

分类号 F23/1029
U D C

密级
编号 10741

兰州财经大学

LANZHOU UNIVERSITY OF FINANCE AND ECONOMICS

硕士学位论文

(专业学位)

论文题目 轻资产模式下绿城管理控股代建业务盈利模式研究

研究生姓名: 程昱

指导教师姓名、职称: 邢铭强 副教授

学科、专业名称: 会计硕士

研究方向: 注册会计师

提交日期: 2024年6月1日

独创性声明

本人声明所提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： 程昱 签字日期： 2024.6.1

导师签名： 邢铭强 签字日期： 2024.6.1

导师(校外)签名： 张有全 签字日期： 2024.6.1

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内容。

学位论文作者签名： 程昱 签字日期： 2024.6.1

导师签名： 邢铭强 签字日期： 2024.6.1

导师(校外)签名： 张有全 签字日期： 2024.6.1

**Research on the profit model of agent
construction business of Greentown
Management Holdings Company Limited
under the asset-light mode**

Candidate: Cheng Yu

Supervisor: Xing Mingqiang

摘 要

在房地产行业，对于大多数企业来讲，依靠土地增值的盈利模式已经很难给企业带来较高回报率，众多房企开始寻求转型。而轻资产的逆周期性和高盈利性的特点有利于房企在当前市场环境下发展，因此越来越多的房企开始转型为以开发增值为主的盈利模式，代建业务由此开始快速发展。代建业务依旧以房产建设开发为主业，但是受托代建的方式可以使企业免去拿地的主要开发成本，以更优质的代建服务获得更多委托方的项目，相比于自行拿地开发的重资产模式，即付出了较少成本，也使企业的盈利水平得以提升。

本文以绿城管理控股为案例对象分析了其代建业务盈利模式。首先从文献入手，梳理和总结与轻资产、盈利模式和代建业务相关的概念。其次对国内代建业务的整体运用环境做出总结与分析，可以看出转型代建业务的房地产企业数量在逐年上涨，商业代建、政府代建各种代建业务类型均有企业在应用。再次是本文分析的重点部分—绿城管理的代建业务盈利模式分析，包括分析其盈利模式构成要素和实现途径，最后运用因子分析法对其盈利能力进行综合分析。通过对绿城管理的综合分析得出，其虽然作为代建行业的领导者，综合实力较强，但是近两年由于商业代建存在较大风险，开始主力发展政府代建模式后，使企业的盈利能力较落后于中原建业。绿城管理可以通过合理调整业务结构、合理调整合作开发比例和加强企业代建实力等方面改进企业的盈利模式。

本文通过对绿城管理的分析对想要转型代建业务的房地产企业带来一些启示和参考，使其不断完善企业的盈利模式，提升代建水平，促进企业长期稳定发展。

关键词：轻资产模式 代建业务 盈利模式 绿城管理控股

Abstract

In the real estate industry, for most enterprises, the profit model relying on land appreciation has been difficult to bring a high rate of return to enterprises, and many housing enterprises have begun to seek transformation. The characteristics of asset-light counter-cyclical and high profitability are conducive to the development of housing enterprises in the current market environment, so more and more housing enterprises have begun to transform into a profit model based on the development of value-added, and the agent construction business has thus begun to develop rapidly. The agent construction business is still mainly engaged in real estate construction and development, but the agent construction method can enable enterprises to avoid the main development cost of land acquisition, and obtain more projects of the client with better quality agent construction services. Compared with the asset-heavy mode of land acquisition and development, it pays less cost and improves the profitability of enterprises.

This paper takes Greentown Management Holdings Company Limited as a case to analyze the profit model of its agent construction business. Beginning with a review of literature, this article examines and summarizes concepts related to light assets, profit models, and construction for others. Subsequently, a comprehensive analysis of the

overall operating environment of domestic construction for others industry is provided, showing an increasing number of real estate enterprises transitioning to construction for others business, with various types such as commercial and government construction for others being applied. The focal point of this analysis is the profit model of the Greentown Management Holdings Company Limited's construction for others business, including an analysis of its profit model components and realization methods. Finally, a comprehensive analysis of its profit capabilities is conducted using factor analysis. Through a comprehensive analysis of the Greentown Management Holdings Company Limited, it is found that although it is a leader in the construction industry, with strong overall strength, in the past two years, due to the high risks involved in commercial construction, it has started to focus on developing the government construction model, leading to the company's profitability lagging behind the Central China Management Company Limited. The Greentown Management Holdings Company Limited can improve its profit model by making rational adjustments to its business structure, cooperation development ratios, and enhancing its construction for others capabilities.

By analyzing the Greentown Management Holdings Company Limited, this article brings some insights and references to real estate companies that want to transform and outsource construction services,

enabling them to continuously improve their profit model, enhance construction levels, and promote the long-term stable development of the enterprise.

Key words: Light asset model; Agent construction business; Profit model; Greentown Management Holdings Company Limited

目 录

1 绪论	1
1.1 研究背景与意义	1
1.1.1 研究背景	1
1.1.2 研究目的	2
1.1.3 研究意义	2
1.2 研究框架与方法	3
1.2.1 研究框架	3
1.2.2 研究方法	4
1.3 文献综述	5
1.3.1 关于轻资产的研究	5
1.3.2 关于盈利模式的研究	6
1.3.3 关于财务战略与盈利模式的研究	8
1.3.4 文献评述	9
2 相关概念和理论基础	11
2.1 相关概念	11
2.1.1 轻资产模式	11
2.1.2 代建模式	11
2.2 理论基础	12
2.2.1 分工理论	12
2.2.2 微笑曲线理论	14
2.2.3 委托代理理论	15
3 绿城管理案例介绍	16
3.1 房地产行业代建模式现状	16
3.1.1 政府代建	16
3.1.2 商业代建	17
3.2 代建行业竞争态势	18

3.3 绿城管理概况	20
3.3.1 绿城管理简介	20
3.3.2 绿城管理代建业务财务特征	21
4 绿城管理代建业务盈利模式分析	24
4.1 绿城管理代建业务盈利模式构成要素	24
4.2 绿城管理代建业务盈利模式的实现途径	26
4.3 盈利能力分析	29
4.3.1 评价体系构建原则	29
4.3.2 运用因子分析法构建模型	31
5 绿城管理盈利模式优化建议	42
5.1 存在的不足	42
5.1.1 政府代建占比逐年升高	42
5.1.2 合作代建可能引发风险	43
5.2 绿城管理代建业务盈利模式的优化建议	45
5.2.1 合理调整业务结构	45
5.2.2 合理调整合作开发比例	46
5.2.3 加强企业自身能力建设	46
6 研究结论与展望	48
6.1 研究结论	48
6.2 对代建行业的启示	49
6.3 研究不足与展望	49
参考文献	51
后记	55

1 绪 论

1.1 研究背景与意义

1.1.1 研究背景

随着土地成本高昂和融资环境的收紧，传统房地产企业利润率急剧下滑，过往高负债、高杠杆、高周转的“三高模式”难以为继，因此 2021 年年初“三道红线”标准开始实施以面对行业严峻形势。之后在 2021 年年底的中央经济工作会议也首次为房地产行业提出了“探寻新的成长路径”的建议。在这次会议中，强调了持续推进租房和购房的策略，加快长期租赁住房的市场，加强保障房的建设，以及支持商品房市场更好地满足购房者的合理需求，这都是为了确保房地产行业能够健康、稳定地发展和持续循环。此外在 2023 年 3 月政府工作报告也提到要进一步巩固住房保障体系的建设，并积极支持刚性和改善性的住房需求，确保为新市民和年轻人解决住房相关难题。同时也要有效化解优质头部房企风险，降低企业负债，推动房地产行业实现稳定的成长。

在此背景下，房地产代建模式作为典型的轻资产运营模式，成为众多房企探索新模式的重要战略选项。而中国房地产企业之所以出现“高负债、高杠杆、高周转”的问题，主要是由于在土地价格不断升值的过程中，房企普遍都选择自己拿地自己开发的重资产模式，以享受土地升值的红利。而后续如果土地价格不再快速上升，叠加民企融资越来越困难，房企可能会选择代建、小股操盘等轻资产模式，土地的所有者和开发者分离，房企不再像以前一样从资金、土地、销售等全链条覆盖。而代建企业有能力通过其专业的管理和服 务，将标准制度、产品制度、品牌制度以及资源结构输出给委托方为其带来价值增长。

因此房地产代建业务开始快速发展。一是有效地解决公众的住房难题，“十四五”阶段计划在大量人口迁入的大都市中筹建 650 万套保障性租赁住房，这样的大规模建设将为代建提供新机遇。二是我国仍处在城镇化率提升阶段，并且伴随城市化的步伐逐渐加快，也会出现房地产的开发与建设挑战。大型的国有企业和城市投资公司在取得土地后，其建设和管理的任务可以交由具备丰富经验的房

地产开发公司来完成。三是专业细化与分工是房地产行业发展的大势所趋，而代建则是房地产开发日益细化的发展方向之一。当前包含一些大型领头公司在内的超过 40 家房地产开发公司已经开始扩展其代建业务。

我国房地产企业由开发商向服务商转型是必然趋势，房企业务重心从前端开发向后端服务转移，代建是重要服务方向。

1.1.2 研究目的

当前传统房地产开发商处于一个比较困难的时期，而代建作为典型的轻资产模式，其高盈利性、轻资产、逆周期性获得了不少渴望转型的房地产头部企业的青睐。但是对于部分房地产开发商来讲，选取“代建”这一轻资产模式需要谨慎考虑。

本文试图通过对代建企业盈利模式的分析，总结出其优势与存在的不足，为绿城管理自身发展提出一些建议以及为房地产行业寻求转型的企业带来一些启示。

1.1.3 研究意义

(1) 理论意义

目前，对于企业轻资产的研究，大多聚焦于轻资产实施的运营模式和运营效果，其次，虽然关于房地产轻资产模式的研究较多，但是分析轻资产模式下代建业务的盈利模式较少。因此，通过分析案例企业的盈利模式，并得出相关建议和结论，有以下两个理论意义，一是将轻资产与盈利模式的优化相结合，可以丰富关于轻资产的研究；二是选取绿城管理作为案例公司，结合企业轻资产模式的特征，分析其盈利模式实施途径的要点，此后又通过因子分析法对绿城管理的财务绩效做出评价，分析出该公司盈利模式存在的不足，可以丰富房地产行业关于评价和优化轻资产盈利模式的视角。

(2) 现实意义

房地产行业以往的拿地—开发—销售—服务的重资产经营模式已经不再适合当代行业发展潮流，房地产行业专业细化和分工是大势所趋，对于之前主营业务为物业开发的房企来说，代建这一轻资产模式，可以是其着重考虑的转型方向。

而绿城管理作为中国的“代建第一股”，其具有丰富的代建经验。但是通过对比分析发现，其盈利能力稍逊色于“代建第二股”中原建业，因此以因子分析法为分析工具，分析绿城管理如何开展轻资产模式、盈利模式的实现途径以及实施效果，为企业自身提出可进行优化的建议，也为行业内需要转型的其他企业带来一些启示。

1.2 研究框架与方法

1.2.1 研究框架

第一部分为绪论，主要阐述本文的研究背景与意义、研究方法和文献综述，对轻资产、盈利模式以及财务战略与盈利模式这三个方面的文献进行归纳总结。

第二部分为相关概念和理论基础，首先对文中将要出现的一些概念进行解释，然后归纳总结与文章相关的一些理论知识。

第三部分为绿城管理的案例介绍，首先介绍房地产行业代建模式现状和竞争态势，其次介绍绿城管理概况，包括公司简介和绿城管理的财务特征。

第四部分绿城管理代建业务的盈利模式分析，首先分析其盈利模式的构成要素和实现途径，其次运用因子分析法分析其盈利能力。

第五部分为绿城管理代建盈利模式的不足与优化建议，通过上述部分的分析，总结出案例公司存在的不足和提出相关的优化建议。

第六部分为研究结论与启示。对本文进行总结，同时总结出可能会对需要转型的房地产企业有帮助的一些启示。

论文框架如图 1.1 所示。

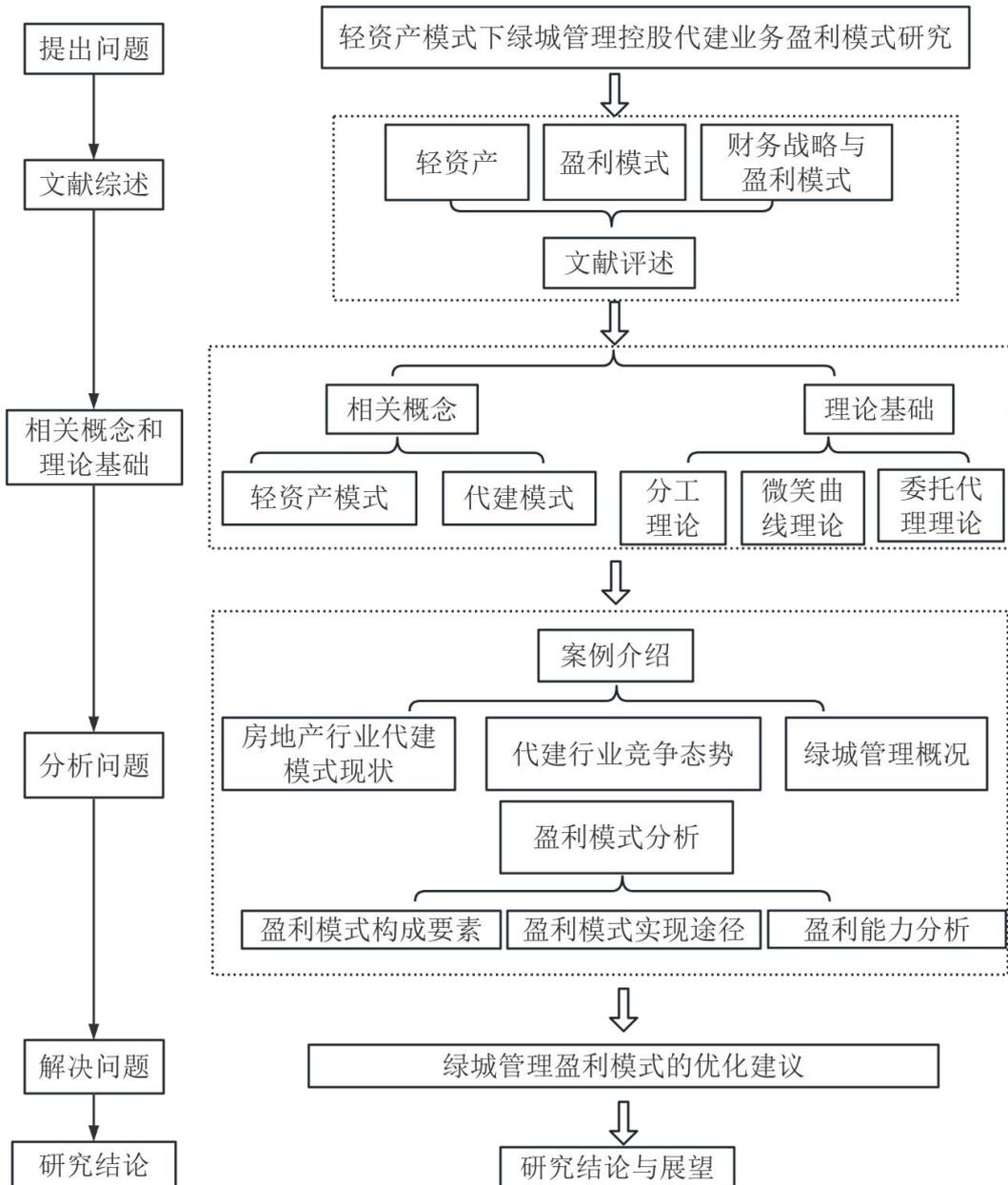


图 1.1 论文框架

1.2.2 研究方法

案例分析法：案例分析法是指通过对个别企业的分析得出普遍结论。本文选取绿城管理控股作为案例研究对象，深入探究该房地产企业的盈利模式情况，分析得出该企业在代建业务中具有的优势与存在的不足，再结合整个行业的发展情况，总结出带有普遍性的结论。

