

分类号 _____
UDC _____

密级 _____
编号 10741

兰州财经大学

LANZHOU UNIVERSITY OF FINANCE AND ECONOMICS

硕士学位论文

(专业学位)

论文题目 服装企业财务困境研究——以拉夏贝尔为例

研究生姓名: 杨嘉辉

指导教师姓名、职称: 邢铭强 副教授

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： 杨嘉辉 签字日期： 2024.6.1

导师签名： 邢铭强 签字日期： 2024.6.3

导师(校外)签名： 廖璐瑾 签字日期： 2024.6.2

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： 杨嘉辉 签字日期： 2024.6.1

导师签名： 邢铭强 签字日期： 2024.6.3

导师(校外)签名： 廖璐瑾 签字日期： 2024.6.2

Research on financial difficulties of garment enterprises, taking La Chapelle as an example

Candidate: Yang Jiahui

Supervisor: Xing Mingqiang

摘要

在经济全球化的趋势下，国内经济格局不断演化。国内服装企业在这种环境下面临着重大挑战，企业的平稳运营和持续发展变得愈发困难，倘若局面无法得到有效控制，企业将可能陷于财务困境。

拉夏贝尔曾是我国服装行业的代表，其鼎盛之时拥有近一万家线下实体店。但是，拉夏贝尔在上市之后的经营过程中却面临巨额亏损、背负大量债务，陷入了严重的财务困境，最终在 2022 年 4 月 14 日退市。本文以拉夏贝尔作为研究对象，通过 Z 值模型与 F 分数模型对财务困境进行定量判定，与海澜之家财务数据进行对比，找出拉夏贝尔财务困境具体表现，分析拉夏贝尔财务困境产生的内外部成因，最后通过总结成因，针对服装企业内外部得出启示与建议。研究表明：造成拉夏贝尔财务困境的内部成因包括主营业务盈利能力不足、品牌运营效率不佳造成耗用现金流、存货管理能力不足、风险管理缺失；外部成因包括宏观经济影响、电商盛行导致实体店客流量下滑、行业竞争加剧。结合拉夏贝尔财务困境内外部成因，本文针对服装企业提出建议。主要建议有：提高主营业务盈利能力、加强企业现金流管控能力、提高存货管理水平、建立有效的风险管理部门、时刻关注宏观经济变化、聚焦线上业务、积极建立品牌合作。

关键词：财务困境 财务数据 Z 值模型 F 分数模型 拉夏贝尔

Abstract

Under the trend of economic globalization, the domestic economic pattern is constantly evolving. Domestic enterprises face major challenges in this environment, the smooth operation and sustainable development of enterprises becomes more and more difficult, if the situation is not effectively controlled, enterprises may fall into financial difficulties.

La Chapelle was once a representative of China's clothing industry, with nearly 10,000 offline physical stores at its peak. However, in the operation process after listing, La Chapelle faced huge losses, took on a lot of debt, fell into serious financial difficulties, and finally delisted on April 14, 2022. This paper takes La Chapelle as the research object, conducts quantitative judgment of financial distress through Z-value model and F-score model, compares with the financial data of Heilan Home, finds out the specific manifestations of La Chapelle's financial distress, analyzes the internal and external causes of La Chapelle's financial distress, and finally draws inspiration and suggestions for the internal and external aspects of garment enterprises by summarizing the causes. The results show that the internal causes of the financial difficulties of La Chapelle include the lack of profitability of the main business, the consumption of cash flow due to the poor efficiency of brand operation, the lack of inventory management ability and the lack of risk management. External factors include macroeconomic effects, the popularity of e-commerce leading to a decline

in physical store traffic, and increased industry competition. According to the internal and external causes of La Chapelle's financial predicament, this paper puts forward some suggestions for garment enterprises. The main suggestions are: improve the profitability of the main business, strengthen the cash flow control ability of the enterprise, improve the inventory management level, establish an effective risk management department, always pay attention to macroeconomic changes, focus on online business, and actively establish brand cooperation.

Keywords: Financial difficulties; Financial data; Z-value model; F-score model; La chapelle

目 录

1 绪 论	1
1.1 研究背景与意义	1
1.1.1 研究背景	1
1.1.2 研究意义	2
1.2 文献综述	2
1.2.1 财务困境概念研究	2
1.2.2 财务困境成因研究	3
1.2.3 财务困境对策研究	4
1.2.4 文献评述	5
1.3 研究内容与研究方法	6
1.3.1 研究内容	6
1.3.2 研究方法	7
2 相关概念与理论基础	8
2.1 财务困境概念界定	8
2.2 理论基础	8
2.2.1 委托代理理论	8
2.2.2 现金流量理论	9
2.2.3 风险管理理论	9
3 服装企业发展概述及拉夏贝尔简介	11
3.1 服装企业发展情况及特点	11
3.1.1 服装企业发展情况	11
3.1.2 服装企业发展特点	12
3.2 拉夏贝尔概述	14
3.2.1 拉夏贝尔简介	14
3.2.2 拉夏贝尔经营情况概述	15
3.2.3 拉夏贝尔股权结构概述	15
4 拉夏贝尔财务困境具体表现及成因分析	18

4.1 财务困境判定分析	18
4.1.1 定性判定	18
4.1.2 定量判定	18
4.2 拉夏贝尔财务困境具体表现	24
4.2.1 偿债能力不足	24
4.2.2 盈利能力下滑	27
4.2.3 现金流短缺	28
4.3 拉夏贝尔财务困境成因分析	30
4.3.1 内部成因分析	30
4.3.2 外部成因分析	36
5 案例启示及建议	39
5.1 启示	39
5.2 建议	39
5.2.1 提高主营业务盈利能力	39
5.2.2 加强企业现金流管控能力	40
5.2.3 提高存货管理水平	41
5.2.4 建立有效的风险管理部门	42
5.2.5 时刻关注宏观经济变化	42
5.2.6 聚焦线上业务	43
5.2.7 积极建立品牌合作	43
6 结论与展望	45
6.1 结论	45
6.2 不足与展望	45
参考文献	47
后记	53

1 绪 论

1.1 研究背景与意义

1.1.1 研究背景

服装消费是居民日常生活中的必备开支之一，也是生活必需品消费中一个在选择上具有较高灵活性的领域，服装销售在整个消费者市场中有着举足轻重的地位。近几年来，随着大数据、互联网和物流等科学技术的发展，消费者的购物习惯也发生了天翻地覆的变化。与此同时，网络零售、直播购物等线上消费形态也在飞速发展，服装市场逐渐趋于年轻化，这也促进了我国服装企业的新零售转型。

随着新零售模式的不断深化和演变，企业之间的竞争也愈发激烈，同时服装行业趋于饱和，处于市场竞争中的企业正面对着一个又一个的战略转变。以往靠着扩张店面来拓展市场的服装企业，在这种新形势下显露出种种不适。采购成本的上升、存货的大量积压、线下门店租金的上涨和人们不断变化的购物习惯等，都对公司的利润产生不利影响。针对身处该行业的企业而言，在新的市场环境中如何满足用户需求、在竞争中取得先机，从而防止陷于财务困境，已成为当务之急。

本文以拉夏贝尔为例，对其财务困境进行了案例研究。拉夏贝尔是一家以服装零售为主的企业，于 1998 年成立，是国内最早在 A+H 股上市的企业。作为一家历史悠久的服装企业，在其发展鼎盛之时，旗下品牌门店遍布全国各地，拥有近一万家线下实体店。然而，自 2018 年以来，该公司接连出现亏损，主要业务的利润率不断下降，资金流动也十分吃紧，公司的资产难以偿还到期负债，大批高层管理人员离开公司，企业面临严重的债务诉讼纠纷。2020 年，拉夏贝尔被证监会标记为“ST”股，之后于 2022 年 4 月退市。在过去几年中，像拉夏贝尔这样的企业并不少见，随着时代的发展和消费者需求的改变，传统服装企业迅速扩张带给自身的副作用开始显露。拉夏贝尔所遭遇的财务困境引起了我国服装企业广泛的关注，通过深入探究其财务困境的根源，并提出相应的启示和建议，可供其他服装企业参考，以防范和应对财务困境。

1.1.2 研究意义

(1) 理论意义

企业是一国经济的中流砥柱，是促进经济和社会发展的重要力量。然而在全球经济持续低迷的环境下，不少企业被财务困境的问题所困扰。有关财务困境的调查研究涉及各个行业与主体，始终是管理学领域的焦点问题，但对于这几年处于新经济形式下的服装企业遭遇财务困境的研究还缺乏系统性。当前，国内学术界的焦点主要集中于服装企业的营销体系、培育品牌等方面，针对服装企业发生财务困境的成因分析有限。同时，对于服装企业财务困境的预防策略研究也稍显欠缺。在此背景下，本文以拉夏贝尔这一具有代表性的服装企业作为研究对象，对导致其陷于财务困境的因素进行了深入探究，从而对该方面的研究进行补充，对我国服装企业财务困境研究有一定的理论意义。

(2) 现实意义

首先，拉夏贝尔的退市时间为 2022 年 4 月，选择其作为研究对象有一定的时效性；再者，拉夏贝尔作为我国女装领域曾经的领头羊，在行业中具有一定的代表性。本文通过 Z 值模型与 F 分数模型对财务困境进行定量判定，与海澜之家财务数据进行对比，归纳汇总出拉夏贝尔财务困境的内部和外部成因，针对服装企业内部与外部提出启示与建议，有助于各服装企业认识到所处行业和公司现阶段的痛点，给受到相关财务困扰的企业一定的借鉴，从而提高企业经营水平，减少陷入财务困境的可能性，助力我国服装企业高质量发展。

1.2 文献综述

1.2.1 财务困境概念研究

早在二十世纪三十年代，关于财务困境问题的研究就已经引起了很多学者的注意，并且有国外学者对此进行了深入的研究。Ross（1999）认为企业财务困境的产生，其根源在于与企业的运营管理，他还将企业破产的范围扩大，不仅有法律意义上的破产，还包含资不抵债与技术型的破产。然而，一些学者却从另一个视角来界定财务困境，Coats（1993）认为对于财务困境问题，可以从注册会计师

拒绝出具标准意见来进行界定。Lau (1987) 在分析企业财务困境的演变过程中, 将其划分为五个阶段: 财务稳定时期、分红减少或取消、技术性违约和债券违约、进入被破产法 X 或 XI 章保护阶段、破产和清算。Platt (2002) 将财务困境看作出现连续几年运营收益为负、公司大量解雇员工和不向股东分红等情况。Angcct (2015) 从企业的经营业绩、持续经营能力和财务特性这几个角度来看总资产减去总负债为负是否对企业有影响, 经过上述角度分析, 发现处于财务困境中的公司通常都会持续亏损, 并且资产净值水平与公司之间存在着直接的联系。

在国外学者的研究基础之上, 国内学者对企业财务困境的研究也从多个角度展开。余绪纓 (1995) 提出了企业的财务困境大致可分为两类: 财务性困境与经济性困境。财务性困境主要表现在能否偿清债务、是否出现财务上的损失, 经济性困境体现在经营情况不佳形成的损失。谷祺 (1999) 指出企业财务困境是企业经营活动中无法及时偿还各类费用和到期负债的现象。吕长江、赵岩 (2004) 指出财务破产与财务困境不完全相同, 其具体表现为: 公司可供变现的资产不足以偿还公司的到期负债, 营运资金为负数, 现金流量净额持续为负数并且数额不断增加。张涛、钟宪军 (2010) 从企业不能按期偿付贷款的角度, 对其财务困境进行界定, 主要是几乎丧失了持续经营的能力与产生现金的能力, 同时现金流困难。叶文涛 (2019) 从我国市场现状出发, 提出判断企业是否出现财务困境应满足: 证券交易所对上市企业实行退市风险警示与企业自身资金链处于崩溃边缘。刘又萌 (2021) 认为只要企业出现了经营失败、无法偿还到期债务、濒临破产等任一情况, 就可以认定为遭遇了财务困境。

1.2.2 财务困境成因研究

企业之所以会陷入财务困境, 其原因是非常复杂的, 可以大致归纳为内部因素和外部因素。Argenti (1976) 认为影响公司陷入财务困境的原因有很多, 主要包括公司管理层对市场的预测失误, 战略导向上的失误, 以及日常管理中的混乱。Asquith 与 Paul 等 (1994) 则从财务杠杆、现金流对于利息的保障水平、经营绩效等几个角度来研究公司之所以会陷入困境的原因。Claessens 与 Stijn 等 (2000) 认为造成公司危机的根本原因在于公司的治理机制不健全。AhsanHabib 和 MabelD'Costa 等 (2020) 在对企业财务困境形成的影响因素及其后果进行分析的

基础上,将企业财务困境的成因归结为宏观经济环境和企业内部环境。在此之上将产生财务困境的后果归结为:企业经营与治理后果、年度报告和审计后果、资本市场后果。Bhattacharjee (2014)认为国家的行业政策是公司发展的关键影响因素。Hazak (2018)认为公司所面临的宏观经济发展水平等外部环境也会对公司的财务困境造成不利的影响。

在国内,毕金玲(2006)认为我国企业产生财务困境的原因有微观和宏观两个层面,其中微观层面有企业发展策略、企业治理体系等,宏观层面有经济大环境、企业改制和市场环境等。晁静和高建来(2011)认为财务数据所展现的仅仅是一种表面现象,而财务困境的根源是非财务因素,其中包括公司风险管理、公司治理结构、高管的投资决策、宏观环境等几个方面。季伟伟(2014)、冉渝(2017)认为货币政策不仅可以通过影响公司的产出来间接地影响公司财务状况,还可以通过影响公司的投资和融资行为来影响公司的财务状况。董南雁等(2012)研究发现现金流短缺是企业遭遇财务困境的根本缘故。马广奇(2017)认为股东建立的激励目标会促使经理人采取更多的投资行为,但过分自信的经理人会给企业带来更大的现金流量管理压力,过大的资金缺口不但会增加企业的风险,还会直接引发企业的财务困境。唐建新等(2018)通过研究表明,企业的财务困境与企业治理水平呈正相关,即企业治理水平低下会直接导致企业陷入财务困境。

1.2.3 财务困境对策研究

Arogyaswamy (1995)认为更换管理层人员是公司摆脱财务困境的一个关键步骤。Elloumi 和 Gueyie (2001)认为,在上市企业在进行财务困境治理的过程中,可以通过改进企业的治理体系、引进专业管理人员、重建高层管理团队等方式,来使企业摆脱目前的困境。Sudarsanam (2001)认为企业要摆脱财务困境,就必须重视企业长远战略,而不是眼前的得失。Morck (2010)认为通过实施股权激励,可以有效地增强企业管理者的管理意识,从而有助于企业摆脱当前财务困境。Kobelsky (2013)认为公司拥有良好的内部控制是其健康发展的关键,企业优化并加强内部控制体系,能很好地抵御财务困境带来的风险。Kristanti(2016)利用 2008-2013 年印度尼西亚上市公司的相关数据进行了实证研究,结果表明,较好的公司治理结构能够有效解决公司财务困境相关问题。

