

分类号 _____
U D C _____

密级 _____
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 现金流视角下广誉远财务风险评价与控制研究

研究生姓名: 白兴宇

指导教师姓名、职称: 张鲜华 副教授 杨宗峰 高级经济师

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

本人声明所提交的论文是我个人在导师指导下进行的研究工作及取得的研究成果。尽我所知，除了文中特别加以标注和致谢的地方外，论文中不包含其他人已经发表或撰写过的研究成果。与我一同工作的同志对本研究所做的任何贡献均已在论文中作了明确的说明并表示了谢意。

学位论文作者签名： 向兴宇 签字日期： 2022.6.2

导师签名： 张解华 签字日期： 2022.6.6

导师(校外)签名： 杨宇峰 签字日期： 2022.6.6

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： 向兴宇 签字日期： 2022.6.2

导师签名： 张解华 签字日期： 2022.6.6

导师(校外)签名： 杨宇峰 签字日期： 2022.6.6

Research on Financial Risk Evaluation and Control of GuangYuYuan From the Perspective of Cash Flows

Candidate : BaiXingyu

Supervisor: ZhangXianhua

摘 要

2016年10月,国家国务院办公厅颁布《“健康中国2030”规划纲要》,将健康中国建设提升至国家战略地位,并特别强调了坚持中西医并重,传承发展中医药事业。全国的中医药产业也从此步入高速发展的黄金时期。但是,在经济政策环境持续向好,产业与市场规模也不断扩大,收入与利润也持续改善的大背景下,中医药行业却常面临现金流出现问题而引发的财务风险。其中,作为中华老字号的中医药企业广誉远,由于拥有国家保密级处方,虽然维持了相当不错的营业收入,盈利状况看似良好,常年的总收入和毛利率都能够维持在较高水平,但是从现金流角度分析,经营现金流量净额却为负数,应收账款和销售费用金额巨大,可能引发的财务风险不容忽视。

由此,本文结合中医药行业背景和广誉远自身特点,依托现金流视角下财务风险分析理论框架,采用经改进的Z-score财务风险评价模型,基于广誉远2016-2020年的年度报告,从现金流视角对其财务风险进行分析与评价。结果表明,在此五年期间,广誉远现金流状况不容乐观,特别是在2020年,风险已达临界值区域。具体体现在经营活动现金流短缺、投资活动现金使用过度和筹资活动中的现金流不够稳定。基于识别和评价结果,本文提出,欲从现金流角度对财务风险加以控制,广誉远需在经营活动中制定合理的销售政策,提高存货周转率,规范关联方交易以控制销售费用和存货仓储费用管理;制定投资计划,优化投资过程及加强投后管理工作;筹资活动需预测资金需求,优化筹资结构。通过从现金流视角下对广誉远进行财务风险的评价与控制研究,期望能够为整个中医药行业带来启示,积极探寻健康运行方式与可持续发展路径,进而发挥中药“治未病”的独特优势。

关键词: 财务风险 现金流 风险识别、评价和控制 广誉远

Abstract

In October 2016, The state Council issued the Outline of the “Healthy China 2010” Plan, which elevates the building of a healthy China to a national strategic position and emphasizes the importance of both Traditional Chinese Medicine (TCM) and western medicine, and the inheritance and development of TCM. TCM industry thus entered the golden period of rapid development. However, under the background of improving policies, expanding market size and increasing revenue and profit, TCM industry has been exposed to financial risks caused by cash flow. Among them, GuangYuYuan, as a representative TCM enterprise with a long history and good reputation in China, appears to be a good profitability, maintaining a high operating income and gross profit margin all year round. However, from the perspective of cash flow, the net operating cash flow is negative, and the amount of receivables is huge, which may cause financial risks that cannot be ignored.

Therefore, based on the background of TCM industry and GuangYuYuan's own characteristics, relying on the theoretical framework of financial risk analysis and identifies and evaluates its financial risks from the perspective of cash flow based on its annual report from 2016 to 2020. The results show that by 2020, Guangyuyuan has been in critical financial risk area and the cash flow status is also in the gray area. It is embodied in the shortage of operating cash flow, the large fluctuation of net investment cash flow and the shortage of cash flow in financing. Based on the identification and evaluation results, this paper

proposes that GuangYuYuan should control the financial risk from the perspective of cash flow, and strengthen the management of amounts receivable and inventory and the control of sales expenses in business activities. To make reasonable investment plans and improve the investment process in investment activities; Formulate scientific and reasonable financing plans in financing activities and adjust the proportion and structure of financing. Through the financing risk evaluation and control research of GuangYuYuan from the perspective of cash flow, it is expected to bring enlightenment to the whole TCM industry and actively explore. In this way, the unique advantages of TCM in preventing disease can be brought into full play.

Keywords: Financial risk ; Cash flow ; Risk identify, evaluate, control;

GuangYuYuan

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 研究内容与方法.....	3
1.2.1 研究内容.....	3
1.2.2 研究方法.....	4
2 理论基础	5
2.1 文献综述.....	5
2.1.1 财务风险.....	5
2.1.2 财务风险评价.....	5
2.1.3 财务风险控制.....	6
2.1.4 文献述评.....	7
2.2 现金流视角下财务风险分析理论框架.....	8
2.2.1 现金流与财务风险的关联性.....	9
2.2.2 基于现金流的财务风险识别.....	9
2.2.3 基于现金流的财务风险评价.....	11
2.2.4 基于现金流的财务风险控制.....	12
3 广誉远概况及财务风险识别	13
3.1 公司概况.....	13
3.1.1 发展历程.....	13
3.1.2 股权架构及商业模式.....	14
3.2 中医药行业环境分析.....	15
3.2.1 行业发展概况.....	15
3.2.2 行业竞争格局.....	16
3.3 基于现金流结构的财务风险识别.....	16
3.3.1 基于经营环节的识别.....	16

3.3.2 基于筹资环节的识别.....	17
3.3.3 基于投资环节的识别.....	18
3.4 基于现金流指标的财务风险识别.....	20
3.4.1 基于偿债能力指标识别.....	20
3.4.2 基于获现能力指标识别.....	23
3.4.3 基于盈利质量指标识别.....	26
3.4.4 基于财务弹性指标识别.....	28
4 现金流视角下广誉远财务风险评价.....	32
4.1 财务风险评价模型的选择.....	32
4.1.1 Z-score 模型.....	32
4.1.2 改进的 Z-score 模型.....	33
4.2 财务风险评价量化及风险等级划分.....	34
4.2.1 财务风险评价量化.....	34
4.2.2 财务风险等级划分.....	35
4.3 现金流视角下的财务风险评价.....	36
4.3.1 经营活动现金流量短缺.....	36
4.3.2 投资活动现金使用过度.....	40
4.3.3 筹资活动现金流不稳定.....	40
5 现金流视角下广誉远财务风险控制.....	43
5.1 经营环节财务风险控制.....	43
5.1.1 制定合理销售政策，精细化关联销售费用.....	43
5.1.2 规范关联方交易，管控应收账款比重.....	43
5.1.3 提高存货周转率，降低仓储成本.....	44
5.2 投资环节财务风险控制.....	45
5.2.1 制定投资计划，保障资金支持.....	45
5.2.2 优化投资过程，保证计划实施.....	45
5.2.3 强化投后管理，做好定期追踪.....	46
5.3 筹资环节财务风险控制.....	46
5.3.1 预测资金需求，精准对接弥补.....	46

5.3.2 优化筹资结构，确保资金周转.....	47
5.4 公司内部监管及预警.....	47
5.4.1 建立健全内部控制体系.....	48
5.4.2 建立财务风险预警体系.....	49
6 研究结论与未来研究方向.....	51
6.1 研究结论.....	51
6.2 未来研究方向.....	51
参考文献.....	53
后 记.....	56

1 绪论

1.1 研究背景及意义

1.1.1 研究背景

2016年10月，国务院政府办公室颁布的《“健康中国2030”规划纲要》指出，推进健康中国建设，始终坚守预防工作，积极推进健康文明的生活方式，努力营造绿色安全的健康环境，降低慢性病发生率。在这项纲要提出之后，已经将中医药的地位提升到了战略的高度，保持中国的特色治疗方式，强调中医药的发展，保持中西医并重的发展方向。国家卫健委报告表明，“十四五”时期将是全国中医药事业走向迅速成长、高速发展的黄金阶段。而在新冠疫情中，中医药也发挥出了其特有的功效，进一步地走进了人们的视野。在这些良好的发展机遇下，中医药有可能会以自身的独特优势发展到全世界，让全世界认识到中医药。当然，中医药的再次出现也与现在新一代提倡养生的社会风气有关，又加上国民的思想意识和收入都在进一步提高，以及国家及地方都有支持中医药发展的政策接连落地实施，中医药发展前景非常好。

在经营中医药的大企业中，人们可以时常看到东阿阿胶、片仔癀、白云山等知名企业，云南白药集团股份有限公司等更是以独特的秘方占据了許多市场领域，同时身为“中华老字号”的广誉远、北京同仁堂股份有限公司等也在为促进我国中医药的发扬和中华文化遗产等方面贡献巨大。根据行业数据报告，2020年我国中医药行业的销售收入达到了四千多亿元，如此庞大的销售收入也预示着中医药行业发展潜力巨大，已经向新的发展时期稳步迈进。但是，即使在经济政策环境持续向好，产业市场规模不断扩大，收入与盈利能力持续改善的大背景下，中医药产业也常存在因现金流出现问题所带来的巨大财务风险，也引起了中医药业界的持续关注。

现如今，企业对于现金流的重视程度在逐渐加强，观察公司目前的现金流，能够测算出公司的各种筹资行为或者投资活动是否有潜在经营风险，在此前提下，公司想要达到防范财务风险的目标，需要关注现金流的变化。对于现金流不断涌现的中药公司，通过现金流的变动来预测公司财务风险是非常重要的。身为中华老字号的中医药企业广誉远，由于有着国家保密级秘方，虽然维持了不错的营业收入，利润情况看似良好，常年的总收入和毛利率都能够维持在较高水平，但是从现金流角度分析，公司八年累计实现了盈利十二亿多元，但经营的现金流量总额却为-6.61亿多元。截止2021年第一季度，

货币资金只有 1.99 亿元，短期借款 2.45 亿，长期借款 2.46 亿，应收账款高达 18 亿。广誉远的现金流这么差，究其是什么原因？广誉远该如何乘着政策的东风，管控好公司面临的财务风险？这离不开其对财务风险管理的重视以及及时应对的措施。目前来看，广誉远为长期发展必须解决现金流财务风险的问题，否则，有可能会造成公司不可持续或者现金流断裂的危险。

1.1.2 研究意义

1.1.2.1 理论意义

现金流作为企业的“命脉”，现金流的状况直接影响到财务状况。如果不加以管控，财务风险随时都能发生。因此，现金流对于财务风险的反映非常重要。运用现金流视角对财务风险做出了一系列剖析，能够更加准确地反映目前的财务状况。本文在研究中的理论意义主要存在于以下方面：第一，运用现金流视角对财务风险的识别、评价与控制的单案例性研究，利用现金流视角对财务风险的识别、评价和控制的单案例研究，能够为同行业企业在风险管控时有独立的逻辑框架；第二，为中医药企业在财务风险评价的过程提供一定的思路，利用嵌入现金流指标的改进 Z-score 模型进行评价量化，能够清楚了解目前风险所在区域。

1.1.2.2 现实意义

近几年在受新冠疫情的影响以及全民热衷养生的社会背景下，中医药逐渐又进入到人们的视野，其“治未病”的独特优势引起了持续关注。同时国家为体现中国特色治疗方式，也将中医药提升至了战略发展新高度。对于良好的政策背景，为使中医药企业更好地可持续发展发挥独特优势。对于中医药企业来说，财务风险识别方面能够为企业识别发生财务风险的可能性做提前的预判，能够帮助企业预先发现问题；类似于广誉远的大型中医药企业财务风险如何去管控也是本文研究的现实意义所在。

对于我国来说，老字号企业不仅代表着企业自身，更是我国中医药文化结晶所在。保护和发展老字号企业是我国近年来所提倡的。通过从现金流的视角识别广誉远存在的财务风险，通过一定的评价方式能够提出贴合广誉远发展的财务风险控制建议。可以更清晰掌握广誉远的运营状况，并进行加强财务风险管理，有助于企业自身提高经营风险抵抗能力，进而推动企业的发展，以期为行业提供一定的思路。

1.2 研究内容与方法

1.2.1 研究内容

本文的研究内容主要是以三个方面展开，在原有学者研究的理论基础以及研究方法上，找到适合广誉远分析财务风险的视角以及判别方法。第一个方面是以现金流的视角对广誉远现存的财务风险进行识别分析，分别从现金流的三个活动以及现金流的相关指标展开；第二个方面是利用前有学者的改进财务风险评价模型，嵌入现金流指标，以更好地对财务风险进行评价量化以及风险划分；第三个方面是将识别出来的问题进行针对性地解决，以得到相关财务风险控制的建议，以期为中医药企业在财务风险管理方面提供一定的思路。

本选题分六个部分展开研究：

第一部分是绪论。主要针对于研究背景及意义、研究内容与方法进行阐述。介绍了选择该题目的过程以及完成论文后会发挥的意义，采取的案例研究法以及整体论文的框架和思路，为后文的写作奠定基础。

第二部分是理论基础。该部分主要是针对于财务风险、财务风险的评价与控制开展了有关论文的检索与学习，针对现有研究的方向与不足之处，确定了本文的方向。同时也对现金流与财务风险两个主题间的关联以及从现金流角度对财务风险进行识别、评价与控制，为后面的分析奠定理论基石。

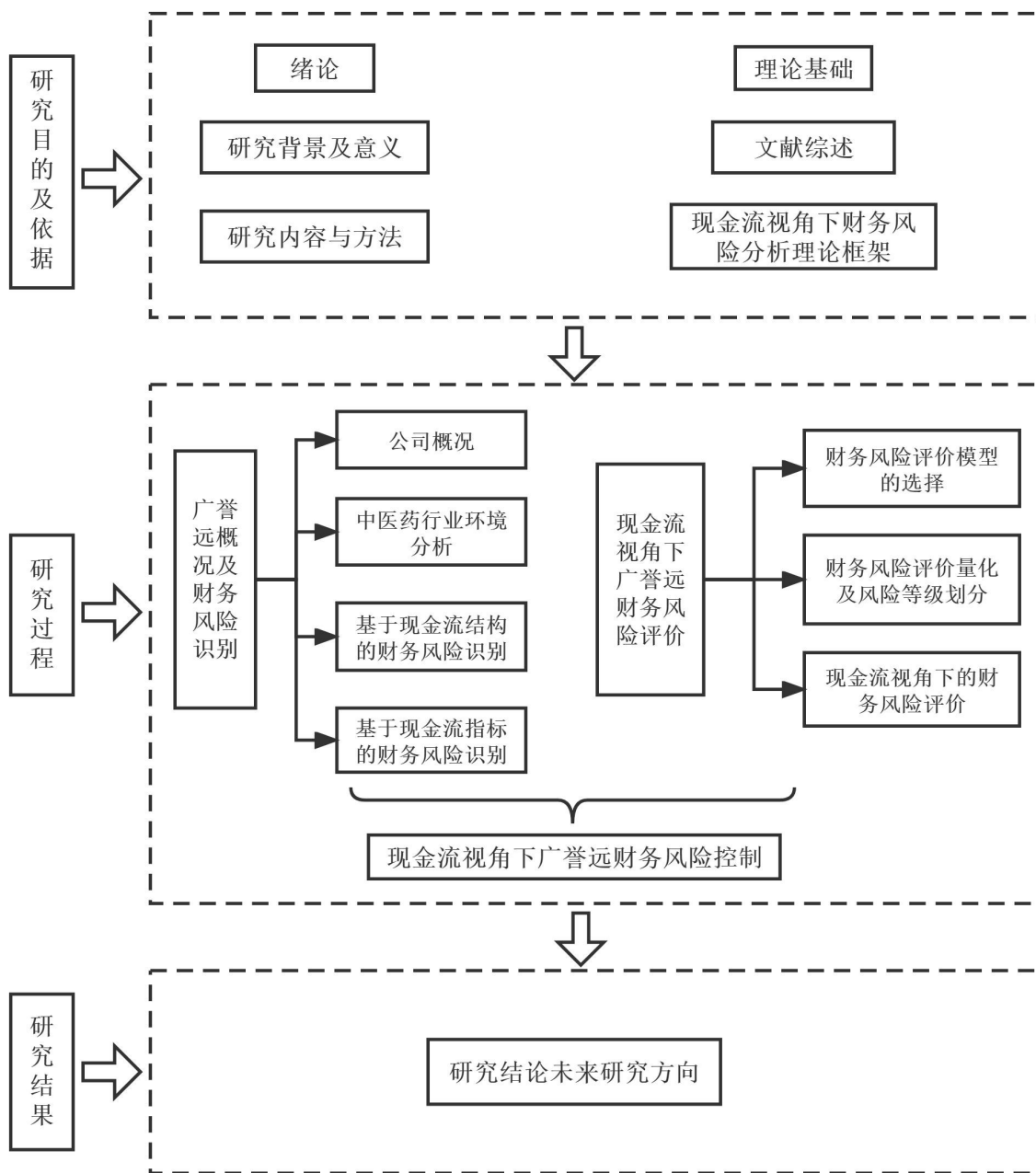
第三部分是广誉远概况及财务风险识别。该部分首先对广誉远及所在的中医药进行介绍，其次分别针对于现金流的三个财务活动以及现金流相关指标对财务风险进行识别，此环节是发现问题的过程。

第四部分是现金流视角下广誉远财务风险评价。该部分是运用其他学者改进的Z-score模型，嵌入了现金流指标，对财务风险进行量化评价，全面分析广誉远所在的风险区域，此环节是分析问题的过程。

第五部分是现金流视角下广誉远财务风险控制。该部分是从识别过程中发现的问题中找到具体控制的对策和建议，以期能够为广誉远的财务风险控制提供一定的思路，此环节是解决问题的过程。

第六部分是研究结论和未来研究方向。通过对广誉远的研究，总结在此次研究中存在理论方面以及现实意义方面的不足之处，并对未来在中医行业以及财务风险的领域研

究发展的方向作以阐述。



1.2.2 研究方法

本文采用文献研究法，选取案例公司是广誉远，通过从现金流这一角度对广誉远的财务风险进行识别、评价与控制。首先，从现金流结构即三个主要财务活动的各项现金流指标，对广誉远的财务风险做出识别；其次，通过使用经过改进的 Z-score 模型，对企业财务风险进行了评价量化和界定风险级别；最后针对于提出的问题给予财务风险控制的建议，以期能够为中医药企业的财务风险控制提供思路。

2 理论基础

2.1 文献综述

2.1.1 财务风险

对于财务风险的相关概念和定义，国内外学者们主要都是针对于狭义和广义的范围进行探讨。狭义的风险通常是指无从偿付欠款的风险，主要是因为债务到期日期即将到期无法偿还或者是引起企业声誉及利益受损的风险。Whitaker（1999）在研究中提出，财务风险主要是因为现金流不充足而造成的清偿风险。Ross 等人（1999）认为，财务风险产生的主因在于公司缺乏充足的现金流支持而出现无法偿债的情况。余绪缨（2003）指出，财务风险是因为企业内部出现问题而无法按期履行约定而造成的不确定的情况。汪平（2003）在研究中提出，财务风险是企业无法偿还债务而导致的清偿风险。

