

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：商业模式转型下企业财务战略研究——以九州通医药集团为例

研究生姓名：吴惠萍

指导教师姓名、职称：袁有赋 副教授 胡海泉 注册会计师

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： 吴惠萍 签字日期： 2023.6.12

导师签名： 袁有斌 签字日期： 2023.6.13

导师(校外)签名： 胡海全 签字日期： 2023.6.13

## 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： 吴惠萍 签字日期： 2023.6.12

导师签名： 袁有斌 签字日期： 2023.6.13

导师(校外)签名： 胡海全 签字日期： 2023.6.13

# **Research on corporate financial strategy under business model transformation-- A case study of jointown pharmaceutical group**

**Candidate : Wu Huiping**

**Supervisor: Yuan YouFu    Hu HaiQuan**

## 摘要

随着互联网、大数据已深入生活的方方面面，我们的生活与互联网时代紧密相连。数字经济成为新的市场主流，传统产业也面临着新兴技术的全面挑战，企业要想在市场中求得生存发展就必须顺应时代潮流，不断的调整并开创新的商业模式，同时，政府不断推进的医保支付改革和互联网医疗政策等因素的作用下医疗和医药行业将会发生一系列的变化，随着“零差率”、“药占比”“双通道”等各种政策的颁布与实行，使得医药流通行业更加透明，同时，医药流通行业及市场也发生巨大变化，在面临多种外部环境所带来的挑战时，医药流通企业应顺应行业发展趋势，把握机遇，不断创新服务模式，充分发挥在行业内已形成的各项优势，在行业洗牌中抢占先机，更好地为上下游客户创造更大的价值。

本文对九州通医药集团股份有限公司的商业模式进行研究分析，案例企业是中国医药流通民营企业的领头羊，此前已成功完成商业模式 B2B、B2C、O2O 转型升级，在 2018 年成功完成 FBBC 商业模式转型升级，在行业具有典型性和代表性。因此，本文选择九州通医药集团为案例企业进行研究，论文选取案例企业近 10 年的经营情况和相关的财务战略进行分析，以期探索其商业模式转型的成功经验和不足。企业实现长久发展的重点就是商业模式的转型，财务战略作为商业模式转型的支柱，其必须紧跟着商业模式转型的步伐，只有保障经济运行和商业模式的积极推进，才能确保企业能够成功的完成转型，从而实现公司的可持续发展。

本文通过对九州通的商业模式转型过程及效果进行分析，从财务战略的角度，分析案例企业的财务战略是如何支撑其商业模式转型的。首先通过魏朱六要素理论与商业模式转型内涵结合分析九州通转型的过程及转型的动因；其次从投资、筹资、利润分配三方面重点分析九州通实施的财务战略及相关财务问题；最后通过财务战略矩阵模型分析企业在商业模式转型下制定财务战略的合理性并提出完善的建议，以期对医药流通企业商业模式转型有所借鉴。

**关键词：**商业模式转型 财务战略 九州通 财务战略矩阵

## Abstract

As the Internet and big data have penetrated into all aspects of life, our lives are closely linked to the Internet era. The digital economy has become the mainstream of the new market, and the traditional industry is also facing the comprehensive challenges of emerging technologies. If enterprises want to survive and develop in the market, they must conform to the trend of the times, constantly adjust and open up innovative business models. At the same time, under the influence of factors such as the government's continuous reform of medical insurance payment and Internet medical policy, etc. A series of changes will take place in the medical and pharmaceutical industry. With the promulgation and implementation of various policies such as 'zero margin', 'drug proportion', 'dual channel', etc., the pharmaceutical circulation industry will be more transparent. At the same time, the pharmaceutical circulation industry and the market have also undergone tremendous changes. In the face of challenges brought by a variety of external environments, pharmaceutical circulation enterprises should conform to the development trend of the industry, seize opportunities, constantly innovate service models, give full play to the advantages that have been formed in the industry, seize opportunities in the industry reshuffle, and better create greater value for upstream and downstream customers.

This paper studies and analyzes the business model of Jiuzhoutong

Pharmaceutical Group Co., Ltd. The case enterprise is the leader of China's pharmaceutical circulation private enterprises. It has successfully completed the transformation and upgrading of business models B2B, B2C and O2O. In 2018, it successfully completed the transformation and upgrading of FBBC business model, which is typical and representative in the industry. Therefore, this paper chooses Jiuzhoutong Pharmaceutical Group as a case study. The paper selects the business situation and related financial strategies of the case enterprises in the past 10 years for analysis, in order to explore the successful experience and shortcomings of its business model transformation. The focus of long-term development of enterprises is the transformation of business model. As the pillar of business model transformation, financial strategy must follow the pace of business model transformation. Only by ensuring the active promotion of economic operation and business model can we ensure that enterprises can successfully complete the transformation and achieve the sustainable development of the company.

This paper analyzes the process and effect of Jiuzhoutong's business model transformation, and analyzes how the financial strategy of the case enterprise supports its business model transformation from the perspective of financial strategy. Firstly, by analyzing the motivation of the transformation of the business model of the entire pharmaceutical circulation enterprise and the implementation of related financial

strategies, the motivation and necessity of the transformation of Jiuzhoutong are obtained. Secondly, it analyzes the financial strategy and related financial problems of Jiuzhoutong from three aspects : investment, financing and profit distribution. Finally, the financial strategy matrix model is used to analyze the rationality of the financial strategy formulated by the enterprise under the business model transformation and put forward suggestions for improvement, in order to provide reference for the business model transformation of pharmaceutical circulation enterprises.

**Keywords:** Business model transformation; Financial strategy; Jointown pharmaceutic group ; Financial strategy matrix

# 目 录

<b>1 绪 论</b> .....	1
1.1 研究背景 .....	1
1.2 研究目的与意义 .....	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 .....	4
1.4 文献综述 .....	4
1.4.1 商业模式研究 .....	4
1.4.2 财务战略研究 .....	6
1.4.3 商业模式与财务战略关系研究 .....	7
1.4.4 财务战略矩阵研究 .....	8
1.4.5 文献述评 .....	9
<b>2 相关概念与理论基础</b> .....	11
2.1 商业模式理论基础 .....	11
2.1.1 商业模式内涵 .....	11
2.1.2 魏朱六要素模型 .....	11
2.2 财务战略 .....	12
2.2.1 财务战略理论基础 .....	12
2.2.2 财务战略分类 .....	13
2.3 财务战略矩阵 .....	13
2.3.1 财务战略矩阵理论基础 .....	13
2.3.2 财务战略矩阵的应用 .....	14
<b>3 九州通商业模式转型</b> .....	15

3.1 九州通公司概况 .....	15
3.2 九州通商业模式转型过程 .....	16
3.2.1 九州通商业模式转型过程 .....	16
3.2.2 基于魏朱六要素的九州通商业模式分析 .....	17
3.3 九州通商业模式转型动因 .....	19
3.3.1 政策倒逼企业转型 .....	19
3.3.2 盈利模式亟需突破 .....	19
3.3.3 数字化市场潜力可期 .....	20
3.3.4 线上购物习惯已成型 .....	20
<b>4 商业模式转型下九州通财务战略分析 .....</b>	<b>21</b>
4.1 财务战略转型的环境分析 .....	21
4.2 财务战略分析 .....	23
4.2.1 投资战略分析 .....	23
4.2.2 筹资战略分析 .....	27
4.2.3 利润分配战略分析 .....	28
<b>5 九州通商业模式转型下的财务战略实施效果评价 .....</b>	<b>31</b>
5.1. 财务指标评价 .....	31
5.1.1 投资战略效果评价 .....	31
5.1.2 筹资战略效果评价 .....	35
5.1.3 利润分配战略效果评价 .....	37
5.2 企业价值的经济增加值评价 .....	38
5.3 基于财务战略矩阵的九州通财务战略实施效果分析 .....	40
5.3.1 九州通财务战略矩阵计算 .....	40
5.3.2 九州通财务战略矩阵分析 .....	44
5.3.3 九州通财务战略优化 .....	46
<b>6 研究结论与启示 .....</b>	<b>48</b>
6.1 研究结论 .....	48
6.2 启示 .....	49

6.2.1 财务战略的制定要符合商业模式转型的需求 .....	49
6.2.2 转型过程制定财务战略需要关注企业的经营业绩情况 .....	50
<b>参考文献</b> .....	51
<b>后记</b> .....	55

# 1 绪论

## 1.1 研究背景

由于互联网技术的高效、便捷，在人们的日常生活中得到了广泛的运用，持续地向零售、医疗、金融等行业中渗透，对各个行业都产生了深刻的影响，并利用互联网来促进企业的转型。随着大数据的不断发展，人们的消费行为、需求、偏好也在发生着改变，消费者对于互联网购药及相关的器械逐渐开始认可，由于互联网大数据所引起的这些变化对公司持续积极的发展带来了挑战，并且加快了企业的转型步伐。由于经济的发展速度之快，群众的相关需求也在发生变化，在此种环境背景下，医药流通行业的商业模式转型为服务导向型，医药流通企业也因为新的业态模式和商业模式再次焕发生机。在医药行业产业链中医药流通企业是关键企业，上游产业和下游产业分别是医药生产企业和医疗机构、医药零售企业，在医药产业链中医药流通企业体现了承上启下的作用，医药行业对国民的生活存在很大影响，药品的零售主要通过连锁的线下药店为主，医药平台逐步被用户接受并使用。

彼得·鲁克曾经说过，现代企业的竞争，除了商品、业务的竞争外，还包括商业模式的竞争。商业模式与财务战略两者之间包含着密不可分的内在逻辑关系，前者是后者的背景和前提，相对的后者是前者的主要实施保障，在企业进行商业模式转型升级时，对于相关财务战略的制定与施行应该与相应的商业模式相匹配。

与此同时，国家对于医药流通行业出台的一系列利好政策也为其电商发展平台提供了较好的外部环境。电子商务的优点，是可以利用较低的成本在大范围的潜在客户中进行传播的优点，基于此，为保持可持续的竞争优势，传统医药流通企业开始寻求变化。对于财务战略的选择其实是对公司的资金进行一个全过程的、长远的、具有创造性的规划过程，最终的目的是达到公司的整体战略。通过此可以看出，最佳的财务战略选择对公司整体战略的实施起到促进作用。因此，在企业财务战略选择时应满足企业整体财务战略转型的要求，并提供良好的财政支持，以此来实现企业的整体战略目标，从而促进企业发挥战略转型的效果，并以此来

促进企业的长远发展。基于此，本文以九州通为例，对企业商业模式转型下的财务战略进行探讨。

## 1.2 研究目的与意义

### 1.2.1 研究目的

国家历来高度重视人民群众的医疗需求，先后出台了一系列政策，促进医药卫生事业发展和医药体制改革，在改革发展实践的关键期，医药流通企业必须敏锐的把握住机会和坚持更强的持续发展能力。为了积极应对市场的发展，医药流通行业积极开展商业模式转型，聚焦商业模式转型可以助力医药流通企业应对转型局面。商业模式转型时，企业的整体战略与财务战略的配合是密不可分的，财务战略也可以对商业模式转型下战略的实施情况进行反馈。在具体的案例选择上，九州通作为医药流通龙头企业，为了不在业界浪潮中被淘汰，率先将自身商业模式进行转型升级，成为业内转型升级的先驱者。九州通作为医药流通企业进行商业模式转型的先驱企业，对其研究具有借鉴意义，可以对其他企业选择商业模式转型提供参考。

### 1.2.2 研究意义

#### (1) 理论意义

第一，目前关于企业商业模式转型的研究大多聚焦于商业模式的概念、要素与创新，现有的财务战略研究主要局限于财务方面提出的，将财务战略和商业模式转型结合的研究比较少。本文主要梳理之前学者提出的商业模式转型和财务战略相关的理论，并以案例研究的形式，将商业模式转型中的财务战略进行全面系统的分析，具有一定的理论意义。

第二，目前关于商业模式转型方面的案例研究主要集中与零售业角度，对于医药流通行业的关注较少。本文选取九州通为案例企业，分析案例企业商业模式转型和财务战略之间的内在联系，以及在商业模式转型过程中其财务战略是如何实施的，存在什么问题，并在此基础上总结一些改善建议，对后续研究有一定的借鉴意义。

## （2）实践意义

第一，近年来，医药行业的社会关注度有所提高，随着各种对于医药行业利好政策的施行，行业的竞争变得越来越激烈，要想在竞争中维持自身优势，传统医药流通企业亟需突破。可以看出，企业必须适应外部政策环境所带来的影响提高自身企业价值、达到公司可持续发展的目的，就必须进行商业模式转型。本文通过对医药流通企业商业模式转型进行研究，为其他企业的转型提供了思路。

第二，九州通医药集团是行业内的民营企业龙头，其首先实施商业模式转型的升级，作为商业模式转型的先驱者，选取九州通作为案例研究对象，可对后续行业内的企业在转型时财务战略的制定与相关实行方面有参考意义。

## 1.3 研究内容与方法

### 1.3.1 研究内容

第一部分是绪论。主要介绍本文的研究背景、研究目的、研究意义及方法，在此基础上建立本文的研究框架。对相关的文献进行梳理，并以部分学者的观点为本文的出发点进行深入研究。

第二部分为相关概念与理论基础。主要解释了商业模式、财务战略、财务战略矩阵的相关理论，对于本文研究相关的理论进行梳理与总结，建立起本文的研究框架。

第三部分为九州通商业模式转型介绍。对九州通集团及商业模式转型的动因及过程进行了简要介绍，并对其基于魏朱六要素进行商业模式转型分析。

第四部分为九州通商业模式转型下财务战略分析。主要通过研究财务战略制定所处的环境分析，以及具体的财务战略的制定与实施。

第五部分为九州通商业模式转型下的财务战略实施效果评价。通过相关财务指标、经济增加值及基于财务战略矩阵对财务战略进行分析，通过分析转型期的财务战略、以及现在的财务状况，给出进一步的优化建议，保障企业商业模式转型顺利实施。

第六部分为研究结论与相关启示。根据对本文的研究以此进行一个归纳总结，通过对九州通的分析 and 认识可以得出相关的启示，以期可以对后续相关企业转型

时的财务战略的选择与实施提供建议。

### 1.3.2 研究方法

案例分析法。本文通过案例分析法进行研究，通过阅读大量关于商业模式转型、财务战略以及商业模式转型与企业财务战略之间关系的文献研究，查阅相关的财经网站，比如新浪财经网获取所需的资料，通过收集的资料，将相关文献进行整合，明确论文的研究方向和主要思路，并采用相应的财务指标对其进行评价分析，得出结论其在商业模式转型之后为企业创造了很大的价值，同时在商业模式转型过程中选择与实施的财务战略非常契合，起到了很好的支撑作用。

## 1.4 文献综述

### 1.4.1 商业模式研究

目前，学者们对于商业模式的概念还未形成共识，主要从经济、运营和战略三个层面对商业模式进行研究。现在学者们提出了一种新型的整合类商业模式，整合类商业模式是三个层面商业模式的整合和提升，学者们认为整合类商业模式是未来的研究趋势。

#### (1) 经济层面

对于商业模式经济层面的研究主要集中于其盈利模式，Rappa（2000）认为商业模式是企业获取盈利并且用来日常经营的方式方法，降低成本交易的费用是企业获取利润的手段<sup>[17]</sup>。Hamel（2000）定义为“企业做生意的方式和理念”<sup>[7]</sup>。玛格丽塔和斯通（2013）认为商业模式是公司用来盈利的一种方式<sup>[7]</sup>。罗珉（2009）认为商业模式的本质就是从企业内部换取市场资源，并经过公司内部管理的提升与组织的优化，其终极目标就是为企业创造价值<sup>[25]</sup>。夏云风（2011）得出结论认为商业模式是对公司内部与外部资源的合理运用，从而为消费者提供有价值的结构，最终目标是实现持续有效盈利并且为公司持续创造利润<sup>[45]</sup>。

