

分类号 _____
U D C _____

密级 _____
编号 10741



硕士学位论文

(专业学位)

论文题目 商业模式转型下苏宁易购财务战略研究

研究生姓名: 马昕瑜

指导教师姓名、职称: 南星恒 教授 郑云鹏 高级会计师

学科、专业名称: 会计硕士

研究方向: 成本与管理会计

提交日期: 2022年6月1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： 马昕瑜 签字日期： 2022.6.9

导师签名： 杨金恒 签字日期： 2022.6.15

导师(校外)签名： 郝元明 签字日期： 2022.6.20

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： 马昕瑜 签字日期： 2022.6.9

导师签名： 杨金恒 签字日期： 2022.6.15

导师(校外)签名： 郝元明 签字日期： 2022.6.20

Research on Financial Strategy of Suning Tesco under Business Model Transformation

Candidate : Ma Xinyu

Supervisor: Nan Xingheng ZhengYunpeng

摘 要

随着 5G、物联网与生活的密切结合，我们全面进入了移动互联网时代。数字化经济成为了未来市场的主流趋势。消费者的消费理念、消费习惯都在潜移默化中发生了改变。传统产业受到了新兴技术的全面挑战，市场格局瞬息万变，企业想要在新兴市场中生存和发展就必须不断创新求变，不断进行战略调整开辟新的商业模式。近年来，受到互联网经济挑战的零售业首当其冲进行了战略升级，开创了线上零售新渠道。但随着人们线上购物的次数逐渐增加，线上线下两极分化的销售渠道的弊端在时代的变革中日益显现，线上线下销售渠道全面融合已成为行业转型的必然趋势。

苏宁易购成立至今三十余载，经历过两次转型，曾三次打破行业格局，形成自成一脉的经营模式，有着非常丰富的转型经验。2020 年苏宁易购敏锐的察觉到了市场需求，提出了从“零售商”到“零售服务商”的转型理念。将重心从消费端转移到产业端，布局整合零散商家，试图通过下称市场内门店的搭建与运营实现对潜在客户的精准触达，进一步助力零售业数字化转型的升级与优化。商业模式的转型是企业实现长远发展的必由之路，而财务战略作为商业模式调整转变的经济支柱同样必须紧随脚步，保障经济运行与商业模式的正向促进才能保证企业的顺利转型，实现公司的可持续发展。

基于此，本文选择以苏宁易购为主要研究对象，结合苏宁的历次转型之路，从财务战略的角度，具体分析苏宁易购的财务战略如何支撑其进行商业模式转型。首先本文从内外部环境入手分析了苏宁历次转型的动因，通过企业生命周期理论与商业模式转型理论的有机结合验证企业商业模式转型时点选择的正确性；其次从投资、筹资、利润分配三个角度着重分析了苏宁易购历年来所实施的财务战略及当前存在的财务问题；最后利用财务战略矩阵模型进一步验证转型时点选择的正确性以及财务战略的合理性并提出建设性的财务战略意见，以保障顺利达成苏宁易购的此次商业模式转型战略目标。

关键词：商业模式 财务战略 企业生命周期 苏宁易购

Abstract

With the close combination of 5G, the Internet of Things and life, we have fully entered the era of mobile Internet, and digitalization has become the mainstream trend of the future market. Consumers' consumption concepts and consumption habits have all changed imperceptibly. Traditional industries have been comprehensively challenged by emerging technologies, and the market pattern is changing rapidly. If enterprises want to survive and develop, they must constantly seek new and change, and carry out strategic adjustment and open up new business models. In recent years, the retail industry, challenged by the Internet economy, has taken the first to make a strategic upgrade and create a new online retail channel. However, with the gradual increase of people's online shopping times, the disadvantages of online and offline polarized sales channels are increasingly emerging in the change of The Times. The new mode of online and offline channel integration has become the inevitable trend of industry transformation.

Suning has been established for more than 30 years. It has undergone two transformations and broken the industry pattern three times to form its own business model, with rich experience in transformation. In 2020, Suning was keenly aware of the market demand and put forward the concept of transformation from "retailer" to "retail service provider". Shift the focus from the consumer end to the industrial end, integrate scattered businesses, and try to achieve accurate access to potential customers through the establishment and

operation of stores in the market, so as to further promote the upgrading and optimization of the digital transformation of retail industry. The transformation of business model is the only way for enterprises to achieve long-term development, and financial strategy, as the economic support for the adjustment and transformation of business model, also needs to keep pace with the smooth transformation of enterprises and achieve sustainable development by ensuring the positive promotion of economic operation and business model.

Based on this, this paper selected Suning As the research object, combined with suning's previous transformation road, from the perspective of financial strategy, detailed analysis of how Suning's financial strategy supports its business model transformation. Firstly, this paper analyzes the reasons of suning's transformation from the internal and external environment, and verifies the correctness of the choice of the time point of the transformation of the enterprise's business model through the organic combination of enterprise life cycle theory and business model transformation theory. Secondly, it focuses on analyzing the financial strategy and existing problems of Suning Shopping from three perspectives of investment, financing and profit distribution. Finally, financial strategy matrix model is used to further verify the correctness of the choice of transition point and the rationality of financial strategy and put forward constructive financial strategy advice. To promote the smooth transformation of suning's business model.

Keywords: Business model; Financial strategy; Enterprise life cycle; Suning

目 录

1 绪论	1
1.1 研究背景.....	1
1.2 研究意义.....	2
1.3 文献综述.....	2
1.3.1 企业生命周期.....	2
1.3.2 商业模式转型.....	3
1.3.3 财务战略.....	5
1.4 研究内容及框架.....	6
1.5 可能的创新点.....	8
2 相关理论概述	9
2.1 企业生命周期.....	9
2.1.1 企业生命周期划分方法.....	9
2.1.2 企业生命周期划分阶段.....	9
2.2 商业模式转型.....	10
2.2.1 零售业商业模式.....	10
2.2.2 商业模式转型驱动力.....	11
2.2.3 基于企业生命周期的商业模式转型路径.....	12
2.3 财务战略矩阵.....	13
2.3.1 财务战略矩阵理论.....	13
2.3.2 财务战略矩阵应用方法.....	16
3 苏宁易购商业模式转型	18
3.1 苏宁易购简介.....	18
3.2 基于生命周期的商业模式转型阶段.....	18
3.2.1 基于销售收入的企业生命周期划分.....	18
3.2.2 第一阶段：空调自营阶段（1990-1999）.....	20

3.2.3 第二阶段：全国连锁阶段（2000-2009）	21
3.2.4 第三阶段：互联网连锁阶段（2010-2019）	22
3.2.5 第四阶段：场景零售服务商阶段（2020-今）	23
3.3 苏宁易购商业模式转型动因	23
3.3.1 基于企业外部环境的长期驱动	24
3.3.2 基于企业成熟期的内部环境支持	25
4 商业模式转型下苏宁易购财务战略分析	26
4.1 筹资战略	26
4.1.1 筹资结构	26
4.1.2 筹资风险	29
4.2 投资战略	32
4.3 股利分配战略	34
5 基于财务战略矩阵的财务战略实施效果分析	36
5.1 苏宁易购财务战略矩阵数据选择与指标计算	36
5.1.1 财务战略矩阵价值创造能力分析	36
5.1.2 财务战略矩阵现金状况分析	41
5.2 苏宁易购财务战略矩阵构建与分析评价	42
5.2.1 苏宁易购财务战略矩阵的构建	42
5.2.2 苏宁易购财务战略矩阵的分析评价	42
5.3 苏宁易购财务战略优化	44
6 研究结论与不足	45
6.1 研究结论	45
6.2 研究不足	46
参考文献	47
后记	50

1 绪论

1.1 研究背景

在当前互联网经济市场的冲击下，市场经济运行管理模式发生了翻天覆地的变革，这种变革加速了传统经济体系的衰退，但同时也带来了全新的商业模式。就零售业而言，随着数字经济的逐渐成熟，中国零售业生态不断演进更新，高端零售企业的经营模式迭代升级，从线下走到线上，再发展到如今的线上线下一体化，互联网零售模式的普及已经成为了零售业的必然发展趋势。同时由于消费者体验的不断升级，当前的零售业服务模式已经无法满足消费者的需求，需要深入转型的不仅仅局限于零售商，零售服务商的转型也成为了市场大势所趋。

苏宁易购作为互联网零售企业龙头之一，在以往的发展过程中多次调整商业模式，顺应产业发展周期，及时调整财务战略，适应市场经济模式。此次提出的“零售服务商”转型新理念有望再次突破传统零售业态的模式壁垒，打造新的行业格局。苏宁易购期望通过此次转型推动线上线下零售业态的融合发展，帮助中小型零售企业开始向互联网零售模式转型，实现互联网零售模式的全面普及、线上线下零售模式的全新融合。这一创新理念自问世起便受到了学术界和实务界的广泛热议，针对苏宁易购当前的财务状况是否有能力支撑这一理念的顺利推进产生了不同程度的质疑。基于此，本文将结合生命周期理论与商业模式转型理论，从财务战略角度分析着重验证这一转型理念的合理性以及可实施性。

首先，在商业模式转型的过程中，需要充分考虑企业所处的内外部环境。生命周期理论认为在多变的经济环境中，企业如同有机生物一样具有一定的生命特征，企业会随着市场的变化进入不同的生命周期，而处在不同生命周期内的企业，所表现的内部特征和外部环境需求均有所不同。因此，企业在转型的过程中应时刻关注企业所处的生命状态，将企业的生命周期轨迹作为商业模式转型的风向标。

此外，良好的财务环境是企业成功转型的温床。如何获取资金、如何运用资金对于转型期的企业而言至关重要。因此有必要在企业的不同转型阶段匹配不同的财务策略，通过资金的合理配置，有效的降低转型期间的财务风险，帮助企业保持良好的财务状况，保证企业转型的顺利进行。

1.2 研究意义

苏宁易购在过去的 31 年中，能够顺应经济结构的变化，从一个线下零售企业一步步转型成为互联网线上零售企业，从一个零售商一步步转变为零售服务商，在一次次转型中克服了企业固有模式带来的阵痛，扛住了企业外部竞争者带来的压力，在全新的商业环境中探索出传统企业的出路，是一个相当值得研究的案例公司。

本文以企业生命周期理论为切入点，分析了企业成熟期与商业模式转型之间的内在联系。证实了企业成熟期为商业模式转型提供了最佳的内部环境支持。同时由于商业模式的转型需要强大的资金运营能力作为后盾，因此，本文选取了财务战略这一方向进行系统的分析，并通过财务战略矩阵模型对企业商业模式转型期间的财务战略选择进行了进一步验证。

当前苏宁易购正处于第三次商业模式转型的岔路口，本文将从转型动因、转型路径、转型期财务战略等角度对企业前一次转型进行系统的分析，总结历次转型经验，以期为企业第三次的转型提供理论支持，实现企业的可持续性发展。

1.3 文献综述

学术界对于商业模式转型期财务战略的研究主要涉及价值链和商业模式创新要素等视角。本文对现有的研究成果进行了汇总整理，结合案例企业及研究主题的实际情况，着重梳理了企业生命周期这一视角的相关文献，以便在后续的研究中结合生命周期这一新颖的研究角度对案例企业商业模式转型期间的财务战略进行系统的分析。

1.3.1 企业生命周期

生命周期最早是生物学中的基本理论，是根据生命体的发展特征对生命体的整个历程进行的有效阶段划分。首次将其运用于企业的学者是 Mason Haire(1959)，他发现企业的发展历程和生物的成长历程相似，均会出现繁荣和消亡，因此他从生物学的角度梳理出了适合企业发展的生命周期理论。自这一理论提出开始，学术界就开始不停的探讨契合企业发展的生命周期模型，提出了不同的划分依据和不同的划分方法。

就划分方法而言，早期外国学者 Steinmetz(1969)、Churchil&Lewis(1983)等人，根据不同的划分标准提出了不同的划分阶段，涉及三到十多种不等；其中 Adizes(1989)依据灵活性和可控性提出了“成长、再生与成熟、老化”的三阶段划分方式。在经历了一段观点差异较大的动荡期后，随着国内学者和国外学者对该理论的探索，生命周期的划

分也逐渐趋于统一，以“成长，成熟，衰退”三个阶段为主流观点。在此基础之上，学者们相继又提出了更多的衍生观点。我国学者陈贵佳(1995)在西方学者已成型的生命周期研究理论基础之上，提出了蜕变期，为研究企业的可持续发展提供了一个关键点；李业(2000)的观点则认为，需要在三因素模型的基础上再加上一个初创期，形成“初创、成长、成熟、衰退”四阶段模型。这一观点也获得了我国理论界与实务界的一致认可，成为为了目前的主流观点。

就划分依据而言，不同研究所选取的指标也大相径庭，早期的外国学者主要选取定性指标进行划分，例如 Larry.E.Greiner 选取了管理风格、组织规模和年龄等较为主观的指标；Churchil&Lewis(1983)采用企业规模、运营战略；Adizes(1989)采用灵活性和可控性等指标。随着相关研究的日益完善，研究者对指标的选取由定性划分转向定量划分，国内早期学者陈佳贵(1995)首次以企业规模大小作为模型纵坐标绘制了带有纵坐标轴的二维划分模型。李业(2000)对 Adizes(1989)和陈佳贵(1995)的理论模型进行了评价并在此基础上进行修正，选择以销售额作为纵坐标，时间作为横坐标绘制二维模型。在此之后很长一段时间学术界的二维模型大多以时间作为横坐标，以单一量化指标作为纵坐标。随着研究的深入，部分学者认为单一指标难以描绘企业生命的全貌，因此单文于和韩福荣(2002)突破了二维模型的框架，依据应变量、可控性、企业规模建立了三维生命周期模型。自此开启了综合指标划分的大门。实现了定量和定性指标的结合。宋常和刘司慧(2011)通过进行实证分析，对部分学者提出的生命周期综合划分指标进行了有效验证，丰富了综合指标的研究范围。

1.3.2 商业模式转型

近年来，随着社会经济结构的不断更替，原有的商业模式无法适应眼前的社会需求，面临传统模式与新兴元素的冲突，商业模式这一概念又一次进入了大众视野。针对传统销售模式如何适应当前互联网经济发展，学术界展开了激烈的探讨，实务界也出现了越来越多的企业尝试转型。

(1) 转型动因

从企业外部来看，首先，技术发展会推动商业模式的转型。Christensen(1997)认为当企业开发出一项突破性技术时，在原有的市场环境下很难实现这一技术的市场化应用，必须采用一种全新的商业模式来突破固有的市场结构，为新的技术打开市场。因此，Teece(2010)等人认为对于技术型企业来说其商业模式转型即以创新为核心，是以技术突

破为前提的。吴晓波(2013)进一步指出,商业模式转型与技术创新可以互相促进,当企业实现技术创新时,必须匹配全新的商业模式才能为新技术提供广阔的发展空间。同样当企业发生商业模式转型时,也会要求企业积极创新技术,以技术优势占领新的商业领域。其次, Malhotra(2000)认为商业市场环境的变化也同样会促使企业去进行商业模式的转型; Sosna(2010)等人提出商业环境是变化的、不确定的,新的市场规则会导致企业当前的商业模式失去竞争力,因此,企业需要不断调整商业模式才能得以在多变的商业环境中持续发展。此外, Lindgardt(2009)认为适时的进行商业模式转型能够帮助企业抓住市场发展机会,例如在经济危机等市场动荡之时,通过调整商业模式挖掘市场机会,重获新生。

从企业内部来看, Doz 和 Kosonen(2010)等认为企业管理层的市场敏锐性可以直接决定企业何时进行商业模式转型以及如何进行商业模式转型; Mezger(2014)认为企业内部留存资源的多少和企业自身的发展程度

