

分类号 _____
U D C _____

密级 _____
编号 10741



硕士学位论文

(专业学位)

论文题目 全产业链商业模式下恒华科技财务战略研究

研究生姓名: 俞慧

指导教师姓名、职称: 袁有赋 副教授 郑云鹏 高级会计师

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: 2023年6月19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： 俞慧 签字日期： 2023.6.2

导师签名： 袁有斌 签字日期： 2023.6.5

导师(校外)签名： 郝云鹏 签字日期： 2023年6月12日

关于论文使用授权的说明

本人完全了解学校关于保留、使用学位论文的各项规定，同意（选择“同意”/“不同意”）以下事项：

1.学校有权保留本论文的复印件和磁盘，允许论文被查阅和借阅，可以采用影印、缩印或扫描等复制手段保存、汇编学位论文；

2.学校有权将本人的学位论文提交至清华大学“中国学术期刊（光盘版）电子杂志社”用于出版和编入CNKI《中国知识资源总库》或其他同类数据库，传播本学位论文的全部或部分内容。

学位论文作者签名： 俞慧 签字日期： 2023.6.2

导师签名： 袁有斌 签字日期： 2023.6.5

导师(校外)签名： 郝云鹏 签字日期： 2023年6月12日

Research on the financial strategy of Henghua Technology under the whole industry chain business model

Candidate : Yu Hui

Supervisor: Yuan Youfu Zheng Yunpeng

摘 要

随着信息化水平的不断提高,软件作为新时代信息运输的重要载体,其更新换代的速度越来越快,软件行业竞争愈演愈烈。近年来,企业为了节约运营成本,提升市场地位,全产业链商业模式开始盛行,但许多软件企业仍然面临着来自国内外巨大的挑战与考验,企业面临适应市场激烈竞争的发展战略调整,在企业的整体发展战略中核心和关键是财务战略,缺乏有效的财务战略将使企业失去全面发展的机会,丧失行业地位,制约企业的可持续发展。因此,如何制定或者优化软件企业的财务战略成为当前软件企业急需解决的问题。

本文选择恒华科技作为案例企业,运用案例研究法对恒华科技全产业链模式下的财务战略进行深入研究。首先,本文通过对财务战略国内外研究现状的梳理,深入思考并总结学者对于全产业链商业模式下财务战略的研究内容,并结合恒华科技的全产业链实施概况,全面分析在全产业链模式下公司的财务战略,包括投资战略、融资战略、营运战略以及股利分配战略。其次,分析案例企业在全产业链商业模式下财务战略实施效果,分别运用财务绩效、非财务绩效以及财务战略矩阵三种分析方法,综合评价财务战略的效果,财务绩效包括盈利能力、营运能力、偿债能力、成长能力;非财务绩效包括研发能力和市场占有率;再次,构建财务战略矩阵,分别从 EVA 和可持续发展角度进行分析。最后通过对案例企业全产业链模式下财务战略实施效果分析,指出全产业链模式下恒华科技财务战略存在的问题,并有针对性地提出了优化全产业链商业模式下财务战略的建议。

通过研究得出:恒华科技在全产业链下所实施的财务战略在一定程度上提升了恒华科技的企业绩效,但同时也存在投资扩张速度过快、资本结构有待优化、股利分配政策单一、资产周转速度慢、现金流不稳定等问题,应当在实施全产业链过程中通过改善投资结构、完善企业各项管理制度、实行多元化股利分配政策等措施优化财务战略,提升企业的可持续发展能力。

关键词: 恒华科技 全产业链 财务战略

Abstract

Software, as a key conduit of information in this new age, is seeing its replacement rate rapidly increase and the competition in the software industry is intensifying due to the continual advancement of information technology. The entire industry-chain business model has come to dominate in recent times, in order to reduce operational expenses and bolster market standing; however, numerous software firms remain confronted with immense difficulties and examinations from both their homeland and overseas. Enterprises must adjust their development strategy to the intense rivalry in the market, with financial strategy being the essential element of their overall strategy. The lack of effective financial strategy will make the enterprise lose the opportunity for comprehensive development and the industry status, restrict the sustainable development of the enterprise. An urgent issue for software enterprises is now how to formulate or maximize their financial strategy.

This paper delves deeply into the research content of scholars on financial strategy within the framework of the entire industry chain, by analyzing the current state of financial strategy research both domestically and abroad, and comprehensively analyzes the company's financial strategy under the whole industry chain mode based on the implementation overview of the whole industry chain of Henghua Technology, including strategy of investment, financing, operation, and

dividend distribution - all of these are included. An exhaustive evaluation of the financial strategy's effect on the case enterprise's business model across the entire industry chain is conducted by utilizing three analysis methods: financial performance, non-financial performance, and financial strategy matrix. The profitability, operating capacity, solvency and expansion aptitude of a financial performance are all taken into account. Non-financial performance includes R&D capabilities and market share. Third, a financial strategy matrix is constructed and analyzed from the perspectives of EVA and sustainable development. The financial strategy of Henghua Technology, under the whole industry chain mode of the case enterprise, is analyzed to determine its implementation effect. Problems present in this strategy are highlighted and suggestions for optimizing it under the business model of the entire industry chain are proposed.

Through research, it is concluded that the financial strategy implemented by Henghua Technology under the whole industry chain has improved the corporate performance of Henghua Technology to a certain extent, but at the same time, there are problems such as excessive investment expansion, capital structure to be optimized, single dividend distribution policy, slow asset turnover, and unstable cash flow, etc. In the process of implementing the whole industry chain, the financial strategy should be optimized by improving the investment structure, improving

the management system of the enterprise, implementing diversified dividend distribution policies and other measures to enhance the sustainable development ability of the enterprise.

Key words: Henghua Technology; The whole industry chain; Financial Strategy

目 录

1 绪论	1
1.1 研究背景.....	1
1.2 研究目的及意义.....	2
1.2.1 研究目的.....	2
1.2.2 研究意义.....	2
1.3 研究内容与方法.....	3
1.3.1 研究内容.....	3
1.3.2 研究方法.....	3
1.4 国内外研究现状.....	6
1.4.1 全产业链研究.....	6
1.4.2 财务战略研究.....	7
1.4.3 财务战略评价方法研究.....	9
1.4.4 商业模式与财务战略关系研究.....	10
1.5 文献述评.....	11
2 相关概念及理论基础	12
2.1 相关概念.....	12
2.1.1 全产业链.....	12
2.1.2 财务战略.....	12
2.1.3 财务战略矩阵.....	12
2.2 理论基础.....	13
2.2.1 财务战略理论.....	13
2.2.2 交易成本理论.....	13
2.2.3 价值创造理论.....	14
2.2.4 可持续发展理论.....	14
3 恒华科技案例介绍	16
3.1 恒华科技简介.....	16

3.2 恒华科技全产业链模式实施动因	16
3.2.1 恒华科技 SWOT 分析	16
3.2.2 恒华科技实施全产业链模式的驱动因素	19
3.3 恒华科技全产业链模式实施概况	20
3.3.1 扩展上下游产业链	20
3.3.2 提高全产业链的智能技术水平	20
3.3.3 将本企业的产业链与客户的产业链融为一体	20
3.3.4 根据全产业链布局财务战略	21
3.4 恒华科技全产业链模式下财务战略现状	21
3.4.1 投资战略	21
3.4.2 融资战略	25
3.4.3 股利分配战略	26
3.4.4 营运战略	28
4 全产业链模式下恒华科技财务战略实施效果	31
4.1 财务绩效分析	31
4.1.1 盈利能力	31
4.1.2 偿债能力	33
4.1.3 营运能力	34
4.1.4 成长能力	35
4.2 非财务绩效分析	37
4.2.1 研发能力	37
4.2.2 市场占有率	38
4.3 财务战略矩阵分析	39
4.3.1 横轴分析	39
4.3.2 纵轴分析	40
4.3.3 财务战略矩阵综合分析	46
5 全产业链模式下恒华科技财务战略存在的问题及优化策略	48
5.1 恒华科技财务战略存在的问题	48

5.1.1 投资扩张速度过快，投资收益率低	48
5.1.2 资本结构有待优化，长期债务比例低	48
5.1.3 股利分配政策单一，不利于全产业链发展	49
5.1.4 资产周转速度慢，现金流不稳定	50
5.2 恒华科技财务战略优化策略	50
5.2.1 优化投资结构，加大有效投资	50
5.2.2 合理增加股权融资，实现债权与股权相对平衡	51
5.2.3 实施多元化股利分配政策	52
5.2.4 完善应收账款回收政策，保持稳定现金流	53
6 研究结论与展望	54
6.1 研究结论	54
6.2 研究展望	54
参考文献	56
后 记	60

1 绪 论

1.1 研究背景

当前，资源紧缺使得市场竞争态势加剧，企业之间的较量不再局限于原始简单的破坏性倾轧，转变得更加全面、复杂。单一市场和业务的竞争已经不能满足企业的发展需要，企业急需更加高层次、全方位的战略规划。随着竞争逐步扩大到整个产业链，企业愈加重视全产业链的整合活动，一些企业开始布局全产业链，以帮助企业更好地应对市场的变化、扩大市场规模、降低成本。要进一步提升企业的市场地位，全产业链的商业模式势在必行。实施这种商业模式，必须把握好财务战略这个关键，财务状况是公司经营表现的具象反映，实施好财务战略，将会促进商业模式的转变，更加有力地调整企业资金活动，财务战略以精准的视角成为连接企业战略和具体经营业务的独特纽带。因此，如何在市场形势与公司环境的双重限定下决策出正确的商业模式，以及制定什么样的财务战略去配合商业模式实施达到目标最优，是企业当前升级转型的破题关键。

近年来，软件行业在我国市场上越来越活跃，习近平总书记强调软件行业需要拥有核心技术，着重加强关键软件的开发与应用，进一步推动软件产业化、集成化发展，促进软件行业发挥出技术创新能力。随着行业的快速发展，行业缺乏创新能力，行业内企业业务大多集中于单一产品研发模式，市场占有率低，软件企业发展受阻，2014年以来众多软件企业纷纷进行转型升级，通过实施全产业链一体化布局来寻找新的发展路径，全产业链布局开始盛行。

恒华科技是全国首家配售电全产业链供应商，自成立以来一直致力于寻找适合本企业的商业模式，随着经济环境的变化以及企业的持续发展，该公司成功研发配售电一体化平台，并融合产业链上下游资源形成以设计、运维、营销的全产业链一体化商业模式，且公司在互联网转型之下不断进行横向扩张，借助电力改革的东风，将公司业务从发电侧拓展至配售电侧。因此，在全产业链商业模式驱动下研究如何有效配合实施财务战略以助力企业转型，提升企业价值是有意义的。此外，文献资料表明，全产业链下财务战略的研究大多集中于食品和农业，而对于软件行业的研究少之又少。本文选择恒华科技这一具有代表性的软件公司，通

通过分析其全产业链商业模式下的财务战略实施效果，找到其存在的问题，提升财务管理能力，实现长期稳定发展并为同行业的其他企业提供一定的借鉴价值。

1.2 研究目的及意义

1.2.1 研究目的

企业通过全产业链来扩大市场规模、获得客户资源，以在竞争愈发激烈的市场环境中谋求生存之机。软件行业具有科技含量高、高附加值的特点，与传统产业相结合，能够提升传统产业的价值创造能力，也是经济发展的重要环节。因此，对该行业在转型中财务战略的研究非常有意义。本文选择软件行业具有一定代表性的恒华科技作为研究对象，以全产业链商业模式为切入点，探究财务战略的实施过程和效果，并对进一步完善财务战略提出相应的建议，旨在提高企业的竞争力，为相关企业的全产业链商业模式下财务战略的实施提供参考。

1.2.2 研究意义

（1）理论意义

自全产业链商业模式被提出以后，受到了学术界的广泛关注，学术界对全产业链商业模式的研究较为成熟，但是在全产业链之下研究财务战略的较少，缺乏软件企业在全产业链下财务战略实施的系统研究。随着经济的不断发展，实践需要与时俱进的理论来指导。通过国内外学者对全产业链商业模式与财务战略的相关研究，本文结合具体的案例，从全产业链商业模式视角出发，分析软件企业的财务战略实施效果，以便对软件行业关于全产业链商业模式的实施做出参考，从而丰富全产业链商业模式的相关研究。

（2）现实意义

当前，外部环境日趋严峻，企业经营效率下降，价值创造和可持续发展能力有待提升。实施全产业链商业模式，能够整合各方资源，实现有限资源的高效利用，进一步扩大企业业务规模。但同时也有弊端，如企业不能有效控制、资金风险大等，所以企业要根据自身的发展现状来进行选择合理的财务战略以助力全产

业链商业模式的实施。面对新的经济环境和政治环境，作为软件公司，恒华科技结合国家“碳达峰”“碳中和”以及“数字经济”的重大机遇，将能源与互联网紧密结合，以全产业链为出发点，分析公司全产业链商业模式实施的动因和过程，继而分析在全产业链模式下财务战略的实施效果，提出改进建议，助力软件公司转型升级，也为实施全产业链商业模式的企业提供借鉴。

1.3 研究内容与方法

1.3.1 研究内容

本文共分六个部分，主要内容如下：

第一部分：绪论。本章主要阐述本文的研究背景、目的及意义，通过归纳总结国内外学者对于全产业链、财务战略相关观点，包括全产业链相关研究、财务战略相关研究、财务战略评价方法相关研究以及商业模式与财务战略关系的相关研究，最后提出文章研究的主要内容以及研究方法；

第二部分：相关概念及基本理论。本章首先介绍全产业链和财务战略的相关概念，其次是理论基础，包括财务战略理论、交易成本理论、价值创造理论、可持续发展理论；

第三部分：案例介绍。包括公司简介、全产业链商业模式的实施动因、全产业链商业模式的实施概况以及全产业链模式下财务战略的分析；

第四部分：全产业链商业模式下恒华科技财务战略实施效果评价。具体从财务绩效、非财务绩效、财务战略矩阵对全产业链下财务战略的实施效果进行综合评价；

第五部分：全产业链商业模式下恒华科技财务战略存在的问题及优化策略。结合案例分析发现恒华科技财务战略中存在的问题并提出优化建议；

第六部分：结论与展望。通过前述分析，本章得出全产业链下恒华科技财务战略的研究结论，并对研究做出展望。

1.3.2 研究方法

文章主要以理论结合实际出发,对于全产业链商业模式下恒华科技财务战略进行具体分析,采用的研究方法是案例分析法。通过对具体案例的研究,结合理论来分析,实践意义和可操作性都更强。案例通过对恒华科技全产业链下的财务战略进行整合分析,挖掘恒华科技全产业链模式下财务战略中存在的问题,从而找到相应的优化策略,为我国软件行业的全产业链模式提供经验借鉴。