广义的财务风险就更宽泛了，是指企业在运营过程中因不确定因素而导致的企业在无形资产或者有形资产等方面造成企业有实质性亏损或者是声誉损失的一切风险。学者们根据流程不同将财务风险大致分为了四类：筹集资金的风险、投资项目的风险、营运资金的风险以及收益过程发生的风险。我国学者兰艳泽（1999）讲到，财务风险就是因一切不确定的因素发生导致收益无法正常受到的一切负面影响，应正确科学对财务风险进行防范控制，才能够使得财务风险的程度降到最低。

对于财务风险的定义，本文主要采用了刘恩禄、汤谷良于 1989 年在《论财务风险管理》中所给出的定义：“在企业个各项财务活动中，发生了任何没有办法预料或者没有办法控制的因素，导致企业原本的收入与预期收入有差异，有可能还会造成一定的经济损失”。

2.1.2 财务风险评价

Altman（1977）在研究过程中选取了 33 对已破产和非破产的企业，采用实证分析，发现了嵌入 5 个财务指标的 Z 值模型，这是多个变量控制首次评价财务风险。他不仅发现了相关联的五个财务指标，而且还计算出了 Z 值的各个区间，为企业评判风险等级时提供了依据。我们国家的学者周首华（1996）也在研究中设计了 F 值的财务风险的风险等级划分模型，旨在对 Altman 经典 Z 值模型进行补充，将现金流指标也加入了模型中，为企业评价动态财务信息提出理论依据。到今天，在评价公司财务风险大小方面，

很多文献中依然可以发现使用 Z 值 F 值模型两者结合的方法。对于多元逻辑回归模型的研究中, Kwang Soo Cheong (2010) 使用 Logistic 模型与数值动态优化模型两者相结合的方法, 选取了一家上市公司进行研究, 研究发现, 与小企业相比大企业更容易发生财务风险, 因为大企业的规模以及资金周转各方面引起的变动较多, 在今后大企业应更加注意防范。Loredana Cultrera (2016) 采用 Altman 的研究方法, 将已破产和为破产的企业进行对比, 研究为中小企业提供了财务风险预判的模型, 能够使中小企业提前预知财务风险并提出解决措施。并且该模型还能够预判出银行目前的财务风险, 可以为银行房贷方面给出合理的依据。

我国在财务风险方面研究较晚, 但进展也是非常丰富的, 在结合前面学者的研究角度和方法的基础上, 也创新了很多理论。贾浩苏等人 (2012) 利用了模糊综合评价法对上市房地产公司进行分析, 该方法针对复杂和不确定的问题具有更加灵活的分析特性, 为房地产公司财务风险提供依据。贾炜莹 (2013) 利用主成分分析法对 2007—2010 年三年间的物流公司进行财务风险分析, 发现物流公司在近几年的风险也越来越大, 需要引起更进一步的重视。周平 (2010) 在分析财务风险时利用灰色系统分析法, 加入了两个非财务指标, 公司成立的时间和股权结构, 这两个指标也对财务风险有不同程度的影响。朱会芳 (2019) 使用的多元线性回归模型是在除去三年内亏损的、连续三年内亏损的、外商资本引入及资本结构有较大问题的公司后, 评价其余上市公司在 2009 年到 2016 年期间的财务数据, 计算其风险, 研究表明降低财务风险有以下措施: 内控的质量提高和直接介入外商资本。

2.1.3 财务风险控制

财务风险控制的相关文献分布两方面, 从企业内部角度出发, 在许新强 (2009) 看来能够使风险存在的主要原因是企业本身的管理结构不符合企业自身。因此企业需要从调节企业大股东和管理层两者的关系来明确管理结构, 以降低存在的财务风险。李昌振等 (2013) 指出与企业管理层的意识和风险管理专业的专业水平有关, 所以需要提高企业相关风险的人才队伍建设和风险管理思想培养才能够解决财务风险。刘晓璇 (2014) 认为企业需要定时定期关注现金流发生的波动, 针对发现的问题要及时解决, 并减少无关的资金占用提高流动效率。韩冬梅 (2015) 在论文中讲到需要关注企业的预警管控, 更是要对企业经常性存在问题的相关科目, 如存货、应收账款等方面进一步加强预测警示。李昭熠 (2016) 提出需结合政策背景、时代文化进行财务风险控制的调整, 以确保

能够找到符合现状的赢利点。朱纯（2016）研究中提到，要关注企业的预算工作，尤其是针对于经营活动的预算，通过一定的预算活动和计划制定和公司相符的销售计划。周嘉（2017）认为内部审计在财务风险控制中有重要的作用，通过内部审计对本企业的相关财务风险识别与评价，起到相互制衡的作用，为以后的发展提供坚实的基础。美文（2018）认为风险控制的首要条件就是要深化管理层的风险意识，只有这样才能够为企业的风险管控提供正确的引导方向。

从企业的外部角度出发，Luby M J 等人（2013）利用当年的金融危机受到影响的企业为研究对象，分析了政府的相关财务风险相关举措对于企业的影响程度，进而提出需要从财政监管的角度去控制企业财务风险。尹晓阳（2011）我国在政策引导以及制度规范方面仍起到的是指导性层面，尤其是对于投资方面没有很好地规范和相应的落地措施。侯文蕾教授（2015）在研究证券公司过程中提出了证券公司的一系列监管措施，对于证券公司来说，为其提供了降低财务风险的新思路。

2.1.4 文献述评

在通过对国内和国外关于财务风险文献阅读和整理的过程中，可以看出国外学者一直追求该领域的不断创新，从一开始理论部分的积累和建立，到现在更加注重案例分析与现实企业相结合。国内的相关研究相对起步稍晚一些，一开始在研究视角和方法上大多是利用国外学者的研究方法，后期逐步开始加入新的指标，创新研究方法，在理论方面也有了更深层次的思考，虽然研究时间相对较晚，但也成果颇丰。利用现金流指标进行财务风险分析的非常大的进步，现金流指标作为动态指标更能够反映企业相关的财务状况，相比于传统指标更有说服力和参考价值，学者们对于这一指标的加入也纷纷认可。财务状况对于一个企业来说至关重要，一旦发生财务风险对于一个企业来说有可能是致命的，这就不得不使得研究更加深入。从一开始利用控制一个变量到后期控制多个变量，不断地创新改进方法，越来越准确。财务风险的重要程度也让研究方向不再满足于简单的进行识别，而是将目光投在了如何评价与控制上，进而能够为企业的可持续发展带来研究价值，也能够针对于每个行业的特殊性给出防范的思路。

但是该项研究目前还面临如下一些问题：第一，有关财务风险的定义、内容、相应的研究角度与方式还不能建立一个完善的理论体系；其次，关于评价量化的工具还主要是分布在金融和数学等领域，但这类模型都是偏向于定量分析，不能针对于企业的具体情况结合财务定性分析；最后，针对于整体财务风险识别、评价、控制还依旧处于三个

现金流活动的分析,其他视角的研究相对较少。本文在国内外学者研究的财务风险管理的基础上,采用单案例分析法对选取企业的现金流及企业的财务风险进行识别,同时将识别的财务风险进行评价与控制,进而证实现金流管理对企业规避财务风险的重要意义。

2.2 现金流视角下财务风险分析理论框架

现金流量这三项活动分别体现了企业经营情况、投资状况和筹资情况,可以充分地把企业的产品销售状况及其他财务活动反映出来,而现金流指标的加入也可以比较全面地体现企业的财务状况,合理反映也可以给出更合理的管理措施,进而为公司的未来发展指明了思路。

综合目前研究分析,财务风险分析主要是根据财务风险识别、评价和控制这三方面,并结合现金流视角,沿着发现问题、从分析问题到解决的逻辑,分别在经营活动、筹资活动及投资活动对财务风险进行分析,层层递进。首先,财务风险识别是企业财务风险评价和控制的基石。财务风险识别工作应从企业的现金流指标和结构入手,并根据公司本身的内、外综合环境,确定存在的财务风险;进而,在传统财务风险识别的基础上,运用经过改进的 Z-score 模型将公司现金流指数嵌入模型公式中,对财务风险做出评级和评价;最后,在公司经营活动、投资活动与筹资活动三方面,针对出现的财务风险做出管控,以解决广誉远财务风险的危机,同时促进现金流的流动性并保持较高的盈利水平。

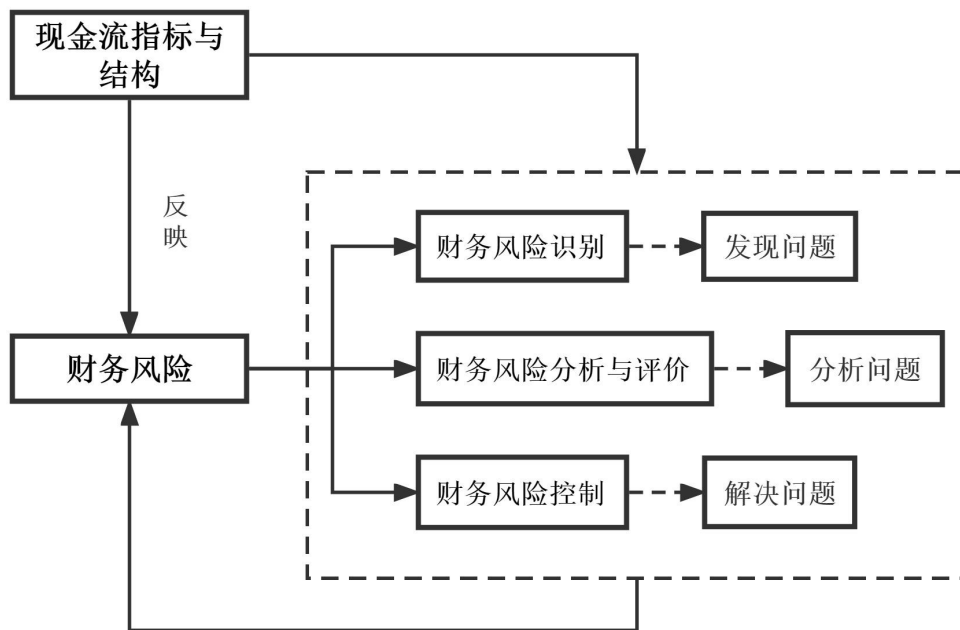


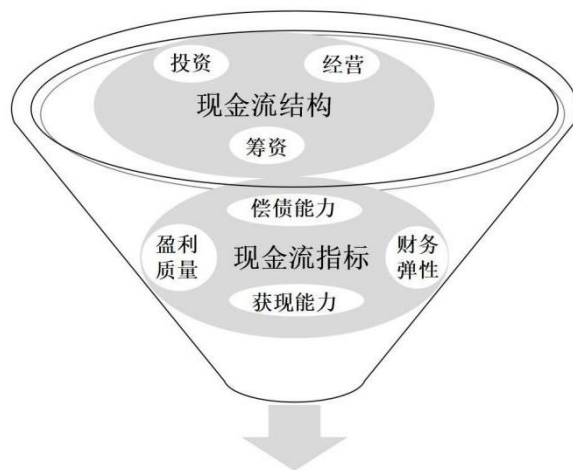
图 2.1 现金流视角财务风险分析理论框架

2.2.1 现金流与财务风险的关联性

现金流指标可以用于财务风险的识别中，可以通过现金流指标和现金流结构对企业进行财务风险识别，现金流量表的编制方式是利用收付实现制的，比起资产负债表以及利润表，可以对会计信息进行一个真实地反映。而且，对于现金流还有一个特殊的功能，那就是可以反映企业现金流的是否稳定，比如企业的投资活动或者筹资活动中是否存在潜在的风险，利用现金流就可以得到了。现金流和财务风险有上述如此之多的关系，对于财务风险来说，基于现金流分析是非常必要的。

2.2.2 基于现金流的财务风险识别

从现金角度对财务风险进行识别的过程要注意从两方面进行识别，第一个方面就是从现金流的结构层面进行识别，分别为经营环节、投资环节、筹资环节，根据三方面活动的现金流入及流出结构分析，各个项目来源以及净额分析后得到财务出现的问题；第二个方面就是从现金流指标层面进行识别，通过对偿还债务的能力、获得现金的能力、盈利质量及财务弹性进行指标分析，通过财务指标的结果发现公司具体项目出现的问题。通过现金流对财务风险进行识别，能够直接发现导致财务风险发生的具体原因，更加贴合现金流视角。



基于现金流的财务风险识别

图 2.2 现金流财务风险识别框架

2.2.2.1 识别企业经营活动风险

对于一个企业来说在平时的经营过程中是一定存在风险的，往往是与收益相伴相生的，避免所有的风险是不可能存在的。但是企业就没有办法防范了吗？企业是可以通过观察现金流的情况来对经营风险进行预测判断的从而可以防风险于未然。比如可以在销售过程中避免与客户有大量赊销账款的存在，会有产生坏账的风险，导致企业蒙受损失。也可以在销售商品前制定合理科学的销售计划，避免商品有滞销无法卖出等情况出现。还有有些企业可能只注重眼前的销售现状，不为企业的长期发展做考虑，订购大量的产品导致产品的仓储付出较大成本，企业无法有自由的现金流进行支配。

2.2.2.2 识别企业筹资活动风险

现金流视角下筹资活动的资金应该同时包含权益性及债务性，筹集资金的过程同样也具有较大风险。针对于权益性筹资，公司在筹集资金之前应当确保有足够的现金股利可以进行发放，以避免企业在下一次筹资过程或者支付时有现金流断裂的风险。而通过债务进行融资却隐藏了很大的风险，有些公司在借债时仅图一时之需，却忽视了公司在后期归还债款的能力以及有可能产生高昂的利率使得公司无法偿债，使企业处在巨大的信誉风险之中。基于这个原因，很多公司如果没有偿还就会出现企业破产的可能性。尤其是对于新发展起来的中型和小型企业来说，筹集资金的风险显得更为重要。

2.2.2.3 识别企业投资活动风险

企业在投资过程中，会使用一部分资金进行投资，以保证能够支撑一些经营活动。因此识别投资活动中存在的财务风险也是十分有必要的。当企业在选择投资项目中，如果选择了比较大型的投资项目，比如一些周期比较长见效比较慢的项目，企业在投资过程会有比较大的投资风险。目前企业为了规避一些投资风险，就会用现金流的一些指标分析识别投资活动的风险。在制定相关投资计划前都要进行综合全面地识别风险，从而能够使企业以较高的效率收回投资收益。

2.2.3 基于现金流的财务风险评价

过去传统的财务风险评价模型中都是加入传统指标，并没有出现现金流指标。但随着学者们逐步地研究发现，试着将现金流指标嵌入评价模型中，通过统计学检验结果显示，嵌入现金流指标的财务风险评价的模型能够更好地代表一个企业目前的财务状况，也能够更好地发现财务风险。对于现金流角度对财务风险评价的模型选择上面，从 Altman 的经典 Z 值模型开始，国内外学者逐步通过增加或改变其他指标，以便加强该模型的适用范围，我国学者周首华、杨济华（1996）也在改进的过程评价中引入了现金流指标，并通过一系列适用性试验，配套构建了 F 值的定性指标模型。该文所采用的改进模型，是中央财经大学教授刘红霞（2005）所提供的经过改进的 Z-score 风险评价定量模型，该模型中也嵌入了四个现金流指数，并同时通过 F 值进行了定性，该模型也进行了数据检验，适合于上市公司的财务风险评价模型。

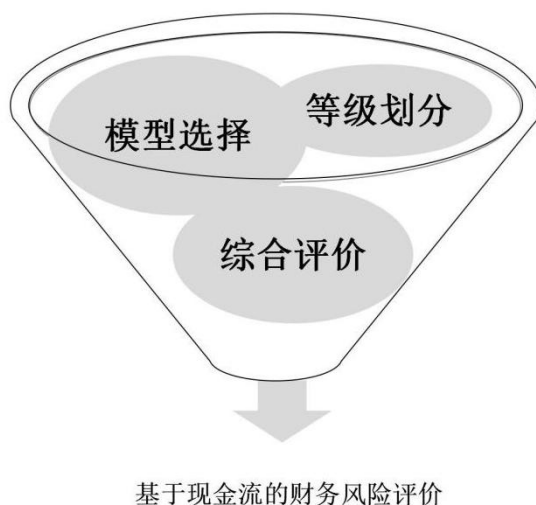


图 2.3 现金流财务风险评价框架

2.2.4 基于现金流的财务风险控制

企业财务风险的变化受多种方面的影响，公司内部的政策制度以及经营、投资和筹资等环节任何地方出现问题都会导致企业财务风险发生变动。财务风险控制就是针对于企业发生的财务风险的各项问题进行针对性的控制。尤其是在全球金融危机发生之后，无论是学术界还是实务界都开始将注意力放在防范财务风险的对策方面。孙万新（2009）和饶学明（2009）都是从现金流的三个活动进行财务风险防范控制研究的，他们两人的针对于经营活动及投资活动的防范思路是差不多的，但是在筹资方面有不同的见解。饶学明在研究中指出筹资活动的基础就是拥有充足的现金流，只要现金流是充足的，筹资活动就可以进行，而孙万新认为筹资活动也分是从债务进行融资还是从获得权益进行融资，要针对于不同的融资方式进行不同的对策建议。而不同学者也有不同的看法，有的学者针对公司内部层面也提出了相关的控制建议，Sarens & D’Onza（2016）指出公司内控制度对于财务风险的防范具有价值，可以设置相应的风控机构对企业的财务风险进行防御。我国学者吴翠婷（2018）提出应该建立相应的资产管理内部控制制度，针对于不同时期的资产进行监督与评价。

综上，企业的财务风险控制主要分布在两个方面：第一是在三项活动中发现问题进行控制措施，比如降低销售费用、加强投资管理、优化筹集资金的结构；第二是在企业的内部层面进行控制，多数都在内部机制及预测警示风险等方面提出建议。

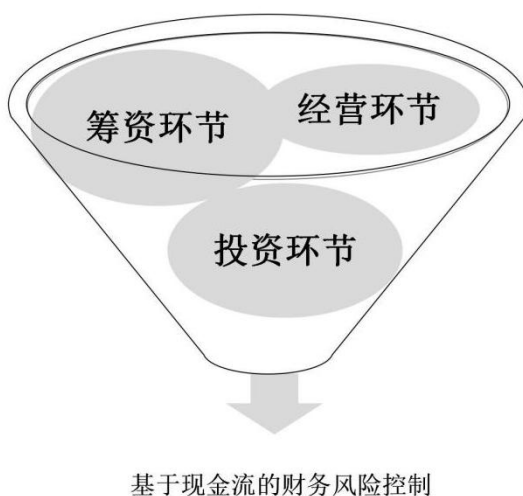


图 2.4 现金流财务风险控制框架

3 广誉远概况及财务风险识别

3.1 公司概况

广誉远始创于公元 1541 年，距今已有将近五百多年的发展史了，在清代时期曾和当年的京城同仁堂、浙江胡庆余堂、广州陈李济一起作为“四大药店”，目前坐落于山西省，是山西省中医药的代表，在二零零六年作为第一批批被国家商业部认证的“中华传统老字号”公司。广誉远主要的特色产品有“龟龄集”和“定坤丹”，现在作为国家秘密级的中医药品种。“龟龄集”、“定坤丹”和“安宫牛黄丸”也已经被列为了中国国家非物质文化遗产。在 2003 年的时候，由西安东盛集团投资并成为大股东，该股东是我国现代化的一家医药企业，与现代化销售模式相结合，广誉远摇身一变成为了中医药研发、生产、销售同时开展的现代化中医药企业。

