

分类号 F23/637

密级

U D C

编号 10741

兰州财经大学

LANZHOU UNIVERSITY OF FINANCE AND ECONOMICS

硕士学位论文

(专业学位)

论文题目 商业模式驱动下企业财务战略对财务绩效的影响研究——以永辉超市为例

研究生姓名: 李志

指导教师姓名、职称: 沈萍 教授 和晓登 会计师

学科、专业名称: 会计硕士

研究方向: 企业理财与税务筹划

提交日期: 2021年5月30日

独创性声明

本人声明所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科研成果。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： 李杰 签字日期： 2021.6.2

导师签名： 沈序 签字日期： 2021.6.8

导师(校外)签名： 孙永军 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內容。

学位论文作者签名： 李杰 签字日期： 2021.6.2

导师签名： 沈序 签字日期： 2021.6.8

导师(校外)签名： 孙永军 签字日期： 2021.6.12

Research on the Influence of Enterprise Financial Strategy on Financial Performance Driven by Business Model —— Taking Yonghui Supermarket as an Example

Candidate :Li Zhi

Supervisor:Sheng Ping He Xiaodeng

摘 要

随着互联网技术的不断发展,中国零售企业的经营模式也不断进步,如阿里、京东等都在探索新的商业模式,大润发、天虹等传统商超也努力在经济形势变革中改变自己,其中以永辉超市的转型尤为突出。所以本文以永辉超市为例,希望从商业模式的角度分析其驱动企业财务战略的过程,以此研究财务战略对企业财务绩效有何影响。

一般来说,企业要想有效地提升其价值,它的商业模式就必然需要与当下的市场经济和社会发展结合,财务战略的制定和选择也必须紧贴于企业的商业模式,从而能够使企业在竞争中获取更多的财务绩效。本文结合当前社会经济环境与时代背景,通过对相关文献的阅读分析,整合出商业模式的三要素,即盈利驱动、价值创造和资产配置。并以此为出发点,分析商业模式与财务战略、财务战略与财务绩效的关系,以此构建出商业模式、财务战略、财务绩效研究框架,为下文的分析打造出一条清晰的逻辑思路。永辉超市所属零售行业,本文针对零售超市行业分析其外部环境与发展前景,结合案例企业永辉超市的实际情况明确其商业模式的特点和优势,以上述三者关系研究框架为逻辑指导,探究永辉超市商业模式对企业财务战略的驱动作用和财务战略对财务绩效的影响效果。通过对永辉超市相关财务绩效指标进行计算,将财务战略对企业财务绩效的影响数字化,进而反映出永辉超市财务战略的具体执行效果。并以此为依据,对永辉超市的财务战略进行评价。

本文以永辉超市为案例公司,在现有学者研究基础上,整理出模式、战略、绩效三者的研究框架,并探究之间的逻辑关系。期望本文的研究,在目前的经济环境下能够为我国零售企业在财务战略制定和实行方面提供一个可行思路,促进企业商业模式与财务战略更好的匹配。

关键词: 商业模式 财务战略 财务绩效 永辉超市

Abstract

With the continuous advancement of technology, the business model of Chinese retailers is also constantly improving. For example, Alibaba and JD.com are exploring new business models. Traditional supermarket industries such as RT-Mart and Tianhong are also working hard to change. Among them, the changes of Yonghui Supermarket are particularly obvious in the rapidly changing economy. Therefore, in this article, I want to analyze the process of promoting a company's financial strategy from the perspective of a business model, and study the impact of the financial strategy on the company's financial performance.

Under normal circumstances, if a company wants to increase its value, its business model must match the current economic development, and the choice of financial strategy must closely follow the company's business model to enable the company to achieve higher financial performance. This article can be separate into five main verses. The first verse introduces the research background of this article, sorts out related documents, and explains why Yonghui Supermarket is chosen as the case company. The second verse constructs the business model, the framework of the relationship between financial strategy and financial performance, and proposes logical ideas for the next analysis. The third verse introduces the case company, analyzes the development status and market prospects of the entire industry, and expounds the development status, development process and equity structure of Yonghui Supermarket. The fourth verse is the financial strategy analysis for the business model. It analyzes the business model and advantages of Yonghui Supermarket by combining relevant data, and then studies the principles of the financial strategy for the business model. The fifth verse analyzes the impact of Yonghui Supermarket's financial strategy on financial performance, calculates relevant financial indicators, understands the effectiveness of Yonghui Supermarket's financial strategy, and makes recommendations.

Through the above analysis, we hope to bring some experience to the company while reforming, and promote these companies to adapt to their business models in

their financial strategic choices. This can play a certain role in improving the company's financial performance, and is expected to provide some ideas for my country's retail industry in formulating and executing financial strategies.

Keywords: Business Model; Financial Strategy; Financial Performance; Yonghui Supermarket

目 录

1 绪论	1
1.1 研究背景及意义.....	1
1.1.1 研究背景.....	1
1.1.2 研究意义.....	2
1.2 文献回顾.....	3
1.2.1 商业模式与财务战略.....	3
1.2.2 财务战略与财务绩效.....	6
1.3 研究内容与方法.....	7
1.3.1 研究内容.....	7
1.3.2 研究方法.....	8
2 商业模式、财务战略、财务绩效关系框架	9
2.1 商业模式三维度.....	9
2.2 商业模式与投资战略.....	9
2.3 投资战略与筹资战略.....	10
2.4 财务战略与财务绩效.....	12
3 案例公司介绍	13
3.1 超市行业发展与市场前景.....	13
3.1.1 行业发展.....	13
3.1.2 市场前景.....	13
3.2 永辉超市概况.....	14
3.2.1 永辉超市公司简介.....	14
3.2.2 永辉超市发展历程.....	14
3.2.3 永辉超市业务布局.....	16
3.2.4 永辉超市股权结构.....	17
4 永辉超市商业模式驱动财务战略分析	19
4.1 永辉超市商业模式.....	19
4.1.1 永辉超市商业板块.....	19

4.1.2 永辉超市商业模式三维度.....	20
4.1.3 永辉超市的商业模式优势.....	20
4.2 商业模式驱动投资战略.....	23
4.2.1 永辉超市的投资战略.....	23
4.2.2 永辉超市商业模式驱动投资战略分析.....	25
4.3 投资战略驱动筹资战略	27
4.3.1 永辉超市的筹资战略.....	27
4.3.2 永辉超市投资战略驱动筹资战略分析.....	30
5. 永辉超市财务战略对财务绩效的影响.....	32
5.1 永辉超市一般财务绩效分析.....	32
5.1.1 财务战略对偿债能力的影响.....	32
5.1.2 财务战略对营运能力的影响.....	36
5.1.3 财务战略对盈利能力的影响.....	41
5.1.4 财务战略对发展能力的影响.....	43
5.2 基于 EVA 的财务绩效分析.....	46
5.2.1 计算税后营业净利润.....	46
5.2.2 计算总投入资本总额.....	47
5.2.3 计算加权平均资本成本率.....	48
5.2.4 永辉超市的 EVA.....	50
5.3 永辉超市财务战略评价	51
5.3.1 永辉超市的财务战略问题.....	51
5.3.2 未来财务战略选择.....	52
6 研究结论与启示.....	53
6.1 研究结论.....	53
6.2 启示.....	53
参考文献.....	55
后 记.....	59

1 绪论

1.1 研究背景及意义

1.1.1 研究背景

企业发展的高度以商业模式的制定为基础。如今我国的经济不断发展进步,技术不断创新,以至于国内许多企业走到了企业转型的阶段。目前线上盈利已发展到一个较完善的地步,消费者认为单纯的线下门店并无太大吸引,于是这些商家的注意力不约而同的看向商业模式的重新制定。为了更好的适应时代的发展,许多企业商业模式也在这种大环境下不断的转型创新。在当今社会,线上商家与线下实体经济企业的商业模式有很大区别,并且在经营模式,组织结构等方面都存在不同的地方。从阿里巴巴、腾讯、永辉超市等几个成功的企业案例中我们可以清楚地看出,几乎每一个成功的企业都有与之完全匹配的商业模式,并且这些模式能够高效且稳定地推动企业的生存和发展。在这个数字经济的时代,中国大型企业的管理和经营方式正在不断地进步,传统实体零售业的经营形式已不再适应。而就在这样的环境背景之下,传统零售企业永辉超市却能够一步步发展壮大,在其经营成长过程中商业模式的选择给与了多大的帮助?永辉超市商业模式优势是什么?值得我们思考。

商业模式是影响财务战略的重要因素,企业财务绩效也会因为财务战略的变化而变化。市场环境的调整与变化推动企业商业模式的改变,所以其财务战略也应匹配着商业模式不断适应整改,如此才能在不断变化的市场环境中拥有发展的基础。只有提高财务战略与商业模式的匹配度,才能保障企业投融资活动方向上的准确性与实用性,进一步提高公司内部各组织架构运行的有效性,推动企业向前发展,最终实现提升企业绩效的目的。由此,本文选取永辉超市近六年的财务数据进行分析,讨论商业模式驱动财务战略的原理,分析永辉超市商业模式下财务战略的具体实施过程,并以财务绩效的方式将其实施效果反馈出来。

1.1.2 研究意义

1、理论意义

企业一系列经营活动都是为了赚取利润,在这个过程中企业为了更好的发展,会制定符合企业发展价值观的商业模式,在商业模式的选择上,要从内部运营架构和外部经济环境两方面因素考虑,并且企业应制定与该商业模式匹配程度较高的财务战略,只有如此才能有效提升企业各项经济活动的运行效率,以至于获取更高的财务绩效。我国经济进入 21 世纪以来,互联网、大数据、云计算等一系列的现代高新科技以及新兴产业发展迅速,使得传统零售业饱受打击。在这种环境下传统超市行业出现了顾客流量减少的情况、且线下门店运营成本较线上相比没有优势,因此商业模式转型与财务战略的重新制定就显得非常重要。在本文中,结合对永辉超市的案例分析,研究了商业模式和财务战略两者之间的逻辑关系并进一步探究了其对于企业财务绩效的作用。以此研究为理论基础,建立了一个关于企业的商业模式,财务战略和财务绩效之间关系的研究框架,并深入分析了财务战略下各项投融资活动对于企业财务绩效的影响。从理论上讲,期望能够丰富关于企业的商务模式,财务战略和财务绩效等方面的相关文献,有助于为相关研究提供参考。

2、实践意义

该案例的分析研究主要有两个层次的实际意义。首先,在当前大数据时代经济快速发展的外部环境和超市行业内部激烈竞争环境的双重压力下,永辉超市将其核心竞争力重新定位于农产品与生鲜货物,加强物流配送,建立了完善的采购网络,整合供应链,打造闭合的零售生态圈,此举降低了成本,提高了效率,实现全渠道发展线上线下相结合的商业模式。然而,这些变化是颠覆性的商业模式创新,没有较为成熟之路可以走,所以我们需要从财务绩效角度来看,判断所实施的财务战略是否可以使公司走上良好的经济道路。在移动互联网背景下,我们能够及时地进行分析,找出并纠正企业在财务战略实施中的不足之处,以便于寻求企业可持续发展。其次,对于我国传统零售企业,特别是在这种新的经济形势下进行转型和升级的企业来说,本文的研究具有一定的参考价值。本文通过案例梳理永辉超市的商业模式,并重点分析其财务战略是否适合这种模式,对公司财务绩效的影响如何,以及企业在变革和发展中存在的挑战。期望能够对我国传统零售

企业的发展提供一定的借鉴和参考,促进“互联网+”背景下传统零售行业的成长与变化。

1.2 文献回顾

1.2.1 商业模式与财务战略

1、商业模式

(1) 商业模式的概念

商业模式是属于一种互动的交易关系或者被我们称之为互动联结的方法,从表现形式来看,商业模式的关系与联结存在于不同的企业间,企业内部各组织架构间,以及企业与顾客之间等。企业存续并继续从事经济活动的主要目的是为了获得利润,商业模式简而言之就是一家公司可以通过哪种途径或者是哪种方式来获得利润,只要有盈利的方式出现,商业模式必然跟随而来。商业模式会随经济技术的发展而动态变化,每一个时代的来临都会引发新的商业模式变革。

国外学者认为其概念可以总结为四个方面即战略、归并、经济和运营四点,在这四方面结合企业所处行业构建出各具特色的模式体系。从公司的战略角度分析来看,Liliana(2014)将公司的商业模式描述为,一个公司与合作伙伴通过整合目标客户群的结构,分布,价值转移和降低维持客户关系的成本,从而获得一个可持续的收入;从归并的角度来看,TinaSaebi和NicolaiJFoss(2015)认为,商业模式依附于经济发展与市场形态变化,为了在竞争中获得压倒性的优势,在战略指导,管理结构和内部运营等方面进行重组和整合,从而达到最大化收益。从市场经济方向来看,Violetta Gerasymenko(2015)作为公司未来发展的一个重要推动力便是商业模式,认为其促进了企业对外部市场经济环境的判断与辨识,在其运营管理方面,Thorsten Helms(2016)认为,商业模式由以下几个方面决定:依靠商机来进行创造价值的交易,内容以及治理结构的构成。

我国学者对商业模式的思考。学者雷家肃(2005)认为商业模式是引导企业经营活动的方针,作为企业发展战略的指导。魏炜,朱武祥(2012)认为公司商业模式发展的核心理念和思想之一就是推动公司战略的正确制定与实施,目标就是促进公司与利益相关者结构的整体融合,主要内容包括商业模式的特点、市场主体、

内容、方法及价格。郭锡铎(2015)认为商业模式是一种通道或方法,公司通过这种方法与顾客发生经济活动,并赚取利润。吴晓波和赵子溢(2017)在结合了当前移动互联网经济的大背景,认为在平台化下进行的价值探索便是商业模式。刘凯宁和樊治平(2017)认为,商业模式应该是由广大客户,企业内部架构和合作伙伴这三种因素所组成。在进一步了解商业模式的研究方向之后,本文从理论上借鉴魏炜对于商业模式的定义,根据魏朱商业模式理论,分析其驱动财务战略的原理与过程。

(2) 商业模式的构成要素

关于商业模式构成元素的阐述目前阶段存在众多说法,其原因在于不同学者对商业模式的概念界定是不一样的。Alex Osterwalder (2004)认为,构成企业模式的基础性要素有九个,包括企业的客户关系、客户细分、渠道访问、价值导向、关键资源、关键业务、关键协作、收入流和成本结构,此九要素构成企业商业模式的画布理论。Christensen(2000)认为商业模式的组成要素为四部分,即客户价值、运营模式、核心竞争力、经济组合。Johnson(2010)认为商业模式核心在于顾客价值主张,并以此为基础为顾客提供具有价值的产品。魏炜和朱武祥(2012)认为,商业模式是针对客户和价值提升而设计起来的一个系统。它具体可以划分为六个执行要素:定位、业务系统、核心资源和能力、获利模式、自由现金流和企业价值。

通过整理诸多学者关于商业模式要素的研究结论,本文选取魏炜和朱武祥的商业模式六要素理论,并以此为基础对永辉超市的商业模式展开分析。

2、财务战略

(1) 财务战略的基本概念

在组织了国内外专家和学者在财务战略方面的各类研究之后,选择并解释了一些很有代表性的结论。美国学者 Ansoff(1976)明确提出了“企业财务战略管理”的基本概念,在此之后,学者 Tom Copeland(1990)继续完善了这一概念。经过约 20 年的探索与发展,公司战略管理的理论已经整合了对公司战略的思想和实施行动,对于公司财务战略的探索与研究将会有助于改善企业的管理和发展。

国外学术界对财务战略管理理论的研究已经到了比较深的层次。许多专家和学者在不同的角度定义了财务战略,虽然这些定义之间存在不小的差异,但许多

西方学者以战略作用为起点,进而分析战略的应用与实施。例如 C.HJohn(1985)领导的团队在对财务战略分析后得出,这是公司为应对行业变化和外部竞争而建立的发展计划,在进行了系统的研究之后,其认为良好的财务政策应包括良好的债务杠杆,合理的融资计划和成本计算,以及对资本来源的掌握。Brent D. Wilson (2016)领导的研究团队在对公司财务战略的深入研究过程中,发现了财务战略可以有效帮助公司合理地确定其财务的特征和方向,并能够帮助公司及时地做出各种决策以至于避免风险。在此基础上 Jakhotiya(2017)对于财务战略的概念也有了更深入的认识和了解,他从成本管理,资金筹集,销售和运营等方面着手,指出了制定成功的战略是公司可持续发展的前提。Ruth Bender 和 Keith Ward(2003,2013)解释了财务战略中应包括的细节。首先,公司必须提前计划最佳方案,根据公司的业务活动为公司的日常运营提供资金。其次,公司必须合理利用募集的资金进行经营管理。

国内学者对财务战略也进行了深入探讨,郭福初教授(2017)提到为满足企业内部发展要求而制定的运营和指导方针,称为财务战略。蔡维灿(2012)在研究公司财务战略管理时,将其理解为一种公司战略,只是被实施在财务层面上。因此,他认为财务战略应纳入公司战略的范围。要研究公司战略,必须首先明确财务战略,以此观点为主要代表的一些专家学者曾分析指出,在深入分析我国上市公司的日常财务管理后,可以明显发现财务管理主要目的是对企业经营活动进行有效地监督管理,其最终表现形式是财务绩效,因为财务管理反映在整个价值链中且必须在其中创造价值。

(2) 财务战略的要素

财务战略双重要素理论,在双因素理论中,融资战略和投资战略两者共同构成了财务战略的内容。

财务战略三要素理论,财务战略的三要素理论是以双要素理论为基础派生出来的,相关学者认为,财务战略应包括投资,筹资,股利分配三个方向。

财务战略的四要素理论,王强(2016)在深入地研究企业的财务战略发展的过程中,认为收入分配的策略,财务投资,财务融资和风险管理的策略共同组合构成了整个企业的财务战略内容。

