

分类号 F23/693
U D C _____

密级 公开
编号 10741



硕士学位论文

(专业学位)

论文题目 维维股份归核化战略财务绩效研究

研究生姓名: 张馨予

指导教师姓名、职称: 李希富 教授 李宗义 注册会计师

学科、专业名称: 会计硕士

研究方向: 注册会计师

提交日期: 2021年5月30日

独创性声明

本人声明所呈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论文中作了明确的说明并表示了谢意。

学位论文作者签名： 张馨予 签字日期： 2021年6月3日

导师签名： 李希嵩 签字日期： 2021.6.7

导师(校外)签名： 李宇飞 签字日期： 2021.6.10

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： 张馨予 签字日期： 2021年6月3日

导师签名： 李希嵩 签字日期： 2021.6.7

导师(校外)签名： 李宇飞 签字日期： 2021.6.10

Research on the Financial Performance of Weiwei Shares' Refocusing Strategy

Candidate: Zhang Xinyu

Supervisor: Li Xifu Li Zongyi

摘要

随着市场竞争的日益激烈,越来越多的多元化企业陷入财务困境,其中部分企业将归核化作为走出困境的首选方式。而由于企业性质以及具体实施过程的不同,实施归核化战略对企业财务绩效的影响也有所区别。有些企业的归核化转型对经营成果产生了正面影响,及时遏止了企业财务绩效的持续下滑,但有些企业并未通过归核化发展从过度多元化的困局中走出来。所以,对具体企业的归核化战略财务绩效做出具体研究,将有助于评价归核化对企业经营状况的真实影响。

本文采用案例研究法,以维维食品饮料股份有限公司(以下简称“维维股份”)为对象,研究实施归核化战略对其财务绩效的影响。首先对维维股份归核化战略的相关内容进行简要介绍:第一,描述维维股份的企业概况,大致了解企业的经营状况;第二,梳理维维股份归核化发展过程,掌握其提出归核化战略后的具体举措;第三,分析维维股份实施归核化战略的动因,明确其为何开展归核化;第四,剖析维维股份归核化战略具体实施路径,更为全面地了解其归核化过程。其次从财务指标和非财务指标两个角度分析维维股份归核化后的财务绩效并找出影响财务绩效表现的问题。其中在财务指标角度分别进行财务比率分析、财务综合分析以及企业价值分析,非财务指标角度进行市场占有率分析与研发投入分析。最后对维维股份未来如何通过恰当的归核化发展提高财务绩效提出优化建议。

研究发现,维维股份归核化战略的实施一定程度上提高了豆奶业和粮油业的财务绩效,且改善了企业营运能力持续变差的情况。但除此之外,整体来看维维股份归核化后偿债能力、盈利能力、成长能力表现均不佳,且未能提升企业价值,同时随着维维股份归核化程度的增加,其市场占有率依然较低。综上,维维股份的归核化经营在短期内并没有给企业财务绩效带来预期的积极效应,且主要存在以下问题:缺少长期战略规划;业务发展顺序欠妥;筹资方式不够完善;研发创新投入不足。而站在长远发展角度,维维股份的归核化战略决策是明智的,待存在问题得到解决,且顺利通过战略调整与缓冲期后,企业就有较大可能通过归核化发展提高财务绩效。为此文章最后提出发展建议:制定长期战略规划;优先发展核心业务;完善企业筹资方式;加大产品研发力度。

关键词: 多元化 归核化 财务绩效 维维股份

Abstract

With the increasing competition in the market, more and more companies have been in financial difficulties, some enterprises hope to be out of the difficulties through the strategic adjustment of refocusing. And yet, because the nature of business and the concrete procedures are different, the effect of refocusing strategy on financial performance is also different. For example, the strategic transformation of some companies have had positive effects, and then, the continued decline of the financial performance of enterprise has brought to an end in time, in addition, some have not get out of the dilemma of over diversification through the refocusing strategy. Therefore, making a concrete analysis on the financial performance of the specific enterprise's refocusing will be helpful to evaluate the real impact of refocusing on the operating condition of enterprises.

This thesis mainly uses the case study, then takes Weiwei Food and Beverage Co.LTD.(hereinafter referred to as "Weiwei Shares")as the concrete object, studies the effect of the refocusing strategy on the financial performance. First of all, this thesis introduces the related contents of the Weiwei Shares' refocusing: Firstly, it describes the profile of Weiwei Shares for having a rough idea; Second, it combs the process of the refocusing, in order to master the concrete measures after putting forward the refocusing strategy; Third, it analyzes the strategic motivation of Weiwei Shares to implement the refocusing, and to understand why it was refocusing; Fourth, it dissects the path of refocusing to understand the refocusing process more fully. Next, it analyzes the financial performance of Weiwei Shares after refocusing from two aspects of financial index and non-financial index, and identifies the issues affecting financial performance. Among them, financial ratio analysis, financial comprehensive analysis and enterprise value analysis are carried out in the financial indicators, while market share analysis and R&D investment analysis are carried out in the non-financial indicators. In the end, the thesis comes up with some advise on how to improve the financial performance of Weiwei Shares through refocusing development.

It is found that Weiwei Shares' refocusing strategy has improved the financial performance of soybean milk industry and grain and oil industry to some extent ,in addition, its operating ability continued to deteriorate has been improved. But other than that, all things considered, after refocusing, the performance of the solvency, profitability, development ability were all not well, and didn't add value to the business, in the meantime, with the increase of the degree of refocusing, Weiwei's market share remains poor. To sum up, Weiwei Shares' refocusing didn't make the expected positive effect to the financial performance, and the main issues are as follows: be short of long-range planning; not in the right order of business development; the financing method is not enough; underinvestment in research and development. But in the long run, Weiwei shares' refocusing strategy is right. After the existing problems have been solved and the strategic adjustment have been smoothly passed, the enterprise will have a greater possibility to improve its financial performance through refocusing development. At last, the thesis comes up with some suggestions: draw up a long-range planning; give priority to the core business; optimize the financing methods; increase R&D investment.

Key words: Diversification; Refocusing; Financial performance; Weiwei Shares

目 录

1 绪论	1
1.1 研究背景.....	1
1.2 研究目的与意义.....	2
1.2.1 研究目的.....	2
1.2.2 研究意义.....	2
1.3 文献综述.....	3
1.3.1 归核化战略实施动因研究.....	3
1.3.2 归核化战略实施路径研究.....	5
1.3.3 财务绩效分析方法研究.....	6
1.3.4 归核化战略与财务绩效的关系研究.....	7
1.3.5 文献评述.....	9
1.4 研究内容和框架.....	10
1.4.1 研究内容.....	10
1.4.2 逻辑框架.....	11
1.5 研究方法.....	12
2 相关概念及理论基础	13
2.1 相关概念界定.....	13
2.1.1 归核化.....	13
2.1.2 财务绩效.....	13
2.2 相关理论基础.....	14
2.2.1 集中化战略.....	14
2.2.2 资源基础理论.....	14
2.2.3 核心能力理论.....	15
3 维维股份归核化战略案例介绍	16
3.1 维维股份企业概况.....	16
3.2 维维股份归核化发展过程.....	16

3.3 维维股份归核化战略实施动因分析.....	20
3.3.1 回归优势业务，提升核心竞争力.....	20
3.3.2 调整内部业务组合，适应外部环境.....	20
3.3.3 降低成本费用，提高经营效率.....	21
3.3.4 降低多元化程度，提高企业价值.....	22
3.4 维维股份归核化战略实施路径分析.....	24
3.4.1 确定企业核心能力.....	24
3.4.2 确定企业核心业务.....	25
3.4.3 确定归核化具体路径.....	25
4 维维股份归核化战略财务绩效分析.....	27
4.1 基于财务指标的财务绩效分析.....	27
4.1.1 财务比率分析.....	27
4.1.2 财务综合分析.....	38
4.1.3 企业价值分析.....	40
4.2 基于非财务指标的财务绩效分析.....	44
4.2.1 市场占有率分析.....	44
4.2.2 研发投入分析.....	45
4.3 影响财务绩效的问题分析.....	46
4.3.1 缺少长期战略规划.....	46
4.3.2 业务发展顺序欠妥.....	47
4.3.3 筹资方式不够完善.....	47
4.3.4 研发创新投入不足.....	48
4.4 小结.....	48
5 对维维股份未来发展的建议.....	50
5.1 制定长期战略规划.....	50
5.2 优先发展核心业务.....	50
5.3 完善企业筹资方式.....	51
5.4 加大产品研发力度.....	51
6 研究结论及不足.....	53

6.1 研究结论.....	53
6.2 研究不足.....	54
参考文献.....	55
后记.....	59

1 绪论

1.1 研究背景

20 世纪 80 年代起，为扩大生产经营，我国最早发展起来的一批大中型企业纷纷踏入房地产、信息技术、生物工程、金融等高收益行业，陆续走上了多元化发展道路，其中也包括一些行业佼佼者。实际上，以多元化战略作为长期经营策略并不能保证企业始终获得稳定的高收益，多元化经营在短期内虽能够促进企业经济效益的提高，但随着多元化程度的不断加深，企业面临的持续发展风险与隐患也会随之而来，如果不能及时加以控制，最终结局很有可能就是没落甚至消亡。例如典型的多元化企业乐视集团，最初的相关多元化业务电影、电视等发展稳健，收获了巨额利润，但后来盲目投入的体育业务、手机业务以及电动汽车业务等都以失败告终，使整个集团爆发危机。企业陷入多元化困局主要有两个原因：一方面，多元化扩张未能基于企业的核心业务与核心竞争力，而是盲目追随利润高的行业进行大规模投入；另一方面，多元化扩张未能充分考虑企业的现实情况，发展过程较为激进，战略风险较大。当多元化经营的企业意识到过度的多元化发展出现问题后，首先选择的解决问题的方式就是降低多元化程度，回归核心业务，利用核心资源重新建立核心竞争力，由此归核化战略开始被重视。

习总书记指出：“凡是成功的企业，要攀登到事业顶峰，都要靠心无旁骛攻主业。”这一论断为多元化经营失败的企业提供了战略参考，也将聚焦主业的重要性提升到了新的战略高度。

本文选取维维食品饮料股份有限公司（以下简称“维维股份”）作为研究对象。1989 年，维维开创了豆奶行业，并逐渐成长为该行业的龙头企业。2000 年维维股份成功上市，之后十几年的经营过程中，其盲目地进行了大规模的多元化布局，不断扩大业务范围，但从回报来看，大多数领域的发展结果都不理想。自 2013 年起，维维股份的管理层逐渐认识到多元化战略已经不适合企业未来的发展，于是提出了“大农业、大粮食、大食品”战略，选择缩减部分产业，集中力量发展主营业务。维维股份作为豆奶业的知名企业，其经历了怎样的归核化发展历程，实施归核化战略的动因何在，是何种实施路径，归核化发展对企业的财务

绩效是否产生了正面影响,以及维维股份未来应该如何合理推进归核化战略以促进财务绩效的提高,这些问题都具有较大的研究价值。本文基于前述背景,对维维股份实施的归核化战略进行深入研究,在了解其归核化过程和动因的基础上,基于财务指标和非财务指标分析其财务绩效,客观考察维维股份归核化战略对企业财务绩效的影响,从中发现存在的问题并提出发展建议,以为其他情况类似的企业提供参考。

1.2 研究目的与意义

1.2.1 研究目的

目前我国一大批曾经发展较好的集团公司开始走向下坡路,这种下滑态势多数归咎于不合适的多元化战略。回顾这些公司的发展历程可以发现,这些企业都有一个共性:看到有些企业通过实施多元化战略找到了新的利润增长点,实现了规模扩张,就忽视自身实际情况以及市场的竞争环境,纷纷效仿它们,盲目地扩张经营范围,最后导致了经营失败,财务绩效下滑。因此如何寻找突破点,打破多元化失败困局,重新改善财务绩效成为这些企业亟需解决的问题。本文以维维股份为例,基于财务视角研究其归核化战略的实施情况。研究的主要目的在于:第一,重点分析维维股份归核化的发展过程、动因以及实施路径,并以企业披露的财务会计资料为依据,深入研究维维股份实施归核化战略对自身财务绩效产生的影响;第二,通过对维维股份归核化发展的研究,找出影响企业财务绩效表现的问题,然后有针对性地为维维股份日后如何通过归核化经营提高财务绩效提出合理建议,并以期为同类型企业走出过度多元化导致的财务困境提供一定的借鉴参考。

1.2.2 研究意义

理论意义:西方企业早于 20 世纪 80 年代就掀起了归核化浪潮,而相关学术研究也伴随着实践的发展不断深入和成熟,相较于西方而言,我国对归核化战略的研究则滞后很多。到目前为止,我国关于归核化的研究仍多为实证研究,即通过大量企业的相关数据建立数理统计模型进行实证分析,然后根据分析得出的结

果来分析归核化与企业财务绩效之间的关系。此外，我国学者为研究归核化选择的目标对象大多是全部上市公司，而关于具体某一行业或某一企业的研究十分匮乏。本文以维维股份为例，运用案例研究法进行研究，该方法会有确切的数据和具象的内容加以辅助，以便对其归核化战略实施情况以及对财务绩效的影响进行全面、深入的分析，从而使归核化财务绩效分析的理论研究更丰富。

实践意义：归核化战略给我国多元化经营失败的企业提供了一次重生的机会，有助于其重塑核心竞争力，提升财务绩效。归核化不是由多元化直接转型为专业化，而是强调在剥离部分非核心业务后，充分发挥自身核心能力，指导企业拓展与核心业务关联度较高的相关行业，从而促进企业长期稳定发展。维维股份从2000年上市以后就开始了多元化经营，但基本上在新进入的各个行业中都未能取得理想的成效，直至2013年，公司决定进行归核化战略转型，逐渐缩小产业布局，回归主营业务。本文探讨归核化对维维股份的财务绩效产生了何种影响，针对存在的问题总结经验教训并提出优化建议，因此对维维股份以及其他同样面临多元化困境的企业具有实践意义。

1.3 文献综述

1.3.1 归核化战略实施动因研究

在归核化战略实施动因的相关研究中，学者们常将资源能力理论、竞争理论、组织经济学理论和价值理论作为理论基础。

(1) 基于资源能力理论的研究

资源能力理论是从企业拥有资源的角度研究企业发展的，该理论的中心思想是企业因为各自拥有的资源有所差别而各不相同，每个企业的发展目标和发展方向都是依据自身拥有的资源和能力而制定的，从而财务绩效表现也会不同。在学术界很多人都是以资源能力理论为基础来研究归核化战略实施动因的，他们认为企业内部资源稀缺且能力有限是实行归核化的关键动因。同时他们还提出企业的发展根本是其核心资源与能力，企业的多元化扩张到一定规模时，就需要回归根本，只有基于核心资源与能力发展才能走得更远。Barney(1991)是资源能力理论的代表人物，他认为企业的资源是由同质性和异质性资源共同组成的，同时，企

业经过长期的运营发展，会逐渐形成一种独特的核心能力，这种能力可以为该企业创造比其他企业更高的价值，也可以保障企业长期获得稳定的利润，因此是企业发展归核化所必需的。王兴琼（2005）提出饭店为谋求生存选择归核化经营的内在动因在于自身拥有的资源不充足以及各方面能力有限。付彦（2009）认为企业的异质性能力使得企业是独特的，企业可以利用该异质性能力形成竞争优势，并通过归核化经营以增强企业实力。的确，企业拥有的资源与能力的优劣决定着企业的发展水平，如果企业的资源是紧俏且独特的，它就可以为企业创造更多收益与价值。

（2）基于竞争理论的研究

波特提出的竞争理论研究的主要是会对企业经营产生影响的外部环境问题。其核心思想是产业结构是决定企业是否在市场上具有竞争优势的关键所在。以竞争理论为基础研究归核化动因的学者认为，外部市场环境的复杂多变是多元化程度高的企业选择归核化经营的主要原因。Olacer（1991）认为当企业经营的多项非相关多元化业务的外部市场环境不景气时，企业应该及时主动改变自己的制度、政策或战略，防止因为外部环境的变化而变得被动，所以此时进行归核化战略转型就是比较恰当的。刘鑫（2004）也认为归核化战略对于处在成长期阶段的企业来说是较为合适的发展战略，因为在成长期时企业的业务拓展较频繁，随着企业的不断成长对外部市场环境的变化将更加敏感。周勇、刘琦（2009）则认为当市场发展不景气或者原材料供应不足时，企业就会选择实施归核化战略来规避部分市场风险。由于市场环境日益复杂，因此会有越来越多的处于成长期阶段的企业决定通过实施归核化战略来更好地适应外部环境。

（3）基于组织经济学理论的研究

组织经济学理论是集经济学中多学科之所长的一种交叉理论，可用于多个领域来分析组织行为，具体由委托代理理论、交易费用理论、合约理论等众多理论共同组成。以组织经济学理论为基础研究归核化动因的学者主要就是基于委托代理理论与交易费用理论进行分析的。Chatterjee（2003）通过研究不同性质的董事会对实施归核化战略的态度，得出结论：当企业经营陷入困境时，如果企业是由非独立董事进行管理的，那么该企业相比其他企业就会更愿意实施归核化战略，以帮助企业摆脱经营困境。基于交易费用理论研究归核化动因的学者则认为，多

元化程度过高的企业决定进行归核化战略转型是因为过度的多元化扩张使交易成本突破最低值转而上升，因此企业需要剥离部分关联度低的业务，从而使交易成本下降，经营效率得以提高。国内学者胡维平（2004）对美国企业进行研究时发现，企业的经营成本分为交易成本和组织成本两种，当多元化适度时，交易成本会降低，但其并不会无限下降，交易成本降低至最低点时意味着多元化程度已经达到临界点，继续扩张则会增加组织成本。所以此种情形下，企业可以考虑降低多元化程度，也就是进行归核化战略转型。蒲明（2007）通过研究跨国公司的归核化情况得出结论，实施归核化战略的动因之一就是使成本与效率实现平衡。

（4）基于价值理论的研究

价值理论研究的主要是企业的价值创造问题。基于价值理论研究归核化战略实施动因的学者认为，企业价值是产生的收益与投入的资本进行匹配得出的产物，企业之所以选择归核化战略转型就是为了剥离损害企业价值的非核心业务，从而以较小的资本投入获取较大的超额利润，为企业创造更大价值。我国价值理论的代表人物王海莉（2005）通过研究实施归核化战略是否有利于企业价值的增加得出结论：在进行归核化战略决策之前，首先需要做的就是以一定的判断标准确定企业的多元化程度，如果多元化程度过高，那么就需要运用经济增加值法对企业各项业务进一步分析，对于那些会导致企业价值降低的业务采取剥离措施，并将企业拥有的核心资源聚集在能够提升企业价值的主营业务上。杨继福（2010）通过研究发现，企业经营的过多业务因为不具有竞争优势而导致业务组合出现不均衡现象，致使企业价值降低，由此促使企业实施归核化战略。