1.3 文献综述

1.3.1 关于轻资产的研究

(1) 轻资产的概念

“轻资产”与“重资产”相对，重资产多指厂房、大型设备、原材料等大型体积或较多数量的实物资产，而轻资产则更多指客户资源、品牌、经验等占用资金较少、应用灵活的非实物资产，在资源有限的条件下，轻资产可以以较低投入实现企业价值最大化（刘闲月，2012）。

关于轻资产的定义，不同学者持有不同看法，大致可以分为三类：第一类，以资产流动性强弱作为轻重资产的划分依据，流动性弱的资产划分为轻资产，如固定资产。而将流动性强的资产如现金则划分为重资产（王冬梅等，2018）；第二类，以是否在会计报表上列示作为划分依据，将会计报表上列示的所有资产定义为重资产，而未在会计报表上列示的资产划分为轻资产，如制度、客户和人力资源等（孙黎，2003）；第三类，以是否能产生超额利润作为划分依据，将只有能够产生超额利润的非实物资产定义为轻资产（唐璎璋等，2007）。综合以上学者的观点，轻资产是指那些投入较少但能带来超额收益的资产，具体可表现为流动性强的现金及现金等价物，也可表现为客户人力资源、产品创新设计能力等非实物资产。

(2) 轻资产运营的特征

轻资产的运营特征具有以下特点，一是实体资产占资产比重低，着重以网络 and 平台服务为特色。该类企业只专注于产品设计研发和品牌建设等业务，而将实体产品的制造、运输等环节进行外包，在短时间内借助互联网平台可以实现快速发展，集聚大量财富，代表企业如阿里巴巴、腾讯和百度等（余运九，2017）。二是企业的资产结构轻型化和现金流充足，在市场波动时，充裕的现金流量能够促进存货和其他资产的高效流转，减少企业的经营风险（李百吉，2018），且轻型化的模式，与以往重资产模式相比，可以拥有更强的盈利能力和更持续的发展力（王吉万，2008）。三是财务绩效表现好，因为轻资产模式将加工制造等业务外包，企业自身更专注于研发、客户管理等方面，而研发和客户管理等业务占据价值链高端，可以提升企业的财务绩效（周泽将，2020）。

目前，轻资产的运营已经成为企业战略管理的典范，但是该模式的成功运营离不开企业内部能力的支持。除了一味地追求“轻”，过分依赖外包，可能会带来无法控制产品质量的风险外，企业创新能力、资源整合能力、学习能力也是轻资产企业必需的战略能力，如果不具备这些能力，轻资产企业未必会实现持久运营（刘闲月，2012）。

（3）轻资产的应用

为了应对市场变化和提高企业自身的核心竞争力，越来越多的企业选择向轻资产模式转型。在供应商集中的背景下，企业适当向轻资产模式转变，不仅可以减轻由供应商集中带来的风险，还能促使企业更多地将集中资源于商业活动，进而获得更多收益（官小燕，2022）。有学者在分析研究了44家旅游企业之后发现，企业轻资产程度和盈利能力成正比，轻资产程度的提高可以显著增强企业盈利能力（刘亚萍，2021）。同样有学者通过对国有企业的研究后发现，国有企业轻资产运营水平与企业资本效率呈现显著正相关，尤其对于制造类国有企业，企业的轻资产运营对资本效率的提升作用更加显著（孙莹，2020）。此外，在金融行业，银行在做好轻资产系统性风险防控的前提下，应尽快向轻资产模式转型（王龔，2019）。

轻资产虽能给企业带来更多收益，但是应用轻资产模式需谨慎考虑。对于计划向轻资产模式转变的公司，它们必须对品牌知名度、信用储备、标准化的运营流程以及人力资源有一定的了解。若无法满足这些条件，那么不建议盲目地进行轻资产转型，因为这样会增加转型初期的资金投入，并可能对企业的长期发展造成不良影响。但是这些公司仍然有机会与轻资产企业进行商业合作，如万科运用“小股操盘”的方式与一些中小型房地产合作，实现合作双方共赢（李百吉，2018）。

1.3.2 关于盈利模式的研究

（1）盈利模式的概念

盈利模式可以理解为人们在进行生产经营活动过程中获得利润的一种方式。盈利模式最初被具体分类为三十种模式，这三十种模式从不同角度，可以分为巨型、价值链、客户、渠道、产品、知识和组织这七大类模式，将盈利模式与核心竞争力紧密相连，可反映企业内部资源配置及控制的情况（亚德里安等，1999）。

之后部分国外学者相继提出自己对于盈利模式的看法,有学者认为盈利模式代表了一种企业的组织架构和客户关系网 (Dubson Torbay, 2001)。也有人认为盈利模式应包括对所有参与方的全面识别和价值认知,是包括生产和销售在内的完整价值创造系统 (Magritte, 2002) 和盈利模式是在企业生产经营活动中企业的意志和战略的实现 (Shafer, 2005), 也有学者将盈利模式分成了经济、操作和战略三个主要层次来理解 (Morri S, 2005)。

在盈利模式理论这一方面,国内研究者也有相当丰富的研究,一部分学者持有观点,即盈利模式的研究多数源于商业模式的理论拓展。商业模式主要描述了公司是如何经营其业务活动,阐明其如何产生价值并向消费者提供,以及如何把这些收益成功转化为实际的利润。商业模式更多地侧重于企业为哪些产品和用户提供何种价值,来确保每个人都能得到满足;而盈利模式更偏向于在研究如何为用户提供价值时,用什么样的方式来增加价值 (杜军等, 2019)。商业模式与盈利模式并不完全相同,因为前者展示了利益相关者之间的交易架构,而后者更多地关联到企业的财务收支及其方法。因此,企业的盈利模式是其依靠技术上的优势,紧跟市场变动,合理分配内部资源,进而进行业务计划,从而确保利润的最大化 (林桂平等, 2017)。

(2) 盈利模式构成要素

明确盈利模式所需的关键元素是构建盈利模式的关键步骤。关于盈利模式的构成要素,不同学者有不同看法。部分学者认为盈利模式主要包括利润环节中的各方参与者及其角色、潜在的利润点和具体的收入来源 (Timmers P, 1998)。但在企业变革的战略视角下,盈利模式可分为战略规划、战略资源、价值网络和客户界面四部分 (加里哈默尔, 2002)。而对后来的研究者产生重要影响的观点是亚德里安·J·斯来沃斯基安在《发现利润区》一书中提出的任何一个盈利模式的核心都是利润或价值,本文结合部分学者观点 (徐媛, 2014), 将盈利模式的构成要素作如下总结,如表 1.1 所示:

表 1.1 盈利模式构成要素

盈利模式构成要素	要素关键点	要解决的问题
利润点 (业务范围)	企业想要通过什么样的产品和服务获得利润?	企业应该实行什么样的业务活动? 如何安排自身或外包业务活动?

续表 1.1 盈利模式构成要素

盈利模式构成要素	要素关键点	要解决的问题
利润对象（客户选择）	企业产品或服务的购买者是谁？哪些客户群体？	企业应该选择哪些群体作为目标客户？应放弃哪些群体？应着重发展哪些客户群体？
利润源（收入来源）	企业具体的收入来源是什么？	哪些客户能为企业带来利润？
利润杠杆（价值获取）	企业业务活动的结构和内容是什么？	企业如何通过投入来撬动利润？
利润屏障（战略控制）	企业如何保护自己的利润不被掠夺？	企业用哪些因素吸引客户？企业如何增强核心竞争力？

（3）不同行业盈利模式优化研究

关于不同企业盈利模式的优化研究，许多学者对此提出了自己的看法。一是通过免税、贴息、引入低成本建设资金、实施国有资本战略等途径对经营性高速公路的盈利模式进行完善（史佩忠，2012）。二是有学者基于对 A 医疗器械有限公司轻资产盈利模式的实证研究，提出针对科技型中小企业，它们应采纳如强化“重”品牌价值、深化客户关系维护、提升科技能力以及培育高效企业人才团队等策略来进一步丰富和完善其盈利模式（王卫星等，2015）。三是针对外卖行业的盈利模式，建议企业多关注消费者满意度、品牌资产化、用户粘性、战略联盟这几个方面，采取多元化盈利模式，建立外卖平台新盈利模型，以期完善当前外卖行业盈利模式的不足，减少平台服务费下降带来的利润损失（潘振伍，2023）。四是面对社会化阅读市场，我们应基于用户的具体需求、产品或服务的独特性、用户的情感体验、内容供应商的特性和人口统计特点这五大方面，进一步扩展和深化社区用户的黏性。在这一流程中，我们对社会化阅读社区的盈利模式中的各个要素进行了优化，最后确定了包括前向、后向以及衍生费用在内的多种盈利模式的路径选取（徐媛，2014）。

1.3.3 关于财务战略与盈利模式的研究

（1）财务战略的概念

企业战略是企业的发展过程中，为了应对各种变化以及为实现企业目标而不可缺少的部分，其本质上是一个动态匹配的过程，在人力、物力、财力、信息等企业资源之间进行匹配协同，使企业处于最优发展状态。而财务战略作为衡量企

业发展的风向标，是企业战略中的中坚力量。国内对财务战略的研究较晚，早期有学者认为财务战略是一种全方位、长周期和创新性地管理企业资金的方法，目的是让企业资金实现均衡而高效的流入，进而符合企业的总体战略需求（刘志远，1997）。而也有学者认为从财务战略和公司的战略视角来看，确立企业目标和财务目标是财务战略管理的核心思路。而财务战略管理的核心步骤涵盖了财务战略的构思、执行以及之后的评价（陆正飞，1999）。之后有学者通过探讨传统财务管理理论与企业技术创新战略之间的关系时，提出企业在规划财务战略时，应具备前瞻性和全局性的眼光，对企业内外环境综合因素进行分析，以此来对企业的投资、筹资和分配活动进行统筹规划（范其伟等，2014）。

（2）财务战略驱动企业盈利模式

公司财务战略是对盈利模式做出选择，而盈利模式则是对已实施战略情况的反映。企业建立财务战略的目标在于确保其能够持续地盈利，同时该战略旨在形成具有竞争力的远景规划（任迎新等，2011）。因此企业各项资金运动均是在财务战略的要求下完成的，受制于财务战略（孙丽华等，2016）。部分经济学家对企业的财务战略分为两类，激进型财务战略和稳健型财务战略。采用稳健性财务战略的企业筹集和使用资金的时候更加谨慎，实施连续、稳定的股利政策，其未来风险和收益也较为确定，企业更加注重效率而非创新。而采取激进型财务战略的企业更加注重创新，筹资、投资、分配等资金活动也显著偏离行业平均水平，其面临的经营风险和财务风险也更高，收益具有较大不确定性（Miles 等，1978）。从策略规划到其最后的经营成果的阶段，我们可以观察到一个价值的创造过程，这涉及到公司的商务、投资和融资活动，而这些活动直接关联到价值链的增值步骤，最终表现出公司的财务业绩结果（戴天婧，2012）。

1.3.4 文献评述

综上所述，在定义方面，学者们普遍都认为轻资产与重资产相对，轻资产更多表现在品牌、客户、研发、技术优势等方面，企业更加注重关键性资源的投入，减少固定资产对资金的占用，获得更多利润。此外，从以上文献也可以看出，一家企业轻资产运用的成功并不因为其选择降低固定资产占比，增加流动性强的资产，而是因为这家企业有其核心竞争力，支撑其向服务和研发方面发展，减少利润增值少的环节，节约成本，提高利润。

与盈利模式相关的文献中，学者们普遍认为盈利模式是指如何获得利润的一种方法，其中分析企业的五个关键要素，即利润点、利润对象、利润源、利润杠杆和利润屏障对于实现企业利润增长具有重要意义。而关于财务战略与盈利模式的文献中，因为盈利模式注重在创造用户价值的过程中，用什么样的方法获得价值，而财务战略则是对盈利模式做出抉择和灵活配置，企业管理者根据企业自身情况和风险偏好，选择适合本企业发展的财务战略，激进型的财务战略更偏向于风险较高，收益也较高的盈利模式，保守型则相反，因此财务战略驱动企业盈利模式。

2 相关概念和理论基础

2.1 相关概念

2.1.1 轻资产模式

结合上文与轻资产相关的文献,轻资产模式的概念可以界定为企业的一种运营模式,具体表现在企业将产品设计研发、维护客户关系、品牌建设等作为核心业务不断完善改进,而将产品制造等占用资金较多且流动性较差的非核心业务外包。此外增加现金及现金等价物的持有比重的同时,降低大型设备、厂房等固定资产的持有量,而且在面对资源受限的情况下,企业需深度整合其内外的所有资源,确保投入成本最低但使企业价值达到最大。

2.1.2 代建模式

通过梳理国内房地产代建的发展历程,代建的起源可以追溯到政府代建,之后随着市场经济的不断发展和完善,该行业历经了政府代建和商业代建这两个不同的发展阶段,现在已经发展成为二者并存的状态。

房地产的代建源于市场改革,其中政府代建制度和住房制度改革是两个主要的发展方向。从政府代建制度改革来看,其最初的目的是为了解决我国政府过于依赖“财政投资,政府管理”这种单一模式所导致的问题。在这一模式下,投资与管理效率低下,于是我国开始借鉴和探索代建制。1993年厦门市政府最先开始政府投资项目实行代建制管理,该市的政府采用了直接外包或招标等多种策略,将非营利的政府投资项目交由专业的公司进行管理与建设。由于厦门市政府的成功运用,代建制便开始在全国范围内铺开,政府也出台相关政策来完善代建制管理。

从住房政策的整体改革进程来看,房产代建可以分为两个阶段:市场化改革前和改革后。在房产市场化改革前,代建项目仅仅是以政府代建这一方式来进行,住房建设资金的90%由政府拨款,剩下的部分由单位自筹,此时基本上没有民间资本的参与。1994—1998年标志着住房市场化改革的过渡时期,房地产代建逐

步进入了更为广泛的领域，政府在代建过程中开始引入民间资本的参与。之后房地产开始走向市场化的发展路径，虽然在早期，房地产代建主要是房地产公司参与政府的保障性住房项目，但随着市场化进程的加速，民间资本和市场化的代建委托逐渐出现，商业代建也开始逐渐形成。

2014年标志着房地产步入了白银投资的时代。经过几十年资产货币化的发展，房地产市场化开始从投资端转向了需求端。这使得受到地王潮影响的企业面临越来越多的压迫感，行业的利润空间也逐渐下降，迫使开发商从粗放型的开发方式转向更为精细的发展模式。企业的品牌影响力以及专业化对于企业发展越来越重要。尤其在信息与技术的快速发展下，对房地产企业提出了更高的专业化要求，促使房地产企业不断开启转型，由“重”变“轻”是其转型的核心诉求，代建也成为房地产行业发展的重要分支之一。

