

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 财务困境下贵人鸟归核化战略
效果评价及优化研究

研究生姓名: 冯钰凯

指导教师姓名、职称: 曹剑锋 副教授 李贵义 高级经济师

学科、专业名称: 会计硕士

研究方向: 企业理财与税务筹划

提交日期: 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科研成果。尽我所知，除了文中特别加以标注和致谢的地方外，论文中不包含其他人已经发表或撰写过的研究成果。与我一同工作的同志对本研究所做的任何贡献均已在论文中作了明确的说明并表示了谢意。

学位论文作者签名：冯钰凯 签字日期：2022.6.2

导师签名：曹利峰 签字日期：2022.6.4

导师(校外)签名：李贵义 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内容。

学位论文作者签名：冯钰凯 签字日期：2022.6.2

导师签名：曹利峰 签字日期：2022.6.4

导师(校外)签名：李贵义 签字日期：2022.6.6

Research on evaluation and optimization of the strategic effect of Guirenniao refocusing under financial distress

Candidate : Feng Yukai

Supervisor: Cao Jianfeng Li Guiyi

摘要

随着企业的发展与规模扩张,不少企业将目光转向其他行业,期望在原有业务之外寻找新的利润增长点。但多元化的扩张往往采取并购的策略,存在业务无法有效协同的情况,甚至使企业陷入财务困境。归核化战略可以提高企业的资产质量,帮助企业确定核心业务,并围绕核心业务开展活动,使企业能较快的重塑核心能力,提升产品的核心竞争力。目前国内研究财务困境的文献大多基于大样本的实证研究,对于案例的研究相对较少,对企业财务困境下实施归核化的研究相对更少,因此探索单案例下归核化对于财务困境企业的作用,提供具体有效的归核化路径成为本文的研究方向。

文章选择运动鞋服上市公司贵人鸟为研究对象,以企业所处的财务困境以及实施的归核化战略作为分析框架,在融合多种指标分析体系的基础上,综合分析贵人鸟财务困境的成因与表现,列举贵人鸟近年的归核化举措,研究财务困境下的贵人鸟是否仍适合继续实施归核化战略,最后通过总结问题给出合理的调整建议。研究发现:贵人鸟通过归核化摆脱财务困境,归核化的过程中贵人鸟的盈利能力仍需加强,与此同时,企业的销售获现能力未得到有效的提高,使企业无法及时获取资金,虽然出售资产可以套现,但过高的债务杠杆阻碍了企业的发展。面对企业所处的财务困境,贵人鸟的归核化战略应该努力提高企业的核心能力,以设计研发为主可以快速构建企业产品的核心竞争力,通过对热点事件的把控、多品类产品体系构建以及视频电商渠道推广来构建新型的营销方式,最后通过线上线下一体化等途径优化营销渠道,完成企业对于核心资源的把控,从而摆脱困境,实现健康的发展。

关键词: 归核化 财务困境 核心能力 贵人鸟

Abstract

With the development and scale expansion of enterprises, many enterprises have adopted diversified expansion strategies, expecting to find new profit growth points outside the original business. However, the expansion of diversification often adopts the strategy of mergers and acquisitions, and there is a situation where the business cannot effectively synergize, and even causes the enterprise to fall into financial difficulties. The refocusing strategy can improve the asset quality of the enterprise, help the enterprise to determine the core business, and carry out activities around the core business, so that the enterprise can quickly reshape the core capability and enhance the core competitiveness of the product. At present, most domestic literatures on financial distress are based on large-scale empirical research. There are relatively few case studies, and there are relatively few studies on the implementation of refocusing under the financial distress of enterprises. It is the research direction of this paper to provide a specific and effective refocusing path.

This article selects Guirenniao, a listed sports shoes and apparel company, as the research object, takes the financial predicament of the company and the implementation of the refocusing strategy as the analysis framework, and comprehensively analyzes the causes and performance of Guirenniao's financial distress on the basis of integrating a variety of index analysis systems. , enumerates Guirenniao's refocusing

measures in recent years, and studies whether Guirenniao under financial distress is still suitable to continue to implement the refocusing strategy, and finally gives reasonable adjustment suggestions by summarizing the problems. The study found that: Guirenniao tries to get rid of financial difficulties through refocusing. During the process of refocusing, Guirenniao's profitability still needs to be strengthened. At the same time, the company's sales and cash-generating ability has not been effectively improved, making it impossible for the company to repay the existing funds on schedule. debt, and while selling assets can generate some cash, excessive debt leverage hinders the development of the business. In the face of the financial predicament of the enterprise, the refocusing strategy of Guirenniao should strive to improve the core competence of the enterprise. The core competitiveness of the enterprise's products can be quickly built by focusing on design and development. Build and promote new video composite e-commerce channels to build a new marketing method, and finally optimize marketing channels through online and offline integration and other means to complete the enterprise's control of core resources, so as to break away from difficulties and achieve healthy development.

Keywords: refocusing; Financial Distress; Core Competence; Guirenniao

目 录

1. 绪论	1
1.1 研究背景和意义	1
1.1.1 研究背景.....	1
1.1.2 研究目的与意义.....	2
1.2 文献综述	3
1.2.1 财务困境研究综述.....	3
1.2.2 归核化研究综述.....	7
1.2.3 财务困境下归核化战略研究综述.....	9
1.2.4 文献述评.....	9
1.3 研究内容及方法	10
1.3.1 研究内容与框架.....	10
1.3.2 研究方法.....	10
2. 概念界定及理论基础	12
2.1 相关概念	12
2.1.1 归核化.....	12
2.1.2 财务困境.....	12
2.2 相关理论基础	13
2.2.1 资源基础理论.....	13
2.2.2 可持续竞争优势理论.....	13
2.2.3 公司治理理论.....	14
3. 贵人鸟公司介绍及财务困境现状	15
3.1 行业背景	15
3.1.1 服饰行业现状.....	15
3.1.2 运动鞋服市场现状.....	15
3.2 公司基本情况介绍	16
3.2.1 公司简介.....	16
3.2.2 经营评述.....	16

3.3 贵人鸟财务困境现状	17
3.3.1 贵人鸟财务困境判断分析.....	17
3.3.2 财务困境成因分析.....	19
4. 财务困境下贵人鸟归核化战略实施路径及效果分析	24
4.1 贵人鸟归核化战略选择原因	24
4.2 贵人鸟归核化实施路径	24
4.2.1 剥离主业无关资产.....	24
4.2.2 收缩转变营销渠道.....	26
4.3 财务困境下贵人鸟归核化战略实施效果分析	27
4.3.1 基于赫芬达尔指数的归核化程度判断.....	27
4.3.2 基于营运、盈利、偿债能力的财务效果评价.....	28
4.3.3 基于资产价值的效果评价.....	33
4.3.4 基于杜邦分析体系的财务效果评价.....	34
4.3.5 基于 EVA 的归核化效果评价.....	35
4.4 财务困境下贵人鸟归核化实施问题	39
4.4.1 企业核心能力未得到有效加强.....	39
4.4.2 营销渠道把控不足.....	40
5. 贵人鸟继续实施归核化战略适用性分析及优化建议.....	43
5.1 财务困境下贵人鸟继续实施归核化战略的适用性分析	43
5.2 归核化实施路径优化建议	43
5.2.1 核心能力的构建.....	43
5.2.2 转变营销方式.....	47
5.2.3 优化销售渠道.....	48
6. 结论与展望	50
6.1 研究结论	50
6.2 研究不足与展望	51
参考文献	52
后 记	57

1. 绪论

1.1 研究背景和意义

1.1.1 研究背景

经历库存积压，产业整体的低迷后，中国体育用品产业规模迅速增长。预计2021年中国运动服装零售额将达到2700亿元左右，全民经常运动人数突破4亿人，运动人群呈现出专业化与目的性的特征。据健身行业报告显示：疫情稳定之后，健身人群数量迅速增长，2020年的健身人群达到7000万人，健身人口增长率达到3.19%，但对比同期欧美的健身人口渗透率，我国的健身人群数量还有很大的提升空间，运动消费需求仍再不断上升，未来运动鞋服的市场增长潜力巨大。

彪马等国际品牌长期占据了高端运动鞋服市场，国内品牌一直试图对高端市场发起冲击。2021年3月，H&M、优衣库等海外品牌抵制使用新疆棉，由此引发舆论使国内运动鞋服市场的消费风向逐渐发生改变。据大数据分析，在2021年618促销期间，安踏、李宁等国内品牌的销售额大幅度提升，表明国民逐渐将消费目光转移到国内。

与安踏、李宁等国货品牌的优异表现相比，率先在A股上市的贵人鸟却表现得不尽人意。经历行业低潮之后上市的贵人鸟，开始商业模式转型，意图将公司打造成“体育产业化集团”，短期内密集的进行多次并购扩张行为。多元化的扩张行为并没有为贵人鸟带来更好的发展，反而影响了公司的财务健康。面对多元化效果不理想的情况，2018年贵人鸟将“回归主业”作为公司的战略。至此，贵人鸟开始实施归核化战略，明确提出要进一步聚焦运动产品主业，提升产品竞争力，舍去低效资产，加快企业转型。但贵人鸟归核化效果实施并不理想，截至2020年底，公司已构成累计金额十几亿的债券违约，在十几个月内企业主体信用等级就从AA下降至CC，且已三次发出了退市风险警示。

从多元化到归核化，企业通过归核化战略聚焦主营业务，将不必要的资产剥离出售，集中有限的资源提高核心能力，使企业获得更长远的发展，适用于现阶段的贵人鸟。但是贵人鸟在明确提出回归主业战略三年后，仍然深陷财务困境。

归核化战略对贵人鸟摆脱财务困境的效果值得思考。2018年-2020年归核化战略的实施,也为研究提供了比较充裕的资料数据。因此,本文选择贵人鸟财务困境应对措施研究作为案例研究对象,确定的研究问题是:贵人鸟财务困境应对措施研究、财务困境下归核化战略的实施路径与效果以及如何对归核化战略进一步进行优化。

1.1.2 研究目的与意义

1.1.2.1 研究目的

归核化可以帮助企业重归核心业务,减少不必要的资源消耗与浪费。贵人鸟实施归核化战略,是想对前期的多元化业务进行修正,然后深化拓展自己的主业,从而摆脱财务困境。但是其观察三年的实施结果,依然没有摆脱财务困境。那么,造成贵人鸟现阶段财务困境的因素有哪些呢?在实施归核化的过程中,贵人鸟选用了哪些路径进行归核化战略,这些路径的实施效果如何呢?为了使企业更好的发展,下一步归核化战略又应该如何实施呢?其实施路径,对于其他处于财务困境中的企业是否具有复制的可行性。

基于以上研究问题,本文以“财务困境下贵人鸟归核化战略效果评价及优化研究”作为选题,通过对财务困境下贵人鸟归核化战略的实施路径进行分析,研究归核化的实施效果并找出其实施过程中的不足。在分析归核化对贵人鸟的适用性之后,对贵人鸟实施归核化战略中的不足提供优化建议,也希望为其他实施归核化的企业提供可行的借鉴意义。

1.1.2.2 研究意义

(1) 理论意义

国内外目前对财务困境的研究还是以收集大量样本进行实证研究居多,而通过具体的实例来对公司财务困境进行分析与研究的文献最近几年才开始增多。对处于财务困境下企业实施归核化的研究案例相对较少,将财务困境与归核化相结合运用案例分析的研究就更少了。因此,本文从案例研究方法着手,对财务困境下实施归核化战略的企业进行分析,研究其路径及达到的效果,并给出建议。财务困境下归核化战略的研究,可以拓展企业应对财务困境的对策,还拓展了特定

情况下的企业实施归核化战略的注意事项,进一步丰富财务困境与归核化战略的理论研究。

(2) 现实意义

经历了新冠疫情,国内外经济遭到了巨大的冲击,经济环境的变化也影响了市场,消费需求的变化使得企业必须聚焦自己的核心业务,剥离对企业产生负面效应的资产与业务,审慎的进行发展。无法有效措施面对激烈竞争可能会使企业陷入财务困境。本文以处于财务困境中的贵人鸟为案例公司,运用归核化、财务困境的理论知识及分析方法,对贵人鸟实施归核化的战略效果进行分析,以期对贵人鸟的财务困境应对路径提供优化建议,使企业更高效快速地摆脱财务困境。

1.2 文献综述

1.2.1 财务困境研究综述

1.2.1.1 企业财务困境的理论研究

财务困境理论起源于资本结构理论。顺着资本结构理论假设条件——税负以及财务拮据成本,逐步展开财务困境的研究。随着社会经济与理论的发展,美国社会各界对破产清偿理论有了新的认识,财务困境理论逐步发展成型。

早期,不少国外学者认为公司破产就意味着公司陷入到财务困境中,并将资不抵债,债务违约等经济情况是做财务困境的特征(Beaver, 1966)。然而,有学者认为将破产等同于财务困境有所不妥,Hotchkiss(1993)在研究中对企业破产与财务困境做了概念区分,认为破产倾向于法律解释的财务困境,而财务困境还应该考虑企业的经济因素。Ross(2000)在划分财务困境时划分了会计角度,指出公司资不抵债是经济方面的具体体现之一。此外,一些学者认为破产是时点,而财务困境是一个动态时段。Tinoco和Wilson(2013)认为当公司连续两年经营性现金流量低于其利息支出,并且公司市值连续两年降低时,那么公司处于财务困境中。也有学者在研究中引入灾害理论,认为受政策影响较多的企业容易发生经营巨变而突然导致困境。

财务困境理论在我国的研究成果主要来源于对企业财务风险、破产、资不抵债等问题的研究,而对于关于企业财务困境的描述,国内部分学者还采用了财务危

机、财务管理恶化等定义。随着企业融资需求的增多,选择上市的企业逐步增加,资本市场的发展导致财务困境的定义多元化。吕长江(2004)利用单财务指标流动比率判断企业的财务困境情况。证监会在出台的管理办法中,将连续两年亏损的企业进行ST标识。因此,大多学者将出现ST风险预警的公司视为陷入财务困境(吴世农,2005;徐晓,鲍丽敏,2012)。更进一步,张金昌(2012)认为连续三年亏损而被退市的上市企业是陷入财务困境的企业。在判断财务困境的状态时,学者认为判断一个企业是否陷入财务危机是一个时段性动作,而非时点的判断,整个困境过程是渐变和连续的,这个过程可以提前预知,但财务困境发生时表现出突变性(庄倩,陈良华,2014;田宝新,王建琼,2017)。

1.2.1.2 企业财务困境判断方法研究

财务困境判断的研究方法早期在国外开展较多,大多采用定量方法,收集大量特征公司样本,利用财务指标建立数学模型,通过模型得出的数值对企业的财务困境进行判断,理论界许多学者将财务困境预测模型应用于财务困境的判断。

国外财务预警的研究始于单变量研究,Fitzpatrick(1932)以19家企业为样本,通过对比不同经营情况企业的财务指标之后,发现权益净利率以及负债权益比率能够有效评价企业的财务困境。在此基础上,Beaver(1966)扩大对比样本得出资产负债率和现金流量负债比可以有效判断财务困境的结论,并且与财务困境时间越接近,指标评价的准确度越高。随着研究深入,单财务指标预警有其局限性,更多学者开始选用多财务比率指标建立财务困境预警评价体系。Altman(1968)将多元判别分析方法引入财务预警判断的模型研究中,通过指标选取建立了Z值模型,从企业资本结构、营运盈利能力等方面评价企业的财务情况,针对非上市企业,Altman将 X_5 指标中的上市公司市值替换为所有者账面价值,完成了对Z值模型的扩充。此后,大量学者运用Z值模型进行分析并在此基础上进行研究,衍生出J-UK等财务危机预警模型。

与国外相比,我国的财务预警研究相对较晚,自上世纪90年代之后开始增多,因为单变量模型比率选择缺乏普遍性、单变量模型的充分性存在不足(陈静,1999),我国学者较多的集中于多变量预测模型的研究。周首华等(1996)扩大样本量,加入现金流量作为参考因素,通过对已有的模型改进,建立起更符合国内市场的F分数模型。模型中考虑利润中的折旧与利息因素,使F分数模型的计

算中能够反映企业的资本结构、营运能力、盈利能力以及获现能力。之后的研究中,不断有学者通过更多角度来增加财务预警模型的可靠性,选取的范围也不仅仅局限于财务指标,还涵盖了企业的内部控制、年报披露、地理因素等非财务指标(万希宁等,2007;杨华,2007)。

1.2.1.3 企业财务困境的影响因素研究

以内外因素对影响企业财务困境的因素进行分类。外部影响因素是国家的整体经济发展水平,行业周期以及货币供给等方面(Altman,1986)。衡量国家经济水平发展的指标是GDP,Pascal(2006)通过实证证明GDP的增速大小对企业有较大的影响,对以国内为主要市场的企业更为显著。宏观经济的萎靡会加剧企业的违约概率,并且随着通货膨胀的提高,企业的违约概率也随之提高(Mare,2015)。因此,市场货币供给与信贷波动成为影响企业陷入财务困境的重要宏观因素(Eduardo,2019)。

