

分类号 F23/640
U D C _____

密级 公开
编号 10741



硕士学位论文

(专业学位)

论文题目 全产业链商业模式下财务战略研究—以圣农发展为例

研究生姓名: 林航

指导教师姓名、职称: 郭恒泰 教授 姜新录 注册税务师

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： 林航 签字日期： 2021.6.2

导师签名： 郭四喜 签字日期： 2021.6.5

导师(校外)签名： 姜新录 签字日期： 2021.6.12

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： 林航 签字日期： 2021.6.2

导师签名： 郭四喜 签字日期： 2021.6.5

导师(校外)签名： 姜新录 签字日期： 2021.6.12

Research on financial strategy of under the business model of Shengnong with the whole industry chain

Candidate : Lin Hang

Supervisor: Guo Hengtai Jiang Xinlu

摘 要

随着全球经济一体化和人们对食品安全的格外关注，使食品生产企业面临着诸多的机遇与挑战。他们不仅要关注竞争对手和自身的生存环境，而且还要重新审视自身的产业链；不仅要关注自身的发展，还要兼顾产业链上游及下游动态，只有如此，才能加强抗风险能力，确保产品质量，使企业能够在竞争中处于不败之地。圣农发展正是基于此种考量，构建了“全产业链商业模式”，将企业的产业链不断延伸，并实施与之匹配的财务战略。如此，既规避了风险，又使自身财务绩效不断提升。

文章选取我国肉鸡产业龙头圣农发展作为案例企业，以商业模式、财务战略相关理论为指导，选取圣农发展 2012—2019 年的相关数据资料进行分析。首先，对圣农发展的全产业链商业模式进行具体分析，主要从其选择的动因、实施的主要内容两方面。其次，具体研究全产业链商业模式如何驱动财务战略，且财务战略又如何推动商业模式落地。再运用绩效分析法，对圣农发展的财务绩效及非财务绩效进行分析，以此评价圣农发展在全产业链商业模式驱动下的财务战略的实施效果。最后总结研究结论与启示，得出全产业链商业模式需要合适的财务战略予以配合，并且两者对圣农发展的财务绩效有着积极的促进作用。

文章通过对圣农发展全产业链商业模式下财务战略研究，可以发现圣农发展全产业链商业模式有效驱动了其财务战略的实施，投资战略、融资战略、营运资本战略与股利分配战略之间相互驱动配合，共同促进圣农发展构建全产业链商业模式，最终实现价值创造。

关键词：圣农发展 全产业链商业模式 财务战略 财务绩效

Abstract

With the integration of the global economy and people's special attention to food safety, food manufacturers are facing many opportunities and challenges. They must not only pay attention to competitors and their own living environment, but also re-examine their own industrial chain; not only pay attention to their own development, but also take into account the upstream and downstream dynamics of the industrial chain. Only in this way can they strengthen their anti-risk capabilities and ensure products. Quality enables companies to remain invincible in the competition. Based on this consideration, Shengnong Development has constructed a "full-industry chain business model", continuously extending the company's industrial chain, and implementing a suitable financial strategy to cooperate. In this way, it not only avoids risks, but also enables its own financial performance constantly improving.

The article selects Shengnong Development, a leader in my country's broiler industry, as a case enterprise, guided by the relevant theories of business models and financial strategies, and selects relevant data of Shengnong Development from 2012 to 2019 for analysis. First of all, a detailed analysis of the business model of the entire industrial chain developed by Shengnong is mainly from two aspects: the motivation of its choice and the main content of its implementation. Secondly, it specifically studies how the business model of the entire industry chain drives financial strategy, and how financial strategy promotes the implementation of business models. Then use the performance analysis method to analyze the financial performance and non-financial performance of Shengnong Development, in order to evaluate the implementation effect of the financial strategy of Shengnong Development driven by the business model of the whole industry chain. Finally, summarizing the research conclusions and enlightenment, it is concluded that the business model of the entire industry chain needs appropriate financial strategies to cooperate, and both have a positive role in promoting the financial performance of Shengnong Development.

Through the study of the financial strategy under the business model of

Shengnong Development of the entire industry chain, the paper can find that Shengnong Development of the business model of the entire industry chain effectively drives the implementation of its financial strategy. Investment strategy, financing strategy, working capital strategy and dividend distribution strategy drive and cooperate with each other, jointly promote the development of Shengnong, build a business model for the entire industry chain, and ultimately realize value creation.

Keywords: Shengnong Development; Business model of the whole industry chain; Financial strategy; Financial performance

目 录

1 绪论	1
1.1 研究背景.....	1
1.2 研究意义.....	1
1.3 国内外研究现状.....	2
1.3.1 商业模式的研究现状	2
1.3.2 财务战略的研究现状	4
1.3.3 商业模式与财务战略的研究现状	7
1.3.4 研究文献评述	7
1.4 研究方法和内容.....	8
1.4.1 研究方法	8
1.4.2 研究内容	8
2 相关概念与理论基础	10
2.1 相关概念.....	10
2.1.1 产业链	10
2.1.2 全产业链商业模式	10
2.2 理论基础.....	10
2.2.1 交易费用理论	10
2.2.2 财务战略理论	11
2.2.3 财务绩效理论	11
3 圣农发展案例介绍	13
3.1 圣农发展基本情况.....	13
3.2 圣农发展所在行业概况.....	13
3.3 圣农发展全产业链商业模式选择.....	13
3.3.1 圣农发展全产业链商业模式选择动因	13
3.3.2 圣农发展全产业链商业模式实施主要内容	16
3.4 圣农发展 SWOT 分析.....	16

4 圣农发展财务战略分析	19
4.1 投资战略分析	19
4.1.1 扩张型高额投资	19
4.1.2 持续投资并购，构建全产业链	21
4.1.3 以价值导向为核心	21
4.2 融资战略分析	23
4.2.1 债务融资	23
4.2.2 商业信用融资	24
4.2.3 股权融资	26
4.3 营运资本战略分析	27
4.3.1 营运资本情况	27
4.3.2 现金流情况	28
4.3.3 应收应付项目情况	29
4.3.4 存货管理情况	30
4.4 股利分配战略分析	30
4.5 小结	31
5 圣农发展财务战略实施效果评价	33
5.1 传统财务绩效评价	33
5.1.1 盈利能力状况	33
5.1.2 经营增长状况	35
5.1.3 资产质量状况	37
5.1.4 债务风险状况	39
5.2 EVA 财务绩效评价	40
5.3 非财务绩效评价	43
5.3.1 市场份额	43
5.3.2 技术研发	44
6 研究结论与启示	46
6.1 研究结论	46
6.1.1 圣农发展全产业链商业模式顺应时代潮流	46

6.1.2 圣农发展财务战略整体支持全产业链商业模式发展	46
6.1.3 现金股利政策过度激进，影响全产业链商业模式发展	47
6.1.4 全产业链商业模式构建完成，盈利能力不断提高	47
6.2 研究启示	47
6.2.1 财务战略的制定要符合商业模式的要求	47
6.2.2 规避资金流紧张的风险	48
6.2.3 全产业链提高经营稳定性	48
参考文献	50
后记	53

1 绪 论

1.1 研究背景

食品安全问题逐渐被社会公众重视,尤其是 2012 年以来,“速成鸡”、“H7N9”等一系列事件的爆发,致使政府和民众对食品安全关注度不断提升。中国肉鸡产业经过 30 多年的发展已经进入到了转型升级的关键时期。企业通过实施全产业链开始渗入上下游产业链,以此提高企业在市场中的竞争力。

企业间的竞争很大程度上可以说是商业模式的竞争,与企业长期发展目标一致的商业模式有利于企业高效利用优势资源,提高企业的市场竞争地位,实现价值创造。反之,与其目标背离的商业模式会对企业的发展造成不利影响。因此,对于企业的长期发展来说,选择与内外部环境相适应的商业模式是重中之重。不同的商业模式需要不同的财务战略配合,适配的财务战略能够促进商业模式的落地,两者驱动配合,促进企业实现价值增值。然而,通过对目前已有的相关文献梳理来看,很少有将两者紧密结合在一起研究,有价值的文献更是寥若星辰。

圣农发展在商业模式创新发展的探索过程中,根据行业特点与市场环境选择构建全产业链商业模式,并在受其驱动下实施行之有效的财务战略,最终推动企业成功构建全产业链商业模式,实现了企业价值的提升。圣农发展作为成功的案例为日后的相关研究提供了一个很好的参考样本,且其商业模式与财务战略两者的选择配合也对其它企业发展具有一定的借鉴意义。

1.2 研究意义

目前尽管国内外学者对于全产业链的探讨有很多,但是还未形成一个统一的观点。同时,目前对于全产业链商业模式与财务战略两者之间关系的研究较少。因此,文章对圣农发展全产业链商业模式下的财务战略进行研究,其具体意义体现在以下两个方面。

(1) 理论意义

养殖业与人们的日常生活息息相关,食品安全是人民生命安全的重要保障。

我国养殖业缺乏市场集中度与标准化，如果企业不与时俱进很容易遭到重大打击。圣农发展属于养殖业的龙头企业，其在 2012 年提出构建全产业链商业模式，构建完成之后，企业的业绩不断提高。因此，文章研究圣农发展全产业链商业模式下的财务战略，并对其实施效果进行分析评价，对以后的相关研究具有一定的理论意义。

（2）现实意义

近年来，除了农业，诸如钢铁行业、煤炭行业、文化行业、旅游行业等等也陆续开始探索构建全产业链商业模式，可以看出，全产业链商业模式已经成为企业提高竞争力的有效手段之一。本人以圣农发展为案例公司，对其全产业链商业模式下的财务战略进行研究，并对其运作绩效进行分析评价，希望能够为其他企业应用全产业链商业模式及该模式下的财务战略实施提供借鉴。

1.3 国内外研究现状

1.3.1 商业模式的研究现状

（1）商业模式定义

商业模式(BusinessModel)，作为文献正文的内容，最早 Bellman 和 Clark (1957) 发表在《运营研究》期刊上的《论多阶段、多局中人商业博弈的构建》一文中。随后，商业模式逐渐受到学者们关注，很快变成了一个新兴的研究课题，主要研究内容是定义、构成、结构体系等方面，直至今日，商业模式仍然是学术界研究的重点话题。

商业模式的定义是什么，学术界百家争鸣，尚未形成一个统一的观点。大部分学者从经济学的角度出发，认为商业模式是能够实现企业利润最大化的方法，这一观点被认为是最早对商业模式定义的看法。国外学者持此观点的为数众多。Bossidy, Larry and Ram Charan(2002)认为商业模式表明了企业如何创造价值，市场环境与企业的盈利又存在何种的联系。MezgerF(2014)认为商业模式是揭示企业通过自身及其合作伙伴网络来形成目标客户群体，降低客户关系成本，以此进行价值创造来取得持续的现金流。GerasymenkoV(2015)认为商业模式主要是企业管理层受到外部环境驱动，由此来制定治理体系、提升自身核心竞争力等一种

手段。Thorsten Helms(2016)认为商业模式其实就是通过所交易的产品或者服务、交易的模式和组织架构所共同形成的价值网络来增加经济价值的一种手段。

关于商业模式的定义,国内研究百花齐放,观点尚未达成一致。吴晓波,赵子溢(2017)提出在如今的互联网时代,商业平台化下的目标客户群体、长期发展目标、价值创造三者的协同配合方法就是商业模式。刘凯宁,樊治平(2017)认为企业组织架构、目标客户群体、核心合作者三者间关系就是商业模式。罗兴武等人(2017)认为商业模式本质上是一种战略活动计划,其目的是为了改善现金流、凝聚优势资源和核心能力、完善业务网络、运用行之有效的盈利模式,以此来创造价值。范英杰等(2018)认为商业模式实际上是一种与公司相关的利益相关者间的协调关系。林霆(2019)认为商业模式其实是能够区分出企业有价值的生产经营活动并能进行标准化复制的价值创造系统与关系协调机制,其本质是价值创造的过程。

(2) 商业模式构成要素

随着商业模式研究的不断深入,学者们开始不再拘泥于对概念定义的探究,开始逐渐关注于它的构成要素。从对相关文献的研究和总结可以看出,不同角度的商业模式定义研究可能会影响其后续对各种构成要素的研究,由此得出商业模式的各种构成要素组合。通过对国内外相关文献研究成果的比较,可以得出国外学者对于商业模式构成要素的探索要更早于国内学者,且其理论成果也较为成熟。GrayHame(2000)认为商业模式的重点和关键组织构成要素应该主要包括消费者和企业之间的交易关系、企业长远发展目标、企业所构成的核心价值观体系与目标顾客群体。Tucci(2003)重点是对商业模式的关键构成要素实现了进一步的细化和补充,提出了客户群、定位、盈利来源、竞争优势、业务范围、经营活动、价值创造七大要素。Johnson(2010)对现有研究的观点进行梳理,将商业模式的构成要素总结为四大部分,即消费者价值、竞争手段、创造过程与盈利方式。Casadesus Masanell R(2013)从目标顾客群体、发展战略、价值创造流程三大基础要素出发构建模型,从而得出商业模式具有顾客、战略、优势、价值等要素。

国内学者在对国外构成要素的相关文献进行梳理的基础上,提出了各自的观点,虽然较晚但仍是百家争鸣。孟韬等(2014)认为对商业模式构成要素的研究应该模式化,不但要反映商业模式由那些要素构成,而且要明确各个要素之

间的关系。张越、赵树宽(2014)着眼于企业价值创造的过程,提出商业模式应当包括产品、目标客户群体、资源分配原则、生产经营过程、价值链活动这五大要素。

(3) 商业模式结构体系

国外学者对商业模式结构体系的研究观点主要包括以下观点: Hamel(2000)提出“桥梁”模型,将商业模式结构划分成四大模块,分别为顾客网络、发展战略、核心优势、价值网络,每一个模块又由各种要素构成,从而形成了完善的结构体系。Osterwalder(2005)贝U提出商业模式结构体系应当包含九大要素,企业通过各个要素间的协同配合来支持其生产经营活动。

虽然国内对于商业模式结构的研究起步较晚,但是发展很快,各种理论观点层出不穷。吴晓波等(2013)选择了阿里巴巴集团作为其研究的案例公司,构建了商业模式创新和科技创新两者的结构关系模型,揭示了它们两个之间的共演关系与共演阶段。刘广启(2014)构建了“4-8”多层次结构性模型,并建立了能够用于商业模式创新效果评价的相关指标体系。他之后选取了亚马逊为案例公司来研究,结果表明该模型以及其相关的评价指标体系具有一定的现实指导意义。张永安、吴屹然(2015)在张婷婷、原磊两人的“3-4-8”商业模式归类体系和价值创造理论的基础上构建了用于互联网公司商业模式研究的价值创造模块化的模型,其之后选取了腾讯公司来研究该公司不同发展阶段商业模式创新的方法和成效,进而总结得出商业模式进行模块化创新能够对企业价值创造形成的影响。纪慧生(2015)基于方孜等人的“5P4F”商业模式分析结构模型,提出了一个新的分析结构模型“3C4F5P6V”,并选取了腾讯公司作为案例对象,对其进行互联网公司关于商业模式创新的案例研究。

通过对于现在已有的文献梳理研究来看,学者们对于商业模式的研究,先是从它的内在含义开始,逐渐深入,再到对它构成要素的研究,随后发展到对它的结构体系,影响机理的研究,由浅入深,循序渐进,不断发展完善对商业模式的理论研究。