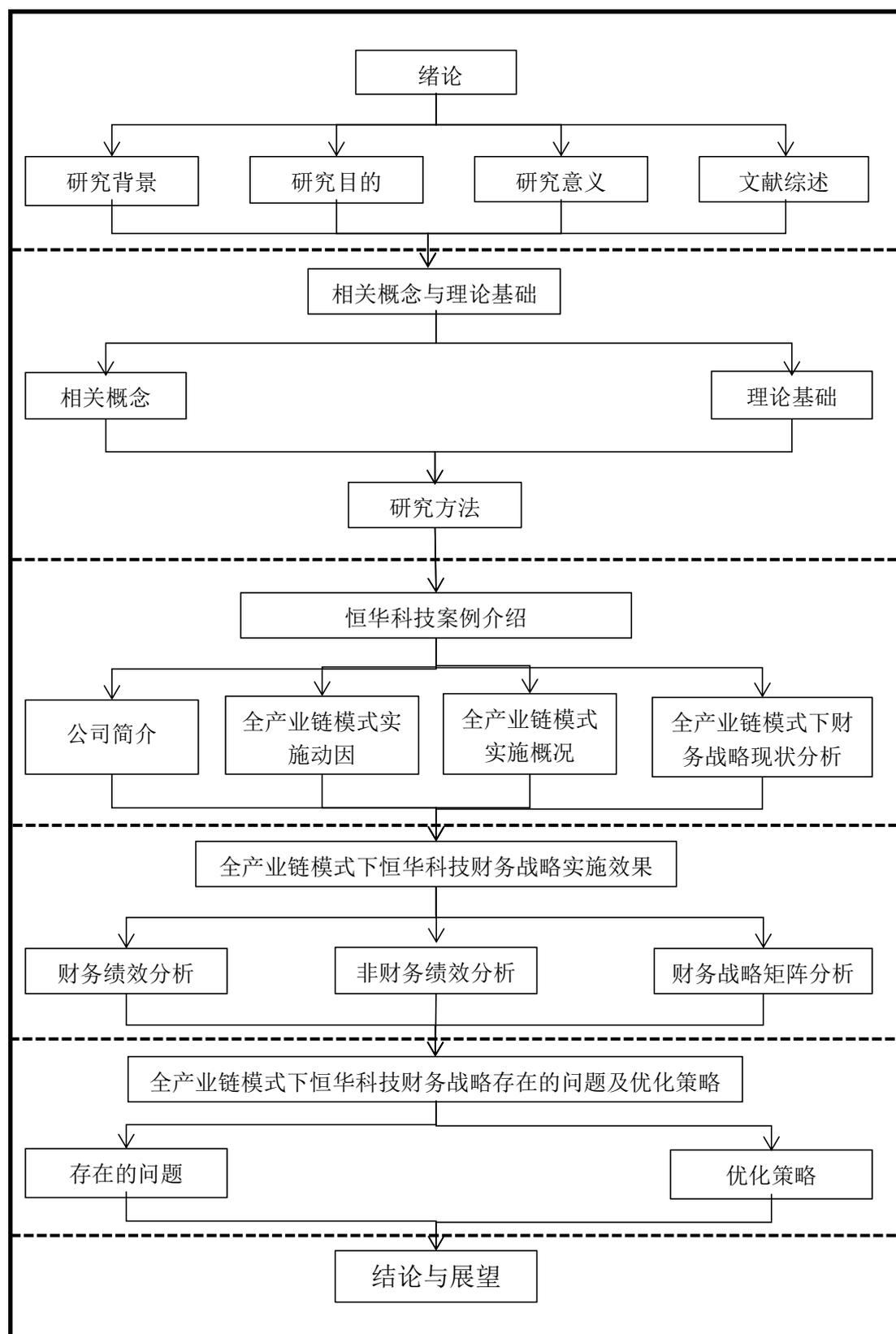


图 1.1 研究思路框架

1.4 国内外研究现状

1.4.1 全产业链研究

(1) 全产业链的概念

西方学者亚当·斯密（1776）首次提到产业链，在其著作《国富论》中指出产业链只是企业内部的经济活动，并没有将它的概念进行拓展。随着资本市场的进一步发展，马歇尔（1990）将产业链的概念范围进行扩大，表示产业不仅仅是企业内部的活动，而是企业之间的经营运作，强调企业之间应当加强分工协作，将商业链条延展至不同的行业并进行整合。这与现代的产业链概念十分相似，是产业链的真正起源。而产业链理论的正式提出是 Porter 在其《竞争优势》一书中所做的解释。

西方理论界对于产业链的概念提出很早，但尚未形成明确的全产业链的概念。根据文献表明，2009 年我国企业中粮集团首次指出全产业链，由此为后续全产业链的全面探究提供了巨大的积极意义，全产业链重在“全”，帮助企业实现多元化链条的经营模式，将消费者的需求当作方向，实现全方位的贯通，从食物的种植到食物的加工销售，每一个环节都确保万无一失，从源头处杜绝食品安全隐患，让我国的农业领域在全产业链的道路上走好扎实的每一步。在张立波、陈少峰（2011）看来，全产业链的经营方式有很强的拓展及融会贯通的能力并且在体现商业“一意多用”时也有很好的方式。同时李韬（2013）对全产业链有不同的看法，他认为全产业链应当成为企业长远发展的组成元素，在原来产业链的基础上引入企业的相关供应商以及营销商，从而构成一条融合上下游的完整产业链条。

(2) 全产业链的应用

Maitland（2002）通过对移动通信行业的发展模式进行研究分析后认为全产业链的发展顺应时代的潮流，发展模式的转变使得欧洲移动通信行业保持市场的竞争优势，提升行业的发展水平。T.Gagalyuk,J.H.Hanf,M.Hingley（2013）和 Li Ma and Miao Gong（2019）主张全产业链的发展模式不仅可以提升农业产业链的协调发展，为市场提供安全健康的产品，还可以将产业链条中低附加值低水平的业务去除，发现高附加值产业链，有效提高企业的经营效率。Soetendorp（2020）

强调全产业链在农业市场中的积极作用，各上、中、下游产业链分工合作，又紧密联系，在研究各个产业链的机理后，认为产业链的有效整合可以增强企业的竞争力，在发展过程中要不断对产业链进行升级。

除此之外，我国在全产业链模式下的运用也十分广泛。吴勇毅（2010）表示全产业链的发展模式对企业有积极影响也有消极影响，企业应当根据自身的发展情况审慎选择与使用，而中粮集团正是忽视了自身的内外部环境，进行过度纵向和横向的扩张，在实施全产业链的发展模式后造成中粮集团资金不足，出现经营风险。徐文燕，周佩（2012）站在全产业链的角度，深刻剖析了文化产业的发展，得出全产业链的发展模式能够提升文化产业的经营业绩，加速文化产业的快速发展。在张晓林（2013）看来，农产品的购销过程并不畅通，最大的原因在于农产品的整个产业链没有相互协作，导致农产品销量低。

陈志强（2015）主张商业模式的发展与应用需要通过企业绩效来衡量，他分别对比了电商行业的两种商业模式之后发现，商业模式的选择很大程度上与企业的经营业绩是相关的。杨萍（2017）以医药行业为研究案例，分析在全产业链视角下企业经营绩效的评价，最后认为全产业链的全面实施可以帮助企业降低成本、扩大市场规模，提升企业的竞争优势。朱小凡（2019）主张全产业链是将外部交易转化为内部行为，通过研究全产业链下的投资行为，得出全产业链下投资行为没有如期为企业带来经济利益，产业链在实施过程中没有有效整合，缺乏协同效应。张爽（2020）表示全产业链有利有弊，一方面可以规避风险，同时也会发生资金链断裂的可能，全产业链的运作是否提升企业绩效值得商榷。许华东（2021）以坚果行业为研究对象，探究全产业链模式下坚果行业应该加强本地种植，提高品质保障，打造食品安全体系来提高行业的竞争力。黄志鹏（2021）通过产业链的整合并购，能够完成全产业链的协同效应，帮助稀土行业的相关企业“扬长避短”，节约企业运营成本以及管理成本。

1.4.2 财务战略研究

（1）财务战略内涵

Carl Msabdjger 等（1987）首次提出了财务融资战略，通过分析公司的负债与权益比首次将战略与财务联系起来，是财务战略的雏形。Jmaes Elet（1990）

认为外部环境的影响,尤其是股票市场中股票价格、股票收入与股利分配之间的联系以及股票市场所发挥出来的经济信号、如何进行股利分配等等,都在影响着财务战略的制定。Teece (1997)认为,不同的时期不同的环境对财务战略的影响不同,这样才能更好的实现企业的总体战略和发展目标。在 Babita (2002)看来,认为企业经营最重要的是依靠资金和相关的资源,通过资金和资源为企业和利益相关者创造价值是财务管理的关键,监督好资金的来龙去脉是财务战略的基础。

在我国,陆正飞(1999)首次指出财务战略的概念,在《企业发展的财务战略》中强调财务战略是企业经营而制定的标准,用来帮助企业合理安排在经营过程中出现的各种各样财务活动,从而实现企业的长期持续发展。魏明海(2001)在《财务战略--周期性因素的影响分析》一书中表示财务战略是以价值分析为基础的战略思维和决策方式,通过长期资本的高效、均衡流动和配置,保持企业的长期盈利能力,与企业的整体战略保持一致。

(2) 财务战略的应用

Ruth Bneder (2003)表示公司的长期发展不仅要考虑所处的大环境以及企业的经营情况,还要根据企业的不同生命周期制定相匹配的财务战略,如在创业阶段,公司应遵循低风险、无红利的融资策略;在成长阶段,公司应遵循能够管理风险、主要采用股权融资和低红利的策略。V.K Balls 认为财务战略的制定与应用应当遵循一定的运行规律,以创造企业价值为目的,依次按照寻找机会、建立目标、提出可替代性方案、制定相应的解决方案以及对方案的实施效果进行评价与反思来制定并实施财务战略。

国内对于财务战略的应用研究也有不少。胡逸冰(2017)强调在“互联网+”背景下,资金是电商企业财务战略的重点关注对象,从财务绩效出发评价财务战略实施效果。吴倩倩,李军毅,张帆(2018)以绿色发展为前提对煤炭企业进行财务战略研究,认为煤炭企业为了实现绿色转型,整体上应当采取稳健发展的财务战略,提升煤炭企业的绿色发展效能。在赖秀萍,聂力兵(2020)看来,企业应当注意财务战略与服务转型之间的协同性和兼容性,以动态发展的理念看待财务战略,根据及时调整财务战略。

1.4.3 财务战略评价方法研究

财务战略是企业战略的核心，是对企业经营活动的财务规划。对财务战略的实施效果进行评价是检验企业财务战略正确与否的关键。通过对国内外文献的梳理，财务战略评价方法通常采用以下方法进行评价：财务绩效评价法、生命周期评价法、财务战略矩阵评价法、EVA 评价法、非财务绩效评价法。

财务绩效评价法：Dongliang Wang 与 Jianhong Wang（2018）采用传统的财务绩效方法，通过对公司的盈利性、成长性、还债以及营运能力进行分析，综合评价企业的财务绩效并得出相关结论。李晓等（2005）利用层次分析法对企业的四大基本能力进行综合评价并建立相应的财务绩效评价体系，以更为严谨的方式来评价财务战略。

生命周期评价法：Tonv Ground（2002）认为生命周期的变化会时刻影响着企业的发展与价值，生命周期应当与财务战略相一致，通过对生命周期的研究，找出企业在不同阶段所产生的潜在问题，进而优化财务战略，提高企业的经营业绩。同样，孙芳（2014）指出企业所在的阶段应当有相应的财务战略。例如，在企业成立初期，缺乏资金支撑，应当尽量选择不分发现金股利的方式；在企业拥有强劲发展势头之时，应当加强固定资产的投资规模，尽量采取股权融资的方式，抓住时机，进一步提升企业的生产规模。

财务战略矩阵评价法：Shahmmansuriand E,Ghanbari S（2013）表示财务战略矩阵能够使得企业站在更高的高度以矩阵的形式清楚地呈现企业所采用的财务战略，财务战略矩阵将坐标轴根据现金和价值创造分为四个象限，指出现金状况与价值创造的内在联系，更加客观的评价企业财务战略的好坏。王科蓓（2016）引入财务战略三维模型，不同于以往的二维模型，在原来模型的基础上，加入经营风险，使得企业在关注资金和价值的同时，考虑企业可能面临的风险，从而为企业提供便利。柴源源（2019）利用二维财务战略矩阵，来分别分析企业的现金状况以及价值创造能力，对企业的财务战略提出合理的建议。

EVA 评价法：EVA 即经济增加值，表示股东财富的增加或减少。EVA 评价较为客观，主要是因为企业可以根据企业自身的特点来对某些指标进行相应的调整，更符合企业的实际。余五滔（2015）强调企业应当以发展的眼光看待经济增

加值，时刻关注企业的财务风险，提升对企业价值的认知。通过对电力企业的经济增加值进行分析，判断企业所有者财富的增加或减少，进而对财务战略的实施找到优化的建议，提升企业价值。

非财务绩效评价：非财务指标不能被量化，但可以从侧面反映企业的经营效果，如市场份额、研发能力、企业社会责任满意度等等，这些非财务指标与财务指标一样在企业的经营决策中占到相同的地位。史文婧（2019）为了全面分析企业的绩效，不仅从财务绩效出发进行分析，更是选取了企业的研发能力、市场份额等非财务指标全面研究企业的经营效果。

1.4.4 商业模式与财务战略关系研究

财务战略存在于企业的整体战略之中，同时也是企业战略中的核心部分，国内外学者对财务战略与企业战略的关系看法一致，但是对于商业模式与企业战略之间的关系各执己见，议论纷纷。目前，主要有三种观点：

第一种观点认为，商业模式是制定企业战略的基础，企业战略是存在于商业模式的体系之下的。具体来说，企业战略是对企业经营过程中的决策战略，而商业模式同时也是企业经营的整体出发点，企业战略作为商业模式与企业经营的纽带，发挥着承上启下的作用。第二种观点认为，企业战略所囊括的范围更大，而商业模式自身也具有相对独立性。张敬伟，王迎军（2011）强调商业模式与企业战略之间是有相通之处的，但企业战略是对企业经营层面的宏观规划，而商业模式是企业整体经营的出发点。第三种观点认为，商业模式与企业战略之间的界限并不完全严格。通过观察和研究市场中竞争对手的商业模式，并结合自身企业的实际情况，来改变自己的经营理念。商业模式与企业战略在某种竞争环境下是一一映射的关系，没有明确的区分标准。

在阐明商业模式与企业战略之间的关系之后，本文将国内外对于三者关系的相关研究做出梳理。Masaneletal（2010）认为企业战略、财务战略、商业模式相辅相成，紧密联系，三者并不是孤立存在的，我们应当以发展的视角看问题。戴天婧等（2013）主张商业模式的建立与财务战略的实施都指向企业价值创造的结果，商业模式能够引领财务战略的实施，而财务战略也会反映商业模式的效果。Tellis,GJ（2016）表示企业战略处于总领地位，企业战略影响着公司的商业模式

与财务战略，同时商业模式与财务战略是相互依存的关系。在郭永昊、龚如峰（2019）看来，商业模式与财务战略应当加以匹配才能发挥最大的价值，提升企业的经营业绩。

1.5 文献述评

综上所述，国外对于全产业链以及财务战略的研究较早，国内虽晚，但一直在探索和应用中前行，具有强大的理论意义和实践意义。首先，全产业链的概念由产业链逐渐演化而来，产业链是寻求各个不同企业之间的通力合作，将产业上中下游业务进行整合的过程。但国外并未形成全产业链的明确内涵，我国不断借鉴国外产业链的理论，提出了全产业链的发展模式。其次，对财务战略的研究在国内外较多，已形成一套较为完成的体系，普遍认为从投资战略、融资战略以及收益分配战略这三个方面进行财务战略的研究，且研究较为成熟，也被国内外学者广泛引用于企业之中。接下来，本文对财务战略的评价方法也做出完整梳理，国内外的研究有相通之处，根据本文研究的企业自身特点，本文选择财务绩效评价、非财务绩效评价以及财务战略矩阵分析这三种财务战略评价方法，从定性与定量的角度综合评价恒华科技的财务战略。最后，本文在国内外文献的基础上对商业模式与财务战略的关系研究首先进行总体概括，并明确本文的观点，其次对各个学者的研究做出细致梳理。在全产业链商业模式下，研究企业财务战略的实施效果，能够帮助企业提升经营效益，增强企业竞争力。

基于前人的研究发现，在全产业链商业模式下研究财务战略大多集中于农业和食品行业，较少涉及软件行业，因此，本文选择恒华科技这一代表性软件公司作为研究案例，重点从全产业链模式出发研究其财务战略的实施效果，逐步挖掘出公司财务战略的漏洞，从而对财务战略进行优化，完善全产业链下财务战略的实践体系，促进企业整体战略的实施。

2 相关概念及理论基础

2.1 相关概念

2.1.1 全产业链

全产业链在国内最早是由中粮集团提出的，最初是由食品加工各环节发展而来的，之后各大企业纷纷效仿此种发展模式，特别是农业企业，开始逐渐通过收购企业的上下游来实现全产业链，既包括横向产业链，也包括纵向产业链，从而形成了一个综合的产业链模式。由最初的单一链条逐渐发展到多条产业链并行的模式。现代企业之间的竞争，不再仅仅是某一领域的单一竞争，而是全产业链模式之间的竞争。全产业链是将上下游企业串联，由下游企业掌握顾客的消费需求，再传之上游企业，以便上游企业及时了解市场信息，并做出相应的调整。

2.1.2 财务战略

财务战略是一个公司全面的、可持续的和创造价值的财务计划，它基于对公司整体战略背景下的内部和外部环境的详细了解，从不同方面对公司财务状况进行剖析，用于提高公司的盈利能力，从而提高其竞争优势。公司的现金流始于资金的积累，主要用于投资、运营和年底的股息支付。因此，公司财务战略的实施应在投资、筹资、营运以及股息分配方面具体制定。财务战略的目的是为了更好地定位公司的各个方面，以便在出现意外情况时能够更迅速、更合理地调整其战略，提高其在市场的竞争力。一般而言，财务战略较为关注公司资本的充分使用，在复杂多变的竞争环境中，好的财务策略可以在长期内平衡和有效地分配公司的资本，实现资本的最佳配置。

