

企业生命周期视角下石药创新财务战略优化问题研究

杨帆, 夏新蕾

河北地质大学管理学院, 河北 石家庄

收稿日期: 2026年5月15日; 录用日期: 2026年6月16日; 发布日期: 2026年6月26日

摘要

在全球医药产业创新升级与国内“健康中国”战略推进背景下, 传统医药企业向创新药转型、挖掘二次成长动能已成为行业发展核心趋势。本文以石药创新(新诺威, 300765.SZ)为研究对象, 科伦药业作为对比案例, 基于企业生命周期理论与财务战略管理理论, 运用现金流量组合法、销售收入趋势法双维度判定企业生命周期, 结合2020~2025年财务数据与业务布局, 分析其筹资、投资、营运、利润分配四大财务战略实施现状。研究发现, 石药创新正处于成熟期向创新药二次成长期转型的特殊阶段, 当前存在筹资结构失衡、高度依赖关联方与短期负债, 资金使用低效、投入产出错配, 分红政策与生命周期严重脱节三大核心问题。并据此提出了优化建议, 期望能为国内传统药企向创新药转型的财务战略优化提供参考。

关键词

财务战略优化, 企业生命周期, 扩张战略, 石药创新

Research on the Optimization of Financial Strategy of Sinowell from the Perspective of Enterprise Life Cycle

Fan Yang, Xinlei Xia

School of Management, Hebei GEO University, Shijiazhuang Hebei

Received: May 15, 2026; accepted: June 16, 2026; published: June 26, 2026

Abstract

Against the backdrop of global innovation and upgrading in the pharmaceutical industry and the

advancement of China's Healthy China initiative, it has become a core industry trend for traditional pharmaceutical enterprises to transform into innovative drug developers and tap new growth drivers. Taking Sinowell as the research object and Kelun Pharmaceutical as a comparative case, this paper adopts the enterprise life cycle theory and financial strategic management theory. It identifies the enterprise life cycle from two perspectives via the cash flow portfolio method and sales revenue trend method. Combined with the financial data and business layouts from 2020 to 2025, this paper analyzes the current status of the enterprise's four major financial strategies: financing, investment, operation and profit distribution. The research reveals that Shiyao Innovation is in a transitional phase from the mature stage to a secondary growth stage driven by innovative drugs. Three major problems are identified: an imbalanced financing structure with heavy reliance on related parties and short-term liabilities, inefficient capital utilization and mismatched input-output performance, as well as a dividend policy severely out of line with the enterprise's life cycle. Corresponding optimization suggestions are put forward, aiming to provide references for the financial strategy improvement of domestic traditional pharmaceutical enterprises undergoing transformation toward innovative drug research and development.

Keywords

Financial Strategy Optimization, Corporate Life Cycle, Expansion Strategy, Sinowell

Copyright © 2026 by author(s) and Hans Publishers Inc.

This work is licensed under the Creative Commons Attribution International License (CC BY 4.0).

<http://creativecommons.org/licenses/by/4.0/>



Open Access

1. 研究背景

在全球医药产业格局重构、国内“健康中国”战略深入推进的双重背景下，医药行业正从政策依赖转向政策引导与市场驱动并重的成熟发展模式，生物经济已成为推动高质量发展的强劲动力，创新药、功能性保健食品等细分领域迎来新的发展机遇与挑战。随着我国人口老龄化程度持续加深，2025年末65岁及以上人口占比已达15.92%¹，消费者健康意识不断增强，对功能性原料及保健食品的需求稳步上升，同时全球ADC、mRNA疫苗等前沿赛道高速增长，国内创新药进入差异化竞争、全球化拓展的关键期，核心技术与优质管线成为企业核心竞争力。面对这类新挑战，石药创新这类传统的成熟期内的医药企业若不能抓紧市场创新机遇，就很可能被市场淘汰。但是在企业寻找第二增长曲线的过程中，尤其是跨界转型的同时还要兼顾原业务发展的情况下，如何科学优化财务战略布局，平衡短期风险与长期发展，不仅是企业自身发展的迫切需求，也是医药行业转型背景下值得深入研究的重要议题。

2. 相关概念及理论概述

2.1. 财务战略

财务战略是以企业总体战略为导向，通过优化配置财务资源实现资金均衡流动的战略管理方法，其核心在于增强企业财务竞争优势，关注焦点是企业资金流动。该战略具有全局性、长期性特征，涵盖筹资、投资、营运及分配等财务活动的整体谋划，按综合类型可分为扩张型、稳增型、防御型及收缩型四种。其实施需结合经济金融环境、组织结构及生命周期等因素，通过制定长期财务规划、优化资本结构、控制成本及管理现金流等方法维持资金流动与战略目标的协同性。具体策略包括融资渠道选择、风险评