1.3.2 财务战略的研究现状

1976年美国专家安索夫教授第一次在其著作中提出“企业战略管理”这一

词，再之后以 Tom Copeland 作为代表的国外学者们不断的进行探索研究，丰富其内涵。企业战略管理基本理论经过 20 多年的发展，学者们将企业财务与战略这两者有机的结合在一起，认为这对企业的经营和发展产生非常大的影响。在国外，企业财务战略管理的相关理论与实践都得到了较快的发展。许多国外学者基于不同的研究角度来界定企业财务战略的定义，尽管这些定义相互之间有着不少的差别，但是大部分学者都是先从职能战略出发，再研究战略管理该如何实施。大多数对于财务职能的研究是从财务效果出发，例如 Fred. R. David (1985) 总结了不同的企业财务对企业的影响，以此得出应当如何实施合适的企业战略。C. H. John (1985) 在对企业的财务战略进行研究后得出，它是企业根据内外部环境制定的能够促进企业发展和应对市场竞争的资本结构和资金安排。该学者对财务战略的研究不断深入，还得出行之有效的财务战略应当包括合理的财务杠杆、正确的资金安排与费用预算、稳定的资金来源等。

国外学者普遍肯定财务战略在企业发展过程具有十分重要的影响，认为合理的财务战略能够有利于企业降低风险，促进其持续向好发展。Justin Pettit (2008) 从投资银行的研究角度出发，通过分析总结在 2008 年世界金融危机下大企业暴露出的财务问题，肯定了企业制定合理的财务战略的必要性。Luis Sanz (2016) 选取医院作为研究对象以此来研究财务战略、经营战略两者之间的相互驱动关系。他通过研究得出以下结论：一、随着科技水平的不断上升，不仅使得医院的医疗技术水平得到了较大的发展，还使得医院的财务信息软件系统不断升级完善。二、财务战略对于驱动医院经营战略目标实现的效果愈发显著，制定实施科学、合理的财务战略能够有利于医院持续向好发展。Brent D. Wilson 等人 (2016) 通过研究认为财务战略能够帮助企业对其生产经营方向与其财务风险进行合理控制，从而使得企业能够在其生产经营的过程中能够有效的应对风险和降低风险。Rajesh Kumar (2017) 认为企业进行积极的财务战略管理不但能够促进企业财务状况的改善而且能够推动其内部控制水平的提高。

关于该如何制定合理有效的财务战略来促进企业发展这一方面，Ruth Bender、Keith Ward (2013) 通过研究认为企业财务战略是基于企业的长期发展目标以及总体竞争战略来制定的一种能够高效的筹集、使用资金的战略。他们认为积极有效且得到实施的财务战略能够与总体竞争战略相辅相成，为企业长期发

展提供资本，能够推动企业进行价值创造。Alexey (2016) 选取了特定的案例企业进行研究提出制定科学合理的财务战略要从降低企业外部有息负债率、提高企业内部筹资水平，减少财务风险、提高股东及管理者的积极性的角度出发。同时，他认为科学合理的财务战略能够有助于企业长期发展目标的实现，提高企业价值。

国内学者普遍肯定了财务战略对于企业发展的重要性。杜耀波 (2013) 认为财务战略属于企业总体竞争战略的关键组成部分，管理者必须认识到合理高效的财务战略的制定与实施对推动企业可持续发展的重要性。郭复初教授 (2017) 认为财务战略能够根据企业自身的发展目标对其日常的经营活动进行合理有效的指导，对于企业实现发展目标具有重要作用。庄学敏 (2017) 选取华为公司进行案例研究，提出在科学技术不断创新发展的情况下，公司的经营战略不再一成不变，科学适配的财务战略对于企业的发展至关重要。

在如何制定科学的财务战略方面，黎精明、兰飞和石友蓉 (2017) 指出企业的财务活动与其日常经营管理活动两者之间有着密不可分的联系，因此在制定财务战略时应当要与战略管理思维相结合。李进 (2017) 提出科学、正确的财务战略应当结合企业实际具体情况，发挥财务战略的作用，实现财务管理的目标，能增强企业的竞争实力。王满与何新宇 (2017) 指出新常态经济环境下，由于行业和竞争结构不同，具体企业的财务战略发展方向不同。企业在财务战略转型过程中需要关注财务安全、风险控制等，充分发挥财务战略的职能效用，从而有助于企业发展。

在对具体企业的财务战略研究中，张帆 (2018) 选取了乐心公司作为案例公司，先是通过不同的分析方法来研究企业财务战略的内外部环境，再通过道斯矩阵将其财务战略的分析结论置于矩阵中进行总结归纳，最后结合战略目标制定其财务战略，并提出相应的针对性的措施。马艳 (2018) 选取了海澜之家作为案例对象，先是从企业的经营现状以及内外部财务战略环境来分析，再把企业目前的商业模式与财务战略有机的联结起来以此来动态分析财务战略是否与企业当前情况适配，最后评价其实施效果，并得出相应的启示与结论，希望能够为其他企业提供借鉴意义。

1.3.3 商业模式与财务战略的研究现状

Zott, C. et al (2008) 认为企业的财务战略和商业模式两者能够相互驱动配合最终影响其财务绩效。Casadesus-Masanell, et al (2010) 通过研究认为, 企业的发展战略、财务战略、商业模式三者之间存在着紧密的联系, 企业要对它们要有足够的重视, 要用动态发展的眼光去看待它们。Tellis, GJ (2016) 认为商业模式与财务战略两者之间是互相依存联系的, 它们共同受到企业的战略要素影响, 即外部的市场环境、资源优势、生产经营模式。

戴天婧等 (2012) 认为企业的商业模式受到其自身财务战略的驱动影响。企业要从内外部环境出发以此来制定自身的财务战略, 并通过投资战略、融资战略来形成充足稳定的现金流结构, 以此来驱动其自身商业模式的构建成果。在他们文章中的商业模式是狭义的, 认为这是一种生产经营的手段和路径, 即盈利模式。郭永昊、龚如峰 (2019) 认为企业的财务战略能够驱动和支持其商业模式的构建与价值创造, 且不同的商业模式需要选择不同的财务战略, 需要有动态发展的目光。胡小艺 (2019) 认为企业的盈利模式是基于其自身的财务战略发挥作用的, 并且企业应该先从其自身的资源优势和内外部环境出发来确定企业的长期目标, 然后再根据目标制定自身的财务战略。

1.3.4 研究文献评述

从对商业模式、财务战略两者的文献梳理结果来看, 国内外学者的研究视角主要是从单个视角的角度进行研究。学者们鲜有将两者有机结合起来, 以此来研究两者之间的驱动影响机理, 以及两者的匹配程度又会对企业价值造成何种影响。

由于全产业链商业模式提出时间并不长, 所以不管是国外或者是国内都很少从财务战略视角出发来探究全产业链商业模式, 对在两者相互驱动影响之下的企业绩效的好坏, 更是少有研究, 并且基于具体企业的全产业链商业模式案例研究也是寥若星辰。因此, 研究全产业链商业模式下的财务战略是很有意义的。

1.4 研究方法和内容

1.4.1 研究方法

文章采用的研究方法主要为文献研究法及案例分析法。

文献研究法主要先是阅读整理国内外专家学者发表的有关商业模式与企业财务战略的相关文献，再针对其所研究的重点问题进行梳理，最后针对国内外相关文献的研究结论和数据进行归纳总结，以期能够对文章起到理论指导意义。

案例分析法是文章所采用的主要研究方法，选取圣农发展作为文章的研究案例，先是介绍其构建的全产业链商业模式，然后分析其实施的财务战略是如何推动商业模式的落地，再通过绩效分析对其实施效果进行评价，最后总结结论与启示，既是为了对之前的理论研究进行验证，也是希望能够为其它企业提供一定的借鉴意义。

1.4.2 研究内容

本文通过七个部分来研究圣农发展全产业链商业模式下财务战略：

第一部分：绪论。主要介绍本文的研究背景与研究意义，梳理国内外的相关文献并进行总结归纳，明确本文的研究方法和研究内容。

第二部分：相关概念与理论基础。介绍产业链、全产业链商业模式与交易费用理论、协同效应理论、财务战略理论、财务绩效理论相关概念与理论，为文章撰写打下基础。

第三部分：案例公司介绍。介绍圣农发展所在行业情况、圣农发展概况，并对其财务战略环境进行分析，同时介绍圣农发展全产业链商业模式实施内容。

第四部分：圣农发展全产业链商业模式下财务战略实施分析。本部分主要从财务战略的四个方面对该企业的财务战略进行分析。

第五部分：圣农发展财务战略实施效果评价。本部分从财务绩效与非财务绩效入手。财务绩效评价部分主要是通过《企业绩效评价标准值》一书中的财务绩效评价评价指标和 EVA 进行分析评价。非财务绩效评价部分主要选取市场份额、研发投入来评价。通过这两方面的分析以此达到对圣农发展财务战略实施的效果进行

评价，借此找出其优劣之处。

第六部分：研究结论与启示。圣农发展全产业链商业模式下财务战略的研究结论与研究启示。

2 相关概念与理论基础

2.1 相关概念

2.1.1 产业链

产业链可分为狭义、广义的产业链两种。狭义的产业链一般指的是从原料到产品产出的生产环节闭环。广义的产业链指的是基于生产环节尽量地向上下游的产业链延伸。产业链的最上游可以延伸至支持性产业和生产研发，最下游则可以延伸到产品终端销售。产业链的本质是各产业内的企业存在某种联系而相互联结。从经济学的视角来看，产业链其实是凭借一定的技术和经济关联关系，按照某种既定的逻辑关系以及时间顺序形成的链条式的联结形态。

2.1.2 全产业链商业模式

全产业链商业模式即是指企业从自身的产业环节出发，对上下游的产业链进行延伸和整合。简而言之，全产业链商业模式就是将产品的原材料提供、研发生产、产品运输以及终端销售等上下游产业链有机整合的经济活动组织行为。全产业链商业模式最核心的环节是上游的原材料供应和研发以及下游的终端销售，对于上游产业链的把控更为重要。企业将产业链的上下游有机整合成一个整体，将产业链下游的终端市场状况和消费者需求，通过市场需求传递机制和企业的生产计划传递给上游环节，使得上下游产业链形成一个以市场、消费者需求为导向的闭环。

2.2 理论基础

2.2.1 交易费用理论

交易费用理论最初是由科斯在其《企业的性质》书中提出，这个理论主要是从新制度经济学的角度出发认为企业是为了有效节约交易费用而应运而生的。他

认为通过市场安排劳动分工与通过企业安排劳动分工相比,会形成较高的交易费用,因此应选择企业的组织形式。在此之后,威廉姆森对交易费用产生的原因进行了进一步的研究,他认为影响交易费用的因素可以分为两组:第一组归类为“交易的因素”,即市场的不可控性、潜在竞争对手的人数、交易商品的技术本质;第二组归类为“人的因素”,指的是有限理性行为和机会主义。这也间接表明了,当经济活动运行存在上述影响因素时,通过企业这一经济组织形式可以在一定程度上减少交易费用。

交易费用理论认为,通过产业链不断向上向下延伸形成的全产业链,能够使得市场交易的组织活动被企业组织活动所代替,以此交易费用能够得到一定程度的节约。不过,通过这种方式对交易费用的节约并不是无止境的,企业组织交易成本会随着其规模的扩大而提高。只有企业组织交易费用低于市场组织交易费用时,这个企业组织替代市场才是有意义的。由于交易费用影响因素的存在,使得市场组织交易活动存在着相对较高的交易费用,而通过构建全产业链形成的有机闭环能够很好的降低某些因素引起的交易费用。圣农发展正是基于此,2012年提出“全产业链商业模式”,希望构建从上游育种研发、饲料生产一直延伸到下游的终端销售的全产业链,以此达到降低交易费用,加强产业环节控制的目的。

2.2.2 财务战略理论

财务战略是指以实现企业可持续发展为目标,为谋求企业总体战略与激励制度相吻合的筹划。它主要从企业的总体战略出发,进行长期性和全局性的计划,使得企业资本能够达到合理有效的运用。财务战略的计划实施需要一个全局性的考量,从企业内外部的环境出发,结合自身的发展战略目标,使得对资本的筹集、管理及分配达到有机的协调,以此实现企业价值最大化。财务战略的内容主要可以分为两大部分:一部分指的是对货币资金、应收账款、存货等企业日常经营活动的资金管理;另一部分是对企业的筹资活动、投资活动、收益分配活动等非日常经营活动所需资金的计划管理。

2.2.3 财务绩效理论

文章将通过参考国务院国资委所撰写的《企业绩效评价标准值》一书中主要

是针对畜牧养殖业这个行业而设计的财务绩效评价体系,从中选择一些适当的评价指标,以此来对圣农发展做出绩效评价。

经济增加值(EVA)是一种用来评价企业经营业绩的评价指标。它的计算公式为经济增加值(EVA)=税后净营业利润(NOPAT)-投入全部资本(TC)*加权平均资本率(WACC)。因此它被认为是一种能够衡量企业经营管理效率和资本利用度的综合性指标。EVA 业绩评价与净利润业绩评价相比考虑了股权的资本成本,同时一系列的项目调整使得会计信息更加客观,使得企业的经营业绩能够得到较为真实的反映。企业对管理层建立以 EVA 为核心内容的业绩考核制度,能够使得管理层重视全部资本的利用率,充分利用资本,在日常的经营决策中能够不局限于眼前的利益而应更加放眼于未来的发展。

首先,EVA 业绩评价指标适合于资本总额较大的企业,由此才能够更好的评价其资本利用效率。其次,EVA 业绩评价指标并非适用企业发展的任何阶段,其更适合企业发展的成熟阶段,在该阶段能够更好的评价企业整体的真实业绩。圣农发展成立至今将近 30 年,上市已将近 10 年,目前处于成熟阶段,并且在行业内只有其构建完成了全产业链,因此通过 EVA 业绩综合评价指标才能够较为真实地直观反映其整体经营业绩。

3 圣农发展案例介绍

3.1 圣农发展基本情况

圣农发展创建于 1983 年，并在 2000 年在深交所上市，其深耕于白羽肉鸡产业三十多年，一直坚持用科学的发展观作为公司的指导思想，在发展的过程中不断的改革创新，已经构建完成从上游种源研发、饲料生产到下游的鸡肉食品销售的全产业链，具有在同产业内现代化水平高、规模大、产品质量好的特点。

3.2 圣农发展所在行业概况

我国虽然是肉类生产消费的大国，但是肉类制品消费总量却大概只有肉类的消费总量的 20%，与国外普遍比例 45%以上相比，存在着不小的差距。目前，我国肉类制品行业正呈现出未来发展的空间大、市场集中度低、规模化水平不高的特点。圣农发展属于白羽肉鸡养殖及肉类食品深加工行业。中国的白羽肉鸡养殖起步于上世纪的七十年代，到如今是我国农业生产中相对具有现代化、标准化生产的新型产业。随着经济发展水平的不断提高和人们消费理念的不断升级，消费者不再仅仅满足于温饱而是更加关注于食品质量，因此对于营养丰富、食用方便快捷、绿色安全的肉类制品需求不断增加。在各种肉类产品之中，鸡肉凭借其蛋白质含量高、脂肪少、热量较低及养殖周期短、饲料利用率高、经济投入回报率高等优势，现如今已经成为我国肉类消费总量占比第二的肉类，且每年的占比比重不断增加，未来具有广阔的发展空间。

3.3 圣农发展全产业链商业模式选择

3.3.1 圣农发展全产业链商业模式选择动因

自 2012 年圣农发展提出构建全产业链商业模式以来，其持续投资并购上下游产业链，到目前为止，已经构建完成了从上游种源研发、饲料生产到肉鸡养殖再到下游食品加工、终端销售的全产业链。圣农发展选择全产业链商业模式是其

