

创业板业绩增长模式：意想不到的拐点

预测纽交所蓝筹股的业绩，对华尔街的分析师们来说，虽然时有失手，但很多时候与实际结果的差别还不算离谱，但预测纳斯达克高科技股的业绩，则经常会大跌眼镜。

这是因为，由于公司规模以及行业属性等原因，使纳斯达克公司的业绩变化，较之纽交所公司，有更强的波动性。

iPod 的暴利

2002年、2003年，苹果公司（NASDAQ: AAPL）的净利润还在6500万美元左右，但到了2004年则突然出现拐点，该年度公司净利润一下攀升至2.76亿美元（见图1）。其中最关键的原因，就是该公司的新产品iPod（便携式音乐播放器）开始热销。iPod当年销量达到442万台，比2003年提高了370%。

值得注意的是，2004年苹果的营业收入为82.8亿美元，而2003年营业收入为62.1亿元。不难看出，苹果公司2004年净利润的增幅大大超过了营业收入的增幅。

大多数情况下，一家公司净利润增幅大大超过营业收入增幅，则说明该公司某个产品的毛利率相当高。从苹果公司的情况分析，可以得出这样一个结论：iPod属于“暴利”产品。

iPod的毛利率也代表了很多高科技产品的特点。高科技产品的成本结构中，研发费用占了主要部分，直接生产成本并不高。如果产品热销，迅速摊薄研发费用后，就能够带来非常丰厚的利润。这一点与普通产品有较大不同，普通产品的成本结构中，直接生产成本（如原材料、人工费用等）占很大比例，这些成本不可能随着销量增加而迅速摊薄，因而，普通产品销量的增加比例往往与利润的增加比例相差不大。

但事先洞悉某个高科技产品的成本结构，并预判它何时能够热销，销量能达到多少，几乎是不可能完成的任务——事实上，对于iPod畅销，连苹果当家人乔布斯自己都非常吃惊。这就使高科技公司的业绩变化，往往呈现出更大的波动性。



亚马逊模式

如果说预判 iPod 的销量变化，已经困难重重。那么预判一种商业模式是否能够成功，则更加玄妙莫测。

亚马逊（NASDAQ: AMZN）是目前全球最大的网上购物商店（以图书销售为主），在登陆纳斯达克之初，正是互联网泡沫兴起之时，公司的经营模式受到很多投资者追捧，但随着互联网泡沫破灭，一批类似亚马逊模式的公司被破产清算，加之亚马逊连年巨额亏损的表现，公司的经营模式已经被很多人否定。

当时普遍观点认为，互联网购物的规模，不足以抵销亚马逊高昂的仓储成本及运营成本，即使乐观人士，也只是认为，亚马逊虽然能够活下去，但也只是惨淡经营，高速成长几乎是妄想。

但到了 2002 年初，亚马逊公布了成立七年来首份盈利的季报，一些人开始慢慢改变此前的判断，但也只是表示谨慎乐观。因为此时，由于连年巨亏所累，亚马逊已经处于资不抵债的地步。但到了 2002 年中期，随着免费送货服务的推出，网购量快速增加，亚马逊持续盈利的迹象越来越明显，公司的盈利模式才再次被投资者所看好，而亚马逊也在随后的几年中，实现了高速增长。从亚马逊的案例可以看出，一种新的尚未接受长期市场考验的商业模式，其成长过程充满了不确定性。而事实上，在创业板中，一些公司的核心“卖点”就是商业模式、盈利模式的创新，对这些公司来说，未来的走向难以预料，其表现也往往出乎人们意料之外。

迅速黯淡的网景

技术风险是很多创业板企业所要面对的首要风险。一种替代性技术的出现，技术研发失败或者新产品不被市场接受等等问题，都可能将一家原本风风火火的公司，在很短时间内拖垮。但除此之外，即使领先的技术优势，高额的市场占有率，仍然无法保证一个产品能够持续成功。

网景公司 1994 年推出互联网浏览器，至 1995 年，网景浏览器所占市场份额超过 80%。1995 年 8 月 9 日，网景登陆纳斯达克。由于投资者狂热追捧，公司股价最高冲至每股 120 美元。

从市场分析师到业界专家，绝大多数人都认为，网景浏览器已经具备了垄断地位，在互联网即将大行其道的背景下，市场前景不可限量。但就在 1995 年，微软也推出 IE 浏览器，并通过在操作系统中免费捆绑 IE，仅仅 3 年后，就击垮网景，垄断了浏览器市场。1999 年，网景被收购，从此销声匿迹。

网景迅速黯淡的命运，并不是肇始于技术落后，也不是失足于市场接受程度，而是源自微软破坏性的“市场倾销”策略。网景的案例充分展示了，高科技公司及其产品“其兴也勃焉，其亡也忽焉”的巨大波动性，在突然出现的拐点后，有可能是鲜花，也有可能就是坟墓。

南橘北枳

对于成熟的，规模较大的，生产传统产品的公司来说，业绩的变化，有一定的惯性作用，进而呈现出较强的线性规律。因此，从财务分析的角度，进而结合

行业、宏观经济的变化趋势，投资者在很多时候，可以对公司未来的业绩表现，做出大致准确的判断。

但对于部分创业板公司来说，由于技术的多变性，市场的复杂性，以及经营模式的新颖性，使不确定性因素大大增加。这就使公司业绩变化的方向、幅度有了更多的可能。因此，以往应用于主板市场，并行之有效的一些分析手段、分析方法，直接套用在创业板公司身上，就可能会出现“南橘北枳”的尴尬。

小结：创业板公司业绩更大的波动性，决定了投资者不能简单从公司以往的业绩表现，预测其未来业绩。创业板公司对内部、外部因素变化更强的敏感性，要求投资者对公司关注、研判的密度更大，那种研究后便“一劳永逸”的心态是危险的。（本文由袁克成撰写）