

分类号 \_\_\_\_\_  
U D C \_\_\_\_\_

密级 \_\_\_\_\_  
编号 10741



硕士学位论文  
(专业学位)

论文题目 轻资产商业模式下森马服饰  
价值创造路径及效果研究

研究生姓名: 岳倩蓉

指导教师姓名、职称: 董成 教授

学科、专业名称: 会计硕士

研究方向: 注册会计师

提交日期: 2024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： 岳倩蓉 签字日期： 2024.6.1

导师签名： 李成 签字日期： 2024.6.1

导师(校外)签名： 靳彦斌 签字日期： 2024.6.1

## 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： 岳倩蓉 签字日期： 2024.6.1

导师签名： 李成 签字日期： 2024.6.1

导师(校外)签名： 靳彦斌 签字日期： 2024.6.1

# **Research on Value Creation Path and Effectiveness of Semir Apparel under Asset-Light Business Model**

**Candidate : Yue Qianrong**

**Supervisor: Dong Cheng**

## 摘要

中国服装产业在国民经济中占据重要地位，然而受制于人工及原材料成本的攀升、消费者需求的升级与电商模式的迅速崛起，使企业面临着前所未有的挑战。针对此种困境，国务院印发的《中国制造 2025》中提到要进一步引导纺织业等产业向价值链高端发展，而轻资产商业模式的运用可以发挥关键作用。该模式可以使企业借助外包减轻负担，优化资源配置，从而获得竞争优势。鉴于森马服饰运用了轻资产商业模式并取得显著成果，故选择其进行深入研究。

本文在研究方法上综合运用了文献研究、案例研究和比较分析法，并以森马服饰作为研究对象。首先，论述了服装企业轻资产商业模式的实施背景、森马服饰的概况以及其轻资产商业模式的财务特征。其次，借助波特价值链分析模型，从内、外两方面对企业价值创造的路径进行分析。在内部价值链方面，加大研发设计投入、采取生产外包策略、推行品牌营销战略、布局全渠道营销网络、建设物流运输体系以及加强人力资源管理；在外部价值链方面，进一步强化与优质供应商合作并开拓新的客户群体。最后，从财务绩效和经济增加值两方面来分析和评价企业价值创造效应，并总结出启示供相关企业参考借鉴。

通过本文研究发现：轻资产商业模式通过影响企业内、外部价值链各环节的决策，从而形成能为企业创造超额收益的核心轻资产，并影响了企业价值驱动因素指标的数值，最终创造企业价值；轻资产商业模式有助于企业实现价值创造；轻资产商业模式的不同路径产生的价值创造效果不同。

**关键词：**轻资产 商业模式 价值创造 服装企业

## Abstract

China's garment industry occupies an important position in the national economy, but constrained by the escalating costs of labor and raw materials, the increasing consumer sophistication and the prevalence of e-commerce platforms, companies are facing unprecedented challenges. In response to this dilemma, the "Made in China 2025" issued by the State Council mentioned that it is necessary to further guide the textile industry and other industries to develop to the high-end of the value chain, and the use of asset-light business models can play a key role. This model allows enterprises to reduce the burden and optimize resource allocation with the help of outsourcing, so as to gain a competitive advantage. In view of the successful use of the asset-light business model and the remarkable results, Semir was selected for in-depth research and analysis.

In terms of research methodology, this paper comprehensively uses literature research, case study and comparative analysis methods, and takes Semir clothing as the research object. Firstly, the implementation background of the asset-light business model in the apparel industry, the general situation of Semir Apparel and the financial characteristics of its asset-light business model are discussed. Secondly, with the help of Porter's value chain analysis model, the path of enterprise value creation

is analyzed from both internal and external aspects, and the internal value chain should increase investment in R&D and design, adopt production outsourcing strategy, implement brand marketing strategy, lay out omni-channel marketing network, build logistics and transportation system and strengthen human resource management, and further strengthen cooperation with high-quality suppliers and develop new customer groups in the external value chain. Finally, the enterprise value creation effect is analysed and evaluated in terms of both financial performance and economic value added, and insights are summarised for reference by relevant enterprises.

Through this paper, it is found that: the asset-light business model influences the decision-making of each link in the internal and external value chain of the enterprise, thus forming the core light assets that can create excess returns for the enterprise and influencing the value of the enterprise value driver indicators, which ultimately creates the value of the enterprise; the asset-light business model contributes to the creation of the value of the enterprise; and the different paths of the asset-light business model have different effects on the creation of the value of the enterprise.

**Keywords:** Asset-light; Business model; Value creation; Clothing company

# 目 录

<b>1 引言 .....</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 .....	3
1.2.1 轻资产商业模式研究 .....	3
1.2.2 企业价值创造研究 .....	6
1.2.3 轻资产商业模式与企业价值创造关系研究 .....	7
1.2.4 文献述评 .....	8
1.3 研究内容与方法 .....	9
1.3.1 研究内容 .....	9
1.3.2 研究方法 .....	11
<b>2 相关概念与理论基础 .....</b>	<b>12</b>
2.1 相关概念 .....	12
2.1.1 商业模式 .....	12
2.1.2 轻资产商业模式 .....	12
2.1.3 企业价值创造 .....	13
2.2 理论基础 .....	13
2.2.1 价值链理论 .....	13
2.2.2 微笑曲线理论 .....	14
2.2.3 企业价值驱动因素理论 .....	14
<b>3 森马服饰轻资产商业模式案例介绍 .....</b>	<b>16</b>
3.1 服装企业轻资产商业模式实施背景 .....	16
3.1.1 我国服装行业发展现状 .....	16
3.1.2 服装企业轻资产商业模式应用情况 .....	17

3.2 森马服饰基本情况 .....	18
3.2.1 企业简介 .....	18
3.2.2 企业轻资产的构成 .....	20
3.2.3 企业的商业模式画布 .....	20
3.3 森马服饰轻资产商业模式的财务特征 .....	21
3.3.1 资产流动性较好 .....	21
3.3.2 固定资产占比低 .....	22
3.3.3 流动负债占比高 .....	23
3.3.4 研发费用占比高 .....	24
3.3.5 销售费用占比高 .....	25
<b>4 森马服饰轻资产商业模式下的价值创造路径分析 .....</b>	<b>26</b>
4.1 内部价值创造路径 .....	26
4.1.1 加大研发设计投入 .....	26
4.1.2 采取生产外包策略 .....	28
4.1.3 推行品牌营销战略 .....	29
4.1.4 布局多元渠道网络 .....	30
4.1.5 建设物流运输体系 .....	32
4.1.6 加强人力资源管理 .....	34
4.2 外部价值创造路径 .....	36
4.2.1 加强与优质供应商合作 .....	36
4.2.2 拓展下游客户群体 .....	37
<b>5 森马服饰轻资产商业模式下的价值创造效果分析 .....</b>	<b>39</b>
5.1 财务绩效分析 .....	39
5.1.1 盈利能力 .....	39
5.1.2 偿债能力 .....	43
5.1.3 营运能力 .....	46
5.1.4 发展能力 .....	50
5.2 经济增加值分析 .....	52
5.2.1 税后净营业利润 .....	52



5.2.2 资本总额.....	53
5.2.3 加权平均资本成本.....	54
5.2.4 经济增加值.....	56
<b>6 研究结论与启示.....</b>	<b>58</b>
6.1 研究结论.....	58
6.2 案例启示.....	59
6.2.1 坚持培育符合自身定位的核心轻资产.....	59
6.2.2 推进多样化销售渠道的建设.....	60
6.2.3 适时更新企业自身商业模式.....	60
6.3 不足与展望.....	61
<b>参考文献.....</b>	<b>62</b>
<b>后记.....</b>	<b>65</b>

# 1 引言

## 1.1 研究背景及意义

### 1.1.1 研究背景

2015年5月，国务院印发《中国制造2025》，全力推动我国制造业的结构调整，给予了重点行业、高端产品以及关键环节以优质的技术改造扶持，从而全面提升了设计、制造、工艺和管理的专业水平，进一步引导轻工业、纺织业等产业向价值链高端发展。同时，国家也正在加快对轻工业、纺织业、食品加工业、电子信息业等多个领域内的生产设备进行智能改造，力求提高精密制造和灵敏制造的综合实力。从纺织服装产业链的角度分析，服装加工环节仅仅能获取到服装品牌所产生10%~20%的商业利润，而在品牌运营方面，却能攫取40%~50%的利润，商业渠道运营同样能够获得高达30%~40%的商业价值。美国、日本以及一些欧洲国家主要处在纺织服装产业链中的品牌运作、创意设计、设计研发、高端生产、贸易及流通环节，而我国以及一些东南亚国家却仍处于加工生产环节。因此，为了推进我国纺织产业能够向价值链的高端发展，促使企业将资金集中在附加值高的研发设计、品牌管理、营销广告、售后服务等环节，轻资产商业模式无疑是不错的选择。

轻资产模式作为一种新型的商业模式，目前已经在互联网、家电、房地产等领域得以应用，同时外国服装品牌ZARA、Uniqlo等凭借着轻资产的优势在我国快速扩张，并获取超额收益，这无疑给国内服装企业带来巨大压力。与轻资产模式相比，我国纺织服装业传统的重资产模式随着日益增长的原材料和人工成本以及消费需求的高阶转变显现出了许多弊端。重资产模式鉴于对有形资产进行大规模投资，因而致使企业面临资产流动性降低、运营成本攀升以及自我调控机制欠佳等严重问题。而轻资产模式则有大量的流动资金用于额外的投资运作，同时将企业的重心集中在附加值高的研发和销售等环节，实现资本的合理分配，优化产业链和资产结构，为企业创造更大的价值。因此，轻资产的转型或许是我国服装行业转危为安的有效方法。

森马服饰通过采用轻资产商业模式，成功构建了其在行业中的领先地位，从品牌影响力、多种品牌运营平台和丰富运作经验、资源整合能力以及全渠道营销网络布局等，展现出其强大的核心竞争实力。此举使其旗下的森马品牌荣坐中国本土休闲装领导品牌的宝座；巴拉巴拉则在全线童装领域取得压倒性的市场占有率，数年来一直以其全国第一的市场份额稳占鳌头。本文选取森马服饰作为纺织服装业轻资产商业模式的代表，深入剖析该模式中价值创造的具体途径及其实现的效果，并在此基础上归纳案例启示，为其他服装企业转型升级或完善自身轻资产商业模式提供借鉴意义。

### 1.1.2 研究意义

#### （1）理论意义

通过对文献的梳理后发现，在当前国内及全球学术界，关于轻资产商业模式的财务策略及财务绩效的议题已有了颇为深入而广泛的研究讨论。然而，从核心资源创造价值的角度出发，全面解析企业价值创造过程和成效的研究尚待深入开展。根据目前经营环境的特点，企业管理层更加注重的是如何实现企业价值的最大化。为此，本文以轻资产商业模式以及其与价值创造之间的关系作为主要研究内容，尝试通过内部及外部价值链两方面，揭示这种商业模式在服装领域中价值创造的具体路径。除此之外，本文还从财务绩效和经济增加值两方面，分析轻、重资产这两种商业模式下服装企业价值创造效果的差异性。这不仅可以对这类相关研究课题进行深度拓展和补充完善，同时也有助于深化对轻资产商业模式在我国服装行业应用实例的解读，丰富案例素材。

#### （2）现实意义

部分行业如房地产、家电等，由于其在实际运作中早早就引入并采纳了轻资产商业模式并获取了显著的成就，因此，针对这些领域的专项研究亦持续地受到高度关注与重视。而本文以国内知名的服装企业森马服饰作为探讨对象，深入分析后认为此种商业模式实际上也适合于部分服装企业。通过运用价值链模型剖析企业实施这一模式所采取的具体策略，同时将之与轻、重资产模式的服装企业进行比较分析，将有助于更多的服装企业更加全面和准确地认识到轻资产商业模式所带来的实际影响及效益。本文借助成功实施轻资产商业模式的森马服饰作为案

例企业,期望能为国内传统服装企业转型升级或完善企业自身轻资产模式提供经验。

## 1.2 文献综述

### 1.2.1 轻资产商业模式研究

#### (1) 轻资产的内涵

在外国学者当中,率先明确提出轻资产这一创新理念并深入研究探讨的是 Wernerfelt (1984),他最先进行了概念的界定,认为轻资产主要指企业内所特有的、难以被他人轻易复制或者取代的一种宝贵资源,企业可以通过整合这些资源以形成其核心竞争力,为企业创造价值。Amit(1993)进一步明确了轻资产的范围,认为轻资产除了包括专利技术和品牌溢价等无形资产,也涵盖如客户网络、销售网络的市场资源以及如设计创新、人力资源管理等的资源整合能力。Marcello(2015)在对轻资产和重资产的特征进行深入分析比对的基础上,认为轻资产的独特性在于仅需较少的资本投入便能满足更大的需求,因此从资本利用率的角度来看,轻资产具有独到的优势。

而国内学术界对于轻资产的研究起步较晚。王晶(2006)认为,相较于大量占用资金的厂房、固定资产、土地产权等重资产,轻资产则是占用资金量少的如研发能力、企业品牌以及管理能力等资产。杨现锋,唐秋生(2007)进一步提出,企业文化以及营销方式等也属于轻资产,相较于重资产,轻资产除了占用资金少外,还有使用灵活、应变能力强、投资回报率高的特点。王军辉(2014)对于轻资产范畴中的关键内涵与具体表现形式做了全面的概述,他认为轻资产所涉及的核心组成部分包括专业技术、品牌声誉、客户关系、生产模式、人力资本、管理流程以及供应链网络等,而仅有少数轻资产以无形资产的形式呈现在企业财务报表之中,绝大部分轻资产却难以通过官方的财务报表反映出来。牟晶晶(2014)则从轻资产的实质展开深入剖析,其认为轻资产的核心特性实际上是企业通过减少实际占用的资金规模来达到增加企业整体经济效益的资本配置架构。韩鹏(2018)提出轻资产往往是隐匿难辨的,很难从财务的角度进行明确界定,可以考虑将技术含量作为区分轻资产的一个重要标准。周泽将等(2020)从轻资产组合的角度出发,认为

企业通过整合其在长期积累中所建立的研发技术、品牌价值、人力资源、社会资本、企业文化等无形资产以获得更为理想的效益和成果。

## (2) 轻资产商业模式的内涵

20世纪80年代,麦肯锡管理咨询公司最先提出的轻资产模式,他们认为企业可以通过并购等手段将其生产环节外包,这样就可以将公司更多的资源集中于销售与服务等方面,也就是说,该模式下固定资产的比例低,企业以长期培育的品牌形象、核心技术、客户网络、营销网络等为支撑,充分发挥杠杆作用提高竞争实力,创造企业价值。Camarina-Matos(1998)提出所谓的轻资产商业模式即是企业的核心资源主要投入在具有强大竞争力的领域中,同时将其他部分进行外包或者舍去,在此种模式下,企业仅掌控产业链上的关键节点,这些节点便足以体现整个产业链所实现的成益,利用此策略将显著增强企业的营运及市场应变能力。Applegate L.M 等(1999)同样认为在轻资产商业模式下,企业通常会有效的整合企业生产经营过程中的每个环节,保留其中的核心部分,把不重要的环节外包。Maly 和 Palter(2002)提出轻资产商业模式的关键核心理念在于通过适度地降低对企业自身的投资,并将充裕的资金科学地投向最为盈利的项目上来。Surdu(2011)更详细地阐述了轻资产商业模式,即企业倾向于降低实物资产投入,转而将大量资源和资金投向诸如品牌塑造与推广、产品开发与创新、市场营销与销售以及客户服务等高度创收且回报丰厚的产业链环节,从而建立企业竞争优势的商业模式。

孙黎、朱武祥(2003)是中国最先定义轻资产商业模式的专家,其明确指出这一模式是企业合理利用现有资源的基础上,通过更少的资源投入,达成效益最大化设定的企业战略性管理模式。白仁春(2004)认为轻资产商业模式更偏向于将企业经营重心聚焦于产业链体系中的高附加值环节,通过不断优化和强化自身的轻资产实力,从而提升企业的竞争优势,最终实现企业价值的最大化。杨现锋、唐秋生(2007)通过对运用此商业模式的物流公司进行深度分析之后,明确指出这一商业模式以顾客以及企业盈利为两大核心目标,调动企业所拥有的资源,特别针对产业链中利润最为丰厚的左右两端重点投入,从而使得企业能够专注于其核心业务的发展与提升,进而实现资金的高效运转。吕爽(2010)则指出所谓的轻资产商业模式实质上是一种“品牌+渠道”策略,即企业更加重视产品研发以及市场拓展等业务环节。孙天睿(2018)认为在轻资产商业模式中,应将知识资本视为

基石,进而融合技术、品牌等要素,最终实现投入资金最大效益。程松林和王怡晨(2020)经研究发现采用轻资产商业模式的企业在新冠疫情冲击下的表现相对较为稳健,这主要源于这类企业拥有相当充裕的流动资金以备不时之需,能够有效地应对不可预测的风险事件,从而降低了企业遭受的经济损失幅度。

### (3) 资产商业模式的判定与财务特征

林胜娜(2013)在深入分析众多企业数据基础上,提出两大评估标准来判定企业是否采用轻资产商业模式:其一,依据企业的整体资产架构来做出初步判断,即如果企业固定资产也就是企业主要重资产占总资产比例低于 30%,那么便可将其划定为轻资产模式的企业;反之,若这一比例超过 50%,那就可定义该企业为重资产模式的企业;其二,可以通过分析企业长期使用的固定资产占当期总营业收入的比重这一量化指标,如果这个数值在 20%以下,则意味着这家企业采取了轻资产模式运作。王智波与李长洪(2015)共同提出两种鉴别标准,其理念在于通过考察企业相关数据在行业中的地位,以此判断是否属于轻资产模式,具体来讲是固定资产占总资产的比率若处于所在行业的前 5%或者销售费用占销售收入比例位于行业后 5%(从小到大排序)。汤谷良、高原(2016)基于全面综合的评估和推断,总结出以下五条判别标准:企业生产主要倚赖 OEM 模式、企业资金来源主要内源化、企业现金流比较充裕、企业拥有高效的供应链管理系统、企业一般不愿采用现金分红。

针对轻资产商业模式的财务特征,戴天婧等(2012)运用苹果公司作为典型案例分析,挖掘到此类企业的特点有:现金储备高、资金周转快、有息负债少、销售和研发支出高、存货及固定资产占比低等。刘闲月、林峰等(2012)则更深入地探讨该模式的概念、动因及其战略优势,并概述了其独特的资产特性包括:规模相对较小但质量上乘、形态较为软化、投入资源相对较少、价值在静态条件下低而在动态调控下较大。杜海霞(2015)则持有不同观点,其通过对华谊兄弟公司的财务指标分析后发现,并不是所有行业的生产制造环节都是低附加值环节,同时也不是所有企业均可以依靠高现金流储备控制上下游企业,据此其提出轻资产模式应具备的两个特征:企业主营业务属于价值链的高附加值领域,且具备主导并掌控其它环节的实力。张家明(2019)分析得出轻资产模式企业应充分利用信用政策、掌握由研发和销售费用支撑的核心竞争力。周泽将等(2020)进一步表示轻资

产商业模式有效地缓解了公司内部的融资压力,减少了有息负债的占比,提高了企业在研发上的投入,同时提升了其投资水平,从而显著增强了公司的风险承受能力。李者聪(2021)指出当前的轻资产模式呈现出明显的金融化趋势,这意味着其各个环节皆受到资本市场的深度介入,从而影响企业资本回报率。