国内学者对此进行了较深层次的研究,并就如何摆脱财务困境提出了许多建议。戴德明、邓璠(2007)对上市企业在亏损之后的改进策略进行了梳理和分析,结果表明,企业将会在财务、经营策略、管理等多个层面上进行全面的补救,其中财务筹划和改变经营战略一般都是比较有效的方法,能够对企业的经营绩效产生正面的作用。董保国(2009)认为降低分红可以有效地降低公司的现金流出,有助于公司更好地处理财务困境问题。江润恬、吴艳等(2020)指出新冠肺炎疫情加速了服装企业的战略性变革,它让网络购物得到迅速发展,从而帮助服装企业向线上销售转变,今后服装企业会在传统渠道、网络渠道和社交渠道等方面进行全方位的布局,数字化销售也会取代传统销售。朱雪凤(2020)在分析了过去十年以来我国服装业的发展情况后,指出因为服装零售业的特点,使传统的线下销售无法被取代,但是线下销售也要面对门面成本、运营成本等方面的压力,企业要想不被淘汰,就必须与时俱进,持续提升自己的竞争力。麦海燕(2021)针对大股东占用资本,提出了给高管设立股权激励制度,以减轻公司的代理问题;针对过高的债务,应从公司的战略需求出发,对公司的融资结构进行优化。

1.2.4 文献评述

综上,学者们对于财务困境进行了充分的研究。他们从经营收益为负、无力偿还债务、资金链断裂等多个角度探讨了财务困境的概念。从企业内部环境、外部环境、微观层面以及宏观层面等多方面对成因进行了探究。主要是从内部治理体系和经营策略等方面为解决财务困境给出相关对策建议。国外的研究时间较长,涉及的范围也较广,而对于我国的情况则更需要与现实的发展相联系。

学者们主要从财务与非财务指标两个视角来对财务困境进行概念界定。关于财务困境的概念,在财务指标上,一些学者用资产总额减去负债总额的净值和现金流量净额来判断企业是否出现财务困境。非财务指标包括对债券是否存在违约风险、企业偿债能力、股利支付能力等情况进行评估,从而判断企业是否陷入了财务困境。

针对财务困境的成因,学者们从企业内部环境、外部环境等多个层面进行了探究。大部分学者都认为这是因为企业内部治理体系不健全,使得营运资金不足,

最终致使企业遭遇财务困境。关于财务困境的成因已经有了很多研究，但都太过笼统，并没有针对某个行业或者某个商业模式展开研究。

而关于如何应对财务困境，学术界多从公司战略层面进行研究，而对于服装企业自身的特殊性，却很少有针对性地提出对策。主要包括提高企业的内部治理水平，转变企业的内部组织结构，构建财务预警机制等。

在此基础上，笔者结合多位学者的实践与研究，在后文中对拉夏贝尔的财务困境从定性和定量两个角度对进行判断，并通过与同行业较为优秀的海澜之家进行深入对比，分析拉夏贝尔出现财务困境的内外部因素，为服装企业如何应对财务困境提供了针对性的建议。

1.3 研究内容与研究方法

1.3.1 研究内容

本文将从六个方面展开讨论：

第一部分为绪论。此部分对文章的研究背景与意义进行说明，并对中外学者有关财务困境的看法、成因以及对策的研究进行梳理。同时将明确文章的研究思路及研究方法。

第二部分为相关概念与理论基础。此部分介绍有关财务困境的相关概念，以及对文章所涉及的相关理论进行梳理论述。

第三部分为服装企业发展概述与案例公司简介。此部分对我国服装企业发展情况进行概况，总结服装企业的发展特点及发展中所存在的主要问题。同时对案例公司进行介绍，为下文分析做铺垫。

第四部分为案例分析。首先采用 Z 值模型和 F 分数模型将拉夏贝尔与海澜之家进行对比，对财务困境做出判定。然后通过对拉夏贝尔和海澜之家的财务数据进行对比分析，找出拉夏贝尔财务困境具体表现。接着对企业所处外部环境及其内部影响进行分析，结合以上得出拉夏贝尔公司财务困境的内外部成因。

第五部分为启示建议。针对案例分析发现的成因及问题，提出建议，为服装企业提供借鉴。

第六部分为结论与展望。

本论文框架如下：

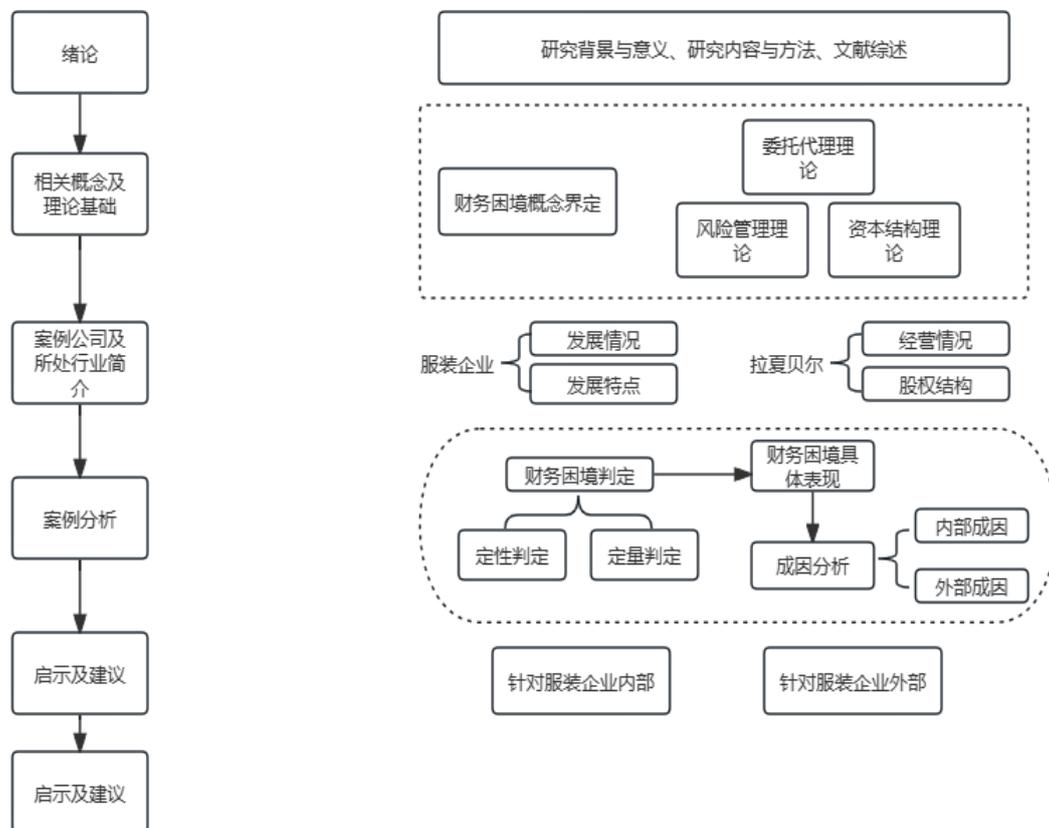


图 1.1 论文框架图

1.3.2 研究方法

本文重点是从实际出发，结合市场中真实发生的案例研究财务困境的具体问题，以供许多有类似问题的企业借鉴。本文采用案例分析法。

案例分析法，就是要选择一个实际存在于市场上的、有特定问题的企业，对单一事物进行分析，从而归纳出一般事物发展规律的一种方法。本文以拉夏贝尔为案例，关注财务困境的具体表现，剖析了该企业陷入财务困境的具体成因，针对财务困境问题给出相关的建议，希望能为服装企业提供一些借鉴。

2 相关概念与理论基础

2.1 财务困境概念界定

财务困境与财务风险是两种不同的概念，前者对企业而言只有负面作用，而后者有时对企业有正面作用。财务风险中的负面因素渐渐累积，如果不能得到有效的控制，那么就有可能很快地出现财务困境。因此，企业的财务困境是企业不断演化的过程中产生的消极后果。

关于财务困境概念的界定，迄今尚无比较一致的观点。一些学者倾向于通过分析企业是否遭遇了破产清算等重大的恶性财务事件，来作为企业存在财务困境判断标准。也有一些学者认为，用破产来界定财务困境太过偏激，企业可以采用各种方式来规避破产，比如转变经营战略等。因此，用企业被 ST 或从股市中撤出作为衡量企业是否处于财务困境的标志。也有一些学者提出，财务困境应当是一种财务状况得不到改善、不断恶化的进程，具体体现在企业业绩出现亏损、债务无法偿还、最终破产清算。在证券交易所对拉夏贝尔实施退市风险警示之前，其已有巨额亏损，且大量负债未能按时偿还，故其财务困境的出现可能比实际提前得多。

因此，本文中我们认为，财务困境的形成与爆发应当是一个逐步深化的动态过程，它是企业内外部一系列因素的相互影响下，导致企业的财务状况得不到改善、并且不断恶化的过程。

2.2 理论基础

2.2.1 委托代理理论

在上个世纪三十年代首次提出委托代理理论，其核心理念是将企业的所有权和经营权相分离。股东出资成立企业，将企业的日常经营交给经理们，并支付其较高的报酬。在这一过程中，股东与管理者形成了一种委托与代理的关系，股东享有企业经营收益的分配权。自从委托代理理论被提出以来，它在企业中得到了

广泛的运用，并经历了许多年的发展，已经成为了如今企业管理的一个重要出发点。

在信息不对称的影响下，出现了委托代理问题。信息不对称是指在一种经济活动中，一些参与者掌握了另外人所不具备的信息，因此，在信息的内容或者信息时效性上存在着一定差别。由于双方所追求的最终目的有差别，收集并处理信息的能力也不同，因此双方都有可能因为目标的差异而发生冲突。在委托代理理论中存在两方面问题，第一个问题主要体现在股东与高级管理层之间的利益冲突，第二个问题则聚焦于大股东和小股东之间。在如今的公司治理体系下，公司的绝大多数股份集中在少数股东手中，而其余股份则分布在小股东之间，大股东往往会对企业将来的经营管理决定产生更大的影响，同时小股东因持股比例偏低，对公司治理的参与程度也较低，因此两者之间存在着信息不对称的局面。

2.2.2 现金流量理论

对现金流的影响很大程度上取决于企业开展的三项主要活动。首先是经营活动，它与企业的利润直接相关，是企业的抵御风险的一个关键因素。其次是与投建长期资产有关的投资活动，通常来说，在企业全力发展时，能够利用投资活动为企业获取更多的资金，错误的投资则会造成现金流损失。第三是筹资活动，也就是企业获取借款、并在到期时归还本金与利息的过程，这项活动可以为企业注入必要的流动资金，确保企业日常经营，当企业债务缺口较大，又无力偿还时，就会对企业的财务状况产生负面影响。

相对于各项利润指数，现金流量能更好地反映一家企业的实际经营情况，由于企业经常用非经常性损益来粉饰利润，因此现金流量更加真实客观。当企业的现金流处于短缺状态时，企业极易出现财务困境，所以现金流量理论对企业现金流的监管提出了更高的要求。

2.2.3 风险管理理论

风险管理就是研究风险出现的特点，然后运用不同的技术方法来控制风险。风险管理的首要目标是避免或降低风险的发生概率，以此降低风险的等级，保证公司的正常生产经营，或是在风险给公司带来危害后，采取特定的方

法消除危害，使公司能够尽早地回到正轨。风险管理可以大致分为四个步骤，先对公司风险进行识别，再根据风险大小对其进行评估，接着选取适用的技术方法对风险进行控制，最后对成效进行评价。

风险管理是需要企业全员参与的活动，企业的风险管理将其运营活动与战略规划联系在一起，可以确保企业落实战略目标。同时风险管理活动也是一种持续演变的管理行为，随着企业风险的不断变化，企业需根据自己的实际状况与行业环境，持续对风险进行识别和评估的同时，完善风险管理体系。

3 服装企业发展概述及拉夏贝尔简介

3.1 服装企业发展情况及特点

3.1.1 服装企业发展情况

(1) 线下销售

近几年，虽然各个服装企业的线下销售情况在逐渐变好，但其实销售额的增长速度却在逐渐下降。根据国家统计局公布的数据来看，从 2014 年到现在，服装企业的线下销售规模不断扩大，从最初的不到三百亿人民币，发展到两千五百亿人民币以上。在这段时间内，各类服装企业层出不穷，为日后的服装行业调整布局、实现转型奠定了坚实的基础。2020 年初，一场突如其来的新冠肺炎疫情延缓了经济的发展，在受到冲击之后，许多服装企业都选择关闭了自己的线下店铺。另外，各种网络平台的崛起，也对服装企业的线下发展形成了很大冲击。

经过长时间激烈的市场竞争，服装企业的线下竞争已逐渐平缓，其客户群体相对来说较为一致，每个企业都占据着一定的市场份额，但从长远来看，服装企业在线下缺少新的动力与增长点，是处于完全竞争市场下的企业。虽然整个市场还未完全回暖，但线下服装门店的数量仍在缓慢增长，还是有许多商家不断加入。

(2) 线上销售

在新科技的赋能下，传统的服装企业也迈出至关重要的一步。时至今日，线上销售逐步转变为主要的销售形式，成为各服装企业收入来源的首要渠道，对服装企业的快速发展有着不可磨灭的功劳。在早期，各服装企业的工作人员都满足于传统的销售模式，并没有享受到网络带来的第一波红利。但在 2015 年前后，互联网用户数量越来越多，消费者线上购物的意愿也随之提高，服装企业开始醒悟，投入到线上销售的潮流中，吸引了更多的人参与线上网购，推动了线上销售的发展。

虽然最近几年国内线上购物人数与快递量在不断增加，但是这并不意味着消费者都认可线上购物，一部分用户依然倾向于线下购物。近年来宏观经济下行，国内电商成交额增速放缓，服装企业线上销售的发展已遭遇瓶颈。在此阶段下，出现许多“国货之光”，如李宁、361°、安踏等服装品牌走向世界，为国家经济的

发展做出了巨大的贡献，同时也给陷入瓶颈的电商注入了新的活力，推动线上交易进一步发展。目前，线上交易已经成为一种重要的服装交易模式。

（3）线上线下结合

近几年，随着消费者需求的不断提高，人民对生活品质的追求与供给端不平衡，对服装品牌和个性化的追求更加强烈，而那些实施平价策略的服装企业则因此受到了重创，导致其线上和线下的销售额都出现了下滑。另一方面，由于实体门店的运营成本不断上升，致使线下销售的竞争力不及线上。