1.3.2 归核化战略实施路径研究

归核化战略从本质上来看是一种围绕核心资源、核心能力以及核心业务的相关多元化。开展归核化实际上就是通过适当地降低多元化程度，使企业重回正轨。具体来说归核化战略的实施路径分为两种，一种是对非核心业务进行收缩，即归核化战略收缩；另一种是对核心业务加强推进，即归核化战略扩张。

学术界最初的关于归核化战略的研究中，以战略收缩为主。Johnson(1992)研究了企业归核化前后的业务投资情况，结果显示通过减少或撤销对非主营业务的资本投资，转而增加对核心业务的投资有利于增强企业的核心竞争力。山下达

哉，中村元一（1993）从企业拥有的资源、产业所处的生命周期以及业务创造的价值角度对归核化战略实施路径进行研究，提出了三种具体路径：一是“收缩本业”，对那些虽然处于成长期阶段但市场存在感低的业务，进行撤回资源的举措；二是“维持本业”，对处于成熟期阶段且有一定市场地位的业务，进行持续投入资源的举措；三是“强化本业”，对处于成长期阶段且市场地位较高的、能提升企业市场竞争力的业务，着重投入大量资源。此外，还特别强调了企业对不具有竞争优势的业务及时主动撤资的重要性。初期我国的大多数学者着重研究的也是归核化战略收缩路径。席思国（2002）对我国部分行业的归核化具体实施路径进行了归纳整理，结果显示实施归核化战略收缩的企业多选择对非核心业务进行剥离、出售和拆分。彭赞和魏光兴（2004）关于归核化战略实施路径的观点是：企业可以通过缩小经营范围和经营规模来达到归核化的目的。戴梦婷（2017）则认为企业实施归核化战略时，最有效的途径就是脱离即将要没落的行业。

随着有关归核化战略的研究不断推进，学者们对于归核化实施路径的研究也有了新的认识，从收缩路径逐渐拓展到扩张路径，并就两种路径进行总结归纳。Olivier（2001）提出扩张也是进行归核化发展的途径之一，具体可分为核心业务加强和业务更新两种方式。我国学者冯灿仪（2010）对归核化战略收缩与归核化战略扩张的具体途径进行了总结概括，他认为归核化战略扩张主要是通过扩张“份额、产品、市场、业务”逐步实现的，而归核化战略收缩则是通过收缩“最终产品、主营业务、核心业务、核心竞争力、核心资源”逐步达成的。朱秀峰（2012）通过研究归核化战略实施路径得出结论：归核化战略的实施主要分为三个步骤，第一，根据企业的核心资源与能力确定核心业务；第二，分析企业的业务组合，对不同的业务有针对性地选择收缩或扩张；第三，对不同路径的实施效果进行评价。从初期的归核化战略收缩路径的研究，到后来归核化战略扩张路径的研究，学者们坚持不懈，不断探索，使归核化战略的研究体系更加完整。

1.3.3 财务绩效分析方法研究

19世纪起国外已经开始对财务绩效分析进行研究，20世纪初一些发达国家对财务绩效分析问题的探索更加深入，丰富了财务绩效分析的范围和领域。20世纪20年代杜邦分析体系问世，该体系是一种基于净资产收益率向下分析的财

务绩效分析方法。再后来，EVA 经济增加值法开始进入人们的视野，这是一种具有创新性的财务绩效分析方法。Hallie (2000) 认为运用 EVA 分析企业财务绩效时不仅考虑了债务资本，而且将权益资本考虑在内，可以加强财务绩效分析结果的真实性和有效性。Hanson、Pame11 (2011) 也认为利用 EVA 分析财务绩效可以间接压缩管理层运用一定手段操控利润的空间。Munoz R. M. (2015) 等人研究发现财务绩效表现有时也与顾客满意度有关，因此他们认为分析企业财务绩效时应该从财务指标和非财务指标两个角度共同进行，从而更加全面地反映分析结果。

国内对企业财务绩效分析的研究相对滞后，最初主要运用单一财务指标来分析企业财务绩效。董杰 (2004) 在分析公司财务绩效时，选取关键财务比率指标来分析盈利能力、营运能力、偿债能力和发展能力。王宗军、杨琳 (2005) 在研究企业财务绩效时通过回归分析探讨了传统财务指标和 EVA 与企业价值的关系，结果显示，EVA 分析法可以较好地阐释企业价值，而且 EVA 分析企业财务绩效的效果更好。王秀藩 (2006) 也得出了相同结论，认为利用 EVA 经济增加值指标可以有效规避管理层的短视行为，能更真实地反映出企业财务绩效。栾天棋等 (2016) 在分析企业财务绩效时同时运用杜邦分析体系和 EVA 经济增加值，他的观点是同时运用以上两种分析方法可以使二者扬长避短，有利于提高企业财务绩效评价的精准度。杨富 (2016) 则认为企业财务绩效的优劣是财务因素和非财务因素两方面综合作用的结果，企业财务绩效分析自然也应该从财务指标和非财务指标两个角度进行。

1.3.4 归核化战略与财务绩效的关系研究

归核化战略与财务绩效的关系研究长期以来都是一项重点研究课题，众多学者对此展开了大量研究，产生了两种不同的观点。一种观点认为，归核化战略的有效开展有助于提升企业财务绩效和核心竞争力；另一种观点则认为，实施归核化战略会削弱多元化给企业带来的积极作用，并产生一定的消极影响。

(1) 积极影响

有些学者认为，实施归核化战略有助于提升企业财务绩效。Montgomery、Thomas (1988) 通过研究企业的业务剥离行为发现，在剥离非核心业务后，企业的资产收益率明显提高，间接表明归核化战略的实施有助于提升企业财务绩效。

Markides (1995) 也发现实施归核化战略后, 企业的投资回报率和资产报酬率都明显提高。Michelle Haynes、Steve Thompson (2003) 通过研究大量归核化企业的发展情况发现, 尤其是对于那些产业规模较大、多元化程度较高、管理层级较多但对管理者的监督较弱的大型企业而言, 归核化战略对企业财务绩效的改善提升效果更为显著。

我国学者祁顺生 (2002) 研究得出, 归核化战略的实施能够提升企业财务绩效水平, 且提升幅度与其所处的外部经营环境变化呈正相关关系, 同时也与企业管理层的重视程度和参与程度息息相关。付彦等人 (2015) 运用实证研究方法研究发现, 多元化的企业进行归核化战略转型后, 企业市场价值得到明显提高。唐清泉、李萍 (2016) 同样通过实证分析发现, 实施归核化战略的企业处置非核心业务后, 企业财务绩效表现明显改善。申一飞 (2018) 基于上市零售企业的实证研究发现, 多元化程度过高会对企业产生众多负面影响, 例如协调成本高、激励退化、官僚扭曲等, 而归核化发展恰好能够消除上述消极效应。

(2) 消极影响

有些学者认为, 归核化战略的不适当开展会给企业财务绩效带来消极影响。Allen、Lummer (1995) 认为归核化战略带来的企业财务绩效提升仅仅只是对“错误的多元化”进行修正的结果, 而并非是归核化战略本身为企业创造的价值。换言之, 只有当企业的多元化发展存在错误时, 才能通过归核化战略转型来弥补多元化造成的价值亏损, 而如果企业的多元化战略是合理有效的, 企业盲目实施归核化战略并不能带来正面影响, 反而会适得其反。Lee、Madhavan (2010) 研究指出, 企业归核化发展过程中采取的业务收缩与剥离活动对企业财务绩效的影响效果并不一致, 也会出现降低企业价值的情况, 因此管理者应当充分考虑企业实际情况, 而不是一味进行业务剥离。

国内也有持上述观点的学者。程勇等 (2009) 通过分析企业拥有的核心资源与归核化之间的关系, 发现如果企业拥有的核心资源与能力和其制定的未来发展方向并不相符或者核心资源与能力并不具备战略性发展价值, 归核化的开展反而会使企业陷入更深的经营困境。周茜等人 (2012) 基于中国资本市场, 将企业组织结构作为相关因素, 研究在不同的组织结构下归核化程度对企业财务绩效的影响, 结果显示: 如果将组织结构的影响排除在外, 归核化程度与企业财务绩效之

间呈负相关关系；考虑组织结构时，在垂直型的组织结构下，归核化程度也与企业财务绩效显著负相关。孙戈兵、胡培（2013）将多元化和归核化置于同一框架内分析其价值效应，研究显示：企业在实施归核化战略的进程中如果无法成功创造、培育核心能力，并利用核心能力提升企业价值，可能非但无法提升企业财务绩效，反而还会给企业财务绩效带来负面效应。

1.3.5 文献评述

系统性地梳理了与归核化战略相关的研究文献后发现，近三十年来，国内外学者从多种角度、运用各种研究方法，对归核化战略展开了多方面的深入研究。本文将相关文献分为归核化战略的实行动因、实施路径、财务绩效分析方法以及归核化战略与财务绩效的关系四部分进行归纳阐述。

综合以上文献整理发现：第一，基于各种理论可将企业实施归核化战略的动因概括为企业内部资源稀缺、能力有限；企业外部环境不稳定、市场多变；交易成本降低至临界点时是归核化的恰当时机；非核心资源损害企业价值等。第二，关于归核化战略实施路径的研究，学术界的观点主要有收缩与扩张两种。第三，对财务绩效进行分析主要运用传统财务比率、杜邦分析体系、EVA 经济增加值以及一些非财务指标等。第四，目前的归核化战略与财务绩效的关系研究基本都是实证研究，有些学者认为实施归核化战略会对企业财务绩效产生积极效应，但与此同时也有学者认为归核化的不恰当发展会对企业财务绩效产生消极影响。

关于实施归核化战略对财务绩效的影响研究，至今已有的文献大多采用的是理论分析法和实证研究法，对具体案例的研究十分匮乏。因实证研究难以做到对实际情况进行深入、全面的分析，所以最好还是选择具体问题具体分析，以使研究结果更加合理。本文选用案例研究法，以特定企业——维维股份为研究对象，具体分析其归核化发展过程、实行动因以及路径，最重要的是研究采取归核化战略后企业财务绩效的变化。另外，国内外学者在对归核化财务绩效进行分析时，选取的指标往往过于简单，大多研究只选取单个的、或是某几个财务指标来衡量，不能全面地反映企业财务绩效水平。因此，本文将不仅通过传统的财务比率来分析维维股份实施归核化战略后的财务绩效，而且采用杜邦分析和 EVA 经济增加值进行补充研究，除此之外，还将选取部分关键非财务指标进一步分析，以使分析

结果更为具体、客观，结论更加贴近企业实际情况。

1.4 研究内容和框架

1.4.1 研究内容

本文基于归核化财务绩效分析的相关理论与文献，选取维维股份作为研究对象，首先梳理其归核化发展过程、实施动因及路径，其次从财务指标和非财务指标两个角度对其归核化战略财务绩效做出分析，并发现影响财务绩效表现的问题，然后提出发展建议，以使其在未来更好地实施归核化战略，提高企业财务绩效；最后得出研究结论，并表明研究不足。论文主要包括以下几个部分的内容：

第一章：绪论。包括研究背景、研究目的与意义、文献综述、研究内容和框架、研究方法。其中，文献综述从四个角度出发，第一，归纳国内外关于归核化战略实施动因的研究；第二，梳理归核化战略实施路径的研究；第三，回顾财务绩效分析方法的研究；第四，总结学术界关于归核化战略与财务绩效间关系的研究。

第二章：相关概念及理论基础。首先简要界定“归核化”和“财务绩效”，然后阐释相关理论基础，这一部分是后文的理论支撑。

第三章：维维股份归核化战略案例介绍。分为以下四部分：第一部分是维维股份企业概况；第二部分回顾维维股份归核化发展过程；第三部分深入分析维维股份开展归核化的动因，表明了实施归核化战略的必要性；第四部分研究维维股份归核化战略实施路径。据此可以对维维股份实施归核化战略的过程有个整体的把握。

第四章：维维股份归核化战略财务绩效分析。具体由四部分组成，第一部分是基于财务指标的财务绩效分析：首先是选取关键财务比率指标分析企业的“四个能力”；其次是运用杜邦分析法进行财务综合分析；最后是运用 EVA 经济增加值从企业价值角度进一步研究。第二部分是基于非财务指标的财务绩效分析，选取的指标主要是市场占有率和研发投入，以对维维股份归核化战略财务绩效进行更全面的分析。第三部分是影响财务绩效的问题分析，通过财务绩效分析结果发现问题。第四部分则是对财务绩效分析进行简单小结。

第五章：对维维股份未来发展的建议。本章针对财务绩效分析结果及影响财务绩效表现的问题，提出未来发展建议，以有效促进维维股份财务绩效的提高。

第六章：研究结论及不足。本章先通过前述分析概括出具体结论，然后揭示本文研究不足。

1.4.2 逻辑框架

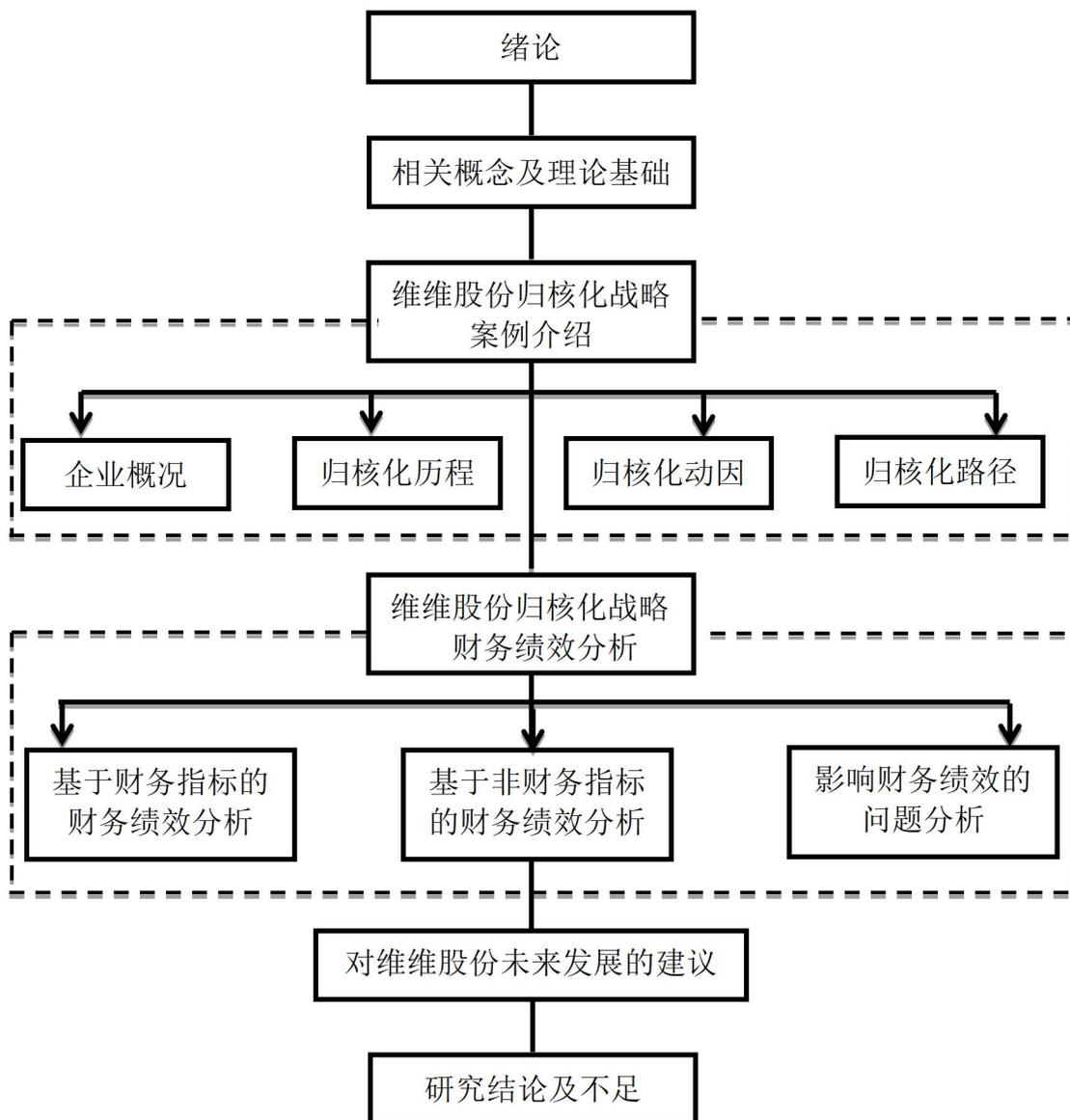


图 1.1 逻辑框架

1.5 研究方法

本文选用的是案例研究法,基于财务视角深入了解案例企业归核化的具体情况。在具体分析时,定性与定量相结合,首先对案例企业的归核化过程、归核化动因以及归核化路径进行定性分析,然后基于财务指标和非财务指标两个角度对案例企业的财务绩效进行定量分析,以追求研究的全面性;同时在分析财务绩效时,引入比较研究法,一方面选取案例企业实施归核化前两年(2011-2012年)和实施归核化后七年(2013-2019年)的财务数据进行纵向对比研究,另一方面将案例企业的财务绩效与行业平均水平和承德露露进行横向比较,更客观地反映企业的财务绩效水平。

2 相关概念及理论基础

2.1 相关概念界定

2.1.1 归核化

国内学者周杰（2012）在其文章中提到，“归核化”是由战略管理专家 Markides 提出的，他认为归核化是原本进行多元化发展的企业剥离部分非核心业务，再基于其具有竞争优势的资源和能力发展相关性高的业务，从而使多元化程度降低，企业价值重新提升的战略行为。Markides 通过研究发现，多元化程度存在一个临界点，当企业的多元化水平超过这个极限时，就会造成过度多元化的严重后果，企业绩效会开始下滑。而此时改善这一困境的最直接有效的措施就是降低多元化水平，即进行归核化战略转型。基于这个角度，归核化就是一种过度多元化的企业修正战略偏差、摆脱经营困境的战略手段。

归核化与多元化并不是相对立的关系，同时归核化也不意味着回归专业化。从本质上来看，归核化就是过度多元化的企业剥离那些与其自身重点资源、核心能力相关性低的业务，同时整合和构建核心业务体系，使各项业务间的关联度逐渐增强。

2.1.2 财务绩效

刘海建等（2007）认为企业绩效是个人或组织为实现经营目标，通过在一定期间的人力和物质资源的投入而产生的效益，可以分为财务绩效和管理绩效，其中财务绩效与管理绩效相比较是更容易量化的，而且有统一标准，所以在衡量企业经营成果方面更有利。具体而言企业的财务绩效指的就是企业通过产品和业务的高效经营，从而实现收益增加的效果。早在工业革命时期，企业管理者和相关专家学者就开始运用财务绩效衡量企业的经营状况，经过学者们数年的不断探索，衡量财务绩效的指标越来越丰富，衡量的结果也愈加精准。

