O2O模式转型下的筹资战略与风险管控

—— 以中青旅为例

王 储 王峰娟

随着知识经济的不断发展，企业的经营边界正在不断模糊，创新的主体也呈现出多元化趋势，消费者对于产品和服务方便、快捷、使用体验等方面的深层次要求成为推动O2O模式不断发展的动力，也在本质上改变了企业间现有的竞争格局，促使传统行业企业改进其固有的商业模式。中青旅控股股份有限公司（以下简称中青旅）作为我国较早进入互联网和电子商务领域的传统行业企业代表，其O2O商业模式的建立和发展经历了一个漫长的过程，期间中青旅的筹资战略也随着商业模式转型的推进速度在不同阶段呈现出不同的特征。本文将对2005～2014年中青旅O2O模式的建立过程、相应的筹资战略及风险管控策略进行梳理，以期对其他正处于向“互联网+”模式转型的传统行业企业提供一定的借鉴。

一、O2O模式转型下的企业筹资战略与风险管控要点

筹资战略是指企业在总体战略的指导下，为实现长期发展目标，根据对内外部环境的分析和对未来趋势的预测所作出的在未来一段时期内指导企业融资规模、融资成本、融资方式、融资风险管理等问题的整体规划。合理的融资战略既要考虑到企业所处的行业特征和业务发展状况，将融资成本和融资风险最小化，同时还要确保对企业未来的生产经营活动提供必要的资金支持，为企业的长期发展提供动力。在我国，O2O领域起步较早、发展较为迅速的企业多为互联网企业（如各大团购网站），这些互联网企业多以线上服务、信息收集和平台建设为中心，以搜索技术为引擎，同时与其他线下的实体店经营者开展合作，通过营销推广打造优势品牌以逐渐提升客户忠诚度。在融资方面，互联网企业由于其资产结构主要以无形资产（如技术、专利等）为主，缺乏足够的可抵押资产，同时也由于其作为高科技行业本身的经营风险较高，因此这类企业进行债务融资的难度通常较大，往往是在创业初期通过风险投资、私募股权等形式进行融资，在达到上市条件之后再通过股权融资的方式完成下一轮扩张所需的资金积累。

传统行业向O2O模式转型情况则有所不同。传统行业企业经过较长时间的发展通常积累了一定的资金实力和业务能力，具备建立线上服务平台和线下实体连锁店的基本资源，其向O2O模式转型本质上是以提升技术、提升产品和服务质量为主要方式，对企业的经营理念、业务水平和技术能力进行全方位、深层次的优化，这一过程将伴随着持续的、大规模的资金投入，因此合理的筹资战略将起到举足轻重的作用。传统行业企业在长期的经营过程中往往已经形成了相对稳定的资本结构，部分以固定资产投资和经营为主的企业通常负债水平较高。在面对下一阶段大规模的投资支出和资本需求时，如果单以负债方式进行融资虽然可以降低融资成本，但会在无形中增加企业的还款压力，加剧财务风险。因此，笔者认为，传统行业在向O2O模式转型的过程中，在融资总量方面需要尽可能多募集资金以保证转型工作的顺利进行，在融资结构方面则要综合运用股权融资与债务融资，并控制好长短期债务的比重，以防出现短期流动性不足的问题，如有条件还可以维持一定的债务融资空间以应对突发状况。此外，在风险管控方面还要做到将筹资活动与投资、分配活动相统一，通过投资项目的合理规划、筹资战略的通盘布局、分配方案的合理设计降低企业的整体运营风险，在此基础上通过合理的营运资金管理进一步控制企业的财务风险，实现企业的长远发展目标。

二、案例解析

（一）中青旅O2O模式的转型历程

作为我国旅行社类上市公司的龙头企业，中青旅一直非常重视科技和信息对于企业发展所产生的重要作用，并在深入旅游细分市场、打造差异化产品的基础上，逐步探索出了一条“专业化、品牌化、网络化”的发展道路。经过十年左右的经营和积累，中青旅已经建立起了以遨游网、呼叫中心、连锁店三渠道为

