

分类号 F23/653
U D C _____

密级 公开
编号 10741



硕士学位论文

(专业学位)

论文题目 类金融模式对华联综超盈利能力
及风险的影响研究

研究生姓名: 米锋

指导教师姓名、职称: 郭恒泰 教授 李波 高级会计师

学科、专业名称: 会计硕士

研究方向: 企业理财与税务筹划

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： 米锋 签字日期： 2021.6.2

导师签名： 郭阳 签字日期： 2021.6.5

导师(校外)签名： 李刚 签字日期： 2021.6.7

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： 米锋 签字日期： 2021.6.2

导师签名： 郭阳 签字日期： 2021.6.5

导师(校外)签名： 李刚 签字日期： 2021.6.7

Study on the Influence of Quasi-financial Model on the Profitability and Risk of Hualian Comprehensive

Candidate : Mi Feng

Supervisor: Guo Hengtai Li Bo

摘 要

由于受新零售的冲击,我国传统零售企业在营运过程中面临资金压力不断增大的困境,传统的融资渠道难以满足自身发展,因此企业迫切需要新的融资渠道。而大型家电零售类企业为解决企业资金压力大选择了一种直接融资方式,即利用零售行业作为上下游供应链中间环节的优势,通过应付款项和预收账款的形式占用上下游资金的一种类金融融资方式。类金融融资与债权和股权融资等筹资方式比较,它不仅具有成本低和财务杠杆高的特点,而且还能增强企业盈利能力,优势更加明显。但同时类金融模式也会产生一些负面效应,使企业资金链容易受高财务杠杆作用而增加风险,影响企业正常营运。基于此,文章以华联综超为研究对象,探究类金融模式对华联综超盈利能力及风险的影响。

文章通过对现有文献的研究成果进行梳理和总结,以案例研究的方式,对类金融模式的含义及相关理论基础进行概述,介绍华联综超发展状况,将其盈利能力及整体财务绩效和竞争者进行对比。然后具体说明华联综超是如何运用类金融模式,并将华联综超的盈利能力是如何受到类金融模式的影响进行分析。最后分析了类金融模式对华联综超风险水平的影响,并结合我国零售类企业的现状,得出研究结论并针对性的提出相关建议。

文章通过案例研究发现,企业应用类金融融资方式能增强盈利能力的同时也存在着一些潜在的风险,易造成企业资金链断裂,进而导致信用危机。因此,企业在使用类金融模式时,防范其并存的风险,才能发挥其最大的效用。

关键词: 类金融模式 盈利能力 财务风险 华联综超

Abstract

Due to the impact of new retail, China's traditional retail enterprises are facing the dilemma of increasing capital pressure in the operation process, and the traditional financing channels are difficult to meet their own development, so enterprises urgently need new financing channels. In order to solve the large financial pressure of enterprises, large home appliance retailers choose a direct financing method, that is, taking advantage of the retail industry as the middle link of the upstream and downstream supply chain, a kind of financial financing method that occupies the upstream and downstream funds in the form of payables and advance receivable accounts. Compared with creditor's rights and equity financing and other financing methods, type of financial financing not only has the characteristics of low cost and high financial leverage, but also can enhance the profitability of enterprises, with more obvious advantages. But at the same time, similar financial mode will also produce some negative effects, making the enterprise capital chain vulnerable to high financial leverage and increase the risk, affecting the normal operation of enterprises. Based on this, this paper takes Hualian Comprehensive Supermarket as the research object to explore the impact of financial model on the profitability and risk of Hualian Comprehensive Supermarket.

By combing and summarizing the research results of existing literature, this paper summarizes the meaning of quasi-financial model and relevant theoretical basis in the way of case study, introduces the development status of Hualian Comprehensive Super Market, and compares its profitability and overall financial performance with its competitors. Then it explains how Hualian Comprehensive Supermarket applies the quasi-financial model in detail and analyzes how the profitability of Hualian Comprehensive Supermarket is affected by the quasi-financial model. Finally, the paper analyzes the influence of the quasi-financial model on the over-risk level of Hualian comprehensive enterprises, and draws the main research conclusions and puts forward relevant suggestions based on the current situation of China's retail enterprises.

Through the case study, this paper finds that the application of financial financing can enhance the profitability of enterprises, but there are also some potential risks, easy to cause enterprise capital chain fracture, and then lead to credit crisis. Therefore, in the use of quasi-financial model, enterprises should guard against its co-existing risks, in order to give full play to its effectiveness.

Keywords: Quasi-financial model; Profitability; Financial risk; Hualian

目 录

1 绪论	1
1.1 研究背景及意义.....	1
1.1.1 研究背景.....	1
1.1.2 研究意义.....	1
1.2 文献综述.....	3
1.2.1 商业信用的应用.....	3
1.2.2 类金融模式的特点.....	4
1.2.3 盈利能力的影响因素.....	5
1.2.4 财务杠杆的风险.....	6
1.2.5 文献评述.....	7
1.3 研究方法及内容.....	7
1.3.1 研究方法.....	7
1.3.2 研究内容.....	8
1.3.3 研究思路.....	9
2 相关概念及理论基础	10
2.1 类金融模式.....	10
2.1.1 类金融模式概念.....	10
2.1.2 类金融模式对盈利能力的影响.....	11
2.1.3 类金融模式的财务风险.....	12
2.2 相关理论基础.....	12
2.2.1 交易费用理论.....	13
2.2.2 代理成本理论.....	13
2.2.3 融资成本理论.....	14
2.2.4 信息不对称理论.....	14
3 华联综超类金融模式的应用及运营现状	16
3.1 华联综超介绍.....	16
3.2 华联综超类金融模式的应用.....	16

3.2.1 “自营+联营+租赁”的多渠道营销模式.....	16
3.2.2 基于应付项目+预收账款的类金融模式.....	17
3.2.3 类金融模式所得资金用途.....	18
3.3 华联综超的运营现状.....	19
3.3.1 成长能力.....	19
3.3.2 盈利能力.....	20
3.3.3 财务绩效的杜邦分析.....	23
4 类金融模式对华联综超盈利能力的影响分析.....	27
4.1 类金融模式对销售能力的影响.....	27
4.2 类金融模式对占款能力的影响.....	28
4.2.1 延期支付上游供应商的货款.....	28
4.2.2 预收下游顾客的购货款.....	29
4.3 类金融模式对营运资金需求的影响.....	30
4.4 类金融模式对财务杠杆的影响.....	32
4.5 类金融模式对净资产收益率的影响.....	32
5 华联综超应用类金融模式面临的风险分析.....	34
5.1 资金偿还风险.....	34
5.2 资金链断裂风险.....	35
5.3 商业信用风险.....	36
5.4 存货过多占用资金风险.....	37
6 研究结论与启示.....	39
6.1 研究结论.....	39
6.1.1 应用类金融模式能够降低资本成本.....	39
6.1.2 应用类金融模式能够降低营业成本.....	39
6.1.3 应用类金融模式有益于盈利能力的提高.....	39
6.1.4 应用类金融模式会导致资金链断裂.....	40
6.2 启示.....	40
6.2.1 提高品牌影响力，占据供应链优势.....	40
6.2.2 合理优化资本结构，降低资本成本.....	41

6.2.3 提高商业信用，增强渠道价值.....	41
6.2.4 创新经营模式，提高盈利能力.....	41
6.2.5 加强供应链管理，提高营运能力.....	42
参考文献	43
后记	48

1 绪 论

1.1 研究背景及意义

1.1.1 研究背景

随着信息时代的到来以及新零售的冲击,我国传统零售企业在发展过程中面临资金短缺的困境,因此企业迫切需要新的融资渠道。为了解决资金短缺的问题,我国最先运用类金融模式进行融资的企业是国美电器,由于类金融模式独特的优势,被越来越多的企业所采用,但这些企业主要集中在批发零售类行业。类金融模式之所以能够被大多数企业所采用,是因为其不仅具有成本低,而且财务杠杆也更高的特点。企业应用类金融模式进行融资主要是通过延迟支付上游企业的销售款和提前预收下游顾客的采购款,使企业形成大量的无息负债,进而提高企业的盈利能力。但应用类金融模式进行融资时也会存在弊端,如资金链断裂风险和出现商业信用危机等,都会影响企业正常经营,对供应链上下游企业都会产生不利的影响,因此近年来越来越多的学者讨论关于类金融模式的优势和劣势。基于此,在保持类金融模式能提高企业盈利能力的同时,也应建立起对应风险防范意识和制度,才可以发挥其最大效用,文章拟将此作为入手点进行研究分析。

1.1.2 研究意义

企业能否健康持续的发展,其经营模式的选择是否与企业整体战略匹配是重要的,面对互联网快速发展以及融资难,融资贵的时代,企业更应该选择适合自身发展的经营模式。作为一种新型的融资模式,类金融模式通过延迟支付供应链上游企业的销售款和提前预收下游顾客的资金从而使企业形成大量的无息负债,但如果企业不能合理控制资本结构,就会引发企业的经营风险,进而导致商业信用的发生,影响正常的生产经营活动。类金融模式的应用不仅能够融得大量资金,而且还能提高企业的盈利能力,若一个企业的盈利能力强,可以从侧面反映出该企业所采用的经营模式与整体战略是相匹配的,因此盈利能力的提高对于企业来说是很重要的。文章对影响华联综超盈利能力的各项财务数据及评价指标与苏宁

易购和永辉超市进行综合对比,以此发现应用类金融能够对华联综超的盈利能力产生多大的作用,给其他行业的企业在选择应用新的融资模式时提供合理的参考。

(1) 理论意义

不同行业的企业有不同的经营模式,为了找到与企业发展战略能够相匹配的经营模式也是社会一直探讨的问题。而企业应用类金融模式进行融资在我国已经有十几年,由于类金融模式独特的优势,使得其他行业的企业也开始纷纷效仿使用类金融模式,但大多数企业对其存在的风险认识不够,导致出现资金链断裂和发生商业信用危机等问题。因此在运用类金融模式进行融资时,应充分认识到其存在的弊端,才能把类金融模式的优势发挥到最大,而华联综超作为典型的零售连锁企业,并能够成功的应用类金融模式进行融资,将其作为案例进行相关研究,更能加强对类金融模式优势的说服力。

企业应用类金融进行融资时,由于其特有的性质会增加企业的财务杠杆,财务杠杆的增加必然会导致企业风险的增加。而应用类金融模式所存在的风险,对每个行业的影响都是不一样的,因此将类金融模式存在的风险结合特定企业展开,更能说明不同行业受该经营模式的影响,对同行业企业也有一定参考价值。

(2) 实践意义

华联综超能够成功的应用类金融模式,不仅为企业可以融资大量的无息负债,而且还能进一步加强与上下游企业之间的合作,因此“自营+联营+租赁”的多渠道营销模式更加增强了华联综超在行业内的地位,也为其他行业的企业提供了融资的新思路。

企业在经营过程中,有很多因素影响企业的盈利能力,文章用杜邦分析法具体分析了类金融模式的运用对华联综超盈利能力的影响,并将其与苏宁易购和永辉超市进行比较,以此来发现华联综超应用类金融模式相对于其他企业的不足点有哪些,以及如何改进,为其他企业应用类金融模式提供相关理论支撑。

企业在应用类金融模式时,通过占用大量的无息负债,使企业形成高财务杠杆。但财务杠杆同时存在利弊,在带来收益的同时也会增加企业的风险,因此类金融模式肯定会对企业的风险水平造成影响,而类金融模式所形成的财务杠杆与市场中大多数企业的财务杠杆存在一些差异。因此及时识别和预防风险,这样才有利于我国企业成功的应用类金融模式。

1.2 文献综述

与以往的融资不同在于类金融模式是以企业自身的商业信用为基础并通过占用供应链上下游企业资金而形成的负债模式，因此对企业商业信用的研究是类金融模式能否成功实施的关键所在。文章主要分析华联综超类金融模式所表现的特点、类金融模式如何具体应用、大量无息负债的形成过程及如何提高财务杠杆等等，最终是怎样影响企业盈利能力的，以及如何对所造成的风险进行控制。因此，文章将对类金融模式的应用相关文献进行梳理。

1.2.1 商业信用的应用

Raymond Fisman (2001) 在其研究中表示，商业信用会影响到企业日常的生产经营决策。若供应商的商业信用越高，则其产能利用率也就越高，因此供应商的商业信用和库存之间存在着积极的关系，特别是在“库存密集型”行业，原材料短缺与产能利用率呈正相关。Raymond Fisman 和 Inessa Love (2003) 在其研究中指出对于市场价值小的企业来说，要想得到更多的资金支持可以依赖其自身的商业信用，而类金融融资能够更好地体现这一特点，若想要得到更多的资金支持，则企业的商业信用在行业中就得越高。相反的，国家资本对商业信用的依赖程度越高，则企业的资本使用效率也就越低。刘程蕾、田治威 (2010) 选取 2007 年至 2009 年我国 93 家零售业上市公司的财务数据进行研究，发现商业信用能够有效降低企业的营运周期，并且商业信用融资中应付票据对企业的经营成果影响最显著。姚宏、魏海玥 (2011) 提出，国美和苏宁在行业中之所以具有较强的竞争力，离不开成功的应用类金融模式，但其也有弊端，由于应用不当导致国美电器出现严重的信用危机，因此商业信用是类金融模式成功应用的基础。刘成立、王丹 (2014) 以 SN 超市为案例，提出企业要想实现与供应链上游企业和谐、健康的发展，供应链的管理对于每个企业都是重要的，因为它与商业信用之间存在紧密的关系。陈正林 (2017) 对深沪两市 A 股制造业上市公司的财务数据进行分析，指出若企业能够给顾客提供最大程度的商业信用，则顾客对企业的认可度也会增加。吴昊旻、邱霞 (2019) 指出企业进行商业信用融资与管理人员研究经历呈正相关关系，民营企业相比国营企业，其管理人员研究经历更有助于提高商业

信用融资，尤其是在法治水平更落后的地区，这种正向效应更明显。管理人员研究经历可以通过加强企业内部控制建设和降低财务风险进而增强企业获取商业信用的能力。占济舟、许甜甜（2020）指出，若企业的商业信用越高，则企业越容易能够融得资金，但由于市场竞争，不能实现无资金约束时的利润均衡。随着市场竞争加剧和批发零售商自有资金增多，商业信用的融资效率逐渐降低。

