

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

论文题目 居然之家定向增发的财务效应研究

研究生姓名: 张洋

指导教师姓名、职称: 张鲜华 教授

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: 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：张洋 签字日期：2024.6.1

导师签名：张祥华 签字日期：2024.6.1

导师(校外)签名：陈伟 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內容。

学位论文作者签名：张洋 签字日期：2024.6.1

导师签名：张祥华 签字日期：2024.6.1

导师(校外)签名：陈伟 签字日期：2024.6.1

A Study on the Financial Effects of Easyhome Private Placement

Candidate: Zhang Yang

Supervisor: Zhang Xianhua

摘要

自 2020 年 2 月证监会对再融资规则进行新一轮修订以来，定向增发因其所特有的优势成为 A 股上市公司偏爱的资源整合工具，也日渐成为资本市场的主流募资方式之一。然而，随着定向增发规模的快速增长，其负面市场效应也开始显现。其中，作为房地产行业后产业的家居行业，因实现转型升级需充沛资金而导致定向增发规模快速增长，也因此背负了“圈钱”和大股东转移财富的嫌疑。由此，针对家居行业上市公司的定向增发展开动因及财务效应分析，对 A 股资本市场的高质量发展及治理具有深远的现实意义。

本文依托优序融资、市场择时及机会窗口等管理学理论，选取家居行业的龙头企业居然之家作为典型案例，采用事件研究法，针对其在 2020 年再融资新规落地后家居零售业首次较大规模的定向增发事件，对其深层次动因以及增发所引发的财务效应（兼顾市场效应和财务绩效）展开分析。结果表明，居然之家定向增发的主要动因为满足资金需求、战略转型和提升核心竞争力。从市场效应来看，尽管短期来看，这一趋势是积极的，但公司的每股收益被稀释却是难以避免的；同时，从财务绩效来看，资产总额和净资产规模同步增长，资产负债率下降，企业资产负债结构趋于稳健，股权结构和治理结构也得以稳定和完善，通过多元化升级的经营业态也使其竞争优势和行业地位得到提升。

基于分析结果，得出现实启示：首先，上市公司需依据增发目的选择适配对象，有助于达到更好的合作效果；其次，要充分利用资本市场的功能，增强信息的透明度，减少公司和外部市场的不对称性。第三，在筹集资本时，应注重对战略投资者的持股比例进行调整，以降低股权转移的风险。

关键词：定向增发 财务效应 家居行业 居然之家

Abstract

Since the CSRC revised its refinancing policy in February, 2020, private placement has become a preferred resource integration tool for A-share listed companies because of its unique advantages, and it has gradually become one of the mainstream fund-raising methods in the capital market. However, with the rapid growth of the scale of private placement, its negative market effect has also begun to appear. Among them, the home furnishing industry, as a post-industry of the real estate sector, requires adequate capital to achieve the transformation and upgrading, which resulting in a rapid increase in the size of private placement, and therefore bears the suspicion of "circling money" and the transfer of wealth by large shareholders. Therefore, it has profound realistic meaning to analyze the motive and finance effect of the listed company in the home furnishing industry for the high-quality development and governance of A-share capital market.

Based on the management theories of pecking order financing, market timing and window of opportunity, this article takes the leading enterprise of domestic industry as a typical case, and use the event study method to analyze the deep-seated motivation and financial effects (both market effect and financial performance) caused by the first large-scale private placement event in the home retail industry after the new refinancing regulations were implemented in 2020. The results show that

the main motivation of private placement of Easyhome is to meet the capital demand, strategic transformation and improve the core competitiveness. From the point of view of market effect, although this trend is positive in the short term, it is inevitable that the company's earnings per share will be diluted; At the same time, from the perspective of financial performance, the total assets and net assets scale have increased at the same time, the asset-liability ratio has decreased, the asset-liability structure has become more stable, the ownership structure and governance structure have been stabilized and improved, and its competitive advantage and industry position have been enhanced through diversified and upgraded business formats.

Based on the analysis results, we can draw practical enlightenment: firstly, listed companies need to choose suitable targets according to the purpose of issuing additional shares, which will help to achieve better cooperation results; Secondly, we should make full use of the function of the capital market, enhance the transparency of information and reduce the asymmetry between the company and the external market. Thirdly, when raising capital, we should focus on adjusting the shareholding ratio of strategic investors to reduce the risk of equity transfer.

Keywords: Private placement; Financial effect; Home industry; Easyhome

目 录

1 绪论	1
1.1 研究背景及意义.....	1
1.1.1 研究背景.....	1
1.1.2 研究意义.....	2
1.2 研究内容与方法.....	3
1.2.1 研究内容.....	4
1.2.2 研究方法.....	6
1.3 文献综述.....	7
1.3.1 定向增发的动因.....	7
1.3.2 定向增发的财务效应.....	9
1.3.3 文献述评.....	12
2 相关概述及理论基础	13
2.1 定向增发概述.....	13
2.1.1 概念与分类.....	13
2.1.2 发行的流程.....	14
2.1.3 潜在的风险.....	15
2.2 财务效应及其影响因素.....	16
2.3 基础理论.....	16
2.3.1 优序融资理论.....	16
2.3.2 市场择时理论.....	17
2.3.3 机会窗口理论.....	17
3 居然之家定向增发的案例介绍	19
3.1 居然之家概况.....	19
3.1.1 公司简介.....	19
3.1.2 股权结构.....	20
3.1.3 主营业务.....	21

3.2 定向增发的实施背景及流程.....	21
3.2.1 实施背景.....	21
3.2.2 实施流程与方案.....	21
3.2.3 股本结构变动与资金用途.....	22
3.3 定向增发的动因分析.....	22
3.3.1 缓解资金压力.....	22
3.3.2 适应战略转型.....	23
3.3.3 提升核心竞争力.....	23
4 居然之家定向增发的市场效应.....	25
4.1 评价方法.....	25
4.2 分析过程.....	25
4.2.1 样本选择.....	25
4.2.2 计算步骤.....	26
4.3 市场效应分析.....	26
4.4 市场效应分析结果.....	28
5 居然之家定向增发的财务绩效.....	29
5.1 评价方法—熵值法.....	29
5.2 评价指标体系构建.....	29
5.2.1 指标选取.....	29
5.2.2 构建步骤.....	31
5.3 财务绩效分析.....	32
5.3.1 纵向分析.....	32
5.3.2 横向分析.....	44
5.4 财务绩效分析结果.....	48
6 居然之家定向增发的财务效应综合评价.....	51
6.1 对市场效应的影响.....	51
6.2 对财务绩效的影响.....	51
6.3 综合评价及可能引发的风险.....	51

7 研究结论与启示	53
7.1 研究结论.....	53
7.2 现实启示.....	53
参考文献	55
后记	60

1 绪 论

1.1 研究背景及意义

1.1.1 研究背景

2020年2月，中国证券监督管理委员会发布了一次新的再融资规定，放松对定价和限售条件等方面的限制，其结果是使A股定向增发市场逐步回暖。新规落地后的2022年，受A股二级市场震荡加剧等因素的影响，定向增发热度略微下降，但A股定向增发的上市项目数量、募资规模仍整体呈现持续攀升的态势（如图1.1所示）。2023年度截至3月27日，定向增发募资额达1,977.53亿元，同比增长了74.5%。究其原因，我们国家的经济正在恢复中，处于疫后修复阶段，并且在政策的推动下，市场的预期是比较乐观的。上市公司业绩普遍反弹，而定向增发相对于配股和可转债等其他募资方式，门槛较低，导致定向增发相对活跃，逐渐成为主流募资方式之一，日益成为上市公司强有力的资源整合工具。

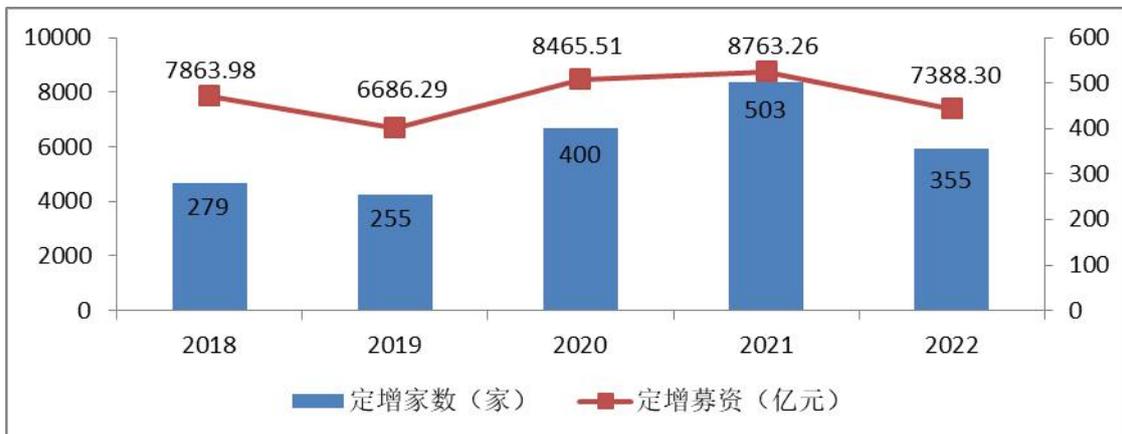


图1.1 2018—2022年A股市场定向增发规模变化趋势图

然而，随着定向增发规模的快速增长，上市公司在充分利用此种募资方式便利的同时，也在一定程度上引发了负面效应。一方面，上市公司通过定向增发募集到了资金，为自身发展提供了充足的现金流。通过引入优质资产，有效拓宽其经营规模，进一步达到优化企业的所有权结构以及完善产业链等多方面的目标，

为经营业绩增长与财务状况改善带来了有利的影响；另一方面，若上市公司定向增发的动机是利益输送，那么，由此注入的劣质资本不仅会损害投资者的权益，还可能形成“一股独大”的状况，且出现募集来的资金被转移使用，或资金使用不合理、相关信息披露不完善等问题，造成负面的市场效应，导致股价下跌，使企业绩效下滑，利益受损，更不利于企业的可持续发展。因此，针对上市公司定向增发的动因以及可能引发的财务效应的研究，对A股资本市场的高质量发展及其治理具有深远的现实意义。

在我国A股市场，家居业被誉为“四大金刚”之一，已成为我国经济发展的重要支撑力量。从全球来看，家居消费占据整个社会零售额的比重超过2%，而我国的家居零售在全球的重要性也在日益加强。2022年底，随着一系列地产利好政策的出台，居民购房信心增强，房地产业逐渐触底迎来反转。作为地产的后产业，家居行业与地产同在一个消费链条之中，短期内家居行业会受房地产业的影响，实现边际回暖。发展至今，我国家居零售行业的最主要问题是行业集中度偏低，自上而下所形成的全闭环能力尚处于成长阶段。同时，近年来，我国政府积极引导实体商业向“新零售”方向发展，而家居行业正处于转型升级的关键节点。如何通过开新店或合作打开地理隔离屏障，以实现行业整合，或利用数字化平台进行渠道整合，推动线上线下一体化的发展，是家居零售企业亟需解决的问题。毋庸置疑，解决上述问题需要充沛的资金，以支持企业的转型升级，而定向增发因其发行程序灵活性较高和信息披露成本低等优势，已然成为筹集资金的重要手段。

由此，本文以家居零售业龙头企业居然之家为案例，针对其在2020年再融资新规落地后家居零售业首次较大规模的定向增发事件作为典型事件，对其定向增发的动因以及所形成的财务效应（包括市场效应和财务绩效）展开分析，以期助力家居零售行业深刻领会并充分践行2020年再融资新规，完成行业转型升级，进而实现高质量的可持续发展。

1.1.2 研究意义

（1）理论意义

首先，现阶段关于定向增发的研究主要集中于医药生物、化工、计算机等行业，而对家居零售行业的研究较匮乏。因此，本文通过案例剖析，选取家居零售

行业龙头企业居然之家为新零售转型及自身战略布局通过定向增发进行再融资的事件，分析了定向增发对于家居零售行业企业的影响，对其动因进行研究，结合家居零售企业的特殊性，对市场效应和财务绩效进行了研究，从而为家居零售行业定向增发的理论研究贡献新的案例。

其次，定向增发在西方资本市场已经发展较为成熟，但在我国，伴随着2005年的股权分置改革，定向增发才进入广大企业的视野，对于定向增发的研究，国外学者的研究成果也更为丰富。国内学者对定向增发主要侧重在定价机制与利益相关问题，从整体视角来分析综合绩效的研究较少。因此，本文总结归纳了前人研究成果，采用事件研究法和熵值法等方法，为针对上市家居零售企业定向增发动因和财务效应的研究提供案例支持。

（2）现实意义

首先，从国家监管角度，本文对定向增发政策的实施进行了效果反馈。定向增发通过资本市场的融资，其融资后的结果不仅可以反映资本市场的资源配置和政策法规施行的利弊，更能通过企业绩效来反映企业在资本市场中的地位。本次研究为国家监管提供有效反馈，为完善上市公司的定向增发制度提供了借鉴，便于监管机构对资本市场关于定向增发政策的疏导及规范发展，对定向增发在资本市场优化资源配置具有现实意义。

其次，从行业角度，本次对我国家居零售行业中具有代表性的案例公司的定向增发行为进行分析，可使投资者对家居零售业在资本市场中定向增发融资方式的发展现状有所了解。明晰家居零售企业定向增发的动机与效果，为投资者的决策提供发展性视角，降低投资风险，维护中小股东及投资者的利益。

最后，从家居零售企业内部治理角度，本次研究深入剖析了定向增发与公司财务效应的关系，为公司管理层和利益相关者提供公司经营思路和指明方向，对加强公司内部治理具有一定的现实意义。通过对家居零售业企业定向增发的研究，为行业内相关企业对定向增发融资方式的选择提供借鉴意义，合理把握融资方式的选择，以及选定定向增发方式后合理评估风险，帮助企业对资金筹集方案选定提供参考，以实现长效发展。

1.2 研究内容与方法

1.2.1 研究内容

基于已有的研究成果，首先，从总体上概括了定向增发的动因和对财务效应的影响，总结目前的研究现状与不足之处。其次，依托优序融资理论、机会窗口理论等理论，以家居零售龙头企业居然之家2020年的定向增发为例，对其定向增发的动因进行分析。然后，沿袭财务效应评价方法，运用事件研究法从市场效应方面展开分析，再使用熵值法构建评价指标体系对企业的财务绩效进行分析。最后，结合市场效应及财务绩效综合评价居然之家定向增发给企业带来的财务效应，以期对龙头企业定向增发事件的财务效应分析可以给其他同行业企业带来启示，为家居零售行业的企业通过定向增发进行再融资提供借鉴作用。

研究框架图如图1.2:

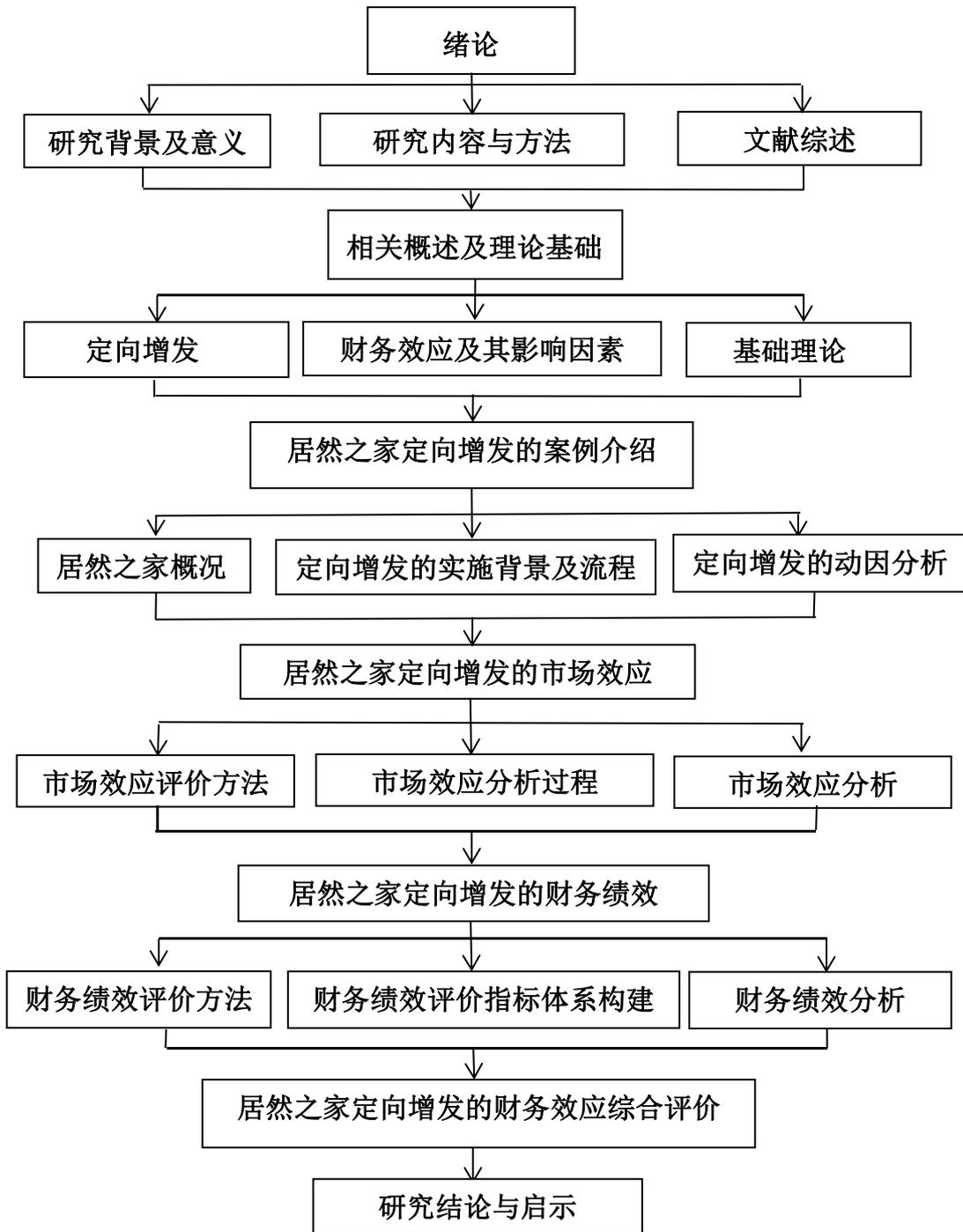


图1.2 研究框架图

本文分七个部分展开研究：

第一部分为绪论。该部分提供本文的研究基础，包括研究背景、意义和文献综述等，并根据国内外研究文献，从定向增发的动因、定向增发的财务效应两方面对研究现状进行梳理，了解已有研究的侧重点和不足之处，明确本文的研究方向。

