



**RESEARCH ON THE MOTIVATION AND PERFORMANCE OF
CHINA RESOURCES PHARMACEUTICAL M&A**

BY

DEZHEN PAN

A THESIS SUBMITTED IN PARTIAL FULFILLMENT

OF THE REQUIREMENTS FOR

THE DEGREE OF MASTER OF BUSINESS ADMINISTRATION

INTERNATIONAL CHINESE COLLEGE

GRADUATE SCHOOL, RANGSIT UNIVERSITY

ACADEMIC YEAR 2023



华润医药连续并购动因及绩效研究



此论文为申请中国国际学院
工商管理专业研究生学历
之学术毕业论文

兰实大学研究生院

公历 2023 学年

Thesis entitled

**RESEARCH ON THE MOTIVATION AND PERFORMANCE OF CHINA
RESOURCES PHARMACEUTICAL M&A**

by
DEZHEN PAN

was submitted in partial fulfillment of the requirements
for the degree of Master of Business Administration

Rangsit University
Academic Year 2023

Asst. Prof. Chen Ao, Ph.D.
Examination Committee Chairperson

Jiang Haiyue, Ph.D.
Member

Assoc. Prof. Yang Liu, Ph.D.
Member and Advisor

Approved by Graduate School

(Asst. Prof. Plt. Off. Vanee Sooksatra, D.Eng.)
Dean of Graduate School
October 18, 2023

致谢

笔落终章，回顾过程，总会有想着一路行来遇见的人和事，致谢一书虽在文首，但却是最后落笔，终始遥望，初心不改。

首先，是我最想感谢的研究生阶段导师——杨柳教授，在她专业博学的课业指导下才有这篇数万字的毕业论文，在她辛勤照顾的培养下才有我学习生活中的长足进步，一次一次的耐心回复和及时审阅，才让我在研究生阶段的求学中顺利走到这一步，由衷而发：恩师辛苦！而后，要感谢研究生阶段予以授课的全部课程老师，感谢广西财经学院与泰国兰实大学此次联合培养项目，有幸成为本项目第一届学生，助我完成了硕士研究生的梦想。感谢同班莫松运等十三位同学，一路走来，互相扶持，开辟新路，四个学期的同窗攻读，一年的异乡陪伴，我们情谊永在！再后，是要感谢我劳碌的父母，没有你们坚定的鼓励和支持，我很难相信自己会有现在这样的一点点成就，站在你们的肩膀上我才看到更大的世界，爸妈辛苦了！感谢我的所有家人朋友，你们温暖的包围着我，我知道无论此行走多远，是你们无时无刻的在告诉我，永远会有一盏灯为我而留，谢谢你们！

最后，要感谢自己，此行艰难，内心没有一次想过放弃，因为我知道选择做自己不擅长的事情，当然会经历崎岖。努力告诉自己，可以焦虑内耗又或是自我否定，要在正确的道路上一直前行，可以慢但驰而不息！

感谢国家，生在红旗下，长在春风里，吾辈有幸！

潘德镇
研究生

6407707 : Dezhen Pan
 Thesis Title : Research on the Motivation and Performance of China
 Resources Pharmaceutical M&A
 Program : Master of Business Administration
 Thesis Advisor : Assoc. Prof. Yang Liu, Ph.D.

Abstract

The pharmaceutical industry plays a crucial role in China's national economy. China's domestic pharmaceutical market is huge and has great development potential. However, at present, the scale and development level of Chinese pharmaceutical enterprises are uneven, and their international competitiveness is weak. In this paper, China Resources Medicine is selected as the research sample, with a specific focus on analyzing continuous mergers and acquisitions initiated by China Resources Medicine during 2016-2021. It is concluded that pharmaceutical enterprises need to allocate resources reasonably and utilize synergistic effect to give full play to their advantages. The identification of risks and deep exploration of potential should be carried out simultaneously, and the blind integration of the industrial chain should be avoided, so as to provide effective reference value for China Resources Pharmaceutical and other related pharmaceutical enterprises in the future development and merger and acquisition activities.

(Total 74 pages)

Keywords : Pharmaceutical Industry, Continuous Mergers And Acquisitions,
 M&A performance, Synergies, China Resources Pharmaceutical

Student's Signature.....Thesis Advisor's Signature.....

6407707 : 潘德镇
论文题目 : 华润医药连续并购动因及绩效研究
专业 : 工商管理
论文导师 : 杨柳副教授

摘要

医药行业是中国国民经济的重要组成部分，中国国内的医药市场规模庞大且极具发展潜力，但目前中国的医药企业规模与发展水平参差不齐，且国际竞争力较弱，而发起并购扩张并且形成连续并购行为成为了中国医药企业寻求发展的重要战略手段。本文将选取华润医药作为文章研究样本，以 2016-2021 期间华润医药发起的连续并购事件作为研究对象。得出医药企业需要将资源合理分配，利用协同效应发挥企业优势；识别风险与深挖潜力同步进行，避免产业链盲目整合等两个对策建议，以此期望为华润医药及其他相关医药企业在今后的发展和并购活动中提供有效参考价值。

(共 74 页)

关键词：医药行业、连续并购、并购绩效、协同效应、华润医药

学生签字.....指导老师签字.....

目录

	页
致谢	i
Abstract	ii
摘要	iii
目录	iv
表目录	vi
图目录	vii
第 1 章	
绪论	1
1.1 研究背景	1
1.2 研究意义	2
1.3 文献综述	3
1.4 研究内容与方法	9
1.5 研究创新	12
1.6 理论贡献	13
第 2 章	
相关概念及理论基础	14
2.1 相关概念	14
2.2 理论基础	16
2.3 并购绩效评价方法	19
2.4 连续并购对企业并购动因及绩效研究机理	21
第 3 章	
医药行业并购现状	23

目录（续）

	页
3.1 并购背景	23
3.2 医药行业主要并购动因	27
3.3 医药行业并购特征	29
第 4 章 案例介绍与连续并购动因分析	33
4.1 华润医药概况	33
4.2 华润医药连续并购前基本情况以及并购动因	33
4.3 华润医药并购事件分析	36
第 5 章 华润医药连续并购绩效评价分析	40
5.1 市场价值分析	40
5.2 财务绩效指标分析	43
5.3 非财务绩效指标分析	58
第 6 章 研究结论与启示	65
6.1 研究结论	65
6.2 对策建议	67
6.3 研究不足与展望	68
参考文献	70
个人简介	74

表目录

表		页
表 4.1	华润医药 2016-2021 年连续并购事件交易情况表	37
表 4.2	华润医药连续并购特征汇总表	39
表 5.1	并购事件累计超额收益率计算结果	42
表 5.2	财务指标评价体系表	44
表 5.3	华润医药 2016 年-2022 年盈利能力指标表	45
表 5.4	华润医药 2016 年-2022 年成长能力指标表	47
表 5.5	华润医药 2016 年-2022 年营运能力指标表	48
表 5.6	华润医药 2016 年-2022 年偿债能力指标表	50
表 5.7	华润医药 2016-2022 年财务能力数据矩阵表	53
表 5.8	华润医药 2016-2022 年财务指标标准化矩阵表	54
表 5.9	华润医药 2016-2022 年财务指标平移矩阵表	55
表 5.10	财务指标比重数据矩阵表	56
表 5.11	熵权评价结果表	56
表 5.12	华润医药 2016-2022 年财务指标综合得分表	57
表 5.13	华润医药 2016-2022 年市场占有率统计表	59
表 5.14	华润医药 2016-2022 年商誉情况表	64

图目录

图		页
图 1.1	研究思路图	11
图 2.1	本文理论分析框架	22
图 4.1	华润医药连续并购前后主营业务营收占比分布图	34
图 5.1	华润医药 2016-2022 年盈利能力指标趋势图	46
图 5.2	华润医药 2016-2022 年成长能力指标趋势图	47
图 5.3	华润医药 2016-2022 年营运能力指标趋势图	49
图 5.4	华润医药 2016-2022 年偿债能力指标趋势图	50
图 5.5	华润医药连续并购后（2021 年）主营业务营收分布图	62
图 5.6	华润医药 2016-2022 年营业财务图	62



第 1 章

绪论

1.1 研究背景

医疗行业作为国家社会保障体系的重要组成部分，直接影响着人民的健康和
生活质量。在中国，医疗行业一直扮演着国家经济发展和社会福祉的重要角
色。随着中国社会老龄化进程的不断加速，医疗消费需求呈现出爆发性增长，
使得医药健康市场蓬勃发展，同时也为医疗行业的创新和转型提供了机遇。然
而，医疗行业也面临着诸多挑战，如医疗资源分配不均、医保体系不完善、药
品价格波动等问题，这些问题直接影响了行业的健康发展。

中国医药政策背景：近年来，中国政府积极推动医疗改革，旨在优化医疗
资源配置，提高医疗服务质量，降低医药费用负担。一系列政策举措如“健康
中国 2030”规划、药品审批制度改革、医保支付方式创新等，为医疗行业的转
型升级提供了政策支持和指引。同时，药品采购“两票制”等政策的实施也在
一定程度上促进了医药市场的整合与规范，但也对药企利润造成了压制。

并购在医药行业中的重要性：在市场竞争日益激烈的环境下，企业通过并
购来实现资源整合、技术共享、市场拓展等战略目标变得尤为重要。特别是在
医药行业，不仅需要应对市场竞争，还要满足药品审批、质量标准等多重要求，
这使得企业单打独斗的难度增加。因此，通过并购，企业可以整合各方资源，
实现规模优势，提升创新能力，适应市场快速变化。

华润医药的连续并购案例：华润医药作为中国医药行业的重要参与者，在

面对行业挑战和机遇时，选择了连续并购的战略路径。从收购上市平台到子公司，华润医药的连续并购行为展现出其追求卓越、实现跨足多领域的雄心壮志。这一系列并购案例对于中国医药行业的其他企业来说，不仅是有价值的经验借鉴，同时也为行业的未来发展提供了新的思路和创新方向。