1.2.2 类金融模式的特点

类金融模式又称为“OPM 策略（Other People's Money strategy）”，最早被应用于像国美电器的批发零售类行业，由于其独特的优势，越来越多的被其他企业所采用。随着信息时代的快速发展，传统零售行业面临融资难和融资贵的问题越来越明显，寻求新的融资渠道已经是大势所趋。而类金融模式之所以能够筹集大量的无息负债，离不开企业良好的商业信用，若企业在行业中信誉低、不遵守承诺，则该企业一定不能成功的应用类金融模式。在商业信用的基础上，与供应链上下游企业进行合作，而供应链上游的企业之所以能够接受其货到付款或延迟期限支付货款，更看重的是企业强大的采购能力；而对于供应链下游的企业之所以能够接受提前预收企业的购货款并后期才给企业发货，是因为下游企业更看重的是其品牌影响力和商品质量；这样企业就会利用对上游企业先收货后付款和对下游企业提前预收货款后发货的时间差，在企业的账面上形成大量无息负债。由于类金融模式的优势更具吸引力，因此超市连锁零售行业大量应用。

郎咸平（2010）提出通过占用延期支付供应链上游供应商的销售款和提前预收供应链下游客户采购款，使企业形成大量的无息负债。类金融模式的优势在于其低成本甚至无成本占用其它企业资金且将这些资金用于能够增加企业价值的用途上。张伟锋（2014）选取格力电器 2009 年至 2013 年的财务数据为依据，从不同角度分析供应链融资对企业短期偿债能力的影响，研究发现格力电器通过供应链能够融取大量资金且流动比率低，但总体不影响格力电器的短期偿债能力。杜媛与米雪（2013）发现，格力电器主要通过延迟支付上游供应商货款和提前收取下游顾客购货款进行融资，将占用资金不仅用于自身发展需要，而且还降低利益双方的财务风险，但同时也会带来经营风险、资金偿还和资金链断裂风险。桂志强、邵青（2008）表示，格力电器应用的经营模式是渠道利益捆绑的模式，这

样使上下游的利益紧密的联系在一起,尤其是对下游顾客的积极性有很大的促进作用,而采取此策略的优势在于较强的品牌影响力、独家代理销售和具有更强的讨价还加能力,因此一直坚持先付款后提货的原则,使其形成大量的无息负债。闫昕(2007)表示,虽然类金融模式能够降低融资成本,但还存在很大的局限性,首先是企业资本结构的不合理,像零售类企业国美和苏宁易购,很少通过短期负债来取得周转资金,而这两家企业为了提供足够的周转资金,利用其上下游供应链中间环节的优势,占用大量的上游供应商货款和下游顾客预付账款,利用这些浮游资金进行生产经营和规模扩张,但这种融资方式极易导致资金链断裂;其次由于企业处于供应链的中间环节,因此与供应链上下游存在利益冲突,容易引发上下游信用危机;再者对于家电连锁企业来说,过度增加新店的数量,而不注重提高单店的盈利能力,进而导致企业的增长方式单一;最后虽然企业规模一直不断扩大,但其经营效率一直降低,因此对于企业的管理水平提出更高的要求。王瑶(2017)指出由于类金融模式低成本的特点,对于每个行业都是有很大吸引力,同时类金融模式也能够解决资金短缺的问题。喻水仙(2018)以我国家电行业的上市公司为研究对象,发现采用类金融模式的企业负债总额中无息负债占比最高,同时资金的使用效率也是最高的。张凌云(2019)通过对青岛啤酒与燕京啤酒进行对比分析得出在面对 OPM 战略实行过程中产生的风险时,企业应当树立稳健的风险防范意识,加强对存货和应收款项等方面的防范。

1.2.3 盈利能力的影响因素

影响企业盈利能力的因素有很多种,这也是学术界过去一直讨论的内容,如果能够分析出影响企业盈利能力的因素,对于企业的发展能够起到事半功倍的作用,因此文章将过去学术界对盈利能力的影响因素研究进行整理,进而提供理论支持。Stewart(1991)选择经济增加值指标来评价企业的盈利能力。David Bernotas(2005)研究发现当银行贷给企业的钱越多时,银行的利润不增反而下降,并且银行所有权结构与企业盈利能力之间存在紧密的关系。汤青(2005)发现企业对外负债越多,企业的盈利能力越弱,同时企业的规模越大其盈利能力也越弱,但企业的营业收入越高,则盈利能力越强,而第一大股东持股比例和风险与盈利能力无明显关系。张瑞龙等(2007)以 Excel 软件为基础,从不同角度设

计盈利能力分析模型,对企业盈利能力进行全面的分析。李静(2017)以亚马逊的年度财务数据为依据,从不同角度对其财务数据进行深入分析。发现虽然亚马逊每年的盈利能力不如同行业其他企业的水平,但其营运能力强和存货周转率高相较于其它企业来说优势挺明显。和国忠(2019)指出企业的资本结构处于最优区间时,企业的盈利能力和偿债能力最强。王晓琴(2019)指出企业贷款规模与其创造收益的能力正相关,但同时也存在弊端,资本监管标准与不良贷款和单一客户集中度之间无明显关系,甚至有时会出现负向关系。王均山(2020)指出金融科技不同的成长阶段对商业银行零售业务盈利能力的影响是不同的,在金融科技发展的初期阶段,对商业银行零售业务盈利能力是减弱的,而金融科技发展的中后期则是逐渐提升其盈利能力的。朱学义、冯之坦(2021)指出随着国家去产能政策的颁布,调节了市场供求关系,进而提高了建材市场供给质量,若建材企业的流动资产周转率越高,则盈利能力越强,其中合理负债和即期支付能力是盈利能力提升的两个主要因素。

1.2.4 财务杠杆的风险

Myers(1997)提出当公司对外进行负债时,通常会选择项目产生现金流量净现值高的投资方案,但这种投资计划与投资资金紧密相关。张蔚虹,陈长玉(2011)全面分析了S公司2010年在项目实施过程中运用负债融资的数据,并构建了融资方案。依据这个融资方案,发现无差异点处的息税前利润EBIT越大,则财务杠杆越高。赵立韦(2013)以青岛双星作为研究对象,发现青岛双星息税前利润率和负债权益越高,则净资产收益率也随之增高,而债务利息率与净资产收益率呈不显著的负相关关系。刘瑞红(2014)指出,经营杠杆与财务杠杆之间存在差别,经营杠杆对税前利润的影响是通过产销量,而财务杠杆影响普通股每股收益是通过息税前利润的变动。因此要想增加企业的收益,则必须平衡好财务杠杆和经营杠杆之间的关系。史晓娟(2014)认为,企业要想利用财务杠杆发挥其最大的效用,应从企业的外部环境、企业的盈利能力和企业的财务预测分析等几个方面进行分析。林海源(2015)以34家家电上市企业作为研究对象,认为家电企业在使用高财务杠杆时,也会产生相应的风险,所以企业应及时预测风险并加以防范,把高财务杠杆带来的危险降到最低。张继德等(2016)以万科集团

为例,指出其预付账款远远低于预收账款,但这种商业模式能够使万科集团获得高额利润的同时也会产生偿债危机。陆昊天(2017)从类金融模式的含义和本质出发,着重分析其内在的财务风险,发现毫无目的的扩张企业规模可能会增加企业的风险。卢意(2018)从不同方面对苏宁和国美两家零售企业进行分析,发现企业流动负债占负债总额的比高出同行业水平很多,进而形成企业较高的财务杠杆。岳慧(2018)对苏宁云商2010年至2016年的财务数据用相关性分析法和熵值法进行分析,发现其应用类金融模式进行融资时存在风险,进而提出如何防范风险的建议。邹蔚、陈梦雪和李卫飞(2019)通过利用因子分析法对飞机制造业企业的经营状况进行分析,发现其在盈利能力和现金状况等方面存在较高的风险,主要体现在企业资金需求量和资产流动性弱等方面。

1.2.5 文献评述

由于类金融融资的特殊性,关于类金融模式的应用大多数学者研究的范围主要集中在零售类行业,如对苏宁易购、国美电器和永辉超市等研究较多,大部分文章是对应用类金融模式如何影响企业盈利能力和产生风险的影响分析,但学者们研究连锁超市行业的类金融模式的文章较少,在已研究的连锁超市行业文章中也是简单的用各种盈利能力的指标进行比较,但缺少具体对类金融是如何一步一步影响盈利能力的分析。因此,文章以“自营+联营+租赁”为经营模式的华联综超为例,具体分析类金融模式是如何影响企业盈利能力的。由于类金融融资是通过占用供应链上下游企业大量的无息负债,进而导致企业会形成高财务杠杆,因此对于企业应用类金融模式进行融资所存在的潜在风险探讨,大多学者主要集中于高财务杠杆产生的风险。而学者们对于应用类金融模式所产生的风险很少结合企业自身发展状况进行分析,因此文章将针对实施类金融模式过程中所可能产生的风险与企业自身实际状况结合进行具体分析。

1.3 研究方法及内容

1.3.1 研究方法

文章采用案例研究法进行分析,根据需要分析的问题,对国内外学者关于研

究类金融模式的相关文献，进行归纳和梳理，以为后文做铺垫。文章选取华联综超作为案例公司，结合其 2015 年至 2019 年年度的财务数据，深入分析类金融模式对华联综超盈利能力及风险的影响，并根据分析得出结论和启示以供其他企业参考。

1.3.2 研究内容

文章总共分为六部分，主要内容如下：

第 1 章为绪论内容，主要对文章的研究意义与背景、国内外相关研究综述，研究方法和内容，以及文章的研究思路进行了详细介绍。

第 2 章主要对类金融模式的含义及相关理论基础等进行概括。

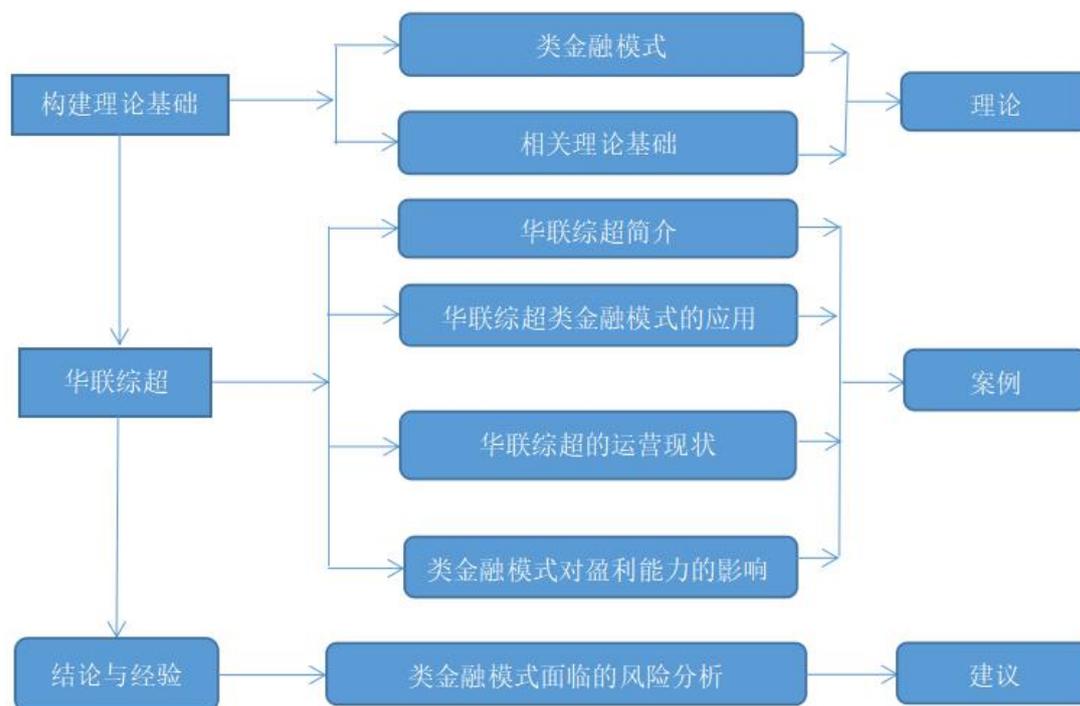
第 3 章首先对华联综超进行介绍，再具体的分析了华联综超类金融模式的应用，最后对华联综超的盈利状况和整体财务水平进行对比分析。

第 4 章主要从以下几个方面分析了华联综超的盈利能力受到类金融模式的影响：1、通过对华联综超的营业收入近十年的数据比较，发现“自营+联营+租赁”模式对收入的影响变化。2、通过比较分析华联综超的预收账款，应付项目等指标，指出华联综超类金融模式的占款能力优势。3、通过比较分析苏宁易购和永辉超市的营运资本需求，指出华联综超类金融模式对营运资金需求压力的影响。4、以华联综超年度财务数据为基础，揭示出华联综超的“类金融”模式对无息负债以及财务杠杆的影响。5、通过对华联综超净资产收益率的分析，推出大量无息负债对盈利能力水平的影响。

第 5 章指出了华联综超应用类金融模式所面临的风险分析，具体从华联综超资金偿还风险、资金链断裂风险、信用风险和存货过多占用资金风险等几个方面进行分析。

第 6 章在前几章的基础上总结出研究结论，并提出相关启示以供其他企业参考。

1.3.3 研究思路



2 相关概念及理论基础

2.1 类金融模式

2.1.1 类金融模式概念

“类金融”一词最早形成于我国家电零售商国美电器。由于国美电器占据了较大的家电零售市场份额，其依靠着自身具有商业信用、品牌影响力和全国性销售渠道来实现市场地位的主导，从而使其与上游供应商进行交易议价时具有更大的主动性优势，能够对上游供货商的货款进行延期支付，而这个延期差会形成大量的流动资金，国美电器利用这些流动资产进行规模扩张和生产经营。而最终会使企业形成“扩大企业规模→获得大量浮动资金→浮动资金转做它用→再次扩大企业规模，获取更多浮动资金”的良性循环体系。由于国美电器的成功，给其他企业起到了很好的带头作用，因此类金融模式得到广泛应用，对此现象我国经济学家郎咸平对其进行深入研究，然后总结出：企业能够无成本或低成本占用供应链上下游企业的资金，并将这些资金用于自身发展并获得收益，进而形成快速发展的经营模式（郎咸平，2010）。