第二部分是相关内容概述及理论基础。首先对定向增发的概念与分类、流程和风险进行概述，其次对财务效应及其影响因素进行阐释，为后文的研究打下根基。最后运用优序融资理论、市场择时理论和机会窗口理论作为本文的基础理论，使本文尽可能地科学和完善。

第三部分是居然之家定向增发的案例介绍。首先对居然之家的公司简介、股权结构以及主营业务进行简要介绍，再对公司定向增发的实施背景及概况进行概述，最后对案例公司此次定向增发的动因从资金需求、战略转型和提升核心竞争力三个角度进行分析，以此为第四和第五部分研究奠定基础。

第四部分是居然之家定向增发的市场效应分析。本研究采用事件研究法，旨在分析特定窗口期内定向增发事件对市场的影响。通过超额收益率和累计收益率等指标，检验案例公司定向增发的短期市场效应。

第五部分是居然之家定向增发的财务绩效分析。本文针对居然之家财务绩效的研究建立了评价指标体系，为了解决评价中存在的主观和不科学问题，选取熵值法计算各指标综合值，进而进行纵向分析和与相似企业的横向对比分析，以此对居然之家定向增发的财务绩效进行综合评价。

第六部分对第四、五章的内容进行总结，并对居然之家财务效应表现原因进行深度分析。

第七部分是研究结论与现实启示。通过上述案例分析，进行论文的总结，希望能对企业未来发展和同行业其他企业提供有用的参考。

1.2.2 研究方法

本文采用了案例研究法，阅读相关文献明确对家居零售业定向增发事件的研究具有一定的理论与现实意义，进而选取了居然之家为研究对象，其在业务范围与规模等方面，都是具有代表性的，以家居零售业龙头企业居然之家2020年定向

增发事件为研究内容, 经过详细的信息及数据的收集, 以及行业特点分析, 为本文的案例研究提供理论框架和研究方法, 进而进行市场效应分析和财务绩效分析, 总结龙头企业定向增发给自身财务效应所带来的影响, 为行业内其他企业提供一定的参考。

1.3 文献综述

1.3.1 定向增发的动因

(1) 国外研究现状

国外学者在对定向增发的研究中发现, 上市公司实施定增的动因主要体现在三个方面: 保障持续经营、引入先进管理理念和避免控制权被稀释。

企业在选择融资方式时会考虑其融资成本, 以保障企业的持续经营。企业在公开发行的时候, 按照流程会产生高额的发行费, 造成资金压力, 并且公开发行避免不了对外大量的信息公开, 可能会导致企业信息泄露 (Hertzel & Smith, 1993), 因此选择成本低的融资方式将更有利于企业持续经营。企业的治理环境与其融资方式的选择密切相关, 因此企业在进行融资选择时, 在协定增发股票的定价过程中, 企业以其良好的治理环境为优势 (Xu *et al.*, 2015), 可以通过谈判方式, 获取有利价格 (Suichen Xu & Peter, 2017)。

定向增发有助于公司引入促进公司发展的战略投资者, 从而引入先进的管理理念和制度体系, 提升公司的管理水平和监管程度, 最终提高公司的运营能力和核心竞争力。定向增发究其根本是上市公司引入优质资产的方式之一, 是一种融资方式, 可以缓解公司的资金压力。上市公司的资产质量和资金的运用是不可分割的, 优质资产引进会给企业带来更好的资源配置效果, 优化经营问题, 拓宽经营渠道, 从而提高资产结构的质量水平, 降低公司的经营风险, 保证公司的盈收多样化和长期的稳健发展。因此, 上市公司应该注重发掘和引入优质资产, 不断提升公司资产质量和管理水平, 以应对市场风险变化的挑战, 从而提升核心竞争力 (Jianrong *et al.*, 2021)。与此同时, 还可以使公司拥有有利于公司发展的战略合作伙伴 (Folta Janney, 2004)。还有学者认为, 定向增发可以提升投资者信心, 公司进行定向增发的动机主要是为了向资本市场传达企业发展前景的良性信息,

通过向公众传达公司发展势头良好的信号从而提升市值（Claudia, 2009）。有研究通过对英国资本市场上定向增发的企业进行调查，发现公司选择定向增发的主要动机是为了提升公司市值，从而扭转公司价格长期被公众低估的状态，提振股价。投资者对企业价格长期低估的情况表现出不信任与犹豫，加之市场对潜在未来的盈利与成长存在着一定的不确定性，企业选择定向增发即是为了对公司价值展现出更加合理与真实的认知，增强投资者的信心，从而达到提高股价的目的。这一结论为企业选择定向增发提供了有益的参考（Rennebog *et al.*, 2013）。在企业定价流程中，普遍希望取得市场的最大利益。为了实现这一目标，企业需要不断增强自身的实力和影响力，吸引更多资本加入进来。其中，定向增发是企业筹集资金的一种常用手段，通过股权融资的形式，为企业注入新的资本，以实现企业的快速发展和达到提高企业价值的目的。但是，在定向增发的过程中，还需要基于市场情况和企业实际的经营状况，合理制定定价方案，以确保该手段顺利实施的同时，也满足资本市场投资者的需求和利益最大化（Suichen Xu & Peter, 2017）。

公开发行股票一般是大股东所不看好的，原因在于其会削弱自身控制权，相反地，定向增发可以帮助避免控制权的分散。公开发行股票面对的对象是全体社会公众，因此可能会导致引入对公司发展不利的投资者，而在定向增发时，管理层会对投资者进行充分甄别，保证引进的都是利于公司发展的投资者（Barclay *et al.*, 2007）。定向增发能增强大股东对企业的经营管理活动的控制权（Cronqvist & Nilsson, 2012）。站在认购方的角度，一部分投资者的动因仅仅是为了提升自身在定增企业的控制权（Minoru Otsubo, 2016）。

（2）国内研究现状

国内学者研究发现，企业定向增发的动因体现在以下八个方面：一是当定增对象为机构投资者时，能避免大股东利益输送（李文聪，2015）。二是通过定向增发带来优质资产，补充日常营运资金，解决现金流不足、资金周转困难等问题，保持公司的正常运转，促进企业的长期发展。在大部分的定增案例中，企业常常通过这种措施吸引优质资产促进企业发展（刘建民和张瑶，2019）。在国家IPO市场整体趋紧的情况下，定向增发已成为企业引进优质资产的重要方式（章卫东等，2021）。三是定向增发有助于规范公司资源的合理分配，提高公司的综合实

力，从而提升公司的价值和竞争力（俞军，2016）。四是当公司持股比例最高的股东也未达到表决权的一半时，大股东会考虑进行定向增发确立自身控制权（沈红波等，2021）。定向增发有助于提升公司整体价值、整体质量，增强公司抵御风险的能力，避免同业竞争、融合企业资源和完善公司产业链（叶青云，2015），运营和管理架构，促进企业转型升级，实现可持续发展（易翼，2021）；五是可以向投资者传递企业发展向好的信息，从而提振股价。为了提高股东的财富，大股东可以进行一系列的盈余管理，从而推动股票价格的上涨，此时大股东大多通过定向增发获得融资（何雯雯，2017）。在上市公司股票估值过低的情况下，公司为刺激股票价格上涨，从而提高投资者的长期超额收益。定向增发是管理者会优先考虑的方法（杜勇，2015）。另外，定向增发具有放大公司财富的作用（孙德河，2016）。六是帮助企业实现并购重组，并且发行费用低、发行门槛低，一些大集团会通过定向增发实现并购重组（吴桐，2022）。第七是定增能避免大股东持股分散化，强化管理层的初始控制权（刘凯，2017）。另外，上市公司也会通过定增引进战略投资者（张竞丹，2017）。

但还有一些学者对上市公司的定向增发表达了负面观点。在许多情况下，上市公司之所以实施定向增发，只是为了向社会传达公司发展前景看好的信息，目的就是为了让社会大众参与进来，存在着“圈钱”的嫌疑（龚凯颂和梁颖，2015）。另外还有学者发现定向增发存在大股东以定向增发为机会，以其控制权为优势实现财富转移（梁彤缨，2020）。此外，大股东可能利用信息差使得企业面临严重的利益输送问题（简冠群等，2018）。

1.3.2 定向增发的财务效应

（1）国外研究现状

国外学者对于定向增发的财务效应持有两种相反的观点：一部分学者认为其会给上市公司带来正向的财务效应：定向增发都会有一个明确的公告日，通过对公告日前后的股价的对比分析，得出定向增发会带来正面的市场宣告效应的结论（Wruck，1989）。对2007—2014年度进行过定向增发的上市公司的股票收益率的分析，表明在公告日，股票收益率呈现了明显的正增长（Liu & Feng，2018）。上市公司在实施定向增发后可以获得短期超额收益，可见定向增发对企业的市场

效应产生了显著的积极影响（Hertzel, 2002）。也有学者通过对定增发行股票价格影响的实证研究，发现定增股票价格对短期股票价格的影响呈正向关系（Olaf Stotz et al., 2010）。定向增发对象的选定也在一定程度上影响股价的变化，例如机构投资者便会带来正向的市场效应（Wruck, 2009），不同的机构投资者对市场效应产生的正向影响程度也不同（Sherman et al., 1998），当公司通过定向增发的方式向公司的高管或者职工进行股票发行时，其股票价格效应具有明显的正向影响（Billett et al., 2015）。此外，在我国，定向增发的股价效应还与发行方式、折价程度和购买者的回报等因素有着密切的关系（Fonseka, 2020）。在定向增发对企业财务业绩的影响方面，公司往往通过定向增发引入新的战略投资者和优质资金，从而使财务业绩突破瓶颈，得到突破性提升（Otsubo, 2016）。

此外，也有人认为，定向增发会带来负向财务效应：以新加坡资本市场的上市公司为样本，发现定向增发的平均收益率为负值，事件日的超额收益率更低，平均仅为-0.89%，即定向增发的会导致负收益（Chen & Yeo, 2002）。一些上市公司实施定向增发后，短期超额收益率会上升，然而几年后，股价会呈现下滑的现象，认为是投资者的期望值过高所导致的（Marcinkaityte, 2005）。美国的一些公司的业绩快速增长主要发生在定向增发的那一年，但是这种情况并没有持续多久，此后的业绩就出现了明显的下降（Cui et al., 2017）。在定向增发之后，治理水平较低的上市公司，其股价的公告效应是非常消极的，尤其是如果它的股价是折价的，而且公司之后的经营状况也不佳，那么它就会对市场产生更多的负面影响（Kim & Pumanandam, 2013）。以韩国的股票市场为例，研究结果表明，定向增发并不能提高企业的长期绩效（Yu Fang Zhao, 2015）。以马来西亚127家上市公司为研究对象，通过事件研究法，分析了2013—2015年之间定增对股票价格的影响，结果表明，在不同的窗口期内，股票价格的短期影响是负面的（Ha Y, 2020）。

（2）国内研究现状

国内学者也对定向增发的财务效应表达了相反的观点：通过对特定案例企业的研究，定向增发能起到明显改善企业财务绩效和经营状况的效果（夏奉司, 2017）。进一步对定向增发进行实证分析，发现募集资金用来升级企业装备、转型升级的企业，其长期绩效得到了明显改善（杜勇, 2012）。影响定向增发财务

绩效的因素有很多，例如，如果大股东为此次定向增发的认购对象，将会有更高的投资收益率（王莉婕等，2014）。以我国2013年的上市公司为样本，分析了盈余管理与实施定向增发财务绩效的相关性，得出的结论是如果在定向增发前进行了盈余管理，那么在定向增发后的一段时间内，上市公司的财务绩效会显著提升（王晓亮和王鑫，2018）。投资者的情绪越高，定向增发的公告效应就越明显（朱艳平和郭薇，2020）。定向增发对旅游业上市公司的财务绩效呈现正向的影响，定向增发能明显改善旅游业上市公司的财务绩效，有利于公司的可持续发展（李娜和郭军，2019）。总体来说，定向增发对企业业绩具有正向推动作用，企业净资产收益率会回升，且具有持续性（陈一晓，2013）。

定向增发也未必对财务绩效形成正向改善，通过对我国上市公司的股票发行情况的全面分析，得出结论：定向增发实施当年企业的财务绩效显著回升（张萍和余静，2015），由于定向增发中存在的利益输送会导致其财务数据不公允，从短期来看企业财务绩效会有所提升，但长期绩效会呈现消极的态势（龚仰树和徐寿福，2011），而且部分公司会出现低于增发前的经营绩效的情况（许肖肖，2015）。通过实证研究，发现上市公司定向增发前的盈余管理水平越高，定向增发后的股价效应反而表现越差（章卫东，2010）。不管是整体上市还是普通的定向增发，都不能对上市公司的长期经营绩效产生好的影响，而且和普通定向增发相比，整体上市对公司绩效的改善程度更小（肖万和宋光辉，2013）。选取2007—2008年两年的国内定增的上市公司，对这段时间内的上市公司的经营指数和盈利指数进行了整理，并运用因子分析方法对这些财务指标进行了T检验，发现T检验是没有显著性的，这意味着，定向增发对企业的总体财务表现没有显著帮助（倪燕和毛小松，2012）。选择新三板企业为样本，经过研究发现实施定向增发的上市公司，规模报酬有所提升，但规模效率有所下降（徐凯，2018）。另外，有些学者还考虑了其他因素会对财务效应产生什么样的影响。定向增发后企业绩效的变动与股权增发的比例、新股限售期的长短以及投资者情绪有相关关系（刘海飞，2016）。从所有权性质角度研究，发现不管公司的所有权性质是哪一种，定向增发都会引发良好的市场效应，显著提升上市公司的短期超额收益率，但是所有权性质的不同会对企业长期财务效应产生不同的影响（黄孝武和武林秀，2015）。另外，股权质押对上市公司定向增发后的长期股价有负面的作用，这是因为股权质押，会

影响投资者对公司未来发展的态度，从而影响企业的长期股价（李秉祥和简冠群，2017）。以安阳钢铁为研究对象，通过对定向增发前后财务指标的变动情况进行实证研究，发现在高债务企业中进行定向增发并不能提高企业的绩效（郭鸿瑜，2021）。针对科大讯飞5次定向增发的财务效果，选取与之关联的8个财务指标，建立了一个财务指标体系，结果表明，在定向增发之前，公司的绩效并没有发生明显变化，公司的经营绩效也没有得到提高（张玉倩等，2021）。2017年度189家A股上市公司在长期来看都存在着消极的财务表现（武婷和黄亚平，2022）。

1.3.3 文献述评

综上所述，国内外研究对于定向增发的动因，可归纳为降低融资成本、引入战略投资者、注入优质资金、缓解公司经营压力以及改善资本结构和提高股东控制权等等。部分研究还表明，企业存在利用定向增发“圈钱”和大股东转移财富的嫌疑。不过，对于定向增发所形成的财务效应，相关研究结论并不一致。部分学者指出定向增发将给上市公司财务效应带来积极影响，因为筹集资金可明显改善财务状况，降低资金压力，并且可通过购入优质资产并投入使用以提升企业的长期绩效。同时，也有研究表明，定向增发并不能改善企业财务绩效，有些企业在实施定向增发后出现了业绩下滑的现象，并在定向增发的过程中存在利益输送的问题。此外，不同行业的定向增发所形成的财务效应也不尽相同。例如，相关研究表明，定向增发对旅游业上市公司存在正面的财务效应，但对于制造业企业，会存在一定时期内的负面财务效应。

可见，对于定向增发的财务效应是正面的还是负面的，学界尚无定论。由此，本文选择我国消费领域“四大金刚”之一的家居零售行业龙头企业居然之家，将其发生于2020年的较大规模定向增发作为典型事件，对其所形成的财务效应进行详尽分析，以期丰富来自新兴资本市场细分行业的定向增发典型案例的研究，并为同行业企业带来具有实践意义的现实启示。

2 相关概述及理论基础

2.1 定向增发概述

2.1.1 概念与分类

定向增发指上市公司向不超过35个投资机构或者个人在非公开的形式下发行的定向股票，是企业进行股权再融资的方式之一。定向增发又被称为私募发行，出现于国外资本市场。其参与主体多元化，组成广泛，涵盖了证券经纪商、投资基金管理公司，以及信托和保险公司等，这种筹资方式不需要广泛披露信息，因此既能筹集到所需资金，又能保持一定的股权结构和控制权。与此同时，还有一些特定企业与个人，通过这种方式获得比在二级市场进行投资更高的收益。

《上市公司证券发行管理办法（2006年）》对发行对象、发行价格等作出规定，如“发行对象不超过10人”“发行价格不能低于定价基准日前20个交易日90%的平均价”“新股之锁定期限为十二个月，而其控股股东及实际控制人锁定期为三十六个月”等具体要求。中国证券监督管理委员会在2020年2月放宽了定向增发的限制，将发行对象由不超过10人放宽至35人。发行价格由不低于发行日前20个交易日均价的90%放宽至80%，并采用集合竞价的方式确定发行价格。首次公开发行股票锁定期由36个月放宽至6个月，而控制人放宽为一年半。

当前，在国内，关于定向增发还没有一个统一的划分标准，通过对上市公司进行定向增发的案例分析，可以看出，不同的上市公司进行定向增发的动机是不一样的，可将其归纳为下列四类：

（1）项目融资型

通常上市公司若存在短期的资金缺口或者资金流动性出现问题，外部融资是最常用的解决方法。定向增发发行成本低、流程快、门槛低等因素使其在众多融资方式中卓具优势。以项目融资型定向增发为例，其可帮助企业缓解资金压力，抓住市场时机，提升自身综合实力，从而提升整体的经营业绩。总之，在上市公司有着较大的发展潜能，但目前经营形势不佳的情况下，定向增发是再融资的最佳选择。

（2）资产注入型

资产注入型定向增发可根据发行方式不同分成两种：一是如果大股东有资金需求，又不希望稀释自己的控制权时，公司可以通过定向增发新股，通过购买大股东持有的优质资产来提升公司资产品质，避免了现金支付。二是直接支付现金的认购对象能起到直接缓解资金压力的作用。以上方式使上市公司获得优质资产更方便，优化了资本结构、资源配置效率，最终会增强企业综合实力。

（3）资产并购型

定向增发是资产并购的方式之一，以此实现购入控股股东等的资产。资产并购型定向增发可按收购对象的区别分为两类：一是通过向特定机构投资者或个人募资，并购估值水平低的公司；二是作为待上市公司，通过定向增发，收购运营状况较差的上市公司并借助其“壳资源”实现快速上市。此方法能降低融资风险，并且达到较高的兼并效率。