关于财务困境的内部成因方面,公司治理水平成为财务困境的研究重点,公司能否有效治理的研究入手点主要有:大股东的制约情况、董事会结构以及管理层水平等方面(Gary,1999)。大股东能够有效的激励管理层,股权的分散可能使各股东没有足够的动力行使权利,产生搭便车的现象,但大股东控制下的企业可能实行不恰当的决策使公司价值下降,增加企业陷入财务困境的风险(Porta,1999)。一方面,大股东可能处于自身情况的考虑,做出不利于企业的决策行为,另一方面,当公司管理能力的欠缺以及盲目投资时,公司陷入财务风险概率较大(Scott,1997)。

国内学者对于财务困境的影响因素大致也分为内外两类。外部成因方面,张丽娜(2010)认为我国资本市场、宏观经济状况、市场竞争程度以及国家政策的变化都可能成为企业财务困境的因素。货币政策一方面通过企业产出成为间接影响企业财务困境的因素,另一方面影响企业的投融资行为,从而影响企业的财务情况(季伟伟,2014;冉渝,2016)。企业内部出现的问题也会导致企业陷入财务困境,有学者认为内部因素对企业财务困境的影响程度大于外部因素的影响(王克敏等,2006)。唐建新等(2018)认为公司的财务困境受到公司治理水平的影响。股东设立的激励目标使管理者倾向于投资行为,而过度自信的管理者实施的投资行为会增加企业现金流管理的压力,资金缺口不仅加大风险,而且将直

接导致企业的财务困境（姜付秀等，2008；马广奇，2017）。尤其对于实施多元化战略的企业，并购导致企业需要庞大的现金流作为支撑，而战略所需资金的无法满足可能会导致企业破产（孟善飞，2019）。

1.2.1.4 企业财务困境应对策略

资产重组是财务困境较为常见的方式，Ghazal（2013）认为企业对资产剥离可以较快的提升业绩，降低企业的不良资产，为企业创造更多的成长能力。有学者认为除了剥离不良资产，企业还应该着重提升公司的治理水平，管理层和内部控制是公司治理的关键。管理层的水平越高，企业能够更迅速的摆脱财务困境，并在资本市场中获得更积极的反应（Kim 等，2009）。此外，企业内部控制能够有效抑制企业的盈余管理行为，实证结果表明企业加强内部控制能够加快摆脱财务困境（Li，2020）。

企业应对财务困境的方式大致有两种，一种是通过外界力量进行改变，另一种则是通过企业内部变化走出财务困境（宋娅萌，2013）。与外界发生并购重组可以使企业中的各类关系重组合并，有助于整合资源和重构核心能力，帮助陷入困境中的被并方迅速脱困（骆家骥，2017），并且企业的脱困并非仅通过“输血”完成，宋淑琴等（2014）通过实证结果表明重组可以有效的提升企业的持续经营能力。此外，在企业脱困的过程中，引入信托投资、商业养老基金等机构投资者可以有效的提高公司治理水平，发挥资本市场的外部监督功能。于企业内部而言，公司治理对于财务困境的解决具有重要性。管理层对公司具有重要作用，实证结果表明具有专业背景的高管可以显著提升公司经营业绩。对于正处于 ST 期间的公司，非正常更换 CEO 可以加速 ST 公司的“摘帽”时间（余恕莲 等，2014；过新伟 等，2012）。此外，应对财务困境的直接措施就是解决资金短缺问题，而处于困境中的企业常表现出信用危机，股东在资金需求下倾向于股权质押融资来缓解资金压力（李漪，2016；庄倩，2014）。无论是资产重组还是管理层变化都对财务困境中的企业有所帮助，但是仅实施单个措施可能效果不理想，企业成功脱困需要综合运用多种方式（和丽芬，2013）。

1.2.2 归核化研究综述

1.2.2.1 归核化战略理论研究

针对美国跨国企业回归主业的现象，Markides 在其著作中提出归核化（Refocusing）概念，书中用“归核化”描述企业抛售各种业务单元回归核心业务的现象，他将归核化定义为：企业将经营领域进行收缩，将企业资源集中于核心业务的战略行为。企业的核心能力决定了企业的专营业务，Prahalad（2010）提出核心能力理论，将核心能力作为滋养和稳定企业的根源，核心能力考虑协调和整合不同的公司技术。而掌握核心能力的企业不仅可以获得更多市场的话语权，还可以为客户获得更多贡献。随着公司对核心能力的不断应用，核心能力的培育仅需要较低的费用，竞争对手也很难对企业进行模仿。此外，Prahalad 认为企业在控制成本的时候要有限度，不能以压缩成本为目的而损失企业的核心竞争力。至上世纪末期，归核化的研究成果逐渐增多，并在实践中得到更多的认同。

与国外相比较，我国开展归核化研究的时间较长但研究成果相对较少，王海莉（2013）从理论与实践两方面进行总结，认为归核化是企业依据自己的情况，根据创造核心价值的业务来调整企业的规模与业务范围的战略，在实践中，企业采取剥离、重组等方法使企业回归主要业务，降低企业的多元化程度，创造更多的价值。归核化是战略的变革与再定位，是一种公司经营战略的类型（罗良忠，2003）。归核化并非是简单的回归主业，同时也包含着对主业的扩张，随着研究的深入，也有学者认为归核化是一种相关多元化，并逐渐衍生出“收缩归核”与“扩张归核”的概念（朱秀峰，2012）。

1.2.2.2 归核化战略的实施路径研究

归核化的路径大致可分为两种，早期的归核化路径研究大多集中在公司的收缩上，Richard（1996）认为企业进行归核化的路径就是通过出售、分拆业务单元等途径减少企业多元化的程度。但 Richard 没有考虑公司实施归核化的战略意义与长久影响，Germain（2001）重新定义了企业归核化的路径，归核化是企业的业务调整再扩张，企业进行出售、撤资等行为是为了获得更好的财务效益，其目的是为更新、改变企业的核心业务创造条件，以便企业下一步更好的实施拓张。

企业应该培育具有成长潜力、能够提高企业市场竞争力的明星业务，保持能够带来持续现金流的业务，保证企业的“主业战略”能得到有效的实施(山下达哉 等，1993)。

我国学者对归核化路径的研究起初也偏向于企业的收缩方向，归核化的实施主要通过缩小规模以及企业的经营范围，企业的主要措施是分拆以及出售非核心业务(魏光兴 等，2004；詹向阳，2014)。随着进一步的研究，不少学者意识到仅靠资产剥离可能无法达到归核化的效果，归核化的路径还应该包含扩张。冯灿仪(2008)提出归核化应该围绕核心产品及其周边进行扩张。具体来讲，企业不仅需要通过科技研发等方式完成核心业务的内部拓张(肖海莲，2016)，也需要通过建立战略联盟等方式完成外部扩张。对于两种归核化方式，有学者认为扩张与收缩的目的都是提高企业的核心竞争力，两者并不对立，而是相辅相成，共同助力提升企业的核心价值(朱秀峰，2012)。

1.2.2.3 归核化视角下的企业绩效研究

国内外学者普遍认为归核化能提升企业绩效，且大多数研究都表明归核化对企业绩效有正向效应。Markides(1993)认为在行业激烈竞争的情况下，环境的复杂多变更适合企业实施归核化，并且归核化能带来较好的效果。Kose 等(1995)通过研究发现:剥离资产是归核化的主要路径之一，通过剥离资产企业在未来三年可以获得更好的收益，企业的股票收益也显著提高。也有少部分国外学者通过研究限定条件下的企业，认为剥离并非一定能提升企业的业绩(Lee, 2010)。如果企业进行归核化的目的仅仅是由于企业经营不善导致的无奈之举，那么归核化仅在短期内对企业有作用，无法真正帮助企业实现公司价值的增长。

国内学者普遍认为归核化战略能够促进企业的绩效，沈梁军(2010)从代理理论视角出发，认为企业绩效与企业的多元化成负相关，多元化并未明显促进企业的业绩。而实施归核化战略的公司利润率有明显的提高(王辉，2013)，并且实施归核化战略使企业的市场价值更高(付彦 等，2015)，显著提高了企业的风险承担水平，优化了企业的投资效率(彭睿 等，2020)。但对于被动进行归核化的企业，可能实施归核化的效果并不良好，归核化可能只是企业为了避免强制退市而采取的战略转变，无法从实质上改善企业的核心能力，不能持久的为企业创造价值(肖海莲，2016)。

1.2.3 财务困境下归核化战略研究综述

财务困境是公司的经营结果，而公司的经营方向很大程度上属于公司的战略，不同的战略决定公司需要采取不同的组织架构、成本管理方向。从根本来说，战略的选择失误将使企业陷入财务困境，实证结果证明，伴随着战略的稳健程度与企业陷入财务困境的风险呈现出负相关（高梦婕，2018）。

当企业管理层面对企业绩效不佳时，迫于雇佣报酬等压力，管理层更有动力摆脱之前的路径依赖，采取更积极的战略谋求企业的转变，陷入财务困境的企业也将重新审视公司的战略（Sydow, 2009; Haveman, 1992）。归核化战略是企业的战略转变，是对公司战略布局的反思与再定位，企业不仅仅是进行业务“归核”，而是对企业的战略有了更深了解与认识（Colak 等，2007）。

国内学者对财务困境与战略的联系进行研究，发现激进的投资战略往往导致企业的财务困境，而激进的投资回报往往低于企业付出的投资成本（冉渝等，2017）。当企业所处的市场前景广阔时，此时归核化战略能够带来较好的效果，帮助企业重新开拓市场（孙戈兵等，2014）。在提高产品竞争力的过程中，企业应慎重定位核心产品，否则战略可能无法取得预期的效果（朱秀峰，2012；陈富，2014）。

1.2.4 文献述评

总结上述文献，财务困境的判定从法律意义的“破产”转变为财务的非正常状态，对于财务困境的解决办法，学者大多数通过实证研究证明，企业实施的债务重组、业务剥离也对企业脱困产生影响，但企业管理层水平以及制定的战略将更大程度上影响企业的脱困效果。目前研究中，较少从战略转型层面的应对方式上进行研究。

在研究的样本的选择上，大多数学者通过实证得出结论，对正处于财务困境中的单案例企业研究较少，而实证因其内生性问题，可能无法像案例详尽的阐述。此外，归核化战略的实施路径虽然已有研究，但少有研究将归核化与财务困境联系起来，总结财务困境下企业归核化的措施有哪些不同。

基于以上对国内外的文献梳理，本文从战略转型角度对贵人鸟的财务困境的应对策略进行研究，研究财务困境下贵人鸟实施归核化的战略路径，并运用赫尔

芬达尔指数和 EVA 等方法对其效果进行研究，最后提出优化建议并得出结论。

1.3 研究内容及方法

1.3.1 研究内容与框架

文章的研究内容主要有两个部分：一是研究财务困境下企业的归核化实施路径，并运用杜邦分析、EVA 等指标评价企业的实施效果。二是通过研究分析企业实施归核化战略中存在的问题，并给出未来调整的建议。

第一部分：绪论。阐述研究贵人鸟的背景、研究公司归核化的目的和意义。对财务困境、归核化战略以及财务困境下归核化战略的国内外文献进行梳理，并做出评述。介绍案例研究法和文献研究法，明确研究内容与研究框架。

第二部分：概念界定及理论基础。介绍本文所到的基本理论，并界定本文所采用的归核化以及财务困境的概念定义。

第三部分：贵人鸟案例的具体介绍。首先介绍服饰行业以及运动鞋服市场的现状，然后介绍贵人鸟的基本情况，并对其经营进行评述。最后，利用 Z 值分数和 F 分数判断贵人鸟财务困境的程度，对贵人鸟财务困境下的成因进行分析。

第四部分：阐述贵人鸟选择归核化战略的原因，研究贵人鸟归核化战略实施的路径，运用多种财务方法对贵人鸟归核化战略实施效果进行评价，并寻找归核化战略实施过程中的问题。

第五部分：判断归核化战略是否应该继续实施，对归核化路径优化提出建议。说明财务困境下贵人鸟是否继续选择归核化战略的理由，最后给出归核化路径的优化建议。

第六部分：结论与展望。基于前五部分的研究分析得出研究结论，阐述论文存在的不足，并提出进一步研究的方向。

1.3.2 研究方法

本文拟采用以下两种研究方法，案例研究法是指在理论的指导下对单案例进行研究，从中总结出普遍性规律的方法。本文选择贵人鸟陷入财务困境的案例，通过研究贵人鸟采取归核化战略应对财务困境的路径及实施效果，对贵人鸟归核化战略路径进行优化，期望对贵人鸟以及同行业陷入财务困境的企业提供借鉴意

义;文献研究法,本文在写作过程中也使用文献研究法,通过研究相关文献资料,从财务困境的成因、判定、路径研究,归核化实施路径与归核化战略对财务困境的影响等角度,综合梳理文献,总结学者们的意见看法,形成本文的理论基石进而展开文章的案例研究。

2. 概念界定及理论基础

2.1 相关概念

2.1.1 归核化

归核化是公司战略层面的改变,之前大部分学者认为归核化是公司在通过资产剥离、资产重组等资质重组的情况下,将公司的多元化水平降低,并将主营业务单一化,从而使企业脱离财务困境、扭亏为盈的一种战略方法。但是随着时间变化,市场激烈竞争格局改变以及技术更迭,只是简单的资产剥离,回归多元化之前的主业却不一定能够为企业带来价值。此外,企业的归核化并不是简单的对业务进行剥离与减少,在结合实际情况的考虑下,扩充核心业务,达到企业核心竞争力的整合和提升。

因此,本文认为企业的归核化是指在依据实际情况的考虑下,企业重新确定核心业务,围绕核心业务展开组织架构的变革。企业一方面将与核心业务不相关的业务剔除,减少不必要的资源浪费,另一方面通过自研、投资等手段不断加强核心业务的竞争能力。

2.1.2 财务困境

学术界一般认为财务困境是指企业的财务健康出现问题,学者一般将上市公司连续两年亏损后,出现 ST 标识时作为公司出现财务困境的标志。证监会在《上市公司收购管理办法》做出了解释,在适用意见中提出:“上市公司存在最近两年连续亏损的,可以认定其面临严重财务困难”。所以本文认为财务困境的定义是:上市公司连续两年净利润为亏损,则认为其陷入了财务困境。根据近几年贵人鸟财务数据显示,最近三年公司持续亏损,故认为其陷入财务困境中。

2.2 相关理论基础

2.2.1 资源基础理论

资源基础理论由 Wernerfelt 在发表的论文中提出,彼时 Wernerfelt 认为企业的核心竞争力主要源于企业内部长期的积累,企业内部的组织结构、企业文化以及企业研发投入等资源,核心能力也是企业资源的一种,这些资源都是企业独有稀缺且不可轻易模仿的。理论认为由于不同企业资源的差异性,会影响企业的战略选择。因为企业独有资源的稀缺性、因果隐匿性、持久性等特征,企业的竞争优势也不会被轻易模仿,所以构建企业的竞争优势的重点应该放在对企业现有资源的整合利用上。

资源基础理论还关注企业外部的资源,认为企业想要从外部获取竞争优势,并购并不是理想的选择。企业的成功来自于已低于其价值获取的资源能力(熊胜绪,王淑红,2007)。在充满竞争的市场上,企业并购所付出的代价,包括被并企业的实际价值,以及并购后可能获得的市场地位都已经包含在企业可能付出的代价中,企业短期很难从中获得超额的收益。其次,并购的整合成本因为被并企业的独有性而不能有效整合,反而可能因此会降低合并后企业的效率。资源基础理论认为企业获取优势的方式是建立战略联盟,战略联盟的目的性极强,联盟内企业的动机明确,可以有效地实现企业的资源互补,使企业获得飞速的发展。

2.2.2 可持续竞争优势理论

可持续竞争优势理论基于比较优势理论,传统的比较优势理论基于古典经济学的绝对优势成本理论形成,主要研究国家的产品成本优势。迈克尔波特在比较优势理论的基础上提出了关于国家以及企业两个层次的可持续竞争优势理论,指出国家的产业竞争力由国家的生产力水平高低决定,其中包括资源生产、辅助行业与企业战略等条件。理论认为企业的竞争优势是企业所独有的,依靠企业的内在核心价值,体现企业优于其他厂商的能力,而企业的可持续竞争优势也总是不断变化,具有连续性,是企业的某个时点竞争优势的不断延续。目前可持续理论主要集中在以产业结构、企业可利用的资源基础与企业核心竞争能力等方面阐述

企业的可持续竞争优势，并且在时代科技环境的不断演变下，呈现出动态变化的情况。

2.2.3 公司治理理论

理论从公司所有权和控制权分离为起点，认为公司的治理是公司各主体之间的动态博弈，公司有股东治理、董事会治理以及高管治理等内部主体，也存在外部监管、媒体治理等外部主体。公司需要通过激励约束、信息沟通等方式使各利益相关者相互制衡，从而尽可能保证公司的决策科学。对于家族式企业，理论认为要转变家族核心成员理念，限制家族成员对企业的过多干预，引入职业经理人建立互惠互利的合作，加强公司的内部控制监督体系，发挥独立董事监督职能，利用长期投资者提高经营的透明度，使公司治理不断优化。