相较于国内，国外关于“类金融”模式概念的提出相对较晚，由于继国美电器和苏宁易购等多家家电连锁企业成功应用类金融模式之后，关于“类金融”模式的概念才广泛出现，随着经济的快速发展，面对企业融资越来越难，很多房地产企业和家电企业越来越多的运用类金融模式，其主要原因是类金融模式可以低成本或无成本的占用资金。由于类金融模式被广泛的采用，从而引起国内学者的注意，并以应用类金融模式的企业作为研究对象，具体分析对企业是如何影响的，也为其他企业提供了参考。“类金融”从某种角度来说，它既是一种经营模式的创新，又是可以给企业提供低成本或无成本的融资方案，因此被很多企业所采用。类金融模式具有独特的优势，得到很多企业的青睐，并且在企业营运中证明它是成功的，因此类金融模式对我国企业具有一定的价值和意义。通过梳理和总结大量关于类金融的文献，以及上网查阅当前成功应用类金融的大型家电零售企业和地产企业的发展状况并结合它们的共同点，文章认为“类金融”模式可以定义为：企业利用自身的品牌影响力和商业信用，以及处于供应链上下游中间环节的优

势，使其具有更强的讨价还价能力，进而通过延迟支付上游供货商货款和提前预收下游顾客资金达到低成本，甚至无成本占用资金的目的，利用延迟支付货款和提前预收账款的时间差，将所占用的资金用于企业日常营运和规模扩张，把这样的经营模式就称为类金融模式。

相较于传统的经营模式，我国一些知名企业如国美电器、格力电器、苏宁易购和支付宝等企业，它们的经营模式本身就已经具有了“类金融”的特性。企业所采用的经营模式就具有无偿占用上游供应商资金和提前回收下游企业购货款的能力。相比较其他行业的企业来说，大型家电零售行业的产品在产生高利益的同时也会伴随高风险的类金融特性，因此在生产这类商品的初期，企业会投入大量的资金。在成功应用类金融模式的企业里，总公司和分公司承担着各自不同责任，分公司在全国各地吸收资金，而总公司则负责集合资金，把资金用于企业的生产经营和市场规模扩大，使公司的利益达到最大化。而其中最典型的应用类金融模式的企业是支付宝，它作为第三方，在企业 and 购买者之间起到很好的沟通和担保作用。支付宝通过利用提前收取消费者的购货款到消费者收货后再付给企业销售款的时间差，会在企业的账户上形成大量的流动资产，而支付宝利用这些流动资产所产生的收益和投资回报，构成其收入的主要来源。

2.1.2 类金融模式对盈利能力的影响

类金融模式最大的优势在于企业利用自身强大的品牌效应，能够低成本或者无成本的占用供应链上下游资金，这也极大地缓解了企业资金短缺的问题。因此企业就会减少向银行的短期借款，从而这种融资方式会减少利息费用，提高企业的净利润，增加企业的价值。而采用类金融模式的企业一边通过延期支付供应链上游供货商的货款，使企业形成大量的应付票据和应付账款，一边通过提前预收供应链下游采购商的货款或为顾客办理会员卡的形式，使企业形成大量的预收账款，这两种方式都能够使企业获得大量的“无息贷款”，企业将占用的资金用于经营发展和规模扩张，达到占领市场的目的，从而形成一个良性的循环，提高企业的价值。类金融模式除能够获得大量的无息负债之外，还可以促进企业对资金的有效利用，促使企业的价值能够达到最大化。

企业除了将占用的资金投入生产经营之外，还可以用于偿还短期贷款，从而

降低企业的短期借款利息，又可以进行自身的投资，扩大企业经营规模，吸引更多的资金流入，加快企业的发展。因此企业应用类金融模式既可以保持有适当的现金率，也可以提高企业的发展速度。类金融模式运作可以有效利用供应链上下游的资金，并将占用的资金用于企业发展，从而创造更大的收益，同时也减少企业对外部资金的需求。类金融融资所表现出低成本或无成本的特征是其所特有的，所以类金融融资不但可以占用大量的无息负债用于企业经营生产和规模扩张，而且还能减少利息费用，提高企业的盈利能力，因此被越来越多的企业所采用。

2.1.3 类金融模式的财务风险

Smirlock M (2005) 通过将不同企业的商业信用关系与融资过程中所存在的风险相结合进行具体分析，指出各个供应链都可以形成一条马尔可夫支付链，而马尔可夫支付链是以商业信用作为基础的，如果支付链的任何一个环节出现商业信用问题时，就会引发整个支付链的危机，使整个资金链的循环都会出现危机，进而造成市场经济不稳定。但是当每个企业之间建立起良好的商业信用时，整个支付链的稳定性就会得到进一步巩固，从而使企业的融资规模和效率会不断的提升。若企业在融资的过程中出现商业信用的危机，借款者会重新确定贷款的数额，将损失降到最低，但是随着信用危机产生的一系列连锁反应，会导致市场需求的降低和商业信用的缺失，进而导致社会整体经济的下滑。二十世纪末，我国市场经济萎靡的主要原因是商业信用的缺失，但我国出台一系列整改措施，经过两年多的时间，市场经济才得以恢复。由于类金融融资带来利益的同时也会伴随风险，其中最重要的是资金链断裂风险。虽然类金融融资可以占用大量的无息负债，但如果企业应用不合理，就会造成企业资金链断裂的风险。因此为了能够成功的应用类金融模式，识别此类风险和提出防范措施是第一要务。当类金融融资这一模式被过度使用时，企业的资金链断裂的风险也越来越大，因此一旦供应链中出现商业信用危机，就会引发整个供应链的“瘫痪”，进而阻碍企业的发展。

2.2 相关理论基础

类金融模式为企业的经营资金短缺提供了一个很好的融资渠道，通过占用供

应链上下游企业的资金来获得大量的无息负债。一个公司若想持续健康的发展，离不开充足稳定的资金来源，因此企业保持充足的资金是企业发展的前提。以往企业把产品生产作为第一任务，唯一的目的就是拓展企业规模，但是随着越来越多的投资者进入市场，市场出现供大于求和营运资金压力大的现象，因此企业将资本经营作为核心，而目标转向实现企业价值最大化的发展。为了能够寻求最适宜的融资渠道，企业会以当前的目标为基础，来选择最有利于实现价值的融资方案。文章从案例企业华联综超本身实际情况出发对自身的资本结构进行分析，进一步了解类金融融资的特征。类金融模式解决的是融资问题，而企业在融资过程中就会涉及到交易费用、代理成本和融资成本的高低，而能够成功应用类金融模式的企业处于一个信息透明度较高的环境，其具有很高的商业信用。

2.2.1 交易费用理论

1973年，Ronald Coase在他的著作中指出，企业和市场这两种资源配置机制是可以相互替代，企业为了在市场中更具竞争力，就需要花费高昂的费用获得信息，以做出正确的决策。但由于参加交易活动的参与者其理性都是有限的，在交易过程中企业支付了高昂的成本费用，但可能无法得到关于交易的所有信息。即使双方在签订合同条款时，也不可能把所有的交易信息都考虑到，换句话说签订合同双方是不完全契约关系。与此同时，企业在获取信息的过程中，由于人们机会主义行为的存在，将会影响整个信息获取的过程，这又进一步增加了市场的不确定性。因此，企业为了投入更少的费用而获得更多的融资，一个企业的商业信用起到至关重要的作用，这也有效的降低由有限理性而引起的市场不确定性，从而进一步提高企业价值。而类金融融资的过程中并不需要花费较高的交易费用，因此现在被越来越多的行业所采用。

2.2.2 代理成本理论

詹森和梅克林(Jensen and Meckling)提出，委托人为防止自己的利益被侵占，因此利用契约和监督用来限制代理人行为，而这一过程需要付出代价，由此代理成本就被提出。随着现代社会经济的快速发展，企业对员工专业知识的要求也随之增加，初始投资者为了能够吸引更多的新投资者投资企业，将大部分时间

花费在企业战略的制定上。由此，企业所有者为了能够有更多的时间完成其他任务，会招聘企业外部的高管来经营公司。从某种意义上来说，这种社会分工有利于提高企业的经营效率，促使双方共同发展，但这种分工是利弊同时存在的，带来利益的同时也会产生负面效应，就是代理成本的出现。企业为了保护债权人的利益，会签订约束性法则以限制管理层权限进而达到对企业的控制。负债融资的代理成本主要包含两方面，一是监督成本，二是约束成本，而企业代理成本越高，则企业的资产负债率也就越高。企业在做融资决策时，将合理优化债股比例，从而使总代理成本最小化。因此，类金融模式的出现可以很好的解决代理成本高的问题。

2.2.3 融资成本理论

现代企业金融理论学表示，当企业生命周期处于成熟期时，用于生产经营和规模扩张的资金需求量较大，因此在做融资决策时资金成本应作为最重要的因素考虑在内。企业为了将融资成本能够降到最低，在选择融资方案时可以按照所需资金量和成本高低来进行判断(Lewis J. D., 1990)。而企业中最常采用的融资方式分别是内部融资和外部融资，内部融资相较于外部融资的优势在于其成本更低。外部融资中的债务融资所花费的成本主要包括向银行进行短长期借款而所支出的贷款利息以及其他手续费用。而外部融资中的股权融资所花费的成本主要包括信息不对称成本和股息成本等，因此当企业融资时，债权融资的优势明显强于股权的融资优势。作为企业新融资方式，类金融融资能够很好的降低筹资成本。由于类金融融资相对债权和股权融资来说，企业通过延期支付供应链上游供货商的货款和提前预收供应链下游顾客的资金，利用时间差从而获得大量无息负债，由于其融资成本相较于其他的融资方式来说更有优势，所以被大多数企业所采用。

2.2.4 信息不对称理论

在交易市场中，交易的各类主体所掌握的相关信息多少都是不同的，掌握信息多的主体通过向掌握信息少的主体传递相关信息，进而在市场中获得好处，这就是信息不对称理论。由于每个企业得到信息的方法不同，导致所获取信息的多少也不同，这样就会容易使获得信息多的企业在市场中占领主导地位，对其他

获取信息少的企业来说是不利的，进而导致市场经济秩序的混乱。最常见的例子就是企业对外进行宣传自己时，为了营造良好的公司形象，只会宣传利好信息而故意隐藏不利好信息。而对于采用类金融模式进行融资的企业来说，其在行业中的经营水平和商业信用都是其他企业所熟知的，因此可以很好的减少由于信息不对称而带来的损失。

3 华联综超类金融模式的应用及运营现状

3.1 华联综超介绍

北京华联综合超市股份有限公司简称华联综超（以下简称“华联综超”），成立于1996年6月，2001年11月29日在上海证券交易所挂牌上市。华联综超是一家大型批发零售类企业，主营的业务主要包括大型综合类连锁超市和生鲜超市。华联综超最常用的是“自营+联营+租赁”的经营模式。由于华联综超具有较强的品牌影响力、高质量和多样的商品等优势，使得其可以满足消费者的各种购物需求，但其主要以生鲜经营为主。由于生鲜是易腐烂食品，因此华联综超建立了以生鲜为主的商品基地，为了能够快速卫生的将生鲜送到超市，还成立了生鲜加工厂以及物流配送中心，其目的是确保顾客能够买到新鲜、安全和优质的生鲜。华联综超为了能够随时获得全国各地一百多家门店的经营数据，以及时做出战略调整和规划，在全国范围内建立了VPN网络信息系统，这个信息系统的建立为华联综超对生产经营状况的预测能够提供及时的数据，极大的提高了公司经营管理水平。

华联综超凭借多年的良好商业信用、行业内的知名度和较早抢占的有利市场地位的优势，为未来公司的网络销售打下了良好的基础，并在长期的发展中与供货商和顾客建立了稳定的合作伙伴关系，不仅为公司赢得了良好的商业信誉，也赢得了顾客们的信赖，这进一步加速了华联综超向新零售模式转型。

3.2 华联综超类金融模式的应用

3.2.1 “自营+联营+租赁”的多渠道营销模式

华联综超主要经营超市零售和生鲜销售，公司的经营模式是“自营+联营+租赁”的多渠道营销模式，华联综超的自营模式是自己采购商品，自己对外销售，公司承担这个过程的所有风险和收益。华联综超通过联营的经营模式主要是通过与上游企业进行合作以获取销售回扣点，虽然企业的收益降低，但同时风险也有所降低。而华联综超通过租赁的经营模式是通过对外出租商铺只收取租金收入。

从表 3.1 可知华联综超从 2015 年至 2019 年营业收入中最主要的来源是通过自营的经营方式获得的，并且华联综超以自营经营模式取得的营业

收入有下降的趋势，而以联营和租赁为经营模式的营业收入在逐年上升，可以看出公司有意控制经营风险，并加强与供应链上下游企业之间的合作。华联综超在自营的经营模式下销售的商品主要包括家庭日常用品和小型家电等商品，其采用以自营模式为主的主要原因是商品的采购和销售过程中更加自主，随时可以根据市场环境来调节商品价格，使公司在整个行业中保持竞争力。在 2015 年至 2019 年，华联综超以联营的经营模式取得的营业收入从 23 亿元增长到 33 亿元，可以看出企业增强与上游企业之间的合作，而联营的经营模式最大的优势在于上下游企业的利益捆绑在一起，因此企业能够以最优惠的价格购进商品，并可以延期支付购货款。此外华联综超通过出租商铺以获取租金收入，在五年期间租金收入从约 3.9 亿元上升到约 5.0 亿元，从以上分析可以看出企业加强了多渠道营销模式的应用。

