初赛第一阶段案例

财务分析案例

Krispy Kreme Doughnuts, Inc. （KKD）

千禧年伊始，KKD 的前景一片大好。它不仅将自己塑成一个行业偶像，还迅速成为了华尔街的新晋宠儿。在它 2000 年 4 月首次公开发行（IPO）后不到一年的时间内，它的股票市盈率达到了 62 倍。到 2003 年，《财富》杂志更将其誉为“美国最热门品牌”。它有在五年内开 500 家甜甜圈店的雄心壮志，使公司红绿相间的标识遍及全球。

但是在 2004 年末，这一片光明前景突然被蒙上阴影，**在公司做了一系列财务信息披露后，股价急剧下跌**，从 2003 年的顶峰，突然在 16 个月内降低了 80%之多。投资者和分析师开始不断探究其根本原因，但到 2005 年初，对有些问题还是没有找到答案。表 1 和表 2 提供了该公司 2000 年到 2004 年的年度财务报表。这是个健康的公司吗？究竟发生了什么事情使得它被一些人认为会步星巴克的后尘？如果每个人都喜欢甜甜圈，那么为什么对于这个著名的甜甜圈制造商，这么多投资人都在弃它而去？

公司背景

1937 年 KKD 始创于北卡罗来纳州的温斯顿塞勒姆的一个甜甜圈店，当时弗农•鲁道夫从新奥尔良的法国糕点厨师那购买了酵母甜甜圈的配方，并将甜甜圈批发给超市。在很短的时间内，鲁道夫的产品大受欢迎，他在生产甜甜圈的厂房墙上开了个窗口，直接销售给顾客——KKD 的核心零售业务就应运而生，这就是其“工厂店”的由来。到 20 世纪 50 年代末，KKD 在 12 个州开了 29 家店，其中大多是由特许商来经营的。

1973 年，鲁道夫去世后，公司被比阿特丽丝食品公司收购了，随后迅速扩张到 100 多家店，并且增加了其他产品，例如汤和三明治，并且通过改变店面外观和使用价格低廉的甜甜圈配方来降低成本。这些做法使得其业绩一落千丈，比阿特丽丝在 1980 年初就决定卖掉 KKD。

1982 年，约瑟夫•麦卡利尔带动一些 KKD 最早期的特许经销商，斥资 2 千 4 百万美元进行了杠杆收购，将甜甜圈原始配方和最初的标识又带了回来。也正是在差不多的时间，公司引入了“热甜甜圈，就是现在！”这一霓虹标识，如果顾客一看到它亮了就知道：热腾腾的甜甜圈刚刚出炉了！公司虽然在很长的一段时间内仍然举步维艰，但是到 1989 年，KKD 逐渐甩掉了债务的包袱，并且开始扩张。公司以其标志性的甜甜圈为主打，并在 1996 年增加了其品牌咖啡。在 1998 年斯科特•利文古德当选为 CEO，第二年又成为董事会主席，2000 年 4 月公司上市，成为当时最大的一宗 IPO；在 IPO 后第二天，KKD 的股价涨到$40.63，公司市值接近 5 亿美元。

公司经营

在 IPO 后，KKD 宣布了一个激进的战略，要在五年内将门店数量由 144 家增至 500 家。与此同时，公司计划扩张到全球，准备在加拿大开 32 家门店，并且在英国、墨西哥和澳大利亚还要开更多的门店。

KKD 的收入主要来源于四个主要的方面：通过公司自营的门店零售（占总收入的 27%），通过百货和零售店代销（占总收入的 40%），产品配方材料和机器设备生产和分销（占总收入的 29%），还有特许经营费和使用费收入（占总收入的 4%）。公司通过“小卫星”的理念进行扩张，即工厂店提供甜甜圈，到各个门店再重新加热后售卖。除了在原有的本土零售点之外，公司在国际市场上也是采取这个策略进行业务的扩展。

