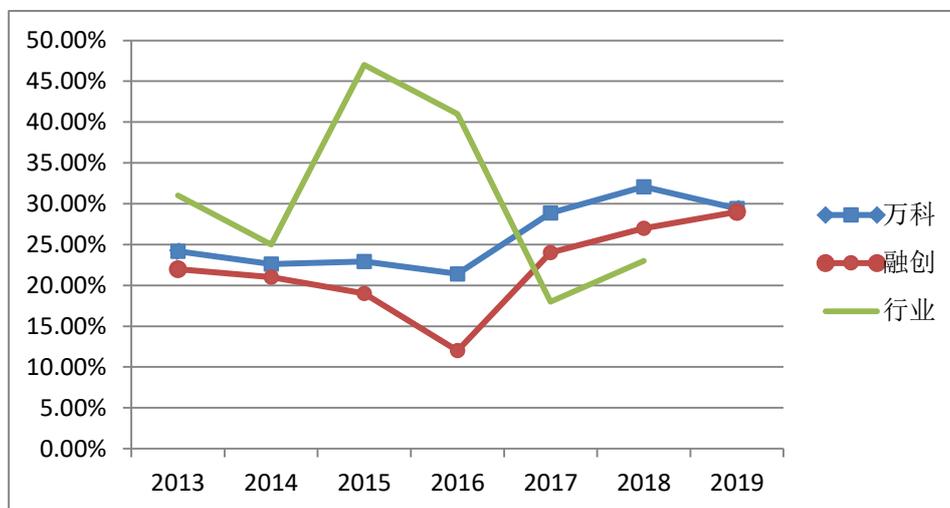


图 4.8 成本费用利润率对比

成本费用利润率是所获收益对付出成本的回报。如图 4.8，2017 年以前，两家企业的成本费用利润率均低于行业平均水平，而在 2016 至 2017 年间行业呈大幅度下降态势时，万科与融创均能冲破逆境，实现正增长，说明两家企业利润增加。而总体上来说万科的成本费用率高于融创，则其轻型化的盈利模式提高了企业的经济效益。

4.2.4 营运能力分析

营运能力分析主要是对万科营运资产的效率进行计算与分析。文章主要通过以下三个指标进行对比分析。

首先是流动资产周转率。通过对下图 4.9 的观察可知，万科在转型初期流动资产周转率短时间内低于融创，这是由于转型初期还不具有成熟的营运模式，但在 2014 年万科的流动资产周转率是 0.39，高于融创的 0.32，迅速与融创拉开差距。表明万科对流动资产的利用率高，在较快的周转速度下，流动资产会相对节约，进一步提升万科的资产运营效率。

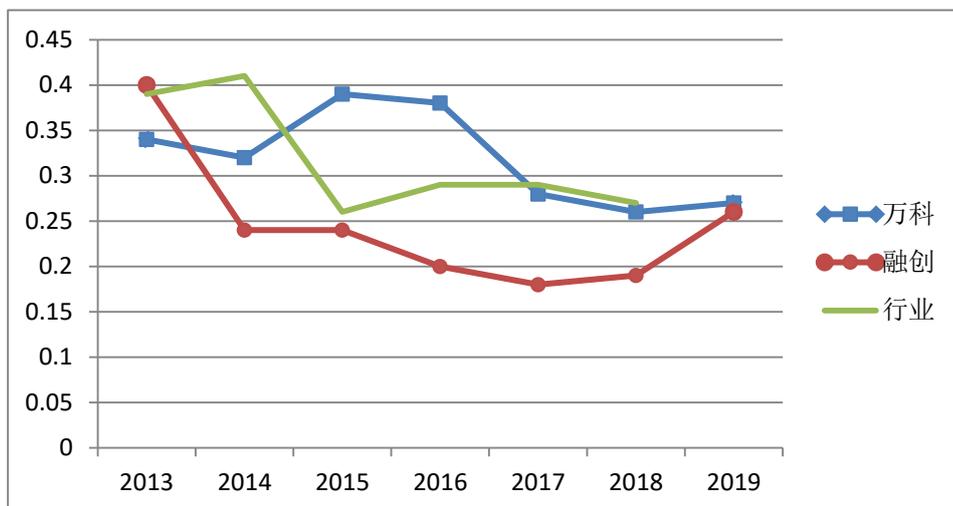


图 4.9 流动资产周转率对比

其次，存货周转率反映了企业购、产、销的平衡效率。由图 4.10 可知，2015 至 2018 年间万科存货周转率下滑且低于融创，是由于万科去库存阶段进入瓶颈期，而随着轻资产盈利模式进入相对稳定的阶段，2018 年后与融创呈现此消彼长的态势，万科存货周转率也上升，提高了资金使用效率的同时，也进一步提升了企业短期偿债能力。

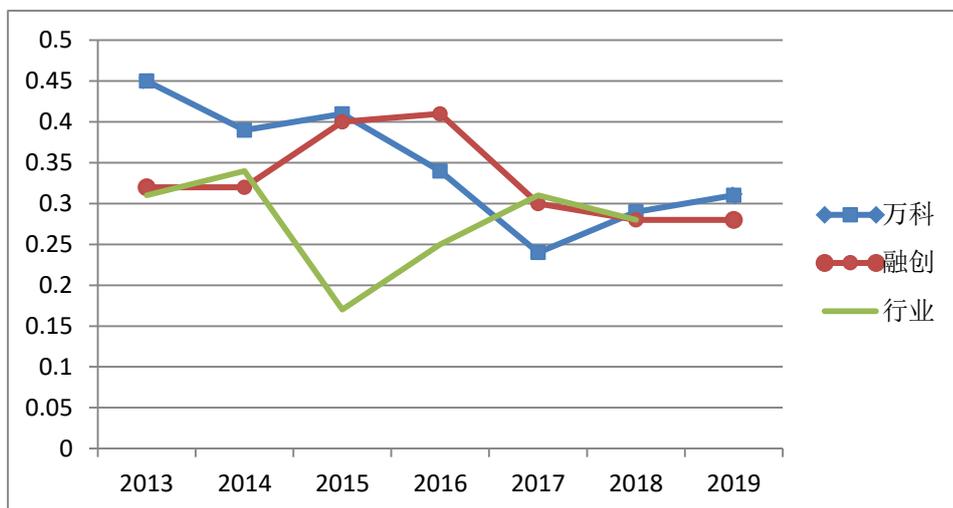


图 4.10 存货周转率对比

下图 4.11 显示，万科和融创的总资产周转率整体都呈下降趋势，其中万科在 2013 至 2015 年间有小幅上升，增幅 17.5%；之后因为企业业务扩张出现剧

烈的下降，同期地产行业平均水平也表现出小幅度下降，降幅约 7%。考虑到从 2016 年开始万科集团企业规模的急速增长，其总资产从 2015 年末的 607 亿骤增至 2019 年末的 17299 亿，资产的急速扩张并没有对万科的总资产周转率带来太多影响，但总体水平还是优于重资产化的融创。