表 3.1 华联综超的营业情况（单位：万元）

经营模式	2019 年	2018 年	2017 年	2016 年	2015 年
自营	724685.45	604361.56	717195.80	805653.16	947535.15
联营	328973.98	422260.05	327597.67	289647.10	229864.09
租赁	50173.21	45590.00	41282.24	42519.89	38637.89
其他	95439.88	87321.98	89840.54	98000.88	126943.81
合计	1199272.52	1159533.59	1175916.25	1235821.03	1342980.94

资料来源：华联综超 2015-2019 年年度财务报告

3.2.2 基于应付项目+预收账款的类金融模式

企业能够成功的应用类金融模式，其显著的特点是能够同时占用资金链上下游的资金，形成大量的无息负债。企业对于供应链上游的供货商采取的是先提货后付款的方式，这样就会形成大量的短期应付账款，而对于企业的下游顾客，企业一般会提前预收购货款，这样就会形成大量的短期预收账款。从表 3.2 中的数据我们可以得出华联综超的资产负债率在 2016 年同比增长 3.82%，而 2017 年同比减少 5.62%，但在五年期间其资产负债率总体保持稳定水平。此外华联综超的

流动负债占总负债的比例呈上升趋势,且平均流动负债率高达 94.02%,而在 2018 年和 2019 年甚至超过了 98%,同时在流动负债中应付项目和预收账款的比重逐年升高,其中应付账款占流动资产的比例是最大的,且平均水平保持在 40%左右,因此华联综超占用供应链上游供应商的购货款占流动负债的比例相对于其他的短期负债更高。

表 3.2 华联综超 2015-2019 年年度占用外部资金情况

	2019 年	2018 年	2017 年	2016 年	2015 年
预收账款/流动负债(%)	7.59	6.42	7.51	5.97	5.14
应付票据/流动负债(%)	1.23	0.72	1.12	0.92	0.72
应付账款/流动负债(%)	42.81	37.09	42.80	40.49	43.64
短期借款/流动负债(%)	28.48	18.22	8.84	6.86	7.77
流动负债(亿元)	66.50	74.09	61.40	75.82	79.77
总负债(亿元)	67.82	75.04	69.23	83.60	85.18
总资产(亿元)	95.37	102.2	98.35	109.8	116.1
流动负债/总负债(%)	98.06	98.73	88.95	90.70	93.65
资产负债率(%)	71.11	73.42	71.87	76.15	73.35

资料来源:华联综超 2015-2019 年年度财务报告

3.2.3 类金融模式所得资金用途

企业在经营发展过程中需要投入大量的资金,华联综超也不例外,将类金融模式所得资金大部分投入到企业生产经营过程中,在提高产品产量和质量的同时也提高了产品的影响力,进而增加企业在行业中的影响力。随着信息时代的快速发展以及在新零售的冲击下,企业为了能在互联网时代“存活”,“网上零售+实体零售”是最好的选择。因此华联综超除了继续扩张实体零售店规模外,也加强了网上零售,而网上零售的快速发展得益于其 VPN 网络信息系统和物流配送体系的完善。由于类金融模式的优势,才使得华联综超广泛开展了各类投资及规模扩张。

通过表 3.3 数据可以发现,除 2017 年有所下降之外,华联综超的固定资产每年都呈增长趋势,尤其是在 2019 年,固定资产价值达到最高的约 7.5 亿元。除此之外应收账款在这五年中总体也呈现增长趋势,通过相关数据了解到,为促进公司快速发展,华联综超每年在全国各地平均新开 14 家门店。华联综超为了

满足正常的经营发展和快速扩张，因此需要大量的资金来源，而这一切都益于类金融模式的应用，极大地缓解了公司资金的需求。

表 3.3 华联综超 2015-2019 年应收账款和固定资产变化情况（单位：万元）

年份	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年
应收账款	3633	1726	1778	7832	5628
固定资产	62426	68766	62228	67616	74664

资料来源：华联综超 2015-2019 年年度财务报告

3.3 华联综超的运营现状

3.3.1 成长能力

企业的运营现状不仅仅包括当前的经营状况，还应当包括企业未来的发展潜力，因此文章的本节主要是对华联综超的成长能力进行分析。企业成长能力的高低能够说明企业未来的发展潜力，因此文章将从以下两个方面对华联综超的成长能力进行分析。首先是对华联综超主营业务收入增长率的分析，该指标能够充分地体现公司的成长能力，若企业的主营业务收入增长率越高，表明市场对企业的产品需求量大和企业的业务扩张能力强。从表 3.4 的数据可以看到，华联综超在 2016 年主营业务收入增长率为-7.98%，其主要原因是新零售的崛起以及同行业之间的激烈竞争导致主营业务收入的下降。但在 2017 年至 2019 年，华联综超一直处于恢复状态，尤其是在 2019 年主营业务收入增长率达到最高的 3.43%。由此可以看出，近几年来华联综超的成长能力有所增强。

其次是对华联综超净资产增长率的分析，该指标能够全面的反映企业资本规模的扩张速度以及企业成长潜力。从表 3.4 的数据我们可以得出，华联综超的净资产增长率在 2015 年和 2016 年出现负增长，分别为-0.52%和-15.43%，其主要原因与其发展战略有关，但在 2016 年之后华联综超的净资产增长率总体上保持增长状态，尤其是在 2017 年，达到最高的 3.2%。因此通过以上分析我们可以看出华联综超的成长能力虽然最近几年出现波动，但总体上保持增长状态。

表 3.4 华联综超 2015-2019 年年度成长能力指标

年份	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年
主营业务收入增长率 (%)	0.74	-7.98	-4.85	-1.39	3.43
净资产增长率 (%)	-0.52	-15.43	3.20	0.59	1.39

资料来源：华联综超 2015-2019 年年度财务报告

3.3.2 盈利能力

从前文的分析可以看出，华联综超的营业收入在 2015 年达到最大值 134 亿元，之后在 2016 年至 2018 年其营业收入连续下降到近五年最低的 116 亿元，其原因可以分为以下几种：一是批发零售市场竞争加大，市场趋于饱和，二是近几年国家政策的出台透支了市场，三是同行业之间激烈的竞争导致实体门店来客和网购顾客的下降。因此文章选用资产回报率、净资产收益率及净利率三个指标评价企业的盈利能力。为了体现华联综超当前在整个行业的盈利能力水平，文章选取行业中最具代表性的苏宁易购和永辉超市两家零售类企业来进行对比。

(1) 资产回报率对比

资产回报率（以下简称 ROA）也可以称为资产收益率，该指标可以用来体现企业投入一元资产能够给企业带来多少净利润的指标。由于华联综超应用类金融模式进行融资具有高负债的特点，所以文章选用 ROA 来评价华联综超、苏宁易购和永辉超市三家批发零售企业的盈利水平。从表 3.5 中可以看到，华联综超相较于苏宁易购和永辉超市 ROA 水平较低，尤其在 2016 年华联综超的资产回报率约为-0.469%，而苏宁易购和永辉超市的 ROA 分别为 0.768%和 4.880%，之间形成明显的对比。

虽然苏宁易购和永辉超市的 ROA 整体高于华联综超，但苏宁易购在 2018 年的资产回报率高达 7.799%，却在 2019 年其资产回报率降到 4.814%，出现了大幅度的下降，永辉超市在 2017 年的 ROA 达到了最高的 5.426%，但 2018 年开始出现不同幅度下跌，因此可以看出这两家企业的 ROA 都有下降的趋势。反观华联综超除了在 2016 年 ROA 大幅下跌之外，总体上保持缓慢增长状态，特别是在 2019 年 ROA 达到最近几年最高的 2.508%，可见在不考虑杠杆作用下，近年来华联综超资产创造收益的能力不断增强。

表 3.5 华联综超、苏宁易购和永辉超市 2015-2019 年年度 ROA 对比 (单位: 万元)

年度	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年
华联综超 净利润	5313	-26040	7854	8340	8426
华联综超 税率 (%)	9.25	-25.31	-11.5	9.72	9.31
华联综超 利息费用	21816.37	16855.14	15554.69	15612.79	18013.31
华联综超 归属于少数股东的净利润	-106	-376	-298	-255	11
华联综超 平均总资产	1156083	1129493	1028959	991163	987913
华联综超 资产回报率 (%)	2.163	-0.469	2.420	2.238	2.508
苏宁易购 净利润	87250	70441	421252	1332756	984296
苏宁易购 税率 (%)	14.76	45.25	6.52	9.34	36.14
苏宁易购 利息费用	56793.20	67805.30	68547.00	139907.70	185019.70
苏宁易购 归属于少数股东的净利润	-11477	-21118	-16298	-68501	-52317
苏宁易购 平均总资产	8513470	11262146	14722197	17837195	21816113
苏宁易购 资产回报率 (%)	1.459	0.768	3.186	7.799	4.814
永辉超市 净利润	60533	124201	181679	148035	156373
永辉超市 税率 (%)	24.74	22.02	17.14	31.17	18.25
永辉超市 利息费用	2166.74	0	837.13	7128.82	29166.99
永辉超市 归属于少数股东的净利润	-526	-2828	-13212	-48295	-11089
永辉超市 平均总资产	1789184	2487116	3115434	3624873	4599000
永辉超市 资产回报率 (%)	3.445	4.880	5.426	2.887	3.677

资料来源: 华联综超、苏宁易购和永辉超市 2015-2019 年年度财务报告

(2) 权益净利率对比

权益净利率反映的是所有者投入资本所获得报酬的水平。该指标反映了企业的盈利能力的强弱及其原因。从表 3.6 中可以看到, 从 2015 年至 2019 年五年期间, 华联综超的权益净利率始终低于苏宁易购和永辉超市两家公司, 尤其是在 2016 年华联综超的权益净利率为-10.09%, 而苏宁易购和永辉超市的权益净利率分别为 0.71%和 6.31%, 由此可以看出华联综超的盈利能力水平与同行业企业之间还存在一定的差距。

但从华联综超自身发展来看, 除了在 2016 年由于行业等因素短暂的下降之外, 其余时间均呈逐步增长, 特别是在 2019 年其权益净利率达到了最高的 3.06%, 从图 3.1 中可以看出, 华联综超与苏宁易购和永辉超市之间的盈利能力水平不断在缩小。通过以上分析, 华联综超不断增长的权益净利率, 对其类金融模式成功运用的研究具有更重要的价值。

表 3.6 华联综超、苏宁易购和永辉超市 2015-2019 年年度 ROE 对比（单位：万元）

年度	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年
华联综超 净利润	5207	-26419	7527	8085	8437
华联综超 净资产	309524	261756	270134	271727	275499
华联综超 权益净利率 (%)	1.68	-10.09	2.79	2.98	3.06
苏宁易购 净利润	75773	49323	404954	1264255	931979
苏宁易购 净资产	3192507	6992198	8362766	8821080	8714481
苏宁易购 权益净利率 (%)	2.37	0.71	4.84	14.33	10.69
永辉超市 净利润	60007	121373	168467	99740	145284
永辉超市 净资产	1228119	1924140	2040805	1943228	2045442
永辉超市 权益净利率 (%)	4.89	6.31	8.25	5.13	7.10

数据来源：华联综超、苏宁易购和永辉超市 2015-2019 年年度报告



图 3.1 华联综超、苏宁易购和永辉超市 2015-2019 年年度 ROE 变化趋势

(3) 净利率对比

净利率衡量的是企业在一定的时间内生产经营效率，在特定时期内企业主营业务的利润占销售货物的净额所得的数据。通过净利率可以看出企业一段时间内企业售出一块钱商品能为企业带来了多少利润，也能够对企业的盈利能力进行全面评价。

从表 3.7 中的数据可得知，在 2015 年至 2019 年华联综超的净利率一直低于苏宁易购和永辉超市两家公司，尤其在 2016 年华联综超的净利率为-2.14%，而苏宁易购和永辉超市同期的净利率分别为 0.33%和 2.47%，可以从图 3.2 中明显的看出华联综超与其他两家公司的差距，造成此现象的主要原因与公司的发展战略有关，但华联综超在 2016 年短暂的下跌之后，其在 2017 年至 2019 年之间，净利率从 0.64%增长到 0.7%，虽然增长幅度较小，但对于零售类行业来说已经很不容易。从以上的分析我们可以看出华联综超相较于其它零售企业来说，市场竞争力较低，应加快企业的转型，占领市场份额。

表 3.7 华联综超、苏宁易购和永辉超市 2015-2019 年年度净利率对比（单位：万元）

年度		2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年
华联 综超	净利润	5207	-26419	7527	8085	8437
	主营业务收入	1342981	1235821	1175916	1159534	1199273
	净利率	0.39%	-2.14%	0.64%	0.70%	0.70%
苏宁 易购	净利润	75773	49323	404954	1264255	931979
	主营业务收入	13554763	14858533	18792776	24495657	26922890
	净利率	0.56%	0.33%	2.15%	5.16%	3.46%
永辉 超市	净利润	60007	121373	168467	99740	145284
	主营业务收入	4214483	4923165	5859134	7051665	8487696
	净利率	1.42%	2.47%	2.88%	1.41%	1.71%

资料来源：华联综超、苏宁易购和永辉超市 2015-2019 年年度财务报告



图 3.2 华联综超、苏宁易购和永辉超市 2015-2019 年年度净利率变化趋势

3.3.3 财务绩效的杜邦分析

(1) 权益乘数分析

华联综超在经营的过程中应用类金融模式，会形成大量的无息负债，因此权益乘数能够很好的衡量华联综超的资本结构。该值数额越大即说明全部资产中所有者投入的股本比重就越小，则意味着企业财务杠杆越高；相反的，如果权益乘数的值越小，则表示企业财务杠杆越低，所对应的风险也是最小的。如下表 3.8 所示，华联综超相对于苏宁易购和永辉超市来说有着最高的权益乘数，尤其是在 2016 年华联综超的权益乘数达到最高的 4.16，比同期的苏宁易购和永辉超市高

出 2 倍多,从图 3.3 可以发现华联综超的权益乘数远远高于苏宁易购和永辉超市。由此表明华联综超在全部资产中所有者投入的资本占比是最小的,同时也说明了华联综超的财务杠杆相对于其他两家企业来说也是最高的,这恰好证明华联综超应用类金融模式为企业带来的好处。但从 2016 年开始,华联综超的权益乘数出现下降趋势,在 2019 年降到近五年最低的 3.46,而苏宁易购和永辉超市的权益乘数却逐渐在增长,永辉超市在 2019 年甚至出现近五年最高的 2.56,从而也反映出这两家企业的财务杠杆越来越高。