与此同时，随着 5G 网络的普及和各大网购 APP 的出现，线上交易平台的功能日渐丰富，逐渐成为了受人们所追捧的购物方式。各种社交 APP 里都可以观看网红直播带货以及各种服装类短视频，许多网络热销款应运而生，吸引消费者购买。同时，服装企业也参考“双十一”、“双十二”、“618”等线上购物节，在线下开展购物节，共同吸收这种红利。

综上所述，服装企业无论是线下销售还是线上销售，如果功能不够丰富，将无法满足消费者的需求，最终会失去竞争力，从而被市场所淘汰。所以服装企业需要做到线上和线下优势互补，形成共同发展的趋势。

3.1.2 服装企业发展特点

（1）库存压力大

服装产品之所以可以与其他类型的产品有明确的区分，是因为消费者通过服饰可以更直接地展示自己的个性。不同品牌的服装在版型、品质、风格、尺码上都有各自的特色，同时服装出售所面对的消费者是各行各业的人士，销量与消费者偏好、消费习惯等主观因素有很大关系。

服装企业要想发展必须使产品贴近消费者，这是由服装本身的特点及销售特性所决定的。故而服装企业发展到一定规模后，其线下实体店在各步行街、购物商场等地随处可见，门店遍布全国。同时商家也会在店铺内摆放各种不同款式与尺码的衣服，以满足消费者对线下购物体验，并激起他们的购买欲望。并且服装的销售旺季周期短，为了缓解上游供货商的负担，留出充足的时间制造新品，企业一般每次进货量较大，如果出现滞销，库存压力会增大，严重可导致企业资金链受到影响。

为了分析结果更为客观，本文选择了服装行业中市场占比较大、各项财务指标较好的海澜之家与拉夏贝尔作为对比，图 3.1 为两家企业库存商品与流动资产的比例。

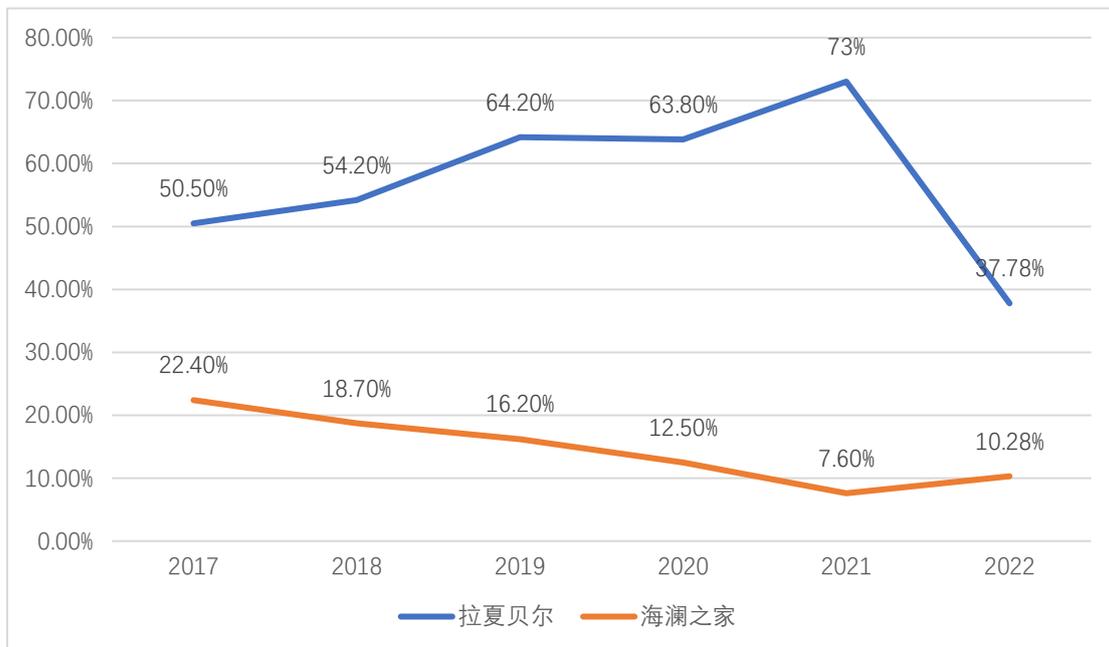


图 3.1 库存商品占流动资产行业指标

从图 3.1 中我们可以看到，随着企业不断发展，拉夏贝尔库存商品在逐渐增多，库存商品与流动资产的比例从 2017 年的 50.50% 上升到 2021 年的 73%，由于在 2021 年末拉夏贝尔开始对库存商品进行大量的清仓甩卖，从而致使比例开始下降。而海澜之家基本处于稳定下降态势，库存商品占流动资产的比例从 2017 年 22% 左右下降至 2022 年 10.28%，说明其库存商品管理一直较为良好。如果企业没有很好地进行存货管理，为回笼资金，会持续进行低价促销，这就会给企业的形象带来不良影响，同时还会给后续的新品采购和上新速度带来一定的压力。

(2) 产品减值速度快

服装企业产品具有快销性特征，其产品上新速度快，潮流性与季节性较强。如果商品在一个销售旺季卖不完，那么为了减少亏损、回笼资金，企业通常会采用低价促销来吸引顾客，若直到本年度结束还没有卖出，在第二年会发生重大减值。

在各服装企业销售过程中，服饰虽然在每个季度出售时就已经存在价格下降的风险，但通过各服装企业制定的跌价政策可以看出，基本上都以年度为库存账龄来计提跌价准备，女性服饰由于更新速度快导致贬值最快，男装与童装更新速度稍慢，故而贬值幅度相对较小。从服装企业存货跌价政策来看，女性服装在第二年会计提 20%-30%的跌价准备，而到了第三年往往就会计提 70%以上的跌价准备。

（3）受外界环境影响较大

服装作为一种可选择的生活用品，受宏观经济环境影响较大。服装企业是以终端消费为服务对象的，其消费对象是广泛而不确定的。在较好的经济大环境下，人均可支配收入增加，人们对于未来的财务状况更为乐观，随即消费意愿也会增强。而当经济环境受到影响时，人们的购买力受到冲击，进而导致消费欲望下降，企业也会因此遭受打击，导致业绩下降。

3.2 拉夏贝尔概述

3.2.1 拉夏贝尔简介

拉夏贝尔于 1998 年在上海创立，以自有品牌为导向，面向广大消费者的快时尚服装企业，主要的业务范围包括：服装的独立设计与开发、服装销售、品牌推广。成立二十余年来，一直致力于发展服装业务，曾被誉为国内的“Zara”。2014 年，该公司在中国香港上市，经过三年的努力，最终在上海证券交易所也成功上市，成为了国内首家“A+H”股上市的服装企业。

从 2012 年起，该公司采取了发展多品牌，以直营为核心的战略方针。在新品牌的发展策略上，拉夏贝尔的主要策略是通过内部培养、合作投资等手段，对新品牌进行大力发展，在当时已发展成为以女装品牌为主，男装和童装品牌为辅的多品牌模式，在其最鼎盛之时，拥有超过二十个子品牌。在销售模式上，拉夏贝尔以线下直营店为主，在 2012 年到 2017 年间，拉夏贝尔对线下门店进行快速拓展，门店总数由不足两千家增至九千多家。

拉夏贝尔从创立之日起，就一路高歌猛进，市值一度超过一百一十亿元，是国内最具代表性的服装企业之一。然而，拉夏贝尔在 2020 年、2021 年因经营亏

损严重超过监管要求，收到上海证交所连续两年的退市风险警示。在这段时间里，拉夏贝尔积极地做出了相应的调整以规避退市，但是效果不佳，并于 2022 年 4 月正式退市。

3.3.2 拉夏贝尔经营情况概述

拉夏贝尔近几来的运营情况大致可划分为两个时期。从表 3.1 中我们可以看到，在 2018 年前拉夏贝尔的总体经营情况还算不错，营业总收入持续增长，2017 年净利润超过 5 亿元，同时这也暴露了拉夏贝尔资金利用效率的问题，净利润在营业总收入和营业总成本双双上升的情况下，开始呈现出下滑趋势。在 2018 年之后，拉夏贝尔受大环境的影响，再加上自身的业务进行了一些调整，大量经营不善的线下实体店关门停业，虽然在短期内减少了部分运营成本，但是也导致营业总收入的急剧下滑，同时净利润大幅下跌。2019 年后，公司开始积极寻求转型和战略调整，尽管损失有所减少，但其营业收入却仍持续下滑。综合来看，拉夏贝尔这几年的经营情况不乐观，企业经营规模愈来愈小，营业收入逐年下滑，企业转型成效并不理想。

表 3.1 拉夏贝尔 2017-2022 经营情况

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年
营业总收入（亿元）	89.987	101.759	76.662	18.193	4.301	0.719
同比增长率（%）	5.231	13.083	-24.663	-76.269	-76.359	-83.283
营业总成本（亿元）	84.506	104.711	91.902	30.148	8.131	1.287
同比增长率（%）	7.499	23.910	-12.233	-61.754	-73.030	-84.172
净利润（亿元）	5.374	-1.992	-22.523	-18.769	-8.228	-0.875
同比增长率（%）	-6.101	-137.067	-1030.67	16.667	56.162	89.366

数据来源：根据拉夏贝尔 2017-2022 年年度报告计算所得

3.3.3 拉夏贝尔股权结构概述

刑加兴先生在 2017-2020 年期间是拉夏贝尔的最大股东，其持股比例 2017 年为 42.62%，其余年份均维持在 25.91%。上海合夏投资有限公司（“上海合夏”）

在 2017-2020 年期间为拉夏贝尔的第二大股东，与刑加兴先生合计持有公司 30% 以上的股份，因此拉夏贝尔的实际控股股东是刑加兴先生。与此同时，从 2017-2020 年，拉夏贝尔的三到五大股东的持股比例和三到十大股东的持股比例都在不断的降低，并且二者的数据比较相近。从这一点可以看出，其他八位股东所持股份比前两大股东要少得多，很难对其权力形成平衡。如果企业缺乏对内部的监督和约束，企业的意志很容易被个人的意愿所取代，进而造成企业的战略选择错误。

拉夏贝尔自 2020 年以来，被执行多次退市预警，许多股东从十大股东中撤出。拉夏贝尔原第一大股东刑加兴先生和其一致行动人上海合夏投资有限公司的股份在 2021 年 4 月被冻结并拍卖，而上海其锦企业管理合伙企业持有 15.56% 的股份，成为拉夏贝尔最大股东。与此同时，从 2021 年到 2022 年，拉夏贝尔二到五大股东的持股比例以及二到十大股东的持股比例都在上升，并且持股比例都要比第一大股东高，公司没有实际控股股东。

表 3.2 拉夏贝尔前十名股东持股情况

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年
第一股东持股比例	42.62%	25.91%	25.91%	25.91%	15.56%	15.56%
第一第二股东持股比例	56.20%	34.16%	34.16%	34.16%	-	-
第二至第五股东持股比例	-	-	-	-	19.99%	20.49%
第二至第十股东持股比例	-	-	-	-	21.75%	23.74%
第三至第五股东持股比例	18.53%	11.17%	5.33%	3.86%	-	-
第三至第十股东持股比例	27.45%	15.07%	7.53%	6.06%	-	-

数据来源：拉夏贝尔 2017-2022 年年度报告

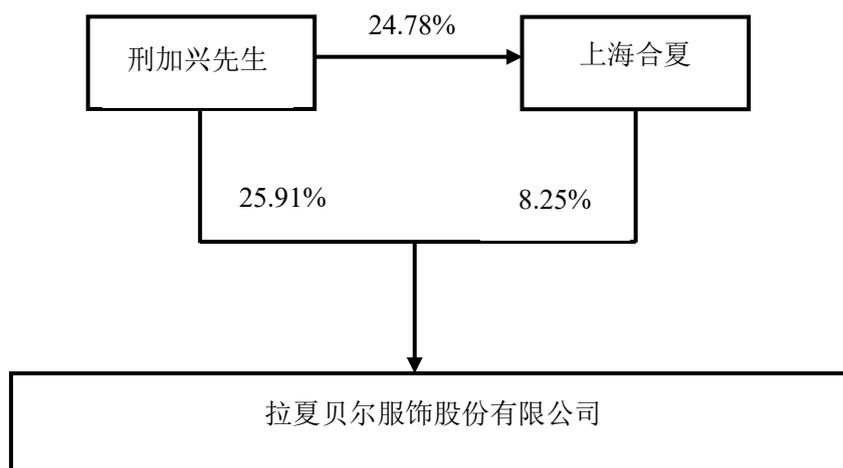


图 3.2 2017-2020 年拉夏贝尔控股股东关系图

4 拉夏贝尔财务困境具体表现及成因分析

4.1 财务困境判定分析

4.1.1 定性判定

在对财务困境进行定性判定时，许多学者都比较认同的一种方式，就是判断企业是否发生过某种恶性财务事件，当发生了一种或多种恶性财务事件时，通常就可以认定为企业已经陷入了财务困境。如表 4.1，通过对拉夏贝尔恶性财务事件的梳理，发现拉夏贝尔出现了五种包含财务困境特征的事件，判断出拉夏贝尔处于财务困境之中。

表 4.1 拉夏贝尔财务困境事件判定

财务事件	是否存在该迹象	具体事件
资金链断裂	存在	2019 年末资产负债率高达 86%
技术破产	存在	高额债务无法清偿
股价大幅下跌	存在	股价暴跌市值蒸发
经营失败	存在	2018 年、2019 年持续亏损
存在退市风险	存在	2022 年 4 月正式退市

数据来源：拉夏贝尔年度报告及巨潮资讯网

4.1.2 定量判定

在对拉夏贝尔财务困境进行定量判定方面，本文选择了 Z 值模型和 F 分数模型。主要原因有：一是 Z 值模型和 F 分数模型已经被很多专家所证实，它们在判断公司是否发生了财务困境方面有很高的精准度，而且这两种模型的计算程序比较严格；二是通过大量的实证研究来看，这两个模型在我国上市公司的适用性较强，更适合我国服装企业；三是在 Z 值模型的基础之上，F 分数模型引入关于现金流的指数，这对 Z 值模型是一个很好的补充；最后是两个模型之间的判定结果可以相互验证，保证了判定的准确性。