决定着企业是否有能力进行商业模式转型; Schneckenberg 等(2016)认为企业的盈利模式直接驱动着企业的价值创造能力。当企业的利润出现大幅下降时,企业就不得不寻找新的商业模式取迎合市场和客户的需求。

(2) 转型时机

目前,针对商业模式转型具体时机的研究相对较少,学术界较为认可的研究理论是由 Johnson et al(2008)提出的适合商业模式转型的 5 种情形:其一是当前市场产品太过复杂或价格过高无法满足底层客户需求时;其二是当企业受到竞争者威胁需要稳定市场时;其三是当企业所处的市场环境发生较大改变需要企业转变适应发展时;其四是当产品面向一个尚未被开发过的市场时;其五是当企业开创出一个新的产品或技术时,就需要利用一种新的商业模式打破当前市场壁垒进入市场。

(3) 转型路径

目前学术界对于商业模式转型路径的研究角度较多,主要基于以下几个方面:(1)要素视角:不少学者从商业模式构成要素本身入手,研究了各要素自身的创新对于商业模式的影响。我国学者原磊(2007)整理了外国学者在这一阶段的研究理论,涉及到的构成要素从三个到九个不等。其中以 Osterwaider(2005)提出的九要素模型为典型代表;此外 Johnson(2008)、Lindgardt(2009)等人也提出了多个不同的要素主张,随着研究的不断深入,最终确定了价值、客户、供应链以及成本收益模式几个要素的核心地位。Weill(2001)则进一步从组成要素之间的关系入手,研究了各要素之间关系的改变会对商业模式转型

产生怎样的影响。(2) 价值链视角: 部分学者提出了价值链、价值网视角的转型路径研究。Magretta(2002)认为商业模式的创新主要源自于价值链上制造与销售两个部门的革新; 李东(2006)提出了基于顾客、成本、利润三个角度的转型路径。(3) 战略视角而言, Linder 和 Cantrell(2001)从企业创新程度为分析基础, 将商业模式转型路径划分为了挖掘型、调整型、扩张型、全新型; Osterwaider(2004)基于不同的企业特征划分为存量型、增量型、全新型三种; (4) 生命周期视角: 崔志等(2006)从生命周期的视角, 结合了产业生命周期、企业生命周期以及企业在行业中的地位绘制了点状模型, 通过分析企业所处的不同生命状态, 提出了不同的转型路径。

1.3.3 财务战略

“战略”一词最早源自于军事领域, 之后随着商业市场的发展, 这一词语开始被应用于商业领域。商场如战场, 企业在复杂的商业环境中要实现长远的可持续发展就必须制定合理的发展战略和经营战略。而财务状况是支撑企业长远发展的关键, 因此财务战略也进入了企业战略的关注中心。目前国内外针对财务战略的研究主要集中在以下几个方面:

(1) 财务战略概念

财务战略一词最早出现于 E.F.Harrison 和 C.H.John(1985)撰写的《组织战略管理》一书中; 随着研究的深入, 国内外对于财务战略的研究日益丰富, 学者们提出了多重角度的理解。David Allen(1997)认为财务战略的终极目标是实现企业价值的最大化。Slater 和 Zwirlein (1996)指出财务战略是从投资、筹资、利润分配的角度对资金进行的合理规划, 以实现股东价值创造的目的。郭复初(2001)认为财务战略是通过财务活动进行合理有效的规划, 以保障企业经营目标的顺利实现。David Allen (1991)提出财务战略属于企业整体战略, 企业要从战略的角度对企业财务状况进行合理的规划管理, 最终要求服务于企业的整体战略。王满和于悦(2008)也提出要将财务与战略的结合贯彻到底, 坚持以战略的目光进行财务管理。

(2) 财务战略内容

研究初期学术界将筹资战略视为财务战略的主要内容, 界定为财务战略一因素理论。直至 2003 年 Ruth Bender 和 Keith Ward(2003)将资金的合理使用与资金的合理筹集放在了同等重要的位置, 增加了投资战略, 形成了财务战略二因素理论; 随着研究的不断深入, 三因素论的财务战略模型逐渐进入了人们的视野, 傅元略(2009)认为除了筹资、投

资战略以外，资本运营也极为重要；徐光华和沈戈(2012)则认为应该将收益分配视为财务战略的第三个组成部分；目前，学术界较为接受的财务战略理论是三因素论，包括筹资、投资、利润分配三个方面，这一观点也是本文研究所采用的理论基石。

目前的财务战略已逐步趋于成熟，学者们更多的开始思考财务战略与企业发展所需的其他理论结合应用，Ruth Bender(2003)结合生命周期理论对企业各个生命阶段的财务风险进行了综合分析；王旭(2006)结合生命周期理论，针对衰退期企业提出了有效的财务战略；白芳(2013)、石博文(2007)进一步根据各生命阶段的生命特征匹配了相适应的财务战略，初创期采用稳健发展的财务战略、成长期采用扩张战略、成熟期采用多元化战略、衰退期采用收缩型战略；赵荣荣(2007)、于翠芳(2010)分别在汽车行业、高科技型企业分析财务战略时应用了生命周期理论。

(3) 财务战略评价方法

良好的财务战略是企业整体战略的坚实后盾，在企业整体战略执行的过程中，需要时刻监测企业的财务状况，以保证企业有充足的资金进行运营发展。因此，基于企业的监测需求衍生出了各种财务战略评价工具并日益完善。目前较为常见的评价工具包括：

(1) 财务绩效评价法。由 Alexander Voll(1928)率先提出，通过评分的形式进行绩效评价；之后 James To Bin(1969)提出了综合反映企业价值增值的托宾 Q 系数；(2) 生命周期评价法。Ruth Bender 和 Keith Ward(2003)阐述了如何根据企业的不同生命周期阶段制定适宜的战略。于世攀(2019)、刘思等(2015)从我国企业的实际情况出发，选取具体企业进行了生命周期划分和财务战略分析，验证了生命周期评价法在我国市场中的可行性。(3) 财务战略矩阵评价法。这一方法经由美国学者哈瓦维尼(2000)首次提出，将 EVA 评价指标作为该理论的研究基石，把企业价值指标、现金状况和波士顿矩阵模型相结合构建出的二维评价体系。王科蓓(2016)以资金状况、经济价值和风险指标为研究基础，进一步建立了三维财务战略矩阵；姚文韵(2006)在对案例公司的财务状况进行系统分析的过程中发现了财务战略矩阵与生命周期之间存在微妙的呼应关系；李蕾红(2013)尝试将生命周期理论与财务战略矩阵进行了模型结合，进一步探索了二者之间存在的密切联系，并基于这一理论结合，对多个企业提出了相适应的财务战略。

1.4 研究内容及框架

(1) 本文分析框架

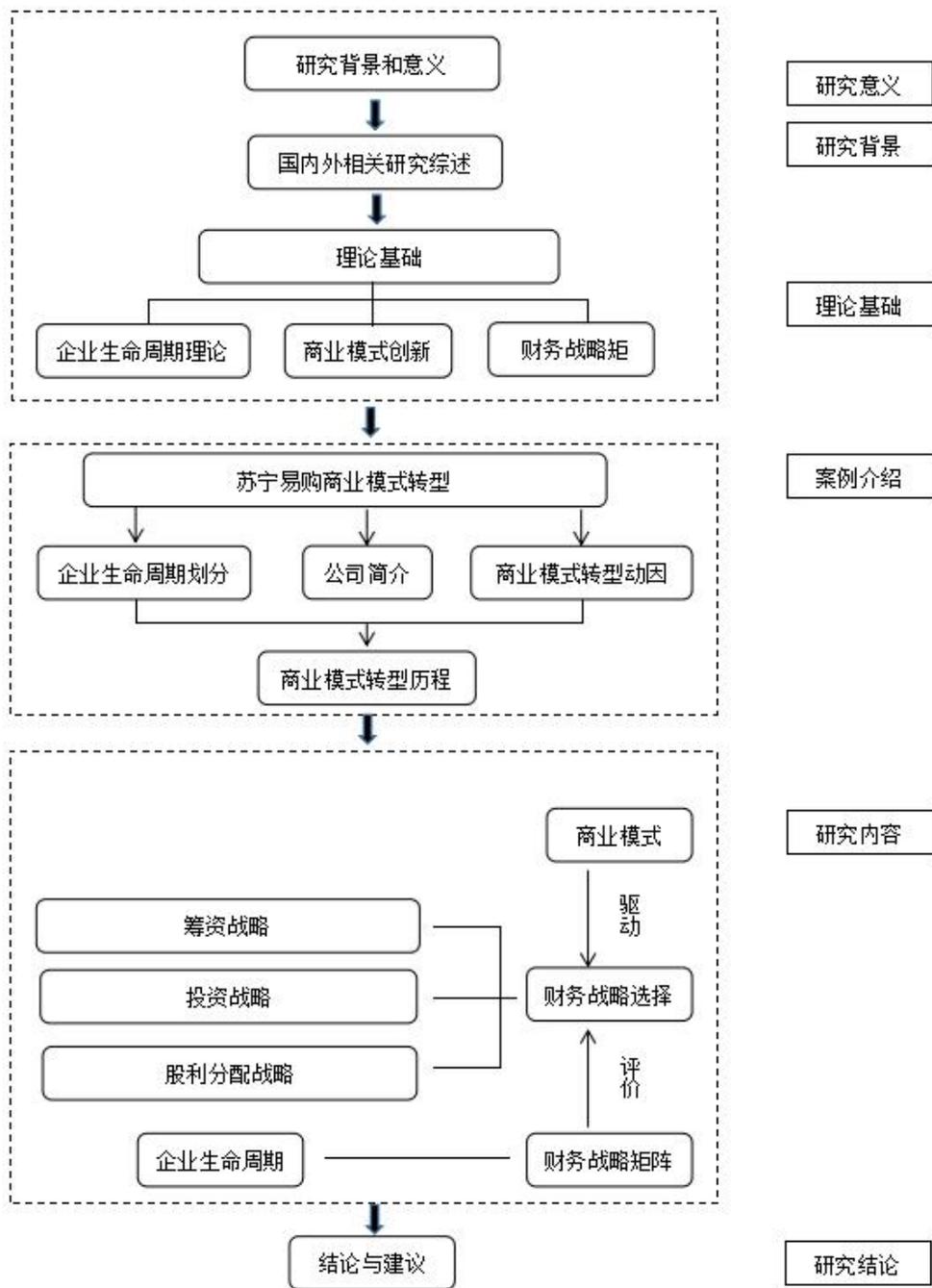


图 1 分析框架

(2) 研究内容

第一部分是绪论。在这一部分重点介绍了论文的研究背景和意义，概括了文献综述、研究方法与研究内容。

第二部分是研究的相关理论概述。本部分内容主要涉及企业生命周期理论、零售业的商业模式创新、财务战略与财务战略矩阵理论，以及本文的研究思路和框架。

第三部分是商业模式转型动因分析。首先介绍了案例公司的基本情况，其次从内外部影响因素两个角度分析了企业的转型动因，然后通过营业收入指标对企业生命周期进

行了合理划分，通过分析企业生命周期与商业模式转型之间的耦合机制，解读了企业成熟期如何影响并指导商业模式的转型。最后从生命周期的角度对企业商业模式转型历程进行了系统的梳理。

第四部分是商业模式转型过程中的财务战略选择分析。本部分采取实务中使用较多的财务战略三因素理论，从筹资、投资和利润分配三个角度对企业商业模式转型期的财务战略选择进行了分析，总结了互联网商业模式下财务战略的选择，为企业第三次商业模式转型提供了经验参考。

第五部分是基于财务战略矩阵的财务战略执行效果分析。通过生命周期嵌入式财务战略矩阵进一步直观的展示出了苏宁历年的经营状态，通过分析过去的财务战略、结合当前的财务状况，进一步提出针对性的优化措施，以期此次转型的顺利实施。

第六部分是研究结论与不足。对本文的研究成果加以汇总，同时指出本文局限性。

1.5 可能的创新点

本文的创新之处在于对扇贝型企业生命周期理论的应用。学术界常见的生命周期理论是以“初创、成长、成熟、衰退”为主的四阶段模型，本文基于企业发展历程，绘制出的生命周期模型是以“初创、成长、成熟、成长...”的扇贝型模型，通过这一模型形式，可以更好的体现苏宁的商业模式转型历程及效果。

当前对于苏宁易购财务战略的研究较多，但大多都是针对某一阶段或者某一模式的局部分析，缺乏系统性的思考，本文扩大了研究范围，基于2004-2020年的数据，结合苏宁易购的三次商业模式进行全面的财务战略分析，能更清晰的反映企业的总体经营状况财务风险，为即将到来的第三次转型提供了全面的参考意见。

2 相关理论概述

这一部分着重介绍本文后续研究将会涉及到的主要理论基础，包括企业生命周期理论、商业模式创新理论、财务战略矩阵理论。

2.1 企业生命周期

企业生命周期理论是通过数据模型高度抽象描绘的企业动态发展历程，并依据生命活性划分为不同的生命阶段。这一理论可以帮助企业及时识别发展活性，根据表现出了不同生命状态及时做出战略调整，从而保证企业的长远发展。在分析过程中选取合理的划分指标及周期模型是准确判断企业生命阶段的关键。因此，国内外学者针对企业生命周期的划分以及划分依据的选取进行了细致的研究。

2.1.1 企业生命周期划分方法

目前，在零售行业中指标的选取主要集中在连续 5 年平均营业收入增长率、现金流分类组合法，销售收入指标法。考虑到苏宁易购的企业特征，销售额作为企业的主营业务收入，更能直观的反映出零售业的经营状况，因此本文采用姚艺龙（2009）的观点，将销售收入作为划分指标，通过销售额与时间关系做趋势分析，画出销售收入变动趋势图，同时辅以销售收入增长率进而界定企业生命周期。划分标准为：若销售收入增幅较高则视为成长阶段，若销售收入增幅较小或出现降低趋势则视为成熟阶段。若销售收入出现持续大幅降低则认为企业进入了衰退阶段。

2.1.2 企业生命周期划分阶段

企业生命周期理论以拟人化的方式形象的反映出了企业在经营过程中可能出现的生命体征，为企业的发展规划提供了方向和指引。目前常见的企业生命周期理论主要以李业(2000)提出的“初创期、成长期、成熟期、衰退期”四阶段为主导。但在企业的实际发展中，可能会受到外部市场环境的影响。由于企业自身应变能力的差异，在同样的经营风险中，有的企业可能会就此衰败，有的企业则会把握机会，进一步拓展市场，因此，在企业的发展历程中可能还存在着多种不同类型的生命周期规律。

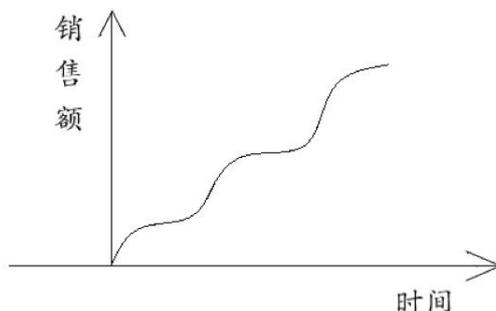


图 2.1 扇贝型生命周期模型

图 2.1 所示的企业生命周期形态称之为扇贝型，其区别于传统生命周期的特征是在进入成熟期之后，企业可以通过战略调整避免衰败，转而再一次进入新的成长期，这种趋势可以通过企业自身的调整多次重复出现，直至某一次调整失败，才有可能转入衰退期。这一生命周期模型也符合了 Gardner(1965)提出的下述观点：“企业通过调整转型后，或许能够进入一个新的生命周期，说明企业能够经历多个周期循环，它生命周期发展并非不可逆。”