总的来说,这些学者不仅解释了财务战略在管理和变革中的重要地位,而且

阐明了财务战略具有长期性, 等级性, 整体性, 稳定性和竞争力的基本特征。通过对以上文献的梳理, 本文将采用财务战略的双重要素理论作为基础, 将财务战略拆分为投资与筹资两个部分进行分析。

3、商业模式对财务战略的影响。

Tellis .GJ(2016)认为, 商业模式与财务战略的关系是递进驱动关系。并且两者所包括的一些要素都是共用的。何耀琴(2011)认为, 商业模式的出现在很大程度上直接影响着传统产业链中人力资源的整合, 产品本身的盈利能力, 产品流动性以及各个产业链之间的规模扩张。

财务战略与商业模式二者虽有联系。但究竟是商业模式驱动的财务战略, 还是财务战略驱动的商业模式。这一问题在朱武祥所著《重构商业模式》一书中已经有所明确提及, 朱武祥认为战略的基本前提应该是存在目标顾客, 但商业模式并不是。如果先确定策略, 然后确定模式, 那么模式的设计和选择就会受到限制, 如此不利于我们企业的长远生存和发展。并且商业模式的选择, 很大程度上要受到外界环境以及内部的组织架构等因素的影响, 一种商业模式可以精准地反映出一个企业管理经营的方法和目的。若先把握好模式, 再制定策略, 就可能会得出一系列可行性较高的战略。因此, 首先必须要确定各种商业模式的类型, 然后才能确定各种利益的相关者和交易方式, 从而制定战略。在我们确定战略时, 商业模式可以为构建战略系统提供可靠和现实的基础。而根据魏朱商业模式理论, 其中六要素大致可具体划分为三个基本维度, 即盈利驱动的维度, 价值增长的维度以及资产配置的维度, 商业模式也是基于这三个维度来影响财务战略的。

1.2.2 财务战略与财务绩效

1、财务绩效理论

公司的财务绩效反映了公司不断发展的结果。评价一家公司的财务业绩变动是反映一家公司制定的财务战略及其实施效果好坏的一种重要手段。企业的财务绩效主要在盈利、偿债, 发展以及运营四个方面表现。

2、财务战略与财务绩效的关系

在绩效评估方面, 基于许多先进的研究理论, 国内学者在结合我国国情的基础上取得了一些成就。首先根据企业的财务数据, 可以了解运营状态, 管理成效和

盈利情况。然后采用综合指数法对公司的财务绩效进行分析总结。以其为基础与杜邦分析模型相结合对公司绩效评估的方法能够更深程度的反应出公司的实际情况。但是, 这些方法都只是单纯的对财务绩效分析, 并未体现财务战略对于财务绩效的影响, 基于各种研究发现, 有关学者相继对财务战略及绩效两个方面进行研究。战略研究大多数以基础理论为起点, 而财务绩效研究则主要是系统构建或者是单个问题对绩效的影响。随着经济环境的发展, 商业模式与战略的匹配越来越促进财务绩效的提升, 因此有必要结合实际案例来研究财务战略对财务绩效的影响。

1.3 研究内容与方法

1.3.1 研究内容

本文主要依据国内外市场现有的研究理论, 对永辉超市的案例进行了研究, 从其商业模式, 财务战略, 以及其财务绩效这三个方面分析入手, 具体分析企业财务战略对财务绩效的影响。最后就永辉超市的财务战略存在的问题提出相关建议, 以期为我国超市行业的发展提供值得参照的依据。

本文将分六个部分展开研究:

第一章、绪论

主要阐述本文的研究背景、意义及文献综述。通过对文献的分析总结, 了解现有研究的侧重点, 为后文的研究打下基础, 使本文尽可能的科学和完善。

第二章、商业模式, 财务战略, 财务绩效关系框架

该理论部分主要针对当前商业模式创新驱动企业财务战略的基本原理进行了详细描述, 整理了有关商业模式、财务战略、企业财务绩效三者之间的基本关系理论框架, 为后续理论研究以及工作开展提供了逻辑思路。

第三章、案例企业简要介绍

该部分主要是对超市业务在行业中的发展现状和市场前景进行了分析, 并且详细介绍了永辉超市的发展历程, 业务布局与股权结构。

第四章、永辉超市商业模式驱动财务战略

本部分通过结合相关数据, 对商业模式驱动财务战略的原理及过程展开研究,

分析永辉超市在转型后的商业模式优点和其业务布局,从业务布局及商业模式三要素这两方面探究商业模式驱动企业投融资活动的过程。

第五章、永辉超市财务战略对财务绩效的影响

在这部分中,我们对运营能力,发展能力,偿债能力和盈利能力以及永辉超市EVA等要素进行综合性分析,结合企业的财务战略,探究其对公司财务绩效的直接影响。另外,根据以上数据分析的结果,对永辉超市在财务战略选择方面进行了评价,并就此提出了一些相关改进建议。

第六章、研究结论与启示

通过对上述案例的分析,得出了案例的总结和分析的结论。并通过对本案例的分析思考得到启示,希望能对我国超市企业提供有用的参考。

1.3.2 研究方法

1、文献研究法:通过参考学术文献,学习先前研究者的理论思想,在此基础上通过参考公司的历史财务数据和相关研究报告,凝练研究主题,分析所讨论的问题或现象。

2、案例分析方法:以永辉超市为研究案例,分析案例企业商业模式驱动财务战略的原理与过程,进一步思考公司财务战略对财务绩效的影响。该案例研究可以深入探索永辉超市的商业模式与财务战略的匹配,并研究其对财务绩效的影响。

2 商业模式、财务战略、财务绩效关系框架

2.1 商业模式三维度

在本文中,我们基于魏朱商业模型的六要素以及王东升、李端生的“438”框架为基础设置了研究的维度。其中六个基本要素包括:定位,核心资源,业务体系,盈利模型,现金流量结构和公司的价值。如图 2-1 所示,其中的定位、业务体系、盈利模式是反映一个企业如何创造价值的途径和方法,属于盈利维度,核心资源则是一个企业创造价值的来源,属于资源配置的维度,商业模式的目标可以从企业的现金流结构和企业价值的创造中得到体现,所以归属于价值提升维度。

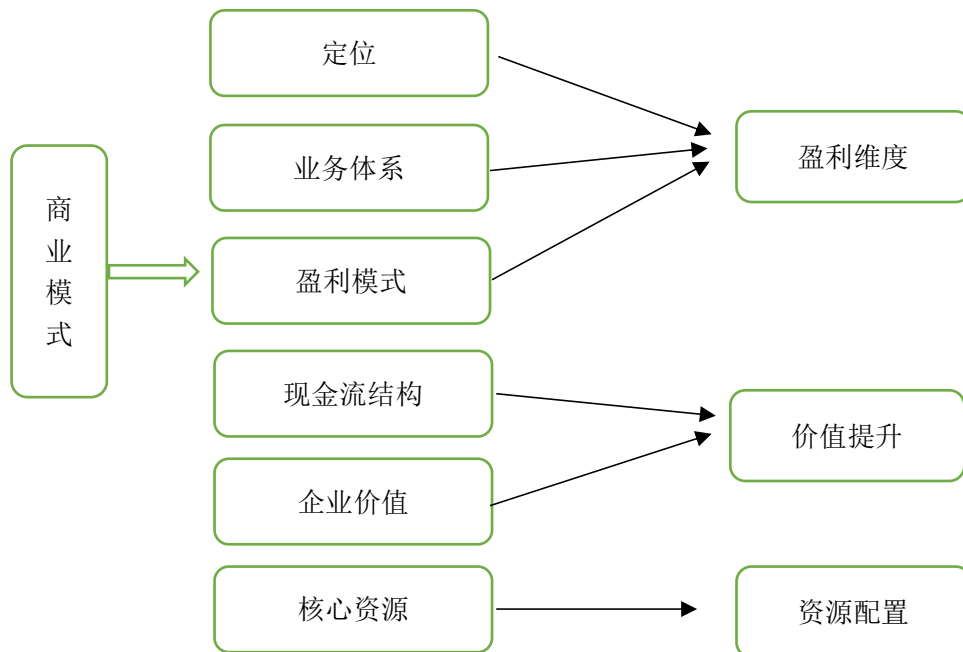


图 2-1 商业模式的三维度

2.2 商业模式与投资战略

商业模式的三个重要维度也就是企业利润结构驱动,资产结构配置和企业价值创造。商业模式的三维度往往会直接性地影响到企业的投资战略,其中包括期限的长短,范围的多样化或专业化以及资产集中在轻型或重型资产上。

(1) 盈利维度

首先,公司是想赚取长期利润或短期利润。如果公司希望获得短期利润,则可以在其投资活动中选择短期投资。反之,则在投资活动中上就应选择长期投资。

从这个角度出发,商业模式对投资战略有驱动作用。

(2) 资源配置维度

首先,如果企业经营模式为轻资产模式,则该企业将选择投资轻资产,且公司使用轻资产盈利的频率会较高。如果公司投资轻资产,则库存和固定资产占比较低。反之,则总资产中所有存货和固定资产相对于总额的比重将会变得相对更高。一般来说,与采用轻资产经营方式的公司相比,当公司采用重资产经营时,经营风险要大的多。

其次,选择多元的投资还是专业的投资。对于公司而言,就是投资一个行业还是跨行业投资。公司投资往往取决于其实际状况。如果一家公司想要在某方面获得较强的竞争优势,则适合采用专业的投资战略,不过风险更大,而反之则进行多元投资。

(3) 价值提升维度

公司的价值主张体现了投资活动的目的和成果。如果投资的目的是想提升企业的整体实力,则会看中资产的提升以及市场份额增加,此时公司的投资活动更注重长期。反之,如果公司的价值主张是提高短期盈利能力,那么它将更加关注短期投资回报。

2.3 投资战略与筹资战略

投资战略和融资战略之间主要有三种固定匹配控制类型,即期限控制匹配,风险控制匹配和金额固定匹配。并且企业财务战略实施的目的与商业模式设计的目的都是为了更好的提升企业的价值,综合分析后,本文将投资战略对融资战略的影响分为以下三个部分,即投资限期,风险和目标。商业模式影响财务战略的原理由图 2-2 所示。

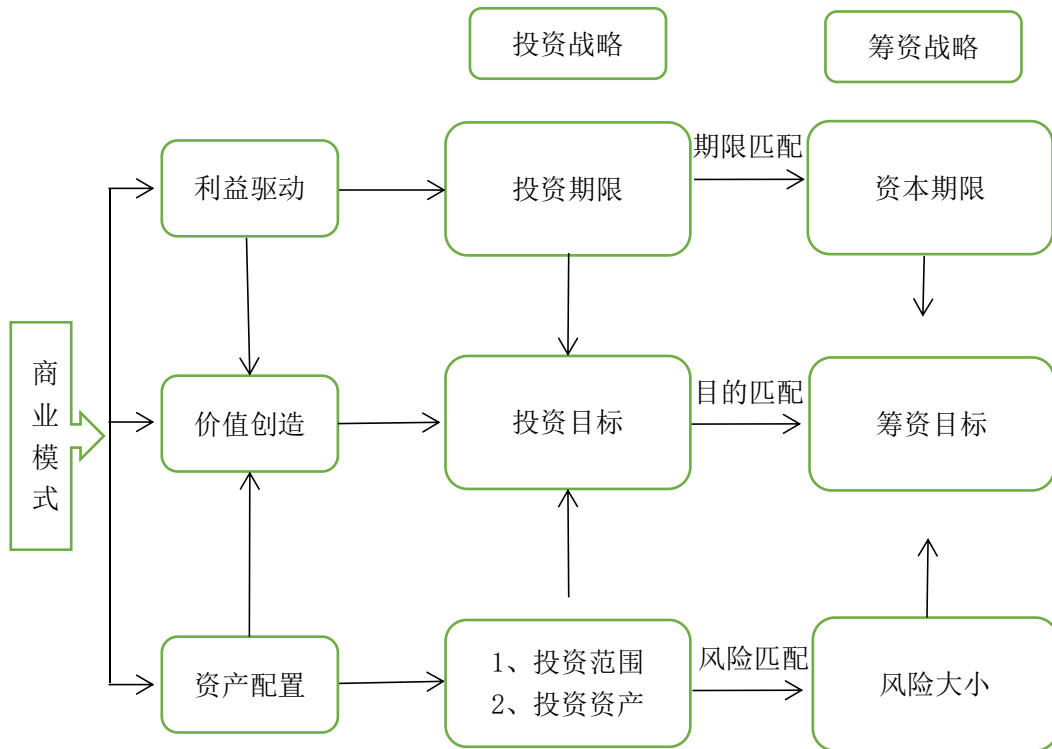


图 2-2 商业模式影响财务战略

1、期限匹配

投资期限是短期还是长期,它对融资活动的期限选择有很大影响。投资的期限通常决定融资的期限。如果将投资选择长期,则公司应选择长期债务或股权融资为主要方式,如果投资期限为短期,则应选择短期债务作为筹集资金的主要方法。

2、风险匹配

根据风险匹配的原则,如果投资战略选择轻资产、多元化,则筹资战略会选择高风险方式,即高负债,低资本的融资结构。相反,如果投资战略选择重资产、专业化,则融资战略会选择低风险方式,即低债务、高资本的融资结构。

3、目的匹配

制定商业模式的目的是与财务战略的最终目标都是希望能够有效地提高企业价值。价值提升分为成长型与盈利型两种,分别对应不同的筹资结构,以此为出发点,结合企业具体商业模式,与价值提升方式,可以推断其融资结构中股权与债券所占重。

2.4 财务战略与财务绩效

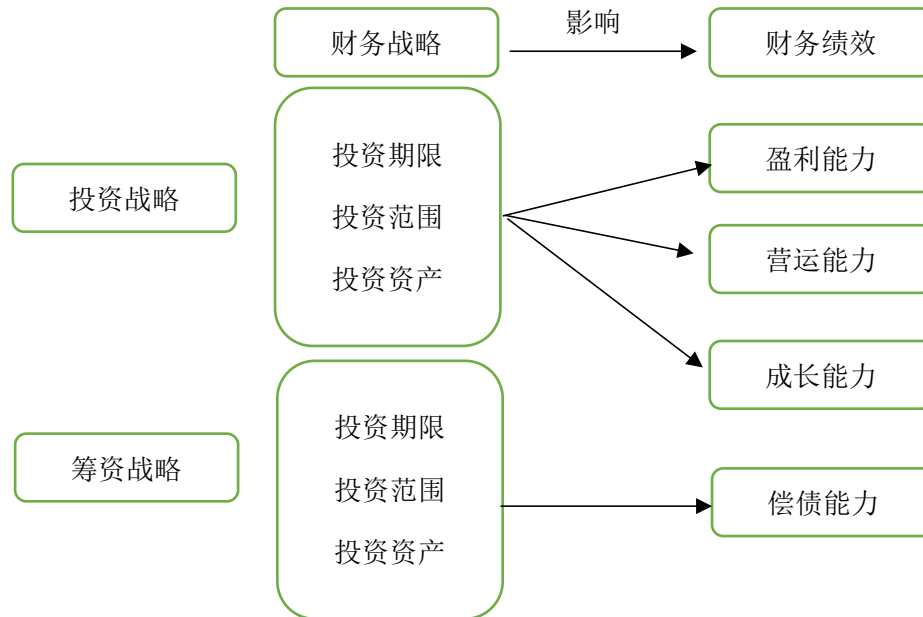


图 2-3 财务战略影响财务绩效

财务绩效四个重要的基本方面指标即整个企业的实际盈利管理能力、偿债管理能力、运营管理能力、发展管理能力，四个指标均直接性地受到了企业财务战略的影响,由图 2-3 所示，其中投资战略与整个企业的投资资产和获利能力密切相关,主要影响整个企业的盈利能力、发展能力和营运能力;筹资战略涉企业资产结构密切相关,将直接影响偿债能力,财务战略主要通过驱动这四个变量的变化,是企业财务绩效情况发生变化。

综上所述,商业模式、财务战略与财务绩效间的关系为“商业模式驱动财务战略,财务战略影响财务绩效”。

3 案例公司介绍

3.1 超市行业发展与市场前景

3.1.1 行业发展

随着经济技术的快速发展,高效的在线零售平台给消费者带来了更为方便消费购物体验。天猫于2019年11月11日发起的购物狂欢节当日销售额为2684亿元人民币,是中国前20家大型零售公司12个月的交易量总和。在这一背景下,传统零售企业受到巨大冲击,因此商业模式创新是至关重要的。传统零售企业已经开始积极与电子商务平台合作,发展线上线下双轨运营模式。在这个转型过程中,许多传统零售企业试图建立自己的在线平台,但是由于高投资成本以及对线上经营模式的不了解,使得在线平台筹建过程中遇到许多困难。基于此,大多数大型连锁超市选择与成熟的在线平台合作。例如,永辉超市与腾讯,京东的合作。天虹,华润万家与美团,饿了么等线上外卖企业携手,凭借其强大的同城物流能力,进一步扩展了传统超市的经营范围与销售业绩。由此也可以看出,传统商超迫切需要拓宽销售渠道。而在这种环境下,永辉超市将生鲜作为其经营核心,进一步完善供应链,并提高对上下游的整合力度,同时不断扩大采购规模。由于永辉超市在生鲜产品上有很强的竞争优势,具有永辉个性的经营模特也因此诞生了。

3.1.2 市场前景

中国超市行业的市场集中度低于发达国家,2018年,中国超市的集中度为9.1%,明显低于美国的44.7%。沃尔玛是美国最好的线下超市企业,市场份额占比为30%,远高于国内超市企业。随着零售服务行业的进步和发展,其中的竞争也越来越激烈,行业内一些领先的公司例如永辉超市,利用供应链和资本的优势进一步加速拓展门店,扩大其经营规模,联手线上巨头企业进一步加速抢占市场份额。2019年,永辉大卖场业务保持高速扩张,销售业绩良好,但mini店、到家业务的探索并不算顺利。永辉保持高速扩展、发展到家业务、精细运营和供应链效率提高。“人货场”是商业零售的三大核心要素。永辉在“货”这一方面,凭借生鲜、