“店内”销售：每个工厂店都允许顾客亲眼看到甜甜圈的生产过程；KKD 特有的机器设备与甜甜圈参观区共同组成了“甜甜圈剧院”。用这种方法，KKD 尝试区别于其竞争对手的营销方式，不仅仅提供产品，而且给消费者提供一种体验。每个工厂店每天能生产 4000 打到 10000 打甜甜圈，用以“店内”以及“店外”销售。

“店外”销售：大约 60%的“店外”销售都是通过食杂店，放在货架上进行销售的。剩下的都通过便利店进行销售（还有很少的一部分是通过其他商家贴牌销售）。公司拥有一支货车队，给“店外”销售运送货物。

生产和分销：KKD 生产与分销部给每个公司自营以及特许经营的工厂店提供专有的甜甜圈配方材料和生产设备。这种纵向一体化的模式使得公司在全系统内能够保持质量控制和产品的一致性。公司统一管理配方材料和生产设备，并且每 3 个月向所有系统内的门店提供一次指导服务。所有的特许商都必须从 KKD 采购配方材料和设备。KKD 生产与分销部还管理着公司的咖啡豆烘焙环节，负责向每个公司自营以及特许门店供应自有品牌的滴漏式咖啡。

特许经营费和特许权使用费：缴纳了首次的特许经营费和每年的特许权使用费后，特许商们能够接受到 KKD 在运营、广告和市场营销、会计、以及其他管理信息系统等方面提供的帮助。2000 年 IPO 之前加盟的特许商们还被认定为“合作者”，他们都很有代表性地分布在公司的发源地——美国的东南部。合作者不负责开新门店。而新加盟的特许商们被称为“区域开发者”，他们负责打入有潜力的市场，开拓新的销售点。区域开发者们通常要缴纳 2 万到 5 万美元的特许经营费和每年 4.5%到 6%的特许权使用费。特许商们还需每年缴纳销售收入的 1%作为全公司的广告基金。

每个 KKD 门店大约 60%的销售额都来自于其标志性产品甜甜圈。这与其最大的竞争对手 Dunkin’ Donuts 大部分销售额来自咖啡截然不同。

KKD 神话的终结

2004 年 5 月 7 日，作为一个公开上市公司，它首次对外宣布负面的报告。公司通知投资者收益比预期要降低 10%，原因是最近美国的“低卡饮食潮流”极大地影响了其批发和零售业务。公司同时

宣布停止运营在2003年1月斥资4千万美元股权收购的拥有28家连锁烘焙咖啡店的Montana Mills，而且还要在第一季度中记入3500万到4000万美元的费用。此外，KKD还表示，新开的热甜甜圈和咖啡店由于经营不及预期，计划关闭其中三家（导致700万到800万美元的费用要入账）。随即，KKD的股价下跌30%，每股仅$22.51。

5月25日，华尔街日报发表了一篇文章，讲述了KKD特许权收购采用激进的会计处理方法的问题。文章称，在2003年，KKD就开始与一个位于密歇根州的拥有7个门店的连锁企业洽谈特许权收购事宜。特许商欠这个公司设备、配方、特许经营费共计几百万美元。作为协议的一部分，KKD要求特许商关闭了两个经营不善的门店，并且付给KKD过期未还的贷款应付利息。而作为回报，KKD答应提高特许权的收购价格。

根据华尔街日报上的文章所述，KKD将特许商所付的这些利息记为利息收入，并且因此提高了利润；然而，KKD将特许权的收购成本记为无形资产，记录在购回的特许经营权项目下，并且不予以摊销。KKD还允许那个密歇根连锁公司的最高执行官在收购后继续公司留任，然而就在收购完成后不久，他就离职了。而基于离职合同，KKD 还要付给这个最高执行官500万美元，这笔费用KKD同样处理为购回的特许经营权，记录在不予以摊销的资产目录下。