2.2 商业模式转型

由于本文涉及的研究主体苏宁易购属于典型的零售业企业。因此对于商业模式转型的理论分析也将围绕零售业进行展开。一方面从历史演进的角度对零售业商业模式的发展进行整理概括，另一方面结合生命周期理论，从生命周期的视角对商业模式转型路径进行讨论。

2.2.1 零售业商业模式

基于我国中国特色社会主义的基本国情，我国的零售业商业模式势必会受到国内政治经济环境的约束，并随着我国经济体制的发展而更替。因此，分析我国零售业商业模式的发展时有必要从历史发展演进的角度进行研究。我国学者张艳(2013)梳理了中国自新中国成立以来，零售业在计划经济时期以及市场经济体制下多样化的零售商业模式，为各大零售企业的转型发展提供了有效的信息支持。

(1) 自营制

计划经济时代，工厂按需生产，百姓凭票兑换生活用品，生活资源短缺，通常供不应求。企业没有库存积压风险，竞争压力主要来源于对有限货源的争夺，企业主要的盈利模式为低买高卖，赚取中间差价。在这种模式下，通常大型国有企业更容易掌握优质

的货源，中小企业生存艰难。

（2）联营制

随着市场经济的到来，国家允许工厂自产自销，原本的商业企业从原来进货销货的盈利模式转变为引厂进店、比例分成的经营模式，商业模式也随之发生了转变，企业不再需要向厂家订货，转而提供场地和服务，吸引厂家自产自销，主要应用于各大商场。

（3）连锁经营模式

连锁经营是企业发展扩张的必经之路，企业在经过前期的资源积累之后，想要扩大发展就必须通过直营连锁、特许加盟、资源连锁等方式进行连锁布局，通过持续扩张，实现规模经济。凭借标准化管理、专业化服务、品牌化口碑迅速占据市场。

（4）电子零售商业模式（互联网模式）

电子零售模式是互联网经济与生活需求碰撞的产物，渗入人们生活的方方面面，更与零售产业的发展息息相关。随着互联网经济的不断成熟，零售业开始进入电子商务平台，线上销售商品。这种商业模式突破了对时间，空间的限制，对传统的线下销售带来极大的冲击，迫使各大零售企业纷纷转型，开展线上业务。

（5）零售服务商模式

零售服务商模式是基于 5G、物联网与现实生活的不断融合的背景之下，互联网零售模式线上线下渠道矛盾催生出的全新理念。目前尚处于实验转型阶段。旨在突破线上线下在资源、价格、产品等方面互相制约的局面。

2.2.2 商业模式转型驱动力

通过对相关文献的梳理可知，商业模式的转型深受外部因素与内在因素的双重影响。外部因素包括但不限于技术发展、环境压力、市场机会等因素的影响。其中前者以自主创新为主，后两者则以效仿、完善为主。技术发展可以促使企业主动进行商业模式创新，当企业开发出突破性技术时，为了使新技术在市场中能够占得一席之地，企业必须寻求一种全新的商业模式，主动打破现有的市场平衡，使新技术能够实现市场化发展。而环境压力和市场机会则会促进行业中的其他企业效仿首家转型企业进行变革，在这个过程中行业内部会形成互相突破、互相模仿的正向作用，最终逐步实现全行业的转型。市场机会是企业管理层在动荡的市场环境中看到新的发展机会，为了企业更进一步的发展而抓住机会进行的主动转型。环境压力是企业迫于外部商业环境的变化，为了实现企业在多变的商业环境中可持续发展，被动进行的商业模式转型。

内部因素包括企业管理层决策、资源与能力、价值追求等。管理层作为企业的主要决策者应当对市场的变化具有绝对的敏锐性，企业何时需要进行商业模式转型、如何转型都需要由管理层进行决定。而资源与环境则是企业自身的硬性条件，当企业处于初创期时，资源紧缺、能力不足，企业重心应该放在对于现有资源的整合吸收，打造企业核心发展力，此时的企业没有多余等能量进行商业模式的转型，处于成长期的企业，仍有很大的自我发展潜力，应积极吸收外部资源，调整现有商业模式结构，没有必要大动干戈进行商业模式转型，而成熟期和衰退期的企业拥有溢出的资源和能力，自身的生产力已开发殆尽，在这一时期为了长远的发展，企业有必要也有能力进行商业模式的转型。价值追求对商业模式转型的影响最为重要。企业发展的核心目标就是创造价值，因此企业进行商业模式转型的核心驱动力即为企业的价值追求，无论主动进行商业模式转型还是被动进行商业模式转型，无论进行自主的模式创新还是效仿相关企业进行模式转变，最终企业都是为了获得最大化的价值回报。

在互联网经济高速发展的今天，技术、环境、市场等外部因素对商业模式转型的影响日益显著，以本文研究行业为例，对于零售业而言，这种新兴技术的出现催生出了—种新的互联网零售模式，将线下零售与互联网相结合，打造线上线下多渠道融合的 O2O 模式。这种新型模式消除了时间与空间带来的购物限制，大大提高了人们的生活品质，改变了人们的消费习惯。生产商直接入驻网购平台，消除了产品的中间差价，降低了商品价格，更受用户的欢迎。新兴模式的出现颠覆了传统线下零售业，彻底改变了零售业的商业环境，迫使传统企业不得不进行商业模式转型，以保证在新环境中的可持续发展。但同时也为企业创造出了新的市场机会。在此背景下，传统企业能否抓住机会，再创辉煌就得看企业内部条件是否足以支撑企业做出改变。管理层的敏锐性和企业的价值驱动只能决定企业是否有意愿转型，而企业自身的资源和能力才能决定企业能否转型成功。要做出准确的判断就必须具体分析企业当前的经营状况，结合生命周期理论或许可以较为准确的反映出企业的经营情况，辅助管理层做出合理的决策。

2.2.3 基于企业生命周期的商业模式转型路径

要进行商业模式的转型需要天时、地利、人和的条件，不止包括技术、环境、市场的外部条件，还包括管理层敏锐性、企业价值追求等内部条件，其中，企业自身的资源和能力起到至关重要的影响，企业生命周期理论可以大致的反映出企业当前所处的经营环境，分析企业拥有的资源能力情况，为企业明确下一阶段的发展方向。

企业在初创期拥有大量资金、技术，在这一阶段企业有足够的资源足以支撑企业发展业务，增强企业核心竞争力。同时此时进入的市场也是创立企业时精心选取的市场，企业没有必要也没有动机大费周章的进行转型，因此，这一阶段的企业一般不会发生商业模式转型。

企业在成长期，通过前一阶段的资本积累，现有资源已经大致完成了系统运转，但对于刚刚稳定接触市场不久的企业来说，对于市场提供的大量外部资源尚未合理运用。因此，这一阶段企业大多致力于对上下游产业链的吸收融合，以及企业内部的多元化整合，企业外围生存环境中的资源足够为企业的发展提供一段时间的养分，企业暂时无需走上转型之路。

企业在成熟期，由于已经充分吸收内外部资源，形成了完整的运营结构，实现了内部流程闭环，因此具有极强的路径依赖。对于新资源的融合可能会需要整个闭环的调整、甚至重构，此时企业虽然稳定性极强，但自身内部系统牵一发而动全身，灵活性大大降低。当外部经济环境发生动荡时，企业将难以通过自身的调整抵御外部风险。此时企业往往需要进行自我创新或者进入能够与原有资源适度匹配的行业，从而实现对新技术、新环境的适应。即通过横向或纵向并购以实现规模扩张，冲入行业前端。

企业在衰退期，原本的核心产业失去了市场的关注，这意味着企业失去了核心竞争力，这种情况下无论进行内部调整还是自我创新都无济于事，必须寻找新的符合市场需求的产业支撑，相当于跨行业转型，将现有的全部资源转移到一个新的行业，重塑新企业。这种转型所面临的风险极大。

2.3 财务战略矩阵

财务战略矩阵是评价财务战略的辅助分析模型，利用四宫格的形式评价企业的价值增减、以及企业资源的耗费程度。我国学者李蕾红(2013)将生命周期理论的特征与财务战略矩阵进行了合理匹配，构建了生命周期嵌入式财务战略矩阵，这一分析模型基于传统财务战略矩阵的四个象限的不同经营状态，匹配了生命周期中的“成长、成熟、衰退、初创”四个发展阶段，将企业的经营特征和财务特征进行了融合。本文利用这一分析工具，对案例公司的财务战略及其优化进行了更为深入的探讨。

2.3.1 财务战略矩阵理论

(1) 财务战略矩阵的原理

财务战略矩阵结合了企业价值创造理论和可持续发展理论。通过横纵坐标构建四象限模型评价了企业的价值增状态和资源消耗状态。

企业价值创造理论认为企业的会计利润未考虑资本成本的影响，因此没有真正的体现出企业所创造的价值。因此，企业价值创造理论以 EVA 为主要评价指标，由投资资本回报率和资本成本之间的差额加以反映，当 EVA 为正时，表示企业价值创造，反之，企业价值减损。

可持续增长理论是企业在不做出任何财务调整时所能达到的最大销售增长率，反映的是企业资产、负债、所有者权益同比增长的零瑕疵状态，在这种状态下，企业资金可以完全支撑企业的组织运行，使企业风险最小化。但实际发展中很难保持这样的平衡状态，因此企业需要对比销售增长率和可持续增长率之间的差距，当差额为正时，意味着企业的资源短缺，需要调整资源配置。反之，当差额为负时，表明企业存在资源剩余，风险较小但资源利用率不够充分。

(2) 生命周期嵌入式财务战略矩阵

财务战略矩阵是以价值增长和现金状态为导向，描绘的四象限点阵分布图，四个象限分别反映企业不同的财务状况，便于企业依据所处的财务状况及时进行战略调整。

我国学者在进行财务战略矩阵分析应用时发现其与生命周期理论之间存在微妙的联系，即二者的划分方式极其相似，反映的企业特征也具有高度相似性。生命周期所反映的整体生命体征包含企业的财务体征，而财务战略矩阵是对企业财务特征的详细描绘，同时二者的分析模型均划分为四个阶段。因此有学者将二者进行了理论融合，形成了更为全面的财务分析工具，保留了财务战略矩阵以价值增长和现金状态为导向的深度分析。吸收了企业生命周理论以时间为导向的广度分析。具体划分如下图所示：

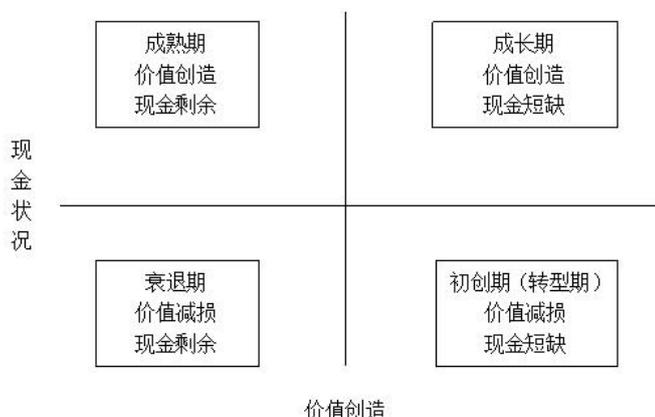


图 2.2 生命周期嵌入式财务战略矩阵

通过前文梳理，企业生命周期主要划分为“初创期、成长期、成熟期和衰退期，结合财务战略矩阵来看，企业财务战略矩阵四个象限正好与生命周期的财务特征相匹配。由于苏宁易购符合扇贝型企业生命周期特征，且长期存续尚未进入李雷红分类中的撤退期，因此本文结合苏宁易购的实际发展情况，对生命周期嵌入式财务战略矩阵进行适当调整，将第四象限调整为初创期/转型期。

（3）财务战略矩阵的划分

财务战略矩阵将企业的价值创造能力和资源状态划分为四个象限，不同的象限对应不同的企业生命特征，需要适配不同财务建议。具体划分应用如下：

①第一象限为增值型现金短缺。（成长期）

从财务战略矩阵的角度出发，位于该象限的企业能够创造大量价值却现金不足。匹配于生命周期理论来看，符合成长期特征，产品已经被市场所接受，能够带来稳定的收入回报，但由于企业刚刚步入稳定的经营环境，前期投入占用了资金资源，因此，企业虽然经营状态良好，能为股东带来收益，但企业资金短缺，后续发展可能受限。

在这一阶段，建议企业及时调整资金结构，可以通过内部调整和外部融资两种方式解决资金问题。一方面内部调整资金分配，降低对低回报率甚至负回报率项目的投入，减少不必要开支，另一方面进行外部融资，可以通过银行借款，增发股份等方式实现资金增长。做到开源节流，提高资金利用率。

②第二象限为增值性现金剩余（成熟期）

在这一象限企业创造价值且现金剩余。反映了成熟期的经营特征，企业经营状态良好，拥有优质的产品和一定的市场竞争力，可以创造价值，且资金剩余，没有经营风险，但资金利用不充分，没有实现企业的最大化收益。

在这一阶段，企业可以根据自身的发展情况，对剩余资金进行调配，例如加大投资，深入开发业务潜力；扩张相关业务的增加企业经营范围；或者发放股利增加投资者的投资信心。

③第三象限为减损型现金剩余（衰退期）

在这一象限企业价值减损且现金剩余。呈现出衰退期特征，产品活性降低，短期盈利能力大幅度下降，发展前景小，经营状态出现价值负增长，说明企业当前的主营产品出现问题，好在企业存在剩余现金，可以支撑企业及时调整，扭亏为盈。

此时企业存在的主要问题是盈利能力差，需要及时调整企业经营项目，企业可以通过调整资源的分配，加强对优秀项目的投入，减少对亏损项目的投入或者直接淘汰亏损

项目，挖掘有发展潜力的项目，扩大规模，调整定价，或者直接开辟发新的项目发展。

④第四象限为减损型现金短缺（初创期或转型期）

处于这一象限的企业价值减损且现金短缺。此时的企业主营产品无法创造价值，无法及时回笼资金，企业内部也没有多余的资金进行周转，企业极有可能面临发展危机。在这种情况下，企业有可能处于两种状态，其一，企业处于初创期，产品刚刚投入市场，接受度不高，后续市场开发情况具有极大不确定性，价值创造能力弱。同时，这一阶段市场的开发需要大量的资金支撑，暂时只能不断投入资本，不断渗透市场，提升市场接受度，因此企业价值减损，资金短期，但有一定发展前景，只要打开市场，就可以迅速回笼资金，创造价值。其二，企业处于转型期。根据 2.2.3 “基于企业生命周期的商业模式创新路径”的分析，企业进入成熟期，达到发展饱和之后，势必会进入衰退期，企业需要在经营情况无法挽回之前探索出新的商业模式，即新的产品或服务，这一探索过程具有一定的风险，市场接受新的产品需要时间和资金，导致价值创造能力降低，资金短期。转型期发展新的市场和初创期开发市场所面临的企业环境具有一定程度上的雷同，均符合这一象限的财务战略矩阵特征。

此时企业应该严肃审视自身的整体发展，需要根据市场反应不断调整开拓战略，例如。项目选取是否符合用户需求；产品研发投入能否取得相应回报，是否需要增加或减少研发投入；市场定位，价格定位方面是否超出客户接受能力等。

2.3.2 财务战略矩阵应用方法

财务战略矩阵包括两个分析维度，分别构成财务战略集中的横纵坐标，纵坐标表示企业的价值创造，实际应用中两个指标相辅相成，需要同时对比分析，具体计算过程如下：

（1）纵坐标价值分析

财务战略矩阵的纵坐标由“投入资本回报率(ROIC)－资本成本(WACC)”来表示，由于该数据的选取依据企业价值创造理论，因此可以借助经济增加值(EVA)进行反映，相关计算公式如下：

$$\text{纵轴} = \text{投入资本回报率(ROIC)} - \text{资本成本(WACC)} \quad \text{公式 3.1}$$

$$\text{EVA} = \text{税后营业净利润(NOPAT)} - \text{资本成本(WACC)} \times \text{资本总额(TC)} \quad \text{公式 3.2}$$

$$\text{ROIC} = \text{NOPAT} / \text{TC} \quad \text{公式 3.3}$$

结合上述公式综合可得财务战略矩阵纵坐标表示为：

$$\text{纵轴} = \text{ROIC} - \text{WACC} = \text{NOPAT}/\text{TC} - \text{WACC} = \text{EVA}/\text{TC} \quad \text{公式 3.4}$$