审时度势，根据内外部环境做出的明智之举，其选择动因有如下五点。

（1）控制全环节，把控质量

随着社会经济水平的提高，人们对食物的要求不再是果腹而是更加关注于食品质量。近些年，“瘦肉精”、“速成鸡”等负面问题的暴露引发了人们对肉类食品安全的担忧，极大挫伤了消费者的购买积极性，肉鸡消费市场遭受重大打击。同时，食品安全问题的愈发严重，政府对于食品安全方面也越来越重视，制定了严格的相关法规与政策。正是基于此，圣农发展决定将整个上下游的生产经营全都处于自己的控制之下，增加防疫防控水平，提高产品质量。肉鸡养殖的源头应当是种源的研发，一开始的种源处于“卡脖子”的境地，全都受制于国外。2019年，圣农发展种源研发取得突破，成功打破了受制于国外的不利局面，能够有效的从源头控制产品质量。当圣农发展向下游食品加工、销售产业链延伸之后，其就能控制从源头到餐桌的全部环节，能够有效把控食品的质量，减少外界干扰。因此该产品的达标程度、药残质量标准，都将远远强于普通的竞争对手。优质的品质所带来的良好口碑能够使其获得较好的品牌溢价，有利于企业的长远发展。

（2）提高防疫防控水平

白羽肉鸡养殖行业在发展中会遇到各种威胁和挑战，其中最为严重且具有不确定性的挑战就是禽流感。我国曾多次爆发禽流感，近十年就出现三次大规模的禽流感，这给整个养殖业都带来了极大的损失。据统计，近三次大规模禽流感总共使我国禽类养殖业损失近上千亿元，不仅如此，由于其爆发时间长，影响范围广，又急剧容易传染给其他物种，导致其一旦出现就很难控制。因此，如果想要降低禽流感带来的损失，必须从源头抓起，提高鸡苗的质量。圣农发展建立全产业链布局后，可以从其上游产业链出发，严格控制鸡苗的繁育过程，利用专门的疫苗注射技术，如胚内注射鸡苗，使种鸡从蛋壳孵化后就具有抗病毒的免疫力。此外，这种注射疫苗的方式能够有效避免种鸡孵化后期对于疫苗的浪费，一定程度上还可以避免鸡苗在繁育过程中受到外界污染。同时，企业还可以自行建造饲料厂，自行研发适合种鸡的鸡饲料，通过对鸡饲料的严格把控，积极调整饲料的配方，如加入预防鸡瘟的药，以期防御突然来袭的禽流感。总的来说，利用全产业链发展模式，圣农发展可以将生产的各个环节把控在理想范围内，不仅源头上提高种鸡抗病毒能力，提高了鸡苗质量，降低了防御鸡瘟的难度，而且通过对

养殖环境的严格把守，确保了养鸡环境的安全性。

（3）节约交易成本

节约交易成本的动因有以下两个方面。第一，在养殖行业，资产普遍具有很强的专用性，如饲料加工设备、肉鸡屠宰设备、鸡肉食品加工设备等，而且价格不菲，只有专门从事这个业务的企业才会配备。对于一开始处在养殖环节的圣农发展来说，其较为容易受到上下游企业的影响，如饲料供应不及时、屠宰效率低下，这将会对其造成不可估量的损失。因此，如果圣农发展将这些环节都纳入到自身的生产经营当中，尽管前期投入巨大，但是长期来看，能够有效节约因为资产专用性而带来的交易成本。第二，降低交易频率以此节约交易成本。养殖环节处于中游，既要上游的种源供应者与饲料生产者进行交易，又要与下游的食品加工者交易，频率非常频繁，交易成本高昂。因此，当圣农发展构建完成全产业链商业模式之后，其只需要跟下游消费者对接，大大节约了交易成本，并且能够及时接受销售市场的反馈，生产适销对路的鸡肉制品。

（4）进入上下游环节，提高抗风险能力

交易具有不确定性。这一特性不仅体现在商品的买卖中，还体现在生产方面。企业的生产总额无法有效控制，无论是生产过量还是生产不足都会给企业带来不确定性。除此之外，信息不对称、国家出台新政策等也都体现了不确定性。全产业链生产模式也具有不确定性。上下游由于任意一个环节出现变化都会对其他环节产生影响，因此企业在生产经营过程中很容易收到上游或者下游相关企业的影响。例如七年前境外爆发大型禽流感，波及范围广，对我国养殖业也产生了重大影响。我国政府因为此次鸡瘟，下令规定了组代鸡苗的引种量，不能超过规定的标准引鸡种，这对我国本就无法自给鸡苗的企业来说无疑是雪上加霜。但是，如果企业实施全产业链模式，那么分散在多个环节的企业将会聚集在一个完整的产业链中，这有利于防范各个产业链环节由于市场因素导致因供求不均而影响生产的情况。同时，企业还可以根据市场反馈的信息技术调节供应量，不仅可以有效避免偶然性与机会主义造成的损失，还可以避免因供应量的不足而失去难得的盈利机会。

（5）生产高附加值产品，扩大盈利空间

养殖企业普遍存在低毛利、业绩不稳定的问题。究其原因，养殖企业处在产

业链的中游，附加值不高，也极易受到上下游波动的影响，如饲料价格、鸡肉价格、疫病等因素。饲料如玉米、豆粕等极易受到天气、市场的影响造成价格的波动，而疫病又具有一定的不可控性。因此，若公司想要发展成为一家营收稳定的中国高市值上市公司，必须先进入消费品领域，由此可以推动公司发展。下游产业链接近消费者，价格相对稳定，定价灵活空间大，相对的盈利空间也越大。圣农发展通过进入下游的食品加工、销售产业链，能够提高其抗市场波动能力，提升其盈利水平。

3.3.2 圣农发展全产业链商业模式实施主要内容

产业链上下游相互延伸，建立全球最完整的全产业链。上游育种研发取得历史性突破。截至到 2019 年底，圣农发展已经拥有了 11 个品种系列，祖代鸡能够完全实现自己培育，打破了种源“卡脖子”的不利局面，不再受制于国外。下游销售渠道不断拓展，圣农发展已经在全国建立起了以各类大型商超、便利店和线上平台为主的多层次的终端销售渠道。圣农发展已经构建完成完善的集育、繁、养、宰、深加工、终端销售的全产业链。

3.4 圣农发展 SWOT 分析

SWOT 分析目的是为了企业能够聚焦当前现有的资源并将其投入到最具发展机会的项目。通过使用 SWOT 分析方法，对圣农发展所拥有的各种优势、机会和面临的各种劣势、威胁进行研究，从而使其能够对自身的内外部环境有较为深刻的理解，进而能够制定科学合理的财务战略。圣农发展的 SWOT 分析结论如下：

（1）圣农发展优势

第一，企业的核心市场竞争优势，是已经构建完成完善的集育、繁、养、宰、深加工、终端销售的全产业链。目前企业的产业链已经向上游延伸至种源的研发，并已取得了一定的成就，打破了种源“卡脖子”的不利局面，有利于未来实现我国种源自给自足。与此同时，企业的产业链亦也已经向下拓展到了鸡肉制品的深加工。通过多年的努力和深耕，该企业已经搭建起具有圣农特色的多层次销售渠道，把品牌影响力逐步扩展到了终端消费领域。完善的全产业链使圣农发展在食品安全、防疫防控等方面拥有独一无二的优势。

第二，上游种源突破一白羽肉鸡产业的“中国芯”。截至2019年底，圣农发展已经成功累计培养出11个品系，并通过严格筛选最终培养出高质量的SZ901品系。至此，圣农发展已经完全实现了祖代鸡自给自足，特别是在当前新冠疫情的情况下，自有的种源有利于其快速的复工复产。

第三，规模化优势。九个食品工厂的总产能超过35万吨。在进一步巩固鸡肉制品的同时拓展了其它肉类制品业务。目前生产线具有将近10种工艺，工艺设计灵活，自动化水平高，能够生产各种中西口味的肉制品，并且能够满足顾客的个性化需求。

（2）圣农发展机会

第一，我国虽然是肉类生产消费的大国，但是肉类制品消费总量却大概只有肉类的消费总量的20%，与国外普遍比例45%以上相比，存在着很大的发展空间。随着全球经济一体化和人们对食品安全的格外关注，规模化、品牌化发展将会成为趋势，那么具备完善上游产业链的企业将进入高速发展期。

第二，国家已经首次正式明确提出优化我国肉类消费结构的目标。鸡肉因具有特有的一高三低的营养结构及饲养周期短、饲料利用率高、经济产值高等优势，预计将来鸡肉会在我国的肉类消费结构中占比不断提高。

第三，叠加此次新冠疫情的影响。世界各国的航班由于疫情具有不确定性，对于种源的引种也增加了其风险，而圣农发展在种源供给方面具有一定的优势，有利于其提升市场竞争力，获取更多的市场份额。

第四，随着我国人民经济水平的进步，肉类消费能力提高，人们对肉类生产和消费的要求不断提高。根据麦肯锡发布的调查数据来看，城市中55%的消费者认为“健康”已经是他们购买产品的首选因素，中低线城市的消费者同样非常崇尚健康的价值观和生活方式。随着多种新兴电商购买方式兴起，消费者购买途径增加，刺激着消费市场不断扩大。

（3）圣农发展劣势

第一，对大客户的依赖程度较高，前五大客户的应收账款占比高达60%以上，并且近些年来占比不断上升。对于规模大的上市公司来说，过分依赖大客户，资金风险较大。

第二，过高的财务费用给企业的现金流造成了非常大的压力，并且债务不断

增加，偿债能力有所下降，加大了财务风险。圣农发展聚焦肉鸡产业链，业务相对单一，而鸡肉市场容易波动，具有一定的经营风险。

（4）圣农发展威胁

第一，同行业竞争日趋白热化。涉猎肉鸡养殖的有多家上市公司，与圣农发展在市场份额的竞争愈演愈烈。

第二，鸡肉价格波动的风险。企业的盈利水平对鸡肉产品的价格及其销售数量敏感，若鸡肉产品销售价格发生了下降或者上涨的幅度低于成本的上涨幅度，那么就会对企业的业绩产生不利影响。

第三，原材料价格波动的风险。肉鸡养殖的主要原料为玉米、豆粕等。这些原料的产量和价格易于变化波动，且难以准确预测。如果原料的价格迅速上涨，将会减少企业的盈利。因此，存在着因为主要原料价格出现大幅变动而引起业绩波动的风险。

第四，疫病的风险。禽流感等疫病不仅会造成肉鸡的死亡，还会大大减弱消费者的购买需求，从而对企业的经营业绩造成非常不利的影响。

4 圣农发展财务战略分析

财务战略分为投资战略、融资战略、营运资本战略、股利分配战略四个方面，本文将选取圣农发展 2012—2019 年数据，从财务战略的四个方面具体研究圣农发展在全产业链商业模式下，财务战略如何实施筹划。

4.1 投资战略分析

4.1.1 扩张型高额投资

圣农发展在转型为全产业链商业模式后，主要采取扩张型投资战略，持续高额投资，2012—2019 年圣农发展投资规模情况如下表 4.1 所示：

表 4.1 圣农发展 2012—2019 年投资金额（单位：万元）

	投资金额	投资同比增长率
2012	120242.48	-24.01%
2013	135314.73	12.53%
2014	145228.53	7.33%
2015	91541.53	-36.97%
2016	11317.33	-87.64%
2017	45251.76	299.84%
2018	58056.83	28.30%
2019	120755.31	108.00%

数据来源：根据圣农发展年报整理

从上表 4.1 可以看出，圣农发展每年的投资规模较大，且整体上呈上升趋势，提出全产业链之后几年，投资体量巨大，基本保持在 10 亿元以上。2016 年投资数额达到低点，但是仍保持在 1 亿元以上，2017 年开始投资数额逐渐增加，2017 年投资额是 2016 年投资额 3 倍左右，2019 年的投资额是 2018 年的 2 倍左右。

通过上文对全产业链商业模式的分析，可以得出公司采用的是从种源研发、

饲料生产到肉鸡饲养再到鸡肉及鸡肉制品销售的全产业链商业模式，其采用的是重资产的运营模式。圣农发展固定资产投资如下表 4.2 所示：

表 4.2 固定资产投资情况（单位：万元）

	固定资产	增长率	占总资产比例
2012	369544.96	32.78%	55.74%
2013	467249.75	20.91%	56.98%
2014	609851.39	30.52%	60.75%
2015	740611.81	17.66%	67.57%
2016	883121.23	19.24%	68.66%
2017	917344.65	3.73%	69.48%
2018	921372.43	0.44%	62.87%
2019	986946.08	6.64%	64.60%

数据来源：根据圣农发展年报整理

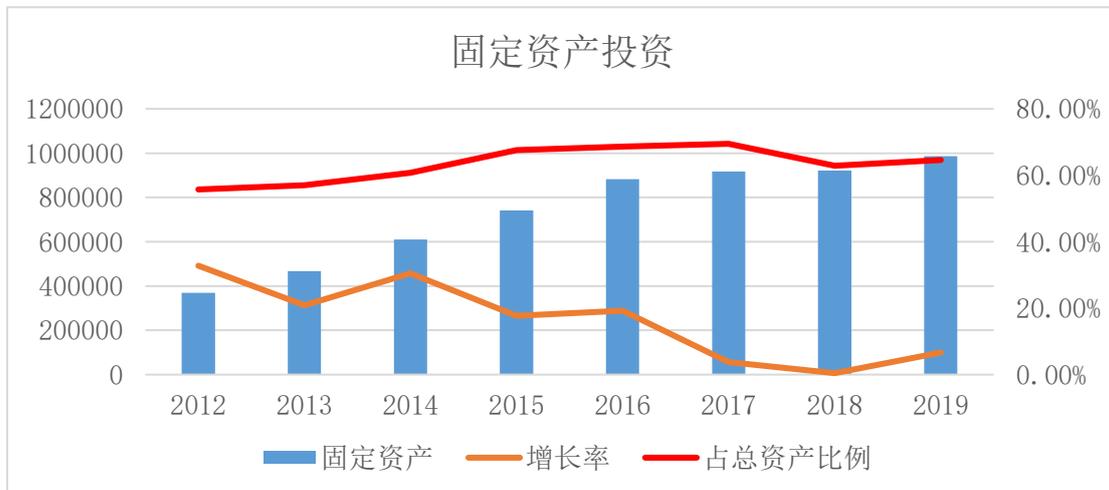


图 4.1 固定资产投资情况

从上表 4.2 和上图 4.1 可知，2012-2019 年圣农发展的固定资产总额在不断增加，在 2019 年的时候几乎接近了百亿。在 2012-2016 年，固定资产投资的增长率每年保持在高位，2017 年、2018 年的较低，但还是都保持了正增长，2019 年较 2018 年增长率有所提高，从 0.44% 提高到了 6.64%。2012-2019 圣农发展固定资产总额占总资产比例相对稳定，但是都保持在较高水平，全部都在 55%

以上，在 2017 年最高达到了 69.48%。

4.1.2 持续投资并购，构建全产业链

圣农发展从 2012 年提出发展“全产业链”，在行业创新性地建立了一体化“自繁、自养、自宰、自控”的肉鸡经营模式，从下游的熟食加工、肉鸡屠宰加工纵向延伸至上游祖代种鸡养殖，现代化程度高、产业链完整。2012-2019 年圣农发展主要的股权投资事件如下表 4.3 所示：