#### (2) 运营层面

运营层面以运营结构为起点，其核心主要是企业的价值创造。Timmers（1998）得出结论认为商业模式是一种公司实行全过程的价值创造，他是从价值链的角度

出发给商业模式运营层面下新定义的<sup>[18]</sup>。Afuah 和 Tucci (2001) 得出结论商业模式的存在的主要目的就是给用户创造收益和供应相应的资源设立的,在此基础上强调了客户价值的重要性<sup>[1]</sup>。Henry Chesbrough (2010) 第一次提出开放性商业模式,认为它是一种通过资源互换,将企业内部的运营模式提供于外部信息使用者的最优商业模式,进而创造更大的价值<sup>[8]</sup>。Raphael Amit (2011) 指出商业模式不仅是为企业创造收益谋取利润那么简单,它还是一种市场优势,通过适宜的商业模式能获取更多的客户与资源,进而提高公司的价值<sup>[16]</sup>。

我国学者王少海、胡晓娣(2009)认为价值创造活动的方式使得商业模式也随之发生变化,企业必须要进行商业模式转型,重组与之相关的各类关系与经营体系,建立一个与自身相适应的、具有创新性的商业生态圈<sup>[40]</sup>。王琴(2011)认为随着网络化的价值创造趋势,企业越来越趋向于以构建网络来实现自身发展,对价值网络进行重组,这已经成了商业模式创新的一种重要方式<sup>[35]</sup>。

### (3) 战略层面

战略层面的商业模式是对企业总体战略的一个考核。国外大部分研究都集中于这个范畴。Linder 等(2000)认为系统的商业价值创造和组织的逻辑起点是商业模式<sup>[9]</sup>。Dubosson-Torbay 等(2002)认为商业模式是一种对公司及相关股东,为了资金收入流的持续获取,构造目标消费者群体架构、营销、价值传递的一种描述<sup>[6]</sup>。

### (4) 整合类商业模式

整合类商业模式是对三种层面进行了整合和提升。Michael Morris 等(2003)给商业模式一个新的定位:商业模式的最终目的是通过财务战略方面、运营层面及经济的逻辑架构方面对内部的相关变量准确定位并进行整合,可以使得企业在某一特定的市场上建立自身竞争优势<sup>[10]</sup>。

我国学者原磊(2007)以 Morris 的研究为依据,对其进行了更深层次的研究得出结论,商业模式从本质看来是企业的价值创造逻辑、进一步回答了企业应该如何更好地适应外部环境或对外部环境进行改造,提高企业自身的价值创造和盈利能力,对复合类商业模式的定义重新进行归纳<sup>[47]</sup>。商业共生体的概念被魏炜、朱武祥等(2015)提出,他们认为商业模式的创新与转型与企业成长的内部逻辑有关,并得出结论高速成长性的公司其商业模式转型是一种与传统战略企业、增

值及非增值企业有区别的独特的商业模式创新<sup>[34]</sup>。学者祁明德（2018）等人从不同的视角出发进行研究，在前人提出的三种模式的基础上以定义分类视角进行研究，增加了网络模式型商业模式的定义，并得出结论在未来整合性商业模式会是学者主要的研究趋势<sup>[30]</sup>。张洁（2020）等认为商业模式创新包括三个维度内容、结构和治理，这三个维度之间互相影响，对企业的可持续发展有共同的促进作用，并且通过实证研究的方法证实，在以上三个维度中，内容层面的商业模式创新将可能是中国的中小企业在向高质量发展转变的背景下应该提倡的创新转型方式<sup>[51]</sup>。王炳诚等人（2020）认为商业模式是一种将市场定位、转型战略、产业布局及相关制度制定等多要素集合的系统方法，企业通过结合自身经济环境、行业内的竞争环境及价值链上的利益相关者共同构成商业模式<sup>[38]</sup>。

## 1.4.2 财务战略研究

### （1）财务战略内涵

西方学者 Chandler（1962）被业界认为是企业管理战略领域的先行者，他首次将“战略”的概念引至企业的管理方面，此后关于企业战略管理方面的问题开始被广泛研究<sup>[3]</sup>。由于时代的不断进步，学者们逐渐将战略与企业的财务管理结合起来，重点研究企业财务战略。Clarke 和 Wilsor（1988）指出财务战略是在公司的日常运营运营中，利用公司的财务行为与同行业中其他公司竞争的一种策略<sup>[14]</sup>。David Allen（1991）提出财务战略目标就是为了实现企业的整体战略，企业管理层设计了一整套战略管理体系，确保企业财务状况的平稳健康发展，强调财务战略实际上是企业整体战略的一部分<sup>[5]</sup>。Ruth Bender 和 Keith Ward（2003）认为财务战略是对企业资本筹集、使用两方面的有效管理，是企业在进行战略决策时的财务方面<sup>[12]</sup>。Kohli（2015）等从财务战略的三个角度出发对企业的财务战略进行了分析，得出结论以投融资战略为公司的立足点，要强化对于运营资金的风险管理<sup>[15]</sup>。Rodrigo Gamez Pitre（2018）经过一系列的实证研究得出结论，企业的财务战略和盈利水平两者之间存在一定的关系，企业财务战略的制定会使得企业盈利能力随之变化<sup>[13]</sup>。Chaikovskaya（2019）揭示了在现代经济条件下财务战略的作用以及重要性<sup>[4]</sup>。郭泽光和威海峰（2002）通过研究财务战略对象揭示财务战略的内涵，得出结论财务战略最终目的是实现企业价值，其

通过充分发挥财务能力水平实现这一目的<sup>[21]</sup>。向显湖和刘天(2014)认为在对于公司财务战略的认识方面,需要在对财务与战略各自的内涵及目标进行清晰的认知的基础上,找出两者的契合点,从而达到两者的有机融合<sup>[44]</sup>。易碧归(2019)阐述了财务战略的特点,认为其具有全面性、系统性及动态性等特点,随着内外部环境发生变化,相对应的财务战略就需要及时调整<sup>[49]</sup>。

## (2) 财务战略与企业发展战略

国内对财务战略的研究相较于国外较晚,阎达五、陆正飞(2000)认为财务战略管理是企业战略管理不可获取的一部分,它的内在逻辑是指导企业具体行为活动的公司整体目标和企业的财务目标,财务战略管理应适应企业基本的环境要求,根据环境的变化促使企业动态地选择适宜的财务战略<sup>[50]</sup>。谢国珍(2006)认为企业的财务战略是企业总战略的核心,只有财务战略制定和实施的好,才可能会促进企业实现可持续发展,相反的,企业的可持续发展也会对财务战略有一定的约束和制约作用。两者之间具有很强的相关性,相辅相成,相互促进<sup>[43]</sup>。王伟光(2006)认为财务战略指的是一种以资金和战略为目标,进行整体性和战略性的谋划,以对公司内部和外部环境的分析为基础,从而达到最大的经济效益的一种战略<sup>[42]</sup>。徐光华和沈弋(2011)认为企业财务战略具有长期性、战略性以及创造性<sup>[46]</sup>。何冰(2017)认为在目前大数据环境下,管理工作者和相关财务部门要从提升财务组织水平和风险应对能力的角度出发升级改造传统会计信息系统和传统商业模式,向大数据财务数据会计进行转变<sup>[23]</sup>。陈癸吟(2019)认为公司战略的核心是企业财务战略,其最终目的是通过寻求可用的资金流达到平衡来实现公司的总体战略目标,以此来提升公司的竞争能力及经济优势,企业在制定财务战略时要根据系统性进行战略部署,重点关注经济环境,以此来确保实施战略的持久性<sup>[20]</sup>。赖秀萍和聂力兵(2020)指出企业之间的竞争优势应该通过互相协助获取各种资源来获得,通过适时的调整财务战略来达到转型的目的<sup>[27]</sup>。

### 1.4.3 商业模式与财务战略关系研究

Teece(2010)提出了“商业模式+战略分析—竞争优势”的观点<sup>[19]</sup>。魏炜、朱武祥等(2012)著有的《深度解构商业模式密码》一书中指出企业必须先首先明确自己的商业模式,然后根据此模式来制定自己的财务战略,这样才会得到

更切实可行的财务战略<sup>[34]</sup>。王雪冬和董大海（2012）等人认为商业模式的选择会对财务战略起到一定的驱动作用，同时财务战略对企业商业模式的发挥有一定的加速或者约束的作用<sup>[39]</sup>。

汤谷良，张茹（2012）指出在商业模式的转型过程中，财务战略也会持续的不断调整，财务战略都是为公司商业模式提供服务的，只有通过商业模式的转型和升级，公司才能在战略上合理的配置财务资金，为公司带来更大的价值<sup>[33]</sup>。柳东梅（2015）主要从理论角度出发研究 O2O 商业模式下财务战略的具体表现，财务战略包括投资、筹资、利润分配三方面，还指出在转型过程对应财务战略的制定与实施<sup>[26]</sup>。王东升（2016）从商业模式的三个层面进行研究，指出商业模式会对企业投资战略的选择起到促进作用，投资战略从投资期限、预期风险和投资数额相匹配三个方面来制定企业的筹资战略<sup>[36]</sup>。乔晗，张靖（2017）等认为商业模式对绩效存在比较明显的影响，从商业模式内部组成来看，价值创造、价值实现等都与商业模式存在显著的正向关系，商业模式和财务战略的关系可以与企业的业务和财务进行对应，最终落脚点在于财务视角的商业模式下为企业创造价值<sup>[29]</sup>。张家婷、朱兆珍（2018）认为两者之间存在目标一致的内在逻辑关系，商业模式与财务战略的目标是一致的，它们两者之间不是独立存在的关系，如何根据商业模式与财务战略内在逻辑将部分财务要素进行量化是需要进一步深入研究的<sup>[54]</sup>。孙柯昕（2018）得出商业模式与扩张性的财务战略是相适应的，且对公司的绩效有一定的正向作用<sup>[32]</sup>。

#### 1.4.4 财务战略矩阵研究

财务战略矩阵是由美国学者哈瓦维尼（2001）首次提出的，他将可持续增长理论模型、EVA 经济增加值理论与波士顿矩阵理论结合，首次提出财务战略矩阵理论<sup>[22]</sup>。企业的战略应当依据企业价值和现金状况这两点来制定，并由此构建了财务战略矩阵模型，将经济增加值理论、可持续增长理论、波士顿矩阵三者结合，分析企业价值和现金状况。

国内学者王全喜（2001）最早梳理了财务战略矩阵的概念和理论框架，得出通过财务战略矩阵可以从企业日常经营活动和财务管理中发现问题并及时采取相应的措施解决问题<sup>[41]</sup>。姚文韵（2006）通过构建财务战略矩阵帮助企业了解自

身所处的周期,进一步采取相对应的财务战略<sup>[48]</sup>。李蕾红和朱莎莎(2013)在财务战略矩阵中嵌入生命周期理论,得出不同生命周期企业相对应的财务特征,并得出其与财务战略矩阵中四个象限之间的关系,以及展示了如何将其应用到实践中<sup>[24]</sup>。王郁茹(2018)指出财务战略是对资源有效性的分析评价,它从公司价值和资金两个维度入手,实现企业的发展定位<sup>[37]</sup>。张海霞,张翠萍等(2019)认为财务战略矩阵可以让公司对自身的定位有一个清晰的认知,结合公司实际和总体战略,制定与改进财务战略实施方案,指出财务战略矩阵的四象限不存在一个最优象限,每个象限都有其各自的改进方向和战略建议<sup>[53]</sup>。郑春苗(2020)认为公司若想实现持续长久的发展,就应该以公司自身情况为基础,并与企业的内外部环境相结合,进行深入分析,找到适合自身发展的财务战略<sup>[52]</sup>。施鸿(2020)在企业合并中运用到了企业财务战略,认为其中的经济增加值能够使企业的管理者对经济增加值指标更加关注,其可持续增长率可以使管理层对企业的营销策略和投资方向予以关注<sup>[31]</sup>。

#### 1.4.5 文献述评

综合国内外学者研究可以发现,国内外研究学者对于企业商业模式转型和财务战略的研究是一个不断进步、逐步完善与不断创新的过程。对于商业模式的研究已在学术界成为热点话题,并产生了较广泛的学术效应和影响。随着研究的不断深入以及社会的不断发展,越来越多的学者从整合类的层面出发去研究商业模式,将商业模式和企业价值,运营,战略等联系起来,从整体上说明商业模式运行的本质;对于财务战略选择的研究,学者们从不同的视角出发进行研究,如企业价值创造、可持续发展和生命周期;对于财务战略矩阵的研究,学术界一致认为其是对财务战略进行评价与分析的一个工具,但是对于商业模式与财务战略或财务战略矩阵相结合的研究相对较少。

通过对上述文献进行梳理发现,学者们对于商业模式和财务战略一直都是分开来进行研究的,对于将两者结合进行研究的理论较少,但根据上述文献的归纳整理发现两者之间存在着一定的逻辑关系,商业模式是企业战略的一种具象化的表现,根据总体战略的要求,财务战略是服务于总体战略的一种子战略,其通过财务资源配置对整个企业的运作产生影响。因此,财务战略会随着商业模式的不

断转型升级也发生相应的转变，两者之间存在内在关联。本文将企业商业模式转型与财务战略两者相结合进行研究，并通过财务战略矩阵工具来分析评价九州通财务战略实施的情况。

## 2 相关概念与理论基础

### 2.1 商业模式理论基础

#### 2.1.1 商业模式内涵

通过上述文献的梳理，学者们对于商业模式的定义还未形成一致的结论。整体看来，商业模式的定义主要集中于企业的运营方式、盈利能力、主要交易方式、企业组织架构及相关利益关系、价值创造逻辑等。虽然对于定义尚未有一致的结论，但可以从中得出一些一致的观点：商业模式全面性的解释公司怎么进行资源配置、怎样运营；商业模式对于价值创造的结果和过程都予以相应的关注；企业的利益相关者是商业模式组成不可缺少的一部分。基于已有的研究，本文将商业模式界定为：基于合理、高效的业务体系和组织架构，以资源和能力的整合为手段，在突出主要竞争优势的组织架构上，构建高效的共建共享价值创造体系。

#### 2.1.2 魏朱六要素模型

直至现在，在学术界和实务界，对于“商业模式”这一概念并没有一个较为清晰准确的定义。对于商业模式的理论研究在学术界较多，以本文的研究框架为依据，本文将主要对商业模式要素变化进行具体分析，针对这一板块，本文主要理论依据是以魏朱六要素模型为主。魏朱六要素模型包括定位、业务系统、关键资源能力、盈利模式、自由现金流结构和企业价值六个要素，共同组成商业模式架构。魏朱商业模式体系如下图 2.1 所示：

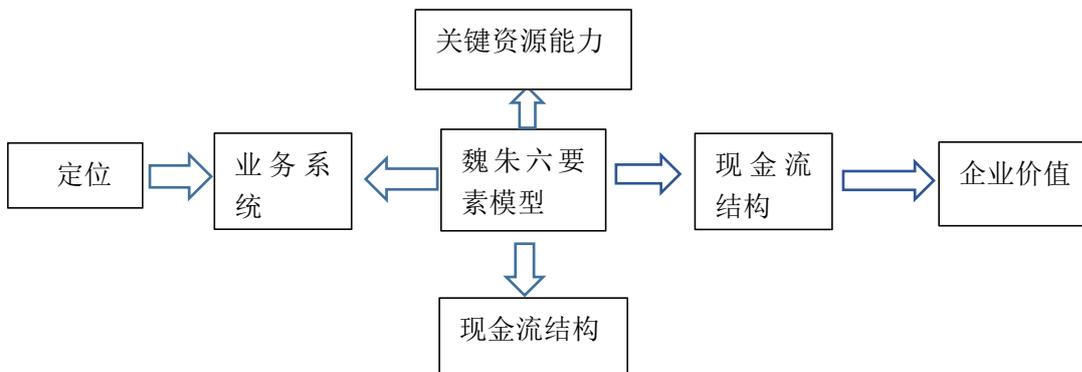


图2.1 魏朱六要素商业模式模型

表 2.1 魏朱模型下商业模式六要素具体含义

要素	具体含义
定位	企业满足利益相关者需求的方式
业务系统	企业的内、外部利益相关者以及它们建立的交易结构
关键资源能力	建立交易结构所需要的重要资源和能力
盈利模式	焦点企业和利益相关者确立收入来源、收支方式以及利益分配等形式
现金流结构	焦点企业和利益相关者的现金流在交易活动中的流入、流出结构和形态
企业价值	企业预期未来可以创造的自由现金流进行贴现后的价值