?1994-2015 China Academic Journal Electronic Publishing House. All rights reserved. http://www.cnki.net

表1　　2006~2014年中青旅部分报表项目及财务指标一览表　　金额单位：万元

报表项目	2006年	2007年	2008年	2009年	2010年	2011年	2012年	2013年	2014年
流动负债	156 996	178 201	169 533	206 542	385 588	422 415	330 425	386 065	309 940
长期借款	14 000	32 670	33 107	47 007	47 573	3 491	3 409	31 427	14 702
非流动负债	19 375	38 186	36 945	50 756	51 233	11 142	11 045	35 071	14 702
筹资活动现金净流量	-10 498	-6 283	-3 981	-17 101	-32 241	44 841	11 206	55 140	29 773
财务指标									
流动比率	1.1935	1.1348	1.1805	1.4862	1.2292	1.1513	1.1432	0.9307	1.1377
资产负债率	0.5441	0.4724	0.4461	0.4556	0.5749	0.5081	0.439	0.5099	0.3657
商业信用占负债比重	0.4353	0.4795	0.4674	0.5421	0.7526	0.7306	0.5659	0.5087	0.6771
银行信用占负债比重	0.2778	0.3224	0.2822	0.1858	0.1112	0.0702	0.1688	0.2899	0.1469

资料来源：作者基于年报数据整理

核心的“三位一体”式网络化服务系统，完成了向O2O模式转型的战略布局，实现了“互联网+旅游”新业态下互联网与传统行业的有效对接与融合发展。作为三大渠道连接桥梁的遨游网自2005年创立到2014年成长为相对成熟的O2O旅游电商服务平台，其发展大致经历了以下三个阶段。

第一阶段（2005~2006年）：创立与调整阶段。2005年，中青旅旗下的中外合资控股子公司中青旅胜腾国际旅游有限公司向胜腾（中国）有限公司购买“遨游网”技术平台并在当年5月正式推出遨游网。2006年，由于业务拓展初期所面临的竞争压力和经营难度较大，遨游网亏损2 836万元，中青旅被迫将中青旅胜腾国际旅游有限公司20%的股权转让给合资方美国胜腾TDS中国控股公司，希望通过充分利用外方的技术及营销能力推动遨游网的国际化发展。这一阶段的遨游网尚且处在市场探索和推广初期，并未形成自身的独特优势。

第二阶段（2007~2010年）：转型与发展阶段。2006年年底，由于中青旅境外合资方被私募集团收购后战略意图发生明显变化并有意退出中国在线旅游市场，中青旅方面也有意以遨游网为平台进一步整合梳理旅游业务，因此，中青旅最终斥资1 830.66万元收购了外方股东所持有的60%遨游网股权，取得了对遨游网100%的控制权，并在同年8月将遨游网与公司官方网站青旅在线合并为中青旅遨游网，随后逐渐将其整合为连接创新业务与传统业务、涵盖旅游资讯与产品预订、集公司官方网站与电子商务网站于一体的综合型网络中心。

第三阶段（2011~2014年）：高速发展与平台化建设阶段。2011年，中青旅基于企业业务特点对旅行社业务核心商业模式进行了系统梳理，将连锁店、呼叫中心和遨游网并重的渠道建设提升到了战略层面的高度，一方面推动遨游网在品牌运营、用户体验、营销创新、内容建设、信息优化、支付方式等方面进一步提升，另一方面则以北京为发展重心进一步加强旅游体验店、创新直营店、品牌合作店等建店模式的创新，对线上和线下业务进行进一步的完善。2013年以后，中青旅为企业的旅行社业务成功嫁接互联网思维，确立遨游网的平台化发展方向，探索三大渠道线上线下有效融合的协同模式，打造方便快捷的O2O旅游电商平台，并将遨游网的品牌逐步向全国推广。

