

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 鱼跃医疗轻资产运营模式下的
价值创造研究

研究生姓名: 彭继云

指导教师姓名、职称: 郭恒泰 教授 罗文宝 高级会计师

学科、专业名称: 会计硕士

研究方向: 成本与管理会计

提交日期: 2023年06月19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: 彭继云 签字日期: 2023.6.10

导师签名: 郭中奇 签字日期: 2023.6.11

导师(校外)签名: 甄文琴 签字日期: 2023.6.12

关于论文使用授权的说明

本人完全了解学校关于保留、使用学位论文的各项规定，同意 (选择“同意” / “不同意”) 以下事项:

1. 学校有权保留本论文的复印件和磁盘，允许论文被查阅和借阅，可以采用影印、缩印或扫描等复制手段保存、汇编学位论文;

2. 学校有权将本人的学位论文提交至清华大学“中国学术期刊(光盘版)电子杂志社”用于出版和编入 CNKI《中国知识资源总库》或其他同类数据库，传播本学位论文的全部或部分内容。

学位论文作者签名: 彭继云 签字日期: 2023.6.10

导师签名: 郭中奇 签字日期: 2023.6.11

导师(校外)签名: 甄文琴 签字日期: 2023.6.12

Research on value creation under the asset-light operation model of Yuyue Medical

Candidate : Peng Jiyun

Supervisor: Guo Hengtai Luo Wenbao

摘 要

十四五规划中特意强调医疗器械行业要树立全生命周期的健康管理服务理念，行动上要敢于自主创新，抓住发展机遇。根据中国药监会的数据显示，在2021年，家庭医疗器械的增长速度高于总体医疗器械，并且所占比例在不断增加。但是受到突发公共卫生事件的持续影响以及国内关键技术受限等因素，企业之间的市场竞争更加激烈，企业价值也显得尤为重要。因此，企业应该要勇于创新，尤其是盈利模式的创新刻不容缓。这就有必要探究企业运用轻资产模式会对企业价值创造有何影响以及是否能帮助企业实现价值创造的最终目标。

文章选取鱼跃医疗为案例企业，首先介绍鱼跃医疗的基本情况并结合该企业在轻资产运营模式下的财务特征，从战略层面和业务层面以及财务层面分析鱼跃医疗运用此模式的动因，突出该企业采用轻资产运营模式的必要性。其次，从企业价值链的视角探究企业实现价值创造的具体过程，并采用财务指标法、经济增加值、企业价值倍数等方法对企业实现的价值创造效果进行综合分析，其价值创造效果主要体现在财务层面与市场层面两方面。最后得出结论与启示，以此说明轻资产运营模式对企业的价值管理发挥着重要作用。

研究表明轻资产运营模式总体上帮助该企业实现了价值创造。最后希望对试图运用轻资产模式实现价值创造的同行业企业提供相关启示：适当优化资本结构，进一步拓宽价值链空间以及注重数字化建设，进而实现企业的价值提升。

关键词：轻资产运营模式 价值创造 经济增加值 鱼跃医疗

Abstract

The 14th Five-Year Plan deliberately emphasizes that the medical device industry should establish the concept of whole-life health management services and act to dare to innovate independently and seize development opportunities. According to data from the China Pharmaceutical Regulatory Commission, in 2021, the growth rate of home medical devices is higher than that of overall medical devices, and the proportion is increasing. However, due to the continuous impact of public health emergencies and the limited domestic key technologies, the market competition among enterprises has become more intense and the enterprise value has become particularly important. Therefore, companies should be bold enough to innovate, especially the innovation of profit models can not be delayed. It is necessary to explore how the use of asset-light model will affect the enterprise value creation and whether it can help enterprises achieve the ultimate goal of value creation.

The article selects Yuyue Medical as a case company, firstly, introduces the basic situation of Yuyue Medical and analyzes the motivation of Yuyue Medical to use this model from the strategic level, business level and financial level, and highlights the necessity of Yuyue Medical to adopt the asset-light operation model. Secondly, we explore

the specific process of value creation from the perspective of enterprise value chain, and use the methods of financial index, economic value added and enterprise value multiplier to comprehensively analyze the effect of value creation realized by the enterprise, which is mainly reflected in the financial level and market level. Finally, conclusions and insights are drawn to show that the asset-light operating model plays an important role in the value management of enterprises.

The study shows that the asset-light operating model has generally helped the company achieve value creation. Finally, we hope to provide relevant insights to enterprises in the same industry that try to achieve value creation by using the asset-light model: optimizing the capital structure appropriately, further broadening the value chain space and focusing on digitalization, so as to realize the enterprise's value enhancement.

Keywords: Asset-light operation model; Value creation; Economic value added; Yuyue Medical

目 录

1 绪 论	1
1.1 研究背景与意义.....	1
1.1.1 研究背景.....	1
1.1.2 研究意义.....	2
1.2 文献综述.....	3
1.2.1 轻资产运营模式研究.....	3
1.2.2 企业价值创造研究.....	5
1.2.3 轻资产运营模式与企业价值创造研究.....	6
1.2.4 文献述评.....	7
1.3 研究内容及方法.....	8
1.3.1 研究内容.....	8
1.3.2 研究方法.....	10
2 相关概念及理论基础	11
2.1 相关概念.....	11
2.1.1 轻资产运营模式.....	11
2.1.2 企业价值创造.....	11
2.1.3 价值网.....	12
2.2 理论基础.....	12
2.2.1 长板理论.....	12
2.2.2 价值链理论.....	13
2.2.3 微笑曲线理论.....	14
2.2.4 价值创造理论.....	15
3 鱼跃医疗轻资产运营模式案例介绍	16
3.1 鱼跃医疗基本情况.....	16
3.1.1 公司简介.....	16

3.1.2 业务构成	16
3.1.3 竞争环境	17
3.2 鱼跃医疗轻资产运营模式下的财务特征	20
3.2.1 流动资产占比高	20
3.2.2 固定资产占比低	21
3.2.3 流动负债占比高	22
3.2.4 长期负债占比低	22
3.3 鱼跃医疗轻资产运营模式的实施动因	24
3.3.1 战略层面	24
3.3.2 业务层面	24
3.3.3 财务层面	25
4 鱼跃医疗轻资产运营模式下的价值创造	26
4.1 基于内部价值链的价值创造	26
4.1.1 加大研发力度, 提升创新能力	26
4.1.2 实行生产外包, 降低企业成本	27
4.1.3 加强品牌营销, 扩大企业影响力	28
4.2 基于外部价值链的价值创造	29
4.2.1 着手连续并购, 促进资源整合	29
4.2.2 重视客户需求, 提供优质服务	30
4.2.3 完善物流体系, 提高物流效率	31
4.3 基于价值网的价值创造	31
4.3.1 打造数字化产品, 推进智能化革新	31
4.3.2 建立数字化平台, 拓宽销售渠道	32
4.3.3 优化组织结构, 促进协同管理	33
5 鱼跃医疗轻资产运营模式下的价值创造效果分析	34
5.1 基于财务层面的价值创造效果分析	34
5.1.1 基于财务指标法的价值创造效果分析	34
5.1.2 基于经济增加值的价值创造效果分析	42
5.2 基于市场层面的价值创造效果分析	47

5.2.1 股价与市值	47
5.2.2 企业价值倍数	49
5.3 小结	50
6 结论与启示	51
6.1 结论	51
6.2 启示	52
6.2.1 优化资本结构，降低财务风险	52
6.2.2 延伸传统价值链，扩大升值空间	52
6.2.3 加大数字化建设，提升技术水平	53
参考文献	54
致 谢	58

1 绪 论

1.1 研究背景与意义

1.1.1 研究背景

随着一系列相关法规政策的深入推进，医疗器械作为我国医药行业的重要分支之一，其经营发展也受到了深远影响。虽然部分政策红利提升了我国国产化医疗设备的需求，但是我国医疗器械行业发展普遍存在技术发展受限的问题，尤其在高端大型医疗设备领域，与国外还有一定差距。在这一发展形势下，企业如何在竞争中拔得头筹，创新变革运营模式不失为企业采取的优良策略之一。

在过去的几年里，国内的医疗设备市场已经形成了一定的规模，并且在不断地扩张。然而，医疗器械行业的发展不能仅从技术革新、并购重组方面展开，还要将国产替代、医保支出、医疗质量等方面考虑进去，这要求企业整合内部优质资源，均匀配置，结合自身发展状况进行盈利模式的优化升级，推动企业的可持续发展。大多数医疗企业在重资产的发展模式下，固定资产比重大，企业现金流周转慢，企业运营管理问题重重。基于此，轻资产运营模式为企业提供一个新的发展机会。

但是并非完全的轻资产运营能为企业带来活力，企业必须根据市场环境、发展阶段和融资渠道等因素，合理优化资本结构。最重要的是，企业必须明确自己的核心专长在哪里，这样才能知道自己应该集中精力做什么，依靠什么来运营，使用什么样的方式来进行拓展，最终企业占据关键节点，也就是能够有效实现以小博大的轻资产运营。另外，轻资产运营也是存在风险的。如果企业能够恰当地使用轻资产模式，将有助于企业提升效益，加强核心能力，增强灵活性，并降低风险。然而，企业若过度使用轻资产，则会对外部承包方产生依赖性，从而使承包方在谈判中占据更大的优势。长期以往，这将会给市场中的潜在竞争对手给予机会，借此发展关键业务的优势，抢占市场份额。与此同时，同行业的若干企业被迫卷入价格战，企业的品牌价值受到影响。因此，探究轻资产运营模式对企业

的价值有无正面作用，帮助企业实现价值创造具有重要意义。文章以鱼跃医疗为主要研究对象，探究其运用轻资产模式实现价值创造的过程以及对相关层面的价值创造效果进行分析，从而验证轻资产模式是有利于企业发展，提升企业竞争实力的一种盈利模式。最后，希望通过此案例能够为同行业的企业在轻资产模式的应用方面提供一定的参考思路和实践经验。

1.1.2 研究意义

(1) 理论意义

企业运用轻资产模式时，某种程度上是借鉴了杠杆原理，将企业内的资源重新整合利用，从而实现企业价值最大化的目标。目前，国内外学者对轻资产运营模式的研究成果，主要集中在高科技行业、互联网行业、房地产行业等方面，现存有关医疗器械行业运用轻资产模式的相关研究成果较少。而研究企业轻资产运营模式和价值创造之间关联性的文献资料更少。因此，文章从盈利模式对企业价值创造产生的影响为出发点，探究医疗器械企业在轻资产运营模式下的价值创造过程以及所带来的经济后果，进一步丰富轻资产运营模式与企业价值创造的相关理论内容，为学者深入研究企业如何实践好轻资产模式，从而实现企业价值最大化提供研究思路。

(2) 实践意义

在我国，医疗设备工业是一个被政府大力扶持的新型战略产业，它有着光明的发展前景。尤其是受到突发公共卫生事件的影响，行业的发展更是受到重点关注。在我国二十大政策中，也提出了企业要积极推进技术创新、产品创新、服务创新，进一步促进医疗器械产业的高质量发展。与此同时，市场内产品的同质化现象严重，在此生存环境中企业尝试摒弃传统的盈利模式，然后制定出全新的企业总体战略，在新的盈利模式下，企业的整体实力得到了进一步的提高，从而实现企业的最大价值。通过研究医疗器械企业在轻资产运营模式下实现价值创造的成功案例，可以帮助企业聚焦自身的核心竞争优势，并利用其优势拓宽市场份额，获得资本市场的认可。文章以鱼跃医疗为研究对象，关注企业在轻资产运营模式下的发展现状，探究企业运用此模式实现价值创造的过程并对其相关层面实现的

价值创造效果进行分析,最后得出研究结论与启示,以期为同行业企业在合理应用轻资产运营模式方面提供参考思路。

1.2 文献综述

1.2.1 轻资产运营模式研究

(1) 轻资产运营模式的内涵研究

企业若想采用轻资产运营模式,最重要的就是轻资产。Wernerfelt(1984)在资源基础理论的基础上提出轻资产具有整合企业所拥有的资源并创造出价值的能力。轻资产是企业独自拥有的、难以复制的、稀缺性资源。Barney J(1991)认为轻资产可以指企业的品牌、文化、技术、客户关系等,它们与重资产相比,具有轻便灵活的资产形态,帮助企业获取更高的利润的一种资源。孙黎与朱武祥(2003)认为轻资产是相对于重资产而言的,企业所需投入的资金更少,企业的成本能够有效减少的一种资产。那么随着企业的轻资产这一概念越来越被熟知,有关轻资产运营模式的观念也得到了广泛地研究。Applegate 等(1996)提出轻资产运营模式是企业注重生产经营过程中的高附加值环节,而选择将低价值或者非核心业务外包的经营模式。Anne Millen Porter(2000)则进一步认为企业在进行轻资产运营时,应聚焦企业内外部的优势资源,对企业的各项资源做到合理分配,把控各个环节的资源使用程度,转移那些非核心的生产加工流程,从而实现企业资源的最大化利用。另外, Surdu(2011)认为轻资产运营模式是在行业大改革的时代背景下而诞生的,是企业在成长期采取的一种运营模式。其目的是帮助企业实现价值提升。我国学者对轻资产运营模式的研究较晚,杨现锋(2007)认为轻资产运营模式的核心思想是以价值思维来考虑企业的竞争策略,充分利用杆杆原理,关注产业链的高利润阶段,实现企业的进一步发展。在此模式下,企业可以通过业务外包或者收购其他企业的方式,盘活生产制造环节中的重资产,获得更持续的增长力。李志刚等(2019)也对此表示同意,他们认为轻资产运营模式下的企业更多的是寻求创新式发展,不断稳固与战略合作伙伴之间的关系,有目的的进行资源整合,实现优势互补,从而共创、共享、共融。沈奇和鲍一鸣(2020)提出轻资产运营

模式是主要作用于企业的研发、销售环节以增强企业价值的模式。综上所述，国内外学者大都认为轻资产运营模式是利用企业的优势资源并加以整合，作用到高附加值环节，最后实现企业的竞争力提升的一种模式。该模式对企业的价值产生了积极影响。

（2）轻资产运营模式的特征研究

轻资产运营模式的特征体现在两个方面，分别是外在特征和内在特征。就外在特征而言，Yu X(2018)发现轻资产运营模式下的各项优势资源会被应用于企业的组织结构、文化建设、品牌形象等领域，从而促使企业的经营管理活动有条不紊的展开。Joseph Gerald Bourke(2020)认为轻资产运营模式下的企业考虑从战略角度出发，注重企业软实力的建设。此类模式十分重视产品的研发与销售，强化企业的业务能力。茆薇（2013）认为企业的智力资本、知识产权是一笔宝贵的财富，这是企业有力竞争的核心资源。就内在特征而言，主要指企业的资产结构特征。戴谢尔（2008）认为轻资产运营下的企业资产一般都比较少，而且形式简单，资产价值也比较高。魏玮、朱武祥（2010）则更细致地指出，在企业的资产组成上，企业拥有高比例的流动资产和相对充足的现金流；固定资产比例较低，资产周转速度快，有息负债也比较少。邵建军和张世焦（2019）则指出在轻资产运营模式下，企业的有息负债比例较低，主要是因为企业的内部资金来源较多，而内部资金来源的比例较高，企业的轻资产程度也较高。同时，企业的现金流越充沛，企业的财务风险也会大大降低。因此，从轻资产运营模式的内在特征来看，多是以财务形式表现出来。

（3）轻资产运营模式的实现路径研究

王鹤春（2012）借用辽宁物流企业的发展现状，认为轻资产运营模式的实现路径有两种：一种是出售或外包企业的生产制造环节，将企业重心放到资金回报率高的环节；另一种是发挥企业所具有的品牌、文化等软实力收购其他重资产企业，利用企业的有限资金，使被并购企业的重资产得到有效的盘活。章阳、冯先正等（2015）认为企业通过外包业务，有效地降低了企业的生产成本，企业能更好地集中精力在研发设计、营销管理等环节，从而提高企业的盈利能力，经营效益水平也随之上升。裴正兵（2017）在分析酒店行业的轻资产模式时，指

出企业通过并购的形式可以实现多元化经营，但是要注意产权并购方式，否则难以保持对被收购企业的控制权。周泽将等（2020）进一步表示轻资产运营模式下的企业关键是依据价值链理论，将企业的资源在不同的价值环节上进行分配，帮助企业获取更大的竞争优势。