3. 贵人鸟公司介绍及财务困境现状

3.1 行业背景

3.1.1 服饰行业现状

服饰作为日常生活中重要的组成部分，不仅为使用者提供基本的保暖功能，更承担着多样化的消费诉求。2020 年我国人均可支配收入达到 32189 元，满足基本穿戴之后的消费者对运动服装有了更多的精神需求。过去，国外服装品牌依托于先进的服装技术树立了较高的品牌形象，占据较高的中国服装市场份额。但服饰具有文化的属性，反映消费者对文化的偏好与追求，随着传统文化的发掘于宣传，更多的消费者偏爱具有中国元素的服装，海外品牌不仅较难更新产品的设计理念，甚至在产品设计上屡屡反映出不正确的文化理解。Coach 和纪梵希的 T 恤上出现关于香港台湾的不正确表述，违反基本的设计理念，不尊重国家领土国家主权。杜嘉班纳在宣传片中隐射“筷子”等文化符号，遭到网友的抵制，产品在全网电商平台下架。在 Topshop、H&M、ZARA 等服装品牌在中国持续撤柜的情况下，中国的企业立足于本国传统文化，利用设计展现传统文化，逐渐扩大市场占有率，树立良好的品牌形象。

3.1.2 运动鞋服市场现状

在服装行业市场规模整体波动较小的情况下，2018 年运动鞋服头部企业李宁的营业收入超过波司登，并在之后拉开与波司登之间的差异，预示运动鞋服产业规模的迅速扩大。2020 年中国运动鞋服市场规模超过 3000 亿元，近几年 CAGR 达到 17.7%。随着新冠疫情的爆发与消费者健康意识的增长，预计运动鞋服市场规模仍将继续扩大。

行业格局上，运动鞋服类产品市场集中度不断提高，围绕市场份额的竞争日趋激烈，2020 年行业规模前 5 的公司占据市场 70.80% 的份额。过去，耐克、阿迪达斯等国际运动场上长期占据国内市场规模的首位与第二名，国内企业不断提高产品质量，并运用产品设计提高产品的竞争力，逐渐缩小与国际厂商的差距，

2020 年安踏营业收入首次超过阿迪达斯，成为大中华区营收规模的第二名。此外，休闲运动的潮流也使一些成人服装品牌将产品扩展到运动方面，一定程度上加剧了行业的竞争。

渠道建设上，经历 2012 年-2015 年的行业库存普遍过剩之后，目前的市场虽然规模在不断扩大，但各头部运动鞋企的门店数量却未有明显的提升，提高单个门店的经营效率成为企业的发展目标。基于此目标，各企业广泛运用 DTC 模式，开发电子商务平台，希望以与消费者直接构建联系来提升企业渠道效率，安踏 2020 年对大约 3500 家门店进行 DTC 模式转型，利用 DTC 的核心理念——直面消费者，将“人、货、场”三者打通，促进消费者的体验。

3.2 公司基本情况介绍

3.2.1 公司简介

贵人鸟于 2004 年成功上市，总部位于中国“鞋都”晋江，公司从成立到上市仅用了十多年的时间，公司通过运动相关的研发生产，进行运动服饰、运动鞋以及运动配件的销售。公司产品主要面对三、四线城市的消费群体，通过设立加盟门店在全国范围内开展销售。早期贵人鸟通过运动研发投入，研制出“泡泡胶”等一系列运动鞋底科技，结合目标市场合理定价，为消费者带来优秀的产品体验，其“运动快乐”的理念成为不少消费者耳熟能详的记忆。2020 年 07 月 1 日，福建省工信厅将贵人鸟定位为 2020 年省工信化龙头企业，在日常管理、生产经营服务方面给予重点关注，并支持贵人鸟加快改造升级，持续做大做强。

3.2.2 经营评述

贵人鸟于 2014 年上市之后转变公司战略目标，由以经营运动鞋服产品为目标逐渐转变为以打造多种体育产业形态共同发展的体育产业化集团，在经过数次融资之后，开始对外的多元化扩张道路，成立体育产业投资公司，利用“动域资本”和“竞动域”开展在线体育布局，以体育竞技赛事开展体育保险、场地运营、体育经济代理等业务，在原有运动鞋服的基础上结合体育产业相关衍生品进行体育产业化集团的开展。

然而，在贵人鸟大幅度融资投资的战略并购之后，却未能带来如期的效果。之后年报中显示，贵人鸟不再意图打造体育产业集团，而是决定稳固在运动鞋服行业的市场地位，将主业做大做强，表明贵人鸟将以运动鞋服为基础，提高企业的竞争力，以期走出经营所处的困境。截至 2020 年年报显示，贵人鸟逾期的借款以及债券累计达到 20 多亿元，2020 年涉及十几起借贷纠纷、债券纠纷等经济纠纷案件，2020 年 10 月，公司的实际控制人受到限制消费令，不得进行规定以外的高消费。

3.3 贵人鸟财务困境现状

3.3.1 贵人鸟财务困境判断分析

3.3.1.1 基于 Z 值模型的财务困境判断

Altman 以美国企业为样本，选取破产与未破产的企业，通过多变量研究方法进行实证研究，选择了涵盖企业各方面的指标构建 Z 值分析模型。Z 值模型的选择数据相对简单，使用成本较低，并且判断的成功率相对较高，得到较为广泛的传播与使用。

在 Z 值模型中， X_1 衡量的是企业资产中具有较强变现能力的部分，通过营运资本占比大小反映企业的流动性水平。留存收益是企业发展与对抗风险的储备，反映经营留存的情况，企业亏损的时候优先通过留存收益来抵消，所以 X_2 反映企业的盈余积累情况，有助于判断企业抵抗财务风险的储备。 X_3 反映剔除税收和筹资成本情况下企业的偿债水平，比值越高，说明企业的还债能力越高，陷入财务困境的风险越小。 X_4 衡量的是企业的资本结构，反映企业资本结构中股权与债权的结构比例。 X_5 反映企业资产创造盈利的能力，企业资产周转速度越快，创造盈利的能力越高。

该模型的表达公式为： $Z=1.2X_1+1.4X_2+3.3X_3+0.6X_4+0.99X_5$

表 3.1 Z-SCORE 值

年份	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年

X ₁ : 营运资本/期末总资产	0.35	0.24	0.08	-0.15	-0.41	-0.53
X ₂ : 留存收益/期末总资产	0.19	0.12	0.10	0.00	-0.29	-0.42
X ₃ : 息税前利润/平均总负债	0.25	0.16	0.10	-0.10	-0.28	-0.05
X ₄ : 期末市值/期末总负债	8.62	4.04	2.25	1.13	1.08	0.40
X ₅ : 营业收入/平均总资产	0.44	0.36	0.42	0.46	0.37	0.32
Z-SCORE 值	7.10	3.77	2.34	0.62	-0.80	-0.82

模型认为 Z 值越高公司的财务风险越低, 根据模型的判断标准, 如表 3.1 所示, 2015 年、2016 年贵人鸟的 Z 值均大于 2.675, 表示公司财务处于健康状态, 但是营运资本/期末总资产已经呈现下降趋势, 与之对应的是 2016 年息税前利润增长的情况下, X₃ (息税前利润/平均总负债) 呈现出下降趋势, 表明公司总负债的增多, 这种情况一直持续到公司开始归核化出售资产。2017 年公司 Z 值为 2.34, 财务处于不稳定的情况, 2018 年在大多数指标下降的同时, 公司的 X₅ 值得到改善, 在营业收入同比变化幅度不大的情况下, 表明公司开始大幅度的偿还债务, X₂ 在 2020 年的比值也体现了因偿还债务导致的总资产减少的情况。虽然贵人鸟在不断的偿还债务, 但是公司的盈利情况未得到有效改善, Z 值在三年中仍处于下降状态。

3.3.1.2 基于 F 分数模型的财务困境判断

学者周首华认为 Z 值模型样本量选取较少, 并且没有考虑企业应收的现金流因素, 存在较大的局限性, 其对 Z 值模型的 X₃、X₅ 比率进行改良, 创造了 F 分数模型, 从未更加准确的得出结论。

F 分数模型中, X₁、X₂、X₄ 同 Z 值模型的计算公式一致, X₃ 和 X₅ 是 F 分数区别于 Z 值模型的改进指标, X₃ 指标在 Z 值模型的基础上将折旧等非付现成本剔除, 考虑了企业实际应收的回款, 反映企业营收中应收的全部现金偿还债务的能力。X₅ 反映企业资产创造现金流量的能力, 相比 Z 值模式可以更准确地预测企业财务危机的情况。

F 分数的计算模型为:

$$F = -0.117 + 1.1091X_1 + 0.1074X_2 + 1.9271X_3 + 0.0302X_4 + 0.04961X_5$$

表 3.2 F 值计算

年份	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年
X_1 : 营运资本/期末总资产	0.35	0.24	0.08	-0.15	-0.41	-0.53
X_2 : 留存收益/期末总资产	0.19	0.12	0.10	0.00	-0.29	-0.42
X_3 : (息税前利润+折旧)/平均总负债	0.17	0.10	0.05	-0.15	-0.31	-0.09
X_4 : 期末市值/期末总负债	8.62	4.04	2.25	1.13	1.08	0.40
X_5 : (净利润+利息+折旧)/平均总资产	0.11	0.08	0.06	-0.06	-0.21	-0.03
F 值	1.37	0.83	0.49	-0.28	-1.27	-1.41

F 分数方程式以 0.0274 为临界点, 当依据 5 个指标计算出来的 F 分数高于 0.0274 时, 表明公司的财务情况良好, 短期内一般不存在重大问题。当 F 分数计算结果大于 0.0274 时, 表明公司出现财务问题, 且得分越低, 公司越有可能陷入财务困境。如表 3.2 所示 F 分数相对于 Z 值在 2017 年得出的公司陷入不稳定的结果来看, 虽然数值一直呈现下降趋势, 但贵人鸟 2015 年-2017 年间, 贵人鸟公司的 F 值高于 0.0274。从 X_5 可以看出贵人鸟创造现金流的能力在不断地下降, 并且根据指标 X_3 可以观察到, 公司积攒的历史盈余随着并购以及扩张活动的逐渐消耗殆尽。虽然 2018 年实施归核化战略, 进行一系列资产出售, 但是公司的财务状况仍不容乐观, F 分值也降低到 0.0274 之下, 之后的两个年度内, 贵人鸟的总负债得以部分改变, X_3 值略微上升, 但是公司盈利以及获得现金流的能力没有得到大幅的改善, 故 F 值仍在不断的下降。

3.3.2 财务困境成因分析

3.3.2.1 财务困境外部成因分析

(1) 国内外知名品牌布局 3、4 线市场

随着健身以及运动的普及, 服装行业市场的规模仍在不断增大, 但是市场的增速却在不断降低, 市场下沉导致企业开始扩大自己的目标消费群体, 研发更多的产品来抢占市场。安踏推出 300 元以下的 C37 运动跑鞋, 通过科技聚合物软底提升产品的核心竞争力, 抢占市场中的中低端客户。如表 3.3 所示, 头部运动鞋服企业的下沉进一步加大了市场集中度, 前五大厂商占据 70.80% 的市场。行业集中度的加剧不仅不利于贵人鸟的发展, 甚至挤占了贵人鸟原有的生存空间。

表 3.3 运动品牌市场集中度变化

	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年
NIKE	19.50%	21.20%	22.40%	23.10%	23.90%	25.60%
ADIDAS	15.50%	16.40%	18.60%	19.40%	19.00%	17.40%
安踏体育	9.90%	10.40%	11.00%	12.90%	14.60%	15.40%
李宁	6.90%	6.60%	6.20%	6.00%	6.50%	6.70%
361°	4.30%	4.20%	3.80%	3.10%	2.90%	2.60%
CR ₂	34.90%	37.50%	41.00%	42.50%	42.90%	43.00%
CR ₅	57.90%	60.10%	62.60%	66.30%	69.30%	70.80%

数据来源：网络资料整理

(2) 新冠疫情影响

2020 年爆发的新冠疫情影响了运动鞋服的行业发展。全球服饰类产品市场规模缩小超过 10%，在疫情发生的之前五年期间，我国运动鞋服行业市场规模年均复合增长率达到 17.7%，而 2020 年的市场增长率下滑为 1.5%。疫情严重影响了企业的存货销售，随着春节的到来，消费者有在新年置办新服装的消费需求，疫情影响了线下门店的销售额，企业在春节期间的大量备货无法消化，还占用了企业大量的资金流。此外，贵人鸟 95%的生产用工属于异地用工，随着各地防疫要求的不同，对企业生产线的开工率造成了极大的影响。

疫情还影响了消费者的收入，贵人鸟的目标客户群体大多集中于三四线城市，随着人均消费收入的减少，消费者对于运动鞋服的产品消费需求也相对减少。以 2003 年非典期间服装零售业的增长速度来看，服装市场在当年二季度零售额增速下滑，虽然疫情之后出现恢复性消费，全年销售增长额依然有明显的下滑。新冠肺炎的传染性较非典更强，影响力更为广泛。彼时的中国经济 GDP 增速达到 10%，宏观经济总体增长较快，2020 年的 GDP 增速为 2.3%，相比而言 2003 年来讲，服装消费市场的复苏需要更大的努力。

3.3.2.2 财务困境内部成因分析

(1) 过分乐观，短期内发行大量借贷

2016 年，贵人鸟先通过一般短期融资券融资 14 亿元，年底又通过非公开定

向债务融资工具融资 5 亿元，年度合计融资 19 亿。2017 年，贵人鸟的通过债务融资 17 亿元，融资方式全部为超短期融资。公司连续两年进行融资，并且从融资方式来看，当时公司选择了期限较短的融资方式。彼时，按照过去三年的经营成果预估 2018 年-2020 年的同口径正常经营利润与经营现金流量净额，如表 3.4 所示可以进行粗略的估计，公司如果按照过去的增长速度增长，公司的现金流已经不足以支持公司偿还债务以及大规模的投资活动，但公司却依然进行大规模的借债和并购活动。

表 3.4 同口径经营利润和经营现金净流量 单位：万元

	2015 年	2016 年	2017 年	CAGR	2018 年 E	2019 年 E	2020 年 E
同口径正常经营利润	48422	52830	53216	3.20%	54919	56676	58490
经营活动现金流量净额	59936	23602	63330	1.85%	64502	65695	66910

数据来源：年报及整理计算

(2) 早期决策不稳健

贵人鸟的决策呈现出短时间内反复性，虽然反映出公司管理层的决策执行能力，但背后也反映出来的是管理层对于公司战略布局规划的考虑欠妥，以及缺乏合理的前期调研安排。短时间内决策的变更也侧面反映了公司决策权家族掌控的家族式企业控制的特征。

在产业布局方面，2016 年贵人鸟向星友科技增资 1 亿元完成控股报表合并，但是 11 月完成工商登记变更，12 月又将拥有的星友科技全部股份转让给星河互动科技，原因是星友的团队人员不够，无法顺利开展业务。虽然本次投资额并不大，但本着对公司股东的负责，产业布局需要提前进行可行性调研，电子游戏领域的核心研发团队更是重中之重，本次收购侧面反映出贵人鸟对于多元化产业的激进与前期调研的不足。

在公司名称方面，2017 年 3 月贵人鸟董事会审议并通过了企业变更名字的决议，拟将贵人鸟公司变更为“全能体育”，反映企业向产业化集团变更的战略，然而仅在一天之后，公司董事会又决定取消名称变更的决议。企业名称不仅是企业战略的总体折射，也涉及企业传承已久的企业文化、企业历年的广告投入，也影响着企业的品牌知名度与企业形象，名称的变更预示企业与消费者之间选择的

再次构建，理应慎之又慎，但贵人鸟名称变更却显得有些仓促。

(3) 并购效果不理想

2016年，为了拓宽营销渠道，贵人鸟以50.01%的股权比例控股杰之行公司。彼时，杰之行的价值按照市盈率15倍确定估值为60000万元。而两年之后，贵人鸟以收购价格的78.33%转让持有的杰之行50.01%的股权，在转让价款之中，包含了杰之行原股东做出的10000万元的现金业绩承诺补偿款，杰之行50.01%的股权实际作价20000万元，交易导致公司2018年度产生投资亏损13000万元。从表3.5中可以看出，除2016年杰之行完成承诺利润以外，之后两年杰之行利润总和并未达到15000万，收购效益并不理想。

此外，杰之行还占用了大量的企业现金，门店经营方式从直营店经营为主转向集合店经营，2017年至2018年9月30日。杰之行在湖北新开52家门店，湖南新开22家门店，前期投入资金大约两亿元，用于租赁店铺、门店装修费用以及为达到预定可开业状态的基本费用，但这仅是达到开业状态的基本费用，在此基础上预计上门店经营所需要的商品占款、人工管理费用以及销售费用，杰之行需要更多的资金支持。

对于杰之行的运营不仅占用了大量的资金，影响企业的现金储备，贵人鸟还为杰之行担保了数亿元的债务。在出售杰之行后，2021年11月，公司收到《通知文件》，杰之行未能按约履行还款付息义务发生违约，在贵人鸟担保的范围内，杰之行所欠债务大约人民币8800万元。综上所述，此次投资并购效果占用了大量的企业资源，也未能与原有的业务形成协同效应，未达到理想的预期。