3.1.1 发展历程

广誉远发展至今，已经有将近五百多年的历史，历经了广升聚、两广升到后来的公私合营制的近代广誉远，这五百年起起伏伏，历经各个朝代的变化，广誉远的发展历程中镶刻了中国时代发展的影子，见证了中华民族的伟大以及辉煌，同时也经历了种种磨难，发展至今体现出了中医仁德济世的文化内涵。它承载着中医药文化，同时也作为中国非物质文化遗产的传承者，广誉远有必要带领着中国的中医药企业继续传承和发扬中医精神，承担自己的企业社会责任以及赋予其神圣的使命。

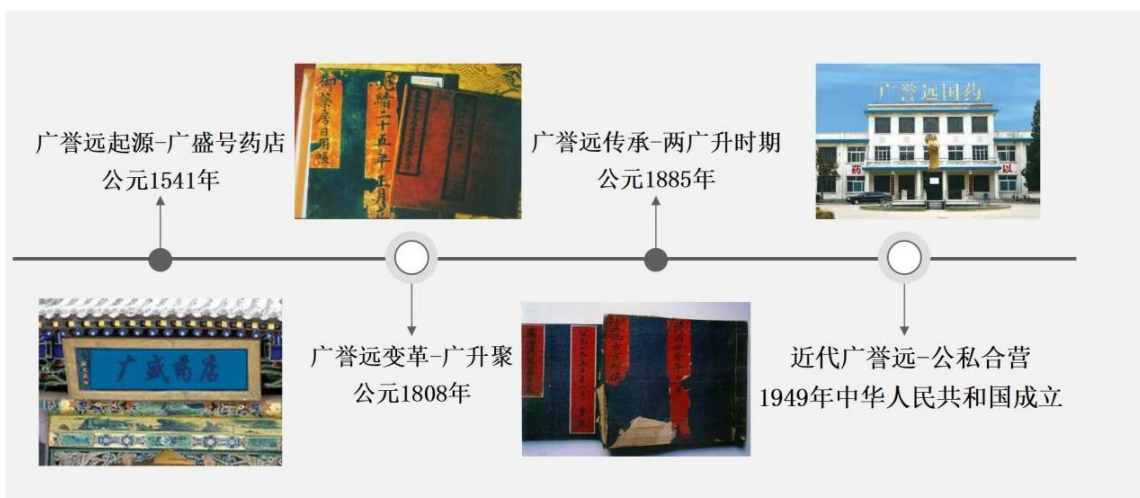


图 3.1 广誉远发展历程

资料来源：广誉远年报整理所得

3.1.2 股权架构及商业模式

广誉远的股份结构中，控股规模最大的子公司为山西广誉远（见图 3.3），从财务报表中可以发现公司的收入全部来源于山西广誉远，同时也注意到山西广誉远的收入大部分是依靠优势产品龟龄集、定坤丹、牛黄清心、牛黄安宫（简称“四盒药”）的制造与销售。将全部收入进行计算，“四盒药”的销售收入在总销售收入中已经超过了将近九成。而广誉远也有独特的销售方式，这些收入都是通过协作经销、代理销售和经销进行销售的。企业通过协作经销与经销的销售收入又占据了所有渠道销售收入将近百分之九十五的比例，如此极端的收入倾斜不免引起了对广誉远商业模式的注意。

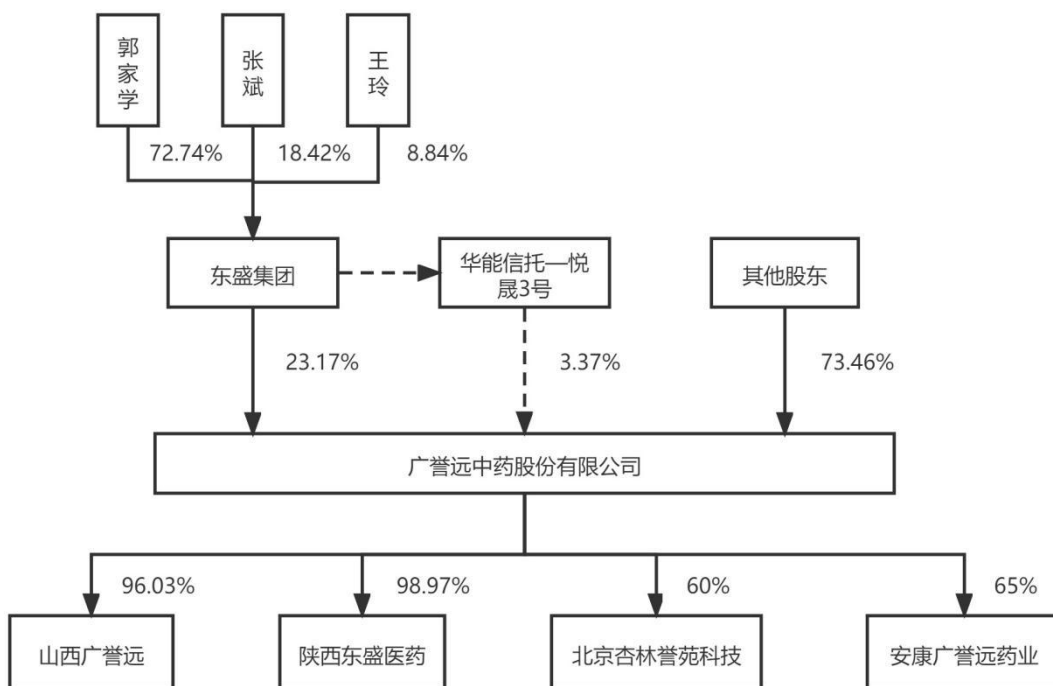


图 3.3 广誉远股权架构

资料来源：广誉远 2016—2020 年年报

在八年前广誉远就启动了“广誉远众筹国医馆”的项目，这项目的资金来源主要是通过“众筹+城市合伙人”这样的商业模式。这一筹集资金的方式十分创新，解决了国医馆的资金问题，同时也解决了各地方进行占据扩张的问题。招募的各地城市合伙人负责各地的国医馆项目落地，看似非常好但是背后也隐藏着巨大隐患。从上文中提到九成的收入都是由经销商提供的，经销商与上市公司之间关系紧密，甚至出现了高度捆绑的情况，这就不避免的会让广誉远失去主动权。在 2015 年广誉远增发融资六亿多，这些

融集到的资金里大部分就是广誉远的经销商等客户。这种经销商与上市公司深度绑定的商业模式，必然容易产生关联交易，广誉远与经销商之间大量的经济往来，让人不免有些疑虑。其中有太多容易操作的“灰色地带”，同时也说明了广誉远现金流财务风险背后的巨额应收账款与销售费用这两座大山大部分原因就来自于经销商，这对广誉远来说无疑是弊大于利。

3.2 中医药行业环境分析

3.2.1 行业发展概况

对于中医药的行业发展情况，本文采用 PEST 分析法，对于中医药行业目前政治(P)、经济(E)、社会(S)、技术(T)进行分析。这一分析方法可以综合判断出中医药目前的外部环境，了解外部环境后以期通过内部风险的控制，迎合外部环境并行发展。首先从政治角度来看，国务院出台相关政策促进中医药行业发展，打造中国特色治疗体系，这一良好的政策背景为中医药企业的发展提供前提保障。中医药也是中华民族特色文化之一，传承并发扬中华民族特色文化也是中医药企业的责任之一。所以中医药行业目前来看，政策的外部环境相当乐观，能够为中医药企业的下一步发展保驾护航。其次，从经济环境来看，随着国人收入水平逐渐提高，作为中医药中有着保密级处方的药品可能定价相对较高，同时也随着国人思想素质的不断提升，更加注重身体健康，有能力也愿意去进行消费，现在也出现了西药副作用较大的这一种现象，中医药更受到了消费者的大量欢迎。再次，从社会方面看，近年来国人的消费水平和观念的变化，更加注重养生保养，中医学中的针灸推拿、医药保健等都进入了人们的视野，同时自从新冠疫情爆发以来，中医药对于疫情的防治起到了独特的效果，中医药在国人的心中地位逐步升高。同时中医所提倡的治病理念与中国人的思维高度统一，讲究整体化系统化，不强调局部和细节，一处得病全身心调养，在社会发展的进程中，只要中医药的宣传方式得当，药物质量高，中医药在这方面前景机遇良好。最后，从技术角度来看，中医药现在也与现代技术相结合，引入先进的技术和方法进行制造，同时中医在治疗时注重人身体的和谐性，对人体伤害较小的情况下还能够治疗疾病，目前很多前沿的学科领域，比如生物学、化学等学科的理论与实践都对中医药的发展有着促进的作用。为了保障人们的身体健康并对我国的经济做出贡献。未来的中医药行业应该把握好巨大的上升空间，为我国建设更高层次的特色治疗体系做出贡献。

3.2.2 行业竞争格局

从中医药行业整体来看，中医药企业主要是在中医药的制造方面，表现出充分竞争的态势。如果将中医药的业务进行分类，主要分布在中药材、中医药饮片以及中成药三大类。中成药的企业较为分散，主要分布在中部和东部地区。中药饮片技术含量较低，导致很多企业规模是比较小的，分布区域也相对集中。

根据申万行业分类标准¹，在 2020 年之前，中国 A 股市场共有约三百六十七家医药上市公司，其中经营中医药的企业有七十一家。2020 年前三季度，上述七十一家中医药类挂牌企业累计完成营业收入 2,231.24 亿元，实现归属于上市公司主要股东的净利润约为 207.91 亿元。其中名列前五位的公司实现营业收入 1,026.93 亿元，占整个中医药挂牌股份公司营业收入的 46.02%。

3.3 基于现金流结构的财务风险识别

3.3.1 基于经营环节的识别

基于经营活动现金流量结构的财务风险识别，主要通过现金流量表中经营活动现金流量流入流出结构进行分析（见表 3.1）：

表 3.1 广誉远 2016—2020 年经营活动现金流入流出量
(单位：万元)

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年
销售商品、提供劳务收到现金	43384	65277	75390	93573	79046
收到其他经营活动有关现金	15778	14320	13164	6928	9099
经营活动现金流入小计	59169	79597	88582	100500	88146
购买商品、接受劳务支付现金	10102	12851	14427	10761	14435
支付职工及为职工支付现金	9926	12474	19183	23025	19872
支付的各项税费	16453	18167	24181	20541	14903

¹ 除特别说明外，本文的行业分类均以申万行业分类为标准，申万行业分类是国内最常用的分类方法。该标准是由申银万国证券股份有限公司建立，该公司是国内最早的一家股份证券公司，也是目前国内规模最大、经营业务最齐全、业网点分布最广泛的综合类证券公司之一。

续表 3.1 广誉远 2016—2020 年经营活动现金流入流出量
(单位: 万元)

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年
支付其他经营活动有关现金	73867	54472	60588	60255	46488
经营活动现金流量流出小计	80348	97964	118379	114582	95698
经营活动现金流量净额	-21179	-18367	-29797	-14082	-7552

数据来源: 广誉远 2016—2020 年年报

从经营活动流入量来看, 总体上经营活动的现金流入量为先增长后减少态势。在 2020 年达到下降为 88146 万元。出现这样的现象有可能是, 在 2019 年疫情爆发后, 公司主要依靠销售来源的“四盒药”, 尤其是定坤丹和龟龄集销售不力影响的。因为该类药物属于保健类药物, 且定价比较高, 在疫情收入受到影响时, 该类业务暂时性不会受到人们的爆发性消费。广誉远资金来源最过于依赖的是企业中医药产品, 而且这一项目中所占的比例也不断地在增加, 导致广誉远资金在面临中医药销售不利时, 经营现金流入会受到较大影响。

广誉远经营活动的现金流出量一直比现金流入量高, 且一直处于上升的状态, 说明广誉远在进行营业收入的时候付出了较大的现金成本, 导致经营性现金流净额持续为负。从这五年来看, 经营性现金流出量与流入量的差值越来越大。从流出的结构来看, 流出结构主要分布在在收售商品时付出的成本、为员工发放的薪资、支付了有关税费。销售商品的成本有可能是各个地方为了宣传药物以及开展各项座谈会需要付出现金及支出, 支付税费也是由于近年来广誉远的营业收入持续在上升, 导致了需要付出更多的税费来履行企业社会责任。这些就导致了广誉远的经营现金净额一直呈现负值的现象, 连续的负值需要引起公司高层的注意, 需要在经营收入结构方面以及销售费用的流出方面加以控制。

3.3.2 基于筹资环节的识别

基于筹资活动现金流量结构的财务风险识别, 主要通过现金流量表中筹资活动现金流量流入流出结构进行分析 (见表 3.2):

表 3.2 广誉远 2016—2020 年筹资活动现金流入流出量
(单位: 万元)

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年
吸收投资收到的现金	83899	55	200	853	-
取得借款收到的现金	4000	14000	41696	17332	36980
收到其他与筹资活动有关的现金	-	-	127	34722	13820
筹资活动现金流入小计	87899	14055	42023	52808	50800
偿还债务支付的现金	2149	7000	33206	19156	20743
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	83	164	2719	1274	1104
支付其他与筹资活动有关的现金	-	-	-	6282	16875
筹资活动现金流出小计	2232	7164	35925	26712	38722
筹资活动产生的现金流量净额	85667	6891	6098	26196	12078

数据来源: 广誉远 2016—2020 年年报

从筹集资金的现金流入量来看, 忽高忽低不是很稳定, 在 2017 年下降到了 14055 万元, 在 2017 年后又出现了上涨, 在 2019 年上涨到 52808 万元, 但依然没有 2016 年高, 达到了近五年筹集资金的现金流入量的峰值, 即为 87899 万元。筹集资金的资金来源主要在于从投资项目上获得资金、从其他公司借到款项等方面进行的。从资金的来源来看, 可以看出广誉远筹集资金的现金来源大多都依赖于借款收入, 占了很大的一部分比例。尤其是在 2018 年出现了很大幅度的增加。通过查阅报表可以发现这是在 2018 年广誉远对大股东发行了股票进行了筹资资金, 同时在 2018 年也进行了重大资产的重新配置进行筹资资金。但是很明显可以看出在这五年里筹集资金的流入量数额是飘忽不定的, 尤其在 2017 年处于最低点。可以发现广誉远通过借款筹资的现金逐年上升且数额庞大, 说明广誉远控制资金的主动权较低。

从筹集资金的现金流出量来看, 在 2018 年的流出量最高。从内部结构来看, 支出主要分布在了偿还相关借款上, 因为广誉远的借款主要来源于短期借款, 对于还款期限的要求较高, 借款越多相应支付的利息就越高, 导致了大部分筹集资金现金流出分布在了偿还上。不稳定的筹集资金现金流入以及不能主动掌握的还款资金, 就导致了广誉远无法稳定地筹集资金, 无法为投资项目活动提供充足的资金保障。为经销商分配股利等占了筹资活动现金流出的一大部分, 广誉远重营销轻研发的问题耗费了公司大量资金。

3.3.3 基于投资环节的识别

基于投资活动现金流量结构的财务风险识别，主要通过现金流量表中投资活动现金流量流入流出结构进行分析（见表 3.3）：

表 3.3 广誉远 2016—2020 年投资活动现金流入流出量
(单位：万元)

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年
收回投资收到的现金	80000	410	30010	75	580
取得投资收益收到的现金	651	693	555	21	82
处置固定资产、无形资产和其他 长期资产收回的现金净额	233	156	1	2	106
投资活动现金流入小计	80884	1260	30566	98	768
购建固定资产、无形资产和 其他长期资产支付的现金	17396	28535	20045	8736	4965
投资支付的现金	81380	30000	-	110	1670
支付其他与投资活动有关的现金	-	-	2400	-	-
投资活动现金流出小计	98875	58535	22445	8864	6635
投资活动产生的现金流量净额	-1799	-57276	8122	-8748	-5867

数据来源：广誉远 2016—2020 年年报

从投资活动的现金流入量来看，一直处于不稳定的状态，在 2016 年和 2018 年流入量较高，但在其他年份处于较低的情况。通过对比经营活动现金流，从 2016 年一直处于增长趋势，虽然也获得了一定的投资报酬。但可以看出，尽管 2018 年又增加了 23 倍，但依旧比起 2016 年处于迅猛下降状态，于 2020 年下降至 768 万。从投资活动内部结构以及报表说明来看，广誉远主要是通过处置长期资产进行投资活动的，主要是针对于山西广誉远的国药堂药店和北京广誉远医药投资公司进行处置，说明广誉远的投资水平不佳，依靠处置资产获得资金。

投资活动的现金流出量超过了流入量，导致投资活动的现金流量净额为负。尤其在 2016 年竟然达到了九亿之多。2017 年虽然已有下降，但仍保持在亿万元的水平。从内部结构来看，主要是支付于投资项目。查看年报也看发现，广誉远投资的大部分项目是对长期资产的投资，长期资产投资的目的是为了扩大生产规模，对于广誉远目前的现金流状况来看，不宜于进一步扩大规模来引起现金流的进一步加剧，需要公司管理高层注意投资活动的合理科学性。

3.4 基于现金流指标的财务风险识别

上文中通过现金流三个活动进行了现金流结构的财务风险识别，这是对每个活动中存在的问题有了大致的把握，为全面更清晰地了解财务风险，需构建一套现金流视角下的财务风险识别指标的体系，从各个指标及能力进行识别，进一步地判断财务风险所存在的问题。

3.4.1 基于偿债能力指标识别

偿债能力是指企业能够偿还长期性债务和短期性债务的能力。一般在对偿债能力进行财务分析时，都通过计算资产与负债之间的比值进行分析，但这样是不科学的。因为一个公司的资产不能等同于现金流，有充足的资产不代表可以转化为现金流进行偿还债务。作为现金流是可以对公司的债务进行偿还的，利用现金流相关指标可以代表偿还能力，所以需使用现金流对偿债能力进行分析。本文在偿债能力中选取了现金流动负债比、现金负债总额比以及已获利息倍数对企业的偿债能力进行分析。广誉远偿还债务能力的现金指标情况如下（见表 3.4）：

表 3.4 广誉远 2016—2020 年偿债能力指标行业均值对比

年份	现金流动负债比	行业均值	现金负债总额比	行业均值	已获利息倍数	行业均值
2016 年	-52.6%	46.9%	-51.2%	38.2%	74.8 倍	93.3 倍
2017 年	-36.4%	32.2%	-34.2%	27.6%	77.1 倍	51.3 倍
2018 年	-42.4%	40.8%	-41.2%	34.3%	32.9 倍	83.7 倍
2019 年	-13.3%	40.1%	-12.9%	33.2%	15.7 倍	22.3 倍
2020 年	-5.94%	44.9%	-5.7%	34.2%	4.09 倍	24.3 倍