在我国，房地产的代建模式主要可以分为三种。其一，按照不动产的性质，有政府公共代建、商业团体代建、个人代建。其二，以委托人性质划分，分为政府代建、商业代建和资本代建，这也是目前较为主流的分法，不过也有学者认为只分为两种，政府代建和商业代建。其三，与国际代建分类趋同，分为政府代建和私人代建两类，其中私人代建不仅涵盖商业、资本和个人委托代建等，还有一些超出政府公共资产代建范畴的项目。

结合以上观点，本文将代建模式的定义分为政府代建和商业代建两类来解释。政府代建指政府或执行政府职能的机构对非营利性项目通过招标等方式，选择专业性强、管理优秀的代建施工单位，对项目进行全面改造或建设。商业代建指由非政府委托方发起，并且主要的目标是盈利，而受托方主要通过输出品牌或输出管理对项目进行运营，并根据项目完成情况从中收取一定比例的代建管理费用或服务费，包括纯收取服务费、纯资本代建和配资代建等多种商业代建。

2.2 理论基础

2.2.1 分工理论

社会分工一直存在于人类社会的发展过程中，历史上许多思想家论述过社会分工问题，西方国家尤为突出。

最早阐述社会分工思想的是古希腊思想家色诺芬，他在《经济论》中提到了社会分工问题。色诺芬所持的观点可以从以下三个方面进行阐述：一是社会分工的发展程度受到市场规模的制约，色诺芬已经关注到社会分工可以提高产品的质量；二是色诺芬开始分析手工作坊内部的分工与协作，该观点对于后来马克思区分社会内部分工和作坊内部分工起了重要作用；三是色诺芬主张通过社会的分工机制简化工人的操作流程，并提升工人工作的专业性和熟练度。

相比于色诺芬的观点，柏拉图则更为系统地阐述了社会分工思想，他的观点主要集中在《理想国》一书中。一是柏拉图认为社会分工起源于人们多种多样的需求，随着社会发展，人无法只依靠自己来满足所有的需要，而人之所以选择不同的劳动，是因为人的天赋能力不同。二是柏拉图认为社会分工的本质就是工作的专业化。三是柏拉图指出社会分工具有整体性和多层次性的特征，整个社会通过社会分工联系在一起，又因为人们不同的物质需求和精神需求划分了层次。因此社会分工不仅能提高质量，而且是阶级和国家形成的基础。此外，柏拉图还进一步指出，社会分工的产物就是产品交换的产生与发展，因为产品交换的需要，形成了市场，货币也成为了交换活动的中介。柏拉图被誉为对社会分工观点进行系统性解析的开创者，他的理论在社会分工的思想进程中占据核心地位。

在此之后，随着资本主义工场手工业向机器大工业转变时，古典经济学家亚当斯密最为系统且深刻地阐述了社会分工思想。亚当斯密认为社会分工的起源可以追溯到人与人之间存在的相互交换和交流，且亚当斯密同样认为市场规模限制了社会分工的进步。超越以前思想家的观点是亚当斯密不仅认识到社会分工可以提高质量，还认识到社会分工提高了劳动生产力。此外，不同于色诺芬认为人的差异导致了社会分工的观点，亚当斯密则认为是社会分工导致了人们的差异，他认为人与人之间的天赋能力差异并不大，与其说是社会分工的原因，倒不如说是结果。因为长期只投入某一特定活动，才导致了其他领域才能的退化。由此亚当斯密认识到社会分工还存在消极的一面，即社会分工导致了人们的片面发展，丧失了全面发展的机会而变得愚昧无知。

之后马克思对于以前学者的观点进行了分析研究，取其精华，以唯物史观为基础，创立了一个完整而又科学的社会分工理论体系。马克思将社会分工和工场内部分工做了区别，肯定了社会分工对于社会发展的必要性，但提出要摒弃“旧

式分工”，即造成人们片面发展的社会分工。马克思认为未来的社会分工应是自觉分工，仅凭个人的兴趣爱好，而不受其他任何方面的强制。在自觉分工下，人的专业化和固定化虽不可避免，但人们可以在自己感兴趣的领域不断发展，使人们的精力和智慧不断集中，促进社会更好发展。

2.2.2 微笑曲线理论

宏碁集团的创办者施振荣先生于 1992 年为“再造宏碁”提出了名为“微笑曲线理论”的观点，以此作为宏碁集团的发展战略。该理论的形成源于参与国际分工合作的各国企业，由生产最终产品转变为依据企业的生产能力只完成属于最终产品某一环节的工作。此时高科技产品更替速度加快，宏碁集团作为一家研究设计电脑的企业，为了提高利润率，减轻企业生存压力，该企业依据微笑曲线理论进行转型，从中间附加值低的生产制造环节向附加值高的两端进行转型和升级，不断向电脑业的上下游延伸。由于宏碁集团的成功实践，再加上微笑曲线易于理解，因此该理论被更多企业所运用。

房地产行业基于微笑曲线理论，如图 2.1 所示，将资源放在左上端的研发设计和右上端的品牌输出，且两端的充分发展赋能中间建设环节的溢价和去化，代建业务由此逐渐兴起，使企业不断追求微笑曲线两端的高附加值业务。

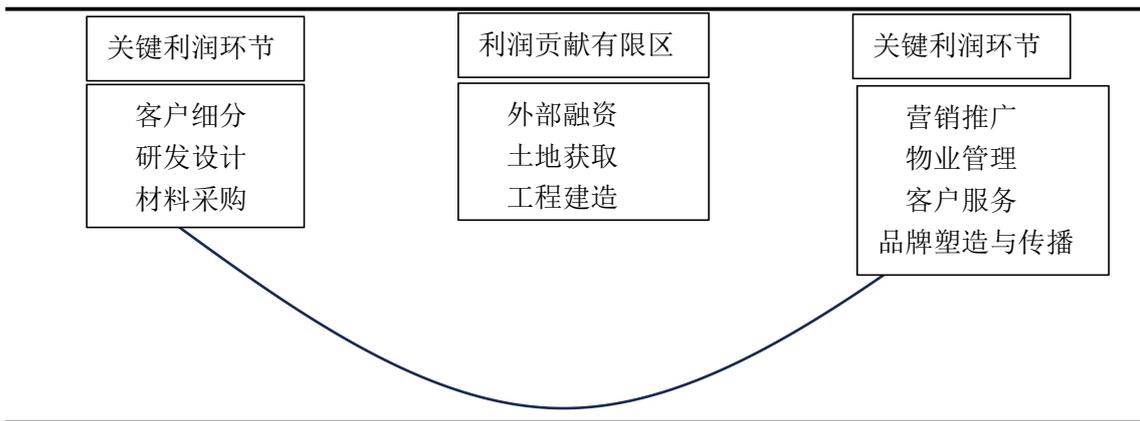


图 2.1 房地产行业的“微笑曲线”

资料来源：中指研究院

2.2.3 委托代理理论

美国的经济学家伯利和米恩斯在 20 世纪三十年代首次提出了委托代理理论，因为随着生产力的发展，企业规模不断扩大，当时学者们已经意识到所有者兼具经营者身份存在重大弊端，所以由此倡导所有权与经营权分离，企业所有者保留所有权而让渡经营权。此后委托代理理论发展迅速，1973 年罗斯提出，两方当事人分别为代理人和委托人，若代理人一方代表委托人一方行使某些事务，则代理关系成立。双方可通过显性或隐性契约约定彼此的业务和职责，委托方给予代理方相应的权利，代理方依照契约履行职责，同时委托方支付相应的报酬给代理方。

在房地产代建业务中，委托方拥有土地开发项目，但出于自身开发能力欠佳或者为减少自身项目风险和责任，委托方选择将项目委托给代理方完成，代建方按照委托方的要求进行项目的规划设计、建造和交付，相比于传统的房地产开发商的一条龙服务，代建方减少了资金压力，且具有轻资产、低杠杆和抗周期性的财务特征，而委托方也在规定期间内使项目得以顺利完成。

3 绿城管理案例介绍

3.1 房地产行业代建模式现状

3.1.1 政府代建

目前被广泛接受的分类方式是以代建单位产生和运作的标准作为划分依据，将政府代建分为政府直属事业单位代建模式、社会化代建模式和政府授权委托代建模式。

(1) 政府直属事业单位代建模式

政府直属事业单位代建模式，即政府直接创建由政府管理的服务机构，该机构统一负责处理和实施非商业项目及公共投资项目的建筑工作。在现阶段，香港、深圳、河南等多个城市都采纳了这种代建模式。以深圳市建筑工务署为实例，该署是一个事业单位，所有的运营资金来源于财政，由财政部门、审计机构、以及上级管理部门等进行监督。深圳工务署采用公开的方式来选择勘察设计团队、监督单位、工程施工方和供应方，并对政府投资项目进行统一的建设管理。

(2) 社会化代建模式

社会化代建模式，即政府采用公开招标的形式，在市场中选择合格的工程建设公司，并让这些公司承担特定项目的建设与管理任务。如北京市、厦门市、重庆市以及浙江省这样的地区，都在采纳这种模式，该模式的核心步骤是由政府设定入场标准，并遵守市场竞争法则，通过公开招标的方式筛选出符合资格条件的项目管理公司，并规定这些公司独立地承担起执行合同的责任。以北京市为例，北京朝阳公园沙滩排球场、首都图书馆二期均采用社会化代建模式，由北京市发改委通过招标选择代建企业，而与建筑有关的施工、原材料、重要设备采购等均由代建企业负责。

(3) 政府授权委托代建模式

政府授权委托代建模式，即政府选择若干家有资质的投资企业来参与项目代建的竞争，该模式处于政府直属事业单位代建模式和社会化代建模式之间。如上海市、武汉市和江西省这些地区都是采纳这种代建模式，以上海市为例，上海市

市政工程管理局成立政府所属投资公司，由该政府所属投资公司通过公开招标方式选择代建单位，即投、建、管、用四分离原则。

政府代建模式下的项目大多是政府主导的，政府并不直接介入项目的执行，但其主要目的是为政府的目标提供服务，政府代建更多用来满足社会需求和经济发展。随着我国城市化进程不断快速发展，城市基础设施也得到了全面优化与升级，除了传统的棚户区改造项目和保障性住宅外，还包括城市更新和未来社区建设等，这些均逐渐扩大了政府代建领域。2021年，“实施城市更新行动”首次被写入政府工作报告，预计“十四五”期间，住宅拆迁改造需求将达到22.7至26.5亿平方米，占总体住房需求的24%—27%，另一政府代建领域是未来社区—浙江省提出的推进社区建设和老旧小区改造的最新途径，这两种新领域将为政府代建带来巨大的发展空间。

3.1.2 商业代建

目前市场上对于商业代建分为以下四种：

（1）纯收取服务费的商业代建

纯收取服务费的商业代建是指代建方需与持有土地所有权证的委托方合作，其中委托方全额或部分出资，代建方未进行股权投资，仅根据签订的合同履行相应的职责，提供从开发至最终的全面管理和服务。此外，他们还会根据销售额或总利润收取佣金。最早进入该模式的是绿城，且正是由于绿城的成功，商业代建开始快速发展，建业、绿地、阳光城等企业开始纯收取服务费的商业代建模式。

（2）配资代建

配资代建是指代建方不仅提供代建服务，还为该项目注入了部分资金的代建模式。这种模式下，委托人拥有土地但是缺少开发资金，而代建企业看好其项目发展，此时开发资金由代建企业提供，但代建企业的资本方和代建方通常是同一集团内的不同部门或公司，这种模式对代建企业的要求较高，其不仅要拥有开发实力还需要具备强大的资金整合能力。

（3）资本代建

资本代建是指具有房地产投资能力的金融机构，如信托公司和保险公司等，而这些机构将资金托付给代建方，以执行项目管理和建设的一种模式，该模式的

目的是为了让委托方可以获得既安全又高效的投资回报。资本代建与配资代建的区别在于，其一委托方的性质不同，资本代建委托方为金融机构，而配资代建委托方则是拥有土地但缺少开发资金；其二资金来源不同，资本代建的资金全部来源于委托方，而配资代建的资金来源则是由代建方引入的资本。

（4）股权式代建

股权式代建是指代建方在开发项目中占有股权的一种代建模式。代建方通过在项目中持有股份，不仅有助于加强合作中的信赖关系，还可以获取除了代建管理费之外的收益，因此，相比于其他商业代建模式，股权式代建收取的服务费较低。万科在股权式代建方面实践较早，以昆明云上城为例，万科与土地方达成小股操盘合作协议，此项目万科共收益 2.27 亿元，其中管理费收入为 1.26 亿元、万科融资渠道及手续费 0.17 亿元、项目收益分配 0.84 亿元，但是万科的投入仅有 0.23 亿元，投资回报率高达 987%。

目前房地产行业周期性高点已过，整个行业需要告别粗放式增长，走向成熟专业化发展道路，开发、代建、资本的分拆再融合有利于房地产行业的稳健发展。根据中指研究院数据统计，2007 年以来中国房地产开发企业境内外发行的债券、票据及定向工具中，在 2020 年—2024 年到期需偿还的金额高达 35028 亿元，其中中小房地产企业债务累计约 7000 亿—10000 亿元，如此庞大的资金需求量，为房地产商业代建提供了广大市场。

3.2 代建行业竞争态势

相比于传统房地产开发模式的高周转、高负债特征，代建模式具有高盈利、逆周期、低杠杆三大特点，在行业融资政策愈发收紧的情况下，代建模式逐渐成为房地产发展的必然趋势，越来越多的房企选择开展代建业务，如表 3.1 所示。

表 3.1 部分房地产代建行业的代表企业

企业名称	代建模式	代表项目
绿城管理	政府代建、商业代建	海口桃李春风、杭州钱江世纪城安置房项目
中原建业	政府代建、商业代建	海南建业维希小镇、虞城建业城

续表 3.1 部分房地产代建行业的代表企业

企业名称	代建模式	代表项目
雅居乐房管	政府代建、商业代建	南京·雅居乐汇港城、丽水·雅居乐凯旋城
联发集团	政府代建、商业代建	厦门海悦山庄、厦门联发黄金工业园
中天美好集团	政府代建、商业代建	温州龙湾永中地块项目
金地管理	商业代建	金地·峰境瑞府、金地·乐华翰林艺境
新城控股	商业代建	诸暨吾悦广场、青岛吾悦广场
万达	商业代建	万达广场
朗诗	商业代建	中建御景星城、皖新朗诗绿郡
招商蛇口	商业代建	深圳国际会展中心
绿地	商业代建	世界华商中心、绿地·悦城
华润置地	政府代建	深圳人才公园、深圳湾体育中心
保利	政府代建	保利西子湾(保障房)、保利嘉园(保障房)
首开	政府代建	国家体育馆、奥运村、亚运村

资料来源：中指研究院

对以上参与房地产代建行业的企业分析可得，大部分企业最先开始只是将代建作为业务补充，利用代建的轻资产优势提升企业净利润率，如绿地对于代建业务的定位只是将其作为收益补充。但近两年选择将代建业务作为企业战略的企业数量也在不断增长，从最初的绿城管理，到以“小股操盘”的股权式代建实现轻资产转型的朗诗，再到 2021 年在港交所成功上市的中原建业，其中中原建业在代建行业发展迅速，仅开始代建业务的第一年便获得 38 个代建项目，中原建业在代建业务上的顺利发展也对其母公司原有的房地产项目起了重要的支撑作用。

