

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 多元化转型背景下皇氏集团财务战略研究

研究生姓名: 王岱

指导教师姓名、职称: 邢铭强 副教授 刘玉 高级会计师

学科、专业名称: 会计硕士

研究方向: 注册会计师

提交日期: 2022年6月1日

## 独创性声明

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

学位论文作者签名： 王岱 签字日期： 2022.6.2

导师签名： 邵欲强 签字日期： 2022.6.5

导师(校外)签名： 刘玉 签字日期： 2022.6.7

## 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： 王岱 签字日期： 2022.6.2

导师签名： 邵欲强 签字日期： 2022.6.5

导师(校外)签名： 刘玉 签字日期： 2022.6.7

# **Research on the Financial Strategy of the Royal Group under the Background of Diversified Transformation**

**Candidate :Wang Dai**

**Supervisor: Xing Mingqiang Liu Yu**

## 摘要

2008年由三鹿奶粉引发的三聚氰胺事故对我国乳业造成不小冲击。国外乳企涌入我国市场,国内大型乳企抢占优质奶源,乳制品行业竞争激烈。区域性乳企发展艰难,不得不进行多元化转型,通过新业务带动收入增长。多元化转型离不开财务战略的支持,只有选择适当的财务战略才能确保企业转型成功。

本文以皇氏集团为研究对象,对多元化转型内、外部驱动因素以及转型过程了解的基础上,从筹资规模、筹资结构、投资规模、投资结构以及收益分配方式等方面对财务战略实施现状进行分析。再根据皇氏集团在财务战略矩阵中位置变化情况,对财务战略实施效果进行评价,找出皇氏集团在筹资战略、投资战略、收益分配战略方面存在的问题,最后提出优化建议。

通过研究,本文发现皇氏集团多元化转型过程中公司价值减损且资金短缺,采用的财务战略存在以下问题:筹资战略中主要依靠短期借款筹资,导致资产负债率高,偿债压力较大,且筹资成本较高;投资战略存在并购方式导致商誉虚高,投资方向决策失误以及忽略主业,投资收益较低;收益分配战略存在方式单一,未形成良好的激励政策。

针对以上问题,本文提出以下优化建议:筹资战略方面一是增加股权、债券方式筹资比例,优化资本结构,二是引入战略投资者、利用商业信用筹资等方式,拓展筹资渠道,解决资金短缺问题;投资战略方面一是合理评估企业价值,防止产生高溢价商誉,二是谨慎选择转型方向,三是聚焦产品优势,继续保持核心竞争力,实现价值创造;收益分配战略方面不进行现金分红或者采用剩余股利政策,为企业投资活动提供资金支持,同时实行股权激励计划,留住人才。

**关键词:** 财务战略 多元化战略 皇氏集团

## Abstract

The melamine accident caused by Sanlu milk powder in 2008 had a big impact on the dairy industry. Foreign dairy companies have flooded into the Chinese market, large domestic dairy companies have seized high-quality milk sources, and competition in the dairy industry is fierce. The development of regional dairy enterprises is difficult, and they have to carry out diversification transformation and drive revenue growth through new businesses. Diversification transformation is inseparable from the support of financial strategy. Only by choosing an appropriate financial strategy can the success of enterprise transformation be ensured.

This paper takes Royal Group as the research object. Based on the understanding of the internal and external driving factors of the diversification transformation and the transformation process, this paper analyzes the financial strategy of Royal Group from the aspects of financing scale, financing structure, investment scale, investment structure and income distribution method. According to the position change of Royal Group in the financial strategy matrix, evaluate the effect of financial strategy implementation, find out the problems existing in Royal Group's financing strategy, investment strategy and income distribution strategy, and finally put forward optimization suggestions.

Through research, this paper finds that during the transformation process of Royal Group, the company's value is reduced and there is a

shortage of funds. The financial strategy adopted has the following problems: financing strategy mainly relied on short-term borrowing to finance, resulting in high asset-liability ratio, great debt repayment pressure, and high financing cost; The investment strategy has high goodwill due to merger and acquisition, high risk of impairment, neglect of main business investment and lack of investment project management, resulting in low investment returns; Income distribution strategy exists in a single way and has not formed a good incentive policy.

In response to the above problems, this paper puts forward the following optimization suggestions: in terms of financing strategy, firstly, increase the proportion of equity and bond financing, and optimize the capital structure; secondly, introduce strategic investors and use commercial credit financing to expand financing channels to solve the problem of capital shortage; In terms of investment strategy, the first is to reasonably evaluate the corporate value to prevent high premium goodwill, the second is to choose the direction of transformation carefully, and the third is to focus on product advantages, continue to maintain core competitiveness, and realize value creation; in terms of income distribution strategy, no cash dividends or residuals are used, providing financial support for corporate investment activities, and implement equity incentive plan to retain talents.

**Key words:** financial strategy; diversification strategy; Royal Group

# 目 录

<b>1 绪论</b>	<b>1</b>
1.1 研究背景及意义	1
1.1.1 研究背景	1
1.1.2 研究意义	2
1.2 文献综述	2
1.2.1 多元化战略文献综述	2
1.2.2 财务战略文献综述	3
1.3 研究内容与研究方法	5
1.3.1 研究内容	5
1.3.2 研究方法	6
<b>2 相关概念及理论基础</b>	<b>7</b>
2.1 相关概念界定	7
2.1.1 财务战略	7
2.1.2 多元化战略	8
2.2 财务战略理论基础	9
2.2.1 资本结构理论	9
2.2.2 核心竞争力理论	9
2.2.3 财务战略矩阵理论	10
<b>3 皇氏集团财务战略现状分析</b>	<b>12</b>
3.1 皇氏集团概况	12
3.2 皇氏集团多元化转型概况	13
3.2.1 皇氏集团多元化转型过程分析	13
3.2.2 皇氏集团多元化转型驱动因素分析	14
3.3 皇氏集团多元化转型背景下财务战略现状分析	17
3.3.1 筹资战略现状分析	18
3.3.2 投资战略现状分析	21
3.3.3 收益分配战略现状分析	24



<b>4 皇氏集团多元化转型背景下财务战略实施效果与存在问题分析</b>	<b>26</b>
4.1 皇氏集团多元化转型背景下财务战略矩阵分析	26
4.1.1 皇氏集团财务战略矩阵关键指标选取及计算	26
4.1.2 皇氏集团财务战略矩阵评价	31
4.2 皇氏集团多元化转型背景下财务战略存在的问题分析	32
4.2.1 筹资战略存在的问题	32
4.2.2 投资战略存在的问题	34
4.2.3 收益分配战略存在的问题	39
<b>5 皇氏集团财务战略优化建议</b>	<b>40</b>
5.1 筹资战略优化建议	40
5.1.1 长期资金筹资优化资本结构	40
5.1.2 多渠道筹资弥补资金短缺	40
5.2 投资战略优化建议	41
5.2.1 合理评估企业价值	41
5.2.2 谨慎把握转型方向	42
5.2.3 聚焦主业提高市场份额	43
5.3 收益分配战略优化建议	43
6. 研究结论	45
6.1 研究结论	45
6.2 研究不足与展望	46
<b>参考文献</b>	<b>47</b>
<b>后 记</b>	<b>52</b>

# 1 绪论

## 1.1 研究背景及意义

### 1.1.1 研究背景

2008 年我国发生了令人震惊的三聚氰胺事故，由此引发对食品安全关注的浪潮席卷全国，我国乳制品企业遭受了前所未有的信任危机，国外乳制品企业纷纷趁机进入我国市场，抢占市场份额，我国乳制品企业受到了较大冲击。经过这次事故后，我国相继出台多项食品安全法规，国内大型乳制品企业迅速抢占高质量牧场资源，占据了乳制品消费大部分市场，乳制品行业集中度在 2019 年就已经高达 48%。面对来自国内、国外大型乳制品企业的双重压力，我国区域性中小乳制品企业发展艰难，它们不得不进行多元化经营，通过新业务带动收入增长，提升盈利能力的同时分散经营风险。

财务战略对企业多元化转型成功起到决定性作用，只有二者相互匹配，最终才能提升企业整体价值。多元化转型需要大量资金，如果筹资战略不能为企业筹集资金，投资战略不能将资金进行合理分配，收益分配战略不能为企业保留足够的资金，企业将很有可能出现资金链断裂，陷入财务困境，所以多元化转型过程中财务战略选择是值得探讨的问题。

本文选择皇氏集团为研究对象，一家区域性特色中小乳制品企业，同时是水牛奶行业领头羊，2012 年开始营业收入增长率不断下降，主营业务发展受到局限，于是开始布局多元化转型。恰逢国家对文化传媒行业大力支持以及互联网技术迅猛发展，2014 年、2015 年皇氏集团通过并购御嘉影视和盛世骄阳进入影视传媒业，2016 年、2017 年并购完美在线和筑望科技进入信息服务业，主营业务成为乳业、影视传媒业、信息服务业三驱式共同发展。受行业政策波动影响，广电总局对影视传媒公司监管越来越严格，行业盈利情况下降，皇氏集团 2018 年、2019 年相继剥离影视传媒公司，主营业务变为乳业和信息服务业双主业发展，已经实现业务多元化。但是多元化转型使得皇氏集团资产负债率急剧上升，公司面临较大的偿债压力且价值创造能力不断下降。因此，皇氏集团急需对财务战略

进行调整优化。

本文通过对皇氏集团财务战略进行现状分析,根据其在财务战略矩阵中位置变化情况,对财务战略进行总体评价,找出多元化转型过程中财务战略存在的问题,提出优化建议,希望能对它有所帮助,并为同行业其他公司提供参考借鉴。

### 1.1.2 研究意义

#### 1、理论意义

本文梳理了多元化战略以及财务战略的相关研究,学者们认为财务战略对企业战略实现起支撑作用,企业进行多元化转型,财务战略会随之发生调整,但是针对乳制品行业多元化转型背景下财务战略的研究较少。因此本文选择皇氏集团作为研究对象,从投资、筹资、收益分配三个角度对它多元化转型过程中财务战略进行分析,丰富了财务战略研究内容。

#### 2、现实意义

受国内、国外大型乳制品企业双重夹击,行业内竞争加剧,乳制品行业现在发展形势大不如前,一些企业势必会走上跨界转型或者多元化经营的道路。选择正确的财务战略,实现财务战略和多元化战略相匹配,于企业而言非常重要。本文选择具有代表性的皇氏集团,从网易财经、国泰安数据库等渠道搜集数据,对其财务战略进行分析,找出皇氏集团多元化转型过程中财务战略存在的问题,给出优化建议,希望能给同行业其他企业带来参考与借鉴。

## 1.2 文献综述

### 1.2.1 多元化战略文献综述

#### 1、多元化战略定义

安索夫(1957)提出多元化概念,他认为多元化战略是在原本经营领域基础上,企业新进入一个全新的领域从事经营活动。楼永(1995)认为多元化战略是企业进入新产业的成长模式。汪建成、毛蕴诗(2006)将多元化分为产品、地域和职能多元化战略。付瑶(2020)认为国有企业通过多元化经营承担社会任务,民营企业通过多元化分散风险。张耕(2020)将多元化战略分为行业、国际多元化,认为多元化会增强企业抵御风险能力。

## 2、多元化战略对企业绩效的影响

钱德勒（1962）首次开始研究多元化战略对企业绩效的影响。现有研究发现多元化战略对企业绩效的影响分为负面、正面以及倒 U 型。

（1）负面影响。袁芳、陈宇等（2002）选取了 72 家上市公司进行实证分析，发现多元化战略程度与经济绩效呈负相关关系，这是因为多元化战略在管理成本、资源配置等方面存在不容忽视的负面作用。何郁冰、丁佳敏（2015）采用产品或行业销售收入的熵指数来衡量企业产品多元化，发现产品多元化由于缺乏技术、知识等支撑，盲目进行多元化经营将降低企业绩效。景辛辛、杨福明（2018）利用房地产公司进行实证分析，他们认为企业进行多元化战略转型时导致管理费用、杠杆率上升，进而会使财务成本上升，降低企业绩效。王晓挺（2019）选取家电企业进行实证分析，发现家电企业实行多元化战略会降低核心竞争力进而无法满足市场需求，影响财务绩效。

（2）正面影响。郭晓川、张学敏（2018）将多元化战略分为相关多元化和非相关多元化，选择矿业上市公司进行实证分析，发现相关多元化战略能提升财务绩效和市场绩效，而非相关多元化战略会损害财务绩效提升市场绩效，但跨行业发展会向投资者释放出良好信号，于企业长期发展有益。宋夏云、彭兰（2015）认为政治关联能为企业带来税收、准入以及融资等方面便利，企业可以通过有效运用这些资源，最终对企业绩效起正向促进作用。陈岩（2014）认为相关多元化战略能让企业在国际市场上延伸自身的竞争优势，以此达到提升绩效的目的。

（3）倒 U 型影响。倒 U 型是指企业多元化在一定程度内可以为企业带来超额利润，实现价值提升，但过度多元化则会损害企业价值。王晨（2020）认为企业经营绩效随着市场多元化程度上升呈先上升后下降的趋势。郑蔚、郑坚顺（2016）以 500 强企业为样本，发现业务多元化会提高绩效，但若超过限度，会带来资源无法合理分配问题，危害企业绩效。邓新朋（2011）基于政治关联角度，将多元化分为相关、非相关两类，多元化与公司经营业绩呈倒 U 型关系。曹向等（2020）利用固定效应模型，选择 A 股上市公司进行实证发现，环境不确定会影响多元化程度，导致企业业绩先上升后下降。