¹数据来源中国信息报第7999期 <https://www.stats.gov.cn/zs/tjwh/tjkw/tjqk/zgxxb/202603/P020260302324455449803.pdf>。

估、投资方向筹划及股利分配方案设计, 注重资本配置效率与风险控制的平衡。

2.2. 基于生命周期的企业财务战略理论

在不同的企业生命周期下对应着不同的财务战略重点^[1]。处于初创期的企业经营规模小, 市场认可度低, 盈利能力弱, 此时企业的目标是生存。因此在融资战略上要优先选择权益融资, 投资上聚焦核心业务, 将有限资金投入到了产品研发、核心技术搭建和初始产能建设中。到了成长期, 此时的企业市场份额快速提升、营业收入高速增长, 盈利能力逐步改善, 因此财务战略重点聚焦“扩张优先、优化结构、平衡风险”, 在权益融资的基础上, 适度增加债务融资, 投资上要兼顾扩张速度和投资回报。成熟期的企业市场份额稳定、营业收入增速放缓, 盈利能力达到峰值且趋于稳定, 经营现金流充沛。这时就可以适度降低债务, 以稳健为核心, 同时实行高股利的分配政策。等到了成熟期, 企业的市场份额持续萎缩、营业收入下滑, 盈利能力下降甚至出现亏损, 企业的目标是控制亏损或有序退出, 将全面减少投资并偿还债务。

3. 石药创新财务战略实施现状

3.1. 公司简介

石药集团石药创新制药股份是石药集团旗下的核心 A 股上市平台, 股票代码为 300765.SZ, 简称: 新诺威石药创新。现如今已经形成了三大业务板块, 包括功能性原料、功能性食品和生物创新药。在功能性原料业务板块其是全球最大的化学合成咖啡因生产商, 客户覆盖可口可乐、百事、红牛等国际巨头。在功能性食品上以“果维康”维生素 C 系列为核心, 覆盖全国药店与商超渠道。在生物创新药方面通过控股巨石生物布局 ADC 药物、单抗、mRNA 疫苗三大前沿赛道, 拥有 SYS6010 (EGFR-ADC)、SYSA1801 (CLDN18.2-ADC)、带状疱疹 mRNA 疫苗等核心管线。具体发展历程见表 1。

Table 1. Development history

表 1. 发展历程

时间	历程
2006 年	公司成立, 主营咖啡因原料药生产与销售
2008 年	完成股份制改造
2016 年	收购河北果维康、中诺药业(泰州), 进入功能性食品领域
2019 年	在深交所创业板上市(300765)
2021~2022 年	收购石药圣雪, 获得阿卡波糖(降糖药)、无水葡萄糖业务, 完善原料药与大健康布局。
2023 年	9 月, 增资收购巨石生物 51% 股权, 正式切入创新药。 11 月, 更名为石药创新制药股份有限公司, 战略转向创新生物药
2024 年	完成巨石生物 51% 控股, 创新药业务并表
2025 年	收购巨石生物 29% 股权, 持股至 80%, 强化创新药控制权

数据来源: 整理自深交所披露公告

① 《关于现金增资石药集团巨石生物制药有限公司暨关联交易的公告》

https://vip.stock.finance.sina.com.cn/corp/view/vCB_AllBulletinDetail.php?id=9516373

② 《石药创新制药股份有限公司关于增资石药集团巨石生物制药有限公司完成工商变更登记的公告》

https://rdfile.dzh.com.cn/new/dzh/tb_gg/2024/1/3/248C904D104E26DA493FA84F86B6D525_9762531.pdf

③ 《石药创新制药股份有限公司关于收购控股子公司石药集团巨石生物制药有限公司部分少数股权交易进展暨完成工商变更登记的公告》 <https://static.cninfo.com.cn/finalpage/2025-11-06/1224789965.PDF>。

3.2. 生命周期判定

3.2.1. 现金流量表组合法

企业在不同的生命周期中,其经营活动、投资活动、筹资活动的资金流向与行为模式存在显著差异,这种差异会直接体现在三类现金流量净额的正负组合特征上,因此可以通过观察经营现金流(CFO)、投资现金流(CFI)、筹资现金流(CFF)的符号组合判断企业所处生命周期阶段[2]。因此以石药创新 2020~2025 年期间的现金流量数据为依据,具体查看表 2,可判断近期石药创新所处的生命周期。

Table 2. Condensed cash flow statement

表 2. 现金流量表简表

单位: 百万	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年
经营活动产生的现金流量净额	349.07	292.09	640.72	927.24	(1235.05)	(195.69)
投资活动产生的现金流量净额	346.17	(155.36)	311.88	(92.99)	(1291.44)	(338.51)
筹资活动产生的现金流量净额	(28.00)	(42.86)	(63.01)	365.21	(392.51)	424.19