1.2.2 企业价值创造研究

（1）企业价值创造的内涵研究

Modigliani 等(1958)最早提出企业价值这一概念，他认为企业价值是企业的市场定位，它由股票和市场的债务价格构成。Mayers(1977)随后扩充了企业价值的内涵，认为企业价值是建立在企业的未来投资战略的基础上，未来的企业价值不容忽视。那么当企业产生价值后，就会发生价值创造活动。Porter(1985)指出企业的价值创造是由一系列的生产经营活动来完成的。比如企业的研发设计、生产、宣传销售等等的活动构成了企业的价值链，在这个动态过程实现了企业的价值创造。我国学者孙艳霞（2012）指出企业价值创造的过程中，其目的是为吸引消费者，也就是将产品和服务提供给客户的一种活动。莫磊（2018）认为供应链是帮助企业与客户建立良好关系的重要渠道，内外部价值链协同管理可以大大降低企业的交易成本，进而创造价值。谢志华（2018）指出企业价值创造是管理会计的范畴，它是同企业所需信息内容的不同而改变的活动，但它的目的都是统一的，帮助企业获取新的价值增长点，实现企业的价值目标。因此，企业价值创造是以实现企业价值目标为目的活动，它将企业视为主体，以客户需求为导向，通过价值链上的资源整合方式实现价值创造。

（2）企业价值创造的影响因素研究

Hill 和 Zeller(2008)从财务角度指出税后净利率、投资回报率和平均资本成本这三个指标对企业价值的影响很大。MacDiarmid, Tholana 和 Musingwini(2018)以矿业企业为研究对象，运用相关研究工具验证出商品价格和利息保障倍数是影响企业价值创造能力的主要因素。Hani 和 Dagnino(2020)基于非财务角度，认为企业在产业链中的话语权以及企业间的竞合关系会促进企业价值创造。我国学者张瑞龙（2013）则运用灰色关联分析法得出有三个影响企业价值创造的因素，分

别是盈利能力、成长能力、现金流量创造能力。徐凤菊,张佳玉和钟娅红(2017)则认为认知、核心竞争力、关系组合和研发创新对企业的价值创造产生了重要影响。而且研发创新的能力可以从技术和业务两个层次去拔高。曹凤仪(2020)是基于数智化的大背景下,提出了智能化技术融合能力、数据协同应用能力、战略与组织调整能力、智能化人才培养能力、智能化价值主张创新能力,这些都是对企业价值创造产生影响的核心影响要素,并对它们进行了不同的比较。

(3) EVA 与企业价值创造研究

Ashita Agrawal(2019)通过比较多家企业的面板数据,证明经济增加值与其他评估企业价值创造指标相比更能准确地评估企业价值。毕海艳(2018)提出将非财务指标与 EVA 结合,能够更好地衡量企业价值创造成果。刘玮和刘胜(2017)认为 EVA 对企业的价值管理活动起重要作用,全面监督投资、研发、生产和销售,用精益成本为企业带来最大的价值。温素彬(2018)选取医药行业的某公司证明了 EVA 模型评价企业价值的合理性,适用于评估高新技术企业的价值创造。王雍君(2019)提出 3 级业务链和 4 类业务相组合的 EVA 体系能更好地规划企业业务,帮助企业实现价值创造和分享。

1.2.3 轻资产运营模式与企业价值创造研究

(1) 轻资产运营模式与企业价值创造的关系研究

目前,国内外学者对轻资产运营模式与企业价值创造之间的相关关系研究较少,研究成果还未成熟。但大多数学者认为轻资产运营模式与企业价值创造呈正相关关系。吴晓霞(2018)通过借鉴相关文献讨论轻资产企业做大还是做强的问题,从而得出重资产商业模式与企业价值呈负相关关系,轻重资产的比率与企业价值呈正相关关系的结论。周泽将等(2020)也从实证检验的角度出发,检验出企业的轻资产化程度同企业价值呈现出显著的正相关关系。而且轻资产运营模式对制造业的企业作用更为明显。

(2) 轻资产运营模式下企业价值创造的应用研究

汤谷良、戴天婧(2012)对案例公司研究发现:轻资产运营模式对企业价值创造产生十分有利的影响,足够的资金流动对企业的进一步发展至关重要。张占

贞（2016）选取 10 家具有代表性的轻资产企业进行研究，发现轻资产运营模式下的资产结构会对企业的财务竞争力产生一定的影响，并且轻资产价值对企业整体的财务竞争力具有正面影响。但是也有学者表示，轻资产运营模式会给企业带来更多的不确定性，企业要综合考虑各方面因素。张新民和祝继高(2019)以多家 A 股上市为研究样本，实证检验了高商誉对不同经营结构的企业产生的结果不同。尤其针对轻资产运营模式的企业而言，在高商誉的影响下，企业的资产周转率和未来的财务业绩都会出现下降，而重资产企业的情况确是相反的。

1.2.4 文献述评

通过对有关轻资产运营模式研究相关的文献进行梳理，归纳出以下几点：首先，国外学者最早提出轻资产这一概念并不断丰富其内涵，有关轻资产运营模式的研究也随之兴起。与国外学者相比，国内学者对轻资产运营模式的研究不够深入。但大多数学者认为轻资产运营模式是将企业有限的优势资源进行整合，在其价值链中发挥高附加值的作用，帮助企业提升核心竞争力，实现企业价值创造的一种经营模式。此外，轻资产运营模式的外在特征主要体现在企业的软实力方面，比如技术、文化、品牌等关键要素，内在特征主要是可量化的一些企业资源，尤其是强调企业的现金流结构。在关于轻资产运营模式的实现路径方面，学者们一致认为外包和并购是企业乐意采用的十分有效的方式。其次，针对企业的价值创造内涵、影响因素、评价方法研究可知，价值创造的主体是企业，以客户需求为导向，以企业价值链为桥梁联结着企业的一切生产经营活动。另外，国外学者是从财务角度、非财务角度研究企业价值创造的影响因素，而国内学者是从数量说明企业价值创造的影响因素并非单一，要结合具体企业具体分析。在企业价值创造的计量上，文章主要采用经济增加值的研究工具来衡量企业的价值创造能力。最后，关于轻资产运营模式与企业价值创造的研究中，有关二者的关联性研究内容较少，但也说明了轻资产运营模式是与企业价值创造呈正相关关系。而且在将轻资产运营模式应用到企业后，可以发现它在帮助企业实现价值创造方面发挥了不错的作用，帮助企业实现经济价值、市场价值两层面的价值提升。

基于现有的研究成果，不难发现，当前国内外学术界缺乏对轻资产运营模式

与企业价值创造关系的理论探讨,更缺乏对轻资产运营模式下的企业价值创造与效果的研究内容探讨。研究对象也主要集中于互联网、地产、服装等行业,而对于医疗器械行业的研究认知不足。因此,文章选取轻资产运营的鱼跃医疗作为研究对象,探究其在轻资产运营模式下实现价值创造的成功之路,运用相关研究方法剖析实现的价值创造效果并得出相关结论与启示,为同行业的企业提供借鉴思路与实践经验。

1.3 研究内容及方法

1.3.1 研究内容

文章以鱼跃医疗为研究对象,深入研究鱼跃医疗在轻资产运营模式下的发展现状,探究其如何在轻资产运营模式下实现企业的价值创造,并对鱼跃医疗实现的价值创造效果进行综合分析,最后得出结论与启示。以期能为同行业的其他企业采用轻资产运营模式实现企业价值创造提供一些借鉴和思考。

文章共分六个章节,主要内容如下:

第一部分:绪论。主要阐述文章的研究背景和研究意义,其次通过梳理国内外有关轻资产运营模式、企业价值创造以及二者之间的关系的相关文献并进行整合归纳,最后提出文章研究的主要内容以及研究方法。

第二部分:相关概念及理论基础。首先明确轻资产运营模式、企业价值创造、价值网的内涵,其次是阐述长板理论、价值链理论、微笑曲线理论、价值创造理论,为后文的研究做铺垫。

第三部分:鱼跃医疗轻资产运营模式案例介绍。该部分首先是介绍鱼跃医疗的基本情况,包括公司简介、业务构成以及所处的竞争环境。其次,依据轻资产运营模式的相关文献资料,探究鱼跃医疗在轻资产运营模式下的财务特征。最后,结合该企业在轻资产运营模式下的财务特征,从战略层面和业务层面以及财务层面分析鱼跃医疗运用此模式的动因,突出该企业采用轻资产运营模式的必要性。

第四部分:鱼跃医疗轻资产运营模式下的价值创造。从价值链的视角入手,内部价值链、外部价值链以及价值网三个维度下探究鱼跃医疗价值创造的实现过

程。从传统价值链到价值网的演变过程，渐渐体现出企业的核心竞争优势。

第五部分：鱼跃医疗轻资产运营模式的**价值创造效果分析**。在之前第四部分的基础上，选取财务指标法、经济增加值、企业价值倍数的方法，分析轻资产运营模式为企业带来的价值创造效果。其价值创造效果主要体现在财务层面与市场层面两方面。在分析过程中，还选取同行业的可比公司进行横向分析，来增强可信度。

第六部分：研究结论与启示。归纳总结出轻资产运营模式的确有效地助力企业实现价值创造，提升企业的综合竞争实力的结论。与此同时，提出相关启示以供同行业企业参考借鉴。文章框架如图 1.1 所示。

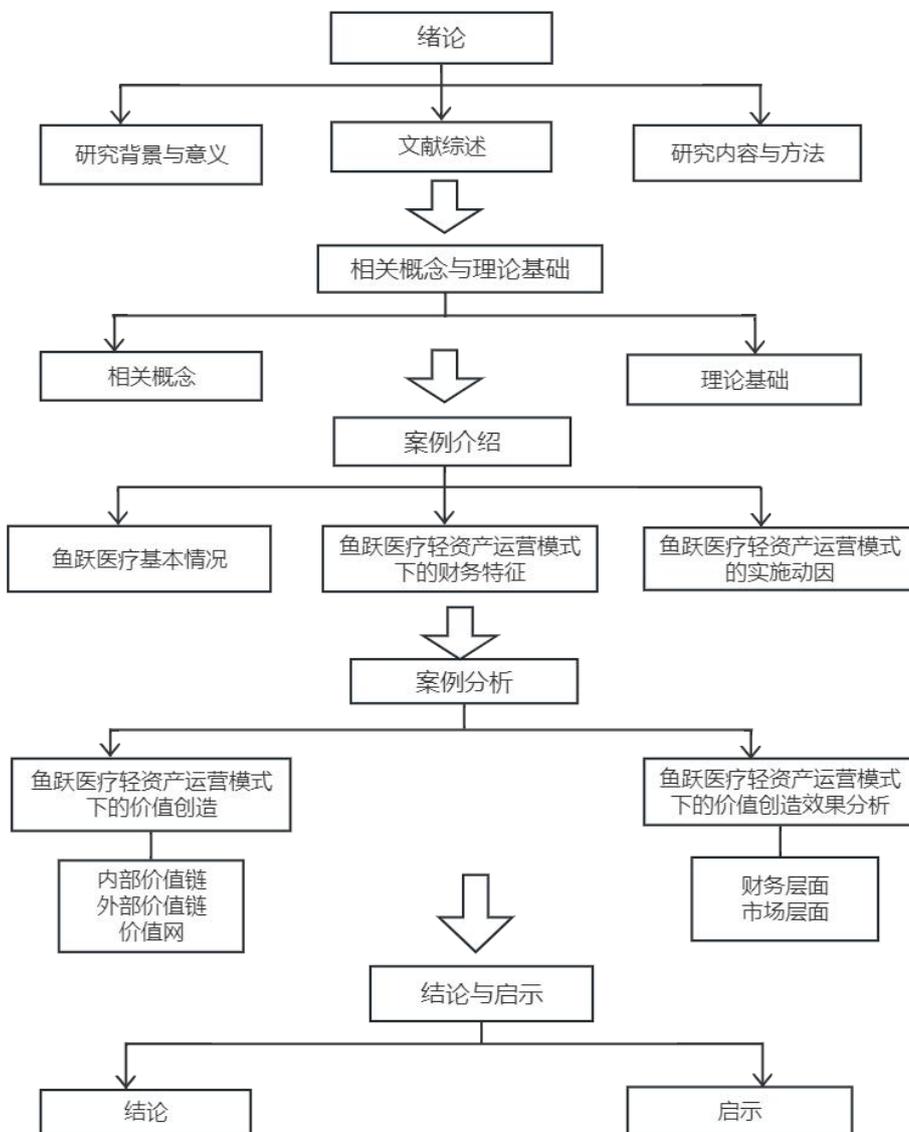


图 1.1 文章框架

1.3.2 研究方法

(1) 文献研究法

文章通过查找有关轻资产运营模式、企业价值创造以及二者之间的关系等相关的国内外大量文献，并对现有文献中的基本理论、研究方法进行整理分类，以此提取出适宜文章的观点与结论，进一步理清研究思路，为案例分析做好基础准备工作。

(2) 案例研究法

文章选取鱼跃医疗作为案例研究对象，探究该企业在轻资产运营模式下能否有效地实现价值创造。在对企业基本情况的介绍基础上，从价值链的视角探索企业运用轻资产运营模式实现价值创造的过程，并通过选取财务指标法、经济增加值以及企业价值倍数等方法来综合分析企业的价值创造是否成功。最后得出研究结论与启示，以期为我国的同行业企业提供经验借鉴。

2 相关概念及理论基础

2.1 相关概念

2.1.1 轻资产运营模式

轻资产运营模式是企业投入较少的资本,却获得较高的资本收益的一种运营模式。与重资产运营模式相比,它强调企业拥有的核心资源形态偏向无形,例如品牌文化、人力资源、技术水平、客户维系以及企业内部的管理制度都属于无形资产。另外,企业想发挥这些关键资源价值时,也并不是一定得拥有,重在使用权。当企业通过与合作伙伴战略联盟时,一定程度上是与这些企业共同分享内部资源,充分发挥资源优势,帮助企业创造价值。在如今信息爆炸、网络飞速发展的时代下,轻资产运营模式蕴含的经营理念更贴合时代,强调企业向前看,注重未来发展的方向,而不是局限于当下。总体来看,它不仅帮助企业关注财务信息,还更关注企业的规划、决策以及执行结果,为企业带来持久的竞争优势。与此同时,企业的经营风险也有所降低,进一步推动企业的可持续发展之路。

2.1.2 企业价值创造

价值创造这一概念是在 20 世纪 60 年代后提出的,是一种经济术语。它常常与企业的生产经营活动相联系。企业价值创造是企业的价值管理目标,引导着企业价值创造的整体过程。在这个过程中,企业的价值创造往往经历简单到复杂的变化历程。最初是关注企业产成品的价值,强调商品的生产过程。例如:汽车在高炉中加工不可再生能源,炼出铁,接着进一步加工成各种各样的汽车零部件,最后完成组装。这是一个物理过程。随后在此基础上,延伸为工程学过程,注重企业实现的利润空间。现如今,企业的价值创造过程考虑整个社会的发展进程,是否推动全社会的健康发展。另外,企业的价值创造方式也有所不同,主要分为融合型价值创造、解释型价值创造、环节型价值创造、前提型价值创造四种。其中被企业广泛使用的是环节型价值创造和融合型价值创造。这两种方式侧面反映出企业的价值链十分重要,是将企业的产品和服务聚焦到不同的价值链环节,并

延伸价值链为价值网，模糊企业之间的边界感，促进企业价值获取、价值传递、价值创造的实现。总之，企业价值创造是一个企业追求的长期目标，企业要依据自身不同的发展阶段适时制定相应的措施并不断调整，进一步加快企业发展的步伐。

2.1.3 价值网

随着传统价值链理论的不断发展完善，价值网这一概念被提出。它是价值链的延伸，是价值链的新发展成果。大部分学者认为价值网是以客户需求为中心的，价值网中的相关利益者相互作用并发挥自身的核心竞争能力，以最终实现价值创造为目的的一种系统。很明显的是，价值网是在互联网信息技术的冲击下应运而生的，它不再局限于传统价值链下的单一主体，而是价值网中的多方主体共同合作，相互融合的新型价值创造模式。因此，企业的竞争理念就发生很大转变，从只追求自身利益最大化到共同合作实现整体价值最大化。在价值网中，资源的流通更为迅速，企业在其中获取资源的渠道更为丰富。尤其是企业价值活动中产生的资源将会快速的实现转移，不同类型的资源互相交互，打破行业间的严格边界，最终作用于企业实现价值创造。总之，价值网下的企业竞争范围更大，核心竞争能力越强的企业，越有话语权，是价值网中的重要力量。