（二）中青旅O2O模式转型中的筹资战略及其变化特点

中青旅O2O模式的建立离不开其长期以来旅游主业积累的人气与口碑，也得益于企业长久以来对高科技行业的支持和重视。从财务角度来看，合理的筹资战略是确保上述两个方面得以发展的重要保障。

在长期筹资战略方面，中青旅坚持长期借款与股权融资相结合的融资方式，其重大筹资决策均与企业的长期发展目标相对应，从而对企业下一步的业务拓展形成有力支撑。2007年1月，中青旅向十名特定投资者非公开发行新股5 250万股，共募集资金52 762.50万元。中青旅将其中的20 092.76万元投入到高标经济型酒店、会展旅游业务、旅游批发业务体系、购置旅游用车等项目，强化旅游主业，其余的30 000余万元则用于补充流动资金，降低企业的财务风险。2014年5月，中青旅再次向特定投资者非公开发行股票6 721万股，募集资金122 994.30万元，并将其用于收购乌镇旅游股份有限公司15%股权，遨游网平台化、网络化、移动化升级项目，以及桐乡旅游广场项目和补充流动资金。可见，中青旅在进行长期筹资的过程中除了进行银行借贷之外，还充分发挥了资本市场的再融资功能，在确保企业长期发展项目得到资金支持的同时保障企业短期的资金流动性，从而在实现企业长远发展目标与控制短期财务风险之间达到有效平衡。

在短期筹资战略方面，表1的统计结果显示中青旅的流动负债数额较大，流动比率则基本维持在1.1到1.2之间，

?1994-2015 China Academic Journal Electronic Publishing House. All rights reserved. http://www.cnki.net

这表明中青旅的短期偿债能力并不强。在负债的内部构成方面，中青旅较多地采用了商业信用的方式进行资金筹集，主要体现在向供应商赊购以及房地产业大量的房屋预收款这两部分。商业信用的大规模使用得益于中青旅作为大型旅游业上市公司在长时间的经营过程中所积累的信誉，同时又降低了融资成本、加快了现金周转速度，配合长期筹资战略中用于补充流动资金的特殊安排可以显著地降低企业所面临的财务风险。因此，虽然中青旅的短期筹资战略从表面上看较为激进，但考虑到商业信用的合理使用以及长短期筹资战略的对接与互补，同时在银行信用方面也保留了一定的空间可供融资使用，因此其短期融资风险依然处在较合理的区间之内。

另外，中青旅总体筹资战略的一个明显变化发生在2011年，中青旅正式确定发展连锁店、呼叫中心和遨游网三大渠道并重、改进旅行社核心商业模式。此前中青旅的筹资活动净现金流一直为负，但自2011年开始中青旅筹资活动产生的现金流量大幅提升并始终维持在一个较高水平，这表明中青旅在整体上扩大了筹资规模，其筹资战略也变得更为激进，通过更大规模的资金筹措尽可能地为下一步的旅行社业务重构和渠道建设提供足够的支持。

（三）中青旅O2O模式转型中与筹资战略相匹配的风险管控策略

1.利用集团的整体实力进行担保和授信。在债务融资过程中，企业集团由于具有经营范围较广、可抵押实物资产较多等规模方面的优势，往往更容易获得债权人的信任并获取信贷支持。中青旅作为高度多元化的企业集团，经过十余年的发展已经积累了足够的业务实力和品牌效应，因此其在支持子公司发展、获取银行信贷资源方面充分地利用了这一优势：自2007年以来，中青旅多次为旗下的控股子公司北京中青旅创格科技有限公司的银行承兑汇票提供担保，以推动其IT技术服务、系统集成及代理业务的发展，从而提升了企业的整体技术水平，间接支持了遨游网的发展；此外，在2008年企业的资金需求趋紧之后，中青旅多次向北京各大银行申请期限为一年的短期银行授信，用以满足企业短期的资金需求，正是这些短期资金供给帮助中青旅度过了金融危机期间业务下滑和现金流紧张期，为后来的业务转型和升级赢得了足够的空间。