（4）财务型

财务型定向增发可实现引入战略投资者，相较于公开发行股票，上市公司在定向增发的过程中可以充分调查研究，针对性地选择更有利于其发展的投资者，以引入战略投资者并解决融资问题。此种模式相较于公开发行股票而言，更具优势且能够实现企业快速发展。可以将战略投资者分为两类：一类是产业型战略投资者，其引入有助于提升生产效率，减少成本，进而提升市场竞争力；二是财务型战略投资者，包括各种机构投资者，如券商等不涉及经营管理的投资者等，而且公司的管理人员也不必担心他们的控制权会被转移。

2.1.2 发行的流程

针对资金较为紧张或公司业务战略决策的不同等原因，上市公司在其首次公开发行股票（IPO）后，选择再次发行股票以获取融资的一种行为被称为“定向增发”。然而，不同公司的具体发行流程呈现出较大差异，一般而言，这一程序分为三个主要步骤：筹备—审议—发行。在图2.1中展示了特定的发程序。

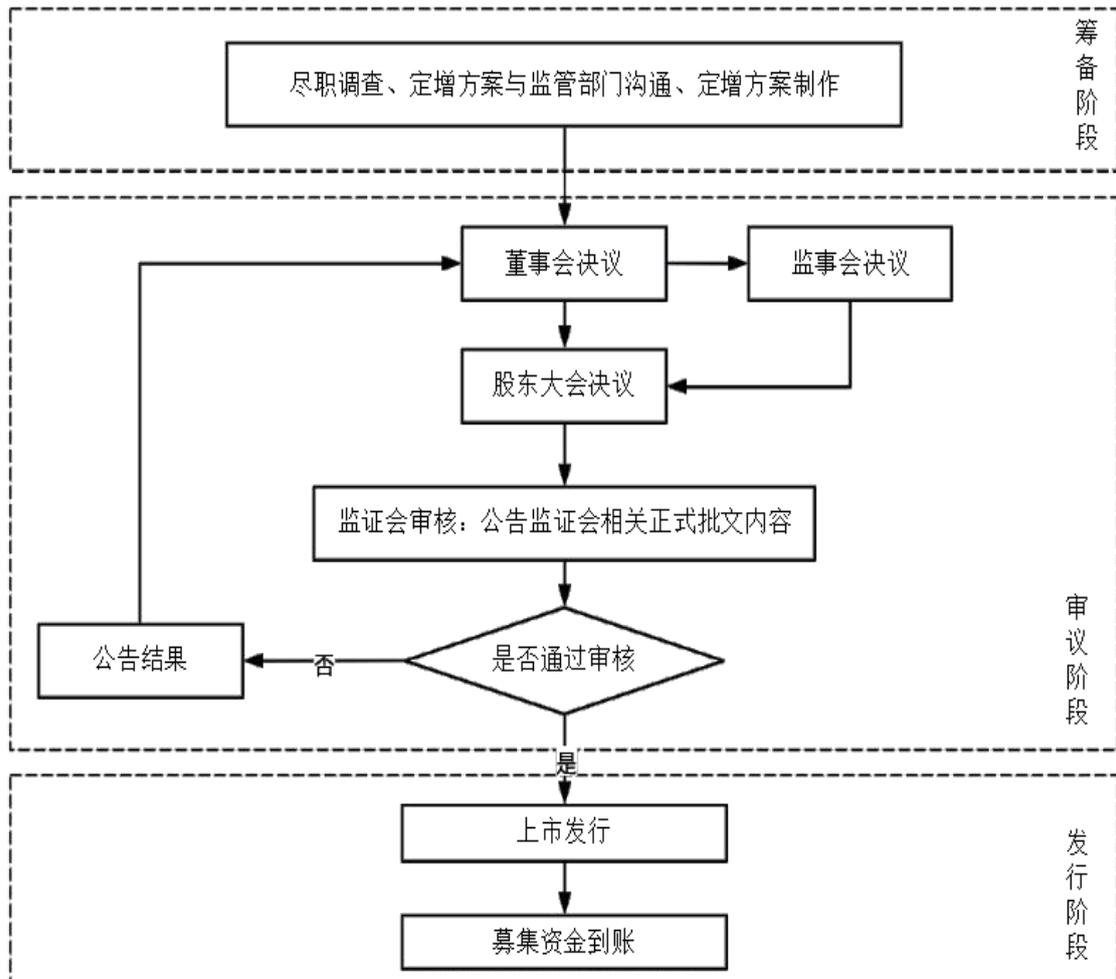


图2.1 定向增发流程图

2.1.3 潜在的风险

定向增发具有诸多优势：它不仅能够缓解公司的资金压力，还能通过引入战略投资者，优化股权结构，提升企业的治理水平，助力企业长远发展。但值得重视的是，定向增发虽然存在诸多利好，但也避免不了给企业带来一定的风险。企业层面的风险例如，企业可能通过释放促进股票下挫的负面消息，从而实现利空的目的；又如，公司定向增发引入劣质资产，可能出现大股东掏空或通过关联方实现利益输送的风险，则应被视为重大利空；再如，如果上市公司把募集到的钱投向了一个长期的、不确定的项目，那么投资者就会对它产生怀疑，从而造成股票价格的下跌。对投资者而言，可能存在由于信息不对称风险导致的错误决策，造成投资损失，还会有流动性风险，在需要资金的时候无法及时售出股票。总之，

企业进行定向增发时要严格遵守监管要求，并且需要对各种因素进行慎重考虑，包括增发对象的选择、数量的确定等，否则很可能对自身造成不利影响，这些都离不开监管机构的严格监管。

2.2 财务效应及其影响因素

财务效应指企业的经济行为（如定向增发、并购等）对企业财务状况的影响。财务效应的影响因素复杂多样，内部因素有企业的规模与实力、经营策略的决策、财务结构与政策以及企业的管理能力与效率等；外部因素中，市场环境的变化，如经济大环境，会对财务效应产生深远影响。

本文深入探讨了定向增发这一融资行为对企业财务效应的具体影响，分为短期和长期效应。短期内，由于定向增发新股会在一定程度上影响市场供求关系，进而影响股价，因此本文采用事件研究法，分析了在时间窗口期内案例企业的股价波动，也分析了定增事件对公司股权结构的影响，在一定程度上影响公司治理。而从长期看，定向增发带来了新资本，会直接影响公司的财务绩效，长期效应的研究侧重于企业财务能力和经营绩效的改变情况。对于长期财务绩效进行对比分析时，主要考虑盈利能力、偿债能力、营运能力、发展能力和变现能力几方面指标，具体包括净资产收益率、成本费用利润率、营业利润率、流动比率、速动比率、资产负债率、存货周转率、流动资产周转率、总资产周转率、净资产增长率、净利润增长率、营业收入增长率、盈余现金保障倍数和销售现金比率。

2.3 基础理论

2.3.1 优序融资理论

优序融资理论又被称为啄食理论。优序融资理论主张，债务越高蕴含的企业价值越大，因为企业采用融资债务方式能够减少所得税的缴纳，从而抵消部分融资成本和增加企业实际价值。但是，企业总体负债比例较高时，债务的持续增长将导致企业债务成本过高，提高企业风险和费用水平，甚至可能导致财务危机或破产。因此，企业负债率应适度，找到一个适当平衡点，以实现负债价值最大化和避免企业财务危机之间的平衡。

因为在企业的具体运作方面，公司的内部管理者与外部投资者之间有很大的信息不对称性，因此，外部投资者通常将企业借助外部融资的具体方式作为判断其实际经营情况的核心依据。研究表明，基于优序融资理论，债务融资被视为企业的正向运作方式，所以，外部投资者通常会对公司的未来发展抱有很高的信心，进而促使企业市值升高并降低融资成本。与此同时，基于认知差异的影响，股权融资被认为可能导致企业控制权的失去，因而整体而言受到较少的青睐。据该理论指出，在目前的市场经济制度下，企业在进行融资时，有很大的可能是先以自身的内部资源来进行融资，然后再以债务融资的方式来进行，最终才会进行股权融资。

2.3.2 市场择时理论

市场择时理论由Stein在1996年首次提出，该理论认为理性领导人会选择恰当时机发行股票，将时间因素引入融资决策的影响中，并且占据重要地位。在投资者情绪持续高涨（“牛市”）时，管理层更看好股票发行；而在投资者情绪表现较弱（“熊市”）时，管理层更可能进行股票回购。

如何抓住市场窗口进行最优决策，实现股东价值的最大化，是市场择时理论关注的主要问题。市场择时理论在实践中为企业或个人融资决策行为提供新的思路，但也需要考虑多种因素，对行业环境和经济政策进行综合考量。

2.3.3 机会窗口理论

这一理论被称为择时理论，它基于信息不对称理论，认为上市公司往往在股价过高时进行定向增发。在投资市场，把握执行时机是获得超额利润的手段之一，也是一些企业通过利用股价差异来获利的一种常见方式。其主要的操作方式是：在新股上市当日，股价大幅上涨，而在新股上市当日，投资者可以享受到股价被低估的红利。

在充分理性的投资者看来，定增是一个“负面消息”，认为公司股价已经被高估，因此会在这个时候卖出，造成公司股价下跌，公司通过股权套利来获得超额利润。所以，上市公司只有在信息不对称的情况下，才会选择增发时间。但是，由于资本市场的复杂和信息不对称，多数投资者在信息上往往处于弱势，信息闭

塞，因此，他们对定向增发信息的响应往往不够理性。

非理性投资者经常会作出不合理或者不理智的投资决定，因为他们对公司的未来发展非常看好，所以他们会大量购买公司的股份，从而推高股价。在此背景下，上市公司将通过定向增发的方式，以高估的价格进行定价，从而获得超额利润。随后，在公司内部经营信息持续扩散的情况下，这种非理性投资者的短期积极性会减弱，进而会逐渐纠正对股价的高估，从而通过减持来保障个人的投资收益。最后，股价开始下跌，企业的定向增发累计回报率也随之下降。

3 居然之家定向增发的案例介绍

3.1 居然之家概况

3.1.1 公司简介

居然之家新零售集团股份有限公司（以下简称居然之家），其前身是武汉中南商业大楼，国有企业背景为居然之家的后续发展奠定基础。2019年12月24日，居然之家借壳武汉中商成功上市（股票代码：000785）。目前，居然之家已经发展成具有多元业态的商业连锁集团，业务范围涵盖了装饰设计、智慧家装等多领域，可以满足家装消费者的不同需求。具体发展历程如下：

1999年，由北京中天基业等33位股东联合成立居然控股。汪林朋于2015年成为居然控股的实际控制人，居然之家是居然控股旗下的家具板块企业，以家居用品的销售为主。居然之家主要发展历程分为三个阶段：

首先，在起步阶段（1999—2003），居然之家最初名为居然装饰城，由于管理层重要人员发生意外，给企业的正常运转造成影响，企业很快被商务部接手，跻身国有企业。

1999年8月，全国首家家居建材卖场在居然之家设立，受到市场的好评，此举引领家具零售领域进入新纪元。2000年，居然之家在行业内率先提出了“先行赔付”制度，此制度在很大程度上帮助居然之家树立了可靠的品牌形象。其后，2001年完成首次MBO改制，成功转型为混合所有制企业。公司于2003年设立装饰公司 and 建材超市，业务范围进一步扩展。

随后是渠道扩张阶段（2004—2015），公司规模性开设连锁门店，渠道网络不断扩大，并于2005年开始施行全面渠道网络及品牌重点建设，此后，公司进入高负债推动快速扩张的态势。

最后是战略转型阶段（2016年至今）。此阶段公司持续践行转型战略，“大家居、大消费”多板块同步推进。电商营销日渐兴盛，居然之家抓住机遇推出“居然设计家”进行线上营销，金融业务也在同步开展，公司的多元化转型步伐不断提升。然而，在新零售方面，居然之家在转型领域的起步不早。直到2018年才合

力打造了线上线下融合渠道以及新零售板块，旨在建设新的零售平台、上线居然之家体验MALL，进一步提升其市场竞争力。同年6月，居然之家与天猫在北京联手，在“618”期间的三天内完成了销售总额高达10.68亿元的亮眼业绩。

“居然管家”平台于2019年正式上线，是集团首个智能家居服务平台，运用先进技术对家居生活服务提供智能化管理。借壳上市后，扩展了在消费板块上的业务，公司进一步推进数字化转型，全面部署门店数字化，构筑线上平台。到2023年3月2日为止，居然之家已经在300座城市开了466家实体店，并签订了753家门店。

3.1.2 股权结构

居然之家的股权结构较为稳定。汪林朋为实际控制人之一，直接持有6.09%的股份。此外，汪林朋与居然控股、慧鑫达累计拥有57.15%的股权，这种稳定的股权结构为公司的经营发展提供了有力的支撑。截至2022年底，公司的股权结构情况如图3.1所示。

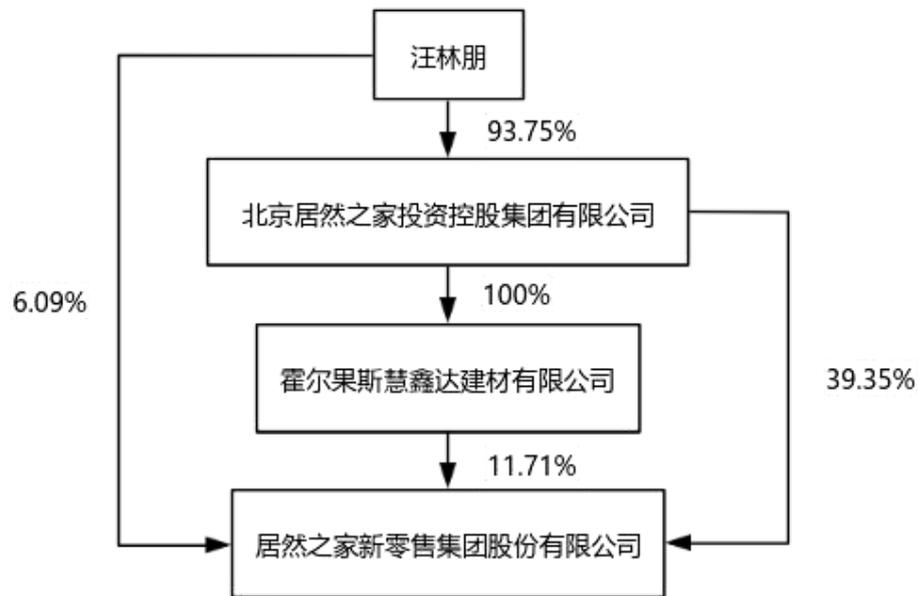


图3.1 居然之家股权结构图

3.1.3 主营业务

居然之家致力于全国性商业连锁合作，以“大家居”为主营业务，以“让家装家居快乐简单”作为企业使命。核心业务是室内装饰与设计，通过家居建材销售的不完善为顾客提供更高效、便捷的服务，智能家装和智慧物流是居然之家科技创新的成效，通过建立完善的智慧物流体系有力提升客户满意度。此外，公司还关注后家装服务，并同步设立了许多百货商场、购物中心等，在重视保证产品品质的同时致力于给客户提供更优质的消费环境。

3.2 定向增发的实施背景及流程

3.2.1 实施背景

与欧美国家相比，定向增发在我国的发展相对滞后。2006年开始有了实质性进展，此前国内的中小企业大多面临严峻的融资环境，融资困难，针对此状况，证监会于2006年5月8日颁布了相关管理办法，对股市进行全面规范。2020年新冠疫情爆发导致诸多企业生产和发展形势不容乐观。证监会为有效应对疫情，推动企业复工复产和持续深化供给侧改革，同年2月14日颁布新的再融资规则，对企业定增条件进行了重要调整，降低了门槛的设定，且取消了部分限制条件。再融资新规从根本上对定向增发产生了深远影响，使得投资者向其投来越来越多目光，成为他们进入股权市场的重要方式。根据Wind信息统计，在A股市场，2020年度定向增发预案不管从参与主体数量上，还是募资总额上，都比上年有了大幅度增长，可见A股市场此前定向增发市场持续缩减的趋势得到了遏制。

3.2.2 实施流程与方案

在2020年5月，居然之家发起了一次定向增发，拟向35名及以下的特定投资者定向发行股票，希望通过此次定增筹集不超过35.95亿元的资金。2020年11月20日进行了股权登记，实际增发上市日为12月2日。根据居然之家的公告显示，此次定增募资金额具体为人民币3,594,999,993.88元，总股数为509,206,798股，发行价格为7.06元/股，认购对象限售期定为六个月。认购对象包括兴证基金、民生加银基

金、建投华文、小米科技、百年人寿保险、阿里巴巴等23名。

3.2.3 股本结构变动与资金用途

此次居然之家定向增发5.09亿股股票，公告日为12月1日，以2020年11月20日的总股数为基准，该事件导致居然投资控股、霍尔果斯慧鑫达和汪林朋合计持股变动超过1%，被稀释了4.83%。

居然之家这次的募集资金使用计划如表3.2所示，可见，门店升级改造投入最多，实际上此项目帮助居然之家完成了六十余家实体门店的装修升级，安装智慧物联网系统，进行智能化改造，使门店经营业态得到丰富，为今后进一步扩大门店数量、实现全国覆盖奠定基础。

表3.2 居然之家定向增发募集资金使用计划

单位：万元

序号	项目名称	项目投资总额	使用募集资金额
1	门店改造升级项目	193,634.43	147,500.00
2	中商超市智慧零售建设项目	65,247.30	40,000.00
3	大数据平台建设项目	33,003.74	27,000.00
4	居然之家京津冀智慧物流园项目（二期）	52,014.53	45,000.00
5	补充流动资金	100,000.00	100,000.00
合计		443,900.00	359,500.00

数据来源：居然之家官网

3.3 定向增发的动因分析

3.3.1 缓解资金压力

据居然之家财报透露，居然之家需完成一系列的升级改造，中商超市的智慧零售，建立了大数据平台，在京津冀建立一个智慧物流园区等，于是居然之家选择通过定向增发股票来募资。与其他融资方式相比，定向增发股票的优点在于其成本低廉，对资金紧张、急需项目投资的企业是一个很好的选择。另外，由于居

然之家在深圳证券交易所与武汉中商公司签订了对赌协议,协议规定,2019—2021年居然之家需实现净利润20.6亿,24.16亿和27.19亿元,定向增发股票也成了未来公司发展的必要步骤。

2019年,居然之家超额实现约定的净利润目标,但2020年前三季度只完成了原本计划的37.9%的净利润,出现了对赌的压力。疫情影响背景下,2020年10月31日为止,居然之家营收较高,反而净利却下跌了将近60%,只有9.15亿元。