资料来源：根据魏朱六要素模型整理

这六要素共同构成了魏朱六要素模型，其中，商业模式的逻辑起点是定位，其形态由业务系统、定位、盈利模式和现金流结构四方面决定；其内在逻辑主要由关键资源能力体现，最终目标是实现企业价值创造，魏朱六要素模型也是对商业模式效果的一种评价。

## 2.2 财务战略

### 2.2.1 财务战略理论基础

通过整合上述文献中学者为财务战略下的定义，据此认为财务战略是财务和战略两者结合的结果，其目的是为了企业的整体战略目标，在考虑企业所处环境的基础上，进行系统性谋划，以此达到资金的均衡且有效的流动。基于财务战略研究框架，本文使用在实务中经常使用的财务战略三因素论，即财务战略主要分为投资战略、筹资战略及利润分配三大战略。本文将其总结如表 2.2 所示

表 2.2 三大战略的含义及研究内容

类型	含义	研究内容
投资战略	根据企业内外部环境状况及变化趋势，将企业拥有或控制的资源进行投资，以此来获得未来的经济利益和竞争优势	投资对象、投资范围、投资期限
筹资战略	根据企业的总体发展计划进行的资金规划。所有经营活动的起点都是筹资战略，企业的发展需要筹资活动的保障	筹资方式、筹资期限、筹资金额、资本结构

续表 2.2 三大战略的含义及研究内容

利润	主要包括资本收益的管理和相关的股利分配政策，目标是	分配政策、分配目的
分配	明确企业获利程度	
战略		

资料来源：根据文献整理

## 2.2.2 财务战略分类

财务战略的三种分类及战略目标、战略表现形式、战略特征如下表 2.3 所示：

表 2.3 财务战略分类

	战略目标	战略表现	战略特征
扩张型财务战略	满足企业扩张需求，旨在将企业做大做强	外部融资吸收大量的资金来弥补企业扩张所需资金的不足	高负债、少分配 高收益
稳健型财务战略	扩张资产规模、实现财务业绩稳定增长	以企业内部的留存收益来作为企业投资扩张的资金渠道	低负债、适量分配、 中等收益
防御收缩型财务战略	降低存货，减少成本，增加运营活动现金流，以防出现财务风险	企业的经营以主营业务为主，确保主要产业的市场竞争力保持稳定	低负债、高分配、 低收益

资料来源：根据文献整理

## 2.3 财务战略矩阵

### 2.3.1 财务战略矩阵理论基础

财务战略矩阵是评价财务战略的工具，利用四象限的形式对企业的价值创造及可持续增长进行评价。本文利用这一工具，对案例企业的财务战略的实施效果进行深入研究及评价。

企业财务战略主要由企业价值理论和可持续增长理论结合构成，通过象限的构建对企业的价值增长和资源耗费进行评价。企业价值创造理论是指企业在经营

过程中,利用原始的资本创造的收益和原有成本的差额,当两者之差为正时,表明企业可以为股东创造价值,并且可以实现对原有资本的补充且带来额外的收益。在这种情况下,经济增加值 EVA 是企业价值理论的基本评价指标,具体表现为当 EVA 大于 0 时,企业实现价值创造,当 EVA 小于 0 时,价值创造减少。

企业可持续增长理论指当销售增长率大于可持续增长率时,企业可以得到一定的资金,可持续发展是指企业在没有完全将自身的财务资源耗尽的情形下,在预期内,销售额增加的最大比率和实际的增加比率之间的差值,该差值越小,表现出可持续的竞争优势程度较高;相反,可持续竞争优势水平越低。公司在目标营业额、运营效率和财务资源之间取得平衡,这样才能确保公司可持续稳定的发展。

### 2.3.2 财务战略矩阵的应用

财务战略矩阵共分为四象限,对四象限下的不同形态的各类特点提出相关的财务建议总结如表 2.4 所示,四象限分别反映不同的财务状况,企业应该依据所处的状况适时做出财务战略调整。针对每一阶段分别做出相应的战略调整。

表 2.4 财务战略矩阵的四象限特征

	第一象限	第二象限	第三象限	第四象限
名称	增值型现金短缺	增值型现金剩余	减损型现金剩余	减损型现金短缺
特征	企业价值为正,现金状况表现为正。这种类型下的企业经营状况较好,能够为股东创造利润,但是存在现金短缺的问题	企业价值为正,现金状况表现为负。这种类型的企业可以创造价值,存在资金剩余,存在企业未充分利用资金的问题	企业价值为负,现金状况也表现为负。这类企业目前的资金运营状况良好,但是存在价值减损的问题	企业价值为负,现金状况为正。这类企业无法创造价值,并存在现金短缺的问题,不足以支撑自身发展

资料来源:根据文献整理

### 3 九州通商业模式转型

#### 3.1 九州通公司概况

九州通创建与一九九九年，是国内民营企业的领军企业，总部位于湖北省武汉市，并于 2010 年在上海证券交易所挂牌上市（证券代码：600998）从公司创立之日起，随着时代的变化，公司的发展战略也在随之变化，从早期探索到现在，财务战略组合不断进行调整，与此同时，新业务和新的商业模式不断更新升级，如表 3.1 为公司发展的具体历程：

表 3.1 九州通发展历程

探索阶段	1999-2003 公司发展首创阶段，着重发展基础准备，探索发展方向
规划阶段	2003-2007 年更名为湖北九州通医药集团有限公司，制定了相应的管理模式
二次创业	2007-2008 年变更为中外合资企业，注册资本增加到 7.8 亿，增资后集团发展提速飞快
股份改制/上市	2008-2014 年，2010 年在上交所挂牌上市，2014 年 2 月非公开发行募资后注册资本变为 16 亿元，经营规模与市场份额大幅扩张
战略组合调整	2014-至今，集团战略业务逐步走向成熟，新业务和经营模式的探索深入推进，于 2014、2017、2018 年调整公司发展战略

资料来源：根据九州通公司年报整理

九州通就国内来说是规模最大的民营医药流通企业，在行业排名中位于第四，排名前三的都是国有企业，九州通致力于布局全产业链发展，其主要业务有药店的分销、药品配送业务、零售药品以及直接面向用户的大健康服务等。九州通营业收入自 2010 年的 248.39 亿元增长至 2021 年的 1224.07 亿元，提升了近五倍，业绩也一直保持稳定增长。在近几年的新冠疫情影响下，九州通的收入也始终保持稳步增长，其商业分销业务营业总收入为 1047.51 亿元，总代总销及资产业务 130.10 亿元，零售业务 18.40 亿元，三份物流业务 5.31 亿元。如下图 3.1 所示，从业务收入占比看来，商业分销业务占比最高，是公司的主要业务，2021 年销

售收入的占比约为 85.58%。通过业务毛利率可以看出，商业分销业务的毛利率已从 2010 年的 6% 提高至 2021 年的 11%，其他业务的毛利率也处于逐步上升的趋势，这说明九州通公司有很大的增长空间，总的来说，公司的各项业务都在向好的方向发展。

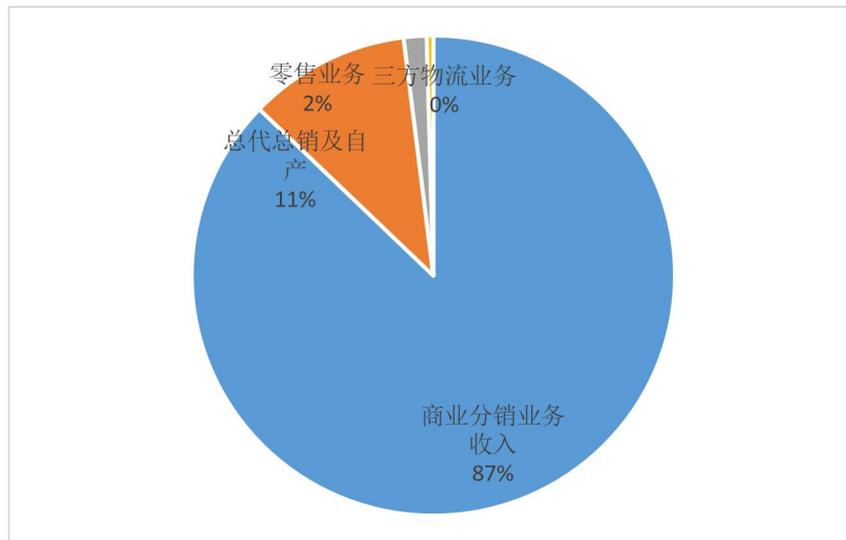


图3.1 九州通2021年营业收入占比

## 3.2 九州通商业模式转型过程

### 3.2.1 九州通商业模式转型过程

自 2011 年以来，九州通与时俱进，积极探索创新发展道路，包括 2011 年建立了 B2C “好药师” 电子商务平台，以及与其他第三方互联网平台合作，如阿里巴巴、京东等，2012 年九州通推出医药电子商务平台，随后在 2013 年 2015 年间，推出 “药急送”，实行双线经营模式，九州通从 2012 年至今经历了 B2C、B2B、O2O、FBBC 商业模式转型。然而在此阶段，九州通发现虽然其业务在各个方面得到了全面的发展，但在不同业务之间并没有建立起有效的资源共享、互补和协同效应，也未对整个生态体系中其他组成环节做到有效整合。自 2015 年九州通将企业战略定位于数字化转型后，在此前建立的基础上，通过将数字化转型、信息技术、计算技术、通信技术结合，依次推动了商业模式的再次转型升级，最终于 2018 年商业模式转型升级完成，由此前的 B2B、B2C、O2O 升级为 FBBC 模式，FBBC 中 “F” 代表上游厂商，第一个 “B” 指代公司自身，第二个 “B” 指终端厂

商，“C”指用户，由此共同打造“闭环价值链”。

2012年至今，九州通一直在对自己的商业模式进行优化和升级。从针对于药店、诊所等一系列的基层医疗机构客户提供的“快批、快配”，转变为针对综合服务商的全渠道“医药分销+物流配送+产品推广”，九州通凭借优质的平台资源，逐步设立“幂健康”、“第三方物流”平台、各种投资平台、提供增值服务的供应链技术服务平台等新型业务、新模式。公司商业模式转变历程如下表 3.2 所示：

表 3.2 九州通商业模式转变历程

2012 年	建立了医药产品在线采购平台（B2B），有效地将电子商务与分销业务联系起来，持续增强与客户业务的稳定性与粘连性
2013-2014 年	拓展 O2O 平台业务，推出“药急送”并开通“微信小店”，建立自主的 O2O 模式线上服务平台和移动终端 APP“去买药”。采取线上与线下同时经营的双线模式
2015 年	利用医药分销、品种规模、物流配送等方面资源优势，以“健年康 998”为品牌，以医药健康产业为依托，开展 C 端电商业务整合，构建起一个融合线上、线下的“大健康平台”
2018 年	打造了一个服务于上游生产企业（F 端）、下游 B 端客户（包括医疗机构、药店、诊所、快消品店、政府采购集团等）和 C 端用户的供应链服务平台

资料来源：根据九州通历年年报数据整理

### 3.2.2 基于魏朱六要素的九州通商业模式分析

按照“魏朱商业模式六要素模型”，对九州通的商业模式进行以下六方面的分析：

（1）定位：是商业模式的起点，战略核心是以顾客的需求进行选择，以此确定产品的品类。从主营业务、核心业务、竞争优势及销售渠道对九州通进行商业模式定位。从主营业务来看，九州通作为医药流通行业，商业分销、总代总销推广、医药加工及贴牌、第三方物流、医药零售业务、医疗大健康及技术六大主要业务；其核心业务是商业分销，占据总业务收入的 85%以上。近年来九州通主

要新兴产业是零售业务，由于商业模式转型升级构建线上线下双线销售平台，使得零售业务增长速度大幅增加且有较高的毛利率；九州通的行业竞争优势主要是物流体系的不断升级与重构和创新研发；其销售渠道主要是向上下游供应商及客户、C端消费者提供全品类、全渠道的服务，在互联网大数据的加持下从简单的医药批发业务转型升级为批零一体化、BC仓一体化、“万店联盟”等，从只凭借实体药店和电商平台完成服务到向C端消费者精准提供服务，通过商业模式转型九州通已具备智能配送能力，提供双线结合的全场景医疗大健康服务。

（2）业务系统：其主要指顾客和相关供应商之间的业务关系。商业模式转型升级后，公司更具平台优势，九州通处于产业链上的中间流通环节，聚合各类资源和集中上下游供应商与客户。公司依托内部业务、财务、物流系统互联互通，在此基础上与上游供应商与下游客户进行链接，进一步自主开发和优化“智药通”，向上游供应商提供全场景服务，向下游客户提供全渠道数字化供应链服务。

（3）自由现金流结构：主要指企业的现金流，商业模式转型后，九州通筹资渠道更加多元化，并利用筹资资金来进行项目投资，可以看出其投资和筹资活动产生的现金流有明显的增长。

（4）盈利模式：是一种企业获取利润的方式。九州通通过商业模式转型发挥供应链管理优势促进采购、销售及营运能力的增长。同时，通过构建互联网大健康平台提升零售水平，最大限度的发挥全渠道销售优势及与供应商的资源合作优势，推广总代业务，以上方式都有可能为企业带来新的利润增长，以此改善九州通的盈利模式。

（5）关键资源能力：体现企业核心竞争力。商业模式转型后，公司核心竞争力体现在拓展服务场景，提供精准服务端，提供全场景大健康医疗健康服务方面。

（6）企业价值：企业价值是企业想要实现的终极目标。企业通过服务模式的不断创新以及商业模式的不断转型升级，在行业内抢占主导地位，充分发挥优势，为上下游供应商及客户带来更好的服务，从而为企业创造更大的价值。

### 3.3 九州通商业模式转型动因

#### 3.3.1 政策倒逼企业转型

国家政府部门为了调控药品定价，相继出台“两票制”、“零加成”等政策并积极实施。“两票制”政策，即药品从制造到销售，仅准许开两次发票，从而减少了中间的流通环节，有效防止了层层加价；“零加成”政策使得流通的各个环节信息更加透明，减少了不必要的流通环节，不允许对药品的加价销售，该政策的实施使得医疗机构销售的重心逐渐从内部转向外部。除此之外，国家还出台了“医保控费”政策，调低药品价格，缩小与批发业之间的盈利空间，打通与终端用户之间的消费渠道，快速提升终端销售。因此，为了应对行业环境的变化，企业亟需进行商业模式转型和升级，抓住新环境下的市场机遇，拓宽消费终端市场以提高市场份额。医药流通企业应以数字化转型为契机，重构商业模式，及时调整战略，重塑行业发展新格局，打造“互联网+”与医药流通相结合的发展模式，突破单一渠道流通限制。

#### 3.3.2 盈利模式亟需突破

医药流通企业的盈利主要通过赚取差价、提高售价和依赖经销差来实现的，其毛利率较低，因此对于医药流通企业来说传统的盈利方式价值创造能力不强。随着国家一系列政策的出台与实施，医疗行业纷纷进入商业模式转型调整，多环节流通方式逐步调整为单一环节流通，自建物流体系和第三方物流的快速进步都一定程度上对企业市场份额有一定的分流效果。在一定程度上，医药流通企业的盈利模式已然面临迫切需要改变的局面，也相应的对企业服务质量的提升和竞争优势的提高存在一定的制约，导致行业整体的可持续发展能力低，为了有效应对这一局面带来的消极影响，企业亟需改变商业模式，传统盈利模式盈利点正在逐步消退，企业需要凭借商业模式转型加速企业重构、升级盈利模式，获得新的盈利增长点。