本文涉及的财务绩效研究主要体现于对维维股份实施归核化战略之后，在各项基础财务指标、价值创造能力、市场表现以及创新能力等方面的变化与评价。对于财务指标评价方面，主要从四个传统能力角度选取具有代表性的关键指标进

行财务绩效分析,同时运用杜邦分析体系深入研究。对于价值创造能力评价方面,使用经济增加值作为评判指标,探讨归核化究竟是为维维股份创造了价值,还是反而造成了价值损失。除此之外,对于市场表现方面的评价,利用核心业务的市场占有率变化,判断维维股份选择归核化战略后在市场中的地位是否有所改变。对于创新能力评价方面,通过分析各项与研发支出相关的指标,评判其研发创新水平是否有所提高。

2.2 相关理论基础

2.2.1 集中化战略

集中化战略是迈克尔·波特的三大竞争战略理论之一,该战略也被称为聚焦战略,是指由于企业资源和能力有限,无法顾及较多产业的发展,因此把经营战略的重点放在一个或几个少数的目标市场上,集中使用企业的有限资源,以快于过去的增长速度来增加某一种或几种主要产品的销售额和市场占有率。集中化战略的前提思想是:企业业务的集中化能以更高的效率和更好的效果为某几个产业市场服务,从而避免广而弱的分散投资局面,容易形成企业的核心竞争力。集中化战略追求的目标不是在较多的产业市场上均占有较小的市场份额,而是在一个或几个产业市场上有较大的甚至是领先的市场份额,其适应了企业资源有限的特点,可以集中力量向某几个产业市场提供较好的服务和商品,而且经营目标集中,管理简单方便,有助于降低企业经营成本,实现规模经济的效益。企业实施归核化就是以集中化战略的核心思想为指导,在多元化产业面临经营困境时,聚焦少数几个目标市场,集中优势资源大力发展核心业务,以提高企业的整体市场竞争力。

2.2.2 资源基础理论

1959年,彭罗斯首先提出资源基础理论,与此同时,他还首次提出了资源基础观,指出推动企业发展的影响因素分为内部和外部两个方面,其中内部因素就是指企业的各种资源,主要包括人、财、物、知识等。资源基础理论认为企业的经营就是对所拥有的资源进行配置的过程,不同的配置方式会形成不同的经营

策略，而资源又可以分为同质和异质资源两类，同质资源是指资金、人力和那些易取得的原材料，异质资源则是指知识、智力和稀缺材料等，同质和异质资源的不同配置方式对企业经营效益的影响是有很大的区别的。在全部的资源中，有些资源很稀缺或者是企业独有的，这种资源对企业来说是关键性资源，它们对企业提高经济效益、提升市场地位起着至关重要的作用。因此，企业想要健康长远发展就需要充分利用这些关键性资源。在《企业资源理论》一书中，Briger 和 Wernerfelt 表示企业竞争优势的建立离不开对内部资源的有效利用。企业拥有的资源本身就有一定差异，并且企业的能力也有高有低，在这种情况下，调整企业的产品和业务时，如果一个企业拥有某种与其他企业不同的关键性资源，那么在市场竞争中就会有一定优势，当优势能够适应相关调整，则企业能在更长时间里创造价值。因此，站在长远发展角度，对企业而言拥有的内部资源比所处的外部环境价值更大。

2.2.3 核心能力理论

1990 年翰摩尔和普若哈拉德首次提出了核心能力理论，该理论认为核心能力有助于企业在市场竞争中占据更多的优势，从而创造更多的价值。因此对企业来说，发掘和巩固核心能力是十分有必要的。核心能力是企业 在日积月累的发展中建立起来的，也会对企业的未来发展产生深远影响。学者们通过观察现实中企业的核心能力表现，总结出其主要的特征：（1）价值性，企业的核心能力可以在同等条件下为产品消费者创造更多价值，产品价值是由消费者愿意付出的代价决定的，因此为消费者创造的价值越大，产品价值也越大；（2）独特性，一个企业的核心能力在市场上是绝无仅有的存在；（3）难以模仿性，核心能力是企业自身积累的，多数情况下任何企业都无法对其还原模仿，因为这种能力的产生也与一定的外部因素有关，因此无法完全复制；（4）延伸性，核心能力并不是孤立的，它可以帮助企业进行更多业务的开拓；（5）动态性，核心能力会随着企业的成长和市场环境的变化而变化；（6）综合性，核心能力具有学科融合的特点，汇集了不同学科的内容，通过多门学科的内容碰撞才能够形成。核心能力是决定企业是否可以拥有市场竞争优势的重要因素，对企业的长远发展来说不可或缺。

3 维维股份归核化战略案例介绍

3.1 维维股份企业概况

维维股份于 1989 年开创豆奶行业，最初名叫徐州豆奶粉厂。1997 年，维维股份积极响应国家政策，实施跨世纪大豆健康工程，当年维维股份发展强势，豆奶粉生产线多达 120 条，年产量高达 18 万吨，总计实现 30 亿元销售收入，市场份额占 80%以上，取得“1997 年中国消费行业排头企业”、“1996—1997 年度中国工业行业销售状元”等多项荣誉，并获得“中国豆奶第一品牌”的称号。2000 年，维维股份成功上市，市值达到 66 亿元。维维股份依靠自身强大的品牌知名度、产品质量满意度等赢得了消费者的普遍认可。

维维股份成功上市后，管理层渐渐不满足于只经营豆奶这一种业务，期望通过扩大业务范围，进一步提升经济效益，随即开始实施多元化战略。然而事与愿违，过度的多元化发展非但没有给维维带来新的竞争优势，反倒损害了企业价值。2013 年开始，维维股份逐渐回归主业，开始战略转型，着手实施归核化战略。2020 年一、二季度，维维股份的销售收入达到 25.27 亿元，其中豆奶和粮油业有关产品作为公司最主要的效益来源，实现营业收入 22.49 亿元，占公司总收入的 89%。

3.2 维维股份归核化发展过程

维维股份最初只有豆奶粉的生产和销售这一种单一业务，从 2000 年上市之后，维维逐渐拓宽经营范围和领域，开展多元化经营。首先选择的行业是与豆奶业关联度较高的乳业，成立了徐州维维乳业有限公司等多家企业，期望在乳制品行业大展拳脚。随后进军粮油业、白酒业等领域，成立或收购相关企业，大肆发展相关多元化业务。与此同时，维维并不满足于当下的经营现状，管理层野心勃勃，凡是挣钱的行业都有强烈意愿涉猎一番。2003 年出资成立上海生物科技有限公司，进入生物工程领域；2005 年涉足商贸业，并在往后的十年间成立多家商贸公司，主要经营国内贸易、商品和技术进出口；2007 年又看重房地产领域的发展，成立包含维维产业园综合开发有限公司在内的多家从事房地产的企业，但最终惨淡经营。除此之外，维维股份还曾涉足能源业、金融业等众多与主业毫

不相关的行业，无一例外地损害了企业价值。2013年年初，维维股份发现多元化经营的成效并不理想后，决定进行战略转型，提出了“大农业、大粮食、大食品”的归核化战略，剥离部分无法为企业带来经济效益甚至产生亏损、严重损害企业价值的业务，回拢资金，回归主业，坚持以“大食品”为核心的战略原则，寻找合适机遇优化产业布局。

2013年，为落实归核化战略，维维股份首先选择对经营效益较差的能源业务进行剥离，即处置了内蒙古维维能源煤炭及焦化业务。同时，本着继续扩大“大食品”板块的想法，维维股份开始涉足茶叶行业，于当年12月收购了怡清源茶业有限公司51%的股权，自此维维股份的“大食品”板块又增加了新的一员。除此之外，维维股份还加重了白酒产业的投入，到2013年，维维股份持有的枝江酒业股份已经达到71%。

2014年，公司集中优势资源发展食品主业，鼎力开展豆奶粉业务经营，使豆奶粉板块经营效益远远领先于其他竞争者：实现15.46亿元的营业收入，较上年同期上涨3.23%。同年，公司的白酒板块进入深度调整期，涵盖枝江酒业、贵州醇、茗酒坊等多个品牌，通过一系列调整产品结构，夺取终端资源，降低生产成本的举措完成营业收入14.39亿元，实现持续的良性增长。豆奶板块和白酒板块的互动合作与共享资源为公司搭建起一个较为完善的大食品平台，以促进彼此优势互补、创新共赢，支撑着公司的稳定发展。房地产板块方面，2014年在出售郑州维维置业的同时又成立了徐州南湖花园度假村有限公司，总体看来并未缩减投入。

2015年，企业逐渐调整、优化产业布局，集中力量发展“大农业、大粮食”战略，积极推进相关行业的扩张，粮油业板块设立江苏维维粮食储运有限公司、信维（正阳）粮油储运有限公司；农业领域设立维维澳大利亚农业资源有限公司、维维汤旺河生态农业有限公司。与此同时，维维股份也在不断收缩商贸业有关业务，卖出或注销旗下多地商贸公司，剥离部分非主营业务，加速产业整合。

2016年，公司继续加大归核化战略的落实力度，进一步推动核心业务的发展。同年11月，公司董事会通过增持维维乳业有限公司25%股权的会议决议，最终持有的维维乳业股权达到100%，这一举措增强了企业的核心竞争力。除此之外，公司决定收缩房地产板块的经营业务，具体举措为：出售南湖花园度假村、

维维万恒置业以及维维印象城。

2017年，由于国家相关产业政策的支持整个市场经济发展稳步前进，在大市场环境的带动下，快消品市场整体回暖。维维股份继续贯彻“大农业、大粮食、大食品”战略，集中力量推广植物蛋白饮料，加大粮油产品供应。同年，中央有关政策中提到要促进茶叶等各类优势产业改进升级，体现出政府对茶产业的重视程度。因此维维股份在国家有关政策引导下不断进行创新研究，一方面着手开发新的茶产品，另一方面提高技术水平改良原有茶产品品质，同时对茶产品展开新的市场定位，力求提高市场占有率。

2018年，公司将业务市场划分为食品、粮油、饮料和乳业四个事业部。在日常经营过程中，各个事业部与酒业、茶业子公司在公司归核化战略的总指导原则下，于各自业务范围内围绕年初制定的经营目标开展各项运营活动。期间，公司始终布局规范粮油食品全产业链，完善从田间地头到餐桌饮食的完整运营体系，同时紧盯市场机遇，把握机会，精准营销，促进豆奶业和粮油业的经济效益不断提升，并集中力量扩大植物蛋白饮料的销售，使其为公司创造更多利润。

2019年，对维维股份来说是至关重要的一年，公司紧抓归核化战略主线，以既定经营目标为基础，以提升经营利润为中心，踏踏实实全面聚焦主业发展，在扩大豆奶业务经营规模的同时，积极布局处于同等重要地位的粮食业务板块，不断提高产品质量效益和市场竞争力，将粮食安全问题和现代高效农业统一起来，形成了“一体两翼、双核驱动”的格局。

2020年8月，维维股份处置了持有的全部枝江酒业股份，彻底放弃白酒业务，获得了净利润的大幅增长。2020年1-9月，维维股份营业收入达到38.83亿元，同比增长2.22%；归属于母公司净利润3.16亿元，同比增长240.67%。

经历一系列归核化举措后，目前维维股份的经营范围主要涉及食品、乳饮、粮油、茶和农业资源等，具体业务如下图3.1所示。

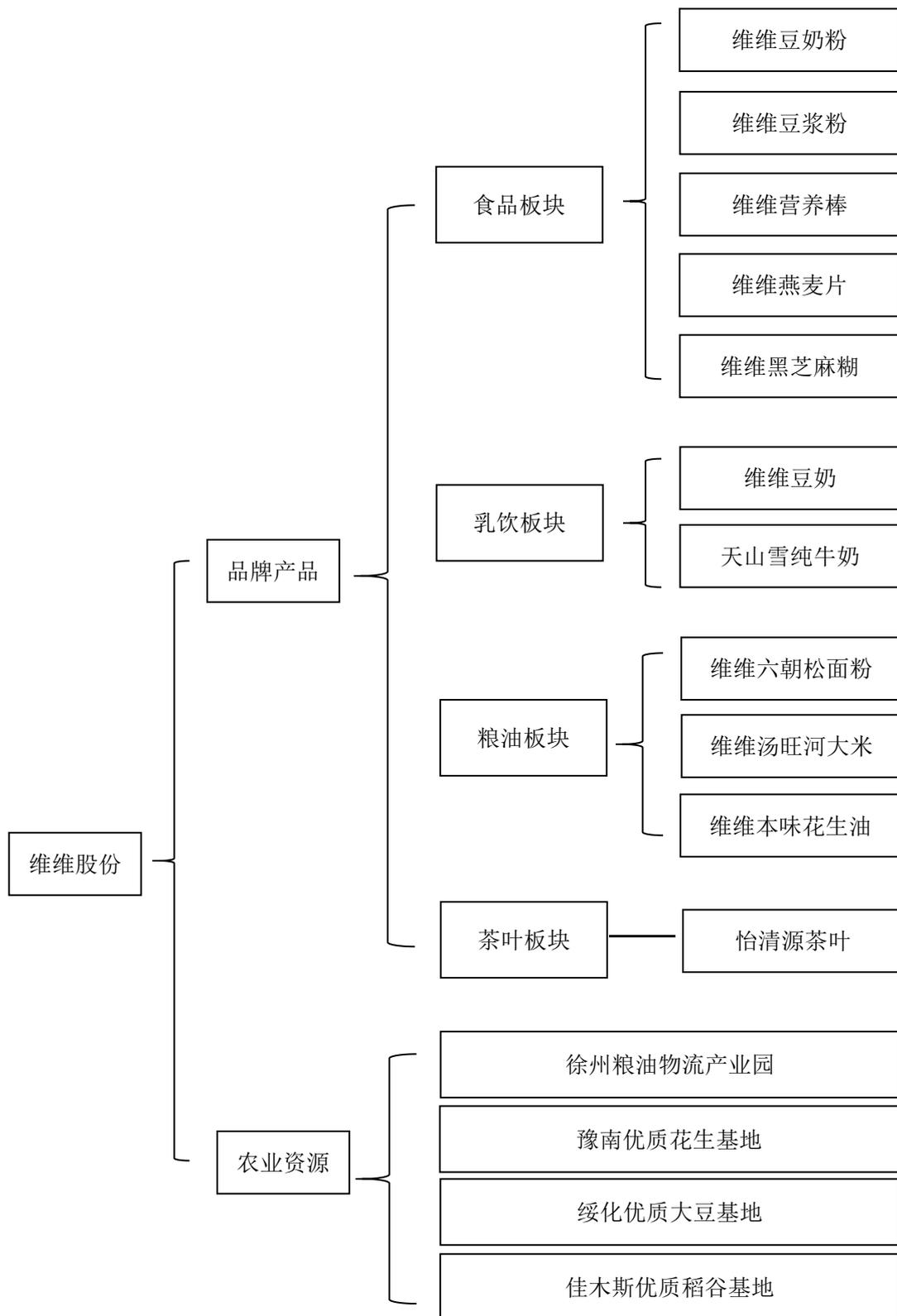


图 3.1 维维股份主要业务

3.3 维维股份归核化战略实施动因分析

本文对维维股份实施归核化战略的动因做了分析，主要得出以下四点：

3.3.1 回归优势业务，提升核心竞争力

一般认为，一个企业是否拥有独特的核心竞争力是决定其能否健康长远发展的关键。核心竞争力是企业的内含特质，需要长期的培养与积累才能形成。

对于维维股份来说，不停歇的多元化扩张对其核心竞争力造成了严重损害。最初维维股份专注于经营豆奶业务之时，多年占领豆奶行业的龙头位置，市场占有率最高可以达到 80%，形成了较为优质的核心竞争力，但自从其试图开拓更多领域，由专业化经营转为多元化经营起，维维对主营业务豆奶的重视程度逐渐弱化，并因此分散了核心业务资源，导致市场占有率呈现下降态势，动摇了初期建立的稳定的市场根基。除此之外，随着人们越来越注重养生，绿色健康产品的受欢迎程度逐渐提高。在纷繁的饮品市场中，豆奶作为一种有益于身体健康的植物蛋白饮品自然能够获得消费者的青睐。因此，整个行业具有很好的发展前景，不论是有历史的传统品牌，还是有野心的新进入者都蠢蠢欲动，妄图抓住市场机遇进行一番作为，这一市场环境无疑加大了维维的竞争压力。此时，维维股份核心竞争地位面临内忧外患的双重困境，于是公司管理层决定通过剥离影响核心竞争力的部分非相关多元化业务，整合优势资源，回归优势业务，重新提升核心竞争力。

3.3.2 调整内部业务组合，适应外部环境

企业不是孤立的单打独斗的个体，其始终置身于复杂多变的经济市场中，因此企业的发展必然需要根据外部市场环境的变化随时调整。当外部经济市场环境处于多变、不稳定的状态时，恰是企业进行归核化最好的时机，企业应当主动出击以适应市场新趋势。

维维股份的多元化进程中，选择新进入行业的时机多为该行业发展势头较猛烈之时，在当时的市场环境下，维维不顾自身主营业务特点，被一时的社会热度所蒙蔽，盲目进入看起来收益较高但与企业主营业务关联度较低的业务领域，导致前期投入较大，一旦该领域市场环境出现下行趋势，企业整体面临的经营风险

相应也会大大增加。例如维维股份进出频繁的房地产业务，在房地产行业发展鼎盛时期满腔热血地大踏步进入，而后随着国家房地产政策收紧，房地产业发展逐渐低迷，从而影响了整个企业的经济效益，使维维在外部市场环境中十分被动。除此之外，维维股份涉足的白酒、煤炭等行业中也存在类似情况，因此，面对越来越复杂的外部市场环境，维维及时化被动为主动，将多元化战略转型为归核化战略，有进有退地落实“大农业、大粮食、大食品”战略，择机剥离不具有竞争优势的非核心业务，以调整内部业务组合，适应外部环境。

3.3.3 降低成本费用，提高经营效率

在上市后的十余年时间里，维维股份大力开展多元化，其中既包括相关多元化业务，如乳业、粮油业等，也包括非相关多元化业务，如房地产、能源业等。那些与主营业务关联度较低的非相关多元化业务由于无法与其他业务产生协同效应，导致企业成本费用升高，经营效率变差。本文选择了用管理费用率和销售费用率的趋势变化来衡量维维股份多元化经营过程中的协同效应，如下图 3.2 所示。