数据来源：广誉远 2016—2020 年年报

通过偿债能力指标与行业平均水平的比较，远远不及业内平均水平，甚至在现金流动负债比和现金负债总额比出现了负数。具体指标分析如下（见图 3.4、图 3.5、图 3.6）：

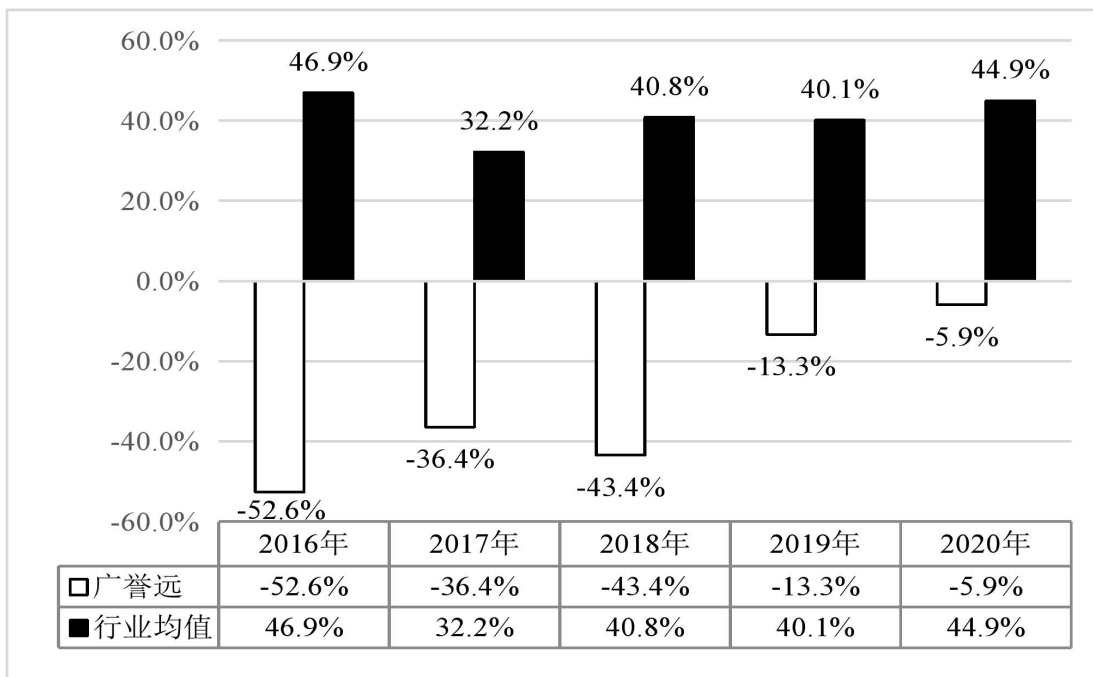


图 3.4 广誉远 2016——2020 年现金流负债比行业均值对比

数据来源：广誉远 2016—2020 年年报

现金流负债比从现金流的角度来体现公司目前清偿短期内贷款的能力，从图中分析可以很清楚地看到，这五年来广誉远的现金流负债比离行业平均水平差距非常大，甚至常年处于负值水平，这就代表了广誉远在偿还短期负债方面能力较差。当无法偿还短时间的负债且现金流出量巨大的情况下，无法为企业的负债提供保障条件，偿还期限要求现金流的压力增大，存在较大的财务风险。但值得注意的是，在趋势中可以看该指标也在一直上升，说明广誉远对于短时间的偿还债务一直在做出努力。至 2020 年有转正的趋势，但依旧处于负值水平。因此，广誉远的面临短期偿债能力压力巨大，需引起重视。

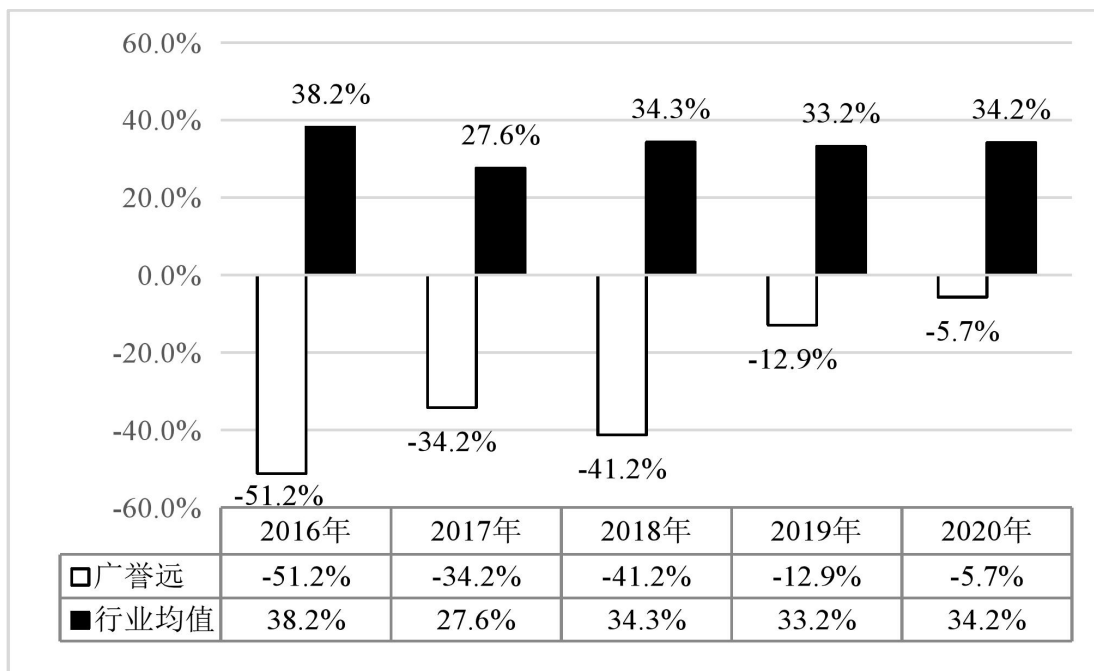


图 3.5 广誉远 2016——2020 年现金负债总额比行业均值对比

数据来源：广誉远 2016—2020 年年报

从图中可以看出广誉远的现金流负债比一直处于负值水平，甚至五年里都是远低于中医药行业平均水平的，这代表着企业对发生的债务无法做到偿还。尤其是广誉远的经营活动现金流净额一直处于负值状态，无法为企业现金流出提供保障，倒逼企业需要从其他渠道来源去偿还所欠借款。从其他中医药企业的平均值来看，偿还债务的能力也参差不齐，但其他企业可以用经营流入的现金流对偿还债务提供充足的资金。对于广誉远来说，现在的问题在于无法偿还债款，有可能会对企业的现金流以及信誉带来较大的影响，如果管理层还不加以控制的话，广誉远的资金就有断裂的风险。

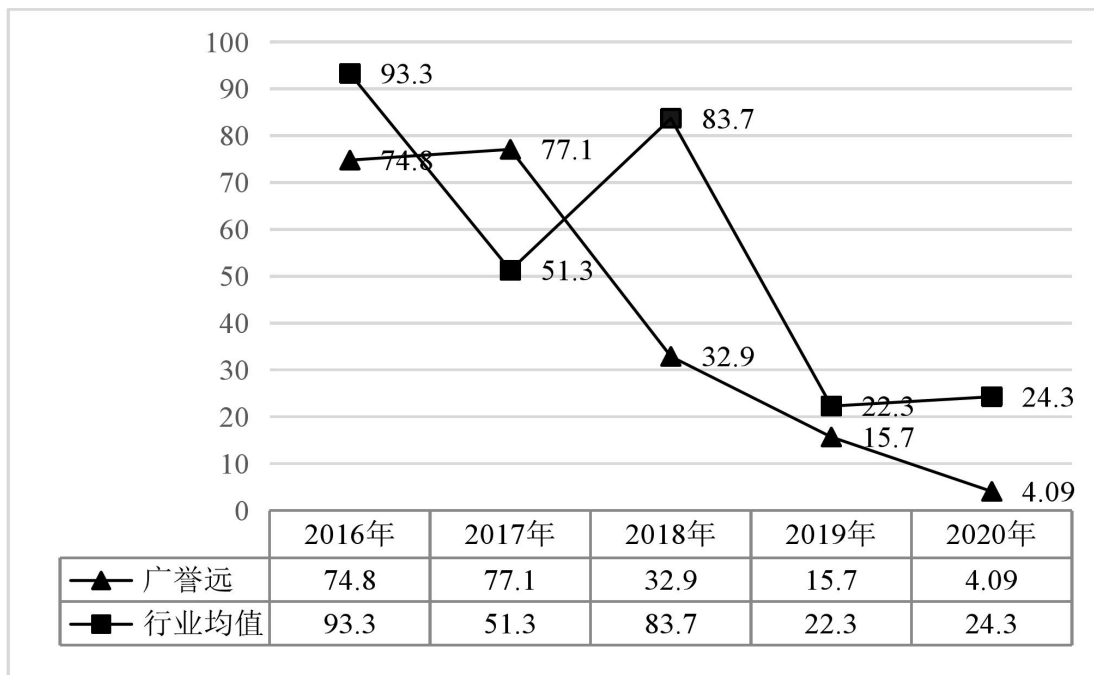


图 3.6 广誉远 2016—2020 年已获利息倍数行业均值对比

数据来源：广誉远 2016—2020 年年报

已获利息倍数与现金流动负债比是相对的，该指标是反映企业偿还较长时间借款能力的指标。从图中可以发现，已获利息倍数的趋势一直是下降的，在同行业的该指标也不是很稳定的情况下，广誉远 2017 年的已获利息倍数就超过了同行业的平均水平，其他四年均低于行业平均水平。如果从广誉远的利润角度来看，广誉远较高的定价以及高额的营业收入说明企业付现能力会比较强。但是从已获利息倍数来看，情况不容乐观，企业的高额的营业收入无法支撑相应的利息费用。看同行业其他企业，充足的营业收入是可以保障偿还债务的。而广誉远现有的资金都无法保证利息费用的支出，直接影响到了企业偿还长时期借款的能力，进而让企业的信誉受到了严重的考验。

3.4.2 基于获现能力指标识别

获现能力是弥补了企业利润表重在分析获取现款能力的缺陷，具备了相当的科学性，同时又能客观地反映公司的获现能力，获现能力指的是企业通过运用公司所有资源而能够获得现金资产的能力。本文通过从现金流的视角剖析获现能力，可以更全面综合地反映出现金流的影响，更能贴合现实地识别财务风险。本文选取了销售现金比率、全部资产现金回收率、净资产获现率对企业的获现能力进行分析。广誉远的获现能力现金指标情况如下（见表 3.5）：

表 3.5 广誉远 2016—2020 年获现能力指标行业均值对比

年份	销售现金比率	行业均值	全部资产现金回收率	行业均值	净利润现金保障比率	行业均值
2016 年	-22.6%	14.4%	-9.9%	6.4%	-137.6%	146.8%
2017 年	-15.7%	9.0%	-7.3%	4.9%	-73.4%	64.3%
2018 年	-18.4%	11.2%	-9.7%	6.6%	-75.6%	102.2%
2019 年	-11.6%	12.1%	-4.0%	6.9%	-102.5%	160.7%
2020 年	-6.8%	15.3%	-2.0%	7.7%	-255.4%	217.4%

数据来源：广誉远 2016—2020 年年报

通过获现能力指标与行业平均水平对比，远低于行业平均水平，甚至均出现了负值。具体指标分析如下（见图 3.7、图 3.8、图 3.9）：

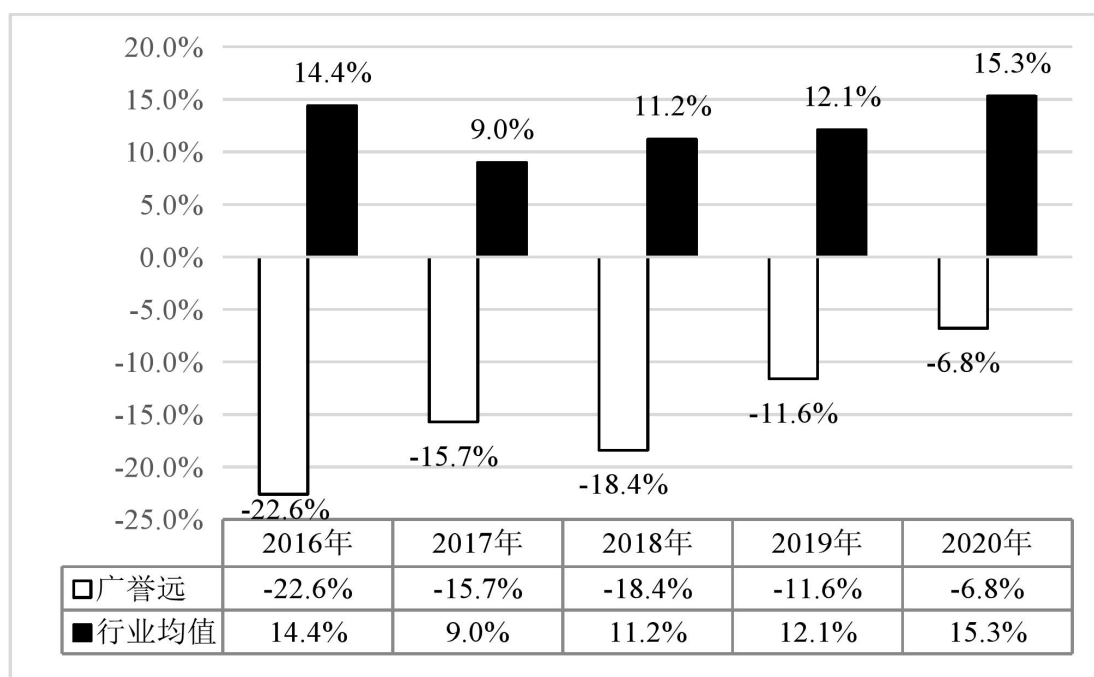


图 3.7 广誉远 2016—2020 年销售现金比率行业均值对比

数据来源：广誉远 2016—2020 年年报

销售现金比率是用来对企业销售的质量进行评价，一般与企业赊销政策有联系。该指标是一个正向的指标，销售质量的高低与指标大小保持同步。从图中可以发现，广誉远的销售现金比率和偿债能力指标保持相同趋势，均是远远小于行业平均水平，而且都是负值，虽然 2018 年的经营收入是提高了，但该指标还是低于 2017 年，说明其企业的营业收入虽高，但带来现金流量的流入较低，导致了企业通过营业收入获得的现金是比

较低的，说明企业的资金出现了严重问题，可持续发展受到影响。

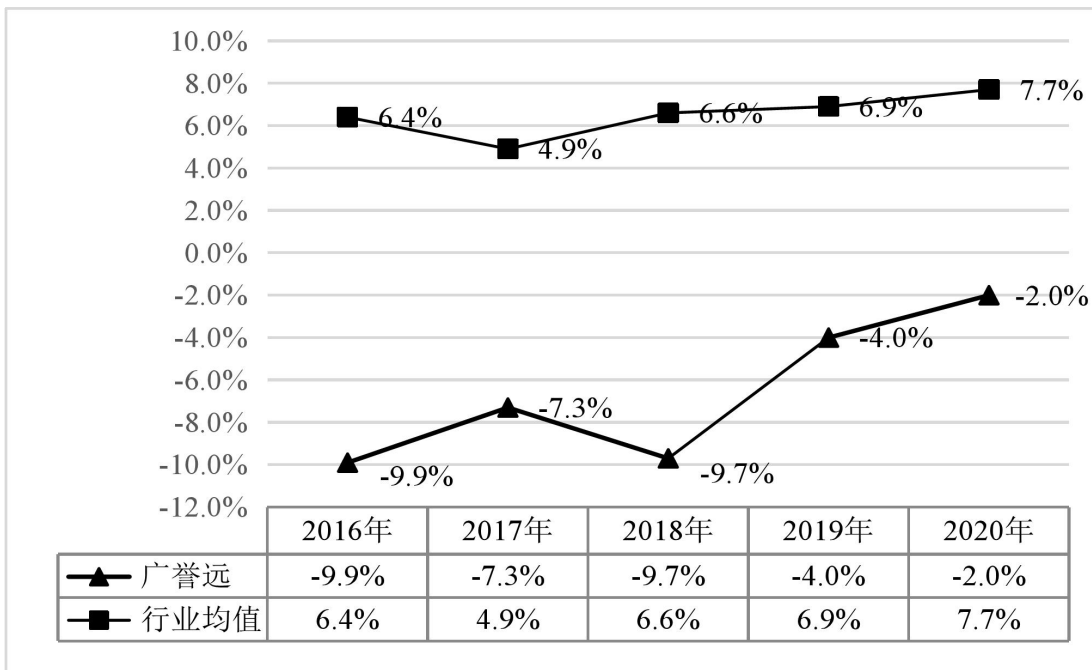


图 3.8 广誉远 2016——2020 年全部资产现金回收率行业均值对比

数据来源：广誉远 2016—2020 年年报

全部资产现金回收率是用来说明全部的资产是否能产生现金流维持公司循环运转。该指标也是一个正向指标，如果数值越高，就代表企业能够将资产实现变现，从而资金运转，如果指标越低，那就说明企业的资产无法迅速地实现现金流变现，获现能力较差。从全部投资的回收率的变动方向上来说，仍然会低于全行业的平均水平，且处于负值的位置。在 2016 年以及 2018 处于五年以来最低状态，虽然 2020 年有所上升，但仍为负值，这就代表了企业在将资产变为现金的能力这方面依旧较差，不能够保障一定的现金流进行运转，在这里需要公司高层高度注意。