### 3.3.3 数字化市场潜力可期

截止 2021 年,我国数字经济规模已达 45.5 万亿元,数字经济的飞速发展一方面主要是因为国家一系列相关政策的出台和实施,另一方面,从公布数据可以看出,在 2021 年中国医药市场的总销售额已达到 2.15 万亿元,可以看出,医药市场发展前景广阔,从 2012 年至今保持持续稳定增长,就企业现状来看,传统商业模式已无法为企业创造更大的价值,此时,医药流通企业需依靠数字化转型和商业模式转型,充分发挥企业优势,抢占市场占有率,积极转型和升级商业模式,助力企业实现价值最大化。

### 3.3.4 线上购物习惯已成型

对于医药领域来说,技术的变革和创新比消费领域的创新缓慢,智能手机、移动设备类似消费品的迭代更新或许不会对人们的健康产生直接影响,但医疗领域的变革与人类生死存亡息息相关,数字化正影响着生活的方方面面,对于医疗领域来说其应紧跟数字化变革,加快创新步伐。近几年由于疫情不断的发展,倒逼企业亟需转型,许多症状轻微的病人会选择不去或少去医院,大多数人逐渐会选择网上购药平台,很多人的就医习惯发生了转变,选择线上购药并逐步养成习惯,我国电商发展速度很快,但医药电子商务平台的发展仍然缓慢,所以随着电子商务发展和疫情的影响,医药电商领域的未来发展潜力无限。

## 4 商业模式转型下九州通财务战略分析

### 4.1 财务战略转型的环境分析

企业在进行商业模式转型时，需深入分析企业内外部环境，通过结合企业内部的资源和能力及自身劣势识别市场中的机会，综合评价考虑适合企业自身的整体战略，制定能够与商业模式转型相匹配的财务战略。本文按照如图 4.1 所示的财务战略制定环境分析框架，运用 SWOT 分析方法对企业内部与外部的环境进行分析，以此为基础来评价商业模式转型过程中的财务战略的制定与实施。

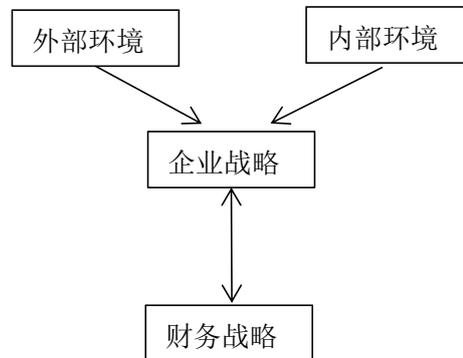


图 4.1 财务战略制定分析框架图

#### (1) 优势

具有客户资源和供应链的优势。依靠药品供应链的优势通过全类别、全渠道可与互联网医院、医疗平台、药店及消费者建立链接，通过多个互联网平台如“好药师”“万店联盟”“幂健康”等平台为消费者直接提供医药终端服务，“医+药+险”线上线下一体的服务，能及时抓住承接处方外流的机会。九州通电商平台发展迅速。通过利用数字化和互联网信息，已逐步搭建双线结合、立体化医药服务平台，力求打造一个全供应链服务平台，为上游供货商、下游客户和 C 端消费者提供服务，打造一个 B2B/B2C/O2O 协同的全场景服务系统。

自身物流技术具有优势。九州通与阿里健康大药房已形成深度的合作伙伴，九州通利用自身的物流网络和物流技术，为阿里健康大药房提供医药物流 BC 一体化服务，利用物流技术资源优势，直接达成与阿里健康在药品供应链方面的深层合作。在为产业链上下游客户提供服务的同时，充分发挥自身物流技术优势，进一步拓展非医药领域的物流客户。

### （2）劣势

在商业模式转型过程中需要投入巨额资金，其资金的需求量过大、投资成本过高。九州通作为医药流通行业民营企业的领头羊，属于资本密集型产业，迫切需要改善各项基础设施和相配套的物流体系。对于医药流通行业中其他国有企业来说，九州通资金较缺乏，因此存在一定的资金多元筹资渠道方面的劣势。

九州通对于第三方电商平台的依赖程度过高。如九州通自建的“好药师”平台，一直以来，对公司的贡献毛益率一直处于低迷状态，且长期处于亏损，究其原因主要是缺乏资金支持，前期对于平台的推广没有一定的资金支持，消费者无法更全面深入的了解此平台，平台的建立无法达到预设的效果，企业只能依赖于第三方电商平台运行，如京东、阿里巴巴等。

### （3）机会

随着国家一系列政策的出台，为医药流通企业的发展带来了机遇，为九州通的商业模式转型创造了机会；医药流通市场格局随着国家政策驱动加速发生了变化。九州通医药集团为抓住市场机遇，提升自身市场份额将逐步巩固自己在基层医疗机构和零售医药市场的行业地位。

医疗大健康行业成为新的发展主流。根据统计数据得出，我国医药大健康产业市场规模由 2016 年 3.2 万亿元增加到 2021 年的 7.4 万亿元，增长迅速，年均增长率大约为 20%以上。随着“健康中国”战略的提出，大健康产业将会迅速发展，预计 2025 年我国医药大健康产业市场规模能达到 13 万亿元左右，九州通作为医药流通龙头企业，为提高自身供应链竞争优势，应转变商业模式，向一系列大健康服务平台领域进行投资，以此提升营运效率，紧跟新的发展趋势。

### （4）威胁

来自同行业的竞争加剧。由于政策的不断出台和制度的不断调整，医药流通行业要想获得更多消费者的信任就需提供更优质的服务。作为民营企业的九州通，对于行业前三家国有企业来说处于劣势，前三家企业分别为中国医药、上海医药和华润医药，有较强大的资金支持，九州通若想在行业内处于领先地位有一定的难度，因此对于九州通来说，前三家国有企业以及一些发展势头迅猛的民营企业对九州通有一定的威胁。九州通内部环境分析如下表 4.1 所示：

表 4.1 九州通 SWOT 分析表

内部因素	优势(S)	劣势(W)
外部因素	(1) 供应链与客户资源优势	(1) 资金需求量大、投资高
	(2) 电子商务平台发展迅速	(2) 对于电商平台依赖程度过
	(3) 自身物流技术具有优势	高
机会(O)	SO 战略	WO 战略
(1) 国家政策带来的机遇	(1) 积极发展线上市场	(1) 拓宽资金筹集渠道
(2) 大健康行业成为新的发展趋势	(2) 扩大规模, 抢占新市场	(2) 提升服务能力
	(3) 提升 O2O 市场份额	(3) 加大自主研发项目
威胁(T)	ST 战略	WT 战略
同行业竞争加剧	(1) 利用已有优势, 形成核心竞争力	(1) 引进高质量技术人才
		(2) 开发自主线上平台积极与第三方平台合作

资料来源：根据文献整理

九州通在商业模式转型时选择的战略与其制定的战略相匹配, 这表明九州最终实现了符合整体发展方向的商业模式的全面转型。

## 4.2 财务战略分析

### 4.2.1 投资战略分析

投资战略指企业为了获得较好的经济收益和发展效益, 通过多渠道的方式筹集获得资金以此来投资于企业日常的经营活动或必需的投资活动。投资战略主要包括对投资的方向、规模、方式及范围的选择上。

从投资方向看: 九州通实行一体化投资战略优化产业链。主要采取上游向下游扩张的投资战略, 整合并优化产业链; 提升自身竞争力和产业链的整体生产效率。九州通主要致力于赋能下游客户: 公司与委托配送的下游客户 ERP 系统链接, 客户可以直接在九州通的系统内完成全过程服务, 为下游消费者提供更精准、及时的服务。在对上游厂商的赋能方面, 主要采取实施并购部分制药加工厂并持有

其股权的方式，并购投资 9 家合资企业计 0.89 亿元，占总投资金额的 3.22%。并购企业投资单个项目的金额均在 5000 万元以下，对子公司及其他制药厂商实施控股以此来达到企业产业链的一体化投资投资战略。

从投资规模看：为了配合企业商业模式转型，九州通实施的是扩张性投资战略。企业重构线上平台模式，实现“分销+配送+推广”的综合服务模式转型升级，在转型过程中，线上投资运营平台及线下门店建设两者都必不可少。因此，九州通通过发展自营门店及对优质零售连锁的兼并，快速形成规模经济的扩张，扩张规模与速度的体现主要在于建立线下连锁药店及建设物流体系。

从投资金额可以看出其扩张规模。如图 4.2 所示，从 2012 年实施商业模式转型时，其投资规模呈现稳步上升趋势，现金流出净额为正数，一直处于大于零的趋势且稳步上升，2017 和 2018 这两年的投资活动所产生的现金流出净额最高，为 20 亿元左右。

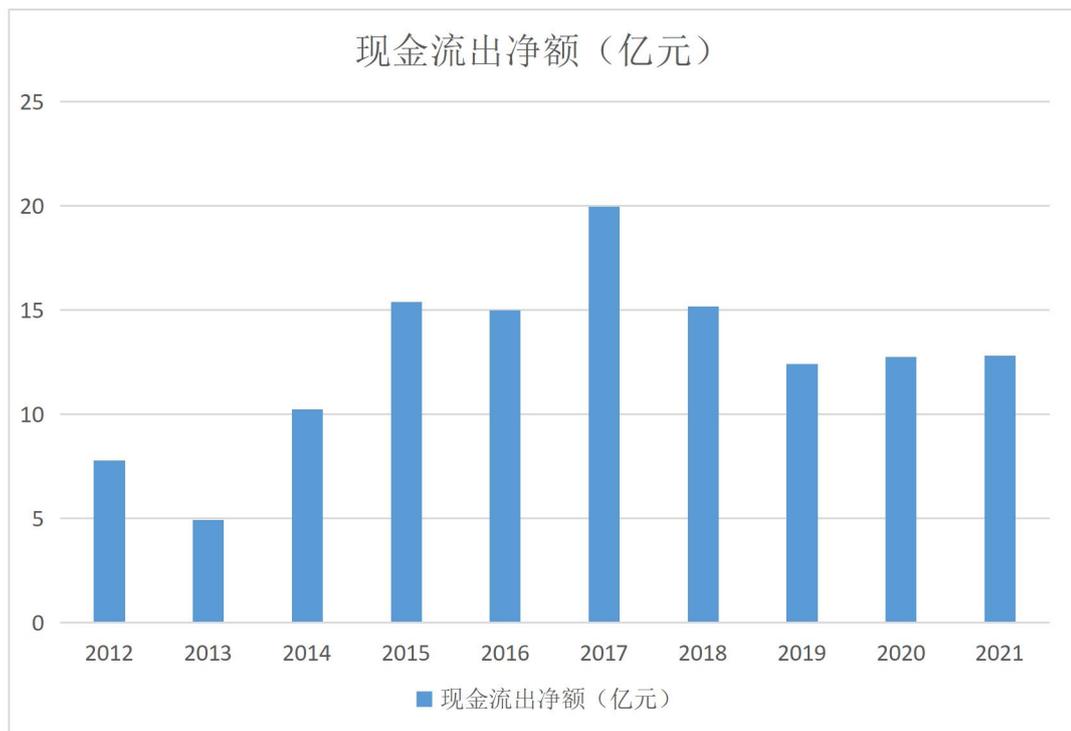


图 4.2 九州通投资活动产生的现金流出净额变化情况

快速扩张的线下门店。自 2011 年建立好药师平台通过不断的加盟或直营的方式对线下门店进行快速扩张，布局全产业链性的渠道进行营销。到目前为止，好药师线下门店数量已达 6138 家，覆盖四个区域，包括了数百家城市，其中直营店铺数量为 230 家、加盟店数量已达 6000 家。

相关物流服务与物流技术逐步市场化。九州通为了企业转型速度加快，在北京成立了现代物流中心总部，可自主完成物流实施、规划和集成系统能力。从2011年企业计划实施商业模式转型起，九州通不断的更新升级物流基础设施，更新物流技术及加快基地建设的步伐。直至2022年，九州通已实现从成本到利润中心的转型，通过全国统一的标准运营垂直管理体系，为内外部客户提供三方物流、自营、代营等一体化的供应链物流服务。

从投资方式来看：在商业模式转型过程中，九州通主要采取长短期投资相结合的方式。长期投资主要集中在线下门店的扩建与升级、改善现有的物流体系基础及新建物流基地、构建电商平台、创新研发移动APP及相关技术平台。短期投资主要体现在对于企业存货及货币资金的投资，如图4.3所示，在商业模式转型下，实施扩张性投资战略使得各项资产都出现了大幅度的增长。

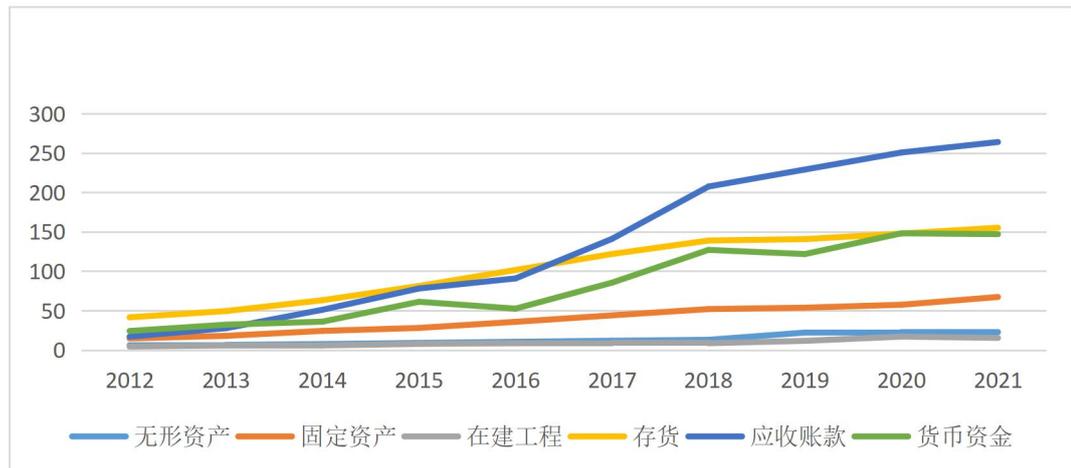


图4.3 九州通资产规模变化情况 (亿元)

如下表4.2所示，在资产方面其存货、在建工程及固定资产所占比重较高，得出结论企业主要以投资重资产为主。主要原因是在商业模式转型时九州通投资支出较高，其都体现为重资产的主要特征。从上图可以看出资产的数额都是增长的态势，但从总资产的占比可以看出，存货、固定资产及在建工程的比例都呈现下降趋势，长期投资所占比例在逐步上升，无形资产及开发支出所占比例近几年保持比较稳定的一个状态。通过分析数据可以得出九州通的投资战略布局正逐步向轻资产倾斜。

表 4.2 九州通部分资产占总资产比例

年度	存货占比	固定资产与在建工程占比	无形资产与开发支出占比	长期股权投资占比	资产总额 (亿元)
2012	27.9%	12.7%	4.0%	1.5%	148.1
2013	26.5%	12.6%	3.0%	1.4%	185.9
2014	26.2%	12.3%	2.3%	0.7%	241.3
2015	25.0%	10.9%	2.3%	1.6%	325.9
2016	26.2%	11.4%	2.2%	1.4%	387.3
2017	23.4%	10.2%	1.7%	1.6%	520.5
2018	20.8%	9.1%	1.3%	2.3%	666.7
2019	19.8%	9.1%	1.7%	2.4%	711.5
2020	18.3%	9.2%	2.1%	2.2%	808.2
2021	18.1%	10.7%	2.6%	2.7%	859.3