快消品的供应链优势领先同业,在“场”这一方面,线下门店网络布局、运营方面优势突出,但线上场景方面却有所欠缺。永辉超市对双线场景的融合,驱动商业模式的演进。永辉进行精准营销,由“人找货”到“货找人”,由面向消费者到面向消费者家庭,并且全场景、多触点进行业务布局,到店、到家业务稳步发展。同时永辉超市也大力促进 C2B 产业,由“生产什么-买什么”,到“需求什么-生产什么”,再到“创造需求-研发生产”,为超市发展带来了动力。超市不仅是快消品的主力销售场所,同时是品牌塑造、产品展示的场所;在多场景、多触点的背景下,永辉超市的市场前景较为良好。

3.2 永辉超市概况

3.2.1 永辉超市公司简介

永辉超市股份有限公司(以下称永辉超市)于 2001 年正式创办,是国家级“流通”及“农业+产业化”双主体龙头企业,作为以生鲜起家的大型超市,公司始终以来被誉为“民生超市、百姓永辉”。经过二十年的快速稳步发展,公司已经基本形成了以零售+仓储物流+金融的全新发展经营战略,永辉超市在国内迅速扩散,目前已覆盖中国福建、浙江、广东、黑龙江与中国内蒙古等 29 个发达地区和 24 个省市。

3.2.2 永辉超市发展历程

永辉超市于 2001 年成立于福建福州,从零售小船成长为一艘内资超市巨轮,永辉的第一个 20 年即将走过。回顾永辉发展的 20 年,可以划分为以下几个阶段。

1、2001-2003:差异化发展

永辉超市的两位创始人张轩松、张轩宁兄弟在 1997 年中国大陆注册成立福州永辉超市有限公司前,曾先后于 1990、1995、1997 年时间从事中国福州永辉啤酒酒的生产 and 销售经销、古乐万家微利连锁超市、榕达自选食品分拣连锁商店销售经理等多个专业职位,具备丰富的零售商业经验和敏感度。1998 年,在福州火车站内成功建立了第一家以“永辉”字母为名的中国制造企业。1999 年,福州大型超市已突破十家。面对迅速占领市场的巨头,永辉抓住机遇,推动“农改超

级”政策,并开始以“新鲜食品”为突破口。与沃尔玛、Costco 等世界巨头类似,永辉从 0 到 1 的发展也是建立在差异化竞争的基础上的。

(1) 商品差异化,以难以经营的生鲜为突破口

传统超市主营业务范围基本为服装、百货、家电、食物等商品,而永辉超市放弃了其中的服装,百货,家电业务,选择了主营生鲜、农产品等食品品类。福州临海且属于华南生鲜集散地之一,对永辉建立生鲜经销网络具备天然优势。同时,由于生鲜商品的易损性,不仅初入中国的外资超市难以经营,本地超市也少有涉足,永辉进入了一片蓝海。

(2) 客群差异化,低价策略瞄准日常消费

永辉超市的目标顾客是家庭主妇与上班族。与沃尔玛类似,永辉创立之初就以“天天平价”作为公司的经营准则与销售策略,销售的商品品类与定价机制均瞄准普通百姓的日常消费,与其他讲究品质生活的外资企业形成差异。

(3) 区位差异化,选址冷门区域实现错位竞争

与以往的超市主要选址在繁华街区不同,永辉主要选址在城乡结合部、居民区或支路边,并顺应城市发展的方向,提前布局到即将开发但配套较少的区域,实现了与大企业的错位竞争、较低的租金、享受城市发展带来的客流量提升,这些特质与沃尔玛当年的策略不谋而合。

2、2004-2010:探索异地扩张

2004 年,永辉超市向外拓展,入驻重庆,其原因在于重庆地区人口密度高,市场发展前景良好。首先,永辉对于首次异地扩张非常谨慎,仅于 2004 年 10 月新开一家店,之后逐渐开出 3 家,较慢的开店速度说明永辉对陌生市场的消费能力、习惯与竞争格局需要通过经营进行细致的分析。其次,永辉得以在重庆实现客流量的快速提升的手段十分简单:市场上罕见的海鲜产品与极低的价格。永辉在重庆发展良好,验证了异地扩张的可能性,随即开始向其他区域扩张。而在门店规模扩张的同时物流仓储配送设施的建设也在进一步进行:据媒体报道,2004 年 2 月,总计划投资 1000 万元的“永辉物流配送中心(生鲜)”正式开始运行,总规划建筑面积 1.5 万平方米,预计年商品交易量 5 至 6 亿元;同时,百货配送中心也在 2 月份投入运营。

3、2011-2012:资金充沛大迈步,扩张略显急促

2010年12月,公司成功正式登陆中国的资本市场,发行1.1亿股的普通股,净募资25.2亿元,大幅充实了公司的现金流量。同时,公司在资金充裕期加速展店,2011年展店增速达30%,高增速一直持续到2012年三季度。但是高速展店带来的新店亏损是对当期业绩的伤害,2012年前两个季度,公司在收入持续高速增长的情况下净利润分别同减24%和35%,同期公司股价大跌39%。

4、2013-2017:管理提效,打磨供应链

(1) 及时调整扩张节奏,强调区域加密

经历2011-2012年的快速扩张对业绩的拖累,公司调整扩张步伐,于2012年4季度大幅降低展店速度并持续至2013年9月,增速下探至12.5%。

(2) 发展“6+1”阿米巴的合伙人模式

超额利润挂钩收入,简化传统多层级组织结构,实现组织结构平台化、扁平化。2013年上半年公司开始在优势地区福建、重庆试点合伙人制度。为解决层层传达,流程复杂和企业经营管理效率低下等问题,永辉超市取消总经理,总监等职位,由原先的9个层级转变为3个层级。

5、2018-2019至今:回归主业,向消费者需求进发

2018年12月20日永辉股东大会上公司又一次强调了组织结构的调整、回归主业,新的战略方向给市场一阵“强心剂”,永辉股价几乎同时进入上涨通道。到2019年,公司开始全面推行mini店及到家业务。一方面用每年150家的高速进行大店扩张,一方面用每年800家的速度进行mini店的渗透。

3.2.3 永辉超市业务布局

1、线下实体店布局。

(1) 红标店:红标店的客户群体为普通大众,特点是货品种类丰富,多数商品具有价格优势,整体性价比较高。

(2) 绿标店:绿标店是红标店的升级,针对的客户群体为中高端人群。从主营商品来看,主要为进口商品及品牌商品,从环境方面来看,绿标店的购物环境要优于红标店。

(3) 会员店:会员商店的主要客户群体为高端顾客,装修精致简洁,商品多以国外进口商品为主,并且会员商店是永辉超市首先进行线上线下相互结合的经

营体验连锁店,线上下单,线下自提,物流配送三者之间形成了消费闭环,大大提升了购物体验。

(4) 超级物种:超级物种是将购物和餐饮融入到一起,作为线下门店经营模式,永辉超市采取“高端超市+生鲜餐饮+O2O”业态,这种模式拓展了对于客户群体的分层需求,加强顾客消费体验。超级物种是永辉超市依靠供应链,引进高品质食材,打造的一个功能丰富的线下零售场景。

(5) mini店:永辉mini为快消费板块,主要生鲜产品为果蔬,牛羊肉等,mini店的目的是抢占社区市场,客户群为家庭消费者。

2、线上平台布局

永辉超市不但建立了电子商务平台,而且是携手京东,腾讯等多家互联网企业,打造线上线下全渠道销售的途径。永辉超市自营APP,包含其他实体店的所有商品,永辉超市的红标店、绿标店、会员店超级物种以及mini店五大线下实体店为其自营APP提供货源,并上线第三方渠道例如京东超市,依靠合作伙伴线上的技术和科技力量,在线上的下单,支付,物流配送以及售后服务等各个方面都已经有了基本的保障。

3.2.4 永辉超市股权结构

从公司控制权角度来看,永辉超市并没有控股大股东,虽然股权结构相对分散,但是公司所做决策的准确性和谨慎性,都有了一定的保障。2019年报中显示,公司的主要股东包括张轩松、张轩宁兄弟,牛奶有限公司,京东,腾讯。其中,三者属于坚定的高级战略性投资者,永辉超市的股权结构清晰、稳定。

表 3-1 公司前十大股东情况

排名	股东名称	方向	持股数量(万股)	变动	占总股本比例(%)	持股比例变动(%)
1	牛奶有限公司		191, 313.54		19.99%	
2	张轩松		140, 725.02		14.70%	
3	张轩宁		74, 381.12		7.77%	

续表 3-1 公司前十大股东情况

排名	股东名称	方向	持股数量 (万股)	变动	占总股本比例 (%)	持股比例变动 (%)
4	京东		61, 545.58		6.43%	
5	林芝腾讯		47, 852.31		5.00%	
6	江苏圆周电子		47, 852.31		5.00%	
7	兴业银行	增加	19099.26	2029.3	2.00%	0.22%
8	招商银行	增加	18100.83	545.53	1.89%	0.06%
9	香港中央结算公司	减少	17488.8	-984.02	1.83%	-0.10%
10	全国社保基金	增加	9163.43	100	0.96%	0.01%
	合计		627522.21		65.57%	

资料来源：永辉超市2019年报。

永辉超市目前拥有 101 家控股子公司和关联企业, 并且永辉专注于中国的零售经营, 进行了专业化的发展。控股的子公司主要经营于零售服务, 食品, 物流配送等。2020 年《永辉中期报告》显示, 永辉超市最大的股东以及其实际所有者仍然属于张轩松和张轩宁兄弟。他们持有这些资产的股票占比 22.61%, 超过了牛奶有限公司。从表 3-1 中我们可以看出, 永辉超市的主要股东多数作为坚定的战略性投资者, 如此做法更加有利于永辉超市的长期生存和发展。

4. 永辉超市商业模式驱动财务战略分析

4.1 永辉超市商业模式

4.1.1 永辉超市商业板块

1、云商：彩食鲜是 2016 年永辉超市探索 b2b 业务所引入推出的新型业务发展模式，通过引入中央厨房模式，推动生鲜特色农产品的标准化、精细化、品牌化运作，从而增强企业核心竞争能力。2018 年公司对彩食鲜产业这个板块进行梳理整合，借助于各方的资本引入成立了合资企业，永辉拥有着充裕的资金并且在生鲜这个领域也拥有着丰富的投融资经验，有望于帮助彩食鲜进一步发展和成长。

2、云超：云超的业务是永辉的核心和主力业务，在 2015 年起，永辉超市开始进行了区域扩张，第一个业务集群以中国福建地区为核心向外部进行了战略拓展，以门店为中心向周边地区进行了业务拓展，以大众消费人群为目标客户，实现了快速扩张；第二个业务集群主要着力于 bravo 绿标店的业态，分布在华东地区及北京、广州等沿海城市，目标消费者为中高收入的消费者。2018 年，公司将超市业务重新分成十个区域。云超业务基本实现大中型地区全面覆盖。永辉超市将四方面业务统一管理，各分部业务相互影响，准备建立一个采购，零售，售后一体的生态圈，其中以超市业务为核心板块。

3、云创：核心业务平台是永辉集团公司创新业务发展平台，为永辉超市打造了包括永辉生活商店、超级物种、前置仓储和一站式到家等三大创新业务。其中永辉生活店是一种定位于城市居民商业区内的生鲜食品零售店，超级物种门店作为高端和有品质的线下生鲜食品零售实验经营门店，永辉到家则主要通过依托线下实体超市门店网点开展各类线上生鲜配送服务。三大业务相互依托，搭配永辉数字化信息流，以及完善的供应链整合，从采购、结付到销售之间无缝连接，各环节协调性提高，使永辉超市云创业务健康发展。

4、云金：作为永辉金融板块的投资核心，永辉金融集团拥有商业投资保理、民营银行、小额贷等品牌，专注于全零售的产业链。2017 年底对供应链，线下门店以及消费者三者进行整合，零售闭环的形成有助于永辉超市金融业务的发展。在 2019 年，注册客户数量已近 39.29 万，累计实现利润 1.47 亿元。依托于公司的

平台和资源,云金业务近几年发展迅速,盈利方面进展良好,资金充足且风险可控,资产结构逐步优化,未来云金将持续成长,为公司创收。

4.1.2 永辉超市商业模式三维度

首先,在盈利模式驱动上,永辉超市对四大业务板块的所有业务资源进行了深度整合,进一步优化完善业务供应链,其最终发展目的是为永辉企业将来的持续发展成长奠定坚实基础,由此可知在期限上永辉超市的目的在于长期获取利润。其次,在资产配置维度上,永辉超市加速扩张门店,自建物流,并且加强对供应链上下游的整合,属于专业化,重资产模式。最后,在企业价值创造的维度上,永辉超市期待在其存续的状态下同时也可以向上增长,希望能够扩大公司的规模与市场份额,永辉超市正处于一个加速扩张的时期。

综上所述,从对永辉超市的四大板块业务以及其商业模式三个维度的分析中,可以清楚地看出,永辉超市的商业模式是业务渠道拓展,整合线上线下资源,全渠道零售。并且永辉超市自建物流体系,强化供应链管理,使永辉超市的商品来源与质量得到了保障,使顾客无论是线上下单还是线下门店购物,都会有较好的消费感受。

4.1.3 永辉超市的商业模式优势

永辉超市商业模式的优势表现下以下几点,供应采购方式多样化、完善物流以及业务全渠道发展,积极布局线上

1、采购方式完善,供应链网络布局稳妥永辉超市采购方式多样化,由于供应链的整合较为完善,对于商品能够做到保质保量、且供应稳定性高,很少存在缺少商品的情况。对于一般零售行业来说,商品的价格、质量以及商品是否充足性是企业发展的要点。生鲜的核心在于性价比,而性价比的核心在于供应链效率。虽然目前生鲜领域竞争激烈,最终胜出的会是供应链效率最优的企业。永辉超市从上游的采购到“最后一公里”的配送,建立了广泛的合作网络,并且已经形成了自己的供应链和品牌,有利于充分发挥企业的协同效应、把握产品控制、降低集中采购的成本。通过参股或者控股的方式,公司绑定了一批上游的优质原材料供应商;通过设立彩食鲜,做大做强企业的产品中间加工环节,下游配送环节设立了物

流子公司, 搭建并完善自己的配送网络。另外, 供应链金融能够帮助公司有效整合自身的优势和资源, 拓宽融资渠道。对供应链的整合投资由表 4-1 所示。

表 4-1 永辉超市上下游供应链整合情况

战略意义	参控公司	参控关系
绑定供应链上游供应商	富平永辉现代农业发展有限公司	控股子公司
	国联水产	参股子公司
	星源农牧	参股子公司
	湘村高科农业股份有限公司	参股子公司
	永辉日本株式会社	间接全资子公司
	福州颐政参茸豆制品有限公司	参股子公司
	上海东展国际贸易有限公司	全资子公司
	福建省永辉进出口贸易有限公司	间接全资子公司
	富平云商供应链管理有限公司	全资子公司
	绑定供应链上游供应商	上海银杰国际贸易有限公司
砥行有限公司		间接全资子公司
四川永创耀辉供应链管理有 限公司		参股子公司
产品加工	永辉彩食鲜发展有限公司	参股子公司
绑定供应链物流	安徽永辉物流有限公司	全资子公司
	永辉物流有限公司	控股子公司
供应链金融	永辉青禾商业保理(重庆)有 限公司	全资子公司
	重庆永辉小额贷款有限公司	全资子公司
	福建华通银行股份有限公司	联营企业

数据来源: 永辉超市年报、华福证券研究所。

2、自建物流，提高配送效率

生鲜业务是永辉超市的发展起点，也是永辉发展的核心生命力。所以，为了保证生鲜的质量，永辉在物流方面投入大量资本。物流中心主要有三种经营模式：分别是自营、租赁和外包。位于福建、重庆、安徽、四川的物流服务中心为自营模式，其他地区则采取其余两种形式。19 年报告期间内物流配送范围已覆盖全国 28 个省级行政区域，建立 30 个物流仓，总面积可达 60 万平方米。尽管门店不断增多，但是通过规模效应，公司的商品损耗率与仓储运输成本仍然保持较稳定的水平，2014 年至 2019 年，公司的商品损耗率保持在 0.23% 的水平，仓储及运输费率保持在 1.03% 的水平

3、全渠道布局，拓展线上业务

永辉超市的全渠道布局顺应了以消费群为代表的消费升级与通信科技发展的趋势。消费群显著特点是消费者希望购买商品的过程中能够不受时间和空间上的约束。比如，消费者可以先在实体店体验、再去线上购买，也可以先在线上购买、再去实体店提货。这种消费趋势意味着企业要有全渠道零售能力，具体包括线下实体门店、线上商铺与传媒渠道(新浪微博、微信公众号)等。如表 4-2 所示，与同业全渠道相比，永辉的全渠道建设较为完善。

表 4-2 公司与同业全渠道建设比较

公司	线下端	网络平台端	移动 APP 端
永辉公司	红标店，绿标店，bravo 精品店与社区 mini 店	全球供应链平台	永辉买菜 APP，京东到家
家家悦	大卖场，综合超市	无	无
沃尔玛	购物超市，山姆会员店，惠选超市	无	京东到家
盒马	盒马生鲜，盒马 mini 店	无	盒马 APP
每日优鲜	无	无	每日优鲜
叮咚买菜	无	无	叮咚买菜