表 4.3 圣农发展主要股权投资

圣农发展主要股权投资事件	
2012	2012 年，与广州市海大饲料有限公司共同投资设立福建海圣饲料有限公司，投资 1200 万
2017	2017 年，收购福建圣农食品有限公司 100.00% 股权，投入约 88286.40 万元
2019	2019 年 5 月，本公司出资 2000 万元投资设立了福建圣泽生物科技发展有限公司
2019	2019 年，收购控股子公司欧圣农牧、欧圣实业少数股东欧喜投资持有的欧圣农牧 49% 股权及欧圣实业 49% 股权，合计作价 41400 万元人民币

数据来源：根据圣农发展年报整理

从上表 4.3 可以看出，圣农发展在 2012 年投资设立福建海圣饲料有限公司，开始涉猎上游产业链—肉鸡养殖的饲养原料。2017 年，公司斥资 8.8 亿收购圣农食品有限公司，产业链衍生到下游的熟食加工。2019 年，公司斥资 4.14 亿，对其子公司欧圣农牧、欧圣实业实现了百分百控股。圣农发展主要先投资并购其上游产业链，减少玉米、豆粕等原料波动对其生产经营的影响，之后再并购其下游产业链，进入食品加工行业，提升产品经济附加值，最后布局终端销售渠道，形成了从种源研发到终端销售的一个完善的全产业链。

4.1.3 以价值导向为核心

2012 年，圣农发展提出“全产业链”商业模式，聚焦育种研发，希望能打破种源“卡脖子”的局面，不再受制于国外。在下游产业链环节，针对下游食

品客户，圣农发展先后建立了多个研发基地，到目前为止，技术及研发人员已经超过 1500 人。除此之外，圣农发展投资几千万元购买相关肉类食品加工设备数十套，能满足消费者的个性化需求。2012-2019 年圣农发展的研发人员与研发投入情况如表 4.5 所示：

表 4.5 圣农发展研发人员与研发投入情况（单位：万元）

	技术及研发人员	占员工比例	研发投入	增长率
2012	878	8.53%	817.25	10.96%
2013	952	7.51%	1209.10	47.95%
2014	1227	7.81%	1467.87	21.40%
2015	1607	7.65%	2494.18	69.92%
2016	1565	7.82%	3606.81	44.61%
2017	1570	7.05%	6256.30	56.36%
2018	1688	7.50%	4955.13	-20.80%
2019	1628	7.30%	5588.23	12.78%

数据来源：根据圣农发展年报整理

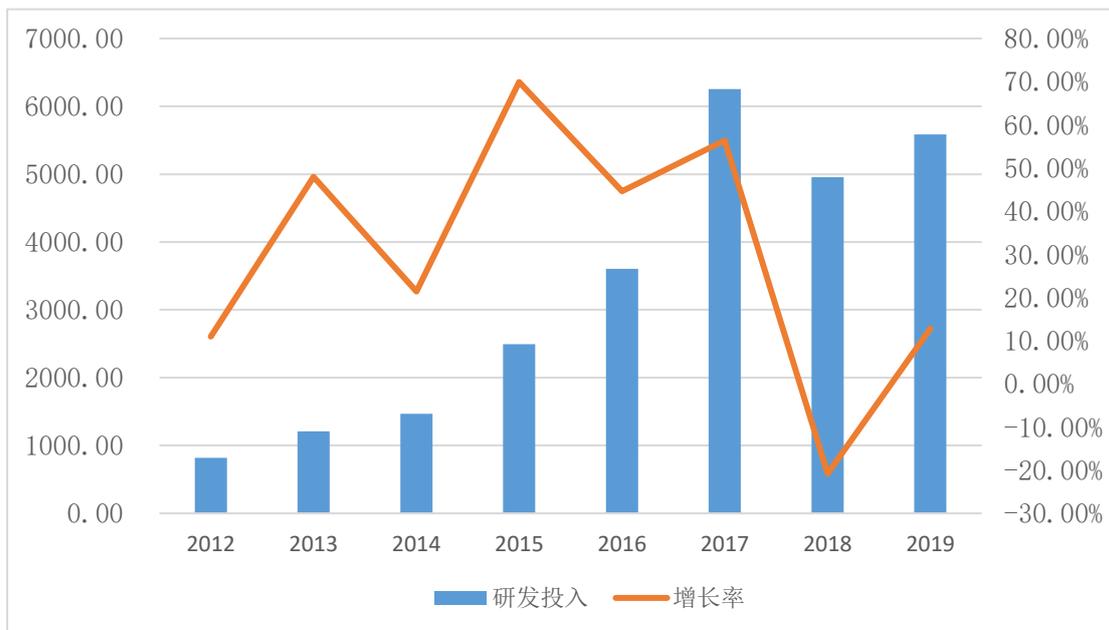


图 4.2 研发投入情况

从上表 4.5 和上图 4.2 可以看出，圣农发展从 2012 年开始，一直到 2019

年，研发投入总体上呈上升趋势，在 2017 年达到最高值 6256.30 万元，2017 年的研发投入将近是 2012 年的 8 倍，最近几年一直保持着高额研发投入。从研发投入的增长率来看，在 2012-2017 年，增长率总体波动上升，并且保持在较高水平，15 年增长率高达 69.92%，18 年是唯一的负增长，主要原因是因为研发中心工程项目在 17 年的时候竣工完成。但是 19 年又立马回到了 12.78% 的正增长。从研发人数看，2012-2019 年总体上保持着上升趋势，在 2018 年最高达到了 1688 人。

4.2 融资战略分析

4.2.1 债务融资

债务融资主要包括长短期债券融资，长短期银行借款，其优点是融资数额大，筹集速度快，不具有股权稀释效应，但是融资的成本较高，每年的偿债压力较大。圣农发展 2012-2019 年债务融资情况如下表 4.6 所示：

表 4.6 圣农发展 2012-2019 年债务融资规模（单位：万元）

	短期应付债券	长期应付债券	短期借款	长期借款
2012	59,820	69,373	119,000	3,000
2013	79,859	69,489	242,744	0
2014	94,803	69,606	313,369	24,260
2015	89,883	9,385	249,600	31,920
2016	49,883	9,502	284,100	27,780
2017	0	0	413,901	55,140
2018	0	0	408,700	42,807
2019	0	0	265,613	21,752

数据来源：根据圣农发展年报

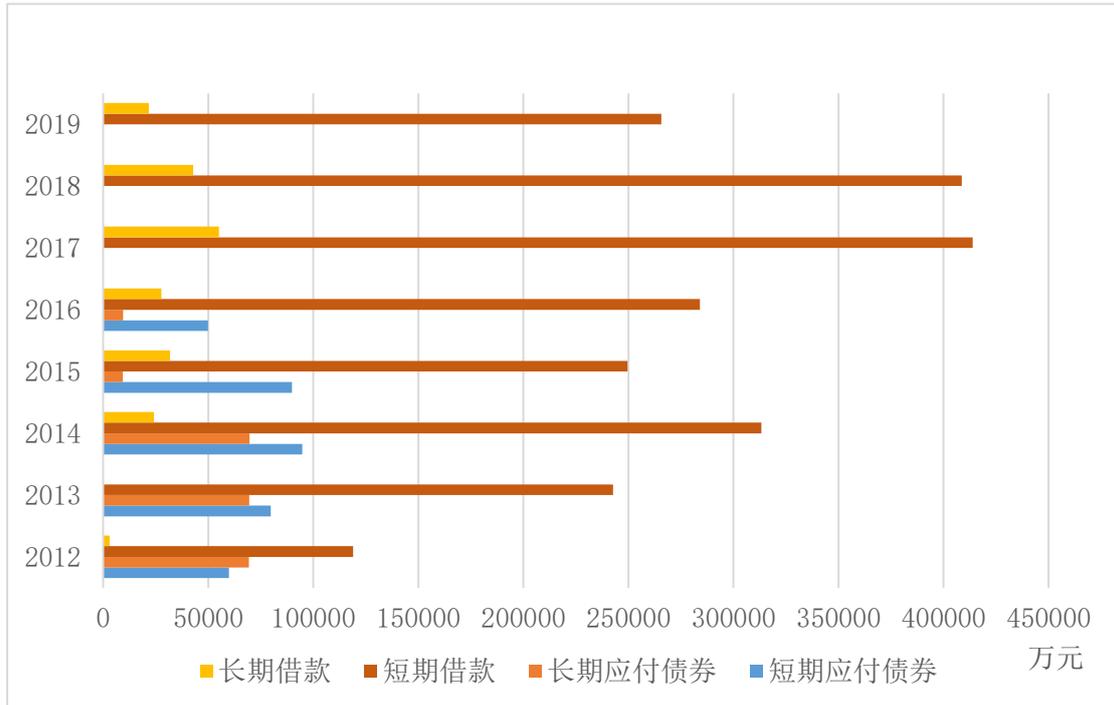


图 4.3 圣农发展 2012-2019 年债务融资规模

从上表 4.6 和上图 4.3 可以看出, 自 2012 年提出全产业链商业模式, 为配合扩张型投资战略, 圣农发展的债务融资规模不断增加, 其中主要以短期债务融资为主, 短期债务融资规模都要远远高于长期债务融资。短期债务融资主要以短期借款为主, 2012-2018 年借款规模总体上呈上升趋势, 在 2017 年、2018 年达到高峰, 超过 40 亿元, 2019 年借款规模有所下降, 但是也高达将近 27 亿元。大规模的短期债务融资, 导致企业每年的偿债压力增加, 财务风险加大。

4.2.2 商业信用融资

商业信用融资主要包括应付账款融资、预收货款融资与商业票据融资, 其优点是融资方便, 资本成本低, 约束条件少, 但是融资的期限短, 需要企业有足够的议价能力。圣农发展 2012-2019 年商业信用融资情况如下表 4.7 所示:

表 4.7 圣农发展 2012-2019 年商业信用融资规模 (单位: 万元)

	应付账款	应付票据	预收账款	商业信用融资
2011	27, 811.24	0.00	2, 184.44	29, 995.68
2012	27, 042.48	0.00	3, 389.67	30, 432.15

续表 4.7 圣农发展 2012-2019 年商业信用融资规模（单位：万元）

2013	62,015.36	0.00	3,540.71	65,556.07
2014	82,469.82	12,297.00	11,572.85	106,339.67
2015	81,340.15	17,000.00	8,825.22	107,165.37
2016	84,332.23	0.00	9,268.25	93,600.48
2017	93,146.69	5,600.00	12,336.09	111,082.78
2018	101,906.91	9,060.00	10,777.05	121,743.96
2019	102,295.34	4,420.00	16,445.05	123,160.39

数据来源：根据圣农发展年报

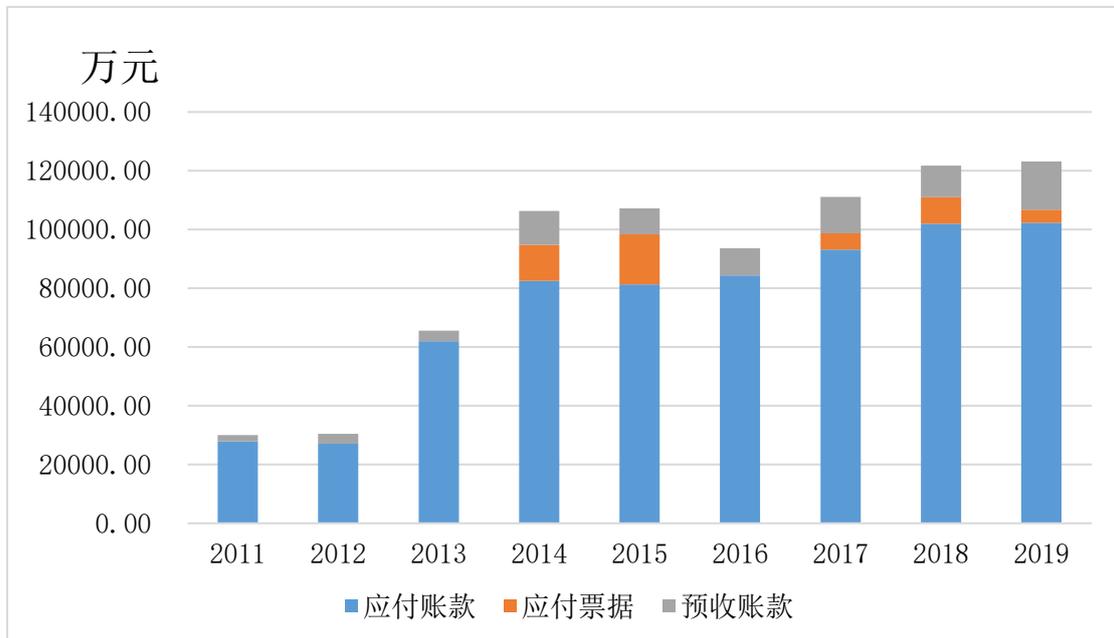


图 4.4 圣农发展 2012-2019 年商业信用融资规模

商业信用融资主要指上下游资金，即应付账款、应付票据与预收账款。总的来看，从上表 4.7 中可以看出，商业信用融资规模总体上逐年上升，其中 2016 年的融资规模有所下降，但也是高达 9.36 亿元，且 2016 年之后融资规模连年攀升，在 2019 年达到了最高值 12.31 亿元。

从上图 4.4 中可以看出，圣农发展商业信用融资主要以占用供应商货款为主，即应付账款与应付票据，其中 2018 年应付账款融资达 10.22 亿元，约占商业信用融资规模的 83.71%。由于应付账款无利息，通过应付账款融资，可大大降低企业融资成本，但是应付账款还款期限短，在应付账款占比较大时，需要

企业有宽松的现金流作后盾，否则会增加企业负债压力及财务风险。

4.2.3 股权融资

股权融资为了更好的满足企业投资需求，提升企业资本总量，增强企业资本流动性，圣农发展实现整体上市。整体上市作为企业的融资手段，对内可以满足企业融资需求，降低融资费用，实现资金有效配置，增强企业财务协同效应；对外可以大大提升企业商业信用与品牌价值，吸引更多的投资者。圣农发展股权融资情况如下表 4.8 所示：

表 4.8 圣农发展股权融资

圣农发展股权融资	
2009	公司整体上市，发行量 4100 万股，发行价 19.75 元/股，募集资金 80,975.万元。
2011	非公开发行 9090 万股，发行价 16.50/股，募集资金 149,985 万元
2015	引入战略投资者 KKR，2 亿股，发行价 12.30/股，募集资金 246,000 万元。
2017	非公开发行 12858.05 万股，发行价 15.71/股，购买圣农食品 100%股权，作价 20.20 亿元。

数据来源：根据圣农发展年报

2009 年，圣农发展在深交所上市，总募集资金 80,975 万元。2011 年，圣农发展非公开发行股份，权益总额占总资产比高达 73.83%，但是在 2012 年-2014 年，随着负债的不断增长，占比从 41.19%一直下降到最低点 36.28%。2015 年-2019 年，权益总额占总资产比不断提高，2019 年占比高达 69.10%。在 2012 年-2019 年间，圣农发展进行了数次的股权融资，除了个别年份权益总额占总资产比较低之外，其余年份都保持着较高比例，财务企业资金流动性明显增强，为企业获取更大的融资空间，实现直接融资目标，同时还降低了融资费用成本。股权融资能够有效的补充企业的流动资金，有利于提高企业的偿债能力，促使财务杠杆系数下降，降低企业财务风险。

4.3 营运资本战略分析

作为企业财务战略的重要内容之一，营运资本管理直接影响企业的收益性和影响投、融资战略和整体财务流动性，关系到企业的持续成长。本节将从营运资金情况、应收应付项目管理、现金管理、存货管理四方面展开对圣农发展营运资金管理的财务战略与业务的适配分析。