综上所述，医药行业的发展在中国国家战略中具有重要地位，政策环境的变革和市场需求的变化为医疗行业的创新和转型提供了机遇。通过并购实现资源整合、创新能力提升等已成为众多医药企业的选择，华润医药的连续并购案例为行业提供了成功的范本，也为其他企业提供了有益的经验 and 启示。未来，中国医药行业在政策引领和市场推动下，有望迎来更广阔的发展空间。

1.2 研究意义

随着并购活动的蓬勃展开，它所触及的领域日益广泛，成为社会各界热议的焦点议题。通过并购，企业能够扩大其规模、降低成本、提升市场份额，实现多元化的发展，最终达到优化组织结构和资源配置的目标。与此同时，中国的医疗领域一直在持续改革中，特别是国有医疗企业作为该领域的主要参与者，在这个过程中既面临挑战，又蕴含机遇。连续并购作为当前实现企业迅速扩展的主要途径之一，在这一过程中，国有医疗企业寻求着应对挑战、追求机遇的策略，以实现企业战略目标和全局布局。许多企业正借助连续并购来实现业务转型，追求更大的发展。

1.2.1 理论意义

在学术界，对于企业并购的驱动因素以及并购绩效已经积累了丰富的研究成果，而对于连续并购行为的关注逐渐加强。近年来，中外学者开始逐渐关注并购重组市场频繁的活动，并对企业并购事件展开了一系列相关的研究工作。然而，当前学术界的研究更多的是将企业连续并购事件进行单独剖析，关注点

更多的在于分析某个独立并购活动对绩效的影响效果。但是，随着资本市场中并购活动的持续增加，企业追求转型或是升级时，并购已不再是单一发生的行为，而是一个涉及全局层面战略考虑的连贯行动，形成一系列连续并购活动。在这样的背景下，本文旨在通过对华润医药的连续并购行为展开深入研究，重点关注其连续并购的动因和绩效表现。这不仅为其他企业在产业并购中提供了有价值的参考和借鉴经验，同时也丰富了产业并购领域的研究素材，具有显著的理论意义。

1.2.2 现实意义

在中国的并购重组市场中，医药企业扮演着重要的角色，其广泛的参与使得对医药企业并购事件的研究具备实际应用的价值。在经历过全球后新冠疫情事件后，中国大部分综合医药企业正置身于转型升级的关键时期，因此本文针对医药企业连续并购绩效的相关学术研究一定程度上有助于企业探索提升并购成功率的方法，其次够医药企业为改善内部治理结构和战略布局调整提供有益的指导，以此推动中国医药企业及行业的发展。

本文的研究针对华润医药的连续并购动因和绩效进行，不仅为企业未来的并购活动提供优化建议，也可以为相关企业的整体发展提供新思路。本文有关研究结果力求为中国国内医药行业其他企业提供宝贵的经验，尤其是在连续并购方面的实践经验和借鉴。此外，本文还涉及并购重组的研究，对中国政府和监管部门来说，提供了从新角度了解医药行业并购活动的途径。通过政府和监管部门的引导与监督，医药行业的良好发展得以实现，这也具备现实的意义。

总而言之，医药企业在并购领域的活跃参与为其连续并购绩效的研究提供了深刻的实践背景。此研究不仅对于企业提升并购绩效具备积极意义，同时也对医药行业的发展以及中国的监管政策制定有着积极的影响。

1.3 文献综述

1.3.1 关于企业连续并购定义的研究

当前国际学术界对于连续并购的界定主要集中在并购交易的时间跨度和次数，用以判断何种情况应被归类为连续并购。一派研究者对于并购交易的时间跨度和次数设定较为严格，一般要求企业在 3 至 5 年内进行不少于 3 至 5 次的并购活动，方才可被称作是连续并购。以 Park（2007）为例，他将企业在 3 年内发起 5 宗以上并购的情形定位为连续并购公司；而 James 和 Mark（2011）则在研究连续并购时，以 1990 年至 2002 年这 12 年内发生了 5 次及以上并购的企业作为研究对象；另外，Pawel 和 Andrew（2022）将连续并购定义为在 3 年内发生不少于 5 次并购的企业。然而，另一派学者对于连续并购的划定则更为宽松，认为只要企业进行了 1 次以上的并购，即可视为连续并购行为。这种立场认为企业的连贯并购行为不必受到过多的时间和次数限制。

中国有关连续并购活动的相关研究比较少，孙烨和侯力赫（2022）研究上市公司连续并购时，将连续并购的界定设置为 3 年内有 2 次或 2 次以上的并购活动发生。学者周来云（2023）在有关连续并购绩效的研究中，将 3 年时间内有 3 次或 3 次以上的并购行为，即可认定企业有连续并购活动。

总体而言，国际学术界对于连续并购的界定在时间跨度和次数上存在不同的看法。这一问题的界定在一定程度上影响着对企业并购战略和绩效的研究。

1.3.2 关于企业并购动因的研究

1) 关于企业单次并购动因的研究

在企业并购动因的研究方面，中国尚属短时间内的相对新兴领域。由于中

国与西方国家在宏观经济环境、并购目标、市场化水平和投资者成熟度等方面存在显著差异（余瑜和王建琼，2015），因此中国的并购动因理论内容也具有独特之处。张志芳（2020）通过对中国近五年具有代表性的并购事件及其动因的观察研究，提出了中国上市公司并购动因主要是为实现企业制定的实行多元化战略等。

这种情况下，对企业并购动因的研究在国际学术界呈现出多元的角度和层面，而在中国的情境下，其独特性和特定环境对并购动因的影响也变得显著。

2) 关于企业连续并购动因的研究

英国学者 Harford（2004）从可持续发展的角度首先探究连续并购行为的驱使缘由，认为如果在大环境不利于企业发展的情况下，企业原有的产业处于没落阶段，那么企业就需要面临转型升级，此时，急于改革的企业唯有进行连续并购寻找出路。随着连续并购研究的深入，国外学者基于协同理论、嫉妒假说等理论从提升利润空间、提升市场竞争、公司治理等方面分析了连续并购的动因。Issah（2021）以杜邦分析法研究连续并购案例，结合协同效应理论，在发展中的企业连续并购行为实施动因来自于企业期望市场份额的提升，追求获取更高利润。Mary（2013）以日本汽车行业连续并购为研究案例，结合汽车行业市场发展迅速的背景，得出市场趋于饱和会促进连续并购行为寻求新的企业发展。John（2016）基于嫉妒假说理论得出了企业的实际收益与市场规模、企业规模、并购价值等五个方面是连续并购的动因，同时从公司治理的角度论证了提高高管薪酬是实施连续并购的动因之一。

中国学者大多认为连续并购动因主要包括自身发展因素、管理者因素、政府干预因素（杨继平，2015）。自身发展因素主要是涉及企业发展自身、扩大规模、提高科技能力等等，如孙华鹏（2014）通过对制造企业连续并购的动因分

析，总结出并购动因主要由以下几点所构成：第一为推动品牌国际化，第二为扩大企业规模，第三为掌握新型核心技术，曾浩（2016）结合 21 世纪后并连续并购热潮的相关文献研究得出启发：我国近几年来多数企业都通过寻求并购发展，例如获取自然资源、先进技术、拓展国际品牌等等。目前学术界针对连续并购动因的相关研究结论尚未统一，影响因素参考范围较大，企业连续并购行为的动因需要结合实情况具体分析。

从管理者角度来看，管理层追求企业更快更好的发展与企业获取更多利润而做出影响企业并购的行为，刘敏和祖建新（2022）认为企业开展连续并购行为是顺应时代发展的产物，借助国家政策促进自家企业进一步壮大，能使公司核心竞争力得到提高，在并购过程中也可以锻炼管理者的综合管理能力。

从政府干预因素角度来看，经济政策与市场经济发展规律对并购行为产生一些影响。学者潘文泳（2023）认为经济政策的干涉可以有效控制并购交易数量的增减。芦苗（2022）通过对有关经济政策不确定性对上市公司并购对影响研究发现，频繁变动的经济政策和非连续性的不稳定政策会使得企业面对的生存环境变得复杂，从而对企业并购行为产生一定不利影响。肖振宇（2021）在关于经济政策对企业并购绩效影响的分析研究，得出：当政府经济政策不确定性越高时，企业进行并购的绩效会越好的结论。有关经济政策对企业连续并购行为影响对研究尚有一定空缺，而总结经济政策不确定性对企业并购行为对影响对研究，可以看到大部分学者认为经济政策不确定性对企业并购行为的影响较为正向。

1.3.3 关于企业连续并购对财务绩效影响的研究

1) 关于企业连续并购财务绩效的研究

在研究企业连续并购对财务绩效的影响时，学者们普遍认识到这种影响并

不一定持续正向。不同企业的经营发展情况会导致连续并购对财务绩效的影响呈现出多样性，可能呈现正向效应，也可能出现负向影响。

在正向影响方面，一些学者通过事件研究法聚焦于连续并购对企业短期财务绩效的影响。Tomas（2018）研究发现，在连续并购中，当市场股价持续低于52周最高价时，连续并购方可获得巨大的公告期回报，从而提升短期财务绩效。夏扬（2018）的研究针对民营企业连续并购绩效，发现其研究对象在历次并购中的短期绩效表现良好，这表明连续并购对短期绩效产生积极影响。同时，其他学者采用传统财务指标法，研究连续并购对企业长期财务绩效的影响。例如，Yinag（2020）的研究发现，在零售行业的连续并购期间，集中股权和稳定的长期负债率能够有效促进企业后续的长期财务绩效。李森（2015）以中国复星医药为研究对象，通过传统指标评价法与其他方法相结合，得出连续并购对长期绩效产生积极影响的结论。门久久（2016）以华电国际公司为例，认为连续并购对财务绩效的影响是积极的，尤其是在股东财富方面呈现明显提升。刘娇娆（2023）在研究制造业民企的连续并购中发现，连续并购有助于企业成功完成产业转型升级，因此其财务绩效表现积极。