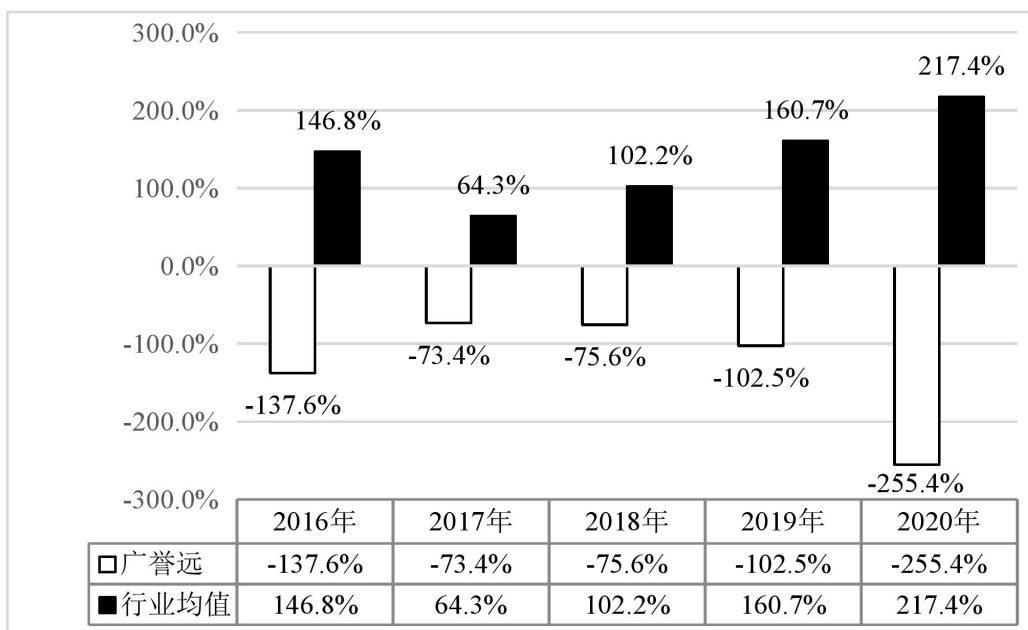


图 3.9 广誉远 2016—2020 年净利润现金保障比率行业均值对比

数据来源：广誉远 2016—2020 年年报

净利润现金保证比率表示的是从净利润中能够产生多少现金的能力，利润的产生不代表有现金流的产生，所以该指标能够更好地反映企业从的利润创造的现金流。该指标是评价净利润收益质量的一个指标，该指标也是正向指标，即质量的高低与数值的大小正相关。一般情况下需要该指标大于 1 才是最为合适的。但广誉远一直低于行业平均水平，甚至为负数，2020 年到达-255.4%。从该指标中能够反映出广誉远的利润不能产生大量的现金流供自身使用，有可能利润的来源不是经营环节带来的，而是由其他方式赚取的。本文从分析中发现，有可能是来源于在经销商与其他关联交易中出现的“灰色地带”。表明广誉远通过自身创造巨大现金流的能力不足，经营活动中面临着很大的财务风险，需要对经销商的交易进行严格监管。

3.4.3 基于盈利质量指标识别

盈利质量分析是既能够反映企业目前的经营水平，还能够反映企业未来能创造的盈利能力的指标，全面综合地发现该企业在经营方面的潜力。一般财务分析中的盈利能力分析是没有加入现金流指标的，单纯地核算企业赚取利润的能力。该指标以收付实现制为主要核算基准，并运用实际经营活动中现金流净额和其他相应的指数比值加以比较，将有助于人们发现对公司实际的利润质量以及未来发展趋势，都有独到之处。本文选取的盈利质量的指标是现金营运指数、盈余现金保障倍数。盈利质量现金指标情况如下（见

表 3.6) :

表 3.6 广誉远 2016—2020 年获现能力指标行业均值对比

年份	现金营运指数	行业均值	盈余现金保障倍数	行业均值
2016 年	-139.3%	7.0%	94.1 倍	70.9 倍
2017 年	-80.2%	4.2%	89.8 倍	76.0 倍
2018 年	-73.1%	2.6%	101.0 倍	72.4 倍
2019 年	-92.6%	1.7%	117.9 倍	81.7 倍
2020 年	-212.1%	4.5%	204.0 倍	80.2 倍

数据来源：广誉远 2016—2020 年年报

通过盈利质量指标与行业平均水平对比，远低于行业的平均水平，甚至现金营运指数出现了负值。具体指标分析如下（见图 3.10、图 3.11）：

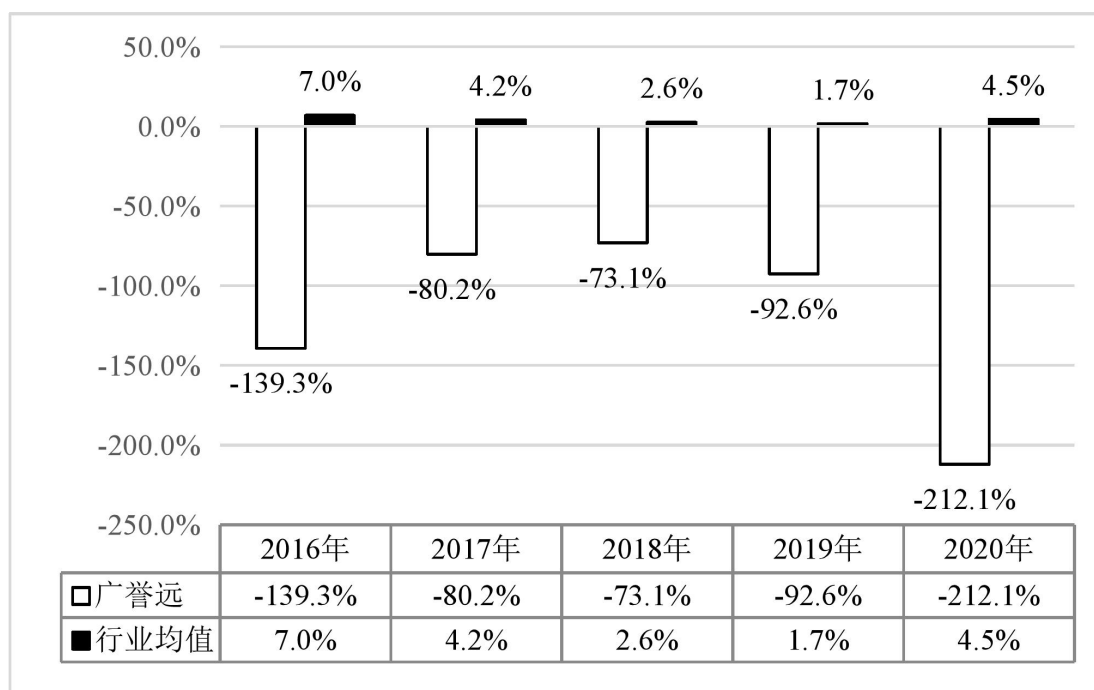


图 3.10 广誉远 2016—2020 年现金营运指数行业均值对比

数据来源：广誉远 2016—2020 年年报

现金营运指数是能够反映的现金回收状况，是指经营活动现金流和经营现金毛流量之间的比率，能够很好地反映风险，该指标的理想值为 1。从上图可以看出，广誉远包括其他企业在该指标上表现均比较差，公司的收益是无法转化为现金的。从这五年期间

的财务数据看来，现金经营指标一直为负数，且在 2021 年下降到了-212.1%。说明广誉远付出的收益获得现金流的比率非常差，不能够有利地收回现金流，也不能够为企业以后的营运提供支撑，很有可能会有现金流断裂发生。

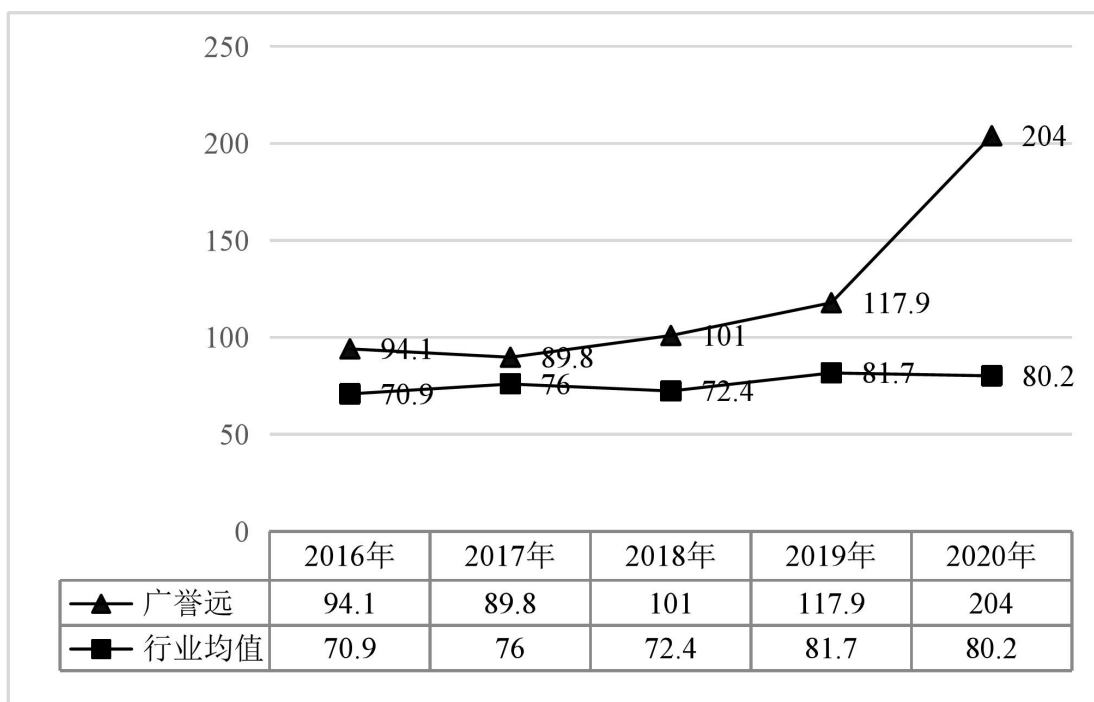


图 3.11 广誉远 2016—2020 年盈余现金保障倍数行业均值对比

数据来源：广誉远 2016—2020 年年报

盈余现金保障倍数是从企业现金流入量和流出量的视角出发的，动态的指标是对收益质量的一个很好地补充，是对企业的相关收益的再一次改进。该指标是正向指标，数值的大小与收益质量数成正相关的。从图中的分析可以看出，广誉远在该指标的表现是高于行业内平均水平的，这一差距也在逐年扩大，尤其是在 2020 年扩大到了将近一倍之多的水平。可以说明广誉远通过净利润可以更好地转化为现金，这是因为广誉远有国家级保密处方，药品的定价方面有很大优势可以帮广誉远赚取较高的利润。同时，广誉远也应该注意公司“四盒药”收入倾斜的问题，广誉远还需保持优势的同时要进一步需要公司调整收入结构以平衡其他药物发展。

3.4.4 基于财务弹性指标识别

财务弹性指标是指企业能够利用自身的闲置资源的能力，有可能是对闲置资金或者是闲置负债进行一定的投资，能够反映企业的环境适应能力和投资的能力。该指标很好

地能够反映企业在市场中很多无法预知的情况下的适应能力，以及是否能把握投资机遇。财务弹性越好，更能说明企业能在市场中把握先机，有良好的适应性还能够在投资中获得收益。本文选用现金流量适合比率、现金满足投资比率这两个指标。财务弹性现金指标情况如下（见表 3.7）：

表 3.7 广誉远 2016—2020 年财务弹性指标行业均值对比

年份	现金流量适合比率	行业均值	现金满足投资比率	行业均值
2016 年	-120.1%	117.2%	-98.4%	6.9%
2017 年	-67.2%	66.0%	-72.9%	5.5%
2018 年	-65.3%	137.4%	-72.0%	8.1%
2019 年	-75.6%	127.7%	-67.3%	7.2%
2020 年	-211.4%	135.9%	-81.3%	7.9%

数据来源：广誉远 2016—2020 年年报

通过财务弹性指标与行业平均水平对比，远低于行业平均水平，甚至均出现了负值。具体指标分析如下（见图 3.12、图 3.13）：

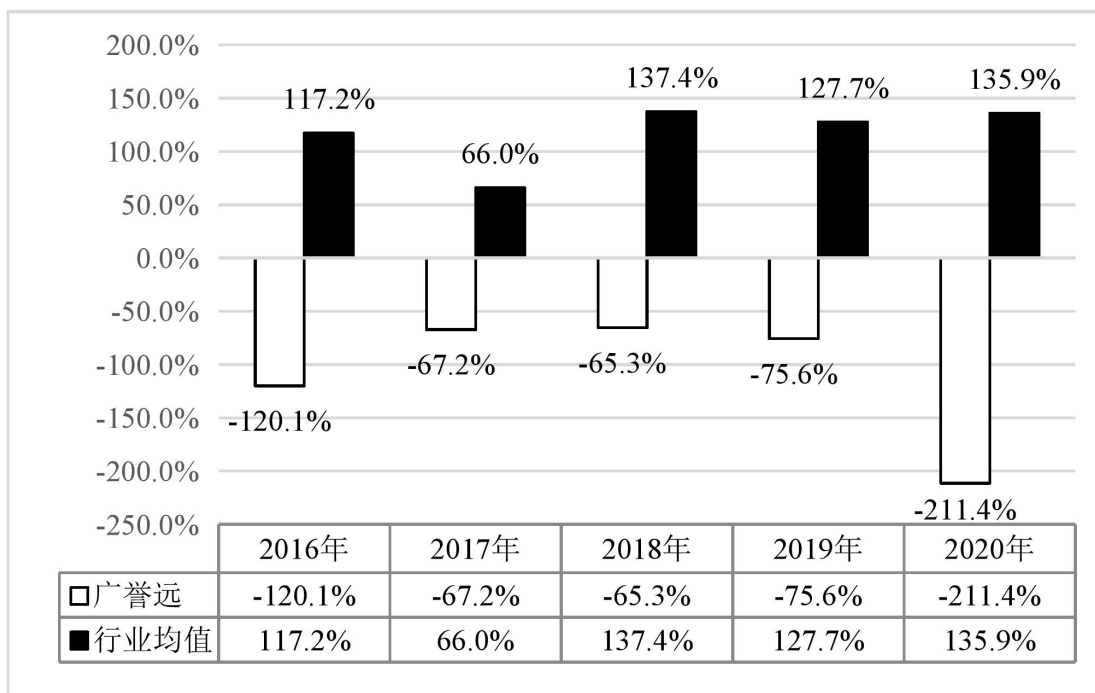


图 3.12 广誉远 2016—2020 年现金满足投资比率行业均值对比

数据来源：广誉远 2016—2020 年年报

现金满足投资比率是企业经营活动的现金是否能够满足投资以及其他发放股利等资本的支出。该指标也是正向指标，数值的大小与能否满足资本支出需要的能力正相关。一般来说该指标能达到 80%就是正常的。但是从图中的分析可以看出，广誉远一直持续为负，也比行业平均水平低了很多。说明广誉远通过经营活动产生的现金是没有办法满足企业进行资本支出，比如再投资或者分配福利方面都没有足够的资金去满足。这就导致了广誉远在的投资活动没有现金流支持，导致投资活动的收益较少，又加已经投资了的活动也不能带来很好的收益，就导致了广誉远在投资活动中表现不佳。这也代表着广誉远过分得依赖于筹集资金而获得收益，尤其是依赖于短时期借款，不断地通过偿还借款来消耗广誉远自身的现金，无法进行投资主动获取收益，这样极其被动的方式很有可能使广誉远自身的现金流发生严重的问题。

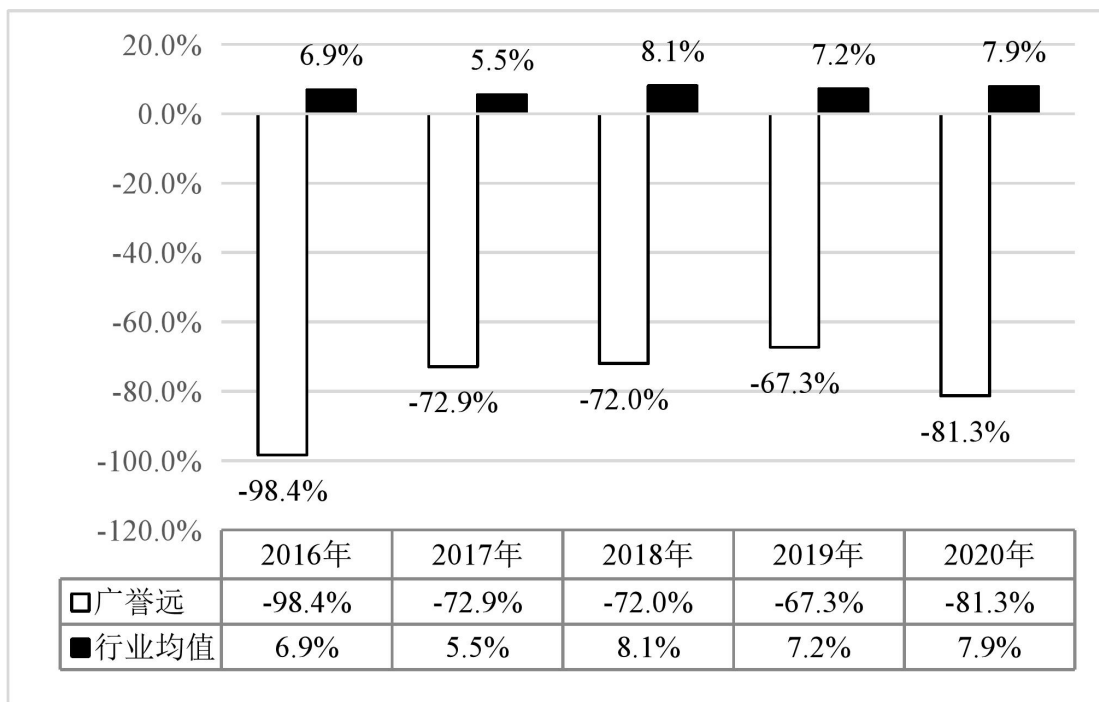


图 3.13 广誉远 2016—2020 年现金流量适合比率行业均值对比

数据来源：广誉远 2016—2020 年年报

现金流量适合率是指企业在经营活动中所形成的现金是否可以应付企业自身日常的活动的费用。该指标如果等于 1 的时候，就代表刚好可以满足日常的基本活动支出；如果大于 1 的时候，代表能够很好地满足日常活动的需要，可以将资金进行进一步投资、扩大规模以及偿还债务上；如果小于 1 的时候，就意味着经营活动产生的现金连基本的经营活动都满足不了。从图中的分析来看，中医药行业的整体现金流量适合比率都表现

较差，意味着没有宽裕的现金去支撑其他活动的需要。对于广誉远来说，一直是低于行业平均水平的，且一直为负值，说明广誉远自身的现金流连支撑平时的日常经营都比较困难，所以更没有办法进行投资，不断地通过借取短期债款来满足资金需要。导致了现金流压力非常大，也有随时现金流断裂的风险。

综上所述，广誉远的偿债能力、获现能力、盈利质量、财务弹性表现并不乐观，企业的经营活动产生的现金流无法满足企业基本需求，无法很好地适应未来环境的变化，大量的资金无法转化为现金流，也不能够抵御外部的风险，随时都有可能发生现金流的断裂导致企业没有办法继续经营。欲想进一步对广誉远目前的财务状况进行了解以便提出符合广誉远发展的建议。下一步就对广誉远近五年的财务状况进行评价量化，进一步了解现有的问题。

4 现金流视角下广誉远财务风险评价

4.1 财务风险评价模型的选择

4.1.1 Z-score 模型

Edward Altman 在研究过程中发现，企业的财务指标互相之间都有一定的关系，对财务风险的影响程度都各有不同。Altman 通过研究和统计，从 30 多组即将申请破产和还未破产的公司中找到 5 个评价财务风险的指标。利用多元判断分析与基础的财务比率联系起来，又将分析量化的指标针对于企业破产的几率进行评价和分析，他首次提出了 Z-score 模型。

Z-Score 模型最基本的表达式为： $Z=1.2X_1+1.4X_2+3.3X_3+0.6X_4+0.999X_5$ ，具体指标计算公式如下（见图 4.1）：