## 1.2.2 企业价值创造研究

### (1) 企业价值创造的内涵

针对企业价值创造,Porter(2001)站在价值链的视角,认为企业的价值创造过程是立足于一种以满足各利益攸关方对利益最大化需求为核心的综合行为,该过程涉及到产品研发创新以及对价值链各环节的优化与调整,提高消费者使用产品或服务的整体价值,实现产品及服务的升级,从而最终达成自身价值创造的目标。Ulaga(2002)则对供应商的因素进行了额外的思考进一步从价值产生的来源将价值创造分为三类:一是消费者角度,通过提升产品和服务的内在价值来达成价值创造;二是供应商角度,获取客户资产实现价值创造;三是二者结合角度,价值创造产生于协同合作。Chesbrough(2006)认为企业生产经营过程中形成的商业模式有价值创造和价值获取的功能。Kwang-Ho 和 Hyun(2016)在以顾客为主导的价值创造逻辑基础上,扩展出以为服务主导的逻辑,他们认为经济活动的参与者们均处于同一生态系统中,只有实现各方交互利益的协调才能实现价值共创。Telin 和 Eonyou(2021)通过分析集体价值创造的过程,明确了关键参与者在价值创造过程中的作用。

我国学者张鼎祖(2009)基于战略视角,从资源的获取、能力体系的构建和关系的建立等角度分析企业价值创造的机理,认为企业恰当地协调各利益方关系,统筹资源分配并建立战略联盟等是实现其价值创造的必不可少的途径。孙艳霞(2012)在前人研究的基础上,从生产要素、流程、客户和财务的角度,深入探讨了企业如何创造价值,相应的分析模型明晰了企业价值创造的过程机理。

### (2) 企业价值创造的评价方法

针于价值创造的评价方法,可以从企业价值的衡量角度考虑。当前,企业普遍采用三大主流分析方法以评估企业价值。一是基于现金流(FCF)的企业价值观。Rappaport(1986)认为企业的价值可以用企业在存续期间内预期产生的现金流量

的现值进行评估,因此持续的盈利是影响企业价值的关键要素。现金流折现模型中的三个核心要素是自由现金流量、资本成本和可持续发展能力,分别反映了企业的收益、风险以及成长性。二是基于经济增加值(EVA)的企业价值观。Stem Stewart(1991)认为经济增加值的折现值在一定程度上能够准确地反映出在特定时间段内投资者所实际创造出来的价值。经济增加值理论考虑了机会成本,反应了债务资本成本和股权资本成本,全方位的衡量企业在生产经营时所创造的真正价值。三是基于托宾 Q 的企业价值观。James Tobin(1969)在其著作中将企业价值明确定义为市场价值,而托宾 Q 值的概念则具体反映在企业的市场价值与其重置价值之比上。

我国学者吴超鹏与吴世农(2005)运用财务指标分析认为,运营状况优越的企业具备较强创造价值的实力,因此企业能否有效创造价值主要可从财务指标中反映出来。胡元林、蒋甲樱(2016)以自由现金流模型为基础,设计出一整套包括动态和静态的综合指标体系,搭建了以销售净利率、资产周转率、市场占有率、销售增长率等构成的企业价值创造四级评价指标体系,并通过对上市公司的实证研究来进行初步验证,从而证明这一方法具备相当的科学性及实践可行性。

### 1.2.3 轻资产商业模式与企业价值创造关系研究

Liou 等(2011)通过深入剖析了采取轻资产商业模式的电话通讯企业之后,发现轻资产商业模式能有效地帮助企业实现资源的最优配置,进而显著提升企业在市场中的核心竞争优势,促使企业实现价值的持续增值。Wen,Huang 和 Cheng(2012)对半导体产业的整体运营情况进行了全面深入的调查研究,结果显示,采用将生产环节外包出去的轻资产模式,企业的经营业绩及企业价值都会得到相应程度的改善与提升。Sohn,Shawn 等(2013)以美国的众多连锁酒店为例,经过深入分析后揭示出采取轻资产商业模式并精简重资产,同时加大管理投入力度的酒店,相比于同业竞争对手来说,展现出更为出色的盈利能力以及较高市场价值。Manisha Singal 等(2019)研究发现采用特许经营权的轻资产模式企业,随着无形资产比重的提高,企业价值也随之提高。

王智波,李长洪(2015)利用面板数据模型对中国工业企业进行分析,发现企业应更加关注其自身核心竞争力来实现企业增值效果,而非仅靠提高轻资产占比。而谢莉娟、王诗杼(2018)通过对工业制造行业企业进行实证研究后发现,国有企



业或大规模的重型工业企业不应轻易地转型为轻资产模式,否则会影响企业的长期稳定发展。吴晓霞(2018)通过回归分析我国中小板上市公司发现,轻资产比重与企业价值存在显著正相关关系,从而验证了轻资产模式可切实提升企业价值创造力。朱伟民等(2018)基于杜邦模型分析了服装业,指出轻资产模式能显著提升企业资产周转率以及对运营成本的控制力,从而提高盈利水平并增加企业价值。周泽将等(2020)通过对 A 股上市公司的财务数据分析后证实,轻资产商业模式不仅显著提升了企业竞争优势,而且其应用程度与企业价值呈正相关。盛明泉等(2020)同样对制造业企业进行研究,不同的是其发现轻资产商业模式通过提高企业的全要素生产率来实现企业的价值创造。

#### 1.2.4 文献述评

通过文献综述,发现轻资产这一概念最初由国外学者在深入研究企业资源的基础上加以界定。随后我国学者也立足于本国企业特性,对这一概念进行了总结与充实。虽然目前国内外尚未有轻资产概念的明确界定,但是对于其内涵和外延的研究日趋完善。而对于轻资产商业模式,从研究内容来看,国内外文献大多是关于概念、如何判定、财务特征等方面的研究,但是在学术领域中,尚未构建出完善且成熟的理论框架。此外,大量研究数据表示,轻资产商业模式与推动企业价值创造两者之间存在显著且密切的联系,轻资产商业模式有利于推动企业绩效提升并进一步增加企业价值。

虽然已有众多的学术研究成果揭示了轻资产商业模式与价值创造之间存在显著的关联性,但从已有的研究内容以及所运用的方法来看,大部分的论文主要关注于对商业模式进行简单的财务评价,或者采用实证的手段来探究这两种因素之间的关系。然而,对价值创造的具体路径及其产生的实际效果方面的详细研究则相对匮乏,且未形成一个系统框架,难以为实践提供有力指导。与此同时,各行各业对轻资产商业模式的实践策略与效果差异显著,但当前研究聚焦于互联网、房地产、家电和酒店等行业,针对服装业该模式的深入探讨却相对不足,而对于服装企业通过该模式实现价值创造的路径以及效果的研究更为缺乏。因此,本文以具备行业代表性的森马服饰为例,从价值创造路径和效果两个角度分析,对服装企业模式的转换和进一步发展具有重要参考价值。

## 1.3 研究内容与方法

### 1.3.1 研究内容

本文由六部分组成，具体如下：

第一部分：引言。首先阐述本文的研究背景和意义；其次通过梳理有关文献，明确本文的研究方向；最后介绍了本文的研究内容与方法。

第二部分：相关概念与理论基础。首先明确了商业模式、轻资产商业模式以及企业价值创造的概念；其次论述了本文分析所需的基础理论，为后文深入研究提供理论支撑。

第三部分：森马服饰轻资产商业模式的案例介绍。首先分析了服装企业轻资产商业模式实施背景；其次介绍森马服饰的基本情况，具体包括企业简介、其轻资产的构成以及商业模式画布；最后分析了其采用该模式后的财务特征。

第四部分：森马服饰轻资产商业模式下的价值创造路径分析。依据波特价值链模型，深入剖析森马服饰在内外部价值链上的价值创造路径，并绘制价值创造路径图，直观展示轻资产商业模式如何引导价值链各环节决策实现企业价值创造。

第五部分：森马服饰轻资产商业模式下的价值创造效果分析。从两方面进行分析评价：一是财务绩效方面，选取重资产模式的服装企业雅戈尔以及同为轻资产商业模式的美邦服饰作为对比企业，探究不同商业模式以及同一商业模式不同路径下价值创造效果的差异；二是经济增加值方面，对森马服饰在该模式下价值创造的大小进行量化，从而进行效果评价。

第六部分：研究结论与启示。对森马服饰在轻资产商业模式下价值创造的路径及效果研究的结论进行总结；基于案例分析，揭示出针对传统服装企业转型升级的以及如何改进现有轻资产商业模式的有效启示；最后指出本文研究的不足以及对未来研究的展望。

本文的研究框架如图 1.1 所示。

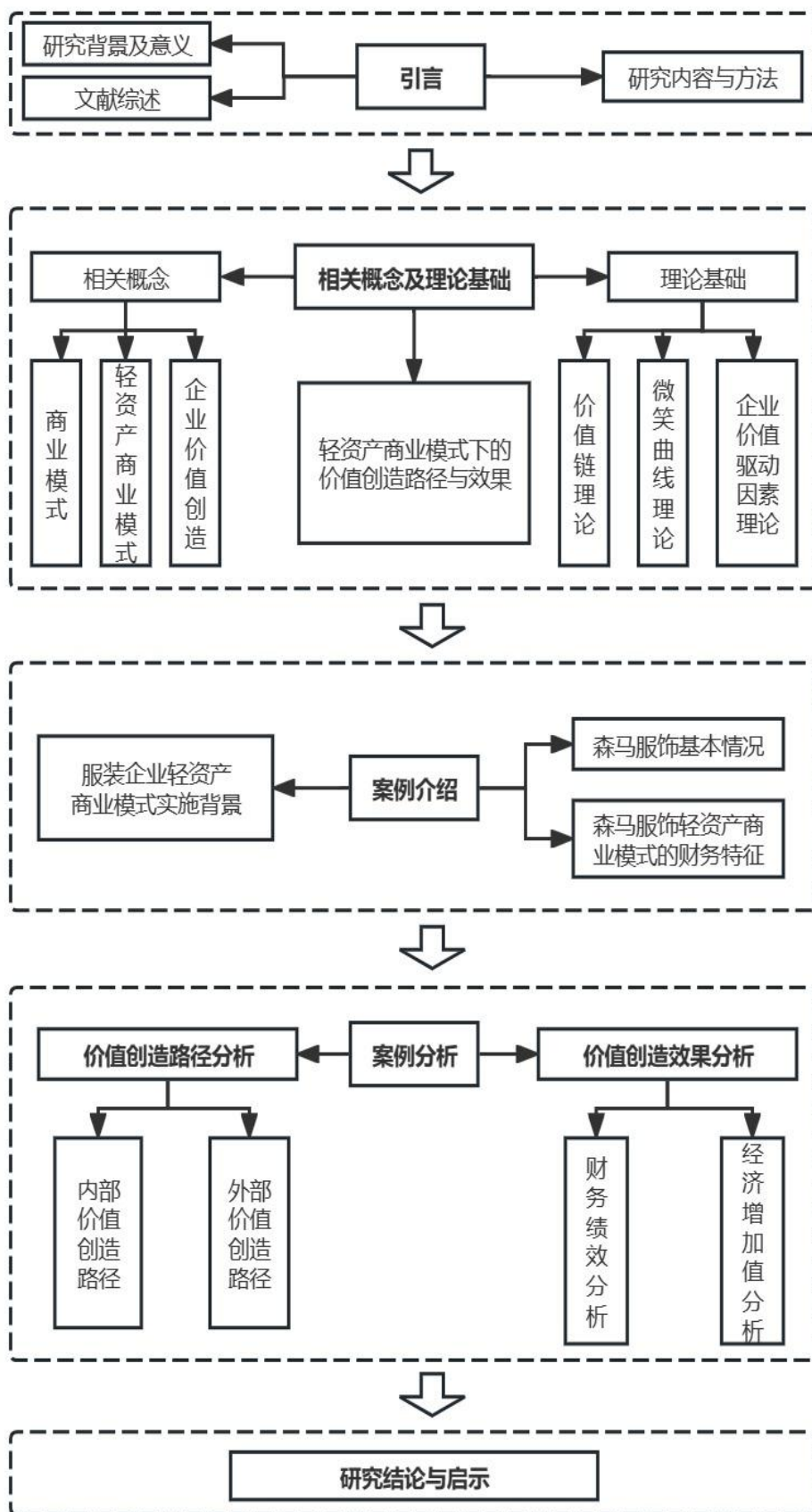


图 1.1 研究框架图

### 1.3.2 研究方法

#### （1）文献研究法

本文通过检索中国知网、万方数据库、维普等资料库，系统整理国内外关于轻资产商业模式和企业价值创造的学术论文，用已有的研究成果用作本文分析的依据。

#### （2）案例研究法

针对轻资产商业模式在服装行业中的应用，本文选择了代表性的森马服饰展开案例探讨。先对其进行简要概述，并分析其采用该商业模式的财务特征，进而剖析该模式在创造企业价值方面的途径和成效。

#### （3）比较分析法

为准确评估轻资产商业模式对服装企业价值创造效益的影响程度，本文选用森马服饰、美邦服饰以及雅戈尔作为研究对象，搜集三家企业最近五年的财务信息。通过横、纵向对比的综合分析，揭示两种不同商业模式的特性差异，从而为本文结论的得出奠定基础。

## 2 相关概念与理论基础

### 2.1 相关概念

#### 2.1.1 商业模式

目前,国内外的学者都没有对商业模式有一个明确的界定,而学术界和大部分的企业都比较重视“价值层面”的商业模式,将其看作是路径和方法来创造企业价值。波特价值链理论中提出一个企业的商业模式可以视为该企业的价值链系统。我国学者叶乃沂(2004)认为商业模式是企业在整个价值链系统中为目标市场实现盈利并创造价值的手段。因此,本文将从价值链与价值创造的角度,把商业模式界定为基于企业自身的价值定位,对资源与能力进行整合,对现金流量进行灵活利用,以盈利的形式来创造公司的价值,其最终目的是提高公司的价值。

#### 2.1.2 轻资产商业模式

最先提出的轻资产模式的麦肯锡管理咨询公司认为企业可以通过并购等手段将其生产环节外包,这样就可以将公司更多的资源集中于销售与服务等方面。我国最早定义轻资产商业模式的学者孙黎、朱武祥(2003)认为该模式是指企业在合理利用现有资源的基础上,通过更少的资源投入,达成效益最大化设定的企业战略性管理模式。结合前文相关研究,本文认为轻资产商业模式是一种“以价值为中心”的资本策略,在此模式下,企业往往会将那些盈利空间较为有限且并非核心业务范畴内的职能环节进行外包处理,进而将更多的资源及精力集中投放到能够对公司整体收入产生积极影响的核心业务领域之中。应用该商业模式的服装企业会更多地专注于研发设计以及品牌营销之类的高附加值项目,而在诸如原材料、固定资产等重资产方面的投入相对减少。并且在不断调整与优化价值链各个环节活动的决策之后,形成可以给提高企业竞争优势的核心轻资产,最终以最小的投资获取最大的经济效益。

### 2.1.3 企业价值创造

Porter(2001)站在价值链的视角,认为企业的价值创造是通过一系列满足利益相关者利益最大化需求的活动。Chesbrough(2006)认为企业生产经营过程中形成的商业模式有价值创造和价值获取的功能。通过对现有文献的梳理,可以发现价值创造能力可以从盈利水平的提高、资本成本的降低以及可持续发展的达成等方面来实现提升。具体来讲即通过价值导向调整资本结构,优化价值链环节的资源配置,强化营销能力并培育品牌。这样可以最大限度地优化公司的价值创造途径,从而达到更好的公司价值创造效果。

## 2.2 理论基础

### 2.2.1 价值链理论

1985年,知名学者迈克尔·波特便在其重要著作《竞争优势》之中,开创性地对价值链理论作出了系统的阐述。他的核心思想便是,企业所生产的产品价值并非仅仅来自于单一环节的贡献,而是通过各个环节共同创造的,这些环节彼此协同构成企业的整个价值链体系。每一个环节均具有其独特的性质,为企业带来独有的价值贡献力量。价值链又分为内部和外部两个层面,内部价值链倾向于关注企业内部诸如仓库储存、物资流通及其他层面的管理与调控,力求确保内部门户的有效、稳定运行,从而实现生产效率的最大化;而外部价值链则更侧重于发掘企业在产业全方位的资源配置与协作体系的潜力,特别对于企业与上下游的互相合作给予重视。价值链被视为企业实现其价值产出的关键来源,对价值链的深度剖析能够明确企业在整个价值链中所处的位置以及其所具备的独特优势。一家企业若能在其价值链环节上占据显著的优势地位,那便可在当前复杂多变且充满竞争的环境中脱颖而出,进而对企业的价值以及企业的持续盈利产生重要的影响。本文运用价值链理论,分别从内、外两方面的各个关键经营环节分析企业的价值创造的具体路径。

### 2.2.2 微笑曲线理论

“微笑曲线”理论是学者施振荣在产业价值链理论的指导下，结合要素理论归纳而成的。在时代不断变迁与科技日新月异的背景下，产品的价值已由传统的生产制造领域逐渐拓展至以技术创新为主导、服务体验为核心的崭新境界，微笑曲线就是这种变化的二维体现。“微笑曲线”是一条两端朝上、中间向下凸出的U型曲线，它反映了价值链各环节活动所产生的附加值大小，其形象的展现了各环节的活动对企业价值贡献的大小差异。其中位于中间的位置表示制造环节，需要投资者投入大量的资源，但该环节的附加值却很低、生产利润率很差；与之相反，在两端的研发设计和营销环节，都有很高的利润率，是各个行业均重点关注的环节。所以，依据微笑曲线理论，企业需要在产品的前端环节进一步强化创新和设计研发的实力，在后端要提升以顾客为中心的精准营销以及提供优质服务的能力，应将有限的资源重点投向那些能够显著提升企业价值的关键环节，并适度削减那些投资大回报小的业务领域。

服装行业作为具有代表性的制造业之一，同样可以应用“微笑曲线”理论。在此理论框架下，轻资产商业模式的核心关注点主要集中于左右两端的创新设计与研发以及品牌化营销策略的制定及实施，这一理论为企业的轻资产转型或者更好的运用轻资产模式提供指引。

### 2.2.3 企业价值驱动因素理论

企业价值驱动因素即对企业价值创造产生影响的相关变量。企业进行运营的根本目的就是为了给股东带来价值，而所谓的轻资产商业模式代表着一种以价值导向作为核心原则的资源配置方法。企业在创造价值方面的能力是决定企业本身的价值规模以及能够为出资人带来多少回报的重要因素。企业的价值驱动因素有多种，已有研究将其归纳为两方面。一财务方面，更多的是通过财务指标来体现企业的盈利、运营等各种能力，从而体现出公司的价值创造能力。财务动因是一种结果性的度量，它的目的通常是关注于企业的短期绩效。二非财务方面，则主要体现在研发能力、市场营销能力、供应链管理等方面。非财务驱动力更多地强调过程性指标的重要性，注重公司的长远价值提升，旨在通过对智力资本进

行战略性的投资与开发，从而确保公司能够实现持续性的增长和发展。

因此，对于企业的价值创造分析，除了关注当前的盈利状况外，还应该结合资本成本时间价值等因素，全面考量企业未来可能取得的收益能力。Alfred Rappaport 依据自由现金流模型指出营业毛利率、销售增长率、所得税税率、营运资本投资、固定资产投资、资本成本以及企业价值增长期是企业价值创造的七大驱动力。这些驱动因素反映了企业的短期获利水平、投融资战略以及长期获利能力，同时也反映了轻资产商业模式下企业价值创造的效果，推动着企业商业模式的逐步完善。