为缓解公司的现金流周转压力,满足业务持续发展的流动资金需求,提高公司的风险抵御能力,同时提供持续与稳定的支持,居然之家公司选择在此时增发,这也为公司引进精英人才、升级运营水平等方面的发展提供了更为有利的条件。

3.3.2 适应战略转型

阿里巴巴和小米科技的纳入是居然之家定向增发备受市场关注的重要原因之一。此前,阿里巴巴于两年前投资过居然之家,双方合作开发本地线上平台,以及线上线下一体的家居销售模式。同时,与天猫联手推出具有本土化特色的同城站,深化新经营理念的实践。此次定增之后,将与阿里再度合作,继续推动居然之家的新销售模式探索,强化数字化赋能,进一步加强二者在数字化转型方面的相辅相成。

小米科技虽是首次投资居然之家,却早已在家居领域建立起一系列生态链企业,包括专注于全屋智能定制的绿米联创和侧重于净水器产品线的云米科技,为该领域的多元拓展做出了实际贡献。该次定增交易的完成不仅反映出小米在智能物联领域的发展趋势日趋成熟,而且能结合居然之家在行业竞争中举足轻重的位置与数字化战略优势,共同构建新的核心业务板块以解决行业困境,提升市场份额及顾客忠实度,为智能家居和家电新营销路径的进一步拓展开辟空间。

3.3.3 提升核心竞争力

公告显示,居然之家此次定向增发拓展了店铺经营范围,提升了经营效率和消防管理水平,市场份额和行业地位得到显著提升。另外,居然之家当时面临“内忧外患”,内部亟需补充资金促进各方面的升级改造,外部行业竞争环境日趋严峻。

作为家居零售业最大的竞争对手—红星美凯龙，其正采用一系列的措施推动转型升级，居然之家增强抵抗风险的能力势在必行。同一年，阿里巴巴全额认购了红星控股发行的可转换债券。2020年双11期间，红星美凯龙借助天猫平台的线上渠道助力，创下成交额佳绩，实现了全行业的总交易额151.52亿元。在这样的大环境下，居然之家此次定增募资就变得格外重要，而其最新的市值也较红星美凯龙高出将近200亿元，对巩固其在行业中的地位、提升其竞争能力起到了很大的作用。

4 居然之家定向增发的市场效应

4.1 评价方法

本文采用事件研究法对居然之家定向增发的市场效应进行分析。事件研究法是建立在有效市场假说的基础上的，它认为股价可以反映公开的全部信息。该方法以某一具体的事件为研究对象，研究思路是分析事件发生前后股票收益率和股票价格对信息披露的反应程度，去除假设没有发生时的正常收益率，进而测算出由事件导致的股票市场的异常收益率，以此来反映股票市场对事件或披露行为的反应程度。

4.2 分析过程

4.2.1 样本选择

(1) 事件日选择

本论文以居然之家的定向增发事件为研究内容。上市公司的定向增发活动时间通常是在三大证券报和巨潮资讯网站上公布，或者是中国证券监督管理委员会批准，或者是发行结束后到工商行政管理部门进行工商注册登记的日期。通过查阅有关文献可以看出，因为这是一个首次对外公开发行的消息，所以，大多数学者在研究股票发行的时候，都会将股票发行的公告日期作为事件日。基于此，本研究选取了居然之家定向增发公告发布日期2020年12月1日为事件日。

(2) 事件期选择

在本研究中，以事件发生日期为中心，选取前后3—30天为研究期间。本文认为，居然之家的增发事件期不宜太长，以免引入资本市场的复杂性。如果时间间隔过短，且没有足够的信息，就会对决策产生影响。因此，我们选择(-5,5)作为事件期。

(3) 估计期选择

目前，国内外的研究主要集中在事件发生前150—200天以内，为了保证足够的数量，本文将(-180, -11)期间的170个交易日为事件估计期。选择估计期

内的实际收益率和上证指数收益率，对有关数据进行了统计分析。

4.2.2 计算步骤

(1) 计算目标股票的日收益率：

从巨潮资讯网获取居然之家股票数据采用收盘价计算日收益率 R_t ：

$$R_t = \frac{P_t + D_t - P_{t-1}}{P_{t-1}} \quad (4-1)$$

(2) 计算市场收益率 $R_{m,t}$ ：

$$R_{m,t} = \frac{P_{m,t} + D_{m,t} - P_{m,t-1}}{P_{m,t-1}} \quad (4-2)$$

(3) 计算预期日收益率 $R'_{i,t}$ ：

本文采用资本资产定价模型作为估计模型进行预期日收益率的计算。

$$\text{资本资产定价模型：} R_{i,t} = \alpha_i + \beta_i * R_{m,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (4-3)$$

$$\text{预期日收益率：} R'_{i,t} = \alpha_i + \beta_i * R_{m,t} \quad (4-4)$$

(4) 计算窗口期内的日超额收益率 $AR_{i,t}$ ：

$$\text{日超额收益率：} AR_{i,t} = R_{i,t} - R'_{i,t} \quad (4-5)$$

(5) 计算窗口期内的累计超额收益率：

$$\text{累计超额收益率：} CAR(M,N) = \sum_{t=M}^{t=N} AR_{i,t} \quad (4-6)$$

根据窗口期的选择及以上研究流程可得：

$$\text{估计模型公式为：} R_{i,t} = -0.0003 * 07.5909 * R_{m,t} + \varepsilon_{i,t}$$

根据 $AR_{i,t} = R_{i,t} - R'_{i,t}$ ，计算窗口期内的超额收益，根据 $CAR(M,N) = \sum_{t=M}^{t=N} AR_{i,t}$ ，

计算窗口期对应的累计超额收益。

4.3 市场效应分析

在表4.1中，在定向增发前（-4，-1）期间超额收益率一直处在-0.1%至-1%之间波动，且公告发布日前一天出现较大负值，累计超额收益率由正转负，下降趋势明显。但是，公布消息后一天超额收益率呈较大正值，且累计超额收益率出现明显增长，且公告日后五天均值高于公告日前五天，证明了居然之家定向增发市场反应良好。

截至定向增发公告日次日，超额收益率已达到本事件期的最高值2.80%，公司的累积超额收益也从负转正。在公告后（1，5）期间，超额收益率呈现大幅波动，第二天出现回落，随后回升，第四天再度转为正值。这主要是因为定增发行对股票价格进行了稀释，从而使股票价格在短期内产生了一定的负面影响。

表4.1 居然之家定向增发窗口期异常收益和累计收益

日期	窗口期	预期收益率	异常收益率	累计收益率
2020/12/08	5	-0.12%	0.36%	0.74%
2020/12/07	4	-0.11%	0.47%	0.38%
2020/12/04	3	-0.24%	-1.07%	-0.09%
2020/12/03	2	-0.28%	-1.59%	0.97%
2020/12/02	1	0.08%	2.80%	2.56%
2020/12/01	0	-0.16%	-0.08%	-0.24%
2020/11/30	-1	-0.19%	-0.41%	-0.16%
2020/11/27	-2	-0.17%	-0.19%	0.25%
2020/11/26	-3	-0.16%	-0.08%	0.44%
2020/11/25	-4	-0.24%	-1.05%	0.52%
2020/11/24	-5	-0.02%	1.57%	1.57%

数据来源：由巨潮资讯交易数据统计整理

根据超额收益和超额累计收益计算结果绘制趋势图如下：

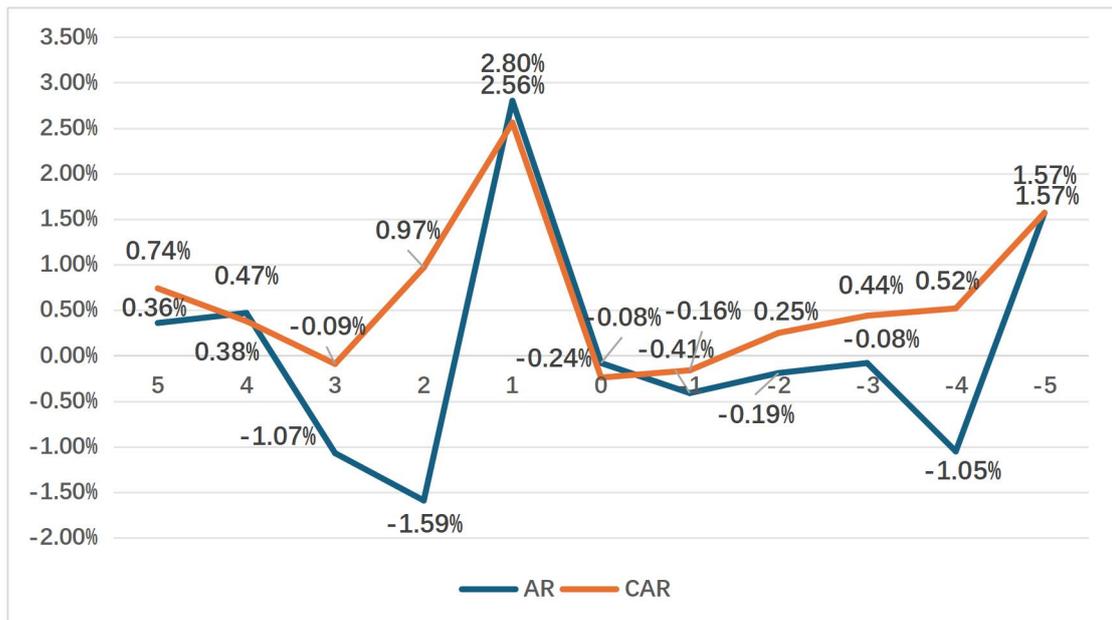


图4.2 居然之家定向增发窗口期AR与CAR趋势图

4.4 市场效应分析结果

由图4.2可知，居然之家在此次公告日次日的超额收益率由-0.08%增长至2.80%，增长了36倍，累计超额收益率由-0.24%增长至2.56%，增长了11.67倍，二者均出现较大幅度的增长。并且，公告日前后五日的超额收益率平均值由-0.032%增长至0.194%，累计超额收益率平均值由0.524%增长至0.912%，可见居然之家此次的定向增发事件之所以取得了正向的市场效应，一方面由于此次募集资金全部用于主营业务上，给市场传递了一种正向的信号，另一方面是由于国家政策的影响所带来的定向增发的热潮，市场对于定增事件抱着积极的态度，居然之家的市场份额和这次定增所传达出来的信息，强化了产业链布局，还推动了平台的构建和完善，延伸产业链长度，得到投资者的广泛认可和看好，对企业未来发展满怀信心，市场也对其表示乐观预期。综上所述，居然之家实施定向增发在短期内市场反应良好。

5 居然之家定向增发的财务绩效

5.1 评价方法—熵值法

财务绩效评价是通过公司的财务指标，结合公司的具体情况，对企业的运营状况进行分析评价的方法。财务绩效，可以真实直观地反映企业多个方面的经营成果，是对综合能力的评估。本文研究家居零售业领军企业居然之家的财务绩效，根据国内外学者的研究成果，财务绩效主要从传统“四大能力”（盈利、营运、偿债和成长）进行细致考量，但鉴于零售业行业的特点，资产变现能力对零售业企业至关重要，因为流动性一旦出现问题将会给企业带来重大影响。因此，本文将资产变现能力加入到财务绩效评价指标体系的构建过程中，以资达到更为客观的结果。

本文在构建指标体系后，采用了熵值法对该家居零售上市公司的企业财务绩效进行测算。熵值法是一种客观赋权法，指标权重的确定可以根据信息熵来进行计算。信息熵是一种衡量样本数据变动速率的指标，它在综合评价中可以用来描述指标数值变化的相对幅度，代表该指标变化的相对速度，而指标的相对水平则由样本标准化后的值来表述，最终的指标评价值由这二者乘积得到，从而可以评估出指标的重要性。通过这种方式，可以更加合理地对各项指标进行权重的确定，提高综合评价的科学性和准确性。

5.2 评价指标体系构建

5.2.1 指标选取

本文选取5个维度的二级指标和17个三级指标构建家居零售业企业财务绩效评价指标体系，详见表5.1。

（1）盈利能力

盈利能力分析是一种有效分析企业实力的方法，它能从企业的经营活动和经营管理中找出存在的问题，并能直观地反映出企业赚取利润的能力。盈利能力指标是投资人等“委托人”评估企业实力的重要依据。根据现有研究成果，同时考

考虑我国家居零售业企业的盈利能力特点，本文选择了总资产报酬率、主营业务利润率、净资产收益率和每股收益四个三级指标来评价居然之家的盈利能力。

（2）营运能力

营运能力主要体现了企业对资产的运用效率，其高低直接影响了企业的竞争力。家居零售业的财务绩效与营运能力密切联系，企业的资产经营管理水平在一定程度上决定了企业的运转效率，如存货管理水平和销售能力的提升可以帮助企业应对市场上的各种风险和挑战，实现持续稳健发展。本文选取存货周转率、应收账款周转率、流动资产周转率和总资产周转率四个三级指标来评价居然之家的营运能力。

（3）偿债能力

偿债能力通俗讲就是企业偿还债务的能力，此指标能够有效评估企业经营风险，直接关系到企业未来的融资能力，综合反映了企业的收入稳定性、负债规模以及资产状况，是投资者进行决策时的重要考量因素。本文选择流动比率、资产负债率和速动比率三个三级指标来评价居然之家的偿债能力。

（4）成长能力

成长能力是企业持续发展和壮大的能力，可以反映企业在所在行业中的地位和未来发展趋势。不同行业的成长能力评价标准存在差异。因此本文需要综合考虑家居零售业特点，本文选择主营业务增长率、净利润增长率、净资产增长率以及总资产增长率四个三级指标来评价居然之家的成长能力，以确保评价的准确性和有效性，以期提供有价值的参考。

（5）变现能力

家居零售业行业特点使得其中企业需要有充足稳定的现金流来维持正常运转，反映了企业有资金需求时能否快速将资产转换为现金以及资产结构的优劣，对于家居零售业企业有意义重大。因而本文将变现能力引入传统分析框架中，将家居零售业企业的变现能力作为影响企业财务绩效的关键要素。本文选择盈余现金保障倍数和销售现金比率两个三级指标来反映居然之家的变现能力。

表5.1 家居零售业企业财务绩效评价指标体系

一级	二级	三级	计算公式
财务绩效	盈利能力	总资产报酬率	利润总额/资产总额
		主营业务利润率	主营业务利润/主营业务收入
		净资产收益率	净利润/净资产
		每股收益	(本期毛利润-优先股股利)/期末总股本
	营运能力	存货周转率	营业收入/存货平均余额
		应收账款周转率	营业收入/平均应收账款余额
		流动资产周转率	营业收入/流动资产平均余额
		总资产周转率	营业收入/平均资产总额
	偿债能力	流动比率	流动资产/流动负债
		资产负债率	总负债/总资产
速动比率		速动资产/流动负债	
成长能力	主营业务增长率	(当期营业收入-上期营业收入)/上期营业收入	
	净利润增长率	(当期净利润-上期净利润)/上期净利润	
	净资产增长率	(期末净资产-期初净资产)/期初净资产	
	总资产增长率	(当期资产-上期资产)/上期资产	
变现能力	盈余现金保障倍数	经营活动现金净流量/净利润	
	销售现金比率	经营活动现金净流量/销售收入	

5.2.2 构建步骤

假如选定n家企业组成样本，选取m个评价指标，则以 X_{ij} 代表第i家企业的第j个评价指标值（ $i=1,2,3,\dots,n$ ； $j=1,2,3,\dots,m$ ）。运用步骤如下：

（1）采用无量纲化方法，消除物理量的影响，计算第j个指标，第i家企业的特征比重或贡献度。

$$p_{ij} = \frac{x'_{ij}}{\sum_{i=1}^n x_{ij}} \quad (5-1)$$

(2) 熵值计算。计算第 j 项指标的熵值。

$$e_j = -\frac{1}{\ln n} \sum_{i=1}^n p_{ij} \ln(p_{ij}), \quad 0 \leq e_j \leq 1 \quad (5-2)$$

(3) 计算差异性系数。

$$g_j = 1 - e_j \quad (5-3)$$

(4) 确定评价指标的权重 W_j ，计算企业综合得分。

$$W_j = \frac{g_j}{\sum_{i=1}^m g_i}, \quad j=1,2,3,\dots,m \quad (5-4)$$

5.3 财务绩效分析

5.3.1 纵向分析

本文通过熵值法对五个维度下的17个三级指标进行科学权重赋值，计算综合指标，以此评价居然之家定增事件对长期财务绩效的影响。如图5.2，综合指标2019年度有大幅度提升，并且处于持续攀升的态势，2020年的综合指标为0.1678，2021年的值提升至0.2544，可见相较2020年呈现大幅度增长。观察整体的变化规律，居然之家五年内大体呈现“倒N”形变化趋势，2021年为峰值，大约为2020年的1.5倍。2021年之后，由于疫情因素的影响，经济整体出现下降态势，因此，2022年居然之家的综合财务绩效指标处于五年内的最低值，所以需要在后文中与行业内其他规模相当的企业进行对比才能得到最为客观的结果。但整体来看，此次的定向增发事件对于居然之家财务绩效的影响还是正向的。

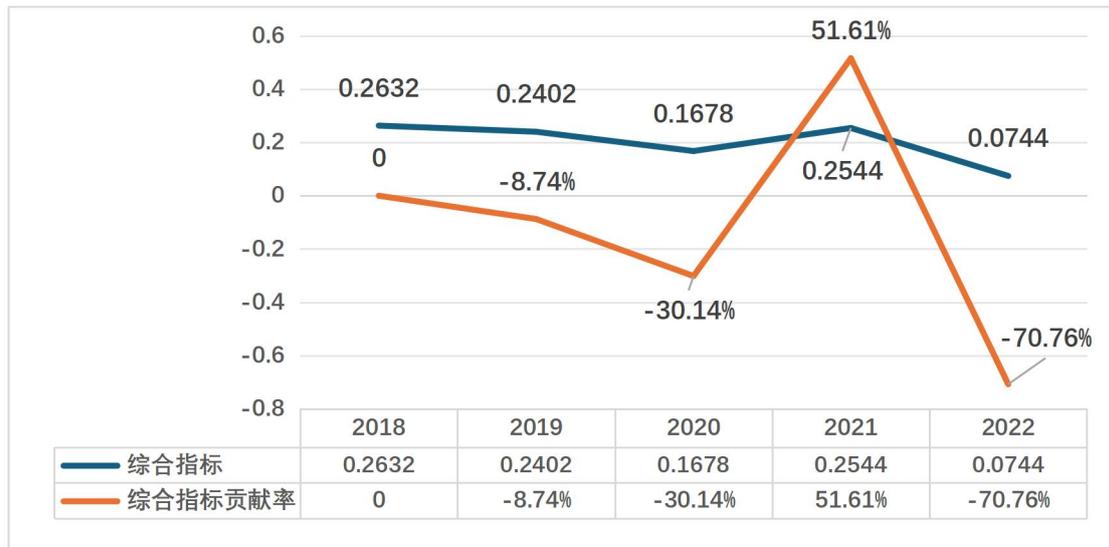


图5.2 居然之家2018—2022年综合财务绩效变化趋势图

居然之家2018—2022年五维财务指标各年度贡献率如图5.3所示，具体观察居然之家各年度分指标贡献率占比，各三级指标中，成长能力和变现能力变化比较平稳。

其中，五年间居然之家盈利能力的贡献率呈现升降交替的“波浪形”变化，2019年达到最大值，贡献率为51.91%，成为当年居然之家综合财务绩效的主要影响因素，之后又在次年（2020年）出现较大幅度下降，之后逐步回升，2022年盈利能力指标贡献率为22.18%。