2.2 理论基础

2.2.1 长板理论

在互联网时代，木桶理论逐渐不再适用于企业的长久发展，反而长板理论被广泛地应用于各行各业中。长板理论强调企业核心竞争力的重要性。在市场定位中，企业管理者不应过于注重企业的短板，而应将重点放在长板上，找出最长的长板，使其最大限度地发挥其优点。这有利于企业建立起自身的竞争优势，有能力抵御竞争，帮助企业不断创造价值。尤其在新兴市场领域，企业的长板发挥更大的作用。另外，企业可通过与其他企业合作或外包的方式来改善企业短板。现在越来越多的企业为自己“瘦身”，转向轻资产的发展方向。这样做的结果就是可以集中优势资源，把自己的产品做到最好，持续地进行聚焦，让自己在某一细

分市场上拥有绝对的优势，进而获得更高的利润，最终达到企业的发展目的。

例如，传统金融行业受到互联网的冲击后，随即企业间通过互相组合，充分调动自身优势力量，让长板优势尽情发挥，助力企业实现转型升级。齐商银行、安硕信息、量化派、泥鸽靶就合力打造了一个全新的互联网金融平台，称之为“齐乐融融 E+”。此平台将银行与第三方技术、网络平台相结合，助力企业创造新价值。医疗器械行业的企业应用此理论时，也是要清楚认识到自身的“长板”与“短板”，围绕“长板”优势进行合理规划，激发企业的整体活力，促进企业创造价值。

2.2.2 价值链理论

战略学家迈克尔波特在他的《竞争优势》一书中第一次介绍了价值链理论，随后寇佳特、格里芬学者对其研究内容进行丰富。价值链研究的重点也随着时间不断发生改变，从微观到宏观，从局部到整体。价值链实际上体现了一个企业的整体价值活动。它是企业进行价值创造的重要理论依据。企业的价值活动主要包括产品的研发设计、产品的生产加工以及售后物流、服务等内容。这一系列的活动就构成了一条价值链。这条价值链上有不同的环节，每一个环节的价值增值大小不同。这就需要企业合理分配自身的资源，准确掌握每一个环节的价值增值空间。最终企业能否充分实现价值最大化的程度就要看企业对价值链的分析操作了。

企业的价值链可以分为内部价值链和外部价值链。内部价值链中，企业的各项活动被划分为基础活动与辅助活动。基础活动就是指企业的内部后勤、生产运营、外部后勤、市场营销以及服务。辅助活动就是保障基础活动正常运行的活动。基础活动的价值是高于辅助活动的。外部价值链是对企业的价值链活动范围扩大到外围，主要是从横纵向分析企业的价值活动。不过后来延伸出来的虚拟价值链对企业的要求也更高。它是依赖于企业可获取信息的程度。企业掌握的信息越多，越能在市场竞争中保持优势地位。虚拟价值链对企业轻资产的应用更为广泛。目前，价值网理论更是在企业实现价值创造方面产生十分重要的影响。它推动着企业积极变革传统的盈利模式，注重企业间的合作关系，加强了企业所处的商业环境里的成员之间的各项联系。另外，对价值链进行分析，要求身为企业灵魂人物的企业主、CEO 及高管团队具备一定的组织领导与管理能力。价值链分析没有一

种固定的分析体系，很容易因为管理人员一时疏忽造成决策失误，影响价值链分析，令企业丧失竞争优势。所以，要注重管理层的意识培训。

2.2.3 微笑曲线理论

施振荣先生在 1992 年提出了微笑曲线理论后，该理论得到不断发展和完善，尤其广泛应用于企业的经营管理活动。如图 2.1 所示，微笑曲线是一条 U 型曲线，与人类笑容的表情相似。即它是呈现出两端朝上、中间向下的形状。该曲线强调在企业不同的价值链环节，相应的附加值也不同。价值链的前端、后端往往具有高附加值，而中端的附加值较低，企业的价值空间小。价值链的前端、后端需要企业加强研发设计能力和后续的品牌、服务等能力，这些能力是企业难得的、不可复制的独属能力，能够帮助企业建立竞争优势，实现企业价值增值。像苹果、耐克、万科等知名企业正是该理论的优秀实践者，而且进一步将轻资产运营模式的可行性及益处体现出来。由于轻资产运营模式的本质，就是要对企业内部和外部的资源进行充分的利用，从而对价值链中的各个环节进行最优的配置，从而有效地提升企业的竞争实力。在轻资产运营模式的过程中，企业会把重点放在价值链的前后端，而后选择外包企业价值链的中端，减少企业的资金投入。同样，我们可以知道微笑曲线理论为医疗器械行业的企业实施轻资产运营模式提供了坚实的理论支撑。

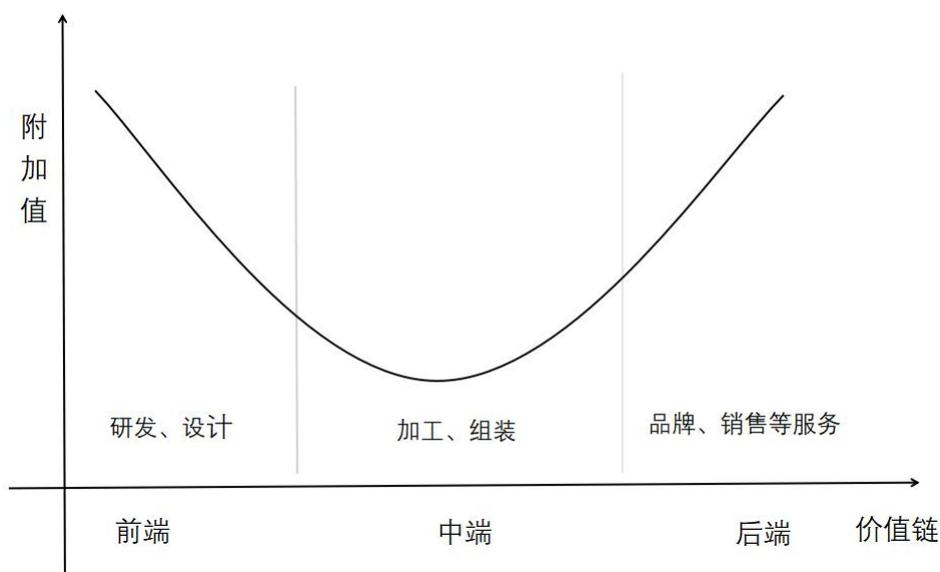


图 2.1 微笑曲线

2.2.4 价值创造理论

古典利润理论、熊彼特“创新”理论、新古典利润理论以及企业能力理论构成了价值创造的理论体系。不可否认的是，这些理论一步步发展和完善了价值创造的概念、范围、方式等内容，但是通过对比这些理论之间的差异，可以发现前三项理论仍局限于单一产品的研究，未能揭示企业获得持续的经济利润的原因。企业能力理论则是用一种全新的视角去看待管理学、社会科学等领域现象。即传统的价值创造观从生产要素角度、客户角度来阐述价值创造的实践成果。企业的价值创造能力要依赖多种要素一起投入，尤其技术和创新的要素在企业实现价值创造过程中发挥了很大的作用。而当价值创造的主体为客户时，企业是将价值创造建立在顾客感知价值上，针对客户的显性、隐性、模糊需求提供相应的产品和服务。模糊需求对企业保持核心竞争力，扩大竞争优势具有重要意义。企业可通过挖掘客户需求，清晰地让客户认知到自己需要什么，进而产生购买动机，助力企业的生产能力、销售能力、创新能力等。

企业能力理论是对价值创造理论进行了新的发展，强调价值创造不是简单的价值转移、价值增加的加和，而是一个动态的资源整合过程。价值创造的主体不再单一，可以是企业、客户、企业和客户、利益相关者等多主体并存。在此情况下，企业由最初价值链上的基本活动和辅助活动的结合来创造价值到考虑以企业的整体活动为基础，构建多元化的价值网络，力图能够最大化的发挥企业价值创造的组合效应。文章就是通过价值链分析企业价值创造的实现过程，包括企业内部价值链、外部价值链以及价值网上的价值创造。显而易见，企业要想实现价值创造的目标，必须从企业整体出发，充分整合企业的各项资源，在价值链上进一步分解企业的价值创造活动，争取创造更大的价值。

3 鱼跃医疗轻资产运营模式案例介绍

3.1 鱼跃医疗基本情况

3.1.1 公司简介

鱼跃医疗于 1998 年在江苏丹阳成立。2008 年 4 月在深交所上市，它是一家业务涵盖医疗器械、保健用品以及提供相关产品服务的专用设备制造企业。目前，鱼跃医疗是一家国内领先的家用医疗器械企业，拥有十大研发中心和七大制造中心以及五十六家主要办事机构。

在 2013 年，企业管理层发现其内部资产结构不合理，导致企业的经营风险大大增加。因此，企业开始转变运营模式，探索轻资产的新发展模式。从 2013 年至今，企业的发展战略也随着外部环境的变化进行不断调整，其设计理念从开始的“精细化、高毛利、高附加值”转变为“让科技律动生命”。与此同时，企业的业务范围已逐步向临床医疗、互联网医疗、美好生活等方向发展。如今，鱼跃医疗在全国三十多万家医疗机构以及 90% 的三甲医院都有业务，遍布国外 110 多个国家，让全世界有三亿多个家庭受益。总而言之，企业在轻资产运营模式下不断进行业务扩张，企业的规模日益增大，综合竞争实力水平得到显著提升。现如今，鱼跃医疗紧跟数智化时代的发展步伐，积极调动数字化技术、先进设备以及科研人才队伍方面的优势资源，努力实现从“鱼跃制造”到“鱼跃智造”的转变，期望成为推动中国医疗器械行业创新发展的持续力量。另外，随着普惠医疗与全民健康的理念被广泛传播，鱼跃医疗也积极承担着它应有的社会责任，尽可能发挥出龙头企业该有的带头模范作用。

3.1.2 业务构成

鱼跃医疗在持续发展血压监测、体温检测、中医设备、手术器械等基石业务的基础上，重点聚焦呼吸与制氧、血糖及 POCT、消毒感控三大核心业务。企业的产品也是以呼吸制氧、糖尿病护理、感染控制为主。与此同时，企业也积极发展急救、眼科、智能康复等高潜力业务。另外，企业在“创新重塑医疗器械”的

战略下，三大核心业务的目标更加清晰，企业的市场前景非常广阔。

2021年，企业的呼吸治疗业务依旧保持在16%的稳健增长，实现收入26.23亿元。主要产品为呼吸机、制氧机和雾化器。该业务板块的呼吸机产品市场需求大，尤其是家用无创呼吸机在突发公共卫生事件期间资源紧张的大环境下得到充分应用。制氧机产品在突发公共卫生事件后的海外销售规模有所扩大，雾化产品同比增速近50%。企业的血糖及POCT业务实现收入4.57亿元，同比增长70.10%。尤其是鱼跃医疗在5月份收购凯立特后，结合现有血糖业务，率先制定出全新的糖尿病管理闭环解决方案。另外，鉴于中国糖尿病监测医疗器械市场渗透率低的特点，未来的增长空间大好。最后，企业的消毒感控业务实现收入14.48亿元，同比下降18.11%，但这主要是受到突发公共卫生事件后产品需求上升造成的高基数影响。该业务的产品种类繁多，并以“洁芙柔”、“安尔碘”、“点而康”、“葡泰”等知名品牌产品为主导。公司的业务构成及相关产品如表3.1所示：

表 3.1 鱼跃医疗业务构成及相关产品

业务类型	业务内容
四大基石业务	1. 血压监测（电子血压计等）
	2. 体温检测（红外体温计、耳温枪等）
	3. 中医设备（针灸针等）
	4. 手术器械（止血夹、显微镊等）
三大核心业务	1. 呼吸与制氧（呼吸机、制氧机、雾化器等）
	2. 血糖及 POCT（血糖仪、动态监测系统）
	3. 消毒感控（洁芙柔、安尔碘、点而康、葡泰等）

数据来源：鱼跃医疗年报

3.1.3 竞争环境

目前，中国已成为世界上最大的医疗设备市场之一。同时，我国的医疗器械行业也表现出了一些发展特征，如：产业整合、并购显著、市场集中度高、研发投入持续加大、产品多元化和智能化。尤其是一些技术水平更新速度较慢的产品，

中国制造产品的替代趋势十分显著。但是放眼未来,我国医疗器械行业所面临的机遇远大于挑战,行业正处于黄金发展时期,加之受政策支持、技术升级、群众健康意识提升的多重积极因素影响,整体行业向着高质量发展的目标在前进。另外,医疗器械行业不太受到整体经济环境的冲击,也不会呈现出明显的周期性。这是由于其与人民的生活、健康密切相关,其需要在很大程度上取决于人民的卫生保健状况。以下我们主要在简单了解企业在所属行业地位的基础上,进一步探查了企业内部的竞争环境并做出小结,如图 3.1。

(1) 鱼跃医疗所处的行业地位

医疗器械行业是展现我国制造业和高科技发展水平的重要行业之一。它综合多类学科知识,是典型的的知识密集型高新技术产业。医疗器械行业主要有高值医用耗材、低值医用耗材、医疗设备、IVD(体外诊断)四大类。与发达国家相比,我国的医疗器械行业发展相对滞后,存在规模小,产品结构单一等问题。但是,在经历了将近 30 年的高速发展之后,我国的医疗器械行业已经发展成了一个具有较强创新能力和较强市场需求的新兴产业。其中,医疗诊断、监测和治疗是中国最大的医疗器械领域,迈瑞生物,宏达高科,鱼跃医疗,万东医疗都是其中的佼佼者,这些公司都在不断地朝着更高的价值方向发展,并逐步确立了自己的位置。以鱼跃医疗来说,它就是我国医疗电子行业的国产化龙头企业,专注于家用医疗的细分赛道。它的公司总市值连续多年在行业内排名前十。各大机构都在密切关注着它,特别是在雪球关注的分门别类中,鱼跃医疗更是医药设备领域的主力公司。总而言之,它是医疗器械行业发展的领头羊企业,它对整个行业发展有很大的影响力。

(2) 鱼跃医疗的内部竞争环境

①优势

企业具有显著的品牌优势。企业旗下有“鱼跃”、“洁芙柔”、“华佗”、“金钟”、“安尔碘”、“普美康”、“六六视觉”等多个知名品牌,在国内外市场上占有一席之地。其中,“华佗”是我国传统中药的代表,是我国中华老字号,成为衡量中医药系列产品品质的一种标准。另外,企业拥有多品类的产品结构,对其产品进行组合式销售,市场渠道进一步得到拓展。企业的渠道、终端、线上及外销的人员数量都超过了 1000 人,还有多个区域服务中心,其线上平台

的营销推广数量也在逐年增加，这使得企业的竞争力得到了进一步的提升。

②劣势

鱼跃医疗的并购效益不佳。鱼跃医疗从 2015 年开始，连续收购了上械集团和上海中佳，扩张了公司的业务，但是上械集团的主要业务是医用敷料，毛利率很低，而且公司的经营情况并不好。例如，上械集团在企业 2019 年的总营收中，占到了企业整体营收的 15.38%，而在总营收中，却仅占了 5.18% 的净利润。近年来，尽管企业间的兼并取得了较大的进展，但是企业的真实收入和净利润增长速度却有所下降，企业的收益质量有所下降。此外，企业对产品的质量监督也不够严格，造成了很多产品的质量问題，被国家药品监督管理局多次通报不合格或不符合规定。例如，在原料待检区对某些材料的管理还有待于进一步强化，对材料的信息没有按照仓库管理的要求进行详细的标注；房间的排气孔上有大量的积尘。总体来看，鱼跃医疗的国内市场占有率趋向饱和，海外市场的竞争优势不足，面临出海困境。

③机会

从社会层面来看，我国一系列有关医疗器械的政策不断地出台发布，这充分推动企业的产品创新以及产业的健康发展。特别是在突发公共卫生事件的持续影响下，居民对自己的健康问题越来越关注，他们的健康意识也在不断提高。与之相关的需求大幅提升，进一步催化产品研发与创新，对企业医疗器械的规模化、专业化的整体水平要求也不断提升。与此同时，企业的市场前景广阔，“互联网+医疗”的多元化场景促使企业的综合业务有更大的应用空间。

