



祝振駒

翹騰投資管理董事總經理，特許財務分析師。
曾經在外資及本地投行研究部擔任分析師及主管達14年
之久，專長於中小型股研究。
後轉職擔任對沖基金經理，2010年創立翹騰。
筆者博客：blog.sina.com.cn/raymondj2011

雄鷹
展翅

Columns
美術：林美賢

理想商業模式

看到一篇新聞報道，內容說香港的陌生電話直銷(即Cold Call)從業人數，比4年前銳減至少三成至今天的三千多人。經濟效益不顯著是萎縮主因，據稱每打出100個電話直銷，平均只有一個成功達銷。效益下降，因為電話直銷方式擾人，加上大量電話騙案的負面影響，互聯網宣傳的興起，及智能手機的防垃圾電話軟件，令電話直銷行業雪上加霜。

筆者一直對電話直銷手法極之反感，認為是一種騷擾，過去數年平均每天起碼收到兩三個類似電話，通常是代表財務公司、銀行或美容公司，最近更多了一些來歷不明的內地電話。筆者一般會立刻掛綫，但這些電話總是揮之不去，同一個商戶會繼續使用不同電話號碼推銷，完全不理會接收人的興趣及感受。

電話直銷回報吸引

一直不明白這些漫無目標及滋擾性的推銷手段，怎可以取得生意。直

至一位朋友解釋說，這種漁翁撒網的推銷方式，本身已預期了較低的打通率，因總有某些消費者願意接聽，就算成功率只有數個點百分率，因為營運的成本非常低，其回報依然吸引。除了基本電訊設備及租金成本外，（電話中心本身已是外判業務）推銷員的基本工資並不高，因他們收入主要倚賴成功後的分成。

從商業模式上分析，一門生意只要其營運成本極低而現金流強，它就有可為之處，服務性行業就較容易做到。如果再加上較高的行業護城河，知識產權，科技優勢，以至規模效應，這門生意就可以賺取較高的邊際利潤及在股市上獲得較高的估值。

其中一門，連股神巴菲特(Warren Buffet)都視為瑰寶的生意，就是人壽保險。其商業模式最漂亮之處是擁有長期、穩定及源源不絕的現金流收入(保費)，同時其出售的產品(賠償金)於長久未來才需要支出，因為其強勁及可預測性現金

流，壽險公司可以將現金流配置在不同年期(Duration)的資產上(由債券，股票至地產或風投項目)，換取更高回報。君不見最近大手購入外國酒店資產及內地地產公司股份的均為內地壽險公司。

Nu Skin產品成本低

網絡直銷及傳銷公司在香港及內地擁有較大網絡規模及效益為美國上市的Nu Skin及康寶萊(Herbalife)。前者以銷售美容，個人護理及營養補充品及主；後者則主力營養食品以至護理產品。這類公司的特色是銷售團隊一大部分是加盟商，個體戶及直銷會員，所以公司的應收帳周期極低。

加上產品生產成本較低，所以毛利率、現金流及股本回報較高。兩家公司過去兩年股價較波動，前者受中國銷售減慢影響，後者一直被維權對沖基金Pershing Square Management拋空狙擊。Nu Skin因為有新產品推出市場，公司指引按當地貨幣算，2016年營收增長為5%至7%，每股盈利則為3.25至3.4美元(即市盈率約10.8至11.3倍)。**RM**

權益披露：筆者旗下基金持有NUS股份，可隨時於市場買入及沽出。

“從商業模式上分析，一門生意只要其營運成本極低而現金流強，它就有可為之處，服務性行業就較容易做到。”