(1) Z 值模型

Z 值模型： $Z=1.2X_1+1.4X_2+3.3X_3+0.6X_4+0.999X_5$ （变量 $X_1—X_5$ 的计算方法见表 4.2）。其中， X_1 表示企业中净营运资本占总资产的比例，体现了企业资产的流动性和规模， X_1 愈大意味着愈好的资产流动与更强的短期债务偿还能力； X_2 是企业积累利润的指标， X_2 愈大表明企业累计盈利能力愈强； X_3 是在排除了利息和所得税因素的情况下，代表了企业总资产的利润率， X_3 愈大表明企业对总资产的利用效果愈好，运营管理水平愈高； X_4 是指股东权益总额和负债总额的比例，是对企业资本结构风险进行度量的一个数值， X_4 愈大表示股东权益对债权人的保障水平愈高，企业资本结构风险也愈小； X_5 是衡量企业总资产营运能力的指标， X_5 愈大表明企业资产的利用率愈高，在增加收入方面的效果愈好。

表 4.2 Z 值模型各变量计算公式

变量	变量计算公式
X_1	净营运资本/总资产
X_2	留存收益/总资产
X_3	息税前收益/总资产
X_4	优先股和普通股市值/总负债
X_5	销售额/总资产

本文选择了服装企业中较为优秀的海澜之家，并计算其 Z 值与拉夏贝尔作为对比，主要原因是：首先，所选择的海澜之家与拉夏贝尔均以服装销售为主，经营范围大致相同，在某种程度上可以比较；其次，最近几年，拉夏贝尔的经营压力较大，但海澜之家近几年的发展情况较为不错，故而作为对比，较为合理。计算出拉夏贝尔与海澜之家 2017-2022 这六年间的 Z 值后，对他们的财务情况进行分析，具体数据见表 4.3、表 4.4 所示：

表 4.3 拉夏贝尔 Z 值计算表

变量	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年
X_1	0.1676	0.0571	-0.2852	-0.7657	-1.0815	-1.1597

续表 4.3 拉夏贝尔 Z 值计算表

变量	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年
X ₂	0.1822	0.1171	-0.1458	-0.8632	-1.5908	-1.3317
X ₃	0.0949	-0.0124	-0.2525	-0.3902	-0.2642	-0.0149
X ₄	1.0701	0.6947	0.1636	-0.1649	-0.3854	-0.6527
X ₅	1.1432	1.1711	0.9569	0.5219	0.1787	0.0345
Z 值	2.5431	1.7677	-0.3343	-2.9925	-4.2183	-3.6623
财务状况	不稳定	危机	危机	危机	危机	危机

数据来源：根据拉夏贝尔 2017-2022 年度报告计算所得

表 4.4 海澜之家 Z 值计算表

变量	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年
X ₁	0.3731	0.5384	0.5906	0.6803	0.6435	0.5694
X ₂	0.5652	0.5556	0.7138	0.8215	0.7736	0.6942
X ₃	0.1703	0.1545	0.1467	0.0841	0.1036	0.0877
X ₄	1.2861	0.7939	0.9210	1.0094	0.9191	0.7968
X ₅	0.7252	0.6451	0.7610	0.6491	0.6408	0.5668
Z 值	3.2971	3.0546	2.9524	3.4981	3.2285	2.9889
财务状况	良好	良好	良好	良好	良好	良好

数据来源：根据海澜之家 2017-2022 年度报告计算所得

通过图 4.1 我们可以更直观地观察到拉夏贝尔与海澜之家在过去六年中 Z 值的变动趋势。从图上可以看到，拉夏贝尔在 2017 年到 2022 年之间的 Z 值是持续下滑的，这意味着公司的财务状况在持续地恶化。拉夏贝尔的 Z 值在 2017 年就已经开始逼近安全值，此时公司就已出现财务问题，运营情况开始发生转折；从 2018 年起，拉夏贝尔此后的 Z 值均低于 1.81 阈值以下，这意味着公司的财务状况已经出现危机，公司的运营遇到了很大的困难；到了 2020 年，Z 值持续下跌至-2.9925，表明此时拉夏贝尔的财务困境已经更加明显。同时海澜之家 Z 值波动一直较为平缓，在 2020 年新冠疫情的影响下，Z 值仍然较 2019 年上升了

18.48%，可见海澜之家抗风险能力较强。综上，在过去的六年中，拉夏贝尔的财务状况并不乐观，其早已经陷入财务困境之中，甚至有可能破产。而海澜之家在过去的六年中，Z 值均高于安全值，上下浮动幅度很小，在 2020 年甚至达到了 3.5 左右，这表明海澜之家的财务状况一直较为优异，运营情况也很好，有着较强的抵御风险能力。

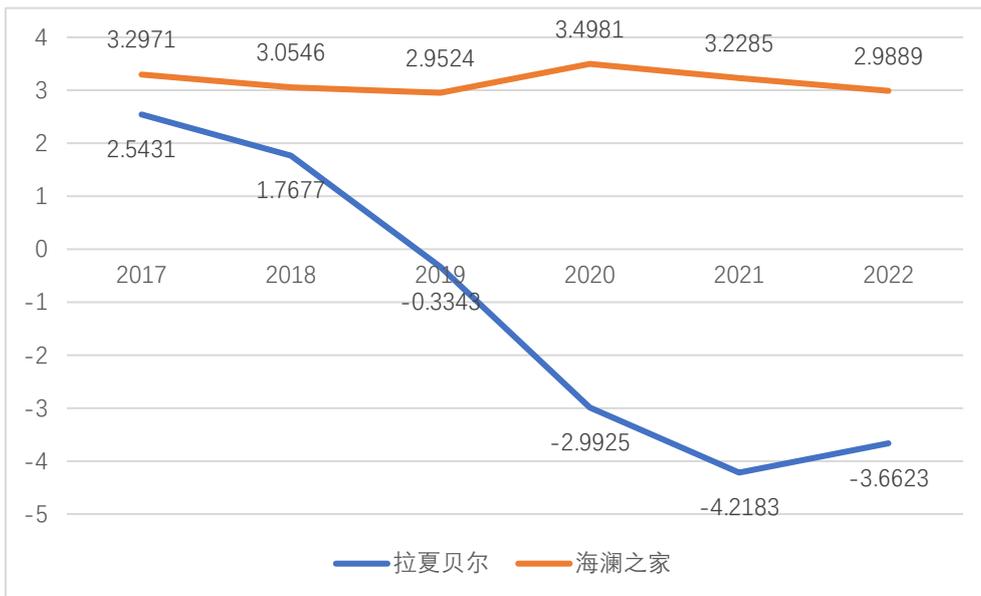


图 4.1 拉夏贝尔与海澜之家 Z 值变动趋势

(2) F 分数模型

F 分数模型： $F = -0.1774 + 1.1091X_1 + 0.1074X_2 + 1.9271X_3 + 0.0302X_4 + 0.4961X_5$
 (变量 X_1 — X_5 的计算方法见表 4.5)，其中 X_1 、 X_2 、 X_4 与 Z 值模型是一致的。 X_3 是指企业在运营过程中所拥有的现金流量能否满足所需偿还的债务， X_3 愈大，则说明企业的偿债能力愈高； X_5 是指企业总资产产生现金流量的能力， X_5 愈大，则表示该企业的资产产生现金流量的能力愈大。

表 4.5 F 分数模型各变量计算公式

变量	变量计算公式
X_1	净营运资本/总资产
X_2	留存收益/总资产
X_3	(净利润+折旧)/平均总负债

续表 4.5 F 分数模型各变量计算公式

变量	变量计算公式
X ₄	股权市值/总负债
X ₅	(净利润+利息+折旧)/平均总资产

本文选取了海澜之家作为对比,测算出拉夏贝尔与海澜之家 2017 年-2022 年的 F 值,并对两家企业的财务状况进行对比, F 值见表 4.6、表 4.7 所示:

表 4.6 拉夏贝尔 F 值计算表

变量	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年
X ₁	0.3731	0.5384	0.5906	0.6803	0.6435	0.5694
X ₂	0.5652	0.5556	0.7138	0.8215	0.7736	0.6942
X ₃	0.1506	-0.0025	-0.3363	-0.2831	-0.1044	-0.2034
X ₄	1.2861	0.7939	0.9210	1.0094	0.9191	0.7968
X ₅	0.0972	-0.0034	-0.2418	-0.2726	-0.1437	-0.3351
F 值	0.6744	0.4969	-0.1860	0.0152	0.3747	-0.0267
财务状况	良好	良好	危机	危机	危机	危机

数据来源:根据拉夏贝尔 2017-2022 年度报告计算所得

表 4.7 海澜之家 F 值计算表

变量	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年
X ₁	0.3731	0.5384	0.5906	0.6803	0.6435	0.5694
X ₂	0.5652	0.5556	0.7138	0.8215	0.7736	0.6942
X ₃	0.3212	0.3151	0.2933	0.2250	0.2768	0.2363
X ₄	1.2861	0.7939	0.9210	1.0094	0.9191	0.7968
X ₅	0.1830	0.1752	0.1582	0.1146	0.1412	0.1275
F 值	1.0457	1.1975	1.2280	1.1863	1.2506	1.0713
财务状况	良好	良好	良好	良好	良好	良好

数据来源:根据海澜之家 2017-2022 年度报告计算所得

2017-2022 年，拉夏贝尔和海澜之家的 F 值变动情况见上表。在 2017-2019 年期间，拉夏贝尔的财务状况持续呈恶化，尤其是在 2019 年，其 F 值更是显著地跌至临界值以下，只有-0.186。虽然后来公司采取了一些补救措施，但成效不大，说明自 2018 年以来，公司已经面临严峻的财务困境。与之相比，海澜之家在过去的六年中，其 F 值都要远高于拉夏贝尔，并且没有出现明显的下滑，这说明海澜之家处于行业领先地位，其总体财务情况较好，即使是在这样一个激烈的市场竞争中，依然拥有充足的发展动力。

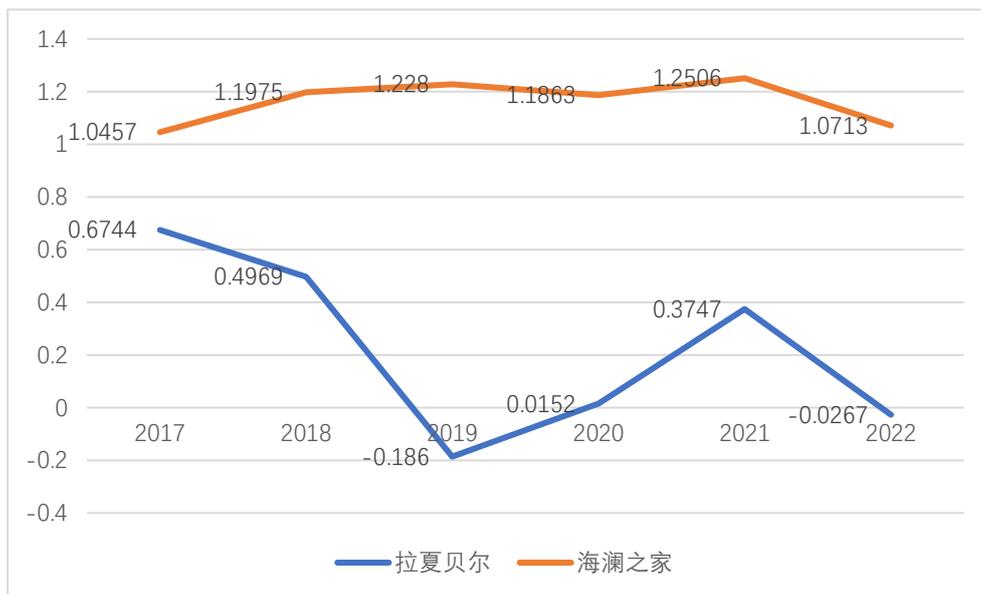


图 4.2 拉夏贝尔与海澜之家 F 值变动趋势

通过上述分析计算可以得出，拉夏贝尔与海澜之家经过 Z 值模型和 F 分数模型进行对比后的结果基本统一。Z 值模型显示，自 2017 以来，拉夏贝尔的财务风险水平一直较高，并且在此之后开始逐步陷于财务困境的泥潭。根据 F 分数模型的计算结果，尽管拉夏贝尔 2017 年并未表现出显著的财务风险，但是其 F 值却已经非常靠近阈值，随即在 2018 年后陷入财务困境。通过学者们大量的研究，我们发现 Z 值模型对企业的财务预警时间相对于现实情况来说会有所有提前。所以，上述两个模型得出的结论是相同的，并且可以互相验证，使得评价结果更为精确。

4.2 拉夏贝尔财务困境具体表现

4.2.1 偿债能力不足

偿债能力作为衡量一家企业是否健康的关键指标，具体可以划分为短期和长期两方面。短期偿债能力是反映企业能否在短时间内偿付到期债务的能力，常用流动比率、速动比率、现金比率等指标来衡量。而长期偿债能力是指企业在未来相当长一段时间内偿付其到期债务的能力，常用的衡量指标包括资产负债率、有形资产负债率和利息保障倍数等。

(1) 短期偿债能力

本文选取流动比率、速动比率、现金比率以及营运资金与借款比四个指标来评估企业的短期偿债能力。同时对拉夏贝尔与海澜之家进行对比，具体见表 4.8、表 4.9。

流动比率是一项关键的财务指标，它衡量了一家企业在短期债务即将到期之前，是否能够将其流动资产转换成现款以支付这些债务。通常情况下，该比例愈高，说明企业在面对短期借款时能够迅速变现其流动资产，确保债务被妥善处理。比例愈小则代表着相反的结果。由表 4.8 与表 4.9 可以看出，2017 年拉夏贝尔与海澜之家的流动比率相差不大，在此之后拉夏贝尔流动比率一路下跌，而海澜之家则平稳上升，只是在 2022 年稍有下滑，二者差距愈来愈大。说明拉夏贝尔在这段时间内除了库存之外的其他资产已经很难清偿其流动负债，企业在经营过程中面临着巨大的资金流动风险。

速动比率是企业的流动资产总额减去其存货后所剩的余额，主要包括现金、应收票据、应收账款等项目，它可以反映企业流动资产是否能够马上转换为现金偿付流动负债的能力，这种能力对于维持企业的持续经营至关重要。与流动比率变化趋势大致相同，除 2017 年拉夏贝尔与海澜之家相近外，其余年份差距越来越大。可以看到海澜之家速动比率接近 1:1，其短期偿债能力有可靠的保障；与之形成鲜明对比的是，拉夏贝尔的短期偿债能力逐年下降，这主要是由于企业存货过多与流动资产过少导致速动比率下降。

现金比率反映企业的即刻变现能力与及时偿还到期债务的能力，是企业的现金及其等价物与流动负债之比，主要包括库存现金、可随时支取的银行存款以及

现金等价物等，一般认为现金比率在 0.2 以上为好。拉夏贝尔在 2017 年尚可维持企业正常清偿债务，在那之后企业状况直线下降，逐渐无力偿还到期债务，而海澜之家则一如既往较为稳定。