然而，在负向影响方面，一些学者认为连续并购并未必能为企业财务表现带来正面改善，甚至可能破坏原有的财务资金链，进而使企业财务状况恶化（Yoko, 2018）。中国学者陈瑜（2009）通过对比分析中国2002-2006年上市公司837起并购事件以及3年内超过3起并购的50家企业后，得出并购频率越高，长期绩效趋于下降的结论。章玉（2017）对中国医药行业的某企业连续并购行为进行研究，与同行业其他公司对比后发现，该企业的连续并购并未对其财务绩效产生积极影响，他认为其中原因在于连续并购后企业资源整合效果不佳。

2) 有关连续并购财务绩效衡量方面

当前学术界对于衡量企业连续并购财务绩效的研究方法较多，其中包括事件研究法（张斯琪，2018；钱红光，2021）、财务指标分析法（张国富，2021）、

经济增加值法（王妍妍，2020）以及经济附加值法（王敬西，2022）等。然而，在实际研究中，学者往往采用多种方法相结合的方式。例如，王东（2022）采用事件研究法与财务指标分析法相结合，对亿帆医药的连续并购行为进行了财务绩效评价。需要注意的是，不同财务指标的选择和分析方法可能导致对企业连续并购绩效评价的结果产生差异，同一个研究对象在不同研究框架下可能呈现不同的效应（Stuki，2012）。

1.3.4 关于企业连续并购对非财务绩效影响的研究

经过查阅文献研究发现，目前学术界对连续并购非财务绩效的研究成果较少，一般采用非财务指标分析连续并购的非财务绩效，如申请专利数（Andrea 和 Giovanna，2013）、人文与社会环境（Vincent Valk，2017）等。一般研究认为连续并购对非财务绩效有较为积极的影响（Shane，2019）。

近年来，中国学者对连续并购的非财务绩效的关注度逐渐增加。孙忠娟与谢伟（2011）关注了连续并购与企业核心能力、整合能力等方面的关系。翟育明（2013）关注了自身技术链提升这一非财务绩效表现，并可肯定了连续并购对促进自身产业升级的积极影响。学者李敏财和卢坪鑫（2022）在针对连续并购中学习效应的研究中认为连续并购行为会对企业的组织稳定性以及商誉信用保持有一定影响，建议企业应当根据自身实际情况决定并购间隔时间。也有部分学者从商誉减值的角度否定了连续并购对非财务绩效的影响（吴丽芳，2023）。

1.3.5 文献述评

本文通过文献整理发现，而有关连续并购动因的分析研究尚有一定发展空间。此现象的原因有以下三点：第一，学术界对待企业在一定时间内发起并购活动次数有关连续并购的界定区间不同；第二，学术界对连续并购动因的分析

角度不同，研究者们的考量标准并不统一，对企业连续并购的研究主要针对企业内部发展需求的分析，但是企业连续并购动因有外部影响因素较为复杂，且根据具体情况进行具体研究；第三，企业并购绩效的研究较多，且主要关注的是企业连续并购行为带来的长期绩效与短期绩效表现，但是针对企业连续并购动因的分析还未形成统一研究体系，且根据研究对象的行业不同、发展方向不同研究结果具有较大差异，连续并购动因研究在当下的发展前景较大。

现有研究对连续并购绩效的评价方法主要分为财务绩效指标评价法和非财务绩效指标评价法。财务绩效的衡量方法有事件分析法，协同效应分析，杜邦分析法等相关研究方法。非财务绩效指标方面主要通过研究企业连续并购前后的市场份额、行业集中率，产业结构分析，商业信誉等，但没有形成具体且统一的衡量标准，不同学者会针对连续并购的实际情况结合适当研究方法对连续并购绩效展开研究。

资本市场并购活动的愈发频繁，企业并购不再是单一或偶然的，而应具有一定连续性，为达到发展目的或满足发展需求，从全局考量后制定的企业战略行为。本文以具备连续并购界定标准的企业为案例，通过“连续并购事件—连续并购动因—并购绩效评价”的研究逻辑，并在连续并购绩效方面分别对研究对象的财务指标及非财务指标进行分析，使用事件研究法与财务指标分析法分析华润医药连续并购对其带来的长短期绩效影响，希望为后续企业在开展连续并购活动时提供借鉴与参考价值。

1.4 研究内容与方法

1.4.1 研究内容

1) 第1章: 绪论，从研究背景出发，分别阐明研究意义、研究方法与内容、提出创新点与文章不足，整理相关文献，针对不同研究进行归纳整理并总结；

2) 第 2 章：说明相关概念以及理论界定，连续并购以及连续并购动因的说明，本文所用到的研究方法和理论基础；

3) 第 3 章：有关中国医药行业并购现状解析，介绍中国医药行业并购背景、有关并购动因和一系列并购特点，以此为下文说明华润医药连续并购案例作背景铺垫；

4) 第 4 章：华润医药的相关介绍，涉及华润医药历次并购事件的具体情况，华润医药自 2016 年于香港上市后，截止至 2021 年，相继收购圣火药业、海南中化、吉林三九金康复有限公司、博雅生物、奥诺（中国）制药等上市平台及华润江中、湖南湘中制药、中国医药研究开发中心等子公司。选题对华润医药一系列的并购进行研究对于国内医疗行业今后的并购重组具有一定的理论与现实意义。分析华润医药在个次并购中显现出的特点华润医药历次并购事件对其自身的绩效影响华以及在个次并购中显现出的特点；

5) 第 5 章：以华润医药连续并购作为案例研究基础，针对其连续并购前后市场价值分析、财务指标表现、非财务指标表现等三个方面进行研究。将采用事件研究法对华润医药连续并购期间各并购事件的市场价值进行短期绩效分析，使用熵权评价法对华润医药连续期间对财务绩效指标进行评价研究，以商业信誉与规模经济效应等角度对华润医药连续并购的非财务绩效指标进行研究分析；

6) 第 6 章：依据前文有关的研究结果，对华润医药连续并购事件的动因与绩效研究作出结合分析，并提出有关提升医药行业的连续并购绩效，降低投资风险的对策。最后总结全文的研究不足与后续研究展望

1.4.2 研究思路图

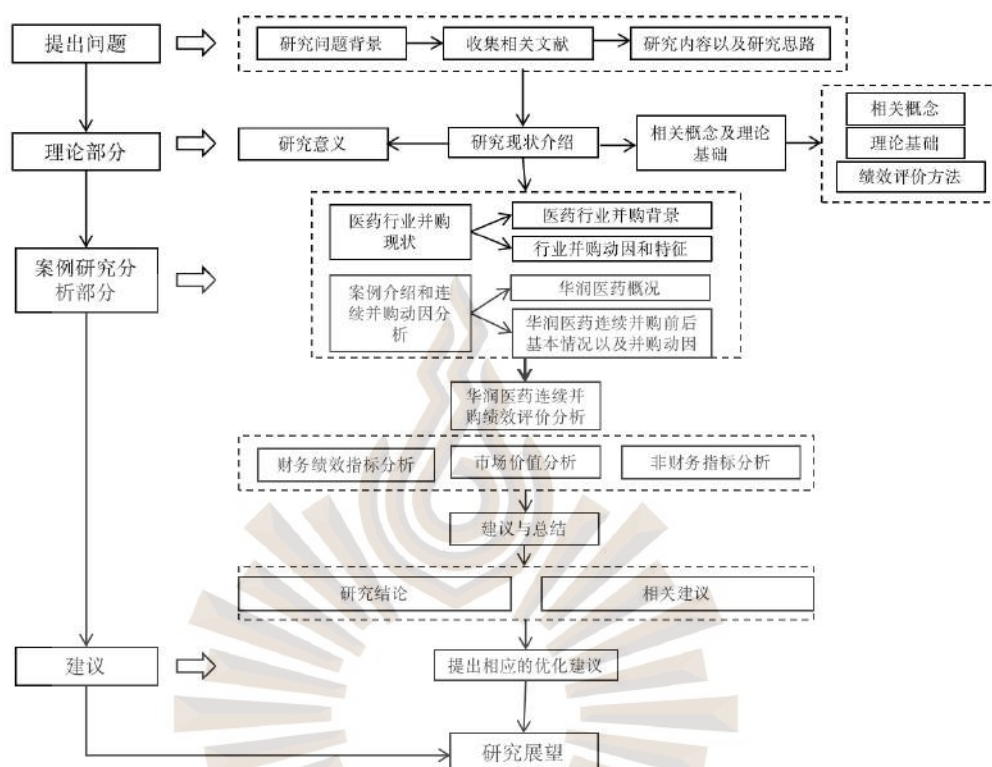


图 1.1 研究思路图

1.4.3 研究方法

本文将综合运用多种方法对中国医药并购河南天方药业的案例进行分析，文章主要研究方法为文献综述法、案例分析法、指标分析法、事件研究法。

1) 文献综述法：本文通过阅读大量涉及医药行业并购的相关文献，并对不同相关理论进行了深入的学习，为文章研究提供理论支持。

2) 案例研究法：本文选取华润医药一系列连续并购的商业行为进行案例研究，重点分析华润医药连续并购活动的并购动因，并且对连续并购前后的绩效变化进行对比分析。

3) 指标分析法: 本文利用财务指标分析法和非财务指标分析法对华润医药连续并购绩效进行分析研究。其中, 选取盈利、成长、营运、偿债等指标作为本文财务指标分析依据, 对华润医药连续并购长期财务绩效进行分析, 并采用熵权法对以上财务指标进行综合评价分析; 选取市场占有率和行业集中度、规模经济效应分析、产业结构和商业信誉分析等作为非财务指标, 对华润医药连续并购长期非财务绩效进行分析。