营运能力的贡献率先出现大幅度的下降，在2019—2022年之间基本保持稳定，2018年居然之家的营运能力绩效为84.16%，成为当年居然之家综合财务绩效的主要影响因素，之后的四年出现波浪形的变化趋势，其中2021年较2020年增长幅度较大。

偿债能力变化幅度大，2019年该指标贡献率为2%，2020年则上升至峰值56.08%，之后又显著下降，至2021下降至16.21%，2020年又回升至29.97%。

成长能力对企业财务绩效贡献在2021年达到最大值，成为当年居然之家综合财务绩效的主要影响因素。

变现能力对企业财务绩效的贡献率基本处于持续攀升的态势，2022年变现能力贡献率达到18.82%，比2018年的贡献率增长了两倍以上。

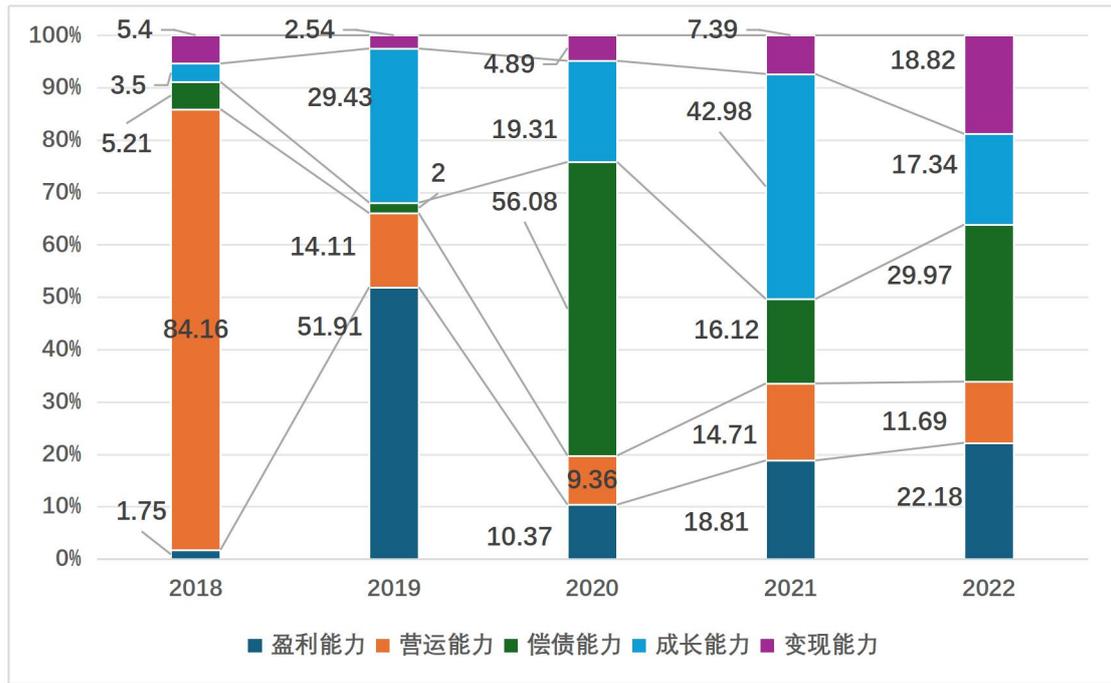


图5.3 居然之家2018—2022年五维财务绩效变化趋势图

(1) 盈利能力分析

居然之家的盈利能力评价指标总体波动较大，表现为“S型”变化趋势，代表居然之家赚取并获得利润的能力呈现显著变化。由图5.4可知，居然之家的盈利能力整体在五年间变化较大，2020年出现负增长后，2021年明显回升。2018年的居然之家该指标值为0.0046，2019年大幅度上升至0.1247，较2009年增长了100倍多。从变化趋势看，大致呈现“N”形的震荡波动趋势，2019年达到峰值为0.1247，在2020年又出现较大幅度的下降，且基本维持在较低水平，表明居然之家的盈利能力亟需提升，并且表现出极大的不稳定性，在五年内经历多次涨跌，尤其是2020年之后，居然之家的盈利能力指标震荡下降，严重影响了投资者的信心。

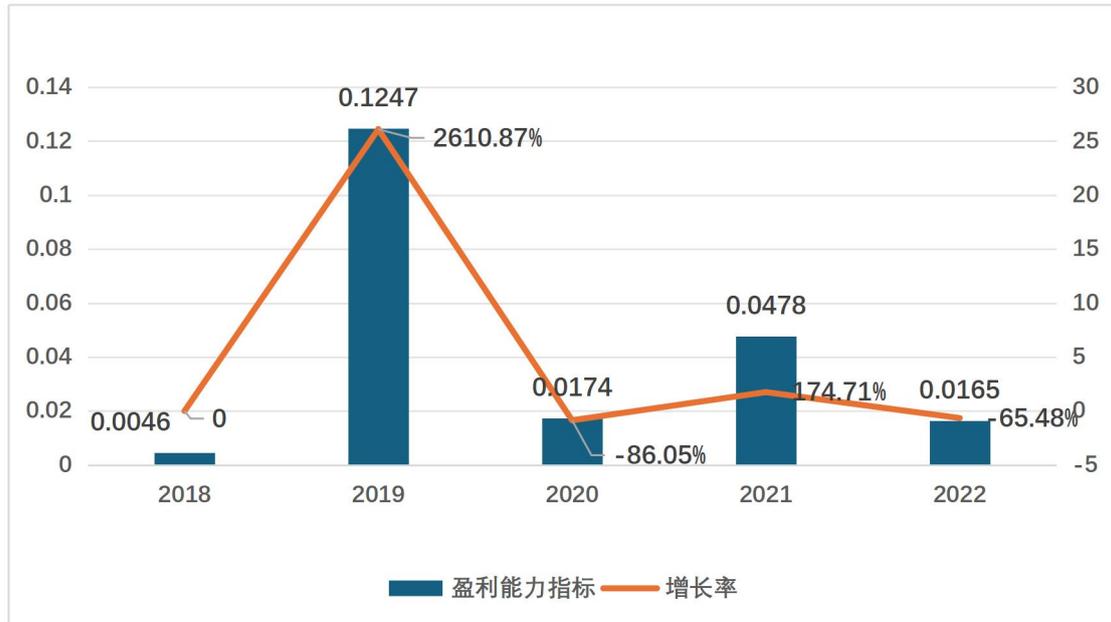


图5.4 居然之家2018—2022年盈利能力指标变化趋势图

居然之家2018—2022年盈利能力三级指标的变化趋势如图5.5所示。

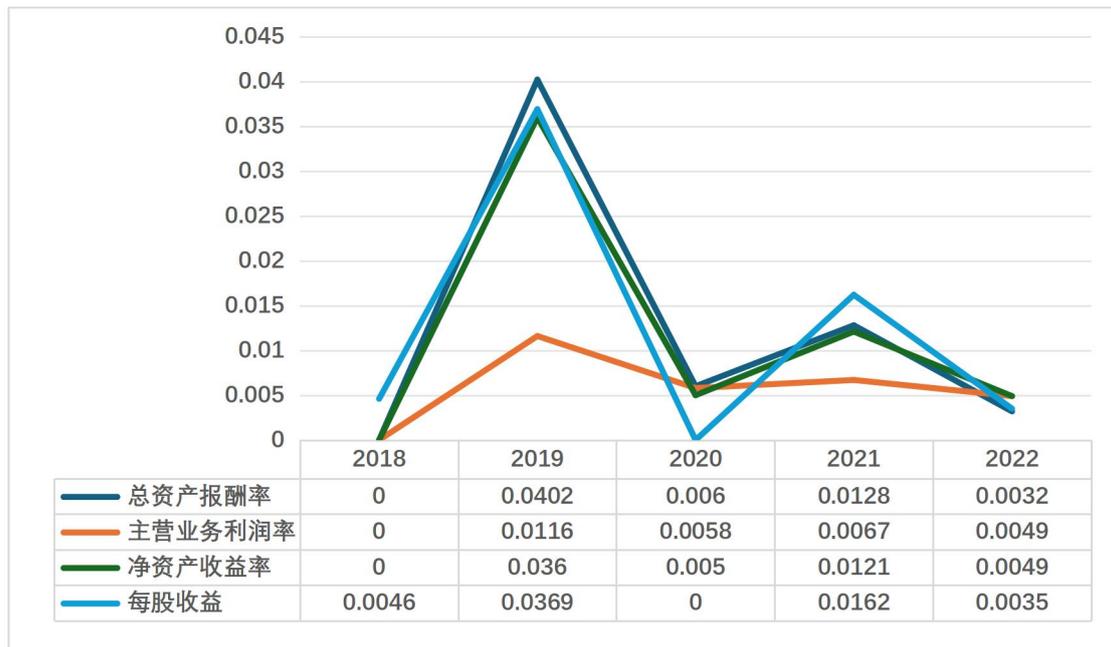


图5.5 居然之家2018—2022年盈利能力三级指标变化趋势图

综合分析居然之家盈利能力四个三级指标贡献率，如图5.6，各三级指标对盈利能力绩效的贡献程度变化较大，主要来自“总资产报酬率”“净资产收益率”和“每股收益”。具体来看，2018至2022年，每股收益、净资产收益率和总资产

报酬率的贡献率总体呈现相似的波动变化趋势，2019年达到最大值。总资产报酬率的贡献率呈波动下降趋势，自2019年的约三分之一，下降至2022年的约五分之一。净资产收益率呈现先降后升的变化趋势，2019至2022年净资产收益率贡献率基本相同。每股收益贡献率第一年为100%，2019年大幅度下降，2020年几乎对于居然之际的盈利能力指标贡献率为零，说明企业的每股收益变化极不稳定，但这种情况是定向增发导致股数增加后短期内的正常现象。

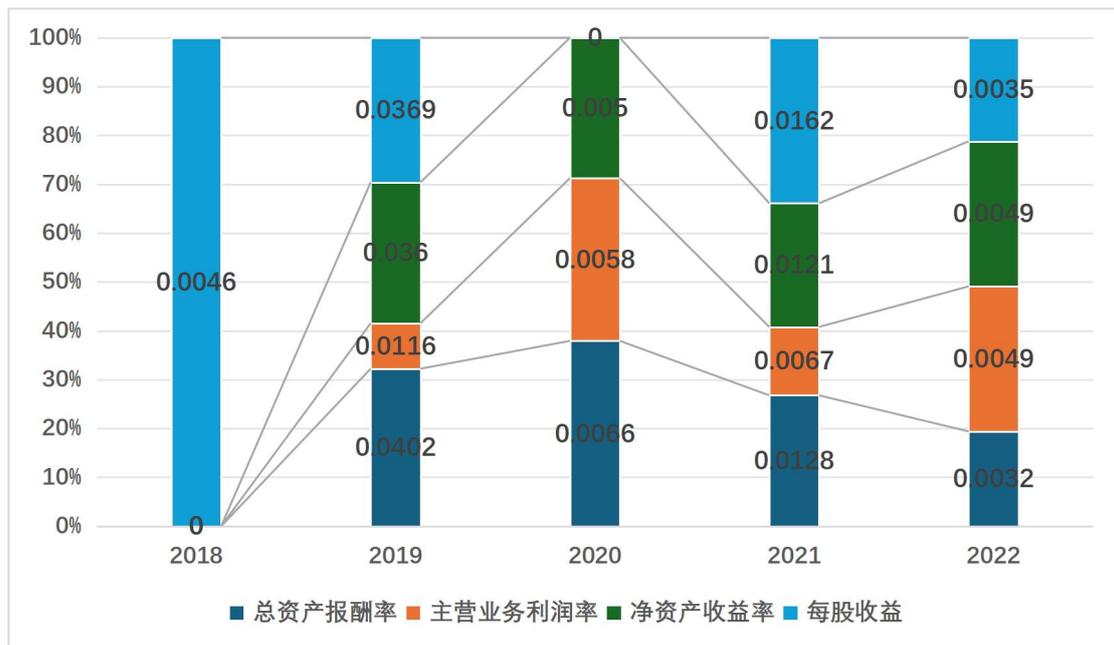


图5.6 居然之家2018—2022年盈利能力三级指标贡献率变化趋势图

（2）营运能力分析

2018—2022年居然之家的营运能力绩效增长率除2021年出现正值外，其余年份营运能力指标均小于零，反映了居然之家的资产运用效率不稳定，五年内只在2021年出现正增长，这在一定程度上与居然之家2020年第四季度的定向增发事件有关。如图5.7，首先从整体变化上看，从2019年之后变化平稳但是维持在较低水平，营运能力指标在2018年出现最大值0.2214，营运能力表现出色，然而，2019年呈现大幅度下降，营运能力指标降为0.0340，次年又下降至0.0157，较上一年下降了53.78%。从变化趋势看，选定期间内波动幅度比较大，2018年达到峰值0.2214之后，2022年又达到降为“低谷”0.0087，说明了居然之家的营运能力稳定性不强，波动性较大，需要重点关注其稳定性问题。

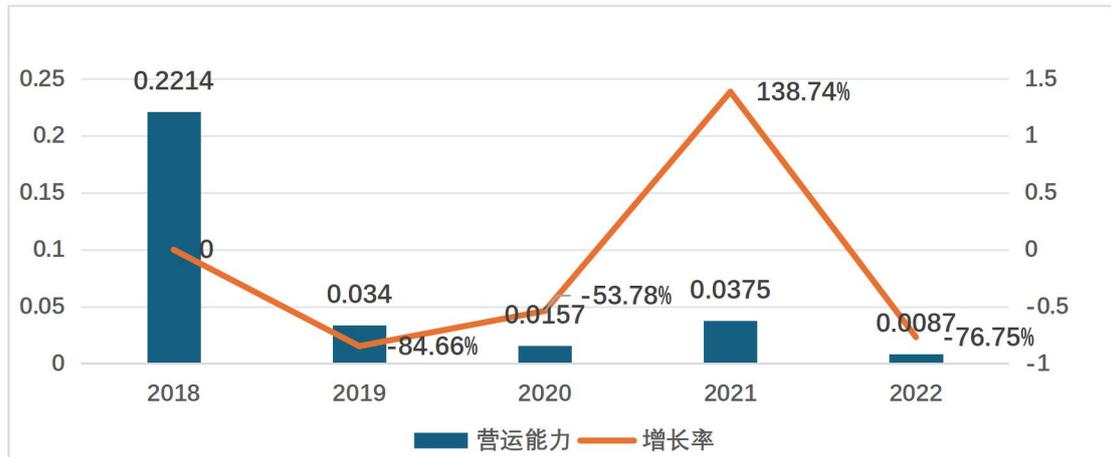


图5.7 居然之家2018—2022年营运能力指标变化趋势图

居然之家2018—2022年营运能力指标的变化趋势如图5.8所示，均呈现较大幅度的下降，但在2021年出现略微的好转。

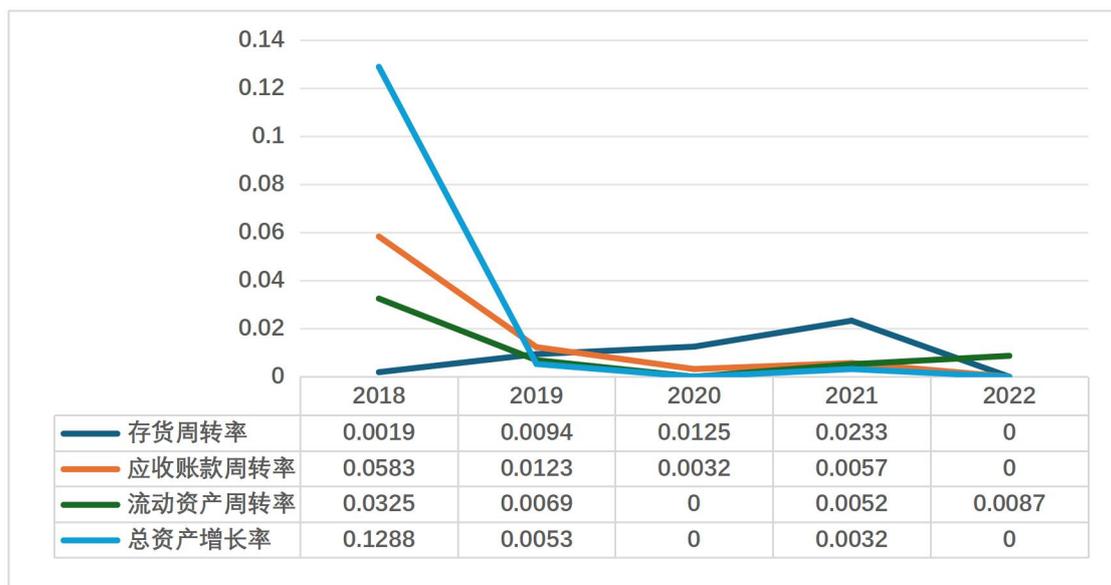


图5.8 居然之家2018—2022年营运能力三级指标变化趋势图

综合分析居然之家营运能力四个三级指标贡献率，各分指标波动较大，其中，波动性最大的是“流动资产周转率”以及“存货周转率”。具体而言，存货周转率贡献率在此期间内呈先上升后下降态势，2020年为最大值，贡献率为80%，2018年和2022年贡献率为0，为最小值。应收账款周转率的贡献率呈持续下降趋势，2018年应收账款周转率的贡献率为25%，2019年略有上升，贡献率为35%左右，之后，呈持续下降趋势，直到2022年居然之家应收账款率在营运能力绩效的贡献