表 3.8 华联综超、苏宁易购和永辉超市权益乘数对比

年份	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年
华联综超	3.75	4.19	3.55	3.76	3.46
苏宁易购	2.76	1.96	1.88	2.26	2.72
永辉超市	1.65	1.53	1.61	2.04	2.56

资料来源:华联综超、苏宁易购和永辉超市 2015-2019 年年度报告

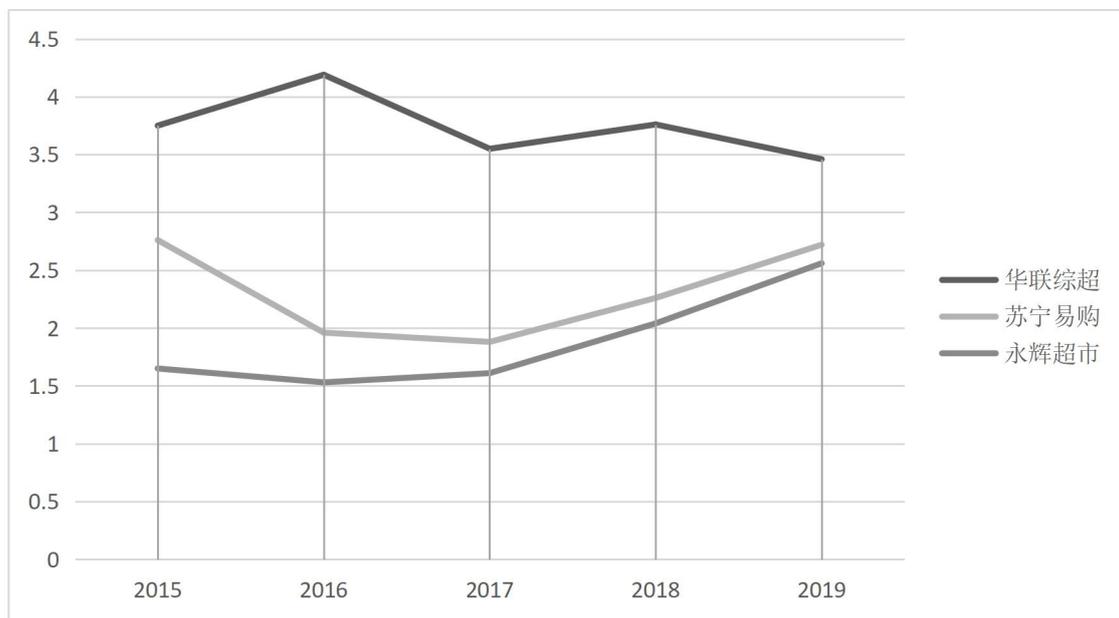


图 3.3 华联综超、苏宁易购和永辉超市权益乘数变化趋势

(2) 总资产周转率分析

总资产周转率是企业一定时期内,用销售收入的净额除以企业平均资产总额,该指标可以清楚地反映企业规模扩张和营业收入的配比情况。从表 3.9 中的

数据可以看出，苏宁易购的总资产周转率除在 2018 年的 1.37 相对于 2017 年的 1.28 略有增长之外，总体呈下降趋势，在 2019 年降到近几年最低的 1.23。而永辉超市也是除 2018 年略有增长之外，由 2015 年的最高 2.36 下降到 2019 年最低的 1.85。华联综超的总资产周转率一直低于苏宁易购和永辉超市，因此华联综超的盈利能力和经营能力水平都有待提高。但是总体来说华联综超的总资产周转率一直处于缓慢的增长状态，尤其在 2019 年，该比率达到近几年来最高的 1.21，与苏宁易购几乎相等。从图 3.4 可以看出华联综超的总资产周转率一直处于缓慢的增长状态，而苏宁易购和永辉超市的总资产周转率一直在下降。苏宁易购的总资产周转率从 2015 年开始下降，一直下降到 1.23，下降比率接近 22.7%，而永辉超市的总资产周转率从 2015 年的 2.36 下降到 2019 年的 1.85，下降比率接近 21.6%，然而华联综超的总资产周转率从 2015 年一直增长到 2019 年的 1.21，上升比率接近 4.3%，这也进一步的说明华联综超对类金融模式成功的应用。

表 3.9 华联综超、苏宁易购和永辉超市总资产周转率对比

总资产周转率	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年
华联综超	1.16	1.09	1.14	1.17	1.21
苏宁易购	1.59	1.32	1.28	1.37	1.23
永辉超市	2.36	1.98	1.88	1.95	1.85

资料来源：华联综超、苏宁易购和永辉超市 2015-2019 年年度报告

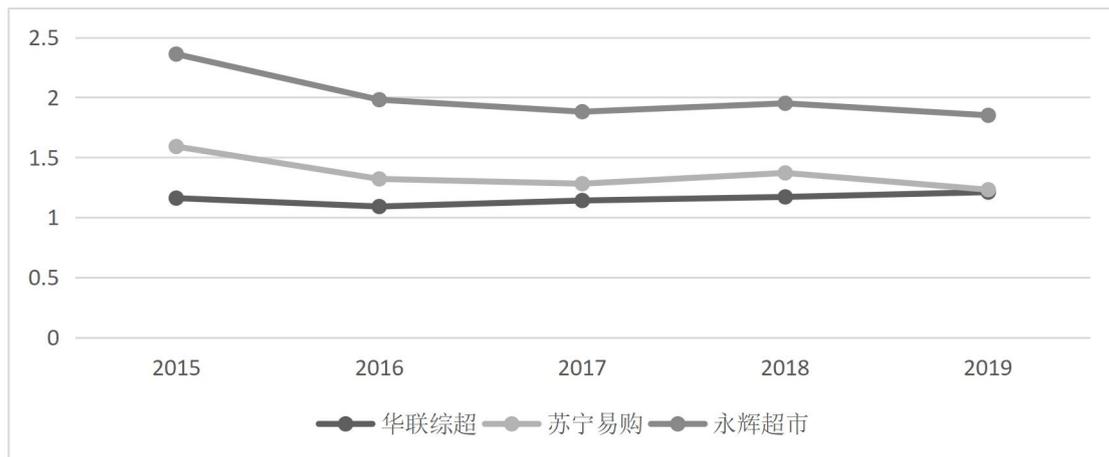


图 3.4 华联综超、苏宁易购和永辉超市总资产周转率变化趋势

(3) 销售净利率分析

销售净利率可以真实地反映企业的生产经营状况,也可以衡量企业在一定时期净利润与销售收入的对比关系。若企业的营业收入不变的情况下,销售净利率越高则代表企业有越强的盈利能力,其所占领的市场份额也就越大,核心竞争力也越强。从下表 3.10 中可得知,苏宁易购的销售净利率除在 2016 年和 2019 年下降之外,其它年份都处于增长状态,尤其在 2018 年高达 5.16%。而永辉超市的销售净利率呈“波浪”形增长状态,从 2015 年的 1.42% 增长到 2017 年的 2.88%,在 2018 年下降到 1.41%,在 2019 年又上升到 1.71%,但其总体呈增长状态。华联综超的净利率一直低于苏宁易购和永辉超市,且与这两家公司相差较大,尤其是在 2016 年,华联综超的销售净利率降到最低的-2.14%,而同期苏宁易购和永辉超市的销售净利率分别为 0.33% 和 2.47%,其主要原因与企业的战略转型有关,投入了大量的资金构建网络销售渠道,从而造成净利润的下降。从图 3.5 可以看出华联综超在 2016 年经过大幅下跌之后,2017 年至 2019 年一直处于恢复增长状态,在 2018 年和 2019 年达到了最高的 0.7%,从而也看出华联综超的销售净利率处于不断增长的状态,但其仍然与同行业的两家企业存在差距。

3.10 华联综超、苏宁易购和永辉超市销售净利率对比

销售净利率(%)	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年
华联综超	0.39	-2.14	0.64	0.70	0.70
苏宁易购	0.56	0.33	2.15	5.16	3.46
永辉超市	1.42	2.47	2.88	1.41	1.71

资料来源:华联综超、苏宁易购和永辉超市 2015-2019 年年度报告

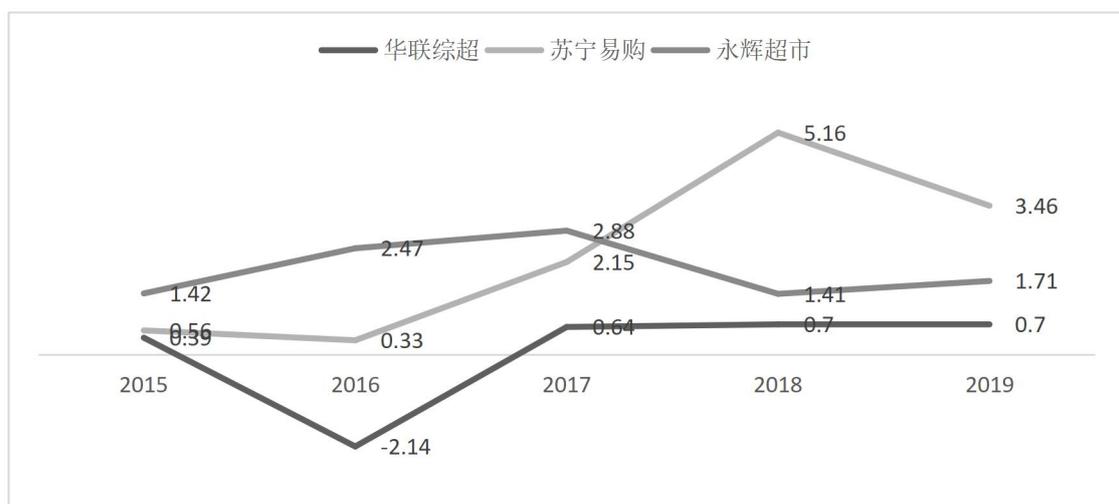


图 3.5 华联综超、苏宁易购和永辉超市销售净利率变化趋势

4 类金融模式对华联综超盈利能力的影响分析

4.1 类金融模式对销售能力的影响

目前批发零售行业的经营模式主要包括自营、联营和租赁。而华联综超采用的是“自营+联营+租赁”的经营模式，其具有其他经营模式所不能比拟的优势，比如强势的品牌优势、店铺资源优势、商品资源优势 and 生鲜经营优势使得华联综超有优势选择优质的供货商。由于华联综超强大的品牌影响力和商业信用，供货商们也愿意遵循其提出的先提货后付款的原则。华联综超凭借自身的品牌影响力和商业信用，在和供应链上下游企业交易的过程中，一直能够占据主导权地位，对供应链上游的供货商华联综超选择延迟支付购货款，对于供应链下游的顾客，则选择办理会员卡，这样使得供应链的资金都能够被无利息的占用。华联综超应用类金融模式不仅可以占用大量的无息负债，同时也可以有多余的资金支持企业发展和规模扩张，从而实现企业的双收益。

从图 4.1 的数据可以得出，虽然华联综超营业水平在 2016 年到 2018 年有所下降，其主要原因是华联综超向新零售转型并推出网络营销的新渠道，但是由于市场竞争激烈以及创新性不够才导致营业收入的下降。纵观华联综超近十年的营业收入变化，虽然在 2015 年至 2018 年营业收入经历严重的缩减，但是华联综超依靠其“自营+联营+租赁”的经营模式，从 2019 年开始恢复增长且近十年总体也是增长状态，由此我们可以发现，类金融模式对华联综超的销售能力有不断促进的作用。

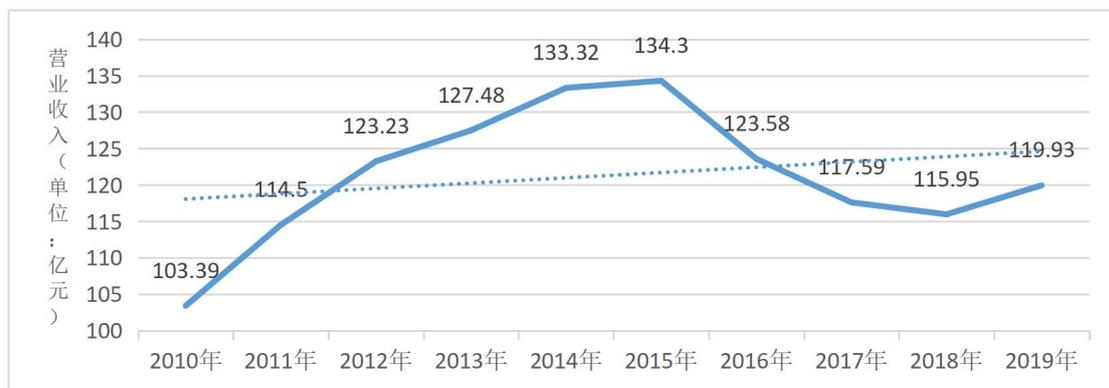


图 4.1 华联综超 2010-2019 年营业收入变化趋势

4.2 类金融模式对占款能力的影响

4.2.1 延期支付上游供应商的货款

众所周知,近几年来,像苏宁易购和永辉超市这样的大型批发和零售类企业在全国各地纷纷跑马圈地、快速发展,它们在一、二级市场具有很高的渗透率,它们借助“处于供应链中间环节”的优势,以及全国各地的实体店,在零售类行业中占据了较多的市场份额。因此,苏宁易购在支付购货款时,要求供应商先交货,验收通过后再支付货款。通过延期支付供应链上游供货商的货款,所以企业从下订单到货物验收入库的这段时间,会形成大量的短期负债,但这样的“类金融”融资方式使苏宁易购和永辉超市融资经常受到限制,可以说苏宁易购和永辉超市对上游供应商的购货款依赖程度很高。

表 4.1 华联综超同苏宁易购和永辉超市占用上游企业资金的能力对比(单位:万元)