数据来源: 整理自新浪财经中石药创新公开的财务报表数据

https://vip.stock.finance.sina.com.cn/corp/go.php/vFD_FinanceSummary/stockid/300765/displaytype/4.phtml?source=llb。

结合上文提到的生命周期判定划分依据,可得出下表。

Table 3. Enterprise life cycle identification table

表 3. 生命周期判定表

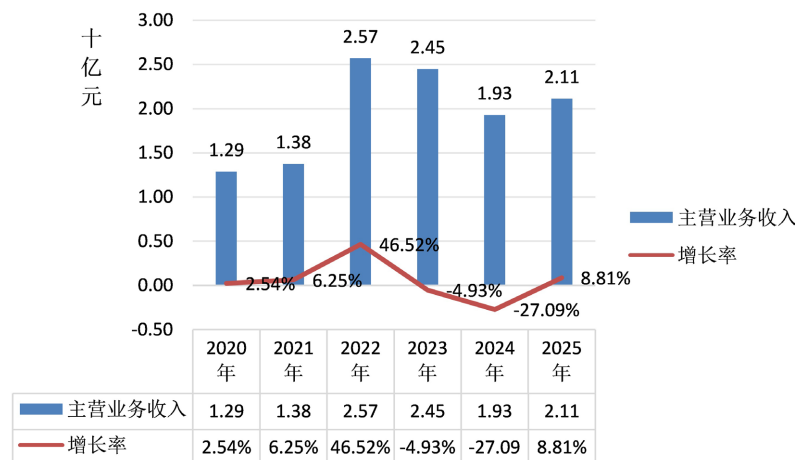
年份	经营活动产生的净额	投资活动产生的净额	筹资活动产生的净额	阶段
2020 年	+	+	-	成熟期
2021 年	+	-	-	成熟期
2022 年	+	+	-	成熟期
2023 年	+	-	+	成长期
2024 年	-	-	-	成长期
2025 年	-	-	+	初创期

由表 3 可知,2020~2022 年期间,石药创新凭借其成熟的功能性原材料业务,资金充足,盈利能力强,经营活动和投资活动都为正向。2023 年,石药创新借助并购的方式将业务扩展至创新生物药领域,投资活动产生的现金流量净额展现出负趋势。到了 2024 年,企业受到主营业务收入下滑、创新药领域高研发投入、并购并表等因素影响,经营现金流转为负数。具体表现为高投入、高消耗、资金承压的激进成长特征,呈现“-,-,-”的组合,是企业向创新药转型过程中成长阶段的特殊表现形式。2025 年,石药创新依旧保持低经营活动和投资活动净流量为负,依赖外部融资的状态,展现出“初创期”的特征。这说明石药创新进入了深度转型阶段,成熟期企业正在向第二次成长期转变,这一数据趋势是石药创新从传统原料药企业向创新药企业转型的阶段性体现。

3.2.2. 销售收入趋势法

根据图 1 内容,2020~2021 年期间,石药创新的增长率保持在 10%以内,这一表现与方法一得出的结论趋同,案例企业处于成熟期。2022 年石药创新的增长率突然提升至 46.52%,明显高于成熟期,但是

这一增长趋势其实是并购石药圣雪产生的,而非自己的能力增长。而 2023~2024 年期间处于负增长状态,这一数据表现也与上文提到阶段转型带来的现金流量趋势一致,到了 2025 年,增长又恢复到 8.81%,结合企业的发展历程,这一年石药创新经历着由战略驱动的二次成长转型。



数据来源: 整理自新浪财经中石药创新公开的财务报表数据

https://vip.stock.finance.sina.com.cn/corp/go.php/vFD_FinanceSummary/stockid/300765/displaytype/4.phtml?source=lr。

Figure 1. Revenue trend chart

图 1. 收入趋势图

综上所述,通过对石药创新的数据分析,两种方法结合来看,其正处于由战略驱动的从成熟期转向成长期的阶段转型期。

3.3. 财务战略现状分析

目前,生物制药行业的格局多变,ADC 赛道增长速度快,mRNA 疫苗赛道处于战略转型阶段,大部分企业开始借助多元化战略赢得竞争力。国内的创新药也进入到差异化竞争段,技术和管线成为行业壁垒。并且,石药创新之前一直依赖的功能性原材料和保健品行业也正在面临着同质化、监管严格等挑战。因此石药创新制定出“自主研发 + 战略创新 + 海外授权”的多元模式。短期聚焦于抗体药物、ADC、mRNA 疫苗等前沿疗法,长期布局生物制药前沿领域,持续深耕核心技术迭代,拓展创新疗法应用边界。与单纯的成长期企业不同,石药创新需要兼顾原业务的同时努力转型,兼顾第二增长曲线,让企业重新焕发活力。因此在财务战略上,石药创新的目标应采取稳健的财务战略,投资决策与企业的资金相匹配,避免过度投资,维持合理资产结构与负债比率,确保流动资产覆盖短期债务。同时还要储备充足的现金流来应对可能发生的投资失败带来的资金链断裂风险[3]。