表 3.5 杰之行并购前后业绩情况表 单位：万元

年度	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年(1-9月)
营业收入	75,901.89	81,738.04	88,665.61	102,157.58	91,371.46
净利润	1,740.04	4,000.08	5,119.60	4,096.71	-1,189.42
年度	/		2016	2017	2018
承诺利润			5000	15,000	

2016年，贵人鸟收购名鞋库51%的股权。名鞋库是国内首批运动产品线上零售平台，平台一方面进口阿迪耐克等品牌的销售，另一方面通过多年的平台运

营经验为其他企业提供技术支持。销售业务方面,名鞋库集中采购运动休闲产品,建立自营处置销售平台,同时在各大电商平台开设自营旗舰店,其销售的运动品牌包含各种国际一线运动品牌。技术支持服务方面,通过名鞋库积累的行业经验,为国内运动厂商提供网络零售运营服务与电商代运营服务。次年,贵人鸟完成对名鞋库所有股权的收购。

表 3.6 名鞋库并购前后业绩情况表 单位: 万元

年度	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年
营业收入	34,454.34	39,077.86	42,888.78	51,284.10	46,628.32	38,939.00
净利润	2,473.64	3,014.70	4,414.38	4,704.21	4,372.72	4,081.77
年度	2016-2018	2016	2017	2018	/	
承诺利润	12000	3000	4,000	5,000		

数据来源: 贵人鸟公告

如表 3.6 所示,名鞋库在 2016 年-2018 年的业绩承诺期中,以仅超出承诺 123.15 万元的收入完成了业绩对赌。在完成业绩承诺后的 2019 年、2020 年度,名鞋库的营业收入与净利润开始的下滑,2019 年计提商誉减值损失 7617.96 万元,截至 2020 年底,因名鞋库产生的商誉减值准备达到 16938.28 万元。

为了拓宽线上销售渠道,减轻对经销商依赖而收购的名鞋库,但其销售产品定位与贵人鸟的产品产生错位,以 2020 年产品的销售均价为例,名鞋库运动服装的平均售价比贵人鸟自主品牌平均售价高 207.42%、而运动鞋的平均售价则高出 352.59%。从实际情况来看,在其自营垂直平台 www.s.cn 以及淘宝企业店铺“名鞋库运动店”中,销售的主打品牌依然是耐克、阿迪达斯与 New Balance 等产品,并未发现销售自主品牌。以上说明,随着中高端产品线上销售渠道的集中度不断提高,为拓宽渠道而收购的名鞋库平台面临较大的竞争风险,并且企业线上线下一体化的业务模式仍需要进一步探索,以便在代销产品时促进自主品牌产品的销售。

4. 财务困境下贵人鸟归核化战略实施路径及效果分析

4.1 贵人鸟归核化战略选择原因

归核化战略是公司的一种战略选择,通过研究战略的主要理论可以更加明确归核化战略的优势。以下主要从资源学派理论、组织经济学理论、价值理论阐述归核化战略的优势。

基于资源能力理论阐述归核化的研究较多,资源学派认为企业自身的独特稀缺资源使企业优于其他竞争对手,而形成企业独特资源以来过去企业的发展历程,不能轻易被对手学习。对于企业间的并购,资源学派认为企业的成功来自于以低于标的价值的代价获取资源的能力,而因为竞争对手的存在,收购获得标的的价值刚好大于或等于企业所付出的代价,企业无法从收购当中获得超额的收益,无法获得预期的效果,所以企业构建自己优势的重心应该放在自身资源和能力的整合上;组织经济学理论认为公司的主要成本是经营成本与交易成本,归核化战略可以有效优化企业的组织效率,提高资产专用性,解决由多元化带来的内部资本市场无效的情况,达到成本与效率的平衡,降低企业的经营成本(David, 2000; 蒲明, 2007),所以选择归核化战略适用于财务困境下的贵人鸟。

4.2 贵人鸟归核化战略实施路径

4.2.1 剥离主业无关资产

自2014年上市获得首轮融资之后,贵人鸟开始全面布局体育产业,从图4.1中可以看出,2015年贵人鸟的长期股权投资开始大幅度增加,自2015年的4413万到2017年的29546万元,年均复合增长率达到188.48%,体现出公司通过并购大规模的对外扩张,而到2020年贵人鸟的长期股权投资降低到106万元,不足其最高峰时的1%,反映了公司不仅持有的长期股权投资存在大量的减值,其更是在不断出售之前购入的资产,结合公司的财务状况来看,也一定程度上反映企业利用出售非主业业务换取资金的情况。

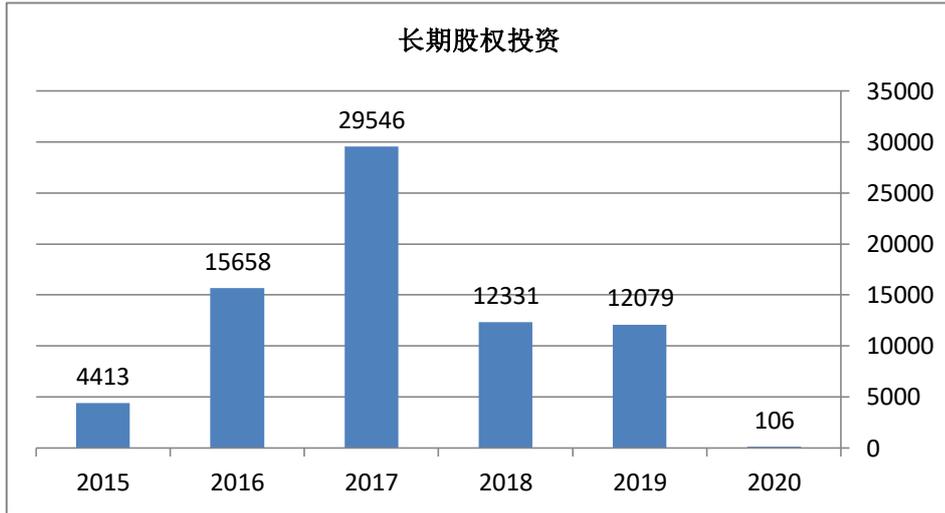


图 4.1 2015—2020 年贵人鸟长期股权投资变动图 单位：万元

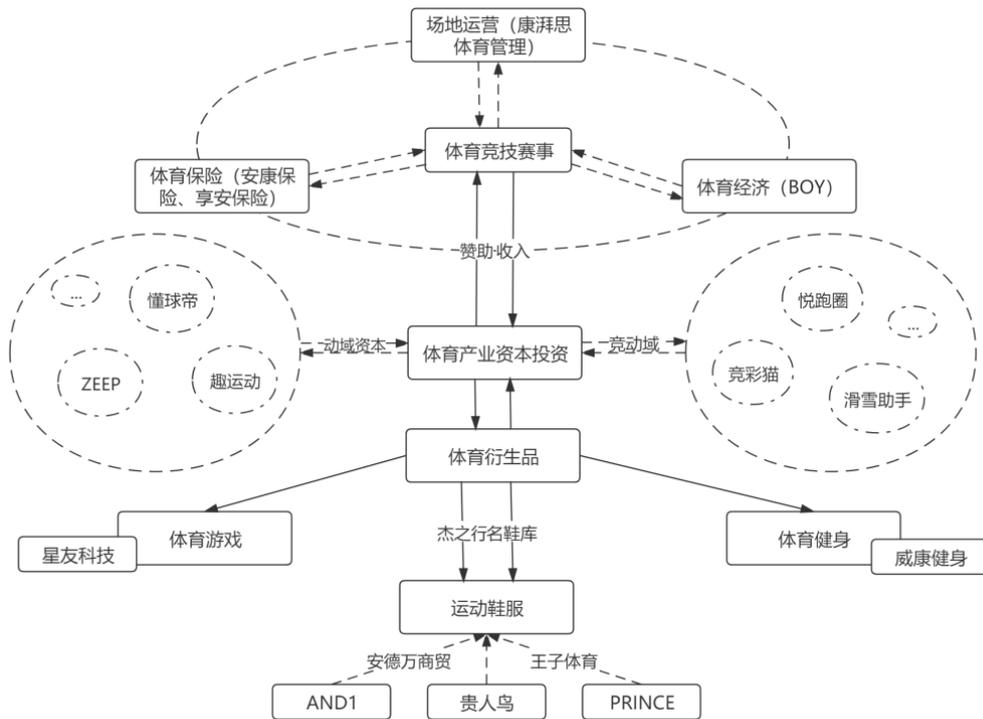


图 4.2 贵人鸟体育产业化集团布局

如图 4.2 所示，成立体育产业投资基金可以帮助贵人鸟提前布局未来产业的变化。2015 年，贵人鸟通过泉晟投资间接持股虎扑，公司与虎扑共同出资成立投资公司动域资本。动域资本参与“懂球帝”C轮融资，布局线上足球运动赛事产业，还投资智能穿戴设备公司，开发具有线上运动场馆预定、线下运动交友的智能 APP 平台，完成一系列电子体育产业相关项目的扩张投资。2018 年 8 月，

贵人鸟通过其控制的泉翔投资将持有的全部虎扑股份转让，转让所得资金用以偿还所欠的债务。

2015年，为进军体育经纪人产业，贵人鸟入股西班牙足球经纪公司BOY，通过直接投资与资本化贷款获得对BOY的重大影响，2016年贵人鸟与BOY原股东投资协议条件达成，继续投资500万欧元，贵人鸟所派出的董事会成员占经纪公司董事会成员比例达到4/5，完成对BOY公司的控制。2019年，由于对BOY的债务逾期，根据借款条约规定，公司将持有的32.96%BOY股权与借款交换，债权债务抵消，公司丧失对BOY公司的控制权。至此，贵人鸟的体育经纪产业模块告一段落。

体育赛事方面，2015年贵人鸟公司与《中国学校体育》联合控制康湃思网络，与虎扑、大学生体育协会成立康湃思体育网络，利用大学生体育赛事在全国高校中开展推广传播，布局赛事招商、赛事保险以及赛事相关衍生品。2018年，贵人鸟将持有的康湃思系列公司的37%的股份转让，不再持有康湃思系列公司的股份，标志着贵人鸟以体育赛事板块为核心的产业布局暂时告一段落。

为了丰富产品销售渠道以及销售品牌，贵人鸟于2016年收购总部位于湖北的杰之行销售公司，扩充线下门店300余家，2017年全面收购线上电商平台名鞋库全部股份，完成线上销售渠道扩展。2018年12月，公司将持有的杰之行50.01%股权转让，减弱了线下的实体销售渠道。同年，因名鞋库线上销售不达预期，贵人鸟对其计提了9320万的商誉减值。

4.2.2 收缩转变营销渠道

为了拓宽渠道，贵人鸟2015年收购湖北杰之行，将杰之行下属的集合店、专卖店、店中店以及运动城纳入营销渠道范围。可以看出在之前三年期间，贵人鸟直营店铺很少，主要以加盟店铺为主，并且店铺总体数量变化较少。但因为杰之行所属门店也纳入了范围，加盟店内部组成结构有所变化，一方面杰之行所运营的耐克、阿迪达斯等国外高端品牌进货占用了公司大量的现金，另一方面额外的并购带来管理费用的增加。此外，加盟店铺产生了大量的应收账款，2017年公司应收账款占总资产的22.22%，一旦经销商出现信用风险，意味着公司的流动性将受到巨大的考验，而2017年底因为经销商资金支持形成的其他应收款达

到 9000 万。2018 年公司门店数量减半，但是由于采取了将加盟门店转化为直营门店与类直营门店，且经销商采取委托代销的方式进行销售，不再承担库存积压风险，公司库存风险加大，公司收购部分省级区域经销商的经销渠道，回购已销售的存货。类直营门店的直接管理以及营销渠道的收购使公司管理费用与营销费用上升，也使资金占用量大幅度的上升，增加了企业对资金的需求程度，也加大了公司的财务风险。2019 年，公司类直营门店的管理主体由贵人鸟转变为加盟商。2020 年，贵人鸟公司的流动性危机使其自身无法承担过高的管理运营成本，原始直营门店以及类直营门店全部转换成加盟门店，控制管理费用以及存货规模。

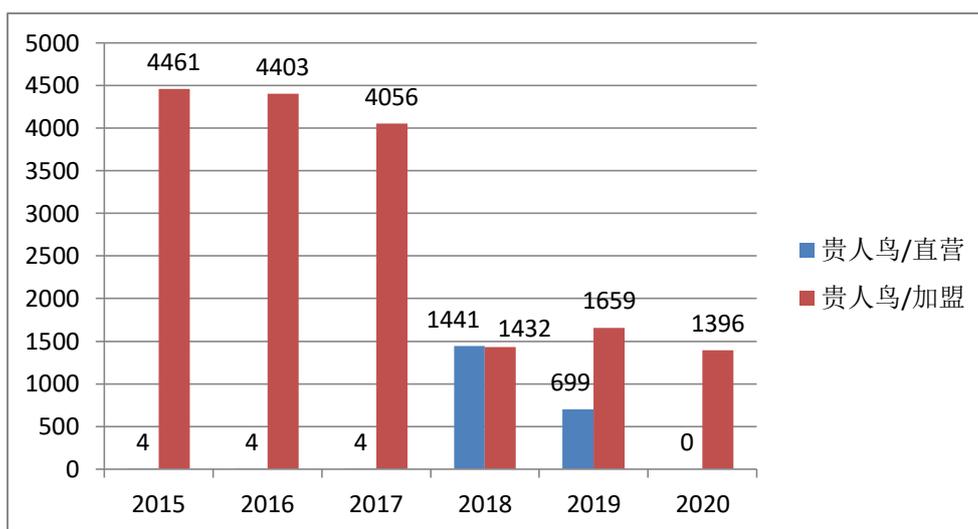


图 4.3 2015 年-2020 年贵人鸟门店数量变化图

图 4.3 展示了贵人鸟各类门店数量的变化，通过最近几年贵人鸟门店的规模以及门店性质的转变，可以看出公司提高营销渠道掌控的意图，然而大面积的类直营店增加了贵人鸟对资金水平的负担，影响到企业的正常运营。所以，正确的意图必须结合当时的实际情况来看，否则很容易南辕北辙，达不到预期的效果。

4.3 财务困境下贵人鸟归核化实施效果分析

4.3.1 基于赫芬达尔指数的归核化程度判断

衡量归核化程度的常用指标有熵指数、 Z_3 指数等，赫芬达尔指数可以比较准确对归核化程度进行衡量，贵人鸟各个业务单元的收入组成资料也可以找到，故

本文采取赫芬达尔指数对企业战略转型前后的归核化程度进行计算, 计算方式如下:

$$HHI = \sum_{i=1}^n p_i^2$$

$$HDI = 1 - HHI = 1 - \sum_{i=1}^n p_i^2 \quad p_i = \frac{\text{各产品或业务销售额}}{\text{总销售额}}$$

其中, HDI 为赫芬达尔指数, n 为贵人鸟开展的业务单元。贵人鸟近 5 年 HDI 计算结果如表 4.1 所示:

表 4.1 贵人鸟 2015—2020 年多元化程度变化情况

	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年
运动鞋	56.10%	56.58%	55.42%	59.02%	64.11%	52.03%
运动服装	42.52%	39.92%	37.25%	31.31%	27.05%	33.68%
配饰及其他	1.38%	1.21%	1.66%	1.63%	0.75%	1.41%
代运营及招商业务	/	1.44%	4.48%	6.59%	8.09%	12.88%
经纪业务	/	0.84%	1.19%	1.45%	/	/
HHI	0.496	0.480	0.448	0.451	0.491	0.401
HDI	0.504	0.520	0.552	0.549	0.509	0.599

数据来源: 年报整理计算

当企业归核化程度变高时, HHI 指数开始变大, HDI 指数开始变小。2015 年-2017 年间, 贵人鸟实施以体育产业集团为中心的多元化扩张业务, 期间贵人鸟的 HHI 指数由 0.496 降低到 0.448, 企业的收入组成开始发生变化, 出现现代运营业务、招商业务以及经纪业务。2018 年开始, 企业开始实施归核化战略, HHI 指数开始增大, 企业彻底剥离经纪业务。但是 2020 年的 HHI 降低, 一方面是因为企业价格降低导致的营收降低, 另一方面是因为招商以及代运营业务的连续增长, 主要原因是企业的总营业收入同比也降低, 导致招商业务占比增大, HHI 数值变小, 招商以及代运营收入主要来自于其电商平台渠道“名鞋库”, 新冠疫情的高传染性使得线下消费的需求转移到线上, 子公司“名鞋库”业绩出现大幅度的上升。总体来讲, 公司抛去了与主业不相关的业务, 将重心转移至核心业务。

4.3.2 基于营运、盈利、偿债能力的财务效果评价

4.3.2.1 企业营运能力效果评价

企业营运能力是指企业资产的获利能力,财务困境中企业的资产使用效率会受到一定的影响。本部分采用常见的三个指标分析贵人鸟营运方面的表现。应收账款的指标计算中,为了符合新的会计准则要求以及更准确的反映营运能力,计算平均应收账款额时,需要计算应收账款、合同资产等经营中应收的合计数,并将报表的科目余额调整为不扣除坏账准备的金额。而较能反映营运能力的营业收入,最好是赊销产生的营业收入,但由于资料无法获取,故仍然选用营业收入。