年份	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	平均值
华 应付项目	353826	313991	269678	280142	292921	
联 营业收入	1342981	1235821	1175916	1159534	1199273	
综 应付项目/营	26.35	25.41	22.93	24.16	24.43	24.66
超 业收入 (%)						
苏 应付项目	3294891	2705306	4045190	4707101	7053933	
宁 营业收入	13554763	14858533	18792776	24495657	26922890	
易 应付项目/营	24.31	18.21	21.53	19.22	26.20	21.89
购 业收入 (%)						
永 应付项目	520103	649540	759138	971615	1298331	
辉 营业收入	4214483	4923165	5859134	7051665	8487696	
超 应付项目/营	12.34	13.19	12.96	13.78	15.30	13.51
市 业收入 (%)						

资料来源:华联综超、苏宁易购和永辉超市 2015-2019 年年度报告

因此,文章以苏宁易购和永辉超市这两家对上游供应商购货款依赖较强的企业为例,通过应付账款与应付票据之和除以企业的营业收入之比的这一指标,将苏宁易购、永辉超市占用资金的能力与华联综超做一比较。如表 4.1 所示,从 2015 年到 2019 年,华联综超的[应付项目/营业收入]的比率均大于批发零售企业的“占款高手”永辉超市,苏宁易购除在 2019 年占供应链上游企业资金的能

力为 26.2% 高于华联综超的 24.43% 之外, 而其它年份华联综超的占款比率也都大于苏宁易购, 同时华联综超对供应链上游供应商资金的平均占款能力比永辉超市高出几乎一倍, 通过以上分析可以看出华联综超占用供应链上游企业资金的能力强于其他两个企业。

4.2.2 预收下游顾客的购货款

一般来讲, 大型综合类超市要求供应链下游顾客提前预付货款并不容易, 除非企业具有极强的品牌影响力和商业信用。因此通过对比批发零售行业的两家代表性企业的预收账款情况, 发现华联综超占用下游顾客的资金比苏宁易购和永辉超市都高, 如表 4.2 所示, 从 2015 年到 2019 年, 华联综超的预收账款从 40983 万元增长到 50464 万元, 可以看出企业对下游顾客的购货款愈加依赖, 另外华联综超[预收账款/营业收入]的比率均大于苏宁易购和永辉超市, 尤其是 2018 年, 华联综超比苏宁易购高出 5 倍左右。特别突出的是 2019 年, 华联综超的预收账款达到 50464 万元, 占营业收入的比重达到最高的 4.21%, 而苏宁易购的预收账款占营业收入的比重仅为 2.66%, 永辉超市的预收账款占营业收入的比重仅仅为 3.78%。

表 4.2 华联综超与同行占用预收账款情况对比 (单位: 万元)

年份	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	
华联综超	预收账款	40983	45260	46110	47589	50464
	营业收入	1342981	1235821	1175916	1159534	1199273
	预收账款/营业收入 (%)	3.05	3.67	3.92	4.10	4.21
苏宁易购	预收账款	98276	160309	149199	196619	715758
	营业收入	13554763	14858533	18792776	24495657	26922890
	预收账款/营业收入 (%)	0.73	1.08	0.79	0.80	2.66
永辉超市	预收账款	121220	153164	183710	236575	320571
	营业收入	4214483	4923165	5859134	7051665	8487696
	预收账款/营业收入 (%)	2.88	3.11	3.12	3.35	3.78

资料来源: 华联综超、苏宁易购和永辉超市 2015-2019 年年度报告

因此可以看出华联综超相较于其他两家企业来说,对下游顾客购货款的占款能力是最强的,也反映出华联综超具有很强的品牌影响力和商业信用,以及顾客之上的服务态度,才会使顾客办理会员卡,同时也反映出商业信用对于类金融模式成功应用的重要性。

4.3 类金融模式对营运资金需求的影响

营运资金需求是企业所有流动资产占用所需的资金,用外来企业的短期资金补充后,企业仍缺少的现金。如果营运资金需求是负的,则表示企业不需要提前预支现金,进一步说明企业在生产经营活动方面能够平衡的发展。如果营运资金需求为正的,则表示企业先要提前预支现金,才能开展企业生产活动,进一步说明企业经营活动资金的来源和占用不够协调和平衡。正常情况下,由于行业的特殊性,像重工业企业一般是提前支付购买材料的购货款,因此该类企业在经营之前先垫付一部分资金。而对于商业企业和零售类企业来说,特别是大型连锁超市,这类企业由于处于供应链中间环节,在行业中具有较强的讨价还价能力,一般都是延期支付购货款以及提前预收顾客的采购款,因此企业的营运资金需求一般是负数,这也更进一步的说明类金融模式能够在零售类行业成功应用的原因。

表 4.3 华联综超与批发零售同行现金支付能力对比(单位:万元)

年份	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	
华联综超	营运资金	52277	-10056	5248	-76312	-79537
	营运资金需求	-453007	-402295	-345884	-325926	-275750
	现金支付能力	505284	392239	351132	249614	196213
苏宁易购	营运资金	1101721	2092861	2356602	3804588	-49551
	营运资金需求	912939	2503986	1532177	2404317	1240095
	现金支付能力	188782	-411125	824425	1400271	-1289646
永辉超市	营运资金	400109	1051684	802535	400248	-42085
	营运资金需求	-38611	97626	120846	-82713	44043
	现金支付能力	438720	954058	681689	482961	-86128

资料来源:华联综超、苏宁易购和永辉超市 2015-2019 年年度财务报告

企业的营运资金和营运资金需求之间的关系,可以很好的反映企业的生产活动是否能顺利进行。通过对华联综超、苏宁易购及永辉超市 2015 年至 2019 年现金支付能力的对比后,从表 4.3 中可以看出华联综超营运资金都比营运资金需求高,表示有足够的资金来支持企业开展经营活动。而剩下的资金在企业支付现金的能力上得以体现,尤其是在 2019 年,苏宁易购的现金支付能力约为-129 亿元和永辉超市的现金支付能力约为-8.61 亿元,然而华联综超的现金支付能力约为 19.62 亿元,从而可以看出华联综超再不需要垫付额外的资金用于生产经营,而苏宁易购和永辉超市却需要大量的资金。更进一步将华联综超与批发零售行业营运资金需求比例进行对比,可以看出苏宁易购和永辉超市需要大量的运营资金,而由于华联综超类金融模式的成功应用对营运资金的需求起到降低作用。

表 4.4 华联综超与同行业企业营运资金需求比例对比(单位:万元)

年份	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年
华联综超					
营运资金需求	-453007	-402295	-345884	-325926	-275750
营业收入	1342981	1235821	1175916	1159534	1199273
营运资金需求/ 营业收入 (%)	-33.73	-32.55	-29.41	-28.11	-23.00
苏宁易购					
营运资金需求	912939	2503986	1532177	2404317	1240095
营业收入	13554763	14858533	18792776	24495657	26922890
营运资金需求/ 营业收入 (%)	6.74	16.85	8.15	9.82	4.61
永辉超市					
营运资金需求	-38611	97626	120846	-82713	44043
营业收入	4214483	4923165	5859134	7051665	8487696
营运资金需求/ 营业收入 (%)	-0.92	1.98	2.06	-1.17	0.52

资料来源:华联综超、苏宁易购和永辉超市 2015-2019 年年度财务报告

在对 2015 年至 2019 年华联综超、苏宁易购和永辉超市的营运资金需求方面作了对比后,从表 4.4 可以看出华联综超 2015 年至 2019 年的营运资金需求是负数,尤其在 2016 年华联综超营运资金需求比营业收入的比例为-32.55%,而苏宁易购和永辉超市分别为 16.85%和 1.98%,形成鲜明对比。此外华联综超的营运资金需求与营业收入的比值的绝对值相较于苏宁易购和永辉超市也是最大的,因此可以看出华联综超的营运资金有多余的,这对于零售类行业来说是很少见的状况,进一步证明华联综超对类金融模式成功的应用并减轻了对营运资金的需求。

4.4 类金融模式对财务杠杆的影响

为了能够更好的反映类金融模式对财务杠杆的影响,文章选取权益乘数这一指标进行分析。权益乘数是指企业当前全部的资产与股东投入的资本之比,该比率越大,说明所有者以最少的股本能够撬动更多的资金,用于企业生产经营,但伴随财务杠杆越大,企业的风险也会增高。从前文的分析可知,华联综超通过占用供应链上下游的购货款,从而形成大量的短期负债,这促使华联综超的财务杠杆高于同行业水平。通过表 4.5 可以得出,苏宁易购的权益乘数从 2015 年的 2.76 下降到 2017 年的 1.88,最后在 2019 年上升至 2.72,呈“U”字形变化状态。而永辉超市的权益乘数除在 2016 年短暂下降至 1.53 之后,从 2016 年的 1.53 上升至 2019 年的 2.56。虽然近五年华联综超的权益乘数都是高于苏宁易购和永辉超市的,尤其是在 2016 年,华联综超的权益乘数达到最高的 4.19,比苏宁易购的权益乘数多一倍,同样比永辉超市的权益乘数高出接近三倍,这表示华联综超的财务杠杆相较于同行业来说也是较高的。但华联综超从 2017 年开始权益乘数有降低趋势,在 2019 年权益乘数降到最近几年的最低值 3.46,也就意味着财务杠杆比率也在降低,其主要目的是降低企业高财务杠杆所带来的风险。

表 4.5 2015-2019 年度华联综超、苏宁易购与永辉超市权益乘数对比

年份	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年
华联综超	3.75	4.19	3.55	3.76	3.46
苏宁易购	2.76	1.96	1.88	2.26	2.72
永辉超市	1.65	1.53	1.61	2.04	2.56

资料来源:华联综超、苏宁易购和永辉超市 2015-2019 年度财务报告

4.5 类金融模式对净资产收益率的影响

在资金成本低于利润率的情况下,可以通过提高财务杠杆来达到增加净资产收益率的目的,而对于企业来说类金融模式的应用正好能够实现此目的。由于类金融融资是通过占用供应链上下游企业的购货款,进而形成大量的无息负债,所以其资本成本为零,因此随着财务杠杆的提高,而能够代表企业盈利能力的净资产收益率也会增高。从文章的前几节可以看出,由于类金融模式能够融资大量的无息负债使得它的财务杠杆比较大,这也就是华联综超的净资产收益率除在

2016 年下降之外，一直处于不断增长的原因，从表 4.6 的数据可以看出，除 2016 年华联综超的净资产收益率降到近五年最低的-9.25%，其主要原因是企业为了向新零售转型，投入大量的资金用于网络销售网点的建立，以及同行业之间激烈的竞争导致营业收入的下降，但其从 2017 年开始，净资产收益率由 2.83% 上升到 2019 年的 3.08%，其增长比例达到 8.83%。虽然苏宁易购和永辉超市的净资产收益率每年都高于华联综超，但是这两家公司最近几年都出现不同程度的下滑，尤其是苏宁易购在 2018 年为 14.71%，而在 2019 年为 10.63%，下降比例高达 27.74%。因此可以看出华联综超的净资产收益率在三家公司中一直处于最低位，但是总体仍保持增长的状态。

表 4.6 2015-2019 年度华联综超、苏宁易购、永辉超市净资产收益率对比（单位：万元）

年份	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	
华联综超	净利润	5207	-26419	7527	8085	8437
	平均股东权益	310339.5	285640	265945	270930.5	273613
	净资产收益率	1.68%	-9.25%	2.83%	2.98%	3.08%
苏宁易购	净利润	75773	49323	404954	1264255	931979
	平均股东权益	3073093.5	5092352.5	7677482	8591923	8767780.5
	净资产收益率	2.47%	0.97%	5.27%	14.71%	10.63%
永辉超市	净利润	60007	121373	168467	99740	145284
	平均股东权益	937271	1576129.5	1982472.5	1992016.5	1994335
	净资产收益率	6.40%	7.70%	8.50%	5.01%	7.28%

资料来源：华联综超、苏宁易购和永辉超市 2015-2019 年年度财务报告

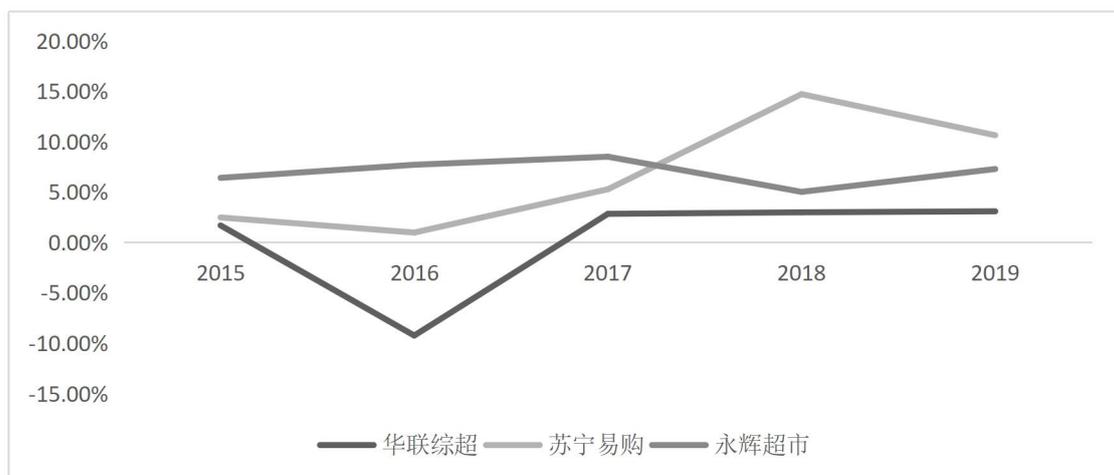


图 4.2 华联综超、苏宁易购和永辉超市净资产收益率对比趋势

5 华联综超应用类金融模式面临的风险分析

5.1 资金偿还风险

华联综超对下游顾客以办理会员卡的形式提前收取购货款,而对于提前收取的购货款是以企业的商品进行偿还,所以要想了解华联综超偿债风险的高低,就应该以企业的存货对提前预收顾客的购货款保障程度进行研究。比较了从2015年到2019年华联综超的存货在提前预收供应链下游顾客资金占据的比值后,进而分析华联综超对提前预收资金的偿还风险,从表5.1中的A行可以看出,从2015年至2019年该比率的平均值大约为3,表示企业预收顾客一元的现金,则企业有对应三元的存货可以进行偿还,表示华联综超有充足的存货来偿还预收款。但从2015年开始,华联综超的存货对预收账款的保障能力一直下降,尤其在2019年降到最近几年最低的2.47,这也看出华联综超有意减少对存货的积压。