资料来源：九州通 2012-2021 年企业年报

九州通商业模式转型后具体的投资范围如下：

#### (1) 对线下门店进行扩充改造升级

企业在进行商业模式转型时，对于线下门店的扩充是重要的一环，九州通为了更有效的完成商业模式转型，对线下门店进行了扩充与升级。九州通 2021 年推出“万店联盟”计划，目的是布局医药零售网络，与一部分中小企业及零售药店加盟，主要依靠客户及供应链的优势，对终端药店进行整合与赋能。九州通还与美团、饿了么、京东到家、京东健康、百度健康等平台进行 O2O 业务合作，业务覆盖 26 个省区的 91 个城市，赋能门店近 1400 家；全年曝光人数 4500 万，进店人数 700 万，累计下单 166 万单，平均进店转化率提升至 23.7%。

#### (1) 开发移动终端 APP

九州通持续优化 B2B 平台和“智药通”APP 功能，为上下游客户提供更便捷的数字化分销与供应链服务。自主研发并持续优化“智药通”App，给上游供应商提供全过程商业分销及推广总代服务，给下游消费者提供一站式服务。其中“智药通”平台活跃用户约 15 万，通过智药通平台含税交易金额达 41.69 亿元。

## (2) 完善物流体系

自 2012 年九州通计划实施商业模式转型时，对于物流体系基础的完善与升级就加大了投资力度，截止目前，已基本完成了全国范围内的网络布局，构建一个全渠道的网络医药平台。九州通致力于自主创新研发物流体系以及构建物流平台，不仅节省了第三方运输的成本，还可以为终端消费者直接提供配送服务，加速了销售增长，提升了企业价值。九州通依托自营物流网络搭建了一体化供应链平台，构建起行业特有的 Bb/BC 一体化高效供应链物流服务模式，在已有的向医疗机构、连锁药店等大 B 端客户额提供服务的同时，也可以向小 B 端（实体门店和诊所等）和 C 端消费开放高质量高效率的供应链服务，通过标准化与个性化流程相结合，打造差异化运营服务能力，满足不同行业客户的多元需求。

## 4.2.2 筹资战略分析

九州通针对投资战略采取了与之相匹配的激进型筹资战略，九州通采取的筹资战略主要有以下特点：

(1) 债务融资和权益融资相结合的方式。从整体的筹资情况来看，以债务融资为主，以权益融资为辅。

权益性筹资：如表 4.3 所示，自 2010 年九州通公开发行上市之后，企业分别在 2014、2017 年定向增发股票，截止 2020 年发行了共计 30 亿元的永续债。从年报数据可以看出，九州通募集到的资金主要用以投资线下门店改造升级、物流体系的逐步完善以及对一部分流动资金的补充。其定向增发及永续债券共筹集资金 100 亿元左右。从下表的发行方式及金额可以看出，九州通为了商业模式转型进行了必要性的权益融资。

表 4.3 权益性筹资情况（亿元）

年份	2010	2014	2015	2017	2017	2020
发行方式	首次公开发 行	定向增发	发行永续 债券	发行永续 债券	定向增发	发行永续 债券
总金额	14.2	20.7	10	19	35.7	2

资金来源：九州通 2010-2020 年企业年报

债务性筹资：如表 4.4 所示，九州通在进行商业模式转型时主要采取多元化债务融资战略，其长期借款数额在 2017 年较少，在这之后其数额才开始逐渐增加，主要是因为商业模式转型时九州通需要大量的资金来支持其转型，通过大量的借款来支持其日常的资金需求。九州通的主要筹资是向银行借款，但 2012 年为了加速转型，进行增发债券，其数额高于银行借款 3 倍多，虽然九州通采取了发行债券的方式进行筹资，但其主要筹资方式还是以借款为主，这主要归结于九州通在商业模式转型时所制定的投资战略，在转型时，对于一些基础设施及门店的投资数额较大，并且属于一种长期性的投资，如果筹资需求仅依靠借款满足，或许会导致一定程度上的财务危机，所以在 2014 年之后企业对于一部分长期投资主要依靠发行债券和增股的方式获得资金，而对于一部分资金不足项目，再通过借款的方式来满足需求，剩余部分用以补充流动货币资金。除此之外，其长期借款在 2017 年之前数额较少，在此之后数额逐渐增加，主要是因为 2018 年九州通再次进行了“FBBC”商业模式转型，对于资金的需求逐步增加。因此，在 2017、2018 年之后长短期借款的数额出现指数级上升。通过表 4.3 与表 4.4 可以看出，九州通主要筹资渠道是短期借款，以此来满足日常经营需求，其次是发行债券及长期借款满足部分投资数额较大的资金需求。

表 4.4 九州通的债务结构（单位：亿元）

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
短期借款	26.1	42.4	38.39	58.5	39.3	70.4	102.5	117.1	143.3	125.6
长期借款	0.5	0.2	0	0	6.47	12.8	24.2	12.9	17.1	23.8
应付债券	15.9	15.9	16.0	16	12.8	13.4	13.8	14.3	14.9	0

资料来源：九州通 2012-2021 年企业年报

### 4.2.3 利润分配战略分析

九州通医药集团在进行商业模式转型时，需要进行大量的投资与筹资，并且投资数额及其扩张的速度远远高于资产收益的增长速度。就企业来看，企业应进行较少分配或者不分配资金，以此留存更多的资金来进行后续的投资，但是对于企业外部来说，对于投资者，企业应该采稳定股利分配政策，股东才会对企业的资金现状保持一定的信任，认为企业的资金状况稳定且存在一定的盈余资金，这

一表现会对企业的股票价值产生有利的影响,投资者会因为稳定的股利分配政策选择将资金投入此公司,在商业模式转型过程中,九州通主要采取剩余股利利润分配政策。如表 4.5 所示是九州通的股利支付情况:

表 4.5 九州通 2012-2021 年股利支付情况

年份	现金分红金额(万元)	每股股利(元)	股利支付率
2012	0	0	0%
2013	16096.2	0.1	33.7%
2014	0	0	0%
2015	21411.4	0.13	30.8%
2016	0	0	0%
2017	18776.6	0.1	13.0%
2018	18776.7	0.1	14.1%
2019	0	0	0%
2020	121430.3	0.5	39.5%
2021	55346.1	0.3	22.6%

资料来源:根据年报整理

在 2011 年九州通发行上市时关于有关现金分红的规定是“近三年累计分红的利润不得低于近三年可分配利润的 30%”,按市场水平来看,其股利支付水平不算高。由于商业模式进行转型,企业需要大量的投资金额来进行长期投资,九州通采取了剩余股利的利润分配政策。从 2012 年开始商业模式转型至今,九州通有四年未进行股利分配,其余年份为了满足投资者的利益,实行了股利分配,分配的金额占年均可分配利润的 30%以上,对于公司上市时指定的股利分配政策得到了较好的实行,总体上分红金额处于稳定水平。

在利润分配方面九州通主要采取剩余股利分配政策,当企业盈利水平较低且企业所需投资数额较大的情况下,采取不分配的政策,资金优先用于投资项目。但是基于信号传递理论,企业也要增加投资者对投资转型的信心,所以企业在进行商业模式转型时,为了增加投资者的信心,使得投资者对公司未来的发展充满信心,采取了剩余股利分配政策。在商业模式转型后期,企业有了一定的盈利,

随着净利润等指标的快速增长，企业对股东进行了相应的股利分配。企业采取剩余股利分配政策的优势主要有：保证企业的资金储存可以满足公司在转型期间的日常经营活动；确保投资者对公司的信任，防止企业在经营业绩不佳时未分配利润从而对企业的信誉产生影响，保证企业可以更加有效的进行长期的融资。

## 5 九州通商业模式转型下的财务战略实施效果评价

### 5.1. 财务指标评价

#### 5.1.1 投资战略效果评价

##### (1) 盈利能力分析

一个企业盈利能力是否提高是判断其财务状况好坏的关键能力分析。因此，本文对于九州通的盈利能力通过部分财务指标进行分析。如表 5.1 所示，九州通在商业模式转型期间的投资规模扩张之后，根据下表中的盈利能力分析可以得出企业在商业模式转型时制定的投资战略有良好的效果，具体分析如下：

表 5.1 九州通盈利能力纵向对比

	2016	2017	2018	2019	2020	2021
营业收入（亿元）	615.57	739.43	871.36	994.97	1108.6	1224.07
营业收入增长率	24.13%	20.12%	17.84%	14.19%	11.42%	10.42%
净资产收益率	8.51%	10.75%	7.19%	9.32%	11.37%	15.92%
销售费用/营业总收入	2.65%	3.08%	3.23%	3.15%	3.24%	3.36%
管理费用/营业总收入	2.06%	2.21%	2.09%	1.97%	1.94%	2.01%
财务费用/营业总收入	1.08%	0.96%	0.99%	1.24%	0.88%	0.89%
销售毛利率	7.84%	8.13%	8.51%	8.87%	8.97%	8.04%
净利率	1.47%	1.99%	1.58%	1.79%	3.05%	2.13%
营业利润/营业总收入	1.74%	2.62%	2.15%	2.31%	3.93%	2.93%
息税前利润/营业总收入	2.82%	2.34%	2.06%	2.49%	3.09%	2.41%
每股收益增长	0.54%	0.87%	0.73%	0.94%	1.64%	1.27%

资料来源：九州通 2016-2021 年企业年报

##### ①营业收入呈现总体增长的趋势

根据上表可知，九州通医药集团自商业模式转型升级后，在很短的时间内，营业收入由 2016 年的 615 亿稳步增长至 2021 年的 1224 亿，是 2016 年营业收入

的 2 倍，主营业务收入有了很大程度的增长，营业收入的快速增长也给转型过程中需要的发展需求提供了一定的资金保障，确保了企业商业模式转型的有效，也能看出转型带来的潜在的巨大收益，根据行业发展的前景和来自外部环境的预测，九州通医药集团未来的营业收入依然较为乐观。

### ②净资产收益率呈现先下降再逐渐回升趋势

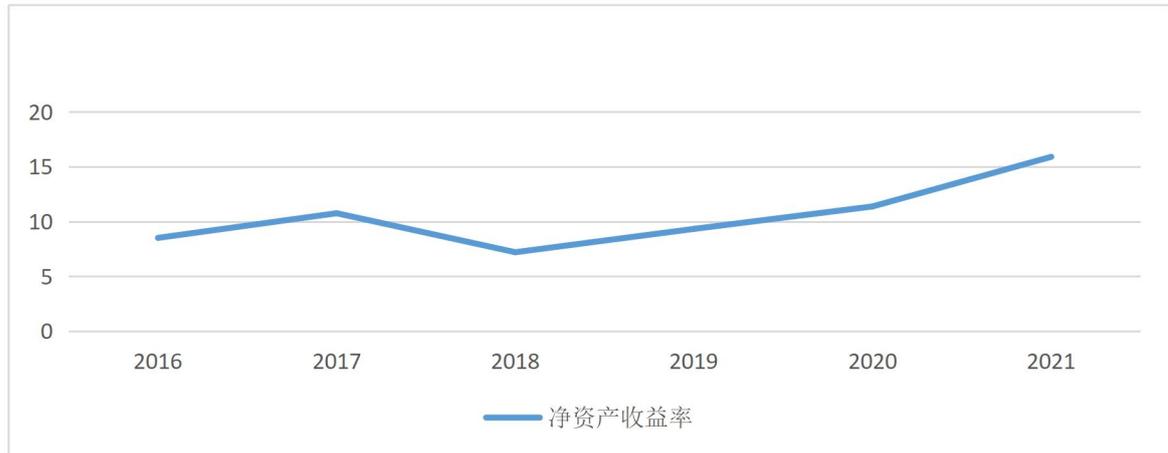


图5.1九州通2016-2021年净资产收益率趋势图

如图 5.1 所示，通过近几年的净资产收益率进行对比可以发现，商业模式转型前，企业的净资产收益率总体呈现上升的趋势，在 2018 年企业进行 FBBC 商业模式转型期间，其净资产收益率对比前几年有下降的态势，2018 年因为企业进行商业模式转型，所需资金的数额较高，其净资产率在这一年降到最低，2019 年又逐步开始回升，这一变化主要是因为九州通在 2018 年商业模式转型期间对于成本和费用的上升较快，在某些方面对企业的净利润产生了一定的影响，企业的净利润有逐步下降的趋势；在转型过程中，九州通的投资规模急剧上升，相对应的投资规模也发生了相应的变化，这一系列变化都相应的扩大了企业的投资规模，使得资产总额发生变化，总资产收益率下降使得净资产的收益率也逐步下降。在 2018 年之后净资产收益率较之前年份出现指数级增长，增长趋势明显，这一变化主要是因为九州通在完成商业模式转型之后，资金得到回流，前期投入的成本得到了一定的回报，所以净资产收益率下行的趋势得到逆转。

### ③期间费用呈现增长态势

通过公司披露的期间成本的费用可看出，九州通销售费用大幅上升主要是因为广告推广宣传及促销等方面投入较高；管理费用大幅增加是因为九州通对互联网平台的运营以及物流体系的完善与技术升级改造方面投入较高且因为引入

大量技术人才所发生的费用、研发投入新技术、建设物流基地、线下门店扩充升级及部分折旧费用；财务费用不断上涨是由于公司为了扩大规模投入的大量资金发生的利息费用。九州通近年来的每股收益一直保持稳定增长的趋势，可以看出，商业模式转型虽然在一定程度上增加了企业的成本，但就总体来说，九州通盈利能力是有所上升的。

#### ④销售毛利率和净利率稳定增长



图5.2 九州通2016-2021年销售毛利率和净利率趋势图

如图 5.2 所示，自 2016 年至 2020 年，九州通医药集团的销售毛利率与净利率呈现一定的增长态势，但是与营业收入的增长速度比较来说，其增速比较缓慢。在短短几年的时间里，实现 44% 的毛利率增长，表现为稳中有升的增长趋势；其净利率从 2016 年的 1.47% 增长至 2021 年的 2.13%，增长速度虽然缓慢但总体保持稳定，主要是由于九州通企业规模的扩大和用户数量的增加引起的。

#### (2) 营运能力分析

九州通医药集团 2016-2021 年营运能力各项指标的具体数值及变化趋势如下表 5.2 所示：

表 5.2 九州通 2016-2021 年营运能力相关指标

	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年
应收账款周转率	7.30%	6.38%	5.00%	4.56%	4.62%	4.76%
存货周转率	6.21%	6.06%	6.11%	6.49%	6.99%	7.43%
应收账款周转天数	49.34	56.43	71.93	78.93	77.92	75.71

续表 5.2 九州通 2016-2021 年营运能力相关指标

存货周转天数	57.96	59.38	58.95	55.44	51.45	48.44
流动资产周转率	2.07%	1.96%	1.73%	1.72%	1.78%	1.78%
总资产周转率	1.73%	1.63%	1.47%	1.44%	1.46%	1.47%