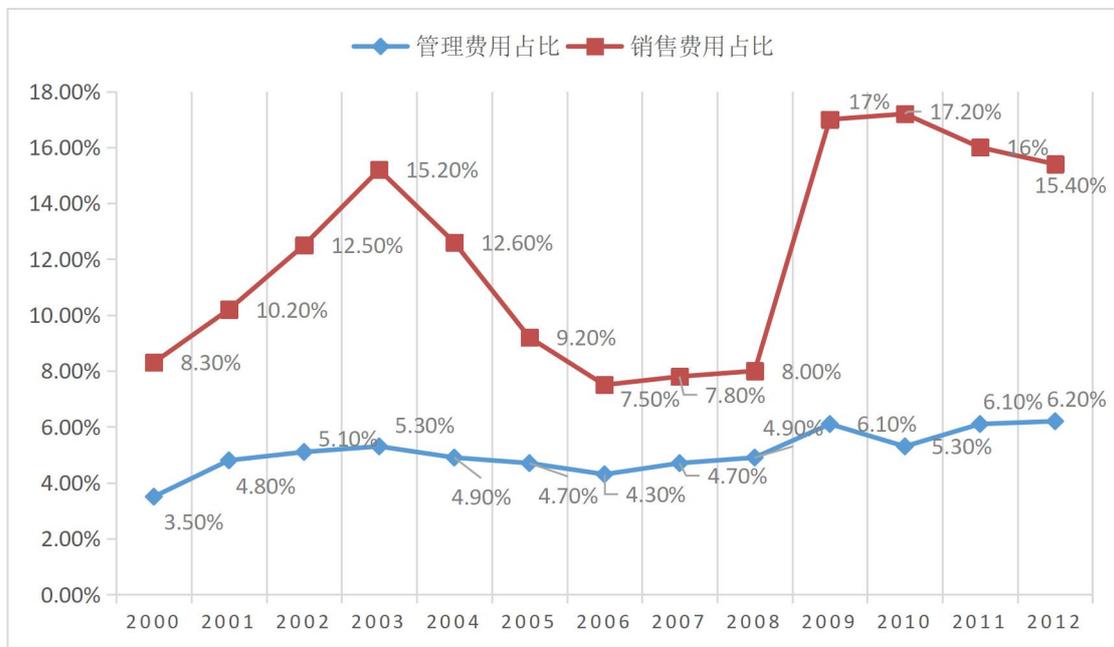


图 3.2 2000-2012 年维维股份管理费用率与销售费用率

从上图 3.2 可以发现，整体来看，无论是管理费用率还是销售费用率都有所

上升,尤其是管理费用,基本上逐年升高,这意味着较多的多元化发展并没有给企业带来正面的协同效应,反而因为多元化程度过高导致成本费用增加,影响了企业的经营效率。但从局部来看,2004年至2006年管理费用率与销售费用率出现短暂下降,这主要是因为初期较少的相关多元化业务发挥了协同作用,而后期多元化扩张太过激进导致协同作用逐渐消失从而管理费用率与销售费用率重新上升。基于这个角度,维维股份提出归核化战略,集中发展与核心业务关联度较强的业务,以期降低成本费用,提高经营效率。

3.3.4 降低多元化程度,提高企业价值

对于多元化经营的企业来说,过多的非相关多元化业务会使企业业务结构失衡,从而有损企业价值。本文从维维股份披露的财务报告中摘取了2000-2012年销售收入最大的产品及其销售金额,并计算出该产品销售收入占主营业务收入的比重,从而衡量出企业的多元化程度。具体数据如下表3.1所示。

表 3.1 2000-2012 年维维股份销售收入最大产品占比 单位: 万元

年份	主营业务收入	销售收入最大产品	该产品销售收入	占主营业务收入比重
2000年	92,825.67	豆奶粉	92,626.94	99.79%
2001年	108,253.86	豆奶粉	101,246.83	93.53%
2002年	137,025.72	豆奶粉	105,626.27	77.08%
2003年	166,065.11	豆奶粉	103,192.79	62.14%
2004年	226,238.37	豆奶粉	101,457.56	44.85%
2005年	291,572.09	豆奶粉	105,665.16	36.24%
2006年	344,192.13	豆奶粉	100,701.47	29.26%
2007年	318,124.71	豆奶粉	107,009.50	33.64%
2008年	283,381.29	豆奶粉	106,081.63	37.43%
2009年	283,939.02	豆奶粉	89,506.40	31.52%
2010年	476,319.70	酒类产品	196,300.10	41.21%
2011年	536,902.90	酒类产品	225,539.00	42.01%
2012年	581,049.08	酒类产品	185,474.04	31.92%

资料来源: 维维股份公司年报

观察上表 3.1 可以发现，维维股份上市后，在 2010 年之前，销售收入最大的产品都是豆奶粉，而 2010 年开始发生改变，连续三年销售收入最大的产品都是酒类产品。除此之外还可以看出 2000 年至 2012 年间，最大销售收入占比整体呈现下降态势且幅度很大，从最初的 99.79% 下降到了 31.92%，最低时仅为 29.26%，这表明在这一时期维维股份发展了较多的多元化业务，截止 2012 年，企业的多元化程度已经非常之高，相应地资源分散情况也十分严重，总体来看，这种状况无益于企业价值增值。

企业的经营目标就是创造价值，从而使股东获得更多收益。经济增加值常被用于衡量企业的价值创造能力，本文拟通过该指标来分析维维股份实施归核化战略前的经营业绩表现。根据维维股份 2003-2012 年调整后的税后净营业利润、资本总额以及国资委公布的加权平均资本成本率计算出的经济增加值指标变化如下图所示 3.3 所示。

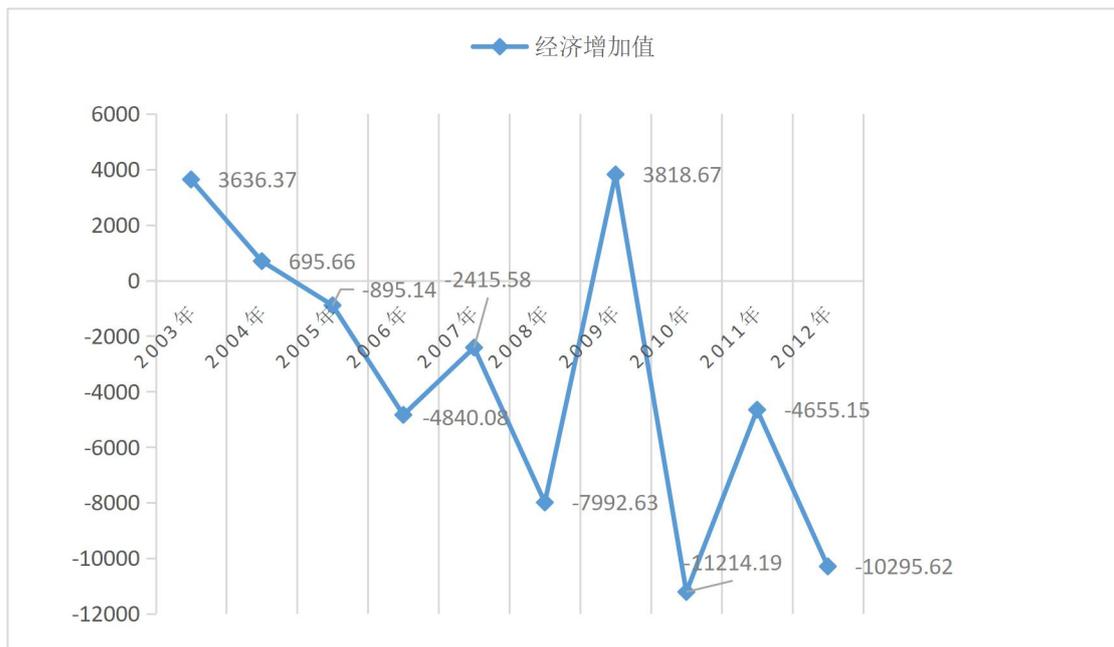


图 3.3 2003-2012 年维维股份经济增加值 单位：万元

通过观察上图 3.3 可以发现，维维在实施归核化战略前的十几年时间里，经济增加值波动较大，除仅有的 2003 年、2004 年以及 2009 年经济增加值大于零以外，其余年份均小于零，由此可以发现维维长期的多元化经营从根本上损害了企业价值，导致其经营业绩表现不佳，所获收益与投入资本不匹配，未能实现资

产的保值增值。因此，从 2013 年开始维维股份为了摆脱这一困境，决定降低多元化程度，转为归核化发展，以期改善经营业绩，提高企业价值。

3.4 维维股份归核化战略实施路径分析

企业由多元化战略转型为归核化战略首先必须明确的是：企业应该通过怎样的实施路径来落实归核化战略。只有制定了明晰的实施路径后，归核化战略的实施才有了基本方向。维维股份归核化战略实施路径主要分为以下三步：

3.4.1 确定企业核心能力

“归核化”从字面意思来看就是要回归企业的核心业务，通过聚焦核心业务来巩固企业的核心能力。因此归核化战略实施路径的首要任务就是确定企业的核心能力，只有明确了核心能力，才能以核心能力为“主心骨”选择需要继续发展的业务或者需要进行剥离的业务。明确核心能力自然需要了解核心能力的特质，首先核心能力必须是企业独有的，并且很难被其他企业复制、模仿的；其次核心能力需要能为企业带来价值增值，为企业创造良好收益；另外核心能力还需具备一定的延展性，即能带动其他非核心业务的发展，促进企业业务水平的整体提升。

对于维维股份来说，其核心能力主要包括以下三个方面：（1）优异的企业管理能力。作为一个经营食品的企业，管理水平的高低至关重要，只有在完善的生产管理基础上才能真正做出好的产品。维维股份在管理方面始终秉承着追求精益求精的理念，从生产源头到最终产品出厂，每个环节都录入内部大数据管理系统，全程跟踪分析，确保每个产品的每个环节都可追溯。（2）高美誉度的品牌优势。维维是豆奶行业的开创者，经营多年后在消费者心中留下了根深蒂固的优质产品形象。官方的调查统计结果显示，维维豆奶的市场份额连续十三年在同类产品中保持领先地位。长期以来，维维股份不断提高自身综合实力，创新产品与渠道，凭借过硬的品牌优势获得了市场高美誉度。（3）持续精耕的销售渠道。健康的销售渠道网络有助于企业拓展更广阔的市场、发展更多元的品类。维维股份多年来通过对销售渠道的持续精耕，打造了稳定的销售网络，从而促进了各项业务的快速发展，形成了销售渠道上的竞争优势。

3.4.2 确定企业核心业务

确定核心能力之后，紧接着就要确定企业众多业务中的核心业务。企业的核心业务是指在多元化经营的企业中基于企业核心能力所发展的、相比其他业务具有明显竞争优势的、在企业中占有重要地位的业务。企业的核心业务通常具有下列特征：（1）产品的盈利能力强，对企业绩效贡献大。核心业务的首要特征就是能为企业带来其他业务无法带来的较高收益，为企业整体的经济效益产出做出巨大贡献。对维维股份来说，不论是在其专业化经营阶段还是多元化程度较高的时期，豆奶粉业务始终都是其销售收入的主要来源，对企业整体的经济效益发挥着举足轻重的作用。（2）产品具有竞争优势，市场占有率高。一个企业如果想要长期稳定发展，就必然需要有一项市场占有率领先的业务做有力支撑，该项业务就是企业的核心业务。维维股份的豆奶粉业务一度在国内豆奶粉市场中占据龙头地位，鼎盛时期市场占有率达到 80%，虽然后来因为不适宜的多元化发展，其市场份额出现下滑，但到目前为止其豆奶粉销量市场排名仍然靠前。（3）能够带动其他业务协同发展。核心业务应当具有“领头羊”作用，在自身强大的基础上统筹协调企业的各项业务，促进企业综合实力的提升。维维股份在上市之前，倾尽所有专心发展豆奶粉业务，上市后凭借在豆奶粉业务中积累的管理经验以及长期以来收获的品牌影响力，为相关产业的发展带来了积极效用，其中最为突出的就是与豆奶粉业务相关度较高的乳业。综上所述，在维维股份的各项业务板块中，豆奶粉业务毋庸置疑是其核心业务。

3.4.3 确定归核化具体路径

对决定由多元化战略转型为归核化战略的企业来说，当企业的核心能力与核心业务确定好之后，归核化战略具体路径的选择前期准备任务已经完成，下一步工作就是依据一定的标准对企业的核心业务和非核心业务分别选择不同的适合自身的战略途径。

一直以来很多人都对“归核化”存在些许误解，简单地认为所谓“归核”就是完全剔除非核心业务，仅留存核心业务，是一种回归专业化经营的发展战略，其实不然，真正意义上的“归核化”并不是由多元化直接转型成专业化，而是回归到以核心业务为基础的相关、适度多元化，也就是说其本质仍然是多元化，只

是需要围绕核心能力发展。从这一角度出发，归核化战略具体实施路径主要包括两种：归核化战略收缩和归核化战略扩张。

维维股份意识到多元化经营出现问题后，及时通过收缩非相关多元化业务和巩固核心业务来进行归核化战略转型。具体举措为：对于基于核心能力发展的相关多元化业务，如乳业、粮油业、茶业等，维维股份通过新设和合并的方式进行了扩张；对于对企业价值产生负面影响的非相关多元化业务，如能源业、商贸业等，维维股份通过出售和注销的方式进行了收缩；除此之外，维维股份对酒业和房地产业两个业务板块在短暂的几年时间里先进行了扩张，随后又采取了收缩战略。

4 维维股份归核化战略财务绩效分析

第三章对维维股份的归核化发展概况进行了简要的回顾与梳理,为了更好地体现归核化经营对维维股份财务绩效产生的影响,本章将从财务指标和非财务指标两个角度对其进行具体分析。在财务比率分析中运用两个维度来进行比较,一方面是以维维股份实施归核化战略前后的历年财务数据为基础进行的纵向对比,另一方面是以同类参照企业及行业平均水平的财务数据为基础进行的横向对比。本文选择的横向对比企业为承德露露,它是一家饮料食品制造企业,主要经营的业务是植物蛋白饮品的生产和销售,与维维股份的主营产品类别相似,是其强有力的竞争对手,且一直致力于植物蛋白饮品行业的发展,拥有可观的市场份额,因此,学习承德露露的经营方式对于维维股份来说是十分有必要的。以下是具体的分析过程。

4.1 基于财务指标的财务绩效分析

4.1.1 财务比率分析

(1) 偿债能力

本文选用流动比率和速动比率来衡量维维股份的短期偿债能力,长期偿债能力则选用资产负债率、产权比率和利息保障倍数来分析。

本文通过与承德露露以及行业平均水平横向对比来深入分析维维股份的短期偿债能力。具体数据如下图 4.1、4.2 所示。

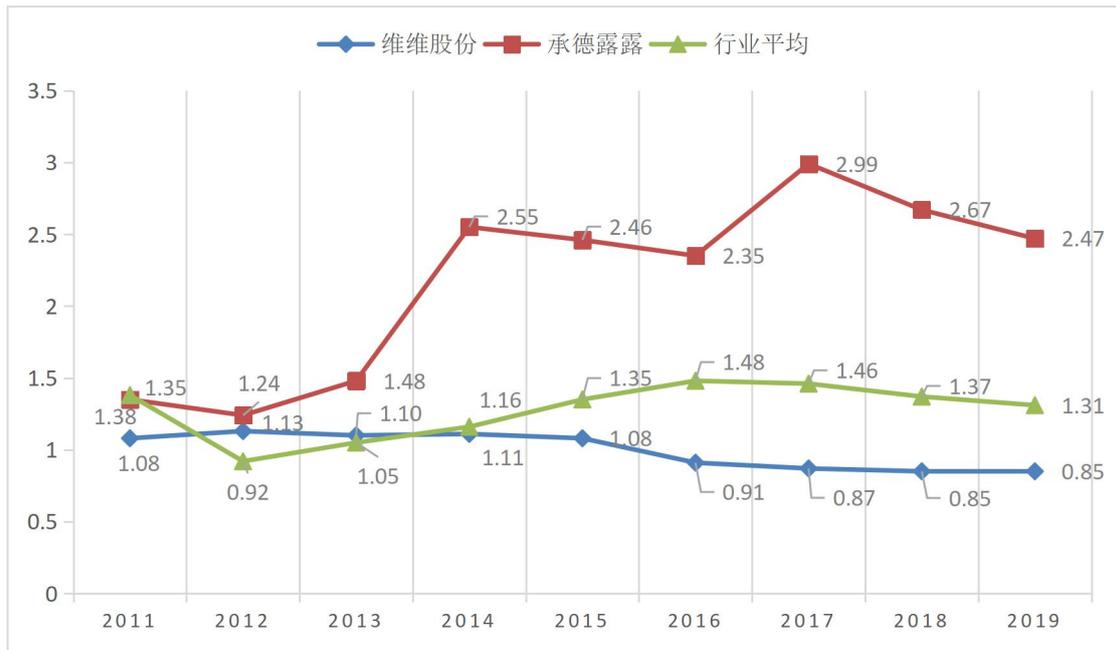


图 4.1 维维股份流动比率与承德露露、行业平均比较

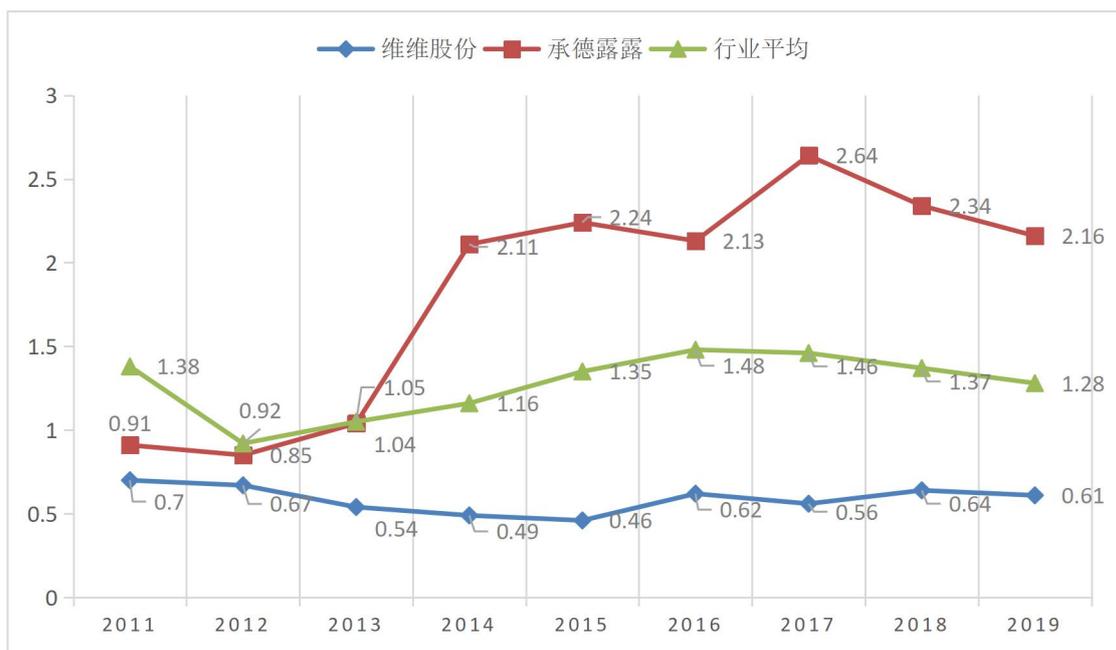


图 4.2 维维股份速动比率与承德露露、行业平均比较

以上两幅图反映的是维维股份归核化节点前后流动比率与速动比率的变化情况，以及同一时期与承德露露和行业平均水平的对比情况。从上图中不难发现，自实施归核化战略以来，维维股份的流动比率不断降低。一般来说，企业的流动比率最好维持在 2 左右，但是维维股份的流动比率在归核化前后都远小于 2，甚