2.1.3 财务战略矩阵

在制定公司的财务战略时，应将价值创造理论和可持续发展理论结合起来，利用经济增加值评价公司的发展规模，用可持续增长理论来保证公司的可持续发展。在分析财务战略时，财务战略矩阵是一种常见的财务战略评价方法，财务战

略矩阵一共分为四个部分，横轴代表现金余缺，纵轴代表创造价值的能力。现金余缺=销售增长率-可持续增长率。经济增加值=调整后资本*(投资资本回报率-加权平均资本成本)。当本期可持续增长率大于销售增长率，则说明当前现金较为充足，反之现金紧缺；当经济增加值大于 0 时，说明企业在创造价值，反之则减损价值。

2.2 理论基础

2.2.1 财务战略理论

财务战略是指公司为实现可持续增长而制定的整体战略和激励制度。具体来说，它是一个长期的、整体的计划，密切关注公司的整体战略，使得企业合理有效地使用资本。考虑到公司的内部和外部环境以及自身的战略发展目标，财务战略需要一个整体的方法，使企业价值最大化，以便有机地协调资本的筹集、管理和分配。财务战略的内容可分为两个主要部分：第一部分涉及现金、应收账款、股票和其他日常业务。第二部分是针对企业的非标准活动，如融资、投资和分配收入、规划和管理必要的资源。

2.2.2 交易成本理论

科斯于 1937 年基于专业分工现象首次提到交易费用理论，他认为，在竞争激烈的市场中，公司的产业链结构有利于科学有效地组织生产和资源配置。资源配置的主要目的是节约交易成本，在市场交易过程中，会产生谈判、监督等多种交易成本。按照科斯定理来讲，经济的负外部性可以通过谈判来进行化解，降低交易成本，从而达到整个社会效益最大化。当公司开始布局全产业链，与上游和下游第三方的交易就变成了实体内部的交易，不需要签订多个合同，减少了合同和交易成本。

根据交易成本理论，通过延长产业链，整个产业链可以被市场管理功能所取代，从而节省一些交易成本。然而，交易成本的节省不是无限的，因为商业组织的交易成本随着规模的扩大而增加。只有当企业组织的交易成本低于市场组织的

交易成本时，才适合用企业组织取代市场。影响交易成本的某些因素的存在，使得市场组织的交易成本相对较高，而建立完整的产业链所形成的有机闭环可以降低某些因素造成的交易成本。

2.2.3 价值创造理论

价值创造理论来源于 Barney (1991)，他认为价值创造的起源在于资源的相对稀缺性。Sullivan 认为企业的价值创造和企业所拥有的资本存在着密切的关系，价值创造是指在企业日常经营中利用企业的现有资本来衍生出更加有价值的资本，投资者根据价值创造判断企业的未来发展前景。

企业的价值体现在它们通过投入资本来获取超过资本成本的收益。然而，有些公司只依靠净利润来衡量它们的价值，但是由于他们过度关注债务带来的利息成本，而忽略了权益资本成本，导致他们的估值结果不够准确，无法客观地评估公司是否真正创造了价值。MVA 和 EVA 是两种广泛应用于衡量企业价值的指标，EVA 在评估企业业绩方面运用更为普遍，原因在于 EVA 的值是由净营业利润、投资成本以及加权平均资本成本的乘积差得出的。正值代表着企业的价值创造，负值则意味着企业的价值被削弱。企业不应该只关注短期的利益，而忽视长远的发展，这样做只会让自己陷入困境，因此，我们应该积极思考如何实现长远的发展。

通过价值创造理论，我们可以激励企业树立长远发展的观念，认清自身的价值，不再被短期利益所迷惑，不再只为了获取利润，而是以客观公平的态度来评估自身的价值，抛开单一的净利润衡量标准，以资本成本和回报为基础，对自身的增长做出更加全面的评估。因而，价值创造理论对于建立有效的财务模型至关重要。

2.2.4 可持续发展理论

美国学者希金斯提出了可持续增长模型，可持续增长理论指的是在不改变公司运营效率、财务政策和不发行股票的情况下可以实现的最大销售增长。根据这一增长模式，可持续增长可以通过调整公司的增长状况和资源状况并在两者之间

找到平衡来提升。当可持续增长率大于销售增长率时,说明公司发展能力就越好,其增长就越可持续。一般用可持续增长率表示。

可持续增长率=销售净利率*总资产周转率*利润留存率*权益乘数/(1-销售净利率*总资产周转率*利润留存率*权益乘数)

随着社会的日益竞争,企业有时会被短期利益所蒙蔽,没有以长远的视角考虑企业的未来,这将会造成不良的后果,从大的方面来讲,忽视可持续发展,可能会直接造成企业效益越来越差,如果不及时采取相应的措施,甚至会出现破产清算的可能。从小的方面来讲,过于注重短期利益可能会造成公司治理结构恶化,内部风气逐渐走偏,影响员工的工作积极性。在当前外部环境极其不利的条件下,企业面临倒闭的风险较大,最重要的原因在于公司在制定发展战略时,过于注重当下利益,没有充分考虑到未来的可持续发展能力,从而导致企业的破产。

3 恒华科技案例介绍

3.1 恒华科技简介

北京恒华伟业科技股份有限公司是我国一所重点高科技企业，是我国信息安全产业发展的重要参与者之一，2000年成立于北京，2014年在深圳上市。一直以来，凭借着优秀的互联网信息技术、超高的技术研发能力，恒华科技从服务电力行业到交通、水利行业不断扩展。随着“大智移物云”先进技术的不断进步，自上市初期开始布局全产业链模式，采用线上线下相结合的服务模式，提供基建设计、咨询、采购、建设、维修、销售等一系列全产业链一体化服务，同时现已形成以BIM软件为核心的业务体系，为用户提供更加便捷、完整的服务，同时也为电力、交通、水利等多领域行业实现信息赋能。

3.2 恒华科技全产业链模式实施动因

3.2.1 恒华科技 SWOT 分析

企业的发展需要依托于内外部环境，使用SWOT分析方法，研究恒华科技的优劣势和面临的各种机会威胁，更加深入地了解企业当前所处的环境。只有充分了解企业的环境才能制定良好的战略。以下是恒华科技的SWOT分析：

（1）优势：

恒华科技的内部优势主要在于品牌资质、技术人才优势等方面。

①品牌资质优势

自上市以来，公司的多项产品与服务多次获得行业殊荣。例如2014年荣获“智能电网信息化领军企业”，并为亚太经合组织的举行完成保电任务等等，获得了广大客户的认可和信任。

②技术人才优势

高新技术企业最核心的资本是技术人才，核心竞争力的体现与研发能力、技术人才的数量质量有着决定性的关系，研发能力越强，企业的核心竞争力越强。作为高新技术企业，恒华科技在技术人才方面一直占据着领先地位。首先，公司

研发人员数量较多，达到公司总员工人数的一半以上，自 2014 年实施全产业链商业模式以来，公司不断吸纳研发人才，利用员工持股计划、定向增发等措施留住高科技人才，为企业创造良好的效益；二是研发金额逐年增加，而且增加速度很快，公司在电网行业创新出一套全方位一体化的平台，为电网客户量身定制的软件服务，受到了众多客户的一致好评。

（2）劣势：

①营业收入季节性波动风险

由于公司业务主要面向电网客户，对电网行业依赖性较强，按照电网行业以往的经验，每年的第一季度为电网系统中各种配套设施的检查、登记以及招标工作；在第二季度，电网行业开始执行技术项目；第三季度和第四季度为电网行业集中进行软件购买的时段，需求量较大，因此也会导致恒华科技的主营业务收入受到电网客户的影响，呈现强周期性，在第三、四季度公司的营业收入明显高于一二季度。即使随着数字化的进一步开展，公司承接的软件项目越来越多，能够在一定程度上抵御外部风险，但季节性收入带来的不稳定性仍然会影响企业的经营效益。所以，公司应当通过对技术的研发，创新企业的商业模式，在做好当前业务的基础上，加大对其它领域的拓展，以此来弥补收入波动性所带来的风险。同时，公司将继续提高财务管理效率，提高财务治理水平，不断加强公司和部门预算的科学性和渐进性管理。

②应收账款发生坏账风险

恒华科技当前面临的一个重要问题就是应收账款数额较大，在一定程度上影响了企业的未来现金流以及企业的经营发展能力。多年来公司通过壮大生产规模、拓宽业务领域，营业收入不断增长，净利润也较为客观，但一味追求市场份额导致应收账款的快速增加，影响着企业的成长能力，现金流不足，可能会引发公司各种费用不能及时支付，比如员工工资等。虽然从以往的数据来看，电网客户经济实力较强，应收账款的回收状况整体较为良好，但是公司一二季度收入较少，三四季度应收账款的延缓收回在一定程度上对公司经营造成不利影响。所以，公司应当加强对应收账款的回收管理，对数额较大、异常的应收账款实施时效追踪，适当采取紧缩的回收政策，及时与客户沟通并反馈，以此来降低坏账风险。

（3）外部威胁：

由于信息化水平的不断提高,软件更新的需求对于电网客户来说越来越重要,如今的软件行业,其核心是研发技术,公司必须在充分了解市场需求的基础上,审时度势,超越竞争对手的步伐及时更新软件体系,如果由于公司的技术创新水平而导致市场并不接受或者推出的产品或服务不能体现出公司的核心竞争力,那会使企业丧失行业地位、面临着被其他同类企业取代的风险。其次,外部环境的不稳定性也造就了恒华科技效益的波动,净利润自 2014 年逐年呈现上升趋势,但在 2020 年之后开始加速下滑。因此,恒华科技当前也正面临着内忧外患的境地,对内经历着软件更新换代的考验,对外存在着外部环境的重大影响,风险的加大将会降低公司的获利能力。

(4) 外部机会:

①国产替代为 BIM 核心技术研发创新带来重大历史机遇

当前,信息技术的进步已然成为未来经济发展的主流,而我国当前关键核心技术仍然受制于人,缺乏技术创新的能力,因此 2016 年国家发布《国家信息化发展战略纲要》,文件指出核心技术仍然是我国高新技术企业突破的大关,截至 2025 年将对我国信息技术产业体系进行整合,逐步建立起稳定安全的产业链条,大大提升网络政务以及智慧便民的水平。技术创新是一项铁杵磨成针的工作,2021 年我国重要会议指出,关键技术的重大突破涉及到企业的方方面面,对于恒华科技来说,公司客户包括电力、交通、水利等多领域,对于信息技术的网络安全要求较高,其次, BIM 属于公司新型关键技术研发成果,为行业提供了技术标准,满足了客户对于新型软件的需求,有利于客户跨越信息障碍,解决行业专业需求。

②数字经济为行业信息化提供广阔的发展空间

数字经济为软件行业全面赋能,近年来,数字化逐渐成为企业转型升级的趋势,用大数据、区块链等技术手段来代替低效的人工协作,进一步提升企业的协同效应,节约企业经营成本,改变企业的生产模式。借助于数字化,公司推出智慧电网、智慧交通、智慧水利等数字产业,为公共服务以及基础设施建设提供重要的转型抓手,为布局全产业链商业模式提供了数字化平台。

3.2.2 恒华科技实施全产业链模式的驱动因素

(1) 行业竞争日益加剧

软件行业作为我国重要的信息建设产业，随着智能化、大数据的不断发展，大型项目越来越多、软件行业管理逐渐趋于规范，进入该行业越来越困难，因此对于恒华科技来说，要求企业必须拥有足够的资金实力以及强劲的核心竞争力，而缺少必要的技术创新和企业效益终将被淘汰。因此，公司改变商业模式，进行市场优化，不断进行技术创新，以实施全产业链模式帮助企业解决当前困境。

(2) 新一轮电力体制改革的契机

自电力体制发生变化以来，国家将上游发电与下游配售电分割，二者逐渐形成良性的循环竞争模式，进一步提升电网侧朝着积极健康的方向发展。恒华科技业务从发电侧拓宽至售电侧，公司利用多年的行业经验，积极布局配售电全产业链，抓住机遇，实现商业模式的转变。因此，公司开始积极拓展海外市场，将公司的优势软件产品和服务，拓展至国际市场，实施全产业链一体化的服务。

(3) 寻求新的利润增长点

如图 3.1，恒华科技在 2014 年实施全产业链商业模式之前归属于母公司的净利润增长率逐渐下降，主要原因有两点，第一，2014 年之前公司主要的业务在于电网运行与营销，业务较为单一，客户也较为单一；第二，公司的市场较为狭窄，2014 年之前主要集中于华北地区，利润上升空间有限。因此，公司急需增加全新的利润增长点，而实施全产业链商业模式正是通过完善电网从设计到运行再到营销的全流程服务，既有利于为客户提供方便有效的服务，又能为企业利润提供一定的稳定保障。



图3.1 恒华科技2011-2013年净利润变化趋势图

3.3 恒华科技全产业链模式实施概况

3.3.1 扩展上下游产业链

2014年，由于软件行业的竞争日益加剧，在上市初年，公司积极改变商业模式，为了形成上下游产业的优质资源整合，恒华科技开始在天津成立能源基地，主要是为公司的电网客户以及相关能源企业提供相关技术及咨询服务，并帮助能源小微企业壮大企业规模。恒华科技自成立以来一直聚焦于电力行业，截至2015年公司已在电力行业深耕十五年之久，公司利用多年来的品牌优势以及技术人才优势，借助电力体制改革的东风，逐步扩大业务范围，不再仅仅拘泥于电力运行与营销，而是将眼光聚集于发电侧和配售电侧，运用先进的数字技术，采用线上线下结合的模式打通工程承包、软件产品以及工程设计三足鼎立的业务体系，为用户提供采购、咨询、运行、项目管理、营销以及投融资咨询等全产业链服务。

3.3.2 提高全产业链的智能技术水平

2017-2019年公司极具独特的眼光，充分利用电力体制改革的重大机遇，将售电侧作为抓手，重新整合公司的业务，结合公司的发展优势，制定了围绕“电力设计、基础建设、配售电”业务单元。首先，通过对市场的充分调研，依托互联网平台为广大用户提供优质的线上服务，其次，凭借公司多年的品牌效应，在线上服务的基础上利用上下游企业的资源，为用户提供更加全面的全产业链商业模式。到2020年，为全面实现从供应商到客户的全产业链商业模式，公司将全产业链与智能化逐渐融合，通过应用能源资产数字化能够对电网日常运行与维修以及广大电力用户用能安全的数字监测，保障广大客户的用能效果。

3.3.3 将本企业的产业链与客户的产业链融为一体

恒华科技的主业是为能源企业提供信息技术服务，公司高度重视本企业与客户利益共同体，通过对客户全产业链提供优质服务，进而巩固本企业的产业链。到2021年，公司在能源领域已经有20年的发展，它已成为国内少数能够提供整个产业链综合服务的供应商之一，包括智能电网设计、基础设施、运营和维护以

及销售，并逐步将其活动从电网扩展到电力供应、分配和销售。公司为客户提供涵盖“生产-传输-分配-消费”整个过程的 BIM 软件，并在数据流、业务流和能源流方面提供技术支持。在发电领域，公司为太阳能和风能等新能源项目提供设计和咨询、3D 设计、数字接入和资产管理以及 IT 产品。在电网领域，公司可以提供综合网络设计、基础设施、运营和维护服务，以及整个工业供应链，并建立了一个庞大的客户群。

3.3.4 根据全产业链布局财务战略

从投资方面来看，公司在构建全产业链商业模式过程中积极进行对外投资，利用企业资本开拓产业链基地，并加大对外并购，充分发挥投资并购的协同效应，以便公司更好地发挥产业链规模经济。从融资方面，为了布局全产业链，公司开始大量寻找融资机会，不断创新融资渠道，扩大公司的融资市场。从股利分配来看，公司向全体股东进行现金股利的分配，以便增强投资者对公司的信心，吸引更多投资者来发展并延伸公司的全产业链商业模式。从营运方面来看，公司为了延伸全产业链，不断扩大公司业务，提升公司的利润水平，在各个环节提供全产业链一体化服务。基于此，为了更好地研究公司的财务战略，下文对公司在全产业链模式下财务战略现状进行具体分析。

3.4 恒华科技全产业链模式下财务战略现状

企业财务战略是企业长久发展的核心和基础，良好的财务战略不仅能够帮助公司稳健向前，更能让企业屹立于行业之巅。财务战略可以分为投资战略、融资战略、营运战略以及股利分配战略，它关系着企业的生死存亡和持续稳定。当前，我国软件及信息技术服务行业面临着科技发展的巨大挑战，急需创新产品和服务才能实现企业目标。