### 1.2.2 财务战略文献综述

#### 1、财务战略的内涵与内容

财务战略首次出现在 E. F. Harrison 与 C. H. John(1985) 著作中，他们认为财务战略是在整体战略指导下确定公司资本结构。David(1991) 在论文中指出财务战略是为使公司获得稳定的财务支持而制定的财务行为规划。侯龙文（1993）指出财务战略是在考虑内外部因素基础上，针对财务活动做出的长远谋略，一般时间都在 5 年以上。曹玉珊（2010）指出财务战略和业务战略是共生相辅的，将财务战略定义为财务目标，针对财务活动制定的以明确的财务比率标识的财务决策活动。向显湖等（2014）将现代财务战略定义为考虑客观环境基础上，针对企业资产和战略性资产做出的具有长期性和全局性谋划，其目标是使企业价值最大化。

财务战略主要内容目前学者形成三种观点。两因素论主要是对资金活动进行规划，Ruth and Keith（2013）认为财务战略主要是对资金活动进行规划，即对资金来源和去向进行分析。三因素论分为两种，两种都共有投资战略和筹资战略，区别在于一种是单列营运战略，而另一种则是单列股利分配战略。柴源源(2019) 将财务战略和企业生命周期联系起来，把财务战略分为投资、筹资以及营运三个方面，对蒙牛集团财务战略存在的问题进行分析；陈泽航等（2021）分析 H 公司财务战略时，根据总战略目标将其分为筹资、投资、股利分配三个方面战略。四因素论将营运战略和股利分配战略都分别分析，吴倩倩等（2018）认为财务战略是对现金流和经营活动的规划，所以将其分为投资、筹资、营运、股利四个方面战略。

企业会根据不同生命周期选择不同财务战略。王斌（1998）将财务战略按产品生命周期分为初创期、成长期、成熟期、衰退期财务战略。孙茂竹（2008）对各个阶段企业财务战略的重点进行分析，他认为新兴企业应该注重资金筹集、建立完善财务制度以及加强内部控制制度建设；成长期企业应该加强成本管理以及编制资本和现金预算；成熟期企业应该充分利用资金，采用多元化战略，分散风险；衰退期企业应保证资金流正常运行和提高资产收益率。

## 2、财务战略与企业绩效

戴天婧（2012）使用苹果公司案例，得出财务战略（现金流结构）将企业价值创造和盈利模式连结起来，通过作用于商业活动，最终体现于企业财务业绩。徐玉高（2013）指出财务战略通过运营决策实现资源合理分配，融资决策管理资本结构、降低资本成本，最终实现股东价值最大化。陆正华（2020）指出企业实

行稳健型财务战略能提高研发投入进而实现价值创造。韩祉清、刘金艳（2020）指出去杠杆背景下，财务战略通过降低短期负债比例、缓解资金困难，增加研发投入、提升投资效率，最终达到提升企业价值最大的目的。

### 3、战略转型背景下的财务战略问题

企业处在一个不断变化的环境中，内、外部环境不确定性导致企业经营活动不断调整，因而企业要时刻关注自身财务战略是否与环境相匹配，最终达到企业价值最大化的目的。Abidin(2015)指出财务战略调整就是运用一系列财务分析方法，调整自身财务战略能够使其能够匹配内外部环境改变。鲍克祥（2019）采用华谊兄弟案例，对华谊兄弟由一体化战略向多元化战略转型期间财务战略进行分析，他指出华谊兄弟应该采用稳健型财务战略来支撑销售增长。高原，汤谷良（2016）运用苏宁、国美两个双案例从现金流角度分析，他们认为企业在转型过程中首先应该把握好节奏，其次还要体现财务战略与经营战略互补性。叶颐山，汤谷良（2017）同样对北京王府井和上海百联两个百货公司经营战略转型下的财务战略进行分析，他们认为经营战略改变可能导致企业业绩下滑，企业必须动态调整转型方式和方向。崔泽慧、姜阳（2017）以万科集团多元化转型过程作为案例，对万科多元化融资方式进行分析，他们指出企业应该采用多渠道、低成本的融资方式帮助企业实现转型成功。胡逸冰(2017)对处于 O2O 转型中的苏宁云商财务战略进行具体分析，他指出企业财务战略必须和经营战略相匹配且在转型过程中应该时刻关注经营业绩。

通过上文对国内外学者研究成果总结可以看出，多元化战略和财务战略研究成果丰富，学者们一致认为财务战略和公司总体战略关系密切，公司战略改变财务战略也会随之调整。财务战略能够通过改变融资决策降低财务风险，投资决策提升投资效率，最终提升企业价值。但多数学者的研究采用实证方法进行，并且鲜少有学者的研究是针对乳制品行业。因此本文选择实施多元化战略的乳制品行业皇氏集团为案例研究对象，既能丰富研究内容，又具有现实意义。

## 1.3 研究内容与研究方法

### 1.3.1 研究内容

本文以皇氏集团为例，对皇氏集团多元化战略转型动因和过程、财务战略现

状进行具体分析，再通过皇氏集团在矩阵中位置变化情况，对财务战略实施效果进行总体评价，找出皇氏集团在多元化转型期间财务战略方面存在的问题，最后提出相关建议。本文的研究内容主要分为以下几个部分：

第一章绪论。本章主要对乳制品行业发展现状进行说明，并对多元化战略和财务战略相关研究现状进行整理，在此基础上提出本文的研究问题以及研究内容。

第二章相关概念及理论基础。本章首先对多元化战略、财务战略内涵以及内容进行界定，并对二者关系进行说明；其次就本文用到的资本结构理论、核心竞争力理论、财务战略矩阵理论进行阐述，为后文的研究提供理论支撑。

第三章皇氏集团财务战略现状分析。本章主要介绍皇氏集团概况、多元化转型过程及驱动因素，并从筹资、投资、收益分配三个方面对皇氏集团多元化转型下财务战略现状进行分析。

第四章多元化转型背景下皇氏集团财务战略实施效果及存在的问题分析。本章采用财务战略矩阵工具，对皇氏集团在矩阵中所处位置情况进行分析，并对财务战略实施效果进行评价，再找出皇氏集团在进行多元化转型过程中财务战略存在的具体问题。

第五章皇氏集团多元化转型背景下财务战略优化建议。根据上一章中总结出的问题，提出具体的对策及建议。

第六章研究结论与展望。

### 1.3.2 研究方法

#### 1、文献分析法

本文整理了以前学者对多元化战略、财务战略、转型期财务战略选择的相关研究，充分了解核心概念发展现状。文献分析法帮助本文找到了突破口，奠定了理论基础，便于提炼出研究框架。

#### 2、案例分析法

本文采用案例分析法，选取皇氏集团作为研究对象，详细分析多元化转型动因及过程，对财务战略现状进行分析，再构建财务战略矩阵对皇氏集团多元化转型背景下财务战略进行总体评价，找出皇氏集团在多元化转型过程中财务战略出现的问题，并提出优化建议，希望能对同行业其他公司有所启示。

## 2 相关概念及理论基础

### 2.1 相关概念界定

#### 2.1.1 财务战略

##### 1、财务战略定义

财务战略是根据总体战略目标，为企业提供充足资金支持，保证决策顺利实施，在结合内、外部环境基础上对企业资金流做出的长期性、全局性谋划。

财务战略主要有如下特征：一是长期性，财务战略是针对企业长期可持续发展而做出的规划，时间大都在五年以上，对企业资金流产生的影响时间较长；二是全局性，制定财务战略要站在整个企业角度，财务战略为总体战略目标实现服务，并非针对单一行为个体；三是从属性，财务战略是公司总体战略的一部分，必须和总体战略相匹配，保证为企业发展提供足够资金支持；四是风险性，财务战略面临的内、外部环境处于动态调整中，环境不确定性可以影响总体战略制定，加剧了制定财务战略的风险。

##### 2、财务战略主要类型

财务战略类型有二因素、三因素、四因素三种，本文将财务战略主要类型分为：筹资战略、投资战略以及收益分配战略。

##### （1）筹资战略

筹资战略是指为保证总体战略顺利实施，对企业未来发展进行预测以及对内外部环境分析基础上做出的筹资规模、成本、风险的规划。选择合适的筹资战略可以帮助企业降低筹资成本、控制财务风险，同时为日常经营活动提供资金支持。因此，多元化转型企业必须做好对自身业务发展情况的预测同时还要关注外部经济环境变化，以最优资本成本获得资金，实现价值提升。

##### （2）投资战略

投资战略是在企业总体战略基础上，对投资活动的做出的规划，主要包括：规模、方向、方式，目的是提升企业投资效率。投资战略按投资方向分为对内、对外投资，前者主要是针对企业内部项目，包括对生产线、房屋设备等，后者主要是对子公司投资、对外并购相关公司以及购买各种理财产品。投资战略直接作



用于日常经营活动，其成果决定了企业绩效，所以企业应该在对内投资时加强对投资项目审核管理，确保资源的合理配置，在对外投资时应该注重对国家政策、经济等宏观环境分析。

### （3）收益分配战略

收益分配战略是企业做出的对产生利润如何进行分配的谋划。制定收益分配战略必须和企业总体战略相匹配，转型期的企业资金需求量大，所以应该减小利润分配比例，保证资金供应，发展比较好的成熟期且下一年无较大投资项目的企业应该提高利润分配比例。

常见的收益分配方式有四种，第一种是剩余股利战略，在这种分配方式下企业应该先留存一定比例收益用于后期投资，再将剩余收益向股东进行分配；第二种是固定股利支付率战略，在这种分配方式下，企业每期将从净利润中抽取固定比例向投资者分配股利；第三种是低正常股利加额外股利分配，企业每年都会向投资者支付较低的正常股利，以稳定股票价格，在盈利较多的年份才会支付额外的股利，这种方式具有灵活性；第四种是固定增长的股利分配战略，在这种分配方式下，企业将采用每年按相同增长率向股东支付股利。

## 2.1.2 多元化战略

### 1、多元化战略定义

多元化战略是指在同一时期内，企业生产或提供两种及以上产品或服务，或者同时进入多个领域扩展自身经营业务的战略方案。根据企业从事不同经营业务之间关联程度高低，多元化战略又被分为相关多元化战略和非相关多元化战略。非相关多元化战略是指企业新业务与原从事业务之前相关程度低或者不存在相关性。相关多元化战略是指企业新旧业务之间存在较大的相关性。皇氏集团新业务影视剧制作、发行，信息服务业务与原主业乳业之间不存在相关性，实行的是非相关多元化战略。

### 2、多元化转型对财务战略要求

财务战略作为企业职能战略，目标是保证企业总体战略顺利实施。企业进行多元化转型，其目的是通过多元化经营，提升企业价值，这一时期，就投资战略而言，企业应该扩大投资规模，延伸产业链，或者对外通过并购等方式进入新的行业；筹资战略方面，大规模投资意味着资金需求量上升，企业必须选择合适的

筹资渠道，以保证足够的资金支持，同时还要控制好财务风险，以免让企业陷入财务困境；收益分配战略而言，企业必须权衡好给股东回报和保留一定的留存收益两者之间的关系，以确保企业经营活动能为企业发展提供资金支持的同时向投资者释放出企业发展良好信息。

## 2.2 财务战略理论基础

### 2.2.1 资本结构理论

莫迪利亚尼和米勒在不考虑税收和交易成本的情况下，提出资本结构不影响企业价值，这就是 MM 定理。在此基础上，罗比切克和梅耶斯引入财务危机成本，认为权衡债务筹资带来的节税收益、财务危机成本基础上，可以得出最优资本结构。Jensen（1976）引入代理成本，他认为债务筹资比例升高，相应债务代理根本会增加，权衡债务筹资利益和代理成本可以确定最优资本结构。Leland Hayne（1977）提出由于管理者和投资者存在信息不对称，通过资本结构能向企业外部投资者传递帮助他们进行投资决策有关信息。此后还出现了优序融资理论，对企业筹资顺序进行了分析。

本文认为采用债务筹资、股权筹资等方式筹集资金，直接作用于日常经营活动，会影响企业价值，所以本文利用资本结构理论对筹资战略进行分析。

### 2.2.2 核心竞争力理论

企业核心竞争力是指企业将自身能力和外部环境结合，展现出自身相对优势，从而帮助企业实现可持续发展的状态。核心竞争力可以帮助企业在市场竞争中获取优势地位，在多元化转型过程中，尤其是非相关多元化转型，企业刚进入新的行业，缺乏对新业务的管理经验、技术知识等，新业务优势不明显，可能还无法立即显示出核心竞争力，所以在多元化转型过程中培养原业务的核心竞争力非常重要。

本文选择核心竞争力理论，对多元化转型过程中原业务的盈利情况进行分析，发现皇氏集团忽略了对乳制品业务的投资，得出投资战略存在问题，并根据该理论提出优化建议。

### 2.2.3 财务战略矩阵理论

财务战略矩阵是用价值创造标准和资金盈余标准来对企业财务战略实施效果综合评价。横坐标是销售增长率与可持续增长率之差，如果该值大于零，表明企业资金出现赤字，反之则资金盈余。纵坐标是 EVA，反映的是企业价值创造情况，如果 EVA 大于零，企业实施财务战略创造价值，否则会减损企业价值。按照以上分类标准，将财务战略矩阵划分为四个象限。

第一象限是纵坐标表示的 EVA 大于零，横坐标所代表销售增长率与可持续增长率两者的差值大于零。这一阶段企业处于成长期，正在进行新的投资，价值上升的同时大量投资导致资金不足。此时企业可以通过采取多渠道筹资方式，确保资金来源充足，同时还应该选择减少或者不发放现金股利方式，从内部筹资渠道为企业的资金提供支持。

第二象限是纵坐标表示的 EVA 大于零，横坐标所代表销售增长率与可持续增长率两者的差值小于零。在这一阶段企业已经进入成熟期，不仅在不断创造价值，还有稳定的现金流入。此时企业应该采取扩张性投资战略为企业带来更多利润，对内通过增加研发投入、拓展销售渠道等方式，形成核心竞争力，对外通过横向、纵向并购延伸产业链，通过规模扩张，助力企业实现协同效应。