至在 2016 年下降到 1 以下,这是因为 2016 年维维股份为落实归核化战略对房地产业务进行了大规模的剥离,使企业存货较上年减少了 44%,但处置收益并不高,即流动资产大幅减少,此时维维拥有的流动资产变现后不足以偿还流动负债,流动性风险十分严峻,而且企业的业务结构发生变化后需要一定的缓冲时间,因此其当前的短期偿债能力较差。速动比率通常的国际经验值为 1,但观察上图可以发现维维股份的速动比率在归核化后略微下滑,且长期小于 1,进一步证明其短期偿债压力很大。而反观同行业的承德露露,其始终进行专业化经营,并未借用过多短期借款进行产业扩张,也未出现流动资产大量流失的情况,因此流动比率与速动比率在 2014 年后都在 2 以上,短期变现还款能力在行业平均水平以上,且远远强于维维股份。

维维股份的资产负债率变化趋势,以及与承德露露的资产负债率和整个食品制造行业资产负债率的比较情况如下图 4.3 所示。

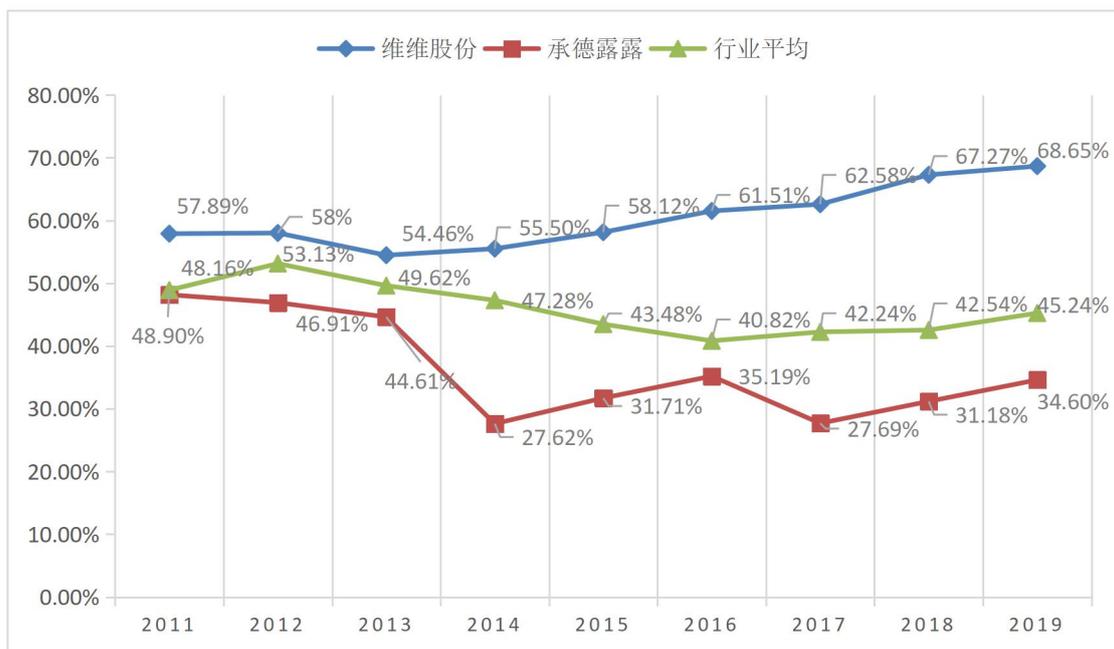


图 4.3 维维股份资产负债率与承德露露、行业平均比较

由图 4.3 可知,维维股份的资产负债率在 2013 年实施归核化战略后呈现持续走高的态势,到 2019 年已经接近警戒值 70%。与此同时,2013 年开始维维股份的资产负债率与行业平均水平之间差距越来越大,与承德露露相比也可以清晰地看到,其资产负债率始终明显高于承德露露。出现这种情况的主要原因是:维

维股份在提出归核化战略后，对与核心业务相关联的部分业务实施扩张途径，即加大了对酒业、粮油业、茶业的资本倾注，这些倾注的资本大都来源于对外举债，反而强化了维维通过债务筹资发展业务的方式，导致资产负债率不断攀升。

产权比率可以用于评价企业的资金结构是否合理。利息保障倍数可以反映企业对借款产生的利息费用的支付能力。下图 4.4 是维维股份实施归核化战略前后的产权比率和利息保障倍数情况。

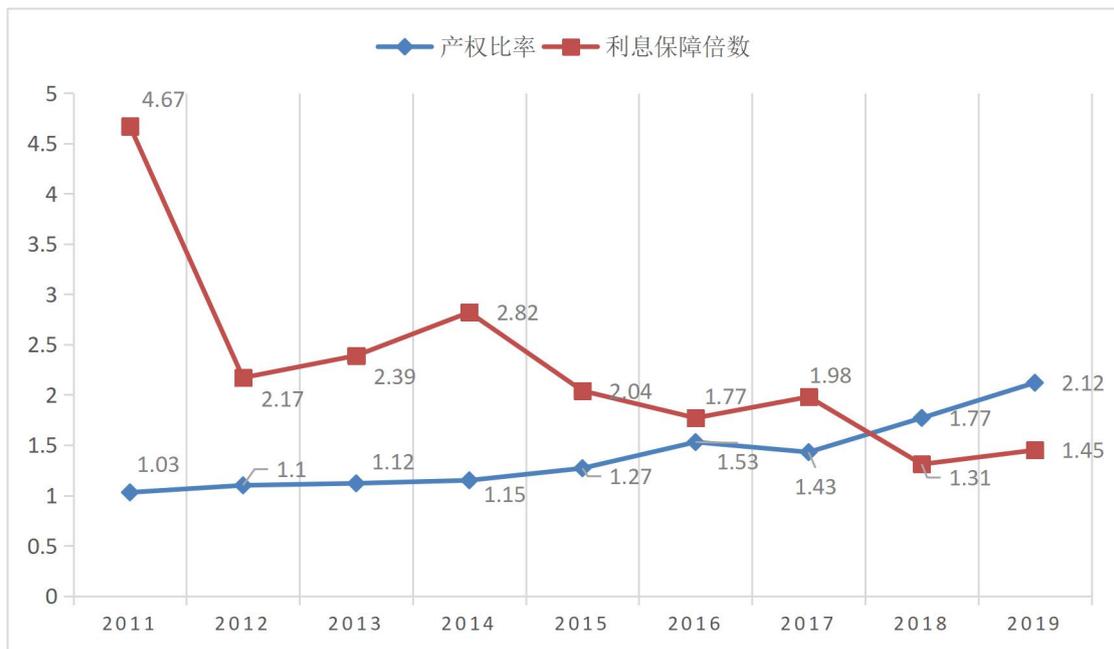


图 4.4 维维股份产权比率与利息保障倍数

一般而言，企业的产权比率在 0.5 左右为佳，但根据上图得知，维维历年的产权比率都较高，长期在 1 以上，甚至到 2019 年时直接上升至 2 以上，这表明维维股份的负债正在不断增加，资金结构的不合理程度越来越高。这主要是因为维维股份前期的过度多元化消耗了企业过多的自有资金，致使企业目前实施归核化战略扩张只能借助大规模的债务筹资方式。再看维维股份历年的利息保障倍数，2012 年大幅下降，2013、2014 年虽有短暂回升，但随后又明显下降，说明维维无法偿付负债的风险愈演愈烈。2014 年利息保障倍数上升的原因是维维股份因归还 2010 年发行的中期票据使得利息费用骤减 2480 万，而后下降又是由于为进行归核化战略扩张增加了大量的借款重新产生了较高昂的利息费用，且经过归核化战略扩张的业务短期内未能有效提升企业经营效益。

(2) 盈利能力

本文选用毛利率、销售净利率、净资产收益率评价维维股份的盈利能力。

毛利率是评价企业获利能力的关键指标之一。一个企业的整体毛利率是由所有产品的毛利率共同组合形成的，因此企业整体毛利率的变化受每一个产品毛利率的影响。图 4.5 与表 4.1 分别是维维股份毛利率与承德露露、行业平均水平的比较情况和维维股份整体毛利率与其自身豆奶业务毛利率的比较情况。

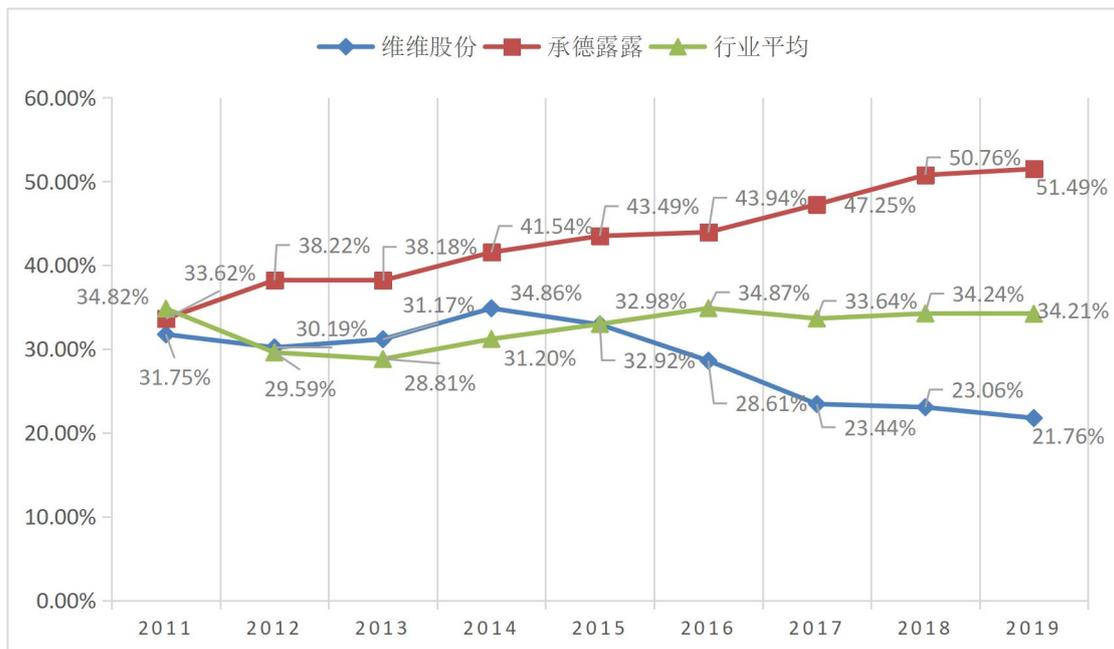


图 4.5 维维股份毛利率与承德露露、行业平均比较

表 4.1 维维整体毛利率与豆奶毛利率比较

年份	整体毛利率	豆奶毛利率
2011 年	31.75%	31.98%
2012 年	30.19%	38.73%
2013 年	31.17%	37.88%
2014 年	34.86%	42.18%
2015 年	32.92%	45.10%
2016 年	28.61%	45.85%
2017 年	23.44%	43.99%
2018 年	23.06%	45.45%
2019 年	21.76%	46.83%

资料来源：维维股份公司年报

由图 4.5 可以看出，维维股份毛利率在 2013 年实施归核化战略后整体呈现出下滑的态势，到 2019 年已经跌至 21.76%，而行业平均毛利率总体比较稳定，在 30%上下浮动，承德露露毛利率则明显上涨，2019 年甚至高达 51.49%，维维与其差距越来越大。再通过观察表 4.1 可以发现，维维股份豆奶毛利率在实施归核化战略后总体而言是上升的，却并没有带动维维整体毛利率的提升。究其原因，主要是因为维维前期多元化程度过高，较多的非相关多元化业务严重拖垮了企业的盈利能力，虽然 2013 年提出归核化，但其战略转型效果无法一蹴而就，只能通过边扩张边收缩的策略逐渐提高经营效益。2013 年绥化维维粮油储运有限公司成立，同年十二月，收购了怡清源茶业 51% 的股权，但之后几年粮油业毛利率始终没有起色，长期维持在 2% 左右，茶业毛利率也从 2014 年的 44.16% 下降到如今的 33.49%。与此同时，维维股份不忍割舍的房地产业务仍在继续经营，连年的亏损使维维整体毛利率更进一步下降。

作为一家上市企业，维维股份最根本的奋斗目标必然是通过生产经营活动创造可观的净利润，以促进企业发展壮大。销售净利率和净资产收益率都是衡量企业获利能力的重要指标。

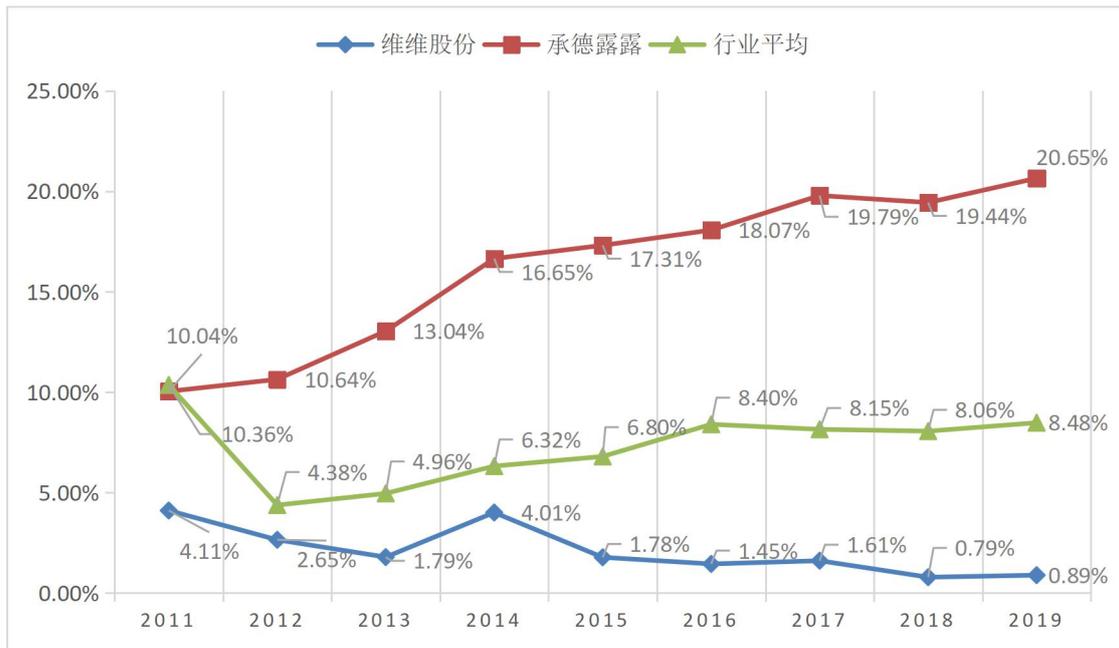


图 4.6 维维股份销售净利率与承德露露、行业平均比较

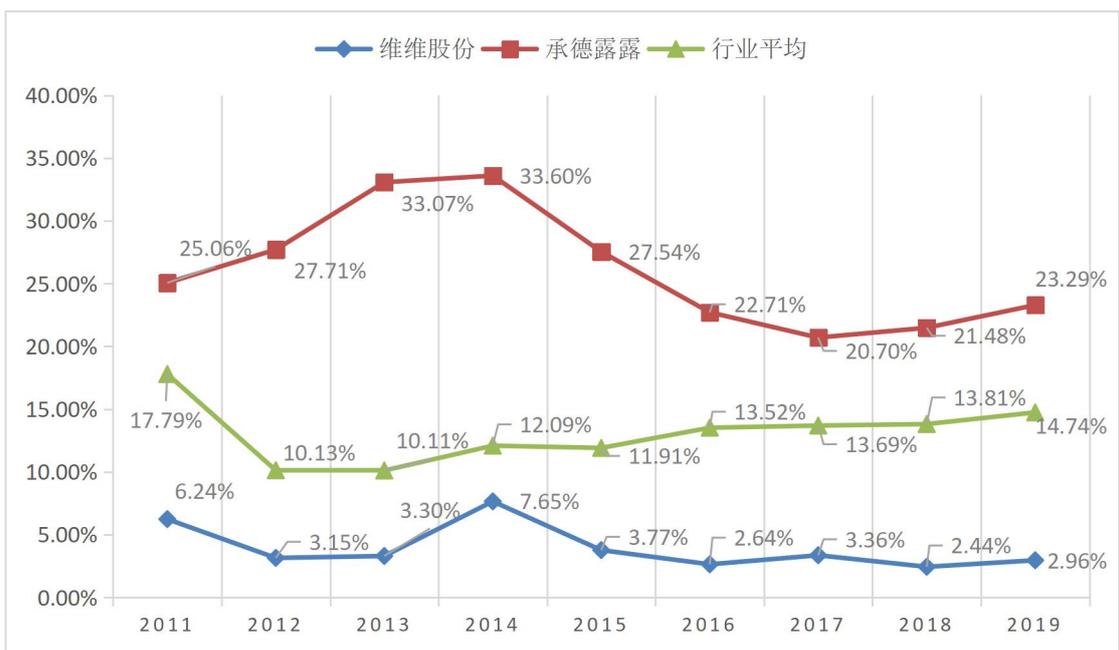


图 4.7 维维股份净资产收益率与承德露露、行业平均比较

由上图 4.6、4.7 可知，维维股份在 2013 年实行归核化发展后，2014 年销售净利率与净资产收益率都出现了一个突增点，但是之后几年又下跌到转型初期当年的水平甚至更低。其中 2014 年两项指标出现突增的主要原因是：经过一系列的归核化举措后，豆奶粉业务销售收入再创佳绩，较上年同期提高 3.23 个百

分点，同时在核心业务的带动下各项业务之间产生了一定的协同效应，成本费用较上年减少了 36.85%，直接引起净利润的大幅增加。之后销售净利率与净资产收益率出现下降的年份多是因为未完全剥离的房地产业和酒业大额亏损影响了企业整体的净利润水平。再从横向来看，归核化前后，维维股份的销售净利率与净资产收益率都低于承德露露以及行业平均水平，并且与专业化经营的承德露露相差甚远，可见分散资源开展多元化经营伤及了维维的根本，致使归核化后也难以在短期内重新提升盈利水平。

再通过归核化后销售费用率与管理费用率的趋势变化来分析维维股份的归核化战略转型是否实现了降低成本费用的动因，从而影响企业的盈利能力，具体趋势变化如下图 4.8 所示。