4.3.1 营运资本情况

2012-2019年圣农发展营运资本情况如下表4.9所示：

表 4.9 2012-2019 圣农发展营运资本情况（单位：亿元）

项目	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
流动资产	17.23	22.7	19.84	24.09	23.31	23.46	28.43	40.79
总资产	50.43	66.29	82.01	100.38	109.61	128.62	132.02	146.56
流动资产 /总资产	34.17%	34.25%	24.20%	24.00%	21.27%	18.24%	21.53%	27.83%
存货	6.19	7.26	9.68	13.68	14.47	14.91	17.77	18.35
流动负债	11.15	24.26	41.23	54.53	49.59	47.62	60.3	60.39
营运资本	6.08	-1.56	-21.39	-30.44	-26.28	-24.16	-31.87	-19.6

数据来源：圣农发展年报

从上表4.9可以看出，2012年-2019年，在提出“全产业链”后，圣农发展总资产持续增加，然而营运资本除了在2012年保持正数之外，其余年份都为负，并且负值较大，在2018年达到-31.87亿元。营运资本结构具有以下几个特征：一、流动资产总量总体上呈上升趋势，但是其增长幅度要低于流动负债的增长，流动资产占总资产比重总体上呈下降趋势。二、存货数量不断增加，尤其是在2015与2018年存货数量大幅增加。三、债务融资加大了流动负债规模，每年基本上保持着较快的增长速度，并在2019年达到了60.39亿元。四、营运资本管理较差，常年保持为负数，资金流动性不稳定，仅靠营运资本难以满足企业需要，加大了企业融资压力和偿债压力。圣农发展为了构建全产业链商业模式，增加了

大量的短期借款，所以导致流动负债的规模不断扩大，并且 2015 年与 2018 年分别是并购上下游产业链公司之后，导致其存货大幅增加。

4.3.2 现金流情况

圣农发展 2012-2019 年现金流量情况如下表 4.10 所示：

表 4.10 圣农发展 2012-2019 年现金流量情况（单位：亿元）

项目	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
商品、劳务收入	1.25	1.12	1.31	1.21	1.36	1.41	1.53	1.83
支出比率								
经营活动现金净流量	3.98	0.22	9.21	4.33	13.3	14.67	23.57	48.5
筹资活动现金净流量	14.93	12.63	9.74	10.67	-2.4	-1.43	-3.79	-36.89
投资活动现金净流量	-14.37	-17.44	-20.97	-14.87	-10.71	-12.76	-11.47	-11.44
年末现金净流量	4.54	-4.59	-2.02	0.13	0.19	0.48	8.31	-2.53

数据来源：圣农发展年报

由上表 4.10 可以看出，2012-2019 年圣农发展商品、劳务收入支出比率不断上升，经营活动现金净流量总体上呈上升趋势，在 2016-2016 均保持较高数额，尤其在 2019 年现金净流量高达 48.5 亿元。由此可以得出，圣农发展经营效益与质量逐渐提升，业务创现能力强，“全产业链”商业模式成效显著，给企业带来了极大的经营现金流入。自 2012 年，提出“全产业链”商业模式后，圣农发展采用扩张型的投资战略，不断增加股权投资、项目投资、研发投入金额，导致从 2012-2019 年，公司的投资活动现金净流量一直保持较高的负流出，尤其在 2014 年，投资活动现金净流量高达-20.97 亿元。在投资活动引起大规模的现金流出之下，导致公司采用积极的筹资战略，2012-2015 年筹资活动现金净流量几乎每年都高达 10 亿元以上，但是从 2016 年开始，由于前期高额的融资，导致后期筹资活动现金净流量一直保持在负数，尤其在 2019 年，高达 36.89 亿元，偿债压

力巨大。从三者现金净流量之和来看，圣农发展的现金流总体保持在正数，并且现金流情况有所改善，但是 2019 年由于较高的筹资活动现金流出，导致尽管 2019 年经营活动现金净流量高达 48.5 亿元，但是年末现金净流量依旧为-2.53 亿元。

4.3.3 应收应付项目情况

应收项目为应收账款与应收票据之和，应付项目为应付账款与应付票据之和。圣农发展 2012-2019 年应收、应付项目情况如下表 4.11 所示：

表 4.11 应收、应付项目情况（单位：万元）

年份	应收账款	应收票据	应付账款	应付票据	应收项目 周转率	应付项目 周转率
2012	15,204.43	1,947.9	27,042.48	0	23.90	15.16
2013	22,980.58	294.06	62,015.36	0	20.23	7.59
2014	28,087.69	0	82,469.82	12,297.00	26.75	7.93
2015	24,703.31	1,000	81,340.15	17,000.00	27.00	7.06
2016	23,175.48	1,500	84,332.23	0	37.13	10.87
2017	32,593.34	4,650	93,146.69	5,600.00	27.28	10.29
2018	62,893.87	2,430	101,906.91	9,060.00	17.68	10.41
2019	73,890.35	804.14	102,295.34	4,420.00	19.49	13.64

数据来源：圣农发展 2012-2019 年年报

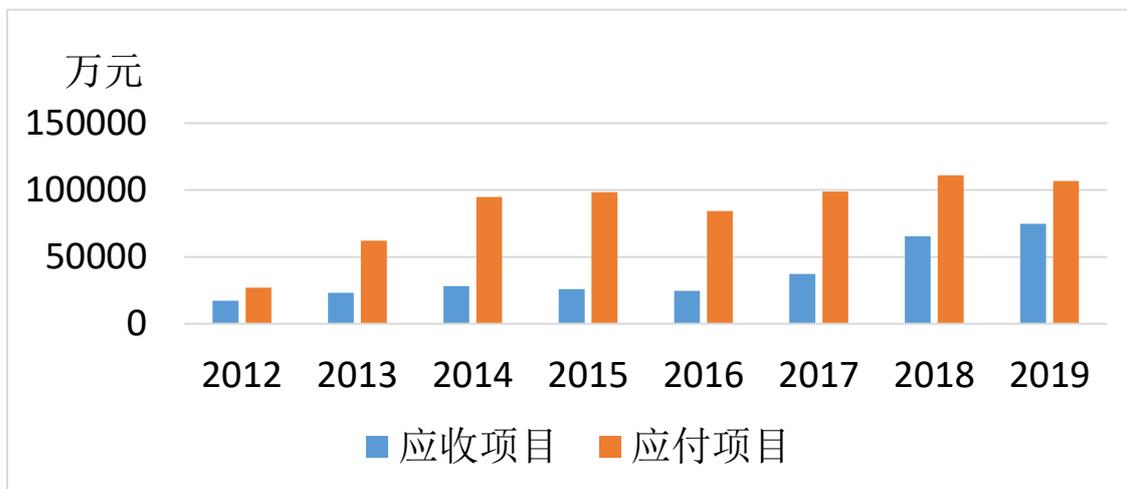


图 4.5 应收、应付项目情况

由上表 4.11 和上图 4.5 可知，应收项目规模和应付项目规模总体上呈上升趋势，且应付项目规模始终高于应收项目，这表明圣农发展对上游供应商具有较强的定价权，一定程度上缓解了企业的现金流压力，也从侧面反映圣农发展的商业信用较好。2012-2019 年应收项目周转率水平总体呈下滑趋势，而应付项目周转率水平自 2012 年的 15.16 次降低到 2013 年的 7.59 次之后，总体上保持着平稳上升，两者加长了营运资金的周转期，降低资金流动性。

4.3.4 存货管理情况

自 2012 年，圣农发展提出“全产业链”后，从上游饲料延伸至下游食品加工，存货数额不断增加。圣农发展存货管理情况如下表 4.12 所示：

表 4.12 圣农发展 2012-2019 年存货管理情况（单位：亿元）

项目	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
存货（亿元）	7.26	9.68	13.68	14.47	14.91	17.77	18.35	18.79
流动资产（亿元）	22.7	19.84	24.09	23.31	23.46	28.43	40.79	41.52
总资产（亿元）	66.29	82.01	100.38	109.61	128.62	132.02	146.56	152.79
存货/流动资产	31.97%	48.79%	56.79%	62.06%	63.58%	62.52%	44.98%	45.26%
存货/总资产	10.95%	11.80%	13.63%	13.20%	11.59%	13.46%	12.52%	12.30%
存货周转率（次）	5.65	4.86	5.49	4.80	6.15	5.72	6.29	7.75

数据来源：根据圣农发展 2012-2019 年年报

由上表 4.12 可知，圣农发展存货管理水平和流动性水平存在以下特点：2012-2019 年，圣农发展存货持续增加，在 2019 年高达 18.79 亿元。存货在流动资产和总资产中占比总体上呈上升趋势，2015-2017 年存货占流动资产比重高达 60%以上。存货周转率水平波动较大，且总体上呈上升趋势，增加了存货变现能力和获利能力的不稳定性。

4.4 股利分配战略分析

2012-2019 年，圣农发展在可供股东分配的利润基础上，以股本为基数，采

用现金分红的方式向全体股东发放分红 4 次，如下表 4.13 所示：

表 4.13 股利分配情况

分红年度	转增股 (每 10 股)	分红 (每 10 股) (含税, 元)	分红金额 (含税, 亿元)	分红年度合 并报表归属 于上市公司 股东的净利 润 (亿元)	占合并报表 中归属于上 市公司股东 的净利润的 比率
2016	0	5.00	5.55	7.63	72.74%
2018	0	10.00	12.39	15.05	82.33%
2019	0	15.00	18.59	40.93	45.42%

数据来源：根据圣农发展 2012-2019 年年报

从上表 4.13 可知，在 2012-2019 年中，圣农发展共进行了三次分红，且派息金额、现金分红金额持续增加，股利支付率较高，2018 年分红占企业净利润的比例高达 82.33%。在实施全产业链对资金需求程度高的情况下，圣农发展实施积极的筹资战略和投资战略，现金流紧张，而其在 2016 年依然实行高分配的股利政策，加大了财务风险。但是在 2018 年和 2019 年圣农发展现金流有所增加，盈利创收较好的情况下分红，能够给投资者很好的信心。但是对于实施全产业链商业模式的情况下，数额过大比例过高的现金股利会增加圣农发展的资金压力，增加了对外源融资的需求和提高了融资成本，不利于企业长期目标的实现，不利于全产业链商业模式的持续实施。

4.5 小结

圣农发展在提出全产业链商业模式之后，积极实施相应的财务战略来促进其落实，最终构建完成了在白羽肉鸡行业里最完善的全产业链，有利于企业实现价值创造，建立可持续竞争力。

在投资战略上，圣农发展为了实现全产业链商业模式，采取扩张型投资战略，自 2012 年提出全产业链商业模式后，投资总额基本保持在 10 亿元以上，不断的投资并购，持续整合其上下游产业链。

持续性的扩张型投资战略驱动融资战略的实施，圣农发展依托其自身市场地

位，为其实施商业信用融资提供有效保障，同时圣农发展作为上市公司，大大提高其股权融资能力，因此圣农发展融资战略主要为商业信用融资及股权融资。自 2012 年开始，商业信用融资规模不断扩大，在 2019 年达到了最高值 12.31 亿元，期间也进行了两次股权融资，融资总金额高达 44.6 亿元，为扩张型的投资战略提供了有效的资金保障。

5 圣农发展财务战略实施效果评价

5.1 传统财务绩效评价

本文将借鉴国务院国资委编写的 2018 年版《企业绩效评价标准值》一书中专门针对畜牧业行业构建的财务绩效指标评价体系,选取其中部分指标,对圣农发展做绩效评价。指标评价体系如下表 5.1 所示:

表 5.1 绩效分析指标体系

绩效评价方面	基本指标	修正指标
盈利能力状况		营业利润率
	净资产收益率	成本费用率
	总资产报酬率	盈余现金保障倍数
		资本收益率
经营增长状况	营业增长率	总资产增长率
	资本保值增值率	营业利润增长率
		技术投入比率
资产质量状况	总资产周转率	流动资产周转率
	应收账款周转率	资产现金回收率
		不良资产比率
债务风险状况		速动比率
	资产负债率	现金流动负债比率
	已获利息倍数	带息负债比率
		或有负债比率

5.1.1 盈利能力状况

盈利能力状况将采用两个基本指标净资产收益率和总资产报酬率以及两个修正指标营业利润率和成本费用利润率来进行绩效分析。根据圣农发展 2012-2019 年财报,盈利能力状况指标如下表 5.2 和下图 5.1 所示:

表 5.2 圣农发展盈利能力状况指标

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
净资产收益率	0.08%	-6.84%	2.42%	-8.41%	12.19%	4.79%	21.50%	45.80%
总资产报酬率	1.00%	-1.20%	3.40%	-2.30%	7.80%	4.40%	11.10%	29.13%
营业利润率	-0.80%	-6.20%	-0.20%	-9.90%	6.60%	3.40%	14.00%	29.30%
成本费用利润率	-0.70%	-5.30%	0.60%	-6.70%	8.80%	3.50%	16.10%	41.97%

数据来源：根据圣农发展年报

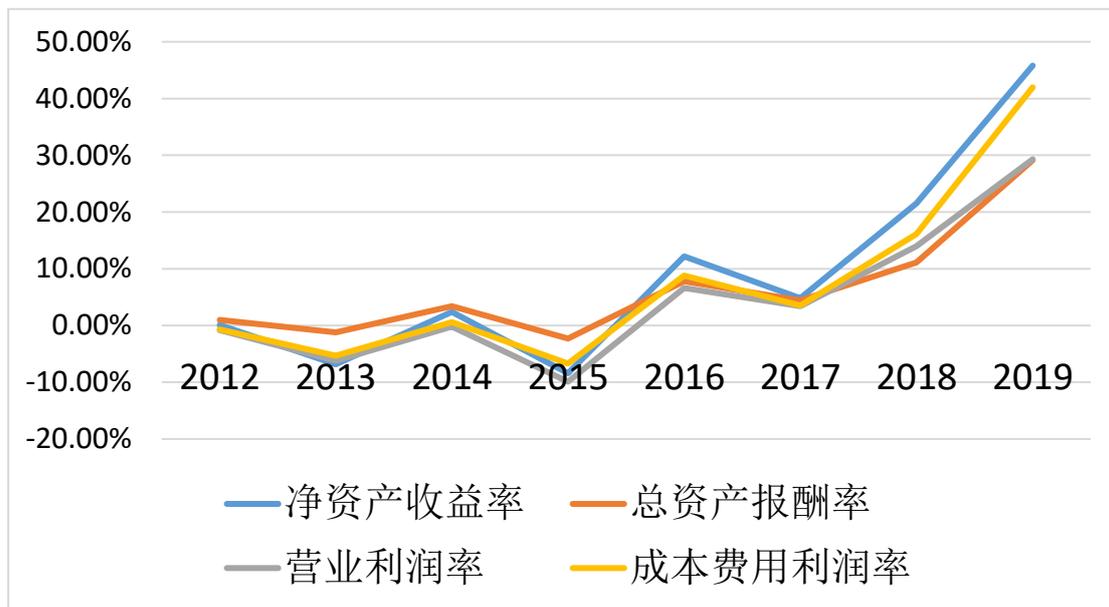


图 5.1 圣农发展盈利能力状况指标

从上表 5.2 和上图 5.1 可以看出，净资产收益率、总资产报酬率、营业利润率和成本费用利润率在不同阶段的走势近乎一致，总体说呈上升趋势，2018-2019 年的增速最为迅速。自 2012 圣农发展开始实施“全产业链”后，除总资产报酬率外的三个财务指标下降明显，在 2013 年、2015 年甚至还出现了大额的亏损。尽管全产业链商业模式在有序的构建当中，但是对企业的业绩驱动却并不明显。原因主要有以下三点：第一“速成鸡”、“药鸡门”等负面事件被曝光，严重打击了肉鸡消费市场，消费者的购买需求也急剧下降。第二是玉米、豆粕等饲料容易受到天气、市场的影响，价格波动性大。第三就是为了构建全产业链商业模式，不断加码投资，大举负债，财务费用不断增加。总的来说，一方面是经营业绩有所下降，另一方面是迅速扩张，不断举债，共同造成了圣农发展前期的不利局面。