④威胁

企业的原材料、运费价格上涨，对企业成本造成极大地影响。而新产品的开发与设计，则需要巨额的经费做保障。怎样才能将成本费用控制在一个合理可接受的范围之内，才能确保企业的正常运作不被约束，才能维持企业在国内外市场中的竞争优势，这就需要管理层一定的经营能力和管理能力。与此同时，企业的市场竞争尤为激烈，市场上产品同质化严重，企业在高档产品方面仍存在着差距。在现实生活中，企业的产品线始终都是以中低端产品为主，因此，在研发上企业并不占优势。

优势 S	劣势 W
1.品牌影响力大 2.多品类的产品结构 3.销售渠道数量多	1.并购效益不佳 2.产品质量下降 3.海外市场占有率低
机会 O	威胁 T
1.医疗政策大力支持 2.用户需求增加 3.“互联网+医疗”的多元化场景	1.原材料、运费价格上涨 2.高端产品少 3.研发技术水平不高

数据来源：鱼跃医疗年报

图 3.1 鱼跃医疗 SWOT 分析图

因此，在了解鱼跃医疗的业务内容以及竞争环境后，鱼跃医疗明白必须明确自身的发展战略，决定采用目标集聚战略。聚焦于核心业务，提升企业主品牌的竞争势能，并加大研发力度，以此来更好地提升企业核心竞争力。

3.2 鱼跃医疗轻资产运营模式下的财务特征

自 2013 年管理层做出转变经营模式的决定以来，企业一直在朝着轻资产运营的方向发展。因此，企业在此模式下的财务状况呈现出“轻质化”的特征。文章选取 2017 年-2021 年的财务数据进行分析，可以发现企业的财务特征具体表现在以下四方面：流动资产占比高、固定资产占比低、流动负债占比高、长期负债占比低。

3.2.1 流动资产占比高

轻资产运营模式下的企业往往具有充足的流动资金。流动资产的占比越高，说明企业的现金储备量越大，企业越能够应对突发情况下财务资金的短缺情况。

表 3.2 鱼跃医疗 2017-2021 年流动资产情况

	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年
货币资金（亿元）	20.53	16.61	15.63	27.75	23.94
流动资产合计（亿元）	41.06	39.04	41.61	53.35	68.64
资产总计（亿元）	66.29	69.11	79.66	100.70	120.00
货币资金比例（%）	30.97	24.03	19.62	27.56	19.95
流动资产比例（%）	61.94	56.49	52.23	52.98	57.20

数据来源：鱼跃医疗年报整理所得

从表 3.2 中可以看出，随着鱼跃医疗的总资产规模不断增大，流动资产的总额也相应增加。企业的流动资产占比呈现出先下降后上升的趋势，这是因为企业没有及时抵扣的留抵税额占用了企业的流动资金。总体上，企业的流动资产占比保持在 50% 以上，流动性水平远高于行业水平。另外，企业的货币资金在 2020 年达到 27.75 亿元，这是企业业务扩张带来的现金回流，而且货币资金占总资产的比重超过 4 成。总之，二者明显地体现出了企业在一步步实现轻资产化。

3.2.2 固定资产占比低

基于鱼跃医疗所属高新技术行业的特性，轻资产的比重判定标准是低于 25%。轻重比的比重越小，企业发展则越符合轻资产运营模式。与重资产运营的企业相比，轻资产运营的企业往往减少固定资产的投入，因而固定资产占总资产的比重大小成为企业所关注的重点之一。

表 3.3 鱼跃医疗 2017-2021 年固定资产情况

	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年
固定资产（亿元）	5.63	6.10	17.39	18.43	19.51
在建工程（亿元）	3.19	5.55	0.29	0.19	0.22
总计（亿元）	8.82	11.65	17.68	18.62	19.73
总资产（亿元）	66.29	69.11	79.66	100.70	120.00
固定资产占比（%）	8.49	8.83	21.83	18.30	16.26

数据来源：鱼跃医疗年报整理所得

从表 3.3 中可以看出,鱼跃医疗 2017-2021 年的固定资产总额不断增加,2021 年固定资产总额为 19.51 亿元,与 2017 年相比增加了近 4 倍。但是鱼跃医疗的总资产也不断增加,而且近五年的固定资产占比远远低于 25%,该比重的平均值为 14.74%。另外,鱼跃医疗 2019 年的固定资产总额较之前年份增加明显的原因是企业位于丹阳的生产基地项目转固所致。

3.2.3 流动负债占比高

轻资产运营模式下的企业,其负债结构多是呈现出流动负债占比高的特征。尤其是无息负债所占比例很大。

表 3.4 鱼跃医疗 2017-2021 年流动负债情况

	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年
应付账款 (亿元)	4.24	5.16	9.42	9.27	9.76
流动负债合计 (亿元)	8.24	11.35	15.75	23.30	18.30
负债合计 (亿元)	10.58	13.67	18.09	25.70	35.68
应付账款比例 (%)	40.08	37.75	52.07	36.07	27.35
流动负债比例 (%)	77.88	83.03	87.06	90.66	51.29

数据来源:鱼跃医疗年报整理所得

从表 3.4 中可以看出,鱼跃医疗的负债总额基本保持上升的趋势,流动负债总额也是呈现出此趋势。2020 年的流动负债占比高达 90.66%。在 2021 年流动负债有所下降,这是因为企业减少了大量的短期借款。另外,企业的流动负债中无息负债较高,主要是受应付账款的影响。这说明企业的产品在生产加工环节多由供应商完成,以占用上游的资金方式有效实现快速扩张。

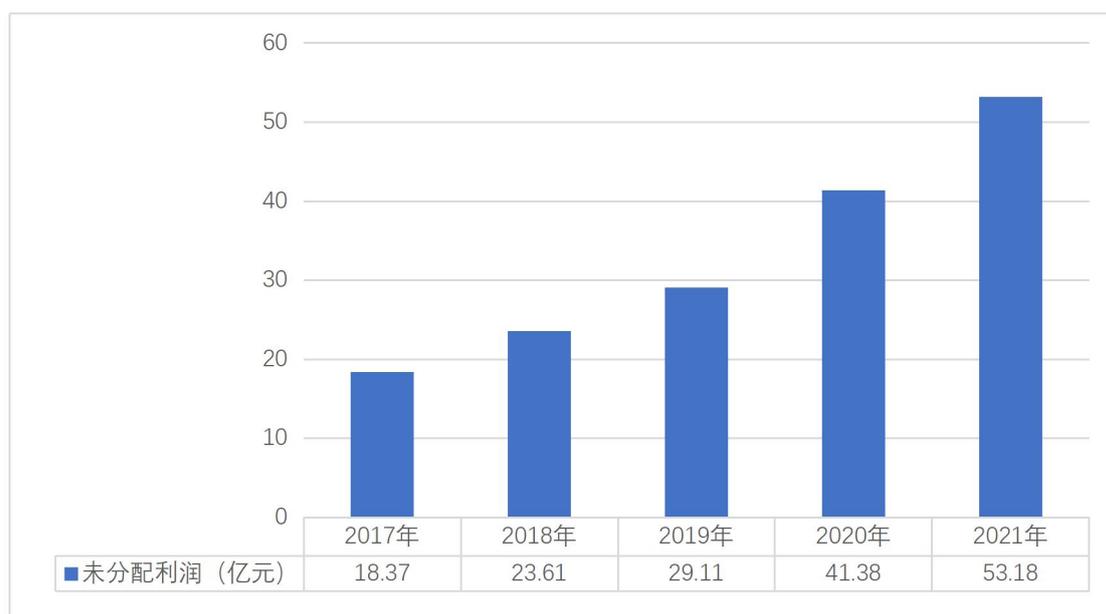
3.2.4 长期负债占比低

轻资产运营模式下的企业往往会为了减少经营费用,采用内部性融资。因此,企业就会降低长期负债,进一步优化负债结构。

表 3.5 鱼跃医疗 2017-2021 年长期负债情况

	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年
非流动负债合计（亿元）	2.34	2.32	2.34	2.40	17.38
负债合计（亿元）	10.58	13.67	18.09	25.70	35.68
资产总计（亿元）	66.29	69.11	79.66	100.70	120.00
非流动负债占总负债比例（%）	22.12	16.97	12.94	9.34	48.71
非流动负债占总资产比例（%）	3.53	3.36	2.94	2.38	14.48

数据来源：鱼跃医疗年报整理所得



数据来源：鱼跃医疗年报

图 3.2 鱼跃医疗 2017-2021 年的未分配利润情况

从表 3.5 中可以看出，鱼跃医疗 2017-2020 年的非流动负债总额波动下降，非流动负债占总负债的比重也是不断下降。非流动负债的总额都很小，基本不超过 3 亿元。但是 2021 年鱼跃医疗的非流动负债总额增加明显，这是因为企业在这一年增加了长期借款和租赁负债总额。之所以增加是因为海外业务的市场份额有限，加之受突发公共卫生事件的影响，业务进展不顺利，企业的资金周转出现问题。从图 3.2 所示，企业的未分配利润逐年增加，这进一步为企业内源融资提供充足资金。

3.3 鱼跃医疗轻资产运营模式的实施动因

3.3.1 战略层面

在国家深化改革的大背景下，有关医疗器械行业的相关政策法规也相继出台。国务院文件中财政资金下放到各类村镇医院和社区医院，用于积极发展医疗服务等产业。为了更好地适应行业的转型升级，鱼跃医疗适时调整战略布局。从2013年开始，企业改变过去以内生性增长的发展战略为内生性增长与外延式并举的发展战略。

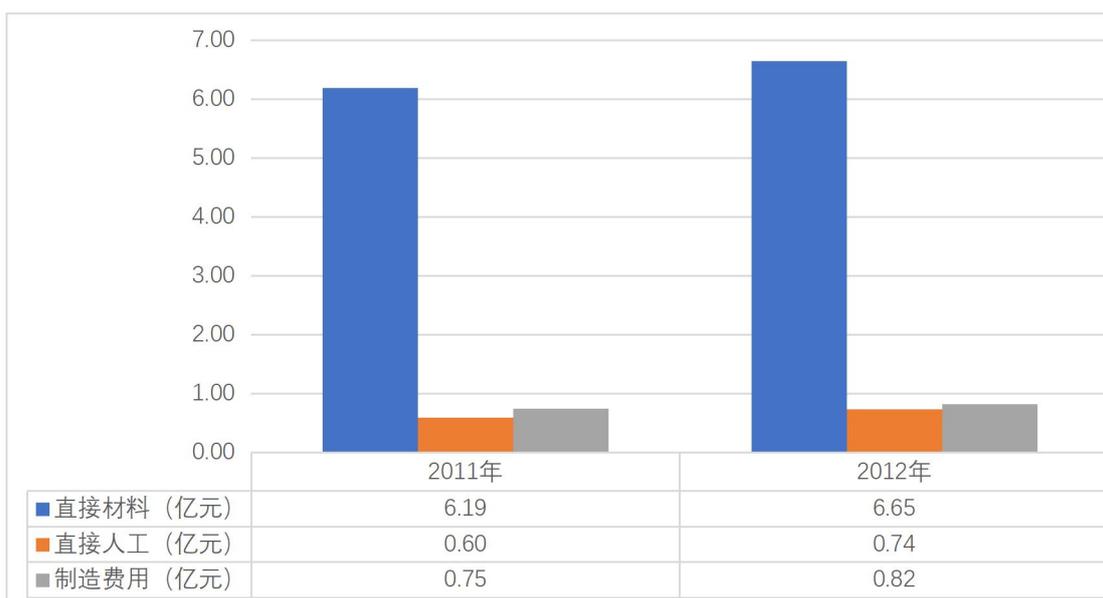
在此发展战略下，企业结合内外部环境的发展变化，做好规模扩大的准备。那么企业的重资产模式则会对企业的发展产生不利影响，而轻资产运营模式是更有利于企业的发展。轻资产运营模式下，鱼跃医疗对自身的价值链进行调整变化。在企业价值链的中端，即生产加工环节，企业减少诸如机器、设备等固定资产的投入，转而将资金使用的重点放在价值链前端的研发和价值链后端的销售环节。在价值链的延伸方面，企业积极并购，与兼并收购的公司一起优势互补，充分发挥资源配置的作用，更好的实现企业财务、经营、管理协同效应。

3.3.2 业务层面

2013年，由于行业的医用耗材领域集中度低且将进入整合阶段，鱼跃医疗期望能够进军医用耗材领域，更好地发挥企业的竞争实力。因此，企业明确提出把家用医疗器械业务变为“家用医疗器械+高值医用耗材”业务。这样一来，企业原有的经营模式不能够满足企业发展的需要。重资产的经营模式使得企业的销售渠道较窄，业务范围多集中在线下，且多为基础业务，如血压监测、中医设备等。最终，企业的品牌价值不高。而轻资产运营模式下，企业加紧对真空采血管、丝线、刀片等耗材类产品的研发，不断丰富产品种类，不断补充临床医疗、互联网医疗领域优质产品的不足，进一步扩大企业产品及服务的销售范围，提升企业的品牌价值。

3.3.3 财务层面

通过查看鱼跃医疗实施轻资产运营模式前两年的年报。如图 3.3 所示，我们可以发现企业的运营成本不断增加。企业运营成本的构成中，企业的直接材料占比很高，占比高达 80%以上。这是因为鱼跃医疗刚刚上市不久，仍然专注于生产医疗设备。而产品的生产加工又需要大量的原材料。加之在外部大环境经济发展的趋势下，行业整体的原材料、人工费等成本也随之上升。因此，企业的成本上升是困扰企业向前发展的一大阻碍。



数据来源：鱼跃医疗年报

图 3.3 鱼跃医疗 2011-2012 年的成本情况

鉴于此，鱼跃医疗的管理层谋求运营模式的转型发展。在轻资产运营模式下，企业可通过外包完成低价值的转移，有效地降低生产成本。不可忽视的是，企业运营模式的转型，也对企业自身提出了更高的要求，需要企业立足长远的眼光，才能够成功的解决自身的财务困境。

4 鱼跃医疗轻资产运营模式下的价值创造

4.1 基于内部价值链的价值创造

4.1.1 加大研发力度，提升创新能力

研发环节位于企业价值链的前端，属于企业的高附加值环节。企业的研发能力越强，企业也越具有竞争优势。在轻资产运营模式下，企业通常会把重点放在提升自己的无形资产比例上，尤其是研发资金的投入量，企业的整体价值也将会有所提升。从表 4.1 中可以看出鱼跃医疗的研发投入总额近五年来一直保持不断增长的趋势，鱼跃医疗 2021 年的研发投入是 2017 年的 3 倍多，研发总额为 4.26 亿元。研发投入占营业收入的比例也不断增大，鱼跃医疗的研发占比已突破 5%。总体上，企业的研发强度不断增大。另外，企业的研发人员也不断增加，2021 年企业的研发人员为 1195 人，占比达到 19.10%。

表 4.1 鱼跃医疗研发资本投入变化表

	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年
研发总额（亿元）	1.26	1.52	2.35	4.02	4.26
研发投入占营业收入比（%）	3.55%	3.64%	5.07%	5.97%	6.17%
研发人员（人）	514	539	901	956	1195
研发人员占比（%）	10.58%	11.06%	13.14%	17.30%	19.10%