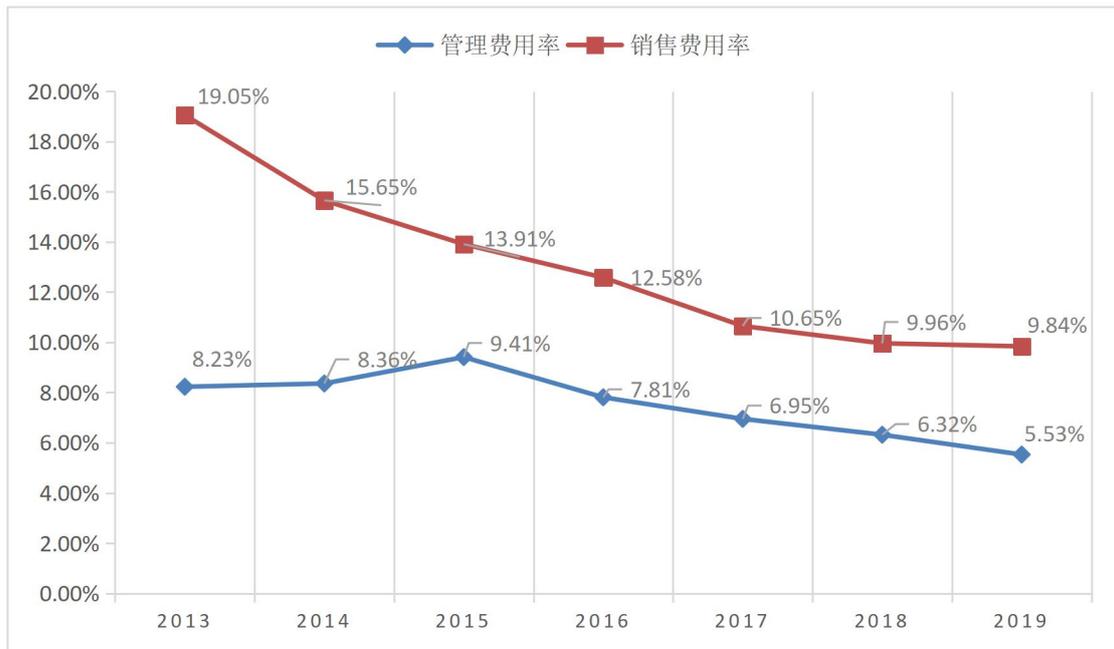


图 4.8 维维股份管理费用率与销售费用率

结合图 3.2 和图 4.8 可以发现，维维股份实施归核化战略后管理费用率与销售费用率都呈现下降趋势，这意味着企业的经营业务向核心业务靠拢，提高业务关联度的举措降低了成本费用，加强了协同效应，一定程度上间接促进了经营效率的提高以及盈利水平的改善。

(3) 营运能力

本文选用存货周转率、流动资产周转率和总资产周转率衡量维维股份的营运

能力。



图 4.9 维维股份存货周转率与承德露露、行业平均比较

由上图 4.9 可知，维维股份进行战略转型后，存货周转率经历了先下降再逐渐上升的过程，虽然到 2019 年维维股份的存货周转率已经上升到 3.17，但与行业平均水平相比仍存在较大差距，与此同时，近年来随着承德露露存货周转率的下滑，维维与其差距正在逐渐缩小。2016 年随着归核化战略的不断推进，维维股份大幅收缩了房地产业务，因为房地产业周期长且资金回收慢，缩减该项业务后企业整体存货的流动性增强。除此之外，企业产品的销量可观，存货周转速度自然就会加快。维维股份自 2016 年起大多数产品的销售状况正在渐渐向好发展，尤其是核心业务豆奶粉的销量，一直呈上升趋势，2016-2019 年分别上涨 5.26%、1.04%、5.89%和 2.15%，因此也加快了存货周转率的上涨，但受市场因素影响，公司酒类产品销量逐年减少，因而影响了存货周转率的上涨幅度。

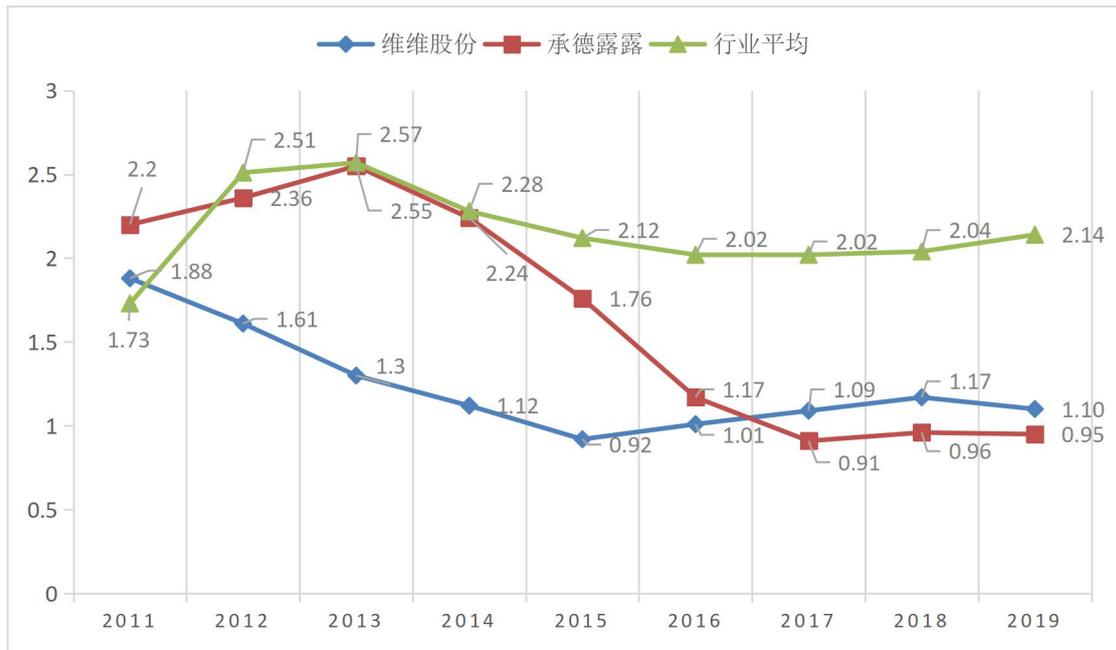


图 4.10 维维股份流动资产周转率与承德露露、行业平均比较

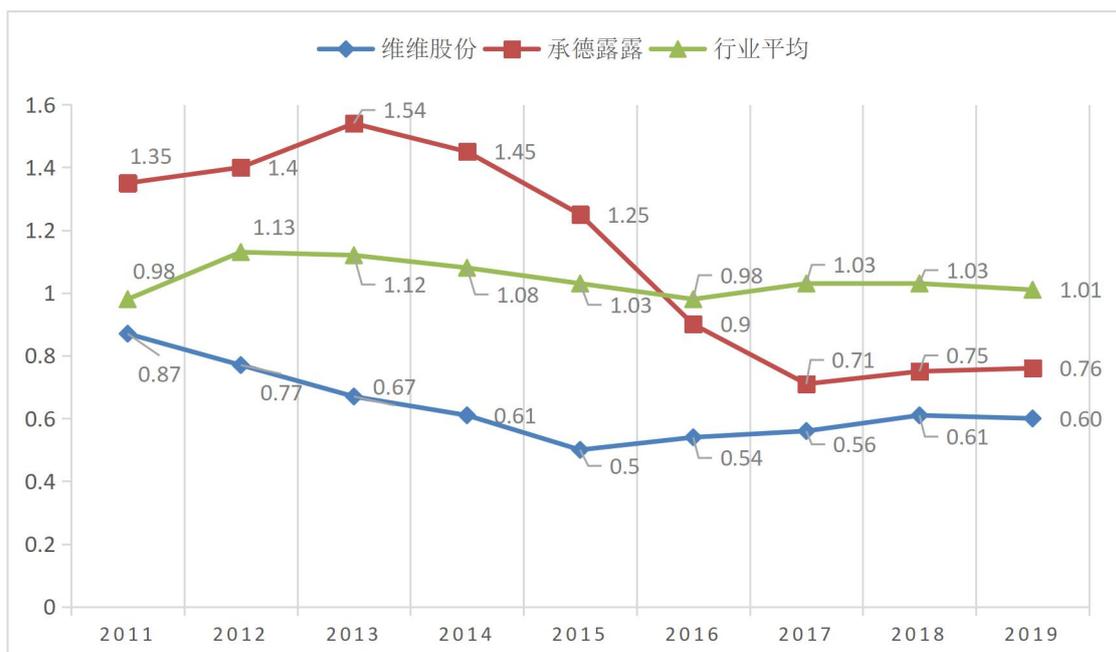


图 4.11 维维股份总资产周转率与承德露露、行业平均比较

由以上两幅图可以看出，维维股份归核化前后流动资产周转率与总资产周转率走势一致，2011年至2015年持续下降，而在归核化战略实施三年后略微回升，并保持上升态势。对比行业来说，只有归核化前的2011年维维股份流动资产周转率在行业均值之上，而之后两项指标都始终低于行业均值，归核化战略实施几

年后虽有上升但差距依然较大，可见维维股份的归核化发展还有很长的路要走。再与承德露露比较发现，自 2017 年起，维维股份流动资产周转率开始略优于承德露露，且总资产周转率的差距也在逐渐缩小。2016 年流动资产周转率与总资产周转率同时上升的原因是维维股份为落实“大粮食”归核化战略建立的粮油板块面粉业务新厂区和生产线已经投入使用，粮油业有关产品产销量都有所增加，使得主营业务收入大幅上升。而后几年维维股份的归核化发展渐渐走向成熟，内部管理有所加强，充分利用了现有资产扩大主营业务销售，提高了流动资产以及总资产的综合使用率。由此可见，维维股份归核化战略的实施一定程度上改善了其营运能力持续变差的情况。

综上所述，当维维股份归核化逐渐步入正轨后，公司集中优势资源，发挥优势力量，全力扩大核心业务规模，提高销量，因此近年来维维存货周转率、流动资产周转率以及总资产周转率都出现了略微回升，已经成功遏制了其继续下降的态势，充分说明维维提高了对公司存货、流动资产以及总资产的运营效率，营运能力得到改善。

(4) 成长能力

企业的成长能力，也就是企业的发展潜力。投资者和债权人重视的除了企业当下的盈利能力外，更看重的是企业未来的、长期的和可持续的增长能力。本文主要通过营业收入增长率与总资产增长率来评价维维股份的成长能力。



图 4.12 维维股份营业收入增长率与总资产增长率

观察图 4.12 可以发现，维维股份开展归核化经营前后的营业收入增长率与总资产增长率都是不断波动的。观察维维股份营业收入增长率发现，企业在开展归核化经营的当年营业收入下降 12.88%，这是由贸易类业务收入的急剧减少及剥离维维能源煤炭及焦化业务所导致的。2014、2015 年营业收入增长率持续为负值是 2013 年加大投入的白酒业经营业绩不佳，收入减少所致。到 2016 年，维维股份归核化开始逐渐步入正轨，营业收入增长率重新变为正值，且相较 2015 年增长幅度较大，这主要得益于粮油业务收入增长 5.4 倍，直接提升了企业的营业收入增长率。2019 年，维维营业收入增长率仅为 0.12%，因为当年酒类、茶类产品营业收入分别下降 25.84%、5.69%，减少量基本抵消了由固体饮料、动植物蛋白饮料以及粮油产品带来的营业收入的增加量。再从维维股份总资产的增长情况来看，2013 年提出归核化战略后，维维总资产增长率从 2012 年的 13.83% 直接下滑到 -12.92%。这主要是因为为了进行归核化战略布局，企业对非核心业务和亏损子公司进行了低价处置，例如出售内蒙古维维能源有限公司，剥离能源业务；处置银川维维置业有限公司，防止其造成的亏损继续损害公司价值，以上举措都使企业总资产大量减少。往后几年，随着归核化的不断推进，归核化战略扩张与归核化战略收缩两种途径同时进行，因此总资产增长率仍然处于不断波动的状态。综上所述，维维股份实施归核化战略后需要一定的缓冲与调整时间，因此成长能力并不稳定。

4.1.2 财务综合分析

一般基于财务指标的财务绩效分析中，多以单一指标的角度评价企业的各项能力水平，而杜邦分析体系则是从系统的角度出发进行评价，将多个财务指标联系起来置于一个框架体系内，便于更为全面地掌握企业的生产经营情况，并通过分析研究找出影响企业净资产收益率的主要因素，从而以更优的获利能力、更高的资产利用率、以及更有效的财务杠杆提高企业的净资产收益率。

以维维股份 2012-2019 年的财务报告为依据，得出实施归核化战略后的杜邦分析图（局部），如图 4.13 所示。

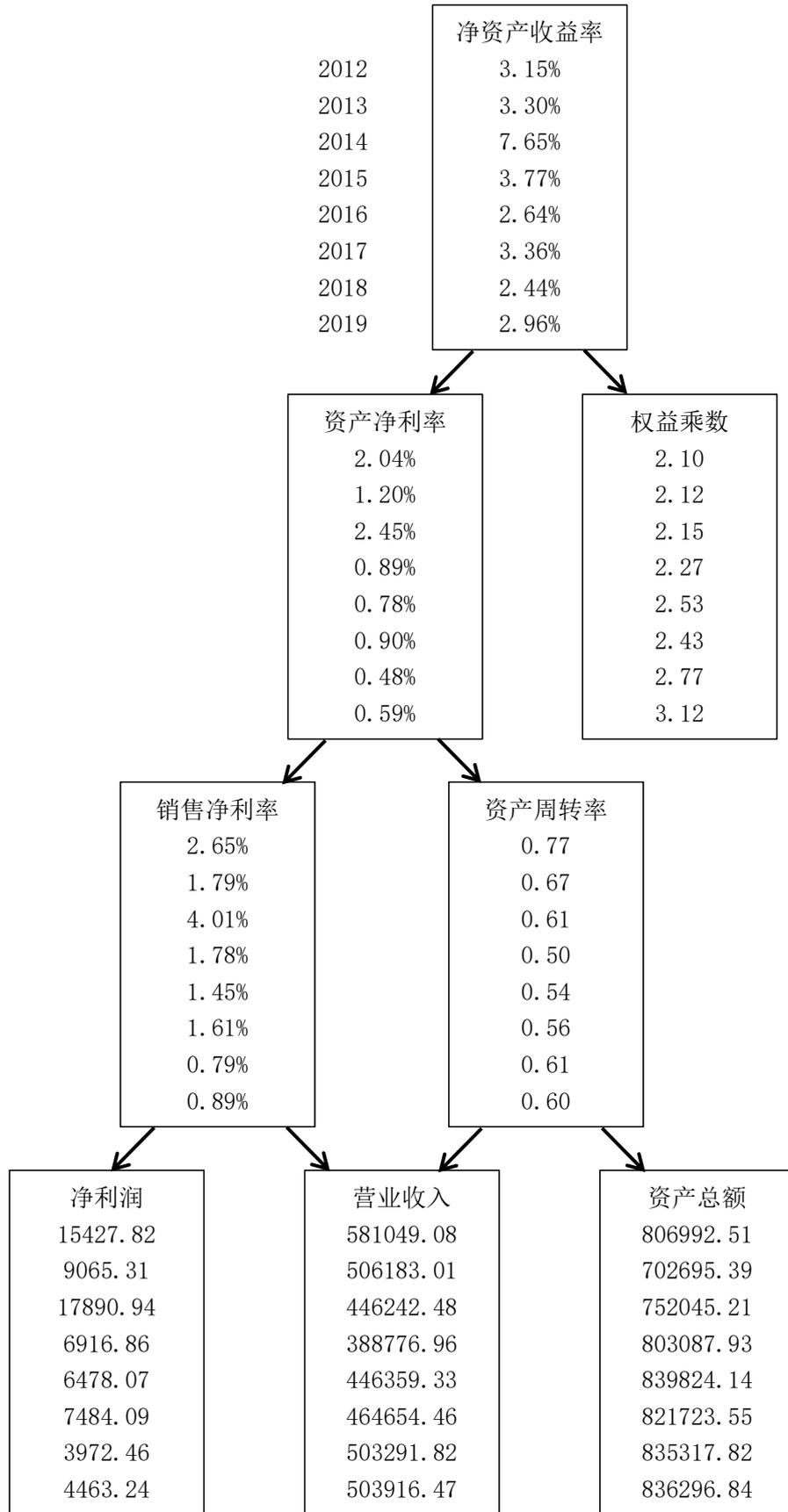


图 4.13 2012-2019 年维维股份杜邦分析

观察上图 4.13 可以发现, 2012-2019 年, 维维股份的净资产收益率仅在归核化最先开始的两年有所上升, 但整体是从 2012 年的 3.15% 下降至 2019 年的 2.96%, 这说明归核化战略的实施基本没有为维维股份整体的净资产收益率带来正向效应。(1) 通过对维维股份净资产收益率分解, 可以看到维维股份 2014 年净资产收益率的大幅提升主要是由资产净利率的翻倍上涨引起的, 而当年权益乘数变化较小可忽略, 这意味着当权益乘数保持稳定不变时, 净资产收益率主要受资产利用效率的影响。权益乘数是资产总额与股东权益总额的比值, 权益乘数越大, 表明负债水平越高。2012-2019 年, 维维股份的权益乘数总体呈上升趋势, 这是因为为了大力落实归核化战略, 维维股份需要大量的资金投入, 于是企业同时采用了股权和债务筹资两种融资方式, 但债务筹资比重相对较大, 因此增加了企业的财务风险。(2) 通过对维维股份资产净利率进行分解, 2012-2019 年下降趋势明显, 说明归核化后未实现提升企业财务绩效的目标, 这是由企业销售净利率和资产周转率共同影响的结果。销售净利率从 2012 年的 2.65% 降低至 2019 年的 0.89%, 资产周转率从 0.77 降低至 0.60, 使得二者乘积大幅下跌。从变化幅度上看, 资产周转率整体的变化较小, 因此对资产净利率产生更大影响的因素为销售净利率。(3) 通过对销售净利率进行分解, 可以看到 2013 年提出归核化后净利润由 15427.82 万元直接降低到 9065.31 万元, 而归核化战略实施一年后净利润增长至 17890.94 万元, 同时营业收入降低, 而当年销售净利率出现上涨; 再通过观察 2016 年和 2018 年净利润与营业收入数额发现, 净利润减少, 营业收入增加, 二者共同作用的结果是销售净利率下降。综上, 净利润的变化情况是影响企业销售净利率的主导因素。通过对维维股份资产周转率进行分解, 可以发现资产周转率 2016 年起下跌转为上升是由于归核化逐渐迈入正轨后营业收入的增长额大于资产的增长额, 而资产的增加主要是归核化扩张增加的长期资产, 即在建工程和固定资产的增加, 其中影响最大的是归核化战略背景下各种粮油基地项目的推进。在过度多元化的困境下通过几年的归核化战略转型, 维维股份成功遏制了资产周转率持续下跌的境况。