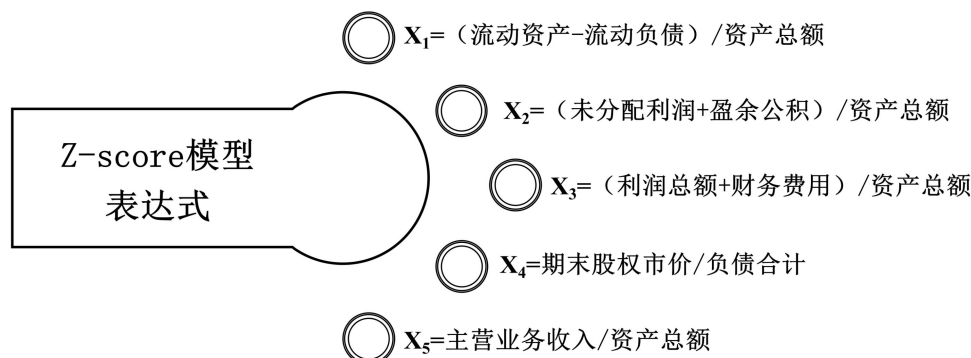


图 4.1 Z-score 模型基本表达式

指标 X_1 反映的是一个企业在短期内能否偿债的基本能力，当指标 X_1 越来越大时，代表企业的现金流动性越来越好，也意味着财务风险越来越小。

指标 X_2 是对一个企业近几年持续盈利能力的量化，即该企业获得利润的能力，当指标 X_2 越来越大时，一个企业的留存收益就越来越多，也意味着企业出现财务风险的可能性也在降低。

指标 X_3 和指标 X_2 都能够反映企业获得利润的能力，但指标 X_3 是没有考虑税收指标和融合资金影响的条件下进行量化的，在刨除两方面的影响指标更加单一，当指标 X_3 越来越大时，代表着一家公司对资本的是利用效率越高，也表示出现财务风险的可能性越小。

指标 X_4 是一个企业基本财务结构是否合理的量化，通过计算得到在资本市场中企业的资本结构是否能够保持稳定状态，当指标 X_4 越来越大时，代表着企业出现财务风险的可能性越来越小。

指标 X_5 是一个企业销售能力的量化，也就是常用到的总资产周转率。当指标 X_5 越来越大时，就代表着企业销售能力比较好，更意味着企业对于资产的使用效率较高，即能够较快地增加收入。

基于 Altman 研究出的 Z-score 模型，通过对 Z 值的测量结果就能够了解企业破产的概率。Z 值越低代表公司即将倒闭的可能性越大，对此 Altman 也给出了关于 Z 值的判定标准，即企业破产的边界值（见表 4.1）。在多项研究后 Altman 发现，当 Z 值低于 1.81 这个数值时，企业的财务状况有较高的风险性，有可能会陷入严重的财务危机，这时候管理层需要采取较快的措施落地；当 Z 值在 1.81 至 2.675 的期间内，这时表示企业所处的财务状况尚不清晰，需要管理层发现风险并及时采取相应的应对策略；当 Z 值高于 2.675 时，表明在这段时间内企业的财务状况是比较好的，暂时处于安全区。

表 4.1 Z-score 模型判别标准

Z 值范围	$Z < 1.81$	$1.81 \leq Z < 2.675$	$Z \geq 2.675$
判别	破产区	灰色区	安全区
财务状况	财务状况堪忧	财务状况不稳定	财务状况良好

4.1.2 改进的 Z-score 模型

Altman 提出的 Z-score 模型在预测财务风险过程中，使用的指标都是通过静态指标来进行预测，比较单一缺乏全面性。为结合本文从现金流视角进行财务风险量化评价，本文采用我国中央财经大学教授且在企业风险管理中有突出学术贡献的学者刘红霞改进后的 Z-score 模型进行财务风险量化评价。该模型的提出充分考虑到了现金流指标，通过对模型的统计检验发现，剔除各行业各有特点及企业故意操纵其财务数据这两个因素之外，该模型适合于一般情况所有上市公司的财务风险量化评价。现如今，对于预测财务风险来说，利用现金流量预测已经被多个专家普遍证实有效性。加入现金流量指标在原有模型的基础上能够全面反映财务风险，让预测结果更加准确，从另一方面来讲，还可以克服一部分因报表粉饰等造成的财务信息虚假情况，更加有效地针对于财务风险进行预测。

我国学者刘红霞在构建模型的过程中选择四个动态指标即现金流指标，具体计算如图 4.2 所示（见图 4.2）。同时为了进一步将现金流与财务风险结合起来，通过构建现金流识别模型公式将财务风险进行量化分析，所构建现金流风险识别模型如下：

$$Z_1=0.948ZYXJ+0.925XJBL+0.963XJZW+0.42XJJZ$$

$$Z_2=-0.246ZYXJ+0.003XJBL-0.155XJZW+0.904XJJZ$$

$$F=0.71466Z_1+0.22565Z_2$$

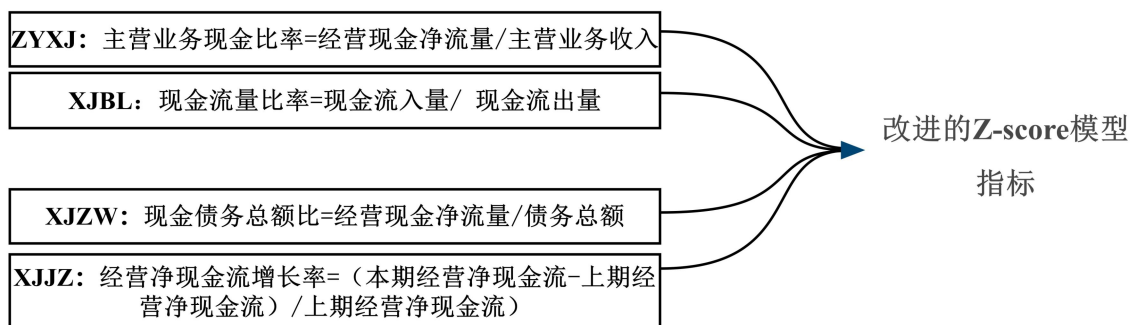


图 4.2 改进的 Z-score 模型指标

由于 F 值是判定财务风险大小的判别数值，而 F 值又是综合指标 Z₁ 和指标 Z₂ 计算得到的，因此 F 值的大小与改进的 Z-score 模型中四个现金流量指标相关，且这四个现金流量指标与公司经营的状况成正相关，所以 F 值的大小也与财务风险成正相关，即 F 值越小，说明企业的财务风险越大，反之亦然。F 值判别标准如下（见表 4.2）：

表 4.2 F 值判别标准

F 值范围	F<0.3145	0.3145≤F<0.4599	F≥0.4955
现金流状况	严重	灰色区域	良好
财务状况	破产区	风险临界值	安全区

4.2 财务风险评价量化及风险等级划分

4.2.1 财务风险评价量化

根据广誉远公司具体现金流数据计算改进的 Z-score 模型中所用到的四个现金流量指标，改进 Z-score 模型现金流指标计算如下（见表 4.2）：

表 4.3 改进 Z-score 模型现金流指标计算

时间	ZYXJ	XJBL	XJZW	XJJZ
2016 年	-0.2266	1.2563	-0.5121	2.5293
2017 年	-0.1573	0.5799	-0.3417	-0.1327
2018 年	-0.1843	0.9119	-0.4123	0.6223
2019 年	-0.1159	1.0224	-0.1285	-0.5274
2020 年	-0.0682	0.9905	-0.0569	-0.4637

在计算各个现金流指数的基础上，还需要对 Z_1 、 Z_2 值加以计算，并同时计算出 F 值以便下一步的财务风险判别。具体分析如下（见表 4.3）：从表中可以看出，2017 年、2019 年的 Z_2 值均为负数，较上年出现大幅下降，财务风险变大，2020 年 Z_2 值也出现负数的情况，但比上年上升了一定幅度。同时，在这三年 Z_1 值出现了不同程度的下降。总体来说，除 2016 年和 2018 年外，广誉远的现金流状况一直处于非常严重的情况。

表 4.4 改进 Z-score 模型 F 值计算

时间	Z_1	Z_2	F 值
2016 年	1.5165	2.4254	1.6310
2017 年	0.0025	-0.0266	-0.0042
2018 年	0.5331	0.6745	0.5332
2019 年	0.4906	-0.4253	0.2546
2020 年	0.6020	-0.3906	0.3421

4.2.2 财务风险等级划分

广誉远 F 值判别反映了现金流情况（见表 4.4），按照模型的 F 值计算，可以初步判断广誉远 2016 年和 2018 年的现金流情况已基本达到了安全范围，但 2017 年和 2019 年的广誉远现金流情况则出现了严重问题。2020 年在风险临界值区域，现金流状况处在灰色区间。

表 4.5 改进 Z-score 模型 F 值判别

时间	F 值	F 值归属区域	风险初步识别分析
2016 年	1.6310	$F > 0.4599$	现金流状况安全
2017 年	-0.0042	$F < 0.3145$	现金流状况存在严重问题
2018 年	0.5332	$F > 0.4599$	现金流状况安全
2019 年	0.2546	$F < 0.3145$	现金流状况存在严重问题
2020 年	0.3421	$0.3145 < F < 0.4599$	现金流状况处于灰色区域

发生上述情形的主要因素很有可能是受到疫情影响，而企业和上下游供货商之间谈判价的能力也有所下降而导致的，尤其是针对于经常要搭档的企业或者是在市场内影响力比较大的企业，要给予适当的信用额度，延长账期。广誉远企业本身销售业务因为疫情影响较大，经营性现金流入就相对较少，又加上沉积的应收账款越来越多，占用了公司较大的资金，导致现金的流动性更弱。在 2020 年发生了转机，由严重地区进入了灰色区域，有可能就是因为广誉远其中之一的大股东东盛控股和山西创投基金管理公司之间签订了《股份转让协议》，在合同中双方协议将广誉远全部股份的 8.13% 无限售为流通股本，即四千万股出让给了山西创投，在东盛集团将部分股权转让给山西创投之后，公司的现金流短缺问题得到了暂时性解决，经营也向好的方向发展。

然而，对于广誉远的长期发展来看，必须解决应收账款无法收回、经销商交易导致销售费用过高、经营过度依赖“四盒药”、过度借款筹资、投资过度的一系列问题，这些问题的存在导致广誉远在经营活动、筹资活动及投资活动中的现金流入不敷出，随时都有可能让广誉远有现金流断裂的财务风险风险。

4.3 现金流视角下的财务风险评价

4.3.1 经营活动现金流量短缺

对一家公司而言，经营性现金流是决定生存的先决条件，该指标是企业自身积累的源泉。公司需要保证有合理的经营性现金流才可以保障公司的正常经营，如果存在问题，公司的财务状况肯定是不尽如人意的。对于广誉远，一直强调的经营性现金流量净额常年为负值，延续了九年之久。通过与同行业其他中医药公司对比来看，发现这不是同行业出现的通病，而是广誉远一家中医药出现的问题。作为一个中医药的老字号企业，无

论是从产品优势及品牌声誉来说，广誉远在同行业中绝对是凤毛麟角的，其涉及到保密药方的中医药毛利率在同行业中都是非常高的。究其原因，经营性现金流入量抵不过流出量，尤其是巨额的销售费用及账龄长的应收账款对于流出量占比十分巨大，从图中可以看出这五年来的趋势变动十分不稳定，特别是2018年跌到了将近三亿元，这里出现的问题必须引起公司管理层的高度重视。经营性现金流量管理是做好投资和筹资的保障基础，只有不断完善经营性现金流，才能为投资和筹资提供足够的现金流。

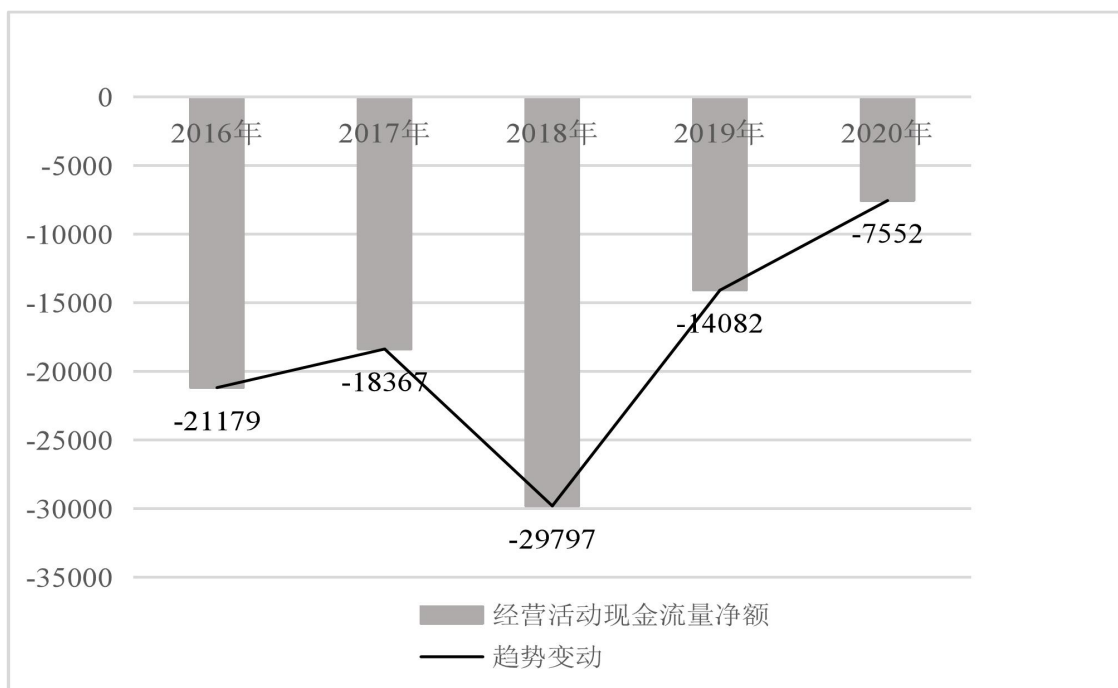


图 4.3 广誉远 2016—2020 年经营活动现金流量净额

数据来源：广誉远 2016—2020 年年报

从具体项目分析结果和收现比可以发现，广誉远近五年来主营业务收入始终处于不平衡的状况，特别是到2018年营业收入虽然达到了接近五年的历史最高峰，约为161876亿元，但是主营业务收入所占的比例却只有0.47，因此在项目分析中也可以发现通过主营业务投入获得营业收入的占比较低，公司应注重主营业务收入与促进收现比的提升。

表 4.6 广誉远 2016 年——2020 年收现比
(单位: 万元)

报告日期	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年
销售商品、提供劳务收到的现金	43384	65277	75390	93573	79046
营业收入	93699	116868	161876	121710	110943
收现比	0.46	0.56	0.47	0.77	0.71

数据来源: 广誉远 2016—2020 年年报

上文中分析发现收现比较低, 营业收入除主营业务收入之外, 对于广誉远其他的大部分收入有可能是来源于大量的应收账款, 这些与经销商之间产生的应收账款一直拖欠, 没有及时收回, 经营性现金流处于紧绷状态, 不能转化为现金真正流入企业。从表中发现在 2018 年到 2020 年应收账款竟然超过了营业收入, 甚至一直在急速上升, 这意味着企业有大批量的坏账有可能造成没有办法收回的情况。同时营收票据及其他的应收款项也持续升高, 广誉远应注意加急催收应收账款, 更要处理相关经销商的相关问题。

表 4.7 广誉远 2016 年——2020 年应收账款占营业收入比重
(单位: 万元)

报告日期	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年
应收账款	46288	73536	133839	144490	155971
应收票据	16012	24280	24376	8506	17023
其他应收款	2760	8705	6722	10897	14870
营业收入	93699	116868	161876	121710	110943
应收款/营业收入	0.69	0.91	1.02	1.35	1.69

数据来源: 广誉远 2016——2020 年年报

通过对应收相关账款的数据分析以及财务报表查看, 广誉远针对于业务的下降因素, 宣称由于遭受了新冠疫情持续爆发的影响, 以及线下药店客户的流动量细化和企业商品“高学术、高价格、高功效”等三高特点的原因, 线下的销售业务存在的下降的趋势。

表 4.8 广誉远 2016 年——2020 年应收账款周转天数、周转率同行业对比

报告日期	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年
应收账款周转天数	122.0 天	184.6 天	230.6 天	411.6 天	487.5 天
应收账款周转率	3.0 次	2.0 次	1.6 天	0.9 次	0.7 次
行业均值	39.9 次	10.2 次	9.7 次	7.5 次	7.9 次

数据来源：广誉远 2016—2020 年年报

通过对应的收账款周转天数和资金周转速率与同行业比较分析，尽管应收账款周转数量一直持续地上升，周转率也远远低于了业内的平均水平，这些数据表明广誉远收款的效率十分缓慢，应收账款的账龄也比较长，很有可能会导致坏账损失的风险。

表 4.9 广誉远 2016 年——2020 年销售毛利率同行业对比

报告日期	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年
销售毛利率	77.9%	82.4%	81.1%	77.8%	71.2%
行业均值	55.9%	58.12%	59.7%	58.6%	55.9%

数据来源：广誉远 2016—2020 年年报

销售毛利率是代表企业产品的竞争力和获利潜力。通过广誉远与同行业的对比来看，销售毛利率都维持在比较高的状态，说明这是中医药行业的销售毛利都保持在较高的水平。但广誉远自身的数值比起行平均水平仍然处于较高的状态。尤其是在 2017 年和 2018 年都飙升至 80% 以上，说明广誉远本身的产品定价在同行业内是非常有优势的，广誉远应一直保持自身的竞争优势，为企业的盈利能力保驾护航。

表 4.10 广誉远 2016 年——2020 年销售费用率同行业对比

报告日期	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年
销售费用率	46.0%	44.1%	38.8%	44.5%	52.7%
行业均值	27.7%	31.1%	34.1%	34.3%	32.1%

数据来源：广誉远 2016—2020 年年报

在上文的分析中发现广誉远常年保持较高的毛利率优势，但经营性现金流净额依旧为负值的还有一个重要原因就是有巨额的销售费用。可以从上表中发现，广誉远的销售费用率一直笔行业平均水平高出了 10%~20% 之多。说明广誉远在广告投入及营销宣传

方面投入较大，投入与产出的比率不均衡，广告宣传的作用是能以合适的投入带动较大的发展，广誉远的宣传方式需要创新改变。尤其是各个城市的合伙人及经销商之间存在一定的关联交易，广誉远在注意在宣传拉动财务效率方面要提高的同时，更要规范相关的关联方交易，使得“灰色地带”透明化。

4.3.2 投资活动现金使用过度

投资活动的基础就是公司能够有足够的经营性现金流来支持相关的投资活动，对广誉远而言，经营活动现金流不足就表明了公司缺乏过多且宽裕的流动资金进行投资，从投资活动的现金流量净额来看，这五年接连为负数，说明投资成效不好，投入的资金及项目没有得到预期的收益。从年报来看，广誉远近年来的投资用来构建了长期资产和相关各地方的中医药项目，具体在工程设备及国医馆的投入。广誉远提出的国医馆项目旨在和良好的政策结合，社会流行起中医养生风气，发挥中医药独特优势，这一项目初衷是非常好的，但在具体实施过程中，还需要广誉远考虑到投资付出的资金是否能够得到一定补偿。更要考虑到经营性现金流不能充足保证投资的情况下，需要广誉远在投资方面更加谨慎和精细化。如果投资一旦过度或者是投资过程出现较大纰漏的话，很容易会造成现金流断裂，需要引起高层高度注意。