此外由于当前土地成本增加、融资压力和现金流压力增大的行业背景下，代建行业反而面临发展机会，委托方中非房企的大型国企、金融机构、基金持有方的比例不断加大，中小房企也需商业代建来纾困解难。目前已有 40 多家房企进军代建行业，竞争逐渐加大，各大代建企业不断提升其专业能力和扩大品牌影响

力，选择适合自身企业发展的代建赛道，提升企业价值。如当代管理是当代置业的代建业务平台企业，而当代置业作为国内顶尖的绿色技术园区经营者，其始终致力于增强绿色科技、舒适节能和数字网络这三个方面的关键竞争力，因此当代管理在代建行业利用绿色科技提升其差异化竞争力，打造以代建业务为核心，实现绿色科技产品领先的绿色科技代建管理模式。此外，招商蛇口以其独特的 PPC 综合发展模式增强企业轻资产输出优势，该企业不仅可以为政府客户提供城市规划、开发与运营的片区整体解决方案，也可以为企业客户提供产业孵化、成长、成熟期的运营服务全程解决方案，还可以为个人客户提供居住、娱乐、教育、医疗等一系列美好生活整体解决方案，因此蛇口模式的综合性使其在代建领域具有较强的竞争力。

3.3 绿城管理概况

3.3.1 绿城管理简介

绿城管理控股有限公司及其附属公司（简称“绿城管理”）在中国的房地产轻资产开发领域起到了先导和领导的作用。2022年7月，绿城管理在香港交易银行主板上市，股票代码为9979.HK，公司成为中国代建史上的首个上市公司。

绿城管理涉足代建较早，2010年9月，绿城集团成立绿城房地产建设管理有限公司（以下简称“绿城建设”），绿城建设通过“土地资源委托代建”、“投资资本委托代建”和“政府安置房委托代建”三大业务模式，整合绿城集团现有的所有资源，并与外部机构合作共同开展开发项目建设。绿城建设的创立，代表项目代建模式第一次在国内房地产行业展开。

绿城建设（绿城管理前身）自成立以来，代建业务持续增长，截至2022年底，绿城管理业务已覆盖全国28省、直辖市及自治区的120座主要城市；项目合约总面积达101.4百万方，同比增长19.8%；在建面积47.2百万方，较去年同期增长7.1%。随着房地产供给侧改革不断深入，越来越多的企业选择开展代建业务，但在行业竞争较为激烈的情况下，如图3.1所示，绿城管理2022年市占率相比于2021年不降反升，达到25.5%。

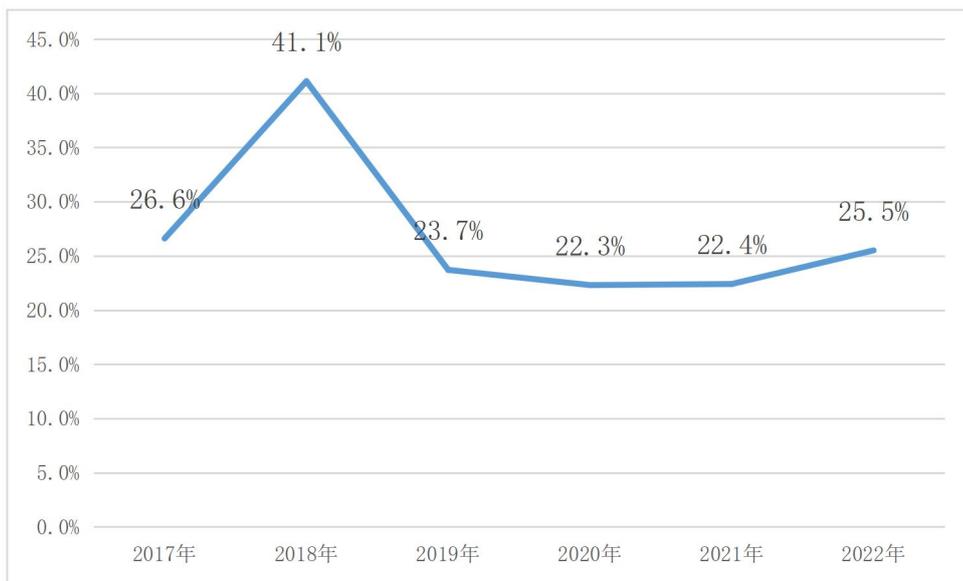


图 3.1 绿城管理的市占率（按新签约总建筑面积计算）

资料来源：中指研究院

绿城管理通过合同方式为委托方提供涵盖房地产项目整个开发周期的管理服务，授权绿城品牌使用、派驻专业的业务团队、执行绿城产品标准、打造绿城产品交付使用并进行售后维护体系，此外在资金管理方面，委托方承担项目开发阶段的全部资本，并具有投资决策权，同时其可以获得投资的盈利但要承担相应的投资风险，因此绿城管理的收益来源可分为三部分，派驻团队基本管理费、委托开发管理费和项目业绩奖励。

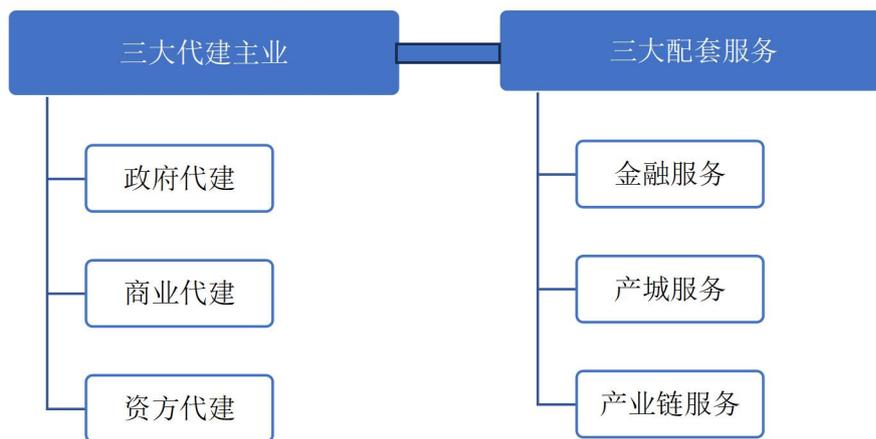


图 3.2 绿城管理“3+3”业务模式

资料来源：绿城管理官网

3.3.2 绿城管理代建业务财务特征

（1）利润率相比房地产开发企业较高

绿城管理的盈利模式为服务费的收取。商业代建的收费模式主要分为三个部分，一是派驻团队基本管理费：包括了薪资、社会保障以及福利待遇等各方面的管理费；二是委托开发管理费，其标准是基于项目的总销售额的 3%到 5%；三是项目业绩奖励：根据项目团队管理的商业代建项目的销售表现和考核指标，双方达成共识后收取。而政府代建的计费方式相对直接和简洁，大多只从政府代建项目的总投资开发预算中按照一定的比率（一般为 2%至 3%）确定代建的费用。因此不同于传统物业开发商需要投入大量资本，绿城管理一般只需投入人力资源，再加上“绿城”品牌的品牌溢价，便使其能够获得较高的利润。从图 3.2 可以看出（基于数据的可获得性，选择近三年数据进行分析），绿城管理的销售净利率近三年稳步上涨，而选取的港股市值前十的房地产开发企业销售净利率均值有较为明显的下降趋势。

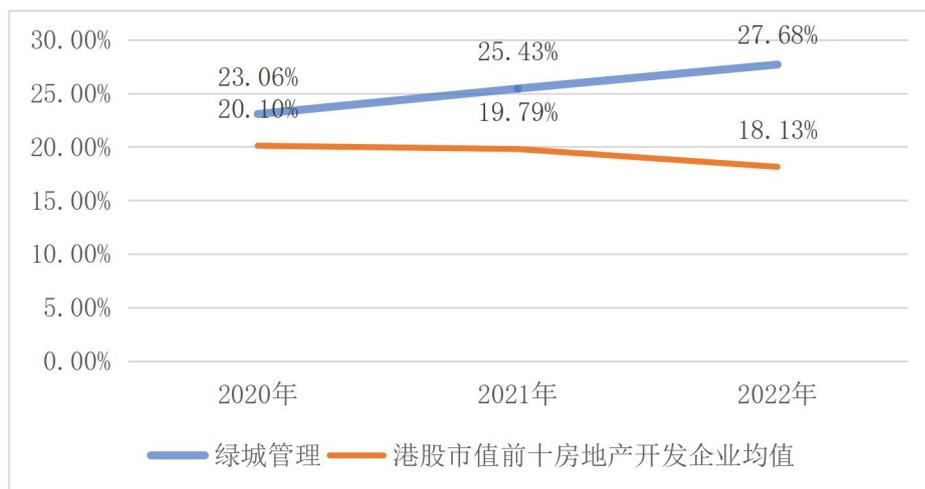


图 3.3 销售净利率对比

资料来源：Wind 数据库

（2）负债占比低

绿城管理代建业务具有轻资产特性，使其无需依赖较多资金即可快速实现规模扩张，从图 3.3 可以看出，绿城管理的资产负债率显著低于港股市值前十房地产开发企业的均值，且企业的负债大多为流动负债（如表 3.2 所示），通常情况下流动负债率高，表明企业财务风险较大，但是绿城管理的流动负债中短期借贷及长期借贷当期到期部分自 2019 年到目前均为零，流动负债中无息负债占多数，因此企业偿债压力较小。

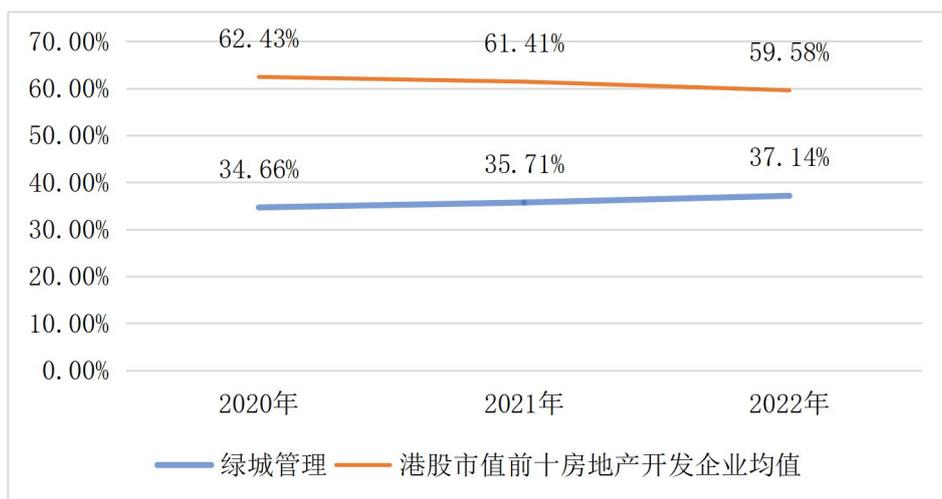


图 3.4 资产负债率对比

表 3.2 绿城管理流动负债率

万元	2022-12-31	2021-12-31	2020-12-31	2019-12-31	2018-12-31
流动负债合计	208,720	184,389	161,949	205,424	144,451
总负债	228,829	187,245	164,534	207,852	148,936
流动负债率	91.21%	98.47%	98.43%	98.83%	96.99%

资料来源：绿城管理各年年报

(3) 现金流充裕

在国内房地产行业整体承压的背景下，绿城管理业务量反而实现逆势增长，截止 2022 年底，新拓代建项目的合约总建筑面积 28.2 百万方，较去年同期增长约 23.9%，其中政府类业务、国有企业委托方及金融机构占比达 76.5%；新拓代建项目代建费预估 86.1 亿人民币，较去年同期增长约 21.1%，其中政府、国有企业委托方及金融机构占比达 70.3%，代建业务的轻资产特性再加上绿城管理本身提供的优质服务，使绿城管理具有较大的经营优势，如表 3.3 所示，该企业近几年实现了经营性现金流与净利润接近百分百的转化。

万元	2022-12-31	2021-12-31	2020-12-31	2019-12-31	2018-12-31
经营活动产生的现金流量净额	72,466	56,566	90,333	12,112	53,054
净利润	74,454	56,522	43,933	32,477	33,490

表 3.3 绿城管理经营活动产生的现金流量净额情况

资料来源：绿城管理各年年报

4 绿城管理代建业务盈利模式分析

为委托人带来回报是绿城管理的首要目标和准则，该企业在项目建设中无财务杠杆，采取的财务战略偏稳健性财务战略，因此企业的盈利模式也受到稳健性财务战略的影响，变得更加积极稳妥，下文对绿城管理代建业务的盈利模式进行详细分析。

4.1 绿城管理代建业务盈利模式构成要素

绿城管理从创立之初就一直从事代建业务，最早启动的项目是杭州江干区“城中村”的政府保障房屋代建和安置住房项目，此后随着企业发展，逐步确定了商业代建、政府代建及资方代建的三大代建主业及金融服务、产城服务、产业链服务三大配套服务。为了更好地了解绿城管理的盈利模式，下面将根据上文提到的盈利模式五个构成要素，分别是利润点、利润对象、利润源、利润杠杆和利润屏障进行具体分析。

（1）利润点

利润点主要是确定企业的业务范围。绿城管理的业务范围很明确，通过三大代建主业获得利润。不过三大代建主业在企业不同发展期，侧重有所不同，在企业发展前期，保持政府代建的业务量，大力发展商业代建，因为商业代建的服务费更高，此后随着市场环境的变化，中小房地产企业项目销售逐渐出现困难，因此绿城管理从2021年开始有意减少中小企业的商业代建业务承接，商业代建带来的营业收入占总营业收入的比重也从2017年79.41%下降至2022年的62.86%，企业开始增加承接政府代建和资方代建项目。目前绿城管理的业务范围主要是两类，一类是早期拿下土地红利较大的项目，通过绿城管理的代建开发使项目价值最大化，双方都获得高收益；另一类是国企城投拿地项目和纾困类专案，这类项目获利较少，但是目前市场存量较多，可以带来较为稳定的收益。

（2）利润对象

利润对象是为企业生产的产品或提供的服务确定消费者。绿城管理的利润对象有三类，第一类是国企城投有土地但是需要代建公司帮助项目开发；第二类是中小房地产企业拥有土地但是缺乏开发能力，且想要通过与优质代建企业合作获

得更高收益；第三类是不良项目，通过与金融机构的合作，解决不良项目无法开发的难题，为利益各方纾困解难，使不良项目尽快变现。

（3）利润源

利润源是寻找企业具体的收入来源。政府代建方面，绿城管理减少传统政府代建的业务服务，加强对服务费率更高的新型政府代建业务的拓展，如旧城改造和城市更新等，以实现更多利润。商业代建方面与拿地红利较大的委托方合作，资方代建通过整合金融资源，为委托方提供启动资金，与多家 AMC 和金融机构打造产业联盟，形成第二增长曲线，与主营代建业务之间相互赋能，协同发展，形成稳定的收入来源。

（4）利润杠杆

利润杠杆重点在于价值获取，关注企业如何通过投入来撬动利润。与众多实行轻资产模式的企业类似，绿城管理也是利用轻资产特性—低投入来获取高利润，其处于房地产行业“微笑曲线”的高附加值部分。