为进一步了解石药创新的财务战略实施现状,下面分为筹资、投资、营运、利润分配这几个板块进行详细分析。

3.3.1. 筹资战略现状分析

根据石药创新披露的财务数据来看,具体可见表 4,其资产规模不断上升的同时负债也保持增长趋势。资产总计规模由 2020 年的 29.55 亿元持续增长至 2025 年的 62.76 亿元,六年累计增幅达 112.40%,整体保持扩张态势。而负债规模则在 2020 年到 2023 年之间一直保持较低的负债规模,但是到了 2024 年负债骤增至 15.26 亿元,2025 则年进一步飙升至 34.81 亿元。这一数据也与其采取的转型战略相吻合。

Table 4. Financing scale**表 4.** 筹资规模

单位: 亿	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年
资产总计	29.55	37.41	45.82	56.32	60.22	62.76
负债合计	2.68	4.44	6.40	5.45	15.26	34.81
所有者权益	26.89	32.98	39.44	50.87	44.96	27.95

数据来源: 整理自新浪财经中石药创新公开的财务报表数据

https://vip.stock.finance.sina.com.cn/corp/go.php/vFD_FinanceSummary/stockid/300765/displaytype/4.phtml?source=fzb。

从整理的表 5 筹资结构看, 石药创新的筹资频率并不高, 仅仅在 2023 年进行了大额权益性筹资。从整体来看, 公司长期缺乏债券融资, 银行信贷融资占比微乎其微, 权益融资也仅发生一次, 后期资金供给依靠控股股东石药集团的内部资金拆借。因此下文着重分析外部融资情况, 加之近些年债务融资占比大幅上升, 因此进一步分析债务结构。

Table 5. Financing structure**表 5.** 筹资结构

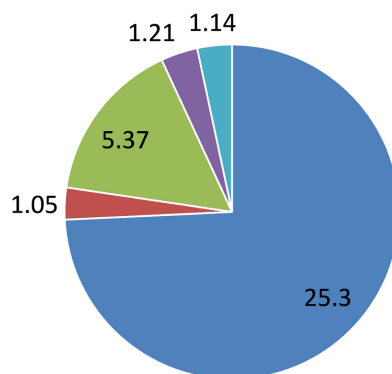
单位: 万	方式	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年
权益筹资	吸收投资收到的现金	0	0	0	48879	0	0
	取得借款收到的现金	0	0	2000	0	0	320
债务筹资	发行债券收到的现金	0	0	0	0	0	0
	其他	0	0	0	0	30000	55000

数据来源: 整理自新浪财经中石药创新公开的财务报表数据

https://vip.stock.finance.sina.com.cn/corp/go.php/vFD_FinanceSummary/stockid/300765/displaytype/4.phtml?source=llb。

金额 (亿元)

■ 经营性负债 ■ 金融负债 ■ 长期应付款 ■ 递延所得税负债 ■ 其他非流动负债



数据来源: 整理自新浪财经中石药创新公开的财务报表数据

https://vip.stock.finance.sina.com.cn/corp/go.php/vFD_FinanceSummary/stockid/300765/displaytype/4.phtml?source=fzb。

Figure 2. Debt financing structure**图 2.** 债务筹资结构

观察图 2 可清晰发现, 石药创新绝大多数为经营性负债, 其次为长期应付款。这些负债为无息负债, 能最大限度地减少石药创新的筹资成本, 偿还压力也远低于有息负债。但是值得注意的是, 若大量经营性应付款集中到期, 再加上石药创新自身经营现金流为负的情况, 就很可能造成资金兑付紧张。

3.3.2. 投资战略现状分析

根据表 6 整理内容, 2020~2025 年期间, 石药创新的投资活动产生的现金流量情况波动明显。2020 年流入最高, 约 29.60 亿元, 此后连续下降, 2023 年骤降至约 374.5 万元, 为六年最低。2024 年回升至约 4.62 亿元, 2025 年进一步增至约 20.39 亿元, 但仍未恢复至 2020 年水平。而现金流出也保持着先减少后增加的趋势。总体来看, 除 2020 年和 2022 年以外, 多数年份的投资现金净流出, 尤其是 2024 年投资支出远超收回投资所得, 因此企业需要重点关注其投资效率, 确保投资安全。

Table 6. Condensed cash flow statement from investing activities

表 6. 投资活动现金流量简表

单位: 万元	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年
投资活动现金流入小计	295995.82	140005.81	133592.81	374.52	46233.82	203887.50
投资活动现金流出小计	261379.25	155541.34	102405.00	9673.15	175377.73	237738.64
投资活动产生的现金流量净额	34616.57	(15535.53)	31187.81	(9298.63)	(129143.91)	(33851.14)