数据来源：公司公告、华福证券研究所。

并且永辉超市在业态上一直保持着革新力,创业初期,公司的业态以大卖场为主;2012年公司试水了 Bravo 精品店(绿标店)以提高品牌定位,取得成功后在全国逐步铺开;2017年,公司打造了“零售+餐饮”的超级物种,成为行业的新坐标,并且试水永辉生活;2019年开始,公司着力发展贴近社区的 mini 店以应对生鲜电商的冲击。打造“到店+到家”生鲜电商模式,以永辉 mini 店进行社区布局,深耕线下区域密度。

在生鲜电商的冲击下,叠加 CPI 走低等因素的影响,公司两年以上成熟大店的坪效在持续降低,从 2015 年的 1860.98 元/平方米降至 1033 元/平方米。2019 年之前,永辉是以跨区域展店为主要扩张方式,2019 年推出永辉 mini,意味着永辉的扩张战略侧重于深耕区域密度,在一个区域做到全覆盖高渗透,用永辉 mini 店来服务消费者,社区生鲜能缩短与顾客之间的距离,相较于红标店等,更加贴近消费者,并且 mini 店的运营模式能够有效降低仓储成本。

4.2 商业模式驱动投资战略

4.2.1 永辉超市的投资战略

永辉的投资项目包括纵向供应链投资、横向同业整合方面的投资等。这些投资主要从生态布局的角度出发,或服务于门店的运营,或立足区域扩张、加密,或从长期战略角度进行探索,投资收益本身往往不是这些投资唯一的目的。

1、纵向供应链投资:掌握低成本、优质货源

公司在供应链领域的投资包括以下几家企业:国联水产、星源农牧科技、闽威实业、湘村股份有限公司、达曼国际等。对处于供应链上游的企业投资,使得公司能以更低的成本掌控优质的货源,并在春节、中秋等重要节假日商品紧俏时优先获得货源。

尽管永辉超市所投资的公司对于投资收益方面的贡献率比较低甚至是亏损,但对于促进公司供应链效率的提高、商品的丰富都起到重要的推动作用。永辉超市在供应链领域的投资可由表 4-3 中看出。

表 4-3 永辉超市在供应链领域的投资

公司	主营业务	持股比例
富平永辉	柿子种植与加工	72.97%
北京友谊使者	茅台酒采购	20%
四川永创耀辉	泸州老窖采购	30%
达曼国际	自有品牌、零售服务商	8%
星源农牧	生猪养殖、蔬果生产	20%
湘村高科	湘村黑猪养殖和销售，冷鲜肉、腊制品生产及销售	20%
国联水产	水产全产业链、进出口	10.29%
闽威实业	鲜鱼水产品 & 鱼加工食品	19.64%
希杰富乐味永辉（上海）	韩国食品	30%
颐玖叁叁豆制品有限公司	豆制品	42%

数据来源：永辉超市年报。

2、横向投资：同业整合

公司目前在同业中的持股(含 100%合并)包括中百集团、红旗连锁、上蔬永辉、百佳超市,超市行业作为人力密集型行业,在流通体系区域割据的大环境下,零售企业的并购整合难度大,国内成功案例较少;其难点在于文化融合、人事的安排、供应链的跨区域融合、信息系统的架接等。

表 4-4 永辉超市在同行业中持股比例

公司	中百集团	红旗连锁	上蔬永辉	百佳永辉
持股比例	29.86%	21%	32.14%	50%

数据来源:永辉超市年报.

通过以上分析,确定永辉超市的投资领域为专业化,永辉超市的投资项目可以佐证这一观点。

4.2.2 永辉超市商业模式驱动投资战略分析

永辉超市强调供应链的整合,并且在商品储存,交易,售后的管理上强调服务与效率。生鲜的优势和物流系统的建立让永辉超市在中国市场获得了强大的市场竞争力。通过对供应链上下游的整合,永辉超市不但拥有了稳定优质的商品货源,并且有效降低了供应链成本,配合自建的物流体系以及战略投资者京东集团强大的物流能力,使商品的配送能力进一步加强,为顾客满意度的提升打下基础。在整个永辉超市零售的闭环上来看,无论是线上还是线下,从商品的挑选,下单付款,商品配送以及售后服务几个方面,永辉超市在中国零售圈内的产业布局已趋于完善,并且已经通过与一些互联网科技企业的合作,获得了更多的技术支撑,并且永辉超市搭建自营平台进行大数据掌控,进一步提高了运营效率。综上所述,从永辉超市的业务布局和供应链整合两个方面来看,永辉超市的商业模式决定了投资方面为专业化方向和重资产结构,这个结果也可以从以下两点看出。

1、专业化投资领域

永辉超市在 2014 年开始细分业务,并创新商业模式,从横向和纵向两方面进行权益投资,其目的在于整合零售生态链,降低采购成本与运营风险,并且权益投资的比重连年增加,永辉超市正处于快速扩张的时期,通过整合自身业务模块,打造完整的商超生态圈。横向同业整合使永辉超市能够获得同行业企业的控价权,纵向供应链整合大大减少了永辉超市的成本,以提升永辉超市的市场竞争力。

如果企业投资方向是专业化时,其销售收入的特点为构成项目相对较为单一。可以从表 4-5 中看出。永辉超市的主要经济收入种类有三个,即食品用物、生鲜和加工以及其他,项目构成并不丰富,此结果进一步佐证其为专业化投资。

表 4-5 永辉超市 2017-2019 年收入结构

产品	收入(万元)	成本(万元)	利润(万元)	毛利率	利润占比
2019/12/31					
其他	630664	66883	563781	89.39%	30.80%
食品用品	4144812	3369109	775703	18.72%	42.38%
生鲜及加工	3712220	3221366	490855	13.22%	26.82%
2018/12/31					
食品用品	3387786	2736278	651508	19.23%	41.72%
生鲜及加工	3166333	2695874	470459	14.86%	30.12%
其他	497547	57823	439724	88.38%	28.16%
2017/12/31					
食品用品	2721211	2222271	498940	18.34%	40.87%
其他	370738	50137	320602	86.48%	26.26%
生鲜及加工	2610050	2256603	353447	13.54%	28.95%
服装	157134	109269	47865	30.46%	3.92%

数据来源:永辉超市年报.

2、重资产投资结构

不管是在线上渠道,还是线下渠道,为了帮助客户获得良好的消费体验,永辉超市大力进行门店扩张,并建立物流体系,整合供应链。客观上看,门店增多必然导致永辉超市的存货数量上升,为降低采购成本而进行的供应链上下游整合以及自建的物流体系,使永辉超市的大量资金被占用,所建门店与物流也会导致永辉超市固定资产在总资产中所占的比例增高,永辉超市自建运输物流中心、储存仓,以及大规模的门店拓展,都能够反映出永辉超市投资资产结构为重资产模式。而对于企业来说,若执行重资产投资,则存货和固定资产会占据资产总额中很大一部分。如表 4-6 所示,根据永辉 2015 年-2019 年的库存及固定资产占总资产的比重,说明永辉超市大量的资金被存货项目和固定资产所占用。因此重资产与专业化的运营模式推动永辉超市的投资战略选择,即投资资产结构为重资产,投资领域为专业化方向。

表 4-6 永辉超市 2015 年—2019 年存货固定资产比例对比表

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年
存货（亿元）	42.50	53.79	55.82	81.19	123.3
固定资产（亿元）	30.08	31.09	36.76	45.12	51.28
总资产（亿元）	203.0	294.4	328.7	396.3	523.5
存货占总资产比重	20.94%	18.27%	16.98%	20.49%	23.55%
固定资产占总资产比重	15.17%	10.56%	11.18%	11.39%	9.80%
存货及固定资产占总资产比重	36.11%	28.83%	28.16%	31.88%	33.35%

数据来源:同花顺财经.

综上所述,首先,在资产配置维度,其商业模式的重资产形式决定投资的资产结构为重资产。其次,永辉超市为完善全渠道零售生态圈对供应链上下游投资整合,体现其经营意识的专业化,因此决定了其投资战略为领域内的专业化投资。最后,盈利驱动方面,永辉超市正处于全速扩张的成长期间,大力布局线上线下的业务,包括门店的拓张,物流体系的完善建设等,其主要目的就是为了顺应经济社会发展,给永辉超市企业在未来零售市场的发展搭桥铺路,提前对企业进行战略布局,获取长期利润,因此这也就决定了永辉超市的投资时间和期限的重长期特征。

4.3 投资战略驱动筹资战略

4.3.1 永辉超市的筹资战略

1、使用股权融资引入零售业及互联网巨头

由表 4-7 所知,牛奶有限公司于 2015 年入股永辉超市,持股比例一直保持在 19.99%。京东、腾讯分别在 2015 年、2017 年加入永辉超市。且京东于 2018 年增持了该公司 1.43%的股份,三者均是属于坚定的战略投资者。由于上游企业入股,公司已经切实通过股权融资形成了上游+同业+战略拓展全方位的商业体系,未来成长空间进一步打开。

表 4-7 永辉超市引入外部战略合作伙伴

时间	融资方	金额（亿元）	融资后占公司股权比例
2015	牛奶公司	56.91	19.99%
2016	京东邦能，江苏圆通	42.35	10%
2017	腾讯	42.15	5%
2018	京东邦能，江苏圆通	12.43	6.43%

数据来源：永辉超市年报。

永辉超市通过定向融资增发股票的增资方式直接引进了牛奶公司、腾讯、京东，通过战略合作实现经营效率提升、整合供应链力度加强、打造线上零售平台。

(1) 经营效率：永辉超市携手腾讯，启动腾辉项目，构建消费供应链系统平台，凭借腾讯领先的智能化科技，提升了企业的效率。

(2) 供应链管理：永辉联合了牛奶公司及京东后，在采购、加工、物流等方面发展迅速，供应链质量提高。永辉超市通过股权融资绑定上游供应链货源，对上游供应链加强掌控、使运营效率得到提升。

(3) 线上市场：永辉超市大力推广永辉生活 APP，加强同互联网企业的合作，积极布局线上业务。

2、依附于供应链的商业信誉融资

凭借于强大的供应链管理能力和多样的零售渠道，永辉超市在向上游供应商采购过程中，延长商品货款的支付时间，以较低的代价将资金短时间内掌握在自己手中，以便用来支持线下门店的扩张，缓解永辉对外业务拓展的压力。对于供应链下游的商家，永辉超市凭借预收账款的方式进行融资，而支持永辉超市这样做的根本原因是在于，第一、永辉超市的规模大，实力强，并且商业信用良好，下游的客户愿意向永辉超市预付商品货款，第二，永辉超市对于供应链的整合能力较强，与上下游的商家合作紧密，供求关系稳定。并且永辉超市努力增加客户粘性，使其预售客户货款的能力越来越强。永辉超市这两种融资方法为类金融模式，属于商业信用融资的范畴。永辉超市依附于上下游供应链的商业信用融资为其企业战略拓张及门店的经营发展提供了资本支持，提升了企业经营的效率，在产品供货，交付，售后等各个方面都使得客户感到满意，有助于加强与上下游供应链企业之间合作的关系，形成了信用融资循环。当企业选择商业信用进行融资时，财务上

会表现为应付款项和预售款项比较高,通过图 4-1 以及表 4-8,可以反映永辉超市应付与预收款项的实际情况,佐证了永辉超市进行商业信用融资。

表 4-8 永辉超市应付账款与预收账款占比(亿元)

项目/年度	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年
应付账款	50.64	52.01	64.95	75.91	97.16	129.83
预收账款	9.54	12.12	15.32	18.37	23.66	32.06
资产总额	154.80	203.04	294.38	328.70	396.27	523.53
应付账款占总资产比重	32.7%	25.7%	22.1%	23.1%	25%	24.8%
预收账款占总资产比重	6.2%	6%	5.2%	5.6%	6%	6.1%

数据来源:同花顺财经.

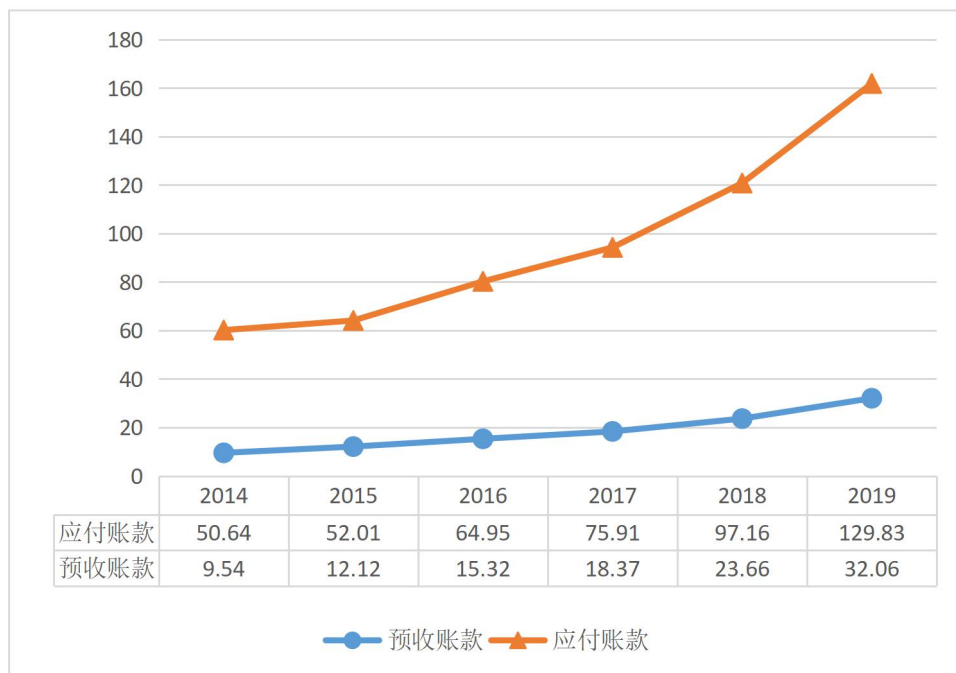


图 4-1 永辉超市应付账款和预收账款

综上所述,永辉超市重资产投资推动企业使用股权融资,专业化投资推动企业采取依附于供应链的商业信誉融资,所以永辉超市的融资战略为:以股权融资为主,商业信用融资为辅。

4.3.2 永辉超市投资战略驱动筹资战略分析

1、风险匹配

一般来说,企业都是将其投资风险和筹资风险进行逆向搭配,如果一个企业所有的投资活动风险比较大的话,就可能会考虑选择风险相对较低的筹资战略。反之,若是投资战略的风险相对较低,那么在筹资战略上就会选择风险较高的方式。根据统计表 4-9 中相关数据分析结果显示,在 2014-2019 年,永辉超市由于其投资活动产生的现金流量一直在增加,但其现金净流量却一直小于 0,这也说明了永辉超市的投资行为并未能够给公司带来盈利,由于永辉超市目前正处于线下门店加速扩张的阶段,其新成立线下门店的盈利能力在运营初期尚未完全体现,主营业务的实际经营额尚不能抵消投资所需成本,因此致使投融资活动所产生的现金净流量为负。

表 4-9 永辉超市 2014—2019 年投资活动现金流量情况

项目(万元)	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年
投资活动现金流入小计	7753	8782	156801	264836	545757	471853
投资活动现金流出小计	203135	315516	545086	843043	912635	921933
投资活动现金流量净额	-195382	-306735	-388286	-578207	-366878	-450080

数据来源:永辉超市现金流量表。

永辉超市目前正处于一个加速扩张的阶段,其战略行为也从线上线下双渠道进行拓展,由表 4-10 可以清楚地看到,近六年来永辉超市的资产总额一直处于快速上升趋势,此结果与永辉加速扩张的战略行为相吻合,但在其资产总额快速上升的过程中,永辉超市的利润并没有同步提高,其利润的提升速度远低于其资产总额的增长的速度,其中 2015 与 2018 年,这两年的公司净利润增长率负,由此可见,在激烈的市场竞争中,永辉超市积极拓展公司规模,其快速扩张的行为虽给企业带来了实力的提升,但面临的风险也更大了。从理论上来说,投资重资产的风险要高于轻资产,而且投资组合理论认为专业化投资风险要高于多元化投资风险,永辉超市的投资战略恰好是重资产与专业化并存,由此也可以推断出,永辉超市的投资风险较高。

表 4-10 永辉超市 2014—2019 年与投资风险相关的指标情况

项目	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年
总资产增长率 (%)	19.32	31.17	44.99	11.66	20.56	32.10
净利润增长率 (%)	18.15	-29.63	102.26	38.80	-40.80	45.66

数据来源:同花顺财经.