第三象限是纵坐标表示的 EVA 小于零，横坐标所代表销售增长率与可持续增长率两者的差值小于零。在这一阶段企业业务有衰退趋势，价值创造能力减弱，但是现金依然充足。此时企业可以通过加强成本控制、提升资金使用效率以提升企业价值。

第四象限是纵坐标表示的 EVA 小于零，横坐标所代表销售增长率与可持续增长率两者的差值大于零。在这一阶段企业价值减损且资金短缺。此时企业可以通过剥离掉利润较低且发展前景较差的业务，为企业带来现金流入，同时还应该加强对业务管理提升自身经营管理能力。

本文选择皇氏集团作为案例研究企业，从投资战略、筹资战略、收益分配战略三个方面对皇氏集团财务战略进行具体分析，由于筹资方式以及来源的不同会影响企业资本结构，进而影响企业价值，资本结构理论为皇氏集团筹资战略选择提供意见。皇氏集团的投资活动多涉及跨行业投资，在经营过程中存在忽略主业导致主业核心竞争力下降问题，核心竞争力理论能为皇氏集团主业发展研究提供

理论支撑。通过皇氏集团实行多元化转型前后在矩阵中位置分布变化，财务战略矩阵理论能对其财务战略实施情况进行总体评价，进而能为后文找到其存在的问题提供理论支撑。

### 3 皇氏集团财务战略现状分析

#### 3.1 皇氏集团概况

皇氏集团于 2001 年 5 月 31 日成立，2010 年 1 月 6 日在深交所上市，公司股票代码是 002329，总部设立在广西，实际控制人是黄嘉棣。从上市至今，皇氏集团一共经历了三个发展阶段。

第一阶段是 2001 年至 2013 年，公司名称是广西皇氏甲天下乳业股份有限公司（简称皇氏乳业），在这段时间公司主要实行专业化战略，上游新建牧场，进行牧草种植、奶牛饲养，中游新建生产基地，利用设备进行乳制品生产，下游设置营销办公室，拓展销售渠道，延长自身产业链，形成了企业全产业链核心竞争力优势，营业收入从 2006 年到 2014 年收入翻了 7.59 倍，为后期转型积蓄大量资金。

第二阶段是 2014 年至 2017 年，由于公司经营业务发生重大变更，更名为皇氏集团。在这一阶段，公司实行多元化战略，由于政策支持和互联网技术迅猛发展，皇氏集团于 2014 年收购了电视剧制作公司御嘉影视，2015 年收购了新媒体运营公司盛世骄阳，至此皇氏集团成为一家集电视剧制作、播放、版权运营的全产业链公司。2016 年收购了完美在线，2017 年收购了筑望科技，涉足信息服务业。截止 2017 年，皇氏集团已经成为一家集乳业、影视传媒业、信息服务业三种业务同时发展的公司。

第三阶段是 2018 年至今，受政策波动影响较大，皇氏集团旗下的影视剧公司营业收入和净利润大幅下滑，2018 年剥离盛世骄阳公司，2019 年股权置换出御嘉影视公司，至此皇氏集团由三种业务转变为乳业、信息服务业双主业同时发展。

目前，皇氏集团要有两部分业务，一是乳制品的生产、销售，产品类别有低温奶、常温奶以及其他饮料，主要有水牛奶系列（摩拉菲尔、摩菲、一只水牛），酸奶系列（裸酸奶、小酸奶、饭不着酸奶），总共有六种品牌；二是信息服务业，主要是云通信、信息工程、呼叫中心服务外包三种业务。

## 3.2 皇氏集团多元化转型概况

### 3.2.1 皇氏集团多元化转型过程分析

2008年，由三鹿奶粉引发的三聚氰胺事件对我国乳制品行业造成了非常严重的影响，国外乳企涌入我国市场，抢占市场份额，我国本土大型乳制品企业也投入大量资金，抢占优质奶源，行业竞争非常激烈，区域性乳制品企业生存受到了非常严重的威胁。皇氏集团不能进行乳制品类的相关多元化转型，只能转而走向非相关多元化转型之路。

#### 1、并购影视传媒企业

2011年，我国提出建设社会主义文化强国的目标，颁布了一系列有利于文化产业发展的政策，例如《国际文化科技创新工程纲要》，文化产业企业迎来发展新机遇，许多企业非相关多元化就选择了进入文化产业。皇氏集团正是在这样的情境下，从2012年开始布局进入文化产业行业，通过募集资金、发行股票等方式筹集资金，2014年并购御嘉影视，2015年并购盛世骄阳。

御嘉影视成立于2007年，是一家通过拍摄、制作电视剧然后将版权出售电视台及视频播放网站获取营业收入的文化传媒公司，控股股东是李建国，主要作品有《我爱男闺蜜》、《大男当婚》等。盛世骄阳是一家版权运营公司，控股股东是徐蕾蕾女士，目前已经和近200家影视公司达成合作关系，拥有的影视剧版权超过30000部（集），影视剧版权和播放渠道的占有率超过80%。此外，2014年皇氏集团和专注动画的北京北广传媒达成协议，拥有20%股权，希望能通过平台播放广告，起到营销作用。截止2015年，皇氏集团已经成为一家集电视剧制作、版权运营、再到终端传播于一身的影视传媒行业全产业链公司。

#### 2、并购信息服务业企业

随着信息技术的快速发展，整个互联网行业发展非常迅猛，皇氏集团也趁机在2016年并购了完美在线，2017年并购了筑望科技有限公司。完美在线主要为网络单提供服务，客户主要是各类银行，筑望科技则是为诸多平台提供短信类增值业务。皇氏集团将两者合并，希望可以展现协同效应，实现资源融合，可以扩展业务范围，提供更加优质服务。至此，皇氏集团变成一家“乳业+文化产业+互联网”三驱式业务共同发展的公司。

### 3、退出影视传媒行业

从 2017 年开始，我国相继出台了一系列政策，广电总局要求对影视行业监管升级，影视业进入寒冬，很多影视公司出现亏损，御嘉影视和盛世骄阳的营业利润也出现大幅下滑，此时皇氏集团立即做出退出影视行业的决议，2018 年转让盛世骄阳公司，2019 年也通过股权置换方式失去对御嘉影视的控制，只保留下“乳业+互联网”两部分业务。

撤销掉影视业的两家公司后，皇氏集团将更多的资金投放于乳业。至今，皇氏集团已经拥有水牛奶、发酵乳、鲜奶三个类别产品，优氏、遵义，来思尔、皇氏，四个主要品牌，在云南、贵州、广西、湖南等地均设置了生产地，设计产能已经达到 68.1 万吨，在建产能达 26 万吨。

### 3.2.2 皇氏集团多元化转型驱动因素分析

驱动因素主要有内部因素、外部因素两个方面，本部分主要采用 PEST 分析法，从政治、经济、社会以及技术四个环境对外部驱动因素进行分析；采用 SWOT 分析法，从皇氏集团本身的优势、劣势、机会、威胁四个方面对其多元化转型过程的内部因素进行详细分析。

#### 1、皇氏集团多元化转型外部驱动因素分析

##### (1) 政治环境

2011 年 10 月，我国召开十七届六中全会，大会指出建设文化强国的目标。从 2012 年至今为了支持文化产业发展，我国相继颁布了多项政策，例如，当年 6 月国务院颁布《国际文化科技创新工程纲要》，制定了文化艺术、广播影视等重点文化行业技术和服务标准规范，这意味着重点文化行业将迎来飞速、健康的发展。2014 年 6 月，广电总局和财政部联合推出《关于支持电影发展若干经济政策的通知》，将对重点影片提供资金支持，同时将对部分企业实行税收优惠。正是有了这些政策的支持，国内众多企业开始进军影视行业，皇氏集团便是其中之一，公司从 2012 年开始布局，2014 年收购御嘉影视，2015 年收购盛世骄阳，谋求“乳业+影视行业”共同发展。

2012 年开始，文化产业特别是影视剧制作企业迎来爆发式的发展，为了赶上市场大爆发，许多不符合规定的电视剧也在各大平台播放，一时间各种品质不一的电视剧、电影充斥着整个影视剧市场，中国影视剧在国际上口碑不断下降。

基于此，2018年，我国相继颁布多条与影视行业相关的政策，比如2月国台办出台《关于促进两岸经济文化交流合作的若干措施》，9月广电总局起草征求意见稿开始对境外人员在我国进行商演活动进行限制，几乎是到了每月都会颁发规定的地步，这些严格政策的颁布让影视行业瞬间遭受冲击，皇氏集团在这个紧要关头便退出了影视行业，2018年出售盛世骄阳，2019年也股权置换出御嘉影视。

2015年我国提出“互联网+”发展政策，其中有一项就是“互联网+”益民服务，互联网将涉入人们日常生活的各个部分，特别是移动支付方式兴起，将为我国居民日常生活带来很大便利。将这些政策的强力支持为皇氏集团向互联网转型提供强大支撑，所以皇氏集团在2016、2017年并购完美在线和筑望科技，希望能将两个公司资源进行融合，实现协同效应。

### （2）经济环境

十二五以前，我国经济保持9.8%的高速增长，2014年12月的经济会议中提出，我国经济将由高速增长转变为高质增长，2014年的GDP增长仅为7.4%。随着经济发展，依靠投入劳动力、资本等各类要素获取收益的方式已经行不通，未来消费、技术创新将成为主要力量。

经济增速放缓的大背景下，从2015年开始，乳制品行业营业收入增速放缓，且行业集中度较高，国内伊利等知名乳企占据大部分市场份额，区域性乳企发展困难，同时由于生产材料的特殊性，采购原材料价格大幅上升，导致企业的业绩不佳。皇氏集团为了提升自身盈利情况，应对激烈的行业竞争，分散经营风险，开始多元化转型。

### （3）社会环境

随着社会发展，人民生活水平日益提高，我国居民开始追求精神满足。影视传媒行业对企业来说门槛较低容易进入，对社会大众来说收看影视剧成为生活中的必须行为，影视行业将迎来快速发展，皇氏集团看准时间选择影视传媒行业进行多元化转型。

但是，随着许多新的社交媒体，比如微博、小红书、短视频平台等方式的兴起，年轻群体同时也是影视剧消费的主体，将目光转向新的社交平台，比如抖音、快手等，影视剧的收视也随之降低。此外，大量影视公司开始推行低成本网剧，但由于质量较差，我国电视、电影在国际上口碑较差，广电总局出台政策加强监



管，影视剧行业也就迎来了寒冬，皇氏集团就不得不撤出影视剧行业。

#### （4）技术环境

5G 时代到来，云计算、大数据的发展促使新的支付方式兴起，人们更愿意选择使用微信、支付宝支付，同时更多的购物平台与银行建立良好合作关系，比如淘宝、美团等，能提供平台与客户之间联系的第三方公司将实现快速发展。完美在线和筑望科技这两个公司在移动信息服务领域拥有话语权，皇氏集团并购这两个公司可以延伸自己的产业链，将完美在线的金融资源、语音服务资源和筑望科技的互联网在线平台结合，提供更加优质的服务。

### 2、皇氏集团多元化转型内部驱动因素分析

#### （1）皇氏集团具有的优势

第一，品牌优势。皇氏集团成立于 2001 年，距今已有 21 年的历史，主要生产的产品有水牛奶和酸奶，其中水牛奶销量全国第一，是产品标准制定者，同时公司拥有多项专利，还被授予水牛奶研究中心称号，具有较强的品牌优势。

第二，具有完整的产业链。皇氏集团旗下子公司业务主要类别有畜牧业、种植业、制造业以及贸易业，涵盖牧草种植、奶牛饲养、乳制品加工、销售整个产业链。在全球经济不景气的情况下，皇氏集团自身的这种优势可以为企业节约成本的同时还能保证原材料质量，达到增强盈利能力和较少食品安全风险的目的。

#### （2）皇氏集团具有的劣势

第一，产品销售地域局限明显。皇氏集团产品水牛奶主要立足于广西，是广西本地的知名企业，经过销售渠道的拓展，2020 年西南地区的销售额占到营业收入的 67.35%，经销商数量达到 2365 家，全国其他地区经销商的数量仅为 546 家，在全国其他地域的销售渠道基本没打开。其次，皇氏集团的销售只要有经销、直销及电商结合三种，由于电商不需要店铺、人工等，可以节约销售费用，毛利率最高，然而皇氏集团在 2020 年利用电商销售营业收入仅为 5,069.82 万元，仅占营业收入的 2.98%，表明皇氏集团的线上销售建立网络不发达。疫情呈常态化防控趋势，线下门店销售将会受到影响，后期集团营业收入可能会受到冲击。

第二，奶源具有劣势。皇氏集团当前主要有广西、贵州（在建）、云南、湖南四个生产基地，牧场也都在设置在这些生产基地周围。对于乳制品企业而言，奶源品质决定了生产的产品品质，我国的优质牧场基本都在内蒙古以及新疆部分

地区，这些牧场都被我国知名大型乳企伊利、蒙牛等垄断，皇氏集团所有的这些牧场品质不佳，导致皇氏集团生产的产品种类受到局限，从根本上限制企业发展。

基于这两项劣势，皇氏集团选择多元化转型可以为企业带来新的利润增长点，规避风险。

### （3）皇氏集团面临的机会

第一，影视行业大量政策支持。2012 年开始我国相继颁布一系列政策来支持影视行业发展，税收支持、投放资金，让影视行业迎来暴发式快速发展，皇氏集团抓住机会进入影视行业必然能快速收获投资红利。

第二，技术快速发展，让传统的电信业务比如短信、呼叫、通话等业务必然会进行转型升级才能应对新时代社交媒体带来的危机，短信、客服、电商等发展的速度极快，皇氏集团抓住机遇进入数字化领域就能快速的实现投资收益增长。