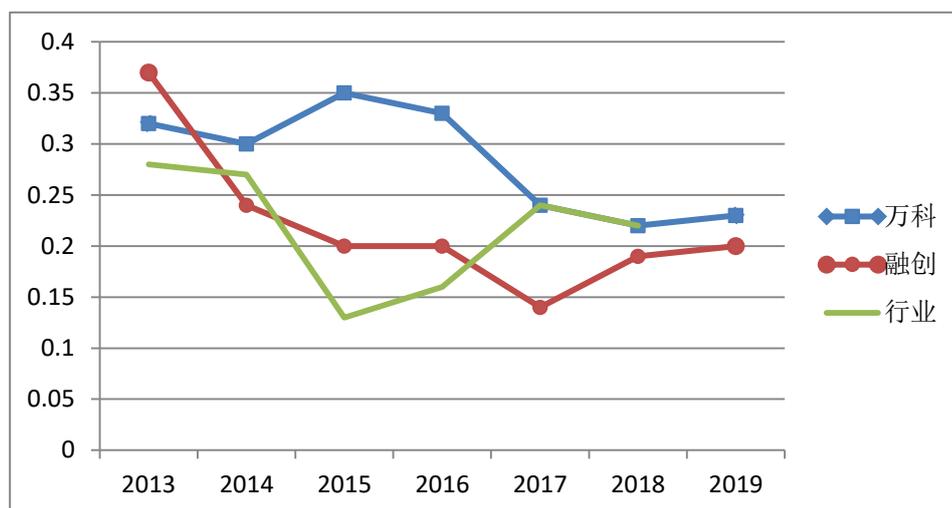


图 4.11 总资产周转率对比

总体而言，在营运能力方面，万科有着较为突出的表现，说明实施轻资产的万科比重资产企业能够更好地运用各种资产，从而提升其经营管理能力。

4.2.5 发展能力分析

文章对万科的发展能力分析主要从两个角度着手，分别为经营业绩增长能力和资产增长能力。前者包含了净利润增长率和营业收入增长率两个指标，后者则以总资产增长率为代表。

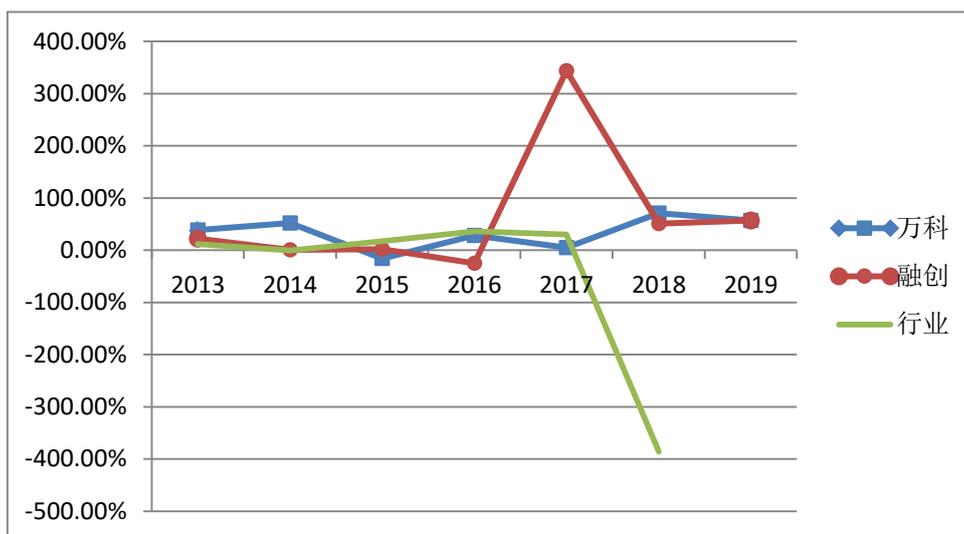


图 4.12 净利润增长率对比

万科净利润增长率在 2013 至 2019 年整体呈上升态势，期间存在不同幅度的波动，2015 年达到最低值。与此同时，融创地净利润增长率也是在 2016 年前一直下降，而 2016 至 2018 年间出现了一增一降的变化，是由其在 2016 年起急速并购所导致。此外万科营业收入增长率总体水平低于融创。在房地产行业整体经济低迷期间，出现此种情况属正常现象。但值得注意的是在之后的运营过程中要寻求措施减小外部环境对企业造成的影响，使得企业能够更加稳定的发展。

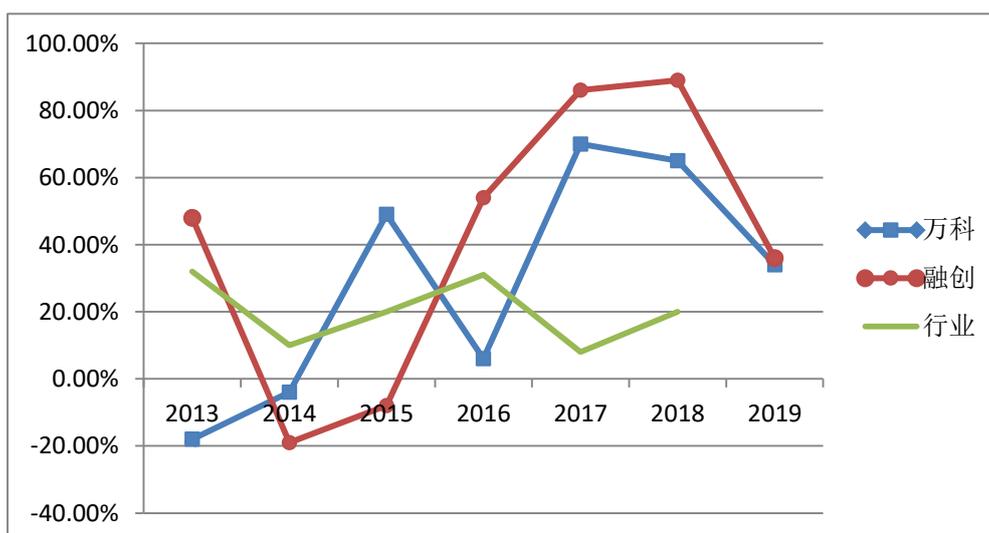


图 4.13 营业收入增长率对比

其次，从资产规模的角度主要选取的指标是总资产增长率。近些年，随着可

开发土地的减少加之行业内竞争的加剧，万科总资产增长速度趋于缓慢。2014年，万科的总资产增长率降至 7%。在经历了低谷期后万科积极拓展新型房地产业务，尽可能提升企业的资产规模。通过万科采取的一系列转变我们可以发现，其资产规模的增长速度是有一定幅度的增长。但通过图 4.14 可知，其总资产增长率虽高于行业均值，但整体不如融创。由此我们可以得出，轻资产盈利模式在前三个方面对万科的绩效水平都有所帮助，但在发展能力方面仍存在问题，需加强完善。

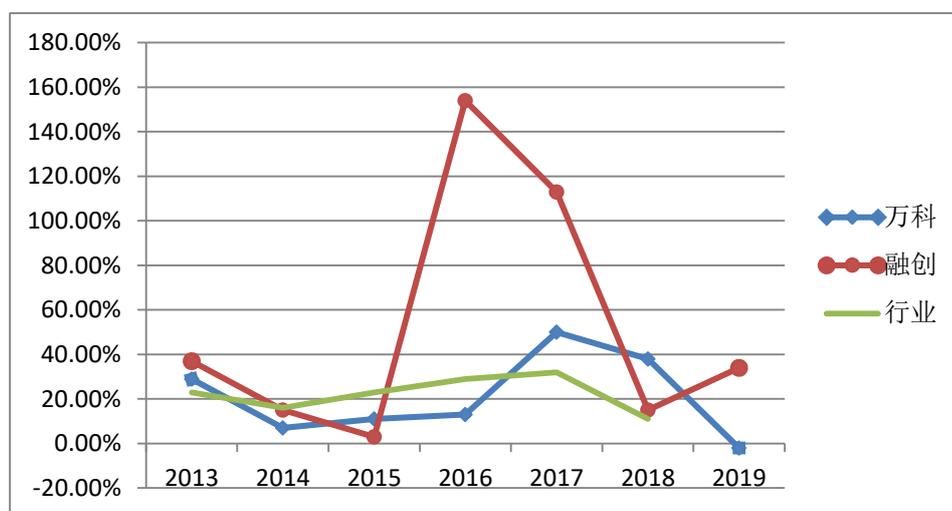


图 4.14 总资产增长率对比

4.3 EVA 计算及对比分析

经济增加值相较于传统的财务指标计算涵盖了更加完整的指标，通过对权益资本的确认能够更好的反映出企业资本净收益变动情况，并减小会计失真对分析结论的影响。房地产行业的运行需要大量资金的投入。近年来，国家频繁采取措施对房地产行业进行宏观调控，降低流向房地产行业的资金量，导致房地产企业融资难度增加，资本成本也逐渐升高。因此采用包含了权益资本成本的经济增加值评价体系，可以进一步反映万科的经营情况。

EVA 计算的具体公式是：

$$EVA = \text{税后净营业利润} - \text{加权平均资本成本} \times \text{资本总额}$$

4.3.1 税后净营业利润计算

通过对净利润进行利息费用的调整和递延税项贷方余额的调整,可以得到企业税后净营业利润。

表 4.5 2008-2019 年万科税后净营业利润计算表

单位: 千万元

年份	2008	2009	2010	2011	2012	2013
净利润	463.99	643.00	883.96	1159.96	1566.26	1829.76
所得税税率	25%	25%	25%	25%	25%	25%
所得税费用	168.24	218.74	310.11	420.63	540.76	599.34
财务费用	65.73	57.37	50.42	50.98	76.48	89.17
资产减值损失	126.81	-52.42	-54.54	6.46	8.38	6.02
递延所得税负债增加额	-12.32	-6.53	-6.35	3.99	-4.51	-6.11
递延所得税资产增加额	84.54	-18.38	37.75	68.31	72.87	47.04
公允价值变动损益	1.93	0.24	-1.51	-0.29	-0.87	-0.06
投资收益	20.94	92.41	77.79	69.97	92.87	100.52
营业外收入	5.75	7.07	7.17	7.61	14.46	11.90
营业外支出	9.99	13.83	2.59	3.35	8.75	8.93
税后净营业利润	541.04	573.91	754.88	1079.14	1476.03	1768.37