3.4.1 投资战略

投资战略是指企业将企业拥有的资金高效、合理地运用于日常业务活动之中，从而获取一定收益的战略。自提出“全产业链”之后，恒华科技为了在行业中发

挥自己的优势，进一步扩大规模效应，延伸上下游产业链，公司开始在各个地区建立产业链基地，利用新一轮电力体制改革，不断整合各方优势资源，扩大投资效应。

企业对内是指将资金运用到内部建设方面的投资类型，对外指的是对外购买股票或者债券等为了获取投资收益的投资方式。

表3.1 恒华科技投资变化表（单位：万元）

年份	固定 资产	无形 资产	交易性金 融资产	可供出售 金融资产	长期股权 投资	其他权益 工具投资	总计
2014	6115.81	228.38	0.00	0.00	0.00	0.00	6344.19
2015	7803.55	146.19	0.00	1800.00	0.00	0.00	9749.74
2016	7572.61	117.43	0.00	0.00	4860.14	0.00	12550.18
2017	6975.87	1337.56	0.00	5440.00	8336.75	0.00	22090.18
2018	7159.31	1268.94	0.00	14026.57	8097.64	0.00	30552.46
2019	6800.91	1145.38	10043.46	0.00	7901.35	13774.23	39665.33
2020	5880.73	1000.00	0.00	0.00	6786.51	12177.38	25844.62
2021	5527.01	865.43	510.00	0.00	5962.16	14007.23	26871.83

数据来源：根据恒华科技 2014-2021 年报整理



图3.2 恒华科技研发投入趋势图

根据表 3.1，表中列示了恒华科技自 2014 年实施全产业链模式之后主要的投资项目，可以看出，（1）2014 年正处公司上市初年，几乎无对外投资，对内投

资的规模也是非常小的，自开局第二年公司将眼光投入金融市场之中，采取渐进式投资，逐渐加大了股权和债权投资。整体看来，公司投资规模扩张很快，规模较大，在 2019 年投资金额达到了八年以来最高，在 2014 年刚开始实施全产业链时最低。(2) 从图表中看出，从整体看，上市初期主要是对内投资，固定资产在总资产中的比重是最大的，远远超过其他资产。公司不仅在上海、天津、云南、贵州内蒙古多个地区设立子公司，为了进一步拓展海外业务，在香港、卢旺达也设立了子公司，公司业务前期主要面向电力行业，在 2016 年全国电力体制改革期间，公司凭借着拓宽自身全产业链模式以及扩大公司业务范围的目标，不断积极与拥有丰富电网资源的国家级重点开发区合作，进一步深化资源优势、技术优势，共同设立配售电一体化公司。但后期企业投资转向了对外投资，金融资产的比例逐渐加大。(3) 无形资产在总资产中的比重最低，在 2017 年比重有所上升，但研发投入却很多，如图 3.2 所示，一直都呈现指数型增长，在 2019 年达到巅峰，2020-2021 年略微下降，公司在上市并实施了全产业链之后，不断加大研发投入，说明企业在全产业链之后，非常重视技术的研发。

整体来看，对外投资的规模大于对内投资的规模，2018 年-2021 年其他权益工具投资所占比例越来越大，对子公司、合营企业以及联营企业的长期股权投资，虽占总资产的比例在下降，但总体仍然是公司投资的主要方向。2016 年长期股权投资比例达到八年来最高，分析得知主要是由于构建全产业链模式，对子公司贵阳高科以及北京中能、珠海政采的投资而导致的，此后，长期股权投资的比例逐渐下降，是因为公司不断加大对电力、能源等领域的投资所引起的其他权益工具投资增加。

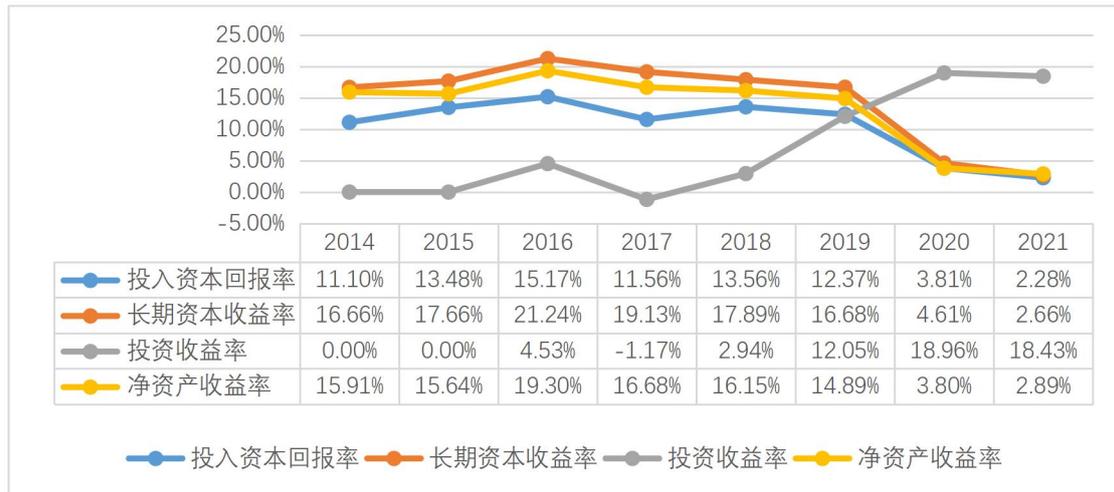


图3.3 恒华科技投资回报变化图

如图 3.3 所示，投入资本回报率、长期资本收益率与净资产收益率的趋势基本一致，以 2016 年为界限，呈现先升后降的趋势，而投资收益率整体呈现上升趋势，2017 年达到-1.17%，说明报告期内企业投资的收益能力差。究其原因，公司在 2014 年构建全产业链以来，不断加大对外投资，2017 年投资收益率为负是因为恒华科技最重要的合营企业北京中能及联营企业珠海政采按照权益法核算产生投资损失所导致的，本质上是由于两个企业 2017 年净利润大幅降低，甚至达到负数，北京中能净利润达到-133.97 亿元，珠海政采达到-381.25 亿元，因此恒华科技投资收益率直线下降。2018 年之后，投资收益率逐步上升，主要原因在于处置部分金融资产后股价上升所致。与此同时，2020-2021 年间投资成本较低，因此投资收益率较高，但净资产收益率很低，这是因为受外部环境的影响，在全产业链的实施之下，公司净利润较低，所有者投入的资本没有发挥出最大效用，致使净资产收益率和投资收益率产生巨大差异。净资产收益率低于投资收益率，在一定程度上表明全产业链的布局有一定成效，对外投资逐渐上升至一定规模，投资项目收益小有成功。投入资本回报率和长期资本收益率在 2020 年以前都维持在 10%以上，但都呈现下降趋势，说明公司的资金运用存在一定的问题，长期资本的创造价值能力逐渐减弱。通过研究发现，这是因为 2017 年，恒华科技实现股权融资 7.5 亿元，长期资本急速上升，上升的速度超过净利润的增长速度，造就了长期资本收益率下降的结果。2018-2019 年主要是资本公积转增资本金额较大以及发行新股导致的。

3.4.2 融资战略

筹资是企业的资金来源，按照筹资来源划分包括债权筹资和股权筹资，从下表可以看到，恒华科技主要采取债权筹资为主的筹资策略，在实施全产业链初期通过发行股票募集超 2 亿元资金，2016-2021 每年的债券筹资不断增大，且主要以短期债券筹资为主，除了 2014 年有 900 万长期借款之外，其他都来源于短期。

(1) 债权融资

表 3.2 恒华科技 2014-2021 年债权融资表（单位：万元）

年份	短期借款	应付及预收	长期借款	债权融资	负债合计
2014	0.00	205.92	900.00	1105.92	3484.09
2015	2000.00	1570.43	0.00	3570.43	8209.00
2016	14680.00	2659.07	0.00	17339.07	25763.73
2017	19612.19	8280.98	0.00	27893.16	46357.85
2018	19531.53	20051.21	0.00	39582.73	66541.81
2019	22424.73	19205.63	0.00	41630.36	67375.91
2020	18223.75	16774.97	0.00	34998.72	52414.70
2021	31067.33	16307.43	0.00	47374.76	65025.63

数据来源：根据恒华科技 2014-2021 年报整理

根据表 3.2，恒华科技自 2014 年以来负债规模总体呈上升趋势，负债金额后期增长速度很快，由于公司全产业链的布局，为了满足日常经营的需要，后期负债金额达到 6 亿元，对于资金的需求很大，短期借款适用范围广、审批相对容易，对于初上市的企业来说是较好的一种筹资方式。企业资金的来源主要是通过短期负债来实现的，短期负债在 2014 年提出“全产业链”之后增长很快，从 2584 万元上升到 6.4 亿元，而且除了 2014 年之外，2015-2021 年基本为流动负债。反观长期借款，公司仅在 2014 年借入 900 万，其他年份均无长期债务，这从侧面反映出企业的债务结构存在一定的不合理之处，企业的经营活动主要是靠短期债务来运转，短期还款压力相对较大，风险较高。

(2) 股权融资

表 3.3 恒华科技 2014-2021 年股权融资表

年份	发行股数（万股）	发行价格（元/股）	募集资金总额（万元）
2014	1208.00	43.21	27308.72
2015	180.70	17.11	3091.78
2017	2144.08	34.98	74999.92
2018	769.5	10.57	8133.62
2019	274.5	8.24	2261.88

数据来源：根据恒华科技 2014-2021 年报整理

根据表 3.3，2014 年公司股票价格较高，通过积极发行股票筹得资金超 2 亿元，为公司实施“全产业链”的发展模式提供了一定的物质基础。2015 年开始以不定期增发或公开发行的方式增加注册资本，其中 2017 年实现了超 7 亿元的股权融资，主要是向公司股东和实际控制人发行新股所致，更深层次是因为公司上市后投资规模扩大，不断完善全产业链布局，进一步打通公司的产品种类，着力提升技术研发能力，将电网业务拓展至西南地区，筹集资金主要用于建设贵州云计算数据中心以及城市配电网改造项目，以便继续保持并提升公司的市场地位，助力公司战略目标的实现。

3.4.3 股利分配战略

股利分配战略受到企业多方面因素的影响，它是从企业的全局出发，对股东股利分配的长期谋划。内部因素主要有当期盈利水平、投资机会、企业的未来发展能力以及债务规模等等，外部因素主要是国家的法律制度、政策扶持、国家的资本市场成熟程度等等。企业应当根据内外部环境因素综合制定企业的股利分配战略，良好的股利分配战略能够吸引外部和内部投资者购买公司股票，抬高公司股票价格，一方面可以稳定原有投资者的信心，另一方面会吸引新的战略投资者的加入，为公司引入更多资金，树立企业的良好信誉。

表 3.4 恒华科技 2014-2021 股利分配表

项目名称	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
每 10 股送股数 (股)	0	0	0	0	0	0	0	0
每 10 股转增数 (股)	10	0	0	10	5	0	0	0
每 10 股派现 (元)	1	0.5	0.75	2	0.7	1	0	0.2
实际派息(亿元)	0.09	0.09	0.13	0.40	0.28	0.61	0	0.12
实际送转股数 (亿股)	0.87	0	0	1.97	2.01	0	0	0
股利分配率	14.35%	9.65%	9.82%	20.54%	10.33%	20.51%	0%	18.70%
收益留存率	85.65%	90.35%	90.18%	79.46%	89.67%	79.49%	100%	81.30%
净资产收益率	15.91%	15.64%	19.30%	16.68%	16.15%	14.89%	3.80%	2.89%

数据来源：根据恒华科技 2014-2021 年报整理

根据表 3.4，公司自 2014 年上市以来，为了更好地构建全产业链模式，公司不断对外扩张，股利分配采取现金股利的分配政策，但整体股利分配率较低。从公司内部来看，2015-2016 年恒华科技股利分配率较低，主要由于盈利能力较弱，并且公司近年来不断进行对外扩张与收购，因此，公司选择较为保守的股利分配政策，造成股利支付率的下降。2017 年公司的现金股利分配数相对较高，主要是因为 2017 年营运资本相对于前两年较为宽裕，公司在这一年采取了多发现金股利的政策。一般而言，发放股利越高，公司股票对于投资者的吸引力就越大，可以为公司带来持续性的投资资金，进一步稳定公司的行业地位。2020 年既不派发现金红利也未产生股票股利，主要原因是 2020 年受到新冠疫情的影响，公司盈利能力较弱，净资产收益率从 14.89% 突然骤降至 3.8%，因此考虑到公司长期发展以及短期经营的稳定性，公司 2020 年度不再另行利润分配。总体来看，公司在构建全产业链期间，资金需求量大，基本采用现金股利的分配方式，可能会对现金流产生不利影响。

3.4.4 营运战略

营运管理是企业管理中的重中之重，它体现的是一个企业日常经营活动的运转过程，作为财务战略分析的重点，分析各流动资产的营运情况可以检验资产的使用效果，良好的营运管理能够帮助企业化解企业内部风险，促使企业目标的达成。

(1) 营运资金

表 3.5 恒华科技营运资金情况表

项目名称	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
营运资本（亿元）	4.68	5.21	5.99	13.06	14.86	18.14	18.78	19.43
营运资金周转率	0.70	0.79	1.08	0.90	0.85	0.68	0.52	0.46

数据来源：根据 2014-2021 年报整理

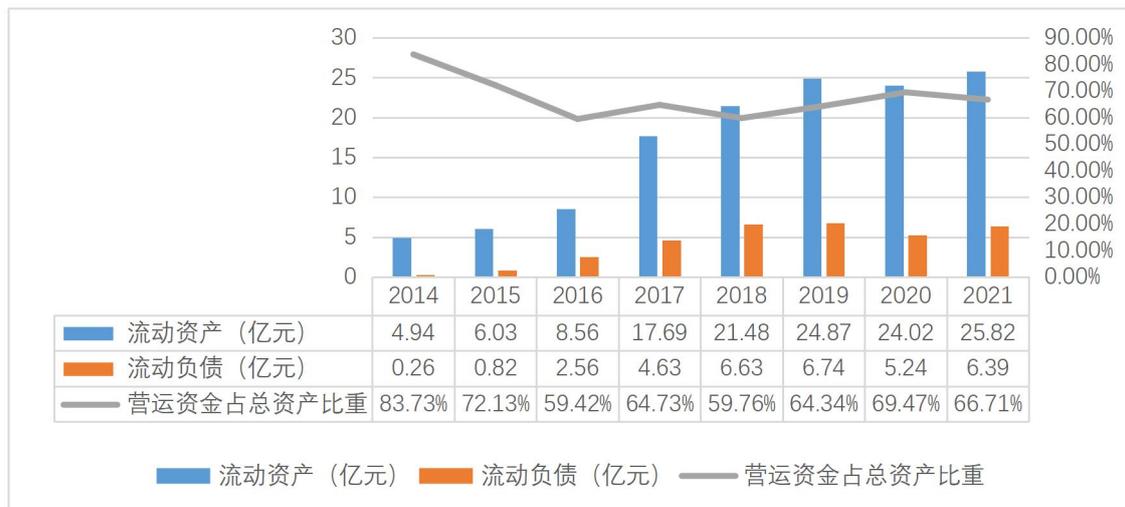


图3.4 恒华科技2014-2021年营运资金趋势图

如图 3.4 所示，自公司上市并实施“全产业链”商业模式以来，流动资产呈现持续快速上升的趋势，流动负债除了 2020 开始有所下滑之外，从整体看也在上升，但是流动资产的规模远远大于流动负债，说明公司的营运资本远大于零，表面上流动资产足以偿还短期债务，企业的整体营运状况良好，但值得注意的是，流动资产中有很大部分应收款项，若公司不能及时收回，会发生坏账，极有可

能面临流动资金短缺的状况。此外,不难发现,营运资金占总资产的比重在实施全产业链初期较高,之后虽有下降的趋势,但仍保持在一个稳定的状态,维持在60%及以上,这表明公司的日常经营活动没有受到资金的限制,保持良好的日常运营资本能够满足企业基本的运转需求,但需要注意及时收回应收款项。根据表3.5,营运资金周转率以2016年为界,2016年以前直线上升,2016年以后逐渐下降,表明恒华科技2016年之前营运资金充足,能够满足日常经营,而2016年达到高峰后,由于公司业务规模逐步扩大,进一步推进战略转型,形成较大数额的短期信用负债。