自 2017 年以后，各个指标不断改善，尤其在 2019 年各项指标达到一个非常高的水平。原因主要有两点：一是成功收购圣农食品，鸡肉食品生产属于产业链的下游，相对稳定，并且经济附加值高，增强了其创收能力。二是 2017 年后鸡肉的替代性加强，尤其在 2019 年鸡肉价格不断上涨，加上前期逆周期扩张的产能优势，凭借完善的全产业链商业模式，降本增效显著，市场地位不断提高，经营业绩得到了较大改善。

5.1.2 经营增长状况

经营增长状况采用两个基本指标营业增长率和总资产增长率以及两个修正指标营业利润增长率和技术投入比率来进行绩效分析。根据圣农发展 2012-2019 年财报，经营增长状况指标如下表：

表 5.3 圣农发展经营增长状况

年份	营业增长率	总资产增长率	营业利润增长率	技术投入比率
2012	31.76%	31.45%	-149.06%	0.20%
2013	14.86%	23.71%	-752.94%	0.26%
2014	59.62%	22.40%	-96.21%	0.20%
2015	-7.65%	9.20%	-6154.55%	0.36%
2016	32.03%	17.34%	179.80%	0.39%
2017	10.87%	2.64%	-37.52%	0.62%
2018	13.66%	11.01%	370.26%	0.43%
2019	26.08%	4.25%	164.23%	0.38%

数据来源：根据圣农发展年报

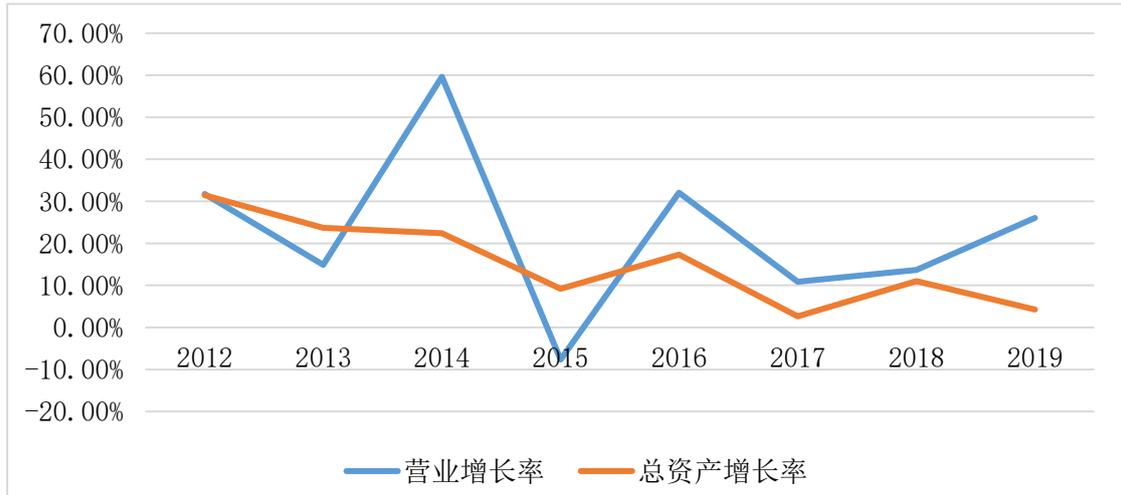


图 5.2 圣农发展 2012-2019 年营业增长率、总资产增长率折线图

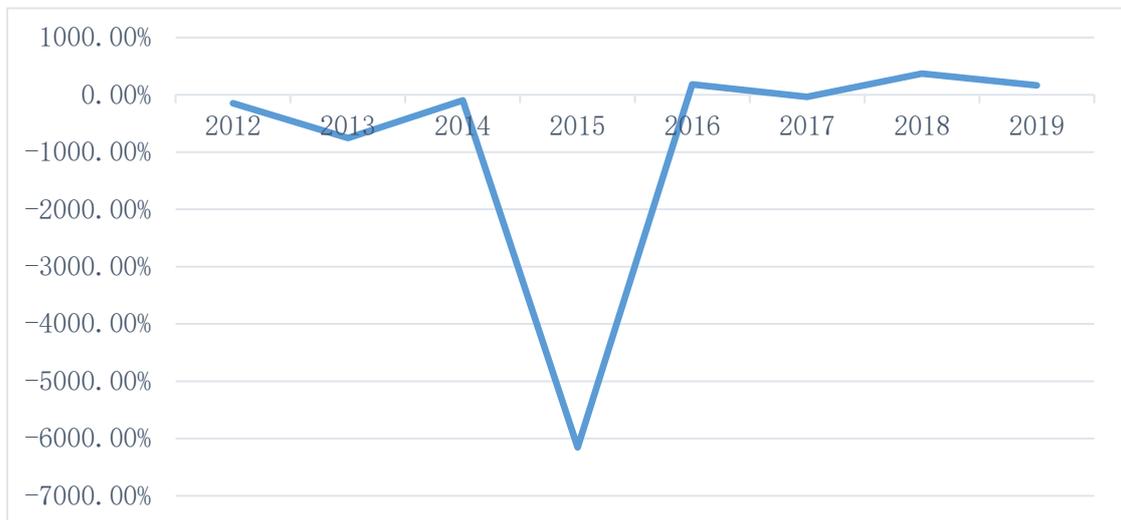


图 5.3 圣农发展 2012-2019 年营业利润增长率折线图

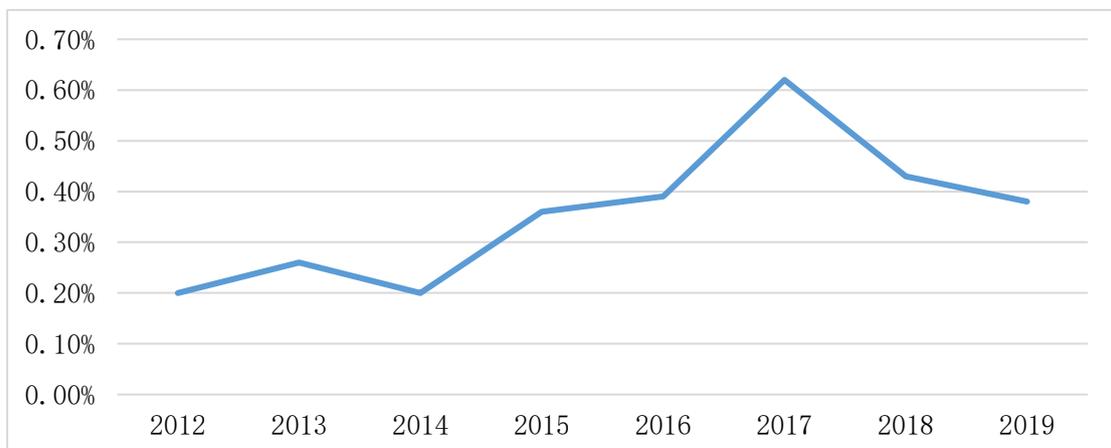


图 5.4 圣农发展 2012-2019 年技术投入比率折线图

从上表 5.3 和上图 5.2、上图 5.3、上图 5.4 中可以看出，2012-2019 年，受负面新闻和疫病的影响，营业增长率波动较大，但是整体还保持着正增长。但是 2015 年，虽然营业增长率为负，但是营业利润却同比下跌了 6154.55%。究其原因，主要有以下几点：第一，圣农发展构建全产业链商业模式，防疫防控水平不断提高，生产规模不断扩大，肉鸡出栏量与质量处于领先水平，由此导致其基本上保持着正增长。第二，扩张型的投资战略所带来的折旧费用以及大量举债所造成的高额的财务费用一直侵蚀其营业利润。第三，肉鸡养殖周期性，饲料的价格与鸡肉的价格的易波动性造成了其营业利润的不稳定。然而在 2018-2019 年营业利润增长率要远高于营业增长率，说明公司构建“全产业链”商业模式，并在前期逆势扩张的优势终于得以显现。从上述图表中可以看出，2012-2019 年，圣农发展对研发费用的投入基本上逐年上升，主要是为了提高防疫水平和产品创新能力，以技术研发为保障确保其未来的可持续增长。

5.1.3 资产质量状况

资产质量状况将采用两个基本指标总资产周转率和应收账款周转率以及两个修正指标流动资产周转率和资产现金回收比率来进行绩效分析。根据圣农发展 2012-2019 年财报，资产质量状况指标如下表：

表 5.3 圣农发展资产质量状况指标

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
总资产周转率（次）	0.70	0.63	0.71	0.66	0.75	0.83	0.83	0.97
应收账款周转率（次）	20.32	23.29	25.06	25.80	31.58	29.21	22.52	19.70
流动资产周转率（次）	2.05	2.21	2.93	2.93	3.57	3.56	3.34	3.51
资产现金回收率	6.00%	0.27%	9.18%	3.95%	10.34%	11.11%	16.08%	31.74%

数据来源:根据圣农发展年报

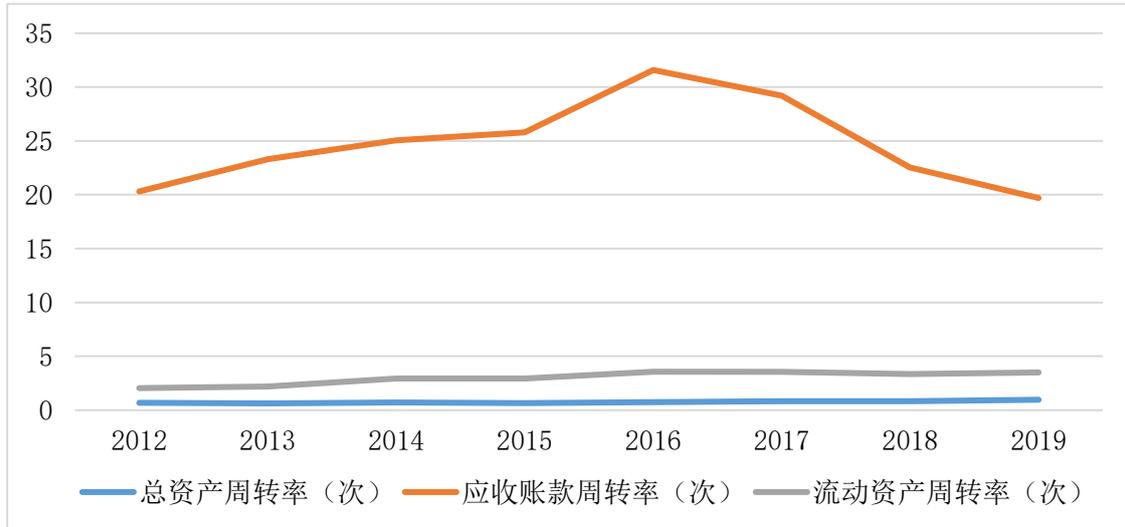


图 5.5 圣农发展总资产周转率、应收账款周转率、流动资产周转率折线图

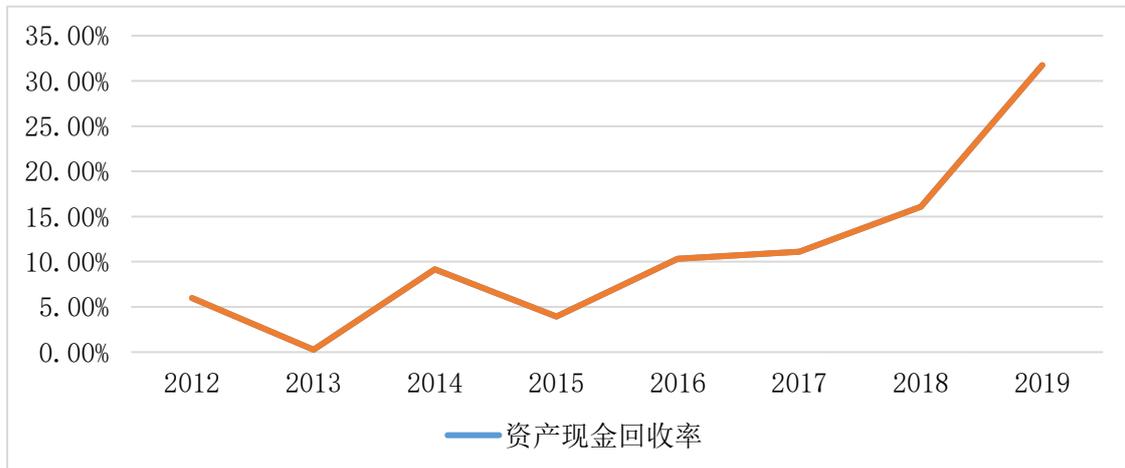


图 5.6 圣农发展资产现金回收率折线图

从上表 5.3 和上图 5.5、上图 5.6 可知，应收账款周转率较为稳定，总体上呈现先升后降的趋势，主要是因为圣农发展在前期有效整合上游产业链，提高了产品质量，增强了其议价能力，回款速度快。但是在后期由于整合了销售端，并且过多的依赖大客户，导致其议价能力减弱，回款速度下降。从总资产周转率来看，由于圣农发展的全产业链商业模式是采用重资产投资，固定资产每年不断增加，但是总资产周转率整体保持稳定，证明营业收入的增速与其固定资产的增速相匹配。从流动资产周转率来看，周转率总体呈上升趋势，说明产品销售水平有所提高。现金回收率总体来说是呈波动上升趋势的，尤其在 2017 年以后增长速度大幅提高，2019 年现金回收率高达 31.74%，全产业链商业模式带来的优势愈

发凸显，资产利用率高，资产创收能力强。

5.1.4 债务风险状况

债务风险状况将采用两个基本指标资产负债率和已获利息倍数以及两个修正指标现金流动负债比率和带息负债比率来进行绩效分析。根据圣农发展2012-2019年财报，债务风险状况指标如下表5.4所示：

表 5.4 圣农发展债务风险状况指标

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
资产负债率	47.61%	58.81%	63.72%	49.10%	45.13%	50.45%	44.78%	30.90%
已获利息倍数	0.67	-0.54	1.14	-0.84	4.52	2.48	8.49	26.72
现金流动负债比率	16.41%	0.53%	16.89%	8.73%	27.93%	24.33%	39.01%	110.15%
带息负债比率	67.06%	66.37%	64.94%	55.15%	63.38%	73.53%	71.09%	67.17%