数据来源: 整理自新浪财经中石药创新公开的财务报表数据

https://vip.stock.finance.sina.com.cn/corp/go.php/vFD_FinanceSummary/stockid/300765/displaytype/4.phtml?source=llb。

再分析石药创新的对内投资结构, 详见表 7。固定资产一直处于高位, 虽然在这六年期间偶有下降, 但是近两年又恢复高位。而在建工程则与固定资产形成互补趋势, 这证明石药创新在 2020~2023 年期间完成了一轮固定资产投资后, 24~25 年又开始了新一轮的建设。

Table 7. Internal investment overview

表 7. 内部投资情况

报表日期	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年
在建工程	14.86%	23.52%	5.08%	4.40%	19.26%	19.90%
固定资产净额	54.97%	37.17%	70.62%	70.48%	63.56%	61.83%
无形资产	5.30%	4.21%	3.62%	3.40%	6.99%	6.39%

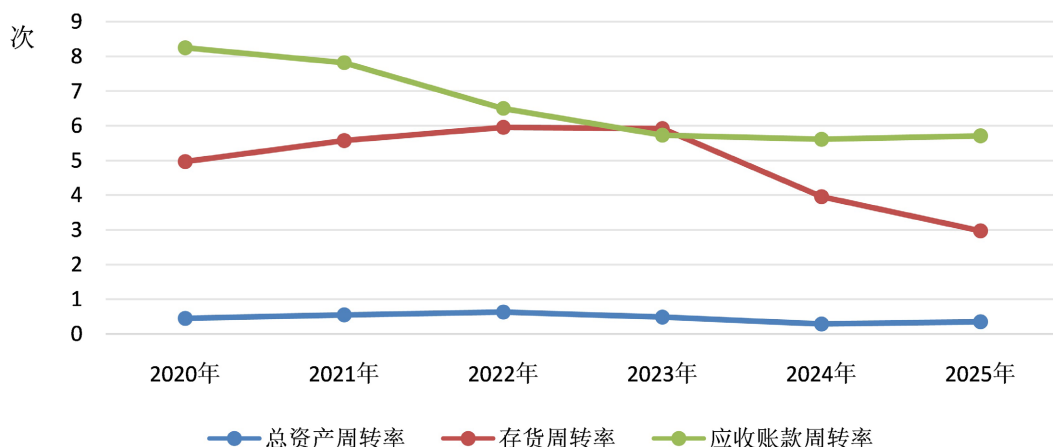
数据来源: 整理自新浪财经中石药创新公开的财务报表数据

https://vip.stock.finance.sina.com.cn/corp/go.php/vFD_FinanceSummary/stockid/300765/displaytype/4.phtml?source=fzb。

在对外投资上, 石药创新主要是从母公司处收购成熟的创新药企业, 在 2023 年开始加速实施此战略。包括分布收购巨石生物、收购石药百克、建立合资公司润石生物等, 绝大多数投资均为与控股股东石药集团的关联交易。

3.3.3. 营运战略现状分析

石药创新的生产端已经具备规模化产能, 实现了成本优势, 并且通过同步建设高端生物药专业化产能, 不断优化供应链全流程管控。在市场端, 石药创新专注于全球原材料客户渠道, 通过布局海外临床加快研发成果落地, 整体上围绕着研发创新、产能运营、供应链管理进行资源配置。因此结合石药创新的营运特点选取总资产周转率、存货周转率、应收账款周转率三个指标进行分析, 数据具体情况见图 3。



数据来源: 整理自新浪财经中石药创新公开的财务数据

https://vip.stock.finance.sina.com.cn/corp/go.php/vFD_FinancialGuideLine/stockid/300765/displaytype/4.phtml。

Figure 3. Operating indicators performance

图3. 营运指标情况

应收账款在 2020~2023 年持续下行, 2023 年触底后, 开始小幅度上升。说明石药创新前期回款节奏放缓, 后期资金回收能力逐步修复。存货周转率则呈现先升后降的趋势, 2022 年达到峰值后持续大幅下滑, 后续逐年走低。原因可能是石药创新布局生物制药新产线, 创新业务物料存货增加, 拉长了库存周转周期, 存货营运效率承压。总资产周转率长期偏低, 这个趋势也正对应公司战略转型中生物产能扩建、大额研发资金沉淀、总资产规模扩张, 整体资产创收与运营周转效率偏弱。