### （4）皇氏集团存在的威胁

第一，行业事件风险。2008 年三鹿奶粉引发三聚氰胺事故对整个乳制品行业造成致命一击，行业陷入低迷。皇氏集团的营业收入也受到影响，开始下降，从 2007 年的 5,978 万元降至 2008 年 4,808 万元，2009 年 4,795 万元。如果行业内其他企业出现食品安全事故，皇氏集团必然会受到影响，所以必须重视企业产品质量。

第二，政策波动较大。2017 年政策对影视行业的支持力度减弱，广电总局出台多项规定，很多综艺、电视剧不能播出，皇氏集团投资的两个影视业企业也受到较大影响，净利润出现大幅下滑，皇氏集团就退出影视行业，企业利润受到较大影响。

第三，成本上涨风险。随着整体物价上涨，皇氏集团外购原材料成本在 2020 年上升 30%，同时运输费用以及工人工资也都在上涨。皇氏集团必须控制好成本费用，提升盈利能力。

## 3.3 皇氏集团多元化转型背景下财务战略现状分析

公司总体战略层制定的非相关多元化战略，那么皇氏集团的财务战略也会随之改变。皇氏集团非相关多元化转型它就需要筹资战略筹集资金，投资战略将筹集到的资金进行合理的运用，收益分配战略将公司运营过程中产生的利润向股东

进行分配,所以本节将对多元化转型期间皇氏集团如何实施财务战略进行具体介绍。

### 3.3.1 筹资战略现状分析

皇氏集团多元化转型过程中发生多次并购行为,同时还加强对乳制品行业投资,这都需要大量的资金支持,所以在转型过程中筹资规模不断扩大,但是筹资规模扩大可能会给企业带来偿债风险等。本小节主要从筹资规模、结构等方面来对皇氏集团筹资战略进行现状分析。

#### 1、筹资规模分析

通过对表 3.1 的分析可知,皇氏集团筹资规模不断上升。资产总额从 2011 年的 109,718.09 万元增加到了 2020 年的 605,874.86 万元,增幅达到 452.21%,特别是皇氏集团开始多元化转型之后资产规模扩张相比于转型之前更快,2015 年资产总额相当于 2014 年上升了 217,515.17 万元,涨幅达到了 95.47%,几乎是达到翻倍增长。

表 3.1 皇氏集团筹资规模表(单位:万元)

年度	资产	增长率	负债	增长率	所有者权益	增长率
2011	109718.09	-	21859.52	-	87858.57	-
2012	129638.71	18.16%	39025.42	78.53%	90613.28	3.14%
2013	126591.34	-2.35%	35908.10	-7.99%	90683.25	0.08%
2014	227838.28	79.98%	59470.27	65.62%	168368.02	85.67%
2015	445353.45	95.47%	167406.78	181.50%	277946.67	65.08%
2016	520245.09	16.82%	230273.06	37.55%	289972.04	4.33%
2017	561495.66	7.93%	267395.38	16.12%	294100.28	1.42%
2018	477981.46	-14.87%	239501.50	-10.43%	238479.96	-18.91%
2019	494562.64	3.47%	249025.85	3.98%	245536.79	2.96%
2020	605874.86	22.51%	373507.64	49.99%	232367.21	-5.36%

资料来源:皇氏集团年报

皇氏集团负债规模扩张更是神速,从 2011 年的 21,859.52 万元增加到 2020

年的 373,507.64 万元，10 年时间总规模扩大了近 16.09 倍，其中 2014 年开始皇氏集团负债规模呈现爆发式上升，上升幅度达 65.62%，2015 年上升幅度更是达到 181.5%，后期因为出售影视公司御嘉影视和盛世骄阳导致负债略有下降，2020 年皇氏集团开始加大对乳业的投资，在云南开始新建云端牧业剑川牧场项目，筹资规模又大幅上升。

## 2、筹资结构分析

通过皇氏集团年报可以发现，皇氏集团主要采用的筹资方式有三种：借款、发行债券以及定向增发股票。从表 3.2 筹资结构可以看出，皇氏集团从 2011 年来共筹集到资金 486,597.77 万元，发行债券以及借款筹资两种方式筹资的资金 328,479.28 万元，所占比例达到 67.51%，皇氏集团主要是通过债务来进行筹资。本文将从三种方式对皇氏集团具体筹资结构进行分析。

表 3.2 皇氏集团筹资结构表（万元）

	金额	比例
股权筹资	158118.49	32.49%
发行债券筹资	100000.00	20.55%
借款筹资	228479.28	46.95%
累计筹资	486597.77	100.00%

资料来源：皇氏集团年报

如下表 3.3 所示，皇氏集团积极利用股权筹资方式为投资筹集资金，从上市至今一共有四次股权筹资行为。除首发之外，共计出现三次定向增发行为，募集资金额达到 21.24 亿元。2014 年 11 月的定向增发，主要是向李建国、黄嘉棣分别发行 3538.89 万股、1685 万股以购买御嘉影视 100%股权和配套资金；2015 年 7 月的定向增发主要是向盛世骄阳的股东徐蕾蕾、银河资本等发行 2494.19 万股购买盛世骄阳 100%股权；2015 年 10 月的定向增发是发行 2179 万股，募集购买盛世骄阳配套资金。除首发之外，皇氏集团进行三次定向增发均是为了进行非相关多元化影视企业收购御嘉影视以及盛世骄阳两个公司，符合皇氏集团制定的非相关多元化转型战略对资金需求。

表 3.3 皇氏集团定向增发情况表（单位：万元）

年度	筹资方式	发行价格（元）	筹资总额
2010.01	首发	20.10	54270.00
2014.11	定向增发	13.45	70522.50
2015.07	定向增发	26.34	65696.99
2015.10	定向增发	10.05	21899.00

资料来源：皇氏集团年报

除积极利用股权定向增发股票以外，皇氏集团也采用了大量借款方式筹集资金。通过下表 3.4 可以看出，皇氏集团从 2012 年开始布局非相关多元化转型之后短期借款开始快速上升，从 2011 年的 8,824.20 万元到 2020 年的 155,135.64 万元，增长了 16.58 倍。

表 3.4 皇氏集团借款筹资明细（单位：万元）

年度	短期借款	短期借款 比例	一年内到期的 非流动负债	一年内到期 的非流动负 债比例	长期借款	长期借 款比例
2011	8824.20	77.41%	2575.00	22.59%	0.00	0.00%
2012	26100.00	97.84%	575.00	2.16%	0.00	0.00%
2013	18700.00	97.02%	575.00	2.98%	0.00	0.00%
2014	30000.00	98.12%	575.00	1.88%	0.00	0.00%
2015	41800.00	57.08%	5424.27	7.41%	26000.00	35.51%
2016	62550.00	49.37%	16738.58	13.21%	47400.00	37.41%
2017	87250.00	57.35%	22575.00	14.84%	42300.00	27.81%
2018	51286.60	46.27%	24275.00	21.90%	35281.84	31.83%
2019	95196.39	71.59%	31821.44	23.93%	5950.00	4.47%
2020	155135.64	64.67%	61992.84	25.84%	22750.00	9.48%

资料来源：皇氏集团年报

此外，在 2015 年以前皇氏集团不存在长期借款，2015 年开始，皇氏集团为

了减轻偿债压力，也为了能筹集到更多资金，开始选择长期借款方式进行筹资，并且对长期借款需求非常大，导致 2020 年一年内到期非流动负债余额上升。皇氏集团借款筹资方式经历了从 2015 年以前依赖短期借款，2015 年至 2018 年长期借款和短期借款相结合，2019 年以后又开始主要依赖短期借款方式进行筹资的变化。

除以上两种方式外，皇氏集团还发行债券进行筹资。2018 年 2 月 26 日，皇氏集团发行三年期中期票据，筹得资金 5 亿元，主要用途是补充营运资金、优化债务结构，2012 年 12 月 30 日，皇氏集团发行 20 桂皇氏集团 ZR001，期限为 3 年，筹得资金 5 亿元。从两次发行债券的时间可以看出，皇氏集团 2018 年发行的债券将于 2021 年 2 月 26 日到期，且前两次发行债券筹集的资金相当，所以皇氏集团在 2020 年 12 月 30 日筹集的 5 亿元资金可能是为了偿还 2018 年发行票据的借资，有发新债还旧债的嫌疑，同时也可反映出皇氏集团资金紧张。

表 3.5 皇氏集团发行债券筹资明细（单位：万元）

发行日期	名称	发行规模	期限
2018.02	中期票据	50000.00	3 年
2020.12	20 桂皇氏集团 ZR001	50000.00	3 年

资料来源：皇氏集团年报

综上，皇氏集团采用的筹资渠道主要有三种：股权筹资、发行债券筹资以及借款筹资，筹资规模扩张速度非常快，对短期借款依赖最大。

### 3.3.2 投资战略现状分析

皇氏集团从成立之初一直到 2014 年之前主要经营水牛奶的生产、销售，为后期转型积累了大量的资金，2014 年之后皇氏集团开始走多元化道路，具体表现为进行多次跨行业并购。因此前期的投资主要是对内投资，转型期则是对内、对外投资相结合。本部分主要从投资规模、投资结构等方面来对皇氏集团多元化转型过程中的投资战略进行详细分析。

#### 1、投资规模

从下表 3.6 中可以看出，皇氏集团自创立以来一直采用积极扩张的投资活动

策略，投资活动现金流出数额较大，投资活动产生现金流量净额均为负数。同时从表 3.6 中可以发现，从 2014 年皇氏集团开始进入多元化转型后，集团投资活动现金流出额翻倍增长，投资规模相较于转型之前扩张速度更快。

2014 年到 2016 年，由于跨行业并购御嘉影视、盛世骄阳、完美在线，同时皇氏集团在多元化过程中还兼顾对主业乳制品行业的投资，新建优氏宁乡工厂、皇氏华南工厂、以及总部生产大楼等，所以现金流出金额较大，在 2016 年甚至达到 9.33 亿。2017 年至 2019 年，优氏宁乡工厂项目接近尾声，来思尔牧场建设项目已经结束，削减了大量支出，投资活动现金流出大幅下降。2018 年，皇氏集团又开始在贵州遵义开设 150 吨/天乳制品工程建设项目，2020 年开始云端牧业剑川牧场项目，两个项目在 2020 年支出达到 20,082.94 万元，2020 年皇氏集团投资活动现金流出又开始上升。

总体而言，皇氏集团投资规模一直不断扩张，符合多元化发展战略要求。

表 3.6 皇氏集团投资活动现金流明细（单位：万元）

	投资活动 现金流入	投资活动现金 流入增长率	投资活动 现金流出	投资活动现金 流出增长率	投资活动 现金流量 净额	投资活动 现金净额 增长率
2011	2798.33	-	14161.59	-	-11363.26	-
2012	508.87	-81.82%	16537.46	16.78%	-16028.59	41.06%
2013	323.82	-36.36%	9961.20	-39.77%	-9637.38	-39.87%
2014	465.26	43.68%	32113.80	222.39%	-31648.54	228.39%
2015	606.57	30.37%	67704.18	110.83%	-67097.61	112.01%
2016	845.33	39.36%	93273.18	37.77%	-92427.85	37.75%
2017	10615.71	1155.81%	50041.66	-46.35%	-39425.95	-57.34%
2018	44412.76	318.37%	52787.07	5.49%	-8374.31	-78.76%
2019	3054.62	-93.12%	44090.92	-16.47%	-41036.30	390.03%
2020	46615.27	1426.06%	64273.27	45.77%	-17658.00	-56.97%

资料来源：皇氏集团年报

## 2、投资结构分析

投资活动按照投资方向的不同可以分为对内、对外投资。对外投资主要是通过合并企业认购股权等方式进行，主要集中于长期股权投资，对内投资主要是固定资产、无形资产、在建工程三项。

表 3.7 皇氏集团投资结构（单位：万元）

项目	对内投资						对外投资	
	固定资产	占比	在建工程	占比	无形资产	占比	长期股	占比
		(%)		(%)		(%)	权投资	(%)
2011	28938.60	57.83	14531.15	29.04	5566.38	11.12	1005.16	2.01
2012	43154.78	71.07	9964.52	16.41	6317.90	10.40	1285.16	2.12
2013	44503.78	68.23	10190.52	15.62	9246.29	14.18	0.00	0.00
2014	50016.79	68.48	8682.15	11.89	9065.90	12.41	0.00	0.00
2015	53157.14	36.63	15708.22	10.83	69604.22	47.97	1328.72	0.92
2016	64657.78	40.70	22030.97	13.87	65290.60	41.10	5569.26	3.51
2017	68649.21	40.35	29480.02	17.33	65510.70	38.51	5262.61	3.09
2018	91557.97	63.91	8997.55	6.28	34138.42	23.83	5262.38	3.76
2019	87064.57	43.72	14249.14	7.16	32382.22	16.26	65426.12	32.86
2020	87195.57	35.39	36833.88	14.95	30403.67	12.34	91936.82	37.32

资料来源：皇氏集团年报

皇氏集团 2011 年至 2013 年为了扩大乳制品销售范围，在总部建立营销中心，涉及对多项房屋、建筑物的投资，固定资产占比上升，无形资产占比没有明显变化。2014 年开始皇氏集团进入多元化，并购的都是轻资产公司，随着总资产规模扩大，固定资产占比下降，影视公司拍摄作品版权，互联网公司自身开发的软件使用权等，无形资产大量增加，这段时间内在建工程虽有下降，但是变动幅度不大。进入 2018 年以后，皇氏集团对外投资规模缩减，2018 年转让御嘉影视、2019 年转让盛世骄阳，公司拥有的无形资产也大幅下降，同时前期投入的皇氏华南工厂也建设完毕，投入使用，固定资产总额上升，在建工程下降。此外，皇氏集团还加大对内投资，开始在贵州建生产基地，新建了遵义日产 150 吨项目，