资料来源: CSMAR 数据库及年报数据整理得出

(续表 4.5) 2008-2019 年万科税后净营业利润计算表

单位: 千万元

年份	2014	2015	2016	2017	2018	2019
净利润	1928.75	2594.94	2835.03	3720.84	4927.23	5513.16
所得税税率	25%	25%	25%	25%	25%	25%
所得税费用	596.48	785.32	1090.34	1393.36	1818.79	2140.77
财务费用	64.08	47.77	159.21	207.53	599.86	573.59
资产减值损失	78.97	49.60	119.28	131.87	235.42	-164.88
递延所得税负债增加额	-8.24	-3.19	-5.44	-23.88	27.36	-25.66
递延所得税资产增加额	49.09	115.03	203.20	245.25	609.82	767.84
公允价值变动损益	1.10	0	0	0	8.66	-6.85
投资收益	415.93	356.19	501.38	624.46	678.79	498.41
营业外收入	35.19	85.54	39.83	72.33	47.45	71.47
营业外支出	7.89	17.56	16.85	39.43	51.30	78.86
税后净营业利润	1570.14	2149.92	2380.52	3133.75	4496.45	4644.20

资料来源: CSMAR 数据库及年报数据整理得出

4.3.2 资本总额计算

企业资本总额由债务资本与权益资本两部分构成。

表 4.6 2008-2019 年万科资本总额计算表

单位：千万元

年份	2008	2009	2010	2011	2012	2013
短期借款	460.20	118.83	147.80	172.45	993.24	510.25
交易性金融负债	0.17	0	1.51	1.70	2.58	1.17
一年内到期非流动负债	1326.44	744.04	1530.57	2184.58	2562.50	2752.18
长期借款	917.41	1750.28	2479.05	2097.20	3603.61	3668.31
应付债券	576.80	579.37	582.11	585.04	0	739.84
负债合计	3281.02	3192.52	4741.04	5040.97	7161.92	7671.75
所有者权益合计	3881.86	4540.85	5458.62	6783.25	8213.82	10543.94
递延所得税负债增加额	-12.32	-6.53	-6.35	3.99	-4.51	-6.11
递延所得税资产增加额	84.55	-18.38	37.75	68.31	72.86	47.04
资产减值准备	139.20	78.89	20.52	26.18	34.67	40.28
在建工程净额	18.86	59.32	76.43	70.56	105.11	91.37
资本总额	7186.35	7764.79	10099.65	11715.52	15227.93	18111.45

资料来源：CSMAR 数据库及年报数据整理得出

(续表 4.6) 2008 年-2019 年万科资本总额计算表

单位：千万元

年份	2014	2015	2016	2017	2018	2019
短期借款	238.31	190.01	1657.66	1610.89	1010.19	1536.52
交易性金融负债	0	0	0	0	0	0
一年内到期非流动负债	2044.93	2474.64	2677.33	4616.38	6909.24	8064.62
长期借款	3453.67	3382.86	5640.61	9602.90	12092.91	11431.98
应付债券	1161.22	1901.58	2910.84	3232.27	4709.52	4964.55
负债合计	6898.13	7949.09	12886.43	19062.44	24721.85	25997.67
所有者权益合计	11589.36	13630.96	16167.66	18667.40	23562.07	27057.91
递延所得税负债增加额	-8.24	-3.19	-5.34	-23.88	27.36	-25.66
递延所得税资产增加额	49.09	115.03	203.20	245.25	609.82	767.84
资产减值准备	0	0	0	0	0	0
在建工程净额	183.35	59.84	76.53	102.24	191.30	417.98
资本总额	18246.81	21401.99	28769.02	37358.47	47510.16	51844.10

资料来源：CSMAR 数据库及年报数据整理得出

加权平均资本成本反映了企业使用债券资本和权益资本所产生的机会成本。

加权平均资本成本的计算公式为：

加权平均资本成本=税后债务资本成本×[债务资本/(债务资本+权益资本)]+权益资本成本×[权益资本/(债务资本+权益资本)]

1. 债务资本成本

税后债务资本成本=(短期借款占负债总额比×一年期短期借款利率+交易性金融负债占负债总额比×一年期短期借款利率+一年内到期的长期负债占负债总额比×一年期借款利率+长期借款占负债总额比×五年期借款利率+应付债券占负债总额比×五年以上借款利率)×(1-所得税税率)

本节中短期借款、交易性金融负债、一年内到期的长期负债、长期借款以及应付债券的资本成本分别以,当期银行活期贷款利率均值、银行五年期借款利率均值和银行五年期以上借款利率均值为标准。所得税率为 25%。

表 4.7 2008-2019 年万科税后债务资本成本计算表

单位: 千万元						
年份	2008	2009	2010	2011	2012	2013
短期借款	460.20	118.83	147.80	172.45	993.24	510.25
交易性金融负债	0.17	0	1.51	1.70	2.58	1.17
一年内到期非流动负债	1326.44	744.04	1530.57	2184.58	2562.50	2752.18
长期借款	917.41	1750.28	2479.05	2097.20	3603.61	3668.31
应付债券	576.80	579.37	582.11	585.04	0	739.84
负债总额	3281.02	3192.52	4741.04	5040.97	7161.92	7671.75
交易性金融资产占负债总额比	0.01%	0.00%	0.03%	0.03%	0.04%	0.02%
短期借款占负债总额比	14.03%	3.72%	3.12%	3.42%	13.87%	6.65%
一年期短期负债借款利率	5.31%	5.31%	5.81%	6.56%	6.00%	6.00%
一年内到期的非流动负债占比	40.43%	23.31%	32.28%	43.34%	35.78%	35.87%
长期借款占负债总额比	27.96%	54.82%	52.29%	41.60%	50.32%	47.82%
五年期借款利率	5.76%	5.76%	6.22%	6.90%	6.40%	6.40%
应付债券占负债总额比	17.58%	18.15%	12.28%	11.61%	0.00%	9.64%
五年以上借款利率	6.50%	6.50%	6.40%	6.50%	6.60%	6.60%
税前债务资本成本	5.65%	5.77%	6.10%	6.69%	6.20%	6.25%
所得税率	25%	25%	25%	25%	25%	25%
税后债务资本成本	4.23%	4.33%	4.57%	5.02%	4.65%	4.69%

资料来源: CSMAR 数据库及年报数据整理得出

(续表 4.7) 2008-2019 年万科税后债务资本成本计算表

单位: 千万元

年份	2014	2015	2016	2017	2018	2019
短期借款	238.31	190.01	1657.66	1610.89	1010.19	1536.52
交易性金融负债	0	0	0	0	0	0
一年内到期非流动负债	2044.93	2474.64	2677.33	4616.38	6909.24	8064.62
长期借款	3453.67	3382.86	5640.61	9602.90	12092.91	11431.98
应付债券	1161.22	1901.58	2910.84	3232.27	4709.52	4964.55
负债总额	6898.13	7949.09	12886.43	19062.44	24721.85	25997.67
交易性金融资产占负债总额比	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
短期借款占负债总额比	3.45%	2.39%	12.86%	8.45%	4.09%	5.91%
一年期短期负债借款利率	5.60%	4.35%	4.35%	4.35%	4.35%	4.35%
一年内到期的非流动负债占比	29.64%	31.13%	20.78%	24.22%	27.95%	31.02%
长期借款占负债总额比	50.07%	42.56%	43.77%	50.38%	48.92%	43.97%
五年期借款利率	6.00%	4.75%	4.75%	4.75%	4.75%	4.75%
应付债券占负债总额比	16.83%	23.92%	22.59%	16.96%	19.05%	19.10%
五年以上借款利率	6.20%	4.90%	4.90%	4.90%	4.90%	4.90%
税前债务资本成本	5.90%	4.65%	4.65%	4.64%	4.65%	4.63%
所得税率	25%	25%	25%	25%	25%	25%
税后债务资本成本	4.43%	3.49%	3.49%	3.48%	3.49%	3.47%

资料来源: CSMAR 数据库及年报数据整理得出

2. 权益资本成本

在本节中, 无风险利率选取人民银行规定的一年期贷款利率。β 值来自 CSMAR 数据系统, 标的为一年流通市值加权数; 市场风险报酬率根据 CSMAR 数据库提供的同期 GDP 增长率确定。权益资本成本 = $R_f + \beta \times (R_m - R_f)$, 计算过程如下:

表 4.8 2008-2019 年万科权益资本成本计算表

年份	2008	2009	2010	2011	2012	2013
无风险利率 R_f	5.31%	5.31%	5.81%	6.56%	6.00%	6.00%
市场风险报酬率 R_m	9.70%	9.40%	10.60%	9.50%	7.90%	7.80%
市场风险溢价 $R_m - R_f$	4.39%	4.09%	4.79%	2.94%	1.90%	1.80%
β 值	1.07	1.09	1.00	0.99	1.05	1.36
权益资本成本	10.01%	9.77%	10.60%	9.47%	8.00%	8.45%

资料来源: CSMAR 数据库及年报数据整理得出

(续表 4.8) 2008-2019 年万科权益资本成本计算表

年份	2014	2015	2016	2017	2018	2019
无风险利率 Rf	5.60%	4.35%	4.35%	4.35%	4.35%	4.35%
市场风险报酬率 Rm	7.30%	6.90%	6.70%	6.90%	6.59%	6.10%
市场风险溢价 Rm-Rf	1.70%	2.55%	2.35%	2.55%	2.24%	1.75%
β 值	1.19	0.73	1.11	0.93	1.37	0.98
权益资本成本	7.62%	6.21%	6.96%	6.72%	7.42%	6.07%

资料来源：CSMAR 数据库及年报数据整理得出

3. 加权平均资本成本

表 4.9 2008-2019 年万科加权平均资本成本计算表

单位：千万元

年份	2008	2009	2010	2011	2012	2013
股东权益总额	3881.86	4540.85	5458.62	6783.25	8213.82	10543.94
债务总额	3304.49	3223.94	4641.03	4932.27	7014.11	7567.51
资本总额	7186.35	7764.79	10099.65	11715.52	15227.93	18111.45
权益资本所占比重	54.02%	58.48%	54.05%	57.90%	53.94%	58.22%
权益资本成本	10.01%	9.77%	10.60%	9.47%	8.00%	8.45%
债务资本所占比重	45.98%	41.52%	45.95%	42.10%	46.06%	41.78%
税后债务资本成本	4.23%	4.33%	4.57%	5.02%	4.65%	4.69%
加权平均资本成本	7.35%	5.71%	7.83%	7.60%	6.46%	6.88%

资料来源：CSMAR 数据库及年报数据整理得出

(续表 4.9) 2008-2019 年万科加权平均资本成本计算表

单位：千万元

年份	2014	2015	2016	2017	2018	2019
股东权益总额	11589.36	13630.96	16167.66	18667.4	23562.07	27057.91
债务总额	6657.45	7771.03	12601.36	18691.07	23948.09	24786.19
资本总额	18246.81	21401.99	28769.02	37358.47	47510.16	51844.1
权益资本所占比重	63.51%	63.69%	56.20%	49.97%	49.59%	52.19%
权益资本成本	7.62%	6.21%	6.96%	7.72%	7.42%	6.07%
债务资本所占比重	36.49%	36.31%	43.80%	50.03%	50.41%	47.81%
税后债务资本成本	4.43%	3.49%	3.49%	3.48%	3.49%	3.47%
加权平均资本成本	6.46%	5.22%	5.44%	5.60%	5.44%	4.83%

资料来源：CSMAR 数据库及年报数据整理得出

4.3.3 EVA 计算及分析

表 4.10 2008-2018 年万科 EVA 值计算表

单位：千万元

年份	2008	2009	2010	2011	2012	2013
税后净营业利润	541.04	573.91	754.88	1079.14	1476.03	1768.37
资本总额	7186.35	7764.79	10099.65	11715.52	15227.93	18111.45
加权平均资本成本	7.35%	5.71%	7.83%	7.60%	6.46%	6.88%
EVA	12.84	130.54	-35.92	188.76	492.31	522.30

资料来源：CSMAR 数据库及年报数据整理得出

(续表 4.10) 2008-2018 年万科 EVA 值计算表

单位：千万元

年份	2014	2015	2016	2017	2018	2019
税后营业净利润	1570.14	2149.92	2380.52	3133.75	4496.45	4644.20
资本总额	18246.81	21401.99	28769.02	37358.47	47510.16	51844.10
加权平均资本成本	6.46%	5.22%	5.44%	5.60%	5.44%	4.83%
EVA	391.40	1032.74	815.49	1041.68	1911.90	2140.13

资料来源：CSMAR 数据库及年报数据整理得出

通过上述分析，万科在转型后，由于实行小股操盘模式，不再需要承担 100% 的项目开发成本，因此万科的项目开发成本会减少，并在一定程度上减轻其资金压力。轻资产盈利模式为万科创造了优化资本结构的空间，企业更合理地规划债务资本的构成，不再需要因为单个项目的资金需求而举债，而是根据企业的经营战略，提前完成资金准备，短期借款的占比会逐渐减小，债务融资成本也会降低。从计算中可以看出，万科的债务资本成本从 2012 年的 4.65% 降低至 2019 年的 3.47%。由此可得，在轻资产盈利模式的助推下，万科的债务资本成本得到控制。

向轻资产盈利模式转型后，万科在进行项目开发时采取的小股操盘模式使其在开发项目时只需承担小部分成本，其余的成本则由合作方承担。因此万科所需投入的资金会减少，不再需要通过举债来开发项目，缓解了企业的融资压力，减小了企业的融资成本，才让万科在快速扩张的压力下，有足够的空间控制自身资本结构。通过计算，企业的加权平均资本成本逐年下降，为经济增加值的提升提供了一定基础。此外，采取小股操盘模式后，万科集团的盈利模式也发生了改变。万科可以通过收取管理费的方式来确保部分收入。与此同时，万科实施的事业合伙人制度不仅可以进一步降低企业持有项目的股权，还可以提高员工的个人收入与项目经营成果的相关程度。通过对万科 EVA 的分析得出，2008 年-2012 年间，万科的经济增加值波动较大，稳定性较差。而在转型后，万科的经济附加值整体

上表现出较为稳定的上升。

整体来看，万科在转型后，经济附加值有了较大幅度的上升，说明向轻资产盈利模式的转型能够提升企业创造价值的能力。

4.4 非财务指标分析

财务指标分析法和 EVA 评价体系都是对过去的经营成果进行评价。而非财务指标具有预测性的特征，是对企业未来发展的指示器。因此，文章将基于品牌价值、市场占有率和员工保持率三个角度入手分析万科未来发展情况。

4.4.1 品牌价值分析

自万科轻资产转型以后，加强了对品牌价值的提升。为了强化公众对品牌的认可度，万科投入了大量的资金塑造企业形象，通过各渠道加强宣传推广力度，利用媒体平台发布广告宣传。

表 4.11 万科 2013—2019 年品牌宣传推广费统计表

单位：千万元

年份	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
品牌宣传推广费	156.15	170.36	138.63	154.44	195.87	304.78	342.68

资料来源：万科年报

可以看出，万科自 2013 年提出小股操盘盈利模式后，品牌宣传推广费用有了明显的上升。其仅凭借品牌输出和管理，与凯雷、麦格里等公司的合作，就获取了超额利润。除此之外，物业管理的睿服务平台，不仅为业主提供了便捷高效的服务，树立了良好的业内口碑，而且通过与其他物业公司的横向合作，形成了以万科为首的“睿联盟”服务圈。由此可见，轻资产转型以来，万科的品牌认可度得到显著提升，在业界树立了良好的品牌形象。

4.4.2 市场占有率分析

市场占有率即市场份额。市场占有率能够剔除一般的环境影响，进而衡量企业自身的状况。万科作为房地产行业的龙头企业，在市场上持有较高的市场份额。

2019 年的市场占有率接近 35%，是转型初期的 1.74 倍。在 2015 年到 2019 年期间，万科市场占有率虽有小幅的来回波动，但整体呈上升态势。由于我国房地产行业面临诸多外部因素影响，要想在众多企业中脱颖而出就必须拥有自己的竞争优势。