2.通过股票股利进行利润分配。不同的股利支付方式会对企业的财务状况产生不同的影响，如果通过现金股利的方式进行利润分配，则会对企业的现金流造成较大压力，不利于处在业务改进和扩张时期的企业开展下一步的投资活动。中青旅在制定2007年利润分配方案时充分考虑到了股利政策对企业未来的业务拓展所造成的影响，最终决定不进行现金股利分配而采用资本公积转增股本的方式向全体股东派发股票股利。这一决策既为企业保留了充足的流动资金以应对未来的投资需求和融资成本上升趋势，又通过合理的“切分蛋糕”方式维护了股东获取收益的权利，不仅有助于赢得外部投资者的支持，也传递了良好的企业形象。

三、总结与启示

中青旅O2O模式的建立并非一蹴而就，而是经历了漫长的积累与发展。从中青旅O2O模式的发展轨迹可以看出，传统行业向“互联网+”模式转型并非易事，需要在持续完善主业的基础上建立具备一定规模的综合型电商服务平台，并完成两者之间的有效对接，形成“前台+后台”、“线上+线下”的一体化布局。在业务优化与技术改进的背后，长期的、持续的大量投资是确保这一战略转型得以实施的关键，而筹资战略作为企业获取资金的总体规划，其科学与否势必会影响到企业向O2O模式转型的整体进程。笔者通过对中青旅在向O2O模式转型中所采取的筹资战略和风险管控策略进行总结，并结合当前的经济发展趋势和企业竞争形势，对其他有意建立O2O新型商业模式的传统行业企业提出如下建议：

（一）合理确定融资需求，优化融资结构

在O2O模式建立过程中，无论是具备一定规模的在线服务平台的建立还是线下实体连锁店铺的布局都需要大量的资金投入。对于传统行业企业而言，出于抢抓市场机遇的角度考虑可以将上述两个步骤同时进行，但高速化的建设可能会带来短期内巨大的资金投入，其规模可能会远远超过企业初步的计划。因此，笔者认为传统行业企业在缺乏一定的业务、营销能力和技术水平的情况下若要向O2O模式转型，需要进一步考虑自身的财务状况是否可以承受大规模的融资压力，在确保具备足够的融资能力的基础上合理确定资本支出计划和融资需求，可借鉴中青旅的融资策略，实行股权融资与债务融资相结合的方式，通过将部分长期融资所获得的资金用于支持企业的日常营运能力以确保企业短期内的资金流动性，从而优化融资结构，控制企业可能面临的财务风险。

（二）抓住资本市场机遇，提前进行直接和间接融资

从投资规模来看，建立O2O商业模式的投资项目属于大宗投资项目，因此融资规模小、灵活性强的新兴互联网金融很难对其进行有效支持，针对O2O项目的融资方式仍将以传统的直接融资和间接融资为主。从目前国内的金融形势来看，短期之内银行存贷款利率的下调、货币流动性的释放和股市的持续上涨将为处于业务转型期的上市公司创造良

?1994-2015 China Academic Journal Electronic Publishing House. All rights reserved. http://www.cnki.net

好的融资环境；而从长远来看，通过稳健的货币政策，以活跃的资本市场向企业持续地注入资本并推动实体经济的增长、扭转经济下行趋势将成为未来一段时间内我国经济发展的主流趋势，这一趋势的存在将有利于上市公司进一步的融资。因此，传统行业企业在向O2O商业模式转型中需要抓住当前良好的融资机遇，为未来的线下业务改进、线上平台建设和整体发展战略调整做好充足的资金储备。