固定资产总额开始上升。2020年，皇氏集团新开设云南云端牧业剑川牧场项目，对房屋、建筑物和机器设备这两项固定资产投资比例达到93.59%，由于项目建设期较长，固定资产没有太大变化，在建工程比重及金额都大幅上升。

皇氏集团对外投资通过并购方式进行，主要集中于长期股权投资，从2015年开始至今一直处于不断增长的状态，其中2019年开始出现断崖式的增长，在2020年已经达到了9.19亿元，主要是2019年以御嘉影视股权和东岳数智、上海喜楠三方共同设立数字城市运营公司，2020年皇氏集团将对上海皇氏科兴股权投资基金合伙企业的股权投资由其他非流动资产重新划入长期股权投资，金额高达16,650.97万元。

2013年纳入企业范围子公司一共12家，截止2020年已经扩展到27家，皇氏集团对外投资频繁。综上所述，皇氏集团在多元化转型期间采取的是积极扩张的策略，说明皇氏集团的投资活动符合多元化转型需求。

### 3.3.3 收益分配战略现状分析

收益分配战略是将企业的净利润向股东进行合理分配，不仅需要考虑企业自身运营对资金的需求情况，同时还要考虑广大投资者对企业在二级市场的表现评估，所以选择合理的收益分配战略对企业而言十分重要。

除2015年采用转股方式进行分红外，皇氏集团采用的分配方式主要是现金分红。多元化转型以前皇氏集团每年都会进行较高的现金分红，特别是2012年每股现金分红金额0.20元，而当年的每股收益仅为0.1525元，股利支付率达到131.15%，皇氏集团为多元化造势，向投资者传递集团发展良好的信息，吸引投资者进行投资，不惜将前期资金用作现金分红。2014年皇氏集团进入多元化以后，为了保证集团资金充足，降低了现金分红的金额，股利支付率从36.31%降低至17.21%，2018年和2020年，由于每股收益为-0.7356元和-0.1626元，出现负数，所以不进行现金分红。

综上所述，皇氏集团在转型期间减小了股利支付率，符合集团对资金需求大的现状，但是在转型过程中还是有资金流出企业，这可能会加剧整个集团的资金缺口。

表 3.8 皇氏集团分红明细（单位：万元）

年度	分红方案	现金分红总额	未分配利润	股利支付率
2011	每 10 股派息 1 元	2140.00	17564.26	36.31%
2012	每 10 股派息 2 元	4280.00	18240.48	131.15%
2013	每 10 股派息 0.5 元	1070.00	17138.47	29.43%
2014	每 10 股派息 0.5 元	1332.17	23185.40	14.47%
2015	每 10 股转增 18 股	0.00	39878.06	0.00%
2016	每 10 股派息 0.6 元	5025.84	68281.94	17.30%
2017	每 10 股派息 0.1 元	837.64	68930.10	14.77%
2019	每 10 股派息 0.1 元	837.64	10395.24	17.21%

资料来源：皇氏集团年报

## 4 皇氏集团多元化转型背景下财务战略实施效果与存在问题分析

### 4.1 皇氏集团多元化转型背景下财务战略矩阵分析

财务战略矩阵于 2000 年由美国学者提出，距今已有 22 年的历史，并在我国已经运用在对华谊兄弟、中国神华以及盐田港等公司财务战略的评价，具有科学性，因此本文选择使用财务战略矩阵工具来对皇氏集团多元化转型期间财务战略进行中长期的评价。

#### 4.1.1 皇氏集团财务战略矩阵关键指标选取及计算

财务战略矩阵横坐标通过销售增长率与可持续增长率作差求得，纵坐标是 EVA，本部分从横、纵坐标的构成对皇氏集团财务战略矩阵具体情况加以说明。

##### 1、横坐标选取与计算

本文选择利用范霍恩模型计算可持续增长率，具体计算公式： $\text{可持续增长率} = (\text{销售净利率} \times \text{总资产周转率} \times \text{权益乘数} \times \text{留存收益率}) / (1 - \text{销售净利率} \times \text{总资产周转率} \times \text{权益乘数} \times \text{留存收益率})$ 。皇氏集团横坐标计算情况如下表所示：

表 4.1 皇氏集团财务战略矩阵横坐标计算表

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
销售增长率	14.09%	49.09%	45.18%	-3.26%	-1.30%	-3.54%	10.51%
销售净利率	7.95%	12.78%	13.37%	3.00%	-25.60%	3.81%	-4.55%
总资产周转率	63.78%	50.06%	50.67%	43.76%	44.94%	46.34%	45.26%
权益乘数	1.35	1.6	1.79	1.91	2.00	2.01	2.61
留存收益率	85.53%	100.00%	82.70%	85.23%	100%	82.79%	100.00%
可持续增长率	6.22%	11.40%	11.15%	2.18%	-18.71%	3.03%	-5.11%
销售增长率—可持续增长率	7.87%	37.69%	34.03%	-5.44%	17.41%	-6.57%	15.61%

资料来源：皇氏集团年报

## 2、纵坐标选取与计算

本文选择的计算公式为： $EVA = \text{税后净营业利润 (NOPAT)} - \text{资本总额 (TC)} \times \text{加权平均资本成本 (WACC)}$ 。

### (1) 税后净营业利润的计算

$NOPAT = \text{净利润} + (\text{本期研发费用} + \text{财务费用} - \text{营业外收入} + \text{营业外支出} + \text{本期计提的各项减值准备}) \times (1 - \text{所得税税率}) - \text{递延所得税资产增加额} + \text{递延所得税负债增加额}$ 。

**表 4.2 皇氏集团税后净营业利润计算表 (单位: 万元)**

	2014	2015	2016	2017
净利润	8987.19	21531.26	32720.01	7109.82
加: 研发费用	920.52	968.00	2029.47	1816.62
财务费用	1689.25	3839.97	8325.57	8413.47
营业外支出	412.10	895.47	550.62	417.88
减值准备	211.01	211.01	206.39	19268.53
递延所得税负债增加额	0.00	911.99	-291.11	-284.44
减: 营业外收入	1919.33	2592.13	2197.57	4212.75
递延所得税资产增加额	30.40	3731.40	1024.94	642.79
税后净营业利润	10270.34	22034.17	40318.44	31886.34

**续表 4.2 皇氏集团税后净营业利润计算表 (单位: 万元)**

	2018	2019	2020
净利润	-59789.28	8595.27	-11325.5
加: 研发费用	3623.77	5896.08	7388.28
财务费用	10767.76	8017.2	7092.44
营业外支出	150.53	452.29	717.75
减值准备	57040.59	1767.03	19160.82
递延所得税负债增加额	1735.21	-228.59	-228.59
减: 营业外收入	570.00	1429.85	481.24
递延所得税资产增加额	-2767.46	1566.20	-1666.80

税后净营业利润	15726.04	21503.23	23990.76
---------	----------	----------	----------

资料来源：皇氏集团年报

## (2) 资本总额的计算

资本总额=所有者权益+减值准备-在建工程+递延所得税负债-递延所得税资产+短期借款+ 一年内到期非流动负债+长期借款+应付债券

表 4.3 皇氏集团资本总额计算表 (单位: 万元)

	2014	2015	2016	2017
所有者权益	168368.02	277946.67	289972.04	294100.28
加: 减值准备	211.01	211.01	206.39	19268.53
递延所得税负债	0.00	911.99	620.88	336.43
短期借款	30000.00	41800.00	62550.00	87250.00
一年内到期的非流动负债	575.00	5424.28	16738.58	22575
长期借款	0.00	26000.00	47400.00	42300.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00
减: 在建工程	8682.15	15708.22	22030.97	29391.32
递延所得税资产	509.33	4040.73	5065.67	5708.46
资本总额	189962.55	332545.00	390391.25	430730.46

续表 4.3 皇氏集团资本总额计算表 (单位: 万元)

	2018	2019	2020
所有者权益	238479.96	245536.79	232367.21
加: 减值准备	57040.59	1767.03	19160.82
递延所得税负债	2071.65	1843.06	1614.47
短期借款	51286.60	95196.39	155135.64
一年内到期的非流动负债	24275.00	31821.44	61992.84
长期借款	35281.84	5950.00	22750.00
应付债券	50000.00	50000.00	50000.00
减: 在建工程	8997.55	14249.14	36833.88

递延所得税资产	2941.00	4507.20	2840.40
资本总额	446497.09	413358.37	503346.70

资料来源：皇氏集团年报

### (3) 加权平均资本成本的计算

本文选择采用资本资产定价模型计算权益资本成本，其计算公式为：权益资本成本=无风险利率+贝塔系数×市场风险溢价，其中贝塔系数来自国泰安数据库，它是反应投资组合相对于市场风险波动的程度，与大部分学者研究情况相似，采用五年期国债利率作为无风险利率，市场风险溢价基于以前学者的研究本文将其确定为6%。

表 4.4 皇氏集团权益资本成本计算表

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
贝塔系数	1.22	1.27	1.56	1.81	1.24	1.28	0.76
国债利率	3.51%	4.87%	4.42%	4.17%	5.41%	4.27%	4.27%
市场风险溢价	6.00%	6.00%	6.00%	6.00%	6.00%	6.00%	6.00%
权益资本成本	10.86%	12.52%	13.78%	15.05%	12.83%	11.95%	8.83%

资料来源：国泰安数据库

计算债务资本成本。只有有息的债务才需要付出成本，所以本文在计算债务资本成本时剔除无息债务，同时将短期债务和长期债务分开来计算，确保计算结果准确。为使计算过程简便，使用央行公布的当年一年期、五年期的贷款利率分别作为皇氏集团短期债务和长期债务的利率。

表 4.5 皇氏集团债务资本成本计算表

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
短期债务占比	100.00%	64.49%	62.59%	72.19%	46.98%	69.42%	74.90%
短期借款利率	5.90%	4.79%	4.35%	4.35%	4.35%	4.35%	4.35%
长期债务占比	0.00%	35.51%	37.41%	27.81%	53.02%	30.58%	25.10%
长期借款利率	6.30%	5.19%	4.75%	4.75%	4.75%	4.75%	4.75%

债务资本成本	5.90%	4.93%	4.50%	4.46%	4.56%	4.47%	4.45%
--------	-------	-------	-------	-------	-------	-------	-------

资料来源：皇氏集团年报、国泰安数据库

本文使用的加权平均资本成本计算公式为： $WACC = \text{债务资本占比} \times \text{债务资本成本} \times (1 - \text{所得税税率}) + \text{权益资本成本} \times \text{权益资本占比}$ ，加权平均资本成本计算结果如下：

表 4.6 皇氏集团加权平均资本成本计算表

	有息债务	权益资本	债务资本 占比	债务资本 成本	权益资 本占比	权益资本 成本	加权平均 资本成本
2014	30575.00	168368.02	15.37%	5.90%	84.63%	10.86%	9.87%
2015	73224.28	277946.67	20.85%	4.93%	79.15%	12.52%	10.68%
2016	126688.58	289972.04	30.41%	4.50%	69.59%	13.78%	10.62%
2017	152125.00	294100.28	34.09%	4.46%	65.91%	15.05%	11.06%
2018	160843.84	238479.96	40.28%	4.56%	59.72%	12.83%	9.04%
2019	182967.83	245536.79	42.70%	4.47%	57.30%	11.95%	8.28%
2020	289878.48	232367.21	55.51%	4.45%	44.49%	8.83%	5.78%

资料来源：皇氏集团年报

经过以上计算，皇氏集团 EVA 计算如下表所示：

表 4.7 皇氏集团 EVA 计算表（单位：万元）

	税后净营业利润	资本总额	加权平均资本成本	EVA
2014	10270.34	189962.55	9.87%	-8478.96
2015	22034.17	332545.00	10.68%	-13481.64
2016	40318.44	390391.25	10.62%	-1141.11
2017	31886.34	430730.47	11.06%	-15752.45
2018	15726.04	446497.09	9.04%	-24637.30
2019	21503.23	413358.37	8.28%	-12722.84

2020	23990.76	503346.70	5.78%	-5102.68
------	----------	-----------	-------	----------

资料来源：作者整理所得

### 3、皇氏集团财务战略矩阵

通过对皇氏集团多元化转型期间 2014—2020 年之间的经济增加值以及销售增长率与可持续增长率之差的计算，得出了公司近七年的财务战略矩阵图，如图 4.1 所示：

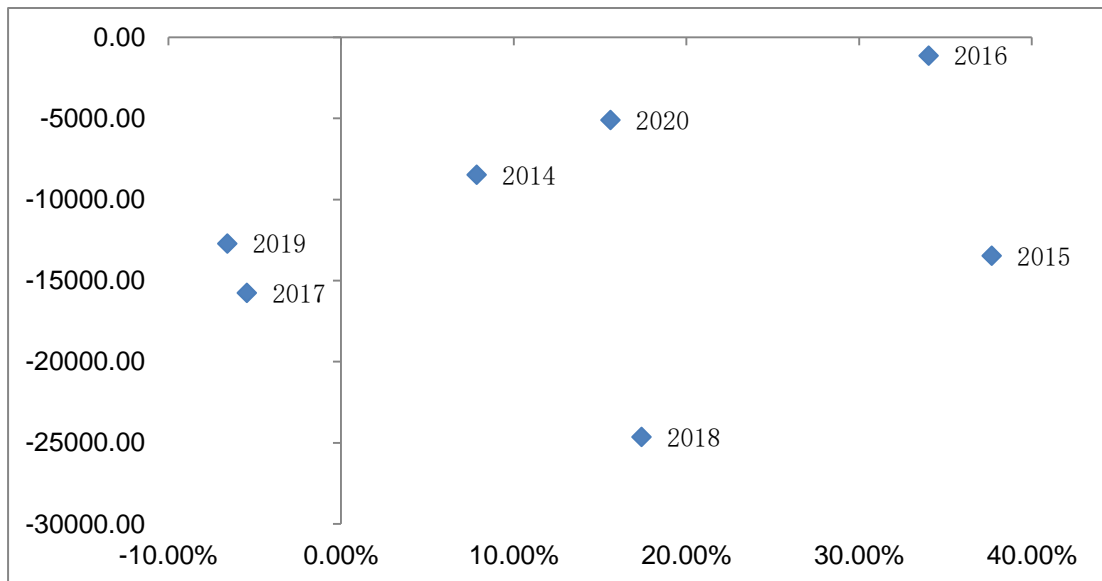


图 4.1 皇氏集团财务战略矩阵图

#### 4.1.2 皇氏集团财务战略矩阵评价

如上图 4.1 财务战略矩阵所示，2017 年、2019 年皇氏集团位于第三象限，说明在这两年中皇氏集团处于价值减损但资金剩余状态，其余年份都位于矩阵第四象限，皇氏集团不仅价值下降而且资金也处于短缺状态。总体而言，皇氏集团在多元化转型过程中企业价值减损，且资金短缺。