营运资金与借款比为企业营业资金与借款的比值，可以用来衡量公司财务压力。营运资金是企业流动资产总额与流动负债总额之间的差额，也就是企业在日常运营中可以使用和周转的流动资产。海澜之家除 2017 与 2018 年有银行借款外，其余年份中均无短期与长期借款或没有披露，故其数值无意义或无法计算。拉夏贝尔比值逐年下跌是由于企业流动资产逐年下降，而负债居高不下，同时每年都有一定数额的应付账款未偿清。

表 4.8 拉夏贝尔短期偿债能力分析表

项目	2017	2018	2019	2020	2021	2022
流动比率	1.3531	1.1051	0.5834	0.3167	0.1170	0.1085
速动比率	0.7254	0.5682	0.2682	0.2001	0.0996	0.0951
现金比率	0.2183	0.0953	0.0320	0.0065	0.0176	0.0125
营运资金与借款比	1.3113	0.2213	-1.5429	-2.2029	-2.6787	-2.6986

数据来源：根据拉夏贝尔 2017-2022 年度报告及国泰安数据库

表 4.9 海澜之家短期偿债能力分析表

项目	2017	2018	2019	2020	2021	2022
流动比率	1.4173	1.6893	1.7391	1.8648	1.8351	1.7316
速动比率	0.7350	0.9541	0.9873	1.1803	1.1932	1.0650
现金比率	0.4740	0.6330	0.6774	0.8171	0.8583	0.7386
营运资金与借款比	10.40	17.99	-	-	-	-

数据来源：根据海澜之家 2017-2022 年度报告及国泰安数据库

(2) 长期偿债能力

本文选取利息保障倍数、资产负债率以及有形资产负债率，通过与海澜之家对比，发现拉夏贝尔长期偿债能力的不足。

利息保障倍数是一种体现企业盈利能力的指标,也是一种盈利能力对到期债务的保障,这是企业举债经营的先决条件,同时也是判断企业长期偿债能力的一个主要指标。为了保证企业的正常偿债能力,其利息保障倍数应该在1以上,同时该比率的升高表明企业的长期偿债能力提高。若利息保障倍数太小,企业就会面临损失,偿债的安全性和稳定性都会降低。通过表4.10与表4.11可以看到,拉夏贝尔与海澜之家的利息保障倍数有很大差距,拉夏贝尔在2017年时,现金流非常充裕,可以通过上市募集的资金来偿付到期的债款,可以只凭借企业自有的资本和经营性负债来正常运作,故而此时公司的长期偿债能力良好。而在2018年后,企业的负债比率与借款金额不断升高,可见拉夏贝尔的资金链已经出现较大缺口,企业正常运营不但无法偿还到期的借款本金,而且对已经到期的借款利息与费用也无法支付。而海澜之家除未披露数据的几年外,其余时间利息保障倍数都很高,企业支付利息费用的能力强,这有助于债权人评估债务资本的安全程度。

资产负债率一般在0.4-0.6之间为正常,拉夏贝尔的资产负债率在2017与2018年较为正常,但自2019年开始,该指数增长过快。这主要是因为拉夏贝尔已经很难在股市上筹资到足够多的资金,而其规模较大的销售系统也需要大量的资金来支持。同时企业的借款数额持续增加并拖欠上游供应商货款,导致现金流短缺,债务压力增大。相比之下,海澜之家始终保持在正常区间,经营相对稳定。

有形资产负债是资产负债率的延伸,是一项更为客观地评价企业偿债能力的指标,企业的无形资产如商标、商誉等价值不确定性,以至于不能作为偿还债务的保障,需要从资产总额中扣除,可将企业偿债安全性的分析建立在更加切实可靠的物质保障基础之上。这一数值一般认为在0.3-0.6之间为正常状态,一般会略高于资产负债率。与资产负债率的趋势一样,拉夏贝尔有形资产负债率仅在2017与2018年较为健康,随着资金越来越少,借款压力愈来愈大。

表 4.10 拉夏贝尔长期偿债能力分析表

项目	2017	2018	2019	2020	2021	2022
利息保障倍数	45.0400	-2.0538	-8.3707	-8.9058	-3.1841	-0.6637
资产负债率	0.4831	0.5901	0.8594	1.1970	1.6272	1.6809

续表 4.10 拉夏贝尔长期偿债能力分析表

项目	2017	2018	2019	2020	2021	2022
有形资产负债率	0.5033	0.6122	0.8885	1.2875	1.7374	1.7963

数据来源：根据拉夏贝尔 2017-2022 年度报告计算所得

表 4.11 海澜之家长期偿债能力分析表

项目	2017	2018	2019	2020	2021	2022
利息保障倍数	-	-	234.048	84.159	513.776	-
资产负债率	0.5547	0.5575	0.5206	0.4978	0.5211	0.5566
有形资产负债率	0.5658	0.5699	0.5565	0.5319	0.5527	0.5859

数据来源：根据海澜之家 2017-2022 年度报告计算所得

4.2.2 盈利能力下滑

企业盈利能力是指企业在某一特定时期内，运用现有的资产所获得利润的能力。一般而言，一个企业的盈利能力愈高，其经营状况愈佳，其未来的成长空间也愈大。通过对企业财务报表中的各项数据进行深入剖析可以判断企业的盈利能力，可以客观、合理地体现企业的经营与财务状况，从而能对企业的日后发展做出科学的预测。

通过对表 4.12 和 4.13 的分析可知，从 2017 年到 2022 年，拉夏贝尔的盈利能力不断下滑。公司的主营业务盈利能力在 2017 与 2018 年间虽有所下滑，但是仍然处于盈利时期。2018 年出现首次亏损，净利润实现断崖式下跌，同比下降 120.6%，到 2020 年，净利润已经接近-19 亿元。究其原因，除规模过大的实体店造成的管理效率低下外，各服装企业竞争的加剧也是造成其盈利能力下滑的一个主要因素。海澜之家在 2020 年由于新冠疫情影响，各类指标均有所下滑，但之后稳步上升，逐渐恢复到行业领先水平。

营业净利率是衡量企业在其销售活动中能够实现的最终利润水平，其反映企业营业收入创造净利润的能力，一般认为 5%-15% 之间即为正常，比率越高，说明企业的获利能力越强。拉夏贝尔 2017 年营业净利率在正常范围内，此后便持续走低，主营业务承受巨大的盈利压力。自 2019 年开始，国内经济环境受到影

响,服装出口和内销表现均达不到预期,再加上生产成本上升、产品积压等问题,使得服装企业整体利润空间变小、营业压力增大。同时,2020年以来市场不确定性增加,海澜之家的生产和运营压力也逐渐增加,即便如此其各项指标依然处于正常水平,逐渐回升。

表 4.12 拉夏贝尔盈利能力分析表

项目	2017	2018	2019	2020	2021	2022
营业利润(亿元)	7.3749	-1.5168	-22.664	-14.980	-7.2460	0.6898
净利润(亿元)	5.3744	-1.9918	-22.523	-18.769	-8.2276	-0.8747
营业净利率	0.0597	-0.0196	-0.2938	-1.0317	-1.9128	-1.2162
净资产收益率	0.1418	-0.0522	-0.9608	-8.5403	-	-

数据来源:根据拉夏贝尔2017-2022年年度报告及计算所得

表 4.13 海澜之家盈利能力分析表

项目	2017	2018	2019	2020	2021	2022
营业利润(亿元)	43.605	45.552	41.792	22.816	32.496	28.060
净利润(亿元)	33.293	34.559	31.676	17.175	24.007	20.620
营业净利率	0.1829	0.1810	0.1442	0.0956	0.1189	0.1111
净资产收益率	0.2979	0.2639	0.2285	0.1236	0.1591	0.1420

数据来源:根据海澜之家2017-2022年年度报告及计算所得

4.2.3 现金流短缺

现金流是企业来说至关重要,它不仅是企业日常运作的压舱石,更是决定企业能否稳健发展的关键因素。现金流短缺往往会给企业带来很大的压力,比如很难还清到期负债,这会对企业的长期信誉和公众形象产生不利的连锁反应,同时企业抵御风险的能力也会下降,导致企业出现财务风险。

表 4.14 拉夏贝尔现金流量分析表

项目	2017	2018	2019	2020	2021	2022
经营活动现金流量净额 (亿元)	5.572	1.576	15.980	0.996	0.379	-0.162
投资活动现金流量净额 (亿元)	-10.97	-13.10	-6.086	-0.052	0.133	-0.017
筹资活动现金流量净额 (亿元)	7.741	7.872	-12.50	-2.453	-0.141	-0.02

数据来源：拉夏贝尔 2017-2022 年年度报告

表 4.15 海澜之家现金流量分析表

项目	2017	2018	2019	2020	2021	2022
经营活动现金流量净额 (亿元)	28.796	24.194	34.623	28.303	43.612	31.375
投资活动现金流量净额 (亿元)	-22.08	-8.223	-2.710	-4.405	-6.762	-5.433
筹资活动现金流量净额 (亿元)	-16.62	6.613	-32.03	-16.76	-16.77	-29.79

数据来源：海澜之家 2017-2022 年年度报告

在 2017 年到 2021 年这五年间，拉夏贝尔为购置固定资产以及其他长期资产所耗用的现金流在公司投资活动中所占的比重很大，平均在七成以上，这与企业自身的业务发展方向有着紧密的联系，很明显这一方面的投资在这几年中没有产生实际收益。因此拉夏贝尔在这几年中频繁进行举债融资，为填补现金流量的缺口，其筹资活动现金流量净额出现很大的波动，呈现出先上升后下降的态势。公司于 2017 年与 2018 年通过银行获得了巨额贷款，并通过公开发行股票的方式，成功地吸引了大量新投资，同时也减少了分红和利息支出，但是由于当期清偿到期的贷款本金和利息费用的数额较大，导致筹资活动现金流量净额逐年下跌。公司在筹资活动上面临挑战，致使其现金流管理失效，无论是日常经营活动还是投

资活动，公司都难以满足现金流量的基本需求。

而海澜之家的财务状况一直保持着稳健的态势，其经营活动现金流基本上能够满足筹资与投资活动的需求。具体来看，其投资活动现金流净额变动主要是由于对外部公司进行股权收购时产生的资金往来，这种健康的外部投资不仅增加了企业的资产规模，也为企业带来新的发展动力。而筹资活动现金流净额的变动则主要与股利分配有关。海澜之家总体上有着较为良好的现金流管理能力，可以保证其在激烈的市场竞争下稳中求进。

综上，首先，拉夏贝尔在偿债能力方面存在明显缺陷，短期偿债压力较大，其流动负债占比显著偏高，反映出负债结构不合理，不利于长期财务稳定。同时对于负债状况进行分析时所采用的各项指标，无论是绝对数值还是相对比例，均不及海澜之家。其次，随着时间的推移，错误的经营模式让企业的盈利能力呈现出显著的下滑趋势。具体来看，销售净利率和净资产收益率等关键财务指标均都显示出向下浮动的态势，这反映出企业利用资产获取利益方面表现不佳。最后，其现金流出现了严重不足的问题，这导致了企业无法维持正常的运营活动，而且拉夏贝尔缺乏自我恢复与再生的能力，财务状况岌岌可危。与海澜之家这一处于行业内领先地位的企业相比，我们可以看到拉夏贝尔在商业模式以及主营领域方面存在很多不足，各项关键数据指标均远远落后，这些数据的落后不仅反映了企业当前面临的经营挑战，也预示着未来发展中可能会遇到的重重困难。

4.3 拉夏贝尔财务困境成因分析

4.3.1 内部成因分析

（1）主营业务盈利能力不足

拉夏贝尔在当前国内经济下行，同时消费市场经历深刻的转型升级之际，制定了众多皆在适应市场变化、捕捉消费者需求的经营策略。然而不幸的是，这些策略在很大程度上未能预见到行业的新动态和自身的经营现状，未能精准地洞察消费的最新趋势和主流方向，致使企业的主营业务利润率不断下滑，在市场中的竞争力大幅减弱。通过图 4.3 的数据分析，除了在 2021 年期间拉夏贝尔显著提高了物业资产的使用效率，对非自用的部分进行了对外的出租，从而实现了一部

分非服饰类的收入，其他时间内公司几乎全部的收入仍然依赖于服装销售。这表明公司在其主营业务经营中面临着严峻的挑战，不仅经营业绩未能达到预期，而且盈利能力也在持续下滑。在这种情况下，公司产品在竞争激烈的服装消费市场上显得力不从心，缺乏足够竞争力，使得它们无法为企业带来预期的经济利益与品牌影响力。

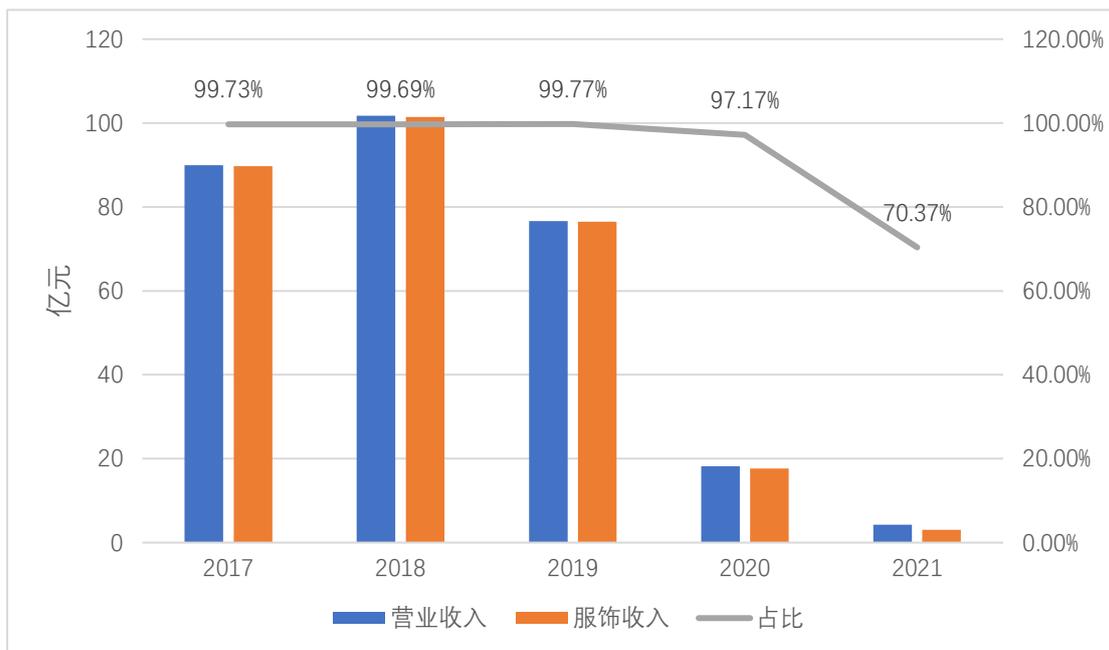


图 4.3 拉夏贝尔收入构成情况

拉夏贝尔，昔日服装界的佼佼者，凭借其庞大的销售网络，曾经在国内市场占据了重要的地位。随着市场环境的变化，在消费者眼中，拉夏贝尔旗下的品牌大多都是千篇一律的服装样式，品牌的辨识度较低。在深入研究拉夏贝尔旗下的多个服装品牌后，我们不难发现，这些品牌在设计理念、选用面料以及价格定位上，呈现出同质化现象，导致消费者在选购时面临巨大挑战，难以辨识和选择不同品牌所提供的产品。