其中，WACC 计算公式如下：

$$\text{WACC} = R_e \times \frac{E}{E + D} + R_d \times \frac{D}{E + D} \quad \text{公式 3.5}$$

(2) 横坐标资金分析

财务战略矩阵资金状况用“销售增长率－可持续增长率”来表示。相关公式如下：

$$\text{销售收入增长率} = \frac{\text{本年年末销售收入} - \text{上一年度销售收入}}{\text{上一年度销售收入}} \quad \text{公式 3.6}$$

3 苏宁易购商业模式转型

随着互联网技术对与零售业的渗透，当前的零售业市场呈现出线上网购，线下零售，双线并行的销售结构。多个零售企业提出了线上线下融合发展的理念，但由于线上线下在成本、物流等方面的差异，导致线上线下产品定价、产品质量均有所不同。在此背景下，苏宁易购提出了“零售服务商”这一零售新概念，打开了线上线下的融合发展的新趋势。因此本文选取苏宁易购作为研究主体，通过梳理其商业模式转型历程，结合企业生命周期理论，分析其商业模式转型可行性。

3.1 苏宁易购简介

苏宁易购集团股份有限公司(简称苏宁易购)成立于一九九零年,当时唯一的门店设立于南京市,属于中国最早的一批零售企业,空调专营起步。后逐步发展成为中国最大的电器零售商,直至成为连锁企业。二零零四年苏宁易购在深圳证券交易所成功挂牌。二零零九年更名“苏宁易购”,同时开始涉水互联网零售领域。二零一三年更名“苏宁云商”,二零一八年再次更名“苏宁易购”(本文后续分析统一以苏宁易购表述),通过五年内三次频繁更名,宣告了苏宁进军互联网市场的战略和决心。

3.2 基于生命周期的商业模式转型阶段

苏宁从1990年成立发展至今历时31年,经过两次更名,三次转型。这30年中国的经济飞速发展,互联网、电商等新势力不断崛起,苏宁能够在变幻莫测的市场中坚守至今,创下千亿市值,离不开它目标清晰的一次次转型。在我国商业发展历程中苏宁及它的数次转型具有及其重要的借鉴价值。在这一部分,本文所划分的苏宁易购商业模式阶段主要依据苏宁易购官方所发布的历次十年战略进行总结分析,包括空调专营阶段、全国连锁阶段、互联网零售阶段、场景服务零售商阶段。

3.2.1 基于销售收入的企业生命周期划分

本文选取2001-2020年为研究期间,按照本文2.1.2企业生命周期划分方法,以销售收入为划分依据对上述研究期间进行生命周期划分。由于苏宁苏宁易购2004年上市,因此将研究范围起始点限定于2004年,将整体研究区间限定于2004-2020年,划分结果如下:

表 3.1 企业生命周期划分 (亿元)

	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
销售收入	91.07	159.36	249.27	401.52	498.97	583.00	755.05	938.89	983.57
销售收入增长率(%)	50.94	74.99	56.42	61.08	24.27	16.84	29.51	24.35	4.76
	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
销售收入	1052.92	1089.25	1355.48	1485.85	1879.28	2449.57	2692.29	2522.96	
销售收入增长率(%)	7.05	3.45	24.44	9.62	26.48	30.35	9.91	-6.29	

资料来源：苏宁易购 2004-2020 年企业年报



图 3.1 苏宁易购销售收入趋势图

根据上图所示，苏宁易购在研究期间共经历了两个成熟期、两个成长期，具体划分为：2004-2007年为成长期，经过1990-2004年的资源积累，业务扩张，转型探索，苏宁易购2004年开始高速发展。2007-2009年为成熟期，企业达到了全国连锁模式的发展瓶颈，销售收入增速变缓，企业开始探索新的发展路径。2009年企业更名“苏宁易购”，这一年是全国连锁模式的收官之年，也意味着互联网零售模式的开启，企业进入了新一轮的成长期，其中2012-2016年为转型阵痛期。由于涉入一个全新的领域，对于企业资源和能力都是极大的挑战，原有模式和产业早已达到了利益最大化，企业为了发展新的产业，资源倾斜，逐渐压缩了对原有产业的投入，相应的销售回报也同样减少。而新市

场尚处于建设阶段，无法给企业带来投入回报，导致企业营业收入增长缓慢，资金短缺。2016年新模式经过阵痛期的建设调整之后，趋于稳定，开始正常运转，给企业带来大量的资金流入。但随之而来的是企业需要进一步考虑当新模式红利结束之后企业的发展应该何去何从。2018年企业再一次进入新的成熟期，苏宁易购在18年互联网模式成型之后便开始考察市场，考虑再一次的转型，提出了场景零售服务商模式，并于2020年正式开启这一新的十年规划之旅。目前企业仍处于互联网模式的余热之中，而新模式也仅仅是管理层提出的发展新思路，刚刚开始试水，尚未形成完整的雏形。

对近十几年的发展历程及其发展战略进行梳理可以更好的分析企业战略理念，了解企业转型路径，为当前的转型进一步提供思路，具体分析如下：

3.2.2 第一阶段：空调自营阶段（1990-1999）

苏宁易购1990于南京成立，专营空调。虽然成立初期销售产品单一，但凭借独具一格的销售战略迅速打开市场，成为了当地的市场新秀。并在三年之内扩张成为当地最大的空调经销商，五年之内走向全国，搭建了自己的全国批发网络，这一阶段，苏宁易购的商业模式具有如下特征：

（1）商品品类单一

苏宁易购成立初期仅销售春兰空调，产品品类单一、产品品牌单一。1993年才拓展为多品牌空调同时销售，但仍坚持单一品类经营。

（3）低价竞争战略

苏宁易购首创“淡季打款”模式，掌握了低价竞争的商业密码。通过在销售淡季向生产商支付货款，提供资金支持的方式，获得低价进货的合作资格，一方面压低了商品成本，另一方面与供应商达成了稳定的长期合作，获得了稳定的货源。

（4）首创自营服务

苏宁易购率先提出了销售与售后服务绑定的经营模式，组建专业安装、维修、配送团队，通过提供一揽子全程服务，吸引了大量客户，打响了品牌口碑化的第一枪。

这一阶段前期，以1996年为划分，前期苏宁易购主要采取自营套利的经营方式，通过“自营服务”“淡季打款”等创新战略，杀出市场重围，成为了当地最大的空调批发品牌，为后续进军全国奠定了基础。1996年，金融危机爆发，空调市场供大于求，厂家也开始下水开店，供应商与渠道商的矛盾迅速激化，苏宁电器开始布局连锁发展，意图走出南京，进行二次创业。为了后续转型的顺利进行，苏宁易购引进财务电算化，投

资物流和售后网店，1996-1999年砍掉了近50%的批发业务，转向综合家电连锁市场。1999年南京新街口旗舰店开张，标志着第一次战略转型的正式开始。

3.2.3 第二阶段：全国连锁阶段（2000-2009）

1999年12月，南京新街口旗舰店开业，意味着苏宁易购正式步入了第一次转型。2002年，苏宁易购开启了“1200”一期工程，初步形成了全国连锁经营网络，2003年苏宁电器南京3C（家电、电脑、通讯设备）旗舰店开业，通过在全国范围内进行侧向扩张，纵向渗透，苏宁正式宣告进入“3C”时代。2004年7月21日在深交所挂牌上市，之后，收购镭射电器、入驻LAOX，逐步拓展香港市场和海外市场。在这一阶段，苏宁易购的商业模式具有如下特征：

（1）综合电器连锁

苏宁在这一时期砍掉了近一半的批发业务，开发多品类产业，推进连锁体系，大力拓展零售市场。2002年苏宁积极引进彩电、洗衣机、冰箱等传统家电，经营范围由原来的单一品类单一品牌拓展为综合家电业务。同年，苏宁先后在多个三级市场开设大型电器商场，在全国范围推进全资、合资、特许经营三种连锁经营模式，打造连锁体系。实现在地域上的横向扩展，品类上的纵向拓展。

（3）低价竞争战略

苏宁易购通过不断扩建连锁店，扩大市场份额，增强了自己在产业链中的主导地位，也具备了更强的议价能力。同时，苏宁易购增加了业务范围，扩大了自己的市场范围，与供应商达成了多产品的供需关系，形成了密切的多通道合作，使得企业获得了更多的价格优势。

（4）拓展付款、售后新服务

苏宁易购在扩展连锁店的同时，也将自己的招牌服务团队进行了同步扩充，新增1000多个售后服务网点，能够提供更便捷、更高效的售后服务保障。实现了线上销售无法比拟的服务体系。同时与银行联合开通信用卡，基于客户需求，提供分期付款、消费信贷等多渠道消费方式，为客户提供提供定向服务，打造更好的消费体验。

在这一阶段，苏宁易购实现了连锁模式下红利的最大化积累，实现了产业和市场的同步升级。同时未雨绸缪为下一阶段的发展提前进行了部署。一方面苏宁易购开始打造自有互联网平台，于2005年组建B2C部门，开始试水电商领域；构建网上商场，并在北京、上海等城市试营业；另一方面积极筹建物流体系，2008年交付的第三代物流基地

为第三阶段的转型发展奠定了基础。

3.2.4 第三阶段：互联网连锁阶段（2010-2019）

在这一阶段，苏宁前后进行了三次更名，反映了苏宁的发展态度。首次更名发生于2009年，这一年线上业务称为“苏宁易购”线下业务名为“苏宁电器”，同时也是在这一年苏宁完成了网上商城的升级改版，表明了苏宁进军互联网业务的决心。第二次更名发生在2013年，基于苏宁线上线下销售渠道融合的发展战略，苏宁公司集团改为了“苏宁云商”。第三次更名发生于2018年，这一年企业集团更名“苏宁易购集团股份有限公司”显示了公司对于物流及科技板块的高度重视，标志着苏宁O2O云商模式的全面运行。这一商业模式具有如下特征：

（1）商品“去电器化”

在这一时期苏宁进一步扩大业务范围，不仅仅满足于传统电器业务领域，通过收购乐购仕等品牌拓展销售品类，将母婴、百货等产品均纳入了销售范围，旨在突破电器专营的标签。

（5）持续低价战略，线上线下商品同价

由于企业线上线下销售成本带来的价格差异，导致线上门店销售艰难，成本过高，渠道过窄。面对这个客观现状，苏宁易购大胆变革，将线上线下采购、物流等职能合二为一，统一规范采购，统一规范管理，统一规范定价。缓解了线下门店销售困境，实现了线下服务线上，线上携带线下的互惠体系。

（3）大数据支持专业服务

苏宁易购引进了大数据分析技术，店面采用热度分析系统，通过大数据统计预测消费者行为，记录消费者喜好，提供更为匹配的针对性需求服务。同时支付方式新增了第三方网上支付、货到付款等方式。2010年提出“物流云”规划，全国建成十多个大中型物流配送基地，提供快捷高效的物流配送服务。

这一阶段，苏宁易购积极适应经济市场的变化，及时发展互联网技术，占领线上购物平台，与阿里达成全面战略合作，双方互相持股，共同探索线上线下融合的O2O模式之路。于此同时苏宁开始探索“零售云”新模式，不断进行从重资产到轻资产的转变，采用“加盟店直营化”管理方式，降低企业资产压力，通过建立零售云门店，积极联接上下游，搭建苏宁生态圈。此外，苏宁利用大数据技术进一步升级的企业服务质量，将互联网时代的新型产物全面融入了企业的销售体系。

3.2.5 第四阶段：场景零售服务商阶段（2020-今）

2020.07 苏宁易购在 818 三十周年庆发布会上，全面宣布整体升级为“零售服务商”模式，全面进入资源互通、优势互补、发展互惠的“共生时代”。这一阶段的发展趋势根据企业目前所发表的重要会议内容以及企业所采取的转型措施预测如下：

（1）发展零售新业态

苏宁易购承担起了“商品提供者+内容提供者”的双重身份，补充了当前的多渠道多场景融合战略，打破了零售服务对象天花板，从单一客户探索到了中小微企业，从 C 端客户转向 B 端用户并下沉三四线及以下市场。

（2）高效率、低价格

此前的线上线下价格统一战略受到线上和实体的成本制约，线下门店高成本限制产品最低价，线上为了保持与其他企业的竞争力限制了产品最高价，导致线上线下利润双双缩水。此次转型通过场景、供应链、销售、物流、金融 5 大核心赋能所打造的苏宁生态圈将有望打破线上线下价格制约，从定价的追赶者变为引领者。同时，线上线下的进一步融合，各消费场景数据的进一步打通，将大大提高企业的服务效率。

（3）全面升级服务理念

这一阶段，苏宁的发展核心集中于“服务”二字，一方面加强对用户的服务体验，保持长期以来的高品质售后服务体系，另一方面打造苏宁生态圈，从面向消费者的服务升级为面向经济体的服务，通过开放苏宁零售平台，帮助中小微企业共同发展，实现零售体系的大融合。

根据我国零售业群体分布，中小企业占零售业企业总额的 90%以上，苏宁易购的此次转型所针对的目标群体极其庞大，且该领域尚未探索，对于苏宁来说是一个绝佳的发展时机。同时，国家曾多次表示，中小企业稳则就业稳、经济稳。中小企业的发展情况受到国家重点关注，苏宁当前提出的零售服务商理念完全符合国家的发展要求，将有望成为零售业的“就业蓄水池和经济稳定器”。

3.3 苏宁易购商业模式转型动因

商业模式的转型受到外部和内部两个方面的影响。由于企业的发展于自身所处的市场环境息息相关，因此进行外部因素分析时，需要结合企业的发展历程，发展环境进行讨论。内部因素同样需要针对性分析，不同企业所表现出的企业发展特征均有所不同，在分析时需要根据企业自身所呈现的特征进行针对性讨论。

3.3.1 基于企业外部环境长期驱动

(1) 第一次转型的外部环境驱动

① 亚洲金融危机

90年代中期，亚洲金融危机爆发，实体经济一片哀鸿，空调市场销量锐减，产品供大于求，厂家存货堆积开始自己销售，与渠道商的矛盾激化，传统的批发模式发展前景一片灰暗，苏宁易购开始提前布局，打造直营连锁经营。

② 上游厂家市场限制

九十年代中后期，空调厂家为了避免下游垄断限制，率先提出了“限制大户、培育中户、发展小户”的市场策略，苏宁作为多品牌的总经销、总代理首当其中受到发展限制，为了抵御当前的压力圈，苏宁易购跳出来空调批发市场，转而开拓零售市场，直接面对终端客户，实现点对点交易。

(2) 第二次转型：互联网时代的冲击

2015年，李克强总理首次提出了“互联网+”的理念，随后互联网在当今中国大数据的推动下飞速发展，实现了与实体行业的结合。给中国经济发展提供了新动力，但同时也给传统行业带来了巨大的冲击。就零售业而言，线上销售渠道的拓展给传统的线下零售模式带来了极大的冲击，传统零售行业经济结构不断调整，各大零售企业纷纷寻求转型发展，转向线上赛道。

苏宁易购在互联网经济的影响下，积极布局线上零售渠道，2013年打造出了“零售服务商+店商+电商”的新零售模式，打通了线上线下的双通道销售体系，提出了线上线下商品同价的销售理念，初步进行了线上线下的渠道融合探索。