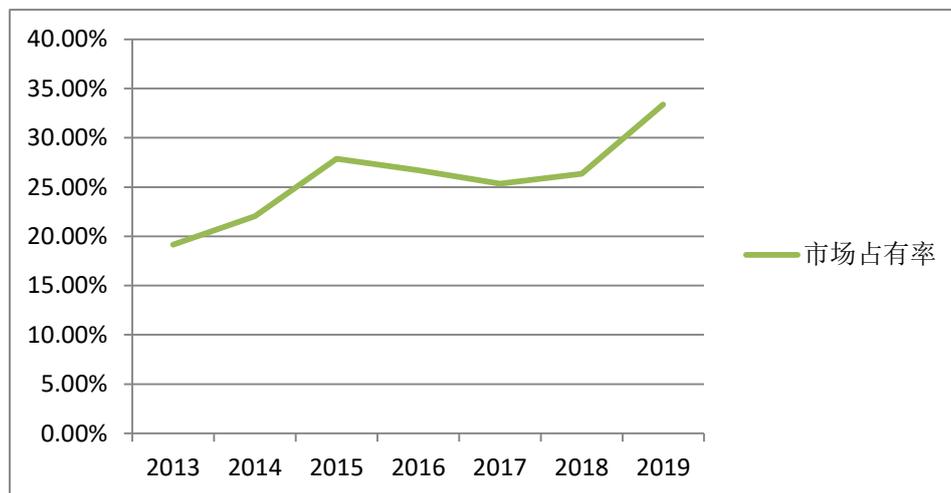


图 4.15 万科 2013-2019 市场占有率

由图 4.16 可以看到，截至 2019 年的销售市场份额分布图来看，万科的销售份额多分布于南方区域，其中上海区域也持比较高，高达 27.23%。然而在中西部的市场份额并不高，这也意味着在北方和中西部还存在巨大的开发空间。

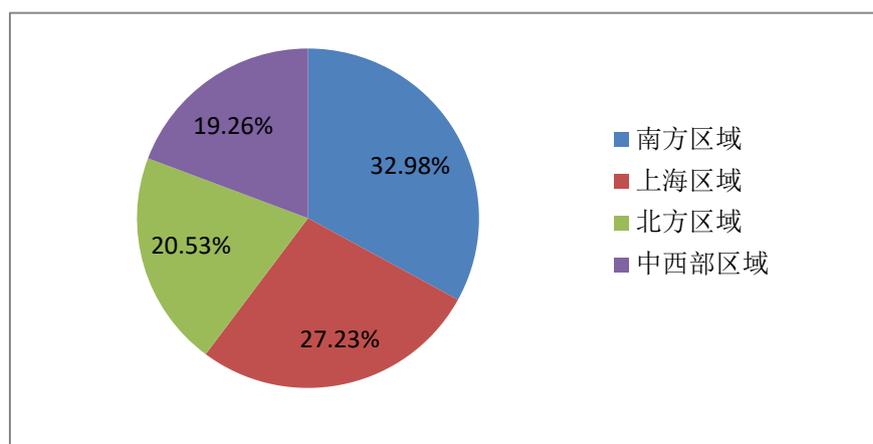


图 4.16 2019 年万科分区域营销收入情况图

从整个市场竞争格局来看：一方面，万科在轻资产转型后，其企业财务绩效

整体有所提升，主营业务收入增速稳中求进，市场占有率有所提高；另一方面，万科在北方的销售市场还未全面打开，可能存在地域环境的差别，万科应该在北方市场拓宽销售渠道，加强品牌宣传力度。

4.4.3 员工保持率分析

轻资产转型中很重要的一个模块就是无形资产。而人力资源正是无形资产中不可剔除的重要组成部分。万科注重对人才的培养，有完整的员工培养体系。万科曾效仿 HP 发起“优才”计划，加强人才梯队建设。在该计划中，万科将员工应对自我发展负责的理念贯穿始终。首先由各单位提报候选人名单；其次，员工通过各种渠道的宣传先充分了解该计划，再收到邀请函后可确认是否参加，若承诺参与就需要寻找推荐人进行引荐。此外，在物业管理培训层面，通过岗前培训、入职引导、入职培训、强化培训和在职培训这五个阶段，全方位的给予员工多样化的训练，协助员工达到自我启发、自我激励的境地。文章以万科的房地产开发和物业服务系统为主，通过对其员工数量增减变动和学历层次构成进行分析。

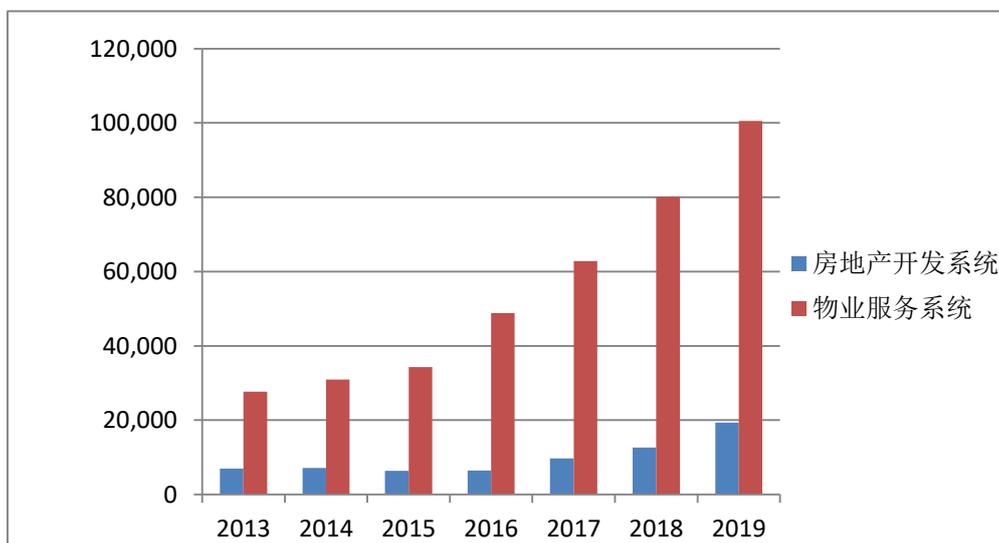


图 4.17 2013-2019 年万科员工数量变化

由图 4.17 可知，物业服务系统的总人数远多于房地产开发系统，且前者的主力军为本科以下员工，这是由于物业服务系统中多为基础性的服务项目。通过对图 4.18 和 4.19 后发现，在房地产开发系统的员工结构中，本科人数占比第一，

且所有层次的员工人数都在逐年攀升，在 2015 年-2016 年间由于企业大规模投资开发新设项目，成本的增加，可能存在一定程度上的裁员，所以有总人数出现小规模下降的现象。万科在转型之后愈发重视人才队伍的建设，不仅重视量的增加，也关注质的提升，其中物业服务系统的博士人数自 2017 年突破零，并在 2019 年上涨至 10 人。