4) 事件研究法: 事件研究法是用于分析和评价并购短期绩效的常用方法。本文利用东方财富网股票证券数据库的 2016-2021 年华润医药股价数据以及港股恒生综合中型股指数数据对华润医药连续并购的短期绩效进行评价。

1.5 研究创新

从中外的企业并购案例研究中, 可以观察到目前学术界主要关注企业间单个并购事件, 分析其对企业发展的影响。然而, 企业在进行并购时通常会基于某个特定的战略目标, 将多次并购活动作为一个整体来展开, 这些战略目标是长期战略的, 而非短暂的。因此, 本研究选择以华润医药为案例, 将其多次并购活动视为一个整体, 以更全面地探究这些连续并购对企业未来发展方向的影响。

本文采用了事件研究法、财务指标法及非财务指标法相结合的方法, 对华润医药的连续并购绩效进行评价。通过这一方法, 不仅可以关注每个独立的并购事件, 还能够揭示这些事件在整体上的并购动因和特点。这种整体性的评价方法更能准确地反映出连续并购的特点, 强调了本研究的创新性。

总之, 本研究通过将企业的多次并购活动视作一个整体, 并采用多种评价方法, 以探究其对企业发展的影响。这种方法的创新性在于强调了连续并购的整体性和连续性, 为深入理解并购对企业产生的影响提供了更为全面的视角

1.6 理论贡献

本篇论文对协同效应、并购绩效和规模经济这三个理论都有一定的理论贡献，以下是将本文对各理论的贡献进行总结：

1) 对协同效应理论的贡献：本文中，通过对华润医药的连续并购案例的深入研究，揭示了企业通过并购实现资源整合、协同效应的战略目标。华润医药通过收购涵盖医药产业链不同环节的企业，实现了技术、分销、服务等资源的整合，进而增强了协同效应。本文的研究为协同效应理论提供了一个实际案例，展示了企业如何通过并购实现资源整合和协同效应，为理论提供了验证和实例。

2) 对并购绩效理论的贡献：本文通过事件研究法分析了华润医药的连续并购案例对短期财务绩效的影响。经过研究分析揭示了虽然在某些并购事件中短期超额收益率为负值，但这并不一定代表负面的市场反应；通过长期财务绩效的分析，发现华润医药的绩效整体呈上升趋势，证明了连续并购对企业长期财务绩效的正向影响，因此为并购绩效理论提供了一个实际案例，丰富了对并购影响的理解，同时也强调了长期绩效的重要性。

3) 对规模经济理论的贡献：通过对华润医药的连续并购案例的分析，展示了企业如何通过产业链整合来实现规模经济效应。本文关注了企业在不同领域的并购，涵盖了制药、医疗服务和医疗器械等多个方面。研究结果为规模经济理论提供了一个实际案例，展示了企业如何通过产业链整合来实现规模经济效应，丰富了该理论的应用和实践。

综上所述，本文在协同效应、并购绩效和规模经济这三个理论领域都作出了一定的理论贡献，通过实际案例的深入研究，为理论的应用和理解提供了新的视角和支持。研究结果对相关领域的学术研究和实践提供了有价值的参考。

第 2 章

相关概念及理论基础

2.1 相关概念

2.1.1 企业并购

企业并购（M & A）是指企业之间进行合并和收购的行为，也称为兼并和收购，是金融和财务领域的专业术语。在实质上，兼并是指在特定条件下，两个或更多企业合并成为一个企业，这涉及资源和管理权力的转移。兼并存在两种不同的方式，即"吸收合并"和"新设合并"。

"吸收合并"是较为常见的一种方式。在这种情况下，占主导地位的收购方公司会将相对较弱的被收购方公司吸收并合并，掌控被收购方的全部资产，结果是被收购方的实体将不再存在。

"新设合并"则指通过重新合并原有的几个企业而创建一个全新的企业实体。在这种情况下，新的企业实体由之前的多家企业重新组合而成，这种形式被称为"新设合并"。

总之，企业并购涉及合并和收购，通过兼并和收购这些不同方式，企业可以在特定的经济环境下进行资源和管理权力的调整和整合。

2.1.2 连续并购

连续并购是由多个并购方案组成的并购计划，其中这些并购方案可以是相

关的，也可以是不相关的。根据国外学者 Schipper 等的定义，连续并购是一个涵盖数次并购活动的整体计划。

关于连续并购活动的频率，国内外普遍将其界定在 3 至 5 年内发生 2 至 5 次并购活动。在本文中，结合多个文献，将连续并购的定义设定为“在 5 年内发生不少于 2 次并购活动”。以中国华润医药集团为例，自 2016 年在香港上市以来，截至 2021 年，该集团先后进行了多次并购，包括圣火药业、海南中化、吉林三九金康复有限公司、博雅生物、奥诺（中国）制药等上市平台，以及华润江中、湖南湘中制药、中国医药研究开发中心等子公司的收购。这些并购符合连续并购的定义要求，因此适合用于进行案例分析研究。

2.1.3 并购绩效

在不同专业领域，关于绩效的概念可能存在一些差异。一种广泛认可的观点是：绩效是在管理者引导下，各个层级积极协调合作后所形成的有效经济产出。这种有效模式需要建立在明确的战略目标基础上，因为绩效与经济活动是否带来利益以及利益的大小紧密相关。因此，综合而言，绩效的定义涵盖了经营行为所带来的业绩成果和效率水平的表现。

在企业并购领域，财务绩效是指企业在并购过程中所获得的实际经济利益，这体现为公司资产规模的扩大、负债减少或相关利益的流入等。除了这些明显可量化的表现方式外，财务绩效还可能包括一些不可量化的利益，如先进的管理技术获得、整体实力增强等。这些不可量化的利益通常被称为定性指标。对于定性指标的分析相对复杂，因为它涉及更多因素，需要获取的信息也更加困难，从而对其进行全面分析较为困难。因此，在本文中，我们将基于可量化的公司财务数据指标和非财务数据指标，对相关绩效评价进行全面分析。

2.1.4 连续并购绩效

理论层面上，连续并购绩效理论与一般并购绩效理论可以等同，但在实际连续并购的评价中，我们应更加关注连续并购的连贯性与整体性。连续并购绩效具有时间效应，可分为短期绩效和长期绩效。

短期绩效在企业并购发生后的短时间内体现为市场绩效。市场绩效反映了并购实施方股票价格在并购前后的变化情况。如果股价表现较好，说明此次并购的绩效良好；反之，如果股价表现不佳，说明绩效不佳。本文将运用事件研究法，统计相关并购事件前后的股价和市场指数变化，计算各个事件窗口的累计超额收益率，以分析企业连续并购的短期绩效。

长期绩效则需要一定时间才能体现，它利用并购发生一段时间后的财务指标变化来说明长期绩效。通常情况下，如果并购的长期绩效良好，对应时期的财务指标应该比前一时期的相同指标数据有所改善。本文将采用财务指标分析法，结合协同效应理论，对华润医药在连续并购期间的财务数据指标进行统计分析，以衡量连续并购活动对华润医药长期绩效的影响。

2.2 理论基础

2.2.1 协同效应理论

协同效应理论最初源自物理与化学领域，用于描述两种物质或部分结合后所产生的效果大于它们单独运作时的效果。在经济管理领域，协同效应用于企业并购，指的是并购双方在整合后的经营效率高于它们分别经营时效率之和的情况，类似于“ $1+1=3$ ”或“ $1+1>2$ ”的效果。协同效应可以在经营、财务和管理方面体现。

1) 经营协同效应：经营协同效应通过收入提高和成本降低两种途径实现。收入提高方面，并购双方通过整合资源、互补优势，扩大生产规模、提升产品性能或开发新产品，利用已有销售渠道提供更多产品与服务，从而提高收入。成本降低方面，并购扩大企业规模与生产规模，实现规模经济，从而降低单位成本。本文将分析华润医药在连续并购期间盈利能力和成长能力，以探究经营协同效应对其影响。

2) 管理协同效应：管理协同效应指并购双方通过管理优势的互补来提升管理效率。企业的管理能力被看作资源，管理资源丰富的企业可以将其优势应用于管理资源相对不足的目标企业，提升目标企业的管理效率，同时避免管理资源的浪费，从而提高整体绩效。本文将在财务分析中涉及运用管理协同效应，研究华润医药连续并购对企业管理和运营的影响。

3) 财务协同效应：财务协同效应认为并购可以减少筹资、融资和交易成本，还可以通过合理的纳税筹划利用并购双方在税务方面的差异，达到节税效果。另一方面，并购可以降低企业破产风险，实现财务结构的优势互补，降低成本，提高资金利用效率。本文将在财务分析中涉及企业财务协同效应，通过分析资产负债率、速动比率和流动比率等指标，研究华润医药连续并购期间的财务协同效应。

2.2.2 并购绩效理论

在研究并购绩效时，可以从不同的角度进行评价分析。以下将根据评价角度将相关理论分类，包括并购影响区别、并购绩效评价时期以及并购绩效指标：

2.2.2.1 并购影响区别

并购事件所带来的影响大小不同，可以分为微观层次、中观层次和宏观层

次。

1) 微观层次：指并购事件对实施并购的企业自身产生的影响，主要体现在企业的经营范围、市场份额和行业地位的提升，从而促进企业的发展。

2) 中观层次：指并购事件对实施并购的主体企业所处行业的产业层面带来的影响，主要表现为产业集中度、市场统一性等方面的变化。

3) 宏观层次：指并购事件对社会带来的影响，通常是大规模并购活动或行业中具有影响力的企业发起的并购活动所引起的影响。这一层面通过社会资源分配和产业结构调整来体现。

2.2.2.2 并购绩效评价时期

长期绩效和短期绩效介绍：

1) 短期绩效：指并购行为发生后的一年内，且在设定的相关窗口期，所进行绩效评价所得到的绩效表现。

2) 长期绩效：指并购事件发生后 3 年到 5 年内根据相关评价方法进行评价分析所得到的绩效表现结果。

2.2.3 规模经济理论

规模经济理论表明，在某一阶段下，企业的总产量增加时，其固定成本保持不变，从而导致单位产品的成本降低，进而提高了获利能力。在并购过程中，通过合并先进的技术设备、优化生产流程，企业可以实现生产效率的提升和成