数据来源：根据圣农发展年报

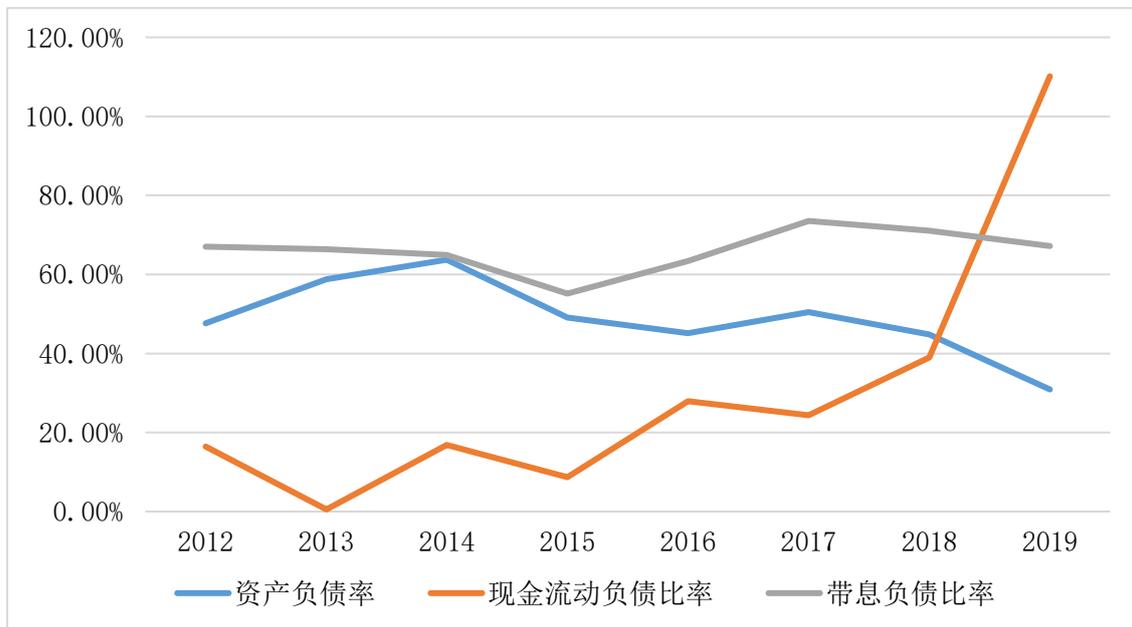


图 5.7 圣农发展资产负债率、现金流动负债比率、带息负债比率指标折线图

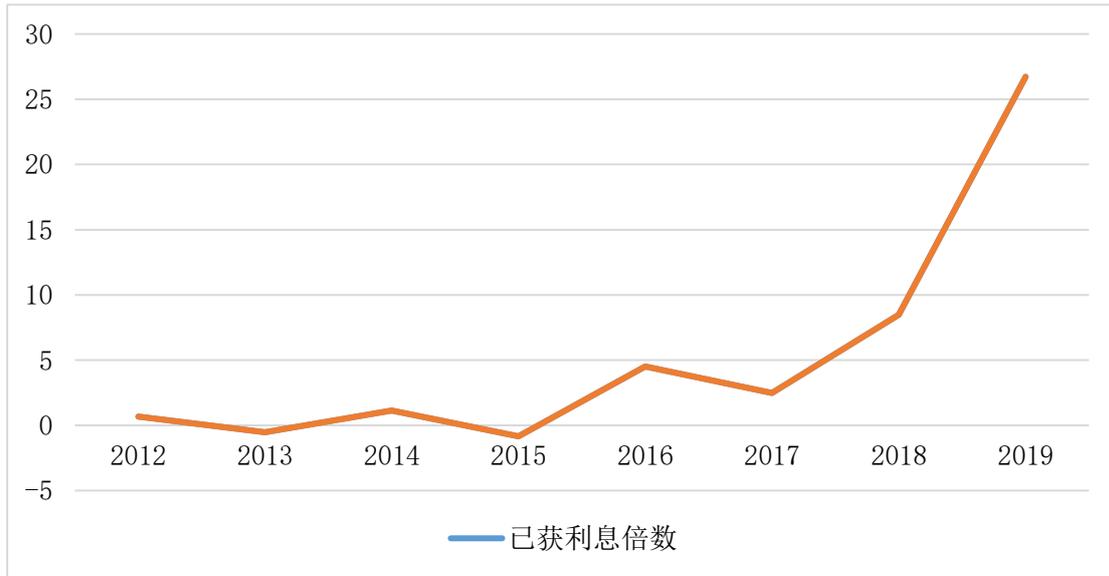


图 5.8 圣农发展已获利息倍数指标折线图

从上表 5.4 和上图 5.7、上图 5.8 可以看出，圣农发展自提出“全产业链”商业模式之后，资产负债率总体处在较高水平。由于前期扩张型的投资战略而采用了激进的融资战略，大举负债，导致其资产负债率在前期处在较高位置。全产业链构建完成之后，经营业绩有所改善，偿还负债，导致资产负债率有所下降。同时带息负债比率一直保持在 55% 以上，主要是因为构建全产业链商业模式而持续扩张导致其频繁举债。从现金流负债比率和已获利息倍数来看，2012-2017 年，两者较低，表明公司短期偿债风险较大。但是在 2018-2019 年时两者指标明显提升，2019 年现金流负债比率更是高达 110.15%，已获利息倍数高达 27.62。现金流充裕，短期偿债风险很低。

5.2 EVA 财务绩效评价

上文通过财务指标评价体系评价“全产业链”商业模式下财务战略的实施效果，为了能够更加真实地反映企业的价值创造，再用 EVA 指标来评价。圣农发展 EVA 的具体计算过程如下表 5.5 所示：

表 5.5 圣农发展税后净营业利润和资本占用总额的计算

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
净利润	-0.34	-2.62	0.38	-4.99	7.76	2.66	15.51	41.19

续表 5.5 圣农发展税后净营业利润和资本占用总额的计算

加：利息支出	1.04	1.80	2.84	2.77	2.00	2.37	0	1.63
汇兑损失	-0.011	0.028	-0.006	0.018	0	0.040	0	0
减值准备	0.056	0.636	0.478	1.171	0.019	0.544	0.198	0.221
营业外支出	0.043	0.036	0.013	0.043	0.075	0.039	0.173	0.75
减：公允价值变动	0	0	0.009	-0.002	0.014	0	-0.001	0
损益								
营业外收入	0.08	0.326	0.502	1.928	1.582	0.018	0.022	0.075
1-所得税税率	75%	75%	75%	75%	75%	75%	75%	75%
加：递延所得税负	0	0	0	0	0.005	0.012	-0.017	0
债增加额								
税后净营业利润	0.413	-0.981	2.485	-3.427	8.14	4.885	15.59	32.79
平均所有者权益	35.98	34.25	35.09	46.10	62.03	66.84	73.17	93.25
加平均有息负债	25.11	32.16	44.71	44.14	37.60	42.02	46.03	36.94
减：平均在建工程	4.09	7.55	9.94	8.02	4.82	3.27	4.03	3.63
资本占用总额	57.00	58.86	69.86	82.22	94.81	105.59	115.17	126.56

数据来源：根据圣农发展年报

如上表 5.5 所示，税后净营业利润=净利润+(利息支出+汇兑损失+减值准备+营业外支出) \times (1-所得税税率)+递延所得税负债增加额-递延所得税资产增加额，资本占用总额=平均所有者权益+平均负债合计-平均无息流动负债-平均在建工程。

加权资本成本指的是税后债务资本和股权资本成本按照各自权重加权平均计算所得。其中，股权资本成本采用的是资本资产定价模型。

$$\text{股权资本成本} = \text{无风险收益率} + \beta (\text{市场平均收益率} - \text{无风险收益率})$$

其中，无风险收益率采用的是十年期的国债收益率，市场平均收益率采用的是 Wind 数据库披露的市场平均收益率，而 β 系数作为系统风险系数，是个股收益与市场平均收益的比值。如果 β 越大说明企业股票受市场波动的影响越大，则风险越大。债务资本成本计算中，将人民币一年期贷款利率作为短期债务资本成本，五年期贷款利率作为长期债务资本成本，再依据长短期债务资本成本比重加

权计算所得。圣农发展加权资本成本计算如下表 5.6 所示：

表 5.6 加权资本成本的计算

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
无风险收益率	3.5%	3.8%	4.2%	3.6%	2.84%	3.57%	3.61%	3.28%
市场平均收益率	6%	6%	6%	6%	6%	6%	6%	6%
Beta 系数	1.16	0.95	0.81	0.98	0.83	1.44	0.77	0.96
股本资本成本	6.4%	5.89%	5.66%	5.95%	5.46%	7.07%	5.45%	5.89%
税后债务资本成本	4.9%	4.9%	4.5%	4.9%	3.6%	3.6%	3.6%	3.6%
股本资本比例	55.6%	41.6%	37.1%	51.8%	54.2%	49.8%	55%	57.9%
债务资本比例	44.4%	58.4%	62.9%	48.2%	45.8%	50.2%	45%	42.1%
加权平均资本成本	5.73%	5.31%	4.93%	5.44%	4.60%	5.32%	4.61%	4.92%

数据来源：根据 wind 数据整理

表 5.7 圣农发展 EVA 指标计算(单位：亿元)

项目	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
税后净营业利润	0.41	-0.98	2.49	-3.43	8.14	4.88	15.59	41.19
资本占用总额	57.00	58.86	69.86	82.22	94.81	105.59	115.17	126.56
加权平均资本成本	5.73%	5.31%	4.93%	5.44%	4.60%	5.32%	4.61%	4.92%
EVA	-2.86	-4.11	-0.95	-7.90	3.78	-0.74	10.28	34.96

数据来源：根据圣农发展年报

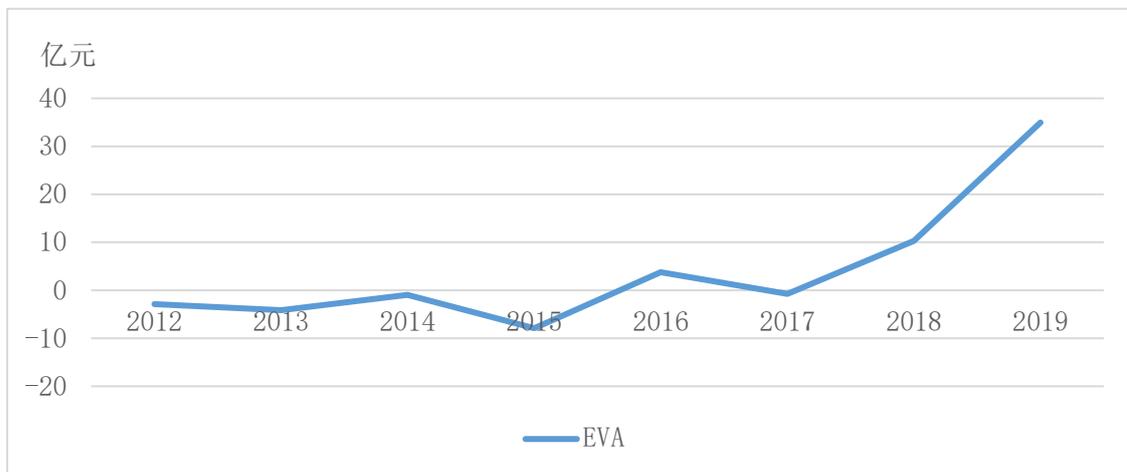


图 5.9 圣农发展 2012-2019 年 EVA 走势图

从上表 5.7 和上图 5.9 可以看出, 2012 年, 圣农发展开始构建“全产业链”商业模式, 前四年 EVA 一直处于负值, 原因在于前期采用扩张型的投资战略为, 不断加码投资, 但是创收能力还未得到改善。2017 年以后, 随着前期的投资项目完结, 投入资本需求减少, 创收能力有所改善, 尤其在 2018-2019 年有大幅的提升。2017 年, 圣农发展全产业链基本构建完成, 其防疫防控水平增强, 产品质量提高, 价值创造能力将不断提升。

总的来说, 在“全产业链”商业模式的构建过程中, 企业需要实施与之适配的财务战略。由于采用扩张型的投资战略以及激进的融资战略, 可能会导致企业前期 EVA 一直处于负债, 但随着商业模式的落地, 扩张的放缓, 其业绩水平将不断的提高, 创造价值能力不断的加强。

5.3 非财务绩效评价

5.3.1 市场份额

圣农发展自从在 2009 年上市以来, 凭借着资本市场的资本帮助, 产能迅速扩张, 肉鸡屠宰能力从最初的 9600 万羽提高到现在的 5 亿羽, 鸡肉产品销量最初的 13.52 万吨上升到现在的 88.5 万吨, 市场占有率目前已经超过 10%。目前圣农发展在亚洲的白羽肉鸡养殖企业名列第一。2019 年圣农发展的市场份额如图 5.10 所示:

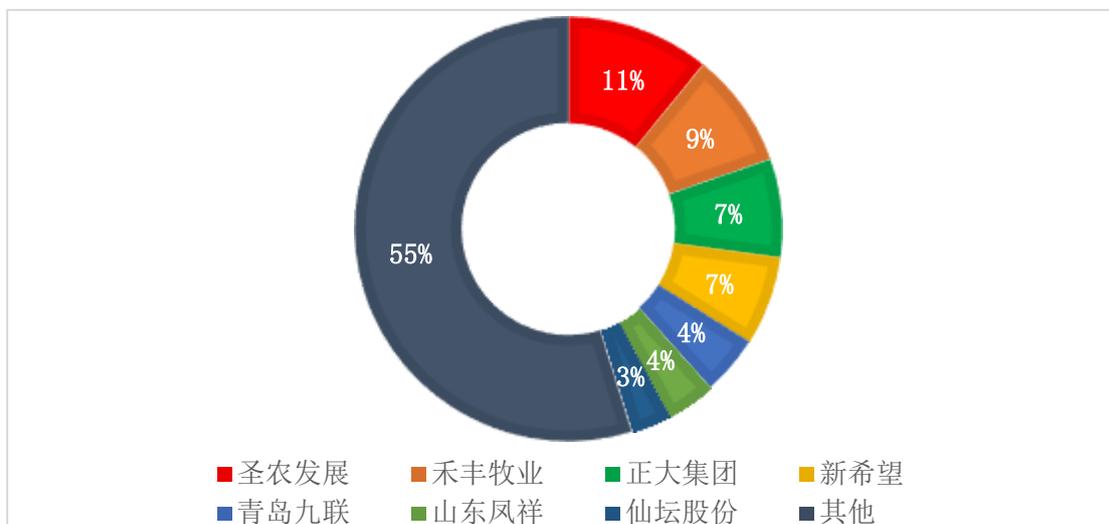


图 5.10 圣农发展市场份额占有率

如图 5.10 所示，2019 年，在白羽肉鸡市场的七家头部企业中，圣农发展以高达 11% 的市场占有率牢牢占据第一的位置，超第二名 2%，最后一名甚至差距高达 8%。根据圣农发展的未来 5 年的发展计划，将继续凭借全产业链的优势，将由目前的 5 亿羽再增产到 2024 年的 10 亿羽。随着全产业链商业模式的持续发力，适配的财务战略持续的配合，圣农发展的市场份额占有率将继续提高，市场竞争力将不断加强。

5.3.2 技术研发

在构建全产业链商业模式的过程中，圣农发展不仅注重对自身现有资源的充分利用，还加大对人才的投资，吸引优秀的研发人员，具体如表 5.8 所示：

表 5.8 圣农发展研发人员与研发投入情况（单位：万元）

	技术及研发人员	占员工比例	研发投入	增长率
2012	878	8.53%	817.25	10.96%
2013	952	7.51%	1209.10	47.95%
2014	1227	7.81%	1467.87	21.40%
2015	1607	7.65%	2494.18	69.92%
2016	1565	7.82%	3606.81	44.61%
2017	1570	7.05%	6256.30	56.36%
2018	1688	7.50%	4955.13	-20.80%
2019	1628	7.30%	5588.23	12.78%