(2) 应收应付类

表 3.6 恒华科技应收应付项目表

年份	应收票据 (百万元)	应收账款 (百万元)	应收类资产 占总资产 比率	应付票 据(百万 元)	应付账款 (百万元)	流动负债 占负债比 率
2014	292.18	15664.1	28.53%	0	205.92	74.17%
2015	592.68	29693.55	41.91%	0	1427.67	100.00%
2016	1357.2	46431.15	47.38%	0	2236.83	99.49%
2017	3175.44	77696.64	40.10%	0	7434.27	99.89%
2018	31691.06	94872.44	50.91%	1334.01	18277.78	99.57%
2019	1914.63	137001.22	49.28%	4594.8	14377.55	100.00%
2020	2510.8	127710.05	48.17%	5481.62	9491.41	100.00%
2021	28182.07	127258.03	53.36%	7148.01	7204.69	98.31%

数据来源:根据恒华科技2014-2021年报整理

从表3.6可以得出,应收类资产在总资产中的比重越来越高,应收票据主要是银行承兑汇票和商业承兑汇票,应收账款主要是半年之内的资产。在提出“全产业链”模式之后,业务体量增大,应收款项逐渐增多。自2015年开始应付账款金额呈现直线上升的趋势,流动负债加大,研究发现,2015年、2016年、2017、2018应付账款同比增长593%、56.67%、232.36%、163.8%,主要是购建固定资产并随着恒华科技互联网转型的战略推进,电+供应链外委款项增加。

(3) 存货管理

表 3.7 恒华科技存货项目表

项目	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
存货（亿元）	0.69	0.66	0.58	0.89	1.41	1.28	1.73	2.61
存货/流动资产	14.00%	10.89%	6.75%	5.05%	6.58%	5.14%	7.21%	10.11%
存货/总资产	12.37%	9.09%	5.73%	4.42%	5.68%	4.53%	6.40%	8.96%
存货周转率	2.21	3.24	5.60	6.49	5.83	4.04	4.33	2.60

数据来源：根据恒华科技 2014-2021 年报整理



图3.5 恒华科技2014-2021存货周转率

由表 3.7 看出，恒华科技的存货金额整体呈现先降后升的趋势，说明随着公司规模的扩大，企业一方面不断扩大生产，加大固定资产的投资，不断进行生产，另一方面存货在流动资产中的比重也呈现先降后升的趋势，存货周转率则相反，这说明 2017 年以前，公司的销售能力较强，存货逐渐转化为收入与成本。研究得出，2015-2016 年间，软件和技术服务成本持续降低是造成存货周转率提高的最重要原因，而 2017 年由于业务范围的扩大，公司增加建造合同业务，其营业成本同比增长 5655.38%，导致主营业务成本大幅提高，最终提升存货周转率。2017 年之后存货积压较多。研究年报发现，2018 年未完工项目成本支出过大，未能及时化为营业成本，造成存货成本过高。2019 年公司硬件销售的成本降低幅度较大，同比下降 88.64%，存货仅下降 9.55%，造成存货周转率降低。

4 全产业链模式下恒华科技财务战略实施效果

在全面了解国内外学者对于财务战略评价方法的研究之上,本文为了更为全面、清晰地评价恒华科技全产业链商业模式下财务战略的实施效果,采取财务绩效分析、非财务绩效分析以及财务战略矩阵分析三种方法,从不同的角度并采用定性与定量相结合的方法,对于全产业链模式下财务战略的实施做出一个客观的评价。基本思路为:首先运用盈利能力、营运能力、成长能力、偿债能力来从财务数据方面做出客观判断,再结合恒华科技公司本身的特点,选择了研发能力和市场占有率两个非财务绩效评价指标进行宏观分析,最后利用财务战略矩阵进行验证,分别从可持续增长率和 EVA 两个维度展开评价。

4.1 财务绩效分析

本文选择 2014-2021 年间的财务数据,全面分析恒华科技自实施“全产业链”之后财务战略所发生的变化以及这种变化所带来的绩效变动。

4.1.1 盈利能力

企业的盈利能力是反映企业在某种情境下的盈利水平,恒华科技实施全产业链商业模式的根本目的也是为了盈利,本文采用营业净利率、总资产净利率以及净资产收益率来评价企业的盈利能力。

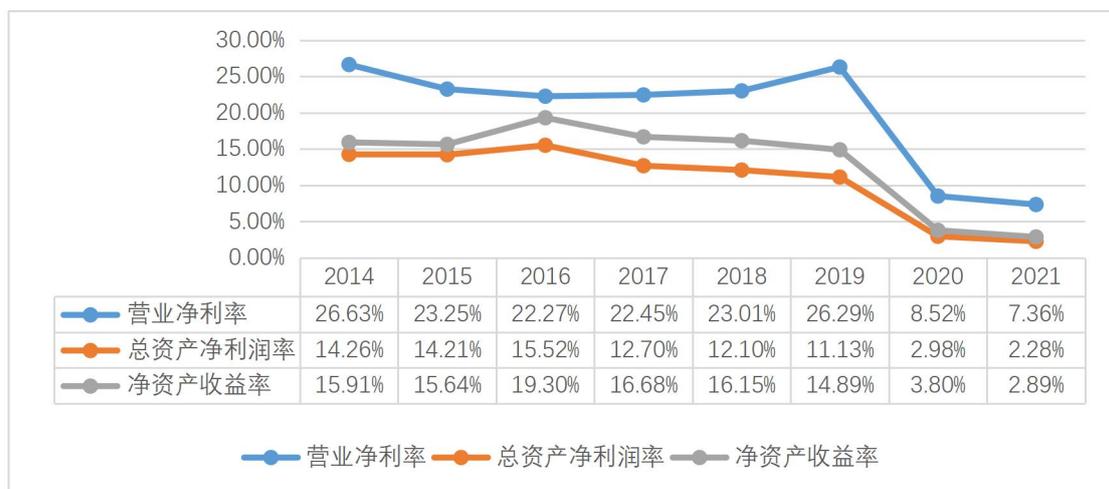


图4.1 恒华科技2014-2021年盈利能力指标趋势图

根据图 4.1 可以发现, 2014-2021 年三项盈利能力指标总体呈现一种先升后降的趋势, 说明企业营业收入和各项资产创造利润的能力不断降低, 企业自有资本的获利水平下降, 总的来说, 企业自实施“全产业链”以来的盈利能力降低。通过研究发现, 2014-2018 年营业净利润下降, 说明净利润的增长速度不及营业收入的增长速度, 主要原因在于第一, 自实施全产业链以来, 为进一步扩大规模, 公司加大研发投入, 建立研发中心, 人力成本急速上升, 而且为了留住人才, 公司实行股权激励计划, 支付成本上升, 导致净利润较于营业收入增长较慢。第二, 2016-2017 年公司大量增加短期借款, 两年间财务费用分别同比增长 202.6%和 386.81%, 导致利息支出涨幅较大; 第三, 2017-2018 年, 公司应收账款回款速度过慢, 采用账龄分析法使得坏账准备金增加, 在一定程度上加大了公司的坏账风险, 资产减值损失分别增长 92.28%、181.91%。2014-2016 年间, 总资产净利润率和总资产收益率有小幅提高, 说明企业在实施全产业链之后, 资产的利润创造能力增强, 通过不断扩张, 投资取得一定的效益, 营业收入增加。2019 年营业收入下降的同时净利润却实现同比增长, 主要原因在于报告期内由于电力体制的改革进程较为缓慢, 公司配售电业务受到极大影响, 而作为传统优势业务的设计版块业务收入占主营业务收入比重增加, 毛利率较高, 使得净利润有大幅提高。

2018-2019 年, 营业净利率上升的同时, 总资产净利润率和净资产收益率都呈下降趋势, 主要原因是企业通过股权融资和债权融资投资新的项目, 比如公司业务不仅面向电网客户, 更是开拓了交通、水利行业的客户, 但是由于恒华科技是高科技企业, 新项目的效益实现需要一定的时间, 从而导致虽然净利润在上升, 但总资产和净资产收益率有所下降, 企业原有的面向电网行业的项目市场前景较为广阔, 受到电力行业的好评, 因此营业利润率较高。2020-2021 年, 盈利指标均下降, 通过研读年报发现, 公司承接的各项项目在上半年来由于疫情原因无法顺利开展, 而下半年由于直接材料价格、直接人工成本的猛增导致成本费用迅速增加, 从而公司业绩受到一定影响; 第二, 公司在大环境不利的情况下, 仍然坚持技术创新工作, 研发费用上涨, 净利润减少; 第三, 在市场驱动下, 公司在电力方面的改革并未达到公司的理想状态, 配售电板块人力和物力投入减少, 导致总收入下降。

4.1.2 偿债能力

通过偿债能力分析可以反映出恒华科技在全产业链商业模式之下采取的财务战略的偿债能力大小，有利于企业更好地分析财务战略的实施效果。

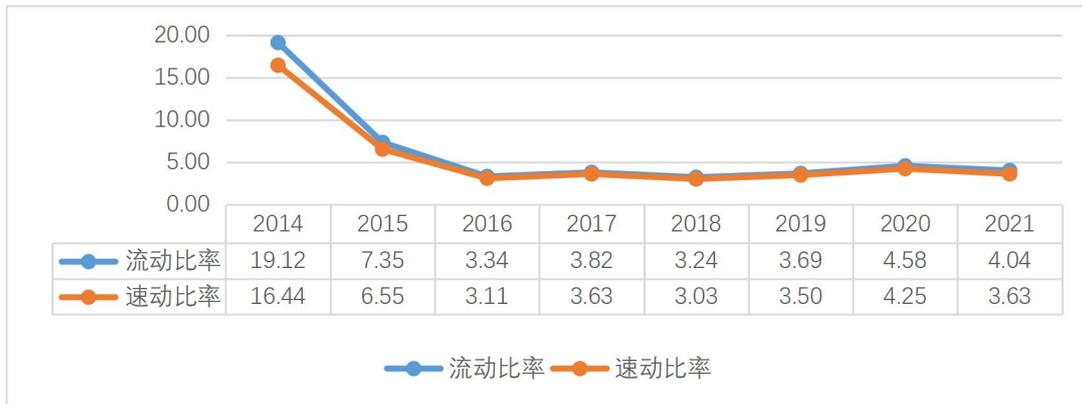


图4.2 恒华科技2014-2021年短期偿债能力指标趋势图

根据图 4.2 可知，流动比率与速动比率变化趋势是大致相同的，在提出“全产业链商业模式”之后，2014-2015 年公司的流动比率相对来说是较高的，2016-2021 年除 2020 年有小幅增长之外，其他年份二者均呈现平稳趋势。但在此期间二者均呈现断崖式降低，下降速度非常快，说明流动负债的增长速度要远远超过流动资产，究其原因，一方面，报告期内营业收入不断增长，应收账款回收较慢，造成应收账款余额大增，另一方面由于公司业务规模扩大，研发人员增多，再者公司业绩实现了突飞猛进，销售额高，因此增值税与其他税费较高导致流动负债增长快。

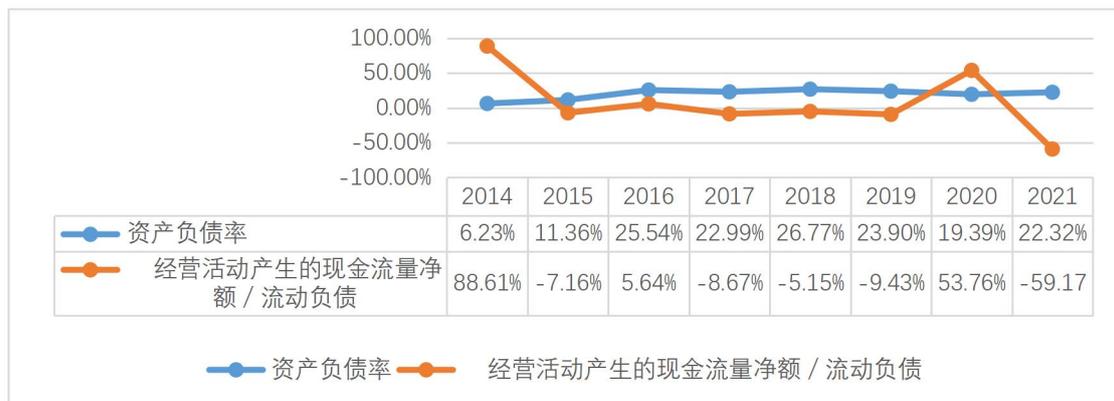


图4.3 恒华科技2014-2021年长期偿债能力指标趋势图

总体看来,资产负债率呈现上升趋势,说明在实施"全产业链"模式之后,公司负债的增加速度要高于资产的增加速度,通过研究发现,第一,在此期间,公司加大流动负债的筹资,2016年短期借款同比增长634%,其他应付款增长327%,其中2015-2016年间,公司为了更好地实施全产业链,对员工采取限制性股票激励计划,回购金额达到2400万元,回购之后,股本相应地减少;第二,这两年间流动资产增加较快,由于恒华科技的子公司北京道亨的少数股东股权收购款没有进行变更,导致部分收购款2600万元作为其他应收款。第三,应收账款较去年同期增加56%,通过研究发现,主要来源是实施全产业链之后,公司不断扩大业务规模,与客户的联系日益密切,放宽了对客户的还款条件。总体来看,在实施全产业链模式之后,偿债风险逐渐加大。

随着全产业链的不断成熟,恒华科技加大与产业链上下游企业的合作,经营活动现金流/流动负债比率在2015年急速下降且除了2016年为正之外,2017-2019比率为负,说明在此期间通过实施全产业链模式而导致经营活动产生的现金流出大于现金流入。究其原因,2017年以后全产业链模式逐渐趋于成熟,业务规模扩大,相关成本支出增加,比如市场开发成本、人工成本、采购成本以及税金等等,2017年公司逐渐开拓海外市场业务,市场开发成本较高;其次由于科技型企业的性质,对研发要求高,研发投入增多,同时随着公司规模的不扩大,人力成本也越来越大;第三,市场上原材料的价格不断上涨,公司的采购成本较往年有猛增;第四,销售收入的增加导致税金逐年上升,最终造成现金流出量大幅增加。2020年该比率较上年增加,具体来说是由于2020年公司加强应收账款以及保证金回收的速度,压缩客户付款的时间,及时收款所引起的。2021实现负增长的原因,通过研究发现,是由于客户多用票据结算并且付款较慢导致公司的现金流入较2020年相比大打折扣。总体来看,在实施全产业链之后,现金流不稳定,不足以偿付流动负债。

4.1.3 营运能力

营运能力是指企业通过对流动资产和非流动资产的周转分析来判断资产的利用效率和效果。本文选择总资产周转率、应收账款周转率、固定资产周转率来判断恒华科技公司的营运能力,以此来分析全产业链商业模式之下财务战略的实

施效果。

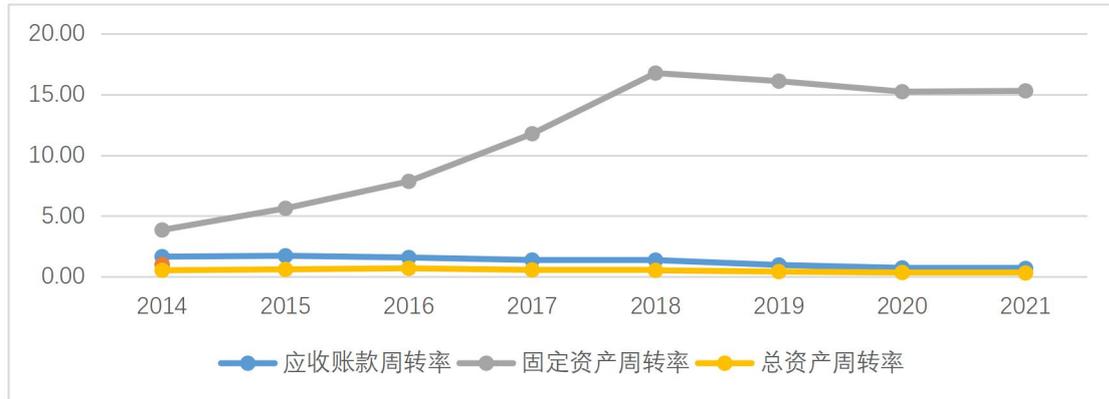


图4.4 恒华科技2014-2021年营运能力指标趋势

根据图 4.4 可知，总资产周转率总体看来呈现先升后降的趋势，波动幅度较小，说明企业资产的运营效率是较为稳定的，全部资产的管理质量也是较为平稳的。应收账款周转率逐年下降，说明企业营业收入的现金回笼效率越来越低，应收账款的流动性越来越弱，通过研究发现，企业在实施“全产业链”以来，不断积极开拓市场，2017 年将业务拓宽至交通和水利行业，积极构建全产业链的商业模式，采用积极的销售策略，放宽对客户的收款条件，影响了企业的现金流。固定资产周转率以 2018 年为界限呈现先升后降的趋势，2014-2018 快速上升，2018 年之后虽有小幅降低，但变化不大，说明实施“全产业链”以来固定资产的周转速度加快，利用效率越来越高，管理水平也越来越好。原因在于，上市之后，公司对固定资产的投资比例逐渐加大，充分利用固定资产来实现企业的盈利水平。