表 5.1 2015-2019 年度华联综超对融资账款的偿还能力分析 (单位: 万元)

年份	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年
预收账款 (1)	40983	45260	46110	47589	50464
应付票据 (2)	5752	6994	6887	5370	8210
应付账款 (3)	348074	306997	262791	274772	284711
以上三项合计 (7)	394809	359251	315788	327731	343385
存货 (4)	152632	154252	121832	119377	124455
可偿付资产 (6)	602806	526504	432260	480025	406134
A: (4) / (1)	3.72	3.41	2.64	2.51	2.47
B: [(6) - (4)] / [(2) + (3)]	1.27	1.19	1.15	1.29	0.96
C: (6) / (7)	1.53	1.47	1.37	1.46	1.18

资料来源: 华联综超 2015-2019 年年度财务报告

假如企业在经营的过程中出现存货短缺,而又无法及时的偿还提前预收的购货款,那么企业最终会出现违约情况,进而影响企业的商业信用。因此在企业实际运行中,应准确的测算到期应偿还的资金和具有偿债能力的资产,避免出现违约情况。从表5.1中的B行可以看出,分子是流动性强的短期资产组合(不包括库存的存货),用此比率来测算企业对延期支付上游供应商购货款的偿付能力,如表中B行所示,对应的平均比率值约为1.2,这说明华联综超有一定的资产用

于偿还供应商的购货款，但在 2019 年，该比率低于 1，说明华联综超对于供应商的购货款的偿还能力有所下降。而从表中 C 行的数据可以看出保障倍数都大于 1，但从 2015 年到 2019 年，华联综超对类金融融资账款的偿还能力从 1.53 降低至最低的 1.18，因此华联综超对上下游企业总体的偿付能力严重下降。

5.2 资金链断裂风险

企业经营的过程中出现资金短缺，对于这个企业来说是致命，如果企业无法在有限时间内找到资金，则企业的生产经营就会全面的“瘫痪”。因此本节将对华联综超资金链的稳定程度进行分析，首先计算出华联综超应付项目和预收账款的和，然后除以其营业收入，最后依据比率的大小来判断华联综超资金链的稳定程度。表 5.2 的数据展示了 2015 年至 2019 年华联综超预收款和应付项目与营业收入之比的变化趋势，可以看到从 2015 年至 2017 年，华联综超类金融融资占营业收入之比从 0.294 降到 0.2685，但从 2018 年开始该比率有所回升，在 2019 年上升到 0.2863。但从图 5.1 可以看出华联综超的比率总体呈下降趋势，由此可以看出华联综超的预收账款与应付项目之和的增长速度慢于营业收入增长速度，随着时间的推移，华联综超可能会面临资金链断裂的风险。

表 5.2 华联综超类金融融资占营业收入的比例（单位：万元）

年份	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年
预收账款	40983	45260	46110	47589	50464
应付票据	5752	6994	6887	5370	8210
应付账款	348074	306997	262791	274772	284711
以上三项之和	394809	359251	315788	327731	343385
营业收入	1342981	1235821	1175916	1159534	1199273
(预收账款+应付项目) /营业收入	0.2940	0.2907	0.2685	0.2826	0.2863

资料来源：华联综超 2015-2019 年年度财务报告

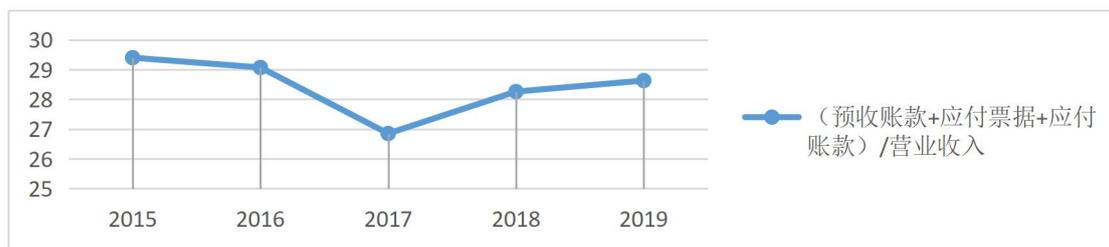


图 5.1 华联综超类金融融资占营业收入比例的变化趋势

5.3 商业信用风险

零售类企业的发展，对资金周转的要求比其他行业要求更高，因此对于采用类金融模式的企业来说与供应商之间的信用关系非常重要，如果一旦与供应商之间的信用出现危机，就有可能给企业带来资金链断裂的风险。在新零售的营运模式推动下，保持和供应商之间友好的关系，是企业货源的保障，而同时建立良好的商业信用，也是企业能够成功应用类金融模式的基础。从表 5.3 的数据可以看出华联综超的应付账款周转天数在 2016 年达到了最高的约 123 天，比苏宁易购的应付账款周转天数高出 4 倍之多，也比永辉超市高出 2 倍多，更进一步的看出华联综超与供应链上游供应商之间良好的信用关系，但这也恰恰说明出华联综超有过度依赖供应商的销售款。从图 5.2 可以看出华联综超应付账款周转天数最近几年有下降的趋势，在 2019 年应付账款周转天数降到约 108 天，但仍位居其他两家公司之首，且华联综超的平均应付账款周天数约为 113.62 天，远远高于苏宁易购和永辉超市的平均应付账款周转天数，因此公司一旦出现资金链断裂，就会导致供应商之间的矛盾加剧，进而会增加企业的信用风险。

表 5.3 华联综超、苏宁易购和永辉超市应付账款周转天数对比（单位：万元）

年份	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	
华联综超	期初期末应付账款 平均值	343306.5	327535.5	284894	268781.5	279741.5
	主营业务成本	1039473	962351	921563	902283	931430
	应付账款周转天数 (天)	118.90	122.53	111.29	107.24	108.12
苏宁易购	期初期末应付账款 平均值	874312.5	1077842	1279658.5	1646539.5	3210804.5
	主营业务成本	11598118	12724754	16143179	20821661	23011739
	应付账款周转天数 (天)	27.14	30.49	28.54	28.47	50.23
永辉超市	期初期末应付账款 平均值	513273	584821.5	704339	865376.5	1134973
	主营业务成本	3378544	3929193	4638280	5489974	6657358
	应付账款周转天数 (天)	54.69	53.58	54.67	56.75	61.37

资料来源：华联综超、苏宁易购和永辉超市 2015-2019 年年度财务报告



图 5.2 华联综超、苏宁易购和永辉超市应付账款周转天数对比趋势

5.4 存货过多占用资金风险

资金管理对于每个企业来说都是重中之重，它不仅能帮助企业扩大生产规模，而且还能稳固企业在市场中的地位。从华联综超历史发展来看，其资金管理存在一定的误区，由于受到信息时代的冲击，企业只注重扩张规模，而忽略对市场环境变化的了解，给资金管理带来了一定的风险。

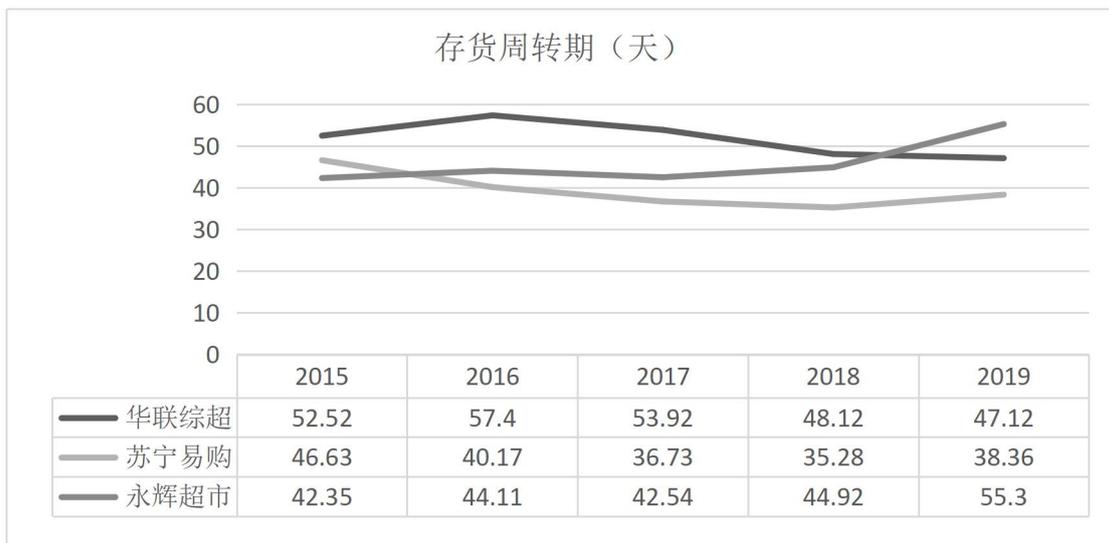


图 5.3 华联综超、苏宁易购和永辉超市存货周转期对比趋势图

从图 5.3 中的数据可以看出，除在 2019 年略有上升之外，苏宁易购的存货周转天数从 2015 年的 46.63 天下降至 2018 年的 35.28 天，下降百分比高达

24.34%，其平均存货周转天数仅为 39.43 天，在对比的三家公司中其平均存货周转天数是最低的，这也看出苏宁易购的存货管控水平强于华联综超和永辉超市。而永辉超市的存货周转天数是呈“波浪”形增长状态，在 2015 年存货周转天数仅为 42.35 天，但在 2019 年其存货周转天数达到最近几年最高的 55.3 天，甚至超过了华联综超的存货周转天数，因此可以看出永辉超市的存货占用资金的压力越来越大，其存货管理水平需进一步提高。

相较于苏宁易购和永辉超市来说，2015 年至 2018 年华联综超的存货周转天数一直是最多的，尤其是在 2016 年，存货周转天数达到最高的约 57 天。但从 2016 年之后华联综超的存货周转期有下降趋势，存货周转期从 2016 年的 57 天降低至 2019 年的 47 天，可以看出华联综超加强了对存货的管控，以防过多占用企业资金。但华联综超平均存货周转期约为 51.82 天，明显高于苏宁易购的 39.43 天和永辉超市的 45.84 天，相比之下华联综超的存货周转期过长直接影响企业资金管理，因此华联综超应合理采购存货，减少对资金的占用。

6 研究结论与启示

6.1 研究结论

文章以华联综超作为案例,研究发现当企业出现融资困难时,类金融模式的运用在一定程度上能缓和企业发展规模与资金需求二者之间的矛盾。但类金融模式的应用对于企业来说利弊是同时存在的,在提高企业盈利能力的同时也会带来一系列风险。经文章研究得出以下结论:

6.1.1 应用类金融模式能够降低资本成本

华联综超应用“自营+联营+租赁”的经营模式使其具有强势的品牌优势、店铺资源优势、商品资源优势 and 生鲜资源优势,因此华联综超有更多的主动权去选择供货商,该模式不仅可以低成本或无成本占用供应链上下游企业的购货款,而且还可以形成高财务杠杆,提高企业的盈利能力。将供应链上游企业的利益和自身利益通过联营的经营模式被捆绑到一起,因此华联综超一直坚持延迟支付供应商货款的原则,而这样的支付方式也渐渐地被供货商们所接受。华联综超的出发点是自身强有力的品牌影响力,再加上自身的商业信用和类金融模式,使得华联综超近几年来来的资本成本逐渐下降,从而不断的提高企业价值。

6.1.2 应用类金融模式能够降低营业成本

华联综超目前实行的是二级采购体系,对于一些全国性和国际性的商品,华联综超采取全国联合采购,再统一分配给世界各地的实体店,而对于海鲜产品及地域代表性强的货物则采取该地域实体店统一采购的模式,这样的二级采购体系极大的提高了企业的采购效率。再加之华联综超通过采用类金融模式能够对供应链上下游进行有效管理,从而极大的降低企业营业成本。

6.1.3 应用类金融模式有益于盈利能力的提高

华联综超凭借自身在行业中的商业信用以及所采取的特殊的经营模式,使其和供应链上下游企业合作时,能够具有更主动地优势选择优质的合作伙伴,对上

游的供货商，华联综超选择货物到后再支付的方式，对于下游的客户，则选择办理会员卡并给与打折优惠，这样使得供应链上下游企业的购货款能够被无偿的占用。类金融模式的使用加速了华联综超规模的扩张，不仅可以提前预收供应链下游顾客的资金，而且还能占用供应链上游企业的购货款，所以华联综超的账面上会形成大量的无息负债，而盈利能力也得到了进一步改善，而且华联综超在提前预收顾客的购货款时，只需给予一些打折优惠，而不需要支付占用资金的费用，所以在华联综超的资本结构中，存在大量的无息负债。正是因为无利息的负债存在，华联综超的财务杠杆是比较高，从而会提高华联综超的净资产收益率。

6.1.4 应用类金融模式会导致资金链断裂

近年来由于受新零售和互联网的影响，对华联综超产生了很大的影响，而且在国内的批发零售行业无法容下更多的投资者，相比之前销量的增长速度有下降的趋势，对批发零售的企业来说会影响其销售，在很大程度上限制企业的发展。因此华联综超也受到了明显的冲击，这无疑会影响到供应链上游供应商和下游顾客的平稳运作，经研究数据后发现，华联综超预收账款和应付款所占比例在总体下降，慢于营业收入增长速度，这说明了华联综超从供应链下游顾客处提前预收的货款和延迟支付供应链上游企业的资金之和的增长慢于营业收入的增长，所以华联综超有可能会面临资金链断裂的风险。

6.2 启示

6.2.1 提高品牌影响力，占据供应链优势

华联综超的类金融模式之所以得以成功应用，是因为其在同行业中产品经营优势比较强大，尤其是生鲜产品的经营，能够及时的将新鲜卫生的海鲜送到客户手里，从而吸引越来越多的顾客愿意办理会员卡，使华联综超的预收账款逐年增高，但究其原因是企业的品牌影响力在发挥作用。华联综超的经验也向其他企业展示要想在供应链上占据主动优势，必须形成以自己商品为基础的品牌影响力并不断提高，这也是类金融模式能够成功实施的关键因素之一。