根据上述分析,永辉超市的投资风险较大,与之对应的筹资战略应选择风险较小的方式。一般上市公司在筹资上大体有两种选择,(1)以股权融资为主(2)以债权融资为主。股权筹资的风险一般比债权小,股权筹资没有到期还本付息的风险,但债权筹资方式会使企业在经营困难时面临付息和还债压力。综上所述,永辉超市的融资战略应以股权为主。

2、期限匹配

永辉超市的投资活动基本都是在重资产上,投资方向也是依附于供应链的专业化投资,其目的在于服务企业的战略拓展,几方面表明永辉超市的投资是打算长期持有的战略性投资,其投资期限较长,所以根据期限匹配的原理,永辉超市的融资战略期限也应为长期。

3、目的匹配

根据永辉超市快速扩张门店,自建物流以及整合供应链等一系列经营活动表现,可以判断永辉的价值提升模式为成长型,根据上文分析,成长型模式所匹配的筹资战略为低负债高股权的低杠杆模式,这一结果也与永辉超市融资活动的实际情况相吻合。

结合上文分析,以下两点原因能够说明永辉超市选择股权与商业信用筹资。第一,从永辉超市实际经营活动和战略整合两个方面角度来看,永辉超市在投资上选择了重资产和专业化,通过对供应链的整合,完善了从采购,销售,配送,售后到服务的零售商品链条,加强了与供应链上下游企业的沟通和配合,与供应链企业之间频繁的经营和服务活动直接决定永辉超市采用商业信融资的方式。

第二,从理论角度分析。永辉超市的投资战略风险较高,根据投资风险和筹资风险相互匹配的原则,为使企业稳妥健康发展,在筹资活动上应匹配风险较小的战略,因此永辉超市选择股权筹资为主,根据期限匹配原理可知,其筹资战略期限为长期。

5. 永辉超市财务战略对财务绩效的影响

5.1 永辉超市一般财务绩效分析

经过对上文的分析可知,永辉超市的投资战略主要是长期、专业化、重资产模式的投资,筹资战略主要就是通过股权融资,并以商业信用融资方式作为补充。将投资战略与筹资战略二者结合,再加上结合永辉超市具体管理的经营活动,可以明显地发现永辉超市在其财务特点属于迅猛扩张式。而快速扩张式的财务战略,是一种指企业以增加自身总资产并且扩大其经营规模作为主要目标的财务战略,在快速拓展扩张式的财务战略下,企业可能会使用更多的大规模外部融资,并且为了企业规模的进一步拓展,其大部分资金都会投入到规模扩张中来,此时会影响企业资产回报率,使其下降。这正与永辉超市的实际表现相符合。

5.1.1 财务战略对偿债能力的影响

企业利用资产来偿还债务的能力称为偿债能力,偿债能力的大小及强弱直接影响着一个企业在激烈的市场竞争中是否能够健康、稳定地发展,偿债能力可分为长期或者短期两个方面。对于短期偿债能力,本文选择两个重要的关键性财务绩效指标,即流动比率、速动比率。长期偿债能力方面,选择资产负债率与产权比率进行衡量。

1、短期偿债能力分析

表 5-1 永辉超市与同行业偿债能力指标

项目/年度	2014	2015	2016	2017	2018	2019
	永辉超市					
速动比率	0.51	0.97	1.51	1.2	0.79	0.59
流动比率	0.93	1.5	2.05	1.65	1.2	0.99
资产负债率	58.25	39.51	34.64	37.91	51	60.93
产权比例	1.39	0.65	0.53	0.61	1.04	1.59

续表 5-1 永辉超市与同行业偿债能力指标

项目/年度	2014	2015	2016	2017	2018	2019
行业均值						
速动比率	1.09	1.01	1.38	1.30	1.00	1.05
流动比率	1.53	1.50	1.82	1.65	1.26	1.32
资产负债率	55.32	54.80	43.42	53.31	54.89	53.63
产权比例	1.30	1.26	1.19	1.77	3.02	3.09

数据来源:同花顺财经.

(1) 流动比率

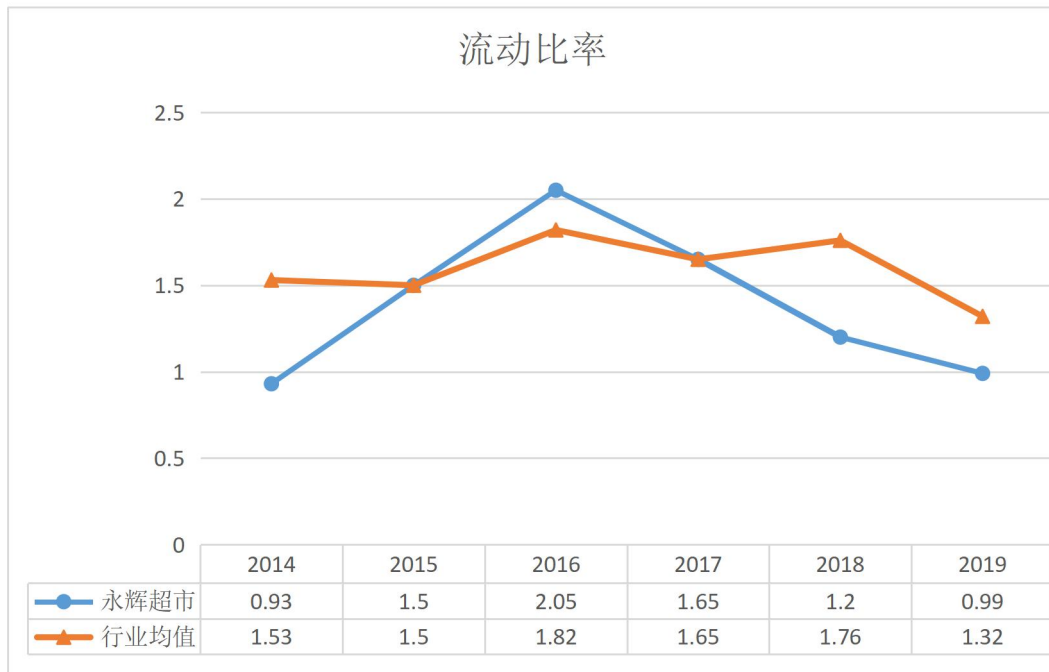


图 5-1 流动比率

由图 5-1 可知,永辉超市的流动比率近几年变化较大,总体为先升后降的动态曲线。2015 年引入战略投资者牛奶公司,再此过程中定向增发 56.91 亿元人民币,当年牛奶公司也成为永辉第二大股东,持股比例 19.99%,经过这次融资活动,永辉超市在资金方面得到大量补充,导致 2015 年永辉超市流动比率急速增加,通过流动比率变化以及与同行业对比情况可以看出,2015 至 2017 年间永辉超市流动比率指标保持在同行业均值之上,尤其是在 2016 年甚至超过了合理指标 2,其原因是 2016 年永辉超市定向增发股票,引入京东邦能,江苏圆通,

共募集 63.52 亿元，导致货币资金、预付账款、其他流动资产增加显著所致。而永辉超市在 2017 年至 2018 年期间，虽有腾讯进行战略入股，但由于永辉超市采取快速扩张型财务战略，高速扩张投资门店，战略融资得来的资金由于门店的扩展以及物流体系的建设等重资产投资而被消耗，以至于 2017 年流动比率下滑，2018 年流动比率继续下降，其原因在于当年得到结构性存款降低，并且永辉超市采用商业信用融资力度加大，最终反应为应付账款与预收账款的上涨，进而导致 2018 及 2019 年流动比率低于行业平均水平，但整体还是高于其在传统零售时期的流动比率。永辉超市在 2019 年进一步提高了银行借款和商业信誉筹资程度，使其短期借款和应付账款大量增加，从而使流动负债激增 57.83%，进而导致其流动比率相比 2018 年进一步下降。

(2) 速动比率

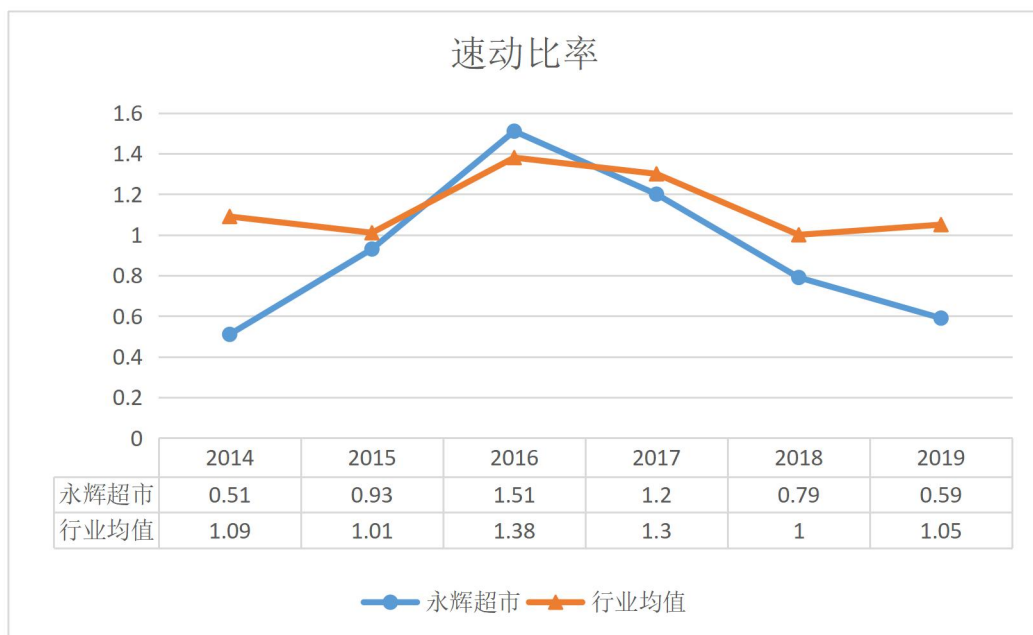


图 5-2 速动比率

由图 5-2 可知，速动比率与流动比率波动状况类似，在 2014 年到 2016 年该指标一路上升，2017 年由于增加存货的数量和新供应商而有所下滑，实际表现与永辉超市快速扩张的战略相吻合，总体说明这段时期企业经营状况良好，2018、2019 年继续下降，其原因与流动比率下降原因相同。

2、长期偿债能力分析

(1) 资产负债率

由图 5-3 分析，永辉超市的资产负债率近几年变化较为明显，总体为先降后

升的动态变化。2014至2016三年间，公司的资产负债率变动表现为下降曲线，原因在于永辉超市2015和2016两年分别定向增发股票引入战略投资者牛奶公司与京东、圆通，这两轮融资使永辉超市在2015、2016年分别获得56.91亿、42.35亿元人民币，公司资金获得大量补充，之后永辉将这部分资金用于门店的拓展，使企业固定资产增加，融资顺利导致这两年借款较少，虽然应付账款与预收账款金额有所增加，但综合起来永辉超市的资产负债率总体是呈下降趋势。从2014年的58.25%降低到2016年34.64%，到2017年上升到37.91%，连续三年低于40%，这段期间内永辉超市长期偿债能力是比较好的。2018至2019年连续上涨到60.93%，虽然永辉超市资产负债率增加的，但也基本处于行业均值的状态，比率增加的原因是为解决资金缺乏流动性的问题，永辉超市于2018年增加了一笔36.9亿元的短期借款，这也是永辉超市转型以来第一次使用短期借款来缓解资金压力。2019年比率上升原因是由于应付账款大幅增加，这与企业选择商业信用筹资模式相吻合。

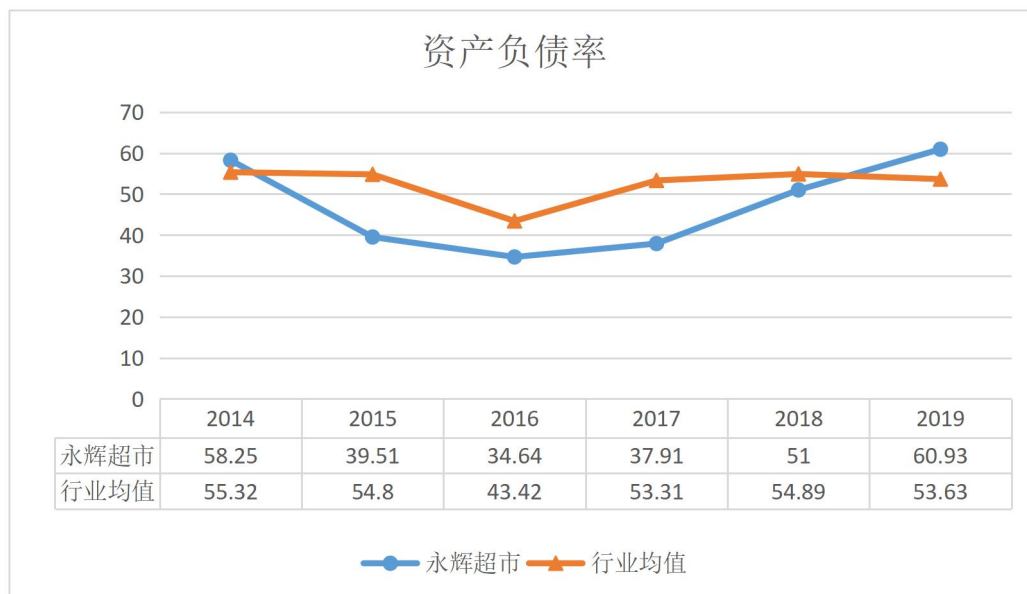


图 5-3 资产负债率

(2) 产权比率

由图 5-4 可以看出，产权比率与资产负债率类似，比率值越小说明长期偿债能力表现越好。2014至2015两年期间，永辉超市产权比率呈下降趋势，2015年到2017年一直保持在0.6左右，可以看出此时的永辉超市主要依靠其自有资产扩大经营规模，债权人投入的资金能够获得较高度度的股权权益，为其债权加

以保障。但是 2018 年该比率提高到 1.04，2019 年提升至 1.59，原因是因为永辉超市进行短期借款来增强企业资产流动性，但比率要明显低于同行业企业，表明辉超市拥有较稳定的财务结构，为企业接下来的发展提供了良好的条件和有利的保障。

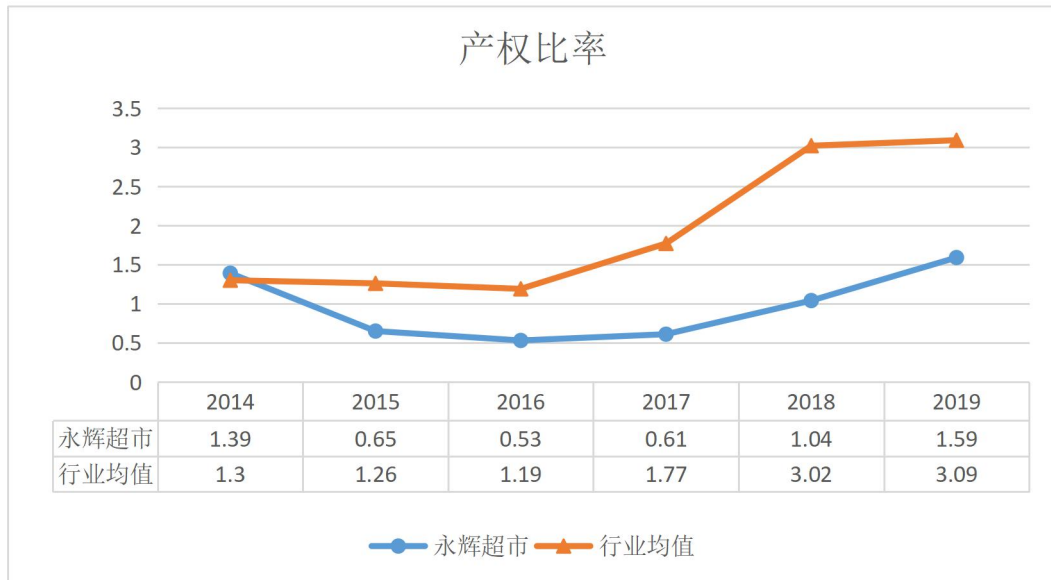


图 5-4 产权比率

5.1.2 财务战略对营运能力的影响

营运能力是指企业使用所掌控各项资产为企业带来利润的能力。分析永辉超市的营运能力，可以了解永辉超市的资金利用情况，对于企业的发展有着重要意义。本文在绩效指标的选取上，考虑到永辉超市属于零售超市行业，且其供应链整合较为完善，对于应收账款，存货，固定资产等较为重视，所以选择总资产、流动资产、存货和应收账款这四种，通过对这些资产的周转率分析来判断永辉超市的营运能力。

表 5-2 永辉超市与同行业营运能力指标

项目/年度	2014	2015	2016	2017	2018	2019
永辉超市						
应收账款周转率	351.02	396.11	167.33	79.88	46.01	30.31
存货周转率	8.37	8.5	8.16	8.46	8.01	6.51

续表 5-2 永辉超市与同行业营运能力指标

项目/年度	2014	2015	2016	2017	2018	2019
流动资产周转率	4.66	4.18	3.03	2.86	3.18	3.09
总资产周转率	2.58	2.36	1.98	1.88	1.95	1.85
行业均值						
应收账款周转率	182.9	166.73	129.80	87.27	49.41	38.32
存货周转率	7.09	7.25	6.42	9.12	9.35	9.23
流动资产周转率	2.27	2.19	2.06	2.21	2.35	2.30
总资产周转率	1.16	1.11	0.99	1.10	0.85	0.81

数据来源:同花顺财经.

