

多元化战略下企业价值创造研究

——基于万丰奥威 EVA 的案例分析

温晓雅

西安工程大学 陕西 西安 710048

【摘要】：本文以万丰奥威为案例，将2012年作为基准期，以2013年收购上海达克罗、2015年收购加拿大镁瑞丁和2020年收购奥地利钻石飞机为战略节点，运用经济增加值（EVA）测度2012—2025年企业价值创造，并从税后净营业利润（NOPAT）、投入资本（TC）和加权平均资本成本（WACC）三个维度解释其变动。结果显示：2013-2016年EVA快速上升，相关多元化具有较强价值创造效应；2017-2021年资本扩张快于收益释放，EVA持续回落；2022年经营收益改善带动EVA修复；2024年WACC升至9.98%，EVA首次为负，2025年随NOPAT增长恢复为正。研究表明，多元化价值效应并非由业务规模单独决定，而取决于经营收益、资本投入与资本成本的动态匹配。企业应强化资本回报约束，提高业务协同与资本配置效率。

【关键词】：多元化战略；经济增加值；企业价值创造；资本配置

DOI:10.12417/3041-0630.26.12.051

1 引言

多元化战略能够拓展企业经营边界并分散单一业务风险，但其价值效应具有不确定性。相关多元化可能通过技术、客户和供应链共享形成协同，非相关或过度多元化则可能加剧资本占用、整合成本与代理问题。^[1]从资本配置视角看，多元化并购往往具有前期资金投入大、整合周期长和收益实现滞后的特征，若新增业务回报率低于资本成本，规模扩张反而可能侵蚀企业价值。因此，评价多元化成效不能仅依据收入、利润或资产规模增长。

传统ROA、ROE等会计指标主要反映账面盈利，对权益资本机会成本和资本占用考虑不足，难以完整刻画并购扩张背景下“利润增长但价值未增”的情形。EVA以NOPAT扣除全部投入资本成本，能够从经济利润视角识别企业是否真正创造超过资本机会成本的价值。相较单纯的会计利润分析，EVA能够同时反映经营获利能力、资本占用强度和融资成本变化，更适用于观察多元化战略的价值创造及其阶段性差异。^[1]

万丰奥威先后进入环保涂覆、镁合金汽车零部件和通用航空领域，兼具相关多元化与跨行业扩张特征，且各阶段均伴随较明显的资产、债务及经营收益变化。本文以2012-2025年为观察期，围绕三次重大并购构建纵向案例，分析EVA及其驱动因素，并比较不同多元化阶段经营收益增长与资本成本扩张的匹配程度，为识别多元化扩张中的资本配置效率提供经验证据。

2 研究方法

2.1 案例选择与战略阶段划分

本文采用纵向单案例研究方法。万丰奥威在观察期内连续实施产业并购，业务边界和资本投入均发生显著变化，且从汽车产业链相关业务逐步延伸至通用航空，战略演进具有较清晰的时间节点，适合从EVA视角考察多元化战略的价值创造效应。依据重大并购事件，将战略演进划分为三个阶段（表1），并以2012年作为实施多元化前的比较基准。

表1 万丰奥威多元化战略阶段划分

阶段	时间	关键战略事件	新进入业务	多元化特征
第一阶段	2013—2014年	2013年收购上海达克罗	环保涂覆	汽车产业链相关多元化
第二阶段	2015—2019年	2015年收购加拿大镁瑞丁	镁合金汽车零部件	汽车轻量化纵向深化
第三阶段	2020—2025年	2020年收购奥地利钻石飞机	通用航空	跨行业多元化

2.2 EVA 测算模型

EVA表示企业经营收益扣除债务资本与权益资本全部机会成本后的经济利润^[1]，计算式为：

作者简介：温晓雅（2001—），女，汉族，山西省晋中市人，西安工程大学，本科，研究方向：经济分析与网络分析。

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

其中，NOPAT 为税后净营业利润，TC 为投入资本，WACC 为加权平均资本成本。

EVA>0 表示经营收益超过全部资本成本并实现价值创造；EVA=0 表示经营收益仅补偿资本机会成本；EVA<0 则表示经营收益不足以覆盖债务资本和权益资本的综合成本。该指标的核心并非衡量企业是否实现会计盈利，而是检验经营回报是否超过全部资本投入所要求的最低报酬。