业务承接方面，绿城管理依靠“绿城”品牌和丰富的建筑经验，在代建市场竞争中占有一定优势，相比于缺乏品牌溢价能力的企业，更易赢得获利较高的代建项目。

业务服务方面，绿城管理有超过 1200 家的供应商合作伙伴，涵盖产品类、服务类、产业类和金融类等，彼此之间可以相互赋能，分享价值创造能力。例如对于预测发展前景较好但缺乏资金的项目，绿城管理可依靠自身与金融机构的合作关系，为委托方与金融机构之间搭桥，保持项目的稳健运营的同时也保持了自身轻资产属性。

（5）利润屏障

利润屏障的关键在于企业如何增强核心竞争力。绿城管理选择从主体信用、团队文化、知识体系和供应链资源四个方面加强企业的核心竞争力。

关于主体信用绿城管理背靠央企“绿城中国”，同时也是中国代建市场上最先上市的企业，作为“代建第一股”更易取得委托方信任，满足他们对于受托方的信用需求。除此之外，绿城管理更是首创代建 4.0 体系和绿星标准，加强了企业对于信用体系的建设。

团队文化方面，绿城管理积极为员工提供发展平台，重视代建专业人才培养，

给予员工实现个人价值的机会，在企业内部实行分散化管理，可将更多主力部署在发展一线。

知识体系的建设，绿城管理已经实现了从“代建打工者”到“代建能力建设者”的转变，凭借着多年代建经验，在代建品牌与品质的基础上，企业已拥有一套完整的能力知识体系，足以支撑绿城管理在业务快速扩张的同时，保持行业领先地位。

供应链资源的丰富可满足委托方更多需求，代建实质上也是一个服务行业，在服务过程中，企业需要参与到委托方整个项目的开发建设和营销，因此面对不同委托方的不同方面的需求，企业均需有能力去满足，绿城管理丰富的供应链资源也为其带来了竞争优势。

4.2 绿城管理代建业务盈利模式的实现途径

绿城管理作为一家实行轻资产模式的企业，其与传统房地产的重资产模式最大的区别是拥有较多的现金储备，企业围绕以现金流结构为核心的财务战略，选择能获得高利润和现金流的盈利模式，下面将从产品、采购、运营、销售、研发和现金方面分析绿城管理盈利模式的实现途径。

(1) 绿星标准的建立

代建业务在国内起步较晚，绿城管理在发展过程中，与众多涉足代建业务的企业一样，面临以下五大问题。

问题一是委托方触及代建方品质的诉求无法满足。绿城管理的核心竞争力之一就是品牌效应，而“绿城”品牌最基础的点在于产品优质，品质与特色一直是绿城品牌坚持的底线。但是对于一些委托方来讲，他们仅仅想和“绿城”这个品牌建立合作，对于后续产品的建设依旧独立进行项目建设。这种合作方式不利于绿城管理进行项目品质的控制，是否与这样的委托方合作是一大难题。

问题二是委托方的选取与评估。轻资产模式的特性是项目所需资本均由委托方提供，委托方需要有足够的支付能力，因此绿城管理在选择委托方时需要对委托方各方面进行考察，如资金状况、经营诉求、契约精神、高管处事方式等。为了项目的顺利进行，这些前期评估工作会耗费较多的人力和时间成本。

问题三是供应商的选择。供应商的品质优劣直接决定绿城管理代建产品品质

的好坏,在与一些中小房企委托方合作时,他们可能更倾向于选择熟悉的供应商,而使绿城管理体系内优秀的供应商无法进入,使得企业难以对于代建产品的品质进行把控。

问题四是不同委托方诉求多样,导致内部沟通成本高。若是企业在同一时间段承接的代建项目较多,多个委托方的性质不同,要求也不尽相同,因此加大了内部各机构各环节联合作业时,整合资源的过程更加复杂,无效沟通增多,企业整体沟通成本不断增多。

问题五是解决消费者关于代建项目的疑惑而产生的教育成本。购房者通常因为基于对绿城品牌的信任而选择绿城的项目,但是对于代建项目的品质总是会存在一些顾虑,而绿城管理需要增加额外的教育成本去打消购房者心中的疑惑。

这五方面的问题一直困扰着国内从事代建业务的企业,但绿城管理通过不断的探索与论证,打造出行业首个代建标准“绿星标准”。绿星标准覆盖代建前后端的产品、供应商、运营和服务四大板块,每个板块设定相应的指标,为产品品质的建设确立科学标准,且全程透明化管理,让服务过程和结果清晰明了。绿星标准体系的建立,有效减少了教育成本和沟通成本,提高委托方的评估效率,也使得优质供应商进入体系,大幅度提升了绿城管理的核心竞争力,赢得更多客户的青睐。

(2) 产品创新

代建业务虽然是按照委托方的要求进行建设,但如果在建设服务中能为项目提供更多创新点和节省开支,有利于提升企业竞争力。

绿城管理首先根据低密、高层等多种不同需求进行了多层次创新。在低密产品方面,绿城管理推出空中庭院、独立交通等创新点,高层产品方面,植入“空中庭院”理念,打造出公共景观浮空设计等,这些风格创新也不仅仅停留在一线城市的产品设计上,而是不断向三四线城市下沉,因为企业在风格创新的同时,也不断在成本方面创新,创新点形成体系,使其能够实现在不同项目上的快速复制与应用。

其次是产品使用材料上的创新。绿城管理在新材料的研究方面投入了大量研究,目的是在保证产品质量和环保的同时缓解成本压力。企业目前发现的环保材料有贝壳粉涂料、无机微晶保温层、环氧魔石、PC异性路缘石、景观收边条等,

成本的降低也为委托方带来货值赋能。

（3）提供优质服务

代建实质上是一个服务行业，通过向委托方输出品牌和管理服务，取得代建费，其最重要的部分就是满足委托方的需求，绿城管理分为 B 端和 C 端两个部分提升其服务品质。

B 端采取的服务模型的是“登山模型”，要求项目工作人员不仅自身具备专业知识，还要懂得如何去全程服务和配合委托方，使得委托方参与到代建项目的全过程，充分听取其要求，也使其明白和理解代建方所做的工作。双方充分理解互相融合，共同完成项目目标。

C 端是打造“确幸社区”，以“生命、生活、生长”为服务内涵构建三生体系，以客户价值为原点，通过柔性定制、差异化服务，为客户提供优质的生活服务，打造出绿城管理特有的社区体系。

以上两个服务体系的高效运营离不开企业员工的努力，企业奉行“以人为本”的文化理念和扁平化的管理方式，同时重视员工专业能力的培养，使得企业有能力完成各项指标。

（4）推进现金流管理

绿城管理作为一家轻资产企业，其表现出的主要财务特征是低负债且现金流较为充足。在收费方面如表 4.1 所示，绿城管理采用的是按项目进展节点收费，规避了一次性坏账的风险，可以给企业带来较为稳定的现金流入。此外，企业的成本管控能力也在不断加强，除了由于人才储备的因素导致管理费用率有所上升外，销售费用率和财务费用率始终保持在较低的水平，使企业的现金及现金等价物在代建项目迅速扩张的情况下，也能保持较稳定的发展趋势（如图 4.1）。对现金流的管理，增强了企业的抗风险能力和竞争力，使企业实现可持续性发展。

表 4.1 三大代建主业收费模式

业务类别	收费模式	收费进度
商业代建	委托方按预先约定的条款支付以下费用：基本人事费用、咨询及管理费、基于绿城管理代建项目表现的酌情红利。	根据项目开发时间表收取管理费进度款；基于管理下的商业代建项目的销售成果，每月或季度征收额外管理费的进度款。

续表 4.1 三大代建主业收费模式

业务类别	收费模式	收费进度
政府代建	收取项目投资总金额的固定百分比；可能因预先达到若干目标支付奖励费用。	完成代建协议中所载列的有关项目进度后的一定期间内收取代建费用。
其他服务	收取代建咨询服务、设计咨询服务等其他相关费用	-

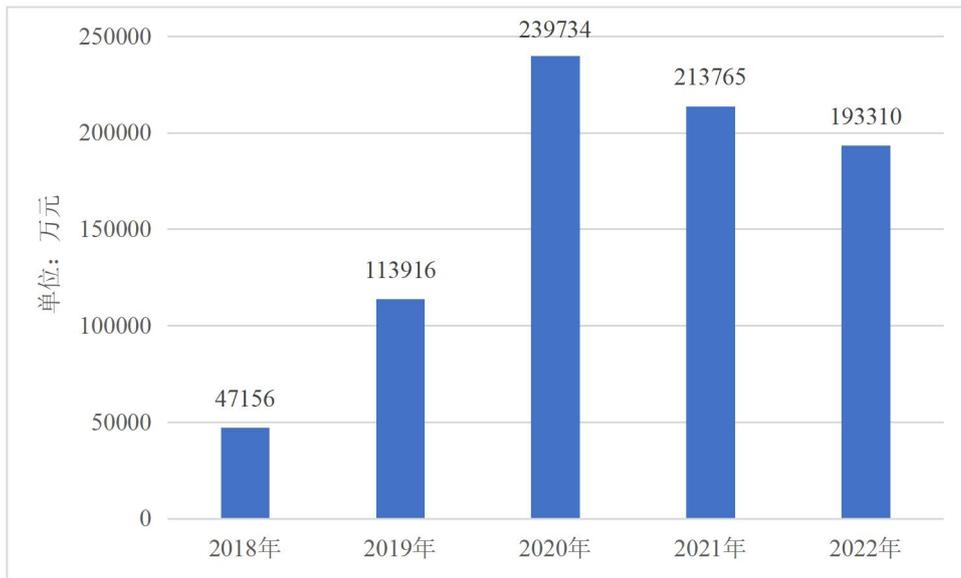


图 4.1 绿城管理现金及现金等价物

资料来源：绿城管理各年年报

4.3 盈利能力分析

4.3.1 评价体系构建原则

在盈利能力评价体系构建的过程中，除了要体现企业自身的盈利能力外，更要与其他房地产公司进行对比，才能较为直观清楚地体现绿城管理的盈利能力如何，因此本文选择从全面性、系统性、可比性和可量化四个方面作为体系构建原则。

全面性是指财务分析指标的选取要兼顾“质”和“量”，不能只追求数量的多而忽略收益的质量。系统性是指各项财务指标独立却又相互影响，构建一个完整、合理且有逻辑的评价体系。可比性是要求企业与企业之间能够进行对比，因此选取的企业均属于房地产行业，且对不同时期的财务数据进行了标准化处理，使得对比结果更加可靠。可量化是为了增强最后结果的可比性，可量化的指标一

般来讲更为客观，方便决策者理解和使用。

（1）经营盈利能力分析

经营盈利分析是企业的盈利的基础，侧重于企业的日常经营管理过程中对于成本费用的管控和资产的周转效率。若企业在经营过程中，能够保持低成本高收入和各项管理活动有序进行，则通常可以表明企业的盈利能力较强，并且在市场上具有一定的竞争力。此外，经营能力的好坏在一定程度上也能够代表企业管理者水平的高低和员工的素质，因此对企业经营盈利能力进行分析可以较为全面地了解企业经营发展实力。

（2）资产盈利能力分析

资产盈利能力分析是指企业拥有的资产能够带来多少回报，企业管理者对资产的合理分配可以为企业带来更多利润。不同行业所拥有的资产类别不尽相同，因此资产盈利分析需根据行业和企业的特征进行分析，通常使用的指标如总资产报酬率，该指标可以反映企业资产综合利用的效果如何，它不受资本结构的影响，全面反映了企业总资产的盈利性，指标数值更高意味着企业资产运用效果更佳，其盈利能力更强，同时也代表管理层的专业能力更强。

（3）资本盈利能力

资本盈利能力用来评价企业自有资本及其积累获利的能力。投资人和债权人对企业投入资本，期望获得收益，而企业在获得资本后，有了发展壮大的机会，形成更多资本积累，后续企业的不断发展，需要得到更多资本，投资人和债券人不断投入，企业不断发展获利进行收益分配，相关各方获得应有的回报，企业的运营效益越好，越能形成一个良好的投入获益循环，因此资本盈利能力的分析也是企业盈利分析的一个重点方面，常用的指标有权益净利率、资本收益率等。

（4）收益质量分析

公司的收益质量是企业会计收入与其整体业绩之间相互影响的指标，如果会计收入能准确地体现出公司的经营业绩，则意味着该公司的收益质量相对较高，反之则不然。如企业拥有较多的应收账款，表面看起来企业获得收入的能力较好，但是这些应收账款能够收回多少是不确定的，且应收账款收回的费用和占用所带来的较多机会成本，反而表明企业的收益质量并不高。因此，在企业盈利能力中加入收益质量分析，能够对企业真实的盈利能力做出评价。

（5）盈利能力评价指标选取

综合考虑上述体系构建原则、评价体系维度和能够搜集到的数据资料，本文从经营盈利能力、资产盈利能力、资本盈利能力和收益质量中共选取了 12 个财务指标，如表 4.2 所示。

表 4.2 盈利能力指标的选取

	指标名称	计算公式
经营盈利能力	销售净利率	净利润/营业收入
	财务费用率	财务费用/营业收入
	管理费用率	管理费用/营业收入
	营业毛利率	(营业收入-营业成本)/营业收入
资产盈利能力	总资产报酬率	息税前利润总额/平均资产总额
	总资产净利率	净利润/平均资产总额
资本盈利能力	净资产收益率	净利润/平均所有者权益
	资本收益率	净利润/平均资本
	每股净资产	年末股东权益/年末普通股股数
	每股收益	净利润/发行在外的普通股股数
收益质量分析	营业现金比率	经营现金净流量/营业收入
	净收益营运指数	经营净收益/净利润

（6）样本的选取

根据 Wind 数据库的行业分类，本文所研究的绿城管理属于房地产企业，具体细分为代建行业，因为主营仅有代建业务的房地产企业较少，也为了更加突出代建业务的盈利特征，因此根据 Wind 数据库中对于房地产的细分行业排名，综合选取了物业、代建、住宅开发、商业地产各类排名靠前的共 31 家港股上市企业，选择的数据范围为这 31 家港股上市公司 2018—2022 年 5 年的财务数据。此外，由于代建业务是绿城管理的主营业务，从其历年年报中可以看出，其主营业务收入占总收入的 90%以上，所以直接选取绿城管理年报中的数据进行分析，不再区分代建业务和其他。

4.3.2 运用因子分析法构建模型

(1) 因子分析法适用性检验

运用因子分析法的前提是要进行 KMO 和巴菲利特检验，目的是为了检验所选取的财务指标之间是否具有相关性，相关性越高，运用因子分析法的效果越好。通过使用 SPSS 软件，KMO 数值在 0.5 以上，巴菲利特球形度检验在 0.05 以下时，表明可以运用因子分析法。本文数据实验之后的结果如表 4.3 所示，KMO 值为 0.709，显著性为 0，因此证明文章所选取的指标和数据适用于因子分析法。

表 4.3 KMO 和巴特利特检验

KMO 取样適切性量数。		0.709
巴菲利特球形度检验	近似卡方	326.266
	自由度	66
	显著性	0.000

资料来源：自行整理数据利用 SPSS 软件得出

(2) 公因子提取

利用 SPSS27 软件，进行公因子的提取，如表 4.4 所示：

表 4.4 公因子方差

	初始	提取
总资产报酬率	1.000	0.933
总资产净利率	1.000	0.957
管理费用率	1.000	0.688
财务费用率	1.000	0.660
营业现金比率	1.000	0.721
净收益营运指数	1.000	0.712
净资产收益率	1.000	0.590
营业毛利率	1.000	0.909
资本收益率	1.000	0.935
销售净利率	1.000	0.911
每股净资产	1.000	0.860
每股收益	1.000	0.535