(3) 第三次转型：“新零售”理念的提出

继“互联网+”概念提出之后，“新零售、无界零售、新消费”等理念先后问世，这些理念的提出暗示着未来零售业“虚实一体化”的新发展方向。无人便利店、自动售卖机等科技产业走入的大众的视野，这种销售模式的转变打开了新零售服务商这一新兴的企业服务市场。

人们熟知的盒马鲜生、天猫快闪等新零售门店的发展极大的提升的用户的消费体验，但这些店面都有着庞大的资本支撑。纵观零售行业的资本分布，中小微零售才是零售行业的主力部队，便利店、百货店、购物广场等零售店面随处可见，在整个零售顶端企业高速转向的时候，这些中小微门店仍保持着最传统的消费方式，因此，苏宁易购化身零售服务商，帮助这部分零售门店进行新零售转型，抵御电商冲击，真正实现新零售的普及

化。

3.3.2 基于企业成熟期的内部环境支持

纵观企业发展的三次转型、四个模式，除了经济市场的外部环境带来的影响之外，企业内部的影响因素也至关重要，通过上一章的介绍可知，影响企业转型的内部因素主要有价值追求、管理层敏感度、以及企业自身的资源能力储备。

价值追求和管理层的敏感度对于任何企业，任何阶段而言都是必不可少的。价值追求是企业发展的驱动器，苏宁易购的每一次的扩张、每一次转型必然都是基于企业对于更高价值的追求。管理层的敏感性是企业发展的方向盘。在合适的时候做出正确的决定才能帮助企业有效的避免损失，实现资源的最大化利用。苏宁易购的管理层一直都未雨绸缪，在每一个模式发展的中后期便提前布局下一模式，为市场环境的变化做好了提前防御。同时能够准确的抓住市场机会，例如在亚洲金融危机、互联网经济、以及“新零售”概念的提出时，险中求胜，精准转型。通过绘制苏宁易购的生命周期曲线，也描绘出了苏宁易购的管理层决策趋势。企业自身的资源能力储备是企业发展的发动机，苏宁易购的管理层在每一次企业进入成熟期之前就进行了全面的战略布局，从而保障了企业转型期的资源和能力储备。对比企业转型战略和生命周期曲线可知，苏宁易购的每一次转型都发生在当前模式的成熟期，这一时期企业投入较小，收益较高，有一定的资金积累，此时进行商业模式转型可以有效的保证企业转型利益最大化，转型风险最小化。

4 商业模式转型下苏宁易购财务战略分析

合适的财务战略能够为企业转型提供强有力的资金支撑。苏宁易购经历过多次转型，转型之路并非一帆风顺，2012-2016年的转型阵痛期苏宁易购承担了极大的转型风险。近年，苏宁易购即将再次面临新的转型机遇，因此有必要从筹资、投资、利润分配三个角度详细分析苏宁易购在全国连锁模式向互联网零售模式转型时所实施的财务战略及面对的风险。

4.1 筹资战略

资金是企业生存和发展的必要条件，为了保障企业的持续发展，企业需要根据自身的实际经营情况合理分配资金。尤其对于转型期企业而言，伴随企业转型期资本结构方面的需求，合理分配筹资结构至关重要，企业要力求在缓解财务压力的同时保持财务风险最小化。苏宁易购在发展的过程中不断调整商业模式，长期处于转型阶段，面临庞大的资金缺口，如何筹资就成为了企业需要慎重考虑的问题。

4.1.1 筹资结构

目前我国企业主要采取的筹资手段包括债券筹资和股权筹资两种方式。苏宁的筹资方式是随着企业的商业模式不断进行调整的，2011年之前，企业经营稳定，内部资金充足，主要的筹资来源采用股权筹资的方式，针对特定扩张需求进行筹资。2011年之后，企业进入互联网领域，资金需求激增，逐渐提高债券筹资比例，总体筹资情况如下：

表 4.1 筹资战略总体分析（亿元）

	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
股权筹资	4.08	0	11.95	24.20	0	30.00	0	46.33	0
债权筹资	0.20	0.80	2.76	1.40	1.56	0	3.18	16.66	62.17
合计	4.28	0.80	14.71	25.6	1.56	30.00	3.18	62.99	62.17
	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
股权筹资	0	0	0	290.85	0	0	0	0	
债权筹资	96.50	107.12	115.61	96.78	150.4	391.03	351.65	242.46	
合计	96.50	107.12	115.61	387.63	150.4	391.03	351.65	242.46	

资料来源：苏宁易购 2004-2020 年企业年报

具体分析可知，苏宁易购 2004-2010 年筹资金额不高，说明企业处于全国连锁模式转型的中后期，企业营业状况表现为成熟期特征，资金状况良好。2009 年企业没有债务

筹资,经营状况稳定,因而仅进行了针对性较强的股权融资。2011年企业筹集资金为转型做准备,2012年正式进入转型阵痛期,这段时间企业营业收入本就不高,转型期间资金需求又大,导致2011年至2015年企业筹资金额逐年增加。

互联网行业涉及高端技术,需要大量高端设备和人才,传统线下模式带来的营业收入难以支撑企业新兴产业的研发。因此企业2016年又一次进行大额股权筹资,此后筹资金额一直高居不下,查看年度报告可知,2017年筹资金额回落,主要是由于2016年筹资流入较大,且互联网零售逐渐步入正轨,开始带来足够的营业收入应对企业扩张。2018年之后筹资额再次上升,年报显示是企业基于经营需求以及适应金融市场环境变动,保障资金流动性而进行的资本储备。2020年之后企业负债规模有所控制,考虑是由于提前部署场景零售服务商战略,聚焦主业,削减不必要开始带来的内部资金回笼,缓解了资金压力。

结合企业生命周期和商业模式综合来看,企业在全国连锁模式下资金需求较小,历年筹资总额保持在30亿元以内。互联网零售模式下由于互联网行业的高精技术人才需求,导致企业资金短缺,筹资总额达到100亿元左右,2016年互联网零售步入正轨,企业开始提前布局零售服务商模式,打造苏宁生态圈,资金需求进一步扩大,达到300亿元左右。

(1) 股权筹资

在2011年之前,公司处于全国连锁模式红利期,经营情况稳定,资金积累充足,股权筹资是公司的主要资金来源,用于经营规模的扩张。2016年向阿里巴巴定向增发了当年发行股票总数的97%,预示着苏宁对互联网资源的进一步扩张。具体筹资情况汇总如下:

表 4.2 股权筹资情况

时间	金额(亿元)	承诺投资项目
2004年	4.08	南京新街口门店扩建,增资三个苏宁电器公司、物流中心一期改造,商业信息化系统建设。
2006年	11.95	100家连锁门店,一个物流中心,一个信息中心项目。
2007年	24.20	250家连锁店,一个物流中心,两个旗舰店。
2009年	30.00	250家连锁店,六大城市物流中心。
2011年	46.33	300家连锁店,15个物流中心,自动化物流建设,信息系统平台建设
2016年	290.85	收购天天快递,补充金融公司、易支付资本金,云计算、大数据、智能家居项目。

资料来源:苏宁易购2004-2020年企业年报

表 4.2 展示了苏宁易购2014年-2021年的历次定向增发情况,可以看到2004、2006、

2007 这三次增发主要用于门店的扩建，符合企业全国连锁模式的发展战略。2009 作为全国连锁模式的收官之年，投资项目开始有所转变，在保持原有战略趋势的同时，增强了对物流平台的建设，在重点城市新增 6 大物流中心。2011 年继续扩大对物流平台的建设，同时增加了对互联网项目的投入，为转型后的线上销售奠定了基础。

2016 年增发 290.85 亿元，远远大于前几次的筹资金额。这一次的资金用于全力开发物流、金融以及互联网产业，完全停止了对门店的投入，可见苏宁的转型已经步入的中后期。结合前文对苏宁易购生命周期和商业模式的分析，可以认为受到以下几个方面影响：一是由于 2012 年企业正式进入了商业模式的转型阵痛期，面临价值减损，资金短缺等问题，这一次的大额筹资是为了缓解转型初期长期延续而来的资金压力。二是在互联网零售模式构造基本完成的前提下，受到苏宁易购管理层前瞻性战略的影响，与阿里巴巴强强联手，深入转型，开始提前部署苏宁生态圈。

（2）债务筹资

苏宁易购的债务筹资方式主要包括短期借款、长期借款、发行债券。企业不同发展规划下，结合企业财务状况，采取的债务筹资方式也有所不同，近 20 年的具体债务筹资情况汇总如下：

表 4.3 债务筹资分布情况（亿元）

	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
短期借款	0.2	0.8	2.76	1.40	1.56	0	3.18	16.66	17.52
长期借款	0	0	0	0	0	0	0	0	0
发行债券	0	0	0	0	0	0	0	0	44.65
合计	0.2	0.8	2.76	1.40	1.56	0	3.18	16.66	62.17
	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
短期借款	11.1	18.37	32.26	61.6	86.86	243.14	189.55	237.46	
长期借款	5.94	9.14	3.58	0.18	28.54	48.14	77.21	0	
发行债券	79.46	79.61	79.77	35.00	35.00	99.75	84.89	5.00	
合计	96.5	107.12	115.61	96.78	150.4	391.03	351.65	242.46	

资料来源：苏宁易购 2004-2020 年企业年报

苏宁易购 2004-2010 年只存在短期借款，且金额不高，说明 2004-2010 年企业资金状况较为健康。没有过多的资金需求。2009 年作为转型的分界点，这一年没有进行任何债务筹资，企业全国连锁模式完美收官，给企业带来了足够支持企业当前阶段经营运转的资金。2012 年苏宁首次发行债券，2013 年首次增加了长期借款，直至 2017 年企业债务筹资金额逐年增加，均保持在较高的筹资水平。可见这段时间的转型使企业面临严重

的资金问题。2018年之后企业债务筹资总额较之前大幅增加，预计是由于企业提前探索下一次的转型方向，进行盲目投资所致。综合来看，企业的筹资方式主要通过短期借款进行筹资，对资金周转要求较高，恐会面临一定的融资风险。

4.1.2 筹资风险

企业的任何生产活动都有可能带来财务风险，筹资所带来的风险主要是由于筹资方式、筹资期限、筹资结构等不同而导致的偿还压力。因此在下文将通过对苏宁易购的负债比重及负债结构进行详细分析。

(1) 资产负债率

资产负债率分析企业的偿还保障能力和资金的保障程度。通过对资产负债率的分析，能够更深入的了解企业融资情况，从而更准确的分析企业的财务状况，苏宁易购资产负债率具体情况汇总如下：



图 4.1 资产负债率

通过图 4.1 可以看出苏宁易购的整体资产负债率较为稳定，保持在 60%左右，对于零售而言，相对较高。但由于苏宁易购采取大量扩张线下门店的战略趋势，企业的固定资产投入较大，60%左右的资产负债率仍在可接受范围内。

依据苏宁易购的商业模式和生命周期进行划分进一步分析，2004-2007 年企业资产负债率波动相对较大，与企业处于成长期相关。2007-2009 年以及 2009-2015 年资产负债率相对平稳，集中在 57%-65%之间，企业筹资风险控制较好。其中 07-09 年企业处于成熟期，经营状况和债务筹资均稳步提升。09-15 年企业处于转型后的成长期，资产负债率依然保持平稳，说明企业这一阶段的扩张发展主要依靠股权筹资进行。2015-2018 年企业资产负债率相对较低，2017 年创历史新低，结合前述筹资金额分析，2016 年公

司曾大量进行股权筹资，仍能保持较低的资产负债率，说明在企业整体的筹资战略中，债务筹资占企业筹资总额比重较高。

结合企业筹资分布情况来看，企业负债占比相对稳定，但通过数据对比可以发现2018年企业债务筹资额达到最高391.03亿元，之后逐渐降低，2020年下降了37%，但资产负债率出现了异常的不降反增现象，为防止企业存在潜在筹资风险有必要进一步深入分析企业的负债结构。

（2）有息负债率

有息负债是指会产生利息和中间费用的一部分负债，以非流动负债为主，其中包括短期借款、长期借款、应付债券。这一部分负债最终带来财务费用的增加，导致利润减少。因此企业在指定融资战略时需要重点关注有息负债所占的比例，避免引发公司的经营危机。在前述苏宁易购资产负债率稳定的前提下，有息负债的比例将直接影响苏宁的筹资风险。

表 4-4 苏宁易购有息负债率（亿元）

	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
有息负债	0.2	0.8	2.76	1.4	1.56	0	3.18	16.66	62.17
资产合计	20.52	43.27	88.52	162.30	216.19	358.40	439.07	597.86	761.62
资产有息 负债率(%)	0.97	1.85	3.12	0.86	0.72	0.00	0.72	2.79	8.16
	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
有息负债	96.5	107.12	115.61	96.78	150.4	391.03	351.65	242.46	
资产合计	822.52	821.94	880.76	1371.67	1572.77	1994.67	2368.55	2120.75	
资产有息 负债率(%)	11.73	13.03	13.13	7.06	9.56	19.60	14.85	11.43	

资料来源：国泰安数据库

观察数据可以将其以2012年为界进行划分，2012年之前企业有息负债率较低，企业筹资活动风险极小。但结合前述股权筹资情况，企业在2004、2006、2007、2011年均进行过股权筹资活动。在这种融资模式下，虽然企业的偿债压力较小，但融资成本增加，投资收益率也会有一定程度的下降。2012年之后，受到苏宁易购转型的影响，有息负债率持续上升，公司仅在2016年进行过一次大额定向增发，说明企业融资战略进行了调整，依靠有息负债的比例增加，其中以短期借款为主要筹资方式。这种筹资战略下，企业会有更高杠杆利用率，但也会有更高的偿债压力。2018年-2020年，企业在保持着较高的债务筹资水平的同时，增长率有所下降，反映在资产有息负债率中可以看到企业资产有息负债率自2018年开始逐渐下降，企业的偿债能力有所提升。

(3) 类金融筹资风险

企业筹资过程中除了以非流动负债为主的有息负债以外，还可能存在多元化的类金融资产筹资方式。例如通过占用上下游流动资金而形成的预收款项、应付款项等无息负债。苏宁易购筹资过程中负债比重稳定、有息负债率符合债务筹资情况不存在潜在风险，因此推测资产负债率异常上升是由于企业资产减少、无息负债增加所致。具体分析可知2019年企业无息负债大幅增加，导致了企业负债总额的增加，进而导致该年度资产负债率上升。2020年受到疫情影响，线下销售受限，企业资产下降，导致资产负债率进一步上升。

表 4.5 苏宁易购 2018 年-2021 年 9 月负债情况

	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
资产总额	20.52	43.27	88.52	162.3	216.19	358.4	439.07	597.86	761.62
流动负债	11.86	30.87	56.36	113.91	124.79	207.19	245.34	356.38	412.45
应付票据	2.44	9.97	31.83	65.83	70.97	140	142.77	206.18	242.30
应付账款	6.68	17.71	19.05	31.46	36.33	50.03	68.39	85.26	104.58
预收账款	0.92	0.90	1.26	2.82	1.85	2.77	3.94	3.50	5.42
无息负债	10.04	28.58	52.14	100.11	109.15	192.8	215.1	294.94	352.3
无息负债率(%)	48.93	66.05	58.90	61.68	50.49	53.79	48.99	49.33	46.26
	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
资产总额	822.52	821.94	880.76	1371.67	1572.77	1994.67	2368.55	2120.75	
流动负债	434.14	421.17	457.35	614.55	642.64	936.97	1212.57	1246.02	
应付票据	252.36	224.42	238.90	258.03	273.57	272.35	261.59	210.21	
应付账款	105.31	84.27	90.59	124.98	130.95	198.36	443.80	310.52	
预收账款	5.08	14.52	7.83	16.03	14.92	19.66	71.58	2.86	
无息负债	362.75	323.21	337.32	399.04	419.44	490.37	776.97	523.59	
无息负债率(%)	44.10	39.32	38.30	29.09	26.67	24.58	32.80	24.69	