首先，拉夏贝尔在旗下的品牌中没有形成独特的个性，并且对不同维度的顾客没有做出区分，尽管集团内部每个品牌都配备了经验丰富的设计师，但这并不意味着他们能够彻底摆脱集团内部的设计语言，其各个品牌在设计上都有着紧密的联系，设计风格相仿。而对比行业内的其他企业时，其各品牌都有各自的风格与个性元素，从而形成了企业内不同品牌的区分。

在产品系列的构建方面，拉夏贝尔的产品线似乎没有明确地针对不同年龄段的消费者进行细分，导致品牌形象不够明确。特别是在定价策略方面，尽管企业为了涵盖不同消费群体，推出了多个中档系列产品，然而，由于不同年龄层面的消费者其消费水平不同，这样的定价未能够有效地将这些不同消费水平的消费者清晰地划分出来。

通过拉夏贝尔所在的市场视角看，女装市场的角逐无疑最为惨烈。其本应充分利用初始资本的优势，将资源聚焦于打造一个具有强大影响力和话题性的品牌。然而，拉夏贝尔并未如此操作，而是分散了大量资源，相继推出了多个女装与男装品牌，并试图通过不断扩张门店来推广品牌，虽在短期内促进了品牌成长，但却忽视了品牌推广所需的核心要素是产品本身。事实上，从设计、质量到价格，拉夏贝尔旗下的品牌与其他企业相比，都未能在设计创新、材质使用或性价比方面占据优势，从而导致作为主要收入来源的服装销售业绩难以维持正增长。

（2）品牌运营效率不佳，耗用现金流

在当下的市场中，大众服装品牌要想赢得消费者的青睐，就必须重视品牌价值的塑造、品牌影响力的提升以及设计能力的增强。这些因素共同构成了消费者购买行为的核心驱动力。然而，建立和维护一个强大的品牌并非一蹴而就之事，它需要投入巨大的人力物力，进行细致的市场调研、明确产品定位、定价合理、设计新颖等。即便这样，如果企业这些领域投入的资源未能转化为预期的收益，或者市场发生变化时，未能及时调整方向，那么最终品牌的形象可能会受损，销售业绩会下滑，甚至被市场所淘汰。

拉夏贝尔采取了多品牌战略，这一策略确实将企业产品线的多样性推向了新的高度。然后，自从 2015 年开始，拉夏贝尔便弃绝了自主创建新品牌的努力，转而采取了通过并购与控股的模式来实现战略布局的方式。2015 年，拉夏贝尔斥资一亿元人民币，完成收购七格格和杰克沃克两大知名服装品牌的战略举措；紧接着在 2016 年，拉夏贝尔又以七千万人民币的价格获得了两家服装公司总计超过 40% 的股权；进入 2018 年，拉夏贝尔并没有停下脚步，而是加大了对全资子公司的投资力度；此外，2019 年对于拉夏贝尔来说同样意义重大，它以超过四亿人民币的价格收购了法国女装品牌 NAF NAF 接近 60% 的股份。

多品牌策略似乎确实推动了企业的进步。在其全盛时期，拉夏贝尔旗下拥有

的品牌多达二十个，每个品牌都代表着公司的一次尝试和突破。然而这样的策略很快带来了不利影响。一方面，新品牌从初创到成熟往往须超过三年的时间来培养市场认可度，在这一期间，企业必须投入大量的资金和资源。此时企业的财务状况并不会很健康，尤其是当子公司发展不理想时，将不可避免地给母公司带来沉重的资金负担。同时，对于试图运营多个品牌的公司来说，管理上的挑战同样巨大。在拉夏贝尔进行投资并购时，其旗下各服装品牌却出现了巨额亏损，亏损额高达一亿人民币。更具灾难性的是，在拉夏贝尔 2019 年完成对法国女装品牌 NAF NAF 大量股权收购后不到半年时间，由于资金链断裂，便处于濒临破产之中，这让企业的海外扩张梦彻底破碎。

（3）存货管理能力不足

从 1998 年成立伊始至 2010 年之间，拉夏贝尔通过不断深化直营和加盟的经营策略，稳定推进其市场布局。到了 2010 年以后，企业的战略方向发生了显著转变，不再满足于现状，而是采用更加激进的扩张战略。

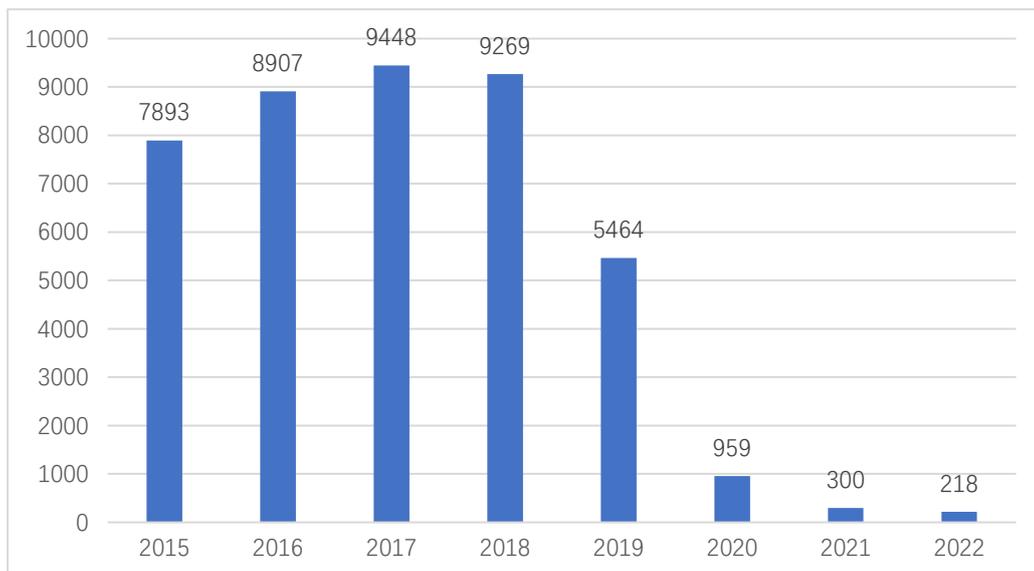


图 4.4 拉夏贝尔门店数量变化

图 4.4 详细展示了拉夏贝尔门店数量的扩张历程。由图可知，自 2015 年以来，公司以迅猛的速度在全国各地扩展其销售网络，平均一年就有接近一千家门店被开设出来，到 2017 年时，拉夏贝尔已经开设了近万个销售门店。至 2018 年，该公司在急速扩张的过程中所暴露出的种种问题开始逐渐显现，这些弊端不仅未

能的到有效的控制，反而在利润表上显得尤为突出。这一年，公司遭遇了自上市以来的首次亏损，尽管当年的营业收入有 13% 的上升，但与之相对的是净利润的大幅下跌，同比降幅超过 120%。在这种夸张的扩张模式下，公司每天几乎以三家店铺的速度铺设新门店，随之而来的是存货的膨胀，不仅消耗了大量的资金，还削弱了公司的盈利能力，这些因素是造成企业财务风险加大的重要原因。

随着拉夏贝尔线下门店的数量快速增加，为了满足顾客对新品和热门商品的即时购买欲，每家门店都不得不囤积大量的服装和配饰。这导致了企业在采购过程中产生了巨额的采购成本，同时也给企业带来了巨大的库存压力。如表 4.16 所示，前几年拉夏贝尔的存货规模在逐渐增大，存货在流动资产中的占比于 2019 年超过了 50%，但在这期间其存货周转率却在逐年降低。自 2020 年以来，公司开始了大规模的产品促销活动，这一举措显著降低了企业流动资产中存货的比例。随着市场环境的变化和竞争的加剧，企业庞大的销售网对于其存货管理能力的要求也愈来愈高，导致存货积压问题日益严重。

表 4.16 存货变化情况

项目	2017	2018	2019	2020	2021	2022
存货规模（亿元）	23.445	25.343	17.287	4.387	0.609	0.387
存货跌价准备（亿元）	2.361	3.269	3.426	4.786	2.647	1.078
存货周转率（次）	1.661	1.446	1.521	0.862	0.878	1.237
存货占流动资产比例（%）	46.39	48.59	54.02	36.81	14.91	16.81
存货增长率（%）	36.826	8.096	-31.788	-74.623	-86.12	-36.453
收入增长率（%）	5.231	13.083	-24.663	-76.269	-76.35	-83.283

数据来源：根据拉夏贝尔 2017-2022 年度报告整理计算所得

结合拉夏贝尔近几年的年度报告与营业收入变动情况，可以看出其营业收入在 2017 年和 2018 年表现尚可，在 2018 年收入增长率更是超过了 13%，但存货规模却始终保持在一个较高水平。这一现象在公司 2018 年及 2019 年的年度报告中得到了明确反映，其中指出利润下降和产生亏损的主要原因之一是公司为了清理库存，不得不加大折扣力度，导致毛利率的显著下降。

由此可见，在线下门店激进扩张的战略背景下，拉夏贝尔面临着不小挑战。

虽然其营业收入在初期有显著增加,但这种增长的背景下隐藏着一个不可忽视的问题:存货的管理效率在逐步下滑,导致存货流转速度减慢,最终形成大量的产品积压和资金占用,加剧了企业的利润波动。

(4) 风险管理缺失

根据图 4.5,我们可以看出在拉夏贝尔的董事会架构中,并没有设立专门负责风险管理的职能部门,而是由公司内部的审计委员会承担这一职责,通过定期的工作评估,来监督公司的风险。

通过对拉夏贝尔的人员组成进行深入分析,我们发现在 2017 年的审计委员会成员中,他们在各自的领域内都拥有丰富的经验,但拥有从事财务经验的只有审计委员会主席陈杰平先生。毛嘉农先生毕业于大连理工大学,是管理科学与工程硕士,陈永源先生则取得的是公司秘书及行政专业高级文凭。同时张毅先生有着丰富的销售经验,曹文海先生则更多的负责法律相关工作。显而易见,该企业的审计委员会成员在处理风险评估与管理时,缺乏必要的专业性和深度,对财务风险的认识和重视程度明显不足。

在过去的几年中,拉夏贝尔的管理层变动尤其显著。其中审计委员会的组成人员也经历了频繁更迭。自 2017 年第二季度开始,曹文海、张毅以及毛嘉农三位审计委员会成员先后因个人职业规划或公司战略调整而选择离开,他们的离职给公司带来了新的挑战。为了稳定公司的治理结构,继任者在 2018 年被重新选举产生。然而,在 2019 年第三季度,公司出现巨大变动,陈杰平先生作为审计委员会主席因工作变动宣布辞职。在此之后,芮鹏先生接任了主席一职,但他的任期并不长久,仅半年之后芮鹏先生再次辞去了这一职务,使审计委员会面临再次重组的压力。

通过上述分析,由于拉夏贝尔审计委员会成员专业能力不强,同时还有着如此频繁的人员变动,再加之没有专门负责风险管理的职能部门,导致公司的日常运营和决策效率低下,无法提前识别风险,最终走向财务困境。

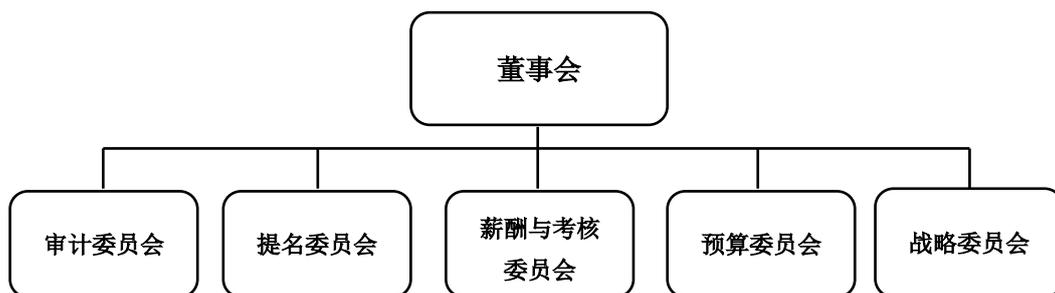


图 4.5 拉夏贝尔董事会架构

4.3.2 外部成因分析

(1) 宏观经济影响

在过去的几年中，随着我国经济增长速度的逐步放缓，其对整个服装产业的需求产生了显著的影响。市场的不稳定和消费者购买力的下降使得众多企业不得不面对关闭门店的现实选择，这些决定无疑使企业的盈利能力和市场竞争力遭到削弱，尤其是在新冠肺炎疫情爆发后，服装行业更使受到了严重的冲击。疫情使人们出行受阻，居家时间增多，直接导致服装需求量的锐减。与此同时，疫情期间物流受阻、供应链中断等问题，进一步加剧了服装企业存货积压的问题，使得许多企业陷入了更加艰难的经营境地。疫情还迫使实体店不得不长期关门，这对于依赖线下销售渠道的服装企业来说是一个沉重的打击。不仅如此，国际形势的严峻，也让许多服装企业的出口订单数大幅减少，这使得服装企业的出口与内销都面临着压力。

通过拉夏贝尔近几年的年度报告来看，其营业收入中有七成以上仍来自于线下实体店。但由于新冠疫情的冲击，公司的业绩出现明显的下降态势，过度依赖于线下渠道，使其经营状况变得非常不稳定。根据拉夏贝尔 2020 年的年度报告显示，本期营业收入相较于上期下降约 76.2%，这种业绩的剧变主要归咎于疫情导致线下实体店经营效益大幅下滑。

(2) 电商盛行，实体店客流量下滑

当前，传统服装企业普遍使用的销售体系主要是经销商主导，这些经销商们在全国各地铺设了庞大的线下门店销售网。服装企业对这种模式也给予了大力支

持，大量新开设的门店遍布全国各大城市，以至于门店数量成为了评价服装企业实力的标准之一。然而，随着互联网和大数据的快速发展，消费者越来越趋向于大范围选择和理性购买，而各大购物平台的信息处理能力给了消费者可供选择的平台，在足够大规模的选项中做选择。随着科技的飞速发展和消费行为习惯的转变，新的经济模式和商业运营理念正在取代传统的业态，消费者对于网购的积极性愈来愈高，传统服装企业赖以生存的实体店销售方式正在被线上渠道所冲击。