在年报中依然可以看出，广誉远十分注重对项目投资及相关项目需要的研发投入。从这之中也感到欣慰的是，作为一家有着秘方的中医药企业也在发挥着企业社会责任。尤其是在核心产品上，不断挖掘产品的价值潜力，不断拓宽产品治疗的范围，联合各个知名高校一起研究临床用药、质量标准以及相关药的原理、效果和作用机制，以提高中医药的治疗价值。为了使这样优秀的老字号企业能够可持续发展，广誉远需要从投资前、投资过程及投资后期进行精细化管理，以保证一定的投资收益，减轻投资流出量大于流入量这一现象的发生。

4.3.3 筹资活动现金流不稳定

筹资活动的现金流是为了根据具体生产和经营的情况，对外界投资以及调整资本结构等的需要，通过吸收投资、向其他企业借款等进行筹资弥补前两个活动的现金流。对于广誉远来说，经营性现金流持续为负、投资活动过度的情况出现，对于筹资活动的要求格外严苛，需要筹资现金流持续且稳定的提供，缓解现金流压力。从2016年到2020

年的广誉远年报数据来看，筹资活动现金流量净额一直为正值，说明广誉远在外界吸收了一定的现金，但从 2016 年的 85667 万元降低到了 6891 万元，减幅 91.96%，主要是由于公司在 2016 年收到了重大资产进行重组配套募集资金才发生的。对于吸收投资资金来说，上文中提到广誉远近年来实行的投资都是重大项目投资，在重大项目投资上有可能出现回收资金慢、项目周期长等问题，导致在筹资环节不能够借助投资活动产生的现金流来缓解现金流压力。就目前经营情况来看，广誉远应将一部分目光投放在筹资环节中，筹资环节通过吸收一定的现金，能够维持现金流保持正常运转，但如果筹资活动中现金流都不能够保证稳定的话，极有可能会随时发生现金流断裂的情况。

从下表中可以看出，广誉远的筹资来源结构也出现了比较大的问题，从吸收借款的层面来看，广誉远大量的筹集资金借助流动负债来进行，对流动负债的依赖性非常大，几乎都占到了 95% 左右。但流动负债意味着企业要保证有充足的现金流用于偿还，这样的结构失衡可能会在广誉远资金周转时出现较大问题。在这方面，对于公司管理者来说应该要多加重视，尝试可以把非流动负债的比率增加，也一定的会降低偿债压力。

表 4.11 广誉远 2016 年——2020 年流动、非流动负债占比

报告日期	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年
流动负债	11255 万	12606 万	68676 万	105615 万	127207 万
非流动负债	1000 万	1000 万	3592 万	3943 万	5625 万
流动负债占比	0.92	0.93	0.95	0.96	0.96
非流动负债占比	0.08	0.07	0.05	0.04	0.04

数据来源：广誉远 2016—2020 年年报

从负债的具体项目来看，借助于短期借款的比率一年比一年高，到 2020 年已经达到了 29980 万元。但作为非流动负债的长期性借款以及应付债券来看，广誉远利用非流动负债筹资的比率几乎为零，这样非常严重的筹资比例失衡会给原本就现金流状况不好的广誉远雪上加霜，短期性借款要求在短时间之内偿还，对于现金流提出了更高的要求，但广誉远目前的现金流状况来看，需要对筹资结构进行及时调整。

表 4.12 广誉远 2016 年——2020 年负债情况

报告日期	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年
短期借款	4133 万	11000 万	19156 万	17343 万	29980 万
长期借款	-	-	-	-	2600 万
应付债券	-	-	-	-	-

数据来源：广誉远 2016—2020 年年报

通过对现金流结构和指标识别，发现了广誉远存在现金流引发财务风险的问题，再使用改进的 Z-score 模型进行评价量化和风险等级分析，发现了广誉远在 2017 年、2019 年和 2020 年出现重大的现金流问题，将出现的问题归纳为三方面：经营活动现金流不足、投资活动现金使用过度、筹资活动现金流不稳定。在事前计划、事中控制及事后总结都存在大量问题，为解决广誉远现金流引起的财务风险，需从经营环节、筹资环节、投资环节和公司内部监管及预警方面提出对策及建议以解决广誉远现存问题，保障企业可持续发展的同时促进中医药行业的发展。

5 现金流视角下广誉远财务风险控制

5.1 经营环节财务风险控制

基于上文的分析，可以看出广誉远经营环节存在的问题主要为：销售费用及应收账款金额较大，占比远远高出了同行业的一般水平；关联方交易过多导致存在“灰色地带”；存货周转较慢积压过多等问题。持续的营业现金流净额为负值的状况极有可能给企业造成财务危机，对广誉远而言，在合理管控上述问题的同时也要重视对现金流的关注，因为现金流作为公司的“命脉”对公司可持续发展至关重要，所以公司在经营环节就明确提出了合理管控销售费用、严格规范与关联方交易和应收账款、提升公司存货资金周转效率等的控制措施。

5.1.1 制定合理销售政策，精细化关联销售费用

广誉远出现经营活动现金流量金额持续为负的主要原因就是流出量小于流入量，而销售费用在现金流出占比较大，控制销售费用的目的在于减少经营活动的现金流出，因此，控制销售费用是经营环节财务风险控制的重要环节。广誉远销售费用的流出主要分布在市场宣传、广告投入及拉动经销商宣传三个主要方面，为了扩大品牌影响力及销售面，必要的宣传无可厚非，但在宣传及广告时要注意投入与收益的比例均衡。因此，广誉远需要制定合理的营销政策与计划，在制定计划时做好全面的预算控制，对于新一期广告投入进行预测和分解，将目标逐步划分到每个步骤及区域上，在后期实施中应该严格执行计划，包括分销商举办宣传的频率、广告投入的场次等。同时也应该注意对营销事业部的考核，如果有不全面或执行错误的情况，将收入与绩效挂钩。对于销售人员的费用更要精细化管理，需要评估人员负荷；销售预测和目标分解，包括分品类的覆盖客户考核；相关销售佣金的政策制定等。最后建立了后期投入与产出指标体系并进行了定期销售计划的实施状况并进行了公示，以鼓励进步和鞭策落后。

5.1.2 规范关联方交易，管控应收账款比重

广誉远提出“众筹+合伙人”的商业模式引领了行业的新发展，一方面对于国医馆项目来说能够快速地扩张，另一方面也可以用众筹资金使国医馆尽快在各个地区开办。带来好处的同时，新的问题应运而生，在各个地区的合伙人中存在一定的交易“灰色地

带”，适当的关联方交易可以避免信息不对称，降低交易成本，提高交易效率能够增加流动资金的周转率。但是硬币总有两面性，过度的关联方交易就会增加公司的经营风险，使公司陷入财务困境。在广誉远的年报中可以看出，大量的关联交易在应收账款中占据很大比重，如不加以管控就会出现坏账风险。在财务方面，相关财务部门应对即将发生的关联方交易进行统计，通过整理、分析、汇总形成年度日常性关联性交易预计汇总表，董事会要针对预计关联方交易做好披露工作，强化关联交易的决策程序。在公司方面，对于广誉远来说规范长期合作的经销商需要增强公司自身的独立性，减少对经销商的依赖程度。针对企业与关联方的交易实施公开性监督，内容包括交易内容及数额、交易背景以及相关交易价格，检查是否存在买卖双方的利益输送，并核实成交的真实性，定期监督使得关联方交易更加清晰向更好的一面发展，确保关联交易的公开与公平。在报表披露方面，需做到会计信息的真实性和公允性，不得使用关联交易事项来冲抵坏账，在保证公司声誉及关联方合作关系的情况下，适度限制就能够保障交易的效率及成本。

5.1.3 提高存货周转率，降低仓储成本

广誉远是一家老字号的中医药公司，营业收入主要依靠中医药，尤其依赖于“四盒药”的销售，名贵的中医药原材料存储需要特殊的条件，而广誉远存在严重的存货积压，导致存储成本和仓库管理成本相应增加。为提高存货周转率，第一要设置库存量的最低范围并控制在该范围内，尤其是针对于仓储成本较高的中医药需要根据销售情况的不同需求制定合理的采购计划；第二是采购过程要严格执行采购计划，分清楚销售较快的药物原材料，经常性积压的药物原材料，如果积压的中医药原材料过多，相应的要制定捆绑销售计划，以促进成本回收；第三是根据每月的销售情况进行统计制定销售报表，针对于销售量排名较后的减少采购量，做好市场调查根据实际情况进行采购；第四是提高商品销售额策略，广誉远发展至今不仅是我国老字号医药企业，更是以独家秘方引领市场，在涉及到独家配方的药品上要主动引导价格竞争，在毛利率合适的范围内，让顾客享受到优惠的同时还能赚取利润；第五是与经销商合作时要提高订货频率，实行少量多次的策略。对于销售情况较好的药物，实行随时库存不足随时订货随时送货的原则。对于销售一般的药物，以供应商送货量最低为标准，分单送货实施；第六是与采购商保持良好稳定的关系，稳定的合作商能够减少沟通成本，还能在遇到意外或紧急情况时迅速协商判断。一旦库存积压量很大，现金流又遭遇很大压力时，就能够运用广誉远自身的

品牌优势和同行业以及下游公司实现资本融通，实现短期内缓解现金流。

5.2 投资环节财务风险控制

基于上文的分析，可以看出广誉远投资环节有投资过度的问题存在，在经营现金流量净额持续为负的情况下，还存在大量的投资。由投资活动所产生的现金流量也始终为负数的这一现象分析，投资活动的现金流入量远小于流出量，投资效果不佳。为解决投资过度这一问题，本文从事前制定投资计划、事中优化投资过程、事后强化投后管理等三个方面进行财务风险控制。

5.2.1 制定投资计划，保障资金支持

广誉远的投资活动现金流量净额近年来均为负值，说明投资活动安排不合理，不能达到预期的投资目标。因此，在投资前期需要进行周密的投资计划。广誉远目前主要的收入来源于经营活动销售商品，尤其是依赖于“四盒药”的销售现状，投资前需有充足的资金支持投资。首先，进一步建立差异化品牌优势，把传统中药老字号与特色配方有机地结合建立品牌优势和价格优势，并针对销售收入状况建立合理的投资目标，以保证投资的有效性。同时，必须了解投资项目的风险性和企业所能承担的最大风险级别，要保证企业在可承受的范围内发挥投资的最大效用；其次，要根据公司运行的现金状况选择合适的投资目标，最好是所确立的投资方向可以和企业整体发展的规划和战略能够同步发展，既保证了投资的收入来源同时也能够促进公司的可持续发展。比如广誉远提出的国医馆项目就完美地贴合了当下的政策背景以及社会风尚，还能促进企业自身在中医药行业的发展，但要吸取教训的是，广誉远预算把控好投资的成本问题，以保证风险和收益的均衡性；最后，是要做好投资环境的分析。广誉远要根据具体的政策背景以及行业整体环境进行投资决策，充分考虑内部及外部环境，选择投资方案也应该慎之又慎、优中选优。同时也要做好投资计划出现意外情况的处理计划，投资全过程把控，充分发挥技术优势全面预测，具体情况具体分析，对于临时出现的或者是未曾预料到的情况要做好应急方案。投资计划是整个投资过程的开始，也是重中之重，后期投资过程和投后管理需根据投资计划进行。

5.2.2 优化投资过程，保证计划实施

在制定好科学的投资计划后，为保证计划能够落实，需要对投资全过程进行优化设计。广誉远投资过度的状况很有可能是因为在投资流程中存在问题所造成的，优化了投资过程能够使企业在投资的实施中更加全面化。首先，企业必须对投资过程中所需要的人员和物资都清晰明了，并根据不同的工程项目设置相应合适的管理人员并加以领导，要达到分工清楚，权责到人，并确定了管理目标；针对于具体的物料，也采取人和物相统一的管理办法，不同项目的人负责自己的物料。做到在投资管理过程提高效率，降低沟通成本。其次，对于资金的流入和流出做好相关的记录，定期进行盘点账实比对，对于不符合的情况及时追踪及记录，尤其针对于大额款项更要核查清楚，保证资金的来源和去向都能够清晰化、透明化。再次是针对于投资过程中管理人员需要做到权责分离，设置内部控制体系与企业财务形成相互制约、相互管理的内部控制机制，以保证资金的正常运行。最后，要灵活性管理，在投资过程中都可能出现意料不到的问题，根据具体情况，申请变动成功后对投资具体实施过程进行调整，以适应投资计划最终的投资目标。

5.2.3 强化投后管理，做好定期追踪

当前很多上市公司对投后管理极不重视，甚至处在“投后不管”的境地，没有对投资项目进行全生命周期的管理，导致投资收益不达预期。为了保证整个投资进一步得到更好的保障，投后管理需要从以下几个方面进行：第一，投前和投后负责人“一站到底”式负责，对于投资后期出现的问题都是由投资前期的负责人进行解决，在投资过程中该负责人是最熟悉项目的人，这样做能够更加有针对性的进行跟踪和改进，同时与项目的绩效挂钩，所以收益对个人和团队都有激励的作用；第二，投资结束后不断挖掘为企业增值的地方，创造更多的机会回报，投后管理更应该注重在投资过程中出现纰漏的地方，从而发现问题解决问题，更应该将投资过程中学习到和思考到的问题形成相关的投资建议，以备日后的经验借鉴；第三，定期做好追踪工作，与时俱进抓住政策和行业机遇，在后期进行投资计划时能够敏锐地察觉并实施相应的投资计划。

5.3 筹资环节财务风险控制

5.3.1 预测资金需求，精准对接弥补

筹资活动的现金流可以弥补广誉远在经营活动中较大的流出量以及投资活动中过

度的资金投资，这就需要知道企业需要多少资金来进行弥补。当然筹集资本也不能多多益善，因为较多的筹集资本可能意味着必须用公司资本进行偿还，而且在预测的过程中需要合理安排以做到科学筹集。这里的资金预测首先要考虑到企业未来几年的发展战略和计划等各个层面的策略。通过对企业短期内需求资金量进行把控做出相应短期需求的计划，同时还应该参照企业自身的盈利状况及销售情况，充分考虑年度流入及流出量的所有情况，精准预测，精准对接。计算现金的流入量。通过查看报表了解企业长期资金的需求量，针对于不同类型的需求可以通过短期借款、长期借款、吸收投资资金进行具体情况的弥补。

5.3.2 优化筹资结构，确保资金运转

从上文的分析中可以得到广誉远的筹资结构及其不平衡，依赖于短期借款导致现金流问题加剧。因此广誉远急需调整企业筹资途径，并积极平衡各个途径，而不要过于依靠某一个筹资方式，因为如果存在着巨大的财务风险，企业贷款很有可能变成压死骆驼的最后一根稻草。首先，广誉远需要通过长期借款进行筹资，减少短期借款的比例。长期借款筹资对企业现金流的要求低，偿还期限较长，就可以使企业在一段时间内对遇到的现金流问题以及财务风险进行不同程度的缓冲，长期借款能够满足企业对于长时间资金的需求。其次，吸收直接投资筹资。在上文的分析中发现广誉远投资项目周期长、见效慢，所以不能给广誉远带来一时之需，也不能高效解决现金流问题，可以通过出资货币、实物、知识产权、土地使用权等筹资股权资本及时缓解筹集资金来源，同时也可以承接一些见效较快，周期较短的项目，以促进资金能够迅速回笼；最后，应在筹资过程中加强非流动负债，从上文分析中可以看出公司在这五年间没有进行债券筹资，债券筹资是企业在进行筹资时比较青睐的一种筹资方式，债券筹资的成本相对较低，正好适用于广誉远目前的现金流情况，在现金流不充足的情况下选择债券筹资，可以解决一段时间的现金流压力，而且没有较高的偿还要求，等到广誉远各个项目有现金流入时就可以偿还这一部分的资金。在这过程中，广誉远需要做好自身资金周转，到偿还期限时及时地进行偿还。

5.4 公司内部监管及预警

结合广誉远风险控制体系，针对识别的各项风险及其控制，进一步梳理和完善企业

目前的每一项制度，旨在建立能够对公司、控制股权的子公司、各项业务流程和每项管理内容的风险控制体系，通过再次修改相关企业制度办法，让风险控制流程更加具有整体性、科学性、高效性，能够带动企业生产和经营活动顺利开展，加强公司抵御风险的能力。

5.4.1 建立健全内部控制体系

内部控制体系的建立健全对于企业来说多了一层保障，在符合国家相关会计法律及法规的前提下，能够让会计工作过程中遵守的程序更加合理，也能够使企业抵御发生的财务风险，所以内部控制体系对于在财务风险临界值的广誉远来说是十分有必要的。

企业的内部控制管理体系要具有完整性和科学性（见图 5.1）企业应在董事会下单独设置预测警示风险控制部门，即内部审计委员会，总体统筹企业所有的风险控制工作。对于该部门的工作主要分为以下几个方面：第一，要根据公司实际情况制定风控制度以及财务控制的体系，以保证后续的工作有大致方向；第二，定期定时做好相关的财务数据及财务预测警示的分析工作，以保证在风险全流程控制；第三，做好相关风险定期回报工作，如果是某部门的风险需通报某部门进行管控，如果是出现重要且大型的风险需及时报告董事会。

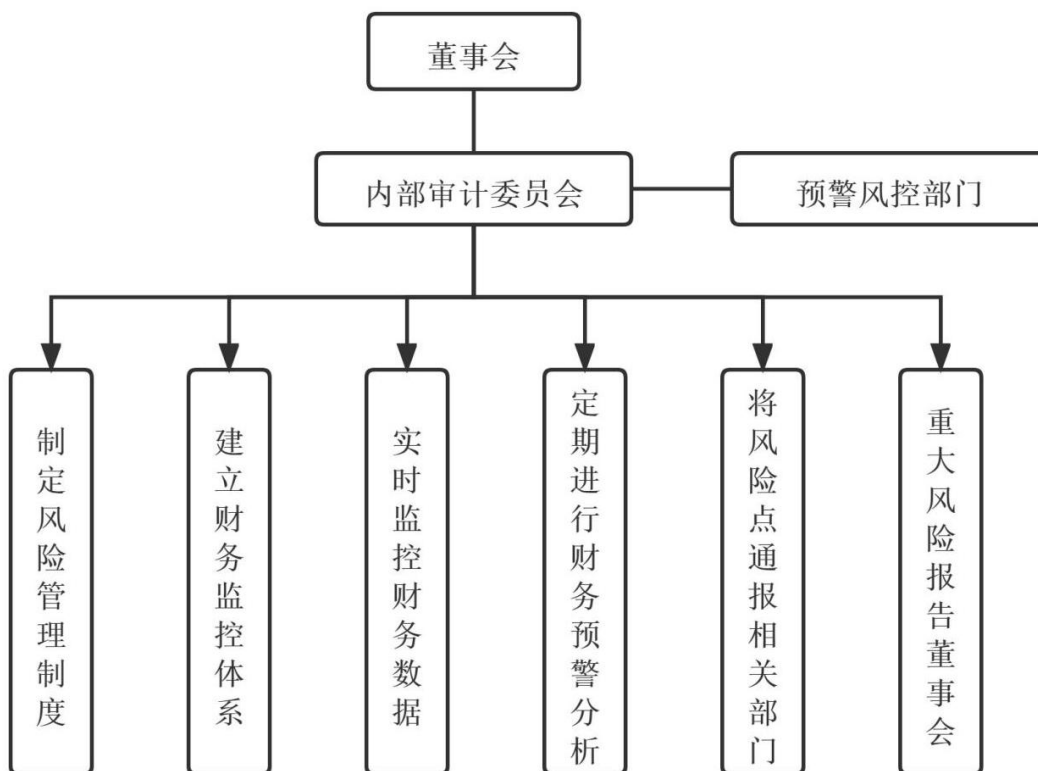


图 5.1 公司内部制度框架

数据来源：《财务预警系统管理研究》，中国人民大学出版社

5.4.2 建立财务风险预警体系

为了加强企业对于财务风险的管理意识，应建立全流程的财务风险预测警示体系。当把事后的管理提前到了事前的预警层面，就能够使企业在未发生财务风险时就能进行一定控制。对于企业风险预警体系来说，一般都是要进行提前的财务风险识别，但就本文的案例企业广誉远来说，更需要从制度和意识层面进行风险预测警示体系的建设，主要的思路如下（见图 5.2）：