4.1.4 成长能力

成长能力分析能够反映企业未来的发展潜力，通过对企业的总资产、营业收入、净利润以及资本增值进行增长率的计算，以此来帮助企业进行长期决策，更好地满足企业可持续发展的需求。

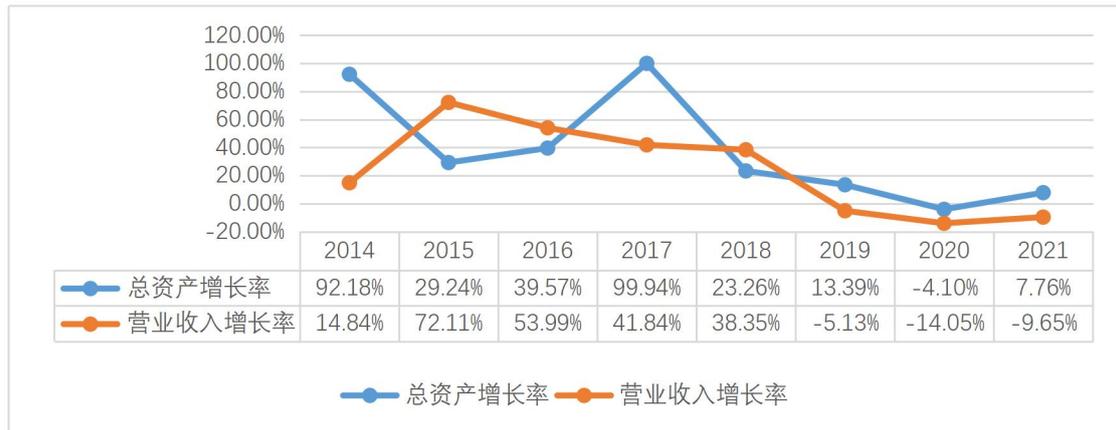


图4.5 恒华科技2014-2021年成长能力指标趋势图

如图 4.5 所示，总资产增长率除 2017 年有大幅增长之外，总体是呈下降趋势的，营业收入增长率以 2015 年为限呈现先升后降的趋势，除 2015 年有大幅增长之外，2016 年开始持续下降，说明恒华科技经营增长能力不强。由于恒华科技是一家软件及信息技术服务企业，从资产与资本的投入到产出需要一定的时间，项目的收益会有滞后性，因此 2014 年虽然总资产增长率较高，但营业收入增长率较低。其中 2015-2018 年营业收入增长率均高于 30%，公司的新项目逐渐取得可观的收益。2020 年受到新冠疫情的影响，加之电力体制改革并未达到公司的预期状态，公司主营业务配售电板块投入的人力与物力都减少，导致总资产投入大大降低，2019-2021 年营业收入增长率也比较低。可以看出，恒华科技在上市并实施全产业链模式之后，总资产的规模越来越大，营业收入也有一定的增长，但增长能力较弱。

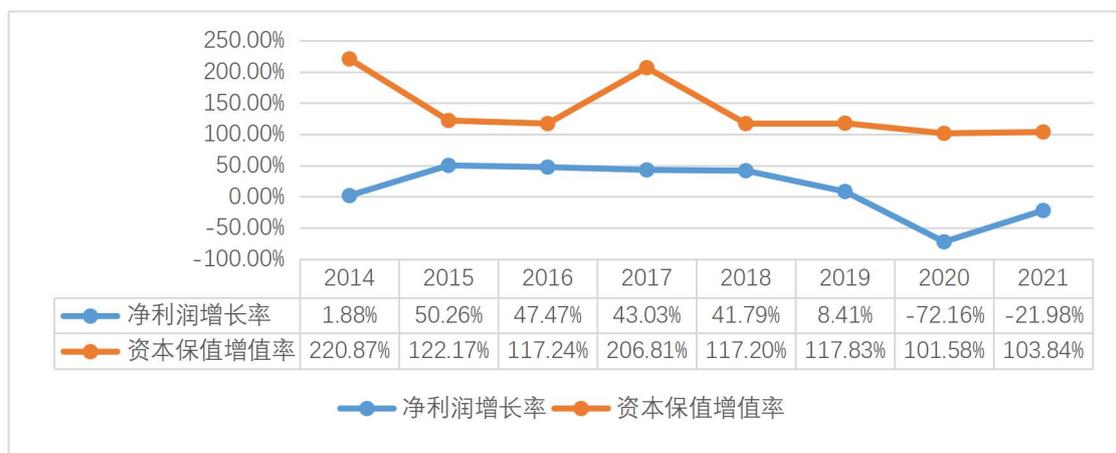


图4.6 恒华科技2014-2021年成长能力指标趋势图

由图 4.6 可知，净利润增长率在 2014-2015 年有大幅提高，2015 年净利润同比增长 48.38%，2015-2018 年间净利润基本保持在 50%，但 2020 年出现断崖式下降，迅速降到冰点，整体看来除去新冠疫情的影响，自实施“全产业链”模式之后，公司的净利润有大幅提升，说明公司的利润成长能力强。资本保值增值率反映企业资本的稳定和成长状况，是企业利用所有者投入的资本通过日常经营活动而发生增减变动的指标。指标越大，说明所有者投入的资本上升速度越快，资本的增值能力越强，对企业的发展越有利，债权人的债务越有保障，企业发展后劲越强。2014 年公司刚刚上市并提出实施全产业链时，资本保值增值率最高，高达 220.87%，说明恒华科技在布局全产业链之时，加大各项投入，资本增长速度较快。2017 年资本保值增长率重回上市初期的水平，其他年份基本保持在 100% 以上，说明企业的资本保全状况较好，自有资本较多，能够充分保障企业债权人的利益，资本在原来基础上实现了增值，有利于企业筹集资金，发展能力较强。

4.2 非财务绩效分析

4.2.1 研发能力

恒华科技始终秉承着独立研发的理念，不仅建立了多个技术和研发中心，而且逐步形成了技术平台和产品平台的研发结构，通过常年的研发积累，恒华科技目前拥有八十八件专利，在软件领域拥有四百三十三件软件著作权；同时，研发成果逐步运用于公司全产业链的发展之中，构建了从设计到运维最后到营销的循环服务，已成为我国少数提供一体化服务的软件企业。

表 4.1 恒华科技 2014-2021 年研发人数情况表

年份	研发人数（人）	占员工总数比例
2014	390	57.94%
2015	436	49.43%
2016	485	48.35%
2017	536	47.60%

续表 4.1 恒华科技 2014-2021 年研发人数情况表

年份	研发人数（人）	占员工总数比例
2018	507	44.63%
2019	558	52.69%
2020	485	44.91%
2021	477	44.29%

数据来源：根据恒华科技 2014-2021 年报整理



图 4.7 恒华科技 2014-2021 年研发投入趋势图

恒华科技研发投入自 2014 年全产业链实施之后，一直以强劲的速度保持上涨趋势，说明企业一直很注重研发技术，这也是企业一直以来所秉承的技术先行理念。其中 2019 年研发投入最高，具体原因是公司为了更好地延伸产业链，不断打通线上云服务，从而开发新兴关键技术。研发人数的增长趋势与研发投入的增长趋势基本一致，技术人员数量也在快速增长，此外，研发人员在总员工人数中所占比例超过 40%，由此可见，“全产业链”模式的实施，促使恒华科技加大研发技术的投入，重视对研发人员的培养，同时也为企业全产业链的延伸与发展提供了一定的技术支持。

4.2.2 市场占有率

2014 年提出构建全产业链商业模式以来，恒华科技在电力行业已基本完成

投融资、设计、运维、营销等全产业链一体化服务。截至目前，公司在诸多领域已实现较大的市场份额，尤其是 BIM 产品设计方面---三维线路设计软件市场份额已经大于一半。同时，截至 2021 年，通过对全产业链的不断完善，公司研发出多种三维产品以及相关的核心技术，为发电公司以及电力设计院提供了高效有利的技术平台，并在多个大型工程项目中得到验证，进一步提升公司的市场占有率。从行业来看，公司客户由最初的电力行业拓展至交通和水利行业；从产品来看，主要有软件服务、技术服务、软件销售、硬件销售、建造合同以及 EPC 工程总承包收入；从地区来看，公司的业务已经遍布全国的各个市场，包括东北、西北、西南、华中周围地区，甚至延伸至境外，进一步提高了企业在各行各业各地区的市场份额。

4.3 财务战略矩阵分析

4.3.1 横轴分析

财务战略矩阵作为财务战略的重要评价方法，主要通过可持续增长率来判断企业的资金状况，首先计算可持续增长率，将之与销售增长率进行比较，若销售增长率大于可持续增长率，代表现金短缺；当销售增长率小于可持续增长率，代表现金剩余。

表 4.2 恒华科技 2014-2021 年可持续增长率计算表

项目	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
销售净利率	26.63%	23.25%	22.27%	22.45%	23.01%	26.29%	8.52%	7.36%
总资产周转率	53.55%	61.12%	69.69%	56.57%	52.59%	42.35%	34.96%	31.06%
权益乘数	1.12	1.10	1.24	1.31	1.33	1.34	1.28	1.26
利润留存率	85.65%	90.35%	90.18%	79.46%	89.67%	79.49%	100.00%	81.30%
可持续增长率	15.78%	16.45%	21.08%	15.27%	16.93%	13.43%	3.95%	2.41%
销售增长率	14.84%	72.11%	53.99%	41.84%	38.35%	-5.13%	-14.05%	-9.65%

续表 4.2 恒华科技 2014-2021 年可持续增长率计算表

项目	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
销售增长率-可持续增长率	-0.94%	55.66%	32.91%	26.57%	21.42%	-18.56%	-18%	-12.06%
资金状况	剩余	短缺	短缺	短缺	短缺	剩余	剩余	剩余

数据来源：根据恒华科技 2014-2021 年报整理

由表 4.2 可以看出，自实施“全产业链”模式以来，恒华科技可持续增长率呈现先升后降的趋势，2016-2021 年间可持续增长率开始下降，说明公司可持续发展能力减弱，主要原因在于总资产周转率的降低。研究年报发现，公司现金收回较为缓慢、建造合同业务的营业成本大幅提高，因此应收账款周转率和存货周转率降低。2014-2016 年间究其原因在于，第一，2014 年以来，公司不断进行收购，持有北京道亨软件 69.65% 的股权，这是公司最重要的子公司，同时面向电力、交通、水利领域提供全产业链服务，为公司贡献了较多的利润；第二，公司为了扩大业务规模，不断进行资本与资产的投入，资产的利用效率较高；第三，公司实施低股利分配策略，留下较多的未分配利润，为日后企业的进一步发展储蓄资本力量，提升了公司的可持续发展能力。2020-2021 年间有大幅度的下降，持续受到疫情的冲击，公司的销售收入持续缩水，资产的投入相对减少，造成资产的利用效率不高，新项目的效益下滑。总体来看，2014-2018 年，属于实施全产业链模式的成长期，资金状况稍有不佳，2019 年后略有剩余，总体来看，恒华科技可持续增长能力较好，未来市场前景较为广阔。

4.3.2 纵轴分析

根据国内外学者的研究，EVA 是衡量企业价值创造水平的关键指标，经济增加值不仅能反映价值，更能激励员工创造价值；从经济学角度来看，EVA 体现的是企业的经济利润，它将所有资本纳入核算范围，通过对净利润的调整，最终得出一个较为合理的价值创造指标。本文将采取这种算法，EVA 的具体算法如下：

经济增加值 = 税后净营业利润 - 资本成本 = 税后净营业利润 - 调整后资本 * 加

权平均资本成本率

税后净营业利润 = 净利润 + (利息支出 + 研究开发费用 + 各种减值准备 + 营业外支出 - 营业外收入) * (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

调整后资本 = 平均所有者权益 + 平均负债 - 平均无息流动负债 - 平均在建工程

(1) 税后净经营利润的计算

① 利息费用。

利息费用本身已经包括在债务成本中，计算经济增加值时要从中减去，所以在计算税后净营业利润时不应做二次重复扣除，因此应当在净利润的基础上调增利息费用。

② 研发支出。

R&D 支出作为一项费用，它可能为公司未来的利润创造更多的价值，因此应该做加回处理。

③ 减值准备金。

恒华科技主要涉及到的准备金包括资产减值损失和信用减值损失，这属于企业的或有项目，因此为了保证利润的准确性，应当调增减值准备。

④ 营业外收支。

企业的营业外收入和支出往往来自于其他非正式的经济活动，并且可能会受到某种因素的影响，因此不具有确定性，应进行调整。

⑤ 递延所得税。

递延所得税资产与负债是企业未来将要发生的项目，在计算时通常调增递延所得税负债增加额，调减递延所得税资产增加额。

通过上述原则，本文得到恒华科技自实施“全产业链”以来税后净营业利润的调整结果。

表 4.3 恒华科技 2014-2021 年税后净营业利润计算表 (单位: 百万元)

项目	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
净利润	60.62	91.08	134.33	192.13	272.41	295.32	82.23	64.16
+利息支出	1.00	0.07	3.63	6.40	3.89	10.12	7.35	6.44

续表 4.3 恒华科技 2014-2021 年税后净营业利润计算表 (单位: 百万元)

项目	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
+研发支出	20.42	38.98	47.66	59.02	73.40	102.23	96.94	87.15
+各项减值准备	1.77	5.53	10.64	30.00	28.58	-50.86	-36.25	-78.78
+营业外支出	0.00	0.12	0.08	0.33	0.18	0.30	4.63	1.03
-营业外收入	5.15	15.93	10.73	0.57	0.40	0.51	0.25	0.28
1-所得税税率	0.9	0.9	0.9	0.9	0.9	0.9	0.9	0.9
+递延所得税负债增加额	0.36	2.36	-0.51	2.69	4.88	2.85	6.66	6.36
-递延所得税资产增加额	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
=税后净营业利润	77.22	119.34	179.97	280.47	372.36	353.32	154.08	84.53

数据来源: 根据恒华科技 2014-2021 年报整理

由表 4.3 看出, 自实施“全产业链”以来, 税后净营业利润以较高的速度保持上升趋势, 说明企业“全产业链”的实施为企业带来了较为可观的收益, 公司也积极拓展交通、水利行业的客户, 致力于为各行各业提供全产业链一体化服务。2020-2021 恒华科技受到疫情的强烈冲击, 经营利润受到较大的影响, 公司收益开始走下坡路, 但是根据前面的发展能力分析可知, 全产业链实施之后, 总资产的规模越来越大, 营业收入也有一定的增长。总体看来, 除去疫情的影响, 公司的净利润有大幅提升, 资本保值增值率也很高, 说明公司未来的成长能力很强。

(2) 调整后资本的计算

对公司投入的所有资本, 根据 EVA 的计算原则, 应当予以一定的调整, 恒华科技对资本的具体调整如下表所示:

表 4.4 恒华科技 2014-2021 年调整后资本总额计算表 (单位: 百万元)

项目	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
平均所有者权益	582.50	695.84	1152.14	1686.83	1982.74	2162.01	2220.85	1131.36
平均负债合计	58.47	169.86	360.61	564.50	669.59	598.95	587.20	325.13

续表 4.4 恒华科技 2014-2021 年调整后资本总额计算表 (单位: 百万元)

项目	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
平均无息 流动负债	42.97	85.81	188.23	367.08	458.37	395.71	330.53	159.58
平均在建 工程	0	0	0	0	0	0	0	0
调整后资 本	598	779.89	1324.52	1884.25	2193.95	2365.25	2477.52	1296.91

数据来源: 根据恒华科技 2014-2021 年报整理

经过调整之后的资本额呈现一种逐年上升的趋势, 说明全产业链模式以来, 一方面公司不断的进行收购与兼并, 全力整合上下游的资源优势, 不断加大自身提供全产业链服务的能力; 另一方面, 企业积极进行技术研发, 在研发方面的投入较大, 恒华科技作为软件服务的企业, 对于技术创新的要求较高, 在电力行业的突出贡献是研发出配售电一体化平台, 并建立技术中心, 现已实现以 BIM 平台及软件相关服务为核心的五大业务体系。

(3) 股权资本成本的计算

本文采用一种方法来估值股权资本, 该方法基于资本资产定价模型, 且该方法的成本由无风险利率+市场风险溢价*贝塔系数组成, 其中无风险利率是基于一种更理想化的收益率。在我国, 无风险状态最典型的在于银行储蓄, 金融机构作为我国金融市场最活跃的主体, 信用度较高, 投资者出于风险因素的考虑, 会选择将钱存入银行, 所以通过研究诸多学者计算方法, 本文选择银行一年期定期存款利率作为无风险收益率, 数据来源于国泰安数据库。