4.1.3 企业价值分析

本文选用 EVA 衡量维维股份实施归核化战略后的价值创造能力。EVA 是一种

基于股东财富最大化目标的评价指标，具体公式是： $EVA = \text{税后净营业利润} - \text{加权平均资本成本} \times \text{资本总额}$ 。

(1) 税后净营业利润计算

税后净营业利润的计算是 EVA 计算中的关键一步，该指标反映的是全部资本税后营业利润。通过对维维股份实际财务报表中财务费用、递延所得税项目和非经常性收益的有关数据进行会计调整，计算出 2013-2019 年的税后净营业利润如表 4.2 所示。

表 4.2 维维股份税后净营业利润调整计算表

单位：万元	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年
营业利润	14986.84	30633.08	11067.25	7380.48	11345.60	973.96	8443.49
净利润	9065.31	17890.94	6916.86	6478.07	7484.09	3972.46	4463.24
所得税费用	15171.52	12928.85	9209.75	7431.92	9687.32	2386.77	4407.43
财务费用	17438.57	16910.71	15479.78	18131.38	17480.85	20202.68	19613.01
其中：利息支出	18483.80	18020.02	16357.41	18756.25	18131.46	21503.52	21733.16
其中：汇兑损失	13.99	-68.42	-136.77	-134.15	422.42	-488.33	29.18
其中：汇兑收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资产减值损失	1210.39	5215.66	3696.79	3783.92	6919.14	5427.76	-10235.44
开发支出	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
递延所得税负债增加额	-4639.73	3742.26	-1675.83	-2901.81	-78.54	-103.67	-197.97
递延所得税资产增加额	224.30	-405.58	-316.76	-211.00	-272.59	-56.07	100.81
企业所得税税率 (%)	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%
公允价值变动损益	-2367.00	16678.65	-5986.55	-6880.92	1772.99	-5486.30	5227.96
投资收益	32939.24	1693.37	10734.63	10082.03	16618.15	5551.69	-421.00
营业外收入	11064.78	3158.40	8016.81	7855.66	6070.01	6191.03	1469.09
营业外支出	1814.79	2971.68	2957.45	1326.15	244.19	1158.86	1041.09
税后净营业利润	14629.57	29037.16	4457.66	5830.42	14102.94	14745.86	19661.30

资料来源：国泰安数据库及维维股份公司年报

(2) 资本总额计算

EVA 评价体系中的资本总额由债务资本和股本资本构成，进行具体计算时需要调整报表金额，使投资者投入的成本能够更加真实地反映出来。依据规定的资

本总额调整方法，计算出的维维股份 2013 年至 2019 年资本总额如表 4.3 所示。

表 4.3 维维股份期末总投资额调整计算表

单位：万元	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年
短期借款	124613.00	216179.00	259676.00	316140.00	303423.04	369969.97	392926.11
交易性金融负债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
一年内到期非流动负债	80690.00	3325.00	7110.00	28193.56	14710.28	17861.33	15715.51
长期借款	13875.00	20450.00	15970.00	4610.00	19425.17	9311.32	6063.83
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期应付款	0.00	0.00	0.00	5618.31	5434.96	3258.86	1415.65
负债合计	378605.22	417383.62	475437.42	53412.77	514236.69	561941.27	574090.90
所有者权益合计	324090.17	334661.59	327650.51	305696.44	307486.85	273376.54	262205.93
递延所得税负债	10199.92	13942.18	12266.35	9364.54	9285.99	9182.33	8984.36
递延所得税资产	2565.07	2159.49	1842.73	1631.72	1359.14	1303.06	1403.87
资产减值准备	19253.59	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
在建工程减值准备	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
在建工程净额	12639.36	9989.75	15484.86	27131.84	14494.55	12411.86	7349.91
无息流动负债	143660.15	146436.97	152127.02	161751.52	152966.81	143399.54	140217.94
视同无息流动负债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
期末总投资额	546395.88	595618.49	635476.05	650940.78	654262.18	679506.41	688729.00

资料来源：国泰安数据库及维维股份公司年报

(3) EVA 计算

根据第一小节计算的税后净营业利润和第二小节计算的资本总额，利用国资委公布的加权平均资本成本率计算出 2013 年至 2019 年维维股份 EVA，如表 4.4 所示。

表 4.4 维维股份 EVA 计算表

年份	税后净营业利润(万元)	加权平均资本成本	总投资 (万元)	EVA (万元)
2013 年	14629.57	5%	546395.88	-15258.28
2014 年	29037.16	5%	595618.49	-2370.52
2015 年	4457.66	5%	635476.05	-29397.44
2016 年	5830.42	5%	650940.78	-29785.69
2017 年	14102.94	5%	654262.18	-22272.43
2018 年	14745.86	5%	679506.41	-22483.12
2019 年	19661.30	5%	688729.00	-17965.17

资料来源：国泰安数据库及维维股份公司年报

(4) 评价结果

由表 4.2 可以看出，从 2013 年维维股份提出归核化战略后，2014 年税后净营业利润出现明显增长，而在 2015 年又大幅下跌，随后逐年上升，到 2019 年达到 19661.30 万元，整体来看税后净营业利润有所提高。再通过观察表 4.3 发现，维维股份 2013 年至 2019 年资本投资额也在不断增加，但增长数额远大于税后净营业利润的增长额，因此反映在表 4.4 中的结果是 EVA 总体呈现下降趋势，再通过观察发现，EVA 数值始终小于零。从而得出结论，维维股份实行归核化后虽然税后净营业利润有所提高，但所带来的收益仍然无法与投入的大量资本成本相匹配，致使企业不仅未能实现真正意义上的价值增值而且价值损耗严重。

在第三章的案例介绍中可以看出，维维股份在落实归核化战略的过程中，处置一些非相关多元化业务的同时也加大了对豆奶业、乳业、粮油业、茶业以及酒业的投入。但是从归核化后的经营成果来看，短期内在部分行业里投入的大量资本并没有为股东带来真正的收益，没有为企业创造价值，尤其是酒类行业近年市场变化较大，导致维维股份旗下枝江酒业亏损严重。进行归核化战略转型的目的就是提高企业的价值创造能力，为企业带来价值增值，但从上述 EVA 分析结果中发现，维维股份归核化战略的实施并没有达到预期目的。

4.2 基于非财务指标的财务绩效分析

4.2.1 市场占有率分析

市场占有率可以反映出企业的某种产品在市场上是否具有竞争优势。通常来说,市场占有率高,表明企业此类产品的行业位次高,对市场的控制力较强,企业就能获得较多的利润;反之,则意味着企业此类产品在市场上不具有竞争力。本文通过分析维维股份的核心业务——豆奶业务的市场占有率来衡量其财务绩效。维维股份在鼎盛时期豆奶业务的市场占有率高达 80%,但是随着企业自身多元化的发展以及更多竞争者的加入,到 2008 年市场份额已经下降到了 39.31%,不足十年前的一半。2013-2019 年维维股份豆奶业务市场占有率变化如下图 4.14 所示。

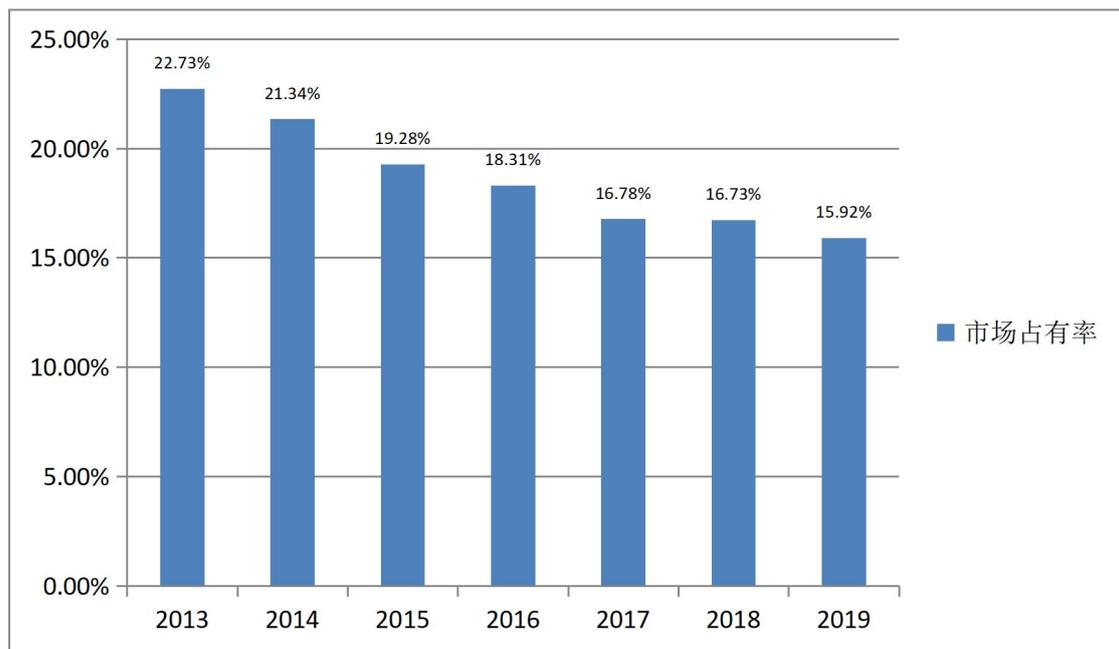


图 4.14 2013-2019 年维维股份豆奶业务市场占有率变化

根据豆奶业的行业分析报告,2019 年我国的豆奶产品销售收入为 110.24 亿元,2013-2019 年的复合增长率达到 10%,但是维维股份豆奶业务这一时期的平均年增速只有 2.65%。所以,归核化后维维股份的豆奶业务市场占有率逐年下降,2019 年仅剩 15.92%。虽然实施归核化战略后维维股份开始回归核心业务,

扩大豆奶业务规模，使豆奶业务的销售收入有所提高，但前期的过度多元化发展致使企业资源严重分散，维维在豆奶领域的相对竞争力弱化太多，短时间内无法回升；并且在维维股份忽视主业经营，大力发展其他多元化业务的时期里，行业竞争者伊利、豆本豆、维他奶发展强劲，逐渐占领豆奶行业的大壁江山，维维即使在决定战略转型后奋起直追，也难以在短期内改变市场局面。由此表明，维维股份在归核化发展后对豆奶市场的控制力依然较弱。

4.2.2 研发投入分析

企业若想健康长远发展，关键在于建立起核心竞争力，而核心竞争力的培育无疑离不开研发投入。对于多元化经营出现问题的企业而言，决定进行归核化战略转型后，首先需要做的就是加大研发投入，在核心业务体系的各个领域通过研发创新提高原有产品品质，并生产出能够满足消费者需求的新产品，从而扩大销量，提升企业财务绩效。维维股份实施归核化战略后的研发投入情况如下表 4.5 所示。（2014 年之前的研发投入情况公司年报未披露，此处不予列示）

表 4.5 维维股份研发投入情况

年份	研发支出合计(万元)	研发支出总额占净资产比例 (%)	研发支出总额占营业收入比例 (%)	研发人员数量占公司总人数的比例 (%)
2014 年	630.02	0.19	0.14	(未披露)
2015 年	910.59	0.27	0.23	5.01
2016 年	895.34	0.28	0.2	5.27
2017 年	703.48	0.21	0.15	5.54
2018 年	548.24	0.19	0.11	7.88
2019 年	182.23	0.07	0.04	7.69

资料来源：维维股份公司年报

从表 4.5 可以看出，维维股份实施归核化战略后，仅在 2015 年提高了研发投入资金，随后研发投入逐年减少，甚至在 2019 年仅投入 182.23 万元，研发支出占净资产、营业收入比例分别锐减到 0.07%和 0.04%，除此之外，根据维维股

份 2014-2019 年的公司年报可知，维维股份的研发支出全部进行了费用化处理。研发投入过少是十分严重的问题，究其原因主要是因为维维股份实施归核化战略后低价剥离部分效益很差的非相关多元化业务，转让收益较低，这部分收益再加上筹集的资金却大多都用于了经济效益并不好的房地产分部业务以及酒业的扩张，无多余资金进行核心业务的研发投入。由此看来，维维股份过低的研发投入也是导致其盈利能力未能提高的一个主要原因。再观察维维股份近年来研发人员占公司总人数的比例变化，可以发现，研发人员占比整体提高，说明实施归核化战略后企业管理层有认识到研发投入的重要性，因此增加了研发人员数量，期望通过更多研发人员的努力促进企业发展壮大，但前述资金不足问题影响了企业整体的研发投入。

4.3 影响财务绩效的问题分析

维维股份多年的过度多元化发展严重损害了企业价值，如果不及时进行归核化战略转型，终有一天企业会面临破产困境，因此虽然短期的归核化经营并没有给企业财务绩效带来预期的积极效应，但是从长远来看，企业选择归核化的出发点是正确的，而目前影响财务绩效表现的问题主要有以下几点：

4.3.1 缺少长期战略规划

对于任何一个企业发展战略来说，明晰确切的长期规划都是该战略达到预期效果及目标的基本保证。目前维维股份开展归核化存在的最主要的问题就是缺少明晰的长期战略规划，短期决策使企业经营不断波动，成长能力不稳定，难以在市场中确立竞争优势。维维虽然在 2013 年提出归核化发展战略，但其归核化的落实并不彻底。尽管抽离了大多数效益很差的非相关多元化业务，但对于其中一些当时热门且高收益的关联度较弱的领域并没有完全舍弃，仍然在筹措资金进行大规模投资。对于这些业务企业只看到了眼前利益，而没有充分考虑企业的长远利益，缺少对未来市场发展的恰当评估，导致经营风险加大。例如维维对房地产业的经营，由于缺乏长远考虑，经过几进几出浪费了企业的许多资源，还成为了其他业务的“拖油瓶”。同样白酒业的发展也存在类似情况，决定实施归核化战略后，维维加重了白酒产业的投入，但没有对企业能力以及行业发展做出正确判

断，只注重短期利益，未制定长期规划，导致白酒业务后期持续亏损，然后又对其进行剥离，因而资源利用水平低下。

4.3.2 业务发展顺序欠妥

对于企业来说，通过归核化战略扩张途径开展归核化经营时，核心业务与其他关联度高的业务之间的发展顺序是十分重要的。企业在进行归核化之前处于多元化困境中，没有同时发展多项业务的能力，因此归核化战略转型之初应优先确保核心业务的发展，待核心业务市场竞争力得到充分巩固后，再在其他关联度高的业务中进行选择，培养下一个有机会成为新的核心竞争力的业务。维维股份实施归核化战略的过程中并未遵循上述原则，业务发展顺序存在问题：归核化发展初期，在发展核心业务的同时，还对其他业务进行了大量的投入，分散了企业用于发展核心业务的资源，导致企业既没有建立起核心业务的竞争优势，也未能提高其他业务的经济效益。具体来看，维维股份 2013 年提出归核化战略后，并没有集中全部优势资源优先大力发展豆奶业务，而是一边巩固豆奶业务，一边加大白酒业和茶业等的投资，资源不集中且利用效率低下，以致构建的业务体系并不稳定，企业整体盈利能力未能得到有效提升。

4.3.3 筹资方式不够完善

处于过度多元化困境中的企业多面临资金匮乏的问题，开展归核化后无力支持核心业务的扩张，因此需要筹集大量资金用于后续经营。企业筹措资金最常用的方式分为股权筹资和债务筹资两种。股权筹资所得属于企业的永久性资本，财务风险较小。债务筹资需要按期还本付息，财务风险较大。维维股份为筹措资金以扩大主营业务规模，落实归核化战略，首选了利息率较小的短期借款作为主要筹资方式，且借款数额逐年增长，同时其增长幅度远大于流动资产，导致公司短期偿债能力较差，增大了财务风险。例如布局粮食产业需要大量资金投入，维维股份当时主要的资金来源方式就是短期借款，而初期建成的粮油基地需要较长时间才能带来与前期投入成正比的收益，因此会造成短期偿债能力较差的结果。除此之外，通过上文对维维股份归核化后的资产负债率、产权比率和利息保障倍数进行分析，发现其长期偿债能力也面临较大挑战。但尽管企业财务风险如此严重，

维维股份仍通过债务融资方式大量筹资，未能充分利用其他可行的筹资方式。

4.3.4 研发创新投入不足

研发创新是企业培养核心业务、巩固核心竞争力的重要举措。通过研发创新企业可以生产出满足消费者需求的更优质的产品，从而树立品牌优势，提高销量，扩大市场占有率。维维股份在实施归核化战略后加大了研发人员的引进，使企业的研发能力在一定程度上有所提高，但财务分析表明，维维股份在研发创新方面的资金投入一直处于较低水平。以 2019 年为例，研发创新投入共计 182.23 万元，仅占营业收入的 0.04%，难以对企业财务绩效的提升做出任何贡献。过低的研发创新投入将会阻碍维维股份真正走出多元化困境，提高市场竞争地位。

4.4 小结

从“四个能力”分析以及杜邦分析、企业价值分析角度对维维股份归核化发展的财务绩效进行分析发现：因为前期过度的多元化经营，企业的财务绩效表现本身已经出现了较大问题，通过几年的归核化战略转型后，豆奶业和粮油业两大业务板块财务绩效有所提高，但从企业整体的财务绩效表现来看，筹资方式依旧没有优化，财务风险仍然较大；业务发展顺序存在问题，盈利能力未能有效提升；营运能力虽有所改善但变化并不明显；缺少长期战略规划，成长能力稳定性不足；投入资本过多但收益有限，未能实现企业价值增值。

从部分关键非财务指标对维维股份实施归核化战略后的财务绩效进行分析发现：维维股份的归核化战略转型在短期内并没有提升其核心竞争力，主营的豆奶业务因为外部竞争压力较大对市场的控制力依然较弱，短期内无法提升市场地位；研发投入方面维维股份虽然增加了研发人员数量，但是并没有注入足够资金用于研发创新，导致产品缺乏竞争力，进而致使销量得不到提高，销售收入不容乐观，财务绩效表现不佳。

结合归核化战略财务绩效分析结果，回顾维维股份实施归核化战略的动因发现：（1）维维股份实施归核化战略后聚拢核心资源，聚焦大食品主业，剥离效益较差的非核心业务，回归豆奶业、乳业、粮油业等优势业务，但市场竞争压力致使其核心竞争力的提高程度不显著。（2）随着归核化的不断推进，维维股份的内

部业务组合进行了较大的调整，到 2020 年第三季度为止，企业的主要经营产品为豆奶粉、植物蛋白饮料和粮食初加工产品，而对于受外部市场环境影响较大的房地产业务和白酒业务等已经完全剥离，提高了企业对外部环境的适应性。(3) 维维股份关于归核化的相关举措使企业管理费用率与销售费用率呈现下降态势，即降低了企业的成本费用，一定程度上推动了盈利能力的改善。(4) 维维股份实行归核化后，虽然多元化程度明显降低，但由于投入资本过多而盈利水平有限，导致企业价值未能得到提升。