与网络店铺相比，线下实体店为了维持运营，需要承担一系列高昂的成本，如房租、装修费用以及员工的薪酬福利等，这使得同一件服饰在线上平台的价格可能会更加亲民。服装企业的线下实体店面临着愈来愈大的压力，市场份额在正在不断被蚕食。

随着线上交易平台的迅速兴起，使得人们的购买习惯发生了转变。从表 4.17 可以看出，中国网上零售额和网上零售渗透率都在持续上升。2022 年，中国网上零售额较 2017 年增加了六万亿元以上，网上零售渗透率较 2017 年增加超过 16%。

表 4.17 中国网上零售额、零售渗透率情况

项目	2017	2018	2019	2020	2021	2022
中国网上零售额（万亿）	7.179	9.009	10.628	11.761	13.092	13.788
中国网上零售渗透率（%）	15.011	18.398	20.697	29.289	29.692	31.361

数据来源：根据国家统计局数据整理计算所得

随着互联网技术的快速发展，电商的盛行给各服装企业带来了极大的发展机会。但是拉夏贝尔战略重心一直是传统的线下销售模式，错失了线上平台的巨大发展潜力，面临着线上市场份额逐渐缩小、线下经营压力逐渐加大的困境。

（3）行业竞争加剧

在服装行业中，竞争者众多，彼此之间实力不相上下，而且产品和服务大同小异，因此进入的门槛相对较低。原材料供应商通常没有太多议价空间，然而消费者对价格更为敏感，并且有一定的议价空间。

在拉夏贝尔的发展过程中，这些年来面对的主要竞争对手有三个层面。首先是国际大牌的竞争压力，比如飒拉（ZARA）、盖璞（GAP）、优衣库（UNIQLO）

等，这些品牌以其不断创新的设计理念和潮流的捕捉能力，在国内消费者中逐渐赢得了认同，成功撼动了国内传统品牌的市场地位。其次是本土服装品牌的挑战，像歌力思、海澜之家、太平鸟等品牌，它们凭借扎实的产品质量和出色的营销，深深地扎根于消费者的心中。最后，随着互联网的飞速发展，网红品牌作为一股新势力正悄然崛起。这些品牌通常只专注于在网上进行销售，通过抖音、微博、天猫、京东、小红书等网络平台吸引了大量年轻消费者，并且提供个性化的购物体验，在服装市场上也占据了一席之地。

5 案例启示及建议

5.1 启示

拉夏贝尔的经历为我们敲响了警钟，提醒着所有服装企业在制定扩张战略时必须谨慎，不仅需要精准的时机把握，还要有合理的计划。当前，全球经济环境复杂多变，尤其是受到新冠疫情的冲击之后，国内的宏观经济形势呈现出不稳定的迹象。在这样的大背景下。如果服装企业未能仔细评估自身的财务状况，盲目追求市场份额和品牌影响力，那么最终可能会因为过度投资而导致资金链断裂，从而陷入财务困境。

同时，拉夏贝尔由于其混乱的品牌规划，导致没有突出的产品，失去了对消费者的吸引力。服装企业要想实现可持续发展，就必须提升企业的核心竞争力，确立企业的优势。各服装企业应当吸取拉夏贝尔的经验教训，立足于优秀的产品之上，打造属于自己的独特标签，只有这样服装企业才能在激烈的市场竞争中立于不败之地，最终实现可持续发展的目标。

5.2 建议

5.2.1 提高主营业务盈利能力

服装企业要想提高主营业务的盈利能力，最重要的是加强服饰的设计研发环节，企业必须不断增强其核心产品的价值创造能力，以求在激烈竞争的市场中保持领先地位。拉夏贝尔把重心放在了铺设销售网络上，而忽视了服装本身的设计和研发，从长远来看对企业极其不利。要想在市场上取得成功，必须要有被消费者信赖的产品，而这其中的关键就是设计研发。因此，无论高端品牌还是平价品牌，各服装企业都应当提升自己的设计研发能力，优化研发流程，提高研发效率。

具体来说，对于服饰的个性化亮点，各服装企业需要主动开拓新的途径，可以签约当下受欢迎的流量明星，进行代言宣传，或通过与电影、游戏等其他领域进行跨界合作，让产品具有话题性，提升产品的价值。基于这一点，各服装企业在今后的发展道路上，要不断地增加对设计研发的投入，提高投入经费在每个阶

段的使用效率，保证设计环节的连续性与可靠性。

在市场调研的过程中，应对目标客户群体的需求保持敏感度，及时准确地搜集信息；在设计想法落地阶段，可以适当提升研发费用资本化的速度，这样可以助推专利申请和技术创新，一旦取得突破，这些成果将极大地提升企业的品牌价值。为了进一步完善设计研发流程，还须致力于设计研发团队的建设培养。企业需要建立一套完善的研发人员培育体系，通过与国内外各领域设计公司的交流合作，借鉴先进的设计理念和设计方法，增强企业的研发能力。此外，企业还应完善奖励机制，通过提升具有竞争力的薪酬待遇和职业发展机会，吸引并留住高质量的服装设计师，不断扩大设计团队的规模和实力。

5.2.2 加强企业现金流管控能力

在第四章的分析中，拉夏贝尔之所以会出现现金流的过度消耗，是因为其投资活动出现了严重的失误。因此要想提高服装企业的投资管理水平，需构建合理的投资管理制度。对此，提出如下两方面建议。

（1）加强企业投资管理能力

各服装企业须认识到对投资活动进行及时且详尽跟踪分析的重要性，确保投资活动的每个环节都能得到妥善监管，从而采取相应的措施来控制风险。

首先，要在前期对项目进行全面的调研，并对其可行性进行恰当的评估。在选定并购方时，须对并购方进行彻底的调查与分析，以求深入了解目标企业的财务情况。若未能在并购前全面评估这些信息，可能会导致并购成本远远超出预期价值，会给企业带来不必要的经济负担，从而使企业在后续的运营中面临极大的不确定性。其次，拉夏贝尔并购法国品牌 NAF NAF 失败，这背后一个关键因素是法国当地民众为抗议政府所发起的罢工运动，这对法国的消费市场造成了巨大动荡。因此服装企业进行海外并购时，也应深入了解目标国家的政治、经济及法律状况。再者，在项目进行的过程中，投资者应持续监控投资进程，确保行动流程严格遵循既定的投资计划，如果监测到风险水平与起初的目标相距甚远，投资者应适当调整策略，以免损失扩大。当项目结束后，投资企业则需审视最终的收益成果，判断该项目是否真正达到了最初设定的目标，客观评价成效并及时总结经验，提升下次的投资效率。

（2）合理制定现金分红政策

在拉夏贝尔早期发展阶段，企业规模极速扩张，这种扩张伴随着对资金的巨大需求和大量投入，面对这样的情况拉夏贝尔原本应当适当减少对于股利的分配，这样不仅可以确保公司将所积累的收益用于投资和建设方面，从而提升企业的核心竞争力，而且还能避免因过度依赖外部融资而增加不必要的成本。但相反，拉夏贝尔选择了增加对于股利的分配，这一决策使得公司的现金流和净利润受到极大影响，在短期内或许能够刺激股价上涨，吸引投资者关注，但从长远看，却对公司的持续发展产生了消极影响。

因此，今后各服装企业都要对股利的发放数额和频率进行合理的布局，不能只考虑企业当前的经营情况，而忽略了企业的长远发展需求。与此同时，在股利分配的方式上，也可以采取多种形式的组合，例如在发放现金的同时，进行适当的股利支付，以此来满足不同股东的偏好，并且能够在企业内部积累利润。

5.2.3 提高存货管理水平

拉夏贝尔因业务规模的不断膨胀和线下实体店数量的激增，不得不面对存货严重积压的问题。面对这样的经营难题，拉夏贝尔采取了一些措施，比如通过折扣等手段对库存商品进行清仓甩卖，但仅解决了表面问题，未能触及根本，存货的严重积压已经影响了企业的健康发展。服饰产品因其自身的特点，其更新十分迅速，几乎每一季都会有一股潮流，故而服装企业的存货通常都容易面临积压问题。所以，如何提高服装企业的存货管理水平就成了一个迫切需要解决的问题。

首先，各服装企业都应制定一个符合企业发展状况的存货管理体系，这不仅要求企业了解产业发展的最新动态，还要对自身的存货情况进行深入细致的分析和评估，不断优化和完善存货管理体系，确保存货供应与市场需求相匹配。其次，健全的存货管理体系是以企业良好的内部控制为基础的。在库存管理中的岗位设置方面，服装企业应当确保每一位员工都能明确自己的职责范围和任务目标，制定一套严谨、明晰的存货销存流程，流程中应包含所有环节的规定，并要求相关人员严格遵守，做到对于存货的进出记录准确无误，以便财务部门进行准确的账务处理和后续的数据分析。

5.2.4 建立有效的风险管理部门

拉夏贝尔内部风险管理体系存在明显缺陷。由于缺乏专门的风险管理部门，导致企业在面对风险时无能为力。同时，负责监督和执行风险管理的审计委员会成员并不具备足够的专业知识与技能。在双重影响下使得拉夏贝尔无法在风险萌芽阶段就采取有效的措施来防范或减轻财务风险。

首先，各服装企业应当对权力实施合理的配置。企业需要不断审视自身的内部治理结构，并对其进行必要的改革与完善，应当通过制度体系来确保各监管部门在履行日常职责时的独立性。其次，服装企业必须在发展战略上将风险管理摆在首要位置，设置专门的职能部门进行风险管理，并配备一支具备高水平专业能力的人才队伍。同时，通过建立财务预警机制，职能部门可以有效地识别和评估财务风险。例如，可以采用本文提到的 Z 值模型和 F 分数模型以及其他数据工具，实时测算分析各财务指标，深入了解企业财务情况的变化趋势，找出企业面临的潜在风险，进而及时选用恰当的预防手段。这样不仅可以将财务风险遏制在萌芽阶段，还能在一定程度上保障企业的经营安全。

5.2.5 时刻关注宏观经济变化

拉夏贝尔的财务困境是在国内经济面临巨大下行压力、消费增速逐渐下降的情况下发生的。在这样的经济大环境下，各大服装品牌的利润普遍呈现出下滑趋势，不少企业受到了冲击。特别是拉夏贝尔这种曾经的大牌服装企业，对行业发展的误判以及过度扩张策略，加剧了原本就有的风险。在未来的发展道路上，各服装企业除了要重视产品竞争力的持续提升，还要从高层管理层做起，增强企业的危机意识。只有这样，企业才能在变幻莫测的市场中，保持稳定的增长势头。

首先，各服装企业的管理者必须对宏观经济的动态变化保持高度的警觉。他们应当时刻关注经济数据，特别是能够反映经济波动的关键指标，通过这些实时数据，企业可以及时发现宏观经济和市场环境的细微变化，从而做出更加精准的战略调整。再者，在复杂多变的经济形势下，鉴于当前的市场环境导致服装行业的进入门槛相对较低，这无疑加剧了行业的竞争程度，服装企业的成长步伐也随之放缓。因此各服装企业需要对行业现状持有理性的期望，并在制定未来发展策

略时，不追求不切实际的扩张目标，采取更加稳健和审慎的方针。

5.2.6 聚焦线上业务

网络经济的快速发展使电商平台逐步成为我们生活中不可或缺的一部分。面对未来信息技术的发展和商业模式的不断演变，以云数据为依托、以用户需求为方向的新销售模式正悄然兴起。各服装企业必须迅速适应这一变革，积极推动线上购物平台与线下实体店的结合，对过去依赖的实体店铺进行整合，仅保留客流量大、效益好的实体店铺。

在当下，各种短视频与直播平台的崛起无疑为服装企业开辟了全新的渠道。这些平台以其独特的优势，如更直观的内容展现、更直接与顾客的互动交流以及相对更低的价格优惠等，成为服装企业拓展市场的重要工具。一场精心策划的直播能够带来显著的效益提升，与此同时，网络平台的数据统计，可以帮助服装企业了解消费者行为，优化产品设计，从而调整营销策略，进一步扩大市场份额。各服装企业需要构建自己的直播生态系统，成立专门的运营部门，聘请人气高的服装主播；企业也可以通过抖音、快手、哔哩哔哩等，与拥有可观粉丝群体视频创作者合作，借用视频直播，有利于高效宣传品牌的年轻化、多样化产品形象，提高产品的销量，进一步推广企业品牌。

5.2.7 积极建立品牌合作

品牌合作是指品牌与合作伙伴之间通过共享资源、技术和经验，共同开展市场推广、产品开发、销售渠道拓展等活动，以提升品牌知名度和影响力，增加市场份额，实现互利共赢。在服装行业竞争激烈的今天，品牌合作是一种有效的企业发展方式，可以帮助企业与合作伙伴共同成长、提升品牌价值。

服装企业可以根据品牌的发展需求和目标，寻找具有共同价值观和互补优势的合作伙伴。在寻找过程中，要明确合作目标、确定合作伙伴类型、了解对方的需求和优势、多渠道寻找合作伙伴，评估和筛选潜在的合作伙伴。建立合作关系后，双方应共同组建合作团队，明确团队成员的职责和工作分工，根据合作目标和工作任务，制定详细的工作计划，确定每个阶段的目标、任务、时间节点和负责人，确保工作有序进行。同时建立有效的沟通机制，定期召开会议，分享进展

情况、讨论问题和解决方案，确保团队成员之间的信息畅通、协作顺畅。一段时间后需要定期对合作计划进行回顾和总结，评估合作的成果和存在的问题，分析原因，找出改进空间，为未来的合作积累经验并制定相应的改进措施。

6 结论与展望

6.1 结论

本论文在国内外学者关于财务困境的研究成果的基础上,结合服装企业自身的特征,以拉夏贝尔财务困境的表现和成因探究为主线,从定性和定量两个角度对拉夏贝尔财务困境进行判定,具体分析拉夏贝尔与海澜之家 Z 值模型和 F 分数模型各个变量的情况。通过一系列变量的分析,能够对传统财务分析方法的结果进行有力的验证和支持,从而整合归纳出拉夏贝尔财务困境的内外部成因,最后对服装企业如何应对财务困境提出建议。本文的研究结论归纳如下:

第一,通过对拉夏贝尔和海澜之家近六年的财务数据进行梳理,运用 Z 值模型和 F 分数模型以及财务数据分析进行横向对比,得出拉夏贝尔财务困境具体体现在偿债能力不足,其可分为短期偿债能力不足与长期偿债能力不足;盈利能力下滑;现金流短缺。