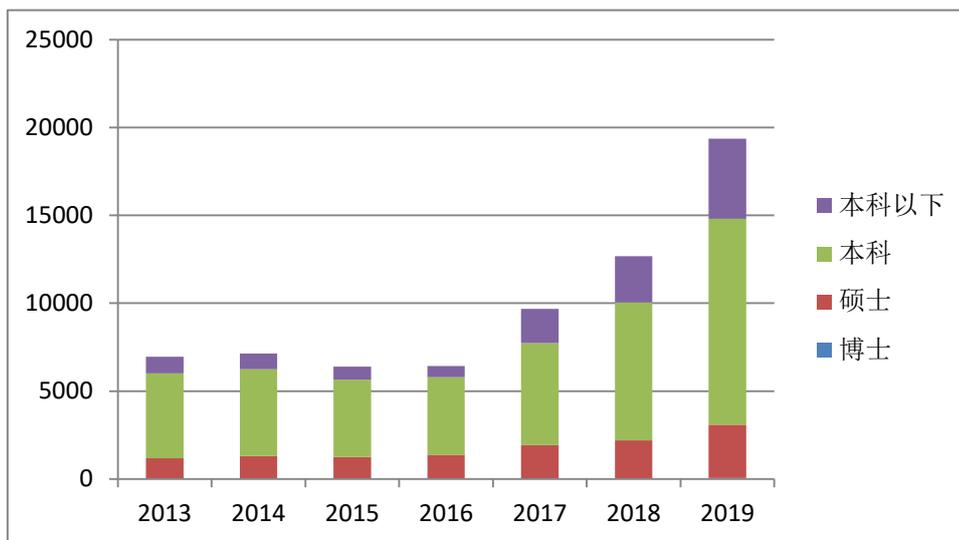


图 4.18 2013-2019 万科房地产开发系统员工结构变化

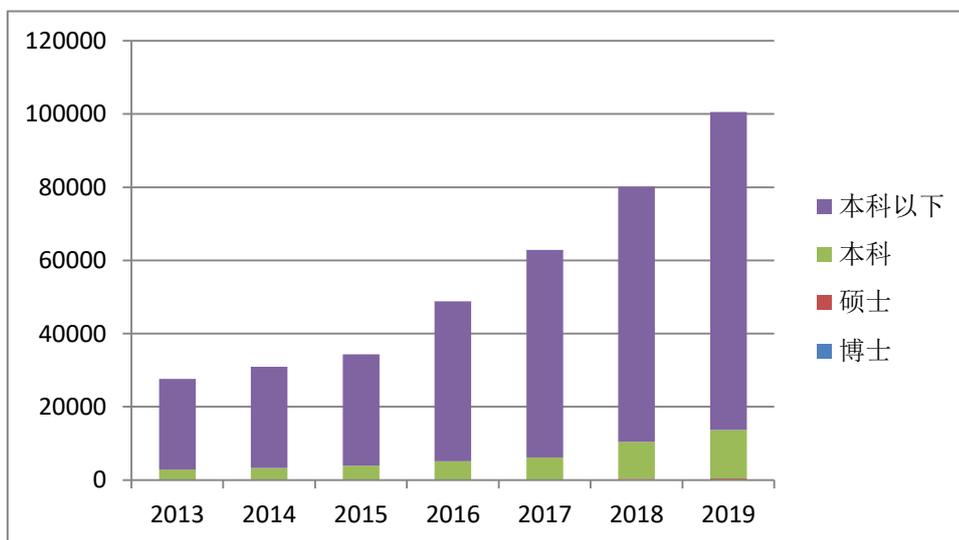


图 4.19 2013-2019 万科物业服务系统员工结构变化

从总体来说，万科房地产开发系统的员工结构变化明显，可以体现企业对员工的重视与培养程度。在综合素质提升的基础上，使得员工能够为企业带来更高

的效益。虽然物业服务系统工作的本质与前者不同，但也应重视人才的引进，通过科学化的管理手段，在降低物业管理成本的同时更高效的完成任务。

4.5 小结

通过运用价值链与绩效评价对万科轻资产盈利模式的分析可以得出：

通过对价值链三个维度的分析，我们可以看出万科的品牌价值逐年攀升，销售收入和销售费用成正比例变动。同时，万科加强与同盟之间的合作，重视横向价值链的运用。最后，通过对纵向价值链的分析得出，万科轻资产盈利模式具有建筑工程外包，充分运用供应商资源的特征。

财务指标总体分析而言，万科随着其轻资产盈利模式进程的加深，财务绩效表现良好发展的态势。

首先，在偿债能力方面，万科的短期偿债能力虽有所提升，但没有明显的比较优势，在后期发展中应该注重优化企业融资结构，防范财务风险。就长期偿债能力而言，依据对相关指标的对比分析可知，万科的长期偿债能力较强，保持着行业较高水平。

其次，万科在实施轻资产盈利模式后，盈利能力总体有所提升。其中，资产收益率与融创和行业均值拉开很大差距，而净资产收益率和成本费用利润率与融创呈现了相互交错的趋势。

再者，就营运能力方面而言，通过横向对比可知，无论是行业间还是企业间，资产周转率均呈现整体下降的态势。由于近些年对银行贷款严苛的监管，使得房企资金周转困难，行业发展的困境折射到企业间可以看到，万科与融创就营运能力方面的发展与行业趋同，但万科还是能够依靠其轻资产的品牌优势占据一定领先优势。

最后，发展能力是在前三个方面的基础上进一步衡量企业未来发展潜力的维度。通过对万科经营业绩和资产能力两方面的分析可知，万科相对于融创的发展能力欠佳，有待进一步完善。

EVA 分析方面，自 2008 年开始 EVA 值一直呈现不断增长的状态，其中 2013 至 2015 年出现近一倍的增长。并随着实施轻资产进程的加深，其经济增加值也是越高。

非财务指标方面，首先，万科在轻资产转型后对品牌的宣传力度不断加强，转型初期品牌推广费用出现大幅度增长的原因是要尽快向外输出品牌，以获取投资，进一步推进轻资产的实施。其次，万科的市场占有率有所提升，其主要销售区域集中在南方及上海地区，销售分部不均，中西部地区还存在较大的开发空间。因此，今后万科还应尽力打破地域限制，进一步提升市场份额。最后，万科员工数量在逐年增加，员工整体文化程度虽有优化，但在物业服务服务板块的优化欠缺。

5 万科轻资产盈利模式的经验与启迪

文章从万科轻资产的三种盈利模式入手，从其构成要素深入分析，并通过价值链为辅助工具，探讨了其盈利模式的特征。接着通过财务指标的横向对比分析，EVA 的纵向对比分析和非财务指标对轻资产模式的转型效果进行研究。万科自实行轻资产盈利模式以来，小股操盘模式提高了企业的投资收益，睿服务模式夯实了企业的品牌影响力，房地产投资信托基金也拓宽了万科的融资渠道。总体来说，万科轻资产盈利模式的实施效果显著，同时也存在一定的小瑕疵，但瑕不掩瑜。文章第五部分将万科轻资产盈利模式的经验与启迪细分为两部分进行探讨。

5.1 对已经引入轻资产盈利模式房企的经验与启迪

通过上述章节的分析，以万科轻资产盈利模式潜在的风险和尚需改进的问题为出发点，希望已经实施轻资产盈利模式的房企在借鉴万科优秀经验的同时，能够取长补短，避免不必要的错误。

5.1.1 平衡小股操盘模式的收益与风险

万科在利用自身规模、品牌与信用优势的基础上，充分发挥了小股操盘盈利模式的作用。市场份额进一步提升，同时净资产收益率的增加，开拓了获利模式，为轻资产化的实现打下了坚实的基础。然而，任何东西都有两面性，不容忽视的是在项目合作中潜在的风险。

在合作项目中，万科是非控股方，但实际由其操盘。若想实现既定的目标，严格把控项目质量，万科就需持有高度的话语权。然而，难点就在于面对不同合作方的利益诉求与矛盾，如何设计出能够让对方满意，同时带来收益的项目机制。房地产开发合作项目周期性长，自项目从开发、建造到销售的各个阶段，都存在着隐患，因此也需要承担相应的风险。2015年，万科就因中恒集团未在联合开发的深圳城市更新项目中履行相关手续，要求其为延误合作进程而付出的成本支付巨额的赔偿金。

此事件带来的启迪是，为使合作项目的风险降至最低，无论是万科还是其他房企都应以诚信与经营理念为依据，审慎选择合作方，综合评价合作项目，从而

保障公司利益。其次，为保障在合作中的话语权，可优先考虑与在营运管理能力中欠缺，但具有一定资金实力的中小房企开发商合作。以此，巧妙的避免了双方在利益诉求的冲突中造成的矛盾。此外，为预防因诚信等道德因素造成的风险，在合作前可聘请评估机构对目标企业的征信情况、运营能力等进行充分的调查。

5.1.2 进一步以品牌价值带动地产延伸业务群的发展

通过对万科内部价值链的分析，其品牌价值自转型后一直增长，2019年突破千亿元。营业收入也同销售费用的增加而增加。由此可见，万科在品牌价值的投入成果显著。如何利用该优势探寻新的利润增长点，突破现有模式，是已经实施轻资产盈利模式的房企亟待解决的问题。

随着人们对美好生活的不断追求，对“娱教医养”的需求也不断增加，要求也更为严苛。而教育、养老等服务相较于房地产开发的投资回报周期短，利润率更高。因此，万科作为养老地产的先行者，凭借其先天的优势和固有的客户群开展社区养老服务，进一步夯实自身的口碑。此外，休闲度假也成为了人们关注的热点。万科已经开发出的松花湖度假区，得到了市场和客户的良好反响。万科和其他房企可以基于“轻资产，重运营”的理念，以松花湖的度假模式为模板，从区位差异和市场需求入手，进一步开发迎合大众喜爱的度假区。在依托自身品牌价值探索新业务的同时，从一定程度上提升了客户粘性，为企业的发展开辟了更广阔的空间。

5.1.3 综合提升发展能力，注重人才队伍建设

发展能力反映了企业未来的成长性。通过以上分析，万科的发展能力起伏波动较大，没有明显的竞争优势。因此，在今后的发展中，万科应将偿债能力、盈利能力和营运能力结合起来综合提升发展能力，避免短期行为，以公司长远的发展为重，打破老牌企业的局限性，挣脱既定业务的束缚，努力提升在未来的发展潜力。

此外，通过非财务指标的分析，万科虽然在房地产开发系统和物业管理系统都有不同规模的人员结构调整，但是调整力度不大，硕士及以上人数占比过低。企业要想实现可持续发展的目标，就应注重对人力资源的培育，努力提升员工的