2014 年和 2015 年，皇氏集团通过并购御嘉影视、盛世骄阳进入影视行业，资本总额迅速上升，而协同作用还未得到充分体现，营业收入上升不能满足资本扩张速度，企业价值下降。2016 年影视行业发展迅速，协同效应显现，企业价值上升，但还是为负数，同时集团又投入大量资金到互联网行业，收购了完美在



线，资金紧张状态依然没有得到缓解。2017 年影视行业监管严格，但是御嘉影视和盛世骄阳还是为皇氏集团带来了 7.49 亿元收入，相较于 2016 年减少了 9,391.5 万元，本年还并购了筑望科技，资本总额扩张，企业价值还是减损，但资金紧张状态得到缓解。2018 年公司出售盛世骄阳，影视业收入贡献大幅减小，皇氏集团价值创造能力减弱，同时还加强对主业投资，资金又回归到短缺状态。2019 年得益于前期对互联网投入，本年营业收入上升，所以价值创造能力上升，但是不能抵消处置影视公司带来的负面效应，资金盈余。2020 年主要依靠乳业和信息服务业为企业提供服务收入，同时加大对乳业投资，资金依然紧张。

总体而言，皇氏集团在企业刚开始转型阶段扩张速度过快导致企业价值快速下降，且资金严重的不足，后期并购刚展现出协同效应，就遭遇行业的寒冬困扰，给企业带来非常大的损失，说明皇氏集团在整个多元化转型过程中财务战略存在问题。

## 4.2 皇氏集团多元化转型背景下财务战略存在的问题分析

### 4.2.1 筹资战略存在的问题

#### 1、资产负债率高，偿债能力较弱

流动比率可以反应企业短期偿债能力，如下表 4.8 所示，皇氏集团从 2014 年开始流动比率低于行业均值，且流动比率一直在不断下降，甚至在 2020 年下降至 0.98，说明皇氏集团短期偿债能力较弱，且存在继续减弱的风险，财务风险较大，主要原因是皇氏集团在大规模扩张过程中短期借款筹资占债务筹资比例过大，基本每年都超过 50%，甚至 2014 年达到 98.2%，短期借款由于期限短，增加企业偿债压力。

表 4.8 皇氏集团流动比率表

项目	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
皇氏集团	1.48	1.20	1.18	1.20	1.84	1.06	0.98
行业均值	1.82	1.88	1.59	1.38	1.14	0.99	1.55

资料来源：皇氏集团年报、国泰安数据库

资产负债率可以反映企业长期偿债能力，如下表 4.9 所示，皇氏集团资产负债率 2014 年开始就不断上升，从 2014 年的 26.1% 上升到 2020 年的 61.65%，波动非常大，与整个乳制品行业相比，皇氏集团资产负债率明显偏高，与行业均值的差值不断扩大。随着规模的扩张，皇氏集团开始利用长期借款和债券进行筹资，整体债务规模庞大，存在借新债还旧债的情况，长期偿债能力较弱，有较大的筹资风险。综上，皇氏集团多元化过程中过度依赖借款筹资，给企业带来较大偿债压力。

表 4.9 皇氏集团资产负债率表

项目	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
皇氏集团	26.1	37.59	44.26	47.62	50.11	50.35	61.65
行业均值	39.9	37	39.25	41.97	46.9	49.35	49.35

资料来源：皇氏集团年报、国泰安数据库

## 2、筹资的成本高

加权平均资本成本能反映企业实际融资成本高低，根据上一节中对加权平均资本成本的计算发现，皇氏集团在多元化转型过程中有息负债规模不断扩大，从 2014 年占比 15.37% 上升到 2020 年 55.51%，上升了 9.48 倍，债务资本的大量上升，导致了皇氏集团偿债能力减弱，投资者所承受的风险也相应增加，加权平均资本成本也不断上升，从 2014 年 10.86% 上升到了 2017 年 15.05%。2018 年由于权益资本成本逐渐下降，皇氏集团加权平均资本成本也不断下降。总体来看，除 2020 年外，皇氏集团加权平均资本成本始终维持在 10% 到 15% 之间。

表 4.10 皇氏集团资本成本对比表

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
净资产收益率	4.86%	7.13%	10.62%	2.06%	-28.95%	2.23%	-6.69%
加权平均资本成本	9.87%	10.68%	10.62%	11.06%	9.04%	8.28%	5.78%

资料来源：皇氏集团年报、国泰安数据库

本小结选择使用净资产收益率作为盈利水平的衡量指标，从上表 4.10 对比中我们可以看出，皇氏集团在 2014 年至 2020 年盈利水平极为不稳定。影视行业在转型初期为企业营业收入注入新的动力，受到行业政策的影响波动明显，后期退出影视行业后，集团盈利水平断崖式下降。2020 年受到新冠疫情影响，净资产收益率又大幅下降。纵观 2014 年至 2020 净资产收益率和加权平均资本成本发现，除了 2016 年外，皇氏集团加权平均资本成本始终高于净资产收益率，这说明皇氏集团筹资策略存在明显的负效应。

因此，皇氏集团在多元化发展过程中筹资战略存在资产负债率高，偿债能力较弱以及筹资成本高的问题。

#### 4.2.2 投资战略存在的问题

##### 1、投资并购导致商誉虚高

皇氏集团多元化转型采用的是大量对外并购进入相关行业，比如影视传媒行业并购御嘉影视、盛世骄阳，互联网行业并购完美在线和筑望科技，这些公司都存在大量无形资产，并购方法采用的都是收益法(对未来盈利情况预测基础上，选择折现率折现)。收益法需要考虑折现率以及利润增长，但企业内外部环境具有不确定性，影视行业发展情况受政策的影响较大，所以对其盈利情况预测具有很强的主观性，导致被并购企业的价值往往被高估，出现大量商誉。

根据皇氏集团披露报告可以看出，御嘉影视使用资产基础法评估价值为 11,039.67 万元，收益法评估价值为 68,755.46 万元，两种不同估值方法相差 57,715.79 万元，收益法是资产基础法的 6.23 倍。盛世骄阳使用两种估值方法相差为 2.98 倍，完美在线相差到 9.53 倍。皇氏集团每次多元化并购都会产生大量商誉，平均溢价率达 109.71%。

表 4.11 皇氏集团主要并购情况表（单位：万元）

	被购买方名称	被购买方净资产	取得成本	商誉	并购溢价率
1	御嘉影视	11938.08	68250.00	56311.92	417.07%
2	盛世骄阳	28763.47	78000.00	49236.53	171.18%
3	完美在线	31041.63	15539.47	15539.47	50.06%

续表 4.11 皇氏集团主要并购情况表 (单位: 万元)

	被购买方名称	被购买方净资产	取得成本	商誉	并购溢价率
5	筑望科技	14589.74	19260.26	19260.26	132.01%
	合计	86332.92	181050	94717	109.71%

资料来源: 皇氏集团年报

此外, 业绩承诺会向投资者释放出利好信息, 也会拉高企业估值。御嘉影视被并购前两年净利润分别为 1, 175.33 万元、3, 026.82 万元, 而 2014—2017 年业绩承诺为 6, 500 万元、8, 755 万元、11, 846 万元、15, 992 万元, 2014 年预计利润增长率为 114.75%, 其余三年预计增长率达 35%; 盛世骄阳被并购前两年净利润为 1, 957.92 万元、6, 119.71 万元, 而业绩承诺期内预计扣非净利润将达 7, 500、9, 000、10, 800 万元, 增长率都在 20% 以上。完美在线和筑望科技业绩承诺利润增长率也都在 30% 以上。业绩承诺成为皇氏集团拉高商誉的工具。

因此, 皇氏集团在多元化发展过程中通过使用收益法和签订业绩承诺方式对被并购公司进行估值, 产生了大量商誉, 加剧了商誉减值风险。

## 2、投资收益低

通过下表 4.12 可知, 皇氏集团 2014 年、2015 年并购御嘉影视、盛世骄阳为公司带来新的利润增长点, 三个指标表现出的企业投资收益呈上升趋势。2017 年至 2020 年受行业监管政策以及新冠疫情影响, 皇氏集团计提大量商誉减值准备, 公司净利润大幅下滑, 三个指标断崖式下降。本文将分行业对皇氏集团的投资收益进行分析。

表 4.12 皇氏集团投资收益表

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
销售净利率(%)	7.95	12.78	13.37	3.00	-25.6	3.81	-4.55
总资产净利率(%)	5.07	6.4	6.78	1.31	-11.5	1.77	-2.06
净资产收益率(%)	4.86	7.13	10.62	2.06	-28.95	2.23	-6.69

资料来源: 皇氏集团年报

如下表 4.13 所示, 皇氏集团多元化转型过程中对乳制品行业也投入了大量的资金, 投资项目主要有新建皇氏华南工厂、优氏宁乡工厂、同时对来思尔多条

生产线进行改扩建，仅 2018 年投资金额就高达 13,193.45 万元，七年时间对乳制品行业投入资金总计达 91,664.26 万元。截止 2020 年，皇氏集团设计产能已经达到 68.1 万吨，在建产能 26 万吨。

表 4.13 皇氏集团乳业投资明细（单位：万元）

	预算	完工进度	累计投入
来思尔年产 5 万吨扩建项目	10863.00	100.00%	1112.45
来思尔牧场建设	4400.00	100.00%	3016.74
优氏宁乡工厂	8000.00	100.00%	7346.40
来思尔日产 200 吨年产发酵乳改扩建	3260.00	100.00%	3081.03
田东生态牧场	6000.00	70.00%	6197.57
皇氏华南工厂	42000.00	100.00%	38526.60
遵义 150 吨/天乳制品项目	24725.08	70.00%	15151.56
优氏宁乡牧场	3450.00	100.00%	3390.33
云端牧业牧川项目	9900.00	95.00%	8641.54
年产 20 万吨云南高原特色项目	34999.29	30.00%	5024.91
总计	153003.69	-	91664.26

资料来源：皇氏集团年报

从下表 4.14 可以看出，皇氏集团开始多元化转型之后乳制品行业营业收入增长率较为缓慢，修建工厂、改建生产线再到投产是一个缓慢的过程，一般需要两到三年的时间，皇氏华南工厂于 2015 年开始修建，2018 年投入使用，遵义项目于 2018 年开始动工，至今尚未完工。皇氏集团投资规模扩张速度快，但是项目回收期较长，投资速度远高于营业收入增长速度，导致了投资效益较低，可能在后期才会体现出以前投资的收益。此外，乳制品行业的毛利率不断下降，从 33.19% 下降至 22.88%，而整个乳制品行业在这几年发展稳定毛利率呈不断上升的趋势，皇氏集团毛利率与行业均值的差距不断扩大。

新乳业是四川地区一家乳制品企业，2020 全年乳制品营业收入为 62.73 亿元，而仅西南地区就达到 30.92 亿元，皇氏集团所有地区营业收入总额仅为 16.51 亿，新乳业西南地区收入就达到皇氏集团总收入 1.87 倍，说明皇氏集团随着多

元化发展逐渐忽略主业，导致皇氏集团所占市场份额不断缩小，主营业务失去竞争力。

**表 4.14 皇氏集团乳业营业收入明细（单位：万元）**

	乳制品营业收入	增长率	毛利率	行业均值
2014	87303.92	7.26%	33.19%	32.10%
2015	100613.17	15.24%	36.17%	32.50%
2016	111653.39	10.97%	37.83%	33.14%
2017	121947.35	9.22%	32.34%	33.28%
2018	136064.66	11.58%	30.32%	33.85%
2019	152032.88	11.74%	29.35%	34.49%
2020	165133.10	8.62%	22.88%	34.21%

资料来源：皇氏集团年报

影视传媒行业而言，从下表 4.15 中可以看出，皇氏集团 2014 年开始进军影视传媒行业，2014 年并购御嘉影视、2015 年并购盛世骄阳，2014 年至 2018 年两个公司共为皇氏集团创造毛利达 101,796.88 万元，而皇氏集团并购两个公司支付对价是 146,250 万元，除去期间费用皇氏集团投资影视传媒行业的亏损达到 44,453.12 万元，说明皇氏集团对影视行业投资未达到增加投资收益的目的。

**表 4.15 皇氏集团影视行业营业收入明细（单位：万元）**

	2014	2015	2016	2017	2018
营业收入	7146.39	45823.46	84265.97	74874.47	30276.31
营业成本	2809.72	28337.05	48685.86	41770.72	19346.67
毛利	4336.67	17846.41	35580.11	33103.75	10929.94

资料来源：皇氏集团年报

皇氏集团从进入到退出影视传媒行业仅用了六年时间，企业投入了大量资金却导致价值受损，究其原因主要是行业监管政策严格，公司业绩不佳，导致被并购企业业绩承诺无法完成，计提大量商誉减值准备，企业净利润发生巨额亏损。