本的降低。以下是规模经济理论的主要观点：

1) 固定成本分摊效应：随着企业规模的扩大，固定成本（如设备、设施、管理人员等）可以分摊到更多的产量上，使单位产品的固定成本降低，从而降低了每个产品的总成本。这使得企业在单位产品成本较低的情况下获得更高的利润。

2) 资源有效利用：并购可以将不同企业的资源进行整合和优化利用，避免资源的浪费。例如，可以共享研发、生产、供应链等资源，减少重复投资，提高资源利用效率。

3) 生产流程优化：并购可以促使企业对生产流程进行优化和改进，从而提高生产效率。通过采用最佳实践和先进技术，企业可以降低生产周期，提高产量，减少浪费。

4) 管理效率提升：并购将不同企业的管理层合并在一起，实现统一的管理和决策方式。这有助于减少管理层重复、混乱的情况，提高协调性和效率。

5) 技术进步应用：并购可能带来新的技术、专业知识和创新，使得企业能够更好地应用先进技术，提高产品质量和效率。

综合来看，规模经济理论指出，通过并购实现资源整合、生产优化和管理协调，企业可以在不断扩大的经营规模中获得成本降低和效率提升的优势，从而实现更高的获利能力。这一理论解释了为什么企业在进行并购时，希望通过扩大规模来达到经济效益的最大化。

2.3 并购绩效评价方法

2.3.1 事件研究法

事件研究法指在某一事件发生，针对该事件的期间范围内，根据市场相关数据以及资讯的反映，上市企业股价是否会随该事件产生波动，以此衡量并购对企业的产生的影响程度。基于有效市场的假说，假设市场股票价格可以反映所有公告资讯。而市场上的投资者对公共信息的反映是理性的，因此实际收益除去特定事件没有发生所预计的正常收益(ER)即为异常收益(AR)，其在事件窗口期累计的数值就是累计超额收益率(CAR)。本文通过计算连续并购中各个事件窗口期内的 CAR 分析并购对华润医药带来的短期绩效影响。

2.3.2 财务指标分析法

财务指标分析法是以企业披露的财务年报作为主要依据，通过总想着与横向的对比，针对企业的各项财务指标进行计算与统计，普遍采用的四个衡量指标分别是：盈利能力、偿债能力、营运能力、成长能力；以上四个指标有本别涉及协同效应中的经营协同效应、管理协同效应、财务协同效应。财务指标分析法的优势是可以真实且客观的反映公司的绩效，所涉及数据可以在企业财务年报中收集到，并在综合财务指标评价中使用熵权法对研究企业的财务指标进行更深层次，数据研究更具客观性，具备较强的真实性和说服力。本文以此评价华润医药连续并购的长期绩效。

2.3.3 非财务绩效指标分析法

在企业并购事件中，经过事件研究法与财务指标分析法的分析，财务方面的反映效果会逐渐清晰，但也会出现因为受到企业自身以及外界市场的因素影响而导致无法全面反映并购结果的情况，因此还需要加入非财务绩效指标的分析，以达到综合评价的效果。可以根据企业连续并购后的市场价值、经营核心、

市场占有率情况等角度，评价连续并购后是否取得良好的效应。非财务指标与财务指标的全面结合，可以让企业管理层更加注重企业的长期发展，有利于将潜在的问题及风险进行整合解决，达到提升企业业绩水平的目的。

2.4 连续并购对企业并购动因及绩效研究机理

研究方法的应用： 本文结合了多种研究方法及理论分析华润医药的连续并购绩效，其中有：规模经济效应、财务指标分析、协同效应。这种多角度的方法运用丰富了研究，提供了更全面的绩效评估，为并购绩效研究方法提供了一种可行性和多样性：

1) 规模经济效应的应用和验证： 本文通过对华润医药的连续并购案例的分析，揭示了企业通过规模扩张来实现规模经济的战略目标。其中，本文关注到企业在不同产业领域的并购，涵盖了制药、医疗服务和医疗器械等多个方面。通过对产业链的不同部分进行收购，华润医药试图在不同层面上实现规模经济效益，从而为规模经济理论的实践应用提供了实例。

2) 协同效应的应用和验证： 本文提到华润医药通过连续并购的方式，打造综合医疗服务商，同时在制药、分销网络、医疗服务以及医疗器械领域展开，并购。这种多方面的资源整合和优势提升过程，符合协同效应的思想，即不同领域的整合可以产生更大的综合效益。

3) 财务绩效指标分析的验证和应用： 本文通过事件研究法分析了华润医药各次并购的短期财务绩效影响，同时通过长期财务绩效指标分析了连续并购的长期效果。这种短期与长期绩效分析的结合有助于深入理解并购的影响机制，对并购绩效理论的丰富和发展具有一定的启示作用。

图 2.1 为作者根据本文研究所涉研究理论与研究方法绘制理论分析框架，以此作为本文针对华润医药连续并购动因及绩效研究具体机理：

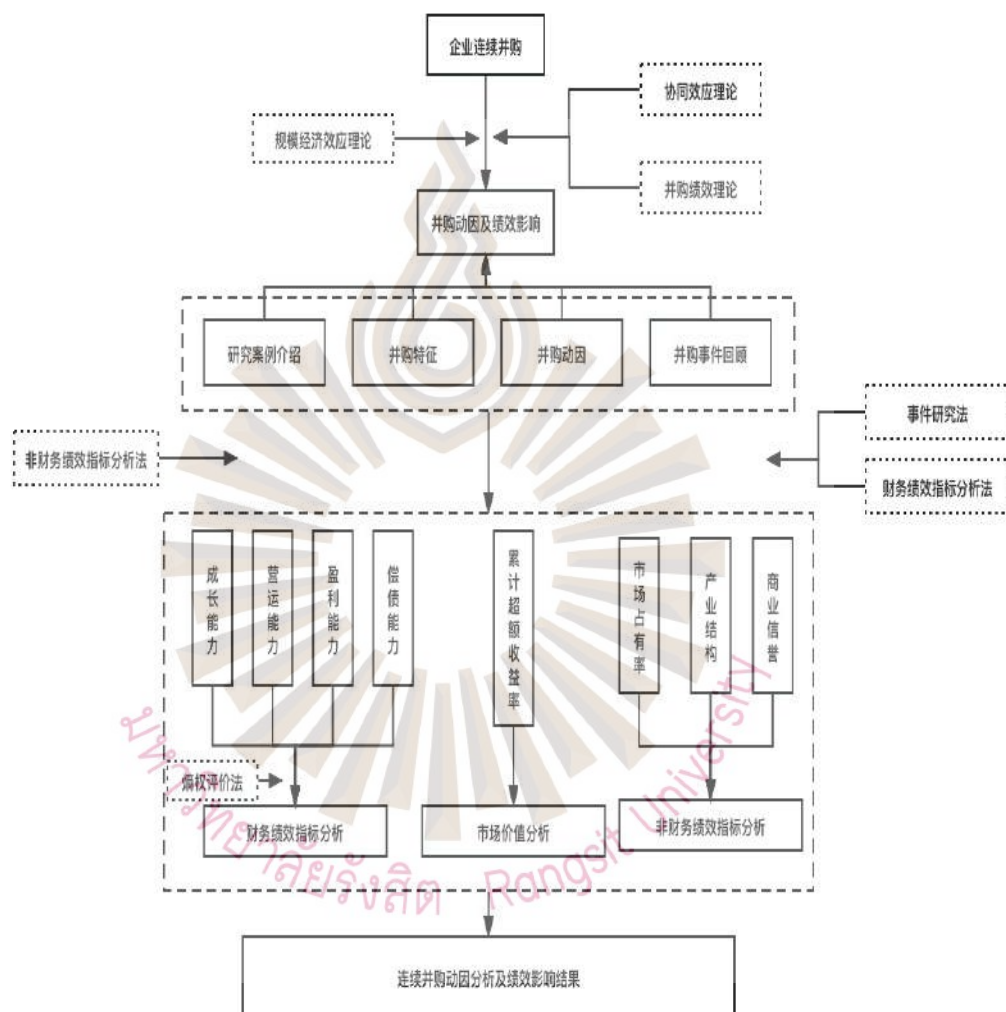


图 2.2 本文理论分析框架

第 3 章

医药行业并购现状

3.1 并购背景

3.1.1 宏观背景

随着中国综合国力的不断增强，经济持续快速增长，人民生活水平也在稳步提升。在这一背景下，社会和国家都持续关切医疗健康保障问题，必将为中国医药行业的进一步壮大带来更多机遇和可能性。这股关注势必激发创新思维，促进医药科研和技术发展，为行业的繁荣发展开辟更广阔的道路。

中国医药行业在国民经济中占据着特殊而重要的地位。它不仅融合了传统和现代产业的要素，还在一定程度上实现了第一、第二和第三产业的有机结合。医药行业内部充满多样性，涵盖了众多细分领域。自医药相关产品问世以来，它在减轻疾病痛苦、挽救生命等方面做出了不可磨灭的贡献，这一事实无法忽视。在维护民众身体健康与生命安全，提升生活水平方面，医药行业在当前社会背景下显现出多重职能。它为国家的防疫救灾、军事需求提供紧要支援，同时在地方经济和国家整体发展中也扮演着重要角色。特别值得注意的是，在经历过全球性的新冠疫情及其后续病毒变异的影响下，社会上对身体健康和生命安全的关切日益凸显，从而进一步突显了医药行业的不可或缺。这一行业不仅在疾病防控方面具有至关重要的作用，同时在维护社会稳定和国家安全等领域也肩负着重大责任。