### 3 森马服饰轻资产商业模式案例介绍

#### 3.1 服装企业轻资产商业模式实施背景

##### 3.1.1 我国服装行业发展现状

中国作为制造大国，服装销售及出口均在国际上名列前茅。然而，随着电子商务的快速崛起，境外“快时尚”品牌纷纷进入中国市场，对本土传统服饰市场造成严重冲击，未来发展显得忧患重重。中国服装行业的发展放缓受到了多方面因素的影响：

第一，行业竞争日益激烈。近几年，消费者的购买力得到了显著提升，与此同时，各种服装品牌如雨后春笋般崛起，各式各样的产品使得服装市场几乎达到了饱和状态。此外，由于原材料价格持续上涨，无疑给服装企业带来了沉重的成本负担和巨大的生存压力。

第二，产品的同质化问题较为严重。众多国际著名品牌凭借其优秀的创新设计实力，塑造出了高度独特的品牌设计理念，赢得消费者深深信赖并带给其深远的品牌记忆。同时，部分来自海外的快速时尚品牌更注重效率和市场反应速度，能够快速掌握最新的流行趋势，进而迅速开展产品的生产制作，使其产品可以始终保持最新、最具时尚感的形象，并通过高品质、高性价比以及持续的创新元素来吸引更多的消费者。然而，做到以上这些，对企业在资金投入及研发设计等领域提出了更高要求。相比之下，国内在此方面尚且缺乏健全的设计师培训机制，各大企业在产品研发设计上也普遍表现出重视程度不足的情况，从而造成各类企业的产品相似程度过高，严重同质化，以至于品牌形象定位模糊不清，很容易被其他品牌所取代。

第三，受疫情影响，社会消费结构发生变化。2020年新冠疫情影响下，国内消费者的消费模式和结构发生了显著变化。根据中国消费者协会的调查数据，线上消费已经逐渐成为消费者的首选方式。大约六成的受访者表明他们更喜欢在线消费，同时有70.6%的人认为自疫情以来他们的线上消费比重提高了。尽管众多企业为应对疫情调整经营策略，对实体门店进行了一定程度的缩减，并在此基础上扩大线上销售，但是由于缺乏专业的线上营销技巧，许多服装企业只是将产

品简单地上架展示，对线上线下融合关注不足，难以吸引足够的顾客，从而导致大量积压的库存无法被消化，同时仓库和人工成本却未能降低，使企业陷入了债务危机的边缘。

纵观当前形势，尽管新冠肺炎疫情已经结束，但服装产业在此次冲击后亦需时日进行恢复。在此关键时刻，制定适当的商业模式以适应当前经济环境显得尤为重要。例如，轻资产商业模式便能利用服装制造外包节约成本，并进行研发与设计，改善产品设计以降低同质化竞争来赢得客户，进而增加企业的流动资金，增强企业抵御风险的能力。

### 3.1.2 服装企业轻资产商业模式应用情况

随着人工及原材料成本的攀升、消费者需求的升级与电商模式的迅速崛起，众多企业为了更好地顺应市场变革与社会分工日益精细化，选择了向轻资产商业模式的转型。轻、重资产商业模式对比情况如表 3.1 所示。

表 3.1 轻、重资产商业模式对比表

	轻资产商业模式	重资产商业模式
概念	以微笑曲线为依据，将生产环节外包，集中精力发展附加值高的研发设计和营销领域。	通过投资形成大量的固定资产形成规模优势，重视成本领先，达成行业垄断，从而获利。
主要特点	固定资产规模小、资金投入少。	固定资产投入多、资金投入多。
资产类型	有竞争力的品牌、渠道通路、客户关系、研发技术、营销网络等。	固定资产、存货等。
重点	强调企业的品牌、渠道、专利技术、人力资源等无形资产的重要性。	重视厂房、设备等固定资产的投资带来的规模效应。
优点	资金占用较少且回报率高；进入门槛较低；资产周转速度快；有息负债占比低。	规模化效应；成本控制好；寡头垄断；产品质量可控。
缺点	产品质量不可控；模式容易被复制。	盈利能力和偿债能力较弱；现金流紧张。

从表 3.2 中可以看出，我国多数服装企业实行了轻资产的商业模式，这种模式得以广泛应用的核心原因在于，传统重资产模式的企业在日常运行中不得不面对频繁的设备更新与厂房维修开支，倘若企业意欲进一步扩张规模，那么势必需要更高额的投资，此举不仅会给企业带来外借款项的资金成本负担，同时还会加

大企业的债务偿还压力。然而，选择轻资产商业模式的服装企业，普遍采取品牌授权加盟的商业策略进行经营，虽然在对加盟商进行统一管理时需要额外支付部分成本，但相比于重资产模式而言，企业可以以较少的投资成本迅速扩大其业务范围，从而把更多精力用于提升企业的品牌形象和推进产品市场营销活动上，这无疑有助于缓解企业的资金紧张状况，提高企业资金的流动性水平，有效降低企业违约的财务风险。因此，我国众多服装企业更加青睐实施这种商业模式。

表 3.2 我国知名服装企业轻、重资产商业模式运用情况表

	企业名称	经营方向
轻资产商业模式	安踏体育	主营鞋类、服装和配饰
	李宁	主营鞋类、服装、器材及配件
	海澜之家	主营男士服装零售
	森马服饰	主营男女休闲服饰及儿童服饰
	特步国际	主营运动鞋、服装及配饰
	美邦服饰	主营男女休闲装以及童装
	太平鸟	主营中档休闲男女服饰
	比音勒芬	主营高尔夫和运动休闲服饰
重资产商业模式	361 度	主营运动成人装及童装
	雅戈尔	主营中高端男士服装
	九牧王	主营商务休闲男装
	拉夏贝尔	主营白领时尚淑女装
	朗姿股份	主营高端女装和婴童服装

轻资产的商业模式在我国的历程相对较短，整体处于持续改善和演变过程。在此过程中，企业实施该模式需确保产业链的整合、供应商的管理及品牌形象树立等都得到充分的保障。同时，根据企业的独特性质，需要不断地探索并归纳出相关经验教训，进而努力寻求一套能够在根本上适应本公司特征的轻资产商业模式。

## 3.2 森马服饰基本情况

### 3.2.1 企业简介

森马服饰成立于 1996 年，立足休闲服装，以 18 至 35 岁的大学生和青年上班族为目标客户，随后于 2002 年公司创立了巴拉巴拉儿童服装品牌，旨在满足

0 至 14 岁消费群体的需求，并以中等收入较富有的家庭作为目标市场。此后，巴拉巴拉推出了儿童饰品和童鞋等系列产品，覆盖了所有年龄段的儿童产品线，建立了一站式购物平台。与此同时，公司通过投资、自主培育等手段，逐步拓展了休闲服装的品牌矩阵，使其款式更加多样化，价位区间和受众范围也得到了扩展。森马服饰奉行的是多品牌的策略，如表 3.3 所示，通过不同的品牌在各个方面的优势互补，从而实现了相辅相成的效果，这对企业全面发展起到了促进作用。

表 3.3 森马服饰旗下主要品牌集群

品牌类型	品牌名称	主要产品类型	特点	目标客户群
自有品牌	森马 Semir	服饰	大众休闲	中国大众家庭
	巴拉巴拉 Balabala	童装、童鞋、儿童配件、家居、用品	时尚、全品类、高品质	0-14 岁儿童
	马卡乐 MarColor	0-7 岁婴幼儿服装品牌	缤纷、现代、有趣	95 后中产家庭，以及 85 后 2 胎家庭
	迷你巴拉 Mini Bala	婴幼儿服饰及鞋内配，亲子服饰及鞋内配	以充满童真的艺术风格表达家庭亲子陪伴的概念	新生代家庭、新锐白领精致妈妈
	Hey junior	校服	安全、健康、舒适	幼小初高
合资品牌	杰森吴 Jason Wu	女性服饰	美国设计师品牌	中高端精英女性
被授权品牌	Juicy Couture	女性服饰	美国时尚休闲品牌	时尚、自信的精致女性
	MarcO' Polo	男性、女性服饰，鞋品，配饰	源于北欧的精品休闲品牌	中高端新锐白领
	Asics Kids	儿童鞋服	源于日本的全球知名运动品牌，专注于学步成长与运动保护的儿童鞋服产品研发	精致妈妈、新锐白领、资深白领
	PUMA KIDS	童装、童鞋、儿童配件	运动时尚	3-14 岁儿童潮流辣妈、城市生活家

资料来源：森马服饰企业官网

2011 年 3 月，“森马服饰”在深圳证券交易所上市，随后在 2016 年销售额突破了 100 亿大关，成功跻身于中国服装业的领先行列。企业通过多年发展，森马服饰在我国童装市场具有显著竞争优势，以主力品牌巴拉巴拉为例，该品牌多

年来始终保持了国内市场占有率首位；而森马休闲系列亦在本地休闲装领域占据无可撼动的龙头地位。2022年，森马服饰在全国童装市场的占有率达到了6.8%，领先第二名3.1个百分点，彰显了其牢固不移的行业领导者地位。此外企业已经连续十余年被评为中国服装业十强、中国民营企业500强。

森马服饰是以虚拟经营为特色的服装企业，即在商品企划与研发阶段，公司自主进行商品的企划以及研发设计；营销零售阶段，公司的物流中心以及线上线下销售渠道均自主决策控制；而其中的生产采购阶段，成衣的加工100%外包，面料辅料采购则公司大部分外包。企业自创立之初即采纳轻资产商业模式，在其后经营壮大过程中持续改进升级。同时，企业秉承着“小河有水大河满”的经营管理思想，将股东、供应商、员工、客户等利益相关方打造成事业与命运共同体，将外部资源发挥到极致，营造出一种和谐共赢的局面，这为森马服饰提供了良好的内外部环境及条件，以实现其轻资产商业模式的发展。

### 3.2.2 企业轻资产的构成

在中国服装行业中，森马服饰以其前瞻性的思维和创新性的实践，率先实施了轻资产商业模式，并始终秉承着积极培育并发展核心轻资产的理念，建构了独特的竞争壁垒，极大地提升了企业的价值。具体表现如表3.4所示：

表 3.4 森马服饰轻资产构成表

轻资产名称	表现形式
研发设计能力	拥有强大的研发团队；智能数字化研发中心。
品牌	品牌价值总体呈上升趋势。
多元渠道网络	采取加盟、联营和直营相结合、线上与线下互补的全渠道营销网络。
物流体系	建设仓配物流园；建立自动化物流体系。
人力资源	不断提升专业人员素质； 成立森学堂，统筹员工培养与发展工作。
核心供应商	加强与优质供应商合作，确定核心团队。

### 3.2.3 企业的商业模式画布

依据当前森马公司所采用的商业模式以及其独有的企业特性，绘制其商业模

式画布如表 3.5 所示：

表 3.5 森马服饰商业模式画布

重要伙伴  面料、辅料 供应商 加工商 代理商 承运商	关键业务 休闲服饰及儿童服饰的设计销售	价值主张 休闲服饰：年轻、时尚、活力、高性价比  儿童服饰：时尚、专业、活力，定位中产阶级及小康之家	客户关系 400 服务热线 VIP 客户维护	客户细分 休闲服饰： 16-36 岁时尚潮流都市年轻人  儿童服饰： 0-14 岁儿童
	核心资源 研发设计能力 品牌价值 物流运输体系 雄厚的人力资源		渠道通路 加盟 直营 联营 电商	
成本结构 销售费用、管理费用、财务费用		收入来源 服饰收入：休闲服饰、儿童服饰 理财利息		

### 3.3 森马服饰轻资产商业模式的财务特征

本文主要是对森马服饰 2018-2022 所公布的财务报表数据进行深入剖析，从而得出了该企业在运用轻资产商业模式时财务报告数据呈现出的一些显著特征及趋势。

#### 3.3.1 资产流动性较好

一般而言，仅有流动资产充足的企业方能为轻资产商业运作提供必要的资金保障。据表 3.6 所示，森马服饰自 2018 年起，其流动资产呈稳步增长态势，且其在总体资产中的占比较高，均维持在 65%以上。据此可知，企业资产流动性较好，很明显具备轻资产商业模式的财务特征。

货币资金方面，森马服饰 2018 年和 2019 年的货币资金占比相对而言比较低，主要是因为根据企业的战略以使闲置资金得到最大限度的使用而增加了理财投资，该部分资金表现在交易性金融资产着一报表项目中。而从 2020 年开始到 2022 年，货币资金的占比相较而言有了较大的提高是由于在 2020 年，为了进一步提升公司的资金管理效率，对供应商货款的支付方式进行了革新与优化，引入了付息银行承兑汇票支付方式，从而在很大程度上降低了企业购置货物所产生的现金

消耗，使得货币资金大幅增加并得以灵活使用。

表 3.6 森马服饰 2018-2022 年流动资产情况（单位：百万元）

	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年
货币资金	2434.62	2547.68	5047.43	4973.06	6369.32
应收账款	1952.68	1973.22	1391.81	1451.63	1263.08
存货	4417.49	4108.85	2501.07	4023.68	3847.41
流动资产	11240.85	11313.60	12750.97	15086.98	13669.94
总资产	16567.71	16620.69	17169.98	19777.56	18271.09
货币资金/总资产 (%)	14.69	15.33	29.4	25.14	34.86
应收账款/总资产 (%)	11.79	11.87	8.11	7.34	6.91
存货/总资产 (%)	26.66	24.72	14.57	20.34	21.06
流动资产/总资产 (%)	67.85	68.07	74.26	76.28	74.82

数据来源：森马服饰年报

应收账款方面，其占比处在较低的水平。2020 年应收账款的金额以及占比均有一定程度的下降，这是由于企业在 2020 年出售了其收购的 KIDILIZ 集团，以及新冠疫情带来的销售减少，而这同样也使之后两年的占比呈现较低的情况。

存货方面，森马服饰存货的占比先降后回升。除 2020 年外，其余年份存货的占比都维持在 20%以上。究其原因，是由于在 2020 年，企业一方面出售了 KIDILIZ 集团，致使存货资产的剥离；另一方面是企业通过提升运营效率，完善库存管控机制，加强了对库存的管理。从整体上看，森马服饰在库存管理方面处于领先地位，其对库存的控制取得了很好的成效，成功地控制并减轻了因过量库存而引发的潜在损失，同时也为采纳轻资产商业模式营造了得天独厚的优势环境。

### 3.3.2 固定资产占比低

实施轻资产模式的企业，倾向于将重心置于无形资产所产生的巨大经济收益之上，对于固定资产的投入相对较低，因此固定资产占比较小。由图 3.1 可知，2018-2020 年，森马服饰的固定资产比重始终稳定地维持在相对低位，在 9%至 14%之间波动，远小于 30%的标准，与轻资产商业模式企业的资产结构特征相匹

配。图中 2019 年固定资产相较于上年的占比上升是由于森马服饰前期在建项目陆续竣工所致，而公司于 2020 年将部分出租房转为投资性房地产，使得 2020 年占比又有所下降。此外，企业的固定资产投资主要不是在购置用于生产的厂房上，而是更多的是用于研发中心、物流仓储基地、电商产业园以及信息化管理体系等多个项目的建设上。在此情况下，企业在进行各项生产活动时，无需投入过高的资本预算，这种方式不仅有效地降低了生产成本总额，还削减了那些附加价值较低的环节所产生的资金消耗，确保了企业的现金流具有充分的流动性。从而一旦遇到突发性财务危机时，能够迅速将资金变现，降低企业的经营风险。总之，森马服饰固定资产长期保持稳固并处于相对较低状态，占总资产比重低。

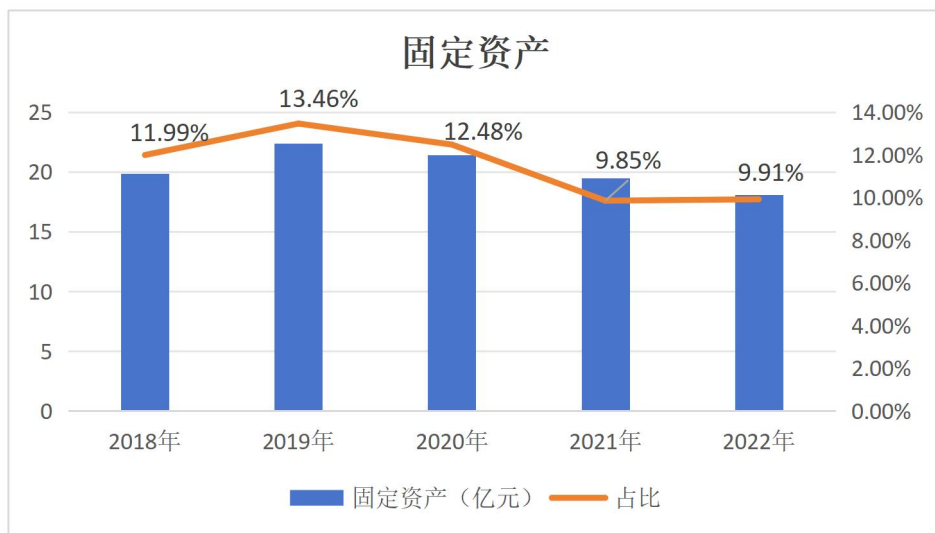


图 3.1 森马服饰 2018-2022 年固定资产情况

### 3.3.3 流动负债占比高

在企业的负债总额中，流动负债所占的比例能够反映出其对短期融资的依赖性，而选择轻资产商业模式的企业往往只需处理短期资金短缺的问题，无需把大笔的资金投入到在建工程中，因而这些企业的流动负债占有较大的比重。同时，在现有的流动负债结构中，占主导地位的是诸如应付账款和应付票据等无息债务。通过实施赊购策略，企业可合理利用上游资金资源，免除利息负担，从而提升自身抗风险力与筹融资成本控制效果。

由表 3.7 可知，森马服饰在 2018-2022 年期间，流动负债的比重普遍超过了 80%，且呈现出每年逐步增长的态势。与其他知名服装企业相比，森马服饰的流



动负债占据了较大比例，且其流动负债中大部分为无需计息的债务形式，这得益于企业轻资产商业模式的应用。具体来讲，由于企业将更多的资金投入研发设计能力、品牌等核心轻资产的建设当中，形成企业的核心竞争力，使企业可以在进行赊购业务时展现出强大的谈判优势，从而无息负债占负债总额比重高，同时也降低了企业债务资本成本，提高了其抵抗风险的能力。

表 3.7 森马服饰 2018-2022 年流动负债情况（单位：百万元）

	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年
应付账款及应付票据	3058.45	2671.24	3998.51	5953.89	5375.68
其他应付款	212.39	216.02	207.36	188.53	204.16
流动负债	4410.24	3997.18	4958.12	7748.59	7156.20
负债总额	5374.98	4826.29	5669.38	8093.82	7377.41
应付账款及应付票据/负债总额（%）	56.90	55.35	70.53	73.56	72.87
其他应付款/负债总额（%）	3.95	4.48	3.66	2.33	2.77
流动负债/负债总额（%）	82.05	82.82	87.45	95.73	97.00

数据来源：森马服饰年报

### 3.3.4 研发费用占比高

从表 3.8 可以看出，2018-2022 年森马服饰在研发方面的投入较高，且研发费用占总营业成本的比重在 3.5%左右小幅度波动。由此可见，森马服饰很重视研发设计工作。结合微笑曲线可知，研发设计环节拥有较高多附加值。森马服饰除了不断提升产品的品质外，还坚持对不同系列产品进行设计研发，从而拓宽消费群体，增加企业收入。