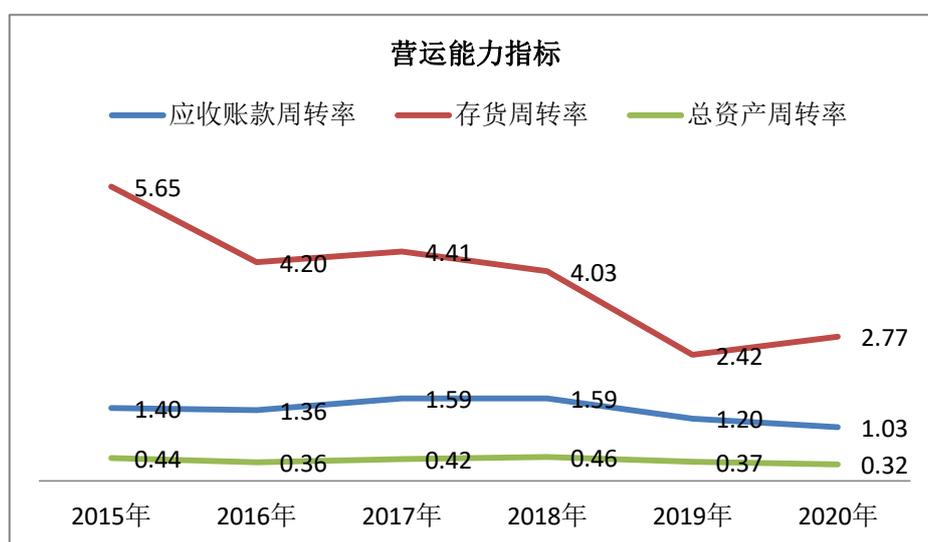


图 4.4 营运能力指标计算 数据来源: 资料整理与 iFind 金融终端

由图 4.4 可知,自 2015 年至 2019 年期间,贵人鸟的存货周转率在一直下降,与企业通过并购导致规模变大有关系,在 2019 年时存货周转率出现大幅度的下降其部分原因在于 2018 年底,公司对 14 个省份的经销商渠道进行收购,将渠道中原本出售给经销商的货物悉数购回,造成存货周转率的大幅度下跌。2020 年贵人鸟为了清理库存,加速现金回流,采取了降价销售的措施,公司的存货周转率有所提升;应收账款周转率方面,2017 年公司对经销售采取票据结算占比提高,导致应收账款周转率提高,而 2018 年贵人鸟开始回归主业之后,为了加强渠道的掌控力,在 2018 年将 1400 家加盟店转变为类直营门店,使门店经营汇款得到有效控制,应收账款率得到保持。但自营门店又需要大量的资金投入,为了缓解现金压力,之后两年中贵人鸟自营门店占比下降,与之伴随的是应收账款周转率的下降;2018 年开始实施归核化时,得益于运行效益不高资产的出售,总资产周转率有所提高。但是之后的两年中,随着其他运动品牌的市场下沉,企业产品

的竞争力下降, 营收的大幅度下降使得总资产周转率降低。从这三个运营指标的变化程度来看, 企业最近 3 年实施的归核化路径仍需要改进, 从而使企业资产的使用效率得到提高。

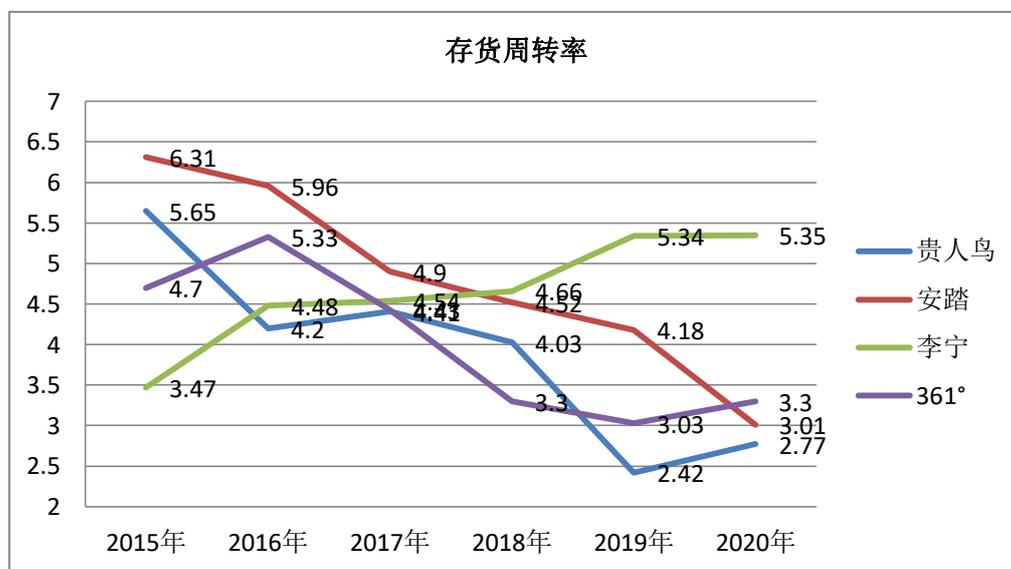


图 4.5 同行业存货周转率对比 数据来源: 资料整理与 ifind 金融终端

为了更好的分析营运能力的水平, 在结合行业环境的情况下, 选取了同行业中的李宁、安踏、361° 三家企业进行对比。如图 4.5 所示, 从行业趋势来看, 除李宁外, 其余三家企业的存货周转都存在不同程度的下降, 运动鞋服行业面临着竞争加剧以及外部环境风险的影响。在 2020 年的疫情冲击中, 贵人鸟通过降价等方式使得其存货周转得到有效的提升, 但贵人鸟的存货周转速度在仍然低于其他三家企业。

4.3.2.2 企业盈利能力效果评价

盈利能力是指企业的获利能力, 财务困境下的企业盈利方面存在一定的问题, 通过对销售盈利能力分析其营收中主要业务的占比, 观察利润的来源组成。可以通过资本盈利能力来分析公司利益相关方的利润回报。综合来看, 本部分通过以上指标来分析贵人鸟财务困境下的盈利能力。

表 4.2 2015 年-2020 年贵人鸟盈利能力指标计算

	指标	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年
销售盈	核心利润率	21.50%	17.05%	7.24%	-15.70%	-13.39%	-8.70%

盈利能力	营业利润率	19.17%	16.83%	7.84%	-22.31%	-67.70%	-30.79%
资产盈利能力	总资产净利率	7.35%	5.12%	2.42%	-11.25%	-25.48%	-10.24%
	总资产报酬率	12.01%	9.19%	6.34%	-6.42%	-21.58%	-4.50%
	经营资产利润率	12.90%	10.65%	7.14%	-6.66%	-24.61%	-4.60%
	投资资产收益率	1.08%	0.14%	1.98%	-5.23%	2.41%	-0.74%
资本盈利能力	权益净利率	14.36%	11.86%	6.54%	-33.37%	-112.12%	-168.17%
	资本收益率	22.84%	19.83%	11.10%	-44.81%	-70.69%	-24.47%

如表 4.2 所示,销售盈利能力方面,贵人鸟的核心利润率与营业利润率相差无几,说明企业的盈利来源于企业的主业经营活动,但是 2015 年至 2018 年间企业的核心利润率一直在下降,直至 2020 年仍然处于负值。资产盈利能力方面,企业的经营资产利润率大于资产总利率,说明核心经营资产取得了较好的利润获得程度,但是投资资产等其他企业资源却一直没有获得很好的收益。资本盈利能力方面,权益净利率与资本收益率一直处于下降的趋势,因为企业较多采用发行债券的方式来筹集资金,所以权益净利率与资本净利率相差较大,表明公司需要降低负债,提高投资者的回报。

4.3.2.3 企业偿债能力

财务困境下的企业经常表现为偿债能力降低,无法偿还到期债务。2019 年 06 月,公司信用等级首次下调,同年 09 月和 11 月,贵人鸟的主体信用等级连续下调三级为 CC 级。一年之内连续多次下调信用评级,说明企业的经营状况并不乐观,企业的经营偿债能力受限。

由表 4.3 可知,自 2017 年开始,银行给与贵人鸟的授信额度开始降低,截至 2020 年年底,银行授信额度仅为 16.10 亿元,不足 2016 年时的二分之一。从贵人鸟使用授信额度的情况来看,除大批量还款导致的剩余额度增加之外,2018-2020 年的银行剩余额度都在减少。截至 2020 年,未使用额度仅 2 亿元,从侧面反映了贵人鸟公司现金流的紧张程度。

表 4.3 贵人鸟银行授信情况 单位:亿元

年度	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年
----	--------	--------	--------	--------	--------	--------

银行授信额度	23.20	39.43	30.17	23.06	16.10	16.10
已使用额度	6.90	10.11	15.96	10.47	13.92	14.10
剩余额度	16.30	29.32	14.21	12.59	2.18	2.00

企业的财务风险与公司潜在的融资约束有密切的关系,因为融资约束与财务指标存在间接相关性,故利用多变量指数模型 SA 观察贵人鸟的融资受限情况。指数值绝对值越大,表明企业从外界获取资金的难度越大。从表 4.4 可知,与企业授予贵人鸟的贷款额度下降所相符的是,2015 年-2020 年贵人鸟的 SA 指数一直在上升,反映了其融资约束越来越大,企业能够获得的融资方式以及融资成本在不断的上升。

表 4.4 SA 指数下贵人鸟融资约束情况

年度	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年
SA 指数	-3.60	-3.63	-3.67	-3.72	-3.75	-3.79

数据来源: 国泰安数据库

接下来通过企业的财务指标分析企业的偿债能力,如果企业在短时间内将资产变现,那么企业的财务状况相对良好,反之则说明可能存在较大的风险。

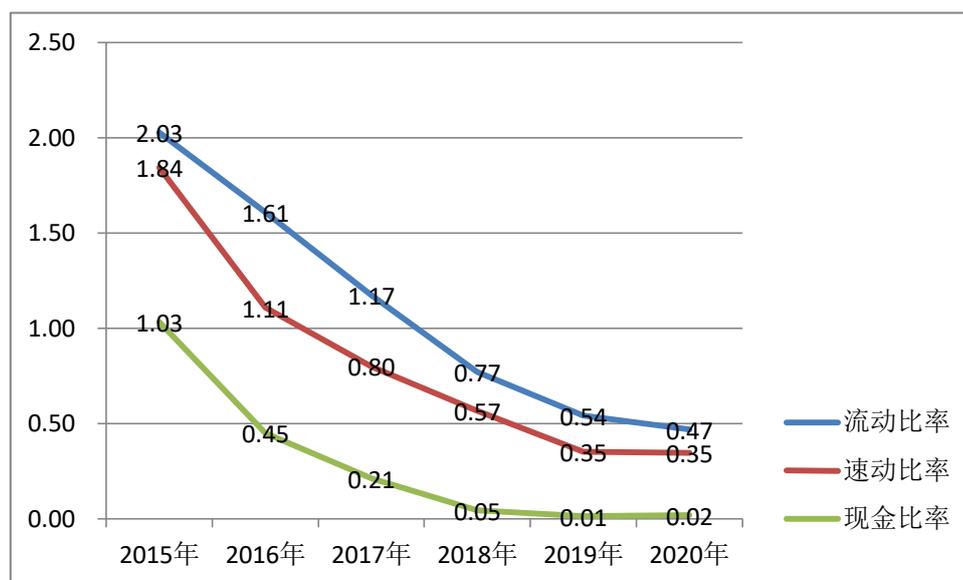


图 4.6 2015 年-2020 年贵人鸟短期偿债能力指标

通过图 4.6 所列示的数据可以得知,贵人鸟公司的长短期偿债能力指标一直处于下滑的趋势。短期偿债能力方面,截至 2020 年底,公司速动比率为 0.35,

现金比率为 0.02，两者相差较大，其原因在于公司的应收账款占比较大，导致现金汇款较慢，公司所储备的现金在满足现有的流动负债之后，所剩余的现金有限；从行业看长期偿债方面，如表 4.5 所示，在结合企业产权比率的情况下进行分析，其余运动厂商的产权比例在 0.6-1 区间较多，贵人鸟的产权比例远高于这一区间，表明企业由债权人提供的资金要远高于由投资者提供的资金，企业未来的偿债压力较大。

表 4.5 2015 年-2020 年同行业产权比率指标

	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年
贵人鸟	1.02	1.54	1.89	2.11	8.05	133.23
李宁	1.10	0.70	0.44	0.50	0.76	0.68
安踏	0.43	0.45	0.34	0.50	1.00	1.08
361°	0.65	0.96	0.93	1.05	0.83	0.61

数据来源：ifind 金融终端、年报整理

4.3.3 基于资产价值的效果评价

托宾 Q 指标包含上市公司在股市上的表现，观察托宾 Q 值有利于分析公司的资产价值，判断是否有必要向外投资。本文通过贵人鸟 2015 年-2020 年战略变化期间的托宾 Q 值进行分析，为避免市场行情不同，选取我国 A 股同行业上市企业进行对比分析。

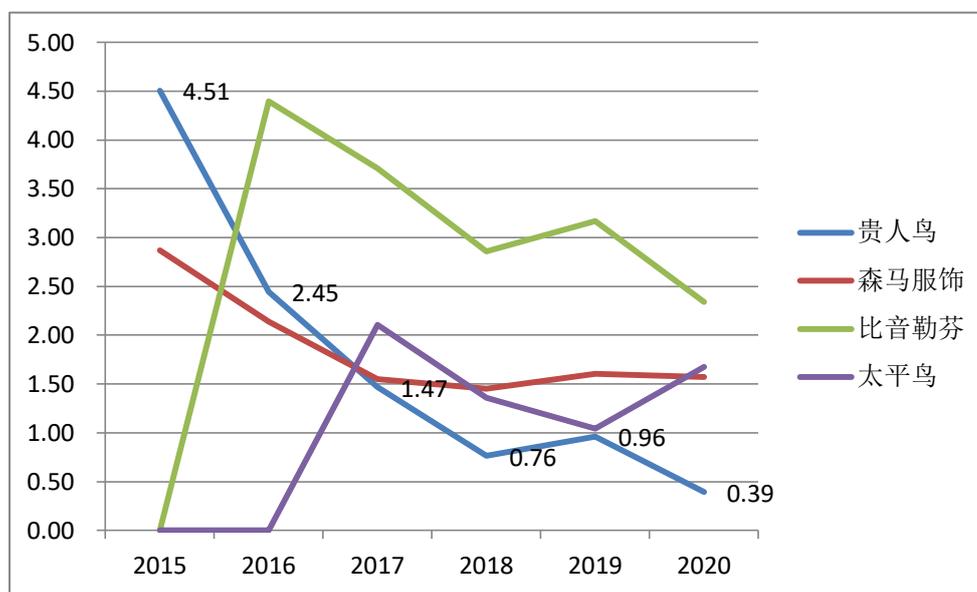


图 4.7 A 股运动产品企业托宾 Q 值变化

拓张前期, 贵人鸟通过“动域资本”和“竞动域”先后开展体育产业的扩展投资, 完成一系列运动 APP 的投资, 利用康湃思完成体育赛事的收购, 随后设立不同子公司完成对行业其他企业的布局。当托宾 Q 值大于 1 的时候, 企业可以通过收购资产提高企业的价值。如图 4.7 所示, 在 2015 年至 2018 年期间, 保险业务以及 Brand 品牌的收购不仅没有产生收益, 反而影响了企业资产的价值, 使得企业的托宾 Q 值不断下降。2018 年企业大量出售之前收购的体育行业资产, 一定程度上提高了企业的资产价值。由于直营门店全部转换为加盟店等资产变动, 企业的资产价值受到影响, 2020 年托宾 Q 值继续降低。

4.3.4 基于杜邦分析体系的财务效果评价

杜邦分析法主要是以权益净利率为核心, 利用盈利指标、营运指标与权益净利率之间的关系进行逐级分解, 以便于找出影响权益净利率的基本原因。同时运用循环替代法, 对过去三年的指标变动和权益净利率变动加以对比, 从而得出了企业营运、盈利等能力对权益净利率的影响。

表 4.6 贵人鸟主要比率指标比较

	营业净利率	总资产周转率	总资产净利率	权益乘数	权益净利率
2018 年	-24.66%	0.456	-11.25%	2.9677	-33.37%
2019 年	-69.32%	0.3675	-25.48%	4.4007	-112.12%
2020 年	-32.00%	0.32	-10.24%	16.4246	-168.17%

利用循环替代法将指标逐一替换, 可以将指标中的实际影响因素展示出来, 具体计算过程如下:

设置营业净利率为 a , 总资产周转率为 b , 权益乘数为 c , 权益净利率 = $a \times b \times c$

基期指标: $K_0 = a_1 \times b_1 \times c_1 = -69.32\% \times 0.3675 \times 4.4007 = -112.12\%$