1、应收账款周转率

由图 5-5 可以看出,永辉超市应收账款周转率的变化是一个先升后降的趋势,在 2014-2015 年间,公司的应收账款周转率由 351.02%提高至 396.11%。2015 年引入战略投资者牛奶公司,得到强大的资金支持,并且此时永辉超市的对外拓展刚刚开始,在这种环境下永辉超市应收账款的管理能够保持在一个较好的水平,体现出营运能力的不断加强。2015 年以后,永辉超市的应收账款周转率连年降低,在 2016 年到 2018 出现了非常大的跌幅,同比分别下降达 58%、52%、42%,2019 年进一步下跌至 30.31%,通过查阅年报资料可知,永辉超市有笔销售给联华与中百联门店的货款还没有收回来,这说明永辉超市在这四年较容易出现坏账情况,存在一定经营风险。在永辉超市快速扩张的过程中,其财务战略出现一些不适应的情况,永辉超市的战略拓展包括一些新的区域,并大力在中小型城市投资建设门店,以提升市场占有率和竞争力,以至于使企业在应收账款的管理上关注不够,引起周转率的下降。另外一个原因是永辉超市在金融领域有所布局,公司旗下与云金业务新增了保理业务,由此也引发了应收账款周转率大幅下跌。除此之外,在整个外部经济环境的背景下,各行业的经济增长速度有所放缓,对商超零售业来说竞争越来越激烈,永辉超市虽为行业内的领军企业,但也同受这样的大环境影响,应收账款周转率在整个零售行业均有降低,企业对于应收账款收回困难度增加,以至于其周转速度降低。

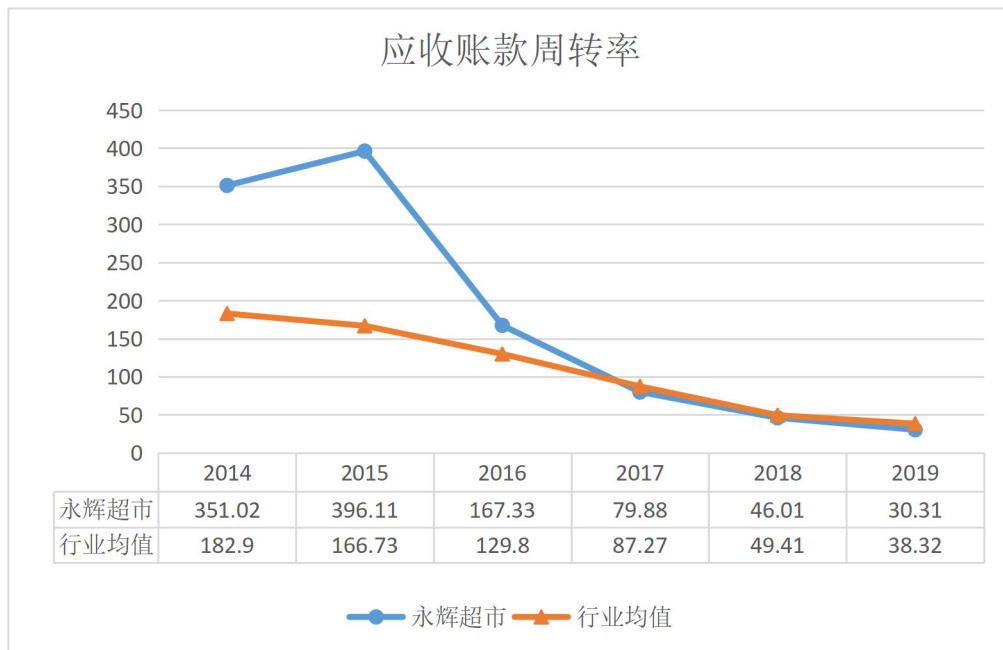


图 5-5 应收账款周转率

2、存货周转率

由图 5-6 可以看出，在 2014-2018 年，永辉超市的存货周转率走向趋势较为平稳，并未出现剧烈波动。尽管同行业指标有较小波动，但与应收账款周转率不同，永辉超市存货周转率指标基本保持在 8% 以上，说明其主营业务运营效果良好，存货周转速度平稳良好。永辉超市能够做到这一点的原因在于其拥有稳定与高效的库存管理手段和多样化的品类服务，永辉超市在 2015 年开始陆续获得投资者注入资金，用于大量扩张门店以及投资永辉自己的物流体系，最终导致存货周转率近些年来始终保持相对稳定的状态，有关存货的流通效率和周转能力也在一个稳定的范围内。永辉超市在上下游供应链、物流体系建设中积蓄的能量正在不断发挥作用。永辉超市属于超市零售行业，并且其核心特色是生鲜产品，由于产品保质期较短，因此要求永辉超市的存货周转率保持在一个良好的状态，并且尽量不能有较大的波动。永辉超市采取快速拓张的财务战略，近几年也在不断扩大企业规模，提升经营范围，大力建设新门店，并投资供应链与物流中心，基于此现象，新建设门店需要公司铺货运营，导致总体采购的商品大量增加，采购数量与采购品类也越来越多，再此情况下很容易出现商品积压，存货周转不足等问题。但实际上永辉超市不但能快速拓展规模，其存货周转率也大体保持在稳定且良好的状态，其原因是因为永辉超市投资了物流中心并与京东等企业进行战略合

作，进一步完善整条供应链，保证了企业在采购环节的运营能力。由于物流中心的布局建设，使永辉超市店铺订单数量和采购速度有所提升，从而带动永辉存货周转率的提升。通过图中对比，永辉超市近三年的存货周转率高于行业均值，呈现“高空”窄幅波动趋势，18年全年存货周转8.01次，表明永辉在物流体系上具有比较优势，并且直接利好企业业绩。永辉超市线下店面不断尝试拓宽商品品类，针对消费者不同的个性化需求打造全方位的服务，2018年末永辉超市继续加大线下商超布局，并开始探索社区生鲜业态永辉 mini 店，此举为永辉超市线下全渠道覆盖布局，以此导致永辉超市 2019 年存货较上年增加 207811.33 万元，同时存货周转率由 8.01%降为 6.51%。存货周转率的变动与永辉超市极速扩张的投资战略有关，随着门店数的不断增长，为了满足市场需求，公司的存货较之前必定会有所增长。而随着业务的多元化，生鲜类存货比例下降，存货周转率自然而然会有所降低。

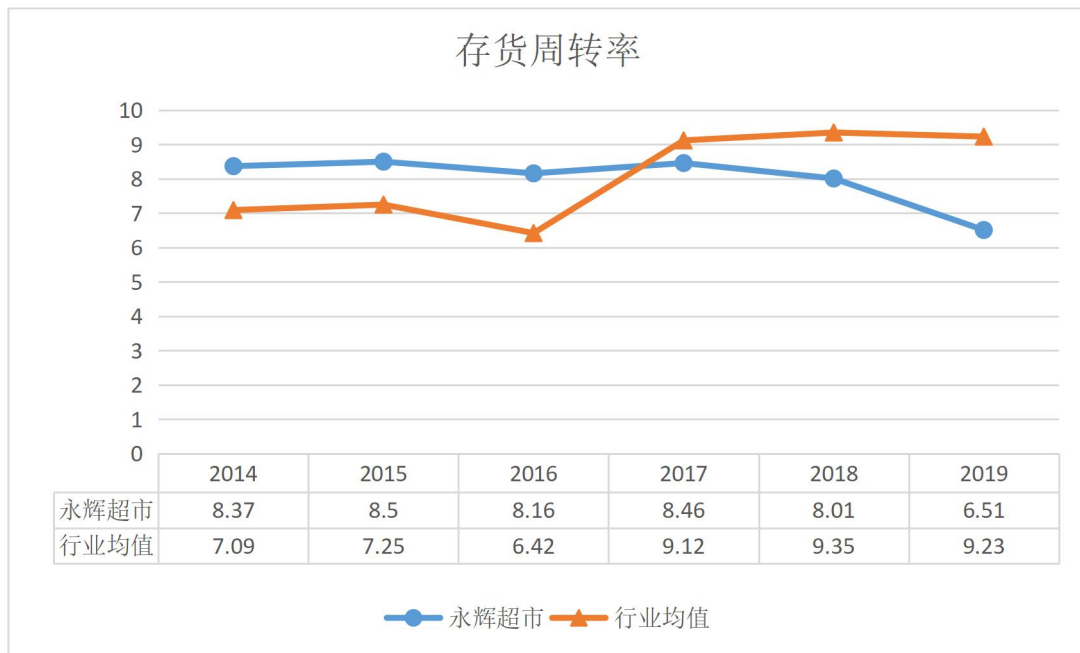


图 5-6 存货周转率

3、流动资产周转率和总资产周转率

由图 5-7、5-8 可知，永辉超市的流动资产和总资产周转率的波动大致相同，在 2014 年到 2017 年连续 4 年处于下降状态，其原因归根在于永辉超市近几年一直保持高速扩张状态，对供应链以及物流体系大力投资，消耗了不少资金。永辉超市于 2015 至 2017 年加速拓展嫩点，但新建设点的管理体系并没有老店面完善，经营效率在运营开始时并不算高，因此导致营业收入距离成熟店有很大一部分差

距，进而使流动资产和总资产周转率有所降低。在 2018、2019 年两项关键指标有所回升，可以看出企业已经开始注意到这个问题并着手解决，随着运营能力的提升，新建设门店慢慢步入正轨，经营管理和资金利用效率逐渐提升。总体来说，永辉超市在扩张过程中对其自身的营运能力有所影响，造成了一定程度的负面效应，因此对于这种情况，永辉超市应进一步加强应收账款管理，通过供应链下游的整合，选择具备良好声誉的客户进行交易，提升应收账款周转率。除此之外，也要着手维持流动资产顺利运转。

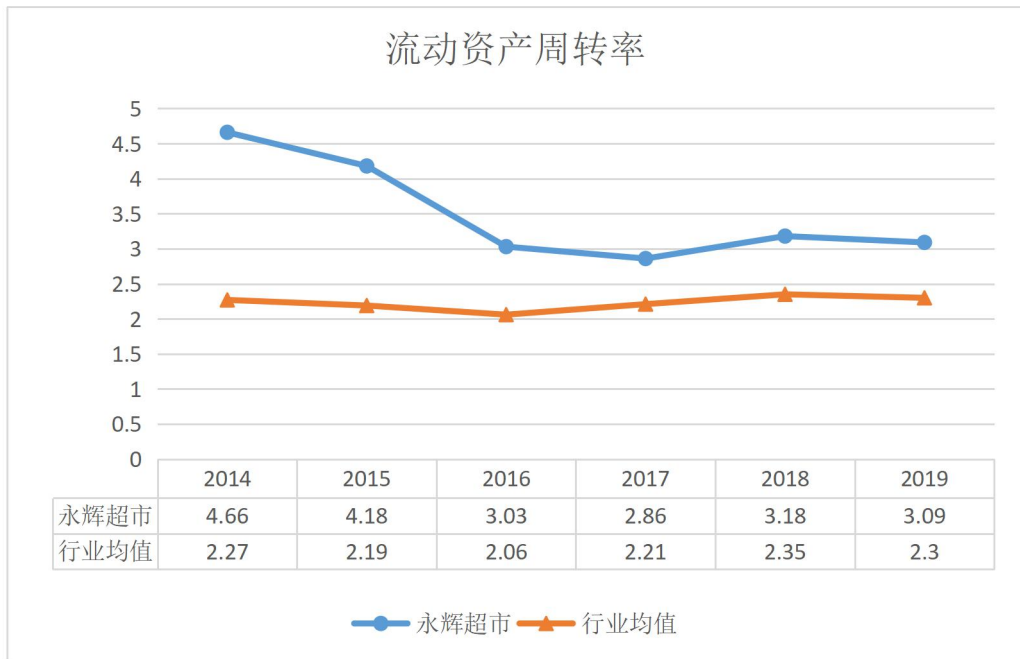


图 5-7 流动资产周转率

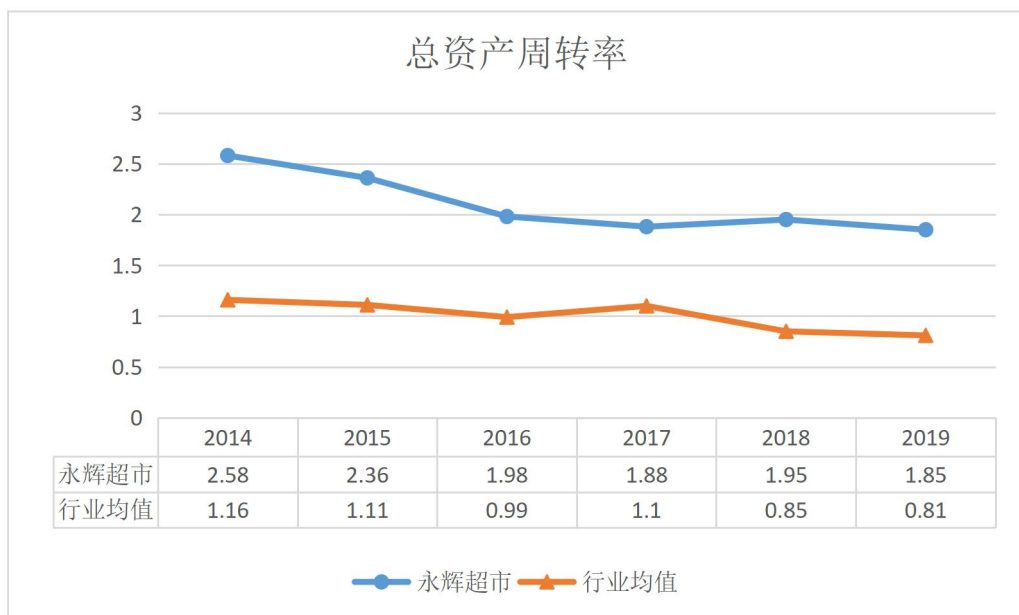


图 5-8 总资产周转率

5.1.3 财务战略对盈利能力的影响

盈利能力是指利用资源赚取利润的能力。盈利能力是企业制定投融资战略时需要考虑的重要因素，对于永辉超市盈利能力，本文从净资产收益率和销售净利率这两个方面入手，研究盈利质量。

表 5-3 永辉超市与同行业盈利能力指标

项目/年度	2014	2015	2016	2017	2018	2019
永辉超市						
净资产收益率	13.23%	6.49%	7.90%	9.27%	7.52%	7.93%
销售净利率	2.32%	1.42%	2.47%	2.88%	1.41%	1.71%
行业均值						
净资产收益率	8.32%	6.72%	6.61%	5.82%	2.04%	-0.2%
销售净利率	3.47%	2.80%	3.49%	4.46%	2.31%	1.45%

数据来源:同花顺财经.

1、净资产收益率

从图 5-9 中可以看出，由于永辉超市的投资战略目的在于供应链整合、物流体系建立、以及新建门店拓展企业规模。但在实施过程中也会存在一些问题，比如新建门店经营亏损、业绩与净利润有所降低。永辉超市在线下市场面临天虹、沃尔玛、华润万家等企业的强力竞争，在线上的布局又要与天猫、美团等互联网平台对阵，外部竞争环境尤为激烈。而在内部，由于大力开设新店，使得永辉超市的固定资产增加，并且多次股权融资使永辉总资产与所有者权益进一步扩大，但现实情况却是企业的利润没有随着资产的增加而增加，因此导致资产报酬率和净资产收益的有所降低。永辉超市打造全渠道经营并且大力拓展经营规模，于是在新进入一个地区时，为了业务开展的顺利以及经营业绩的提升，永辉超市会对当地的同行业企业以及包含在供应链上下游范围内的类型企业进行投资或控股，永辉超市虽投资这些企业，但从投资活动的净现金流量中可以看出，其投资收益并不好，对与永辉的盈利能力也会产生一定的影响。2015 年由于永辉超市开始新的战略布局，进行优化门店和管理系统，导致其成本上升，可以看到导致这

一年的指标从 13.23% 下降到 6.49%，作为行业领军者的永辉超市的指标水平甚至低于当年行业平均水平 6.72%，利润严重下降。之后的两年由于永辉超市自身的营销活动的成功使得销售额大幅上升，获利能力增强并趋于稳定增长。直到 2018 年及 2019 年，永辉超市的净资产收益率又出现一定程度的下滑，其原因是因为企业的高速扩张导致成本提高。

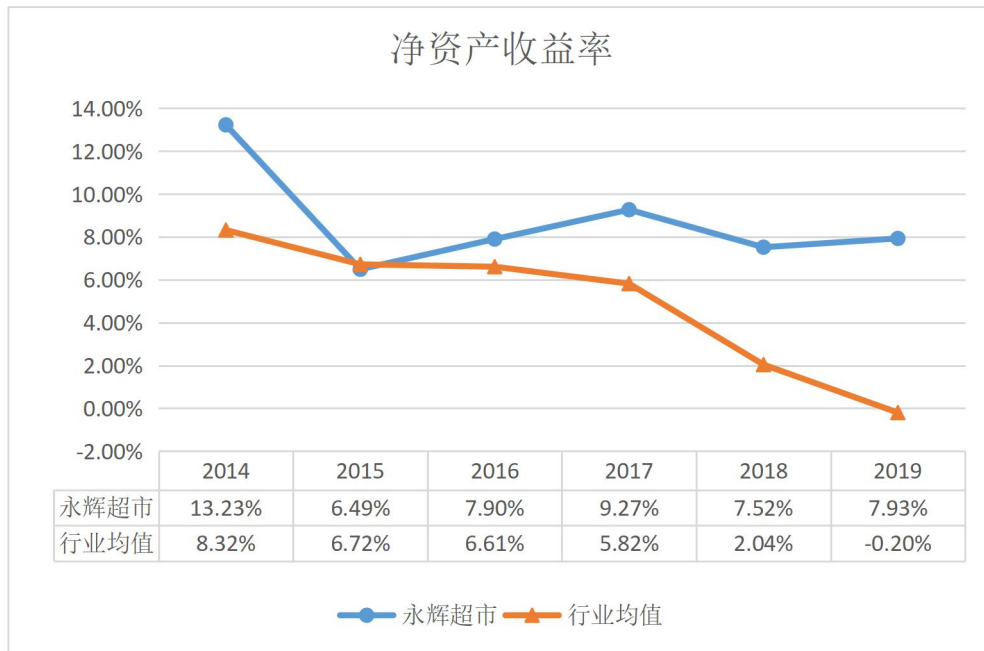


图 5-9 净资产收益率

2、销售净利率

由图 5-10 可知，永辉超市的销售净利率整体低于行业平均水平，其整体成本一直处于较高水平，也说明在定价时利润率较低，符合永辉超市与同行业差异化定位，并且这也是永辉超市长期占据上风的原因所在。其主营的生鲜食品和加工类货品成本较高，永辉超市通过质美价廉的生鲜产品来吸引顾客，为自己引流，从而带动顾客购买其他高毛利的产品，符合传统销售的薄利多销的销售模式。除了 2015 年和 2018 年之外的其他四年其销售净利均处于上升状态，整体利获利能力良好，2014 年开始，企业投入资金进行业务布局，但是永辉超市投资活动所带来的现金净流量为负，2015 年是永辉超市快速拓展的第一年，由于没有经验借鉴，全速扩张的结果导致经营成本增加，大大减少了当年的营业利润。在接下来的几年，永辉超市的销售净利率有所上升，表明永辉的盈利能力也在慢慢恢复，这其中全渠道布局以及战略融资所带来的功劳，线上+门店+物流的体系布局开