综上所述，受益于中国国力的增强、经济的快速发展以及国民对此问题的

日益关注，中国医药行业正迎来巨大的发展机遇。这一行业在国家整体发展中具有极其重要的地位。随着人们对健康问题关注度的逐步加深，医药行业的地位和重要性将持续上升。其在提升国民生活水平、促进社会繁荣稳定方面将发挥更加举足轻重的作用。

自改革开放政策制定以来，中国经济经历一系列飞速发展后，内部经济体系逐渐完善，经济发展规模趋于饱和，在稳中向好的状态下中国经济将由高速发展转向平稳运行，着眼于提升经济发展的质量。在这一新的发展阶段，中国将致力于优化产业结构、提升创新能力，并追求可持续发展，以实现经济增长更加稳健和可持续的目标。这将为中国经济的长远发展奠定坚实基础。

在当前强调经济质量的大环境下，中国经济呈现出相对稳健的趋势。根据数据显示，2015 至 2019 年间，中国的 GDP 分别较前一年增长分别为：7.04%、6.85%、6.95%、6.75%以及 5.95%。尽管 2020 年受到新冠疫情的影响，中国的 GDP 增长率仅为 2.35%，然而仍然是全球仅有的实现经济正增长的主要经济体。自 2011 年起，中国居民人均医疗保健消费支出占总支出的比例从 6.31%增长至 2022 年的 8.7%。人均医疗保健消费支出金额亦从 2011 年的 1036 元上升至 2022 年的 2110 元，经过 11 年时间的累积，增幅达到了 103.7%。这种国民医疗保健消费的提升为中国医药行业的持续稳定发展提供了巨大的动能。这也意味着医药行业将在满足人们健康需求的同时，积极响应经济质量和结构升级的挑战。

随着国民物质生活水平持续提升，人们的价值观和意识也在逐渐演变。过去，许多人由于经济拮据而可能不愿或不敢寻求医疗服务，然而如今，人们普遍更加重视身体健康和疾病预防，从而推动了医疗保健市场需求的进一步扩大。这为中国医药行业的增长提供了有力的助推，使得中国医药企业取得了显著的进展。这种变化不仅刺激了医药行业的创新和发展，也为企业提供了更广阔的市场空间。在过去的十一年间，中国医药制造业规模以上企业展现出显著的增

长势头，无论是主营业务收入还是利润总额。以 2011 年为例，规模以上医药制造业的主营业务收入仅为 14465.8 亿元，然而到了 2022 年，这一数字已跃升至 29111.4 亿元，呈现出惊人的增长，增幅高达 101.2%。同样地，利润总额也经历从 2011 年的 1641 亿元扩大到 2022 年的 4288.7 亿元，增长幅度达到了整体的 261%。在医药行业内相关企业积极的企业发展战略背景下将有助于加速中国医药行业的进一步扩张。通过整合资源、拓展市场，医药企业可以更好地应对市场挑战，提升研发创新能力，并满足不断增长的市场需求。这些努力不仅会增强企业竞争力，也将推动整个医药行业在国内外市场上取得更大的影响力和竞争优势。

在多种因素的综合影响下，中国近年来面临着日益严峻的人口老龄化问题。截至 2022 年，65 岁及以上的老年人口占中国总人口的比例已达到 14.9%，其中老龄化问题加重的明显体现之一在多种疾病的患病率上升，特别是 60 岁以上的人群中心血管疾病等慢性病的患病率较高。这为医药行业提供了巨大的挑战和机遇，要求医药企业不仅在疾病预防和治疗方面做出创新，还需要适应老龄化社会的特点，为老年人提供更加个性化、有效的医疗保健服务。另外，在中国，60 岁以上的老年人中，肿瘤、高血压等高危人群的比例也相对集中，截至 2022 年，这一年龄段的老年人已占到总人口的 19.8%。随着中国步入老龄化社会，医药市场需求也进一步上升，医药企业将迎来更广阔的发展空间。在这种情况下，医药企业需致力于疾病预防、早期筛查和创新治疗，以满足老年人健康需求的不断增长。针对老年人的特殊医疗需求，医药企业有机会开发更加个性化、定制化的医疗解决方案，为老年人提供更优质的医疗服务。这将成为医药行业可持续发展的重要支撑。

自 21 世纪初以来，中国政府逐渐加强了对社会保障体系的构建，在这个领域取得了许多进展，建立了完善的医疗保险制度。这有助于减轻广大人民群众

保控制费用政策不断深化的背景下，医药企业面临着利润空间受限的挑战，因此提升医药产品的销售量成为当前医药企业必须应对的关键问题之一。鉴于医药产品的固定成本和日常生产运营费用难以降低，因此寻求产品线的拓展以实现产业规模的增加和产业结构的优化，已成为许多大型医药企业发展战略的核心方向。然而，在当前市场竞争日益激烈的背景下，企业很难在维持原有生产经营条件的同时有效地提升效率和扩展规模。鉴于这一现实，许多企业纷纷采取并购活动，这成为他们追求发展的关键策略之一。鉴于医药企业的特殊性，其产品的生产经营需要涵盖完整的流程和产业链，因此连续并购被视为最直接的途径之一。考虑到这种情况，通过连续并购可以加速企业拓展规模、优化资源配置，以应对竞争日益加剧的市场环境。以这种方式，医药企业可以整合产业资源，实现产业规模的扩张和研发能力的增强，从而为其未来长期发展打下必要的基础。这种策略有助于加强企业在市场上的竞争地位，提高创新能力，进而实现更加可持续的成长。

3.1.2 行业背景

中国医药领域正面临着起步较晚和创新能力相对不足的挑战，尚未在自主研发领域取得强大的突破。尽管医药产品中自主研发药物有所增加，但其比例依然不明显，仿制药仍然占据主导地位。随着技术进步的步伐减缓以及理论研究的创新渐少，医药企业在研发新型药物方面面临着不断增加的挑战和困难。这使得医药行业需要采取更加积极的措施，加强技术创新和研发能力，以应对市场和科技的不断变化，进而实现行业的可持续发展。因此，各家医药企业正在采取比以往更加积极的态度，投入更多的人力、物力和资金来推动新药研发。近年来，国际知名大型药企几乎每年都在研发投资上做出巨大增加，以促进技术创新和新药研制。这些大型企业的研发支出通常占去年利润的 10% 以上。相比之下，中国本土医药企业在研发投入方面较为谨慎，排名前列的企业每年的研发支出仅占去年利润的 3%。这凸显了中国医药企业在研发投入方面有很大的提升空间，需要进一步增强创新力度，以迎头赶上全球医药行业的领先地位。

在政策的积极引导下，国内医药行业正在迅速发展，并在一定程度上刺激了社会资本对该领域的投资。各类政策的制定和执行确保了医药行业朝着正确的发展方向稳步前进，同时也保障了产品的整体质量。为了紧跟政策变化的需求，医药行业需要持续不断地增强在研发、生产、经营和销售等多个领域的实力。这种持续的努力将有助于医药行业在日益竞争激烈的市场环境中保持竞争优势，并取得更进一步的发展和壮大。综合考虑政策等多方面因素，医药行业内的各家企业通过不断的并购来持续增强自身实力。这种发展趋势在一定程度上提升了行业的集中度，同时也推动了行业中的龙头企业逐渐崭露头角。这些并购活动不仅有助于行业内实力的增强，还有助于培育出具有领导地位的巨头企业。这种发展模式使得医药行业逐步形成了一些在技术、资金和市场份额方面占主导地位的关键企业，从而在全球医药领域中占据更为重要的地位。

3.2 医药行业主要并购动因

3.2.1 扩大业务规模需求

医药行业持续不断的并购活动常常源于扩大产品业务规模的需求，这是一种典型的动因。众多医药公司已在原有的主要领域取得显著成就，其中有些甚至是该领域的领导者。然而，为了追求更广阔的发展前景，这些优秀企业需要将并购的目标扩展至同类产品市场中占有一定份额的其他企业。在此类并购案例中，被收购的企业往往与收购方在规模上存在较大差距。通过这种战略性并购，医药企业有机会整合资源，拓展市场份额，提升创新能力，从而在竞争激烈的市场中保持领先地位。通过横向并购，收购方企业扩展了其生产和运营规模，从而形成了在某一特定产品或领域中的规模效应。这种策略降低了成本和经营风险，从而确保了企业的持续稳定发展。通过整合资源和专业知

识，收购方能够更好地适应市场需求，提供更高效的产品和服务，进而在竞争激烈的环境中保持领先地位。这种战略性横向并购不仅有助于企业实现经济规模效益，

还为其在市场中的影响力和竞争优势提供了坚实基础。

在进入 21 世纪第二个十年之后，为了顺应时代的发展潮流和关注国民生活的幸福感，中国相继推出了一系列关于医疗改革的政策。这些政策的推出有效地解决了曾经困扰医疗保障领域的问题，如“看病难，取药贵”。然而，实际情况是中国的人口仍在持续增长，同时老龄化问题也在逐渐加剧，这导致对医药产品的需求急剧上升。

尽管中国的医疗保障体系建设正处于发展阶段，不断完善，并且覆盖的受众群体日益广泛，政府正努力打造全民医疗保障体系，然而国内医药行业仍面临着自主研发能力不足、生产技术滞后以及产业链不完整等问题。这些问题限制了中国医药行业进一步的发展。

为了实现更好的发展，中国医药行业需要继续加强自身的创新能力，提升自主研发水平，同时完善产业链，以满足不断增长的医药需求。通过加强技术创新、加大投入，并提高产业链的完整性，中国医药行业可以更好地满足人民群众对高质量医药产品的需求，进一步促进行业的可持续发展。因此，为了在全球竞争中取得更强的地位，国家鼓励医药企业通过并购、重组等方式，整合优势资源，提升生产技术水平，增加生产的集中度，并加强自主研发能力。这将有助于推动医药行业实现规模效应，提升企业整体实力，增强国际竞争力。同时，不断推出的产业政策为医药行业的健康发展创造了有利条件。