素质和专业技能。对于像物业服务系统的基础性岗位，可以采用一人多岗，薪酬机制鼓励员工全方位发展，减少劳动力成本的同时，重塑了人才队伍结构。

已经实施轻资产盈利模式的房企应以此为鉴，努力挣脱僵局，通过财务指标的分析及时发现不足并予以改进。同时，应加强对人才的培养，优化员工学历结构，以人力知识资本夯实人才队伍，为轻资产的进一步运行拓宽道路。

5.2 对尚未引入轻资产盈利模式房企的经验与启迪

在借鉴与学习万科轻资产盈利模式的同时，希望尚未引入该模式的房企，能够结合自身的特征，汲取经验，以助力企业可持续发展。

5.2.1 借鉴睿服务模式，形成具有自身特色的物业管理体系

物业服务属于房地产开发产业价值链的下游，同微笑曲线两端的要素一样，具有高附加值的特性。物业服务是在住宅、商厦等楼宇交付使用后，对其进行管理、养护等一系列服务。高质量的物业管理不仅能够延长房屋使用寿命，还能够给业主提供一个安全舒适的居住和工作环境。在积极建立自身良好的口碑时，还能够向外输出自身的管理经验，从而获取额外收益。

万科“睿服务”模式是其向轻资产转型的成功实践。万科从硬件设施和软件系统着手，构建了连接业主与服务人员、设备设施与维修人员的睿平台，并以智能、易化、信托为核心，以安心、参与、信任、共生为理念，打造了极具核心竞争力的物业管理体系。2013年7月万科在东莞分公司率先对该模式进行试点运行，经过一年的实践后取得了较为良好的成果。

万科睿服务模式的成功运用，给尚未转型的房企以启迪。企业的管理经验在长期积攒的过程中成为了举足轻重的轻资产。在借鉴该模式的时候，避免生搬硬套，因为在收益之前需要巨头的投入，各企业应该根据自身状况，灵活巧妙的结合互联网技术，打造贴合自身客户群的物业模式，不断的改进与完善，尽早形成具有输出能力的物业体系，从而营造良好的品牌形象，探寻新的利润点。

5.2.2 引入房地产投资信托基金

房地产开发具有投资大，周期长的特征。随着传统融资方式门槛的提高，一些中小房企的融资渠道变窄，资金流动性变差。如何提升周转速度并吸引更多的投资，是这些尚未转型的房企需要面临的问题。

房地产投资信托基金实质是以信用为基础，将闲散的资产集中起来，建立专门对房地产投资和管理的基金，实现利益共享。REITs 具有代人理财、资金融通和分散风险的作用。将财产交由专业的人士运作，以完成委托的任务，达到增值保值的效果。除此之外，信托机构具有良好的金融职能，将汇聚的资金合理运用到相关产业的开发。同时在转让收益权证书的时候，能够使持有人获得资金融通，从而促进了资金的良性循环。此外，投资信托是集合企业、居民的节余资金，这样使得投资来源多样化、社会化，相应的将投资风险也分散化。

万科率先发行的 REITs 充分借助外部力量，以资本杠杆撬动更多项目，挖掘出新的利润点。万科的成功应用对尚未引入 REITs 的房企起到示范作用，是我国房企向轻资产转型的过程中值得一试的融资渠道。

5.2.3 加大对智力资本等轻资产的培养与开发

万科之所以能够在经济下行期间依旧轻纱曼舞，是因为其注重对微笑曲线两端要素的投入。重视提升品牌价值，深度开发自有物业管理模式，不断的加大对智力资本的培养与开发，强化核心竞争力，树立行业标杆。

万科以互联网技术助力，充分利用创新优势，构建信息化平台。推出“在线家”、“销售家”等线上产品。在深度挖掘客户需求的同时及时整合企业客户资源，进一步发挥轻资产盈利模式的特征。此外，万科在输出“睿服务”轻资产物业管理经验时，还与高校合作，为专业人才在人工智能的研发给予资金支持，以期能够利用该技术更好的对企业服务进行升级优化。

其他尚未实施轻资产盈利模式的房企可以效仿万科的举措，加强对企业管理服务的建设。通过对轻资产的培养与开发，整合企业核心资源，为实现企业价值最大化奠定基础。

6 结论与展望

6.1 结论

随着城市化进程的加快以及一系列耕地保护政策的出台,我国土地资源受到较大限制。房地产行业也由过去依靠大规模土地开发的模式进入靠质量取胜的发展阶段。由此以往的重资产盈利模式已经不能满足企业可持续盈利的发展需求。

文章基于微笑曲线理论和价值链理论,通过财务指标分析、EVA 评价体系和非财务指标分析对比万科转型轻资产盈利模式前后的财务状况。首先从五个方面分析万科轻资产转型动因,再从构成要素剖析万科采用的三种轻资产盈利模式;此外,以价值链为基础进一步分析案例企业轻资产盈利模式的特征;接着采用财务指标横向对比转型之后的经营状况,用 EVA 评价体系纵向对比转型前后的财务绩效并以非财务指标加以补充。最后文章通过本案例研究提出相应的经验与启迪,以期能对其他已经转型和尚未转型的房地产企业提供借鉴。最后得出的研究结论有:

第一,通过对核心期刊和学位论文的梳理,轻资产盈利模式就是将资源集中在企业具有竞争优势的关键环节中去,专注于对核心业务的开发与投入,从而提升企业价值并获得更高的利润。

第二,万科是基于行业竞争压力大、商用土地成本增加、人口老龄化加剧以及企业内部存货销售和融资风险的原因下向轻资产盈利模式转型的,且随着对该模式不断的探索,万科轻型化特征愈发明显。

第三,万科轻资产盈利模式的实施效果显著。通过对财务指标的对比分析发现,轻资产盈利模式能够提升企业盈利能力。万科集团在轻资产盈利模式的引导下,把经济附加值低的环节交由合作方完成,将自身资源集中投入到品牌建设和营销等能为企业带来高额利润的核心业务中去。在此过程中,万科在利用自身品牌效应完成盈利和市场扩张外,还进一步加强了自己的核心竞争力。通过对 ROA 和 ROE 的分析得出,万科的盈利能力相较于同规模的融创有着绝对的优势,说明轻资产盈利模式进一步了提高企业的效益。

其次,轻资产盈利模式能够提升企业资产周转能力,进而缓解资金压力。过去,我国房企的融资来源主要依靠商业银行贷款。而房地产投资信托基金促进了

企业的资金证券化,在拓宽企业融资渠道的同时缓解了企业的资金压力。与此同时,在轻资产盈利模式下,万科借助品牌价值和互联网的影响力,拓宽了企业的销售渠道,使得资金回笼速度加快,进一步提升了企业的资产周转能力。

此外,万科在实施轻资产盈利模式后,经济增加值显著提升,且市场占有率逐年攀升。但通过分析发现,万科在中西部地区的开发还存在较大的空间。另外,万科员工数量在逐年增加,员工整体文化程度虽有优化,但在物业服务板块的学历优化程度不足。

第四,通过对万科轻资产盈利模式的深度分析,分别对已经转型和尚未转型的房地产企业给与一定的经验与启迪。就前者而言,要平衡小股操盘模式的收益与风险;进一步以品牌价值带动地产延伸业务群的发展;综合提升发展能力,注重人才队伍建设。就后者而言,应借鉴睿服务模式,形成具有自身特色的物业管理体系,构建核心竞争力;引入房地产投资信托基金,拓宽融资渠道;最后,应加大对智力资本等轻资产的培养与开发。

6.2 展望

文章通过对万科轻资产盈利模式的研究,得到相应的结论。在未来的研究中,还可以从以下两方面进行更深入的研究。

文章以万科为例,因此分析得出的转型成果具有万科的特点。而不同企业间特性不同,转型的最佳方式、结果也会因为企业的特点而发生变化,因此在研究房地产企业转型效果时要充分考虑自身属性。

万科虽是房企转型轻资产的先行者,但由于年限过短,还未展现出所有的影响。因此,随着企业的发展,公司年报、企业官网等信息披露日益完善,在降低未控制变量对分析结果的影响时,还应对变量的控制程度更加重视,从而提出更有针对性的完善建议。