始发挥作用，使永辉超市的销售额有所提高 2018 年则是由于永辉超市希望能首先扩大规模从而占据市场，导致成本上升，利润率下降。

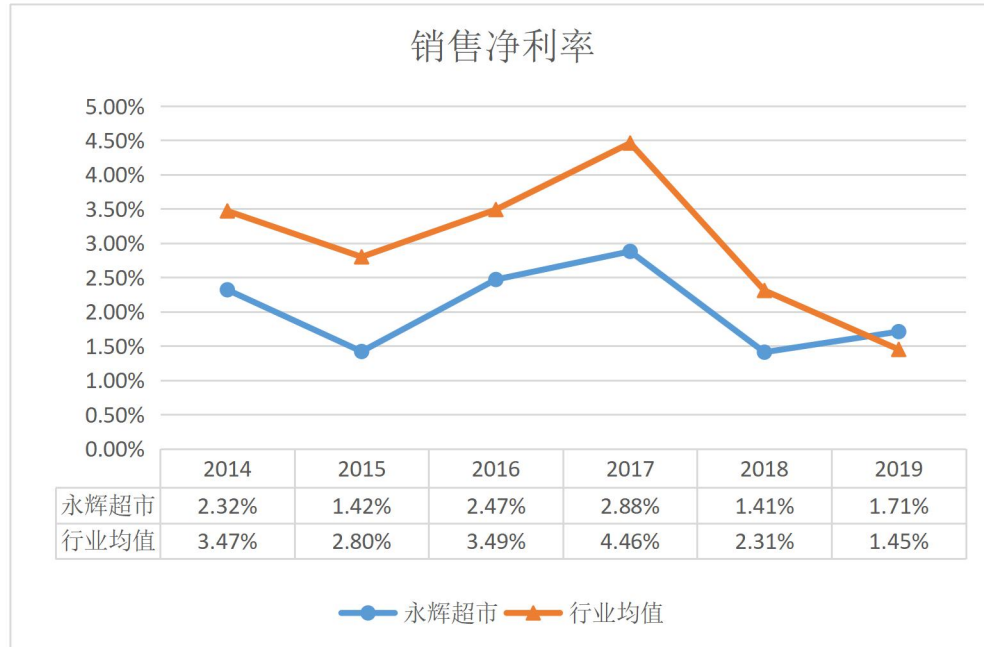


图 5-10 销售净利率

5.1.4 财务战略对发展能力的影响

指企业在未来拓展经营的能力便是发展能力，体现出企业未来的发展趋势与规模，通过对选取的关键绩效指标进行分析，判断企业是否有能力能达到所规划的战略目标。本文以总资产、营业收入、净利润三项指标的增长率为依据，分析永辉超市的发展能力。

表 5-4 永辉超市与同行业发展能力指标

项目/年度	2014	2015	2016	2017	2018	2019
永辉超市						
总资产增长率	19.35%	31.14%	45.02%	11.65%	20.60%	30.10%
营业收入增长率	20.25%	14.75%	16.82%	19.01%	20.35%	20.36%
净利润增长率	18.15%	-29.63%	102.26%	38.80%	-40.80%	45.66%
行业均值						

续表 5-4 永辉超市与同行业发展能力指标

项目/年度	2014	2015	2016	2017	2018	2019
总资产增长率	1.82%	3.67%	6.21%	4.40%	8.65%	12.65%
营业收入增长率	-1.54%	-1.52%	-2.97%	5.57%	4.75%	4.54%
净利润增长率	-0.85%	-16.67%	-5.65%	37.24%	9.13%	15.26%

数据来源:同花顺财经.

1、总资产周转率

由图 5-11 可知,总资产增长率可以充分反映出永辉超市在这六年内的扩张速度。通过图表中的变化情况,能够明显看出从 2014 年到 2019 年永辉超市的规模不断扩大,尤其在 2015 年和 2016 年,这两年由于永辉超市为战略扩张而发放新股筹资,引入战略投资者牛奶公司京东邦能以及江苏圆通,总资产增长率达到了 31.14%和 45.02%,可见永辉超市业务布局的规模和决心。2017 年总资产增长率回到正常水平 11.65%,扩张规模逐渐减缓,但在 2018、2019 两年再次达到 20.60%以及 30.01%,发展势头良好,由此可知,永辉超市在于持续高速扩大规模,快速打开各地市场,但最近两年有放缓和稳定的趋势。

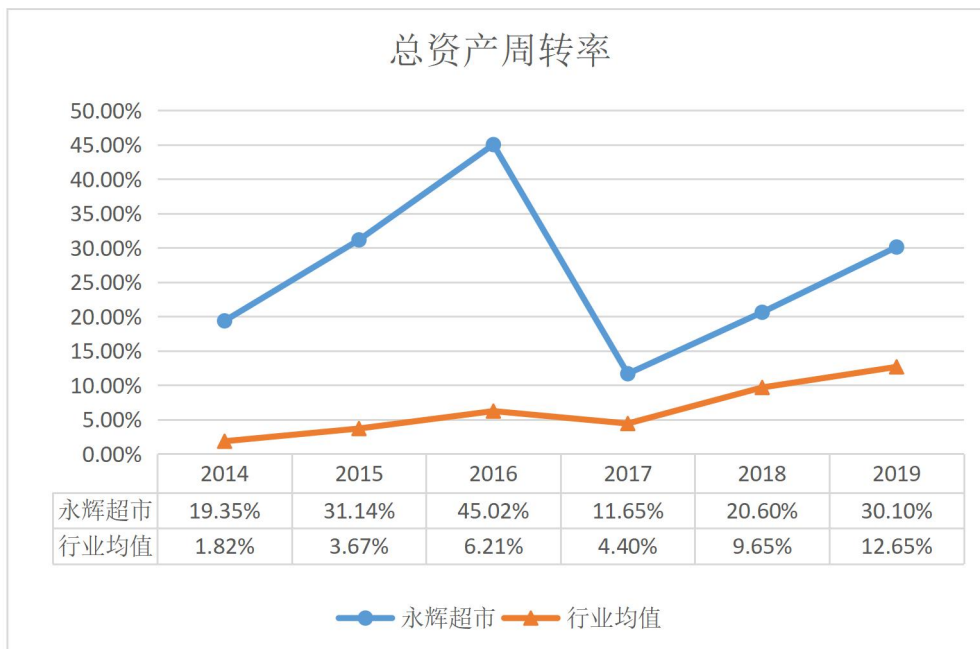


图 5-11 总资产增长率

2、营业收入增长率

由图 5-12 可知，永辉超市整体营业收入要高于行业平均水平，且该项关键指标长期处于正向增长状态。2014 至 2015 两年间，永辉超市营业收入增长率从 20.25% 下降到 14.75%，这是由于当年公司组织架构出现变动以及整体零售业低迷、不够景气。2016 年以后，该增长率开始上升，连续四年持续上涨近 6 个百分点，说明永辉超市财务战略的推行和新业务的开展起到了正向效果，其品牌优势以及完备的供应链体系受到了市场的青睐。

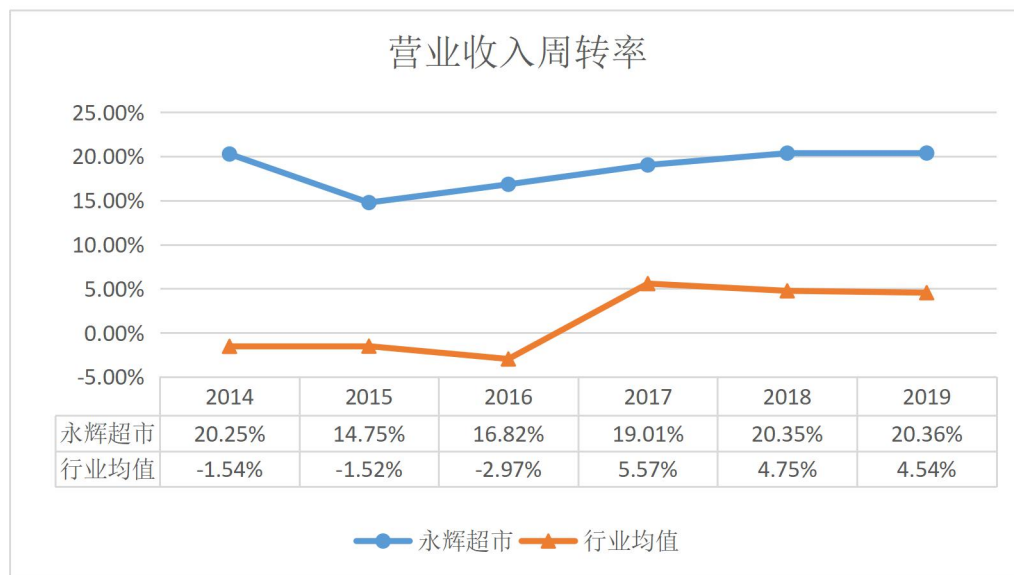


图 5-12 营业收入增长率

3、净利润增长率

通过图 5-13 可以判断出永辉超市的经济效益状况。从上表可以观察到，2015 年的净利润增长率相较于 2014 年降低幅度明显，这一年为了探索新市场，扩大业务范围，对新地区的企业进行投资，但投资失败，导致严重亏损。2016 年新零售模式战略收益颇丰，净利润增长率增长到 102.26%，翻了一倍多。2017 年增速放缓到 38.8%，发展趋于稳定，但 2018 年却暴跌到 -40.8%，永辉超市称是因为成本控制没有做好，所以企业需要将重心放在控制成本，关注顾客需求同时优化运营管理模式，2019 年再度上升至 45.66% 的稳定状态。总体来看，经过上文对发展能力的分析，可以看到永辉超市确实把握住了时代的红利，各方面关键财务绩效指标都有较大上升幅度。但企业的发展战略需要及时调整适应市场节奏，避免绩效下滑，及时预判并有效平衡扩张和内部运营管理节奏，以求企业更加长远的发展。永辉超市的偿债、盈利和发展这三大能力都有所提高，但在营运能力

方面反应并不好。后期随着时间的推移,企业急速扩张的战略显露出了一些弊病,各方面能力表现都出现下降,仍存在较大改善提升的空间。

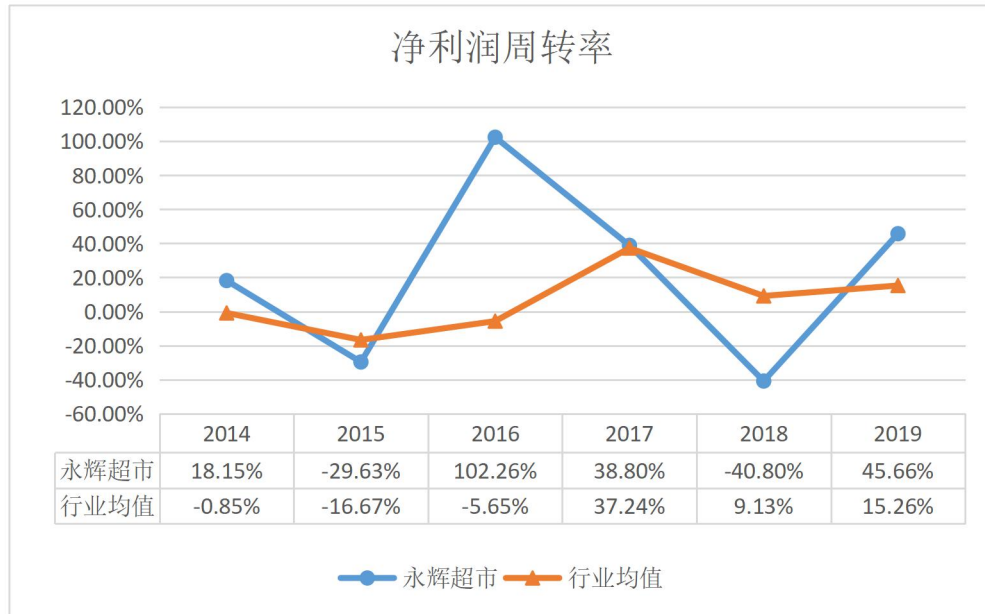


图 5-13 净利润增长率

5.2 基于 EVA 的财务绩效分析

5.2.1 计算税后营业净利润

在考虑相关调整项目后,本文永辉超市税后净营业利润计算公式如下:

税后营业净利润=[利润总额+财务费用-投资收益+资产减值损失±公允价值变动损益-(营业外收入-营业外支出)]×(1-所得税税率)+递延所得税负债增加值-递延所得税资产增加值+少数股东损益

表 5-5 永辉超市 2014-2019 年税后净营业利(单位:万元)

指标/年份	2014	2015	2016	2017	2018	2019
利润总额	108,429	79,733	155649	203,316	144,902	177,709
财务费用	10409	-2458	-7420	-8277	14754	35115
投资收益	21957	-7336	16747	14509	54826	-6868
资产减值损失	1385	1210	1852	2266	6866	
公允价值变动损益	191	1520	749	-8055	3315	8377

续表 5-5 永辉超市 2014-2019 年税后净营业利 (单位: 万元)

指标/年份	2014	2015	2016	2017	2018	2019
营业外收入	12298	18145	17914	16654	23278	22250
营业外支出	9453	14487	12025	7403	4822	8541
所得税率	25%	25%	25%	25%	25%	25%
递延所得税负债增加 额	4410	369	158	-584	8221	15464
递延所得税资产增加 额	3790	973	-1589	10592	3728	21799
少数股东权益	2609	5353	4285	41327	7732	34848
税后营业净利润	74938	67511.25	102177.5	154268.5	84641.25	189283

数据来源:永辉超市年报.

5.2.2 计算总投入资本总额

投入资本总额指的是持续投入的各种债务资本与股权资本之和,根据永辉超市 2014-2019 年财务报告披露,按照下列公式计算出各年投入资本。结果如表 5-6 所示。

投进的资本总额=所有者权益+短期借款+一年内到期非流动负债+长期借款+资产减值损失-递延所得税资产-在建工程+递延所得税负债

表 5-6 2014-2019 年永辉超市投入资本总额 (单位: 万元)

指标/年份	2014	2015	2016	2017	2018	2019
所有者权益	646423	1228119	1924140	2040805	1943228	2045442
短期借款	136900	0	0	0	369000	1081337
一年内到期非流 动负债	4050	0	0	0	0	0
长期借款	3430	0	0	0	0	0
资产减值损失	1385.47	1209.53	1852.21	2266.36	6866.29	32558.44
递延所得税负债	4545	4914	5072	4488	12709	28173

续表 5-6 2014-2019 年永辉超市投入资本总额（单位：万元）

指标/年份	2014	2015	2016	2017	2018	2019
递延所得税资产	6566	7539	5950	16542	20270	42069
在建工程	46523	37564	32446	42291	29178	17442
投入资本总额	743644.	1189139.5	1892668.	1988726.	2282355.2	3127999.4
	47	3	21	36	9	4

数据来源:永辉超市年报.

5.2.3 计算加权平均资本成本率

1、计算债务资本成本

由于永辉超市采用股权与商业信用融资，二者都属于风险较小的筹资方式，2015年-2017年永辉超市的负债主要是应付款项和预收账款，并未有其他借款。所以只需计算2014、2018、2019三年即可，查阅年报可知，这几年主要以短期借款为主，故使用人民银行一年期贷款利率为债务利率，计算过程及结果参照表5-7。

表 5-7 2014 年、2018 年、2019 年永辉超市的债务资本成本

指标/年份	2014 年	2018 年	2019 年
债务利率	5.60%	4.35%	4.35%
所得税率	25%	25%	25%
债务资本成本	4.20%	3.26%	3.26%

数据来源:永辉超市年报.

2、计算权益资本成本

根据资产定价模型，权益资本成本=无风险利率+ β ×风险溢价 其中:风险溢价=市场收益率-无风险收益率

参考我国大多数学者，以三年期国债利率为无风险利率，以我国当年的GDP增长率作为年市场收益率。永辉超市权益资本成本计算过程及结果参照表5-8。

表 5-8 2014-2019 年永辉超市的债务资本成本

指标/年份	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年
无风险收益率	5%	4.92%	3.49%	3.90%	4.00%	4.00%
市场收益率	7.40%	7.00%	6.80%	6.90%	6.70%	6.10%
风险溢价	2.40%	2.08%	3.31%	3.00%	2.70%	2.10%
β 系数	0.97	0.98	1	1	1.01	0.99
权益资本成本	7.33%	6.96%	6.80%	6.90%	6.73%	6.08%

数据来源:新浪财经.

3、计算加权平均资本成本

永辉超市的加权平均资本成本计算结果由表 5-9 可见。

表 5-9、2014-2019 年永辉超市的加权平均资本成本 (万元)

指标/年份	2014	2015	2016	2017	2018	2019
债务总额	144,380	0	0	0	369,000	1,081,337
权益总额	646,423	1,228,119	1,924,140	2,040,805	1,943,228	2,045,442
资本总额	790,803	1,228,119	1,924,140	2,040,805	2,312,228	3,126,779
债务资本占比	18.26%	0.00%	0.00%	0.00%	15.96%	34.58%
债务资本成本 (税后)	4.20%	0	0	0	3.26%	3.26%
权益资本占比	81.74%	100.00%	100.00%	100.00%	84.04%	65.42%
权益资本成本	7.33%	6.96%	6.80%	6.90%	6.73%	6.08%
加权平均资本成本	6.76%	6.96%	6.80%	6.90%	6.18%	5.10%

数据来源:永辉超市年报.