率降为零。流动资产周转率呈现显著上升趋势，2018年、2019年和2021年流动资产贡献率水平相当，2020年降为零，而2022年贡献率又占比100%。营运能力整体指标在2018年为最高值，之后处于持续下降的趋势；总资产周转率贡献率也呈现持续下降的趋势，2018年总资产周转率贡献率为60%，成为影响当年营运能力绩效的最重要因素。

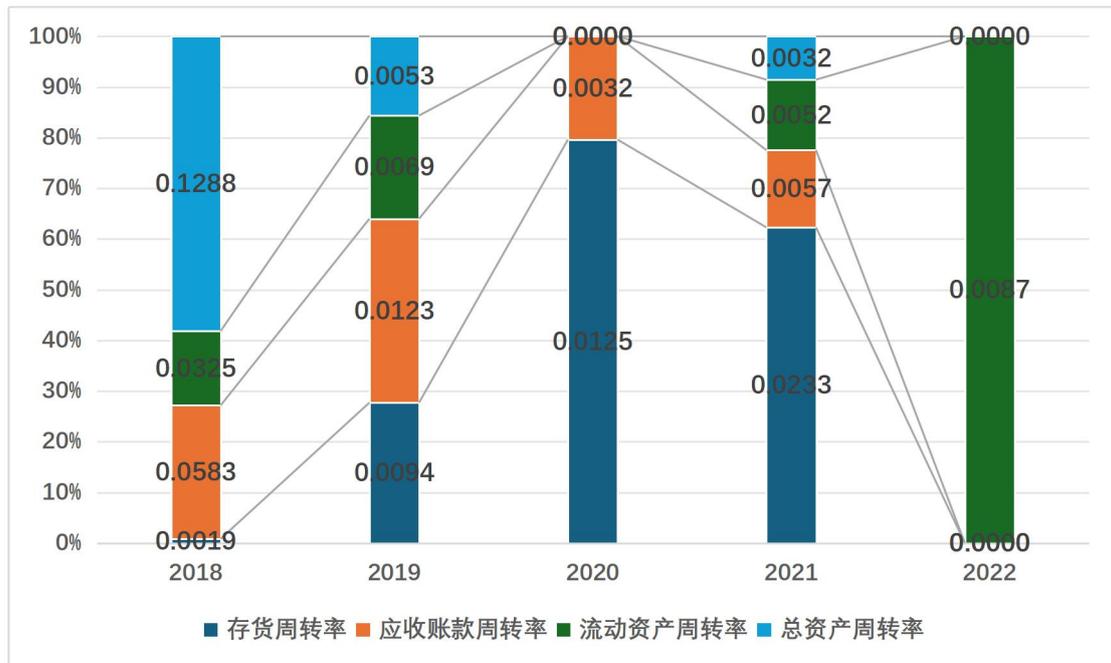


图5.9 居然之家2018—2022年营运能力三级指标贡献率变化趋势图

(3) 偿债能力分析

2018—2022年居然之家的偿债能力从变化趋势看，由图5.10可以明显看出，呈现“山字”形变化，且幅度较大，反映了居然之家应对债务风险的能力不稳定。2018年，居然之家偿债能力指标值为0.0137，2019年又大幅下降。2020年达到极大值0.0941，增长了将近20倍，居然之家的偿债能力平均值为0.0352，表明居然之家的偿债能力低，且波动性极大，特别是2019、2021、2022年呈现负增长趋势。



图5.10 居然之家2018—2022年偿债能力指标变化趋势图

居然之家2018—2022年偿债能力指标的变化趋势如图5.11所示，可见，速动比率的变化幅度最大，流动比率与速动比率的变化趋势相同，但前者幅度较小，资产负债率与流动比率和速动比率呈现相反的变化趋势。

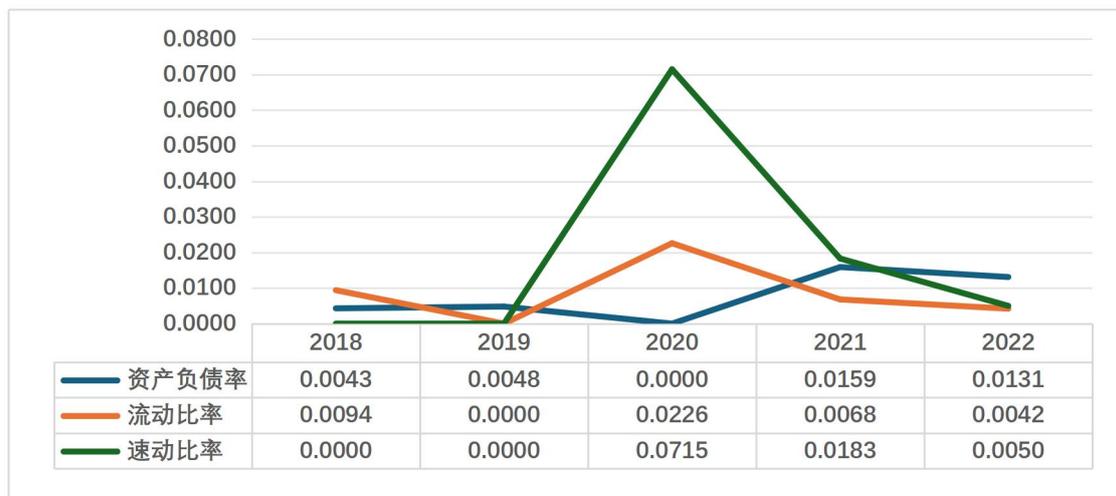


图5.11 居然之家2018—2022年偿债能力三级指标变化趋势图

对居然之家偿债能力分指标贡献率的分析发现，“资产负债率”和“流动比率”所占比重较高。2018—2019年，速动比率贡献率最低，2020年达到最大值，占比达三分之二以上，成为当年的关键指标。资产负债率贡献率于2019年之后大幅下降，2021年与2022年持续上升。流动比率贡献率2019年骤降，达到最低值，后三年保持稳定，2020—2022年流动比率贡献率稳定在20%左右。

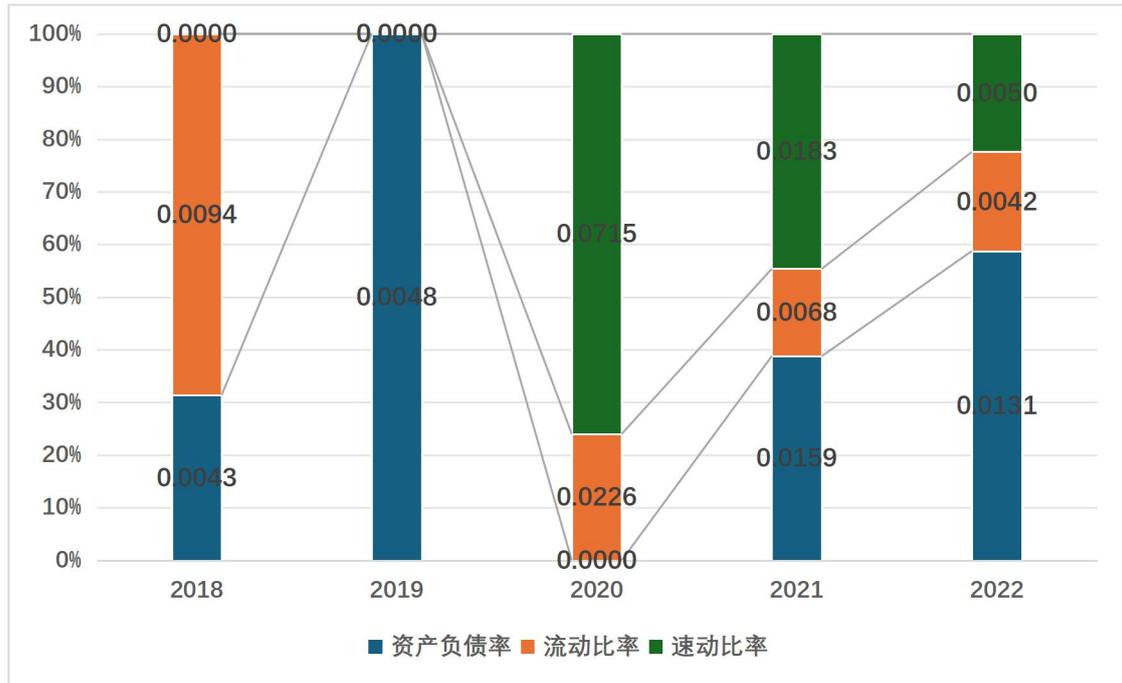


图5.12 居然之家2018—2022年偿债能力三级指标贡献率变化趋势图

（4）成长能力分析

2018—2022年，居然之家的成长能力绩效评价可能受到多种因素的影响表现得极不稳定，急剧上升又下降，反映出企业在未来发展方面状态不稳定，也可能由于大环境的影响，实际水平还需要与同行业企业进行对比才能得出结论。由图5.13可知，居然之家的成长能力指标出现“M”形趋势，2018年的企业成长能力绩效值为0.0092，2019至2021年波动上升，2021年大幅增长，增长率为237.35%，为五年内的峰值且增长率最高的年份，2022年由于疫情因素的影响，出现显著的负增长，成长能力绩效指标降至0.0130。

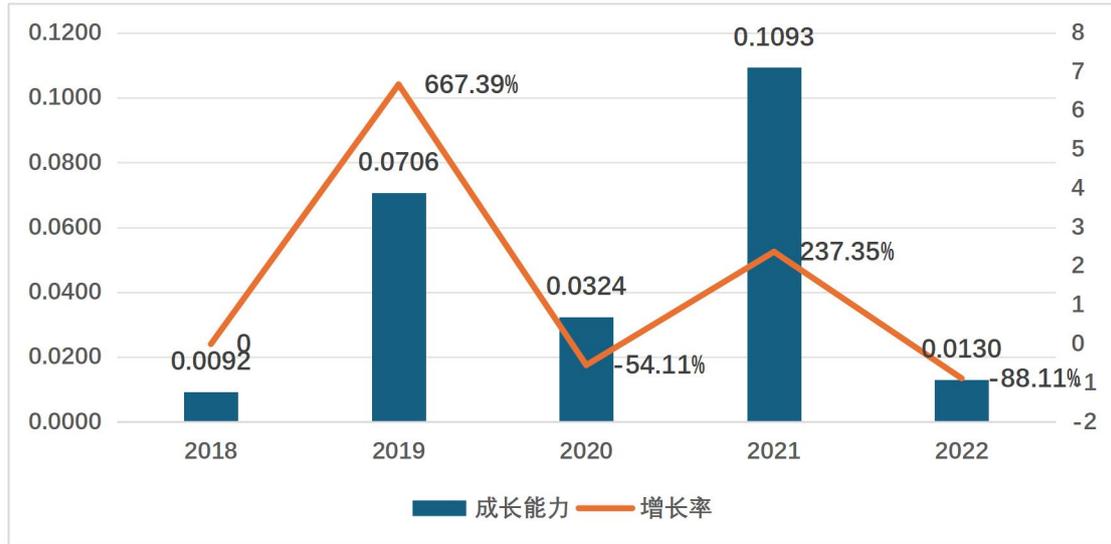


图5.13 居然之家2018—2022年成长能力指标变化趋势图

居然之家 2018—2022 年四个成长能力指标的变化趋势如图 5.14 所示。从图中可以看出，有三个指标在 2021 年出现较大幅度增长。

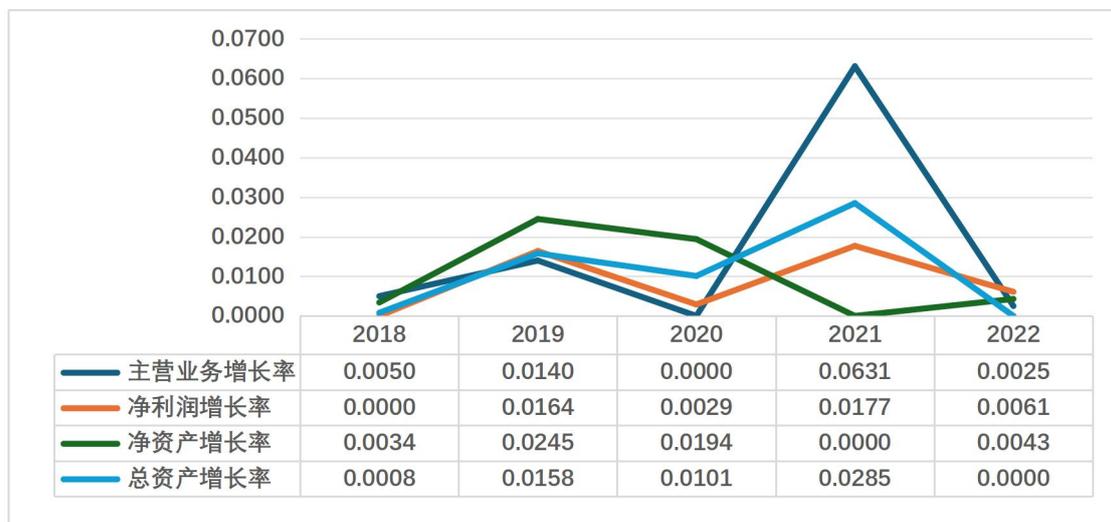


图5.14 居然之家2018—2022年成长能力三级指标变化趋势图

居然之家成长能力四个三级分指标贡献率也变化较大，如图 5.15，主要贡献来自“主营业务增长率”以及“净利润增长率”。主营业务增长率贡献率 2018 年和 2021 年占比较大，达到 50%以上，但 2019、2020、2022 年贡献率较低，说明居然之家主营业务增长率变动极不稳定，2020 年为最小值，2021 年跃升为最大值 0.0631，占比 60%。净资产增长率贡献率在 2021 年出现峰值 0.0177，2022 年

下降至 0.0061，但在整体成长能力中的贡献率却显著提升，达到将近 50%。总资产增长率先增后降，2018 年的贡献率为 10%，为前四年的极小值，2020 年增长为 30%；净利润增长率贡献率也表现为先升后降的趋势，2022 年增加至 50%。

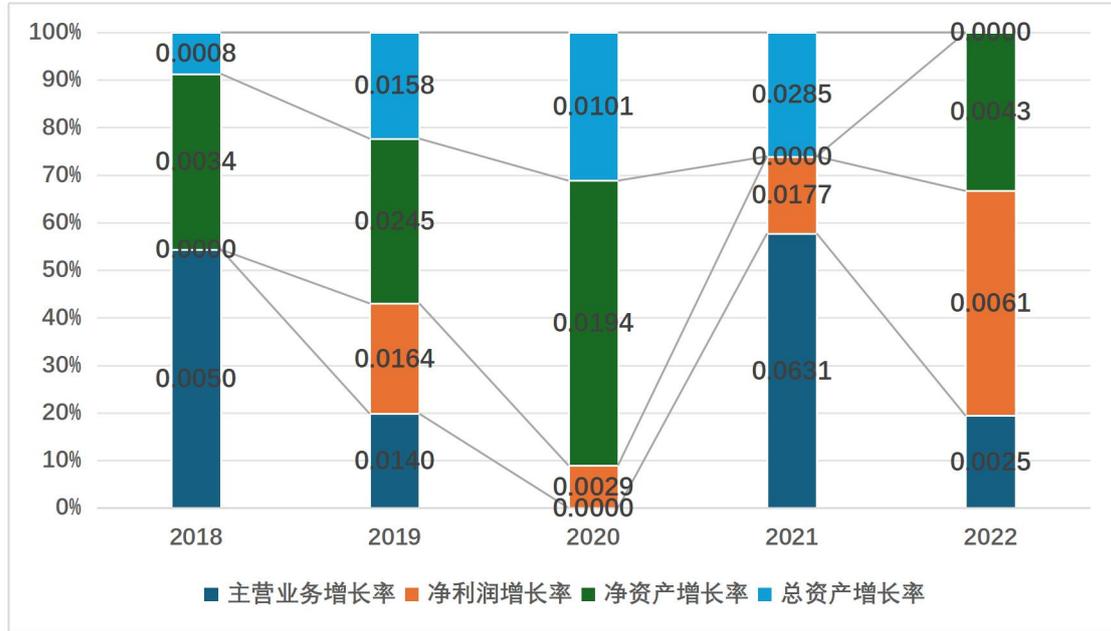


图5.15 居然之家2018—2022年成长能力三级指标贡献率变化趋势图

(5) 变现能力分析

2018—2022年居然之家的资产变现能力绩效评价在2021年达到最大值0.0188，2018年次之，为0.0142，2019年出现大幅度下降，降幅57.04%，此后在2021年达到最大值之后，在2022年下降26.06%，反映居然之家的资产变现的能力具有频繁的波动性。由图5.16可知，居然之家的资产变现能力整体呈现较大幅度的升降波动变化，2019年的居然之家资产变现能力绩效值为最小值0.0061，2021年达到最大值0.0188，2022年又略微下降。从变化趋势看，大致呈现近周期性的“波浪”形波动变化趋势，2019年达到最小值为0.0061，2021达到峰值为0.0188，居然之家的资产变现绩效平均值为0.0122，表明居然之家的变现能力整体偏低，但伴随着大幅度的波动，可以看出其变现能力还是具有一定潜力的。