资料来源：国泰安数据库

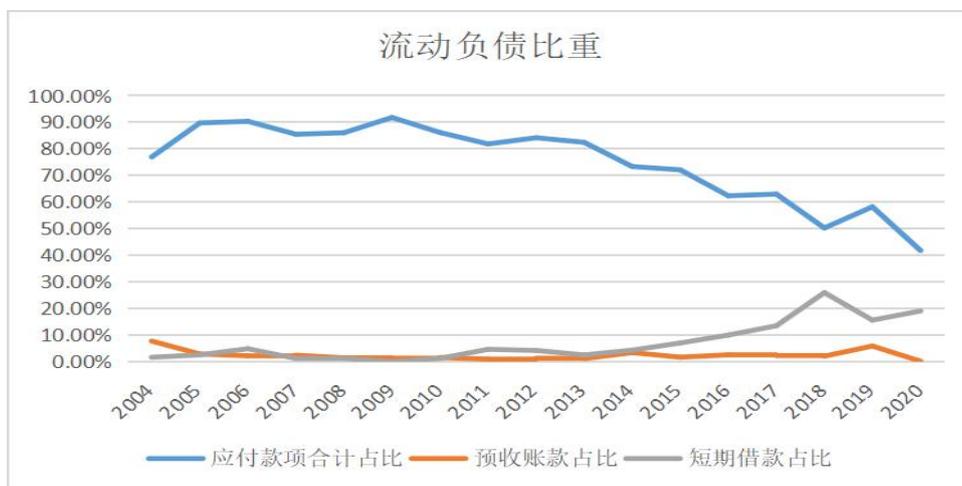


图 5.2 流动负债占比

股权筹资和债权筹资是我国民营企业的主要传统筹资手段，但苏宁易购这种对上下游产业链依赖性较高的零售行业，拥有较为便利的条件利用收货和付款之间的时间差占用上下游资金，具体表现为苏宁易购向供应商延期付款带来的应付票据、应付账款以及苏宁易购向经销商提前收取的预收款项。

从苏宁的流动负债具体数据来看，苏宁的无息负债率一直高于有息负债率，2020年无息负债率最低的一年也要高达24%，而有息负债率多年从未超过20%。说明苏宁负债结构不平衡。同时根据图5.2可知，苏宁主要的流动负债来源于供应商的欠款，预收账款和短期借款占比较低，虽然近年来应付款项逐年降低，短期借款呈上升趋势，筹资方式逐步多元化，但总体而言，苏宁在供应链中处于强势方，长期过度依赖供应商融资。

这一部分资金虽然提高了公司的整体资金流动性，减轻了因有息负债增加带来的融资压力，但同时由于这类资金稳定性较差，对企业的财务环境也有着较高的要求。一方面这类资金的流动性过强，短期内就需要企业进行及时偿还，无法作为自有资金随意使用；另一方面过于依赖企业信用，一旦企业与上下游之间出现信用危机，或者销售渠道不畅，都会影响企业的资金获取。苏宁过度依赖对于上下游资金的使用，导致负债结构长期不平衡，无形中增加了公司的财务风险，一旦与上下游企业之间出现信任危机，或上下游企业自身出现财务问题回笼资金，容易使苏宁陷入偿债压力，甚至有可能影响苏宁的正常经营活动。

4.2 投资战略

在进行投资战略分析时，选取了占总资产比重较高的几个指标进行讨论，其中在建工程合计项目涉及在建工程和工程物资两项合计。

表 4.6 苏宁易购高占比资产情况汇总

	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
总资产	20.52	43.27	88.52	162.30	216.19	358.40	439.07	597.86	761.62
固定资产	1.07	2.51	4.2	18.69	33.16	28.96	39.14	73.47	85.79
固定资产增幅(%)	-	134.58	67.33	345.00	77.42	-12.67	35.15	87.71	16.77
存货	7.69	20.17	34.95	45.53	49.08	63.27	94.74	134.27	172.22
存货增幅(%)	-	162.29	73.28	30.27	7.80	28.91	49.74	41.72	28.26
无形资产	0	0.07	0.2	3.74	5.66	7.65	13.09	43.68	60.4
无形资产增幅(%)	-	0	185.71	1770.00	51.34	35.16	71.11	233.69	38.28
在建工程合计	0.38	0.37	0.99	0.83	0.64	4.09	20.62	12.54	24.86
在建工程增幅(%)	-	-2.63	167.57	-16.16	-22.89	539.06	404.16	-39.19	98.25

(续表 4.6)

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
总资产	822.52	821.94	880.76	1371.67	1572.77	1994.67	2398.55	2120.75	
固定资产	107.50	121.55	132.54	128.12	143.73	151.99	178.08	180.99	
固定资产增幅(%)	25.31	13.07	9.04	-3.33	12.18	5.75	17.17	1.63	
存货	182.58	160.39	140.05	143.92	185.51	222.63	267.80	242.52	
存货增幅(%)	6.02	-12.15	-12.68	2.76	28.90	20.01	20.29	-9.44	
无形资产	67.23	70.15	71.44	56.85	82.16	96.54	146.94	138.82	
无形资产增幅(%)	11.31	4.34	1.84	-20.42	44.52	17.50	52.21	-5.53	
在建工程合计	39.5	32.425	19.53	15.92	5.09	20.63	43.43	34.63	
在建工程增幅(%)	58.9	-17.9	-39.8	-18.5	-68.0	305.3	110.5	-20.3	

资料来源：苏宁易购 2004-2020 年企业年报

对于零售行业而言，元旦作为零售行业的销售旺季，需要阶段性备货。在备货时企业需要根据当年经济环境进行适当调整，苏宁易购作为典型的零售企业，同样具有零售行业的特殊性，除了 2005 年企业存货增幅较大以外，其余年份企业的存货增幅都保持保持较为稳定的增长。2005 年苏宁处于全国连锁模式的发展阶段，随着全国连锁布局的深入，企业的存货势必会随之增加，但由于 2005 年企业尚未完备的物流平台，存货在期末出现了一定程度的周转压力。之后，随着全国连锁模式布局的逐步完善，物流平台的逐步跟进，提升了存货周转率，因此 2005 年之后，年企业存货虽然逐年增加，但增长幅度逐年递减，远远低于营收收入的增速。

苏宁易购从全国连锁模式开始就不断的扩大线下门店，进行全国范围的网络布局，随后又开启了物流平台的建设，从上述数据可以看出，企业无论是在全国连锁模式下还是在互联网零售模式下，从未停止对商圈和物流的投入，正是因为如此，才能保障苏宁易购 2012 年互联零售模式下的线上线下协同发展。

2007 年企业无形资产增加主要是由于企业全国连锁模式下扩大发展特许加盟带来的。2011 年企业开始准备商业模式转型，大力投资加大了物流平台建设，同时收购了 LAOX，土地使用权和商标使用权带来了无形资产的大幅度提升。此外，IT 能力是企业发展互联网零售模式的主要技术支撑，2012 年转型开始，之后几年无形资产持续增加，直至 2016 年企业搭建了完整的互联网研发体系，无形资产首次出现负增长。2017 年-2019 年，公司再一次在 IT 能力建设上持续投入，较之前不同的是，在 16 年的休整之后，这一次的研发投入旨在推动智慧零售能力，打造苏宁生态圈。2020 年公司第四个十年战略提出聚焦核心业务，控制了对研发投入、无形资产和重资产的投入，保持了上一度的基础投资。

综合而言，苏宁 10 年之前投资业务单一，以扩展门店为主，投资没有带来过高的资金压力，处于企业可承受范围，10 年开始企业固定资产和无形资产均开始大幅增加，此时的企业开始转型互联网零售模式，IT 开发带来无形资产增加属于意料之中，但固定资产的大幅度持续性增加表明企业并未停止对于实体产业的投入，查看年报可知这些大幅增加的固定资产企业主要用于业务拓展，线下门店已经不在局限于电器产业，涉及到了母婴、体育等多个领域，如此大规模的业务扩张对企业的资金带来了较大的压力。19 年企业无形资产激增，可见企业开始了第三次转型布局，加强线上业务，构建苏宁生态，但由于前期扩张对于资金的大量耗费，在 2020 年可以看到企业固定资产增幅和在建工程增幅均呈现收缩态势，体现了企业提出的“聚焦主业”的发展战略规划。

4.3 股利分配战略

表 4.7 苏宁易购股利分配情况汇总

	现金分红金额	每股税前现金股利	股利分配率	收益留存率
2004	0.09	0.1	4.89%	94.87%
2005	0	-	0	100%
2006	0	-	0	100%
2007	2.88	0.2	18.93%	80.35%
2008	2.39	0.13	17.21%	89.42%
2009	2.33	0.05	7.80%	92.20%
2010	7.00	0.1	17.04%	82.97%
2011	10.49	0.15	21.48%	78.53%
2012	3.69	0.05	14.73%	85.27%
2013	0	-	0%	100%
2014	3.69	0.05	44.80%	55.22%
2015	4.43	0.06	58.46%	41.53%
2016	6.52	0.07	132.13%	-32.14%
2017	9.31	0.1	23.00%	77.01%
2018	11.10	0.12	8.84%	91.22%
2019	4.58	0.05	4.99%	95.09%
2020	0	-	0	100%
2021	0	-	0	100%

资料来源：苏宁易购 2004-2020 年企业年报

由上表可以看出苏宁易购绝大多数年度股利分配率较低，收益留存率较高，说明苏宁易购长期采取低股利分配战略，其中 2005、2009、2013、2020、2012 五个年度企业决定不分配利润，结合企业生命周期和商业模式分析，2005、2006 年企业处于成长期，正在构建全国连锁模式布局，13 年处于互联网模式转型初期，2020、2021 年则处于零

售服务商模式转型初期。可见，企业在三次转型期持续扩张，资金需求较大，因而采取了不分配股利的战略，将资金主要用于了企业转型的研发投入。此外，可以看出 2011 年间之前，企业主要采用股票股利和现金股利相结合的股利政策，且前期更倾向于股票股利的方式进行分配，可能是由于 04-06 年为企业在全国连锁模式布局的成长期，企业资金需求大，因而选择了将资本公积金和留存收益转为发展资金的方式。此后 2007-2012 年企业保持了较为稳定的股利分配率，仅 2009 年有大幅度降低，可能是由于 2009 年是互联网模式提出、全国连锁模式收官的一年，因而企业降低了分配比例用于后续的战略调整。2014-2017 年企业股利分配率相较其他年份更高一些，考虑是为了安抚由于 2012 年开始转型后企业大量筹资、暂停股利分配给股东们带来的负面情绪。因而提高了股利分配比例。

5 基于财务战略矩阵的财务战略实施效果分析

财务战略矩阵可以将企业的过往发展情况以动态模拟的形式，通过点阵坐标进行系统的描绘，能够直观的展示出企业的发展路径，帮助企业更系统有效的预测未来的发展轨迹。

5.1 苏宁易购财务战略矩阵数据选择与指标计算

依据本文 2.3 的相关理论可知：财务战略矩阵纵坐标代表价值创造或价值减损状态，横坐标表示企业当前处于现金剩余还是现金短缺状态，横纵坐标可以将坐标轴划分为四个象限，每一个象限代表不同的财务状态。在这一部分由于 2021 年的年报数据尚未披露，因此选取了 2004-2020 年的财务数据进行计算，绘制相关财务战略矩阵并汇总分析。

5.1.1 财务战略矩阵价值创造能力分析

(1) 税后净营业利润

税后净营业利润在实际的计算过程中，需要根据 EVA 调整原则进行一系列调整，才能反映出企业的真实盈利能力。具体数据调整如下：

表 5.1 苏宁易购税后净营业利润数据汇总

	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
利润总额	2.87	5.50	11.22	22.41	29.51	39.26	54.02	64.73	32.42
+: 利息费用	0.02	0.03	0.13	0.15	0.17	0.02	0.02	0.12	0.93
+: 资产减值准备	0.05	0.12	0.02	0.10	0.52	0.32	0.76	0.70	1.80
+: 营业外支出	0.09	0.14	0.13	0.44	0.59	0.60	1.02	0.88	1.27
-: 营业外收入	0.04	0.07	0.13	0.35	0.46	1.12	0.73	1.18	3.54
乘: (1 - 所得税税率) = 0.75									
息前税后经营利润	2.24	4.29	8.53	17.07	22.75	29.31	41.32	48.94	24.65
+: 递延所得税负债增加	-	-	-	0.02	-0.03	0.02	0.01	0.02	-0.36
+: 递延所得税资产减少	-	-	-	-0.05	-0.88	-0.91	-0.31	-2.29	-2.44
税后净营业利润	2.24	4.29	8.53	17.04	21.84	28.43	41.01	46.67	21.85
	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
利润总额	1.44	9.73	8.89	9.01	43.32	139.46	145.95	69.01	
+: 利息费用	2.35	3.82	4.23	5.80	6.48	13.77	17.86	21.38	
+: 资产减值准备	2.20	1.75	1.98	3.51	5.13	20.60	11.20	21.88	
+: 营业外支出	2.01	2.21	1.66	1.61	1.49	2.19	3.28	4.62	
-: 营业外收入	1.61	26.52	16.65	10.60	4.05	5.06	2.51	4.25	

(续表 5.1)

乘: $(1 - \text{所得税税率}) = 0.75$									
息前税后经营利润	4.79	-6.77	0.08	7.00	39.27	128.21	131.83	84.47	
+: 递延所得税负债增加	0.13	-0.81	-0.34	-1.75	-0.08	-1.58	53.26	-4.82	
+: 递延所得税资产减少	-3.62	-5.33	-5.29	-0.79	-2.68	-3.77	-11.55	-13.69	
税后净营业利润	1.30	-12.91	-5.55	4.46	36.52	122.86	173.54	-37.54	

资料来源: 苏宁易购 2004-2020 年企业年报

(2) 资本总额

企业的资本总额在计算的过程中同样需要根据 EVA 调整原则对投入资本总额进行一系列必要的调整, 由如下两部分构成, 具体计算过程如下:

① 债务资本总额

首先需要计算企业的债务资本总额, 查找年报等相关资料汇总得出企业的债务资本具体数据整理如下:

表 5.2 苏宁易购债券资本数据汇总

	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
短期借款	0.20	0.80	2.76	1.40	1.56	0.00	3.18	16.66	17.53
+: 长期借款	-	-	-	-	-	-	-	-	-
+: 一年内到期的非流动负债	-	-	1.07	1.07	1.53	0.97	1.12	1.20	0.45
+: 应付债券	-	-	-	-	-	-	-	-	44.65
债务资本总额	0.20	0.80	3.83	2.47	3.09	0.97	4.30	17.86	62.63
	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
短期借款	11.10	18.37	32.26	61.60	86.86	243.14	189.55	237.46	
+: 长期借款	5.94	9.14	3.58	0.18	28.54	48.14	77.21	0	
+: 一年内到期的非流动负债	0.54	2.17	1.44	45.95	2.27	35.36	76.63	176.85	
+: 应付债券	79.46	79.61	79.77	35.00	35.00	99.75	84.89	49.98	
债务资本总额	97.04	109.29	117.05	142.73	152.67	426.39	428.27	464.28	

资料来源: 苏宁易购 2004-2020 年企业年报

② 权益资本总额

其次计算企业的权益资本总额, 根据企业年报等相关资料数据整理汇总如下:

表 5.3 苏宁易购权益资本数据汇总

	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
普通股权益	8.31	11.69	30.84	46.24	87.76	145.40	183.38	223.28	284.59
+: 少数股东权益	0.35	0.69	1.28	2.04	3.36	3.85	5.07	7.02	6.52
权益资本总额	8.66	12.38	32.12	48.28	91.12	149.25	188.45	230.31	291.12
	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021