市场风险溢价是由市场组合的收益率与无风险收益率共同决定的, 由于我国股票市场相关制度方面尚不完善, 所以本文在研究国内外众多学者的研究成果之上, 选择我国 GDP 增长率作为市场风险溢价, 更具有参考价值, 数据来源于国家统计局。

贝塔系数作为资本资产定价模型中的乘数, 是衡量股票市场价格波动的指数, 若贝塔系数越高, 那么股票的风险回报率越高, 反之亦然。本文的贝塔系数取自于国泰安数据库。由数据可知, 恒华科技的贝塔系数自实施全产业链以来均大于 1, 说明公司的股票价格波动较大, 对股票市场较为敏感。

股权资本成本的具体计算过程如下：

表 4.5 恒华科技 2014-2021 年股权资本计算表

项目	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
无风险收益率	2.75	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5
市场风险溢价	7.4	7.0	6.8	6.9	6.7	6.0	2.2	8.1
贝塔系数	1.24	1.33	1.50	1.11	1.20	1.18	1.28	1.14
股权资本成本	11.91	10.82	11.73	9.13	9.52	8.60	4.32	10.72

数据来源：国泰安数据库及国家统计局

（4）债务资本成本的计算

本文所采用的短期债务利率取自于中国人民银行 1 年期借款比率，长期债务利率来源于中国人民银行公布的 5 年期借款比率，计算过程如下：

表 4.6 恒华科技 2014-2021 年债权资本计算表

项目	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
短期借款占比	0	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
长期借款占比	100%	0	0	0	0	0	0	0
短期借款利率	5.60%	4.35%	4.35%	4.35%	4.35%	4.35%	4.35%	4.35%
长期借款利率	6%	4.75%	4.75%	4.75%	4.75%	4.75%	4.75%	4.75%
债务资本成本	6%	4.35%	4.35%	4.35%	4.35%	4.35%	4.35%	4.35%
税后债务资本成本	5.40%	3.92%	3.92%	3.92%	3.92%	3.92%	3.92%	3.92%

数据来源：根据恒华科技 2014-2021 年报整理

（5）加权平均资本成本的计算

由于债务资本与股权资本的同时存在，需要进行加权来计算平均资本成本， $\text{加权平均资本成本} = \text{债务资本占比} * \text{债务资本成本} + \text{股权资本占比} * \text{股权资本成本}$ ，具体计算如下：

表 4.7 恒华科技 2014-2021 年加权平均资本成本计算表

项目	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
债务资本占比	6.23%	11.36%	25.54%	22.99%	26.77%	23.90%	19.39%	22.32%
债务资本成本	5.40%	3.92%	3.92%	3.92%	3.92%	3.92%	3.92%	3.92%
股权资本占比	93.77%	88.64%	74.46%	77.01%	73.23%	76.10%	80.61%	77.68%
股权资本成本	11.91%	10.82%	11.73%	9.13%	9.52%	8.60%	4.32%	10.72%
加权资本成本	11.50%	10.04%	9.73%	7.93%	8.02%	7.48%	4.24%	9.20%

数据来源：根据恒华科技 2014-2021 年报整理计算

可以看到, 2014 年以来, 加权平均资本成本总体来看呈下降趋势, 2014-2018 年公司债务比例逐年上升, 为了进一步扩大全产业链的实施, 公司不断加大债务融资, 特别是流动负债的增加, 而公司对于股权融资逐渐降低, 同时, 2020 年开始受到大环境影响, 整个市场不景气, 在二者的共同作用下形成了加权平均资本的下降。

(6) EVA 的计算

表 4.8 恒华科技 2014-2021 年经济增加值计算表

项目	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
税后营业 利润(百 万元)	77.22	119.34	179.97	280.47	372.36	353.32	154.08	84.53
调整后资 本(百万 元)	598	779.89	1324.52	1884.25	2193.95	2365.25	2477.52	1296.91
加权资本 成本	11.50%	10.04%	9.73%	7.93%	8.02%	7.48%	4.24%	9.20%
EVA	8.42	41.08	51.07	130.97	196.45	176.41	49.02	-34.85

数据来源：根据恒华科技 2014-2021 年报及国泰安数据库

由表 4.8 可以看出, 通过剔除一些不正常的项目, 我们可以更准确地反映恒华科技公司的价值创造能力, 并客观地评估其财务状况和经营成果。这样可以避

免 EVA 低于净利润的情况。总体来看, EVA 呈现先升后降的趋势, 2014 年恒华科技首次实施“全产业链商业模式”, 资本投入的时间较短, 未能发挥出较大作用, 在第二年公司的经营状况有了明显的提高, 虽然 2019 年开始有所下降但均大于零, 说明公司在一定程度上为所有者创造价值, 2020 年小于零, 股东财富逐渐缩水, 资本的投入未能发挥出最大的效用。通过研究发现, 2019 年经济增加值下降的原因在于: 公司面向的客户大多为电力行业客户, 收入受到季节性因素的影响, 上半年公司收入较少, 加之外部环境影响, 2019 年下半年材料和人工成本急剧增加, 所以整个年度收入开始降低。

4.3.3 财务战略矩阵综合分析

对上述财务战略矩阵的计算结果进行整合后, 画出财务战略矩阵图如下:

表 4.9 恒华科技 2014-2021 年经济增加值与可持续增长能力汇总表

项目	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
横轴	-0.94%	55.66%	32.91%	26.57%	21.42%	-18.56%	-18.00%	-12.06%
纵轴(百万元)	8.42	41.08	51.07	130.97	196.45	176.41	49.02	-34.85
所处矩阵位置	第二象限	第一象限	第一象限	第一象限	第一象限	第二象限	第二象限	第三象限

数据来源: 根据表 4.2 和表 4.8 整理

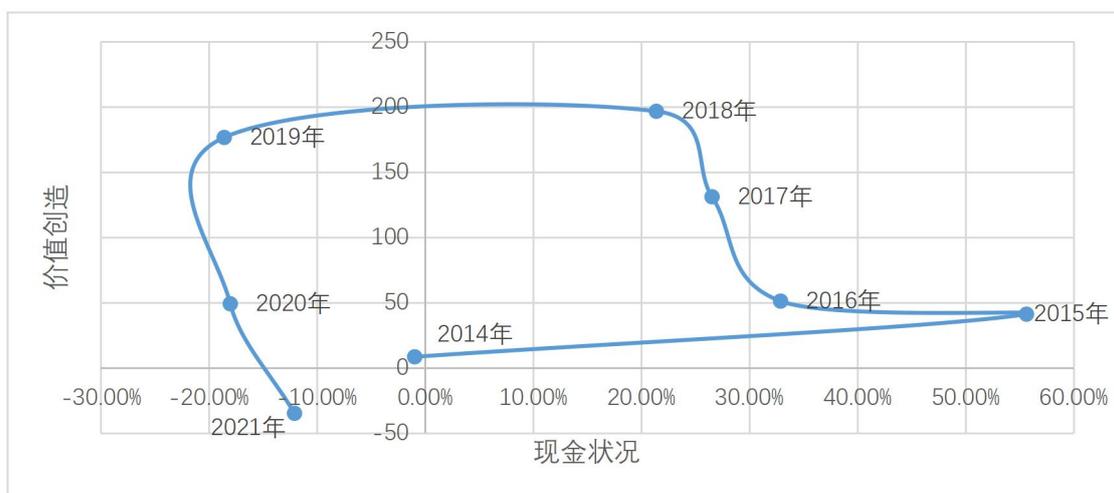


图4.8 恒华科技2014-2021年财务战略矩阵图

整体来看，恒华科技的财务战略矩阵图主要分布于第一、二象限，具体表现为前期增值型现金短缺，后期为增值型现金剩余。一方面，前期资产投入量较大，所需资金量也大，另一方面，企业在不断扩大业务范围的同时，对于应收账款的回款管理较为松懈，现金流入较少，尤其在实施全产业链第二年开始，公司在研发投入方面增加较多，但投资收益率并不稳定，现金急剧短缺。2021年在外部环境的影响下，价值创造能力相较于2020年有了较大的波动，在这种情况下，恒华科技应当积极拓展新业务，同时做好主业的发展，适当放弃投资收益差的项目或被投资企业。2015年可持续增长率小于销售增长率，二者差距呈现最大，资金短缺极为严重，原因在于布局全产业链初期，现金主要用于并购和研发而导致的。具体来说，首先，在日常经营方面，是由于公司不断扩大经营规模而引起的直接材料、直接人工以及研发费用增高；其次，在投资方面，因为公司布局全产业链，构建云服务平台外购许多固定资产导致现金流出金额较大；最后，本年由于产业链的需要，扩大对公司被投资单位的控制权，收购股权导致现金大量流出。

5 全产业链模式下恒华科技财务战略存在的问题及优化策略

5.1 恒华科技财务战略存在的问题

5.1.1 投资扩张速度过快，投资收益率低

投资的目的是最大限度地合理运用所募集的资金，以发展的眼光获得投资收益和资本升值。在公司高速发展期间，如果盲目扩大投资在一定程度上会造成资源的浪费。可以看到，自从提出“全产业链商业模式”的发展方式之后，恒华科技对内投资较少，而对外投资较大，对内投资的规模要远远小于对外投资的规模，对外投资主要是获取投资收益，但是恒华科技所投资的合营企业北京中能以及联营企业珠海政采每年的投资收益额都为负数，企业投资的收益能力较差。此外，从财务战略矩阵中可以看到，公司拥有一定的价值创造能力，但是投资的效果不佳，对于金融资产的投资属于短期投资，公司在这方面投资过大，反而对固定资产等内部投资较少，当短期投资失败，公司可能会面临资金链断裂的风险，从而影响公司主营业务发展的资金，导致恒华科技经营状况的不佳。就恒华科技当前的投资状况来看，自疫情爆发以来，主营业务收入和净利润都受到很大影响，但投资收益率较高，这是一种短视行为，资金运用投资战略存在着较大的问题，会面临较大的市场风险。由于收购、整合、额外的投资项目和新业务，公司的活动规模和资产总量正在增长。如果公司不能及时改善治理，不能制定一个更科学、更有效的管理制度来反映现实，不能充分利用投资和收购之间的协同效应，其市场竞争力和长期发展可能会受到影响。

5.1.2 资本结构有待优化，长期债务比例低

发行股票、进行商业信用融资都属于筹资战略，合理的筹资战略能够使得股权债权融资达到合理比例，为企业提供充足的资金，降低企业的偿债风险，以便公司战略目标的实现。债权融资使股东获得杠杆作用，而财务风险较小。股权融资可以反映在公司的股价上，影响投资者对公司的估值。恒华科技公司盈利能力下降、利润增长速度慢与筹资结构存在一定的关系，恒华科技资金来源表如下：

表 5.1 恒华科技 2014-2021 年资本结构汇总表

项目	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
资金总额（百万元）	559.21	722.71	1008.70	2016.81	2485.86	2818.80	2703.14	2912.98
长期借款占负债比例	25.83%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
短期借款占负债比例	0.00%	24.36%	56.98%	42.31%	29.35%	33.28%	34.77%	47.78%
股权融资占比	48.83%	4.28%	0.00%	37.19%	3.27%	0.80%	0.00%	0.00%
债权融资占比	1.98%	4.94%	17.19%	13.83%	15.92%	14.77%	12.95%	16.26%

数据来源：根据恒华科技 2014-2021 年报整理

由表 5.1 可以看出，恒华科技全产业链的构建过程较为复杂，一方面公司的资金总额在逐年上升，但是与债权融资相比，股权融资不稳定，最高的年份占比可以达到 48%，最低为 0%，而且股价持续走低，股权债权结构失衡。这说明股权融资的效果不佳，现今仍处于短缺状况。另一方面恒华科技主要采取债权筹资为主的筹资策略，在全产业链初期通过发行股票募集超 2 亿元资金，2016-2021 每年的债券筹资不断增大，且主要以短期债券筹资为主，除了 2014 年有 900 万长期借款之外，其他都来源于短期，无形中造成短期偿债风险的提高。

5.1.3 股利分配政策单一，不利于全产业链发展

恒华科技自 2014 年实施全产业链以来，现金股利达到了净利润的 25% 以上，现金股利占比较高，股利支付方式较为单一，在一定程度上影响公司的营运现金流。一方面，由财务战略矩阵分析得知，恒华科技在 2015-2018 年实施全产业链之时，不断扩大对外扩张的规模，成立孵化基地，并且研发支出较高，对于现金的需求量较大，为此公司采用多种融资方式进行筹资，这四年间正处于公司的成长期，且现金始终处于短缺状态；另一方面，公司在这四年间盈利能力和偿债能力均有所降低。在面对现金不足和盈利水平下降的情况下，公司仍然采用现金股

利的方式进行股利分配,在一定程度上对于公司的经营现金流量产生一定的消极影响,增加公司运营管理的风险,同时,对于全产业链的布局与发展产生不利影响。

5.1.4 资产周转速度慢, 现金流不稳定

由于公司的可持续发展能力显著下降,其经营活动的现金流量净额一直处于负值,这表明该企业的运营管理存在问题。主要原因在于各项资产的周转率都较低,尤其应收账款周转率,随着公司不断调整优化全产业链一体化服务,发展规模壮大,但收入与资金的回收并不一致,资产减值损失增加速度快,进而也影响到公司经营利润的实现。另外,存货周转率自2017年逐年下降,库存商品有不断积存的迹象,这表明公司的市场销售能力有待提高,销售渠道较窄。第三,根据财务战略矩阵分析得知,在全产业链构建初期,公司资金应用金额较大,2015-2018年公司的现金极度短缺,与流动资产回收速度慢有很大关系。第四,经营现金净流量与流动负债持续下降,甚至连续四年为负值,说明现金流不足。随着当前全球新冠疫情的冲击态势,全球经济处于不稳定的状态,市场持续走低,经营现金流量增加的可能性较低,因此加强营运管理显得格外外重要了。

5.2 恒华科技财务战略优化策略

软件行业正面临着巨大的生存和发展压力,这使得合理的财务战略变得更加重要。基于全产业链商业模式,本文提出以下财务战略优化策略,以期能够帮助恒华科技提升核心竞争力。

5.2.1 优化投资结构, 加大有效投资

为了构建全产业链商业模式,公司不断进行对外投资,加大对上下游产业的并购与新设,但在投资战略方面主要存在两个问题,一方面,对外投资回报率不高,甚至出现负收益,另一方面,整体来看,对外投资的规模要远大于对内投资的规模,2018-2021年其他权益工具投资所占比例越来越大,随着产业链的不断完善,长期股权投资虽占总资产的比例在下降,但总体仍然是公司投资的主要方

向，因此：

(1) 增强投资风险管理。在全产业链模式下，公司投资越来越多，投资风险越来越高。首先，应加强事前控制。利用主客观的投资分析方法充分调研市场的投资风险大小。恒华科技应彻底调查该投资项目，确定其发展是否符合自己的战略方向，公司是否有足够的财务资源来维持投资后的营运资金储备，使得恒华科技能够在充分评估风险和成本效益原则的基础上做出正确的投资决定。其次，要充分考虑与被投资单位之间的融合程度，全产业链商业模式下的融合不仅仅体现在资源整合，更体现在管理方式的整合。在自身发展的基础上，为各个被投资方适当提供必要的优势资源，积极调整被投资方的战略规划，达到双赢的目的，维护企业在市场中的优势地位。对投资单位的监督控制，派遣优秀员工担任被投资方的管理人员，对于被投资方的重大决定，要在利益博弈的前提下，做出最优决策。最后，时刻关注公司的投资回报，在必要时及时撤资保本。在恒华科技对外投资中，重要的联营企业北京中能长期净利润为负，导致恒华科技投资收益快速下降。公司长期面向能源客户，对于对外投资长期亏损的项目应当及时评估相应的投资成本和投资收益，为投资成本设置回归线，确保投资收益保持一个平稳的状态，要审慎选择投资，当投资代价超过红线时，经过评估适时出售投资股权。

(2) 注重研发，发挥品牌优势。近年来，商业市场的激烈竞争以及外部大环境的不断变化，都在时时刻刻影响着企业的绩效，恒华科技作为高新技术企业，它是经济发展的重要信息载体，无论面向任何一类客户，都需要与时俱进的技术创新水平，公司目前主要的客户是电力行业客户，近几年来，也逐步向交通、水利行业进军，但无论哪个领域，想要保持市场地位，关键在于潜在的研发能力。因此，恒华科技为了全面构建全产业链，需要加大新产品、新服务的研发。以销定产，了解市场需求，引进先进技术人才，攻克技术难关，借助自身优势，不断创新各种先进软件，推动企业乃至经济社会向前发展。