数据来源：根据鱼跃医疗年报整理所得



数据来源：鱼跃医疗年报

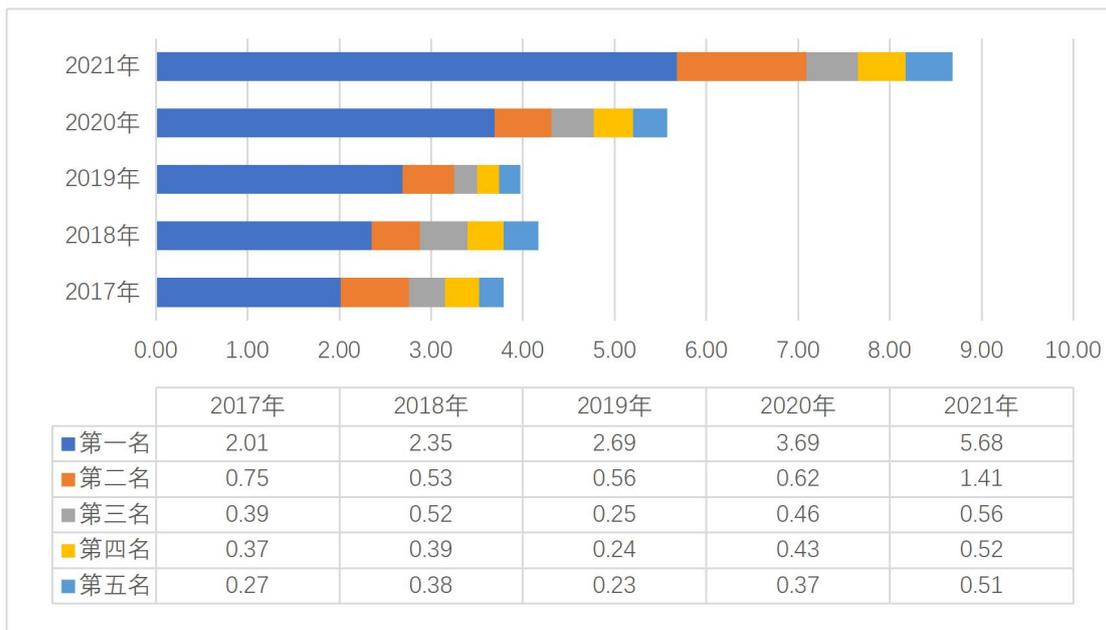
图 4.1 2020-2021 年鱼跃医疗研发人员构成情况

如图 4.1 所示, 鱼跃医疗的研发人员的总体学历有所提升, 本科和硕士及博士学历的研发人员数量分别较去年增长 37.45%、33.04%以及 200.00%, 企业研发人员结构不断优化。其中 30 岁以下新生代研发人员数量较去年增长 49.43%, 这有助于企业保持长久稳定的创新能力。同时, 鱼跃医疗也与国内外高校合作, 持续引入高素质的人才, 努力保持企业的研发实力。另外, 鱼跃医疗的专利总数不断增加, 其中实用新型专利数量最多, 接近外观设计和发明专利类型之和的 2 倍。可见, 鱼跃医疗十分注重企业内部研发, 不断提高自身的创新能力。

4.1.2 实行生产外包, 降低企业成本

生产环节位于企业价值链的中端, 属于企业的低附加值环节。鱼跃医疗针对自身的业务情况, 选择将非核心业务对外包出, 这样就可以减少企业的生产成本, 使企业的资金用到能获得高回报的价值环节上。鱼跃医疗依据业务的不同情况, 采取外包的方式不同。核心业务方面, 企业是通过流水线的组装方式, 外购原材料或者自己生产核心产品, 同时鱼跃医疗利用自己的地理优势, 在周边产业园内寻找外部厂商去加工产品的非核心部分, 有效降低了时间、运输等成本。当然外包商的资质一定要提前检查好, 以免产品质量问题频发, 影响到企业的名誉。非核心业务方面, 企业采取业务剥离的方式, 把自己不擅长的业务分给擅长此业务的被收购企业。比如 2014 年华润万东大力发挥自己医学影像的专业技术水平, 助力企业的整体盈利水平。另外, 企业采用贴牌加工的方式, 带动上游企业的发展, 促进整体产业链的协调发展。

如图 4.2 所示, 企业的前五大供应商 2021 年的采购金额之和是 8.68 亿元, 占总采购额的 24.48%。整体上可以看出, 鱼跃医疗的议价能力强, 并不十分依赖供应商。另外, 与其他供应商相比, 第一名供应商的采购金额往往更大, 它 2021 年所生产的产品销售额占总销售额的 11.79%。实际上, 鱼跃医疗制定了严格的供应商准入制度和公开招标规定, 这样就可以有效淘汰劣质厂商, 促进供应商之间的合理竞争, 为企业的各类产品质量做出保障。另外, 鱼跃医疗也非常注重合作伙伴的成长性, 对中小规模的供应商进行培养, 助力企业与供应商的关系更加稳定, 助力整个供应链的有效运作。



数据来源：鱼跃医疗年报

图 4.2 鱼跃医疗 2017-2021 年主要供应商情况

4.1.3 加强品牌营销，扩大企业影响力

轻资产运营模式下，品牌价值是非常重要的，鱼跃医疗的品牌影响力，始终居于领先地位。企业曾荣获多个国家级大奖，包括中国名牌产品，中国驰名商标，中国制药业百强。自 2013 年鱼跃医疗实施轻资产运营模式以来，其品牌声誉不断向好。2014 年鱼跃医疗成为中国医药行业百强，2015 年成为最具投资价值的十强医药公司之一。到 2019 年时，鱼跃医疗在“健康中国”家庭医疗设备品牌排行榜上，一直保持着“第一”的位置。据 2021 年胡润品牌榜公布的鱼跃医疗品牌价值为 350 亿元，位于中国 500 强医疗行业的第 55 名。在我国医疗器械行业的 100 强中，排名为第六位，比 2020 年前進了 3 名。

鱼跃医疗能取得如今的成就，离不开对自身品牌的有力建设。当前鱼跃医疗的主要品牌是“鱼跃”、“华佗”、“金钟”、“洁芙柔”、“安尔碘”、“普美康”、“六六视觉”等。洁芙柔、安尔碘在突发公共卫生事件期间，凭借优秀的传染源控制、传播途径切断以及易感人群保护能力，被国务院卫生防护物资保障小组征用。首先，鱼跃医疗对于品牌的定位就是做家庭健康领域，旗下产品不

仅关注老年人，也有对婴幼儿的健康守护。当然这些品牌也离不开企业持续的销售推广。鱼跃医疗在三个主要的销售渠道上，即 OTC、医院和电商并积极实施多品种经营策略。在医疗器械行业市场上，鱼跃医疗把相对成熟的产品价格设置较低，把具有特色技术水平产品提高价格，赚取利润。以鱼跃医疗在东南亚市场的营销策略来说，鱼跃医疗就是把血压计老款型号的产品按照出厂价销售，而针对新上市的制氧机则是以高出 6% 的价格销售。另外，鱼跃医疗在和分销商协作时，会通过控制库存或者营销方案的方式尽可能地掌握渠道的控制权。尤其注重培养各个渠道成员之间良好关系，妥善处理部分产品的质量问題，这样就让销售人员多集中精力在产品的销售方面。总之，鱼跃医疗通过对自身品牌的营销，提升了企业知名度，充分发挥出品牌优势。

4.2 基于外部价值链的价值创造

4.2.1 着手连续并购，促进资源整合

自鱼跃医疗实施轻资产运营模式以来，便通过连续并购的方式来实现快速扩张，最终这种方式也在一定程度上帮助企业整合各项优势资源，提升了综合竞争实力。其并购历程如下：

表 4.2 鱼跃医疗并购历程

时间	收购公司	并购目的	股权转让比例
2013 年	优越光学	垂直整合	51.00%
2014 年	苏州日精	横向整合	45.00%
2015 年	上械集团	横向整合	100.00%
2016 年	中优医药	横向整合	61.62%
2017 年	德国曼吉士	横向整合	3.90%
2018 年	中优医药	横向整合	38.38%
2019 年	六六视觉	横向整合	95.95%
2021 年	凯利特	横向整合	50.993%

数据来源：鱼跃医疗年报

从表 4.2 中可以看出,鱼跃医疗基本是在进行横向并购。在整个并购过程中,鱼跃医疗所选择并购的企业都是有着自身的优势资源。从 2013 年并购上海优越光学开始,主要是发展光学眼镜业务,但是效果不佳。随后收购苏州日精,开始研发数字式血压计。紧接着 2015 年之后的连续并购,是有效地补齐了鱼跃医疗在临床医疗的短板,丰富了品牌类型,实现经营协同。尤其是上械集团和中优医药公司,帮助企业发展了医用高值耗材领域。上海中优医药公司的消毒产品,正如上文中提到的“洁芙柔”、“安尔碘”,它们的影响力不容忽视。2017 年的德国曼吉士则有效的开拓了企业的海外市场,技术水平进一步提升。“六六视觉”和凯利特则是企业旨在发展的潜在业务,为进一步发展多元化战略提供支撑。最为独特的一点是,凯利特的并购发生在突发公共卫生事件期间,鱼跃医疗的血糖类产品销量很大,收入增长十分迅速。这源于企业在血糖领域拥有的大量 BGM 产品,但企业希望具有成熟度更高的 CGM 技术,借助收购的方式缩短自身的研发时间,与已有的业务相结合,创造了一种手指检查与葡萄糖连续监测相结合的一体化临床解决方案。还利用自身广泛的销售渠道获得更大的竞争优势,有望成为新型糖尿病管理产品的领头羊。

总体来说,鱼跃医疗在连续并购之后,获得了一系列的优势资源并一步步整合,实现企业间的资源互补。这同时也积累了一定的管理经验,有助于企业在每次并购前都做好调研,提早预防可能发生的并购风险。这些成功的并购经验有效地助推了企业的可持续发展之路。

4.2.2 重视客户需求, 提供优质服务

轻资产运营模式下企业的经营理念就是以顾客需求为导向的,抓住客户的需求,来促进企业发展的关键一环。企业一般要经历创造客户、贴近客户、服务客户、感动客户、留住客户的五大发展阶段。鱼跃医疗的目标客户分为两类:一是面向医院用户,主要是医用制氧机。因此,鱼跃医疗以“众筹共享”的方式,与所有的大医院共同建立了一种“共享”的合作关系,每一家都拥有 50%的利润分成,提高了对医生的“粘合度”。二是面向家庭用户。鱼跃医疗根据不同类型的客户心理需求以及购买习惯,一方面建立直营体验店,提供现场体验或免测类型的服务。另一方面,企业利用专有 APP 软件,在云平台及时与客户沟通,提升

客户的满意度。依据鱼跃医疗 2021 年年报可知，企业的前五大客户销售额总计 12.01 亿元，其销售额占年度销售总额的 17.42%，这说明企业的客户忠诚度较高，对企业有很大的信任。

4.2.3 完善物流体系，提高物流效率

鱼跃医疗重视营销的同时，也非常重视对应配套服务，建设物流基地。鱼跃医疗与中鼎集成共建的仓储系统项目占地面积 3 万平方米，全球生产基地总投资 30 亿元、占地 1000 亩。鱼跃医疗的大型智能立体仓库，共有 54880 个库位，配备了“货到人”系统，AS/RS 系统，交叉带分拣机系统，AGV 系统，阁楼货架系统，运输系统等高端物流设备。它涵盖了整个生产过程的各个环节，使原料的储存模式发生了根本性的变化，极大地提高了原料的储存和运输能力。以自动码垛机器人为例，每小时可垛 1200 箱货物，有效突破了人工码垛的瓶颈，并实现了智能化管理，保障物流精准。此外，智能物流系统中还有自动化分拣系统、激光自动引导小车（AGV）完成分拣、周转、搬运等工作，实现了高效的人机协同。智能仓储与物流系统的协同发展，是鱼跃品牌升级中不可或缺的一环，是展现企业数字工厂风貌的特色一景。

4.3 基于价值网的价值创造

4.3.1 打造数字化产品，推进智能化革新

鱼跃医疗顺应市场需求的变化，将 C 端化引入战略目标，研发出更多的新品类产品，以满足 C 端用户的需求。越来越多的产品具有年轻化、轻量化、智能化的特点。比如，传统的医用雾化器，因为体积太大，应用范围太窄，不适合在家里使用，而鱼跃医疗的微型雾化器，则是通过可穿戴的方式，可以随时使用，随时喷出烟雾，可以满足不同的应用场合。尤其是企业旗下的呼吸睡眠类产品，它在得到用户授权的情况下，利用物联网技术，将其与鱼跃医疗的中央监控系统连接起来，对用户的睡眠指标进行实时监测，把患者的生命体征信息实时传送到“鱼跃呼吸管家”云端，为个体化诊疗提供依据。2021 年鱼跃医疗的新品发布会上，便携式制氧机 Spirit-3 采用国内首款更换式便携分子筛，支持工作、家庭、

户外等多元化场景，即使在 5000 米的高原地带也可以连续使用，系统解决了极端环境下制氧的难题。另外，鱼跃医疗携手凯立特推出 CGM 新品，拥有柔性传感器、独特 4 电极设计、蓝牙无线传输等功能，有助于患者更好地了解自身身体状况。新一代的持续动态血糖监测系统，即安耐糖 Anytime，用户可 14 天免扎手指，最大程度的减轻痛感及降低感染几率。这其中的数据也能始终保持准确，尤其在患者上臂和腹部佩戴的效果更佳。这些产品无时无刻都在彰显着企业的高科技水平，推动着企业技术革新，助力我国的全民健康事业发展。

4.3.2 建立数字化平台，拓宽销售渠道

2013 年，在“互联网+”的发展初期，鱼跃医疗就成立了电商部门，开始布局线上业务。2015 年，鱼跃医疗建立了医云健康和万里云两个大数据平台。医云健康是致力于慢性病管理研究，合作伙伴阿里巴巴以它为载体，也积极布局慢性病管理领域。万里云平台是提供医学影像服务的平台，为医生提供清晰可见的显示数据，降低医生的误诊率，降低医院的管理风险。2020 年，鱼跃医疗在战略发布会上，又推出了 B2B 云平台。这个平台是对企业的技术水平有很严格的要求，分析过程中使用到的企业数据范围更广，可满足于不同国家地区的临床需求，促进全球医疗产品质量的提升。这每一个平台建设的背后，都是蕴含着企业深层次发展的美好期望。

正因为这些数字化平台的建设，企业的销售渠道得到拓展，销售额大大增加。以每年的网上购物节来说，鱼跃医疗在 2021 年的“618”期间，全网销售额超过 2.5 亿元。“双十一”期间的多类医疗器械产品线上销量位居第一，制氧机更是占据全球 60% 的市场份额，销量稳居第一。其中天猫和京东两大电商平台的销售额都超过了一亿元，并继续保持着家庭医疗设备市场份额的榜首位置。总体来看，鱼跃医疗的电子商务部门从 2013 到 2020 期间，实现了 2500 多万到 18 亿元的收入飞跃。基于现行数智化发展的大趋势，预估企业将来的平台搭建效果会更加明显。从而平台带来的网络效应在企业、供应商、消费者之间传递，相互交互的资源不断流通共享，为医疗生态圈提供了一个巨大的价值创造空间。

4.3.3 优化组织结构，促进协同管理

传统的组织结构往往是层级式结构，信息从上至下传递，下层组织的内部管理层很难及时快速相应市场变化做出决策。然而在数字化时代，企业组织走向以人为本，更加关注组织内部的成长和可持续性。鱼跃医疗致力于打造自驱性组织，组织的内部分工已从原来的分工协作变成协同共生。此外，鱼跃医疗与世界知名高科技企业霍尼韦尔多次合作，致力于研究出制氧高性能分子筛解决方案，进一步满足全球对高品质家用氧气的需求性，推动医用制氧机行业的高质量发展。显然，组织之间的关系已从竞争发展为合作，进而互利共生，渐渐形成一个组织网络，趋向扁平化、敏捷化。另外，企业有利落实 SAP 项目的信息化系统平台，使得组织内部有统一的管理平台，人员之间的信息传达更为便捷，实现业财协同管理。

5 鱼跃医疗轻资产运营模式下的价值创造效果分析

5.1 基于财务层面的价值创造效果分析

5.1.1 基于财务指标法的价值创造效果分析

在银发经济的大趋势下，家用医疗器械正是被市场看好的细分赛道之一。家用医疗器械是以老年人为主要适用对象，在未来老年人口规模快速增长的背景下，其市场增长空间无疑是巨大的。鱼跃医疗与九安医疗同为医疗器械行业具有一定影响力的企业且主营业务以家用医疗设备为主，二者与之对比将更能具体鱼跃医疗在轻资产运营模式下的价值创造效果。

(1) 盈利能力分析

盈利性是指企业获得利润的能力，通过对企业盈利水平的变化进行分析，从而对企业的经营绩效有一个清晰的认识。

① 纵向分析

表 5.1 鱼跃医疗 2017-2021 年盈利能力指标

	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年
营业利润率 (%)	19.29	18.55	18.33	29.88	24.48
净利润率 (%)	17.72	17.95	16.43	26.12	21.53
毛利率 (%)	39.66	39.83	42.21	52.68	48.29
总资产净利率 (%)	10.09	11.09	10.24	19.48	13.45
净资产收益率 (%)	11.37	13.69	13.07	26.19	19.22

数据来源：巨潮资讯网整理所得

从表 5.1 中可以看出，鱼跃医疗在 2019 年的营业利润率、净利润率、总资产净利率、净资产收益率都有所下降，这是因为企业的并购行为致使企业的资金暂时被占用，对企业的资金营运产生影响。但是鱼跃医疗 2017-2020 年的各项相关盈利能力指标基本呈上升趋势且毛利率一直位于行业均值以上。2021 年的相