图5.16 居然之家2018—2022年变现能力指标变化趋势图

居然之家2018—2022年变现能力指标的变化趋势如图5.17所示。

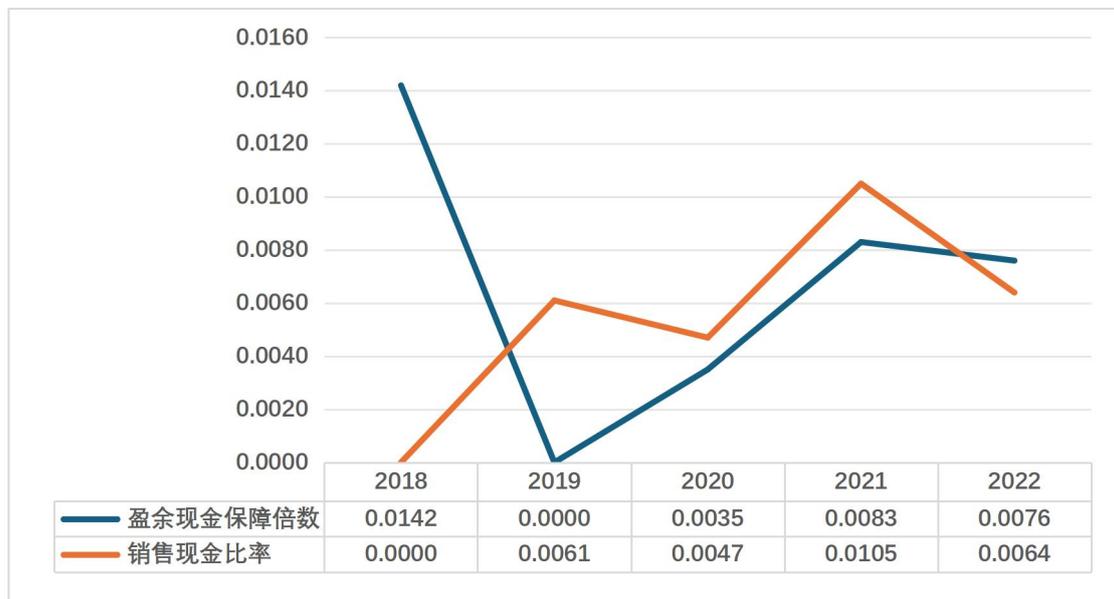


图5.17 居然之家2018—2022年变现能力三级指标变化趋势图

居然之家变现能力两个三级分指标贡献率前两年变化较大，2018年盈余现金保障倍数占主导地位，而2019年则是销售现金比率占据100%贡献率。对二者具体分析，盈余现金保障倍数指标表现为先下降后上升，均值为0.0067，贡献率先骤降，后三年保持稳定，与销售现金比率的表现类似，2018年最大，贡献率为100%。销售现金比率指标均值为0.0055%，2019年贡献率为100%，2020—2022年贡献率下降为50%左右。



图5.18 居然之家2018—2022年变现能力三级指标贡献率变化趋势图

5.3.2 横向分析

为横向比较居然之家财务绩效，本文从两个方面进行分析：先将居然之家2018—2022五个年度内的综合财务绩效指标以及五个维度的二级指标和17个三级指标进行分析，再选取同行业企业进行对比。红星美凯龙家居集团股份有限公司（以下简称红星美凯龙）与居然之家同为家居零售业的领军企业，从业务类型以及公司规模上均具有对比研究的价值。因此，本文选取红星美凯龙为企业财务绩效研究的对比企业，从整体财务绩效综合指标以及五个维度下的三级指标分别进行对比分析，希望以此得到居然之家此次定向增发事件对企业财务绩效影响的较为客观的结果，并且通过对比发现居然之家的不足，以资为其进一步提高财务绩效提供参考。红星美凯龙财务绩效指标如表5.19所示，由图5.20可以看出，居然之家整体财务绩效高于红星美凯龙。

表5.19 红星美凯龙2018—2022年财务绩效指标

	综合财务绩效	盈利能力	营运能力	偿债能力	成长能力	变现能力
2018	0.3531	0.0859	0.0867	0.0891	0.0617	0.0297
2019	0.2714	0.0792	0.0822	0.0524	0.0576	0.0000
2020	0.1165	0.0216	0.0084	0.0546	0.0151	0.0168
2021	0.1719	0.0232	0.0306	0.0293	0.0602	0.0285
2022	0.0531	0.0000	0.0185	0.0000	0.0024	0.0322

数据来源：由红星美凯龙官网报告计算整理

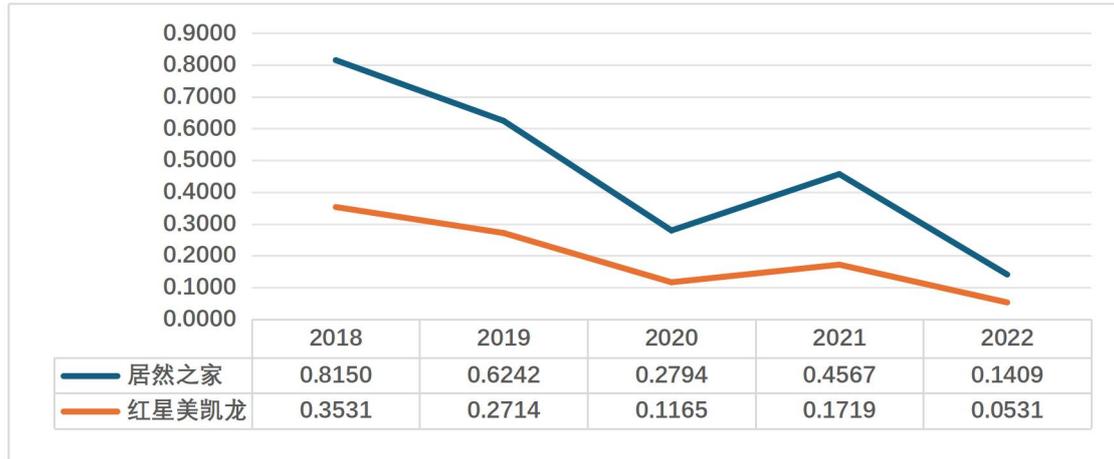


图5.20 2018—2022年居然之家与红星美凯龙财务绩效比较分析图

(1) 盈利能力比较分析

通过居然之家与红星美凯龙盈利能力对比分析发现：一方面，居然之家的盈利能力绩效在2019年前低于红星美凯龙，且差距较大。另一方面，居然之家的盈利能力波动性大于红星美凯龙的波动性（如图5.21），二者在整体上都处于下降趋势，2019年居然之家的盈利能力指标出现大幅度提升，反超红星美凯龙，且为五年内的峰值。从2020年开始，居然之家和红星美凯龙的盈利能力都呈现下降的趋势，但居然之家还是优于红星美凯龙的。因此，居然之家的盈利能力水平和稳定性都亟需提升。



图5.21 2018—2022年居然之家与红星美凯龙盈利能力比较分析图

（2）营运能力比较分析

通过居然之家与红星美凯龙营运能力对比分析发现：如图5.22，一方面，居然之家的营运能力绩效在2018年显著高于红星美凯龙，2019年却出现大幅度下降，远低于红星美凯龙的营运能力，2020年至2022年，二者的营运能力绩效基本相同，变化趋势相同。另一方面，居然之家的营运能力波动性相对大于红星美凯龙的波动性，在2018年出现峰值，2019骤然下降，2020年至2022呈平稳波动趋势。从整体上看，红星美凯龙的营运能力优于居然之家，且比居然之家更为稳定。可以得出，居然之家的营运能力后期提升空间较大。

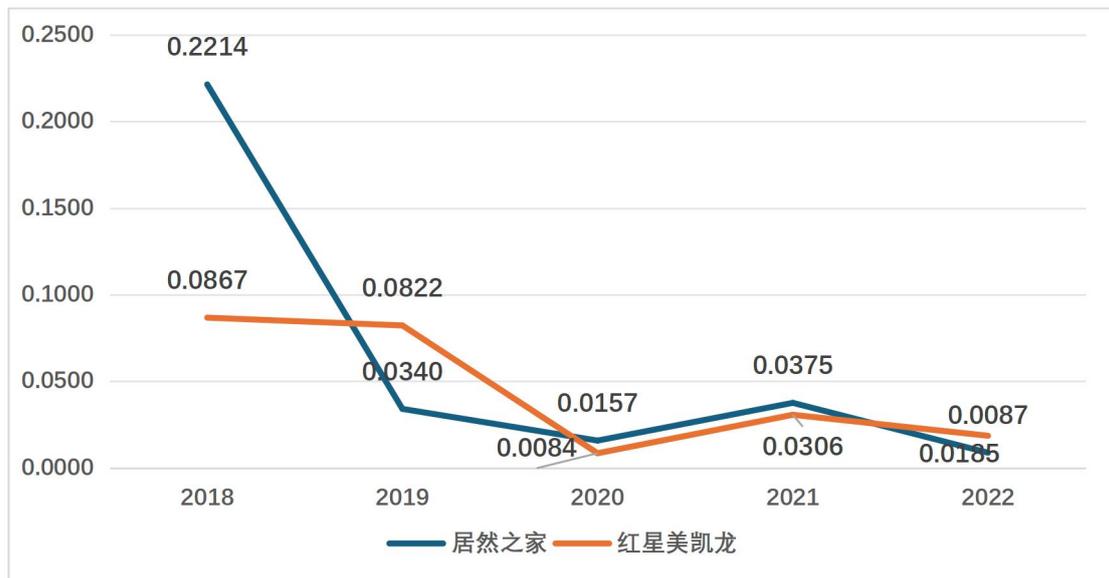


图5.22 2018—2022年居然之家与红星美凯龙营运能力比较分析图

（3）偿债能力比较分析

通过居然之家与红星美凯龙偿债能力指标对比发现：一方面，如图 5.23，居然之家的偿债能力绩效较不稳定，但大致上与红星美凯龙差距不大，2019 年小程度的负增长后，2020 大幅度增加且超过红星美凯龙的偿债能力。另一方面，居然之家的偿债能力波动性相对大于红星美凯龙的波动性，在 2020 年出现峰值，之后呈现持续下降的趋势，高于家居零售业的对标企业红星美凯龙的波动性。综上，居然之家的偿债能力具有较大波动性，但与行业整体水平相差不大，波动性受大环境的影响较严重，可以通过优化资本结构或加强管理增强稳定性。

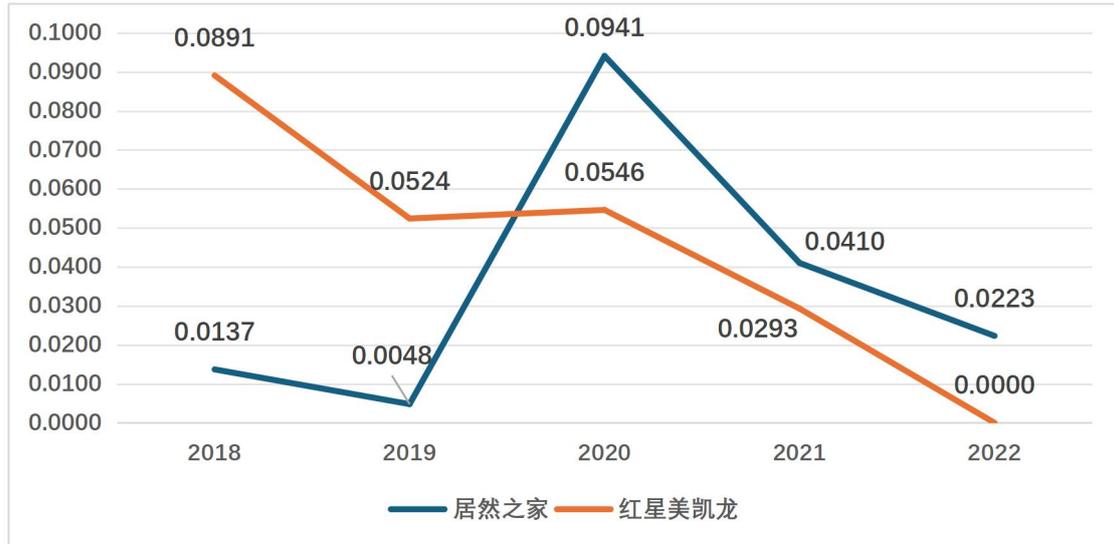


图5.23 2018—2022年居然之家与红星美凯龙偿债能力比较分析图

(4) 成长能力比较分析

通过居然之家与红星美凯龙成长能力对比分析发现：一方面，居然之家的成长能力整体上优于红星美凯龙；具体而言，自2019年开始，居然之家的财务绩效一直高于红星美凯龙，且二者在波动性方面基本持平。另一方面，居然之家与红星美凯龙在2021年成长能力财务绩效均显著提升，二者相比较，居然之家的增长率较高。居然之家的成长能力波动性较大，高于行业标的红星美凯龙的成长能力波动性，在2018—2022年之间，呈现大幅度的波动趋势（如图5.24）。可见，居然之家的成长能力具有一定优势，比红星美凯龙的成长能力高，后期对推动企业财务绩效提升有帮助。



图5.24 2018—2022年居然之家与红星美凯龙成长能力比较分析图

（5）变现能力比较分析

通过居然之家与红星美凯龙资产变现能力对比分析发现：一方面，居然之家的资产变现能力在2019年之前排在红星美凯龙之前，具有略微的优势，2018年至2022年期间，除了2019年之外，居然之家的变现能力均低于红星美凯龙。另外，居然之家变现能力比红星美凯龙稳定，但同步于红星美凯龙的变化趋势，如图5.25，二者在2019年均为转折点，之后红星美凯龙具有显著优势。可见，居然之家的变现能力不具优势，后期需重视采取措施提升变现能力，以保证企业持续稳定运转。

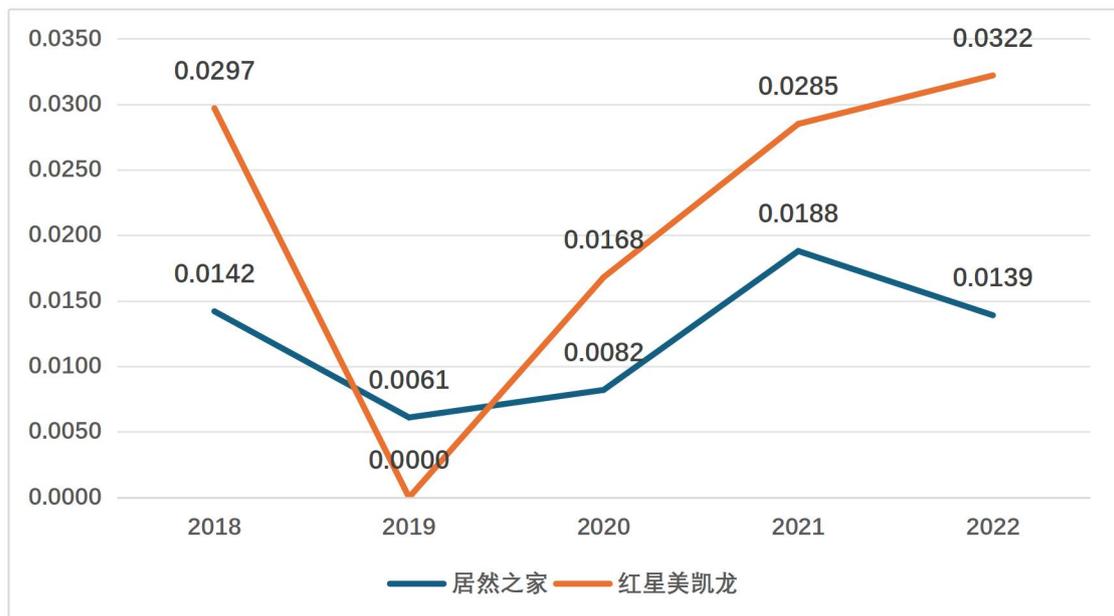


图5.25 2018—2022年居然之家与红星美凯龙变现能力比较分析图

5.4 财务绩效分析结果

居然之家的综合财务绩效在2021年出现大幅度提升，且远高于同行业规模相似的企业红星美凯龙，这表明，这次的定向增发对公司的财务绩效有正面的影响，具体如下：

（1）盈利能力不具优势

企业的盈利能力是衡量企业经营状况的重要指标之一，它能直接反映公司的经营业绩。本文选择的四项盈利能力指标的值越高，企业的盈利能力就越强。

从以上分析可以看出，居然之家的盈利能力的波动较大，且在2021年显著提升。在定向增发后显著提升说明定向增发后企业并购项目能够为企业带来新的利润增长点，改善了企业利润下滑的态势，盈利能力优于红星美凯龙，说明定向增发后公司融合线上、线下两种营销方式，延伸了行业结构，具有良好的盈利能力。

2020年，居然之家的盈利能力指标处于历史低位，主要原因在于公司资产体量较小，是一个轻资产公司，与重资产公司红星美凯龙存在巨大差异。数据显示，红星美凯龙的营收和利润远超过居然之家，且在资产相差近4倍的情况下，两者差异约为30%。尽管从总资产收益率和净资产收益率两个维度来看，居然之家高于行业平均水平，但是其总资产收益率和净资产收益率分别在8%以上和18%至20%之间，方兴未艾，公司未来或将享有较高的溢价。

其次，阿里成为其战略大股东，将对新零售行业中的线下门店智能化转型起到积极的推动作用。根据居然之家的财务总监陈亮介绍，阿里的团队已经开始密切关注公司的运营，并且已经有超过200名员工被派到了这里。这是一个拥抱新零售的举措，充分利用大数据支持经销商的运营，使新零售理念成功转化为现实，得到明显的效益。到2018年年底，居然之家共有284家营业单位，其中直营店86家，加盟店123家，特许加盟店75家，其中加盟店的占比高达69.72%，并持续呈现上升趋势。

（2）营运能力稳定性不强

营运能力是指“把钱花在刀刃上”的效率，它反映企业的管理能力和运营效率。资金的周转速度愈快，说明资金的利用率愈高，营运能力也愈强。居然之家定向增发后营运能力分指标在2021年均均有较大幅度增长，但在次年由于大环境的影响又显著下降，稳定性欠佳。在比较分析中，企业的营运能力指标则不具有优势，虽然如此，2021年的营运能力指标仍然超过了红星美凯龙，表明该公司的存货管理不到位，存货的流动性很低，稳定性需要加强，但处于持续改善的状况。

（3）偿债能力有所上升

由以上分析可以得出，居然之家定向增发前后的偿债能力出现上升，与红星美凯龙对比发现，居然之家的偿债能力也优于红星美凯龙。

从流动比率和速动比率对企业的短期偿债能力进行分析，居然之家流动比率和速动比率在定向增发事件发生后显著上升，说明居然之家短期偿债能力有所上

升，资产变现能力增强。主要因为居然之家在2020年募集了大量资金，降低了企业资金负担，此次定向增发明显改善了居然之家的短期偿债能力。

在2020年实施定向增发后两年，企业的资产负债率持续下降，说明居然之家此次定增合理降低了资产负债率，说明企业的财务健康状况得以改善。对比分析可以看出企业短期偿债能力升高，在一定程度上取决于流动负债的增长率变低，另外长期偿债能力也明显提升。综合来看，此次定向增发使居然之家的偿债风险降低。

（4）成长能力稳步提升

成长能力反映企业今后发展的前景，体现企业规模扩大和市场竞争力提升的潜力。本文通过自身不同年份的对比以及和同行业的对比来衡量实施定向增发后居然之家的成长能力变化。定向增发后居然之家的成长能力指标在短期内明显上升，远高于2020年的水平，且在之后的两年保持稳定增长，发展潜力良好。说明此次定向增发扩充了企业的资金池，为企业带来充足的现金流量，改善了经营结构，丰富销售模式，拓展经营范围，促进销售收入增长，为企业战略转型做准备。