这些政策鼓励医药企业积极运用市场机制，整合资源，实现协同发展，以适应市场的多变需求。通过促进资源整合和技术创新，中国医药行业可以更好地满足国内外市场的需求，加速行业的转型升级。这种积极的改革举措将为医药企业提供更多发展机会，进一步提升其在全球医药市场中的竞争地位。

3.2.2 多元化经营需求

为了满足多样化的经营需求，医药企业展开并购活动另有一种典型的驱动因素。这一动因包括两种不同的方式：一是横向并购，以追求多样类型的医药产品制造为目标；二是纵向并购，以建立与产业链上下游企业的紧密合作关系为目标。通过这样的并购策略，实现多元化经营可以有效地减少企业在激烈竞争环境下的经营风险，为持续稳健的发展和战略目标的实现提供有力支持。

这种多元化的经营策略使医药企业能够更好地适应市场变化，降低对单一产品或领域的依赖，从而降低风险。通过扩展产品线或与产业链上下游企业建立紧密合作，企业能够更好地抓住市场机遇，减缓市场波动对企业的影响。这种多元化的经营模式为医药企业提供了坚实的支持，有助于实现其战略目标，并保持竞争优势。

以上以华润医药为例，展示了中国医药行业的领导者，最初专注于药品制造、医药分销和药品零售业务。自 2007 年在香港成立以来，华润医药通过一系列并购不断实现规模壮大。在 2008 年，通过收购华润三九和东阿阿胶等企业，华润医药迈出了实施多元化经营战略的重要一步。随后，华润医药积极扩展医疗服务领域，在医院和研发领域进行精心的布局。华润医药成功地推行了多项优质计划，进一步巩固了其在中国医药行业的领先地位。

3.3 医药行业并购特征

3.3.1 特征一：并购方式主要为股份收购

在企业并购活动中，存在两种主要的并购方式：股权收购和资产收购。在医药行业的商业运作中，股权收购占据着主导地位，成为并购事件的首选途径。根据相关数据显示，从 2015 年至 2022 年，股权收购在医药行业的并购中占据了

主要份额，且每年股权收购的比例均维持在 90%以上。这昭示着在当前中国医药并购市场中，以股权收购方式达成并购目标成为医药企业的核心策略。

一般情况下，企业进行并购的首要目标是获取目标企业的资产。通过并购，企业能够取得相关资产，以增强其生产能力和产品竞争力，进而实现产品规模的扩张和市场份额的提升。通过收购股权并成为主要股东，企业能够更迅速地实现其并购战略目标。股份收购方法不仅具备高度的灵活性，还能够有效地确立对企业的控制权。

在并购事件中，以股权收购发起的并购支付方式较为常见，这种方法可以使并购方在并购中直接获取并购标的公司的部分股权，以此成为被并购公司的决策参与者之一，并在被并购公司的日常运营与管理中发挥作用，所以在并购活动中这种并购方法会受并购方的欢迎。

3.3.2 特征二：连续并购后企业综合实力得到大幅提升

医药领域是中国当前并购市场中极具活力的板块之一，与此同时，医药行业内的企业也广泛采用连续并购策略。在经历了几十年的快速发展之后，中国医药行业中通过连续并购来实现产业升级、规模扩张以及飞速发展的公司数不胜数。以华润医药为例，作为医药领域的翘楚，该企业在 2016 年至 2021 年期间通过持续不断的并购活动，快速实现了规模的扩张，进一步巩固了其在行业中的领导地位。连续并购战略的贯彻使得华润医药的地位得以显著提升，如今已经跻身中国医药行业的前三大企业之一。

另一个典型案例是上海医药，该企业通过持续的并购活动，成功整合了产业链上游企业，进一步提升了其核心竞争力。通过这一战略，上海医药实现了高质量低成本的原材料供应，从而有效地降低了生产成本。同时，该企业也积极整合了产业链下游企业，拓展了销售渠道和网络，强化了运营和销售能力，迅速促进了企业的迅速发展，同时大幅提升了盈利能力。这一连续并购战略不

仅推动了上海医药的增长，也在医药行业内树立了成功的典范。

总的来看，在中国的并购市场中，医药行业展现出了极为活跃的态势。通过采取连续并购策略，医药企业在产业升级、规模扩张以及竞争力提升等方面取得了显著且令人瞩目的成就。不断整合资源和优化经营的努力使得医药企业在行业内取得了领先地位，为其未来的可持续发展奠定了坚实的基础。这一持续的战略实施不仅加速了企业的成长，同时也在医药领域树立了一个引人注目的成功典范。

3.3.3 特征三：并购支付方式主要为现金支付

中国已经明确颁布了规范，以规定上市公司的并购活动。这些规定涵盖了多种支付方式，而在医药行业的并购中，主要采用了现金支付。医药企业选择采用现金支付有两个主要内在原因：

1) 时间成本的节省：采用现金支付可以迅速解决支付问题，从而节省时间成本。在竞争激烈的市场中，时间对企业的运营至关重要。使用其他支付方式可能需要更多的时间来处理相关费用，这可能会影响市场的变化，增加风险，甚至导致不必要的损失。选择现金支付可以高效地处理支付事务，节省时间，以便用于后续的整合工作和制定发展战略。

2) 维持资本结构的稳定性：采用现金支付方式有助于保持企业原有的资本结构稳定，避免了可能由股权变动引发的风险。相较之下，其他支付方式可能会对企业的资本结构造成影响，甚至可能对并购后的控制权产生不利影响。采用复杂的支付方式可能会带来股权结构变动的潜在风险。通过选择现金支付方式，企业能够更好地维护资本结构的稳定，为未来发展创造更有利的条件。

然而，现金支付方式同样存在一些不足之处。企业需要在短时间内提供大

量现金，这要求企业具备充足的现金流和稳健的资金链。大额现金筹集对绝大多数企业而言都不是易事，这可能会使企业面临巨大的财务压力，甚至对日常经营的偿债能力产生不利影响，从而加大了现金流风险的可能性。

因此，在开展并购活动时，企业需审慎挑选支付方式，依据自身情况和并购目标的规模做出明智抉择。对于规模较小且资金压力不大的并购目标，采用现金支付是可行选择，有助于迅速完成交易，同时不干扰企业正常运作。然而，在决定支付方式时，企业应综合考虑各种因素，以确保并购活动的无缝进行。



第 4 章

案例介绍与连续并购动因分析

4.1 华润医药概况

华润医药集团（以下简称“华润医药”）有限公司隶属于国家央企华润（集团）有限公司（以下简称“华润集团”），华润医药是基于国务院国资委“打造央企医药平台”政策的要求，出于带动国内医药行业发展目标而建立的国资企业。华润医药作为中国领先的医药公司，长期稳居国内医药行业前三，而华润医药业是华润集团寻求长期发展的重要战略企业。自华润医药 2016 年于中国香港上市以来，该公司已获纳入多个重要资本市场指数，包括：恒生综合中型股指数成份股、富时全球股票指数（大型股）、摩根士丹利资本国际（MSCI）中国指数成份股、恒生港股通指数等。2022 年 7 月，华润医药在《财富》中国 500 强公司排行榜中位列第 65 位。

零售药品、医药分销、制药等领域是华润医药经营企业的主要业务范围至 2022 年，华润医药拥有超过 80 条获得国际 GMP 认证的现代化生产线，医药行业内以中成药、医疗器械等华润医药具备一定影响力。

4.2 华润医药连续并购前基本情况以及并购动因

4.2.1 连续并购前概况

自公司成立以来华润医药的主营业务由制造药品、零售药品、医药分销等三大板块组成，且体量之大，长年稳居中国市场前三甲。在三大板块中又以制药与分销医药更为突出，在主营占比中占比分别为 14%与 83%。

1) 制药：2015 年营收数据计算，华润医药是中国第二大医药制造商。截至 2016 年 6 月 30 日，华润医药生产和营销 505 种医药产品，包括 294 种化学药品、160 种中药药品、9 种生物药品和 42 种其他医药产品。

2) 医药分销：2016 年以前，华润医药的医药分销方式表现为其向医药制造商及配药商提供综合分销解决方案。据 2015 年的营收计算，华润医药的医药分销同样中国第二大医药行业第二，截至 2016 年 6 月 30 日，华润医药自身经营着由 109 家附属公司以及 114 个物流中心构成的全国性分销网络，覆盖中国 19 个省份（自治区）。

3) 药品零售：华润医药经营及特许经营的零售药店网络覆盖中国 16 个省以及香港，产品供应范围广泛且品种丰富。根据相关资料显示，按 2015 年营收计算，华润医药拥有中国第 9 大零售药房网络。截至 2016 年 6 月 30 日，华润医药以华润堂、医保全新、礼安连锁和同德堂等全国或地区性的品牌经营着 722 家零售药房。