关财务指标整体出现下降,这是再次受到突发公共卫生事件的持续影响下所造成的不良结果。其中 2021 年第四季度实现收入 15.84 亿元,同比下降 15.63%,归母净利润 1.31 亿元,同比下降 47.43%,扣非净利润 0.88 亿元,同比下降 62.34%,收入规模同比环比均有所下降。另外,2020 年企业的营业利润率接近 30%左右,毛利率达到 52.68%,主要也是企业中的高附加值核心产品发挥了重要作用。

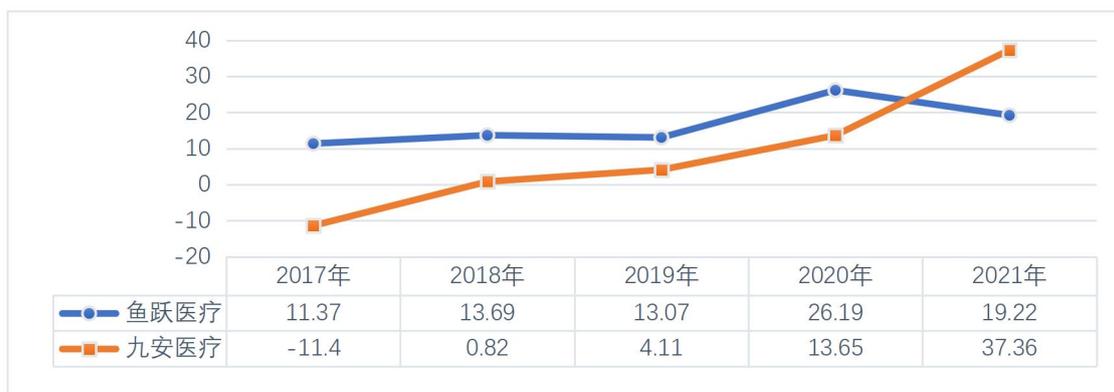
②横向分析

从表 5.2 中可以看出,九安医疗 2017-2020 年的各项盈利指标中,除了毛利率在 2020 年达到 56.31%,其他指标均低于鱼跃医疗,说明其盈利水平与鱼跃医疗有一定距离。2021 年九安医疗的各项财务指标均高于鱼跃医疗,这主要是企业受到突发公共卫生事件影响,海外市场业务需求激增,销售量出现爆发式增长,从而贡献了大部分利润。

表 5.2 九安医疗 2017-2021 年盈利能力指标

	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年
营业利润率 (%)	-28.60	-16.31	2.97	11.90	41.84
净利润率 (%)	-27.74	-0.51	3.83	11.79	38.98
毛利率 (%)	30.61	29.96	28.79	56.31	63.47
总资产净利率 (%)	-7.45	-0.14	1.41	10.77	29.25
净资产收益率 (%)	-11.40	0.82	4.11	13.65	37.36

数据来源:巨潮资讯网整理所得



数据来源:鱼跃医疗和九安医疗年报

图 5.1 2017-2021 年净资产收益率对比

通过横向、纵向对比分析发现，鱼跃医疗 2017-2021 年的盈利能力有了更好的提升，盈利质量也有了更高的水平。

（2）偿债能力分析

偿债能力是反映企业财务整合能力的重要指标，它对企业的财务状况产生一定的影响。

① 纵向分析

表 5.3 鱼跃医疗 2017-2021 年偿债能力指标

	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年
流动比率	4.98	3.44	2.64	2.29	3.75
速动比率	4.22	2.86	2.05	1.87	3.06
资产负债率 (%)	15.96	19.78	22.71	25.54	29.74

数据来源：巨潮资讯网整理所得

从表 5.3 中可知，鱼跃医疗 2017-2021 年的短期偿债能力较强，这是因为流动比率和速动比率总体呈现出下降的趋势。2021 年，企业的应收账款回收率大大提升，致使 2021 年流动比率和速动比率有所回升。另外，企业的资产负债率从 2017-2021 年一直呈现上升的趋势并且在 2021 年达到 29.74%，这说明企业的长期偿债能力较好。

② 横向分析

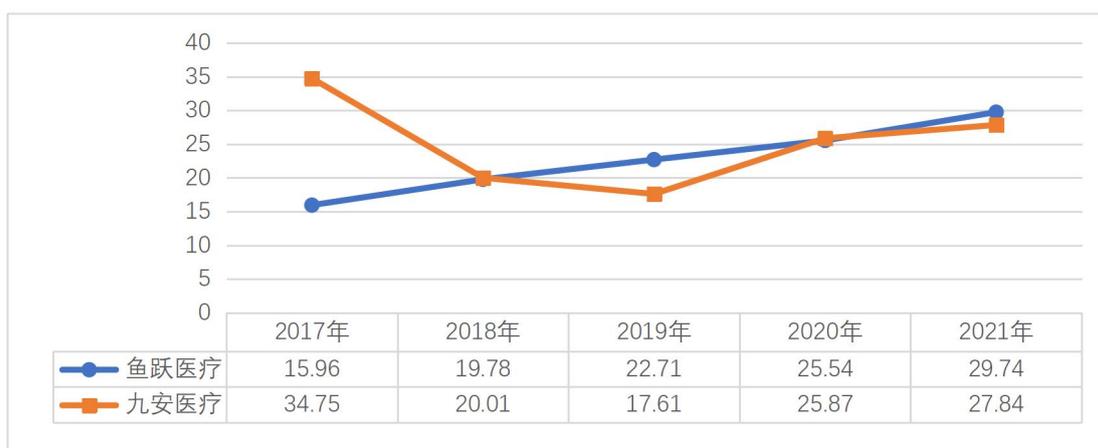
表 5.4 九安医疗 2017-2021 年偿债能力指标

	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年
流动比率	1.59	2.94	7.58	3.36	2.75
速动比率	1.31	2.15	6.18	2.79	2.15
资产负债率 (%)	34.75	20.01	17.61	25.87	27.84

数据来源：巨潮资讯网整理所得

从表 5.4 中可以发现，九安医疗 2017-2019 年的流动比率和速动比率都有所

上升。2019年，九安医疗的流动比率和速动比率比上年增加了近三个百分点。但2020年、2021年又开始下降。与鱼跃医疗的短期偿债能力相比，它的短期偿债能力具有不稳定性，企业的资产结构亟需优化，整体还是偏向于重资产运营。从长期偿债能力来看，除了2021年鱼跃医疗的资产负债率稍高于九安医疗，其他年份的比例均低于九安医疗，说明鱼跃医疗的资金压力较小，但还是要进一步调整财务杠杆，提高企业的财务整合能力。



数据来源：鱼跃医疗和九安医疗年报

图 5.2 2017-2021 年资产负债率对比

(3) 营运能力分析

营运能力是指企业基于外部市场环境的约束，企业营运资产的效率与收益。

① 纵向分析

表 5.5 鱼跃医疗 2017-2021 年营运能力指标

	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年
应收账款周转率 (%)	5.42	5.24	5.10	8.84	12.97
存货周转率 (%)	4.20	3.91	3.39	3.36	3.19
流动资产周转率 (%)	0.81	1.05	1.15	1.42	1.13
固定资产周转率 (%)	7.01	7.13	3.95	3.76	3.63
总资产周转率 (%)	0.57	0.62	0.62	0.75	0.63

数据来源：巨潮资讯网整理所得

从表 5.5 中可以发现,鱼跃医疗 2017-2021 年应收账款周转率呈现下降又上升的趋势。虽然 2017 年-2019 年应收账款周转率有所下降,但是其应收账款周转天数从 94.11 天缩减到 86.07 天,2021 年为 27.75 天,说明企业资金回流速度大大提升。另外,存货周转率、固定资产周转率逐年下降,2019 年固定资产周转率下降最为明显,这是因为企业实施新战略,投入了大量基础设备。企业的流动资产周转率和总资产周转率的总体变化不大。总资产周转率 2020 年比 2019 年提升了 0.13,这是企业进行信息化建设的结果。总体来看,企业的营运能力还需进一步提高。

② 横向分析

表 5.6 九安医疗 2017-2021 年营运能力指标

	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年
应收账款周转率 (%)	5.82	5.77	7.39	16.61	6.55
存货周转率 (%)	1.90	1.78	2.31	3.67	1.93
流动资产周转率 (%)	0.45	0.56	0.72	1.47	1.06
固定资产周转率 (%)	2.94	2.81	3.47	10.16	13.12
总资产周转率 (%)	0.27	0.28	0.37	0.91	0.75

数据来源:巨潮资讯网整理所得

从表 5.6 中可以发现,九安医疗 2017-2021 年相关的营运指标中只有固定资产周转率在 2019 年之后稍强于鱼跃医疗。就以总资产周转率来说,九安医疗 2020 年的数据增加明显,但随后就是继续下降,说明自身的资产效率还是较低。二者的横向对比结果显示,鱼跃医疗的营运资产效率较高。



数据来源：鱼跃医疗和九安医疗年报

图 5.3 2017-2021 年总资产周转率对比

(4) 发展能力分析

企业的发展能力是反映企业未来能够持续经营发展的能力，它对企业的可持续发展产生重要作用。

① 纵向分析

表 5.7 鱼跃医疗 2017-2021 年发展能力指标

	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年
营业收入增长率 (%)	34.14	18.12	10.82	45.08	2.51
总资产增长率 (%)	13.99	4.27	15.26	26.36	19.20
营业利润增长率 (%)	26.25	13.65	9.49	136.46	-16.00
净利润增长率 (%)	18.45	22.82	3.50	133.74	-15.73
净资产增长率 (%)	6.66	4.34	11.02	22.51	11.22

数据来源：巨潮资讯网整理所得

从表 5.7 中可以看出，鱼跃医疗 2017-2019 年的营业收入增长率、营业利润增长率、净利润增长率都有所下降，这是因为行业内的同质化产品竞争激烈，鱼跃医疗的传统家用医疗器械产品增长速度已逐渐放缓，致使利润率不高。但是企业的总资产增长率、净资产增长率又呈现上升趋势，说明企业还是具有一定的销售能力，资产利用效率较高。2020 年企业受外部大环境影响，抓住机遇，大力生产与销售，各项发展能力指标表现较好。紧接着 2021 年企业的发展能力相关

指标又随着突发公共卫生事件好转而回落到企业的实际水平。尤其是营业利润增长率和净利润增长率在 2021 年为负，也是说明企业的价值扩张速度大大减速。但是企业在行业排名来看，总资产规模并不算大，这几年的同比增速确很快，这说明鱼跃医疗的发展态势较好。

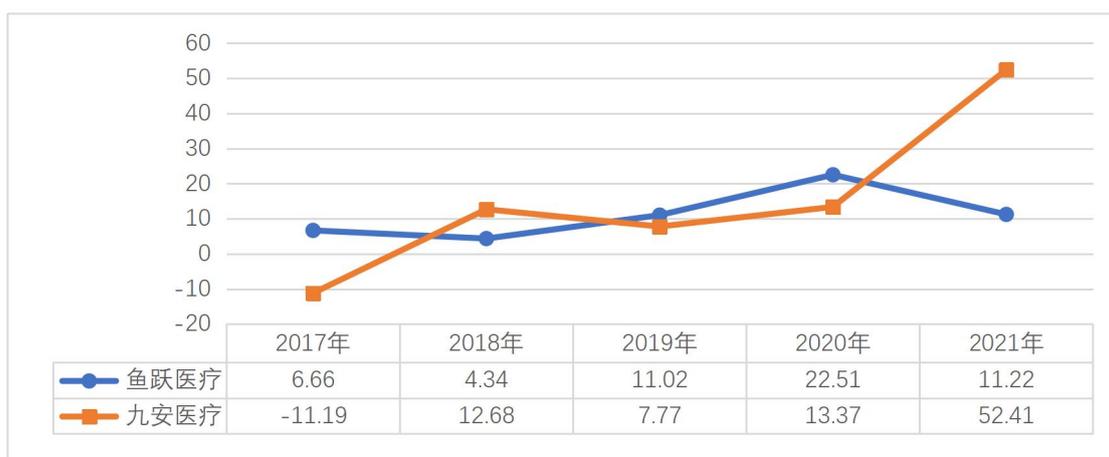
②横向分析

表 5.8 九安医疗 2017-2021 年发展能力指标

	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年
营业收入增长率 (%)	42.32	-5.69	25.25	184.36	19.86
总资产增长率 (%)	-10.95	-9.05	1.68	26.71	59.86
营业利润增长率 (%)	-2185.3	-	-	1061.79	320.20
净利润增长率 (%)	-1244.0	-	423.77	264.68	274.96
净资产增长率 (%)	-11.19	12.68	7.77	13.37	52.41

数据来源：巨潮资讯网整理所得

从表 5.8 中可以发现，九安医疗 2017-2021 年各项发展能力指标波动较大，2017 年和 2018 年的财务数据出现负值，说明九安医疗的发展能力十分不好。与其相比，鱼跃医疗发展能力的各项指标比较稳定，成长性更好。



数据来源：鱼跃医疗和九安医疗年报

图 5.4 2017-2021 年净利润增长率比较

总体来看，鱼跃医疗 2017-2021 年的毛利率不断上升，净资产收益率保持在

13%以上，整体盈利能力较强；负债结构中，鱼跃医疗也保持了很低的资产负债率，基本没有有息负债，但是短期偿债能力不足，长期来看说明企业经营风险是很低；净资产增长率上升明显，说明企业发展势头不错。由此看来，鱼跃医疗依旧处于快速增长阶段，其竞争优势较大。

（5）自由现金流分析

①现金流结构分析

表 5.9 鱼跃医疗 2017-2021 年现金流量汇总（单位：亿元）

	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年
经营活动产生的现金流量净额	2.42	7.98	6.14	28.31	12.01
投资活动产生的现金流量净额	-3.06	-10.66	-5.53	-15.58	-18.29
筹资活动产生的现金流量净额	-2.08	-1.47	-1.66	-4.54	7.75
现金及现金等价物净增加额	-2.87	-3.92	-0.98	7.06	1.19

数据来源：鱼跃医疗年报所得

不同的现金流组合对企业收益质量的影响不同。从表 5.9 中可以看出，鱼跃医疗 2017-2021 年经营现金流呈现波动变化的趋势。2020 年，企业的经营现金流增加到 28.31 亿元，表明企业的资金流十分充足。这源于突发公共卫生事件带来的新机遇。与此同时，投资现金流净额也增加了将近三个百分点，为 15.58 亿元。尽管在 2021 年，企业的经济活动所产生的现金流净额减少了 57.57%，但是这很大程度上是因为在去年的突发公共卫生事件中，企业实行了款到货定的规定，而现在，企业的销售额已经恢复到了突发公共卫生事件时期前的正常信贷和账期。

另外，行业的原材料价格上涨致使企业对重要原材料进行了战略储备。

总之，鱼跃医疗的现金流量组合为经营净流量（正）、投资净流量（负）、筹资净流量（负，仅 2021 年为正）意味着经营状况良好，说明鱼跃医疗在偿还债务后，还有剩余资金来维持企业的投资活动。

② 现金流量分析

表 5.10 鱼跃医疗 2017-2021 年现金流相关指标

	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年
营业利润现金净含量 (%)	35.45	102.83	72.27	140.86	71.16
公司自由现金流 (亿元)	15.34	14.88	12.18	21.16	-10.99

数据来源：国泰安数据库

从表 5.10 中可以看出，鱼跃医疗 2017-2021 年的营业利润现金净含量占比一直很高，尤其是 2020 年高达 140.86%，这说明企业可自由支配的现金流更多，企业可投资在高附加值环节的资金更多，企业经营状况良好。

5.1.2 基于经济增加值的价值创造效果分析

医疗器械行业不同于传统的制造业，它是具有半公益性与半市场性的特点且行业内的企业多注重研发投入，传统的企业价值评估方法会低估企业的表外资产，不能准确的评估企业的实际价值。另外鱼跃医疗正处于成长期，选取适宜的相对估值法更能全面准确地反映企业的内在价值。因此，文章在充分了解市场法、成本法、收益法的适用条件及局限性的基础上，选择了经济增加值的评估方法。经济增加值，简称为 EVA。它是将企业年报中披露的历史财务数据进行调整，考虑了企业的资本成本，计算结果相对客观。传统财务指标法下的计算结果往往未能体现股东利益最大化的目标，经济增加值正好改进了这一点，并着眼于企业未来发展的情况，做出客观评价。

其计算公式为： $EVA = \text{税后净营业利润} - \text{调整后资本} \times \text{加权平均资本成本}$

(1) 税后净营业利润计算

企业会计人员尤其要注意在运用经济增加值对会计科目调整时，应保证数据的可获得性。在取舍一定数量的会计科目后，最后的评估结果要便于企业管理层看懂理解。另外，基于鱼跃医疗是高新技术企业，所以它的企业所得税率为 15% 具体调整后的内容如下：