5.2.2 合理增加股权融资，实现债权与股权相对平衡

从前文分析可知，恒华科技的融资方式近年来主要以债权筹资为主，股权筹资在 2014 年和 2017 年有过较大金额，其他年份很少，并且这两年的股权资本成本都较高，公司筹集资本付出了一定的代价，这意味着需要给予投资者更多的投

资回报，才能稳定投资者的信心，为公司树立一个良好的经济前景。

表 5.2 恒华科技 2014-2021 年融资规模汇总表（单位：万元）

年份	债权融资	股权融资
2014	1105.92	27308.72
2015	3570.428	3091.78
2016	17339.07	0
2017	27893.16	74999.92
2018	39582.73	8133.62
2019	41630.36	2261.88
2020	34998.72	0
2021	47374.76	0

数据来源：恒华科技 2014-2021 年报

融资是企业的资金来源，融资的方式既有债权融资又有股权融资，企业应当对二者的融资金额达到一个合理的比例，才能将风险控制一定范围之内。随着全球经济的发展，软件及信息技术行业竞争越发激烈，恒华科技当前正面临全产业链商业模式的关键时期，外部经营风险较大，由前述分析可知，企业的资本结构尚待优化，股权融资的规模不稳定，债权融资金额较高，二者差距较大。另外，短期债务的规模也远大于长期借款，长短期债务比例失衡。因此，第一，恒华科技应根据年度经营状况或财务成果制定合理的融资政策，保持股权融资与债权融资的合理比例；第二，适当增加长期债权融资，减缓短期债务的偿还压力。

5.2.3 实施多元化股利分配政策

自公司开始实施全产业链时，公司加大研发投入，人力成本急速上升，盈利能力有所下降；同时偿债能力降低。通过财务战略矩阵分析得出，公司在构建全产业链以来，成长期现金处于短缺状态，但公司仍然坚持分配现金股利，在一定程度上影响公司的经营现金流，不利于全产业链的构建与实施。考虑到上述情况，公司应当尽量选择 not 分配现金股利转而采用分配股票股利的方式，将现金首先用于满足日常经营活动，保持稳定的现金流。

公司可以实施多元化股利分配政策，除采用现金股利的方式之外，还可采用股票股利的方式，不仅能够节约资金，将资金用于经营活动，而且能够在一定程

度上提升现有投资者的信心，并加强潜在投资者的投资意愿，为公司带来更多投资。另外，适当实施员工股权激励计划，提高员工的工作积极性，有利于企业的长久发展。

5.2.4 完善应收账款回收政策，保持稳定现金流

营运战略的优化涉及到企业的应收账款、营运资金等等。公司的发展与它们所在的产业链息息相关，与产业链上的公司合作对它们的发展至关重要。从前文分析来看，公司在全产业链的整合之中，恒华科技公司有大量应收账款，导致公司利润减少，现金流不稳定。而应收账款产生的原因有很多种，一是在契约关系下，公司对相关客户的信用调查不到位，缺乏法律意识，对应收账款的管理关注较少，二是对应收账款有关的考核机制不健全，业务人员有缺乏追回应收账款的动力与信心。

(1) 合同之前。恒华科技应当积极建立客户信用评估机制，根据客户回访检查和客户日常进度状况等因素，制定相应的防控策略。销售部门在完成部门业绩或个人业绩的同时，还要兼顾货款的回收，因此财务部门的职责就是配合销售部门了解客户的信用状况，在签订合同之前，充分调研客户在市场中的信誉，对于信誉较好的企业，公司应当适当给予宽松的回收政策，反之则审慎合作，必要时采取较紧的应收账款回收政策。

(2) 合同之后。公司应加强业务人员收账管理。通常情况下，应收账款源于业务活动，销售部门通过与客户签订销售合同，通过转移商品的风险等商业实质，形成应收账款。首先，恒华科技应该及时关注客户的经营状况，成立专门的收账团队，对于每一笔应收账款，将责任落实到业务人员，积极引导业务人员与对方客户进行实时沟通，及时将回款进度通知上级，做好必要的应急准备。其次，制定相应的业绩考核制度，业务人员应当应用自己的知识既要维护必要的客户关系，还要努力将信用风险降至可接受水平。对于及时收回账款的业务人员给予必要的业绩奖励，以更加积极的方式完成资金的收回。

6 研究结论与展望

6.1 研究结论

本文以恒华科技的全产业链商业模式为出发点,结合公司自上市以来的财务和非财务数据,运用多种财务战略评价方法,来分析在全产业链商业模式下公司的财务战略实施效果,研究得出,公司在全产业链商业模式之下实施的财务战略在一定程度上提升了恒华科技的企业绩效,但同时,在全产业链商业模式实施过程中,财务战略仍存在漏洞。具体表现如下:

第一:恒华科技投资扩张速度过快,投资收益率低。自采用了“全产业链”的商业模式,公司对内投资比例较小,对外投资收益较差,导致公司整体业绩下滑。第二:资本结构有待优化,长期债务比例低。在筹资方面股权融资与债权融资比例不合理,股权融资效果不佳,短期债务融资占比较大,加大企业的财务风险。第三:股利分配政策单一,不利于全产业链的发展。现金股利占比较高,在一定程度上影响公司的现金流。第四:资产周转速度慢,现金流不稳定。随着公司规模逐步扩大,营业收入增加的同时各项资产周转速度较慢,尤其应收账款的收回,影响现金流。

因此,针对这些问题,本文研究提出四点优化建议:首先,优化投资结构、加大有效投资,同时,严格投资风险管控,发挥公司的品牌优势,为客户提供优质服务,加强公司与客户命运共同体建设。其次,合理增加股权融资,实现债权与股权相对平衡,优化公司的资本结构。同时,实行多元化股利分配政策,降低公司现金流断裂风险。最后,做好相关应收账款的事前事后监督。签订服务合同之前,建立客户信用评估机制,对客户实行信用等级管理,签订合同之后,尽量做到收入的确认与现金流入保持一致,并加强收账监督管理,提高应收账款周转速度。

6.2 研究展望

财务战略关乎着企业经营的发展方向,当前对于软件企业恒华科技的研究仅截止于2021年,在日后纷杂的市场环境中,企业在全产业链下财务战略的实施

仍然需要后续学者的进一步探讨与研究。其次，恒华科技的研究结果并不适用于所有企业，研究全产业链之下财务战略的实施需要考虑各个企业的实际情况，因此，企业需要对财务战略的制定进行相应的调整，才能更好地实现目标。

参考文献

- [1] Afuah C.L. Tucci. Internet business models and strategies[J]. Modern Marketing. Vol. 1 No. 1, 2011, (3): 68-73.
- [2] Darya I. Pushkar, Dragunova E.V. Financial Analysis as a Tool for Company Strategy Developing[J]. International Scientific-technical Conference on Actual Problems of Electronics Instrument Engineering, 2016: 279-283.
- [3] David Allen, Strategic Financial Management in Practice[M]. London: Financial Times Business Information, 1991: 26.
- [4] Demil B, Lecoc X. Business Model Evolution In Search of Dynamic Consistency[J]. Long Range Planning, 2013, 43(3): 227-246.
- [5] Harold Bierman Jr. Corporate Financial Strategy and Decision Making to Increase Shareholder Value[M]. New Hope, Pennsylvania: Frank J. Fabozzi Associates, 1999: 16-18.
- [6] John Ellis and David Williams. Corporate Strategy and Financial Analysis[M]. Britain: Pitman Publishing, 1993: 68.
- [7] Jonathan P. Brien. The capital structure implications of pursuing a strategy of innovation [J]. Strategic Management, 2003.
- [8] Mahadevan, B. Business Models for Internet-Based E-Commerce[J]. California Management Review, 2000, 42(4): 55-69
- [9] Muhammad, Anees-ur-Rehman, Ho Yin Wong, Parves. Sultan, Bill. Merrilees. How brand-oriented strategy affects the financial performance of B2B SMEs[J]. The Journal of Business & Industrial Marketing, 2018, 33(3).
- [10] O'Brien J P . The capital structure implications of pursuing a strategy of innovation [J]. Strategic Management, 2003, 24(5): 414-415.
- [11] Öneren M , Tayfun A, Yurdakul G. Developing competitive Strategies based on SWOT Analysis in Porter' s Five Forces Model by DANP[J]. Journal of Business Research- Turk, 2017, 9(2): 511-528.
- [12] Ward, K. Corporate Financial Strategy[J]. Butterworth-Heinemann, 2002: 68.

- [13]Zott C and Amit R.Designing your future business model:An activity system perspective[J].Long Range Planning,2010,43(2/3):216-226.
- [14]鲍克祥.华谊兄弟战略转型中的财务战略研究[J].财会通讯,2019,(08):71-75.
- [15]柴源源.基于财务战略矩阵的公司财务战略选择[J].财会通讯,2019,(08):66-70.
- [16]陈冰玉.轻资产企业财务战略研究——以海尔集团为例[J].财会通讯,2019,(14):67-70.
- [17]陈泽航,刘秋金,章福东,张瑞琛,刘晓晶.H公司财务战略分析及优化路径[J].财务与会计,2021,(05):84-85.
- [18]崔泽慧,娄阳.万科集团基于多元化融资的财务战略转型[J].财务与会计,2017,(04):41-42.
- [19]丰加颖,罗晓光.互联网时代财务战略创新研究——评《“互联网+”时代财务管理创新研究》[J].财务与会计,2020,(01):89.
- [20]傅红英.企业财务战略的管理对象与企业财务战略类型[J].会计之友,2004,(07):19-20.
- [21]韩祉清,刘金艳.“去杠杆”背景下财务战略影响企业价值的基本逻辑及路径[J].财会月刊,2020,(19):53-58.
- [22]何娟.基于“全产业链”战略的企业价值创造路径研究[D].西南财经大学,2019.
- [23]胡逸冰.“互联网+”背景下企业O2O转型的财务战略研究——以苏宁云商为例[J].财会通讯,2017,(26):62-65.
- [24]孔宁宁.基于企业生命周期的财务战略选择[J].财会通讯,2020,(11):40-42.
- [25]赖秀萍,聂力兵.制造企业服务化转型财务战略演化探究——以中国整车制造上市公司为例[J].财会通讯,2020,(06):3-7.
- [26]雷振华,雷铭,肖梦迪.核电企业财务战略的影响因素及实施路径[J].财务与会计,2019,(05):70-71.
- [27]李子苑.基于财务战略矩阵医药服务企业价值创造研究[J].财会月刊,2021,(31):13-16.
- [28]刘娜娜.全产业链背景下流通高质量发展模式构建与协同策略[J].财会月刊,2022,(05):13-17.
- [29]柳东梅.O2O模式转型下的企业财务战略应对[J].财务与会计,2015,(17):16-18.

- [30]鲁丽萍,石友蓉.共生视角下企业碳财务战略体系的构建[J].财会月刊,2017,(10):20-24.
- [31]陆正华,陈敏仪.稳健型财务战略下技术创新对企业价值的影响——以华兴源创为例[J].财会月刊,2020,(21):13-20.
- [32]吕存孝.如何规划企业财务战略[J].财会月刊,2020,(09):16-17.
- [33]毛蕴诗,王婕.基于利害相关者理论的绿色全产业链治理体系研究[J].武汉大学学报,2022,75(02):133-149.
- [34]戚英华.轻资产运营模式下的企业财务战略——以小米手机为例[J].财会通讯,2017,(08):58-62.
- [35]祁琦.全产业链布局对企业财务绩效的影响研究[D].广西:广西大学,2020.
- [36]钱红光,陈丹丹.基于财务战略矩阵的企业资金链断裂研究——以 ST 凯迪为例[J].湖北工业大学学报,2022,37,(03):41-44+84.
- [37]邱玉兴,程世华.基于因子分析的电力上市公司财务质量评价[J].会计之友,2015,(15):18-22.
- [38]山国利.低碳经济趋势下企业碳财务战略实施探究[J].会计之友,2018,(02):17-20.
- [39]施鸿.基于财务战略矩阵的企业合并财务评价[J].财会通讯,2020,(02):117-120.
- [40]孙茂竹.不同生命周期企业财务战略探讨[J].财会通讯,2008,(01):44-45.
- [41]孙伟,刘烨昭.“互联网+”企业基于 EVA 的财务战略探讨——以 NW 软件为例[J].财务与会计,2018,(20):65-66.
- [42]汪志强.新能源汽车企业全产业链战略与企业价值分析[D].四川:西南财经大学,2019.
- [43]王东升.平台商业模式企业成长阶段的财务战略——基于创新扩散理论视角[J].会计之友,2019,(11):37-44.
- [44]王满,何新宇.企业财务战略转型之路的探索与实践[J].财务与会计,2017,(04):30-32.
- [45]王郁茹.财务战略矩阵在企业的应用分析[J].财会通讯,2018,(35):69-74.
- [46]魏明海.财务战略-着重周期性影响的因素分析[M].中国财政经济版,2001.
- [47]吴倩倩,李军毅,张帆.“十三五”背景下煤炭行业财务战略探究——以中国神

- 华为例[J].财会月刊,2018,(13):111-118.
- [48]许立燕,任晓琳.“互联网+”背景下企业财务战略规划研究[J].辽宁经济管理干部学院学报,2021,(01):45-46+53.
- [49]燕君芳,刘晓宁.生猪全产业链安全生产控制模式评价体系构建[J].西北农林科技大学学报,2022,22(02):98-103+150.
- [50]杨柳,汤谷良.中国房地产企业的财务战略转型——以万科集团和绿地香港“轻资产”模式为例[J].财会月刊,2017,(04):76-80.
- [51]岳敏.基于价值链的A公司财务战略研究[J].财会月刊,2017,(03):231.
- [52]张海霞,张翠萍,贺悦来.我国燃气上市公司财务战略评价——基于财务战略矩阵视角[J].财会月刊,2019,(19):43-50.
- [53]张延波.企业集团财务战略与财务政策[M].经济管理出版社,2002.
- [54]张雍睿,许诺.信息化视角下的国家电网财务战略转型[J].财务与会计,2017,(04):36-37.
- [55]赵伯廷.房地产企业转型财务战略研究——基于轻资产盈利模式[J].财会通讯,2018,(11):75-78.
- [56]赵欣然,权焯.华为公司基于价值管理实践下的财务战略转型[J].财务与会计,2017,(04):38-40.
- [57]赵颖.三安光电全产业链布局的财务绩效研究[D].广西:广西大学,2019.
- [58]郑雪莲.新形势下我国房地产企业财务战略优化路径研究——基于A公司“楼塌事件”的思考[J].财务与会计,2019,(16):23-25.
- [59]周敏.中粮集团全产业链战略实施及其财务绩效分析[D].江西:江西财经大学,2019.
- [60]周雨昕,刘春燕.疫情冲击下龙头餐饮企业财务战略选择与效果——基于海底捞的案例[J].财会通讯,2022,(06):97-103.

后 记

蓦然回首，时光如梭，行文至此，落笔为终。三年的研究生生活让我感受良多，这三年里我对自己的人生规划有了更加明确的方向，也让自己更加成熟一些.....在这段弥足珍贵的经历里我收获了不同的感悟和成长，留下了很多我值得回忆的故事。

三年前，初遇学校和导师，内心兴奋至极。在临近毕业之际，感谢财大和我的导师三年的悉心培养，财大的一草一木，一花一树，都是满满的回忆。我的导师学识渊博，和蔼可亲，在生活和学习中都提供许多有效的建议，在论文的撰写过程中，给予我很大的帮助，不断地反复指导，幸得吾师，桃李天下！同时也感谢所有授课老师，为我答疑解惑，让我的专业知识有了积淀。

感谢我的同门、室友以及朋友。有幸成为同一师门人，也很幸运遇到很好的师兄师姐，耐心地为我解答诸多疑惑。同室三年，一起生活真的有很多欢乐，有惊喜更有包容，未来希望我们一切都要好。感谢我的好朋友们，一起努力，一起进步，祝愿我们在以后的日子里闪闪发光！

生我养我者，是我最为坚强的后盾。二十多年来总是要爸爸妈妈操心，成长的路上总是有磕磕绊绊，感谢我的父母为我提供优质的生活环境，在人生的每个阶段支持我做的决定，给予我无限的包容，谢谢父母的陪伴和爱，希望自己未来不负父母的期盼，心存感激！

感谢所有爱我的人，给予我关心、支持和指导的所有老师们和同学朋友们，每一场相遇都有特别的意义，祝福每个人身体健康、平平安安！