提取方法：主成分分析法。

资料来源：自行整理数据利用 SPSS 软件得出

公因子的数量多少可以自行设置，也可以由系统自动选定，本文是系统依据特征值大于 1 的原则，选择出 4 个公共因子，由图 4.2 碎石图可以看出，前 4 个公因子起伏幅度较大，后面的因子幅度趋于平稳，所以前 4 个因子是主成分因子，对企业盈利能力的分析最为重要。

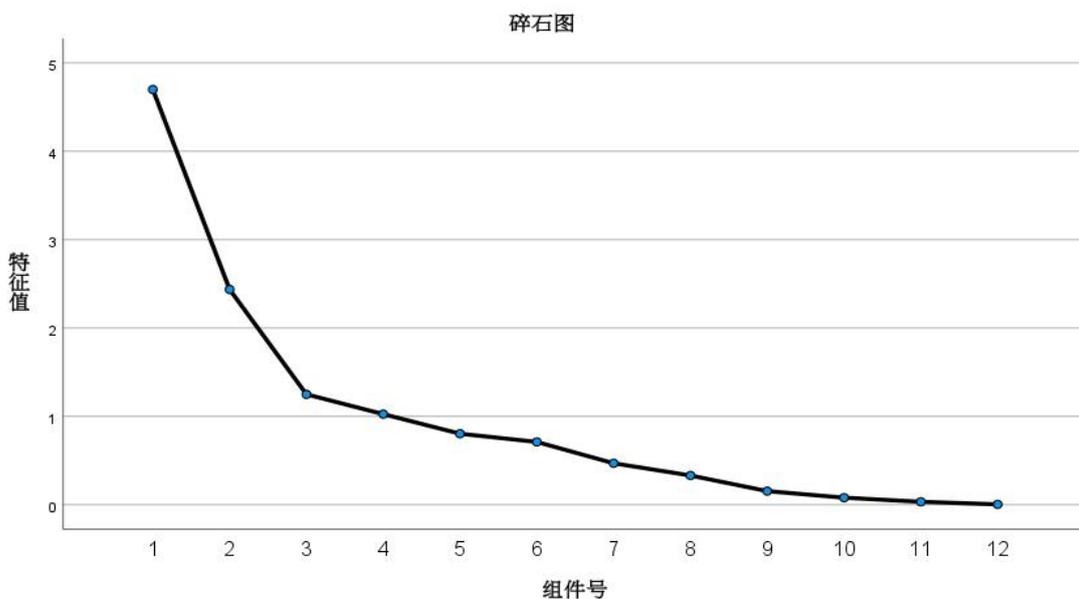


图 4.2 碎石图

资料来源：自行整理数据利用 SPSS 软件得出

从总方差解释表中（表 4.5）可以看出，选取的 4 个主成分因子的方差贡献率依次为 31.398%、24.318%、11.620%和 11.096%，累计方差贡献率达到 78.432%，表明可以解释原始数据 78.432%的信息，可以继续进行研究。

表 4.5 总方差解释

成分	初始特征值			提取载荷平方和			旋转载荷平方和		
	总计	方差百分比	累积 %	总计	方差百分比	累积 %	总计	方差百分比	累积 %
1	4.700	39.164	39.164	4.700	39.164	39.164	3.768	31.398	31.398
2	2.437	20.305	59.469	2.437	20.305	59.469	2.918	24.318	55.716
3	1.250	10.414	69.883	1.250	10.414	69.883	1.394	11.620	67.336
4	1.026	8.549	78.432	1.026	8.549	78.432	1.332	11.096	78.432
5	0.804	6.701	85.133						

续表 4.5 总方差解释

成分	初始特征值			提取载荷平方和			旋转载荷平方和		
	总计	方差百分比	累积 %	总计	方差百 累 积 %	总计	方 差 百 累 积 %	总计	方 差 百 累 积 %
6	0.711	5.926	91.058						
7	0.470	3.914	94.972						
8	0.331	2.759	97.731						
9	0.154	1.286	99.017						
10	0.080	0.667	99.684						
11	0.034	0.280	99.964						
12	0.004	0.036	100.000						

提取方法：主成分分析法

资料来源：自行整理数据利用 SPSS 软件得出

(3) 因子变量的命名

如表 4.6 是因子成分矩阵，成分矩阵又称因子载荷，表中的一行代表的是一个变量在不同因子上的载荷，如 $X1(\text{总资产净利率})=a1 \cdot F1+a2 \cdot F2+a3 \cdot F3+a4 \cdot F4$ ，其中 $X1(\text{总资产净利率})$ 为指标变量 1， $a1$ 、 $a2$ 、 $a3$ 、 $a4$ 分别为与变量 $X1$ 在同一行的因子载荷， $F1$ 、 $F2$ 、 $F3$ 、 $F4$ 分别为提取的公因子，表示提取的公因子对原始变量的影响程度。

表 4.6 成分矩阵

	1	2	3	4
总资产净利率	0.928	-0.303	-0.060	-0.035
总资产报酬率	0.908	-0.303	-0.108	-0.068
资本收益率	0.888	-0.380	0.020	-0.041
营业毛利率	0.790	0.514	-0.072	0.122
销售净利率	0.770	0.527	0.045	0.196
营业现金比率	0.702	0.425	0.146	-0.163
净资产收益率	0.574	-0.277	-0.066	-0.424
每股净资产	0.130	0.825	0.063	0.399

续表 4.6 成分矩阵

	1	2	3	4
净收益营运指数	-0.075	-0.533	-0.386	0.523
管理费用率	0.078	-0.289	0.761	0.140
每股收益	0.011	-0.234	0.685	0.104
财务费用率	-0.397	0.453	0.026	-0.544

提取方法：主成分分析法。(a. 提取了 4 个成分。)

资料来源：自行整理数据利用 SPSS 软件得出

从表 4.6 可以看出，在因子 1 中排名前两位的是总资产净利润率和总资产报酬率，这两个指标在因子 1 上的载荷最大，所以将因子 1 命名为资产盈利能力因子。在因子 2 中，每股净资产的载荷最大，所以将因子 2 命名为资本盈利能力因子。在因子 3 中，由于管理费用的载荷最大，该指标反映的是经营盈利能力因子，所以将因子 3 命名为经营能力因子。最后在因子 4 中观察得出，净收益营运指数受到因子 4 的影响最大，所以将因子 4 命名为收益质量因子，至此，利用 SPSS 软件提取出的 4 个主成分因子分别可以代表盈利能力评价指标体系的四个方面。

(4) 计算因子得分

成分得分系数矩阵（表 4.7 所示）一般用来权重计算，表示指标（或变量）与所提炼的公共因子间的相互联系。某一个公共因子的得分越高，则意味着该指标（或变量）和这些公共因子之间的联系更为紧密。

表 4.7 成分得分系数矩阵

	成分			
	1	2	3	4
总资产报酬率	0.243	-0.018	0.050	-0.052
总资产净利润率	0.232	0.000	0.065	-0.009
管理费用率	-0.042	0.033	-0.008	0.633
财务费用率	0.049	-0.107	-0.541	-0.129
营业现金比率	0.099	0.163	-0.231	0.044
净收益营运指数	-0.085	-0.009	0.612	-0.144

续表 4.7 成分得分系数矩阵

	成分			
	1	2	3	4
净资产收益率	0.307	-0.177	-0.260	-0.089
营业毛利率	0.011	0.288	0.036	-0.078
资本收益率	0.234	-0.024	0.056	0.059
销售净利率	-0.030	0.325	0.065	0.021
每股净资产	-0.268	0.416	0.152	0.033
每股收益	-0.044	0.023	-0.031	0.563

提取方法：主成分分析法。

旋转方法：凯撒正态化最大方差法。

组件得分。

资料来源：自行整理数据利用 SPSS 软件得出

为了方便直观的表达每个成分的公因子线性组合，用字符代表每个指标，分别为 X1 总资产报酬率、X2 总资产净利率、X3 管理费用率、X4 财务费用率、X5 营业现金比率、X6 净收益营运指数、X7 净资产收益率、X8 营业毛利率、X9 资本收益率、X10 销售净利率、X11 每股净资产、X12 每股收益。因此每个成分的公因子线性组合表示为：

F1（资产盈利能力因子）

$$=0.243*X1+0.232*X2-0.042*X3+0.049*X4+0.099*X5-0.085*X6+0.307*X7+0.011*X8+0.234*X9-0.030*X10-0.268*X11-0.044*X12$$

F2（资本盈利能力因子）

$$=-0.018*X1+0.000*X2+0.033*X3-0.107*X4+0.163*X5-0.009*X6-0.177*X7+0.288*X8-0.024*X9+0.325*X10+0.416*X11+0.023*X12$$

F3（经营盈利能力因子）

$$=0.050*X1+0.065*X2-0.008*X3-0.541*X4-0.231*X5+0.612*X6-0.260*X7+0.036*X8+0.056*X9+0.065*X10+0.152*X11-0.031*X12$$

F4（收益质量因子）

$$=-0.052*X1+-0.009*X20+0.633*X3-0.129*X4+0.044*X5-0.144*X6-0.089*X7-$$

$$0.078*X_8+0.059*X_9+0.021*X_{10}+0.033*X_{11}+0.563*X_{12}$$

将上述四个公式与表总方差解释结合，以 F1、F2、F3、F4 旋转载荷平方和方差百分比为权重，利用 SPSS 软件计算出最终的综合因子得分：

$$F=31.398/78.432*F_1+24.318/78.432*F_2+11.620/78.432*F_3+11.096/78.432*F_4 \\ =0.40032*F_1+0.31005*F_2+0.14815*F_3+0.14147*F_4$$

使用上述综合因子得分公式，利用 SPSS27 软件和 EXCEL 软件对包括绿城管理在内的 31 家港股上市企业计算综合因子得分，数值越大代表企业在这个方面的实力越强，有些数值是负数，但这也不代表该企业能力极差，而是表明企业在这方面的因子比较弱，结果如表 4.8 所示：

表 4.8 各企业因子得分情况

	F1	F2	F3	F4	F
中原建业	3.8581	0.9113	0.8051	-1.3496	1.76
绿城管理控股	0.9199	0.0993	0.6660	1.4570	0.70
世茂服务	0.0454	-0.3429	-0.0372	3.9163	0.46
太古地产	-0.7239	2.6209	0.1520	-0.9628	0.41
建业新生活	1.0568	-0.4583	0.2109	0.3772	0.37
恒隆集团	-0.7671	2.9640	-2.3372	0.5009	0.34
保利物业	0.6318	-0.3644	0.7755	0.4480	0.32
华润万象生活	0.9600	-0.4420	0.0998	0.3636	0.31
嘉华国际	-0.1949	0.6274	0.8537	-0.2723	0.20
合生创展集团	-0.3853	1.1022	-0.7144	0.8046	0.20
龙湖集团	-0.0494	0.2897	0.6571	-0.3083	0.12
融创服务	-0.6434	0.0226	1.4545	1.0882	0.12
九龙仓集团	-1.1681	1.2561	1.6647	-0.3819	0.11
华润置地	-0.2390	0.5387	0.6569	-0.4598	0.10
绿城服务	0.3186	-0.5566	0.5179	0.3603	0.08
金茂服务	1.1141	-0.9997	-1.5067	0.8511	0.03
万科企业	-0.2226	0.0504	0.4997	-0.4827	-0.07
金地商置	0.6610	-0.1232	-1.3227	-0.8029	-0.08
美的置业	-0.4361	-0.1973	1.0783	-0.0738	-0.09

续表 4.8 各企业因子得分情况

	F1	F2	F3	F4	F
宝龙地产	-0.1920	-0.0963	0.2593	-0.3252	-0.11
越秀地产	-0.1857	-0.1281	0.1600	-0.5683	-0.17
建发物业	1.0271	-0.7940	-1.4104	-1.0037	-0.19
雅居乐集团	-0.3407	-0.2326	0.1340	-0.0473	-0.20
深圳控股	-0.3924	-0.2618	0.6659	-0.4212	-0.20
瑞安房地产	0.1226	0.0988	-2.4909	-0.1277	-0.31
保利置业集团	-0.4246	-0.4133	0.3422	-0.5343	-0.32
朗诗绿色管理	-0.6544	-0.5572	-0.5008	0.5344	-0.43
当代置业	-0.5038	-0.8007	0.2611	-0.2867	-0.45
富力地产	-0.7189	-0.4439	-0.6234	0.0178	-0.52
天誉置业	-0.5949	-1.4212	-0.3588	-1.2405	-0.91
易居企业控股	-1.8783	-1.9480	-0.6121	-1.0700	-1.60

资料来源：自行整理数据利用 SPSS 软件得出

利用 EXCEL 软件对上表数值进行排名，排名由高到低，数值越低排名越高。如表 4.9 所示。

表 4.9 各企业因子得分排名情况

	行业类型	F1 排名	F2 排名	F3 排名	F4 排名	F 排名
中原建业	代建	1	5	5	31	1
绿城管理控股	代建	6	9	7	2	2
世茂服务	物业	11	19	21	1	3
太古地产	商业地产	28	2	18	27	4
建业新生活	物业	3	24	16	9	5
恒隆集团	商业地产	29	1	30	7	6
保利物业	物业	8	20	6	8	7
华润万象生活	物业	5	22	20	10	8
嘉华国际	住宅开发	15	6	4	16	9
合生创展集团	住宅开发	19	4	26	5	10
龙湖集团	住宅开发	12	8	9	18	11

续表 4.9 各企业因子得分排名情况

	行业类型	F1 排名	F2 排名	F3 排名	F4 排名	F 排名
融创服务	物业	25	12	2	3	12
九龙仓集团	商业地产	30	3	1	20	13
华润置地	住宅开发	17	7	10	22	14
绿城服务	物业	9	25	11	11	15
金茂服务	物业	2	29	29	4	16
万科企业	住宅开发	16	11	12	23	17
金地商置	产业地产	7	14	27	26	18
美的置业	住宅开发	22	16	3	14	19
宝龙地产	商业地产	14	13	15	19	20
越秀地产	住宅开发	13	15	17	25	21
建发物业	物业	4	27	28	28	22
雅居乐集团	住宅开发	18	17	19	13	23
深圳控股	住宅开发	20	18	8	21	24
瑞安房地产	住宅开发	10	10	31	15	25
保利置业集团	住宅开发	21	21	13	24	26
朗诗绿色管理	住宅开发	26	26	23	6	27
当代置业	住宅开发	23	28	14	17	28
富力地产	住宅开发	27	23	25	12	29
天誉置业	住宅开发	24	30	22	30	30
易居企业控股	房产租赁	31	31	24	29	31

资料来源：自行整理数据利用 SPSS 软件得出

表中除了以代建为主营业务的绿城管理和中原建业这两家企业外，还包括住宅开发、商业地产、物业等在内的其他 29 家港股上市企业，将主营不同的房地产企业放在一起进行盈利能力横向对比的目的有以下几点：一是代建业务作为房地产行业近几年新的发展方向，比较其在盈利方面的优势如何；二是以代建为主的企业能否借鉴其他类型业务的优势；三是目前以代建为主营上市的企业很少，只有中原建业和绿城管理两家，如果仅依靠两家企业的的数据，分析较为单薄。