3.3.4. 利润分配战略现状分析

由表 8 我们可知, 从 2020 年到 2025 年, 石药创新的利润分配方案大致经历了 3 个阶段, 2020~2022 年期间的股利分配大致保持稳定, 股利支付率处于中等水平。到了 2023~2024 年期间, 股利支付率大幅提升, 尤其是在 2023 年度的净利润 7.56 亿元的情况下却派发了 3.74 亿元现金红利, 股利支付率跃升至 49.52%, 并推出每 10 股转增 2 股的送转方案。接着 2024 年净利润骤降至 5373 万元, 公司仍象征性派发 0.2 元/股, 但股利支付率已飙升至 51.85%, 这也侧面反映出石药创新的净利润已所剩无几, 直至 2025 年, 石药创新宣布不分配股利。

Table 8. Profit distribution status

表 8. 利润分配情况

年份	分配方案	现金分红总额(万元)	归母净利润(万元)	每股收益(元)	股利支付率(%)
2020 年	每 10 股派 1.0 元, 以资本公积金每 10 股转增 3 股	4200	29983	0.5490	14.01
2021 年	每 10 股派 1.5 元	8190	39322	0.6353	20.83
2022 年	每 10 股派 1.5 元, 以资本公积金每 10 股转增 8 股	9756	72627	0.6519	13.43
2023 年	每 10 股派 3.2 元, 以资本公积金每 10 股转增 2 股	37416	75555	0.3110	49.52
2024 年	每 10 股派 0.2 元	2785	5373	0.0384	51.85
2025 年	不分配、不转增	0	-24113	-0.1731	0.00

数据来源: 整理自新浪财经中石药创新公开的年报数据

https://vip.stock.finance.sina.com.cn/corp/go.php/vCB_Bulletin/stockid/300765/page_type/ndbg.phtml。

3.3.5. 对比企业财务战略分析

为了更加深入分析石药创新的财务战略情况, 选取科伦药业作为对比企业。两者均处于传统医药龙头向创新药二次成长转型的阶段。

Table 9. Key indicators of Kelun pharmaceutical

表 9. 科伦药业关键指标

报表日期	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年
资产负债率	56.22%	55.20%	50.50%	36.87%	28.35%	26.46%
总资产周转率 (次)	0.58	0.52	0.54	0.58	0.61	0.59
股利支付率(%)	54.26%	54.34%	52.65%	51.82%	27.25%	43.73%
研发费用	1527331209.00	1736587038.00	1795088422.00	1943570077.00	2170538644.00	2205212429.00

数据来源: 整理自新浪财经中科伦药业公开的年报数据

https://vip.stock.finance.sina.com.cn/corp/go.php/vCB_Bulletin/stockid/002422/page_type/ndbg.phtml。

从表 9 内容看, 科伦药业的财务战略要优于石药创新。一方面, 科伦药业持续降低资产负债率且融资渠道多元。根据披露的信息, 2020~2025 年期间, 科伦药业主要依赖借款进行筹资, 同时还有一部分通过子公司吸收少数股东投资来补充资金, 与此同时其传统业务盈利能力较好, 总资产周转率稳定, 能提供稳定的现金流, 这大大降低了短期偿债压力, 能满足长期研发的资金需求。另一方面, 科伦药业的利润分配也更加灵活。2024 年股利支付率下降也是出于公司所处战略阶段的资金储备和投入要求以及平衡股东短期和长期利益而制定的分红预案。综上, 石药创新与科伦药业对比发现, 石药创新的财务战略还需进一步优化。

4. 财务战略问题及动因分析

在分析石药创新的财务战略问题之前, 必须先分析其控股股东的影响, 如表 10 所示, 石药创新的股东制衡度常年处于高位, 尽管近几年一直在下降, 但是数值仍旧非常高。这说明中小企业无法牵制第一大股东, 从而导致“一言堂”。并且搜索石药创新的公开资料我们可以得知, 其在进行石药圣雪和巨石生物两大关键投入时均为与第一大股东——恩必普药业的关联收购。纵观核心收购业务, 石药创新没有对外市场化收购。并且在 2024 和 2025 年石药创新子公司巨石生物分别接受了恩必普药业的大额关联财务资助。可见其第一控股股东对其的影响之大。

Table 10. Shareholder checks and balances

表 10. 股东制衡度

年份	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年
股东制衡度	45.98	26.92	27.33	11.59	20.79	15.81

数据来源: 整理自新浪财经中石药创新公开的主要股东信息

https://vip.stock.finance.sina.com.cn/corp/go.php/vCI_StockHolder/stockid/300765/displaytype/30.phtml。

4.1. 筹资结构失衡, 高度依赖关联方与短期债务

石药创新想要开拓第二曲线, 研发、并购、产能建设都需要巨额资金, 但是其自身经营现金流在 2024 年和 2025 年期间连续为负, 没有足够的内源资金支撑。同时根据上文的分析我们可以得知, 企业为降低财务费用而过度依赖应付账款等经营性负债, 并且石药创新未搭建长期债务融资体系, 也没有结合创新