盛世骄阳承诺扣非净利润为 27,300 万元，实际完成业绩 19,921 万元，完成率 72.97%，2017 年对其计提减值准备 19,062.24 万元，公司净利润从 32,720 万元下降至 7,110 万元。根据协议，徐蕾蕾女士将支付现金 6,753.16 万元以及赔付股份 2240.53 万股作为补偿，由于徐蕾蕾女士的股份进行了质押，皇氏集团至今尚未收到补偿款及股份。御嘉影视虽然精准完成业绩承诺，但业绩同样受到行业政策影响，在 2018 年出现断崖式下降，同年对御嘉影视计提减值准备 56,311.92 万元，公司出现上市以来第一次巨亏，金额达 5.98 亿元。

表 4.16 皇氏集团影视行业商誉减值表（万元）

年份	商誉减值
2017	19062.14
2018	56311.92

资料来源：皇氏集团年报

从 A 股上市文娱公司并购情况来看，2016 年并购交易数量达到 21 起，金额高达 496.61 亿元，是历年之最。受经济下行和行业政策影响，文娱公司整体盈利情况下降，2018 年计提 119.64 亿商誉减值，2019 年还在继续。皇氏集团对盛世骄阳和御嘉影视计提商誉减值符合整个行业发展情况，说明皇氏集团前期过好的估计了影视传媒行业未来发展前景，对行业政策把握力度不够，盲目跟风投资影视传媒公司，导致公司因投资方向决策失误而出现利润下滑。

皇氏集团投资的另一个板块是信息服务业，从下表 4.17 中可以看出，信息服务业在 2017—2019 年表现良好，确实为皇氏集团带过来了利润，但却不足以抵消投资影视传媒业务利润下滑为企业带来的负效应，因此皇氏集团净资产收益率出现负数。2020 年受新冠疫情影响，筑望科技利润未达到预期，计提减值 18,077.43 万元，利润再次出现亏损。表中还反映出皇氏集团信息服务业营业成本大幅上升进而导致毛利率不断下降，在 2020 年已经低于 20%，且低于主业乳制品的毛利率，说明皇氏集团应该注重将有限资源在乳制品行业和信息服务业两个不同行业之间的配置问题。

表 4.17 皇氏集团信息服务业收入明细表（万元）

年份	2017	2018	2019	2020
营业收入	22359.22	39910.29	51217.53	52396.77
营业成本	15936.27	28544.70	37701.95	41942.80
毛利率	28.73%	28.48%	26.39%	19.95%

资料来源：皇氏集团年报

综上，皇氏集团在多元化转型过程中投资战略存在投资并购导致商誉虚高，投资方向决策失误以及忽略主业导致投资收益较低问题。

### 4.2.3 收益分配战略存在的问题

从上文对皇氏集团收益分配战略可以看出，集团倾向于使用现金分红方式分配利润，虽然股利支付率较转型之前有明显下降，2014 年之前用以前年度的利润进行分红，股利支付率达到 131.15%，转型后下降到 14%到 18%之间，但利用现金分红依然会造成现金流出企业，这不利于集团多元化战略的进行。

除此以外，对企业员工没有采取任何的奖励措施，与长远而言这对企业发展不利，皇氏集团近几年还要扩大自身乳业版图，对乳业和互联网行业的相关研发人员以及高级管理人员设置股权激励是非常必要的。



## 5 皇氏集团财务战略优化建议

### 5.1 筹资战略优化建议

通过对皇氏集团筹资战略分析发现,皇氏集团存在资本结构失调以及偿债能力弱等问题,本文根据提出的问题提出以下对策:

#### 5.1.1 长期资金筹资优化资本结构

通过上一章对皇氏集团筹资结构分析可知,皇氏集团主要依靠负债进行融资,导致资产负债率不断上升,其中短期借款占比最大,2020年达到64.67%,集团面临较大的偿债压力,筹资风险较大。同时皇氏集团在后期加强对乳业投资,多以长期投资为主,并且投资见效慢。由此表明,皇氏集团可以通过获取长期资金来缓解资金短缺情况,降低财务风险。

相比较于借款筹资而言,利用股权筹资不需要支付利息,能减轻偿债压力,而皇氏集团只有在并购影视行业企业时才采用这种方式,在以后的长期投资活动中,皇氏集团可以通过向股东增发股票的方式实现大量资金融资,降低企业利息费用导致的现金流出,优化资本结构。皇氏集团目前为止已经具有发行债券的资格,但只有2020年发行的3年期债券在运行过程中,未来针对投资建设期较长的项目,可以发行中长期票据、公司债等方式来获得长期资金降低对短期借款依赖,提升公司影响力的同时使得筹资期限结构更加平衡。同时皇氏集团还可以推出债转股方式或者发行可转换公司债券方式调整资本结构,债转股方式可以减轻企业财务负担,同时调整负债与权益的比例,达到优化资本结构的目的,而可转换债券具有权益和负债的双重性质,其资金成本低于长期借款,使用这种方式可以减轻对长期借款的依赖,同时可转换公司债券在特定情况下可以转换为公司股票,降低了企业财务负担。

#### 5.1.2 多渠道筹资弥补资金短缺

皇氏集团截至2020年筹资渠道主要有借款、发行债券以及定向增发,为了保证资金充足并且降低资本成本,皇氏集团还可以考虑以下筹资渠道:第一,引

入战略投资者。皇氏集团未来会继续扩大乳制品的生产、销售，引入相关的乳制品企业作为战略投资者，这样既可以为集团提供长期的资金支持，同时乳制品企业还可能为皇氏集团带来生产技艺的进步，更好地展现协同效应。第二，资产证券化方式。随着皇氏集团规模的扩大，整个集团应收账款规模也不断上升，2020年应收账款规模已经达到47,580万元，且皇氏集团应收账款占流动资产比例一直较高，2016年甚至达到52.61%，后面比例虽有下降但都在20%左右。应收账款占据大量资金，会给企业带来管理成本和坏账成本。皇氏集团可以将应收账款通过资产证券化方式进行筹资，增强应收账款流动性，拓展融资渠道，减少企业对外部融资的需求。第三，供应链融资。从皇氏集团资产负债表可以看出，占用供应商资金不断下降，2020年已经低于负债比例10%，预付账款规模不断上升，2020年已经达到37,107万元。商业信用筹资不需要支付利息，筹资速度较快，并且可以降低企业资本成本，还能保证原材料质量。在以后的经营过程中，皇氏集团应该和供应商保持良好关系，首先可以与优质的原材料供货商达成长期合作协议，构建供应商名录，使得企业能保证购货质量，同时尽可能延展付款期限，其次皇氏集团还应该提升自身议价能力，尽量减少企业预付款项的现金流出。

## 5.2 投资战略优化建议

### 5.2.1 合理评估企业价值

皇氏集团的并购对象大多是轻资产企业，并购估值采用的都是收益法，同时兼具有高业绩承诺，由于收益法需要进行盈利预测，具有主观性，高业绩承诺传递出利好信息，导致皇氏集团在并购过程中商誉平均溢价率109.71%。由于行业政策和疫情的原因，筑望科技和盛世骄阳不能完成业绩承诺，御嘉影视承诺期满业绩就出现大幅下降，皇氏集团计提大量商誉减值准备，公司利润出现巨亏，影响公司形象。此外，皇氏集团对盛世骄阳未能支付业绩补偿提起诉讼，但至今尚未收到补偿款项。

高溢价商誉导致了皇氏集团资金压力非常大，转型的过程艰难。皇氏集团在以后进行并购时，评估方法和评估机构选择方面，应该考虑根据市场法和基础法估值结果对收益法的估值结果进行修正，同时应该选择权威的第三方评估机构，对专业人员职业胜任能力进行检查，确保评估结果尽可能反映企业价值，以此防

止产生高溢价商誉；签署业绩承诺方面，皇氏集团在今后的投资活动中对被并购企业应该做好尽职调查，尽可能选取更多的历史数据，从经营战略、行业发展状况以及相关法律法规变化等方面对企业真实情况进行详细研究，客观评估企业未来盈利能力和长期发展情况，避免对未来业绩盲目自信，谨慎地设置业绩承诺目标；设置业绩补偿方案应该多种方式相结合，皇氏集团采用的业绩补偿方式大多是现金补偿，被并购企业无法完成业绩承诺时，其收益也会下滑，业绩承诺方可能面临无法支付的问题，比如徐蕾蕾女士至今仍未完成业绩补偿款支付。皇氏集团在今后设置业绩补偿款支付方案时应该多种方式相结合，避免被并购企业在不能完成业绩考核指标时无法支付赔偿金额，业绩补偿承诺沦为空约。同时皇氏集团在今后的并购活动中应该延长业绩承诺期，皇氏集团在投资并购御嘉影视过程中，完成4年业绩承诺之后，企业业绩出现大幅下滑，说明可能前期完成业绩承诺存在水分。企业被并购后存在整合期，专业机构认为通常五年时间才能发展稳定，皇氏集团可以延长业绩承诺期限，在较长期限内对企业业绩进行考核，降低被并购企业无法完成业绩承诺风险。

### 5.2.2 谨慎把握转型方向

皇氏集团进出影视传媒行业仅用六年时间，且影视传媒业务的收入贡献不及企业对其大量投资金额，大量商誉减值准备让企业净利润下滑。2015年开始文娱行业并购交易数量及金额开始上升，2016年、2017年达到峰值，2017年开始我国对影视行业监管政策越来越严格，行业利润下滑，说明皇氏集团在进行投资方向决策时缺乏对行业政策研究，存在盲目跟风进行投资问题。

皇氏集团截至2020年在董事会下设战略与发展、审计、提名、薪酬与考核四个委员会，公司并未设置专门的投资委员会，因投资业务发生较为频繁，皇氏集团可以在董事会下设置专门的投资管理委员会，并配备专人进行管理。集团还应该设立完善的投资管理机制，保证每个投资项目必须要经过前期调研、专人提议、可行性研究、最终决策等过程，由专人对行业政策研究后发起投资提议，再由投资部经理组织专家对投资项目根据盈利情况等可行性研究，最后报请董事会进行最终决策，确保企业投资方向决策不会出现失误。在前期调研阶段，由于集团投资活动涉及跨行业，而前期对影视行业的盲目投资致使集团利润出现大幅下滑，所以皇氏集团可以通过成立专门的政策研究部门或者聘请专业投资机构，

对行业政策、宏观经济环境、国家法律法规进行研究，了解投资行业未来发展趋势，对投资项目进行综合研判，确保企业不会出现盲目跟风投资。在可行性研究阶段，运用内含报酬率、净现值法等方法对项目未来盈利进行预测，同时对项目所需资金量进行预测，并对集团筹资能力以及资金情况进行充分了解，充分衡量企业是否能满足资金需求，对项目的可行性从多方面综合评判。

### 5.2.3 聚焦主业提高市场份额

皇氏集团在多元化转型过程中乳制品业务营业收入增长率、毛利率不断下降，而行业毛利率上升，表明皇氏集团忽略主业，前期形成核心竞争力逐渐丧失。

2018 年我国发布的《振兴奶业意见》，未来乳制品行业将迎来第二个增长点，所以皇氏集团应该聚焦主业，提升市场份额。鉴于皇氏集团乳制品业务发展情况，集团可以采取以下措施：

第一，拓展营销渠道。皇氏集团目前销售方式仍然是线下销售，新冠疫情目前呈常态化趋势，线下门店收入受到影响较大，同时电商销售、网红带货等新销售方式兴起，传统线下销售方式营业收入会受到较大冲击。皇氏集团可以通过建立自己的官方旗舰店，进驻第三方购物平台京东、淘宝等，同时可以和短视频主播合作，通过直播带货方式，拓展线上销售渠道，提升销售额。

第二，加强品牌宣传力度。皇氏集团目前收入来源主要是西南地区，而广西占大多数，未来乳制品行业市场扩大，皇氏集团可以通过聘请影视明星或者知名营养师的方式宣传产品，拓展市场，使产品能够向三、四线城市或者农村地区辐射，提升品牌知名度以及市场份额。

第三，加大研发投入。从研发支出可以看出，皇氏集团在多元化转型前期研发支出下降，占营业收入比例从 2012 年的 1.93% 下降至 2015 年 0.57%，转型后期虽然增加研发投入，但是占比不足 3%。为了赶上乳制品消费第二轮快速增长期，皇氏集团应该加大对乳制品业务研发力度，提升在水牛奶、酸奶的品牌优势，继续保持住优势产品领头羊地位。

## 5.3 收益分配战略优化建议

适当的收益配战略可以向股东传递企业发展良好的信号，同时又为企业留下充足的营运资金。由于皇氏集团目前资金压力较大，盈利情况非常不稳定，所以

皇氏集团可以采取不进行现金分红转而进行股票分红方式稳定资本结构,但在这种情况下皇氏集团必须发表声明向投资者进行详细的解释说明,维护企业在二级市场上的形象。

除此以外,剩余股利政策也是非常好的分配方式,首先确保企业的日常经营以及大型投资资金需求以后,将剩余的收益抽取一定的比例向投资者进行分配,这样既能满足企业资金需求,又能让股东获取一定收益。

最后,皇氏集团还应该对研发人员以及高级管理人员实施股权激励计划,设置相应的行权要求,针对高级管理人员将营业收入增长率作为考核标准,研发人员则可以将专利数等设置为考核标准,以此来促进他们更好地为企业服务。

## 6. 研究结论

### 6.1 研究结论

本文选择多元化战略转型的皇氏集团为研究对象，对多元化转型过程、原因进行分析基础上，对财务战略实施现状进行分析，再通过皇氏集团在财务战略矩阵中位置变化情况，评价其财务战略实施效果，总结出财务战略存在的问题，最终提出优化建议。通过分析，本文有以下研究结论：