（5）变现能力有所提升

零售业行业特点鲜明，家居零售业企业需有足够的现金流维持其日常运营，变现能力对于家居零售业企业的综合能力提升意义重大。因此，本文将变现能力作为评价财务绩效核心指标之一。由以上分析可知，定向增发后企业的变现能力指标出现显著提升，增长了将近一倍，且主要贡献来自于销售现金比率。在与红星美凯龙的比较分析中发现，居然之家的变现能力略小于红星美凯龙，这是由于红星美凯龙的经营模式，其地产租赁的收益远远超过了其主营业务收入，这在一定程度上对自身的变现能力有很大的帮助。

6 居然之家定向增发的财务效应综合评价

6.1 对市场效应的影响

居然之家在完成定增之后，股价出现了小幅度的上涨，此次之所以取得了正向的市场绩效，一方面由于此次募集资金全部用于主营业务上，给市场传递了一种正向的信号；另一方面是由于国家政策的影响所带来的定向增发的热潮，市场对于定增事件抱着积极的态度，居然之家的市场占有率和此次并购所传递的市场信号，表现出其产业链的进一步赋能，推进了集团平台化的全面建设，给市场带来了极好的预期，投资者们纷纷看好其定增带来的好处，对公司未来发展表示肯定。综上，居然之家此次定向增发市场效应良好。

6.2 对财务绩效的影响

2020年居然之家盈利能力指标达到历史低点，其主要起因在于红星美凯龙重资产项目的股权再融资资金计划只投资于智慧新零售板块研发，即使剩余项目并未带来直接的经济利益，但是对于改善企业的经营效率和推动企业的战略转型都是有帮助的。因为所有的募集资金都是投资于公司的主要业务，所以只有在该项目实施之后，才能提高公司的盈利水平和市场竞争力。尽管如此，公司后续总股本和净资产的增长却使得募资所带来的盈利能力增强需要具备相当时间的延迟性。但将眼光放长远，将资金进行合理规划使用，制定适合自身发展的经营战略，企业的资产规模也会持续增长，资产负债结构日趋稳定，资产负债率也随之下降，这将有助于增强企业抵御风险的能力，为企业今后的发展提供有力的保证。因此，对于公司而言，筹资行为需要全面谋划、周密安排和有效控制，以确保募集到的资金的合理使用与科学管理，同时要合理配置资产、降低负债水平，使得公司资产负债结构更加均衡和健康，保证公司稳健经营和可持续发展。

6.3 综合评价及可能引发的风险

首先，对于企业而言，上市公司股权被稀释可能导致公司控制权发生变动，

影响公司股权结构和治理结构的稳定。其次，居然之家此次定向增发成功并获取募集资金，对公司的治理机制将带来考验，治理机制不完善会带来大股东利益输送等风险，使得募集资金得不到充分地利用。此外，对于投资者而言，存在信息不对称风险和流动性风险，投资者可能会因为与企业存在信息差，导致由于没有及时获取关键信息而做出错误决策，当然在资本市场上信息不对称风险普遍存在，这就需要投资者甄别有用信息，进行合理决策。投资者购入定向增发股票，势必会在一定程度上降低资金的流动性，提升流动性风险。

7 研究结论与启示

7.1 研究结论

综合以上分析，2020年以后，定向增发因其特有的优势成为A股上市公司偏爱的资源整合工具，作为房地产后产业的家居行业定向增发规模快速增长，在给企业带来诸多利好的同时，也可能存在负面效应。由此，本文针对家居行业上市公司定向增发的分析，对A股资本市场有深远的现实意义。

本文在国内外研究成果的基础上，对居然之家公司定向增发事件进行研究。居然之家定向增发的动因概括总结为：满足资金需求，保障持续发展；完善经营理念，加快战略转型；巩固竞争优势，提升核心竞争力。

接着从市场效应和财务绩效对其财务效应分别进行分析，再进行综合分析。居然之家此次定向增发的市场效应主要表现为：短期市场效应显著，虽短时间出现每股收益被稀释等问题，但是定向增发之后股数扩大了，每股收益被摊薄属于正常现象，是成长的必经过程。财务绩效主要表现为：资产总额和净资产规模同步增长，资产负债率下降，企业资产负债结构趋于稳健，股权结构和治理结构也得以稳定和完善，长期财务绩效有所改善。

通过以上分析，为确保定增方案高效实施，对于公司而言，筹资行为需要全面谋划、周密安排和有效控制，以确保募集到的资金的合理使用与科学管理，同时要合理配置资产、降低负债水平，使得公司资产负债结构更加均衡和健康，保证公司稳健经营和可持续发展。此外，要充分考虑到募集资金的性质和筹资用途，通过将募集资金全部运用于主营业务，并广泛拓展经营规模，迎合时代趋势，升级经营业态，提升行业竞争地位，进而实现可持续发展。

整体来看，居然之家此次定向增发总体来说是成功的，希望通过总结居然之家此次定向增发的经验，为同行业其他企业实施定向增发提供参考和借鉴。

7.2 现实启示

本文希望以居然之家的定向增发事件为例，对其他家居零售业准备实施定向

增发的公司有所启示。首先，为了实现增发的目的，上市公司需要仔细地选择符合公司业务需求的适当对象。值得注意的是，不同行业和企业之间存在着差异，因此，企业应根据自身的优缺点，对定增对象进行严格地甄别，并对其资金规模及运营能力进行综合评价与审查。另外，企业也应该注意自身的发展策略与运营理念是否相适应，从而将企业的合作风险降到最低。其次，上市公司进行定向增发后，加厚了资金链，并且这种资金的使用不会像短期债券的约束那么明显，因此更应当把募集来的资金用好，注重投资收益和效果，投向有助于促进企业可持续发展的领域，如企业研发、市场拓展和战略投资者引入等。同时，由于定向增发的股东一般不追求博得短期收益，是寻求一个价值洼地，何时进来后续得到的回报会比自身同样在二级市场投资股票更好。所以，上市公司需要主动地进行公司的信息披露，让信息变得更加透明，这可以帮助降低投资者和企业之间存在的信息不对称，从而让投资者能够对公司的运营状况有一个更加充分的认识，在企业获益的同时，使得定向增发的股东在资本市场上得到正向的反馈。

为缓解控制权转移风险，应努力提升股权结构稳定性。因为定向增发在筹集资金的同时，还会造成控制权转移、分散等问题。定向增发引入战略投资者需持至少 10% 的股份，这极大地提高了控股股东控股地位和控制权转移的风险。因此，企业在募集资金时，要慎重权衡投资人持股比例，尽量减少股权转让的风险。

最后，对于监管方而言，目前国内资本市场定向增发热潮来袭，要完善相应的监管措施来保持资本市场的稳定和公开透明，加大处罚力度，促进企业合理合规实施定向增发。

参考文献

- [1] Barclay M J, Holder C G, Sheehan D P. Private placements and managerial entrenchment[J]. *Journal of Corporate Finance*, 2007,13(4):461-484.
- [2] Billett M T, Elkamhi R, Floros I V. The influence of investor identity and contract terms on firm value: Evidence from PIPEs[J]. *Journal of Financial Inter mediation*, 2015(4):564-589.
- [3] Chen,S.HoK.W. Lee, C. and Yeo, G. Wealth Effects of Private Equity Placements: Evidence from Singa-pore[J]. *The Financial Review*, 2002(37):56-72.
- [4] Claudia Kocher, Hei Lee. Firm Characteristics and Seasoned Equity Issuance Method: Private Placement Versus Public Offering[J]. *The Journal of Applied Business Research*, 2009(13):23-36.
- [5] Cronqvist H, Nilsson M. The choice between rights offerings and private equity placements [J]. *Journal of Financial Economics*, 2012(2):375-407.
- [6] Cui C, Chen Y, Zheng D. Private placement and abnormal corporate payouts: evidence from large stock dividends[J]. 2017(1):28-49.
- [7] Dalia Marcinkaityte, Samuel H. Szewczyk, Raj Varma. Investor over optimism and private equity placements[J]. *The Journal of Financial Research*, 2005,28(4):591-608.
- [8] Ha Y. The Private Placement Equity Fund Size Ratio and Stock Market Returns[J]. *Journal of Asia-Pacific Studies*, 2020(4):229-256.
- [9] Hamish D. Anderson, Lawrence C. Rose. Firm quality and the placement price of private equity, unpublished working paper [D]. Department of Finance, Banking and Property, Massey University.2006.
- [10]Hertzel, Michael G and Smith, Richard L. Market Dis-counts and Shareholder Gains for Placing Equity Privately [J]. *Journal of Finance*, 1993,48(2):459-485.
- [11]Hugh Sherman, Sam Beldona, Maheshkumar Joshi. Institutional Investor Heterogeneity: Implications for Strategic Decisions. 1998,6(3):166-173.

- [12]Jianrong Wang, Haizhi Wang, Desheng Yin, Yun Zhu. The role of social capital in private placement: evidence from Rule 144A debt issuances[J]. *Managerial Finance*, 2021(31):732-750.
- [13]Karen H. Wruck, Yi Lin Wu. Relationships, corporate governance, and performance: Evidence from private placements of common stock. 2009,15(1):30-47.
- [14]Kim E H, Pumanandam A. Seasoned equity offering, corporate governance, and investments[J]. *Review of Finance*, 2013,18(3):1023-1057.
- [15]Liu, Feng, Zhu. How Do Institutional Investors Affect Corporate Performance? Evidence from Private Placements in China[J]. *Emerging Markets Finance and Trade*, 2018(15):46-52.
- [16]M.M. Fonseka, Sisira R.N. Colombage, Gao-Liang Tian. Effects of regulator's announcements, information asymmetry and ownership changes on private equity placements: Evidence from China[J]. *Journal of International Financial Markets, Institutions & Money*,2020(29):23-26.
- [17]Marcinkaityte D, Samuel H. Investor overoptimistic and private equity placement[J]. *Journal of Financial Research*, 2005,28(4):591.
- [18]Michael Hertzel, Michael Lemmon, James S. Linck, et al. Long - Run Performance following Private Placements of Equity. 2002,57(6):2595-2617.
- [19]Minoru Otsubo. Why do firms underwrite private placement shares of other firms? Case of Japanese firms[J]. *Pacific-Basin Finance Journal*, 2016(41):75-92.
- [20]Olaf Stotz, Gabrielle Wanzenried, Karsten Dohnert. Open-market purchases of public equity by private equity investors: Size and home-bias effects[J]. *Journal of Economics and Business*, 2010(6):562-576.
- [21]Philip Davis. Institutional Investors, Corporate Governance and the Performance of the Corporate Sector[J]. *Economic Systems*. 2002(26):79-96.
- [22]Renneboog, Simons, T. and Wright, M. Why do Public Firms go Private in the UK The Impact of Private Equity Investors, Incentive Realignment and Undervaluation[J]. *Journal of Corporate Finance*, 2013(57):2595-2617.
- [23]Suichen Xu, Janice How, Peter Verhoeven. Corporate governance and private

- placement issuance in Australia[J]. *Accounting & Finance*, 2017,57(3):501-535.
- [24] Suichen Xu, Janice How, Peter Verhoeven. Corporate governance and private placement issuance in Australia[J]. *Accounting, amp; Finance*, 2017(3):907-933.
- [25] Timothy B. Folta, Jay. J. Janney. Strategic Benefits to Firms Issuing Private Equity Placements. 2004,25(3):223-242.
- [26] Wruck Karen Hopper. Equity ownership concentration and firm value: Evidence from private equity financings. 1989,23(1):3-28.
- [27] Yu Fang Zhao, Xin Ping Xia, Xiang Xi Tang, Wei Cao, Xiao Yuan Liu, Ying Han Fan. Private placements, cash dividends and interests transfer: Empirical evidence from Chinese listed firms[J]. *International Review of Economics and Finance*, 2015(36):107-118.
- [28] 陈一晓.定向增发的行为及绩效研究[J].*财会通讯*,2013(3):28-30.
- [29] 杜勇.资产注入、大股东行为与公司绩效[M].北京:经济科学出版社,2012.
- [30] 杜勇.资产注入、大股东支持行为与公司绩效[J].*北京工商大学学报*,2015(3):74-80.
- [31] 龚凯颂,梁颖.恢复上市新制度下大股东资产注入动机与市场反应研究——基于中钨高新的案例分析[J].*新会计(月刊)*,2015(4):28-34.
- [32] 郭鸿瑜.高负债企业定向增发动因及经济后果研究——以安阳钢铁为例[J].*全国流通经济*,2021(26):67-69.
- [33] 何雯雯.上市公司的定向增发盈余管理与长期股票收益[J].*财经界(学术版)*,2017(1):101-106.
- [34] 黄孝武,吴林秀.不同所有权性质公司定向增发效应比较研究——基于事件研究法的实证分析[J].*海南大学学报(人文社会科学版)*,2015(6):39-47.
- [35] 简冠群,李秉祥.市值管理动机下大股东参与定向增发与利益输送[J].*运筹与管理*,2018(11):163-175.
- [36] 李秉祥,简冠群.控股股东股权质押、投资者情绪与定向增发股价长期表现[J].*中央财经大学学报*,2017(11):75-84.
- [37] 李娜,郭军.旅游业上市公司定向增发的财务绩效研究[J].*财会通讯*,2019(5):75-79.

- [38]李平,李刚.我国上市公司定向增发后的财务表现:理论分析与实证研究[J].武汉金融,2015(3):31-34.
- [39]李文聪,刘嫦,尹兴强.IPO后缘何立即定向增发?——基于麦趣尔的案例剖析[J].中国注册会计师,2015(12):108-113.
- [40]梁彤纓,林坤海.上市公司业绩布局与控股股东减持——以掌趣科技为例[J].财会通讯,2020(22):172-176.
- [41]刘海飞,许金涛,吴晓辉.定向增发项目收益率影响因子及机理研究——来自我国上市公司的经验证据[J].证券市场导报,2016(12):27-36.
- [42]刘建民,张瑶.定向增发资产注入与上市公司市场绩效研究——基于A股主板证券市场上市公司的经验数据[J].会计之友,2019(4):95-100.
- [43]刘凯.定向增发选择的影响因素研究[D].华东理工大学,2017.
- [44]倪燕,毛小松.上市公司定向增发的长期财务绩效实证研究[J].财会月刊,2012(29):22-24.
- [45]沈红波,华凌昊,宗赞.大股东认购定向增发新股的支持机制——基于市场时机和资源配置的视角[J].金融科学,2021(2):1-22.
- [46]孙德河.浅析上市公司定向增发内在动因及对中小股东利益影响[J].现代经济信息,2016(6):33-34.
- [47]王莉婕,马妍妍.上市公司定向增发的财务效应研究[J].经济问题,2014(6):117-120.
- [48]王晓亮,王鑫.定向增发、盈余管理与公司绩效[J].财会通讯,2018(18):30-33.
- [49]吴桐.上市公司定向增发动因及经济后果研究——以居然之家为例[J].乡镇企业会计,2022(2):21-23.
- [50]武婷,黄亚平.定向增发对上市公司财务绩效的影响研究[J].中国注册会计师,2022(7):58-63.
- [51]夏奉司.创业板定向增发新股对上市公司财务状况的影响分析[J].中国注册会计师,2017(3):43-48.
- [52]肖万,宋光辉.定向增发与其整体上市:宣告效应、长期绩效的比较研究[J].河南大学学报(社会科学版),2013(5):51-57.
- [53]徐凯.我国新三板市场挂牌企业融资效率分析[J].新金融,2018(4):50-56.

- [54]徐寿福,龚仰树.定向增发与上市公司业绩下滑[J].投资研究,2011(10):98-111.
- [55]许肖肖,杨玉凤,王若琳.定向增发对上市公司经营绩效影响的实证检验[J].财会月刊,2015(23):112-116.
- [56]叶青云.浅议上市公司定向增发收购母公司资产动因[J].会计师,2015(23):35-36.
- [57]易翼.上市公司定向增发的动因探究[J].财讯,2021(8):169-170.
- [58]俞军,魏朱宝,曹中红,王书珍.上市公司定向增发运作模式探析[J].会计之友,2016(4):71-75.
- [59]张竞丹.上市公司定向增发股票分析[J].武汉金融,2017(1):46-48.
- [60]张萍,余静.定向增发、股权结构与经营绩效[J].财会月刊,2015(37):35-38.
- [61]张玉倩,王慧梅,赵怡晨,贾涵程,李雨璇.科大讯飞定向增发动机及效果分析[J].国际商务财会,2021(15):40-57.
- [62]章卫东,王玉龙,鄢翔,罗希.机构投资者与投资效率——来自深沪 A 股定向增发公司的经验证据[J].会计论坛,2021(1):20-46.
- [63]章卫东,赵安琪.定向增发新股长期股东财富效应的实证研究——来自中国上市公司定向增发新股的经验证据[J].上海经济研究,2012(1):42-52.
- [64]章卫东.定向增发新股与盈余管理——来自中国证券市场的经验证据[J].管理世界,2010(1):54-63+73.
- [65]朱艳平,郭薇.上市公司定向增发的公告效应及影响——基于事件研究法的验证[J].中国注册会计师,2020(6):50-57.

后 记

三年时光转瞬即逝，随着这篇文章最后一个标点符号的落定，我虽顺遂但也辛苦的漫漫求学之路在兰州财经大学画上句号。纵有不舍，皆是感恩。

感谢我的导师在这三年内对我的帮助和鼓励，从论文的选题到最终的定稿，都离不开您耐心细致的指导，从您身上感受到的温柔又坚定的女性力量以及自由洒脱的处世态度将在今后的生活和工作中一直引领着我。得遇良师，幸甚至哉，涓涓师恩，铭记于心！希望我的导师永远幸福快乐，万事顺遂。

感谢父母和家人给予我的爱，使我能无忧走完二十年求学之路，并成为一个对世界抱有无限热爱的人。你们是最坚强的后盾，让我站在你们的肩膀上，去见识到了你们未曾见过的繁华！养育之恩，无以言表，唯有继续努力成为你们的骄傲。往后的日子，惟愿家庭和睦，平安喜乐。

感谢朝夕相处的室友们，我们有幸遇见，恰好合拍，感谢你们的陪伴和包容，和你们在一起的时光是我青春记忆里极其珍贵的一段。望319宿舍友谊长存，祝我们前程似锦，永远热烈自由。

最后，感谢我的男朋友，一直幻想过要把你写进毕业论文里，终于等到了论文收尾的这一刻。庆幸我的青春有你的出现，是你的陪伴和鼓励带给我无尽的幸福感和安全感，让我有勇气去面对每一个迷茫焦虑的时刻。关关难过关关过，愿未来与君常伴，喜乐共享。

山水有相逢，来日皆可期，感恩在金城兰州的所有相遇！