药长周期、高投入特征制定长期融资计划，仅在并购巨石生物等关键节点临时进行权益融资，无持续性融资安排，没有公司债、中期票据等长期融资工具，这无疑给企业带了巨大的风险。

并且石药创新的控股股东能够绝对主导，缺乏制衡，对公司拥有绝对控制权。这使得公司的所有重大决策，包括融资和关联交易，都倾向于服务控股股东的战略。即优先使用集团内部经营性往来资金，排斥市场化长期负债，导致负债结构单一、短期化。更重要的是，石药创新未建立起自主的资金管理与融资体系，财务决策依附集团。公司频繁以高溢价收购母公司的资产，例如 2022 年收购石药圣雪溢价率达 184.31%²，这导致现金大量流出。也正是这样，石药创新曾被市场质疑存在“母公司注入资产 - 上市公司溢价收购 - 资金回流母公司”的嫌疑。

4.2. 资金使用低效，投入产出错配

造成资金效率低，投入产出错配的原因有很多方面。其一，是管理层的决策问题。管理层重短期理财收益而轻实体产业投入，将闲置募资用于理财，忽视研发、产能等核心投入。让原本就不充足的资金更加捉襟见肘。与此同时，管理层也并未聚焦于核心管线，而是全面铺开多赛道研发，资金分散，无重点产出，导致投入规模大、转化效率低。加之功能性原料、保健品这些核心业务的收入下降，企业更加无法持续支撑高研发投入，但是 ADC、mRNA 疫苗等创新药研发、临床、获批周期长达 5~10 年³，这期间需要持续的高额投入，研发费用从 2022 年的 4.63 千万元飙升至 2025 年的 10.36 亿元。然而，高额的研发投入在短期内并未转化为相应的收入。2024 年，生物制药板块的收入仅约 8779.63 万元，在总营收中占比不足一成，形成了巨大的产出缺口⁴。

其二，是扩张过于激进。为布局生物药产能，固定资产、在建工程等大幅增加，总资产规模快速扩张，但营收未同步增长，因此固定资产周转率下降。与此同时，生物药新产线物料、研发物料储备增加，存货结构变化，周转周期大幅拉长，存货周转率也持续下降。并且在功能性原料、保健品业务市场竞争加剧的背景下，石药创新得回款节奏也逐渐变慢，应收账款周转能力弱化，更拉低了资金使用效率^[4]。

4.3. 分红节奏与盈利能力脱节

正如上文所说，石药创新处于二次成长期，需大量资金投入转型，但是在利润分配上却沿用成熟期高分红策略，财务战略不符合企业所处的生命周期，未结合转型期资金需求调整，这无形之中给企业带来了巨大的资金压力。比如 2023~2024 年石药创新得净利润大幅下降，管理层未能及时下调分红比例，仍维持高股利支付率，导致资金大量流出。从中我们可以推断，石药创新的分红决策不理性，没有建立“盈利 - 现金流 - 分红”的联动机制，单纯追求分红稳定，忽视了企业资金链安全与长期发展。原因依旧有控股股东绝对控股的因素。这种“亏损式”分红在市场看来实质是上市公司在资金紧张时，仍向控股股东进行大规模利益输送，是伤害中小股东的行为。

5. 优化建议

5.1. 优化融资结构，降低短期债务依赖

为构建协调的融资结构，石药创新应当搭建长周期多元化融资框架。结合创新药研发、并购、产能建设的长周期资金需求，拓展长期借款、债券等筹资渠道，启动定向增发、引入战略投资者等权益融资，

²数据来源：石药集团新诺威制药股份有限公司拟发行股份及支付现金购买资产并募集配套资金项目涉及的石药集团圣雪葡萄糖有限责任公司股东全部权益价值评估项目资产评估报告 https://vip.stock.finance.sina.com.cn/corp/view/vCB_AllBulletinDetail.php?stockid=300765&id=7669767&stockid=300765。

³数据来源：科志康医药《17 个 ADC 药物在中美欧日上市审评全景图》<https://www.kezhikang.com/newsinfo/7533922.html>。

⁴数据来源：石药创新年报数据。

替代一次性应急融资。例如发行可转换债券, 能减少还款压力, 成本低于债务工具, 并且立即不会稀释股权。以及借助中期票据发行灵活、规模大、资金用途宽松的特点满足资金需求的同时优化债务期限结构[5]。还可以设定经营性负债规模预警线来降低应付账款等短期无息负债占比, 逐步提升长期有息负债比例, 避免负债集中到期引发资金链断裂。建立负债期限匹配机制, 确保债务到期节奏与经营现金流、融资回款节奏协同。最重要的是要降低关联方依赖, 增加财务独立性。规范关联资金拆借行为, 逐步用市场化融资替代集团内部资金供给, 建立独立的资金管理与融资决策体系。