对于这些做法，KKD否认有任何错误，坚称特许权收购的会计处理完全符合通用会计准则(GAAP)。然而在7月29日，美国证券交易委员会发布信息称将对“特许经营权购回及公司发布的盈余降低的指导意见”做出了非正式调查。观察者们开始对此持怀疑态度。“KKD对特许经营权收购的会计处理是我们所见过最为激进的，”一位当时的分析师说道。“我们调查了18家进行特许经营的上市公司，其中有4家有购回的特许经营权，并且他们都对之进行了摊销，这很明显是正确的做法。”在此前三年中，KKD共将1亿7450万美元的购回的特许经营权记入无形资产，并且没有进行摊销。证券交易委员会公告日当天，KKD的股价又降低了15%，每股$15.71。

证券分析师的反应

在令人振奋的2001年，80%的证券分析师都推荐“买入”KKD的股票，但从那时起，关于这个公司的传统智慧就开始变化了。一直到2004年5月华尔街日报发表关于KKD购回特许经营权会计处理的文章时，只有25%的分析师推荐“买入”，而50%的分析师将其降格为推荐“继续持有”。到2004年下半年，KKD的问题继续升级，分析师们对它的股票就更加悲观了。

随着关于SEC的调查以及KKD其他管理问题的头条持续曝出（例如，KKD的首席运营官在2004年8月16日卸任），观察者们对KKD基本经营做出更加苛刻的评论。9月份，华尔街日报发表一篇文章聚焦KKD的发展：

分析师	评论	日期
约翰•伊万科	除盈余重述之外，我们相信许多根本性的问题仍然存在，与“低卡饮食”的影响无	2004年7月24日

J.P.摩根证券分析师	关。新店数量减少表示投资模式的恶化，我们认为它重新调整门店发展合约，缩小门店规模，降低设备费用和卖给特许商配方的价格是非常有必要的。	
乔纳森 M•韦特， 克班资本市场分析师	我们认为 KKD 面临的挑战，包括利润缩水，回报率降低，SEC 调查，以及产品饱和，这些负面影响目前已经超过其利好的因素。此外，KKD 股票交易价格是 05 年的盈余的 16.6 倍，但其增长率仅为 15%，因此我们认为 KKD 股票应该推荐为“继续持有”。	2004 年 10 月 12 日
约翰 S•格拉斯， CIBC 国际市场分析师	KKD 的资产负债表在过去两年中因为记入外购商誉的原因夸大了资产，而这部分商誉本应该摊销掉。因此 KKD 的资本回报率由两年前在进行这些收购之前的 18%降为 10%。我们认为它应该降低资产的账面值，包括消除掉 1 亿 7 千多万美元的“购回的特许经营权”，这才是向正确的方向迈出的第一步。	2004 年 11 月 8 日
格兰 M•格尔德， 美盛	我们认为，KKD 的管理层不像以前那么关注经营了。结果是，自 2000 年起，公司门店数量翻了 3 倍，但是在很差的地点开了太多家门店。除此之外，我们认为特许商们没有受到关于“店外”经营的正常培训。因此，我们认为许多门店都在“店外”业务中赔钱，特许商们也因此不愿意再发展这一业务。而且看起来 KKD 公司及其特许经营系统中严重缺乏基本的管理运营、执行及成本控制，造成效率低下的状况。	2004 年 11 月 23 日

KKD 最大的问题是增长太快，为了吸引华尔街的青睐，他们通过太多的网点销售甜甜圈，这其实冲淡了他们的光辉形象。2000 年开始，KKD 的门店数量翻了 3 倍，增加到 427 家店，遍布 45 个州和 4 个其他国家。还有 2 万个超市、便利店、卡车停车场、以及其他“店外”销售点也在卖他们的甜甜圈。

另外一个问题是 KKD 的利润过多地依赖于销售给每个新开门店的特许商们高价格的设备，而且每个特许商都必须预先缴纳这笔钱，所以 KKD 的利润就和特许经营的店面数量的增长密不可分。