数据来源：根据圣农发展年报整理

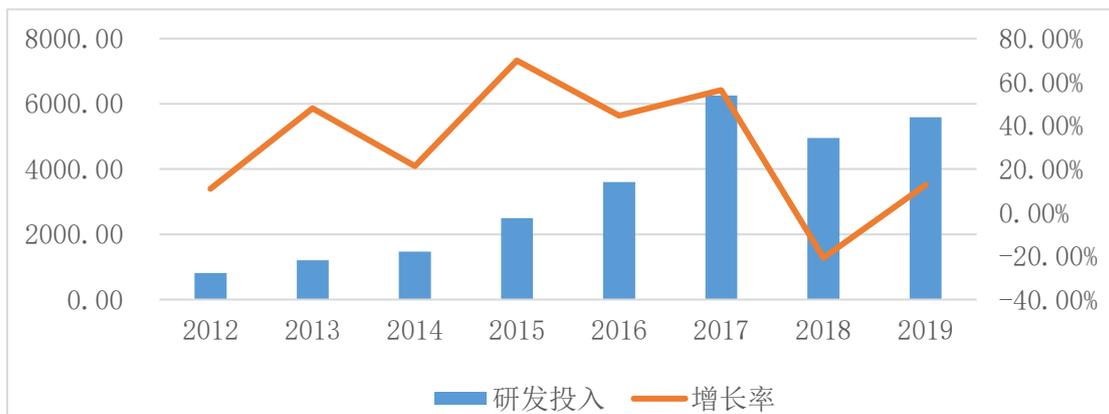


图 5.11 研发投入情况

从上表 5.8 和上图 5.11 可以看出，圣农发展自构建全产业链商业模式以来，研发人员与研发投入整体上不断增加，企业的研发能力不断提高。圣农发展先后成立了三大研发基地，并斥资数千万购置各种加工设备。圣农发展还与高校开展科研合作，科研经费不断增加，科研成果的直接转化所获得的经济价值已经超过 1 亿元。随着全产业链商业模式的不断完善，适配的财务战略的不断配合，圣农发展的技术研发能力能够不断的提升，进而提升其产品的市场竞争力。

6 研究结论与启示

6.1 研究结论

6.1.1 圣农发展全产业链商业模式顺应时代潮流

目前,圣农发展全产业链商业模式已经初步构建完成,上游延伸到育种研发,成功打破了种源“卡脖子”局面,不在受制于国外,下游延伸到鸡肉深加工环节,并且建立了多层次终端销售渠道。

2012年“速成鸡”事件的爆发,白羽肉鸡养殖产业遭受巨大打击,社会大众对于食品安全问题愈发重视。另一方面,随着经济发展水平的不断提高和人们消费理念的不断升级,消费者不再仅仅满足于温饱而是更加关注于食品质量。2020年新冠疫情爆发,许多企业由于上下游产业链问题存在复工复产困难的情况,而圣农发展基于全产业链的优势率先复工复产。完善的全产业链商业模式使得圣农发展在提高抗风险能力、防疫防控、食品安全可追溯等方面拥有相当突出的优势。所以圣农发展构建全产业链商业模式既是企业聚焦消费者需求的主动作为,亦是顺应时代潮流的明智之举。

6.1.2 圣农发展财务战略整体支持全产业链商业模式发展

从整体上看,在构建全产业链商业模式的过程中,圣农发展的财务战略能够起到较好的支持作用。圣农发展通过实施积极的扩张型投资战略,不断加码投资,持续并购整合上下游产业链,最终建立了完善的全产业链。为了配合扩张型的投资战略,圣农发展实施积极的融资战略,主要以债务融资、股权融资、商业信用融资为主,为其投资研发基地、深加工食品厂、并购上下游产业链公司等提供了充沛的资金,满足了构建全产业链商业模式的投资需求。但是激进的融资战略也提高了圣农发展的期间费用成本,加大了现金流的压力,增加了企业的偿债风险。从营运资本战略来看,营运资本管理水平不高,资金流动性不稳定。由于构建上下游产业链,导致存货不断增加,存货周转率水平波动较大,且总体呈上升趋势,

增加了存货积压带来的风险。这些方面需要圣农发展在日后的发展过程中进一步改善，也值得其他企业构建全产业链商业模式时注意。

6.1.3 现金股利政策过度激进，影响全产业链商业模式发展

圣农发展在 2012 年开始实行全产业链模式之后，大量的资金用于进行投资扩张，资金流十分紧张。然而在 2016 年和 2018 年里，圣农发展在净利润稍微有所改善的情况下，采取了激进的现金股利政策，过低的利润留存率使得大部分净利润分给了股东，从而减少了圣农发展能够用来投资发展的资金，这一政策不利于其全产业链商业模式的后期发展。

6.1.4 全产业链商业模式构建完成，盈利能力不断提高

在 2012-2015 年构建全产业链商业模式初期，盈利水平波动很大，主要原因：一是构建初期迅速扩张，各项资本投入很大；二是“速成鸡”等负面消息导致消费市场陷入疲软；三是原材料、鸡肉等价格的剧烈波动。2017 年开始，随着全产业链的构建完成，上游原材料成本可控能力不断提高，抗市场波动能力加强，下游深加工产品价格波动小，经济附加值高，盈利能力持续向好，在 2019 年达到历史高点。相信随着圣农发展全产业链商业模式的不断完善，其盈利能力将不断提高，市场竞争力不断提升，未来可期。

6.2 研究启示

6.2.1 财务战略的制定要符合商业模式的要求

企业在进行商业模式构建时，应当根据内外部情况，选择与企业商业模式相适配的财务战略。第一，投资战略要跟商业模式相适配。投资战略要基于商业模式的基础之上，在投资的数量、范围、期限做出选择，明确是轻资产或重资产的投资、投资领域多元化或单一化的投资、长期投资或短期投资。第二，融资战略要跟商业模式相适配。从资本结构来看，长期资本与短期资本两者的比重关系要基于构建商业模式的资金、时间需求之上。从融资方式来看，在考虑融资成本与

收益之后，理智选择留存收益融资、股权融资、债务融资等融资手段，能跟商业模式的价值创造相适配。从圣农发展构建全产业链来看，企业根据需要，通过实施积极的扩张型投资战略，迅速并购上下游产业链，另外再配合以债务融资、商业信用融资、股权融资为主的激进型筹资战略为其提供资金支持。

6.2.2 规避资金流紧张的风险

通过上部分的分析可以发现，在全产业链商业模式建设过程中，为了满足迅速扩张的资本需求，企业需要大量举债，资产负债率很高，该阶段极易出现资金链断裂的风险，同时 EVA 也分映出企业扩张期容易损害公司价值，影响股东财富。

2013 年，圣农发展为了构建全产业链商业模式，当年大幅增加短期借款多达 12.37 亿元，增幅高达 104%，短期偿债能力大幅减弱，资金流压力大大增加。2014 年，圣农发展继续扩张，为了浦城等项目筹集资金，通过银行借款、短期融资券等手段筹集资金，利息费用大幅上升，较上年增加 1.03 亿元，资金流压力不断增加。

因此如果没有大量的资金支持，盲目构建全产业链商业模式可能会使得企业进退维谷，并且没有规模的全产业链商业模式的价值并不高，甚至还有可能起到反作用。

6.2.3 全产业链提高经营稳定性

长远来说，优秀的产品质量所带来的良好声誉在一定程度上能为产品带来价格溢价，提高企业的市场竞争地位。自“速成鸡”、“药鸡门”等问题暴露以来，白羽肉鸡产业遭受了巨大的打击，消费者越来越重视鸡肉产品的安全问题。诚然对于企业来说，全产业链商业模式并不是它们的唯一选择，但是在白羽肉鸡产业中要想占有一席之地，全产业链商业模式是一种很好的选择。首先，全产业链商业模式可以有效整合上下游产业链，使其成一个有机闭环，能够让所有环节都受到企业的控制，提高协同效率，节约成本，减少市场波动的影响。其次，有效提高防疫水平。基于全产业链商业模式，企业的饲料生产、喂养与兽药的使用都处在企业的控制之下，能够从源头加强对疫情的控制。最后，有效接收市场反馈。

全产业链商业模式延伸到下游的终端销售环节,企业凭借优质安全的产品优势的同时能够及时接收市场的反馈,了解消费者的需求,进行针对性的生产,增强产品吸引力,提升市场份额。

参考文献

- [1] Bellman and Clark. On the construction of a multi-stage, multi-person business Game[J]. Operations Research, 1957, 5(4): 469-503.
- Bossidy, Larry and Ram Charan, Charles Burck. Execution: The Discipline of Getting Things Done [M]. New York: Crown Pub, 2002.
- [2] Casadesus-Masanell R, Zhu F. Business model innovation and competitive imitation: The case of sponsor -based business models[J]. Strategic Management Journal, 2013, 34(4): 464-48.
- [3] Casadesus-Masanell, JE Ricart. From Strategy to Business Models and onto Tactics [M]. Long Range Planning, 2010, 43(2): 195-215.
- [4] Gerasymenko V, De Clercq D, Sapienza H J. Changing the business model: Effects of venture capital firms and outside CEOs on portfolio company performance[J]. Strategic Entrepreneurship Journal, 2015, 9(1): 79-98.
- [5] Hamel, G. Lead the revolution[M]. MA: Harvard Business School Press, 2000.
- [6] Mezger F. Toward a capability-based conceptualization of business model innovation: Insights from an explorative study[J]. R&D Management, 2014, 44(5): 429-449.
- [7] Osterwalder A, Yves Pigneur, Christopher L. Tuccil Clarifying business models: Origins, present, and future of the concept[J]. Communications of the Information Systems, 2005, 15(5): 1-251.
- [8] Tellis, GJ. Radical Innovation Across Nations: The Preeminence of Corporate Culture[J]. 2016, 73(1), 3-23.
- [9] Thorsten Helms. Asset transformation and the challenges to servitize a utility business model[J]. Policy, 2016, 8(10), 98-112.
- [10] Zott, C, Amit R. Business Strategy in Changing Markets: New Business Models-Creating Value through Business Model Innovation [J]. MIT Sloan Management Review, 2008, 53(3): 41-49.

- [11]柴源源. 基于财务战略矩阵的公司财务战略选择. [J]财会通讯, 2019, (03): 12-13.
- [12]戴天婧, 张茹, 汤谷良. 财务战略驱动企业盈利模式—美国苹果公司轻资产模式案例研究[J]. 会计研究, 2012(11):23-32+94.
- [13]杜耀波. 财务战略制定及实施的应用分析—以 ABC 公司为例[J]. 财政监督, 2013, (17):23-26.
- [14]范英杰, 刘文秀, 吴新祥. 途家网:基于利益相关者视角的企业商业模式创新实践[J]. 财务与会计, 2018, (18):22-23. 14.
- [15]符亚男, 段亚雄. 全产业链视角下内蒙乳制品企业战略创新研究[J]. 科学管理研究, 2015, (02):77-80.
- [16]郭复初. 论财务学科建设与发展—兼论建设世界一流财务学科的构想[J]. 财务研究, 2017, (06):3-15.
- [17]郭永昊, 龚如峰, 冯涛. 互联网下沃尔玛和亚马逊的财务战略探析及启示[J]. 财务与会计, 2019, (04):75-76.
- [18]胡小艺. 基于财务战略管理的企业盈利模式的思考[J]. 会计师, 2019, (01):45-46.
- [19]纪慧生. 互联网企业商业模式分析框架—基于腾讯公司的案例研究[J]. 商业经济研究, 2015, (29):60-62.
- [20]黎精明, 兰飞, 石友蓉. 财务战略管理[M]. 经济管理出版社, 2017.
- [21]李端生, 王东升. 基于财务视角的商业模式研究[J]. 会计研究, 2016, (6):63-69.
- [22]李进. 探讨企业财务管理环境的财务战略管理[J]. 财会学习, 2017, (16):18-19+23.
- [23]林霆. 新商业模式在商业地产中的运用[J]. 财会月刊, 2019, (S1):64-68.
- [24]刘广启. 平台企业商业模式创新研究[D]. 东华大学, 2014.
- [25]刘凯宁, 樊治平, 于超. 基于 NK 模型商业模式创新路径选择[J]. 管理学报, 2017, 6(11):1650-1661.
- [26]罗兴武, 项国鹏, 宁鹏, 程聪. 商业模式创新如何影响新创企业绩效?—合法性及政策导向的作用[J]. 科学研究, 2017, 4(11):1073-1084.
- [27]孟韬, 张黎明, 董大海. 众筹的发展及其商业模式研究[J]. 管理现代化, 20

- 14, (02):50-53.
- [28]彭增艳. 企业集团财务战略研究[J]. 财会学习, 2016(18):53-55.
- [29]乔晗, 张靖, 郭盛, 纪尚伯, 刘兵. 银行外部环境、商业模式与绩效间关系研究—基于国内 16 家上市商业银行的数据 [J]. 管理评论, 2017, (06):252-263.
- [30]隋宇. 基于企业核心竞争力的财务战略选择[D]. 江西财经大学, 2010.
- [31]孙国芳. EVA 基础上的企业财务绩效评价研究 [J]. 财会学习, 2018, 54(5):65-69.
- [32]王化成. 企业战略定位与公司财务行为: 理论研究框架与建议. [J]财务研究, 2018, (11): 18-20.
- [33]王满, 何新宇. 企业财务战略转型之路的探索与实践[J]. 财会与会计, 2017, (04):30-32.
- [34]王卫星. 基于多学科视角的企业财务管理拓展与创新探讨[J]. 会计研究, 2016, (11):30-37.
- [35]吴晓波, 赵子溢. 商业模式创新的前因问题: 研究综述与展望[J]. 外国经济与管理, 2017, 08(1):114-127.
- [36]吴晓波, 朱培忠, 吴东, 姚明明. 后发者如何实现快速追赶—一个二次商业模式创新和技术创新的共演模型[J]. 科学学研究, 2013, (11):1726-1735.
- [37]肖福英. 基于价值链的企业财务业务信息一体化研究[J]. 财会通讯, 2017, (01): 13-15.
- [38]张继德, 胡月. 新常态下企业财务管理创新动因、初始条件与策略研究[J]. 会计研究, 2016, (08):58-63.
- [39]张永安, 吴屹然. 基于新视角的商业模式创新路径研究—以腾讯公司为例[J]. 经济体制改革, 2015, (05):151-157.
- [40]张越, 赵树宽. 基于要素视角的商业模式创新机理及路径[J]. 财贸经济, 2014, (06):90-99.
- [41]庄学敏, 基于华为的战略转型分析[J]. 科研管理, 2017, (02):144-152.
- [42]张海霞, 张翠萍, 贺悦来. 我国燃气上市公司财务战略评价—基于财务战略矩阵视角[J]. 财会月刊, 2019, (19):43-50.

后 记

日月如梭，光阴似箭。三年的研究生生涯即将画上句号，回首过去的三年时光，不禁感慨万分。在这三年学习生涯中，充满快乐与留恋，是人生中不可多得的宝贵经历。在毕业论文即将完成之际，我想真挚的感谢那些对我生活中、学习中给予过帮助、关心的人们。

首先，我要感谢我的导师。他不仅关注我们的专业课方面的学习，还时刻督促我们要开阔眼界，多读书，勤思考，建立良好的世界观、人生观、价值观。在论文写作过程中，我时常感到困惑和挫折，幸好有我的导师，他孜孜不倦的对我的论文进行指导，不断的提出新的写作思路，为我的论文提供了宝贵的建议。文章的创造过程离不开老师的辛勤指导，在此向我的导师致以最真挚的感谢。

其次，感谢学院老师、校外老师们在我论文开题、创作以及答辩过程中提出的修改建议，对于我论文的创作和修改给予了很大的帮助。感谢一起学习，一起写论文的小伙伴们，因为有了他们的鼓励和帮助，使我以积极的心态面对学习和论文写作。感谢我的室友，在三年学习期间，我们相互鼓励，一起学习，一起成长，是你们让我的研究生生活充满乐趣，学习生涯也不再枯燥无味。

最后，感谢一直为我默默付出的家人。感谢他们在我求学路上的经济支持和精神支持，是他们的爱与关心让我有足够的勇气面对学习上的种种困难。未来的学习和生活中，我会继续保持着良好的心态，积极面对人生中的挫折与磨难，心怀感恩，继续前行。