实际期指标: $K_3 = a_2 \times b_2 \times c_2 = -32.00\% \times 0.3200 \times 16.4246 = -168.17\%$

替代营业净利率: $K_1 = a_2 \times b_1 \times c_1 = -32.00\% \times 0.3675 \times 4.4007 = -51.75\%$

替代总资产周转率: $K_2 = a_2 \times b_2 \times c_1 = -32.00\% \times 0.3200 \times 4.4007 = -45.06\%$

替代权益乘数: $K_3 = a_2 \times b_2 \times c_2 = -32.00\% \times 0.3200 \times 16.4246 = -168.17\%$

营业净利率变动对 K 的影响为 $K_1 - K_0 = 60.37\%$

总资产周转率变动对 K 的影响为 $K_2 - K_1 = 6.69\%$

权益乘数变动对 K 的影响为 $K_3 - K_2 = -123.11\%$

从计算结果可以看出，与基期相比，2020 年贵人鸟的营业净利率对企业权益净利率的影响较大，对营业净利率的影响达到 60.37%，从实际影响来看，企业的盈利能力有所提高，企业的亏损幅度进一步的降低，但是仍需要继续改善使企业扭亏为盈。企业营运方面，总资产周转率对企业权益净利率的影响较小，总资产周转率未获得明显的提高。企业的资本结构变动对于权益净利率的影响最大，2020 年企业的权益乘数由 2019 年的 4.4007 提高至 16.4246，资产负债率达到 93.91%，表明企业的资本结构需要进行调整，公司杠杆率过高，需要通过权益融资等方式降低企业的负债。

4.3.5 基于 EVA 的归核化效果评价

EVA 是反映企业的价值创造程度的指标，通过比较企业资本投入与产出评价价值创造，以下关于会计事项的调整计算，大体沿用欧阳春花（2004）的调整思路。

EVA 的计算公式为：

经济增加值=税后净营业利润-资本总额×加权平均资本成本率

$$EVA = NOPAT - TC \times WACC$$

其中：（1）NOPAT 的计算。EVA 计算涵盖股权资本与债务资本，为避免重复计算，运用财务费用的税后值将两者统一调回。EVA 评价的是企业经营活动中创造的价值，故非正常损益不应在利润中扣除，因此在计算 NOPAT 时需要在净利润的基础上将非正常损益税后值加回。同时，EVA 认为各种准备金和摊销费用其实并未发生实际现金的流出，应予以调整。此外，计算所用的所得税额应为当期实缴金额，故需要运用递延所得税进行调整。

结合上文，对于贵人鸟 NOPAT 的会计调整主要考虑如下几项：财务费用、非正常损益、当年计提的各项资产减值金和摊销费用、当期递延所得税负债以及当期递延所得税资产。当前有关 EVA 主要会计调整项目的研究众说纷纭。欧阳春花（2014）指出在对 EVA 进行会计调整时，债务资本成本不仅包括了利息费用还应

包括利息收入，因此应对财务费用整体进行调整。减值准备中为避免坏账确认又收回导致金额不一致的情况，只对资产减值损失本期税后值进行调整。非正常损益主要体现在“营业外”项目中。在考虑摊销费用时，主要考虑研发费用的摊销。折旧作为企业的经济成本不作为调整项目进行调整。

计算过程及公式如表 4.7 所示：

表 4.7 贵人鸟税后净营业利润计算表 单位：元

	2018 年	2019 年	2020 年
净利润	-693,578,821.54	-1,018,558,230.28	-380,166,771.69
+财务费用	232,709,426.72	147,966,184.22	198,826,548.74
+本期资产减值损失	150,919,530.11	423,858,978.53	22,734,940.25
+摊销的研发费用	-	-	-
-所得税费用	95,907,239.21	142,956,290.69	55,390,372.25
-营业外收入	1,097,215.84	65,245.58	922,246.26
+营业外支出	2,011,527.47	5,808,111.91	898,243.30
-所得税费用	228,577.91	1,435,716.58	-6000.74
+递延所得税负债的增加	-3800,000.00	-	-
-递延所得税资产的增加	-42,808,702.51	-3,273,790.51	-165,329.55
税后净营业利润	-366,162,667.69	-582,108,417.96	-213,848,327.62

(2) 贵人鸟 2018-2020 年 TC 的确定

陈晓慧（2010）指出投入资本总额是指股权和债权中要求回报的部分，其中债权资本指有偿的部分，但不包括企业经营性占款等无息负债。因此，在计算 EVA 只考虑有偿的部分，即有息负债。其中，通过对贵人鸟资产负债表的分析，贵人鸟的有息负债主要包括短期借款、长期借款和金融融资产品。企业计提各项减值准备是为了反映各项资产的真实情况，因此在计算 EVA 时，应将各类减值准备的年末余额计入 EVA 中。此外，从经营评价角度讲，在建工程是企业为日后的经营所投入的，且在建工程数额大，对 EVA 的计算有很大的影响，不利于指标的分析，因此需要在投入资本中将在建工程数额扣除。此外注意，投入资本需要调减递延所得税。

因此，在上述调整的基础上，对于贵人鸟有息负债、各类减值准备进行调整，计算过程及结果如表 4.8 所示：

表 4.8 贵人鸟资本总额的调整 单位：元

	2018 年	2019 年	2020 年
所有者权益	1,530,004,429.00	503,227,080.00	26,620,788.67
短期借款	698,800,000.00	1,219,424,138.66	1,254,858,703.31
一年内到期的非流动 负债	1,341,037,929.73	1,320,066,000.00	1,302,079,250.55
长期借款	24,475,500.00	-	-
应付债券	-	-	-
减：在建工程	421,949,657.22	436,057,503.19	470,817,179.40
坏账准备	126,663,713.07	533,468,022.53	758,266,639.59
存货跌价准备	50,643,350.39	168,662,013.04	41,778,688.98
商誉减值准备	93,203,240.34	169,382,887.72	169,382,887.72
递延所得税负债	-	-	-
减：递延所得税资产	4,291,786.57	1,017,996.06	852,666.51
营业外支出	2,011,527.47	5,808,111.91	898,243.30
减：营业外收入	1,097,215.84	65,245.58	922,246.26
调整后的资本总额	3,439,501,030.37	3,482,897,509.03	3,081,293,109.95

(3) 贵人鸟 2018 年-2020 年 WACC 的确定

贵人鸟 2018 年-2020 年债务资本成本的计算分析如下：

本文以人行公布的利率为基准，短期贷款采用一年期贷款利率 4.35%，长贷采用五年期利率 4.75%，计算结果如表 4.9 所示：

表 4.9 贵人鸟债务资本成本的计算

	2018 年	2019 年	2020 年
短期借款权重	33.85%	48.02%	49.08%
短期借款利率	4.35%	4.35%	4.35%
一年内到期的非流动 负债的权重	64.96%	51.98%	50.92%
一年内到期的非流动 负债利率	4.35%	4.35%	4.35%
长期借款权重	1.19%	-	-
长期借款利率	4.75%	-	-
应付债券权重	-	-	-
应付债券利率	-	-	-
债务资本成本	4.35%	4.35%	4.35%

数据来源：贵人鸟年度财务报告

本文选择 CAPM 模型计算贵人鸟权益资本成本：

$$R = R_f + \beta(R_m - R_f)$$

由于理论发展还未取得绝对统一的认识,故本文综合考虑将央行一年期利率视为 R_f ,以 GDP 增长率作为市场风险溢价,贵人鸟的市场风险系数来源于同花顺,计算结果如表 4.10 所示:

表 4.10 贵人鸟 权益资本成本计算

	2018 年	2019 年	2020 年
无风险利率 R_f	1.50%	1.50%	1.50%
β 系数	0.99	1.01	0.97
市场风险溢价 ($R_m - R_f$)	6.6%	6.1%	2.3%
权益资本成本 R	8.03%	7.66%	3.73%

数据来源:新浪财经、同花顺

综上所述,利用上述分析所得的数据进行加权平均资本成本的计算,计算贵人鸟 2018 年-2020 年加权平均资本成本如表 4.11 所示:

表 4.11 贵人鸟加权平均资本成本计算

	2018 年	2019 年	2020 年
债务资本成本	4.35%	4.35%	4.35%
债务资本权重	57.43%	83.46%	98.97%
1-所得税税率	75%	75%	75%
权益资本成本	8.03%	7.66%	3.73%
权益资本成本权重	42.57%	16.54%	1.03%
WACC	5.29%	3.99%	3.27%

根据该公式及前文计算所得数据,计算贵人鸟 2018 年-2020 年 EVA 的值如表 4.12 所示:

表 4.12 贵人鸟 EVA 计算 单位:元

	2018 年	2019 年	2020 年
税后净营业利润	-366,162,667.69	-582,108,417.96	-213,848,327.62
调整后资本	3,439,501,030.37	3,482,897,509.03	3,081,293,109.95
加权平均资本成本率	5.29%	3.99%	3.27%
EVA 值	-548177502.65	-721068752.01	-314523943.80

从表 4.12 可以看出,由于债务资本的权重不断升高,在税盾的作用下,贵人鸟的加权资本成本率不断下降,但贵人鸟的负债率已经超出合理的边界,不断增加的负债使企业的经营风险变得极高。结合前文贵人鸟的财务表现来看,在营

收下滑的同时，企业的成本费用得到有效的管控，2020 年公司的税后净营业利润亏损缩小，经济增加值负值绝对值减少。但根据计算结果，公司目前创造的价值仍然低于投入资本的成本，需要进一步采取措施重整企业，提高公司创造的价值。

4.4 财务困境下贵人鸟归核化战略实施问题

4.4.1 企业核心能力未得到有效加强

企业主营业务是创造现金流最快也是最好获现的方式，企业必须保证其核心竞争优势能够长期的保持下去，而研发不仅可以使企业积淀技术经验，也可以使企业以相对较小的成本取得竞争优势，保持行业市场的领先趋势。为此，总结了贵人鸟近几年的研发投入以及运动产品研发的代表作，以期能够研究贵人鸟在保持主业核心能力创造方面的表现。

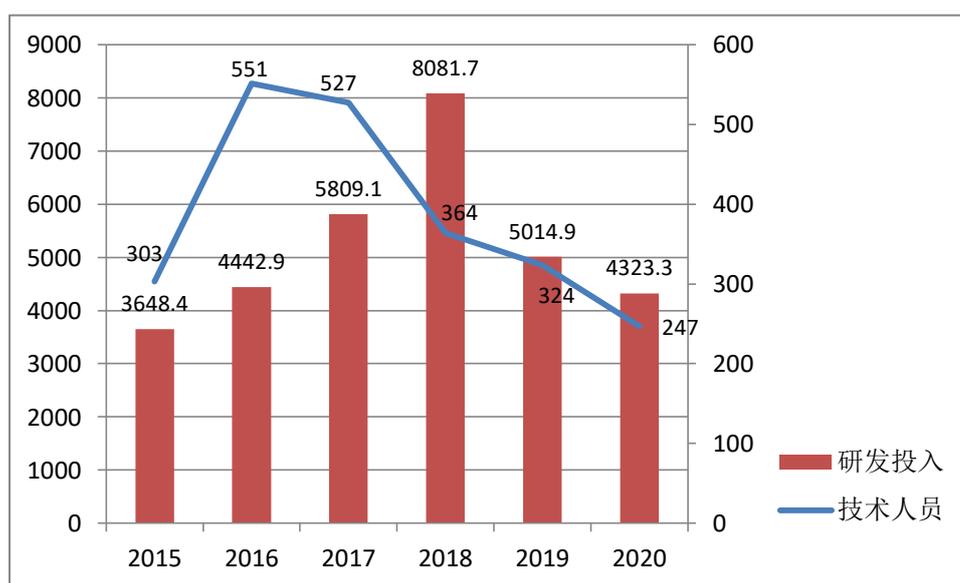


图 4.8 2015年-2020年贵人鸟研发投入情况图 单位：万元

表 5.13 贵人鸟产品科技推出

年份	产品科技
2015年	“泡泡科技”、“迈浪科技”、“荷支撑科技”等6项运动产品技术
2016年	“流体波浪结构缓震科技”、“G10智能跑鞋”、升级“泡泡胶科技跑鞋”
2017年	“Popper Air”、“PopperGel全掌泡泡胶”、“Popper Form”
2018年	泡泡跑鞋升级
2019年	无

2020 年	无
--------	---

资料来源：贵人鸟年报

如图 4.8 以及如表 5.13 所示，首先可以看出 2018 年-2020 年三年间，受公司营业收入以及现金流的影响，贵人鸟研发投入持续下降，研发人员也在不断的减少，2020 年的研发投入以及研发人员数量大约在 2017 年的一半，研发创新力有所下降。并且从公司年报中披露的运动科技成果来看，贵人鸟最近两年并未重大运动研发成果面世。值得一提的是，2018 年公司投入大量研发费用，但是少有新的技术代表推出，从公司年报中可见端倪，公司多品牌战略拓展的 AND1 和 PRINCE 品牌占用到了大量的研发支出，并且随着两款产品的研发方案在不断的调整优化，两者所占用的研发支出影响了公司对于主营业务品牌的研发投入。截至目前，贵人鸟的仍未更新独具特色的主打产品科技，AND1 和 PRINCE 的新研发产品落地仍需一段时间，影响了公司的产品竞争力与主营业务收入的可持续增长。

表 5.14 贵人鸟产品单价趋势 单位：元

年度	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020
服装	51.36	75.24	76.02	88.79	80.16
鞋类	63.44	93.69	90.80	94.24	65.10
配饰	9.09	10.96	14.39	20.31	12.56

数据来源：公司年报

从表 5.14 中可以看出，在 2016 年-2019 年期间，贵人鸟服饰平均售价在 2016 年至 2017 年间有大幅度的提升，在 2019 年提价之后，2020 年价格又开始回落；鞋类产品在 2017 年至 2019 年间徘徊，在 2020 年时鞋类产品平均售价回落至 2016 年平均销售价格左右。取近五年最高售价进行比较，贵人鸟自主产品售价相比较“名鞋库”以及“杰之行”仍然偏低，降价将进一步压缩企业的利润。服装鞋类产品的价格区间反映了贵人鸟的重点客户细分，但 2019 至 2020 年的大幅度降价促销却也反映出产品竞争力下滑的窘境。

4.4.2 营销渠道把控不足

过去几年中，公司的采用品牌经销授权的商业模式，为了缓解经销商的资金周转压力，贵人鸟平均每年为经销商提供大约 17 亿元的财务资助，并且预留

了大量的资金支持余额。2018 年开始，贵人鸟通过与经销商谈判达成协议，将转变甘肃兰州、山西太原等地的经销授权合作模式，将原有的产品加盟逐步转变为类直营合作模式，提高品牌掌控力。类直营门店模式下，门店的租赁等场地事宜由经销商解决，贵人鸟提供人员管理并提供产品，产品的所有权属于贵人鸟。在这种类似合资建店的模式下，贵人鸟可以实时掌控门店销售情况、调配仓储物资。

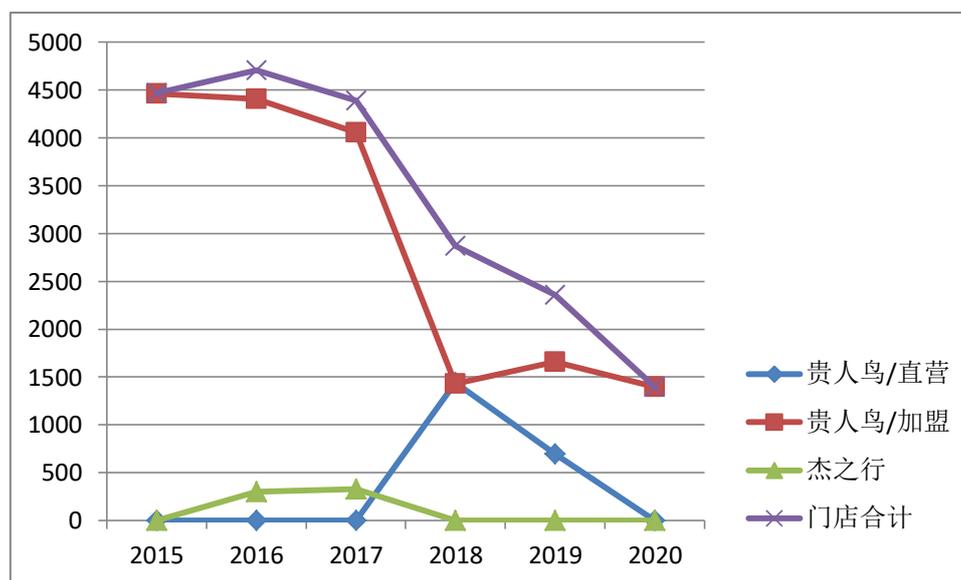


图 5.9 贵人鸟店铺变化情况

2021 年 7 月，贵人鸟通过《关于注销分公司的议案》，将太原等数地的 14 家分公司注销。次月，公司再次发布处置子公司及参股公司的公告，将位于福建省内的其余几家自由经销渠道进行注销，两次经销渠道集中注销的原因是“注销的分公司已基本无实际经营业务”。上述注销的公司于 2018 年与当地经销商签订《销售渠道收购协议书》，完成对当地营销渠道的收购，本意是为了提高贵人鸟对于上述地区的掌控力，但是根据公司公告所称分公司已无实际经营业务，对比图 5.2 公司自营门店数量为零的情况，分析得出：目前贵人鸟产品的销售已经全面由经销商完成。