2.3 税后净营业利润

为增强跨期可比性，本文依据公开财务数据对利息支出、资产减值、开发支出及递延所得税等项目进行调整：

$$NOPAT=营业利润-所得税费用+(利息支出+资产减值损失+开发支出)\times(1-所得税税率)+递延所得税负债增加额-递延所得税资产增加额。$$

调整遵循重要性、一致性和数据可获得性原则，以减少会计确认时点及非经营性项目对经营收益判断的干扰，并保证不同年度测算口径的一致性。

2.4 投入资本

投入资本反映企业经营活动实际占用且需要承担资本成本的资金，主要由权益资本和有息债务构成。本文按以下口径测算：

$$TC=所有者权益合计+资产减值准备-在建工程减值准备-在建工程净额+递延所得税负债-递延所得税资产+短期借款+交易性金融负债+一年内到期非流动负债+长期借款+应付债券+长期应付款。$$

TC 的变化用于刻画多元化扩张中的资本占用规模。与直接采用总资产相比，该口径更加聚焦实际承担资本成本的资金来源，有利于分析并购投入与后续收益释放之间的匹配关系。

2.5 加权平均资本成本

加权平均资本成本率则综合考虑权益资本成本和债务资本成本，其基本公式为：

$$加权平均资本成本=债券资本成本\times(1-企业所得税税率)\times(债务资本/总资本)+股权资本成本\times(股权资本/总资本)$$

$$股权资本成本=无风险利率+风险因子\times市场风险溢价$$

WACC 体现企业综合融资机会成本，其变化会直接改变同等经营收益条件下的资本成本负担。因此，EVA 由经营收益、资本占用和资本成本共同决定，适合用于分析多元化战略从规模扩张向价值创造转化的实际效果。

3 研究结果

3.1 EVA 总体测算结果

依据上述口径计算 2012—2025 年 NOPAT、TC、WACC 及 EVA，结果见表 2。为提高年度间比较的可解释性，本文重点观察 EVA 绝对水平及其与 NOPAT、TC 和 WACC 的同步变化，以识别经营收益增长、资本扩张和资本成本变动对价值创造的相对影响。

表 2 万丰奥威 2012—2025 年 EVA 测算结果

年份	NOPAT(亿元)	TC(亿元)	WACC(%)	EVA(亿元)
2012	3.43	22.90	8.87	1.40
2013	4.36	26.64	8.03	2.22
2014	5.19	32.75	6.65	3.01
2015	10.29	56.18	6.95	6.38
2016	11.10	65.20	6.05	7.16
2017	10.32	74.94	4.41	7.01
2018	10.74	103.32	5.19	5.38
2019	8.63	112.50	6.05	1.82
2020	8.10	126.73	5.71	0.87
2021	6.90	127.99	4.75	0.83
2022	13.39	136.03	6.66	4.32
2023	11.73	133.52	6.71	2.77
2024	12.06	135.62	9.98	-1.47
2025	17.58	143.77	9.97	3.25

总体上，万丰奥威 EVA 呈显著阶段性变化，并未随多元化程度提高而单调上升。研究期内 EVA 由 2012 年的 1.40 亿元上升至 2016 年的 7.16 亿元峰值，此后快速回落，2024 年首次转负，2025 年再度恢复为正，形成“快速提升—持续下降—阶段修复—成本冲击—恢复增长”的演变轨迹。这一轨迹说明，不同多元化阶段的价值效应具有显著异质性，不能以单一年度利润或资产扩张幅度替代价值创造判断。

2013—2014年EVA由2012年的1.40亿元升至2.22亿元和3.01亿元。2013年NOPAT增长27.04%，高于TC的16.34%，WACC由8.87%降至8.03%；2014年NOPAT继续增长且WACC降至6.65%。说明环保涂覆业务与原有汽车产业链协同较强，新增收益能够覆盖新增资本成本。该阶段的EVA改善同时受到盈利增长和资本成本下降驱动，表明相关多元化在扩张初期能够较快形成价值增量。