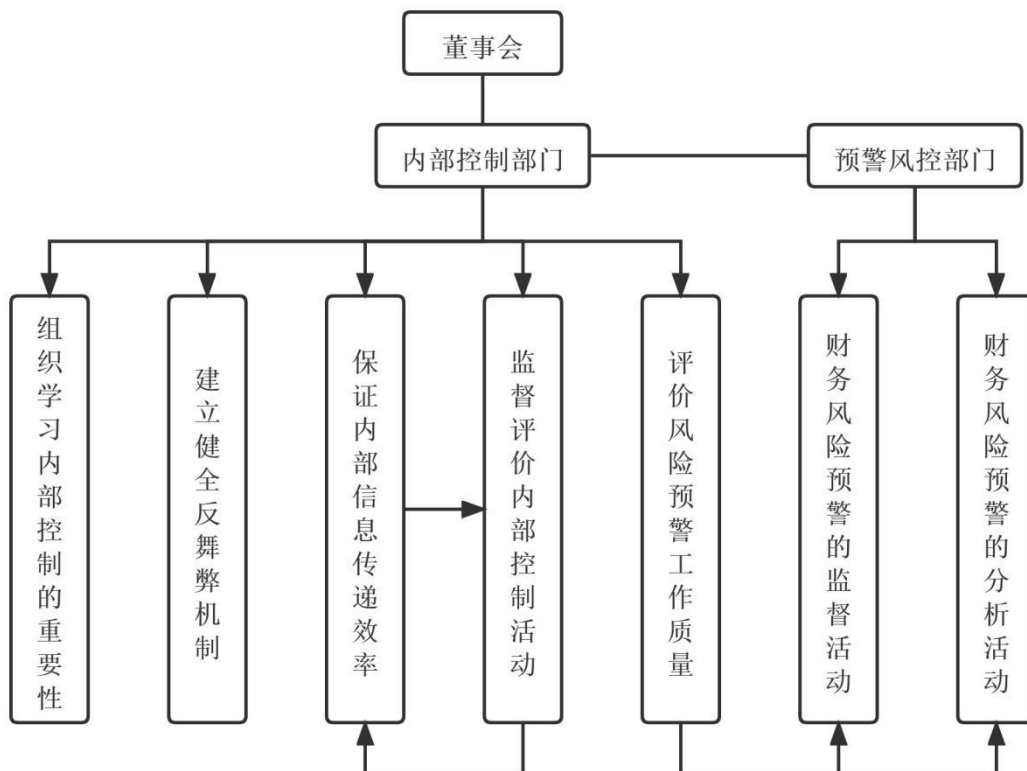


图 5.2 财务风险预警框架

数据来源：《财务预警系统管理研究》，中国人民大学出版社

在董事会下设与内部控制部门相平等的预测警示风险控制部门。首先，需要内部控制部门针对于上层设计进行制度条例化。开展培训并认识内部管理对公司的意义，提高管理者和职员思维意识，注重风险管理，同时针对于舞弊设置反对制度以确保财务信息的真实性；然后，在政策实施的过程中要保证信息公开透明度，在对内部消息进行传

播的时候有可能会增加较高的沟通成本，有可能还会发生内部消息传播失真的状况，所以必须要保证对内部消息的传播效果并且实施合理的监管；最后，要针对于风险预测警示工作要进行评价，并确保预测警示工作的质量问题。同时也要让同级部门预警风控部门同时做好监督工作，互相制衡，互相合作监督。

该套风险预测警示框架从事前、事中到事后进行全流程的控制，同时还考虑到了一个部门的单一性，同时加入了监管部门进行监督，同时设立在董事会下，接收董事会战略部署的同时也能够对董事会内部管理层及公司内部人员进行监管控制。这一整套严整紧密的风险预测警示的体系为公司的财务风险预测警示起到关键性的作用。

6 研究结论与未来研究方向

6.1 研究结论

目前就可以看出，公司的现金流问题对财务状况的负面影响是不言而喻的。它关系到我们公司的日常工作，只有管理层及员工注意到现金流的作用并在一系列财务流程中管理好了，才能维持公司的日常运营。本文从现金流的视角对老字号中医药企业广誉远的财务风险进行识别、评价和控制。作为一个行业内发展历史悠久，有独立秘方的老字号企业，现金流问题严重，为了使老字号企业在良好的政策背景以及流行的社会养生风尚中脱颖而出，发挥独特优势，广誉远任重道远。

本文通过研究得出以下结论：通过对广誉远的财务风险评价可以看出，广誉远的经营环节现金流严重短缺，投资环节现金使用过度，筹资环节现金流不稳定的问题，具体针对于三个环节存在的问题进行细化控制。首先，从经营环节出发，广誉远必须合理的管控应收账款以防止出现巨大的坏账损失，导致企业无法收回造成不必要的现金流出；科学控制销售费用并规范好关联方交易，大量的销售费用投入造成广誉远收入都无法覆盖成本，投入产出比严重失衡；提高存货周转效率，从制定采购计划到采购环节以及和合作方保持良好的战略伙伴关系等方面进行提升。从投资环节来看，从投资前期计划、投资过程管理到投后管理，为广誉远的投资全流程提供相关的思路。投资计划需要确立投资目标并结合企业当前的风险承受能力选择合适的投资项目进行投资；投资过程管理需要做好分工协作，责任到人的模式，同时要做好全过程的记录并在合理的范围内灵活做出相应的调整；投后管理需要在投资结束后做好跟踪回访的工作，深度挖掘项目价值，面对出现的问题要全程负责为项目最大化效益考虑。从筹资环节来看，要做到及时预测资金的需求并且及时调整筹资结构，预测资金需求需要充分考虑企业目前的战略和现金流入以确保准确长效预测；调整筹资结构需要将目光投放在非流动负债上面减轻给现金流带来的压力。从公司内部监管及预警层面来看，设置公司内部控制部门及风险预测警示部门，两部分分开监督，相互制约达到制度层面财务风险控制的效果。

通过以上结论的提出，以期能够给整个中医药带来启示，积极探寻健康运行方式与可持续发展路径，能够促进像广誉远这样的老字号中医药企业可持续发展，进一步发挥中医药“治未病”的独特优势。

6.2 未来研究方向

从现金流角度，对企业财务风险进行评价已获得了中国国内学术界的广泛认同，而现金流已经成为影响公司的重要因素，与企业财务风险的关系紧不可分割。对于企业财务风险的识别、评价与控制，当前学者主要都从企业经营环节、投资环节、筹资环节开展财务风险识别，从现金流视角对企业财务风险进行评价已经得到了国内外学者的普遍认可，现金流作为企业的重中之重，与财务风险的关系紧密不可分。从财务风险的识别、评价和控制，我国学者大多都是从经营环节、投资环节、筹资环节进行财务风险识别，并针对于不同的能力分析判定企业目前存在的现金流问题；其次是根据预测警示模型进行风险判别，近年来通过加入现金流指标进行判别的方法出现得较多，能够反映企业的动态财务情况；最后针对存在的问题，也是通过三个现金流活动为出发点，进行风险抵御控制建议。

本文认为现有针对于现金流视角财务风险的研究可能还存在缺乏针对于具体企业具体行业的相关研究，不能为某一类企业或行业带来财务风险控制的相关资料借鉴；其次是分析的视角以及方法还是较为单一，都是从三个活动进行分析并给出对策，且分析方法都大同小异；最后是缺乏对中小企业的研究，很多研究的目光依然聚焦于盈利状况模式比较好的大型企业，却未为中小企业提供相关财务风险控制的思路，在现实中中小企业的现金流问题更为严峻。本文关注的焦点在于广誉远在财务风险层面呈现出的种种问题，前提是案例公司不存在粉饰报表等财务造假问题。因非诚信而导致的其他经营风险，不在本文的研究范围内。因此，以后的研究方向应聚焦于，发现并研究单个企业或行业的财务风险，有针对性地提出相关措施，创新研究视角和方法，多关注中小型企业，为中小企业的可持续发展保驾护航。

参考文献

- [1] A. Escobar, K. Rowzer, S. Beattie, C. Novak, R. Sullivan, S. Abdel-Rahman, Karen Stephens. Examining the Predictive Performance of MUAC z-score versus BMI z-score in a Pediatric Care Center[J]. Journal of the Academy of Nutrition and Dietetics, 2016, 116(9).
- [2] Alexandre T M. Approximating the distributions of estimators of financial risk under an asymmetric laplace[J]. Computational Statistics, 2005(5):12-15.
- [3] Eamuel D C. Cash Flow Reporting and Financial Distress Models: Testing of Hypotheses[J]. Financial Management, 1988, 18(spring):55-63.
- [4] Jeehan Almamy, John Aston, Leonard N. Ngwa. An evaluation of Altman's Z-score using cash flow ratio to predict corporate failure amid the recent financial crisis: Evidence from the UK[J]. Journal of Corporate Finance, 2016, 36.
- [5] Kwang Soo Cheong, Kineung Choo, Keun Lee. Understanding the behavior of business groups: A dynamic model and empirical analysis[J]. Journal of Economic Behavior and Organization, 2010, 76(2).
- [6] L. Cleofas-Sánchez, V. García, A.I. Marqués, J.S. Sánchez. Financial distress prediction using the hybrid associative memory with translation[J]. Applied Soft Computing, 2016, 44.
- [7] Loredana Cultrera, Xavier Brédart. Bankruptcy prediction: the case of Belgian SMEs[J]. Review of Accounting and Finance, 2016, 15(1).
- [8] Luby M J, Whysel B. Developing a Comprehensive, Data-Driven Financial Risk Management Assessment: THE CASE OF THE CITY OF CHICAGO[J]. Journal of Government Financial Management, 2013(62): 34-40.
- [9] Marinakos, G. Imbalanced Customer Classification for Bank Direct Marketing[J]. Journal of Marketing Analytics, 2013, (5). 1-17.
- [10] Odom M D, Shards R A. Neural Network for Bankruptcy Prediction[J]. International Joint Conference on Neural Network, 1990(6):17-7.
- [11] Olson. Financial Ratios and the Probabilistic Prediction of bankruptcy[J]. Journal of Accounting Research, 1980, 18(1):109-131.
- [12] Richard B. Whitaker. The early stages of financial distress[J]. Journal of Economics and Finance, 1999, 23(2).

- [13] Ross L.,Anderrei Shleifer.Corporate Ownership around the World[J].The Journal of Financial,1999,4(12):471-517.
- [14] Smith RF,Winakor AH.Changes in the financial structure of unsuccessful corporations[J].Urban University of Illinois,Bureau of Business Research,1964,(10):57~69.
- [15] T L Saaty,H Gholamnezhad. High-Level Nuclear Waste Management:Analysis of Options[J]. Environment and Planning B: Planning and Design,1982,9(2).
- [16] Van Horne,James C, John Martin Wachowicz. Fundamentals of Financial Management[M].Pearson Education,2008:88.
- [17] Wachowicz J M.Fundamentals of Financial Management[M].New York:Prentice Hall,2005:334-335.
- [18] 邓旭东,张瑜,徐文平.基于现金流量角度的财务预警模型研究——以房地产行业为例[J].会计之友,2018(23):89-93.
- [19] 董庆刚.企业财务风险成因及其防范[J].现代商业,2017(09):160-161.
- [20] 龚思宇.企业财务风险的成因及其控制策略研究[J].商场现代化,2016(14):127.
- [21] 韩冬梅.论企业财务风险控制与防范[J].财会通讯,2015(14):104-106.
- [22] 侯文蕾.我国上市证券公司财务风险控制研究[D].财政部财政科学研究所,2015.
- [23] 胡鹏,白雪,王志琳.AHP-DEA方法在医院财务风险评价中的应用研究[J].中国卫生经济,2018,37(12):104-107.
- [24] 黄静,李凌秋.KY公司财务风险预警体系应用及优化研究[J].会计之友,2018(11):150-153.
- [25] 贾皓苏,张田田.基于模糊综合评价法的企业财务风险评价[J].财会通讯,2012(35):147-148.
- [26] 贾炜莹.基于主成分分析法的物流上市公司财务风险评价[J].财会通讯,2013(23):107-110.
- [27] 蒋理.浅谈企业财务风险的成因及其防范措施[J].商场现代化,2017(14):223-224.
- [28] 姜婷婷.基于现金流的财务危机预警研究[D].山东大学,2018,12(15):15-17.
- [29] 兰艳泽.关于企业财务风险界定的探讨[J].财会通讯,1999(08):14-15.
- [30] 李昌振,潘培培.企业财务风险内部控制体系构建探讨[J].财会通讯,2013(20):113-115.
- [31] 李美文.企业财务风险及其控制问题研究[J].财会学习,2018(09):17-18.

- [32]李昭熠.浅谈企业财务风险成因与防范[J].商场现代化,2016(28):185.
- [33]刘恩禄,汤谷良.论财务风险管理[J].北京商学院学报,1989(01):50-54.
- [34]刘红霞.关于加强企业财务风险监管的几点思考[J].财会学习,2017(16):84.
- [35]刘红霞. 国企财务管理在内部风险控制中的重要作用[J]. 企业改革与管理, 2017(19):129.
- [36]刘红霞.企业现金流风险识别研究[J].中央财经大学学报,2005(06):71-75+80.
- [37]刘红霞,韩嫄.对现金流财务预警警兆的理性分析[J].财经理论与实践,2004(04):81-83.
- [38]刘红霞.我国企业财务风险形成原因及其管理现状调查[J].财务与会计,2006(18):20-22.
- [39]刘晓璇. 企业集团财务风险管理与控制研究[J].会计师,2014(09):33-34.
- [40]李昌振,潘培培. 企业财务风险内部控制体系构建探讨[J].财会通讯,2013(20):113-115.
- [41]刘梓萌.财务风险的分析与防范[J].中国商论,2019(04):159-160.
- [42]马莉.基于因子分析法的商业银行财务风险评价及控制[J].财会通讯,2015(26):94-96.
- [43]孙宏宇.基于现金流量的财务风险识别和防范[J].中国总会计师,2020(09):106-107.
- [44]汪平.财务理论研究方法探析——《财务理论》研究过程叙述[J].财会通讯,2004(11):81.
- [45]杨云超,李琢玉.基于 R 型聚类分析的装备制造业财务风险评价指标选取[J].经营与管理,2016(08):131-133.
- [46]余绪缨.企业理财学[M].辽宁人民出版社,2003.
- [47]尹晓阳.L 集团公司投资风险管理体系构建的实践[J].财务与会计,2011(04):11-13.
- [48]张宝童.企业财务管理风险的识别与措施[J].中国乡镇企业会计,2020(04):53-54.
- [49]张冰玉.基于现金流的华锐风电财务预警研究[D].华北电力大学,2017.
- [50]张雷.浅析我国企业财务风险的成因与防范[J].现代商业,2016(26):165-166.
- [51]张文玲.基于现金流量的高校财务风险评价体系设计[J].财会通讯,2017(11):104-106.
- [52]张远.现金流视角下的半导体行业财务预警研究[J].价值工程,2019,38(30):285-289.
- [53]周嘉.关于内部审计在企业财务风险控制中的作用研究[J].财会学习,2017(20):135.
- [54]周平.灰色系统理论下上市公司财务风险评价[J].财会通讯,2010(11):143-144.
- [55]朱纯.浅析企业的内部财务风险控制[J].财会学习,2016(19):236+238.
- [56]朱会芳.内部控制、外商资本直接介入与企业财务风险[J].财会通讯,2019(03):112-117.

后 记

提笔写起这篇后记，无限感慨。始于 2019 年秋，终于 2022 年夏，曾无数次想象 2022 年我会成为什么样的，我会怎样度过我的研究生三年时光。时间转瞬即逝，在这三年我很知足，很快乐，也很感激。

我的导师，敬爱的张老师。从您成为我的导师后，我无数次都认为我十分幸运能够遇见您。在学术学习上，您不厌其烦地教导和帮助，老师的点拨总是让我能茅塞顿开，无论是在任何需要您的时候，您都知无不尽答无不言；在平时生活中，您独特而自信的人格魅力，让我也慢慢知道我应该要做怎样的人，我从老师身上学到了做事认真的态度、豁达的心态。希望我敬爱的导师能继续可爱美丽，身体健康！

我的姥爷姥姥，我童年的天使。作为你们的第一个孙女从小被呵护宠爱，荣幸而感恩。姥姥见证了我一路成长却没有等到我研究生毕业，想让你见证我每一个重要的时刻但总是事与愿违。我相信你们就是天上最亮的两颗星星，照亮我前行的路，时刻让我知道你们一直在，希望你们能看到，也一定能看到！

我的家人，亲爱的爸爸妈妈弟弟。我现在拥有健康的身体、阳光的心态都是有我的家人无私的付出才能够让我成为我喜欢的样子，你们不遗余力无条件支持我的任何决定。无论是在物质生活以及精神需求方面，你们都是我最强大的后盾，我现在也慢慢在长大，已经是一个成年人了，也希望能够通过我的努力让我的家庭延续现在的幸福。希望我的爸爸妈妈弟弟能够身体健康，笑口常开！

我的好朋友们，可爱的你们。在这个世界里，有你们让我的小世界更加丰富多彩。我的学生生涯中有你们的陪伴让我更加爱我的生活，有困难的事儿一起扛，有喜悦的消息一起疯。特别感谢我在遇到困难的时候，还有你们的安慰和陪伴才能让我一步步打怪升级。现在在我身边的朋友，希望我们前程似锦，顶峰相见。不在我身边的朋友，希望我们都在彼此看不见的地方熠熠生辉！

我的母校，兰州财经大学。我待了整整七年的母校，承载了我的喜悦、泪水、汗水，在学校的每个角落都有我成长的影子，感谢能够给我提供学习和成长的平台，见证了我进步和改变的每一步。希望我的母校，以后越来越好！

希望我能够在以后的日子，保持初心，永远勇敢、善良、勤奋、努力、开朗、豁达，靠近光，追随光，成为光，散发光！

——谨以此致我的学生生涯及我的青春岁月