（三）提前预知市场风险，以良好的风险管控策略缓解后续融资压力

在未来一段时间内，向O2O模式转型将为许多处于传统行业的企业带来崭新的活力，而大量电商平台的建立也将加剧同行业企业在线上领域的竞争，可谓是机遇与挑战并存。因此，O2O模式下的风险管理要求企业重点做好市场调研，提前预知客户需求，明确企业产品和服务的受众范围，从而有针对性地为满足用户体验提供相应的完整服务，避免以价格战为主导的大规模市场竞争，降低市场风险。同时在O2O模式不断向前推进的过程中，企业的后续融资能力将在一定程度上受到前期经营状况的影响。因此，通过有效的风险管控措施确保企业在O2O转型初期的经营业绩不会产生大幅度的下滑是减轻企业未来融资阻力、进一步巩固转型成果的重要举措，并有助于推动企业在完成初步转型工作后顺利步入发展正轨。

（本文是国家社科基金重大项目<14ZDA027>、重点项目<14AJY005>和一般项目<11BGL022>的阶段性研究成果，同时得到了北京工商大学国有资产管理协同创新中心项目<GZ20130902>和科研基地建设-科技穿心平台-现代商科特色项目<PXM2015-014213-000063>的资助）

（作者单位：北京工商大学商学院/国有资产管理协同创新中心）

责任编辑　陈利花

O2O模式转型下的营运资本战略与风险管控

——以九州通为例

胡雪婷　王峰娟

O2O模式转型的核心是充分发挥线上和线下资源的相对优势，并且将二者进行有效的整合，发挥协同效应，形成新的竞争优势，而本地化消费性较强的医药零售企业具有实施O2O模式转型的天然优势。大型医药流通企业九州通医药集团股份有限公司（以下简称九州通）率先将医药零售业务作为企业的战略业务并对此实施了O2O模式转型，形成了电商和线下实体零售店互动互补的商业模式。本文通过对九州通O2O模式转型历程的分析梳理，以探求传统医药流通企业在O2O模式转型下营运资本战略及其风险管控的变化，为医药流通企业实践O2O模式转型总结出可借鉴的经验和启示。

一、O2O模式转型概况

九州通成立于1999年，是一家以药品、医疗器械等产品的批发、零售连锁及药品生产和研发以及有关增值服务为主要业务的中外合资股份公司，2013年正式实践O2O模式转型。本文将从以下三方面对九州通O2O模式转型进行阐述。

1.O2O模式转型的必要条件之一：线下资源优势的形成

九州通线下资源优势包括：线下终端规模优势、物流优势和品类优势。在线下终端规模优势方面，九州通利用其丰富的下游客户资源快速形成终端规模优势，同时通过发展自营店和兼并优质零售连锁企业的方式，快速扩张自营店体系。而且通过战略联盟方式为联盟的零售药店提供门店品类管理方案和提升门店业绩指导方案，提升了零售药店的整体竞争优势，最终使得零售药店的规模优势从量变向质变转化。在物流优势方面，九州通共建设了70余座现代医药物流配送中心及近400个终端配送点，建立了覆盖全国95%以上行政区域的营销网络。而且公司根据国内医药行业的特点，自主研发了多项高科技的物流管理系统。在经营品种优势方面，公司经营品种品规达22万多个，取得了国内240多种药品的全国或区域总经销或总代理资格，可以满足现时下游客户群体个性化、多样化、一站式采购的需求。

2.O2O模式转型的必要条件之二：线上资源优势的形成

九州通线上资源优势是以B2C模式和B2B模式为基础形成的。2011年，九州通依靠第三方平台——京东的客户流量和品牌效益快速抢占线上市场，随后，与京东的股权合作转为战略合作，形成独立的B2C网站——好药师，同时入驻1号店、亚马逊、当当网等国内主流电商平台。九州通在其线上平台的建设过程

?1994-2015 China Academic Journal Electronic Publishing House. All rights reserved.　http://www.cnki.net