综上，维维股份进行归核化战略转型后，财务绩效提升效果并不明显，归核化动因未能全部实现。但从长远来看，维维股份做出的归核化战略转型决定是明智的，如果解决了影响财务绩效的问题，且顺利通过战略调整与缓冲期，日后的归核化经营就有较大可能可以提高企业财务绩效。

5 对维维股份未来发展的建议

5.1 制定长期战略规划

维维股份归核化战略转型后成长能力不稳定,企业价值得不到提高的主要问题就在于缺少长期的战略规划,因此维维在今后归核化发展过程中应该及时停下脚步,在归核化的大方针指引下,先根据企业的实际发展情况制定长期的战略规划,谋求稳定长远发展,从根本上杜绝发展到中途才发现无法持续经营的窘况,提高企业成长能力。也就是说在进行任何一个新发展阶段前或者决定扩张某一业务前,都要对企业自身能力以及外部市场情况做出正确判断,在眼前的巨大利益诱惑下保持理智,充分考虑长远利益,唯有如此,才能提高各种资源的利用效率,减少资本效用低下的情况,从而提高企业财务绩效。

5.2 优先发展核心业务

维维股份在归核化扩张途径中,由于业务发展顺序存在问题,扩张方式略激进,导致归核化发展后盈利水平未能有效改善。经中国预防医学院营养与食品卫生研究所调查发现,我国乳糖不耐受的成年人饮用牛乳后乳糖吸收不良发病率高达 86.7%,这一调查为豆奶抗击牛奶提供了重要线索,给豆奶业的发展带来了新的机遇。维维股份作为中国最先发展起来的豆奶企业,由于不适宜的过度多元化经营逐渐丧失了豆奶业的绝对领先地位,因此面对新的发展机遇,维维目前最需要做的就是及时止损,聚集公司优势资源重新优先大力发展核心业务——豆奶业,首先巩固当前占有的市场份额,其次可以通过研发新产品或打开新市场增加市场份额。核心业务对企业的健康长远发展至关重要,是企业稳定、高效经营的支柱,只有核心业务在市场上有一定影响力,才能有助于其他业务的经营。因此,维维股份现在应该适当减少其他行业的投入,优先发展豆奶业,而不是多项业务“齐头并进”,待豆奶业务的市场竞争力重新建立起来,再利用该业务形成的竞争优势进行相关业务的扩张,继续培养新的核心竞争力,构建更为稳定、更具市场空间和发展潜力的业务体系,以最大程度地提高企业盈利能力,提升市场竞争地位。

5.3 完善企业筹资方式

在前章分析中发现，维维股份实施归核化战略后，因为筹资方式单一，多采用债务筹资导致企业偿债能力较差，财务风险增大。因此维维股份需要完善筹资方式，调整资本结构，以使财务风险降低，企业综合实力得以提高。具体而言，维维股份需拓展融资方式，实现多元化融资。第一，在债务筹资方面，由于维维股份当前选择的筹资方式多为向金融机构进行长短期借款，需要定期按时偿还高额的本金和利息，因此不但风险大而且成本高。为此，建议维维股份日后尝试通过融资租赁或资产证券化等多样化的方式实现债务融资。其中融资租赁融资期限长、还款方式灵活，可以极大地减轻企业的还款压力；资产证券化在为企业提供更加有效的、低成本的筹资渠道的同时，还有助于增强企业资产的流动性，减少风险资产。第二，在股权筹资方面，维维股份应当积极利用吸收直接投资、发行股票等手段，使财务风险降低的同时提高企业的商业信誉。股权筹资相比债务筹资的明显优点在于不用在企业正常运营期内偿还，不存在还本付息的财务风险，因此企业财务风险较大时可适当选择股权筹资方式。综上，只有完善维维股份目前的筹资方式，对其融资结构进行一系列调整，才能降低维维目前筹集资金所面临的高成本和高风险。

5.4 加大产品研发力度

研发创新对企业的未来发展起着至关重要的作用，企业拥有自己的关键产品、技术或服务才能提高市场竞争地位，企业的核心竞争力也需要通过创新调整，做到独特、难以超越，以及能够适应大部分的市场客户。现如今，豆奶行业仍处于成长期阶段，据相关数据统计，当前中国牛奶加工能力超过奶源供给能力的30%—40%，奶源缺乏一直以来都是我国难以摆脱的老问题，而豆奶生产所需的大豆原料充足、成本低廉，且动、植物蛋白互补作用营养全面，也恰恰因此使豆奶业出现了出乎意料的发展契机。但就维维股份自身来看，其目前在豆奶行业的地位已大不如前，众多实力强劲竞争者的加入给豆奶业带来生机与活力的同时严重挤压了维维股份的市场份额，且维维的豆奶业务多年来并未研发出具有竞争力的创新产品，所以为突出重围，维维必须加大自己的研发投入强度，通过不断的研发创新提高原有产品品质或生产出能够满足消费者最新需求的新产品，从而扩大

产品销量，为公司创造更多利润，提高市场地位。具体来说，目前突破豆奶粉等固态奶阵营，冲击广阔的液态奶市场已经成为我国豆奶行业的共识，维维股份在今后的归核化发展过程中可以缩减部分效益较差业务的资金投入，将更多资金用于筹谋豆奶工程，加大企业液态豆奶的研发，从而增加收益，巩固企业的市场份额。

6 研究结论及不足

6.1 研究结论

维维股份从 2000 年上市以来就开始了多元化经营，从相关多元化到非相关多元化，维维的多元化步伐从未停止，直到 2013 年管理层意识到多元化程度过高已经严重影响到企业的发展，于是提出了“大农业、大粮食、大食品”的归核化战略。根据其归核化过程中对“四个能力”的分析、财务综合分析、企业价值分析，以及基于部分关键非财务指标进行的一系列分析与评价，得出如下结论：

第一，维维股份的归核化战略从 2013 年开始实施，具体实施过程为：相继出售、注销了能源业、商贸业等非核心业务的部分公司，同时新设、收购了茶业、粮油业、乳业等核心业务的有关公司，并鼎力发展豆奶业务，而对于房地产业和白酒业两大板块先扩张再收缩。维维股份进行归核化的动因有以下四点：回归优势业务，提升核心竞争力；调整内部业务组合，适应外部环境；降低成本费用，提高经营效率；降低多元化程度，提高企业价值。

第二，从财务指标和非财务指标角度对维维股份归核化战略财务绩效进行分析发现，维维股份实施归核化战略后，仅有豆奶业和粮油业财务绩效有所提高，而从企业整体来看，在短期内并没有给财务绩效带来预期的正面影响：（1）因为缺少长期确切的战略规划，导致企业成长能力不稳定，且未能实现企业价值增值；（2）由于归核化扩张途径中业务发展顺序欠妥，多项业务共同发展，导致企业盈利能力未得到提高；（3）因为筹资方式不够完善，债务筹资所占比重较高，导致企业偿债能力较差，财务风险较大；（4）由于研发创新投入不足，产品缺乏竞争力，从而使企业市场份额较低。站在长远发展角度，维维股份实施归核化战略是必然选择，待影响财务绩效的问题得到解决，且顺利通过战略调整与缓冲期，企业就有较大可能通过归核化发展提高财务绩效。

第三，为了提升企业财务绩效，对于维维股份未来的归核化经营，本文提出如下建议：制定长期战略规划，充分考虑长远利益，促进企业健康稳定发展；优先发展核心业务，提高其市场占有率，以带动其他业务协同发展；完善企业筹资方式，优化融资结构，通过多元化的筹资方式降低财务风险；加大产品研发力度，生产具有竞争力的优质产品，提升企业市场地位。

6.2 研究不足

本文研究不足之处在于只进行了一个单一案例的深入研究,虽然中间有加入同行业企业的数据进行对比,但终究只是对维维股份一家企业的归核化发展历程、动因以及其财务绩效进行了整体的研究,难以涵盖同类型上市企业的所有问题。此外,受研究时间及能力所限,本文数据主要来源为公司年报及网上公开信息,且由于2020年年报尚未发布,本文主要基于企业2019年及以前年度的财务情况进行分析,因此研究具有滞后性。最后,在进行财务分析时所选择的财务指标受主观因素作用可能会对结论产生一定影响。

二十世纪八九十年代一批大型企业相继进入多元化发展阶段,但近年来过度多元化逐渐导致越来越多的企业走向下坡路,经营效益越来越差,归核化战略已成为我国企业健康可持续发展的一大重要战略。因此如何合理实施归核化战略以使企业走出多元化困境,提升企业财务绩效是十分值得研究的,希望能有越来越多的学者关注此方面,针对不同的行业进行更有针对性的归核化财务绩效研究,为企业如何通过归核化经营改善财务绩效表现提出更多具有参考价值的建议。

参考文献

- [1] Allen J.W., Lummer S.L., Mc Connel I.J., Reed D.K. Can takeover losses explain spin-off gain?[J].Journal of Financial and Quantitative,1995,30(4):465-485.
- [2] Ansoff, H.I., Strategies for Diversification[M].Harvard Business Review, 1957:113-124.
- [3] Barney,J. Organizational Culture: Can it be a source of sustained competitive advantage.[J].Academy of Management Review,1991.
- [4] Chatterjee,S. Wernerfelt,B. The link between resources and type of diversification: Theory and evidence[J].Strategic Management Journal,1991.
- [5] Constantinos C. Markides Diversification, restructuring and economic performance[J].Strategic Management Journal,1995,16(2):101-118.
- [6] Hallie. Management control systems[M].New York: McGrawHill,2000.
- [7] Hanson,Parnell,Rapp B. On strategy and management control: the importance of classifying of the business[J].British Journal of Management,2011:11.
- [8] Hoskisson, R.E., Johnson, R.A. Corporate restructuring and strategic change: The effect on diversification strategy and R&D intensity[J]. Strategic Management Journal,1992,13(8):625—634.
- [9] Hyland, David. C., J.David Diltz. Why Firms Diversify: An Empirical Examination[J]. Financial Management,2010,(51):51-81
- [10] Hsing-Er Lin,I-Chieh Hsu,Audrey Wenhsin Hsu,Hsi-Mei Chung. Creating competitive advantages: Interactions between ambidextrous diversification strategy and contextual factors from a dynamic capability perspective[J].Technological Forecasting & Social Change,2020,154.
- [11] Lee D., Madhavan R. Divestiture and firm performance: a meta-analysis [J] .Journal of Management,2010,36(6):1345—1371.
- [12] Mayer M.C.,Stadler C.,Hautz J. The relationship between product and international diversification: The role of experience[J].Strategic Management Journal,2014,34(9):102-124.
- [13] Michelle Haynes, Steve Thompson, Mike Wright. The determinants of corporate divestment: evidence from a panel of UK firms[J].Journal of Economic Behavior & Organization,2003,(52):147-166.

- [14]Montgomery, C.A., Thomas, A.R. Divestment: Motives and gains[J]. Strategic Management Journal,1988,9:93—97.
- [15]Munoz R.M.,Sanchez De Pablo J.D.,Pena I.Linking corporate social responsibility and financial performance in Spanish firms[J].European Journal of International Management,2015,9(3):368-383
- [16]Olivier Germain. Strategic refocusing of large firms on core businesses-A process approach[J].Strategic Management Journal,2001.
- [17]Pathak S.,Hoskisson R.E.,Johnson R.A. Settling up in CEO compensation: The impact of divestiture intensity and contextual factors in refocusing firm [J].Strategic Management Journal,2014(35): 1124-1143.
- [18]Shih-Chuan Lin,Yoo Ri Kim. Diversification strategies and failure rates in the Texas lodging industry: Franchised versus company-operated hotels[J].International Journal of Hospitality Management,2020,88.
- [19]蔡键. 基于不同理论视角的归核化战略研究综述[J]. 商业时代, 2011(06): 87-89.
- [20]陈旭. 企业多元化经营的财务风险研究[J]. 财会学习, 2019(31): 84-85.
- [21]程勇, 黄建华. 多元化还是归核化?——基于企业核心资源视角的研究[J]. 科学与科学技术管理, 2009, 05: 124-129.
- [22]戴梦婷. 从核心竞争力角度分析企业多元化战略[J]. 知识经济, 2017, (14): 38-40.
- [23]董杰. 公司财务绩效评价研究[J]. 中小企业管理与科技(中旬刊), 2004(07): 74-75.
- [24]冯灿仪. 论归核化战略的收缩途径——兼谈对我国企业战略重组的启示[J]. 企业经济, 2010(9): 14-18.
- [25]付彦. 企业归核化战略的三维研究——基于资源、制度和组织经济学的视角[J]. 经济与管理研究, 2009(07): 86-91.
- [26]付彦, 徐二明, 彭诚. 企业归核化战略的市场价值效应和启示——基于中国上市公司的实证分析[J]. 经济与管理研究, 2015. 06: 121-128.
- [27]高静, 丁甜甜, 吴俊杰. 谨慎多元化: 企业多元经营与绩效研究的 Meta 分析[J]. 商业经济研究, 2020(04): 117-120.

- [28] 胡维平. 美国企业多元化经营动因的归核化因素[J]. 商业时代, 2004(08): 54-55.
- [29] 刘海建, 陈传明. 企业组织资本、战略前瞻性与企业绩效: 基于中国企业的实证研究[J]. 管理世界, 2007(05): 83-93
- [30] 刘鑫. 企业“归核化”战略及其对我国企业的启示[J]. 东北财经大学学报, 2004(05): 12-15.
- [31] 蒲明. 跨国公司归核化战略的理论探究与启示[J]. 对外经贸实务, 2007(12): 16-18.
- [32] 栾天棋, 耿晓媛, 王永德. 杜邦分析法和 EVA 结合的财务绩效评价方法研究[J]. 商场现代化, 2016(27): 181-182.
- [33] 罗德恩. 企业多元化经营的利弊分析[J]. 财经界(学术版), 2020(03): 73-74.
- [34] 祁顺生. 归核化战略[M]. 上海: 复旦大学出版社, 2002.
- [35] 山下达哉, 中村元一. 企业战略的展开[M]. 都市文化社, 1993.
- [36] 唐清泉, 李萍. 资产剥离业务重组的有效性研究[J]. 当代经济管理, 2016, 38: 14-24.
- [37] 申一飞. 我国零售企业多元化和归核化战略的选择——基于上市零售企业的实证研究[J]. 商业经济研究, 2018(12): 132-135.
- [38] 孙戈兵, 胡培. 多元化与归核化战略转换及价值效应[J]. 财经问题研究, 2013(05): 16-23
- [39] 王桂男. 归核化战略实施路径及财务效果研究[D]. 内蒙古大学, 2018.
- [40] 王海莉. 基于价值评价的企业归核化经营决策分析[J]. 企业经济, 2005(12): 61-63.
- [41] 王辉, 孔爱国. 多元化与归核化决策的自选择特征及对公司价值的影响——基于中国上市公司的研究[J]. 复旦学报(社会科学版), 2013, 55(01): 18-28.
- [42] 王兴琼. 基于归核化经营的饭店动态联盟构建[J]. 商业研究, 2005(16): 35-38.
- [43] 王秀藩. 关于 EVA 及其计算方法的探讨[J]. 会计之友, 2006(14): 33-34.
- [44] 王宗军, 杨琳. 基于 EVA 的上市公司绩效评价的实证研究[J]. 武汉理工大学学报(信息与管理工程版), 2005(01): 197-201.

- [45] 魏光兴, 彭赞. 归核化战略及其实施方式和时机选择[J]. 重庆交通学院学报(社会科学版), 2004(02): 46-48.
- [46] 席思国. 企业归核化战略及其对我国企业的启示[J]. 南开管理评论, 2002(06): 35-38.
- [47] 肖海莲, 巫岑. 归核化、R&D 投资与企业绩效[J]. 管理现代化, 2016, 36(04): 70-74.
- [48] 杨春秀. 多元化发展战略下企业财务风险的控制分析[J]. 财会学习, 2019(32): 43+45.
- [49] 杨富. 企业绩效研究评述比较与展望[J]. 会计之友, 2016(03): 18-21.
- [50] 杨继福. 论归核化战略基本途径对我国企业重组的启示——以万科集团的归核化战略为例[J]. 哈尔滨商业大学学报(社会科学版), 2010(05): 79-83.
- [51] 曾佳琦. 企业归核化战略实施动因、路径及效应研究[D]. 浙江工商大学, 2020.
- [52] 张画眉. 归核化战略下企业内部资本市场运作——以云南白药为例[J]. 财会通讯, 2019(26): 8-11.
- [53] 赵勋, 傅贤治. 多元化、归核化对企业绩效的影响[J]. 合作经济与科技, 2016(08): 92-94.
- [54] 周杰, 薛有志. 基于归核化战略实施保障的公司治理优化研究——来自董事会结构的经验证据[J]. 管理评论, 2012, 24(10): 125-132.
- [55] 周茜, 胡玉明, 陈晓敏. 归核化能否提升企业绩效: 基于中国资本市场的经验研究[J]. 财会通讯, 2012, (3). 111-115.
- [56] 周勇, 刘琦. 试论企业多元化战略与归核化战略的相机抉择[J]. 商场现代化, 2009.
- [57] 朱秀峰. 企业核心能力与归核化战略研究[J]. 领导科学, 2012(20): 54-56.

后记

寥寥三年，时光飞逝，参加考研复试的情景还在眼前，如今却已经完成了毕业论文准备毕业参加工作了，内心略有紧张与期待，更多的则是感谢。

感谢我的导师在我论文撰写过程中给予的悉心指导，从论文的选题、开题，到之后的撰写、定稿，每一个环节他都不辞辛苦地多次与我沟通，提出中肯的修改意见，为此牺牲了很多自己的休息时间，在此向老师致以我最真挚的感激之情；感谢所有为此篇论文提出宝贵修改意见的老师，是你们的建议让我的写作过程更加顺利、论文内容更加饱满；感谢在兰财三年学习期间的所有老师对我的知识传授以及素养教育，是你们不计回报的辛勤培育丰富了我的知识体系，提升了的人格素养；感谢师门的兄弟姐妹们和我可爱的室友们对我的关怀和帮助，是你们的陪伴与理解给我留下了一段精彩丰富的成长之旅；感谢所有给予我力量的朋友和家人，是你们的鼓励和关心使我能够专心于学业；感谢我的男朋友王文成，是你一直以来的陪伴与支持使我勇往直前；感谢所有进行归核化财务绩效研究的学者和师长，是你们的启发和帮助使我能够顺利完成论文的撰写。

我天资愚笨，却也坚信勤能补拙，确定了选题后就开始收集资料，全心投入到论文的撰写中，这一过程是坎坷的，结果却是充满成就感的。我坚信经受过毕业论文考验的我，在今后的学习、工作、生活中将会愈战愈勇，再一次郑重地感谢大家对我的关心与帮助！