首先从表 4.9 综合排名结果可以看出，中原建业和绿城管理在盈利能力方面遥遥领先，分别位居第一和第二。与同属轻资产类别的物业企业相比，代建企业盈利能力明显优于物业企业，通过对比图 4.3 也可以发现，在 2017 年至 2020 年这段期间内，物业净利率（物业百强企业平均净利率）虽然平稳上涨，但是还是与代建净利率（国内 23 家代建房地产企业净利率）差距较大。

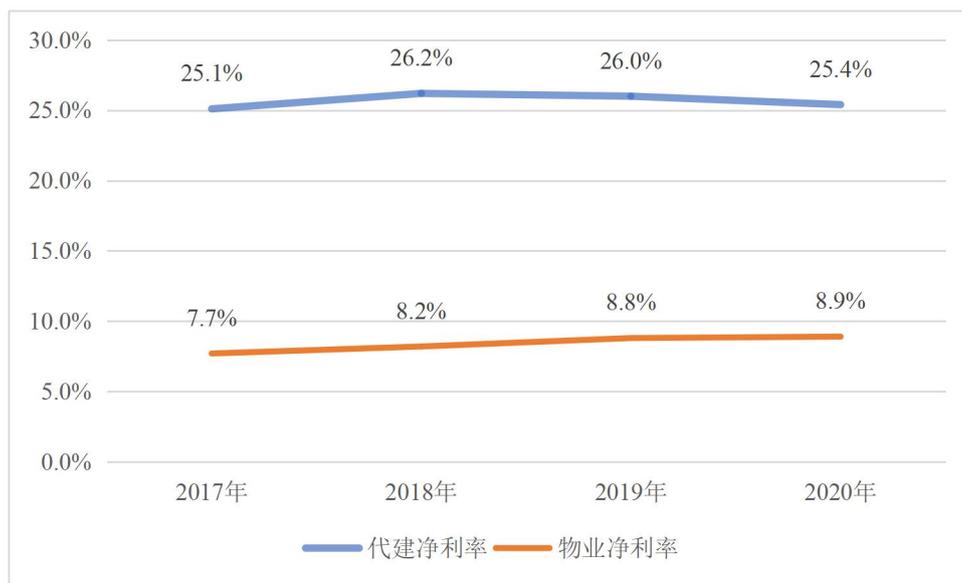


图 4.3 代建与物业净利率对比

资料来源：Wind 数据库

其次综合比较代建、物业和重资产模式下的房地产企业的结果来看，物业和代建的盈利能力又明显优于以重资产为主的房地产类别，因为轻资产的显著特征就是低投入、抗周期和高毛利，而重资产虽然能获得高溢价但同时也需要高投入。通过对比重资产模式下的不同企业，发现商业地产盈利能力综合表现优于住宅开发，以太古地产和恒隆集团为例，这两家企业的共同特征都是选择人口密集的地区，雇用顶尖的建筑设计师，将该地段打造成大型的商业综合项目并提供优质的管理服务，较强的资源整合能力提升了企业的核心竞争力。因此不论是轻资产还是重资产模式，资源整合能力和优质的服务管理能力在企业长期稳健地发展中都是不可或缺的，是企业能否获得高收益的保证。

最后对比表中数据可知，绿城管理除了在 F4 收益质量因子上优于中原建业，其他三个方面的排名均低于中原建业，而且从图 4.4 中可以更为明显的看出，绿城管理与中原建业的销售净利率相差较大，其盈利能力逊色于中原建业。



图 4.4 销售净利率对比

资料来源：绿城管理与中原建业各年年报

中原建业作为代建行业的后起之秀，于 2021 年在港交所挂牌上市，其经营范围目前以河南省为主，省外延伸至河北、山西、陕西、新疆、安徽及海南等省及自治区。在代建业务上，中原建业主要聚焦于商业代建，对于政府代建、资本代建业务项目涉足较少，主要原因是商业代建可获得更高利润率。根据政府印发的《基本建设项目建设成本管理规定》，政府代建项目的代建费用率按照总投资额的大小分档计算，在 0.4%—2%之间浮动，而商业代建项目按照项目预估货值（销售额）的一定比率计算，比率在 3%—6%之间，此外，政府代建的管理费用率相对固定，但商业代建项目的管理费用率还存在调整范围，但由于目前经济形势尚未转好，商业代建的代建费并未能如期支付，所以导致中原建业的收益质量不如绿城管理。

在代建项目的建设上，中原建业的所有代建项目均由企业亲自建设管理，不与第三方代建房地产供应商合作，避免了承包代建有可能带来的项目质量较差风险，进而影响企业的口碑。绿城管理相比于中原建业，除了西藏、黑龙江、吉林和台湾外，在其他 28 个省份均布局了代建项目，但是绿城管理的一些代建项目是由第三方房地产代建供应商承建，地域覆盖广和第三方承建项目的管控对企业的综合管理能力提出了更高的要求。

5 绿城管理盈利模式优化建议

5.1 存在的不足

5.1.1 政府代建占比逐年升高

从图 5.1 可以看出，其他业务（代建咨询服务、代建设计服务和其他服务）收入占比较为平稳，政府代建占收入的比重增长幅度较大，因为绿城管理自 2021 年开始有意提高政府代建项目的承接量，目的是为了弥补商业代建收入的下降缺口（此处商业代建包含资方代建项目）。

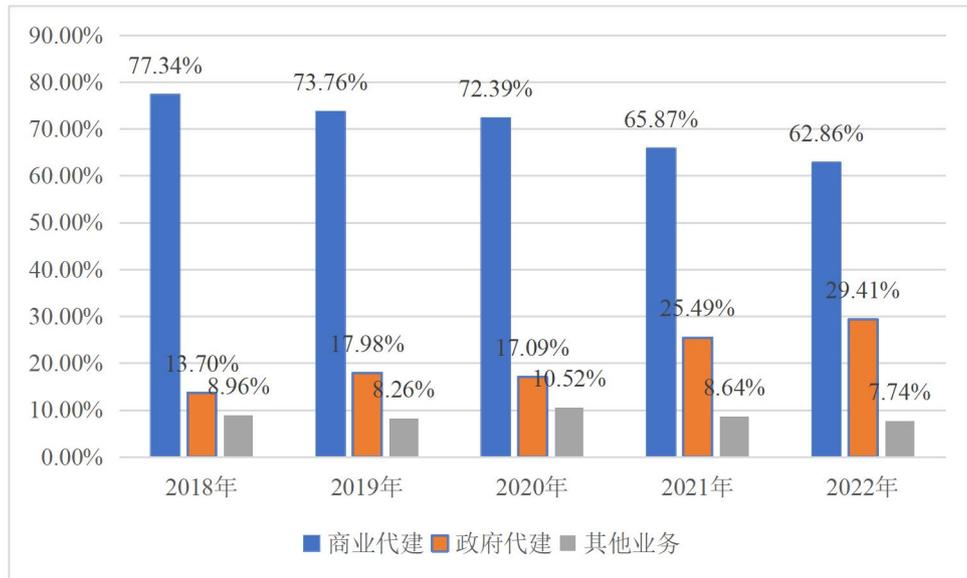


图 5.1 绿城管理各代建类型占总收入比重

资料来源：绿城管理各年年报

减少商业代建的承接量在目前的经济环境下有益于企业减少亏损，但是由于政府代建项目带来的收益有限，不能使企业获得较高的品牌溢价收入，所以企业收入并未有较大幅度的提升（如图 5.2 所示）。

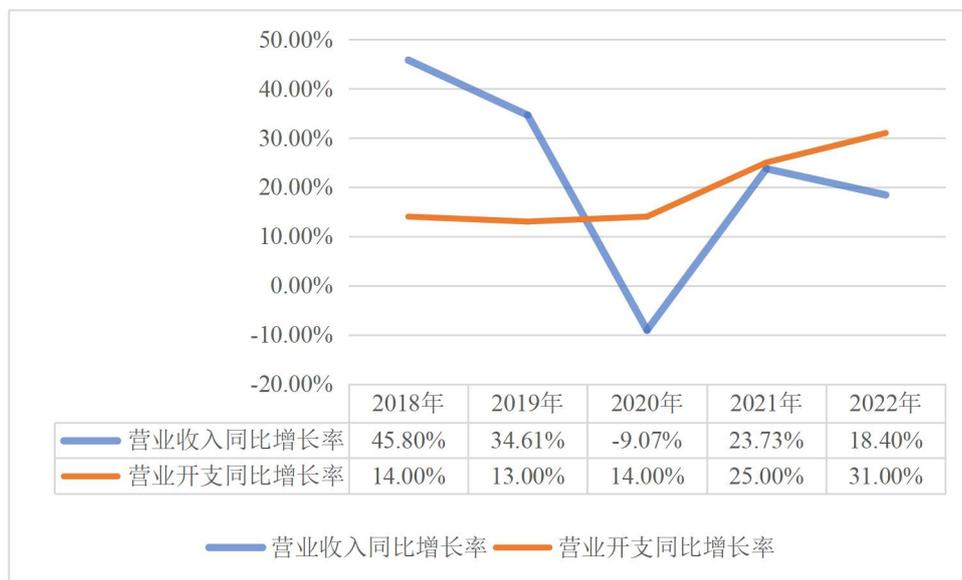


图 5.2 绿城管理营业收入和营业开支同比增长率

资料来源：绿城管理各年年报

政府代建的增多虽然弥补了些许商业代建减少带来的亏损，且承接政府代建在一定程度上也能够提高企业声誉，但是其利润有限，再加上企业规模一直在扩大，导致开支费用近两年上涨幅度也较大。随着代建企业的不断增多，政府代建项目竞标压力也会不断加大，目前已有 40 多家较为优秀的房地产企业开始进军代建行业，而像华润置地、保利、首开这样的大型房地产首先选取的代建类型就是政府代建，此外类似于中原建业这样发展迅速的区域性代建企业，其布局政府代建的规模也开始不断加大，中原建业 2021 年承接的政府代建项目只有六个，2022 年已经增长至 14 个，所以虽然政府代建业务已经放开，但越来越多的企业开始竞争后，绿城管理以后能承接到的政府代建项目可能并不会逐年稳步增长，其收入的稳定性面临一定威胁。

5.1.2 合作代建可能引发风险

绿城管理通过自营和与业务伙伴合作经营完成代建项目的建设，如图 5.3 所

示，在商业代建类型中，与业务伙伴合作经营占总商业代建数的比重在 2017 年—2021 年逐年上涨，2022 年占比有所下降，这与市场行情有关，由于房地产市场的不景气，商业代建虽可以带来高溢价，但是同时也有收款困难的风险，一般企业在近两年较少涉足商业代建项目。在政府代建方面，随着政府代建总数的上涨，与业务伙伴合作经营政府代建项目的数量也在不断增多，2022 年占比达到政府代建总数的 5.34%。

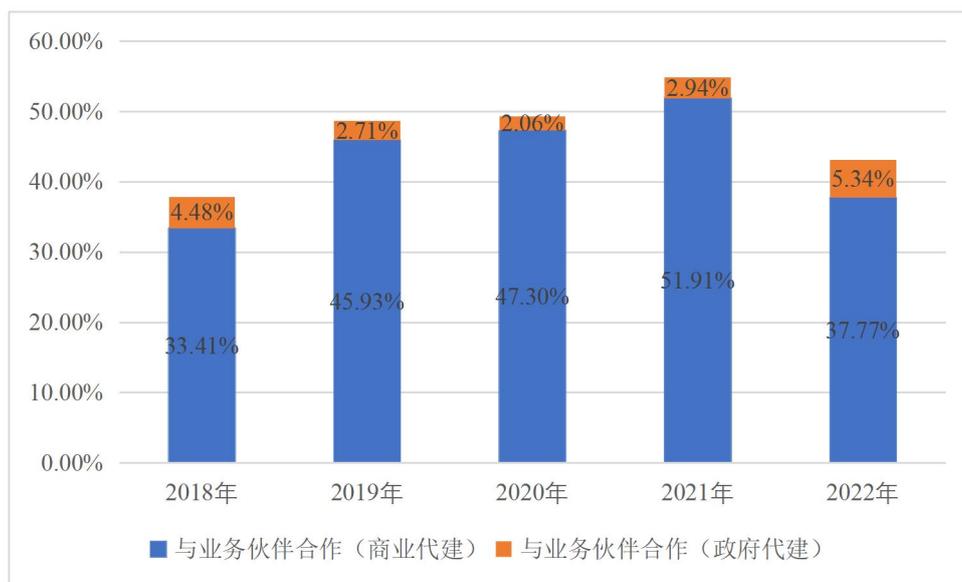


图 5.3 绿城管理的业务伙伴合作比例

资料来源：绿城管理各年年报

与业务伙伴合作代建的优势在于，相比于项目的全部自营，合作经营可以较为有效的快速拓展企业规模，因为虽然与合作方进行合作减少了企业毛利率，但是在较短时间内可以使企业品牌拓展至全国。绿城管理在与业务伙伴合作经营的过程中，对于商业代建项目收取项目管理费的 20%至 30%，政府代建项目收取项目管理费的 7%至 12%，其余项目管理费均由合作方获得，当然所有的成本及开支也由合作方自行承担。成本和开支的自行负担也带来了合作方代建项目的质量风险，绿城管理的“绿星标准”虽然在选择合作方方面可以进行前期考察，但是不可能关注到项目施工建设的所有方面，合作方会不会为了获得更多利润而在项目质量方面节约不该节约的成本是一个不确定的因素，虽然合作方建设数量占总数量比重并不高，但是一旦出现问题，影响的是绿城管理的品牌，品牌声誉受损对企业影响较大，尤其是代建市场竞争愈加激烈，品牌声誉受损可能带来承建

项目机会的流失，而为了加强对合作方的管理进行的支出，也提高了企业的营业成本。此外，在与合作方合作经营的过程中，最后的管理费分配可能会存在一些债务风险，合作方超出预算的建设成本可能会想要增大管理费用的分配率，因此使绿城管理的毛利率减少。

5.2 绿城管理代建业务盈利模式的优化建议

5.2.1 合理调整业务结构

绿城管理增加政府代建的业务量是为了弥补商业代建减少带来的损失，虽然目前市场上政府代建存量较多，但是随着竞争的越来越激烈，企业较难维持承接政府代建业务量的稳定增长，此外，绿城管理的市场规模还在不断扩张，企业管理费用的增多，都需要更多溢价项目来维持毛利率的稳定。

房地产市场上目前除了政府代建项目的存量，还有需要纾困解难的资方代建项目和国企城投等拥有土地但未建设的项目。对于纾困解难的项目，由于委托方前期已经耗费较多资本，可以给代建方的利润要低于一般商业代建的支付的代建管理费比率，虽然代建方获得不了高溢价，但是这部分业务可以作为政府代建项目的补充，随着政府代建项目承接量的降低，企业可以多关注纾困解难项目，且相对于政府代建项目，这部分业务有更多可以协商代建管理费的机会，绿城管理利用其优秀的资源整合能力和项目开发建设能力为委托方建设优质项目带来超额盈利，绿城管理可在基本的管理费基础上要求获得更多报酬。对于与国企城投的合作方面，也是绿城管理积极拓展的类型，相比政府代建，这部分业务可以获得较高盈利，所以综合纾困解难项目和国企城投项目，企业可以相应增加商业代建的业务量，而且除了以往只收取代建管理管理费的模式外，可加入股权代建模式，在项目盈利后，也可以获得相应的报酬，增加企业的盈利能力。