(续表 5.3)

普通股权益	283.69	292.82	304.83	657.10	789.58	809.17	879.22	768.57	
+：少数股东权益	3.34	2.55	14.43	42.12	46.69	72.94	-7.77	-0.26	
权益资本总额	287.03	295.37	319.25	699.22	836.28	882.11	871.45	768.32	

资料来源：苏宁易购 2004-2020 年企业年报

③调整后得资本合计

最后利用债务资本总额和权益资本总额的计算汇总结果，同时依据 EVA 调整原则进行数据调整。资产减值准备和递延所得税不会影响企业盈利，需要重新调整；此外在建工程由于尚未投入使用，也需要剔除；调整后计算结果如下：

表 5.4 苏宁易购投入资本总额数据汇总

	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
权益资本总额	8.66	12.38	32.12	48.28	91.12	149.25	188.45	230.31	291.12
+：债务资本总额	0.20	0.80	3.83	2.47	3.09	0.97	4.30	17.86	62.63
+：资产减值损失	0.05	0.12	0.02	0.10	0.52	0.32	0.76	0.70	1.80
+：递延所得税负债增加	-	-	-	0.02	-0.03	0.02	0.01	0.02	-0.36
-：在建工程	0.38	0.37	0.99	0.83	0.64	4.09	20.62	12.52	24.78
+：递延所得税资产减少	-	-	-	-0.05	-0.88	-0.91	-0.31	-2.29	-2.44
资本总额	8.53	12.93	34.98	50.00	93.18	145.57	172.59	234.08	327.96
	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
权益资本总额	295.03	295.37	319.25	699.22	836.28	822.11	871.45	768.14	
+：债务资本总额	97.04	109.29	117.05	142.73	152.67	426.39	428.27	464.28	
+：资产减值损失	2.20	1.75	1.98	3.51	5.13	20.60	11.20	21.88	
+：递延所得税负债增加	0.13	-0.81	-0.34	-1.75	-0.08	-1.58	53.26	-4.82	
-：在建工程	39.40	32.31	19.15	15.87	5.00	20.54	43.32	34.54	
+：递延所得税资产减少	-3.62	-5.33	-5.29	-0.79	-2.68	-3.77	-11.55	-13.69	
资本总额	351.38	367.96	413.50	827.05	986.32	1243.20	1309.31	1201.25	

资料来源：苏宁易购 2004-2020 年企业年报

(3) 加权平均资本成本

加权平均资本成本包括债务资本成本和权益资本成本。

①债务资本成本

首先计算加权平均债务资本成本，在数据获得时短期借款利率和长期借款利率取自

苏宁易购年报。

表 5.5 苏宁易购债务资本成本数据汇总

	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
短期借款利率(%)	-	-	6.15	6.23	7.06	-	1.04	1.84	3.45
长期借款利率(%)	-	-	-	-	-	-	-	-	-
应付债券利率(%)	-	-	-	-	-	--	-	-	5.20
税前加权平均债务资本成本(%)	-	-	6.15	6.23	7.06	-	1.04	1.84	4.71
税后加权平均债务资本成本(%)	-	-	4.61	4.67	5.30	-	0.78	1.38	3.53
	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
短期借款利率(%)	1.31	3.66	3.75	3.90	2.82	3.58	5.11	3.12	
长期借款利率(%)	4.15	3.44	3.30	5.24	2.95	3.40	4.71	3.72	
应付债券利率(%)	5.53	5.53	5.53	5.53	5.95	5.22	4.83	4.83	
税前加权平均债务资本成本(%)	4.96	5.03	4.96	4.49	3.57	3.97	4.95	3.41	
税后加权平均债务资本成本(%)	3.72	3.77	3.72	3.37	2.68	2.98	3.72	2.56	

资料来源：苏宁易购 2004-2020 年企业年报

②权益资本成本

权益资本成本依据资本资产定价模型计算，该模型表示为“ $R_i = R_f + \beta(R_m - R_f)$ ”其中， R_f 为无风险收益率；本文采用研究期间当年的一年前国债收益率（12 个月得平均值）进行代替， β 值取自国泰安数据库； $R_m - R_f$ 代表风险溢价，取自国家统计局公布的当年国民生产总值年增长率。

表 5.6 苏宁易购权益资本成本数据汇总

	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
R_f (%)	2.76	1.72	1.95	2.82	2.95	1.34	1.91	3.17	2.72
$R_m - R_f$ (%)	10.10	11.40	12.70	14.20	9.70	9.40	10.60	9.60	7.90
β 值	0.86	0.76	0.77	0.47	0.82	0.93	1.01	0.94	1.26
权益资本成本(%)	11.44	10.35	11.67	9.49	10.94	10.11	12.62	12.24	12.64

续表 5.6

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
R_f	3.34	3.43	2.52	2.30	3.33	3.04	2.56	2.25	
$R_m - R_f$ (%)	7.80	7.40	7.00	6.80	6.90	6.70	6.00	2.30	
β 值	0.19	1.09	1.26	1.12	1.23	1.12	1.05	0.90	
权益资本成本(%)	4.82	11.50	11.37	9.90	11.78	10.55	8.87	4.33	

资料来源：国泰安数据库、国家统计局官网

③加权平均资本成本

根据上述两步数据汇总结果结合各资产成本所占总资产比重, 可得:

表 5.7 苏宁易购加权平均资本成本数据汇总

	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
债务资本总额占资本总额比例(%)	2.35	6.19	10.95	4.94	3.32	0.67	2.49	7.63	19.10
税后加权平均债务资本成本(%)	-	-	4.61	4.67	5.30	-	0.78	1.38	3.53
权益资本总额占资本总额比例(%)	101.54	101.54	91.82	96.56	97.79	102.53	109.19	98.39	88.76
权益资本成本(%)	11.44	10.35	11.67	9.49	10.94	10.11	12.62	12.24	12.64
加权平均资本成本(%)	11.62	9.91	11.22	9.40	10.87	10.37	13.79	12.14	11.90
	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
债务资本总额占资本总额比例(%)	27.62	29.70	28.31	17.26	15.48	34.30	32.71	38.65	
税后加权平均债务资本成本	3.72	3.77	3.72	3.37	2.68	2.98	3.72	2.56	
权益资本总额占资本总额比例(%)	83.96	80.27	77.21	84.54	84.79	66.13	66.56	63.94	
权益资本成本	4.82	11.50	11.37	9.90	11.78	10.55	8.87	4.33	
加权平均资本成本(%)	5.08	10.35	9.83	8.95	10.40	8.00	7.12	3.76	

资料来源: 苏宁易购 2004-2020 年企业年报

(4) EVA 值计算

利用上述数据, 结合 2.3.2 所列相关公式计算企业经济增加值, 具体计算整理如下:

表 5.8 苏宁易购经济增加值数据汇总

	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
NOPAT(亿)税后净营业利润	2.24	4.29	8.53	17.04	21.84	28.43	41.01	46.67	21.85
资本总额	8.53	12.93	34.98	50.00	93.18	145.57	172.59	234.08	327.96
+ : 加权平均资本成本(%)	11.62	9.91	11.22	9.40	10.87	10.37	13.79	12.14	11.90
EVA	1.25	3.01	4.60	12.34	11.71	13.33	17.21	18.25	-17.17
	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
NOPAT(亿)税后净营业利润	1.30	-12.91	-5.55	4.46	36.52	122.86	173.54	-37.54	
资本总额	351.38	367.96	413.50	827.05	986.32	1243.20	1309.31	1201.25	
加权平均资本成本(%)	5.08	10.35	9.83	8.95	10.40	8.00	7.12	3.76	
EVA	-16.54	-51.00	-46.20	-69.59	-66.08	23.40	80.31	-82.66	

资料来源: 苏宁易购 2004-2020 年企业年报

(5) 纵坐标轴计算

根据前述公式可知纵坐标可以通过 EVA/资本总额计算，具体数据处理如下所示：

表 5.9 苏宁易购财务战略纵坐标数据汇总

	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
EVA	1.25	3.01	4.60	12.34	11.71	13.33	17.21	18.25	-17.17
资本总额	8.53	12.93	34.98	50.00	93.18	145.57	172.59	234.08	327.96
纵轴(%)	14.69	23.30	13.16	24.68	12.56	9.16	9.97	7.80	-5.24
	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
EVA	-16.54	-51.00	-46.20	-69.59	-66.08	23.40	80.31	-82.66	
资本总额	351.38	367.96	413.50	827.05	986.32	1243.20	1309.31	1201.25	
纵轴(%)	-4.71	-13.86	-11.17	-8.41	-6.70	1.88	6.13	-6.88	

资料来源：苏宁易购 2004-2020 年企业年报

5.1.2 财务战略矩阵现金状况分析

由于 2021 年年报尚未披露，因此依据 2004-2020 年的相关数据进行分析。

(1) 苏宁易购销售增长率计算

计算财务战略矩阵横坐标时，首先需要计算销售增长率：

表 5.10 苏宁易购销售增长率数据汇总

	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
营业收入(亿元)	94.69	168.48	261.96	401.52	498.97	583.00	755.05	938.89	983.57
销售增长率(%)	52.87	77.93	55.48	53.28	24.27	16.84	29.51	24.35	4.76
	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
营业收入(亿元)	1052.92	1089.25	1355.48	1485.85	1879.28	2449.57	2692.29	2522.96	
销售增长率(%)	7.05	3.45	24.44	9.62	26.48	30.35	9.91	-6.29	

资料来源：苏宁易购 2004-2020 年企业年报

(2) 苏宁易购可持续增长能力

财务战略矩阵可持续增长能力计算公式为：销售增长率 - 可持续增长率

表 5.11 苏宁易购财务战略横坐标数据汇总

	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
销售增长率(%)	52.87	77.93	55.48	53.28	24.27	16.84	29.51	24.35	4.76
可持续增长率(%)	26.47	43.04	30.77	34.37	25.84	22.64	22.06	19.99	7.92
差额(%)	26.40	34.89	24.70	18.91	-1.57	-5.80	7.45	4.36	-3.16
	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
销售增长率(%)	7.05	3.45	24.44	9.62	26.48	30.35	9.91	-6.29	
可持续增长率(%)	0.36	1.56	1.00	-0.23	3.87	15.03	11.31	-6.52	
差额(%)	6.69	1.89	23.45	9.84	22.60	15.32	-1.40	0.23	

资料来源：苏宁易购 2004-2020 年企业年报、国泰安数据库

5.2 苏宁易购财务战略矩阵构建与分析评价

结合 5.1 对于财务战略矩阵相关数值的计算，可以绘制出苏宁易购的财务战略矩阵模型，并结合生命周期理论对其各个阶段的财务战略进行分析评价。

5.2.1 苏宁易购财务战略矩阵的构建

综合上述数据汇总，可以得到苏宁易购 2004-2020 年的财务战略矩阵纵坐标和横坐标的具体数值，数据整理如下：

表 5.12 苏宁易购财务战略矩阵坐标数据汇总

	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
纵轴(%)	14.69	23.30	13.16	24.68	12.56	9.16	9.97	7.80	-5.24
横轴(%)	26.40	34.89	24.70	18.91	-1.57	-5.80	7.45	4.36	-3.16
	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
纵轴(%)	-4.71	-13.86	-11.17	-8.41	-6.70	1.88	6.13	-6.88	
横轴(%)	6.69	1.89	23.45	9.84	22.60	15.32	-1.40	0.23	

资料来源：苏宁易购 2004-2020 年企业年报、国泰安数据库

将上述计算结果应用于财务战略矩阵理论，可以绘制出苏宁易购财务战略矩阵图形如下图所示：

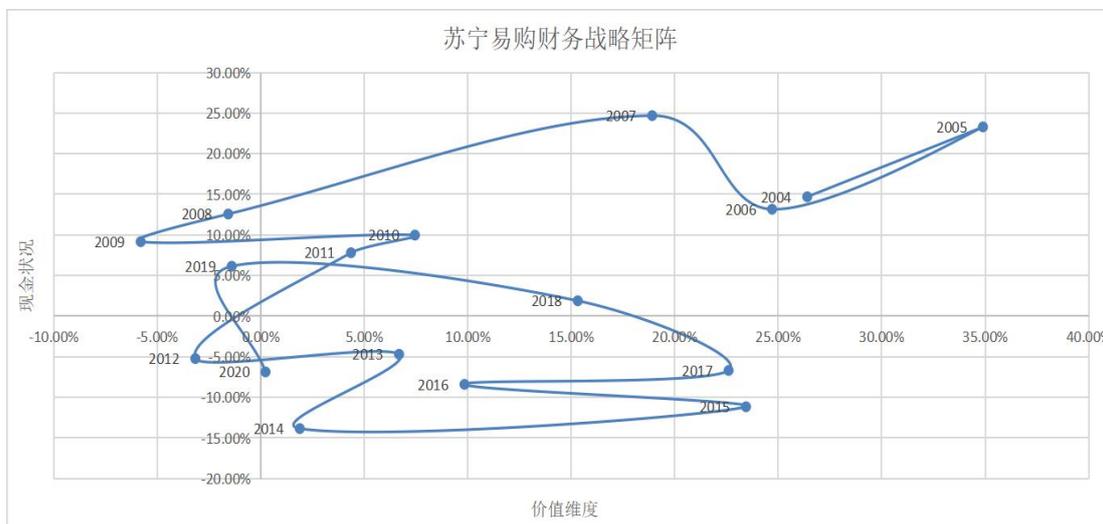


图 5.1 财务战略矩阵

5.2.2 苏宁易购财务战略矩阵的分析评价

通过对上述图表进行分析可以发现，苏宁易购 04-09 年均处于横坐标轴上部，从价值创造的角度来说，这五年均属于创造价值的阶段。基本符合企业成长期的特征。具体来看，04-07 年处于第一象限，创造价值但现金短缺，这是由于企业处于全国连锁模式

下的成长期，线下零售业务已经步入正轨，开始正常盈利，但同时企业持续扩张导致了企业现金短缺的问题。2008 和 2009 这两年处于第二象限，创造价值且现金剩余。这两年的苏宁易购正处于线下零售模式下的成熟期状态。随着 08 年之前企业对于线下零售业务的扩张发展，在这两年到达了顶峰，扩张投资减少，销售收入持续增加，资金开始盈余。

2010、2011 两年又一次出现在了第一象限，这是由于企业线下零售模式在 08、09 两年达到顶峰之后无法继续突破，因此，企业开始寻求新的发展之路，收购乐购仕股权、自主研发 iPhone 手机客户端，试水互联网零售模式，进一步增加对门店的扩张和对物流平台的建设带来的资金大量流出，导致企业现金出现短缺，但这一阶段企业仅仅是扩大投资，并没有进行全面转型，因此原有产业仍是企业的主要业务，能够继续给企业创造价值流入。2012 年企业处于第三象限，依据生命周期嵌入式模型，企业应该进入了衰退期，但结合苏宁易购的实际发展，可以认为企业在这一年说受到市场对于转型战略反映的特殊反馈结果。2012 年企业正式提出战略转型，推出全新一代实体零售门店——苏宁地区旗舰店，收购“红孩子”。开张“Expo”超级店。经营目标转变，全新模式下的产业暂时无法实现价值创造，因此企业从这一年开始进入了互联网模式转型期的价值减损状态。此外，这一年战略转型的提出使留存收益增高，企业出现了少量剩余资金。但对于转型期的企业来说，资金剩余状态也只是一种市场反映带来的假象，这种假象并没有维持多久，一年之后就回归了本质面貌。

2013-2017 年企业处于转型期，企业价值减损、现金短缺。长期处于从全国连续模式到互联网零售模式的转型期。其中 2012-2014 年企业价值大幅下跌，这是转型过程中企业进行线上线下融合不可避免的过程。2014 年之后价值创造能力逐渐增加，直至 18 年企业再一次转为价值创造状态，同时资金短缺状态也有所缓解，这一阶段企业的转型基本步入了尾声。2019 年企业保持价值创造的同时产生了剩余资金，达到的互联网零售模式的巅峰，进入了互联网零售模式下的成熟期。