表 3.8 森马服饰 2018-2022 年研发费用情况（单位：百万元）

	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年
研发费用	364.31	413.65	291.71	317.09	295.37
营业成本	9465.86	11112.73	9071.34	8853.47	7825.27
研发费用/营业成本（%）	3.85	3.72	3.22	3.58	3.77

数据来源：森马服饰年报

### 3.3.5 销售费用占比高

由表 3.9 可知，2018-2022 年森马服饰在销售领域的资金投放力度颇大，且销售费用在营业成本中所占比例逐年攀升，至 2022 年已超 40%，而销售费用占营业收入的比重维持在 20%左右，可见森马服饰采取的轻资产商业模式使其更关注市场营销等具有高附加值环节。

表 3.9 森马服饰 2018-2022 年销售费用情况（单位：百万元）

	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年
销售费用	2570.38	4055.34	3349.45	3381.26	3261.85
营业成本	9465.86	11112.73	9071.34	8853.47	7825.27
营业收入	15719.13	19336.77	15204.91	15419.79	13331.20
销售费用/营业成本 (%)	27.15	36.49	36.92	38.19	41.68
销售费用/营业收入 (%)	16.35	20.97	22.03	21.93	24.47

数据来源：森马服饰年报

而在销售费用中，占比较大的是广告宣传费，与大规模的进行广告推广不同，企业更倾向于采用事件营销和内容营销的营销策略，特别是在推广过程中注重精准的触达和转化，从而促进企业品牌的焕新。除此之外，公司营销渠道极具多样性，包括诸如抖音、快手及微博之类的热门社交媒体，通过这些传播渠道，不仅可以吸引更多的消费者，还能增强其对该品牌的认同感。总之，企业营销策略的实施很大程度上增加了企业的销售费用，导致销售费用占比高。

## 4 森马服饰轻资产商业模式下的价值创造路径分析

由上文的价值链理论和微笑曲线理论可以得知,生产制造环节处于价值链中间的价值较低的部分,处于价值链两端的研发以及品牌营销等环节属于高附加值的部分,而应用轻资产商业模式的企业深度挖掘了这个优势。企业在对内、外部价值链各环节决策的调整时会结合市场现状以及企业自身特性,从而形成专属于企业自身的成功经营决策经验。

由于商业模式画布反应的是企业价值创造的所包含的具体举措,因此本文将以前文所绘制的商业模式画布中的各个关键要素为出发点,并结合价值链模型,从内、外部价值链对森马服饰轻资产商业模式下的价值创造路径进行研究。

### 4.1 内部价值创造路径

#### 4.1.1 加大研发设计投入

在森马服饰商业模式画布中,研发设计能力属于企业的核心资源;同样在企业内部价值链的辅助活动中,研发设计环节属于是高附加值的环节。对于属于轻资产商业模式运行的森马服饰而言,更应该聚焦产品的设计研发环节,在该环节投入更多的资源和精力。考虑到我国服装产业的当前发展状况,企业应将当前的重点放在提高产品的品质和质量上,并以目标消费群体的消费渠道、消费价值观、心理诉求作为导向,据此制定相应的研发策略,以增强研发和创新的能力。与此同时,企业应当不断加大对技术创新方面的投资力度,唯有如此,企业方能获得广大消费者的充分信赖,进而加固其在市场竞争中的地位和稳定性。

根据图 4.1 中所展示的数据来看,尽管在过去的三年中受到新冠疫情冲击,森马服饰企业的研发费用投入相较之前出现了一定程度的下滑,然而从整体上讲,其研发费用在总销售收入中的比例依然能够保持在平均 2%以上这样一个相对稳定的水平,显示出其对产品创新和科技升级的持续关注,这进一步提升了企业产品在市场竞争中的优势地位,促进销售额的稳步增长,从而构建起支持和保障企业长期稳定健康发展的坚固基石。

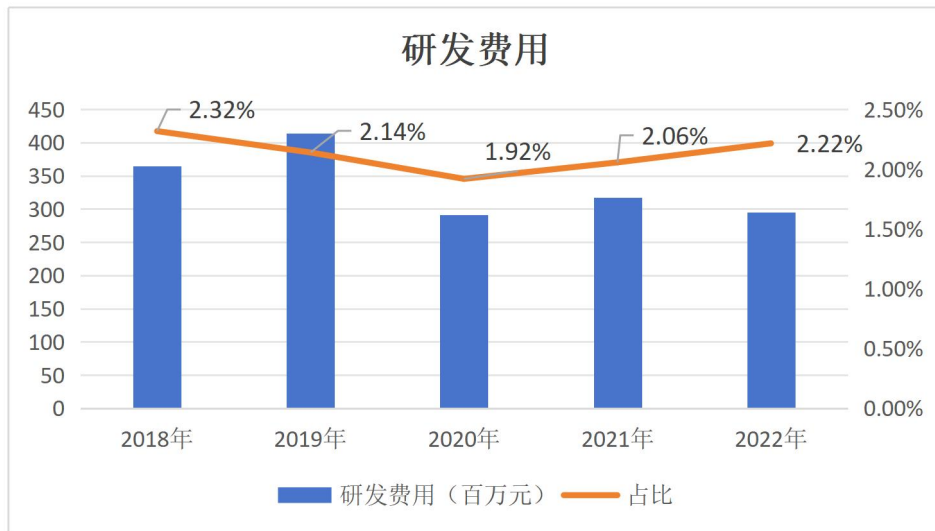


图 4.1 森马服饰 2018-2022 年研发费用情况

森马服饰始终秉持以“人”为核心的理念，其中的“人”并非仅限于广大的消费者群体，更涵盖了深谙创新研发之道的团队成员们。唯有一流的研发团队方能充分洞悉消费者的实际需求；通过精准捕捉并整理获得的真实反馈数据，研发团队得以高效率地推进产品开发过程。如表 4.1 所示，尽管受疫情影响，2021 及 2022 年研究员人数略降，但总体上森马服饰的研发人员的数量仍呈现逐步增长之势，研发人员的数量为 950 左右。此外，研发人员的数量占总员工的比例也在逐年增长，在受疫情影响的情况下亦是如此。由此可以看出森马服饰对于研发工作的高度重视，其凭借其高水平的专业人才和强大的研发团队，在产品开发、专利权和品牌塑造方面建立了独特的竞争力，这对企业的持续发展具有积极意义。

表 4.1 森马服饰 2018-2022 年研发人员数量及占比

	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年
研发人员数量	896	912	986	978	928
员工总数	6526	6540	3677	3645	3201
占比	13.73%	13.94%	26.82%	26.83%	28.99%

数据来源：森马服饰年报

具体来讲，就森马服饰的服装的研发设计方面，企业自有的服装设计师有 170 余。森马服饰为不同的产品建了专门的设计研发团队，在对全球前沿时尚趋势和设计思想进行整合的同时，还积极与外部咨询机构合作，进行多样化的消费

者需求调查,并根据这些分析结果对商品进行了优化,从而增强了主打产品在市场上的竞争力。此外,企业采取长周期商品开发与快反商品相结合的商品策略,以适应消费者日益多变的时尚偏好。森马服饰还积极与头部供应商建立深度的合作伙伴关系,以增强产品面料的科技特性,实现产品的更新迭代,具体包括凉感T、舒服裤、轻松羽绒等

森马服饰的研发投入除进行服装产品的研发设计外,还投入到数字化创新项目中。企业以品牌和商品战略牵引,并结合自主的服装数字化研发技术以及引进的先进人工智能等技术和算法,构建出一个可视化、智能化、数字化和现代化的协同管理平台,以快速响应消费者和市场的变化,实现降低成本和提高效率的目标。该项目可以对产品进行从消费者需求洞察、设计、生产、营销、物流等生命周期的数字化赋能与管控,为企业提供了智能化的决策建议,从而增强了企业的运营效率,形成了企业的核心竞争力。

在轻资产商业模式下,研发设计的能力被视为轻资产中关键的组成部分之一,同时也是企业的核心竞争力所在。结合企业价值驱动因素理论,森马服饰不断加大研发投入,重视产品创新,可以带动企业销量的增长,提升销售收入,实现销售净利率的提高,促进企业盈利能力的提升。此外,企业的研发设计能力也能够一定程度上延长企业的盈利时间,促进企业持续经营,实现企业的长久发展,不断为企业创造价值。

#### 4.1.2 采取生产外包策略

在森马服饰的商业模式画布中,关键业务中没有生产业务,成本结构中没有生产成本,可见企业的所关注的重点并不是在生产环节。生产环节在价值链中附加值最低,投入多产出却少,而若将生产环节全部外包出去,一方面可以有效降低企业的生产成本,另一方面还可以使企业集中资源,投入到可以带来高附加值的核心业务中,为企业带来更高的收益。

因此,森马服饰从其创立之初就没有设立生产厂房,而是将生产外包给珠江三角和长江三角的一些加工企业来做,凭借着第三方生产企业的规模化生产以及专业的技术设备,提高了企业生产效率。生产的外包使森马服饰使其摆脱了传统服装企业所面临的工作量大、土地占用大、资金投入多的问题,对制造车间、生

产线及各类机器设备所产生的成本得以显著减少,从而有效地缓解了企业在资金运作上的压力。企业可以将这些腾出的资金重新调整投资方向,投向那些具有较高附加价值的业务环节之中,最大程度地提升原先资金使用的效果。

在轻资产商业模式的实施过程中,森马服饰选择将生产环节进行外包,从而有效地降低了企业内部的固定资产占有比率,减少了企业对固定资产的投资,同时也减少了资产的折旧费以及管理等费用,从而降低企业的生产成本,实现盈利能力的提升。

### 4.1.3 推行品牌营销战略

在森马服饰商业模式画布中,品牌价值属于企业的核心资源,同样在企业内部价值链的基本活动中,品牌营销环节属于是高附加值的环节。相对于生产活动,拥有有着更高的附加值的品牌的营销活动不仅可以提高企业的营业收入,还能促进企业品牌的塑造,为企业持续进行价值创造奠定基础。

如图 4.2 所示,在过去 5 年间,森马服饰在广告宣传上的总投资额总体呈逐步增长之态势,同时其广告支出占总收入的比重亦在该期间内逐年攀升。自 2018 年以来,企业的广告开支已经由原来的 3.3 亿元逐步增加至 2021 年的 8 亿元水平,广告开支占营收比例也从原先的 2.1%显著增长至的 5.19%。广告投入无疑对其提升品牌的公众关注度、知名度和影响力,以及塑造优良品牌形象等方面具有举足轻重的影响,同时对于扩大企业的市场份额也具有积极的推动效果。

目前企业的营销策略由以往的大规模广告投放转为以事件营销、内容营销为核心策略,更加强调推广的准确性以及转化度。此外,森马服饰曾聘请李敏镐、金秀贤、李钟硕、杨洋等当红明星做代言,而如今企业延续明星效应,聘用张新成作为品牌代言人,陈都灵作为女装代言人,其所引发的明星效应显著地提升了企业品牌在公众关注范围内的曝光率以及影响力。企业还通过品牌破圈的方式来加强品牌的年轻化与潮流化,森马品牌与王者荣耀合作,巴拉巴拉品牌与潮玩 IP Bearbrick、施华洛世奇、奥特曼等联动,从而提高了产品的销售量和品牌的知名度。此外,企业还在在在微博、小红书、抖音、知乎等年轻消费者钟爱的社交媒体平台上进行开拓,通过内容的创意和强大的产品吸引力吸引了大量年轻消费者,

从而实现了品牌的深入渗透。企业也对全域的品牌形象进行升级,提升店面档次,规范视觉及内容展示,为顾客提供始终如一的服务感受。

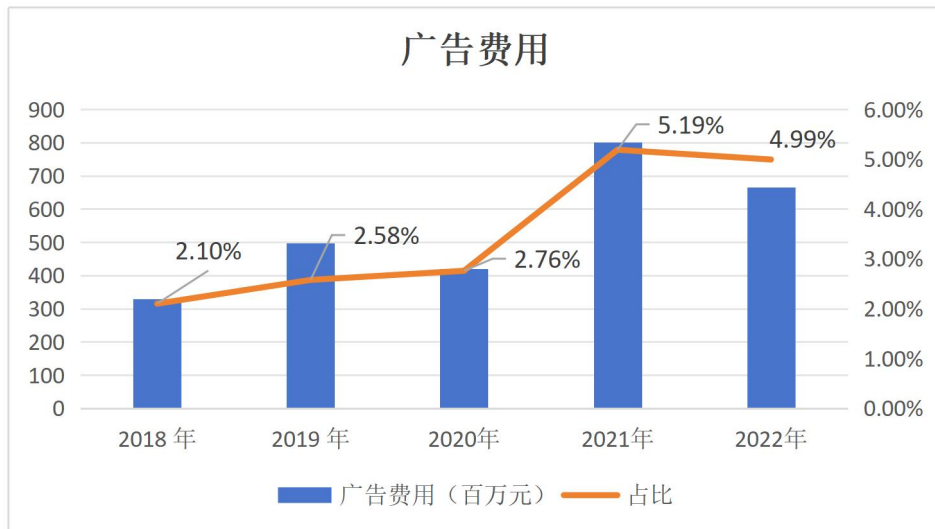


图 4.2 森马服饰 2018-2022 年广告费用情况

在轻资产商业模式下,品牌价值被视为一种重要的轻资产,它拥有着创造价值的潜力。结合企业价值驱动因素理论,森马服饰不断加强对品牌的宣传,从而提高品牌影响力,进一步带动企业销量的增长,提升销售收入,实现销售净利率的提高,促进企业盈利能力和市场占有率的提升,进而提升了企业在维持和促进自身长期可发展的核心能力与竞争力。

#### 4.1.4 布局多元渠道网络

企业的商业模式画布中一个重要的组成部分是渠道通路,同时营销渠道在企业内部价值链属于基本活动,而渠道布局又是企业市场营销中的关键环节,对企业销售的实现起着至关重要的作用。渠道的管理得当,可能成为企业领先于同行的致胜因素。

森马服饰构建了线上线下全渠道零售体系,如图 4.3 所示。

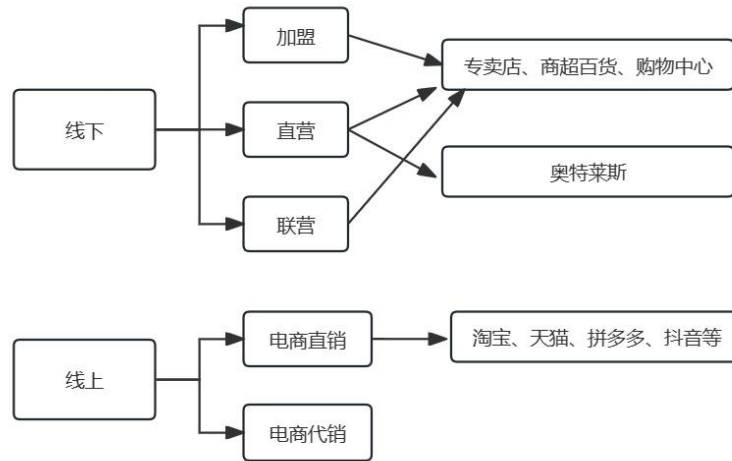


图 4.3 森马服饰渠道结构

线下业务方面，森马和巴拉巴拉这两大知名品牌皆采取以加盟主要形式，联营以及直营相结合的销售策略。其中，直营店铺除了履行销售职责之外，更肩负着推广品牌形象、及时反馈市场资讯以及累积终端营运经验等多项重要任务。就加盟模式而言，加盟体系的建立，助推门店扩张。截至 2023 年上半年末，森马服饰的门店数合计 8136 家，其中拥有休闲服饰店 2694 家，儿童服饰门店 5442 家，细分门店数以及门店总数均处于行业领先水平，休闲服装门店数在可比公司中仅次于海澜之家，而巴拉巴拉门店数则遥遥领先于可比公司。森马服饰的加盟体系从原先的两级调整为更扁平化的一级，从而可以更好地把控门店的准入质量。企业曾多次年净开门店数 100 家+，充分体现了组织架构的科学高效性，可以支撑门店的快速扩张。此外企业加盟店不设置加盟费，加盟商的投入仅为房租、装修和进货，加盟商同时也需自己承担店铺的运营和管理，而最终店铺的盈利也全部归其所有。和同行相比，企业的渠道利润丰厚，加盟店模型更容易操作，大大提高加盟商的工作效率，扩大销售收入。

线上业务方面，浙江森马电商有限公司自 2012 年开始涉足电商领域，所布局的第三方电商平台有淘宝、天猫、唯品会、拼多多、抖音等。在中国，大部分的服装线上业务都是在行业面临库存危机的时候开始的。电子商务渠道主要负责去库存的任务，并随后采用低价和促销策略来满足消费者对高性价比的需求。因此，许多服装企业的线上业务都面临着收益增加但利润未见增长的困境。而森马服饰正逐步将电子商务的重心从去库存转向主流的销售渠道，并实施同款同价的



策略，使得企业的毛利率从 2019 年的 30.75% 增长到 2022 年的 38.8%，实现企业盈利水平的持续提升。

海外业务方面，森马服饰的海外市场布局不断扩大。企业曾通过开设分店、并购、战略合作和跨境电商等多种途径探索出海业务。2016 年，与东南亚电商 Lazada 联手，进入东南亚市场；2017 年，巴拉巴拉在沙特利雅得开设了自己的第一家海外专卖店；2019 年设立了海外运营中心，并于当年与阿里巴巴全球速卖通建立了海上贸易的战略伙伴关系；通过收购 ItMICHAA、TCP、Sarabanda、MarcO'Polo 等国外品牌，帮助公司开拓了韩国，北美，欧洲等国际市场；在 2022 年下半年企业海外业务招商会上提出“发展非洲，深耕亚洲”；2023 年初，企业海外团队在迪拜零售峰会上与迪拜商会总裁兼首席执行官探讨未来战略合作。

在轻资产商业模式下，渠道网络被视为轻资产中关键的组成部分之一。森马服饰凭借其成熟的加盟、联营及直营渠道以及线上线下相互协力推动的全渠道营销网络，以实现全面覆盖市场，并不断加以创新和完善，带动企业销量的增长，扩大销售收入，促进营业毛利率的提高，实现企业盈利能力的提升。

#### 4.1.5 建设物流运输体系

在森马服饰商业模式画布中，高效运作的物流体系属于企业的核心资源，同时其也是企业内部价值链基本活动的重要组成部分，还是企业所经营的主要业务。森马服饰在致力于营销领域的深入拓展之外，始终将配套服务视为与之同等重要的工作内容，并为此开展了系列举措，包括投资建设现代化物流基地、优化物流运输系统等，以确保企业的持续发展。

森马服饰在温州、上海、嘉兴、杭州、天津等城市筹建了产业园区，形成了总仓+前置仓的全国物流网络，有效的缓解了物流过度集中的问题。如表 4.2 所示，这些产业园共投入了 25.67 亿元资金，主要负责办公、仓储以及为员工提供住宿和日常生活。企业首先将从工厂采购的成衣运送到工业园区的仓库，而后借助于第三方物流机构进行运输，将其顺利送达至零售终端门店。其中，嘉兴园区和温州园区是主要的仓储物流园区，嘉兴园区是最大的园区，占地 285.24 亩，负责电子商务物流中心的功能，而温州园区覆盖了门店端。