此外，绿城管理目前作为中国房地产市场上的“代建第一股”，其拥有较多的代建经验，随着市场上代建企业的增多，可以增加其它业务的比例，为其它想要开展代建业务的企业提供代建咨询和设计开发服务，如项目可行性分析、市场研究及分析等，也可以为一些企业提供住宅物业管理和商业物业管理服务，使企业更好发挥房地产轻资产的属性。

5.2.2 合理调整合作开发比例

与业务伙伴合作代建虽然较快速的拓展了企业规模，但除了降低毛利率之外也增加了企业的经营风险。在商业代建方面，绿城管理可以选择自营大型项目的代建，小型商业代建项目可分配给合作伙伴，但是对于政府代建项目，企业虽盈利少，但是其承建的好坏对于企业品牌声誉影响较大，一味为了增大政府代建项目而选择与更多合作伙伴分摊业务量，更是加大了潜在的项目质量风险，企业应合理调整与业务伙伴合作建设比例，承接项目量不应超过企业自身承建能力较大范围，对于合作方，企业应着重评估对方的诚信资质，在与其达成合作意见前，对其将要发生的成本预算也做出较为准确的预计，在保证企业自身盈利的同时为其分配合理的代建管理费。

5.2.3 加强企业自身能力建设

绿城管理拥有的“绿星标准”体系将委托方、供应商、消费者整合到统一的产业生态环中，可以较为有效的实现资源高度整合和信息共享，在此基础上，可以考虑加入对于合作方的有效管理体系，如合作方选取标准、合作方利益分配原则、合作方代建项目建设过程中的管控和最终的质量评估，以及对于合作方项目出现危机时企业相应的风险应对政策，将合作方项目的产品和服务同样进行标准化管理。

其次绿色健康的住宅日益成为消费者关注的重点，国家政策也大力支持绿色建筑，更多地倡导节能和环保，绿色住宅很可能成为未来发展的新趋势。绿城管理可以此来发展企业新的核心竞争力，围绕“绿色健康”等元素优化产品功能和结构，不断升级代建产品的设计理念。在绿色建筑理念的实施过程中，可以与国内大学进行合作，如阳光城和清华大学联合开展了“绿色智慧家”的课题研究，通过绿色健康、智慧生活、家文化三个维度，推进绿色住宅产品理念的落地；也可以积极结合大数据的优势，对温度、湿度、氧含量进行深度分析，匹配出建设的最佳方案。

此外还可以通过不断创新建造技术进行成本的节约。如建业集团采用的工厂化混凝土构件制造技术可以从根本性地解决住房质量问题，将建筑误差从厘米级

别减少至毫米级别。这种方法有助于提高建筑构件的质量标准，并防止建筑普遍存在的“跑冒滴漏”问题。预制部件的工厂制造和现场装配都是装配式建筑的可行施工方法，这种方式能够大约将工程的施工周期缩短 40%，从而极为有效地提高了作业的效率。绿城管理在代建过程中可以将自身建筑的特色与其他优秀代建企业的建设做法结合，同时将改良之后的建筑方法也运用到合作方的代建项目中，从质量方面进行提前管控，共同提高产品质量。

6 研究结论与展望

6.1 研究结论

基于房住不炒的住房制度和房地产调控政策环境，加速了我国房地产行业高质量转型的发展步伐，从传统的由土地、资金等生产要素驱动的发展模式，转向由知识、价值、管理驱动的轻资产高质量发展模式。越来越多的企业认识到代建业务对于房地产企业实现可持续发展的重要意义，借助品牌商誉、专业团队和平台文化等扩大业务范围，通过服务获取更多收益，在企业实现盈利的同时也提高了企业发展的韧性。因为绿城管理作为“代建第一股”，其主营代建业务十年有余，所以选择绿城管理作为案例研究对象，在对其盈利模式进行分析之后，得到以下结论：

第一，绿城管理作为代建行业的龙头企业，企业收入较为可观，销售净利率连年保持稳定增长，流动负债中无息负债占比高，企业现金流充裕，这些均与重资产模式下的房地产企业形成鲜明对比，且从盈利能力的分析结果中可得，物业和代建的盈利能力明显优于以重资产为主的房地产企业，表明轻资产模式更适合目前房企的行业环境，而代建为主的发展方向也是绿城管理可持续发展的方向。

第二，绿城管理在代建行业的成功除了其拥有的代建实力、客户关系和人力资源外，最关键的是建立了“绿星标准”，该体系解决了企业以往遇到的发展难题，如委托方的诉求无法及时满足、供应商品质的把控和企业与消费者的沟通成本等，绿星标准将产品、供应商、运营和服务四大板块全程透明化管理，有效减少了沟通成本和时间成本，大幅提高了企业的核心竞争力。

第三，在中原建业与绿城管理这两家代建企业的对比中发现，中原建业除了收益质量低于绿城管理，其他三个方面均优于绿城管理，通过分析中原建业发现，该企业主要聚焦于商业代建，对于政府代建涉足较少，这使得企业能获得更多利润，且中原建业为了不影响企业品牌，所有代建项目不选择与第三方合作，均由企业自身建设管理。而绿城管理近几年由于市场经济环境，选择稳妥的发展方向，提高了政府代建占比，同时降低了商业代建的业务量，虽对企业的收益质量有所保障，但减少了企业收益。此外，绿城管理与第三方合作的代建项目比例有所上

升,由于合作代建对于代建项目质量不易把控,所以增加了品牌声誉受损的风险。针对该企业存在的不足,本文提出合理调整业务结构、合理调整合作开发比例和加强企业自身能力建设这三点建议进行该企业盈利模式的优化。

6.2 对代建行业的启示

对绿城管理代建业务进行分析之后,也为想要实施代建业务的其他房企提供一些思路。

第一,代建业务平台的重要性。委托方选择代建企业是相比于自行建设项目,代建可以带来新的价值或更加节约成本。因此代建方不仅要提高开发建设的质量和水平,还要降低开发建设成本,提高企业的运营管理效率,搭建企业业务管理平台,可以使企业管理建设流程更加直观,减少不必要的信息沟通与交流成本。其他企业可以借鉴绿城管理的“代建业务平台 4.0”,最大程度保证委托方利润的同时,提高企业建设质量和运营管理效率。

第二,寻找适合企业发展的代建业务。商业代建与政府代建相比可以获得更多利润,但面临的财务风险也较大,能否从委托方收回全额应收款项,代建方需要付出更多的应收账款管理成本。此外,商业代建的委托方也更希望代建方能够带来更多新的价值增值。而政府代建业务收取的代建费通常比商业代建的低 2.6%—4%左右,利润率较低,但是所承担的财务风险也相应较小,且政府代建业务存量目前较多,可以为企业带来较为稳定的收入来源。所以,企业可以根据自身所能承担的风险大小和管理者风险偏好,来选择主要发展商业代建或政府代建。

第三,不断增强企业自身实力。随着越来越多的房地产企业开始转型进入代建领域,企业间的竞争也会越来越激烈,能否得到更多委托方的青睐,最终取决于企业综合服务能力,不断向产业链前后两端进行服务延伸。此外,代建方还应严控风险,在与金融机构合作的过程中,始终把控主导地位,合理利用财务杠杆。提升代建水平,提高风险防范能力是企业能否长期存在的关键。

6.3 研究不足与展望

由于本文仅从财务角度对绿城管理的盈利模式进行了分析,非财务角度(供

应链、客户、外部竞争环境带来的压力)涉及的较少,且在对比公司的选择中由于数据的可获得性并没有选择非上市公司,数据范围的有限性使得本文的分析可能并不全面。

本文通过对已获得资料来源的分析,期望对房地产企业转型代建业务带来一些参考,推动房地产行业的高质量和持续性发展。

参考文献

- [1] Blal I, Bianchi G. The asset light model: A blind spot in hospitality research[J]. International Journal of Hospitality Management, 2019, 76: 39-42.
- [2] Lin C S, Huang C P. Measuring competitive advantage with an asset-light valuation model[J]. African Journal of Business Management, 2011, 5(13): 5100.
- [3] Magritte J, Why Business Models Matter[J]. Harvard Business Review, 2002.
- [4] Morris M, Schindehutte M, Allen J. The entrepreneur's business model: toward a unified perspective[J]. Journal of business research, 2005, 58(6): 726-735.
- [5] Miles R E, Snow C C, Meyer A D, et al. Organizational strategy, structure, and process[J]. Academy of management review, 1978, 3(3): 546-562.
- [6] Shafer S M, Smith H J, Linder J C. The power of business models[J]. Business horizons, 2005, 48(3): 199-207.
- [7] Sheivachman A. Asset-light shifts to asset-right: US hotel companies look to increase ownership stakes through targeted deals[J]. Hotel Management, 2012, 227(5): 1-1.
- [8] Shafer S M, Smith H J, Linder J C. The power of business models[J]. Business horizons, 2005, 48(3): 199-207.
- [9] Surdu G. The internationalization process and the asset-light approach[J]. Romanian Economic and Business Review, 2011, 6(1): 184.
- [10] Timmers P. Business models for electronic markets[J]. Electronic markets, 1998, 8(2): 3-8.
- [11] 陈银飞,邓雅慧,茅宁. 数字化、轻资产运营与企业成长[J]. 会计与经济研究,2022,36(03):94-110.
- [12] 陈华. 轻资产商贸模式及盈利能力分析[J]. 商业经济研究,2021,(11):110-113.
- [13] 陈鑫子. 轻资产模式下互联网上市公司盈利能力分析[J]. 财会通讯,2019,(17):58-62.
- [14] 杜军,韩子惠,焦媛媛. 互联网金融服务的盈利模式演化及实现路径研究——以京东供应链金融为例[J]. 管理评论,2019,31(08):277-294.
- [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] 范其伟,徐璟娜. 基于技术创新的企业财务战略问题研究[J]. 郑州大学学报(哲学社会科学版),2014,47(04):72-75.
- [17] 官小燕,刘志彬,陈晓辉. 供应商关系如何影响企业财务柔性储备?——兼论轻资产运营的风险缓释作用[J]. 上海金融,2022,(06):35-46.
- [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] 何瑛,胡月. 戴尔公司基于轻资产盈利模式的价值创造与管理分析[J]. 财务与会计,2016,(06):37-40.
- [20] 胡大立. 基于价值网模型的企业竞争战略研究[J]. 中国工业经济,2006,(09):87-93.
- [21] 加里·哈默尔. 领导企业变革[M]. 北京:人民邮电出版社,2002.
- [22] 刘志远. 企业财务战略[M]. 东北财经大学出版社,1997.
- [23] 陆正飞. 企业发展的财务战略[M]. 东北财经大学出版社,1999.
- [24] 李百吉,李甜甜. 房地产企业转型轻资产运营模式的研究——以万科集团为例[J]. 广西大学学报(哲学社会科学版),2018,40(04):48-54.
- [25] 刘闲月,林峰,孙锐. 企业轻资产商业模式的内涵、动因及运营中的战略能力[J]. 中国流通经济,2012,26(05):72-77.
- [26] 刘亚萍,史可寒. 轻资产化能提升旅游企业盈利能力吗?[J]. 经济与管理评论,2021,37(06):138-151.
- [27] 李红,吕本富,申爱华. SNS 网站竞争生存及商业模式创新的关键因素实证研究[J]. 管理评论,2012,24(08):79-87.
- [28] 李海舰,聂辉华. 企业的竞争优势来源及其战略选择[J]. 中国工业经济,2002,(09):5-13.
- [29] 李垣,刘益. 基于价值创造的价值网络管理(I):特点与形成[J]. 管理工程学报,2001,(04):38-41+2.
- [30] 潘振武. 平台服务费下降对外卖平台盈利模式的影响研究[J]. 财会通讯,2023,(08):146-150.
- [31] 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):106-110.
- [32] 任迎新,袁培顺,陈志宏. 构建企业财务战略新视角[J]. 学术交流,2011,(07):95-97.

- [33] 史佩忠. 经营性高速公路盈利模式的完善与创新[J]. 财会月刊,2012,(14):87-88.
- [34] 孙黎,朱武祥. 轻资产运营:以价值为驱动力的资本战略[M]. 北京:中国社会科学出版社,2003.
- [35] 余运九,严力群. 商业银行轻资产运营研究[J]. 农村金融研究,2017,(04):33-38.
- [36] 孙莹,张仙,宋秋华. 轻资产运营、股权性质与资本效率——以我国制造业上市公司为例的实证研究[J]. 商业研究,2020,(12):99-109.
- [37] 孙丽华,倪庆东. 基于价值链管理视角的企业财务战略管理[J]. 山东社会科学,2016,(10):126-130.
- [38] 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.
- [39] 盛明泉,冯天宇,谢睿. 企业轻资产运营与全要素生产率[J]. 云南财经大学学报,2020,36(10):101-112.
- [40] 唐璎璋,刘芬美,黄宝慧. 轻资产战略与营运绩效关系之研究——以台湾企业为例[J]. 管理学报,2007,(01):75-91.
- [41] 汤谷良,杜菲. 试论企业增长、盈利、风险三维平衡战略管理[J]. 会计研究,2004,(11):31-37.
- [42] 汤谷良,林长泉. 打造 VBM 框架下的价值型财务管理模式[J]. 会计研究,2003,(12):23-27+64.
- [43] 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,2015,35(07):185-191.
- [44] 王冬梅,胡占,游朝阳. 暴风集团轻资产转型的财务风险评价[J]. 管理评论,2018,30(07):245-259.
- [45] 王龔,郭子增. 从“重资产”到“轻资产”:经营模式转型是否影响了银行风险[J]. 金融经济研究,2019,34(05):80-92.
- [46] 武光,欧阳桃花,姚唐. 战略性新兴产业情境下的企业商业模式动态转换:基于太阳能光伏企业案例[J]. 管理评论,2015,27(11):217-230.
- [47] 魏炜,朱青元,林桂平. 政治关联、多元化并购与企业并购绩效[J]. 管理学报,2017,14(07):998-1005.
- [48] 徐媛. 基于用户黏性的社会化阅读社区盈利模式分析[J]. 科技与出

- 版,2014,(03):49-52.
- [49] 亚德里安·J·斯来沃斯基,大卫·J·莫里森,劳伦斯·H·艾伯茨等.发现利润区(第四版) [M].北京:中信出版社,2010.
- [50] 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.
- [51] 朱伟民,赵梅,吴淑琼. 轻资产服装企业盈利能力研究[J]. 财会通讯,2018,(23):74-78.
- [52] 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.
- [53] 张辉. 全球价值链理论与我国产业发展研究[J]. 中国工业经济,2004,(05):38-4

后记

研究生生活对我来说，即是本科生活的延续，但又与本科不同。除了同样的宿舍、食堂、图书馆，更多了与导师的交流，小范围的学习与指导，是之前从未有过的学习体验，我心中充满感激，在此，真诚的感谢我的导师邢老师！

很感恩在这度过的三年，志同道合的伙伴和安稳的学习环境，这安静的生活一是离不开爸妈的支持，很感谢他们一直以各种方式鼓励我学习，没有他们的坚持，我就不会有关于研究生生活的体验。二是离不开学校老师们的辛勤付出，他们时时刻刻在为我们学习生活的各方面着想。

最后还要感谢一下数据库的客服小姐姐，每每在我不清楚如何找数据的时候，总是会耐心地为我提供导航，希望她工作顺利，天天开心。

路漫漫其修远兮，吾将上下而求索。

这段旅程即将到站，我要整理好这段旅程的结果，以更积极向上的姿态去迎接下一旅程。