第二,本文认为拉夏贝尔财务困境成因可分为内部成因与外部成因。内部成因包括主营业务盈利能力下滑、品牌运营效率不佳耗用现金流、存货管理能力不足、风险管理缺失;外部成因包括宏观经济影响、电商盛行导致实体店客流量下滑、行业竞争加剧。

第三,通过以上的分析,针对服装企业内部与外部提出相应的启示建议。具体建议包括提高主营业务经营能力、加强企业现金流管控能力、提高存货管理水平、建立有效的风险管理部门、时刻关注宏观经济变化、聚焦线上业务、积极建立品牌合作。

6.2 不足与展望

本论文的研究还存在着一些不足。首先,本论文的数据主要来自于拉夏贝尔和海澜之家的财务报表以及有关公告,同时由于条件限制,无法进行实地考察,针对企业内部数据的收集受限,无法完整的还原企业发生财务困境的情况。此外,基于笔者研究水平有限,对于企业财务困境下具体财务指标的分析能力可能有所欠缺。最后,案例分析本身存在局限性,即个体案例无法代表整体全局,对整个

行业而言可能不够全面与完全准确。

后期,本人将持续关注所研究案例公司的年度报告发布情况,对其市场策略、运营情况、财务表现等进行持续的考察。此外,对于服装行业中遇到了类似困境的企业,也将保持高度的关注,详细比较不同服装企业在面对相似问题时的差异性,以便为本论文的研究提供更丰富的视角。最后,希望本论文中的结论能够为服装企业提供有价值的参考,为有类似情况的服装企业走出财务困境提供助力。

参考文献

- [1]Altman, E. I. Financial Ratios, Discriminant Analysis and the Prediction of Corporate Bankruptcy[J]. Journal of Finance, 1968, 23(4): 589-609.
- [2]ANG C C T. Are Firms with Negative Book Equity in Financial Distress? [J]. Review of Pacific Basin Financial Markets and Policies, 2015, 18(3): 1550016-1550016.
- [3]Argenti J. Corporate planning and Corporate Collapse [J]. Long Range Planning, 1976, 9(6): 12-17.
- [4]Asquith, Paul, Robert Gertner, David Scharfstein. Anatomy of Financial Distress: An Examination of Junk-Bond Issuers [J]. Quarterly Journal of Economics, 1994, 109(3): 625-658.
- [5]Avramov, D. Anomalies and financial distress [J]. Journal of Financial Economics, 2013, 108(1): 139-159.
- [6]Beaver, W. H. Financial Ratios as Predictors of Failure [J]. Journal of Accounting Research, 1966(4): 71-102.
- [7]Bhuiyan U B M ,D'Costa M . Audit committee ownership and audit report lag: evidence from Australia [J]. International Journal of Accounting Information Management, 2020, 28(1): 96-125.
- [8]Bhattacharjee A. Han J. Financial Distress of Chinese Firms: Microeconomic, Macroeconomic and Institutional Influences [J]. China Economic Review, 2014, 30: 244-262.
- [9]Claessens, Stijn, Djankov, Simeon, Xu , Lixin Colin. Corporate Performance in the East Asian Financial Crisis [J]. World Bank Research Observer, 2000, 15(1).
- [10]Coats, D. J. Francis DK. Firm Performance Changes Following Top Management Dismissals [J]. Journal of Finance, 1993(50): 1029-1057.
- [11]D. H P ,B. M P . Predicting corporate financial distress: Reflections on choice-based sample bias [J]. Journal of Economics and Finance, 2002, 26(2): 184-199.
- [12]Elloumi F ,Gueyié J . Financial distress and corporate governance: an empirical analysis [J]. Corporate Governance, 2001, 1(1): 15-23.
- [13]Farida Titik Kristanti, Sri Rahayu, Akhmad Nurul Huda. The Determinant of

- Financial Distress on Indonesian Family Firm[J]. *Procedia -Social and Behavioral Sciences*,2016,219.
- [14]Jiawen Ouyang. A Review of Financial Distress Identification[J].*Journal of Simulation*,2021,9(6).
- [15]Kahl, Matthias. Economic distress, financial distress, and dynamic liquidation[J].*The Journal of Finance*,2002,57(1):135-168.
- [16]Khera, N. Current practices for screening and management of financial distress at NCCN member institutions[J].*Journal of the National Comprehensive Cancer Network*,2020,18(7):825-831.
- [17]Kobelsky, K. The Impact of Performance-Based CEO and CFO Compensation on Internal Control Quality[J].*Journal of Applied Business Research*,2013(29):75-90.
- [18]Kisman, Zainul, and Dian Krisandi. How to predict financial distress in the wholesle sector: Lesson from Indonesian Stock Exchange[J].*Journal of Economics and Business*,2019,2(3):569-585.
- [19]Männasoo,Maripuu,Hazak.Investments,Credit,and Corporate Financial Distress:Evidencefrom Central and Eastern Europe[J].*Emerging Markets Financeand Trade*,2018,54(3).
- [20]Opler, T. C. and Sheridan T. Financial distress and corporate performance[J].*The Journal of finance*,1994,49(3):1015-1040.
- [21]Pamela K. Coats,L.Franklin Fant. Recognizing Financial Distress Patterns Using a Neural Network Tool[J]. *Financial Management*,1993,22(3).
- [22]Ross. Westerfield Jordan. *Finacial reporting and Statement analysis, A strategic perspective*[M], Dryden Press,1999.
- [23]Rahman, M. Predicting Firms' Financial Distress: An Empirical Analysis Using the F-Score Model[J].*Journal of Risk and Financial Management*,2021,14(5):199.
- [24]Sudarsanam S ,Lai J .Corporate Financial Distress and Turnaround Strategies: An Empirical Analysis[J].*British Journal of Management*,2001,12(3):183-199.
- [25]Whitaker,R. B. The early stages of financial distress [J].*Journal of economics and finance*,1999,23(2):123-132.

- [26] 毕金玲. 关于上市公司财务困境原因的思考[J]. 内蒙古科技与经济, 2006, (19):95-96.
- [27] 晁静, 高建来. 导致企业财务危机的非财务因素探讨[J]. 会计之友, 2011, (05):50-51.
- [28] 戴德明, 邓璠. 亏损企业经营业绩改善措施及有效性研究——以上市公司为例[J]. 管理世界, 2007(07):129-135.
- [29] 董保国. 我国上市公司财务困境恢复影响因素研究[D]. 厦门大学, 2009.
- [30] 董影, 张超慧. 拉夏贝尔退市原因分析[J]. 现代商业, 2023, (01):121-124.
- [31] 董南雁, 贾宗武, 张俊瑞. 财务困境类公司资产结构的价值相关性研究[J]. 统计与信息论坛, 2012, 27(05):60-65.
- [32] 丁季. 基于功效系数法的海澜之家财务风险预警体系研究[D]. 扬州大学, 2023. 002464.
- [33] 高梦捷. 公司战略、高管激励与财务困境[J]. 财经问题研究, 2018(3):101-108.
- [34] 谷祺, 刘淑莲. 财务危机企业投资行为分析与对策[J]. 会计研究, 1999(10):3-5.
- [35] 贺小刚, 朱丽娜, 杨婵, 王博霖. 经营困境下的企业变革:“穷则思变”假说检验[J]. 中国工业经济, 2017(1):135-154.
- [36] 季伟伟, 陈志斌, 赵燕. 货币政策与企业财务风险变化[J]. 上海经济研究, 2014(05):27-37.
- [37] 江润恬, 吴艳, 金鹏, 沈雷. 新冠疫情对服装零售业的影响及发展趋势预测[J]. 毛纺科技, 2020, 48(12):98-102.
- [38] 李秉成, 王秋艳, 凌暄. 企业财务五状态预测模型研究——《五状态财务困境预测模型》导读[J]. 财会通讯, 2020(3):10-12+120.
- [39] 刘谋荣. 多元化扩张下的财务危机研究[D]. 江西财经大学, 2021. 000833.
- [40] 刘又萌. 内部控制缺陷与公司财务危机[J]. 财会通讯, 2021(04):142-145.
- [41] 刘璐. LN公司财务困境案例研究[D]. 沈阳理工大学, 2022. 000210.
- [42] 刘高焕. 服装零售业财务困境问题研究[D]. 河南大学, 2021. 002052.

- [43]李丽君,刘杰,孙世敏.供应链视角下企业财务困境传递及控制问题研究[J].中国管理科学,2016,24(6):46-51.
- [44]梁墨,李鸿翔,张顺明.基于ST预测的财务困境测度与股票横截面收益[J].中国管理科学,2022(4):1-11.
- [45]罗琦,罗洪鑫.代理问题、财务困境与投资——现金流敏感度[J].审计与经济研究,2017,32(5):52-61.
- [46]雒莲.我国服装企业战略选择分析研究——以拉夏贝尔为例[J].老字号品牌营销,2023,(12):120-122.
- [47]李政,郑润明.公司财务困境、分析师预测与盈余管理相关性研究[J].中国注册会计师,2017(11):43-48+3.
- [48]吕长江,赵岩.上市公司财务状况分类研究[J].会计研究,2004,(11):53-61+97.
- [49]麦海燕,闫芳娟.部分上市公司财务困境的成因及对策建议[J].财务与会计,2021(19):78-79.
- [50]马劝.多品牌战略视角下拉夏贝尔企业财务困境研究[D].安徽财经大学,2023.000174.
- [51]马广奇,张芹,邢战雷.乐视资金链断裂:企业财务危机的案例分析[J].经济与管理,2017,31(05):88-92.
- [52]牟潇肃.海澜之家轻资产运营模式下的财务绩效研究[D].青岛科技大学,2022.000323.
- [53]牛蕾,刘强.疫情下传统行业盈利能力分析——以服装行业为例[J].新理财(政府理财),2023,(01):37-39.
- [54]冉渝,李秉成.货币政策、过度投资与财务困境[J].财会通讯,2017(3):3-7.
- [55]石晶,杨丽.CEO风险偏好、财务困境与企业违规[J].财经理论与实践,2021,42(4):66-73.
- [56]唐建新,郭寒.内部治理对财务困境预测的影响研究——基于中国制造业上市公司的经验证据[J].郑州大学学报(哲学社会科学版),2018,51(1):52-58.

- [57] 王永林. 基于财务报表分析的海澜之家财务战略研究[D]. 四川师范大学, 2021. 000466.
- [58] 王佳星, 刘淑莲. 专用资产、财务困境与并购标的概率[J]. 会计研究, 2020(3):95-109.
- [59] 王明虎, 章铁生. 资本结构波动、利率市场化和企业财务困境[J]. 审计与经济研究, 2016, 31(5):81-90.
- [60] 王珏辉. 多品牌扩张战略引发的财务困境研究[D]. 内蒙古财经大学, 2022. 000042.
- [61] 王昱, 杨珊珊. 考虑多维效率的上市公司财务困境预警研究[J]. 中国管理科学, 2021, 29(2):32-41.
- [62] 王竹泉, 张晓涵. 资金供求关系视角下的财务困境预警研究[J]. 会计与经济研究, 2021, 35(6):21-36.
- [63] 吴虹雁, 沙俊, 许未. ST 上市公司财务脱困测度指标筛选与确定[J]. 财会月刊, 2018(3):20-27.
- [64] 吴星泽, 刘赛. 高成长企业崩塌式财务困境之谜——基于“二力四象限”模型的案例研究[J]. 财会通讯, 2021(24):72-76+95.
- [65] 姚珊珊, 沈中华. 政治关联、银行关系与财务困境恢复——基于中国 ST 上市公司的经验研究[J]. 财经问题研究, 2016(9):77-84.
- [66] 杨懿丁. 终极控制人、公司外部治理环境与财务困境[J]. 财会通讯, 2018(3):108-112.
- [67] 余绪缨. 企业理财学[M]. 沈阳:辽宁人民出版社, 1995:23-40.
- [68] 叶文涛. 传统“Z-Score”模型与人工智能视角下的财务风险预警比较[J]. 中国乡镇企业会计, 2019, (11):62-63.
- [69] 朱雪凤. 线下线上服装零售业发展现状及趋势研究[J]. 现代商贸工业, 2020, 41(03):45-47.
- [70] 赵露. 力帆股份战略转型、核心竞争与财务困境[J]. 财会通讯, 2021(4):112-115+171.
- [71] 张涛, 钟宪军. 中小企业财务危机的成因及其对策研究[J]. 开发研究, 2010(2):3.

- [72]张洪冰. *ST 拉夏财务困境研究[D]. 吉林财经大学, 2022. 000285.
- [73]张立民, 李琰. 持续经营审计意见、公司治理和企业价值——基于财务困境公司的经验证据[J]. 审计与经济研究, 2017, 32(2):13-23.
- [74]张昊玉. 拉夏贝尔财务危机成因分析及对策研究[D]. 北京林业大学, 2021. 000841.
- [75]邹清明, 黄钟亿. 基于比例优势模型的上市公司财务困境预测研究[J]. 数理统计与管理, 2016, 35(3):536-549.

后记

欲买桂花同载酒，终不似，少年游。

我曾以为这是论文中最简单的部分，也曾想过要写很多感人肺腑的文字，现在却百感交集，不知如何下笔。如今我依然会有些不真实的感觉，多年前那个只知道打篮球的少年应该想不到，在多年后的今天，他即将完成自己硕士论文的最终篇章。

首先，感谢各位老师们的辛勤教导，你们的智慧如同灯塔照亮我求学的道路。感谢我的导师邢铭强教授，您不仅以深厚的学识和丰富的经验为我学习指明方向，更是在生活的点滴之中给予我无私的关怀与帮助，在疫情期间竭尽全力帮助我，能师从于您是我莫大的荣幸。同时也要感谢我本科期间的班主任朱泽钢教授，是您让一个刚步入大学校园的孩子认识到学习无止境，何时开始努力都不算晚。

其次，感谢我的女朋友，这是我们共同走过的第七年，感谢一路以来你的陪伴、包容和关怀，点点滴滴我都铭记在心，愿你我万事顺意；感谢我的舍友们，你们是我生活中的亲密战友，带给我力量与慰藉；感谢我的队友们，篮球场上我们互相支持，篮球场下我们彼此帮助，与你们相识是我最大的荣幸，与你们并肩作战是我人生中最难忘的经历。

最后，我要感谢我的父母，是你们给予我继续学习的勇气，给予我更好的发展空间，给予我无条件的支持。感谢你们总是拼尽全力变得无所不能，感谢你们永远做我坚实的后盾，没有你们我无法走到现在，永远爱你们。

追风赶月莫停留，平芜尽处是春山。