表 4.2 森马服饰物流基地建设情况

	占地（亩）	面积（万m <sup>2</sup> ）	投资（亿元）
温州园区	250	41.53	7.88
上海园区	195.29	18.96	6.57
嘉兴园区	285.24	45.91	7.32
杭州园区	21.3	6.31	2.91
天津园区	110	4.45	0.99
合计	861.83	117.16	25.67

数据来源：森马服饰年报

2023 年底，京东物流与森马服饰合作升级。京东物流利用其全国的仓储网络资源，为森马在东北、西北区域打造区域中心仓。当门店有订单需求时，区域中心仓会立即匹配并就近发货，确保货物能够及时送达门店，同时其也为门店之间提供灵活的补货以及调货提供运送服务，提高森马门店的订单满足率，实现成本的降低和效率的提高。此外，由于退换货导致的逆向物流成本已经上升为服装品牌的关键成本之一，因此京东物流为森马提供了一个逆向销售解决策略，具体包括拆袋、验收、码板、质量检查、换盒和打标在内的一系列流水线操作，同时还能提供烘干、熨烫、清洁和油污处理等一系列服务，以加快退货商品的二次销售速度。

在物流体系的构建上，得益于自动化设备的广泛应用，企业的物流效率得到了持续的提高，从而建立了一个包括作业流程、制度规范和计件方式在内的综合运营体系。上海园区引进了来自日本的自动化拣选设备，并结合北京起重运输机械设计研究院的先进技术，如自动化传输设备、全息扫描技术和动态传输技术等，从而构建了一个在规模、系统复杂性和自动化水平上都处于领先地位的服装产品自动化物流体系。

在轻资产商业模式下，森马服饰高效运作的物流体系是其轻资产的重要组成部分，通过建设物流产业园以及升级物流运输体系，提升物流服务的质量，提高了存货周转率和资产周转率，进而推动了企业的收益和利润增长，助力企业价值创造。

#### 4.1.6 加强人力资源管理

在森马服饰商业模式画布中，雄厚的人力资源属于企业的核心资源，同时其也是企业内部价值链辅助活动的重要组成部分。人力资源的培养有助于企业的长期的稳定发展，对属于轻资产商业模式的森马服饰而言，其在发展过程中非常注重对人才的培养。下面将从森马服饰的专业人员配比情况、员工的受教育程度以及企业薪酬政策与培养计划三方面对人力资源进行分析。

专业人员配比方面，如表 4.3 所示，企业的销售人员占比最大，且呈现出逐年递增的趋势，这与企业规模的扩大、门店数量的增加密切相关，企业需要随之雇用更多的门店销售人员。此外公司的技术人员也是逐年递增，占比在其他类型员工中排名第二，这是由于企业实施轻资产商业模式，更加注重产品的研发设计，因此对于技术人员的需求较大。

表 4.3 森马服饰 2018-2022 年专业人员配比情况

项目/年份	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年
生产人员数	941	953	820	812	620
占比	14.42%	14.57%	22.30%	22.28%	19.37%
销售人员数	3683	3701	1453	1440	1468
占比	56.44%	56.59%	39.52%	39.51%	45.86%
技术人员数	896	912	986	978	928
占比	13.73%	13.94%	26.82%	26.83%	28.99%
财务人员数	234	230	140	139	141
占比	3.59%	3.52%	3.81%	3.81%	4.40%
行政人员数	408	404	150	148	136
占比	6.25%	6.18%	4.08%	4.06%	4.25%
其他人员数	364	340	128	128	113
占比	5.58%	5.20%	3.48%	3.51%	3.53%
合计	6526	6540	3677	3645	3201

数据来源：森马服饰年报

员工的受教育程度方面，如表 4.4 所示，森马服饰员工整体的学历水平是较高的，在最近五年间，拥有大专及以上学历的员工的比例呈不断下降趋势。而与此同时，本科学历、硕士研究生及以上学历的员工占总体员工的比例近两年来超过 60%，企业员工的学历分布情况便于企业经营目标的实现。

表 4.4 森马服饰 2018-2022 年员工学历情况

项目/年份	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年
高中以下	373	273	60	59	50
占比	5.72%	4.17%	1.63%	1.62%	1.56%
高中	567	667	100	98	80
占比	8.69%	10.20%	2.72%	2.69%	2.50%
中专	867	967	185	280	227
占比	13.29%	14.79%	5.03%	7.68%	7.09%
大专	1661	1809	1268	875	766
占比	25.45%	27.66%	34.48%	24.01%	23.93%
本科	2450	2501	1768	2078	1843
占比	37.54%	38.24%	48.08%	57.01%	57.58%
研究生及以上	608	323	296	255	235
占比	9.32%	4.94%	8.05%	7.00%	7.34%
合计	6526	6540	3677	3645	3201

数据来源：森马服饰年报

企业薪酬政策与培训计划方面，公司按照人才吸引与保留策略、兼顾内部公平与外部竞争力、注重绩效和成本预算，实施按照岗位付薪、按人付薪、按绩效付薪的薪酬政策。此外，森马服饰一直将人才的培养放到战略的高度，通过森学堂统筹规划全公司员工的培训。森学堂按照企业的发展战略，建立了一个全方位的、立体的人才培训系统，同时还建立了一个领导力培训系统、专业力培训系统、通用力培训系统和数字化员工成长学习系统，全方位地帮助员工提高自身实力，以适应发展的需要。

在轻资产商业模式下，人力资源是企业重要的核心轻资产之一。森马服饰重

视对于专业人才培养，同时也加强对人力资源管理，这有利于企业形成较高水平的人才队伍，助力企业产品的研发，形成企业的品牌优势，提高企业持续发展的能力，便于企业实现持续的价值创造。

## 4.2 外部价值创造路径

### 4.2.1 加强与优质供应商合作

在森马服饰商业模式画布中，面料、辅料的供应商属于企业重要的合作伙伴；同时供应商也是企业外部价值链中的重要一环，其与企业共同完成价值的增值。

优质供应商采购集中度提升是实现企业价值创造的必经之路。森马服饰为了提高质量和效率，不断减少供应商数量，采用“供应商减半策略”。2014年，企业首次对供应链进行重新梳理与整合，精简产品和供应商数量，将400个供应商减少到200个。目前森马服饰的核心供应商仅有七十余家，且其中有30-40家均为天虹纺织、泰慕士、申洲国际等知名的供应商企业，使得采购的品质和效率均得到提升。森马服饰前五大供应商的采购份额从2018年的9.9%提升至2022年的14.6%。经过该公司的一系列运作，使供应商系统得以改进，销售率进一步提高，从而达到了有效地控制成本的目的。表4.5为企业当前五大供应商的采购额和占年度采购总额比例。

表 4.5 森马服饰 2022 年供应商前五采购情况

	供应商	采购额（元）	占年度总额的比例
1	第一名	269,861,769.63	3.45%
2	第二名	253,500,517.13	3.25%
3	第三名	231,744,065.72	2.97%
4	第四名	202,521,260.81	2.59%
5	第五名	185,537,027.63	2.38%
合计	--	1,143,164,640.92	14.64%

资料来源：森马服饰年报

在轻资产商业模式下，森马服饰的核心供应商被视为一种核心轻资产。企业

强化与高品质优秀供应商之间的合作关系,并着手组建一支实力雄厚的核心团队,持续提升了运营效率和供应链响应机制的灵活性。这一策略将有助于企业构建更为先进而且高效的全渠道搜索系统,以便能够针对不同渠道上的产品特性进行更为精准的销售匹配,确保每位客户无论是在任何时间或地点,均能选购到中意的商品。如此一来,企业在交货期限、供应链弹性以及成本管控等方面的表现将会得到显著的提升,进而为实现企业的长期可持续发展打下坚实基础。

#### 4.2.2 拓展下游客户群体

客户关系和客户细分是企业的商业模式画布的重要组成部分,同时顾客的价值管理也是企业外部价值链中的重要一环。因此,针对下游顾客群的分析对于企业价值创造路径的探究至关重要。顾客的价值管理是以以顾客价值创造为关键点,以增强顾客忠诚为目标,进而推动企业价值的提升。创造客户即创造价值,所有的企业都必须以满足顾客的某些关键需要为目标。因此,在价值链上,顾客群是最具有竞争力的环节。

森马服饰的核心业务领域包括休闲服饰和儿童服装。在过去的几年中,森马逐渐将焦点转向了儿童服装,以此为基础稳步推进多元化品牌发展战略,致力于提升产品品质并满足广大消费者对于时尚潮流的热切期盼。在产品研发设计环节中,森马巧妙地融合了中华民族传统文化元素,积极展开与美术馆、博物馆等艺术机构的深度合作,以共同塑造独具匠心的联名产品,进一步强化并彰显其品牌的独特魅力。此外,企业不惜重金聘请服装产品设计领域的知名专家,并与国内外一流的资深设计师缔结合作关系。基于对客户需求的敏锐洞察,森马服饰不断促进产品多元化,并优化产品体系。企业始终秉承专业人才聘用及培养的原则,促进产品款式及面料的不断创新和研发,力求打造出独树一帜的客户体验。

在轻资产商业模式下,森马服饰应注重客户关系的管理,并且始终将顾客放在首位,深入了解他们所需的产品组成,据此来规划企业的各类价值活动,这也有助于企业更好地利用其独特的资源,形成企业的竞争优势。这样一来,企业在拓展客户群体的同时,也带动来企业销量的增长,提升了销售收入,促进销售净利率的提高,实现企业价值的创造。

综合上述关于价值链内、外部各环节的分析,可以得出森马服饰价值创造路

径图，如图 4.4 所示。森马服饰运用轻资产商业模式，并结合该模式的要求调整和优化企业价值链上各个环节的决策，进而形成能够为企业创造超额收益的核心轻资产，同时决策的改变也引起企业价值驱动因素指标数值的有了更优的表现，最终实现企业的价值创造。

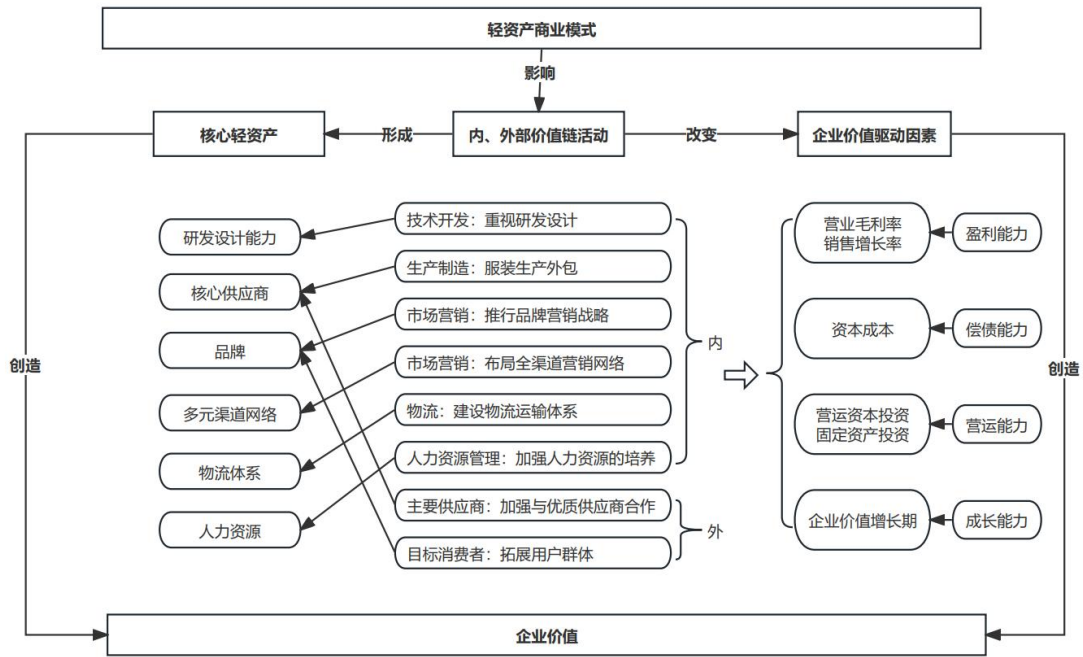


图 4.4 森马服饰企业价值创造路径图

## 5 森马服饰轻资产商业模式下的价值创造效果分析

为了能够更加直观地评估轻资产商业模式对企业价值创造所产生的效应，本章节将从两个维度展开探讨与评价，具体包括财务绩效以及经济增加值的分析，进而深入剖析并验证不同商业模式以及不同价值创造路径所实现的最终效果。

### 5.1 财务绩效分析

本文针对行业内同类型企业，包括美邦服饰、雅戈尔以及森马服饰三家公司进行了详尽的对比分析。其中，雅戈尔始终坚持传统的重资产商业模式，建立了完善的工厂生产线及相关硬件设施；在渠道建设方面，其线下渠道占总销售份额的90%左右，而且其中超过90%均为直营方式；企业还实现了从生产到销售的一站式服务。通过对雅戈尔公司的对比研究，可以更加全面且透彻地认识不同的商业模式运作对企业财务效果产生的具体影响以及由此导致的差异。

另外，将美邦服饰作为另一个对比企业的理由共有以下三点：首先，美邦服饰与森马服饰共同隶属于纺织服装业特定细分市场中的休闲服饰范畴，此外二者亦均涉足儿童服装业务领域；其次，美邦服饰与森马服饰成立以及正式挂牌上市时间相隔不远，并且两家公司的运营规模亦相差无几；最后，虽然两家企业运用的均为轻资产商业模式，但相较而言，但是在路径的选择上呈现出一定区别。因此，本文从企业财务指标分析入手做对比，研究哪些价值链环节的决策促进了企业价值的创造，找出森马服饰轻资产商业模式的优越性。

#### 5.1.1 盈利能力

如表 5.1 所示，2018-2022 年，森马服饰的营业毛利率维持在 40%左右，企业的盈利能力较好，并且树立了牢固的品牌形象，因而在市场中具备了较强的竞争力，进一步巩固了其在价格上的明显优势。而销售净利率除 2021 年稍有所提升外，整体上呈下降的趋势，但波动幅度不大，总体来说是随整个行业的营业毛利率变动而变动。自 2019 年末爆发的新型冠状病毒肺炎对全球经济发展带来了深远影响，在此背景下我国的纺织服装行业也未能幸免。纺织服装行业中的各企业，尤其是轻资产商业模式下的企业为了降低库存压力，普遍采取了降低产品售



价、削减盈利等策略性手段，这直接导致了营业净利率的下滑。此外，森马服饰净资产收益率与总资产净利率除近3年受疫情影响有所下降外，总体发展趋势均较为稳定。总之，森马服饰的盈利能力较为出色，企业通过轻资产商业模式的实施和适时调整保证了企业的竞争实力。

表 5.1 2018-2022 年盈利能力指标对比（单位：%）

指标	企业	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年
营业毛利率	森马服饰	39.78	42.53	40.34	42.58	41.30
	美邦服饰	44.66	38.20	34.55	33.56	32.10
	雅戈尔	54.84	54.90	53.59	57.99	55.22
营业净利率	森马服饰	10.70	7.93	5.22	9.63	4.57
	美邦服饰	0.53	-15.11	-22.50	-17.75	-57.17
	雅戈尔	38.18	31.81	62.80	37.74	34.18
净资产收益率	森马服饰	15.78	13.35	6.82	12.81	5.40
	美邦服饰	1.41	-33.57	-53.38	-49.52	-127.86
	雅戈尔	13.93	14.02	25.41	16.34	14.02
总资产净利率	森马服饰	11.13	9.24	4.70	8.04	3.20
	美邦服饰	0.58	-12.15	-14.72	-9.01	-17.72
	雅戈尔	5.16	5.06	8.97	6.41	6.41

数据来源：企业年报、国泰安数据库

如图 5.1 所示，通过对三家企业的横向比较分析，可以发现森马服饰的营业毛利率相较于美邦服饰存在明显的竞争上风，但是低于重资产模式的雅戈尔。造成这种差异的主要原因是房地产业务领域给雅戈尔带来了大量的盈利，并且在新冠疫情影响下，雅戈尔采取了多种压缩成本措施来提升其毛利率。此外，雅戈尔多业并举的策略令其在众多商业领域都表现出色，进而提升了这家公司的资金筹集能力以及使用效率，推动其实现良性循环发展。

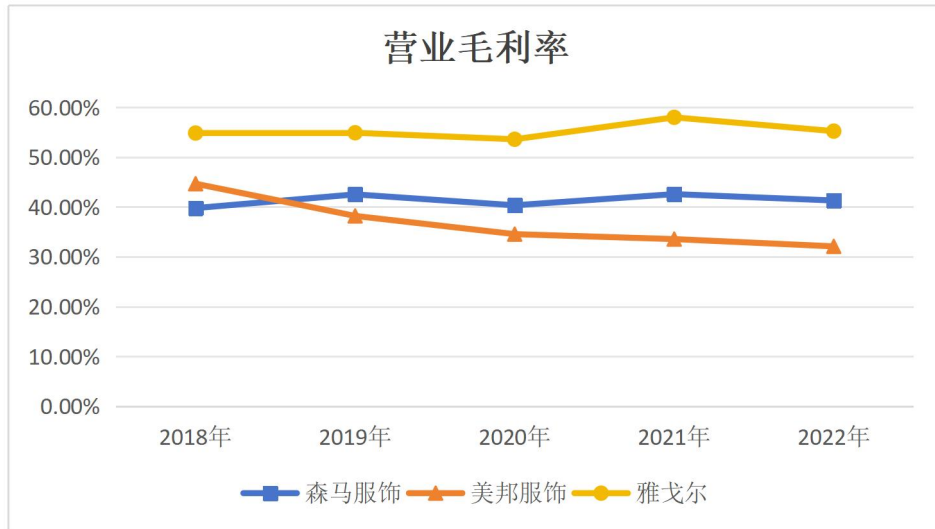


图 5.1 营业毛利率对比图

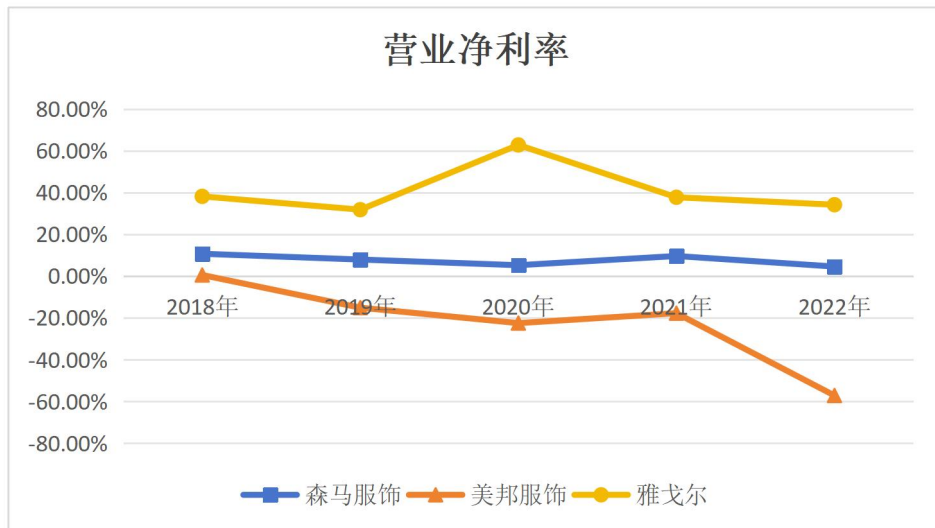


图 5.2 营业净利率对比图

如图 5.2 所示，雅戈尔近五年来的营业净利率始终显著超过森马服饰与美邦服饰，即便是在过去三年间因新冠肺炎疫情的冲击，服装行业的营业净利率普遍出现下降态势之际，雅戈尔在 2020 年度的该项指标竟然实现了逆势攀升，这种显著成效的实现主要归功于其“自产+代工”的策略，使其得以全面掌控产业链，从而具备更大的灵活性来保障产品供货。