多元化 3 年，归核化 3 年，2015 年-2020 年的 6 年过程中可以看出，为了面对日后其他品牌存在的下沉竞争以及行业市场波动，贵人鸟对于经销渠道始终十分重视，良好的经销渠道可以有效的提高企业的存货周转率，将企业的营销费用达到最大化，但是营销渠道的建设不可一步到位，需要循序渐进的进行铺设，提

高公司对于营销渠道的管理能力,2018年贵人鸟合计拥有2873家门店,在2019年大幅度关闭收购来的自由经销门店之后。如图5.9所示,2020年,701家直营店中因经营不善而关闭402家,299家直营店铺转为经销商的加盟店铺。此外,渠道的铺设还需要考虑企业的实际情况。2017年,企业流动负债比率达到70.50%,资产负债率达到65.36%的情况下,公司仍然于2018年在全国十几个省份设立分公司,花费12800万元收购当地的营销渠道,同时将原本已经出售给当地经销商价值37247万元的货物再次进行回购,提高管理成本费用的同时,加大了自有存货管理的风险,付出的现金进一步占用了公司的现金流。

5. 贵人鸟继续实施归核化战略适用性分析及优化建议

5.1 财务困境下贵人鸟继续实施归核化战略的适用性分析

财务困境是企业经营过程中财务不健康的体现，通过对贵人鸟的分析，将企业所处困境与归核化理论结合，能够从理论上判断归核化对企业的适用性。

贵人鸟出现财务困境的主要表现为企业现金流紧张，公司无法偿还所欠的债务且融资渠道有限，这也意味着企业最切实的转变之路在于内部的自我变革。贵人鸟作为家喻户晓的国货品牌，产品在业界仍然拥有一定的品牌知名度，优势在于拥有完整且成熟的运动鞋服产业经验，这是企业所独特且稀有的资源，依据资源学派的观点，核心能力的提升速度依赖企业的稀缺资源。在业务的开展中，现金是企业维持运营的基础，摒弃多余的业务可以减少资金的使用，还可以集中企业有限的资源，将资金的使用收益最大化，尽可能缓解企业所处的财务困境。

面对激烈的市场竞争，贵人鸟的营收出现大幅度的下降，然而通过并购来提升企业的市场占有率与影响力已经不太现实，根据竞争理论，归核化战略可以帮助企业在判断市场的情况下完成核心能力的规划，帮助企业应对市场的竞争。资源学派认为归核化战略下的企业可以采取战略联盟的方式，战略联盟的目的性强，可以减少沟通协调成本，使贵人鸟在付出相对较少资源的情况下得到合作双方的资源，提高在上下游产业中的供应能力，为企业建立优势（熊胜绪，2007）。

处于财务困境中的贵人鸟可以通过归核化战略较快的重构核心能力，降低不必要的内部损耗，集中企业的资源提高企业的竞争力，优化调整企业的组织结构。综合以上理论分析，对目前的贵人鸟来讲，依然是一个能够更好应对财务困境的战略选择。

5.2 归核化战略实施路径优化建议

5.2.1 核心能力的构建

贵人鸟陷入财务困境的部分原因在于其多元化的扩张，也在于其前期过多依赖债务融资。企业在实施归核化期间，将非主营业务剥离之后，营业收入衰减，

2020 年度营业收入 118817.92 万元，相比开始实施多元化战略的 2015 年度营业收入减少了 40%，部分原因在于企业抛售资产导致营收下降，但结合前文所述的贵人鸟运动科技的推出情况来看，主营业务产品的核心竞争力下降是引起企业营业收入锐减、现金流不充裕的根本原因。

贵人鸟的核心业务范围是运动鞋服以及相应的运动装备，运动鞋服的核心产品竞争力主要有三个方面：一是产品本身的科技要素带来的科技竞争力，即消费者对于运动服饰的面料有专业化的要求，以及对不同用途运动鞋类设计、鞋面包裹性、鞋底材料的属性的要求；二是运动鞋服产品设计带来的设计竞争力，这一类的产品提供基本舒适度即可，侧重于产品设计美观与时尚潮流，满足消费者对差异化美感的需求；第三方面则是兼具以上两者，为消费者提供兼具两种属性的产品，通过差异化定价，获得超额的产品收益。

依据目前贵人鸟所处的情况，如果采用第一种方式，产品研发投入周期较长，且投入资源过大，可能不利于企业短期内重塑产品核心竞争力，故建议贵人鸟采取以产品美观设计，投入适量资源保持对科技研发为辅助，在企业现金流获得改善、市场占有率提升之后再加大对于科技要素的投入。

基于以上判断，首先梳理贵人鸟现有的产品线，贵人鸟运动产品目前分为运动服装、运动鞋与休闲鞋。李宁和安踏是国货运动潮流的代表企业，其产品设计以及时尚潮流文化也得到了许多青年运动爱好者的欣赏与追捧，故罗列这些企业的产品设计方向，为贵人鸟的产品设计提供思路。

表 5.1 IP 联名设计

联名种类	联名	主要内容
文化 IP 联名	李宁 X BADFIVE	以城市为中心，通过展现不同的城市文化推出产品，经典系列有“长安少年”、“少不入川”。疫情后推出以武汉城市为背景的“江湖好汉”，表达对疫情期间武汉人民努力抗疫的敬意，创造了消费热度。
	李宁 X 敦煌博物馆	以文化搭配运动时尚做为基调，举办“李宁三十而立·丝路探行”活动，邀请时尚博主参加，提高话题热度。
	安踏 X 故宫	以故宫《冰嬉图》为背景，运用图画里的色彩进行搭配，鞋款上有古代滑冰者吊饰，将画中多种传统元素进行融合搭配。
运动 IP 联名	安踏 X 中国奥委会	安踏连续十五年与中国奥委会的官方合作，为北京冬奥会提供赞助。通过奥运赛事提升品牌知名度，用奥委会

		特别授权的商标开展企业活动。
	李宁 X 杭州马拉松	依托杭马比赛，围绕李宁的系列产品开展产品宣传，创造高互动的氛围，与参与赛事的目标人群进行互动体验，打造消费高转化的模式，提高专业运动员的产品认知。
动漫 IP 联名	安踏 X 漫威、龙珠超	在《复仇者联盟 4》即将上映之际，安踏使用漫威超级英雄为设计核心，参考人物本身的颜色以及角色特点。龙珠系列则以漫画原色为亮点，突出运动鞋的设计。
	李宁 X 迪斯尼	将经典卡通形象“米奇”与功夫形象融合，推出体操米奇”故事包等系列联名产品，涵盖服装、鞋类产品。与玩具总动员进行联名，借鉴卡通人物形象设计产品。
知名 IP 联名	李宁 X 巴黎时装周	以“中国李宁”为核心标识，设计系列产品，不仅融入汉字元素，而且提升了品牌辨识度。与巴黎时装周的合作将李宁的产品与潮流相结合，帮助李宁提升企业产品的定位，极大的增加了品牌溢价。
	安踏 X 可口可乐	可口可乐的经典红配色具有极强的辨识度，安踏不仅直接利用了可口可乐的配色，更是以白色作为底色，将可口可乐的标志直接覆盖鞋的侧面，提高产品辨识度。
	安踏 X 六神	六神花露水作为驱蚊祛痒的国货品牌成为多代消费者的时代记忆，安踏运用薄荷蓝配色，将六神花露水的清凉与运动球鞋相结合，引起口碑共振，主力安踏的营销。

资料来源：网络资料整理

从表 5.1 可以看出，李宁以及安踏的产品设计除了依靠自己的研发设计以外，大量借用了已有的文化元素，这些文化元素受到广大适龄消费者的喜爱，并且影响力广泛，具有很强的用户粘性，达到了与时俱进，能够产生持续的影响力。通过与这些产品联名绑定，初始阶段可以使企业的产品受到消费者的关注，企业只要用心设计的产品，保持基本的舒适度，通过联名等方式及进行营销推广，就可以获得相对不错的关注度，从而带动其他产品获得收益。而且与其他文化要素的联名可以有效地改善贵人鸟产品形象老化的问题，从新树立品牌形象。

通过对李宁安踏产品设计营销的研究，产品设计与文化要素的勾稽主要有以下几个方面：

1. 与每年都会发生的热点时间进行深度绑定。李宁在巴黎时装周上通过登台演出，构建时尚产品展示台，即秀即卖的方式使消费者从产品认知到实现购买的转化率大大提升，提升产品设计在国外的知名度，走出去又能走进来，形成良好的互动循环。从 2009 年至 2024 年，安踏与奥委会合作开展活动。作为全球的体育赛事，奥运会备受关注，中国国民更是有着几十年的奥运申奥情节。除了全民皆知的夏季运动会之外，获得关注度较高的还有冬季奥运会、夏冬两季的残奥会

以及夏冬两季的青奥会，每届奥运会都会获得全球转播，安踏与奥运会的合作为其提高了大量的品牌曝光度，也提升了品牌的定位。其奥委会联名产品的售价相比普通产品相对较高，以 2020 东京奥运会运动员同款领奖登台鞋为例，领奖鞋不仅远超同级别鞋类产品售价，产品的供应经常出现供不应求的现象。

2. 与适龄消费者的时代印象、进行深度绑定。红旗汽车作为我国工业发展的特殊标志，经常出现在重要的典礼以及接待场合中。对于国人来讲，红旗品牌蕴含了国民的期待与国家工业的发展精神。李宁与红旗及进行联名，依靠红旗品牌产生的时代记忆，增加产品附加属性，唤起消费者的消费欲望。安踏与可口可乐、六神花露水、臭豆腐拉面等生活元素进行合作，借用家喻户晓、耳熟能详的生活产品文化元素设计产品，不仅美观大方，拓宽了产品的设计思路，还提高了产品的知名度，促进了消费。

3. 通过潮牌设计工作室，与中国传统文化进行深度绑定。潮牌设计室对潮流元素又敏锐的感知。近些年，西安宣传唐朝长安盛世文化，打造长安不夜城等文化名片进行宣传。四川成都凭借天府之国的美誉，加上《成都》文娱歌曲的宣传，打造慢生活宜居城市名片。武汉在去年经历了疫情的冲击，全国人民众志成城帮助武汉摆脱疫情。李宁与 BADFIVE 针对西安、四川以及武汉的城市文化进行了产品设计，推出对应文化的“长安少年”、“少不入川”以及“江湖好汉”系列体育产品；安踏与故宫、李宁与故宫宝蕴楼、李宁与敦煌的联名，则是借用了传统文化瑰宝的设计元素，将传统文化产品特点应用到运动设计中。

4. 捕捉事件热点以及实时潮流，将产品与热点进行深度绑定。2021 年 3 月，从 H&M 开始抵制新疆棉开始，李宁、安踏、海澜之家等中国服装制造企业先后表态将支持中国新疆优质长绒棉，李宁更是一直都把“采用新疆优质长绒棉”写在吊牌标签上，促进了国民的认可度与好感度。

对贵人鸟来讲，可以与国民知名度较高的赛事及进行体育赛事合作，或者签约人气较高的综艺或艺人，借鉴国民时代元素印记及进行产品开发，拓宽产品思路，提高产品知名度。还可以通过与潮牌设计工作室的合作，引入具体的文化符号进行宣传，并利用传统的艺术瑰宝设计，将产品与艺术及进行融合，提高产品的定位属性。还可以与社会公益组织建立关爱弱势群体的联名活动，将公益宣传与企业产品属性进行融合打造。

5.2.2 转变营销方式

5.2.2.1 结合时事热点，担当企业社会责任，增加品牌的活跃度。

企业社会责任对财务绩效存在正相关性，在经济收缩期中，CSR 能够更显著的促进企业的财务绩效表现（郑培，2020）。以鸿星尔克为例，如图 5.3 所示，河南汛情期间，鸿星尔克的大额捐赠引起了广泛关注，也受到了消费者的支持，在事件关注期间，鸿星尔克淘宝直播间与抖音直播间关注度急速上升，抖音直播点赞破 4 亿次，线上销售额迅速增加，仅用两天线上销售额突破 1 亿元。如图 5.1 所示，“企业社会责任+社交媒体+线上购物”的模式爆发出强大的影响力。随着事件的持续发酵，中纪委等官方媒体相继为鸿星尔克发声。此后，杭州、婺源以及黄冈等地宣布，穿“鸿星尔克”鞋参观景区拥有折扣，持续为鸿星尔克提供免费的品牌曝光。



图 5.1 鸿星尔克捐款事件搜索指数变化

企业社会责任的履行获得了官方媒体到社会各界的高度赞扬，为鸿星尔克带来极高的品牌曝光，并为消费者留下国货责任担当的品牌印象，提高产品知名度的同时存进了企业的销售。而企业社会责任的履行本意可能并非出于营销的考虑，其营销的大幅度提升看似偶然，却隐藏着必然的结果，截至河南疫情之前，鸿星尔克近十年大额捐赠支出合计超过 27100 万元，本次社会关注其实是企业担当社会责任的公众回报。对于贵人鸟来讲，在热点事件面前要勇于担当企业的社会责任，通过解决社会问题来提升企业的社会参与感，争取在解决社会问题的同时帮助企业创造价值，帮助企业达到企业效用最大化。

5.2.2.2 学习李宁“单品牌、多品类、多渠道”策略

虽然李宁旗下拥有红双喜、LNG 以及凯胜等运动品牌，但“李宁”是李宁集团的主要品牌，围绕“李宁”划分了篮球、跑步以及运动时尚等五大核心品类。专业运动方面，李宁不断增加对新材料的研发投入，改善产品的设计结构。其自主研发的云减震中底、仿生 TPU 等科技交叉运用在各类产品中，通过不同运动特点匹配，树立专业运动的品牌认知。目前的系列有专业跑步、专业篮球鞋（“音速”、“驭帅”、“空袭”、“闪击”四大系类）、专业运动装备以及专业羽毛球拍（“突袭”、“酷鲨”、“鹞鹰”）。

运动时尚方面，李宁依然以李宁品牌为核心，篮球高端产品线推出韦德系列、街头篮球城市 IP 系列、篮球文化鞋悟道系列以及与其他潮牌工作室的合作联名。贵人鸟也可以通过单品牌为主的策略，以贵人鸟品牌为主打，通过划分不同的产品大类，对不同的产品品类延伸细分，用不同的 IP 对产品进行定位，从而实现公司产品体系的有序搭建。此外，单一产品的营销存在相互交叠影响的情况，公司也可以集合营销资源将营销效果最大化。

5.2.3 优化销售渠道

5.2.3.1 完善信息传导机制

截至 2020 年末，由 2018 年转设的 1441 家直营门店全部转为加盟店铺，贵人鸟的线下销售渠道依赖于加盟商户。在此情况下，公司的线下商品信息由经销商发出，可能会导致零售终端的销售情况和顾客需求信息传递存在延迟，无法准确对市场需求做出预测，这就要求公司能够及时的收集产品信息。贵人鸟可以利用现有的数据中台，如阿里基于数据资产的 Quick Stock 已经先后为波司登、雅戈尔等服装品牌服务，可以帮助企业了解市场的动态，完成全链路货品运营管理。全链路货品运营管理系统可以覆盖生产工厂、物流调度中心、仓储中心以及加盟商门店，系统包含产品需求的货号、数量、颜色、需求店铺，通过整合相近区域门店的信息，对物流进行集中调配，及时完成货物调配，并在平台中将信息反馈至供应链上游，以便公司根据信息及时做出调整。

多样化的市场为消费者提供了不同的选择，面对企业营收减少的问题，贵人

鸟应该加强市场调研，正确选择自己的产品定位，通过调研收集市场信息并完成反馈，利用信息完成产品规划与产品设计。市场消费热点变更较快，在前文提出以设计为核心卖点的方案下，需要调研组能够敏锐捕捉热点，将热点变为创意，迅速反馈给企业生产端，提高产品吸引力，抓住消费者的消费兴趣。此外，利用调研信息，谨慎拓展“单品牌，多品类”的产品布局，围绕运动服饰周边，分析市场结构，为顾客带来更多的价值，创造新的盈利增长点。

5.2.3.2. 推进线上线下一体化

进一步优化电商渠道，可以利用名鞋库的代运营经验，促进线上线下一体化，使贵人鸟进一步转型成长。目前公司的营业收入中电商渠道占总收入比重达 32% 左右，但是名鞋库贡献了线上收入的 97.60%，名鞋库主要提供其他产品的批发运营业务，贵人鸟自主品牌的线上销售仍然存在较大的提升空间。贵人鸟公司现有的电商渠道主要是淘宝和京东部分网络授权经销店和自营旗舰店，公司应该持续完善与各类线上平台的合作，通过抖音、快手等视频销售平台对线下门店进行宣传，引导短视频消费者在线上线下进行消费。对于线下门店的消费意向群体，鼓励线下门店进行消费，结合目前公司的门店全部为加盟商门店，在线下向线上引流的过程中，可以通过邀请码等方式给予适当的销售推荐返利，促进线上线下的良好互动，扩大企业的现金流，增强企业的营收能力。