6.2.2 合理优化资本结构，降低资本成本

企业应用类金融模式主要是通过短期负债的形式来筹集资金，虽然类金融融资会占用大量低成本或无成本的短期资金，但往往负债经营通常存在着巨大的风险，并不是无息负债的比例越大越好，一旦供应链上下游任何一个环节出现资金短缺，就会引发信用危机，进而有可能引发企业破产的危机，因此企业确定比较适合自身发展的资本结构，才能够实现资金的最大化使用率和持续健康的发展。

要想企业的收益能够不断增加，合理的资本结构是不可忽略的因素，加强资本结构的优化，主要是对融入资金的来源管理。随着我国当前互联网的快速发展，类金融融资的独特性成功的弥补了银行短期借款的短板，而负债融资也慢慢朝着多元化方向发展，因此企业应加强优化资本结构达到降低资本成本。根据企业所处行业整体的发展特征，并结合目前自身发展的状况，合理确定负债融资模式以达到成本最小化，在此基础上也应该综合考虑国家的相关政策。

6.2.3 提高商业信用，增强渠道价值

良好的商业信用是类金融模式成功应用的基石，如果企业的商业信用危机一旦爆发，之前所形成的良好双赢环境将会被破坏，进而会产生一系列连锁反应，严重会导致企业破产。因此企业要想提高自身的商业信用必须加强对自身的资金管理，以及把企业的资本结构调整到与企业战略相匹配的程度。而渠道价值在企业扩张和资金的充沛之间起到很好的平衡作用，并且对企业未来发展有很大的影响，所以企业不能只顾规模的扩张，而忽视资金的充裕。企业在增强渠道价值的情况下才能使企业的资金得到良好的周转，进而才能确保企业持续健康的发展。

6.2.4 创新经营模式，提高盈利能力

不同行业的经营模式是不同的，比如对于零售行业来说，我国当前已经形成了3种经营模式，包括自营、联营和租赁的经营模式。而这三种模式都要结合企业自身的实际状况进行灵活的选择，有时不仅仅限于一种模式的选择，也不能对其他企业的模式照搬照抄。随着社会的快速发展，没有哪个企业的经营模式是一尘不变的，所以企业应根据自身的实际状况和国家宏观的经济政策，进而选择最

有利于企业的经营模式，才能够使企业持续健康的发展。而影响企业的盈利能力的因素有很多种，但经营模式对其影响的程度是不可忽视的，如果一个企业的发展战略能够很好的与其经营模式结合，那么将会极大的提升企业的盈利能力。

6.2.5 加强供应链管理，提高营运能力

虽然类金融融资能够带来大量的无息负债，但企业应时时刻刻关注资金的周转状况，以防止资金链断裂的风险。由于应用类金融模式取得的资金来源于供应链上下游的预付款项和预收账款，因此加强对供应链的管理，也是确保类金融模式成功应用的关键因素。对于所取得的大量流动资产，企业应合理利用并加快资金的周转速度，用速度来支撑企业整体的盈利能力，这样不仅可以提高企业的营运能力，而且还可以防止企业资金链断裂。

参考文献

- [1] Chatrath Arjun. The Impact of Internalization on the Diversification-Performance Relationship:A Replication and Extension of Prior Research[J]. Journal of Business Researc,2000,(08):43-45.
- [2] David Bernotas. Ownership structure and firm profitability in the Japanese keietsu[J].Journal of Asian Economicis,2005,(16):533-554.
- [3] Deloof M, Does Working Capital Management Affect Profitability of Belgian Firms?[J].Journal of Business Finance & Accounting, 2010, (30):573-588.
- [4] Dong J. Home appliance retail chain enterprise inventory management problems and countermeasures[J]. Journal of Jiamusi Vocational Institute, 2014,(03):67-72.
- [5] García-Teruel P J, Martínez-Solano P. Effects of working capital management on SME profitability[J]. International Journal of Managerial Finance, 2012, (3):164-177.
- [6] Hamel G, Trudel J D. Leading the revolution[J]. Strategy & Leadership, 2011,(18):212-213.
- [7] JD Lewis.Partnerships for Profit: Structuring and Managing Strategic Alliance[J]. Accountancy,1990(2):127-133.
- [8] Jung H, Rhee S, Ahn H, et al. Supply chain competitiveness and capabilities of constituent firms: an exploratory study of the Korean home appliance industry[J].Supply Chain Management, 2013, (4):242-253.
- [9] Myers Stewart C. Determinants of Corporate Borrowing[J]. Journal of Financial Economics,1997.
- [10] Raymond Fisman,Inessa Love.Trade Credit,Financial Intermediary Development,and Industry Growth[J].The Journal of Finance,2003,(01):353-374.
- [11] Raymond Fisman,Inessa Love.Trade Credit and Productive Efficiency in Developing Countries[J].World Development,2001,(02):311-321.
- [12] Thorsten Knauer,Arnt Wohrmann.Working capital management and firmprofitability[J].Journal of Management Control,2012,(56):83-88.

- [13] Stewart D W, Zhao Q. Internet Marketing, Business Models, and Public Policy[J].Journal of Public Policy & Marketing, 2013, (19):287-296.
- [14] 陈超, 饶育蕾. 中国上市公司资本结构、企业特征与绩效[J]. 管理工程学报, 2003, (1):70-74.
- [15] 陈正林. 客户集中、行业竞争与商业信用[J]. 会计研究, 2017, (11):79-85.
- [16] 池庄庄, 王成方. 基于财务视角浅析类金融模式——以苏宁云商集团股份有限公司为例[J]. 商场现代化, 2014, (24):204-205.
- [17] 丛莎. 扩大类金融外延——从多视角解读类金融[J]. 商业会计, 2017, (08):48-50.
- [18] 杜媛, 米雪. 基于供应链上下游的类金融模式构建与风险评价——以格力电器为例[J]. 财务与会计, 2013, (11):33-35.
- [19] 桂志强, 邵青. 无息负债, 格力金融战略的核心![J]. 经理人, 2008, (02):92-93.
- [20] 郭燕, 陈国华, 陈之昶. “互联网+”背景下传统零售业转型的思考[J]. 经济问题, 2016, (11):71-74.
- [21] 郝素娟. 互联网时代类金融模式下苏宁云商的财务状况解读[J]. 中国商论, 2016, (24):60-64.
- [22] 和国忠. 资本结构对企业盈利能力及偿债能力影响研究——以云南上市公司为例[J]. 会计之友, 2019, (03):67-70.
- [23] 洪崎. 产业链金融商业模式创新[J]. 中国金融, 2014, (01):43-45.
- [24] 蒋清华. 供应商与客户集中度对企业商业信用的影响研究[J]. 科技创业月刊, 2020, (03):85-90.
- [25] 李爱红, 张海俊. 财务公司转型为金融控股公司的路径探讨[J]. 中国总会计师, 2014, (08):140-142.
- [26] 李静. B2C 电子商务企业盈利模式研究——以亚马逊公司为例 [J]. 财会通讯, 2017, (20):61-65.
- [27] 李豫. 试论财务杠杆在企业筹资管理中的应用[J]. 企业导报, 2015, (01):24-25.
- [28] 李占国. 打造产业链金融服务商[J]. 中国金融, 2015, (16):22-23.

- [29] 林海源. 基于财务杠杆解构的家电业上市公司财务风险分析[D]. 昆明: 云南大学, 2015.
- [30] 林晓伟, 陈辉. 家电行业“类金融模式”风险评价——以青岛海尔为例[J]. 财会月刊, 2015, (03): 94-99.
- [31] 刘成立, 王丹. 连锁超市类金融模式研究——以 SN 超市为例[J]. 财会月刊, 2014, (22): 16-18.
- [32] 刘瑞红. 杠杆原理在企业财务管理中的应用[J]. 商业会计, 2014, (04): 87-89.
- [33] 刘程蕾, 田治威. 企业商业信用融资绩效研究——以我国批发零售业上市公司为例[J]. 会计之友, 2010, (12): 83-86.
- [34] 陆昊天. 类金融模式下的企业财务风险分析与防范[J]. 会计师, 2017, (23): 24-25.
- [35] 卢意. OPM 战略、财务弹性与风险控制——基于苏宁云商、国美电器的案例分析[J]. 财会学习, 2018, (01): 229-230.
- [36] 莫生红, 李明伟. 上市公司盈利能力综合评价模型的构建[J]. 财会通讯, 2007, (01): 41-43.
- [37] 潘宗玲. 浅谈农业生产企业盈利能力的影响因素[J]. 人民论坛, 2016, (21): 92-93.
- [38] 任乐. 家电连锁零售企业的资金运作模式研究——以苏宁电器为例[D]. 成都: 西南财经大学, 2011.
- [39] 邵平. 全产业链金融的创新与发展[J]. 中国金融, 2013, (22): 50-52.
- [40] 史晓娟. 财务杠杆“双刃剑”效应实证研究[J]. 商业时代, 2014(36): 77-78.
- [41] 汤青. 中国上市公司盈利能力影响因素实证分析[J]. 山东财政学院学报, 2005, (02): 56-59.
- [42] 王丹, 刘成立. 连锁超市类金融模式研究——以 SN 超市为例[J]. 财会月刊, 2014, (22): 63-66.
- [43] 王均山. 金融科技对商业银行零售业务盈利的影响研究[J]. 湖北社会科学, 2020, (10): 81-88.

- [44] 王满,李芳芳.基于零息负债的高财务杠杆经营模式探析——以格力电器为例[J].会计之友,2014,(03):89-91.
- [45] 王晓琴.盈利水平、负债能力与商业银行贷款质量——基于中国77家商业银行的实证分析[J].广西社会科学,2019,(10):61-65.
- [46] 王瑶.类金融模式公司经营动机研究[J].时代金融,2017,(05):153-157.
- [47] 吴昊旻,邱霞.企业商业信用融资影响因素研究——基于管理人员研究经历的视角[J].金融论坛,2019,(07):71-80.
- [48] 严春容,聂永芳.我国零售业现行盈利模式弊端及创新策略[J].商业经济研究,2017,(19):19-21.
- [49] 闫昕.对国美、苏宁等家电连锁企业的“类金融”发展模式的思考[J].商场现代化,2007,(28):3-4.
- [50] 姚宏,魏海玥.类金融模式研究——以国美和苏宁为例[J].中国工业经济,2012,(09):148-160.
- [51] 袁琳,张伟华.集团管理控制与财务公司风险管理[J].会计研究,2015,(05):35-42.
- [52] 喻水仙.“类金融”融资模式对企业投资效率影响研究——以沪深两市家电上市公司为例[J].西部经济管理论坛,2018,29(02):45-51.
- [53] 岳慧.苏宁云商融资模式的财务风险分析[D].山西:太原理工大学,2018.
- [54] 曾清兰.透视苏宁阶段性战略融资策[J].新理财,2014,(09):31-34.
- [55] 占济舟,许甜甜.面向竞争型零售商的商业信用融资决策研究[J].管理工程学报,2020,(04):52-59.
- [56] 占美松,李子君.家电连锁零售业转型期的资本运作模式探究——以苏宁国美为例[J].财会学习,2014,(02):68-71.
- [57] 张继德,蔚建梅.万科OPM战略成效与启示[J].财务与会计,2016,(16):33-34.
- [58] 张凌云.OPM战略实践:基于青岛啤酒与燕京啤酒的比较案例[J].财会通讯,2019,(32):39-44.
- [59] 张瑞龙,陈艳艳.基于Excel的企业盈利能力分析模型设计[J].中国管理信息化,2007,(01):45-46.

- [60] 朱学义、冯之坦. 市场供给、下游拉动与盈利能力关系研究——以建材工业 2008—2018 年数据为例[J]. 会计之友, 2021, (02):84-90.
- [61] 王明虎、魏良张. 区域金融、企业生命周期与商业信用融资[J]. 南京审计大学学报, 2017, (01):1-9.
- [62] 张伟锋. 企业在供应链上的”两头吃”能力分析——以格力电器为例[J]. 中国管理信息化, 2014, (21):3-4.
- [63] 张蔚虹, 陈长玉. 基于财务杠杆效应的企业负债融资决策分析[J]. 西安电子科技大学学报, 2011, (03):90-94.
- [64] 赵立韦. 财务杠杆效应实证分析——以青岛双星股份有限公司为例[J]. 生产力研究, 2013, (10):182-184.
- [65] 周慧. 连锁零售企业营运资金管理研究[J]. 北方经贸, 2014, (10):64-65.
- [66] 邹蔚, 陈梦雪, 李卫飞. 我国飞机制造业上市公司财务风险评价[J]. 会计之友, 2019, (07):43-47.

后 记

行文至此，已经到了论文的最后一步，学生生涯即将结束，时间是那么的仓促，还没有等到你慢慢品尝味道的时候就已经悄然离去。始于 2018 年 9 月，终于 2021 年 6 月，在读研究生的三年时光，在校的点点滴滴虽有万般不舍，但仍旧感激所有的遇见！

桃李不言，下自成蹊。首先要感谢我的指导老师。从 2020 年 3 月份选题开始到定稿，在写作过程中我与导师多次沟通，才能够顺利的完成论文写作，在这里真挚的说声感谢，真诚的祝愿指导老师身体健康，工作顺利。

同窗数载，知己难寻。我要感谢我的同学和朋友们，尤其是我的舍友，不管是在学习上还是在生活中，你们都给予了我最大的帮助，平时一起吃饭、打羽毛球，是我在学习之外能体验到不同寻常的快乐。世界之大，遇见不容易，祝愿你们在今后的生活和事业中一帆风顺。

春光寸草，无以回报。我要感谢我的父母以及亲人，感谢我的父母养育之恩，从六岁求学开始到研究生毕业，已有二十余载，你们对我的付出，我会永远记于心中，你们永远是我前进路上的照明灯。

凡是过往，结成序章，时光易逝，终有一别。行文至此我所有的遗憾就此归零，感谢相遇，祝平安喜乐！