$\text{税后净营业利润} = \text{税后净利润} + \text{少数股东权益} + \text{研发费用} + \text{递延所得税负债} -$

递延所得税资产+（营业外支出-营业外收入）×（1-所得税税率）

表 5.11 鱼跃医疗 2017-2021 年税后净营业利润计算表（单位：亿元）

年份	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年
净利润	6.28	7.51	7.62	17.57	14.84
所得税费用	0.93	0.95	1.03	2.62	2.18
利息费用	0.05	0.04	0.08	0.15	0.30
息税前利润	7.26	8.50	8.73	20.34	17.32
息税前利润 × (1-T)	6.17	7.23	7.42	17.29	14.72
少数股东权益	0.36	0.24	0.09	-0.02	0.02
研发费用	1.26	1.52	2.35	4.01	4.26
递延所得税负债增加额	-0.15	-0.02	0.06	0.01	-0.10
递延所得税资产增加额	0.19	0.08	-0.02	0.48	0.22
营业外收入	0.40	0.73	0.18	0.16	0.19
营业外支出	0.03	0.04	0.03	0.07	0.05
税后净营业利润	7.14	8.30	9.81	20.73	18.56

数据来源：根据鱼跃医疗年报计算整理所得

从表 5.11 中可以看出，鱼跃医疗 2017-2021 年的税后净营业利润基本保持上升的趋势，2021 年出现下降，但下降幅度不大。这其中影响税后净营业利润的指标主要是税后利润以及研发费用。

（2）总投入资本计算

总投入资本是要在债务资本和权益资本的合计数基础上，再进行调整得出的。
调整后资本=平均所有者权益+平均负债合计-平均无息流动负债-平均在建工程

表 5.12 鱼跃医疗 2017-2021 年平均资本占用

年份	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年
平均所有者权益（亿元）	52.53	55.58	58.51	68.26	79.63
平均负债合计（亿元）	9.69	12.13	15.88	21.90	30.69
平均无息流动负债（亿元）	8.16	10.65	12.48	12.92	14.66
平均在建工程（亿元）	1.93	4.37	2.92	0.24	0.21
调整后资本合计（亿元）	52.13	52.69	58.99	77.00	95.45

数据来源：根据鱼跃医疗年报计算整理所得

(3) 加权平均资本计算

资本中包含权益资本和债务资本。加权资本成本则是以二者所占的比重为权重，加权平均计算得出。

其计算公式如下：

加权平均资本成本=权益资本/资本总额×权益资本成本率+债务资本/资本总额×税后债务成本

① 债务资本成本的计算

从鱼跃医疗 2017-2021 年的年报中查阅可知，鱼跃医疗的债务资本主要有短期借款和长期借款。鱼跃医疗的短期借款利率是选取央行公布的一年期银行贷款基准利率 4.35%，而由于 2021 年是企业首次进行长期借款，长期借款利率没有明确指出，文章则以企业长期借款利率区间的平均值为计算值。

表 5.13 鱼跃医疗 2017-2021 年债务资本成本

	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年
短期借款（亿元）	0.50	1.57	1.50	6.40	0.25
长期借款（亿元）	0.00	0.00	0.00	0.00	14.59
短期借款占比（%）	100.00	100.00	100.00	100.00	1.68
长期借款占比（%）	0.00	0.00	0.00%	0.00%	98.32
短期借款利率（%）	4.35	4.35	4.35%	4.35%	4.35
长期借款利率（%）	-	-	-	-	2.40
税前债务成本（%）	4.35	4.35	4.35	4.35	2.43
税后债务成本（%）	3.70	3.70	3.70	3.70	2.07

数据来源：根据鱼跃医疗年报计算整理所得

从表 5.13 中可以看出，鱼跃医疗 2017-2020 年的税后债务成本基本保持不变，2021 年税务债务成本值减小。总体来看，企业的税后债务成本主要是受短期借款影响。

② 权益资本成本的计算

采用资本资产定价模型计算权益资本成本。

具体计算公式为： $R=R_f+\beta\times(R_m-R_f)$

其中： R 是权益资本成本； R_f 是无风险收益率； R_m 是市场平均收益率； (R_m-R_f) 是市场组合的风险溢价； β 系数指的是单个股票相对于整个股票市场的变动情况，是一种系统风险指数。

无风险收益率通常是投资者基本不需承担任何风险就可获得的最低收益。国外的资本市场一般选取短期的国债利率作为无风险收益率来计算分析，而鉴于我国的资本市场还不够成熟，则是选取中国人民银行的一年期基准利率作为无风险收益率。市场风险溢价 (R_m-R_f) 的指标则是选取2017-2021年我国国家统计局统计的国内生产总值增长率。 β 系数则是选取国泰安数据库中鱼跃医疗2017-2021年的250个交易日流通市值的加权值。

表 5.14 鱼跃医疗 2017-2021 年权益资本成本

年份	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年
无风险收益率 (%)	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50
市场风险溢价 (%)	6.90	6.70	6.00	2.20	8.40
β 系数 (%)	1.26	0.90	1.00	0.36	0.79
权益资本成本 (%)	10.19	7.53	7.5	2.23	8.14

数据来源：国泰安数据库整理所得

从表 5.14 中可以看出，鱼跃医疗 2017-2021 年的权益资本成本呈现先下降后上升的趋势。这主要是受市场风险溢价和 β 指数的影响。但是 β 指数的影响更大，也会影响后面的加权平均成本值发生很大的变化。

另外，根据鱼跃医疗的年报计算出权益资本和债务资本所占资本总额的比重，为加权平均资本成本的结果奠定基础。其资本结构如下：

表 5.15 鱼跃医疗 2017-2021 年资本结构

年份	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年
股权资本合计 (亿元)	55.71	55.45	61.57	74.95	84.30
债务资本合计 (亿元)	10.58	13.67	18.09	25.70	35.68
资本总额 (亿元)	66.29	69.11	79.66	100.70	120.00
权益资本比例 (%)	84.04	80.23	77.29	74.43	70.25
债务资本比例 (%)	15.96	19.78	22.71	25.52	29.73

数据来源：根据鱼跃医疗年报计算整理所得

表 5.16 鱼跃医疗 2017-2021 年加权平均资本

年份	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年
债务资本成本 (%)	4.35	4.35	4.35	4.35	2.43
税后债务资本成本 (%)	3.70	3.70	3.70	3.70	2.07
权益资本成本 (%)	10.19	7.53	7.50	2.23	8.14
债务资本比例 (%)	15.96	19.78	22.71	25.52	29.73
权益资本比例 (%)	84.04	80.23	77.29	74.43	70.25
加权平均资本 (%)	9.15	6.77	6.64	2.60	6.33

数据来源：根据鱼跃医疗年报计算整理所得

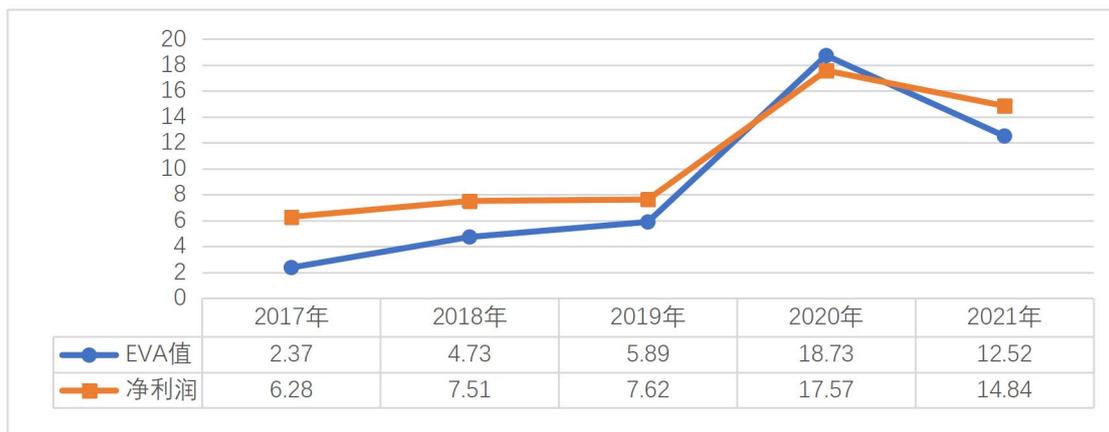
从表 5.16 中可以看出，鱼跃医疗 2017-2021 年的加权平均资本呈现先下降后上升的趋势。总体维持在 6% 的水平。企业的权益资本比例占比较大，这也正是轻资产运营企业应具备的特征之一，即内部融资为主。

(4) 经济增加值 (EVA) 计算

表 5.17 鱼跃医疗 2017-2021 年 EVA 值

年份	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年
税后净营业利润 (亿元)	7.14	8.30	9.81	20.73	18.56
调整后资本 (亿元)	52.13	52.69	58.99	77.00	95.45
加权平均资本 (%)	9.15	6.77	6.64	2.60	6.33
经济增加值	2.37	4.73	5.89	18.73	12.52

数据来源：根据鱼跃医疗年报计算整理所得



数据来源：根据鱼跃医疗年报计算整理所得

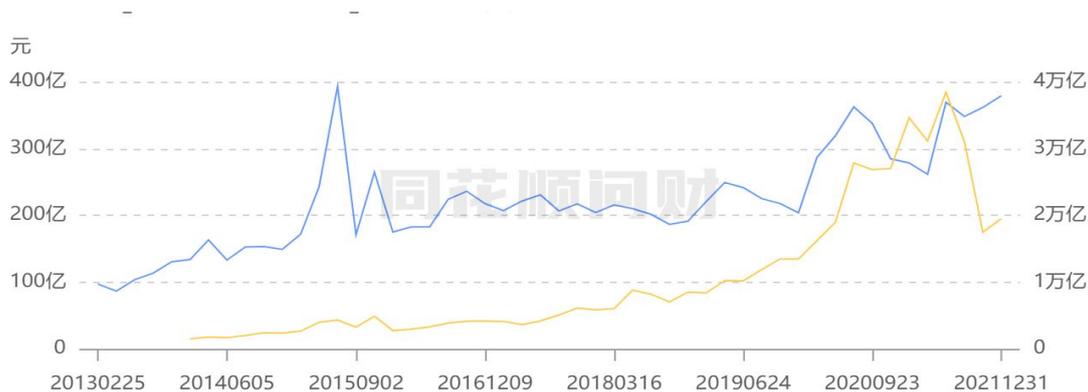
图 5.5 鱼跃医疗 2017-2021 年 EVA 与净利润对比分析

从表 5.17 中可以看出，鱼跃医疗 2017-2021 年的经济增加值都为正，除了 2021 年受外部大环境的再次影响，其余年份的经济增加值都是比上一个年度有所增加。尤其 2020 年，鱼跃医疗的经济增加值增加了近 4 倍，充分说明企业利用自身核心优势，抓住当下人们对医疗物资的迫切心理，实现自身的业绩提升，为企业股东创造出更大的利益，促进企业的价值提升。另外，从图 5.5 中可知，随着鱼跃医疗净利润的增加，其经济增加值也随之增加，基本保持同步。但是鱼跃医疗的经济增加值基本小于净利润，这说明企业在股权资本成本方面的管理有所疏忽，造成企业的业绩有所高估。

5.2 基于市场层面的价值创造效果分析

5.2.1 股价与市值

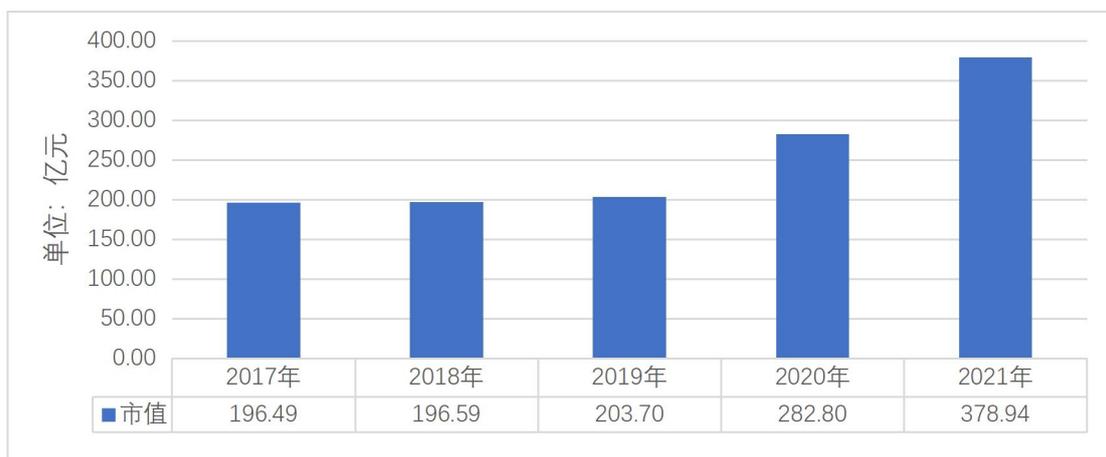
股票价格是市场反应的直接体现，如果一个企业的股票价值有所提升，对企业的知名度以及价值也是有所提升的。市值反映一家公司市场总资本在股票市场的可变现价值。企业价值的创造大小是决定市值的核心因素。



数据来源：鱼跃医疗年报

图 5.6 鱼跃医疗股价市值变动图

通过对同花顺财经软件上查到的鱼跃医疗 2017—2021 年的股价变动图进行分析（蓝色线条代表鱼跃医疗的市值，黄色线条代表行业的市值）。从图 5.6 中可以看出，企业的股价在 2015 年呈现明显的上升趋势，这是因为企业明确总体战略，各方面积极改革，取得一定的成绩。之后企业的股价也一直呈现上升的趋势。在 2020 年突发公共卫生事件的影响下，企业的股价又呈现快速增长的趋势。但随着突发公共卫生事件好转，企业的股价随之下降，产品业绩回落。总体来看，企业的股价市值一直处于行业的平均值之上。



数据来源：鱼跃医疗年报

图 5.7 鱼跃医疗市值情况

企业的运营模式影响着企业价值创造，上市公司的市值在一定程度上反映了

投资者对企业盈利模式的评价。如图 5.7 所示,近五年来,鱼跃医疗的市值增长速度很快。2021 年市值已上升至 378.94 亿元,而行业均值为 165.44 亿元,企业的总市值排名为第五名。这也在一定程度上反映了鱼跃医疗在轻资产运营模式下的企业价值提升效应明显,得到资本市场的一直看好。

5.2.2 企业价值倍数

企业价值倍数是一种相对估值法,反映所有投资人所获得的税前收益水平。它剔除了折旧政策、长期投资水平等非运营因素,更为全面地展示企业的真正价值。企业价值倍数越小,越是说明企业的外在投资价值水平好,越能被投资者看好。其计算公式如下:

$$\text{企业价值倍数} = \text{EV} / \text{EBITDA}$$

$$\text{EV} = \text{市值} - \text{净负债} (\text{总负债} - \text{总现金})$$

$$\text{EBITDA} = \text{EBIT} (\text{净利润} + \text{所得税} + \text{利息支出}) + \text{折旧费用} + \text{摊销费用}$$

表 5.18 鱼跃医疗 2017-2021 年企业价值倍数 (单位: 亿元)

	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年
市值	196.49	196.59	203.70	282.80	378.94
总负债	10.58	13.67	18.09	25.70	35.68
总现金	0.46	6.58	16.96	17.92	52.35
EV	186.37	189.50	202.57	275.02	395.61
EBITDA	8.22	9.19	9.71	23.61	19.21
企业价值倍数	22.68	20.61	20.86	11.65	20.59

数据来源: 国泰安数据库

从表 5.18 中我们可以看出,鱼跃医疗的企业价值倍数处于波动变化状态。企业价值倍数先下降后上升,再次下降后上升。这主要是受到企业价值和净利润的影响。2020 年企业价值倍数下降明显,是因为净利润增加较多,说明企业的运营效果良好。虽然 2021 年企业摊销前的收益下降,但企业的价值倍数上升。这将有助于企业在剥离不可抗力因素后,真正反映企业的经营业绩水平。