5.2. 严控投入节奏, 提升资金产出效率

针对资金使用效率低的问题, 石药创新应当建立科学的资源配置机制。目前, 石药创新在面对原业务收入下降的同时还面临着新业务投入大回报低的局面, 因此科学的资源配置十分重要。为了保证企业可持续经营, 可适当将资源向原业务转移。同时聚焦创新药物, 将资金、人力聚集于已有一定研发成果的 ADC 和 mRNA 疫苗等领域。同时要建立研发 - 产出的评估机制, 避免过度扩张导致资产闲置。

在企业内部方面, 完善存货管理制度, 降低研发物料、产能物料积压, 提升存货周转率。并且要收紧应收账款信用政策, 加强回款收缩, 改善应收账款周转效率[6]。同时, 将资金使用效率纳入管理层考核体系, 避免管理层因盲目追求个人绩效而忽略企业长久发展的发生。

5.3. 建立审慎分红机制, 平衡发展与回报

现阶段石药创新正处于创新转型关键的二次成长周期, 整体研发投入大、产业升级与业务扩张需求迫切, 因此石药创新应当严格执行低分红甚至零分红的阶段性利润分配策略, 将企业当期留存收益留在企业内部[7], 保证有限的资金能投入创新药研发管线布局 and 核心产能扩建升级, 产业链资源整合等战略转型的措施中, 为企业技术突破、业务迭代与长期价值增长筑牢根基。等到整体经营现金流持续净流入、盈利质量稳步提升后, 再循序渐进调整利润分配节奏与比例, 逐步恢复合理分红水平。通过分阶段、差异化的分红调整模式, 实现分红政策与企业生命周期、战略发展节奏的深度适配。同时还要注意经营活动现金净流量、归母净利润、研发投入、资产负债率等核心指标的变动趋势, 让利润分配机制实现分红比例随企业生命周期与资金需求自动调节。

除此之外要坚持以长期稳健经营与可持续高质量发展为目标, 借助财务大模型等新技术动态预测[8], 坚持企业的独立性, 拒绝单纯服务于控股股东短期套现、逐利的不合理分配行为, 从制度层面严格约束超额分红、异常分红等行为。通过流程规范化、决策透明化、监督常态化的多重举措, 平衡大股东与中小股东利益诉求, 维护资本市场公平秩序, 切实保护全体投资者尤其是中小股东的合法权益。

6. 结论

本文以石药创新为研究案例进行分析, 同时以科伦药业作为对比企业。研究发现, 石药创新正处于传统成熟期向创新药二次成长期转型的关键阶段, 受控股股东影响、转型资金需求激增、原有财务策略固化等因素影响, 公司存在筹资结构过度依赖关联方与短期经营性负债、资金投入分散且产出效率偏低、分红政策与生命周期严重错配三大突出问题, 不仅加剧了资金链压力, 也制约了创新药研发、产能建设与业务扩张的推进。

针对上述问题, 本文从优化融资结构、严控资金配置效率、构建审慎分红机制三大维度提出优化策略, 推行二次成长期低分红乃至零分红政策、搭建长周期多元化融资体系、聚焦核心创新管线与优质资产投资等措施。

本研究仍存在一定局限, 存在仅采用单案例研究使得结论的行业普适性不足, 研究数据周期较短未结合创新药长周期特性做长期动态追踪的问题, 后续将扩大研究样本以及延长研究周期进一步量化研究。

参考文献

- [1] 傅楠. 生命周期视角下比亚迪财务战略优化研究[D]: [硕士学位论文]. 汉中: 陕西理工大学, 2025.
- [2] 刘丽. 基于生命周期理论的 JBZ 企业财务战略优化研究[D]: [硕士学位论文]. 兰州: 兰州交通大学, 2025.
- [3] 王燕. 企业不同发展周期的财务战略分析[J]. 上海企业, 2026(5): 299-301.
- [4] 郭婧, 张新民. 财务战略激进与企业债务违约[J]. 管理科学, 2023, 36(4):88-104.
- [5] 周致君. 基于财务战略矩阵的老百姓大药房财务战略优化研究[D]: [硕士学位论文]. 兰州: 兰州财经大学, 2025.
- [6] 赵莉. 江中药业财务竞争力评价及提升对策研究[D]: [硕士学位论文]. 大庆: 东北石油大学, 2025.
- [7] 孙慧姝. 益生股份财务战略绩效评价研究[D]: [硕士学位论文]. 大庆: 黑龙江八一农垦大学, 2025.
- [8] 黄健. 九州通医药公司数字化转型下的财务战略优化研究[D]: [硕士学位论文]. 武汉: 武汉工程大学, 2025.