2004 年 9 月，KKD 宣布将当年新开门店的数量从早前宣布的 120 家减少 60 为家左右。

重述公告

2005 年 4 月，KKD 董事局宣布公司之前发布的 2004 财务年度报表应予以重述，以“改正一些错误”。董事局决定对“一些特许经营权收购的会计处理”进行调整，此举将降低 2004 财务年度税前利润 620 万到 810 万美元。公司还将重述 2005 财务年度第一和第二季度的财务报表。

KKD 还决定将财务报告的发布推迟到 SEC 的调查和公司内部调查都结束之后。然而如果在 2005 年 1 月 14 日之前公司不能把财务报表提供给债权人，就会造成拖欠 1 亿 5 千万美元的信用透支。一旦出现拖欠，KKD 的银行就有权终止信用透支，并立即催缴任何未付清的欠款。不能及时发布财务报告还有使 KKD 被纽约证券交易所（NYSE）退市的风险。这一决定公布后第二天，KKD 的股价就降到了 $10 以下。

但大部分的分析师都认为 KKD 的债权人会对它的信用透支拖欠给予豁免，而几乎没有人真正认为 KKD 有被 NYSE 退市的风险。KKD 董事局的公告，仅仅是对公司提出了更多亟待解决的问题。自 2003 年 8 月份起，公司市值至少蒸发掉了将近 25 亿美元。

问题：

1. 公司的市值降低完全是公司对特许经营权的会计处理方法被曝光造成的吗？

2. KKD 还有什么深层次的问题值得我们剖析吗？

表 1：收益表

	（千美元）					季度截止日			
	2000-1-30	2001-1-28	2002-2-3	2003-2-2	2004-2-1	2003-5-5	2004-5-2	2003-8-3	2004-8-1
总收入	220,243	300,715	394,354	491,549	665,592	148,660	184,356	159,176	177,448
营业费用	190,003	250,690	316,946	381,489	507,396	112,480	141,383	120,573	145,633
总务及管理费用	14,856	20,061	27,562	28,897	36,912	8,902	10,664	9,060	11,845
折旧及摊销	4,546	6,457	7,959	12,271	19,723	4,101	6,130	4,536	6,328
仲裁裁决				9,075	(525)	(525)			
资产减值							7,543		1,802
经营收益	10,838	23,507	41,887	59,817	102,086	23,702	18,636	25,007	11,840
利息收益	293	2,325	2,980	1,966	921	227	176	205	226
利息费用	(1,525)	(607)	(337)	(1,781)	(4,409)	(866)	(1,433)	(997)	(1,366)
在合资企业中的股权损失		（706）	（602）	（2,008）	(1,836)	(694)	(575)	(802)	(399)
少数股东		（716）	（1,147）	(2,287)	(2,072)	(616)	(126)	(616)	267

权益									
其他费用		(20)	(235)	(934)	(13)	(25)	(156)	(343)	114
税前收益	9,606	23,783	42,546	54,773	94,677	21,728	16,522	22,454	10,682
备付所得税	3,650	9,058	16,168	21,295	37,590	8,588	6,675	9,014	4,438
已终止经营的业务							34,285	439	480
净收益	5,956	14,725	26,378	33,478	57,087	13,140	(24,438)	13,001	5,764
摊薄每股收益	0.15	0.27	0.45	0.56	0.92	0.22	(0.38)	0.21	0.09
股票价格		16.22	39.85	30.41	35.64				
股票数量(百万)	39.7	54.5	58.6	59.8	62.1	60.7	63.6	62.1	63.4