2015年并购加拿大镁瑞丁后，EVA升至6.38亿元，2016年达到7.16亿元；2017年后持续回落，2019年仅1.82亿元。2015年NOPAT增长98.37%，高于TC的71.54%，并购初期价值增量明显；但2018年TC增长37.86%，NOPAT仅增长4.09%，资本扩张逐步快于收益增长，价值创造效率下降。2019年NOPAT进一步降至8.63亿元且WACC回升至6.05%，经营端与资本成本端同时承压，放大了EVA的下降幅度。

2020年进入通用航空领域后，EVA由2019年的1.82亿元降至2020年的0.87亿元，2021年进一步降至0.83亿元。同期TC升至126.73亿元以上，而NOPAT连续下降。跨行业扩张形成的资本占用先于收益释放，叠加疫情及供应链冲击，资本投入与经营回报出现明显时滞。与前两次相关多元化相比，该阶段业务跨度更大，新增资本在短期内未能形成与投入规模相匹配的经营回报。

2022年NOPAT由6.90亿元增至13.39亿元，EVA回升至4.32亿元，表明前期投入开始转化为经营收益；2023年NOPAT回落至11.73亿元，EVA降至2.77亿元，价值修复仍存在波动。这说明EVA回升主要依赖经营收益改善，而资本规模仍处于高位，后续价值创造对主营业务盈利稳定性具有更强依赖。

2024年NOPAT小幅增至12.06亿元，但WACC由6.71%升至9.98%，EVA首次降至-1.47亿元；2025年NOPAT增至17.58亿元，TC仅增长约6.01%，WACC基本稳定，EVA恢复至3.25亿元。2024年的结果尤其表明，即使企业保持正向会计利润，当综合资本成本显著上升时仍可能发生经济价值损失。由此可见，在高资本存量阶段，价值创造更依赖存量资本回报和资本成本控制。

参考文献：

- [1] 彭文彬,孙健敏,尹奎.EVA在国内的研究现状与展望[J].现代管理科学,2016,(12):94-96.
- [2] 于宇.企业多元化战略动因分析[J].产业与科技论坛,2011,10(8):122-123.
- [3] 吕明.EVA考核、多元化经营与过度投资相关性分析[J].财会通讯,2016,(24):97-101.

4 讨论

研究结果表明，多元化对企业价值创造的影响取决于业务协同、资本扩张和资本成本的共同作用。2013年和2015年的相关多元化与原有汽车产业链联系较强，能够较快形成经营协同；2020年跨行业进入通用航空后，资本投入规模扩大而收益释放滞后，对资源整合与资本管理能力提出更高要求。2012—2025年TC累计增长约527.84%，高于NOPAT约411.95%和EVA约131.48%的增幅，反映出“资本投入先行、收益释放滞后”的特征。尤其是2024年，在NOPAT仍为正的情况下，WACC上升使EVA转负，说明会计盈利并不等同于经济价值创造。由此可以进一步看出，多元化战略的关键并非业务数量或资产规模本身，而在于新增资本能否形成高于资本成本的持续回报。相关多元化更容易依托既有资源形成协同，但当业务边界明显跨越原有能力体系时，企业需要承担更高的整合复杂度和资本占用压力。因而，多元化绩效评价应同时考察经营收益、投入资本和资本成本，并将EVA与ROA、ROE等指标结合，以提高战略评价的完整性。^[2]

5 结论

本文基于2012—2025年数据考察万丰奥威多元化战略的价值创造效应。研究发现：第一，相关多元化初期EVA显著提升，业务协同有助于新增收益覆盖新增资本成本；第二，2017—2021年资本扩张快于收益释放，EVA持续回落，体现资本投入与经营回报的时滞；第三，2022年后EVA虽有修复，但2024年受WACC大幅上升影响转负，表明资本成本已成为高资本存量阶段的重要约束。总体而言，多元化并不必然提升企业价值，其成效取决于NOPAT、TC与WACC的动态匹配。企业应强化资本回报约束，在并购决策中关注新增业务预期回报与资本成本的差额，在整合阶段提高技术、客户、供应链及管理资源的协同效率，并通过优化低效资本占用、债务结构和融资成本提升资本使用效率。同时，可将EVA纳入多元化战略的持续评价体系，动态识别规模扩张是否真正转化为经济价值增长。这意味着多元化不能止于并购完成，还需持续跟踪新业务的资本回报率和资金占用情况，及时识别收益释放不足或资本成本上升造成的价值侵蚀，并据此动态调整资源配置。