5.2.4 永辉超市的 EVA

永辉超市 2014-2019 年的经济增加值。以前面三个步骤为基础，根据公式 $EVA = \text{税后营业净利润} - \text{投入资本总额} \times \text{加权平均资本成本}$ ，永辉超市 2014-2019 年的 EVA 计算情况如表 5-9 所示。

表 5-10 永辉超市 2014-2019 年 EVA

指标/年份	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年
税后营业净利润	7.49	6.75	10.22	15.43	8.46	18.93
投入资本总额	79.08	122.81	192.41	204.08	231.22	312.68
加权平均资本成本	6.76%	6.96%	6.80%	6.90%	6.18%	5.10%
EVA	2.14	-1.80	-2.86	1.35	-5.83	2.98

数据来源：永辉超市年报。

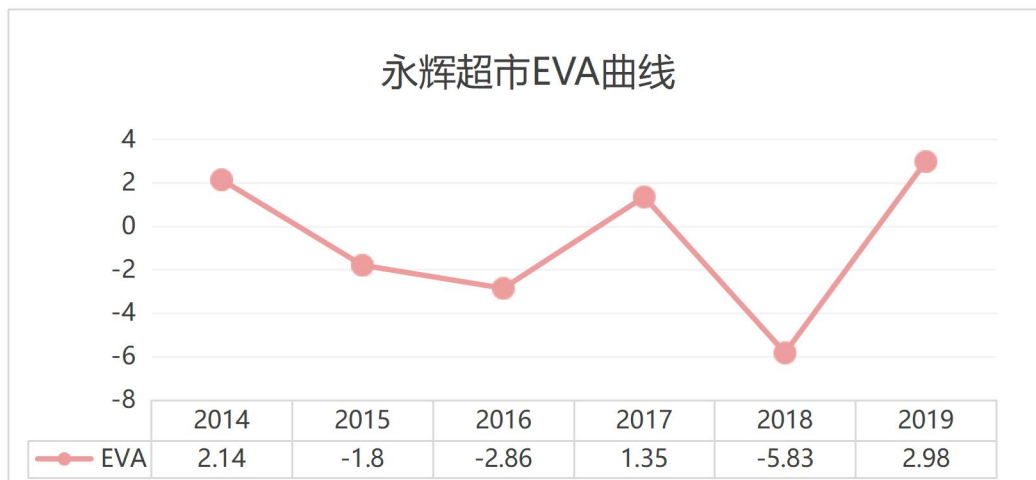


图 5-14 永辉超市 EVA 曲线

由图 5-11 可知，在近六年的经济增加值中，2014 到 2015 年间，国内的经济形势严峻，线上企业之间竞争激烈，在这种环境下，永辉超市 EVA 下降了约 3.94 亿元，直接损害了有关股东的权益。2016 与 2018 年，显示永辉超市这两年处于亏损的状态，经济增加值小于 0。由于永辉超市进行大规模的投资，经营范围不断扩大，同时部分业务经营亏损，导致其 EVA 小于零。永辉超市的 EVA 在 2015、2016 两年连续降低，原因是在于永辉超市定向增发股票以相对较低的价

格使江苏圆通与京东集团入局,导致权益性资本升高,这两年间投入较大资本用于门店建设与物流体系建设,使得盈利水平降低。图中曲线表明永辉超市 2017 年 EVA 转负为正,明显升高,说明永辉超市收益已超过投资成本,永辉超市一系列投融资活动增加了企业价值,其财务战略带来的效益正在慢慢浮现。2018 年经济增加值变为负值,这主要是由于费用的增加,公司可以使用的现金流减少,再加上股权激励因素,导致本年利润大幅下降。2019 年,由于永辉超市之前的财务战略的布局,进一步完善了企业的供应链,大幅度提高了营业利润,导致 2019 年的 EVA 由负变正,也代表永辉超市财务战略进一步促进了企业发展。

5.3 永辉超市财务战略评价

5.3.1 永辉超市的财务战略问题

1、投资战略存在的问题

永辉超市大力投资实体门店,拓展企业规模,对处于成长期的永辉来说是一件正常的投资战略,但根据对永辉超市的财务绩效以及经济增加值的分析来看,永辉大力投资实体店与物流中心只是在短时间内提升了绩效水平,随着布局的加深,企业其他方面的发展并不能跟上其向外拓展的速度,从而产生了一些弊端,例如,从现金流量方面来看,永辉的一系列活动增加企业的运营风险,并且由于成本的上升使得企业利润率有所降低。

除此之外,永辉超市执行其投资战略,加强对供应链的整合,此战略确实有助于企业的发展,但是对于投资对象的选择并不精准,在供应链上获得的投资收益很少有时甚至为负,但由于供应链的整合对永辉超市在采购,定价,售后方面的正向作用,掩盖了其投资收益的负面影响。永辉超市在同业整合的投资过程中,与供应链方面一致,所投资公司大部分亏损严重,与永辉超市间的合作效益并不大,从而给公司带来一些本不应该存在的损失。因此永辉公司有必要思考如何选择投资对象。而且永辉超市对于资产的投资比重远远大于在技术更新以及人才培养方面的支出,由此可能会导致永辉超市战略布局的实施出现问题,技术支持无法满足企业的经济活动,这一点有必要引起管理层重视。

2、筹资战略存在的问题

永辉超市采用股权筹资为主,商业信用筹资为辅的筹资战略,商业信用融资方式是根据永辉超市的实际经营情况,以及在投资战略推动下的供应链整合所确定的,符合永辉超市的实际发展情况,但是大规模的股权融资会衍生出一些问题,首先股权融资成本较高,而且具体融资金额受外界市场环境因素影响较大,其次,永辉超市定向增发股票引入战略投资者,会稀释实际控制人的股权,可能会产生控制权旁落的风险,影响企业的正常发展。但目前国内市场也在大力推展同股不同权的方法,此问题在未来有可能被同股不同权的方式解决。

5.3.2 未来财务战略选择

1、投资战略:加大技术、人力投资

永辉超市采用快速扩张的战略,具体表现在其投资活动上,首先永辉大力投资建设门店,大力拓张业务规模。其次,永辉超市对供应链进行整合,投资供应链上下游企业以及同行业企业。除此之外,永辉超市还投入大量资金建设自己的物流系统。从这几方面可以看出在永辉超市的发展过程中基本投资的都是企业的“硬件”,对于企业技术支持和运营决策方面的投资偏少,对于数字技术和企业人才的投资。一方面可以提供企业的经营线路,另一方面可以把控公司的发展路径,加大人才培养力度有助于企业在各项经济活动中明确方向,如投资活动中的投资对象的选择。并且永辉超市所投资的门店,物流体系等都需要专业人才来运营,尤其是生鲜采购环节,这样做可以提高工作人员工作效率和顾客的购物体验。

2、筹资战略:股权债权相平衡

永辉超市应采取股权与债权相结合的方式,适当提高债权融资的比例,虽然已股权融资是永辉超市商业模式驱动下的选择,但并不代表永辉超市不能使用债权进行融资,首先,随着企业的发展,公司的偿债能力处于一个较为不错的地位,有能力对债务进行偿还,其次,永辉超市以股权融资为主的方式不变,但当企业资金流动性出现问题是,或者为应对突发情况急需资金时,可以考虑采用短期借款方式筹资。在某些项目需要长期投入资金时,可以采用股权筹资。依据企业供应链特点,继续采用商业信用融资以补充企业资金,用于其他经营活动。如此,有助于提高永辉超市资金的利用率,进而提高其市场竞争力。

6 研究结论与启示

6.1 研究结论

本文在经过一系列分析后，主要得出了以下几点结论：

1、本文构建了商业模式，财务战略，财务绩效三者关系的理论框架，通过对永辉超市案例的分析，梳理出其中的逻辑思路，永辉超市顺应经济形势发展，其线上线下相结合的商业模式从三个维度决定了投资战略重资产，专业化，重长期的特点，投资战略又以三种匹配方式决定了永辉超市采用以股权为主，商业信用为辅的筹资战略。

2、永辉超市在竞争较激烈外部环境下取得成功的原因在于，通过商业模式的发展，匹配以相适应的财务战略，且永辉超市依靠财务战略所进行的一系列投融资活动，完善了企业的价值链，形成了较为完善的零售生态系统，近几年关键财务绩效的提升较为缓慢，有些方面甚至有所降低，但结合永辉超市的经济增加值分析，从长期角度出发永辉超市的财务战略整体上是有利于企业的长期发展。

3、不同的经济发展使其会产生不同的商业模式，进而驱动财务战略所控制下的一系列投融资活动，结合永辉案例分析，商业模式的变化引导了企业发展的方向，其核心在于对永辉超市供应链的整合，打造出零售生态圈，但是永辉超市目前的经营能力赶不上大力扩张的步伐，新业务展开但核心技术却没达到要求，专业人才的培养和技术研发等方面的进展落后于永辉战略扩张的速度。因此本文认为，快速扩张的过程中应注意企业核心竞争力的保护，集中优势提升核心产业利润。在企业“硬件”方面升级的同时也要注意“软件”的更新，技术升级，人才培养等方面是企业长久发展必不可少的。

6.2 启示

本文的启示主要可以分为以下三个方面：

1、通过转型创造财务绩效提升

对于企业来说，结合时代开辟新的发展道路，依据内外部环境对商业模式转型，是企业健康稳定发展的动力源泉。商业模式的转变能够从根本上提升企业的

财务绩效，战略的制定，投融资活动的方向，业务布局的开展，都是以商业模式为基础，所以对于零售商超企业来说，要结合经济时代发展趋势，制定符合企业业务特征的商业模式，创造财务绩效增值。

2、企业商业模式要匹配合适的财务战略

商业模式的转型是企业发展的基础，但究竟发展的好与坏要根据企业的具体做法来判断，对企业来说财务战略至关重要，他涉及企业的经济活动方向，因此制定与商业模式匹配的财务战略是必不可少的。对于财务战略指导下的一系列投融资活动直接影响财务绩效，无论从战略制定的目的还是企业发展的目标来看，制定与商业模式相匹配的财务战略对企业有百利而无一害。

3、重视技术与人才培养

企业的扩张发展的过程中，只重视“硬实力”的提升而忽略“软实力”的发展是不合理的，换句话说，企业只注重资产的提升而忽视技术革新和人才培养，会导致企业成长的动力不足，在当今社会，科学技术快速发展，市场环境日新月异，互联网，大数据相关技术不断创新。一旦企业在核心科技的发展上放慢了步伐，就会导致企业发展力的不足，并且无论是经济趋势的预测还是具体战略的实施，都少不了人的控制，所以人才培养对于企业来说，尤其是成长型企业，更是不可忽视的一点。

参考文献

- [1] Fredriksson Jens Jacob et al. Business model framework applications in health care: A systematic review.[J]. Health services management research, 2017, 30(4) : 219-226.
- [2] Heiko Gebauer and Caroline Jennings Saul and Mirella Haldimann. Business model innovation in base of the pyramid markets[J]. Journal of Business Strategy, 2017, 38(4) : 38-46.
- [3] Liliana Doganova and Marie Eyquem-Renault. What do business models do?[J]. Research Policy, 2009, 38(10) : 1559-1570.
- [4] Liliana Doganova and Marie Eyquem-Renault. What do business models do?[J]. Research Policy, 2009, 38(10) : 1559-1570.
- [5] 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.
- [6] Rossella Canestrino et al. Creating social value through entrepreneurship: the social business model of La Paranza[J]. Kybernetes, 2019, 48(10) : 2190-2216.
- [7] Thorsten Helms. Asset transformation and the challenges to servitize a utility business model[J]. Energy Policy, 2016, 91 : 98-112.
- [8] Tina Saebi and Nicolai J. Foss. Business models for open innovation: Matching heterogeneous open innovation strategies with business model dimensions[J]. European Management Journal, 2015, 33(3) : 201-213.
- [9] Violetta Gerasymenko and Dirk De Clercq and Harry J. Sapienza. 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.
- [10] Dongyan Chen et al. Competition among supply chains: the choice of financing strategy[J]. Operational Research, 2020, : 1-24.
- [11] Sudhir Rana. Advancing Financial Strategies to Achieve Financial Well-being[J]. FIIB Business Review, 2020, 9(2) : 73-74.

- [12] Alex Osterwalder and Jim Euchner. Business Model Innovation[J]. Research-Technology Management, 2019, 62(4): 12-18.
- [13] 蔡维灿. 企业相关者利益财务战略实现路径研究[J]. 商业会计, 2013(23): 6-9.
- [14] 陈亚光, 吴月燕, 杨智. 商业模式创新对财务绩效的影响: 一个整合模型[J]. 中国科技论坛, 2017(03): 156-162.
- [15] 杜杰. 永辉超市的财务战略研究[D]. 东华大学, 2017.
- [16] 范欣欣. 企业信息化对财务绩效的影响研究——以青岛海尔、光明乳业实施信息化为例[J]. 对外经贸, 2020(08): 104-107.
- [17] 葛海燕, 周洁如. 2018. 基于新零售的永辉超市商业模式创新研究[J]. 上海管理科学. 40(05): 66-70
- [18] 葛新雨. 基于 EVA 的企业财务绩效评价[J]. 西部皮革, 2020, 42(14): 42.
- [19] 何耀琴. 商业模式与企业绩效: 研究现状与发展[J]. 北京市经济管理干部学院学报, 2011, 26(04): 32-36.
- [20] 江振涛. 传统零售业的线上线下协同发展研究[J]. 商业经济研究, 2017(04): 10-12.
- [21] 李春华. 永辉超市定向增发引入战略投资者的动因及价值创造分析[D]. 北京交通大学, 2020.
- [22] 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(06): 63-69+95.
- [23] 李梦军, 荆兵. 2018. 永辉超市: 从“生鲜超市”向科技转型[J]. 清华管理评论. 9: 94-104
- [24] 李梦雅, 严太华. 风险投资、技术创新与企业绩效: 影响机制及其实证检验[J]. 科研管理, 2020, 41(07): 70-78.
- [25] 李小玉, 薛有志, 牛建波. 企业战略转型研究述评与基本框架构建[J]. 外国经济与管理, 2015, 37(12): 3-15.
- [26] 林航, 林迎星. 社区新零售的发展模式——基于资源共享角度的分析[J]. 中国流通经济, 2018, 32(09): 3-10.
- [27] 刘晓婷. 国企改革背景下的企业创新和相对绩效评价——基于中国上市

- 国有企业的实证研究[J]. 中国注册会计师, 2020(04):50-54+3.
- [28] 罗金用. 对民营企业财务战略规划的思考[J]. 财会学习, 2020(15):17-18.
- [29] 梅文碧. 020 模式下苏宁易购财务战略转型问题研究[J]. 价值工程, 2019, 38(25):136-138.
- [30] 史清越. 2018. 永辉超级物种的商业模式研究——基于商业模式画布模型商业经济研究 16:23-25
- [31] 宋璐, 王东升. 商业模式中的财务要素——基于商业模式表达方式的文献回顾[J]. 会计之友, 2017(01):14-19.
- [32] 孙国芳. EVA 基础上的企业财务绩效评价研究[J]. 财会学习, 2018(14):11-13.
- [33] 王东升, 韩玉, 王毓颖. 企业价值主驱: 成长还是回报——京东和亚马逊的案例分析[J]. 会计之友, 2018(11):134-149.
- [34] 王东升. 商业模式、财务战略与企业价值[D]. 山西财经大学, 2016.
- [35] 王东升. 平台商业模式企业成长阶段的财务战略——基于创新扩散理论视角[J]. 会计之友, 2019(11):37-44.
- [36] 王鸿雁. 传统零售业转型 020 模式的财务战略研究[J]. 时代经贸, 2019(33):16-17.
- [37] 王伟毅, 李乾文. 创业视角下的商业模式研究[J]. 外国经济与管理, 2005(11)
- [38] 王翔, 李东, 后士香. 商业模式结构耦合对企业绩效的影响的实证研究[J]. 科研管理, 2015(07)
- [39] 王子阳, 魏炜, 朱武祥, 廖静秋. 商业模式视角下的天虹数字化转型路径探索[J]. 管理学报, 2020, 17(12):1739-1750.
- [40] 吴晓波, 赵子溢, 刘自升. 二元学习与创新绩效的作用机制——组织内部协作网络的调节作用[J]. 浙江大学学报(人文社会科学版), 2018, 48(03):201-216.
- [41] 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, 39(01):114-127.

- [42] 夏冬蕊. 基于 EVA 的永辉超市业绩评价研究[D]. 河北师范大学, 2020.
- [43] 许慧, 张悦. 企业环境绩效对财务绩效的互动性检验——基于生命周期视角[J]. 财会通讯, 2020(17):75-78.
- [44] 杨柳, 汤谷良. 中国房地产企业的财务战略转型——以万科集团和绿地香港“轻资产”模式为例[J]. 财会月刊, 2017(04):76-80.
- [45] 游婷. 轻资产上市公司资本运营对财务绩效影响研究[J]. 财经界(学术版), 2016(13)
- [46] 原磊. 国外商业模式理论研究评价[J]. 外国经济与管理, 2007(10)
- [47] 张军民. 制造类轻资产运营企业的财务视角分析[J]. 中国总会计师, 2016(07)
- [48] 赵紫玉. 新零售企业商业模式、财务战略与企业价值研究[D]. 北京交通大学, 2019.
- [49] 郑清艳. 定向增发引入境外战略投资者动因及财务绩效研究[D]. 兰州大学, 2020.
- [50] 朱武祥. 有关商业模式的 4 个观察[J]. 二十一世纪商业评论, 2016(12):40-43.

后 记

岁月匆匆，时光如白驹过隙，转眼间三年研究生求学生涯已近尾声，回首往昔，在我的校园里，遇到了园丁般的老师、志同道合的同学，此刻，我想把心中的感谢送给你们。

首先，最应该感谢的是我的研究生导师，是您在百忙之中辅导我的学习，是您不辞辛苦指导我的论文，无论从学习上还是在生活上，都给了我亲人般的照顾，同时，这一声感谢也要送给所有的任课老师与学工处老师们，是你们不辞辛劳，为我们与研究生生活保驾护航，其次，我要感谢我身边的同学们，是你们的陪伴，让我这三年，每每在无助、遇到困难之时，有一起并肩的“战友”。即将毕业，对你们更多的是离别的不舍，希望我们在将来的日子里一切顺利。

最后，我要感谢一直支持我的家人，是你们的默默付出，为我铺平前进的道路，在将来的日子里，我一定继续努力，不辜负你们的期望。