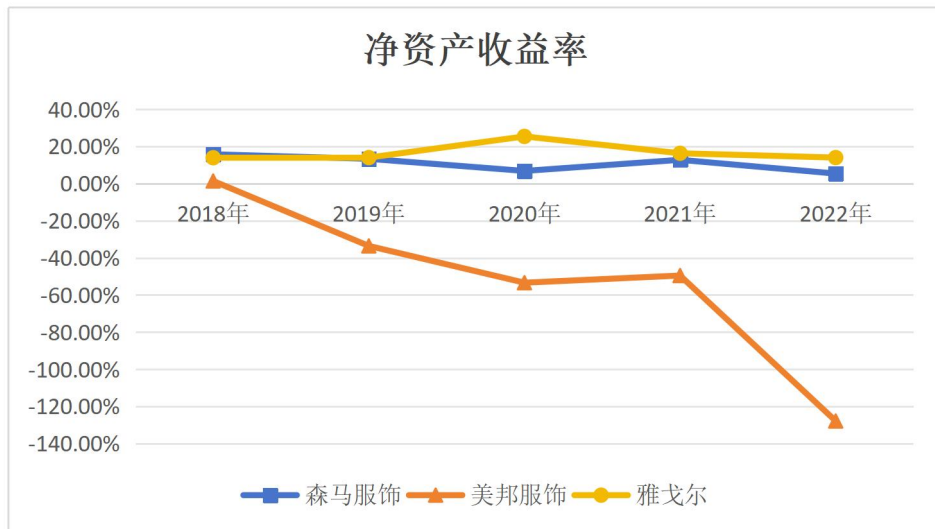


图 5.3 净资产收益率对比图

图 5.3 中显示，自 2018 至 2022 年间，森马服饰净资产收益率始终显著超过了美邦服饰，进一步观察其变化情况亦能看出其比率变化情况较为平稳。然而值得注意的是，在 2020 年度雅戈尔的净资产收益率呈现出了远远领先于森马服饰的态势，原因在于 2020 年雅戈尔房地产业务的销售净利率显著提高；森马服饰因出售 KIDILIZ 导致销售额下滑；正值全球新冠疫情肆虐，我国零售业与服装业皆受重挫，因此各大服装品牌在这一年里净资产收益率普遍有所下滑。

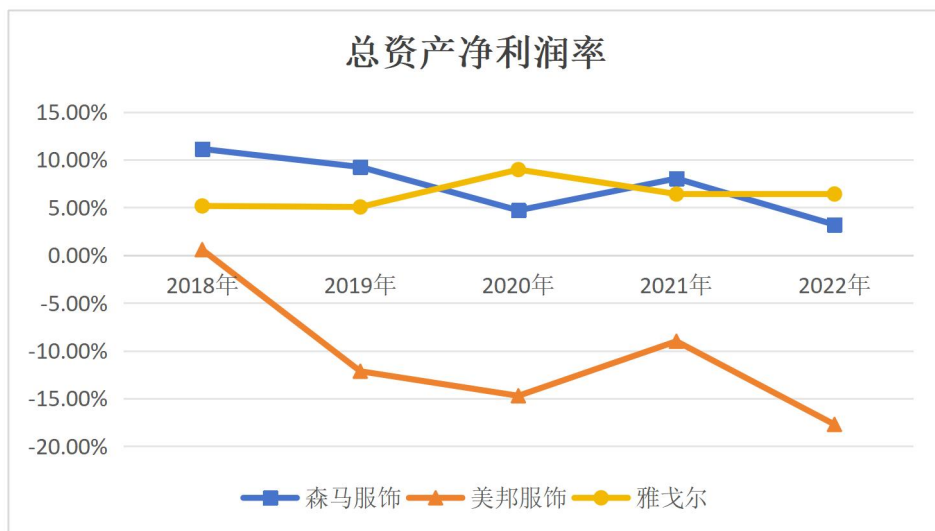


图 5.4 总资产净利润率对比图

综合上述四个指标的对比图可以发现，选择了重资产商业模式的雅戈尔，其盈利水平方面的各项关键指标都经历了一个由升转降、波动幅度颇大的过程。这

表明, 尽管雅戈尔在一体化运营之下实现了规模经济效应, 但这种策略也无形间增加了整个公司的风险。任何微小的经营抉择或者资金流动改变, 都将给企业收益造成实质性冲击。此外, 以轻资产为主导模式的美邦服饰, 在盈利水平方面与森马服饰相较而言显得相对逊色。相关业绩数据表明, 其相应的各项评估指标呈现连年负值的发展态势, 同时下降程度颇为显著, 利润增长乏力。由于其产品体系较为单一, 致使运营状况不佳且库存过高, 被迫采取价格下调策略以缓解库存压力, 进一步加剧了利润的下滑程度。而森马服饰, 尽管在过去三年内由于新冠疫情产生的不利影响使得盈利能力略有下滑, 但是在其他时间段内, 森马服饰的盈利水平总体上保持了相对稳定性。可以看出, 森马服饰轻资产商业模式下价值链各个环节的精细化决策均显著提高了企业抵抗多种经营挑战的能力。

综上, 轻资产商业模式下, 森马服饰在盈利能力方面相对较好。然而, 轻资产商业模式并非持续享有绝对优势, 需要企业根据自身实际情况, 对运营过程中的价值链的各个环节进行持续地调整与优化, 进一步完善自身轻资产商业模式。

### 5.1.2 偿债能力

偿债能力方面, 如表 5.2 所示, 自 2018 年至 2022 年期间, 森马服饰的流动比率与速动比率都保持着相对较高的水平。流动比率维持在 2 左右, 速动比率维持在 1.5 左右, 这无疑展现出企业具备出色的短期还款能力。由于采用了轻资产商业模式, 企业的财务状况呈现出大规模的流动资产状态, 进而推动流动比率保持在较高的水平。然而, 这种情况固然保障了企业的偿债能力, 但同样可能引发资金被过度占用的风险, 进而对企业的拓展与发展构成潜在阻碍。近 5 年, 流动比率整体上呈现出一定的下降趋势, 到 2022 年降至 1.9, 虽然企业短期偿债能力有所减弱, 然而这也是其闲余资金得以适度运用的表现。而速动比率在 2020 年达到最大值之后也开始呈现下降趋势, 这是由于其在 2020 年出售法国 KIDILIZ 集团以及加强库存管理所致。从现金比率来看, 2018-2020 年, 该指标呈上升趋势, 直至 2020 年达到峰值 1.02。然而, 在最近两年期间, 该数值稍有回落。这种变化趋势与企业货币资金状况的转变保持了同步性, 其主要原因在于企业对供应商货款支付方式进行优化调整后, 导致其账面货币资金相应地得到提升。资产负债率方面, 在过去的五年时间内, 随着企业规模的逐年扩增, 森马服饰的这一指标整体上呈现出

上升的态势。

表 5.2 2018-2022 年偿债能力指标对比

指标	企业	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年
流动比率	森马服饰	2.55	2.83	2.57	1.95	1.91
	美邦服饰	1.02	0.92	0.76	0.65	0.49
	雅戈尔	1.09	0.76	0.98	0.94	1.07
速动比率	森马服饰	1.55	1.80	2.07	1.43	1.37
	美邦服饰	0.48	0.44	0.37	0.37	0.27
	雅戈尔	0.62	0.44	0.65	0.53	0.54
现金比率	森马服饰	0.51	0.64	1.02	0.64	0.89
	美邦服饰	0.09	0.07	0.04	0.04	0.02
	雅戈尔	0.12	0.20	0.24	0.27	0.36
资产负债率 (%)	森马服饰	32.44	29.04	33.02	40.92	40.38
	美邦服饰	60.08	68.02	77.72	86.05	93.47
	雅戈尔	62.46	65.28	64.12	57.40	51.00

数据来源：企业年报、国泰安数据库

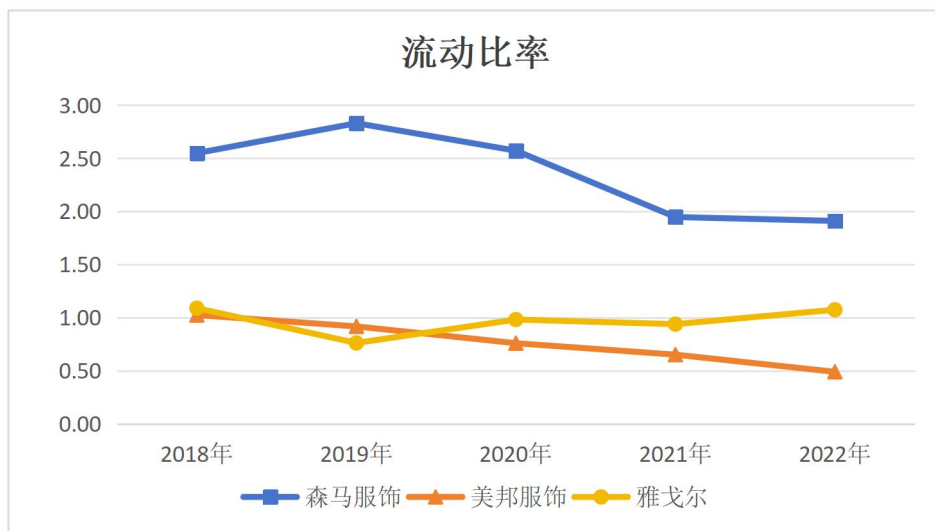


图 5.5 流动比率对比图

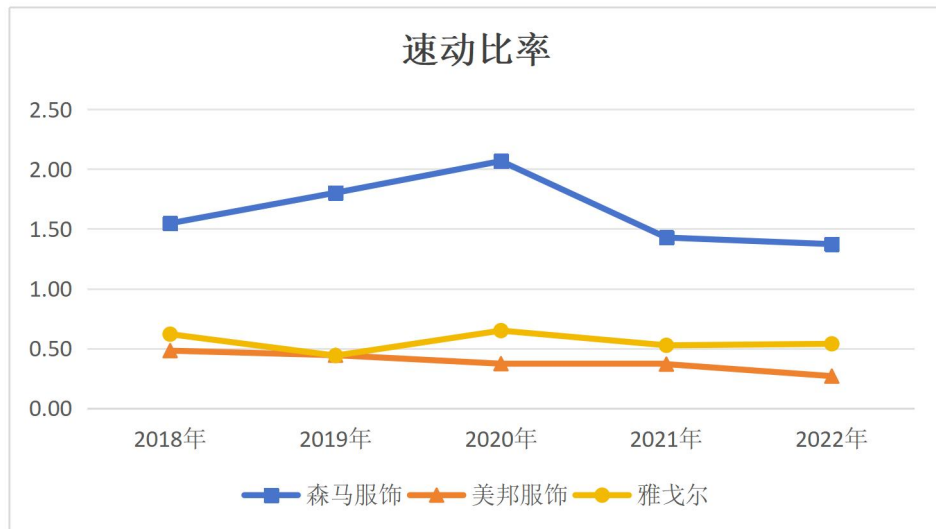


图 5.6 速动比率对比图

如图 5.5 和图 5.6 所示，相较于同行业的其他企业，森马服饰在其流动比率以及速动比率上表现更为突出。这两项关键指标都显示出该公司具有出色的短期债务偿还能力。具体来说，以雅戈尔为例，由于其采用重资产商业模式，其资产的灵活性显得相对欠缺，流动资产储备并不充裕，这种情况直接导致了其短期偿债能力的相对薄弱。对于美邦服饰而言，整体来看，其流动比率呈现持续下滑态势，而且在与其主要竞争对手森马服饰进行比较时，二者间仍存在不容忽视的大差距。这一现象表明美邦可能面临着流动资产储备不足的问题，这种情况对于采取轻资产商业模式的企业来说无疑是相当危险的，因为这将增加营运资金断裂的可能性。然而，森马服饰始终致力于将线上和线下开设的销售渠道进行有机结合，以此来确保销售额的长期稳步上升以及现金流的持续储备，这一积极举措使得森马服饰拥有较为充足的流动资产。

如图 5.7 所示，在资产负债率方面，雅戈尔在 2018 至 2020 年间，始终保持着超过 60% 的高比率，近两年来该指标有所下降。在重资产模式下，雅戈尔所面对的财务风险自然较其他企业更为显著，尤其是在现金流量不足的情况下，资金链出现断裂的风险将会显著增加。相较而言，美邦服饰 2018 年该比率率略低于雅戈尔，但是在随后的几年内却展现出资产负债率持续上升的趋势，到 2020 年高达 93.47%，这在某种程度上，是由于美邦主要采取了直营的模式，使得其经营过程中所涉及到的环节数量相对较多，需要有大量商品用于陈列铺场，从而不可避免地占用了更多的资源。而也从侧面对比反映出森马服饰通过加盟形成利

益共同体的优势，资产负债率常年保持在约 30% 的水平，这表明其具备良好的长期偿债能力。相较之下，森马服饰轻资产商业模式路径取得了更为显著的成果。

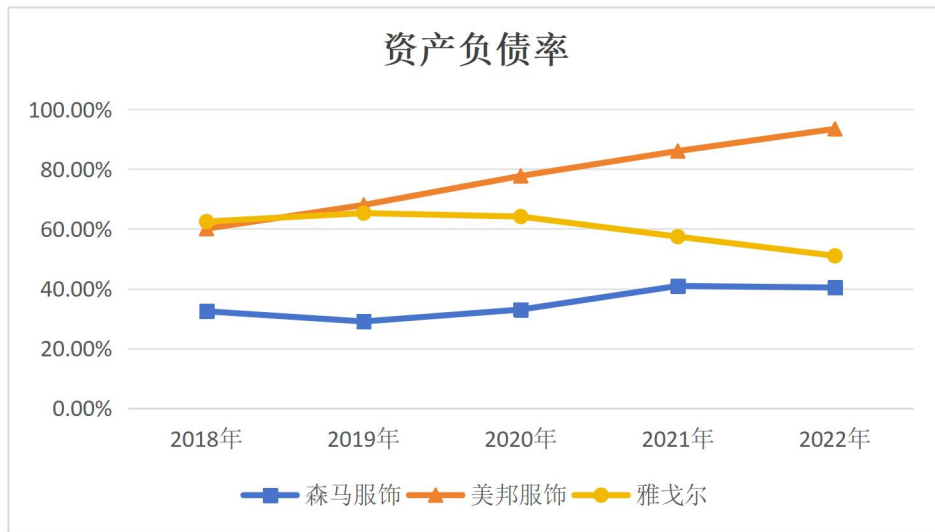


图 5.7 资产负债率对比图

综上，轻资产商业模式下，森马服饰无论是在短期还是长期的债务偿还能力方面都表现出色。其经营过程中充裕的现金流积累与依赖内部资金来源的策略使得企业具有较好的偿债能力，从而让该企业相较于同样采取轻资产模式的美邦服饰及以重资产模式的雅戈尔来说，更具偿债保障力。

### 5.1.3 营运能力

纵向来看，如表 5.3 所示，近五年，森马服饰应收账款周转率稳定在 9.5 左右，处于低水平。这是因为企业支持加盟业务发展，使得加盟店铺规模得以快速扩大，由于加盟商对于资金的强劲需求以及门店内库存商品出现滞销，共同影响到企业回收货款的周期拉长。就存货周转率而言，整体来看企业的存货周转率呈现出下降的态势，尤其是在 2022 年降至为 1.99，这无疑反映出企业的存货周转能力正在逐渐减弱。鉴于服装行业受季节变动所带来的影响，产品迭代频率较为频繁，持有的存货时间愈长，那么其价值降低的风险也就相应地增大。因此，企业务必高度重视对存货的精细化管理工作。从流动资产周转率来看，该指标 2018-2019 年表现出明显的增长趋势，随后 3 年受疫情影响开始逐年下降，固定资产周转率的下降亦是因为如此。

表 5.3 2018-2022 年营运能力指标对比 (单位: 次)

指标	企业	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年
应收账款 周转率	森马服饰	9.32	9.85	9.04	10.85	9.82
	美邦服饰	9.27	5.08	4.22	3.40	2.70
	雅戈尔	29.33	33.48	28.89	38.17	51.54
存货周 转率	森马服饰	2.78	2.61	2.74	2.71	1.99
	美邦服饰	1.73	1.53	1.37	1.29	1.04
	雅戈尔	0.34	0.36	0.33	0.36	0.40
流动资 产周 转率	森马服饰	1.56	1.71	1.26	1.11	0.93
	美邦服饰	1.80	1.30	1.08	0.92	0.67
	雅戈尔	0.30	0.34	0.27	0.33	0.42
固定资 产周 转率	森马服饰	10.14	9.16	6.95	7.54	7.09
	美邦服饰	5.82	4.72	3.52	2.79	1.88
	雅戈尔	1.56	1.88	1.78	1.89	1.78

数据来源: 企业年报、国泰安数据库

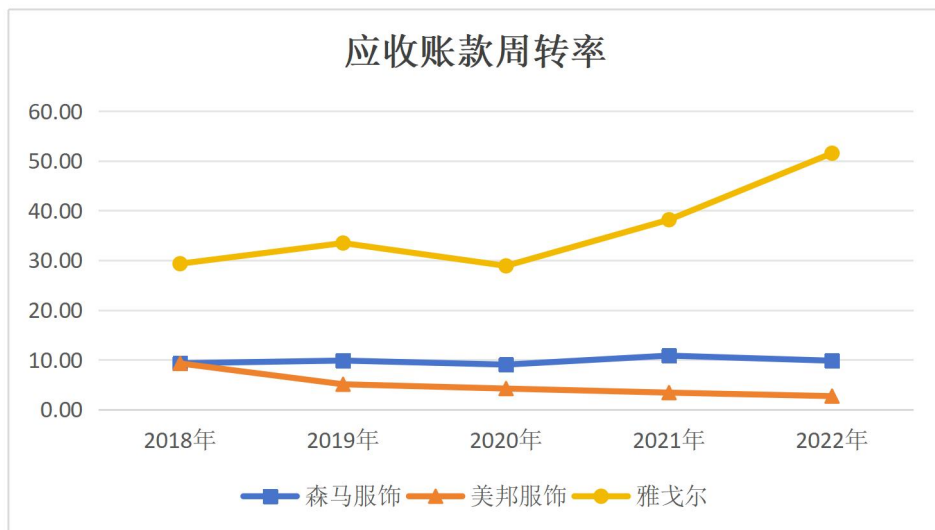


图 5.8 应收账款周转率对比图 (单位: 次)

应收账款周转率方面, 如图 5.8 所示, 尽管森马服饰应收账款周转率基本稳定且总体稍高于美邦, 然而相较于雅戈尔, 其数值方面仍存在相当大的差距。雅



戈尔实施以产销结合为核心导向的重资产模式,使得企业超过 80%的收益皆直接来自本身直营门店,进而使加盟店对总体盈利所作出的贡献较小,因此其应收帐款回款速度相对迅速。反观美邦,其应收账款周转率呈现下滑趋势,表明其应收账款管理能力下降,面临较大的信用风险。究其原因是因为企业为清理库存,放松了对供应商的信用约束,又受疫情影响,加盟商可进行赊购,从而加剧了应收账款收回难题。而森马则为减轻渠道成本压力,采取偏向宽松的信用政策,导致财务坏账风险增加,进而对企业的回款速度产生不利影响。总之,虽然森马服饰应收账款周转方面略微优于美邦服饰,但其还需要进一步加强对加盟商的授信管理,降低企业的经营风险。