5.2.3.3 积极拓展抖音、快手、哔哩哔哩等视频平台销售

5G 的发展为移动端视频浏览提供了技术支持，基于带宽上涨带来的短视频、中长视频创作平台蓬勃发展。相比淘宝直播等专业购物主播平台，抖音、哔哩哔哩平台提供更丰富的视频内容，贵人鸟可以积极与视频内容创作者进行沟通，通过对鞋类爱好者免费提供新产品，获得专业的点评与建议，使企业品牌保持年轻化，提高产品的知名度。此外，抖音、快手、哔哩哔哩的视频创作者拥有固定的粉丝群体，其直播宣传往往存在有针对性的受众群体，借用视频直播销售有利于高效宣传品牌的年轻化、多样化产品形象。

6. 结论与展望

6.1 研究结论

随着经济形势以及市场环境的变化,企业激进的并购扩张可能会给企业造成负担。对运动鞋服企业来讲,专注其自身的品牌经营,谨慎并购,采用单品牌、多品种运营策略成为企业有效集中资源提高核心竞争力的方式。贵人鸟在多元化扩张的过程中,收购了众多品牌,开展拓张业务,但效果并不理想,而并购引起的债务借贷导致企业的资本结构逐渐恶化。面对企业的财务困境,贵人鸟虽积极调整战略方向,将与主业无关的资产进行剥离,调控销售渠道,但企业的销售未得到有效提高,现金回款能力仍不理想,归核化战略的实施需要进一步改善。首先,归核化的目的不仅在于剥离低效资产,还在于构建企业的核心竞争能力,增加企业的盈利能力,从而使企业良性发展,而贵人鸟的归核化部分集中在资产的剥离中,其目的之一在于补充企业的现金流,以此偿还债务,产品核心竞争力未得到重大的突破,企业的营收未能提高。其次,企业对于营销渠道的把控考虑欠妥,为了增强核心销售能力,将上千家门店直接纳入自营,门店经营效果参差不齐,对于已经处于经营困境下的贵人鸟占用了过多的资源,影响企业的收益。虽然贵人鸟归核化战略实施的效果并不理想,但如果企业在剥离了低效的资产、引入战略投资人后完成债务重组,利用市场内较高的知名度持续改善经营,仍可以取得良好的经营成果。因此,本文建议贵人鸟重视之前的技术积累,运用产品设计研发重构核心能力,提高对新型营销方式的重视,利用抖音、哔哩哔哩等视频复合推广方式,打造线上线下一体化的销售渠道,确保企业的持续稳定发展。

企业的核心竞争力是企业获利的基础,稳定的核心竞争力不仅巩固企业在市场的地位,提高消费者的消费粘性,还可以减少企业资金的占用,提高现金回流的速度,使企业有更多的资源继续提升竞争力。归核化不仅在于收缩,剥离无关资产,还应该体现于核心业务扩张。企业应当专注企业产品竞争力、渠道把控力等核心能力,打造具有稀缺性、不可复制性的竞争优势,使企业得到良性持久的发展。

6.2 研究不足与展望

本文的研究不足主要有两个方面：一是单案例研究的局限性，针对贵人鸟的研究结果适用于贵人鸟本身，对行业内其他企业的借鉴可能存在偏颇的部分，对行业判断时需要有选择的借鉴论文的内容。而财务困境企业运营情况也受到宏观环境和政策的影响，案例企业的影响大小与其他企业可能不存在相关性。二是基于笔者研究水平有限，对于企业财务困境下具体财务指标的分析能力可能有所欠缺，加之作为外部资料收集者，对于企业内部资料的收集受限，无法完整的还原企业进行归核化时的战略衡量，而这些因素将影响贵人鸟是否能够顺利摆脱财务困境。

因此，希望在后续的延伸研究中做出以下拓展：继续跟踪贵人鸟的归核化战略实施，通过研究其核心能力的具体构建方式，分析其解决财务困境的方法与路径，从而拓展归核化理论在财务困境企业中的具体应用方法。

参考文献

- [1]Altman E.I.Financial ratios,discriminant analysis and the prediction of corporate bankruptcy[J]. The Journal of Finance, 1968, 23(4): 589-609.
- [2]Altman E.I.,Hotchkiss E.Corporate Financial Distress and Bankruptcy[M].New York: NY, 1993.15-20.
- [3]Beaver W H.Financial ratios as predictors of failure[J]. Journal of Accounting Research, 1966:71-111.
- [4]Colak,G.Whited,T.M.Spin-Offs Divestitures and Conglomerate Investment[J].Review of Financial Studies,2007,20(3):557-595.
- [5]David S.Scharfstein,Jeremy C.Stein.The Dark Side of Internal Capital Markets:Divisional Rent-Seeking and Inefficient Investment[J].The Journal of Finance,2000,55(6):2537-2564.
- [6]Eduardo Acosta-González,Fernando Fernández-Rodríguez,Hicham Ganga.Predicting Corporate Financial Failure Using Macroeconomic Variables and Accounting Data[J]. Computational Economics,2019,53(1).
- [7]Fitzpatrick P J.A Comparison of Ratios of Successful Industrial Enterprises with Those Failed Firms[J].Certified Public Accountant,1932:589-605,656-662,727-731.
- [8]W.Gary Simpson,Anne E. Gleason. Board structure, ownership, and financial distress in banking firms[J]. International Review of Economics and Finance,1999,8(3):12.
- [9]Germain O.Strategic refocusing of large firms on core businesses-A process approach[R].Business Administration Institute,University of Lower-Normandy, 2001.
- [10]Haveman H A.Between a rock and a hard place:Organizational change and performance under conditions offundamental environmental transformation[J]. Administrative Science Quarterly, 1992,37(1):48-75.
- [11]JOHNK,OFEK E.Asset sales and increase in focus [J].Journal of Financial Economics,1995,37(1):105-126.

- [12]Kim D.K&Kwok C.Y. The influence of managerial incentives on the resolution of financial distress[J]. Review of Quantitative Finance and Accounting, 2009,(02):193-197.
- [13]Donghun Lee. Divestiture and Firm Performance: A Meta-Analysis[J]. Journal of Management,2010,36(6):1345-1371.
- [14]Mare D.S.Contribution of Macroeconomic Factors to the Prediction of Small Bank Failures[J].Journal of International Financial Markets,Institutions and Money,2015,39:25—39.
- [15]Markides,CC.Diversification,Refocusing and Economic Performance[J].Business Strategy Review, 1993,4(1):1 -15
- [16]Markides,CC.Diversification, refocusing and Economic performance[M].Cambridge:The MIT Press,1995
- [17]Prahalad C K,Hamel G. The Core Competence of the Corporation[J].Harvard Business Review, 2010, 68(3):275-292.
- [18]Pascal N.Macroeconomic Factors and Japan's Industry Risk[J]Journal of Multinational Financial Management,2006(8)
- [19]Porta R L,Lopez-De-Silanes F,Shleifer A.Corporate Ownership Around the World[J].Journal of Finance,1999,54(2):471-517.
- [20]Richard A Johnson.Antecedents and outcomes of corporate refocusing[J]. Journal of Management,1996,22(3):439-483.
- [21]Ross B. Financial ratios and different failure processes[J].Journal of Business Finance, 2000,10(3):18-24.
- [22]Scott J.The probability of bankruptcy:a comparison of empirical predictions and theoretical models[J].Journal of Banking&Finance,1997,6(4):251-283.
- [23]Jörg Sydow,Georg Schreyögg,Jochen Koch. Organizational Path Dependence: Opening the Black Box[J].The Academy of Management Review,2009,34(4): 689 -709.
- [24]Tinoco M.H.,Wilson N.Financial Distress and Bankruptcy Prediction Among Listed Companies Using Accounting,Market and Macro-economic Variables [J]. International Review of Financial Analysis,2013,30:394-419.

- [25] Yuanhui Li, Xiao Li, Erwei Xiang, Hadrian Geri Djajadikerta. Financial distress, internal control, and earnings management: Evidence from China[J]. Journal of Contemporary Accounting & Economics, 2020, 16(3).
- [26] 陈富. 财务危机识别与防范研究[J]. 财会通讯, 2014(16): 37-39.
- [27] 陈静. 上市公司财务恶化预测的实证分析[J]. 会计研究, 1999(04): 32-39.
- [28] 陈晓慧. EVA业绩评价指标计算问题探讨[J]. 财会研究, 2010, No.372(06): 61-63.
- [29] 冯灿仪. 论归核化战略的扩张途径——兼谈对我国企业战略重组的启示[J]. 南方经济, 2008(05): 74-80.
- [30] 付彦, 徐二明, 彭诚. 企业归核化战略的市场价值效应和启示——基于中国上市公司的实证分析[J]. 经济与管理研究, 2015(6): 121-130.
- [31] 高梦捷. 公司战略、高管激励与财务困境[J]. 财经问题研究, 2018(03): 101-108.
- [32] 过新伟, 胡晓. 公司治理、宏观经济环境与财务失败预警研究——离散时间风险模型的应用[J]. 上海经济研究, 2012, 24(05): 85-97.
- [33] 和丽芬, 朱学义, 杨世勇. 重组选择与财务困境恢复[J]. 河北经贸大学学报, 2013, (05): 53-58.
- [34] 季伟伟, 陈志斌, 赵燕. 货币政策与企业财务风险变化[J]. 上海经济研究, 2014(05): 27-37.
- [35] 姜付秀, 张敏, 陆正飞, 陈才东. 管理者过度自信、企业扩张与财务困境[J]. 经济研究, 2009, 44(01): 131-143.
- [36] 金添, 陈本立. 企业财务困境的成因与思考[J]. 农业经济, 2006, 000(004): 78-78
- [37] 李漪. 上市公司财务困境成因及规避[J]. 市场研究, 2016(5): 58-59.
- [38] 罗良忠, 贾志永. 企业“归核化”战略及其实现途径[J]. 西南交通大学学报(社会科学版), 2003(03): 32-35.
- [39] 骆家骢, 崔永梅, 陈雯, 李霞. 并购财务困境企业整合路径研究——以国机并购二重为例[J]. 会计研究, 2017(07): 69-74+97.
- [40] 吕长江, 徐丽莉, 周琳. 上市公司财务困境与财务破产的比较分析[J]. 经济研究, 2004, 039(008): 64-73.
- [41] 马广奇, 张芹, 邢战雷. 乐视资金链断裂: 企业财务危机的案例分析[J]. 经济与管理, 2017, 31(05): 88-92.

- [42] 欧阳春花. EVA 会计调整研究[J]. 财会通讯, 2014(22):109-112.
- [43] 彭睿, 綦好东, 亚琨. 国有企业归核化与风险承担[J]. 会计研究, 2020(07):104-118.
- [44] 蒲明. 跨国公司归核化战略的理论探究与启示[J]. 对外经贸实务, 2007(12):16-18.
- [45] 冉渝, 李秉成. 货币政策、过度投资与财务困境[J]. 财会通讯, 2017(3): 3-7.
- [46] 冉渝, 李秉成. 货币政策、企业有效产出与财务困境[J]. 会计之友, 2016(16):38-44.
- [47] 山下达哉, 中村元一. 企业(业务)战略的展开[M]. 都市文化社, 1993.
- [48] 宋淑琴, 臧紫薇. 财务状况、债务重组与公司绩效——基于债务重组“输血”抑或“造血”的实证分析[J]. 经济问题研究, 2014, (11):79-86.
- [49] 宋娅萌. 财务危机公司的重整方法与绩效评价——以*ST 广钢为例[J]. 商业会计, 2013(14):20-22.
- [50] 孙戈兵, 赵箭. 基于动态一致性的多元化与归核化战略选择及其转换机制探讨[J]. 商业时代, 2014(32):108-110.
- [51] 沈梁军, 刘林. 多元化、管理层激励与企业绩效——基于中国上市公司面板数据的实证检验[J]. 改革与战略, 2010, 26(06):54-57+115.
- [52] 唐建新, 郭寒. 内部治理对财务困境预测的影响研究——基于中国制造业上市公司的经验证据[J]. 郑州大学学报(哲学社会科学版), 2018, 51(01):52-58.
- [53] 田宝新, 王建琼. 基于财务与非财务要素的上市公司财务困境预警实证研究[J]. 金融评论, 2017, 9(05):103-115+126.
- [54] 涂自力, 涂利平. 我国上市公司资产重组低效率的成因分析[J]. 中国流通经济, 2005(11):61-64.
- [55] 万希宁, 王艳. 基于非财务指标的企业财务危机模糊预警模型研究[J]. 管理学报, 2007(02):195-200.
- [56] 王海莉. 旅游上市公司归核化经营实证研究[J]. 生产力研究, 2013(02):173-175.
- [57] 王辉, 孔爱国. 多元化与归核化决策的自选择特征及对公司价值的影响——基于中国上市公司的研究[J]. 复旦学报(社会科学版), 2013, 55(01):18-28+154-155.

- [58]王克敏,姬美光,赵沫.宏观经济环境、公司治理与财务困境研究[J].经济与管理研究,2006(09):18-25.
- [59]魏光兴,彭赖.归核化战略及其实施方式和时机选择[J].重庆交通学院学报,2004(2):46-48.
- [60]吴世农,章之旺.我国上市公司的财务困境成本及其影响因素分析[J].南开管理评论,2005(03):101-105.
- [61]肖海莲,巫岑.归核化、R&D投资与企业绩效[J].管理现代化,2016,36(04):70-74.
- [62]熊胜绪,王淑红.资源学派战略管理思想及其启示[J].中南财经政法大学学报,2007(01):104-109.
- [63]徐晓,鲍丽敏.ST公司与非ST公司财务困境特征的比较分析[J].会计之友,2012(16):89-92.
- [64]杨华.财务危机预警模型中的非财务指标应用研究[J].财会通讯(综合版),2007(05):31-32.
- [65]余恕莲,王藤燕.高管专业技术背景与企业研发投入的相关性研究[J].经济管理研究,2014,(05):14-22.
- [66]张金昌,范瑞真.资金链断裂成因的理论分析和实证检验[J].中国工业经济,2012(03):95-107.
- [67]张丽娜.我国上市公司财务困境分析与控制[J].财会研究,2010(16):52-53.
- [68]郑培,李亦修,何延焕.企业社会责任对财务绩效影响研究——基于中国上市公司的经验证据[J].财经理论与实践,2020,41(06):64-71.
- [69]中国工商银行城市金融研究所课题组,詹向阳,樊志刚,马素红,胡婕,金昱,罗宁,王雅娟,杨晓龙.后危机时代国际大型银行战略转型研究[J].金融论坛,2014,19(08):29-39.
- [70]周首华,杨济华,王平.论财务危机的预警分析——F分数模式[J].会计研究,1996(08):8-11.
- [71]朱秀峰.企业核心能力与归核化战略研究[J].领导科学,2012(20):54-56.
- [72]庄倩,陈良华.财务困境理论的预测动态性改进与应用[J].审计与经济研究,2014,29(05):69-76.

后 记

在这里落笔，有万般不舍，窗外已经又是一年的春天，距离 2019 年入学的秋天仿佛只隔了一个瞬间，如今回想，尽是让人感动的回忆片段。

仰之弥高，在学校遇到很多让我感激的老师。我的老师知识渊博，为人敦厚，听老师的课真是一种享受，于润物无声之处潜移默化的影响着我，高山仰止，如果再有机会，学生还要继续向您学习，衷心的祝您身体健康，一家人平平安安，心安事顺。感谢为我授课的各位老师，大学之大在于大师，学校的学习不仅夯实我的专业知识，更锻炼我思考的逻辑，让人受益无穷。还要感谢我的答辩组老师，从开题到现在，细致入微的给予专业的指导意见，孜孜不倦地对学生提供帮助，论文的完成离不开您的指点，在这里向您表示衷心的感谢。

其次感谢师门各位亲爱的，感谢师兄师姐对我们的关心，让研究生生活以温暖的方式开启，特别感谢师兄，师门男生单传让我们有了更多的接触机会，谢谢师兄对我的关爱与帮助，我们说好这份关系要走很远很远，还有很多的话我们留着后面说。还有我一届的仙女们，感谢老师让我们相聚在一起，我们经历了许多比赛与活动，谢谢你们给予的关心与感动，让我有机会了解到女孩子心思的细腻与温柔，感恩我们的相遇，祝大家找个好工作，再有个好人家，顺顺利利。

感谢兰州这座城市，西北的气候塑造了兰州人豪爽的性格，不仅有汤清辣子红的牛肉面，还让我遇到可爱的同学，在迈入社会之前的研究生生活里，感谢我们的真诚相待，大家可以谈天说地，互相理解，真是可靠的人呐。

最后，感谢我的亲人，感谢来自血缘无止尽的包容与爱，如果说我能有些许微不足道的成绩，其中一定有爸妈大大的功劳，家是我的港湾，回家是睡得真香呀。

最后的最后，感谢这些年爱过我帮助过我的人，在这里虽然无法一一列举，但是在这里为您送上真挚的祝福，江湖路远，期待我们的下一次再见。