参考文献

- [1]Azme S,Nadvi.Asian Firms and the Restructuring of Global Value Chain[J].International BusinessReview,2014,(04):708-717
- [2]Fen-May Liou, Chih-Pin Huang. The effects of asset-light strategy On competitive advantage in the telephone communications industry[J].Technology Analysis and Management,2011,(23):951-967
- [3]L. M. Camarinha-Matos. Towards an architecture for virtual enterprises[J].Journal of Intelligent Manufacturing.1998(2):189-199
- [4]Lin C S, Huang C P. Measuring competitive advantage with an asset-light valuation model[J].African Journal of Business Management,2011,(13):100-108
- [5]Melissen F, Ginneken R V, Wood R C. Sustainability challenges and opportunities arising from the owner-operator split in hotels[J].International Journal of Hospitality Management,2016,(08):35-42
- [6]Magretta J,Stone N.What management is[M].New York: Free Press, 2013:12-13
- [7]Rowley. Outsourcing everything[J].Institutional Investors,1999,(07):175
- [8]Sohn.Dose the Asset-light and Fee-oriented Strategy Create value[J].International Journal of Hospitality Management,2013,(32). 270-277
- [9]Tang G L, Gao Y. The Financial Risks and Practices of Asset-Light Strategy[J].Finance Research,2016,(10):51-53
- [10]Kwanglim Seo,Jungtae Sohn. Asset-light business model: An examination of investment-cash flow sensitivities and return on invested capital[J]. International Journal of Hospitality Management,2019,(78):169-178
- [11]X Yu. The impact of Asset-light Strategy on Companies` Profitability [J]. Journal of Advances In Economics and Finance,2018,(02):3
- [12]曹阳. 我国房地产投资信托(REITs)的标准化发展与法律制度建设[J]. 法律适用, 2019, (23): 48-57
- [13]陈冰玉. 轻资产企业财务战略研究——以海尔集团为例 [J]. 财会通讯, 2019, (24): 67-70
- [15]戴天婧, 张茹, 汤谷良. 财务战略驱动企业盈利模式——美国苹果公司轻资

- 产模式案例研究[J]. 会计研究, 2012, (11): 23-32+94
- [16]郭子增, 史永东, 王龔. 从重资产到轻资产:商业模式转型对银行绩效的——基于我国上市银行的研究[J]. 商业研究, 2019, (07): 77-83
- [17]桂玉敏. 基于可持续发展的房地产行业 EVA 调整项目分析[J]. 财会通讯, 2019, (02): 79-83
- [18]韩鹏. 高新技术企业轻资产运营促进了盈利模式变革吗?[J]. 财经问题研究, 2018, (06): 41-47
- [19]黄世忠. 解码华为的“知本主义”——基于财务分析的视角[J]. 财会月刊, 2020, (09): 3-7
- [20]黄雪梅, 袁胜军, 胡甲滨. 品牌价值对企业财务绩效的影响研究——基于 32 家上市公司面板数据分析[J]. 会计之友, 2020, (14): 128-135
- [21]解宏, 姜力玮. 轻资产运营模式对企业绩效影响的实证研究——基于创业板上市公司的经验数据[A]. 中国会计学会财务成本分会 2015 学术年会暨第 28 次理论研讨会论文[C]. 2015: 82-83
- [22]寇娅雯, 张莹洁. 供给侧结构性改革下房地产企业的盈利模式研究[J]. 建筑经济, 2020, (07): 13-17
- [23]李孟阳, 郭朝阳. 非财务指标在企业财务绩效评价体系中的应用[J]. 财会讯, 2017, (17): 62-65
- [24]李天, 华晓龙. 基于微观视角下我国房地产上市公司绩效影响因素研究[J]. 内蒙古财经大学学报, 2018, (06): 63-67
- [25]刘桦, 李英杰. 房地产企业轻资产运营能力可拓评价——基于物元分析法[J]. 财会通讯, 2017, (17): 53-57+129
- [26]刘肖, 陈海燕, 朱龙. 公司治理、内部控制与财务绩效——基于房地产上市公司的数据分析[J]. 黑龙江工业学院学报(综合版), 2018, (11): 61-66
- [27]卢欣艺, 阚剑. 知识资本、研发投入与大规模定制企业绩效——基于全球价值链视角[J]. 财会通讯, 2018, (09): 83-86
- [28]穆林娟, 宋巍巍. 轻资产公司高管激励对企业创新投入的影响[J]. 会计之友, 2019, (23): 16-21
- [29]裴正兵. 酒店轻资产盈利模式前提、方式与财务绩效评价——华天酒店轻资

- 产经营案例分析[J]. 财会月刊, 2017, (13): 06-110
- [30] 戚英华. 轻资产运营模式下的企业财务战略——以小米手机为例[J]. 财会通讯, 2017, (08): 58-62
- [31] 宋姗泽, 田国双. 智力资本、研发投入与企业财务绩效——基于不同股权性质的实证分析[J]. 财会通讯, 2019, (30): 64-69
- [32] 邵志高, 吴立源. 供给侧结构性改革、轻资产转型与制造业业绩波动[J]. 财经问题研究, 2019, (04): 103-112
- [33] 宋军民. 基于 BSC、EVA 的企业绩效评价体系分析[J]. 现代商业, 2018, (02): 140-141
- [34] 汤谷良, 高原. 企业轻资产盈利模式的财务挑战与实践路径[J]. 财务研究, 2016, (03): 3-8
- [35] 唐瓊璋, 刘芬美, 黄宝慧. 轻资产战略与运营绩效关系之研究——以台湾企业为例[J]. 管理学报, 2007, (01): 75-91
- [36] 王仁涛. 房地产投资信托基金理论与实践[D]. 同济大学, 2006
- [37] 王卫星, 林凯, 程莹. 轻资产运营研究综述及未来财务研究取向[J]. 常州大学学报(社会科学版), 2014, (02): 33-38
- [38] 王卫星, 林凯. 轻资产运营下科技型中小企业盈利模式的实证研究[J]. 科技管理研究, 2015, (07): 185-191
- [39] 周泽将, 邹冰清, 李鼎. 轻资产运营与企业价值: 竞争力的角色[J]. 中央财经大学学报, 2020, (03): 101-117
- [40] 王竹. 房地产企业绩效管理体系构建[J]. 财会通讯, 2016, (20): 55-57
- [41] 吴革. 经济转型期企业成本管理的战略思维[J]. 财务与会计(理财版), 2014, (20): 1
- [42] 吴晓霞. 轻资产企业价值相关性研究: 兼论做大还是做强? [J]. 财经问题研究, 2018, (12): 137-143
- [43] 张嘉欣. 供给侧结构性改革背景下的房地产企业盈利模式及战略转型[J]. 金陵科技学院学报(社会科学版), 2017, (02): 49-53
- [44] 张伟, 刘忻忆. 房地产企业基于社区综合服务的轻资产转型研究——以花样年集团为例[J]. 济南大学学报(社会科学版), 2018, (05): 124-133+160

- [45]张占贞. 上市公司轻资产运营对企业财务竞争力影响研究[J]. 青岛科技大学学报(社会科学版), 2016, (03): 26-30
- [46]赵伯廷. 房地产企业转型财务战略研究——基于轻资产盈利模式[J]. 财会通讯, 2018, (11): 75-78
- [47]郑宗旭. EVA 在房地产公司绩效评价中的应用研究[J]. 黑河学院学报, 2018, (05): 62-63
- [48]周维秀. 建立适合投资者使用的财务指标体系[J]. 内蒙古大学学报, 2000, (02): 10-14
- [49]周泽将, 邹冰清, 李鼎. 轻资产运营与企业价值: 竞争力的角色[J]. 中央财经大学学报, 2020, (03): 101-117
- [50]竺琦. 轻资产商业模式与企业绩效——基于战略性新兴产业上市公司[J]. 绿色财会, 2018, (04): 29-36

后 记

当写下“后记”二字的时候，思虑良久，学生生涯仿佛也随之画上了句点。回忆往昔，在母校已经度过了7年时光。作为一名跨专业学生，在研究生这三年间，学习到了之前未曾触及过的知识，与来自五湖四海的朋友共度了很多难忘的时光。

在这里我想首先感谢我的导师。三年期间，每周末都会抽出时间安排固定的学习交流会，为我们指点迷津，锻炼我们的学术交流与表达能力；从论文开始创作到现在，老师都耐心指导，为我们答疑解惑。对此，我想由衷的对老师道一声感谢。

其次，我想感谢我的父母和朋友。求学之路有过困惑和迷茫，但每次都是你们给我最坚实的依靠，让我毫无阻力的前行。正因为你们一次又一次的肯定与鼓励，才能让我在有挫败感的时候重拾信心，继续心无旁骛的求知问学。

最后，向我的代课老师以及给予我论文指导的评审老师致以诚挚的感谢。