第一，皇氏集团采用的扩张性财务战略帮助公司实现业务多元化。投资战略并购影视传媒业公司御嘉影视和盛世骄阳，信息服务业并购完美在线和筑望科技，实现业务多元化；筹资战略主要利用股权、债券、借款三种方式为投资活动筹集资金；同时降低股利分配率配合投资活动资金需求。通过实施扩张性财务战略，皇氏集团由乳业变为乳业、信息服务业双主业同时发展，完成业务多元化转型。

第二，财务战略存在弊端。通过构建财务战略矩阵发现，皇氏集团 2014、2015、2016、2018、2020 年位于矩阵第四象限，公司呈现价值减损、资金短缺状态，2017、2019 年位于矩阵第三象限，公司呈现出价值减损但资金盈余状态。从总体来看，皇氏集团多元化转型过程中实施财务战略一直在减损企业价值且公司资金紧张，财务战略存在明显弊端。

第三，本文通过分析，发现皇氏集团财务战略存在如下问题：筹资战略中主要依靠短期借款筹资，导致资产负债率高，偿债压力较大，且筹资成本较高；投资战略存在并购方式导致商誉虚高，投资方向决策失误以及忽略主业，导致投资收益较低；收益分配战略存在方式单一，导致现金流出企业，未形成良好的激励政策。

第四，针对以上问题，本文提出如下优化建议：筹资战略方面一是增加股权、债券方式筹资比例，优化资本结构；二是引入战略投资者、利用商业信用筹资等方式，拓展筹资渠道，解决资金短缺问题。投资战略方面一是对企业进行合理估值，防止产生高溢价商誉；二是对行业政策认真分析，谨慎选择投资方向；三是聚焦产品优势，继续保持核心竞争力，实现价值创造。收益分配战略方面不进行现金分红或者采用剩余股利政策，为企业投资活动提供资金支持，同时实行股权

激励计划，留住人才。

## 6.2 研究不足与展望

本文对多元化转型背景下财务战略进行研究，存在以下不足：

1、本文对财务战略研究从现状以及存在的问题展开，财务战略包括的内容较多，研究不够全面；

2、本文构建财务战略矩阵采用的数据，如计算权益资本成本时运用的贝塔系数等来自国泰安数据库和以前学者的研究结果，数据可能不准确，导致本文研究缺乏准确性；

3、本文研究数据主要来自皇氏集团年报，数据搜集途径存在局限性，也可能会使研究结果缺乏准确性。

针对以上提出的不足，希望以后学者的研究能选取更加准确、全面的数据进行分析，保证研究结果准确性，同时可以从更多方向对财务战略进行研究，拓展研究内容。企业所处的环境时刻都在不停变化，而本文选取的数据是以前年度，未来还需要持续关注。

## 参考文献

- [1] Clarke R G. Strategic financial management [M]. Irwin Professional Publishing, 1988.
- [2] David Allen. An Introduction to Strategic Financial Management [M]. Finance & Strategy, 1997, 312-315.
- [3] David, A. Strategic Financial Management in Practice [M]. London: Financial Times Business Information, 1991.
- [4] David Allen. An Introduction to Strategic Financial Management [M]. London: Kogan page Limited, 2009: 50-55.
- [5] John W Gardner. How to Prevent Organizational Dry Rot [J]. Harper's Magazine, 1965,10:20-26.
- [6] James E. Walter .Financial Strategies for Managers [M]. John Wiley & Sons Inc, 1990:170-173.
- [7] Margaret, W. Lynda, T., Gloria, C.G. Electronics: A case study of economic value added target costing [J]. Management Accounting Research, 2012, 23(4):261-277.
- [8] Shahmansuri E, Shahraji M G. A Survey on Financial Strategies in Corporation [J]. Universal Journal of Management and Social Sciences, 2013(3):7-20.
- [9] Sandra Cohen, Vassilios-Christos Naoum, Orestes Vlismas. Intellectual capital, strategy and financial crisis from a SMEs perspective [J]. Journal of Intellectual Capital, 2014(2).
- [10] Vishwanath. S R. EVA Financial Management at Godrej Consumer Products Ltd [J]. Asian Case Research Journal, 2010, 14(01):31-61
- [11] Ross, Westerfield, Jaffe, Corporate Finance, 10th Edition, McGraw-Hill, 2013
- [12] Roger Clarke, Brent Wilsor. Financial Management [M]. America: Richard D. Irwin Inc, 1988
- [13] Ruth Bender, Keith Ward. Corporate Financial Strategy [M]. United Kingdom:



Butterworth-Heinemann.2008.

- [14] Wilbur G Lewellen. A Pure Financial Rationale for the Conglomerate Merger. [J].Journal of Finance, 1971
- [15] 鲍克祥. 华谊兄弟战略转型中的财务战略研究[J]. 财会通讯, 2019(08):71-75. DOI:10.16144/j.cnki.issn1002-8072.2019.08.016.
- [16] 陈泽航, 刘秋金, 章福东, 张瑞琛, 刘晓晶. H 公司财务战略分析及优化路径[J]. 财务与会计, 2021(05):84-85.
- [17] 曹玉珊. 基于可持续增长模型的企业财务战略选择程序差异分析——来自中国上市公司的证据[J]. 江西财经大学学报, 2009(06):20-24.
- [18] 曹伟, 叶明, 赵璨. 财务战略矩阵在企业中的应用探讨——以华润三九为例[J]. 会计之友, 2012(07):38-40.
- [19] 柴源源. 基于财务战略矩阵的公司财务战略选择[J]. 财会通讯, 2019(08):66-70.
- [20] 陈冰玉. 轻资产企业财务战略研究——以海尔集团为例[J]. 财会通讯, 2019(14):67-70.
- [21] 曹向, 秦凯羚, 印剑. 环境不确定性、多元化战略与企业价值[J]. 会计之友, 2020(23):65-72.
- [22] 陈岩, 蒋亦伟, 王锐. 产品多元化战略、企业资源异质性与国际化绩效:对中国 2008-2011 年制造业上市公司的经验检验[J]. 管理评论, 2014, 26(12):131-141. DOI:10.14120/j.cnki.cn11-5057/f.2014.12.014.
- [23] 戴天婧, 张茹, 汤谷良. 财务战略驱动企业盈利模式——美国苹果公司轻资产模式案例研究[J]. 会计研究, 2012(11):23-32+94.
- [24] 戴书松, 张伟欣. 基于财务战略矩阵的企业融资行为分析——以电子行业为例[J]. 财会月刊, 2014(18):59-63.
- [25] 丰加颖, 罗晓光. 互联网时代财务战略创新研究——评《“互联网+”时代财务管理创新研究》[J]. 财务与会计, 2020(01):89.
- [26] 胡逸冰. “互联网+”背景下企业 O2O 转型的财务战略研究——以苏宁云商为例[J]. 财会通讯, 2017(26):62-65. DOI:10.16144/j.cnki.issn1002-8072.2017.26.016.

- [27] 付瑶, 尹涛, 陈刚. 股权结构对企业多元化战略及企业价值的影响[J]. 统计与决策, 2020, 36(08):185-188. DOI:10.13546/j.cnki.tjyjc.2020.08.040.
- [28] 顾煜, 郜时良. 财务战略矩阵在港口物流企业的应用——以盐田港为例[J]. 会计之友, 2016(05):12-15.
- [29] 郭永昊, 龚如峰, 冯涛. 互联网下沃尔玛和亚马逊的财务战略探析及启示[J]. 财务与会计, 2019(04):75-76.
- [30] 郭晓川, 张学敏. 政治关联、多元化战略与企业绩效——基于我国矿业上市公司的实证分析[J]. 财会通讯, 2018(03):35-40+129. DOI:10.16144/j.cnki.issn1002-8072.2018.03.008.
- [31] 韩祉清, 刘金艳. “去杠杆”背景下财务战略影响企业价值的基本逻辑及路径[J]. 财会月刊, 2020(19):53-58. DOI:10.19641/j.cnki.42-1290/f.2020.19.006.
- [32] 何郁冰, 丁佳敏. 企业多元化战略的内部关联及其对绩效的影响——来自中国制造业上市公司的经验证据[J]. 科学学研究, 2015, 33(11):1715-1726. DOI:10.16192/j.cnki.1003-2053.2015.11.013.
- [33] 侯龙文. 企业财务战略研究[J]. 财会通讯, 1993(02):19-22.
- [34] 景辛辛, 杨福明. 多元化战略变革是促进还是抑制了企业绩效?——基于我国上市房地产企业的实证分析[J]. 中国流通经济, 2018, 32(09):65-73. DOI:10.14089/j.cnki-3664/f.2018.09.008.
- [35] 柳东梅. 020 模式转型下的企业财务战略应对[J]. 财务与会计, 2015(17):16-18.
- [36] 雷振华, 雷铭, 肖梦迪. 核电企业财务战略的影响因素及实施路径[J]. 财务与会计, 2019(05):70-71.
- [37] 陆正飞. 中小企业发展的财务战略[J]. 中国工业经济, 1997(01):59-61.
- [38] 陆正华, 陈敏仪. 稳健型财务战略下技术创新对企业价值的影响——以华兴源创为例[J]. 财会月刊, 2020(21):13-20.
- [39] 赖秀萍, 聂力兵. 制造企业服务化转型财务战略演化探究——以中国整车制造上市公司为例[J]. 财会通讯, 2020(06):3-7.
- [40] 戚英华. 轻资产运营模式下的企业财务战略——以小米手机为例[J]. 财会

- 通讯, 2017(08):58-62.
- [41] 宋夏云, 彭兰. 政治关联、多元化战略与企业绩效——基于浙江省民营上市公司的实证研究[J]. 会计之友, 2015(18):48-55.
- [42] 孙伟, 刘烨昭. “互联网+”企业基于 EVA 的财务战略探讨——以 NW 软件为例[J]. 财务与会计, 2018(20):65-66.
- [43] 施鸿. 基于财务战略矩阵的企业合并财务评价[J]. 财会通讯, 2020(02):117-120.
- [44] 王晓挺. 多元化经营、客户集中度与企业绩效的关系分析[J]. 商业经济研究, 2019(20):127-130.
- [45] 吴倩倩, 李军毅, 张帆. “十三五”背景下煤炭行业财务战略探究——以中国神华为例[J]. 财会月刊, 2018(13):111-118.
- [46] 王郁茹. 财务战略矩阵在企业的应用分析[J]. 财会通讯, 2018(35):69-74.
- [47] 王东升. 平台商业模式企业成长阶段的财务战略——基于创新扩散理论视角[J]. 会计之友, 2019(11):37-44.
- [48] 王晨. 多元化战略、互补资产与流通业上市公司经营绩效关系实证研究[J]. 商业经济研究, 2020(21):30-33.
- [49] 王斌. 论财务管理的战略观——兼评财务管理中心论[J]. 北京商学院学报, 1998(04):26-29. DOI:10.16299/j.1009-6116.1998.04.007.
- [50] 向显湖, 刘天. 论表外无形资产:基于财务与战略相融合的视角——兼析无形资产、无形资产与无形资本[J]. 会计研究, 2014(04):3-9+95.
- [51] 徐玉高. 浅谈企业财务战略与业务战略协同性与相对独立性[J]. 财会通讯, 2013(23):62-64. DOI:10.16144/j.cnki.issn1002-8072.2013.23.035.
- [52] 叶颐山, 汤谷良. 中国传统百货零售企业的财务战略转型——以北京王府井与上海百联股份为例[J]. 财会月刊, 2017(01):86-90.
- [53] 张耕, 高鹏翔. 行业多元化、国际多元化与公司风险——基于中国上市公司并购数据的研究[J]. 南开管理评论, 2020, 23(01):169-179.
- [54] 赵昊, 汤谷良. 钢铁制造企业财务战略转型分析——以方大特钢和武钢股份为例[J]. 财会月刊, 2016(28):67-69.
- [55] 张尧婷, 沙秀娟. 苹果公司以现金为核心的财务战略转型[J]. 财务与会计,

- 2017(05):61-62.
- [56] 张娟. 创业期商贸物流类企业财务战略优化策略探析[J]. 商业经济研究, 2017(19):127-129.
- [57] 赵伯廷. 房地产企业转型财务战略研究——基于轻资产盈利模式[J]. 财会通讯, 2018(11):75-78.
- [58] 张海霞, 张翠萍, 贺悦来. 我国燃气上市公司财务战略评价——基于财务战略矩阵视角[J]. 财会月刊, 2019(19):43-50.
- [59] 郑蔚, 郑坚顺. 多元化战略、多样化环境与上市公司经营绩效关系的实证检验[J]. 统计与决策, 2016(13):163-166. DOI:10.13546/j.cnki.tjyj.2016.13.043.
- [60] 郑雪莲. 新形势下我国房地产企业财务战略优化路径研究——基于 A 公司“楼塌事件”的思考[J]. 财务与会计, 2019(16):23-25.

## 后 记

行文至此，即将毕业，我也要离开这座已经生活了七年的城市，奔赴新的工作岗位。天天期盼的这一天真正到来的时候，心中竟是如此留恋与不舍。这三年中收获颇丰，在此仅以略薄文字向给予过我帮助的各位表示谢意。

首先感谢我的导师，论文从选题到定稿，您都给我很多建设性意见，论文才得以顺利完成。在您的身上，我看到了对工作的热情，也学到了保持终身学习的道理。

其次感谢我的舍友及同学们，学习中同学们积极帮助我、鼓励我，让我在这个竞争与互助的环境里收获知识。生活中，舍友们总是我感觉到在烦躁的时候为我带来欢声笑语，缓解了我的焦虑。

最后特别感谢我的父母。谢谢你们一路以来对我的包容、支持与鼓励，让我能够拥有这一段美好校园生活，同时有勇气面对未知的困难。

愿盛夏六月，留住我们美好的回忆。愿各位老师、同学们，身体安康。