资料来源：国泰安数据库

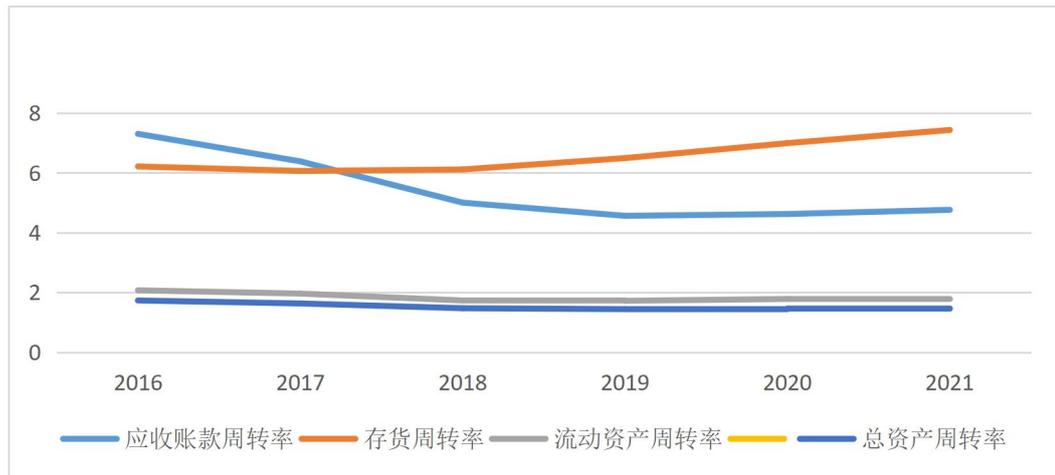


图 5.3 九州通营运能力变化趋势

如图 5.3 所示，可以看出各项营运能力指标的变化趋势：

①应收账款周转下降率幅度较大，2016 年至 2021 年九州通应收账款周转天数从 49.34 大幅提高至 75.71，在近六年内周转天数几乎翻了一番，相反九州通应收账款周转率从 7.3 下降到 4.76，下降了近 40%。应收账款周转率大幅降低与九州通商业模式转型前期实施的模式“快批快销”有关。因此，该模式的实施使得九州通更具应收账款回收期短的优势，但商业模式转型之后大规模的扩展了市场也会引起一定的营运风险。根据年报得知，对于下游客户端九州通主要实施差异化信用管理制度，在供应链中 2 级及以上的医疗机构占了主导地位，所以其可以获得较长的回款期，因此可以得出，应收账款规模的扩大、周转率的下降都是因为 2 级及以上机构不断增长的销售量。

#### ②存货周转率稳定增长

在进行商业模式转型之后，九州通的存货占比逐渐降低并逐步趋于稳定，存货周转率会有下降的趋势，但如图 5.3 所示，九州通在实施商业模式转型后存货周转率并未有下降的趋势，相反有小幅增长趋势，究其原因，主要是由于在转型

过程中，线下门店不断扩充，九州通对于线下药品的销量与此前的预测有一定的误差，因此为了保证消费者的需求，通过不断增加存货的方式解决此问题，同时，近年来，九州通拓宽了销售渠道，通过延长货款回收期来获得与中高端医药合作的机会，并储存了大量存货。和中高端医药合作可以促进企业销售收入的增长，但同时还需要关注存货的有关管理方面的政策，商业模式转型时如采用的市场扩张行为过于激进可能会造成对营运资金的过度占用。

### ③流动资产周转率与总资产周转率有一定幅度的下降

在商业模式转型过程中，九州通总资产周转率有一定幅度的下降，但是总体来说还是处于相对稳定的状态。总资产周转率的下降，主要原因是企业在 O2O 商业模式转型前期，投资的大量的非流动资产与流动资产所造成的。从流动资产周转率可以看出其流动资产率有一定的下降趋势，在商业模式转型初期，企业投资和建设物流基地、对线下门店进行改造升级及研发技术的投入和构建大数据平台等方面造成的流动资产的大幅增加，在商业模式转型后期，非流动资产规模趋于稳定状态，但其总资产周转率仍然有一定的下降的趋势，是因为部分流动资产周转率的降低，如存货及应收账款的降低。

## 5.1.2 筹资战略效果评价

### (1) 偿债能力分析

对于筹资效果的评价主要通过短期和长期偿债能力来进行评价，偿债能力的水平主要受企业的筹资渠道、规模及资产管理能力等因素影响，反映了企业财务风险水平。因此对九州通的长短期偿债能力进行全面综合的分析，可以更深入的了解企业通过商业模式转型其筹资水平，相应的筹资战略实行后了解其财务风险的程度高低，对九州通筹资战略进行更适当和行之有效的评价举措。

①短期偿债能力：如表 5.3 所示通过选取以下指标来衡量九州通的短期偿债能力。

表 5.3 九州通 2016-2021 年短期偿债能力指标

	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年
流动比率	1.27	1.41	1.29	1.28	1.29	1.28
速动比率	0.87	1.02	0.97	0.97	1	1
现金比率 (%)	20.73	27.85	28.7	26.51	28.9	26.88

资料来源：国泰安数据库

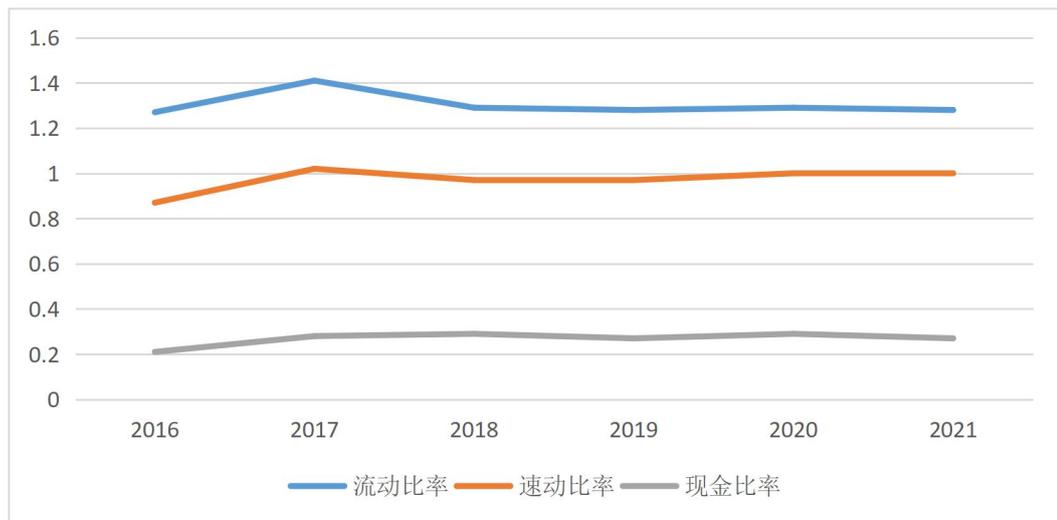


图 5.4 九州通短期偿债能力趋势图

如图 5.4 所示，在 2016 年-2021 年内流动比率和速动比率基本保持稳定，无明显的波动趋势。在 2016、2017 年有小幅度的下降，主要是因为这两年处于商业模式转型前期，所需求的资金过高，在短期内，只有通过借款的方式才能筹集到需求的资金，保障企业顺利转型。在商业模式转型下大部分筹集的借款都转移至非流动资产中，出现流动负债显著大于流动资产的情况，最终表现流动比率和速动比率出现小幅度的下降。

现金比率可以直接反应企业的流动负债偿付能力。从表 5.3 中可以看到，在 2016-2021 年期间九州通现金比率稳定保持在 20%以上，表明公司的流动资产得到了充分的利用。企业在 2016-2021 年间有小幅度的下降趋势，表明企业主要筹资方式是流动负债筹资，对非流动资产、应收账款及存货进行大量的资金投资，短期偿还水平一定程度上存在下降趋势，也反映了九州通存在潜在的短期财务风险。

②长期偿债能力：如图 5.5 所示，通过资产负债率和产权比率两个指标衡量

九州通的长期偿债能力。

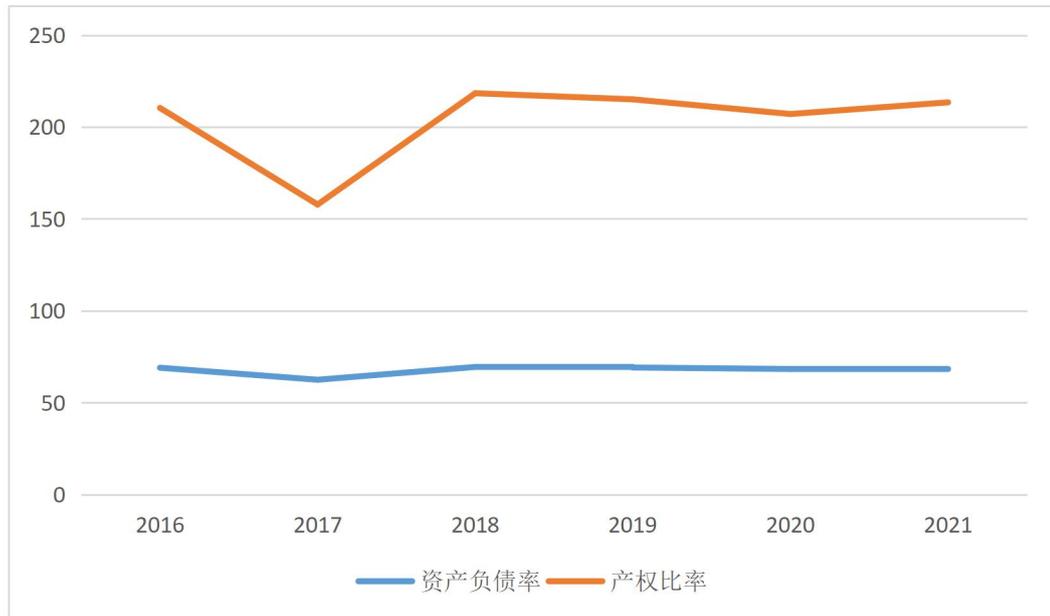


图5.5 九州通长期偿债能力趋势图

九州通的资产负债率维持在 62.46%至 69.78%之间，2016-2021 年资产负债率的变化不明显，但整体来说其资产负债率高于市场同行业均值，基本维持在 68%左右浮动。企业为了将资产负债率下降到一定水平，2017 年企业将债务融资筹资转变为主要以股权融资，且偿还了部分借款。商业模式转型所需的筹集资金主要依靠借贷来完成，资产负债率有小幅增长是因为商业模式转型电商平台开发所需的，筹资方式发生改变的主要原因有：防范过高的财务风险对企业的经营产生不利影响，为后续的融资提供更有利的条件以此来进行短期借款。可以看出，企业的资产负债率与行业均值相比处于略高水平，企业主要采取较高的资产负债表以此来获得财务杠杆收益，但与此同时企业或将面临较高的偿债风险。通过产权比率的变动程度可以看出，其与资产负债表的变化趋势大体上是相同的，相比较产权比率波动区间较大，这说明九州通医药集团在商业模式转型过程中，有相对较高的财务风险，其在筹资方面负债比例较高，因此企业的负债占比需要引起关注。

### 5.1.3 利润分配战略效果评价

在确定公司的股利分配战略时，要将公司目前的经营状况、企业目标、企业

资金流状况、外部资金融资及股东所希望的分红等因素进行全面的考量，再进行合理的利润分配，用股息分红率来衡量九州通医药集团的利润分配战略的实行情况，其股利支付率变化趋势如下图 5.6 所示：

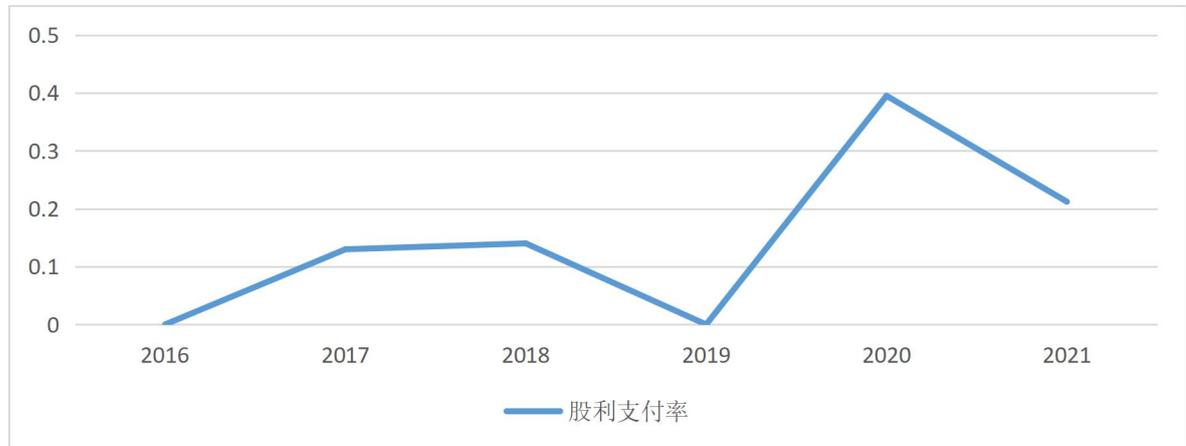


图5.6 九州通2016-2021股利支付率趋势图

九州通在商业模式转型之后采取的是剩余利润分配战略。在 2016-2021 年，九州通除了两年未进行股利分红之外，其余年份都根据投资者的需要，进行小幅度的红利分配，这几年每三年的累计分红金额都占归属于股东年均净利润比例的 30%以上，公司章程中“关于公司近三年每年分红的累计利润不得低于近三年每年年均可分配利润的 30%”的要求得到了很好的贯彻，股息率整体上保持稳定。2020 年九州通进行了较大数额的分红，其金额大于前四年分红的总额，股息率接近百分之四十。九州通采取此项政策，以信号传递理论为基础，向社会发出信号，即企业已经成功地实现了商业模式的转变，从而保留了企业原来的部分投资人，还能帮助企业吸引更多更优质的投资者。

## 5.2 企业价值的经济增加值评价

经济增加值作为企业的总体目标，可以利用此指标对企业的价值进行评估与判断。通过经济增加值的计算以及分析，能反映出公司对投资人的价值。根据对九州通经济增加值的计算与分析，可以评估出企业的价值创造。对九州通的经济增加值（EVA）与另外两家医药流通行业进行对比分析，得出如下表 5.4 所示的数据：

表 5.4 2016-2021 年三家医药流通企业经济增加值 (EVA) 情况 (亿元)

	2016	2017	2018	2019	2020	2021
九州通	3.74	7.53	4.02	8.37	19.21	20.30
中国医药	8.13	11.93	13.13	7.72	7.81	7.93
海王生物	3.10	5.60	5.33	3.55	-4.76	3.23

资料来源：国泰安数据库

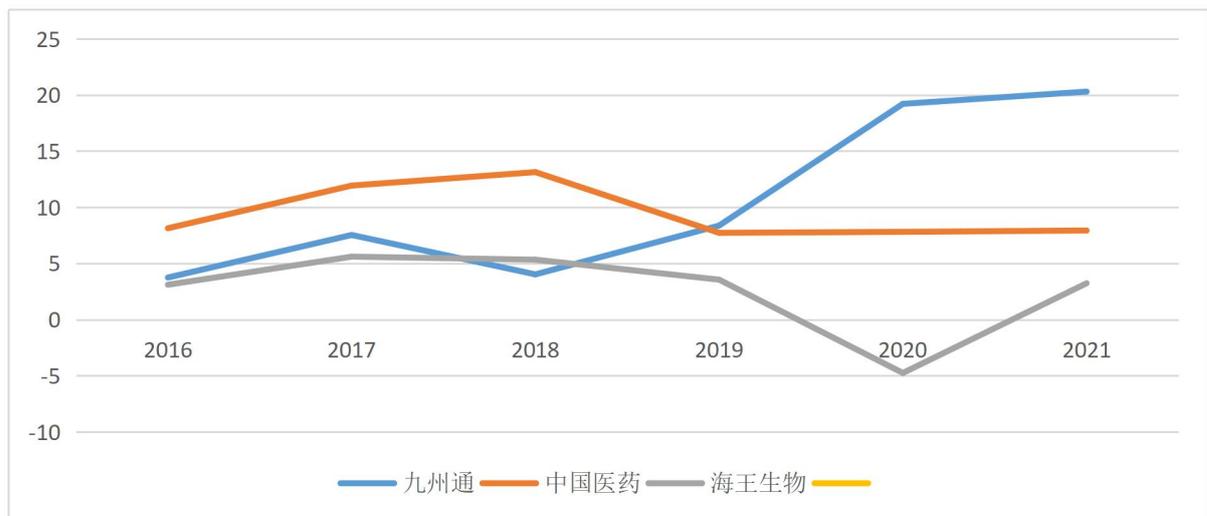


图 5.7 三家企业 EVA 变化趋势 (亿元)