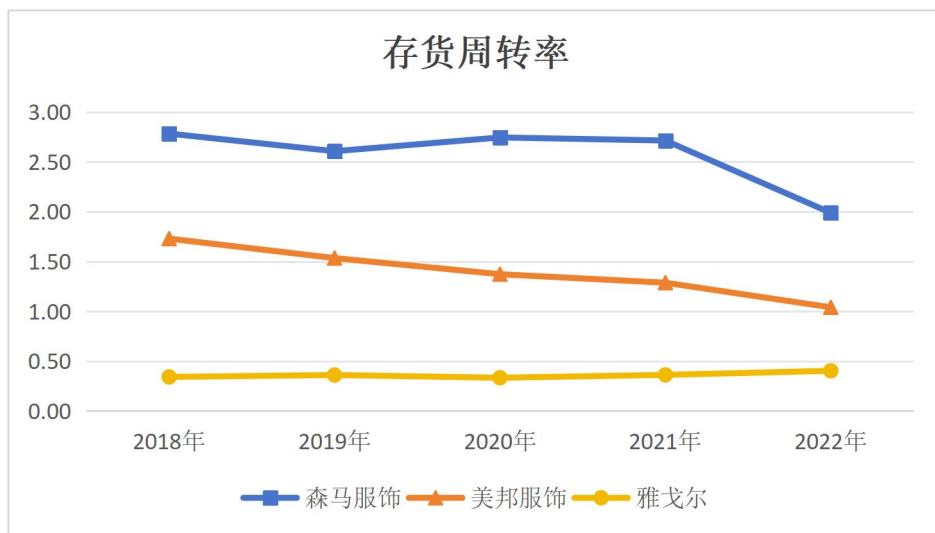


图 5.9 存货周转率对比图 (单位:次)

如图 5.9 所示,森马服饰的存货周转率相对于雅戈尔以及美邦服饰而言具有显著优势。具体来说,雅戈尔的存货周转率呈现出持续处于低位状态,且始终未能超过 0.5 的水平线,这一现象反映了在产业一体化的重资产模式中,雅戈尔在存货管理方面面临着较大压力与挑战,存货管理这一环节亟需得到强化改进。值得注意的是,尽管都选择了轻资产模式,可对价值链各环节的决策有所差异,导致美邦服饰的该比率远不及森马服饰那样出色。

森马服饰会依据市场需求进行详细的产品生产计划制定,且与加盟经销商建立优质且稳定的合作关系,确保每个加盟门店都享有充足且完备的货品资源,进而保证消费者无论身处何地,均可体验到与直营门店同等级别的消费体验,从而

有效控制加盟店面的退货比例。在此基础上，森马服饰更是提高了对电子商务平台投资和建设的力度，以拓展更为多元化的销售途径，进一步提高存货周转效率。

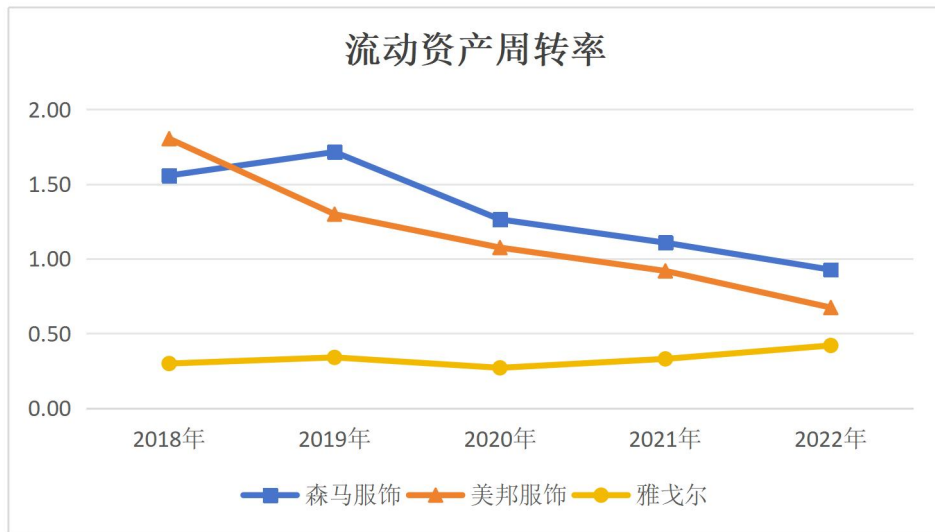


图 5.10 流动资产周转率对比图

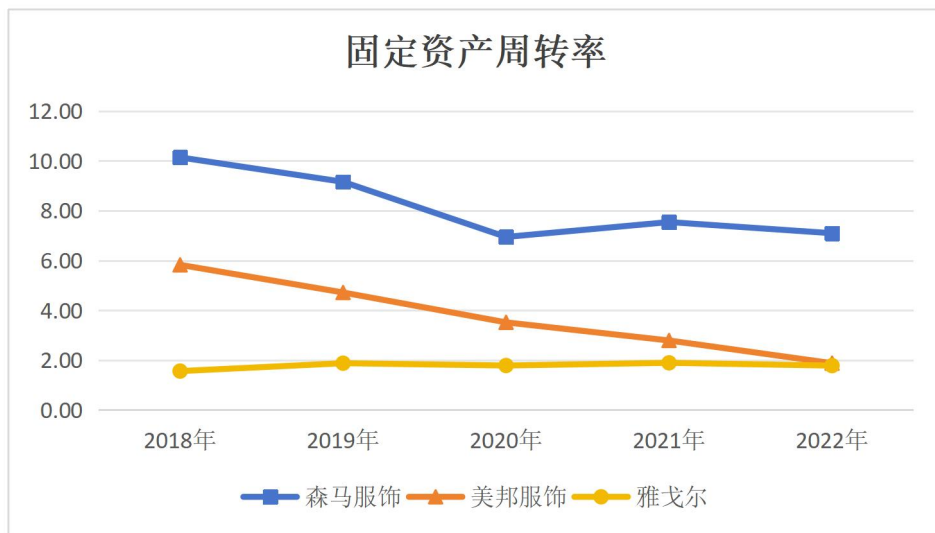


图 5.11 固定资产周转率对比图

然而，美邦服饰的供应链网络存在着明显的脱节现象，由于信息传递不畅，各部门之间难以实现有效的协同配合，这直接导致了库存管理的混乱无序状态。尤为值得注意的是，在美邦服饰的产品策略中，它会优先把新品系列投放到直营专卖店进行销售。相较而言，加盟连锁店的产品线则显得相对匮乏，这无疑加剧了消费者偏向于前往直营店铺购买商品的趋势。此外，美邦服饰针对加盟店实施了极其严苛的订货规定，即唯有当加盟店确保每年能提升 25%的订货总量时，方

得以享受到优惠的退换货政策。由于这种制约性条件的存在，使得加盟商只得被迫增加订货量以获取优惠待遇并防止可能出现的断货风险。然而，美邦服饰的生产量是以订货量为基础来确定的，如此循环往复，最终往往导致库存积压的现象日益严重。

综合上述四个比率的分析可知，轻资产商业模式下，森马服饰展现出较强的运营实力，整体表现超越了同业竞争对手。相较而言，在轻资产商业模式的引导之下，企业所需投入之固定资产相比其他模式通常要低许多，从而使得整个运营过程中所产生的成本能够有效降低；存货管理方面的表现则相对较为出色，资产利用效率也得到提升。然而，伴随着公司稳步扩大其经营规模，实施授权经营策略亦随之引入了新的经营挑战与不确定性，需要企业加强对加盟商的授信管理，提高应收账款周转率。相较于其他轻资产模式的企业，森马服饰做到了与加盟商保持良好的合作关系，并拓宽了销售渠道，来加快存货周转。

#### 5.1.4 发展能力

表 5.4 2018-2022 年发展能力指标对比（单位：%）

指标	企业	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年
营业收入增长率	森马服饰	30.71	23.01	-21.37	1.41	-13.54
	美邦服饰	18.62	-28.84	-30.10	-30.91	-45.45
	雅戈尔	-2.07	28.91	-7.61	18.57	8.92
总资产增长率	森马服饰	21.44	0.32	3.30	15.19	-7.62
	美邦服饰	8.97	-11.53	-16.92	-3.69	-31.18
	雅戈尔	12.99	6.68	-0.80	0.26	-3.05

数据来源：企业年报、国泰安数据库

从企业发展能力来看，如表 5.4 所示。由于近 3 年受新冠疫情的影响，营业收入增长放缓甚至出现负增长。从总资产的增长率来看，森马服饰在 2018 年以及 2020 年总资产增长率较高和较低的原因是企业在 2018 年斥巨资收购的法国高端童装 KIDILIZ 集团，然而随着被收购企业核心业务收益渐趋下行，实体店面

逐年递减，主营业务亏损加剧并有扩大迹象，尤其当全球新冠疫情肆虐之际，其主要市场法国、意大利以及欧洲市场均遭重创，使企业运营风险激增。最终，在 2020 年，其通过出售子公司，成功剥离了 KIDILIZ 集团的相关资产与业务，有效规避了企业业绩的进一步下滑。而 2021 年总资产增长率较高的原因主要是库龄一年以内的本年及次年产品季的商品增加，2022 年出现负值同样是由于存货的变化所致。

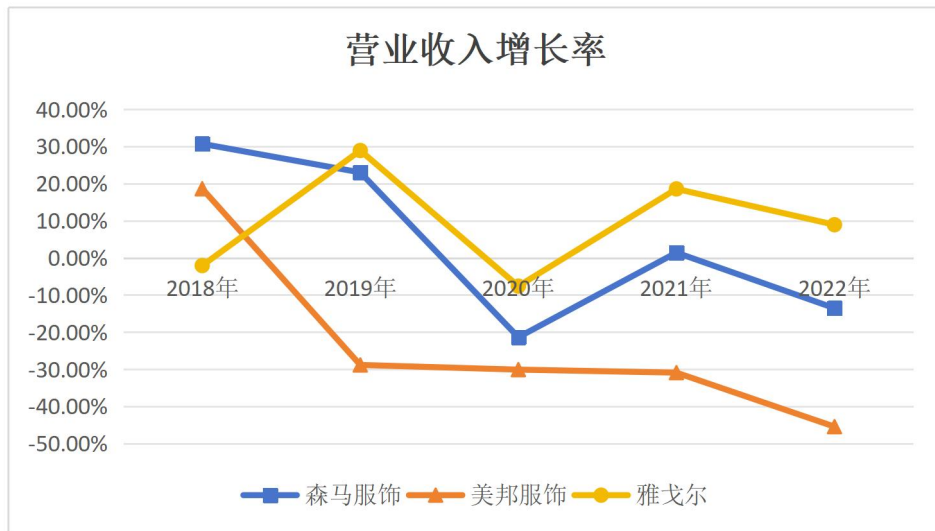


图 5.12 营业收入增长率对比图

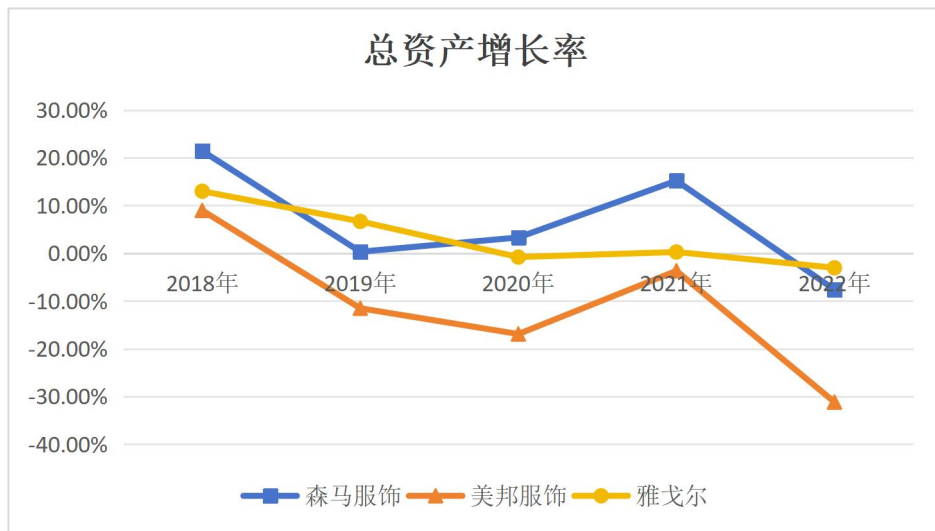


图 5.13 总资产增长率对比图

如图 5.12 所示，与美邦服饰相比，森马服饰的营收增长率较高，而除 2018 年由于收购 KIDILIZ 使该比率高于雅戈尔外，其余各年的营业收入增长率均低

于雅戈尔,但这是由于雅戈尔的地产开发业务的营业收入增长率较高所致。此外,2019-2022年森马服饰和雅戈尔的营业收入增长率的变化趋势大致相同,而美邦服饰却一直呈现下降的趋势。可见,随着行业发展疲缓,美邦服饰产品竞争力下降,致使顾客流失。总资产增长率方面,如图5.13所示,森马服饰相较于雅戈尔和美邦服饰这两家竞争对手表现得更为出色,但总体而言各企业的发展受到疫情影响均出现放缓的趋势。

综上,轻资产商业模式下,森马服饰的发展能力相对较好,但也应进一步优化价值链中各活动的决策,尤其是要提高应对突发事件的能力,培育企业核心轻资产,形成企业的核心竞争力,促进企业的持续发展。

通过上述四方面能力的财务指标分析后可知,森马服饰的轻资产商业模式的应用使之在与重资产模式企业雅戈尔进行比较时总体表现更优,此外其通过独特的轻资产商业模式实施路径使之与同为该模式的美邦服饰相比较时也具有优势。

## 5.2 经济增加值分析

经济增加值(Economic Value Added)分析法,是一种用以有效衡量企业价值创造能力的工具,可以直观地展现出企业为投资者所创造的价值。相较于传统的利润指标,EVA进行了深度改进,其在计算净利润的过程中充分考虑到了投资人投入资本带来的影响。计算公式如下:

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

NOPAT表示税后净营业利润,TC表示资本总额,WACC表示加权平均资本成本。本小节通过经济增加值的最终计算结果,评估企业的价值创造效应。

### 5.2.1 税后净营业利润

通常借助税后净营业利润这一指标来深入评估企业的获利能力。计算公式为:

税后净营业利润=净利润+(利息支出+研究开发费用调整项-非经常性收益调整项 $\times$ 50%) $\times$ (1-25%)

表 5.5 森马服饰 2018-2022 年税后净营业利润（单位：百万元）

	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年
净利润	1681.55	1533.9	794.39	1484.58	609.72
加：所得税费用	586.71	595.36	293.59	437.63	253.9
利息支出	9.44	18.63	10.43	20.62	22.31
研发支出	364.31	413.65	291.71	317.09	295.37
减：非经常性收益*50%	179.7	32.66	24.47	66.41	69.84
合计	2462.31	2528.88	1365.65	2193.51	1111.46
乘：1-所得税税率（%）	75.00	75.00	75.00	75.00	75.00
税后净营业利润	1846.73	1896.66	1024.24	1645.13	833.60

数据来源：森马服饰年报

## 5.2.2 资本总额

资本总额涵盖了在企业运营阶段债务资本与权益资本两种类型资金的总体投入，反映出企业的资本规模大小，为了更好地适应管理需求并能够准确呈现各项经济活动的客观实际数据，需依据财务报表中的对应项目为基础，对资本总额实施相应的调整。调整公式为：

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 5.6 森马服饰 2018-2022 年调整后资本（单位：百万元）

	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年
平均所有者权益	10655.08	11493.57	11647.50	11592.17	11288.71
加：平均负债	4450.38	5100.64	5247.83	6881.60	7735.62
减：平均在建工程	549.27	137.72	20.62	16.30	20.65
减：平均无息流动负债	3389.99	3978.53	4269.215	6093.8	7110.435
调整后资本	11166.20	12477.96	12605.50	12363.68	11893.24

数据来源：森马服饰年报

### 5.2.3 加权平均资本成本

加权平均资本成本可以拆分为债务资本成本以及权益资本成本两大方面。

#### (1) 债务资本成本

森马服饰短期借款利率选用的是中国人民银行公布的一年期贷款基准利率 4.35%，长期借款与一年内到期的非流动负债利率选用的每期 3-5 年的贷款基准利率 4.75%，所得税率为 25%。

由表 5.7 数据显示，近五年来，除 2018 年及 2019 年的短期借款，以及 2018 年的长期借款以外，森马服饰并无其他借款，这一现象有力地彰显了其在营运资本管理上的能力之强，表明企业在经营过程中具有足够的流动资金以支撑运营与发展。进一步分析发现，森马服饰在过去五年内债务资本成本的平均水平为 3.47%，处于较低水平。因此，就债务成本而言，森马服饰相对于拥有优越性，这也充分体现了轻资产商业模式在降低债务资本成本方面的显著优势。正是通过对品牌影响力的积极塑造和对价值链的高效控制，森马服饰得以进一步利用上下游产业链资金，实现资本节约，确保了营运资本的充裕性，不仅减少了企业对外借贷的依赖，更显著降低了债务资本成本，为企业稳健发展提供了有力支撑。

表 5.7 森马服饰 2018-2022 年债务资本成本（单位：百万元）

	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年
短期借款	174.57	266.92	-	-	-
短期借款占比 (%)	52.31	100.00	-	-	-
一年内到期非流动负债	2.20	-	10.00	230.32	197.57
长期借款	156.95	-	-	-	-
长期借款与一年内到期非流动负债占比 (%)	47.69	-	100.00	100.00	100.00
应付债券	-	-	-	-	-
债券占比 (%)	-	-	-	-	-
负债合计	333.72	266.92	10.00	230.32	197.57
税前债务成本 (%)	4.54	4.35	4.75	4.75	4.75
税后债务成本 (%)	3.41	3.26	3.56	3.56	3.56

数据来源：森马服饰年报

## （2）权益资本成本

本文选用资本资产定价模型计算权益资本成本，公式为：

权益资本成本=无风险利率+企业的贝塔系数×市场风险溢价

本文选用了当期 5 年期国债的利率作为无风险利率，这是考虑到国债通常被视为最安全的投资工具，其利率能较好地反映市场无风险回报的水平。而对于市场风险溢价的衡量，采用了当年全国 GDP 增长率作为替代指标。GDP 增长率作为宏观经济运行的重要参考，能够反映市场整体的风险和收益状况，因此作为市场风险溢价的代理变量具有一定的合理性。本文通过国泰安数据服务平台获取了既往年度综合市场年  $\beta$  值进行运算。贝塔系数主要用以评估企业系统风险的程度，其数值与市场风险相当，若  $\beta$  值偏高，表明此类企业面临的风险亦较大，投资者期望的报酬率也就越高。

表 5.8 森马服饰 2018-2022 年权益资本成本

	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年
无风险利率 (%)	4.27	4.27	3.97	3.97	3.22
市场风险溢价 (%)	6.7	6	2.2	8.1	3
$\beta$ 值	1.11	0.83	1.07	0.45	0.93
权益资本成本 (%)	11.71	9.25	6.32	7.62	6.01

数据来源：中国人民银行公告和国泰安数据库

从表 5.8 可以得出，在权益资本成本方面，森马服饰近五年间的权益资本成本均值为 7.89%，且企业的贝塔系数在过去五年中平均值也落在了 1 以下的范围内，这表明了森马服饰的股价在过去五年内呈现出相对平稳的态势，广大投资者对其发展前景持乐观态度。