综合来看，企业价值创造能力相对较好，除了转型期价值减损外，其他年份均能够带来不错的价值增加。但由于企业进行对线下门店和物流平台的投入，使企业长期处于一个“重资产”的状态，现金状况不太理想，加上转型期原本就存在一定的经营风险，结合第三章对于企业财务战略的分析，企业资产负债率长期处于 60%以上，企业整体风险较高。因此不论是成长期、成熟期、转型期，苏宁易购都有必要严格控制资金使用，随时调整财务战略，以降低企业的财务风险。

5.3 苏宁易购财务战略优化

从结果来看，企业互联网零售模式转型取得了不错的成绩，但剖析细节，仍然存在一定的问题，就本文研究方向财务战略角度来说，虽然企业长期实现价值增长，但企业整体资金压力过重，重资产比例较高，对企业后续的发展一定的制约影响。因此，企业在保持当前整体战略的情况下可以进行以下几方面的改善。

（1）加强多元化筹资战略

零售服务商模式转型中，由于互联网转型后期（2018-2019年）企业持续扩张，不断扩大筹资规模，给企业带来了极大的资金压力。迫使企业在2020年调整战略，削减业务回笼资金。对比前后两次转型，零售服务商转型从一开始就面临资金短缺的问题，因此不能继续延续互联网零售模式下的筹资战略，需要重新调整筹资战略，以降低企业后续的财务风险。首先，当前企业延续互联网后期以短期借款为主的筹资方式给企业带来了较高的财务费用，虽然这一阶段企业的发展以轻资产为主，主打“聚焦主业”的经营战略，经营风险有所降低，可以优先考虑较高风险的有息负债性筹资方式，但在实际经营过程中仅靠这一单一渠道筹资可能难以满足企业转型期的资金需求，对资金的周转要求较高，一但有长期项目占用资金，就有可能造成公司资金链的断裂。因此建议采用多元化的筹资方式，实现股权筹资和债务筹资有机结合，短期筹资和长期筹资有机结合，严格控制资金调配。此外，由于当前零售服务商的经营性质，苏宁过度利用类金融模式进行筹资，过度汲取产业链上下游的资金供自己短期使用，虽然可以在一定程度上代替短期借款，降低企业的偿债压力，但仍有可能面临极大的资金链断裂风险。因此，在转型后续的发展中企业需要吸取前期经验，延续当前聚焦主业的发展思路，谨慎决策，结合实际情况调整筹资战略，多元化筹资，提高资金活性。

（2）布局收缩性投资战略

2020年企业确定了新的转型方向，提出“聚焦主业，布局下沉市场”的发展战略，砍掉体育、影视等方面的投入，关闭大量门店，回笼资产。同时在2021年2月引入国有资产，与东方深国家强强联合进一步加大对物流平台的投入，明确后续以物流和科技服务为主的投资方向。

基于“聚焦主业”的投资战略，企业已经关停了部分无关投资，在后续的发展中企业可以继续保持当前投资思路，但同时也需要注意以下几点：一是企业聚焦主业的同时不能盲目投资，当前企业的线下门店已经极具规模，在实体门店的扩张中企业无需追求数量，应当将投资目标聚集在门店的质量，包括门店的选址、门店的规模等。二是企业

意图打造零售服务商模式，帮助中小型企业发展，提供选址、货源、以及提供技术指导等。企业在帮助中小型零售商时或许可以考虑将现有门店进行转移，减轻企业重资产水平的同时降低中小企业的经营风险。三是企业需要继续打造苏宁物流平台，中小型零售商面临的问题之一就是物流的配送问题，若是苏宁可以提供全面的物流支持，对双方而言都将是双赢的局面。

（3）保持稳定性股利分配战略

苏宁长期保持 20%左右的股利分配政策，但近三年企业的股利分配率大大降低，可能会影响股东情绪进而影响市场情绪。因此建议企业在 2021 年能够进行少量股利分配，缓解市场情绪的同时能够推动后续的股权筹资水平。

此外考虑到企业当前转型期的资金压力，企业或许可以考虑采取股权激励的方式缓解股东情绪。由于企业打造苏宁生态圈需要大量的高端人才，股权激励的方式一方面可以缓解市场情绪，另一方面还能吸引高端人才，留住高端人才，同时提升人才利用率。

6 研究结论与不足

通过前文一系列的案例分析，在这一部分汇总了本文的研究结论，并针对实际情况剖析了本文研究的局限性。

6.1 研究结论

商业模式转型是企业保持长远发展的必由之路，此次商业模式转型是苏宁易购经历的第三次重大企业变革，本文通过企业生命周期理论对苏宁当前的生命周期进行划分，显示苏宁已第三次处于成熟期状态，验证了苏宁此时进行商业模式转型的合理性。

充足的资金是企业顺利转型的保障，本文以苏宁易购以前年度财务数据为基础，结合企业生命周期理论与财务战略对 2004 年-2020 年公司商业模式转型进行了期间划分、对不同期间企业的财务战略进行了详细分析，根据企业过往的财务战略，结合企业当前的财务情况，对 2020 年开启的第三次转型从筹资、投资、利润分配的角度提供了指导意见。

通过分析苏宁易购当前的财务状况可知，苏宁由于第二次转型中，硬件设施扩张的同时研发软件设施，给企业的转型带来了过大的资金压力，导致企业在第三次转型前期没有了庞大的资金支持，因此在这次线上线下大融合的转型战略中，要保障此次转型的

顺利实施，苏宁必须：(1)严格遵循提出的“聚焦主业”的转型战略。采取多元化的筹资战略，减少对上下游资金的依赖，实现有息和无息负债、流动和非流动负债的合理搭配；(2)投资方面采用收缩性的投资战略，减少金融、体育、影视等无关领域的投入，保障核心领域的资金需求；(3)通过稳定增长的利润分配战略，稳定市场情绪，为后续的转型融资奠定基础，保障第三次转型的有序进行。

6.2 研究不足

本文基于财务战略的角度，收集大量数据力求研究结论的公正、完善，但由于客观原因限制，本文的写作仍存在一定不足：

首先、本文对于财务战略的研究主要基于企业转型的现实背景，因此、本文的财务战略分析主要建立在企业转型的基础之上，研究建议同样服务于企业转型的要求下。不能很全面的反映出企业财务战略的系统性。

其次、本文案例企业的生命周期划分主要依据企业自身的实际战略及财务特征进行划分，对于苏宁易购自身的研究具有一定的指导意义、但基于此的研究过分依赖企业特性，缺乏行业普适性、对于零售行业中其他企业而言缺乏借鉴价值。

参考文献

- [1]Slater S F,Zwirlein T J.The Structure of Financial Strategy:Patterns in financial decision making[J].Managerial&Decision Economics,1996,17(3):253-266.
- [2]Zott C, Amit R.Business model design:An activity system perspective[J].Long Range Planning,2010,43(2-3):216-226.
- [3]David Allen.Strategic Financial Management in Practice[M].London:Financial Times Business Information,1991:15-27.
- [4]Bellman R,Clark.Marccolm D G,et al.On the construction of a multistage, multi-person business game[J].Operations Research,1957,5(4):469-503.
- [5]Casadesus-Masanell R, Zhu F. Business model innovation and competitive imitation: The case of sponsor-based businessmodels[J]. Strategic Management Journal, 2013, 34(4): 464-482.
- [6]Rutherford,Janette.Financial strategy: adding stakeholder value [M].1998: 79-92.
- [7]Pearce II,J. A. and R. B. Robinson,JR.,Strategic Management-Formulation, Implementation and Control-7th ed.[M].Singapore:McGraw-Hill Book Companies, 2000:258-276.
- [8]Itami H, Nishino K. Killing Two Birds with One Stone : Profit for Now and Learning for the Future[J].Long Range Planning,2010,43(2):364-369.
- [9]Afuah, Tucci. Internet business models and strategies: Text and cases. Boston[M].Mc Graw-Hill/Irwin,2001:32-33,196-201.
- [10]Demil B, Lecocq X. Business model evolution: In search of dynamic consistency[J]. Long Range Planning, 2010, 43(2-3):227-246.
- [11]Doganova L, Eyquem-Renault M. What do business models do?: Innovation devices in technology entrepreneurship[J].Research Policy, 2009, 38 (10) : 1559 - 1570.
- [12]Sosna M, Trevinyo-Rodríguez R N, Velamuri S R. Business model innovation through trial-and-error learning: TheNaturhouse case[J]. Long Range Planning, 2010, 43(2-3): 383-407.
- [13]Zott C, Amit R, Massa L. The business model: Recent developments and future research[J]. Journal of Management, 2011,37 (4) : 1019-1042.
- [14]马蓝,王士勇,张剑勇.数字经济驱动企业商业模式创新的路径研究[J].技术经济与管理研究,2021(10):37-42
- [15]谭平,张明.物流企业“互联网+”商业模式创新的机理分析[J].商业经济研究,2021(20):120-123
- [16]王福,长青,刘俊华,刘亚洲,高化,李哲.新零售商业模式场景化创新的理论框架与实现路径研究[J].技术经济,2021,40(04):39-48
- [17]王福,刘俊华,冀强.企业商业模式场景化创新及其营销策略构建[J].中国流通经济,2021(05):62-73
- [18]赵立新.互联网企业商业模式与企业价值基于生命周期的视角分析[D].复旦大学,2011(03)
- [19]李然,王荣.实体商业创新转型下的“新零售”运营模式深度研究[J].管理现代化,2020,40(01):93-96+120
- [20]周蓉蓉.我国新零售商业模式的动力机制与升级研究[J].管理现代化,2020(02):52-55
- [21]施鸿.基于财务战略矩阵的企业合并财务评价[J].财会通讯.2020(02):117-120

- [22]廖夏,石贵成,徐光磊.智慧零售视域下实体零售业的转型演进与阶段性路径[J].商业经济研究,2019(05):28-30
- [23]陈刚,周婷.新技术视域下的零售商业模式创新及实现路径——以苏宁云商为例[J].商业经济研究,2019(01):30-33
- [24]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(08):66-70
- [25]庞金刚,王智泓.O2O 模式下零售企业类金融模式动态优化研究[J].商业经济研究.2019(19):93-95
- [26]余潇潇.零售业商业模式转型中财务战略选择研究[D].西南财经大学,2019(07)
- [27]张家婷,朱兆珍.商业模式与财务管理的逻辑关系分析[J].商业会计,2018(16):52-53
- [28]郑卫东.零售企业的商业模式创新研究[D].浙江工商大学,2018
- [29]齐严.商业模式创新与“新零售”方向选择[J].中国流通经济,2017(10):3-11
- [30]宗雷.实体零售企业经营模式转型策略研究[D].北京交通大学,2017(01)
- [31]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(01):114-127
- [32]李婧.“互联网+”时代下苏宁云商盈利能力分析[D].吉林财经大学,2017(01)
- [33]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
- [34]冯华,陈亚琦.平台商业模式创新研究——基于互联网环境下的时空契合分析[J].中国工业经济,2016(03):99-113
- [35]夏清华,冯颀.传统零售企业线上线下双重商业模式创新的冲突与协同——以苏宁云商为例[J].经济与管理,2016(01):64-70
- [36]柳东梅.O2O 模式转型下的企业财务战略应对[J].财务与会计,2015(17):16-18
- [37]罗珉,李亮宇.互联网时代的商业模式创新:价值创造视角[J].中国工业经济,2015,01:95-107
- [38]彭虎锋,黄漫宇.新技术环境下零售商业模式创新及其路径分析——以苏宁云商为例[J].宏观经济研究,2014(02):108-115
- [39]向显湖,刘天.论表外无形资产:基于财务与战略相融合的视角——兼析无形资源、无形资产与无形资本[J].会计研究,2014,04:3-9+95
- [40]张艳,田志英.中国零售商业模式的演进机理实证研究[J].商业时代,2014(17):25-26
- [41]白芳.基于企业生命周期视角的财务战略和行为研究[D].西南财经大学,2013
- [42]李蕾红,朱莎莎.企业财务战略制定新思路——基于生命周期嵌入式财务战略矩阵的分析[J].财会通讯,2013(05):63-65
- [43]张海报.苏宁电器核心竞争力分析与发展预测[J].会计之友,2013(14):55-58
- [44]张艳.中国零售商业模式研究[J].北京工商大学学报(社会科学版),2013(04):31-37
- [45]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
- [46]王炳成.企业生命周期研究述评[J].技术经济与管理研究,2011(04):52-55
- [47]徐光华,沈弋.企业共生财务战略及其实现途径[J].会计研究,2011,02:52-58
- [48]王满,于悦.财务战略管理学科体系的构建[J].会计研究,2008.01:33-38+96
- [49]原磊.国外商业模式理论研究评介[J].外国经济与管理,2007,10:17-25
- [50]王满.基于竞争力的财务战略管理研究[D].东北财经大学,2006
- [51]崔志,王吉发,冯晋.基于生命周期理论的企业转型路径模型研究[J].预测,2006(06):22-27
- [52]傅红英.企业财务战略的管理对象与企业财务战略类型[J].会计之友,2004(07):19-20
- [53]阎达五,陆正飞.论财务战略的相对独立性——兼论财务战略及财务战略管理的基本特征[J].会计研究,2000,09:2-6

- [54]李业.企业生命周期的修正模型及思考[J].南方经济.2000(02):47-50
- [55]刘思,温韵柔,李华军.阿里巴巴电商生态系统下的财务战略分析——基于生命周期的视角[J].会计之友.2015(17):36-39
- [56]杜鹏,周语嫣,徐津.新零售背景下全渠道供应链整合实现路径[J].商业经济研究.2019(11):20-23
- [57]刘宸希.“互联网+”时代传统企业互联网化转型路径研究[J].技术经济与管理研究.2020(11):56-60

后记

落笔至此，心中感慨万千，随着论文的撰写接近尾声，我的研究生生活也即将画上句号，回首往事，点点滴滴，历历在目。

三年前选择考研，看着身边好友们一个接着一个实习工作，羡慕他们确定的未来，也时常怀疑自己的选择是否正确，好在柳暗花明，我也迎来了自己崭新的生活。

初入校门，面对未知的生活有憧憬也有些许不安，是老师带我进入了师门这个大家庭。在这里无论是老师孜孜不倦的教诲，还是师兄师姐们的经验相授，抑或是同门兄弟姐妹的帮助扶持，都让我安心无比。在这里有老师和师母为我掌舵，有兄弟姐妹们帮我撑帆，我可以放心大胆去尝试自己心中所想。

开学之初老师曾问过我们对于未来的规划，是继续学术研究还是参加工作，当时的自己摇摆不定，遂怀着满心的纠葛参加了半年的每周研讨，在这段时间一边学习研读文献，一边认真思考自己内心的真实想法。期间数次和老师交流，诉说自己的纠结，感谢老师一遍遍帮我分析利弊，才让我尽快做出了选择，坚定了自己的想法，少走了很多弯路。虽然最后选择的工作，但着半年的学习带给我的思维提升让我在论文的撰写中受益匪浅。

这三年我收获了知识，也收获了无数的温情，论文的撰写从开题到写作一路磕磕绊绊，是老师一遍遍不厌其烦的帮我修改；参加案例大赛，是老师督促我们报名，检查内容进度，梳理逻辑框架。是同门兄弟姐妹一路陪伴，过五关斩六将。找工作时是师兄师姐的安慰化解了我的焦虑，是师母的倾心交流让我学会了选择。

说不尽的感谢也无法表达我心中的感激，唯有在未来的岁月交出更好的答卷回报今天拥有过的温暖岁月！