表 2：资产负债表

千美元	财务年度截止日				季度截止日		
	2000 1-30	2001 1-28	2002 2-3	2003 2-2	2004 2-1	2004 5-2	2004 8-1
资产							
流动资产							
现金及现金等价物	3,183	7,026	21,904	32,203	20,300	13,715	19,309
短期投资		18,103	15,292	22,976			
应收账款	17,965	19,855	26,894	34,373	45,283	47,434	44,329
应收账款—附属公司	1,608	2,599	9,017	11,062	20,482	20,740	19,933
其他应收账款	794	2,279	2,771	884	2,363	3,169	4,868
应收票据—附属公司					458	4,404	5,440
库存商品	9,979	12,031	16,159	24,365	28,573	32,974	33,076
预付费用	3,148	1,909	2,591	3,478	5,399	4,675	6,749
可退所得税款	861		2,534	1,963	7,946	7,449	8,139
递延所得税	3,500	3,809	4,607	9,824	6,453	13,280	20,005
待售资产					36,856	3,374	3,325
流动资产总额	**41,038**	**67,611**	**101,769**	**141,128**	**174,113**	**151,214**	**165,173**

固定资产							
物业及设备（净值）	60,584	78,340	112,577	202,558	281,103	301,160	297,154
递延所得税	1,398						
长期投资		17,877	12,700	4,344			
长期应收票据-附属企业				1,000	7,609	2,988	2,925
在非合并的合资企业中的投资		2,827	3,400	6,871	12,426	10,728	9,921
购回的特许经营权，商誉，其他无形资产			16,621	49,354	175,957	176,078	176,045
其他资产	1,938	4,838	8,309	5,232	9,456	12,315	10,390
资产总额	**104,958**	**171,493**	**255,376**	**410,487**	**660,664**	**654,483**	**661,608**

千美元	**财务年度截止日**				**季度截止日**		
	2000 1-30	**2001 1-28**	**2002 2-3**	**2003 2-2**	**2004 2-1**	**2004 5-2**	**2004 8-1**
负债及所有者权益							
流动负债							
应付账款	13,106	8,211	12,095	14,055	18,784	18,866	18,817
银行透支		5,147	9,107	11,375	8,123	12,670	13,107
应计费用	14,080	21,243	26,729	20,981	23,744	27,107	32,249
仲裁裁决				9,075			
循环信用额度		3,526	3,871				
本年到期的长期债务	2,400		731	3,301	2,842	4,663	5,566
短期债务				900			
应付税款		41					
流动负债总额	**29,586**	**38,168**	**52,533**	**59,687**	**53,493**	**63,306**	**69,739**
递延所得税		579	3,930	9,849	6,374	16,468	25,564
未付的补偿款	990	1,106					
循环信用额度				7,288	87,000	72,000	62,000
长期债务	20,502		3,912	49,900	48,056	58,469	50,135
应计重组费用	4,259	3,109					
其他长期债务	1,866	1,735	4,843	5,218	11,211	10,774	12,078
长期负债总额	**27,617**	**6,529**	**12,685**	**72,255**	**152,641**	**157,711**	**149,777**

少数股东权益		1,117	2,491	5,193	2,323	2,815	2,593
所有者权益							
普通股，301,000 股	4,670	85,060	121,052	173,112	294,477	296,812	299,865
实收资本	10,805						
未收回的补偿款		(188)	(186)	(119)	(62)	(47)	(31)
应收票据，员工	(2,547)	(2,349)	(2,580)	(558)	(383)	(383)	(383)
其他累计全面收益（损失）		609	456	(1,486)	(1,315)	(783)	(768)
留存收益	34,827	42,547	68,925	102,403	159,490	135,052	140,816
所有者权益总额	**47,755**	**125,679**	**187,667**	**273,352**	**452,207**	**430,651**	**439,499**
负债及所有者权益总额	**104,958**	**171,493**	**255,376**	**410,487**	**660,664**	**654,483**	**661,608**

附：初赛第一阶段案例评分点

评分点			
分析能力	**分析方法**	**创新性**	**写作的规范性**
准确发现问题，深刻分析问题，分析思路清晰，分析内容全面深入，逻辑严谨。	能够选取恰当的分析方法及理论分析解决问题。	具备分析问题的独特视角	写作规范、文风平实、措辞恰当，逻辑严谨。
最高分值 40 分	**最高分值 30 分**	**最高分值 20 分**	**最高分值 10 分**