## （3）加权平均资本成本

加权平均资本成本=权益资本成本×权益资本占比+债务资本成本×债务资本占比



表 5.9 森马服饰 2018-2022 年加权平均资本成本（单位：百万元）

	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年
股东权益总额	11192.73	11794.4	11500.6	11683.74	10893.68
股东权益占比 (%)	67.56	70.96	66.98	59.08	59.62
负债总额	5374.98	4826.29	5669.38	8093.82	7377.41
负债占比 (%)	32.44	29.04	33.02	40.92	40.38
加权平均资本成本 (%)	9.02	7.51	5.41	5.96	5.02

数据来源：森马服饰年报

如表 5.9 所示，森马服饰企业所持有的权益资本占据相当高的比例，而这一特性恰恰是由于轻资产商业模式的应用，具体表现为以内部融资作为主要资金来源渠道；同样其负债结构中有息债务占据比例较低也是因为如此，这对于森马服饰有效降低资本成本方面具有显著且关键的影响。

## 5.2.4 经济增加值

表 5.10 森马服饰 2018-2022 年经济增加值（单位：百万元）

	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年
税后净营业利润	1961.8625	1858.11	1020.995	1737.8625	847.98
资本总额	11166.2	12477.96	12605.50	12363.68	11893.24
加权平均资本成本 (%)	9.02	7.51	5.41	5.96	5.02
经济增加值	955.20	920.94	338.87	1001.54	250.85

数据来源：森马服饰年报

根据表 5.10 的数据显示，尽管近三年来受到新冠肺炎疫情严峻挑战的影响，使森马服饰的经济增值呈现出较为显著的波动性，但是依然维持在超过 2.5 亿元的较高数值范围之上，近五年的平均值更是达到了 7.15 亿元。产生这一结果的根本原因在于轻资产商业模式的企业能够准确分配资金资源，确保用于生产制造等非关键环节的投资得到合理控制，同时也能将足够的资金投入研发、品牌

塑造及市场营销等关键环节,使得企业得以通过较低的资本投入高效地获取更大的回报收益,从而显著提高了投资人资金的使用效率。作为一家轻资产商业模式的企业,森马服饰展示了其出色的盈利能力、卓越的价值创造能力以及对潜在投资的巨大吸引力。因此,实施轻资产模式既能够有效地减少资本投入,又有助于实现更高的盈利水平,从而推动企业价值的进一步创造。

通过上述两个角度的分析,可以得出森马服饰所采用的轻资产商业模式,确实对其与价值链相关业务活动的决策产生了显著的影响,从而使得企业能够在财务指标以及经济增加值这两方面展现出更为出色的表现,进而充分体现了企业强大的价值创造能力。

## 6 研究结论与启示

### 6.1 研究结论

本文以当前休闲及童装领域的双龙头企业——森马服饰作为案例企业进行深入探讨，借助于价值链模型从内、外两个角度剖析价值链各环节上的活动，从而总结出轻资产商业模式促使企业价值创造的有效路径。随后应用财务绩效与经济增加值相关指标，对企业所创造的价值作出量化的分析评估。通过以上分析，得出以下结论：

第一，轻资产商业模式通过影响价值链各环节决策实现企业价值创造。

本文对森马服饰价值创造路径进行研究后发现，该模式通过影响企业内外部价值链活动的决策，从而形成能够为企业创造超额回报的核心轻资产，在此过程中也改变了企业价值驱动因素指标的数值，最终创造企业价值。结合森马服饰的经验可知，一方面，在企业内部价值链层面，应重点增加研发投入，高度重视科研团队成员的培养，积极推进数字化研发工程；维持外包生产策略；大力实施品牌营销策略；布局全渠道营销网络；持续完善物流运输体系；持续推进人力资源管理改革等措施。另一方面，在外部价值链层面，需进一步强化与优质供应商建立深度合作关系，并开拓新的客户群体来源。通过上述对价值链各环节活动的决策及调整，优化企业资源向轻资产方向集中，构建企业的核心轻资产，实现企业价值的创造。

第二，轻资产商业模式有助于企业实现价值创造。

本文对比分析轻、重两种不同模式服装企业森马服饰和雅戈尔的企业价值创造效应，结果表明，通过采取轻资产商业模式，企业得以构建出可产生超额收益的核心轻资产，从而极大地提高了自身的核心竞争力，有效增加企业的自由现金流，降低资本成本，显著加强企业的持久发展能力。因此，在盈利能力、偿债能力、营运能力以及发展能力方面，森马服饰都展现出了更优异的表现。同时，在经济增加值这个重要指标上，采用轻资产商业模式的企业也表现较优，即在资本投入有限的前提条件下，达到较高的盈利水平，进而高效利用投资者所提供的资金以实现更高的投资回报。综上，该商业模式无疑有助于企业创造更大的价值。

第三，轻资产商业模式下的不同路径产生的价值创造效果不同。

本文还选取了同为轻资产商业模式的美邦服饰进行价值创造效果的比较分析。可以发现，二者虽然均采取的是轻资产商业模式，但是价值创造的效果却相差甚大。究其原因，则主要是由于二者价值创造的路径存在差异。具体来讲，美邦服饰在产品设计方面，由于其对产品研发端的重视不足，致使产品体系单一，多数作品与国际知名品牌 ZARA 类似款式，无法有效塑造其独特品牌形象；在高附加值的营销环节，对消费者需求掌控不力，营销策略陈旧，加盟店和直营店之间的矛盾也对产品销售产生不利影响，从而导致库存堆积、业绩滑坡，市场份额逐渐萎缩，盈利能力下降；渠道建设方面，美邦服饰的线上渠道建设首先是建立了独立的销售平台，其次在各类电商平台开设了官方主页，但因其缺乏 IT 行业营销知识，无法高效运营销售平台，投入成本较高，且其忽视了对其他电商平台的官方主页进行有效维护，以致使线上点击率低下，无法成功转化为销售额。综上，美邦服饰价值创造路径的选择使其价值创造成效远不如森马服饰。

## 6.2 案例启示

基于对森马服饰在价值创造方面的路径以及其取得成果的深入剖析来看，实施轻资产商业模式确实显著地提升了其在服装行业内的竞争优势，同时也有助于推动其持续稳定的发展壮大。本文旨在通过以上研究，期望能够为国内其他服装类企业在进行转型升级、精进其商业模式运作等方面提供实践参考。

### 6.2.1 坚持培育符合自身定位的核心轻资产

通过对企业价值创造路径的分析可以发现，核心轻资产是轻资产商业模式实施的关键，轻资产涵盖众多要素，包括研发设计能力、品牌、渠道网络、物流体系、丰富的人才资源以及高效运作的供应链体系等。通过森马服饰与重资产商业模式雅戈尔的对比发现，森马服饰在其价值创造能力上占据了显著的优势地位，这也反映出重资产商业模式在价值链各个环节全面掌控可能会引发的潜在风险。一方面，在当前企业市场竞争异常激烈的环境下，如若未能成功构建并持续加固自家独特的“护城河”防线，就有极大可能面临来自竞争者的猛烈冲击。另一方面，由于企业可利用的资源优势通常较为有限，因此致力于采用重资产商业模式的企业必须明确其所需核心竞争力，并逐渐削减或完全摒弃对那些利润率低下且可替

代性较强的环节的资源投入，如产品生产制造等，而将更多注意力和资源投向研发设计、品牌塑造、营销渠道等具有战略意义的领域。同时开展这些领域的资源优化配置，准确把握细分市场的发展趋势，着力推进和壮大以轻资产为主导的核心业务，以此作为企业竞争优势的强大驱动力，进一步提高盈利空间，从而实现企业的价值创造。

### 6.2.2 推进多样化销售渠道的建设

通过对企业价值创造效果的比较分析可以发现，相较于森马服饰多元的渠道网络，雅戈尔则主要以直营为主，美邦服饰主要以线下销售为主，线上布局较少。然而为了能够实现企业更好的销售，则务必寻求多元化的销售渠道建设，确保消费者无论身处何处皆有机会选购本企业所生产的各类商品。在传统的品牌经营中，常常选择在品牌初创时期快速拓展加盟店的布局，而后再循序渐进地逐步扩大直营店的规模。如今，伴随着信息技术的飞速进步、人们生活习惯的改变以及物流运输网络的深度覆盖，在线购买服装乃至通过虚拟现实方式进行试衣尝试已成为了可能，人们亦日益适应并依赖于电子商务平台进行消费活动。电子商务平台上涌现出了无数独立创建的新兴品牌，这些品牌只需支付少量的保证金便可开设自己的网店，例如那些从事服装类电商零售业务的小型商铺，其无需自主生产产品，只需将设计图纸交付给生产厂家即可实现企业的有效运作。面对这样的转变，纯依靠实体专卖店销售的传统品牌势必会面临巨大挑战，若不能跟上时代前进的步伐，最终必将被历史淘汰，因此，各企业必需寻求线上线下的紧密融合，运用多元化的销售渠道推广企业产品，实现更高层面的品牌营销战略，以此提升自身的核心竞争实力。

### 6.2.3 适时更新企业自身商业模式

商业模式是一个持续演进的进程，企业唯有立足行业现状以及自身运营过程所遭遇的各种挑战，及时进行调整与优化，才能够实现可持续发展。特别是在重资产模式为主导的服装企业中，原本单一且依赖大量资金投入以迅速扩大经营规模的策略，在当前的经济形势中已难以为继。重资产模式的服装企业并非需要照本宣科地全然采纳轻资产模式，而应该更深入地去分析企业在发展过程中所面临

的种种挑战，如盈利状况的不尽人意、增长率的逐步减缓等，进而根据企业实际情况，有针对性地加以借鉴运用，方能确保企业长远稳定的发展。此外，在践行轻资产商业模式的过程之中，企业也必须持续地关注创新与变革，看清模式实施过程中遇到的各种问题，进而对这个模式加以调整，优化资源的动态配置，助力企业持续价值创造。

### 6.3 不足与展望

本文以森马服饰为研究主体，剖析服装企业采用轻资产商业模式所带来的价值产生机制及其成效。然而，在研究过程中仍存有若干不足之处，主要包括：

首先，本文主要采取单一案例进行研究，虽然选取的森马服饰是实施轻资产商业模式的代表性企业，但是不同的选择轻资产商业模式的企业都展现出了各自不同的关注焦点以及未来长期发展道路，因此其并不能代表所有采用该模式的服装企业。作为轻资产商业模式的美邦服饰以及重资产模式的雅戈尔亦是如此，用森马服饰的财务数据与上述两个企业进行对比来评价不同商业模式以及同一商业模式价值创造效应的不同，具有一定的局限性。

其次，在评估企业资本成本时，选择利用当年的国内生产总值增长率来代替市场风险溢价这一关键指标，尽管这种做法具有一定的依据，但这无疑会导致分析结果缺乏应有的精确度。

最后，本研究是基于公开发布的数据，如来源于各个企业的财务报告和数据库，这使得研究结果在很大程度上依赖于这些数据的真实性。此外，企业的轻资产大多很难通过财务数据体现，但由于无法获取到一些企业内幕的资料，相关分析可能存在不足。

因此，本研究期待引发更多学者对相关议题的深入探讨，并期望后续学者能够运用更为全面、系统且深入的研究手段来拓宽现有研究成果的广度以及深度，充分揭示轻资产商业模式的特性，进一步探究其在创造价值方面的实现路径，从而建立一个更为严谨完善的分析框架，为那些希望通过轻资产商业模式实现复兴的企业提供有力的学术支持和宝贵的实践经验。

## 参考文献

- [1] Alfred Rappaport. Creating Shareholder Value[M]. New York:Free Press,1986:102-110.
- [2] Amit R. Schoemaker P J H. Strategic Asset and Organizational Rent[J]. Strategic Management Journal, 1993, 14(1): 33-46.
- [3] Applegate L.M. Corporate Information Systems Management: Teaching Manual[J]. Journal of Finance, 1999, 23(2): 238-251.
- [4] Camarina-Matos L.M. Afsarmanesh H.and Garita C. Towards Architecture for Virtual[J]. Enterprise Journal of Intelligent Manufacturing, 1998, (5): 22-27.
- [5] G.Bennett Stewart. The Quest for Value[M]. New York:Harper Business,1991:53-69.
- [6] Henry Chesbrough,Shane Ahern,Megan Finn,Stephane Guerraz. Business Models for Technology in the Developing World:The Role of Non-Governmental Organizations[J]. California Management Review,2006,48(3):48-61.
- [7] James Tobin. A General Equilibrium Approach To Monetary Theory[J]. Journal of Money,Credit and Banking,1969(1):15-29.
- [8] Lee,Kwang-Ho,Hyun,Sunghyup Sean. A model of value-creating practices,trusting beliefs,and online tourist community behaviors Risk aversion as a moderating variable[J]. International journal of contemporary hospitality management,2016,28(9).
- [9] Li Y,Manisha S. Capital structure in the hospitality industry:The role of the asset-light and fee-oriented strategy[J]. Tourism Management,2019,70:124-133.
- [10] Liou F M,Tang Y C,Huang C P. Asset-Light Business Model:A Theoretical Framework for Sustained Competitive Advantage[J]. Business,2011,3:125-143.
- [11] Maly J, Palter R N. Restating the value of capital light[J]. McKinsey on Finance, 2002,5:1-5.
- [12] Marcello Spanò. Financial assets overhang in Europe[J]. Journal of Post Keynesian Economics, 2015,37(3).
- [13] Porter M E. The Competitive Advantage of Nations[J].Competitive Intelligence Review,2001,1(1):25-28.
- [14] Sohn J,Tang C H,Jang S C. Does the asset-light and fee-oriented strategy create value?[J]. International Journal of Hospitality Management,2013,32:270-277.

- [15] Surdu G. The internationalization process and the asset-light approach[J]. *Romanian Economic and Business Review*, 2011, 6(1): 184.
- [16] Telin Chung, Kyuree Kim, Eonyou Shin. Together we create value: a study of a crowd sourcing community[J]. *Internet Research*, 2021, 31(3): 911-930.
- [17] Ulaga. How Does Insertion in Global Value Chains Affect Upgrading in Industrial Cluster?[J]. *Regional Studies*, 2002, (36): 1017-1027.
- [18] Wen H C, Huang J H, Cheng Y L. What Japanese semiconductor enterprises can learn from the asset-light business model for sustainable competitive advantage[J]. *Asian Business & Management*, 2012, 11(5): 615-649.
- [19] Wernerfel-B. A Resource-Based View of The Firm[J]. *Strategic Management Journal*, 2011(2): 171-180.
- [20] 白仁春. 轻资产运营策略的借鉴意义[J]. *商业时代*, 2004(35): 20-21.
- [21] 程松林, 王怡晨. 新冠肺炎疫情背景下轻资产运营避险机理分析及企业转型研究[J]. *商业会计*, 2020(16): 4-8.
- [22] 崔一帆, 郭晖. 基于财务视角的 X 企业轻资产运营模式研究[J]. *中国管理信息化*, 2021, 24(01): 12-13.
- [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] 杜海霞. 谈轻资产运营模式——基于华谊兄弟案例研究[J]. *财会月刊*, 2015(27): 112-113.
- [25] 龚诗婕, 吕庆华. 基于价值链向价值网演化的商业模式创新研究述评[J]. *商业经济研究*, 2018(22): 95-97.
- [26] 关娟娟, 张灏, 郑宣. 京津冀纺织服装产业可持续发展能力评价研究[J]. *毛纺科技*, 2021, 49(02): 99-104.
- [27] 韩鹏. 高新技术企业轻资产运营促进了盈利模式变革吗?[J]. *财经问题研究*, 2018(06): 41-47.
- [28] 胡元林, 蒋甲樱. 基于企业价值最大化的企业业绩综合评价[J]. *统计与决策*, 2012(24): 181-183.
- [29] 李者聪. 重大公共卫生危机事件对企业运营的影响[J]. *华南农业大学学报(社会科学版)*, 2021, 2001: 38-49.
- [30] 林胜娜. 企业轻资产化战略运用分析[J]. *经济师*, 2013(10): 270-271.
- [31] 林野萌, 傅建设. 基于企业价值最大化的财务管理框架探讨[J]. *江西财经大学学报*, 2009, 61(01): 24-27.



- [32] 刘闲月,林峰,孙锐.企业轻资产商业模式的内涵、动因及运营中的战略能力[J].中国流通经济,2012,26(05):72-77.
- [33] 吕爽.李宁“轻资产运营”模式浅析[J].商品与质量,2010(S6):31.
- [34] 牟晶晶,周长林.轻资产模式公司的财务战略选择[J].国际商务财会,2014(11):26-33.
- [35] 盛明泉,冯天宇,谢睿.企业轻资产运营与全要素生产率[J].云南财经大学学报,2020,3610:101-112.
- [36] 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.
- [37] 孙天睿.研发投入对轻资产企业业绩的驱动效应研究——以海思科医药集团为例[J].会计之友,2018(19):51-56.
- [38] 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.
- [39] 汤谷良,高原.企业轻资产盈利模式的财务挑战与实践路径[J].财务研究,2016(03):3-8.
- [40] 王晶.轻资产运营模式及操作要点分析[M].北京:企业管理出版社,2006(9):3-12.
- [41] 王军辉.轻资产运营、企业价值与价值评估[J].中国资产评估,2014(06):11-15.
- [42] 王智波,李长洪.轻资产运营对企业利润率的影响——基于中国工业企业数据的实证研究.中国工业经济,2015,(6):108-121.
- [43] 吴超鹏,吴世农.基于价值创造和公司治理的财务状态分析与预测模型研究[J].经济研究,2005(11):99-110.
- [44] 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.
- [45] 谢莉娟,王诗杼.国有企业应该转向轻资产运营吗——工业和流通业的比较实证分析.财贸经济,2018,02(39):120-137.
- [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(社会科学版),2007(06):15-17.
- [47] 张鼎祖.企业价值创造驱动因素分析:基于财务视角与战略视角[J].财会月刊,2009(06):33-35.
- [48] 张家明.恒瑞医药轻资产结构流动性管理的财务逻辑——基于财务分析视角[J].财会通讯,2019(08):83-85.
- [49] 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.
- [50] 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.
- [51] 朱伟民,赵梅,吴淑琼.轻资产服装企业盈利能力研究[J].财会通讯,2018,(23):74.

## 后 记

伴随着毕业论文的定稿，我的硕士生涯即将谢幕。回顾在兰财度过的三年时光，感慨良多。

首先，我要衷心感谢恩师董成教授。他的和蔼可亲、认真负责的品格深深打动了我，我很荣幸可以成为老师的学生。他以深厚的专业学识和耐心的教导给予我极大的支持，让我得以顺利完成毕业论文。在整个创作过程中，无论是论文题目的敲定，大纲框架的搭建，还是正文内容的斟酌，以及后期不断地修改校订，都是得益于董老师的悉心引导和精心点拨，学生再次向您表示深深的敬意和衷心的感谢！

其次，我还要衷心感谢兰州财经大学的各位教师以及本论文的其他评审专家们。正是因为你们宝贵的意见与建议，使得本文逻辑更严谨，论据更为充实。感谢你们的悉心指导，让我受益匪浅。

最后，我必须对我亲爱家人表达我真挚的爱与感谢，他们在我求学道路上给予了我无私的照料和无限的支持。同时，我要向我共度美好时光的同学们和室友们致以真诚的祝愿，感谢你们三年间的相伴互助。

忠心祝愿所有爱我的人和我爱的人都能万事胜意、平安喜乐！