5.3 小结

基于第四章的内容,我们可知鱼跃医疗在轻资产运营模式下通过价值链的各个环节实现价值创造,体现了企业价值创造的整体过程。本章针对鱼跃医疗实现的价值创造效果进行分析,主要是分为财务层面、市场层面。首先从传统的财务指标角度纵向分析企业 2017-2021 年的四大能力变化情况,并选取九安医疗作为对比公司进行横向分析,综合发现企业的成长性较好,现金流较为充足。但其短期偿债能力较弱,存在一定的财务风险。其次,借助衡量企业价值创造能力的 EVA 研究工具对企业的财务表现进行分析,可以发现企业的经济增加值数值为正且呈现波动变化的趋势,体现出企业的智力资本不仅创造价值,还创造出的价值效果较好。最后在企业的市场层面,企业的股价变化与价值倍数反映出企业实现价值增值,未来的潜在价值较大。综上所述,轻资产运营模式是利于企业发展的,帮助企业提升自身的竞争实力,创造出价值。

6 结论与启示

6.1 结论

文章从现实背景中选题,通过对鱼跃医疗如何实施轻资产运营模式创造价值展开了深入的研究,具体分析其实现价值创造的过程以及所取得的效果。最后研究发现鱼跃医疗在轻资产运营模式下实现了价值创造,进一步提升了核心竞争力。文章得到以下结论:

第一:轻资产运营模式下有助于企业优化资本结构。在轻资产运作模式下,大多数企业都是以内部来源的融资为主要方式,权益融资占比较大,债务融资占比较少。但是这会导致企业对短期债务的关注过多,短期偿债压力大。如果资金周转不开,将导致企业的财务风险增大。通过了解鱼跃医疗 2021 年的财务数据可知,企业首次向银行进行了长期借款,这实际上能有效的降低企业资金资本成本,提高企业在筹资中使用财务杠杆的能力。另一方面,企业可以通过适当的分散股权,降低一定的股权集中度,合理的股权结构将更利于企业的长期发展。

第二:轻资产运营模式下有助于企业实现价值链再造。鱼跃医疗不仅践行着传统价值链下的基础活动与支持活动,还结合时代发展趋势,进一步延伸了企业的价值链路径。在价值网的价值创造上,企业与更多的主体之间实现资源互补或交换,充分发挥着自身的核心竞争优势。在这个非线性的价值网络中,鱼跃医疗的产业链趋向于动态化、复杂化。最明显的是,企业改变以自身利益最大化的理念,强调顾客需求为中心,充分释放创新活力并整合多种资源优势,积极营造互利共赢的医疗生态圈。可见,轻资产运营模式很大程度上改变了企业的战略理念,促使企业实现价值创造。

第三:轻资产运营模式下有助于企业加大信息化建设。鱼跃医疗的领导人吴群在 2013 年实施轻资产运营模式的同时就开始留意数字化的发展方向,可以发现企业巧妙利用自己的数据资产,开发新型数字化产品,更加贴合当下消费者的需求意愿,在产品的销售过程中,注重发展线上业务,建立相关数字化平台,为价值网内的资源流通提供力量。另外,企业内部的组织结构发生变化,更加注重企业与员工的关系,强调互利共赢的思维理念。总体上,企业的数字化建设融合

了多种数据资源，整体的技术融合能力大大提升，为企业在多元化的应用场景下更好发展提供动力。

6.2 启示

6.2.1 优化资本结构，降低财务风险

我们可以发现，轻资产运营模式下的企业最主要就是对自身所拥有的资源进行合理分配，进而提升资源使用效率。如果企业负债结构中出现的短期资本过大，长期资本比例过低，也是需要进一步调整的。因为短期资本过大，越说明企业依赖短期资金，但这需要企业的资金链足够稳定，一旦资金周转不开，就会给企业的还债带来更大的压力。因此，企业应控制短期资本和长期资本在一个合理的范围里，从而降低财务风险。企业可通过对自身的风险承受能力进行测试，对其风险的最低承受能力进行评估，从而充分发挥出财务杠杆的功能。尤其是企业在对外融资时，可以通过融资租赁或者与政府合作，拓展多元化的融资渠道。另外，轻资产运营模式下企业的应收账款资金往往会存在延迟收回的现象，这使得企业的现金流被无效占用，企业可以优化应收账款制度或者借鉴类金融模式，利用独有的资源优势占用供应商的资金，减少外部融资，提升资金的管理水平。还有一点，企业的股权集中度过高也不利于企业的经营管理，可以适当分散股权，一定程度上利于管理层决策，实现价值创造。

6.2.2 延伸传统价值链，扩大升值空间

轻资产运营模式通常分为局部轻资产和全面轻资产。局部轻资产是强调企业侧重某一方面的轻资产化，如“类金融”模式、知识产权模式、增值型网络服务模式、品牌型模式。全面轻资产则是指企业运用价值链理论来实现价值创造。鱼跃医疗正是全面轻资产的代表企业。它关注企业价值链的两端，即把重点放在研发设计和营销宣传环节，从而提升企业价值。但这都是传统价值链的内容，鱼跃医疗取胜的关键还是对价值链进行延伸，创新价值路径，把握发展机遇。尤其是企业在下游环节的发展上，利用自身开发的大数据平台及时有效地获取用户信息，精准挖掘新用户群体，为企业的业务扩张积累用户资源。因此，不同的企业或行

业都可借鉴这一点成功经验，走适合自己的发展道路。企业要明白企业间的竞争已不是单个的竞争，而是整个生态圈的竞争。这种竞争更需要企业积极培育核心竞争力，整合外部的优势资源，构建自己的护城河壁垒。

6.2.3 加大数字化建设，提升技术水平

轻资产运营模式下的企业，拥有先进的科学技术水平是尤为重要的。鱼跃医疗主要通过建立大数据平台，研发数字化产品以及优化组织管理来完善企业的经营管理模式。可见，企业需要重视内部的数字化建设，加速数字资源的成果转化，有效地提升企业的技术水平。首先，数字化建设是时代所驱，数字经济已遍布人类的日常生活中。企业要想发展，就要积极发展数字技术来实现整体的颠覆式创新。其次，数字化建设还需企业积极培训优秀的数字化人才，打造一支强硬的技术队伍。不同层面的数字化人才所具备的能力不同，宏观层面的数字化人才往往能够预测数字化的发展趋势并制定出数字化的发展战略，而在微观层面上的数字化人才通常具有较高的数字技术服务水平。最后，数字化建设需要企业领导者的顶层设计，引领着企业的数字化建设方向。总之，在轻资产运营模式下的企业，离不开数字化的建设，其优秀的数字化能力会进一步优化自身的经营模式。

参考文献

- [1]A Resource-Based View of the Firm[J]. Birger Wernerfelt. Strategic Management Journal, 1984(2).
- [2]Anne Millen Porter. The Virutal Corporation: Where is it? [J]. Purhchasing Boston, 2000(3): 40-48.
- [3]Applegate L. M. Corporate Information Systems Management: Teaching Manual [J]. 1996:137-140.
- [4]Ashita Agrawal. Does EVA Beat ROA and ROE in Explaining the Stock Returns in Indian Scenario? An Evidence Using Mixed Effects Panel Data Regression Model [J]. Management and Labour Studies, 2019, 44(2): 103-134.
- [5]Alfred Rappaport. Creating Shareholder Value[M]. New York: Free Press, 1986: 102-110.
- [6]Barney J. Firm Resources and Sustained Competitive Advantage [J]. Journal of Mangement, 1991, 17(1): 99-120.
- [7]Hani M, Dagnino. G B. Global network coopetition, firm innovation and value creation [J] . Journal of Business and Industrial Marketing, 2020, 36(11): 1962-1974.
- [8]James M. The golden trajectory: a shortcut to value-added business [M]. Beijing: Machinery Industry Publishing House, 2001.
- [9]John W. Hill, Thomas L. Zeller. The new value imperative for privately held companies: The why, what, and how of value management strategy [J].Business Horizons, 2008, 51(6): 541-553.
- [10]Joseph Gerald Bourke. Failure of play on asset disposals and share buybackks: Application of game theory in the international hotel market [J]. Tou-rism Management, 2020(04): 52-56.
- [11]MacDiarmid J, Tholana T, Musingwini C. Analysis of key value drivers for major mining companies for the period 2006–2015 [J]. Resources Policy , 2018, 56: 16-30.

- [12]Modigliani,Miller.The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment [J]. Amerian Economic Review, 1958.
- [13]Poter, M. E. Competitive advantage [Z]. New York: Free Press,1985.
- [14]Surdu G.The Internationalization Process and the Asset-Light Approach[J]. Romanian Economic and Business Review, 2011(6): 211-214.
- [15]Yu X. The Impact of Asset-Light Strategy on Companies Profitability [J]. Journal of Advance in Economics and Finance, 2018(2): 27-32.
- [16]毕海艳. 以价值管理为视角推进财务转型的策略[J]. 现代商贸工业, 2018 (34) :92.
- [17]曹凤怡. “智能+”背景下制造企业价值创造核心影响因素研究[D]. 北京:北京交通大学, 2020.
- [18]陈银霜. 轻资产运营下企业价值创造路径研究[D]. 华侨大学, 2020.
- [19]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.
- [20]戴谢尔, 代明. 轻资产运营“轻”在哪里[J]. 特区经济, 2008 (09) :120-121.
- [21]顾海英. 上市企业价值创造的驱动因素研究[J]. 财会学习, 2019(29) : 186+188.
- [22]李端生, 王东升. 基于财务视角的商业模式研究[J]. 会计研究, 2019 (06) :63-69+95.
- [23]李连燕, 张东廷. 高新技术企业智力资本价值创造效率的影响因素分析——基于研发投入、行业竞争与内部现金流的角度[J]. 数量经济技术经济研究, 2017, 34 (05) :55-71.
- [24]李志刚, 韩炜, 何诗宁等. 轻资产型裂变新创企业生成模式研究——基于扎根理论方法的探索[J]. 南开管理评论, 2019, 22 (05) :117-129.
- [25]刘爽, 王军辉, 刘玉锁. 轻资产企业价值评估的探讨[J]. 会计之友, 2014 (20) :48-52.
- [26]刘玮, 刘胜. 关于经济增加值 (EVA) 在企业价值管理实践中的思考[J]. 统计与管理, 2017 (11) :156-157.
- [27]茆薇. 轻资产运营模式撬动企业价值最大化——基于腾讯公司的财务案例研

- 究[J]. 新会计, 2013, (11):26-29.
- [28]莫磊, 黄鹏程, 杨柳. 研发投入、供应链社会责任管理与公司价值——基于内外价值链有机协同的视角[J]. 中国注册会计师, 2018, (03):56-62+3.
- [29]裴正兵. 酒店轻资产盈利模式前提、方式与财务绩效评价——华天酒店轻资产经营案例分析[J]. 财会月刊, 2017(13):106-110.
- [30]邵建军, 张世焦. 轻资产运营企业会倾向于内源性融资吗?[J]. 财会通讯, 2019, 40(24):101-104.
- [31]沈奇, 鲍一鸣. 新形势下房地产企业轻资产转型举措研究——基于凯德与万达的实例[J]. 建筑经济, 2020, 41(04):13-16.
- [32]孙黎, 朱武祥. 轻资产运营[M]. 北京:中国社会科学出版社, 2003, 5-23.
- [33]孙朋旭, 徐丽军. 浅析轻资产运营模式与财务绩效[J]. 冶金管理, 2020(5):175+177.
- [34]孙艳霞. 基于不同视角的企业价值创造研究综述[J]. 南开经济研究, 2012(01):145-153.
- [35]王鹤春. 轻资产类型 TPL 企业管理创新过程:从企业家角度的分析[J]. 当代经济管理, 2012, 34(01):36-41.
- [36]王翎, 彭博. 海澜之家“轻资产”经营模式下的财务风险解析[J]. 会计研究, 2018(11):31-32.
- [37]王雍君. (4+3)EVA:业务规划与价值管理的利器[J]. 中国总会计师, 2019(02):32-34.
- [38]温素彬, 蒋天使, 刘义鹃. 企业 EVA 价值评估模型及应用[J]. 会计之友, 2018(02):147-151.
- [39]吴隽, 张建琦, 刘衡, 郭子生. 新颖型商业模式创新与企业绩效:效果推理与因果推理的调节作用[J]. 科学学与科学技术管理, 2016, 37(04):59-69.
- [40]吴晓霞. 轻资产企业价值相关性研究:兼论做大还是做强?[J]. 财经问题研究, 2018(12):137-143.
- [41]肖涵予. 庄园牧场价值创造能力评价及提升研究[D]. 沈阳工业大学, 2022.
- [42]谢志华, 敖小波. 管理会计价值创造的历史演进与逻辑起点[J]. 会计研究, 2018(02):3-10.

- [43]徐凤菊,张佳玉,钟娅红.基于广义虚拟经济的企业价值创造能力评价—以中航工业集团为例[J].广义虚拟经济研究,2017,8(4):30-37.
- [44]薛文艳.轻资产类公司的运营模式与财务管理[J].山西财税,2012(03):36-38.
- [45]杨柳,汤谷良.中国房地产企业的财务战略转型——以万科集团和绿地香港“轻资产”模式为例[J].财会月刊,2017,(04):76-80.
- [46]杨现锋,唐秋生.第三方物流企业的轻资产发展战略研究[J].重庆交通大学学报.2007,(7):15-17.
- [47]尹开国,施婷婷.股权制衡、管理层持股与技术创新投入——基于医药行业上市企业面板数据的分析[J].财会月刊,2020(02):125-128.
- [48]张瑞龙.创业板企业价值创造能力评价体系设计—基于灰色关联分析[J]财会通讯,2013(5):28-29.
- [49]张新民,祝继高.经营资产结构影响高商誉企业的市场价值吗—基于A股上市公司的实证研究[J].南开管理评论,2019,22(2):114-127.
- [50]张占贞.上市公司轻资产运营对企业财务竞争力影响研究[J].青岛科技大学学报,2016,32(9):26-30.
- [51]章阳,冯先正,程圆圆.手机行业的轻资产运营模式问题—以小米公司为例.经济研究导刊[J].2015(19):131-134.
- [52]郑雨楠.服装企业轻资产商业模式下的价值创造研究[D].福建农林大学,2022.
- [53]周元钧.轻资产运营模式对小米公司的价值创造影响研究[D].广西财经学院,2022.
- [54]周泽将,李鼎,王浩然.轻资产运营与企业风险承担:实证分析与影响路径[J].统计研究,2020,37(01):99-109.
- [55]周泽将,邹冰清,李鼎.轻资产运营与企业价值:竞争力的角色[J].中央财经大学学报,2020(03):101-117.
- [56]朱武祥,魏炜.重构商业模式[M].北京:机械工业出版社,2010:45-54.

致 谢

三年的研究生学习生涯即将结束，此刻我的心中充满不舍与感慨。这短短的三年时光里，我深感个人独立思考、深度思考的重要性。研究生的学习要以过硬的专业知识作为铺垫，在深入研究的过程中带着问题意识去深挖事物之间的联系，学会独立思考以及提出可行的解决措施。总之，我很荣幸有机会于此学习生活，并且我成长的背后离不开我的父母、老师、同学、朋友们对我的指导与帮助。

首先，我要感谢我的父母。尽管他们没什么文化，但他们竭尽所能给予我更好的生活。在面对挫折，我想要放弃时，总是鼓励我坚持，一定要坚持，付出总有回报。感谢你们给予我生命，教导我成人，我也会努力成为更好的人。另外，我也要感谢弟弟妹妹时常挂念着我，偶尔带给我不经意间的小惊喜。愿我们一家人平平安安，健康快乐！

其次，我要感谢我的导师郭恒泰。他严谨治学、认真负责的态度影响着我的的人生观。每一次组会的结束，都让我受益匪浅。在本次论文的写作过程中，老师耐心地解答我的疑问并针对我文中出现的问题一一指正，直至我的论文顺利完成。另外，老师也让我懂得要敢于展现自己，勇于挑战自我。愿您笑口常开，万事如意！

最后，我要感谢我的同学及朋友们。感谢高中时期的刘辉、朱妍老师，幽默风趣、认真负责的教学风格带给我很多的快乐；感谢徐晓晶、马欣、封月月、高南一直一直的温暖陪伴；感谢偶尔联系但依旧挂念着我的张馨馨，王雪；感谢时时支持我、关心我的朋友柴佳利；感谢师门小伙伴及 823 的室友任宝英、宋九元、齐丹蓉同学，她们独特的个人品质深深影响着我，激励着我前行。真的，真的，真的，很幸运认识你们，与优秀的你们一起成长，学会勇敢，学会做自己，真的很棒！愿我们一路前行，未来可期！

把时间留给自己，在热爱的生活里闪闪发光！