从图表 5.7 中可以看出九州通从 2016 年开始转向变化后其年经济增加值 (EVA) 从 1.87 亿元增长到 2020 年的 19.21 亿元, 其增长了近 10 倍, 从中可以看出企业价值有明显的提升。自 2018 年九州通完成商业模式转型升级后, 其之后年份的经济增加值有明显的增长趋势, 较之前的年份有明显的上升趋势, 说明九州通之后的企业价值有很大程度的提升, 商业模式转型升级比较成功, 通过商业模式转型升级后的各项业务能够达成资源共享、各业务模块之间可以协同发展, 从而节约了一些不必要的成本浪费, 为企业创造了新的价值增长点, 同时, 九州通公司的总体效益也得到了显著的提高。由此可以看出, 九州通商业模式的转型使得其经济附加值发生了显著的变化, 商业模式的转型升级对公司的价值产生了显著的正向效应。

通过与其他两个公司进行比较, 可以看出九州通公司的经济增加值呈现出较为平稳的发展态势, 并且呈现出稳步上升的态势。中国医药集团是中国规模最大、最具综合实力的医药集团, 隶属于国务院国资委, 但是, 集团规模庞大、国企改

革进展迟缓，导致中国医药集团未能把握新形势下的发展变化，2018年其经济增加值增速放缓，呈现出下滑的态势。作为民营企业的九州通，其公司的改革具有很强的推动性和更高的效率，可以更好的抓住中国医药集团的发展机会，扩大市场，提高盈利能力。海王生物作为一家民营企业，在规模和市值上都和九州通相差不大，但因为商业模式没有及时的调整和转型，所以它的盈利能力相较于另外两家公司存在明显不足，海王生物主要集中于基础设施的建设和信息建设，通过经济增加值这一指标可以看出，这两年海王生物存在明显的亏损。

### 5.3 基于财务战略矩阵的九州通财务战略实施效果分析

通过利用财务战略矩阵工具，整体评价九州通自商业模式转型创新后的资金变动情况和企业价值的变化情况，更全面更有针对性的根系九州通财务战略实施方面的问题。

#### 5.3.1 九州通财务战略矩阵计算

##### (1) 财务战略矩阵的计算

财务战略矩阵包括四个象限，每个象限表示的企业的经营状态和现金状况各有不同，财务战略的纵坐标上的数值代表企业创造价值或者企业处于价值减损的状态；其横坐标上的数值代表企业的资金是剩余还是短缺的状态。横纵坐标的具体计算方法如下：

财务战略矩阵纵轴计算：

##### (1) 税后净营业利润

基于经济增加值计算的调整原则，根据九州通具体情况对其2016至2021年的税后净营业利润进行计算。

$$\text{NOPAT} = (\text{利润总额} + \text{坏账准备的增加额} + \text{存货跌价准备的增加额} + \text{营业外支出} - \text{营业外收入} + \text{利息费用} - \text{公允价值变动收益}) \times (1 - \text{所得税率}) + \text{递延所得税负债增加额} - \text{递延所得税资产增加额}$$
。具体计算如下表 5.5 所示：

表 5.5 九州通 2016-2021 年税后净营业利润计算 (千万元)

	2016	2017	2018	2019	2020	2021
利润总额	110.6	192.5	183.1	231.7	433.4	336.3
加: 坏账准备增加额	8.5	8.3	5.4	9.9	13.6	7.5
加: 存货跌价准备增加额	0	0.5	1.1	0.6	2.7	0.6
加: 营业外支出	4.5	2.7	3.2	3.1	9.3	26.8
减: 营业外收入	10.1	1.0	3.3	4.7	7.4	3.9
加: 利息费用	66.3	71.6	88.9	124.1	102.7	114.5
减: 公允价值变动损益	0.7	-1.1	0.5	-1.4	107.8	126.2
乘: 1-所得税税率	0.75	0.75	0.75	0.75	0.75	0.75
加: 当期递延所得税负债增 加额	-0.5	-0.6	0.1	10.4	23.2	20.4
减: 当期递延所得税资产增 加额	5.9	4.7	1.2	4.7	4.1	4.4
税后净营业利润 (NOPAT)	127.8	201.4	207.3	280.3	354.0	282.7

资料来源: 国泰安数据库

## (2) 投入资本总额 (NA)

投入资本总额是指所有投资者投入公司经营的全部资金的账面价值, 包括债务资本和股权资本。如表 5.6 九州通投入资本总额计算如下。

NA=所有者权益+坏账准备+存货跌价准备+短期借款+一年内到期的非流动负债+其他流动负债+长期借款+应付债券+递延所得税负债-递延所得税资产-在建工程

表 5.6 九州通 2016-2021 年投入资本总额计算 (千万元)

	2016	2017	2018	2019	2020	2021
所有者权益	1201.1	1953.8	2038.2	2196.8	2561.7	2707.3
加: 坏账准备	13.0	20.2	10.7	14.2	18.4	18.0

续表 5.6 九州通 2016-2021 年投入资本总额计算 (千万元)

加: 存货跌价准备	0	0.5	1.6	2.2	4.9	5.6
加: 短期借款	393.1	703.8	1025.1	1170.7	1432.5	1255.5
加: 一年内到期的非流 动负债	160.0	0	0.7	12.2	16.4	22.3
加: 其他流动负债	191.5	101.9	376.9	92.9	11.4	61.2
加: 长期借款	0.7	12.8	24.2	129.2	171.0	238.0
加: 应付债券	128.2	133.4	138.4	143.2	149.5	155.2
加: 递延所得税负债	2.1	1.5	1.6	12.0	35.2	56.6
减: 递延所得税资产	9.7	14.5	15.7	20.5	24.6	28.9
减: 在建工程	84.0	90.5	84.4	114.4	168.2	152.3
投入资本总额	1995.	2882.7	3517.2	3638.4	4208.2	4338.5
	8					

资料来源: 新浪财经数据库

### (3) 加权平均资本成本 (WACC)

加权平均资本成本是按各类资本所占总资本来源的权重加权平均计算公司资本成本的方法, 由权益资本成本和债务资本成本两部分构成。

加权平均资本成本=(公司股本的市场价值/股本占融资总额的百分比)×债务成本+(公司债务的市场价值/债务占融资总额的百分比)×债务成本×(1-企业税率)

其具体计算如下表 5.7 所示:

表 5.7 九州通 2016-2021 年加权平均资本成本计算 (亿元)

	2016	2017	2018	2019	2020	2021
有息负债价值(亿元)	87.4	95.2	156.5	154.8	178.1	188.7
债务资本占比	22.0%	21.9%	33.4%	37.2%	35.1%	38.7%
权益资本市值	310.1	340.3	312.8	261.7	329.5	354.6
权益资本占比	78.1%	78.2%	66.6%	62.8%	65.0%	65.7%

续表 5.7 九州通 2016-2021 年加权平均资本成本计算 (亿元)

权益资本成本	9.6%	8.8%	8.1%	7.1%	7.4%	7.5%
税后加权平均债务资本成本	2.7%	2.9%	3.2%	3.1%	3.2%	3.6%
加权平均资本成本	8.1%	7.5%	6.5%	5.6%	5.9%	6.0%

资料来源：国泰安数据库

财务战略矩阵纵轴计算（企业价值创造维度）： $EVA = NOPAT - WACC \times NA = (ROIC - WACC) * NA$ ，其中  $ROIC = NOPAT \div NA$ ，其具体计算过程如下表 5.8 所示。

表 5.8 九州通 2016-2021 年财务战略矩阵纵坐标计算 (亿元)

	2016	2017	2018	2019	2020	2021
税后净营业利润 (NOPAT)	12.8	20.1	20.7	28.0	35.4	28.3
投入资本总额 (NA)	199.6	282.3	351.7	363.8	420.8	433.8
投入资本回报率 (ROIC)	6.4%	7.1%	5.9%	7.7%	8.4%	8.9%
加权平均资本成本 (WACC)	8.1%	7.5%	6.5%	5.6%	5.9%	5.9%
投入资本回报率-加权平均资本成本 (ROIC-WACC)	-1.7%	-0.4%	-0.6%	2.1%	2.5%	2.9%

资料来源：国泰安数据库

财务战略矩阵横轴计算：具体计算如下表 5.9 所示：

表 5.9 九州通 2016-2021 年财务战略矩阵横坐标计算

	2016	2017	2018	2019	2020	2021
销售增长率	24.1%	20.1%	17.8%	14.2%	11.4%	13.7%
可持续增长率	8.1%	7.0%	6.2%	8.8%	7.6%	8.3%
相减之后的值	16.0%	13.1%	11.6%	5.4%	3.9%	5.4%

资料来源：九州通 2016-2021 年企业年报及国泰安数据库

(2) 财务战略矩阵的构建，如下表 5.10 所示：

表 5.10 九州通财务战略矩阵的坐标值

	2016	2017	2018	2019	2020	2021
横坐标	16.0%	13.1%	11.6%	5.4%	3.9%	5.4%
纵坐标	-1.7%	-0.4%	-0.6%	2.1%	2.5%	2.9%
象限	四	四	四	一	一	一

资料来源：表 5.8 和表 5.9

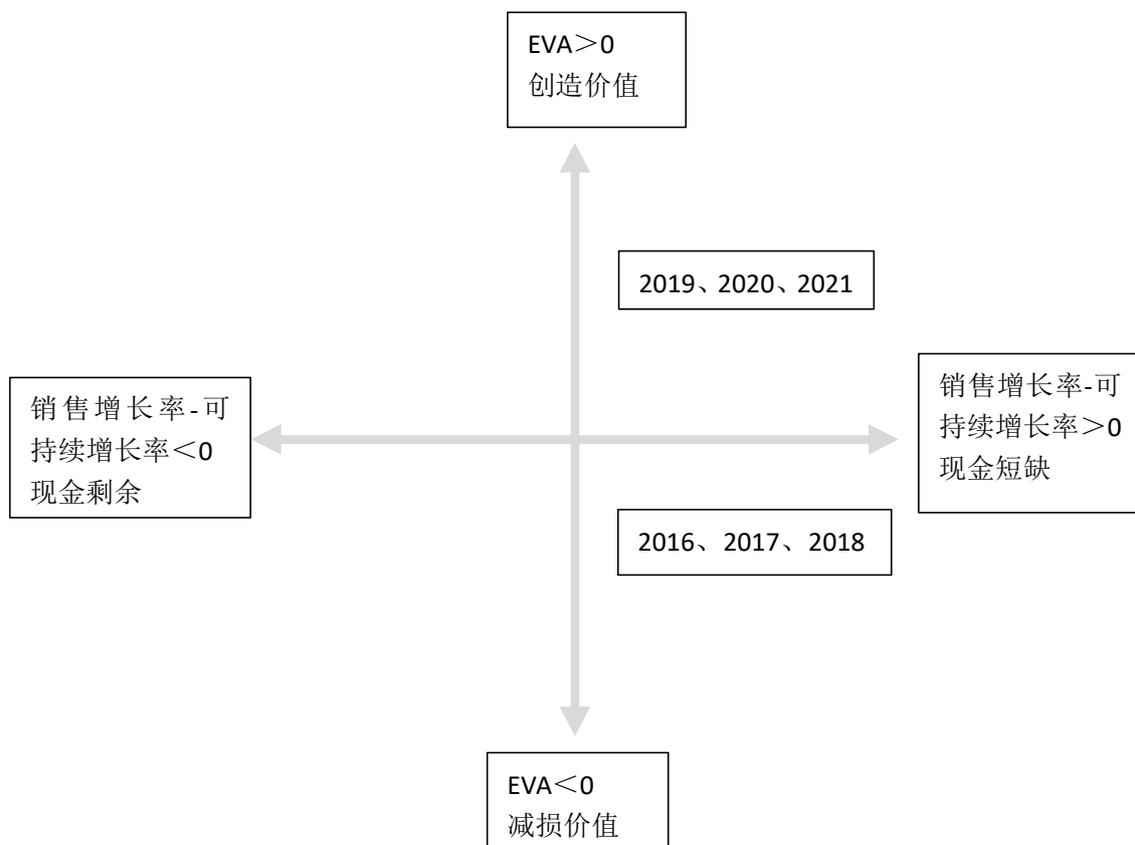


图 5.8 九州通 2016 年-2021 年财务战略矩阵

### 5.3.2 九州通财务战略矩阵分析

通过对上述图表进行分析可以得出，九州通在这几年间都处于现金短缺的状态。在 2016-2018 年九州通医药集团位于左边第四象限，这意味企业处以资金短缺状态，企业内部可能存在着无法为企业创造价值的项目或业务。九州通意图实现商业模式转型，从而达到线上与线下的有效结合融合发展。2016-2018 年，九州通正经历转型期间最艰难的时期，在此期间，九州通通过举债融资、股权融资

等方式，在线上融资渠道中投入了大量资金用以与阿里巴巴、京东等较为成熟的第三方平台进行合作，同时也对线下门店进行扩充升级、完善物流设施、搭建物流平台，从而加快其线上发展，同时与线下门店进行有机融合。因为这些投资都属于长期持续性的投资，需要经过一定的时间才能转化成企业的利润，正因如此，九州通在 2016-2018 年这几年的企业利润增长一直是低增长状态，还有巨额的债务需要偿还，资金压力不断加大。

在 2019 年至今九州通处于坐标第一象限，其价值创造能力较强，资金处于短缺状态，这说明九州通之前对于线上业务的扩充以及线下门店的改造升级所做出的巨额投入，逐渐开始释放出收益，使得九州通的价值创造能力有所提升，这也意味着九州通商业模式转型的初见成效。但是其想要完全完成商业模式的转型，还需要进行一段时间的投入，因此九州通仍然需要进行大量的投资，这几年资金持续处于短缺状态主要是因为商业模式转型需要持续的进行扩张性投资，使得其现金流较为紧张。

根据魏朱六要素模型与财务战略矩阵的分析，九州通已通过商业模式转变为一个以全场景、全渠道的医疗健康服务，其业务体系包括：为上游供应商提供一体化数字服务，为下游消费者提供全品类、一站式数字化供应。在商业模式转型过程中，九州通利用多种途径筹资到所需的资金对项目进行投资，从财务战略矩阵分析看出其现金流有了一个显著的增长，具体分析来看，纵轴的数值出现了先降后升的变化；各横轴上的数据都是正值，且总体上表现出了先上升后下降的变化。由此可见，九州通在进行商业模式转型时，确保商业模式顺利推行，对线下门店、线上平台、管理系统和物流系统进行长期投资，短期内难以见到成效，所以在转型初期公司的价值创造能力出现下滑，盈利水平也出现了下滑，资金短缺的状态愈演愈烈。在企业商业模式转型不断深化的背景下，企业新投资的项目也逐渐呈现出协同增效的态势。九州通自 2016 年以来，其价值创造能力开始停止下降，并在 2019、2020 年实现了正增长，远远高于其商业模式转型之前的水平，并且呈现出了迅速增长的态势。与此同时，九州通的盈利能力也在不断提高，销售增长率与可持续增长率之间的差距越来越小，这说明从 2016 年起，公司的资金压力以得到缓解，公司通过运营获得现金流已经能够满足公司的发展需求。总的来说，九州通还处于一个不断创造价值的阶段，尽管资金短缺的情况已得到

了一定程度的改善，但仍然是资金短缺的状态，在之后的一段时间，企业或将持续面临资金压力，应针对目前的情况对现行的财务战略进行适当的调整，寻找新的融资渠道，以适应商业模式的转型升级。

整体而言，九州通在公司的价值创造方面有相当的优势，在公司转型期间，除部分价值减损外，转型完成后企业的价值会有相当大的提升。但是，因为企业在连锁药店和物流方面的投入，导致企业的投资主要是以重资产为主，长期处于资金短缺的状态，现金状况存在一定的问题，故在转型期间可能会有一定的资金风险，结合前文的分析，发现该企业的资产负债率超过 60%，说明该企业的总体风险较高。因此，九州通医药集团必须加强对其资金运用的控制，并适时进行财务战略的调整，从而降低企业财务风险。

### 5.3.3 九州通财务战略优化

从结果来看，企业商业模式转型取得了不错的成果，但是具体分析可以得出其仍然存在一些问题，因此，企业应在保持当前整体战略的情况下，适时做出一定的调整，可以从以下几方面进行改善。

#### (1) 缩减低增值业务，收缩投资战略

从利益驱动的角度来讲，对于现有业务，企业应将部分低增值业务进行缩减，对部分高增值业务增加投资，达到企业总体毛利率上升的目的，提升企业价值创造能力。大部分药品零售业务都在九州通电子商务平台进行交易，但是线下交易方式仍然在总营业收入占较高的比例。线下交易虽然在降低成本方面效果较好，但其面临的竞争也更大，所以对于九州通来说其要想获得更大的发展空间还需结合线上交易方式进行发展。因此，九州通应布局收缩低增值业务战略，加快商业配送、总代、总销的上线速度，逐步布局收缩性投资战略，保障企业的现金平衡，避免出现投资规模过大导致资金风险。

#### (2) 拓宽融资渠道，加强多元化筹资

从上述章节的分析中可以看出，九州通的筹资战略相对比较单一。九州通目前的资金主要来自于借款、发行债券和股权等传统融资方式，九州通应积极拓展其融资渠道，为其提供更多的资金，并且九州通可以通过以公司内部进行资金筹集的方式降低资金风险。通过上文的分析可以看出，自从九州通在 2018 年再次

进行商业模式转型后，企业增加了部分中、高端客户，他们在产业链都占据着一定的优势，这是企业应收账款规模不断扩大的原因，但这部分应收账款相对比较容易回收，企业可以考虑向银行及其他金融机构借款。九州通医药集团还可以通过申请政府补助的方式增加资金来源。虽然国家补贴不属于传统资金筹集方式的类型，但是对于缓解企业当前的资金短缺问题来说，还是有一定借鉴意义的。九州通应从目前的政策环境、产业特征等方面出发，加大对产业、税收政策等方面的研究力度，争取国家财政的扶持。

### （3）稳定股利分配战略

近几年九州通股利分配稳定在 20%以上，但就长期来看九州通的股利分配政策不够稳定，鉴于前期公司转型期的资金压力，企业为了达到缓解股东情绪的目的可以尝试采取稳定的股利利润分配政策，确保股票持有者对公司充满信任，避免公司因为短时间内未分配收益而对企业的声誉造成损害，以此保证企业可以高效地进行长期融资，确保企业的正常营运。

## 6 研究结论与启示

### 6.1 研究结论

本文立足于国内外学者总结的理论基础与实践经验,选取了具有代表性的医药流通企业——九州通为研究对象,结合大数据、互联网+的时代背景,对九州通进行商业模式转型过程中财务战略的相应调整进行详细的分析,并分析财务战略在商业模式转型过程中的有效性,以此来消除九州通在商业模式转型过程中的困境,可以有效的指导九州通应当如何制定相应的财务战略来适应商业模式转型的变革。本文通过研究得出以下结论:

#### (1) 九州通顺应时代潮流进行合理有效的商业模式转型

随着互联网和大数据的飞速发展,传统的医药流通行业受到了互联网的持续影响,所以,要想打破运营的困难,就必须进行转型,寻找新的市场发展机遇,并在市场中占有一席之地。所以,依托转型后的商业模式,国内连锁药店将会是未来巨大的健康管理入口。因此,九州通集团为满足现代化顾客的需求,选择转变商业模式以寻求发展。九州通从2012年转型B2B商业模式、2013-2014年转型O2O商业模式、直到2018年转型FBBC商业模式,通过魏朱六要素模型对商业模式转型进行具体分析得出,每次转型都具有其合理性和必要性,都以顾客需求为核心,以创造企业价值为目标进行转型。

#### (2) 九州通的财务战略为商业模式转型提供了支撑

总体上看,九州通财务战略的制定与商业模式转型的发展是相匹配的,是科学合理的。首先,为了抓住商业模式转型的机遇,尽快完成转型,企业投资战略采取了扩张性投资战略,以企业整体转型战略作为基础;其次,根据企业投资战略的目的、方向、范围以及规模制定企业筹资战略,企业采取了激进的筹资战略,目的是为了快速筹集实施所需的资金,九州通的财务风险相较转型之前有所降低;九州通在投资战略和筹资战略的基础上,为了确保有足够的资金投入,选择了适合企业商业模式转型的剩余股利利润分配战略,可以在保证资金投入的同时保障投入资金的利益相关者的利益,确保投资者对企业的经营充满信心,为企业未来经济利益的需求与发展奠定较好的基础。

### （3）九州通商业模式转型为企业带来较好的经济效益

随着九州通商业模式的转型，其经营状况也逐步得到改善，从相关的财务指标可以看出其逐渐趋于行业领先水平。因为在转型初期投入了较多的存货和长期资产，所以在转型期间其成本费用不断增加，但净利率的增长却不是很明显。在偿债方面，九州通实施的是扩张性投资战略，需要采取激进型的筹资战略与之匹配，公司的融资方式以短期借款为基础，与转型之前相比短期偿债能力有所下降，但是依然处于行业内的领先水平。在长期偿债能力方面，公司主要以公司债券的形式来筹集资金，同时资产负债率也比转型之前有所提高。根据财务战略矩阵分析得出，从2018年FBBC商业模式转型后，直至现在九州通处于坐标第一象限，其价值创造能力较强，资金处于短缺状态，这说明九州通之前对于线上业务的扩充以及线下门店的改造升级所做出的巨额投入，逐渐开始释放出收益，使得九州通的价值创造能力有所提升，这也意味着九州通商业模式转型的初见成效。这表明，企业转型的战略是与未来的发展趋势相一致的，已经逐步得到了市场的认可。

## 6.2 启示

### 6.2.1 财务战略的制定要符合商业模式转型的需求

企业商业模式转型是企业战略体系里的一部分，是公司战略层面上的一种转型，因此，企业在制定财务战略时必须与战略的实施和转型的需求相一致。通过对九州通案例进行分析得出结论，企业应从适合自身的转型需求出发，以扩张性投资战略为基础，对投资规模、方向、目的、范围进行合理安排来推动企业的转型，以多元化的筹资来迅速扩张投资战略市场的规模，再通过债务融资与权益融资相结合的战略，配合公司的投资战略。除此之外，为了实现快速转型，企业根据自身的扩张性投资战略和激进型筹资战略相匹配的剩余利润分配战略。在需要投资的时候，应该优先满足投资的需求，剩余的部分再进行股利分配政策。通过对九州通案例的分析来看，企业在充分考虑自身的内部因素及外部环境的前提下，结合转型的要求制定和实施相应的财务战略。

## 6.2.2 转型过程制定财务战略需要关注企业的经营业绩情况

财务战略的制定不是一成不变的,需要根据企业的整体经营情况适时的做出相应的调整。同时,管理者应注意因商业模式转型而带来的经济业绩的变化,进一步思考如何对这一变化做出适时性的应对及相应的战略调整。对于企业的经营来说,在对企业的转型战略执行实施时,既要通过提升管理水平和技术的创新来实现改善经营业绩的目的,还要对经营业绩和财务指标的变化趋势同时予以关注。当企业的风险指数超过一定水平时,企业应该对其给予足够的重视,主动积极的进行相应的分析和处理,避免由于风险管理不及时而造成的企业转型失败。

## 参考文献

- [1] Afuah, Tucci. Internet business models and strategies:Text and cases. Boston [M]. Mc Graw - Hill/Irwin, 2001: 32-33, 196-201.
- [2] Chesbrough H, Rosenbloom RS. The role of the business model in capturing value from innovation: evidence from Xerox Corporation's technology spin-off companies[J]. Industrial & Corporate Change, 2002, 11(3): 529-555.
- [3] Chandler A.Strategy and Structure:Chapters in the History of the Industrial Enterprise[J] Alfred Chandler,1962,5(1):19-33.
- [4] Chaikovskaya NV, Terentieva IV, Lukashova K A. 工业企业财务战略发展的方法和实践方面[C]//IOP 会议系列: 材料科学与工程.IOP 出版, 2019, 537(4): 042076.
- [5] David Allen.Strategic Financial Management in Practice[M].London:Financial Times Business Information,1991:15-27.
- [6] Dubosson-Torbay M, Osterwalder A, Pigneur Y. 电子商务模型设计、分类和测量[J]. 雷鸟国际商业评论,2002 年,44(1):5-23.
- [7] Hamel G.Learning the revolution[M]. Boston: Harvard Business School Press 2000: 5-45.
- [8] Henry Chesbrough,连青松.开放式创新的新经营之道[J].经理人,2005(07):54-56.
- [9] Linder M, Williander M. 循环商业模式创新: 内在不确定性[J]. 商业战略与环境, 2017, 26(2): 182-196.
- [10] Michael Morris. Minet Schindehutt E, Jeffrey Al Len. The entrepreneur's business model:Toward a unified perspective[J]. Journal of Business Research, 2003, 58(1): 726-735.
- [11] Paul Timmers. Business Models for Electronic Markets[J]. Electronic Markets,1998,8(2).
- [12] RuthBender,Keith,Ward.Corporate Financial Strategy[M].Butterworth: Heinemann,2002, 39-52.
- [13] Rodrigo Gamez Pitre, Carlos Robles-Julio, Geomar Molina-Bolivar. Financi

- al Strategies and Profitability in Real Estate Companies[J].Indian Journal of Science and Technology,2018,11(44).
- [14] Roger Clarke,Brent Wilsor.Financial Management[M],America:Richard D,Irwin Inc,1988.
- [15] Reena Kohli,Financing Strategies and Shareholder's Risk in Cross Border Acquisition in India[J],International Journal of Commerce and Management Vol,25,2015.
- [16] Raphael Amit,Lorenzo Massa,Christoph Zott.The Business Model: Recent Developments and Future Research[J].Journal of management,2011,37(4): 1019-1042.
- [17] Rappa M. Business models on the Web: managing the digital enterprise[J]. North Carolina State University, USA, 2000.
- [18] Timmers P.Business Models for Electronic Markets[J].Journal on Electronic Markets, 1998,8(2): 3-8.
- [19] Teece D.Business models,business strategy and innovation[J].Long Range Planning,2010,43(3):172-194.
- [20] 陈癸吟.财务战略和资本结构[J].中国集体经济,2019(21):119-120.
- [21] 郭泽光,戚海峰.财务战略的管理对象探析[J].财政研究,2002(07):52-54.
- [22] 何冰.大数据会计与财务信息相关性研究[J].会计之友,2017(07):130-133.
- [23] 加布里埃尔.哈瓦维尼,克劳德.维埃.《经理人员财务管理:创造价值的过程》北京[M].机械工业出版社, 2001: 23-60, 208-300.
- [24] 李蕾红,朱莎莎.企业财务战略制定新思路——基于生命周期嵌入式财务战略矩阵的分析[J].财会通讯,2013(05):63-65.
- [25] 罗珉.商业模式的理论框架述评[J].当代经济管理,2009,31(11):1-8.
- [26] 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.
- [27] 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.
- [28] 玛格丽塔,南.斯通. 什么是管理[M]. 王建民译,第 1 版,北京:中国青年出版社, 2013, 10-12.

- [29] 乔晗,张靖,郭盛,纪尚伯,刘兵.银行外部环境、商业模式与绩效间关系研究--基于国内 16 家上市商业银行的数据[J].管理评论,2017,29 (06):252-263.
- [30] 祁明德,解瑞,罗美娟,侯飞.基于定义分类视角的商业模式构成要素研究述评[J].科技创业月刊,2018,31(06):1-7.
- [31] 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.
- [32] 孙柯昕. 商业模式与财务战略的匹配研究[D].内蒙古大学,2018.
- [33] 汤谷良,张茹. 财务战略驱动企业盈利模式——美国苹果公司的轻资产运营模式案例研究[C].中国会计学会 2012 年学术年会论文集.[出版者不详],2012: 2178-2197.
- [34] 魏炜,胡勇,朱武祥.变革性高速成长公司的商业模式创新奇迹——一个多案例研究的发现[J].管理评论,2015,27(07):218-231.
- [35] 王琴.基于价值网络重构的企业商业模式创新[J].中国工业经济, 2011(01):79-88.
- [36] 王东升.商业模式、财务战略与企业价值[D].山西财经大学,2016.
- [37] 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.
- [38] 王炳成,闫晓飞,张士强,饶卫振,曾丽君.商业模式创新过程构建与机理:基于扎根理论的研究[J].管理评论,2020,32(06):127-137.
- [39] 王雪冬,董大海.商业模式的学科属性和定位问题探讨与未来研究展望[J].外国经济与管理,2012,34(03):2-9.
- [40] 王少海,胡晓娣.基于价值链演变视角的商业模式创新研究[J].商场现代化, 2009(10): 196-197.
- [41] 王全喜.MVA 财务战略矩阵在财务管理中的应用[J].现代财经-天津财经学院学报,2001(10):57-60.
- [42] 王伟光.现代战略管理[M].北京: 经济管理出版社, 2006:104~157.
- [43] 谢国珍.基于可持续发展的企业财务战略制定与实施[J].会计之友,2006(07): 83-85.
- [44] 向显湖,刘天.论表外无形资产:基于财务与战略相融合视角——兼析无形资产、无形资产与无形资本[J].会计研究,2014(04):3-9+95.
- [45] 夏云凤.商业模式创新与战略转型[M].北京:新华出版社, 2011: 24-25.

- [46]徐光华,沈弋.企业共生财务战略及其实现路径[J].会计研究,2011(02):52-58+96.
- [47]原磊.国外商业模式理论研究评介[J].外国经济与管理,2007:17-25.
- [48]姚文韵.财务战略矩阵应用研究[J].财会月刊,2006(35):5-6.
- [49]易碧归.CH公司财务战略案例研究[D].中国财政科学研究院,2019.
- [50]阎达五,陆正飞.论财务战略的相对独立性——兼论财务战略及财务战略管理的基本特征[J].会计研究,2000(09):2-6.
- [51]张洁,侯娜,刘雯雯.高管团队认知适应性如何推动商业模式创新?——三顿半和玛丽黛佳的双案例研究[J].管理案例研究与评论,2020,13(05):566-588.
- [52]郑春苗.基于财务矩阵对中兴通讯财务战略的分析[J].经营与管理,2020(09):19-23.
- [53]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.
- [54]张家婷,朱兆珍.商业模式与财务管理的逻辑关系分析[J].商业会计,2018(16):52-53.

## 后记

三年一瞬，聚散有时。行文至此，意味着我三年研究生生涯即将画上句号，这三年是我人生中最重要的一年，三年的结束也意味着我的学生时代也将告一段落。2020年秋，以不一样的身份再次走进兰财，感触颇多。这漫长而短暂的研途之旅让我有机会看到更为广阔的世界，接触到更多优秀的人，现在的一切我都倍感珍惜。感谢这一路走来一直帮助我、陪伴我、给我生命带来光亮的人！

首先我要衷心的感谢我的导师。初次见袁老师时，便从他身上感受到了渊博的学识和为人谦和的态度，三年接触下来，一直受到袁老师对我的指点和帮助，对我产生的影响不仅仅是在学术上要严谨谨慎，同时在为人处事方面也要谦虚处事。这三年得到了太多袁老师的帮助，在论文方面悉心引导我们实事求是，在生活上也给予我们极大的帮助，学生不才，承蒙厚爱才得以顺利完成毕业论文，袁老师以极大的耐心给我提出很多宝贵的意见和建议，在各个方面都给给予我极大地帮助，这一切我将铭记于心，我将带着这份感恩之心走向社会，回报社会。

“树高千尺不忘根深沃土”感谢我的父母。感谢你们对我不求回报的付出，尊重着我的每一个决定，让我始终有勇气去做自己想做的事，内心充满着能量。二十余年的养育之恩，不是一朝一夕，愿您们平安健康，永远开心，未来我将努力成为您们的依靠。

最后，感谢不算聪明但始终保持着乐观的自己以及生命中遇到的所有过客。