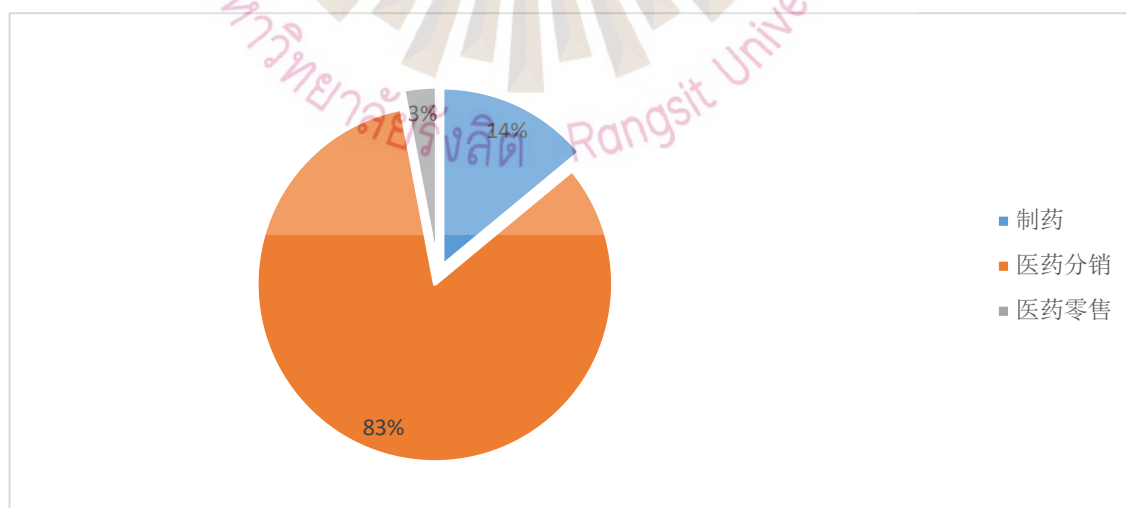


图 4.3 华润医药连续并购前后主营业务营收占比分布图

数据来源：华润医药年报整理

据图 4.1 分析，华润医药在连续并购前（2016 年），主营业务的三大板块存在较大悬殊，其中医药分销板块占据 83%，是华润医药主营业务的重点收入来源，医药制造的 14% 位居次席，而医药零售板块虽为华润医药的三大板块之一，但仅占据主营业务总收入的 3%。由此可见华润医药在连续并购前对于医药分销方面做得极为出色，得益于其完善的分销体系和庞大的物流群，而制药以及医药零售两个板块仍有较大营收潜力，有待发掘。

4.2.2 连续并购动因

1) 公司上市，需提高核心竞争力支撑企业发展：华润医药于 2016 年 10 月在香港联交所挂牌上市，融资超过 150 亿港元，是 2016 年港股市场规模最大的非金融类 IPO 项目，华润医药至此完成公司发展重要资金募集，且资金来源渠道扩宽，公司发展得到更大保障。此后，华润医药将并购作为产业拓展方面的主要手段，计划将所募资金款项净额的 40% 约 62.88 亿港元用作战略收购，用于扩大药品制造和医药分销板块的发展。仅在公司上市两个月内，华润医药就将 IPO 所得款项中约 4.8 亿港元用于战略收购的支付中。充裕的资金空间也为华润医药提高自身核心竞争力带来了更大要求，并购能让企业在短时间内更快更好的提高实力，因此，华润医药需要通过进一步不断的并购和扩张达到其提高核心竞争力的目的。

2) 适应市场需求，并购强化产业结构：华润医药积极布局空白领域，抓住市场发展机会，不断创新，积极孵化新的产业，拓展公司业务布局。自 2016 年起，华润医药在陆续收购圣火药业、江中药业、澳诺制药、东营天东、湃肽生物、博雅生物等优质标的后，已经成功加快在血液制品、心脑血管抗凝、生物医药、儿童补钙等医药行业空白领域的布局，取得进一步抢占行业竞争优质赛道的先机。同时借助公司先进的管理理念以及强大经营能力，有望快速对收购实体业务进行资源整合，有效保持并提高集团盈利能力。

3) 前瞻布局, 进一步开拓国际市场: 当今世界的发展越发趋于全球化, 任何的大企业想要获得更大市场发展都需要兼顾国际市场局势变化。目前国际市场竞争激烈, 我国的许多企业虽然已经拥有了先进的研发技术和生产能力, 但仍然面临着难以国际化发展的困境。其中的主要原因就是我国大多数的企业缺乏国际化销售网络以及国际形象标志。华润医药在通过连续并购以及出色的分销网络, 在国内可以取得良好的效应, 但为实现国际化战略, 打开全球市场华润医药还需进一步提升国际影响力树立良好的国际品牌形象, 然后努力打造企业的国际化销售网络。为此, 华润医药在 2019 年 11 月全资收购了奥诺(中国)的 100% 股份, 为提升国际影响力和建立国际销售渠道起到了重要作用。

4.3 华润医药并购事件分析

本部分主要由华润医药连续并购事件的回顾及华润医药连续并购所呈现特征组成。连续并购事件回顾则是罗列华润医药自上市后(2016 年)到 2022 年发生并购事件; 连续并购特征主要分析各个并购事件所采用的并购方式和支付方式, 是横向并购或总想着并购等区分。

4.3.1 华润医药连续并购事件回顾

回顾华润医药自成立后所经历的发展历程, 公司几次迎来重大发展均是由发起并购活动使得公司取得重大突破。

由于所研究案例公司华润医药的数据查询问题, 本文将连续并购事件的研究范围设定在华润医药上市后近五年的连续并购活动, 即 2016 年至 2021 年间发生的并购事件组成连续并购分析, 在此期间, 华润医药先后并购圣火药业、海南中化联合、满贯集团控股、江中药业、奥诺(中国)、永泰生物制药以及博雅生物等十三起收并购活动, 将产业链进一步升级完善。

表 4.1 华润医药 2016-2021 年连续并购事件交易情况表

并购时间	收并购标的	并购后持股比例	支付方式
2016.07.27	圣火药业	100%	现金
2016.12.21	海南中化联合制药股份有限公司	100%	现金
2017.01.10	吉林三九金复康药业有限公司	65%	现金
2017.09.18	山东圣海	65%	现金
2018.08.11	湖南省湘中制药有限公司	85.86%	现金
2019.02.19	满贯集团控股有限公司	25%	现金
2019.04.03	江中药业股份	43.03%	现金
2019.07.16	英特集团	20%	现金
2019.11.27	奥诺（中国）制药有限公司	100%	现金
2020.12.18	东营天东制药	38.75%	现金
2021.02.10	浙江湃肽生物	33.33%	现金
2021.07.20	永泰生物制药	40%	现金
2021.11.22	博雅生物	28.86%	现金

数据来源：华润医药年报，天风证券研究报告

4.3.2 华润医药连续并购特征

根据天风证券研究报告以及华润医药年度报表综合华润医药自上市后五年间发生的并购事件，汇总得出华润医药连续并购分类表（表 4.2），并总结华润医药连续并购活动的特征。

1) 特征一：标的企业多为制药及销售一体的综合医药企业

根据表 4.2 所得综合信息，结合华润医药历年来发展情况，可以看出自华润医药上市后五年内发生的并购事件标的企业大多数为制药及销售一体的企业。2016 至 2021 年间，华润医药发生的 13 起并购事件中，同时具备药品制造与药品销售能力的企业就有 9 家企业，剩余企业涉及医药分销及保健品生产制造。由此可见，华润医药在寻找并购标的的过程中尤其看中的是研发、生产以及销售网

络，重视医药生产研发的同时，并购该类型企业也有利于补充完善自身售药体系，增强企业综合实力。

2) 特征二：布局专业性药物领域，补强产业链短弱

回顾华润医药近五年来的并购事件，13起并购案例中有6起被并购标的属于有较强专业性药物研发及制造的，特色鲜明且技术成熟的企业，占比超过45%。例如，圣火药业主攻心脑血管药物的研发与生产；吉林三九金康复药业以口服药业为主，已有多年研发及生产经验；东营天东制药以原料药肝素抗凝药物的研发生产为主营业务；永泰生物制药从事细胞免疫药物的研发已有多年，并在逐步趋于商业化；博雅生物以血液制品、糖尿病用药、生化类用药等一系列适用于临床医学的药物研发生产为主。综上各个案例可以看出华润医药在不断增强和完善制药产业链，博采众长，不断补强自身短弱，在并购中提升实力的同时，也在不断加强产业链体系的构建。

3) 特征三：重视医疗器械技术研发及保健品生产，紧跟行业发展步伐

在华润医药在上市后五年的并购事件中，还可以看到其对医疗器械研发制造的重视，同时抓住国内市场对保健品需求的机会，积极应对行业发展需求。其中，并购海南中化化的并购活动就补强了医疗器械的生产及研发；对奥诺（中国）的并购活动则增加了接触世界医疗器械先进技术及理念的机会；华润医药通过连续并购不断填补生产空缺，适应市场需求，紧跟行业发展步伐。

4) 特征四：现金支付方式

在上市企业开展并购活动时，会根据具体情况采用不同的支付方式进行并购行为，主要支付方式有四种：第一，现金支付、第二，股票支付、第三，

债券支付、第四，资产支付。而华润医药在 2016-2021 年间开展的连续并购中全部现金支付的支付方式，这是基于华润医药自 2016 年成功上市后现金流充裕，且现金支付对企业股权几乎没有影响。

表 4.2 华润医药连续并购特征汇总表

时间	并购标的	主要业务	产业链领域	支付方式
2016.07.27	圣火药业	心脑血管类药品制造及销售	药品生产及销售	现金
2016.12.21	海南中化联合制药股份有限公司	中西药原材料销售及医疗器械生产及研发	原材料及医疗器械领域	现金
2017.1.10	吉林三九金康复药业有限公司	金康复口服液	药品研发、生产与销售	现金
2017.09.18	山东圣海	膳食补充剂	保健品生产销售	现金
2018.08.11	湖南省湘中制药有限公司	药剂、原料药	药品生产及销售	现金
2019.02.19	满贯集团控股有限公司	分销中成药及健康护理产品	医药及保健品分销领域	现金
2019.04.03	江中药业股份有限公司	中成药、保健品	研发、生产及销售	现金
2019.07.16	英特集团	医药流通	药品批发及零售	现金
2019.11.27	奥诺（中国）制药有限公司	药剂销售，货物及技术进出口业务	制药、加工，技术咨询、对外贸易等	现金
2020.12.18	东营天东制药	肝素抗凝药物	原料药研发销售	现金
2021.02.10	浙江湃肽生物	研发用药物肽	特种药研发	现金
2021.07.20	永泰生物制药	细胞免疫治疗	细胞免疫药物研发及商业化	现金
2021.11.22	博雅生物	血液制品、糖尿病用药、生化类用药	药品研发、生产及销售	现金

数据来源：华润医药年报，天风证券研究报告

第 5 章

华润医药连续并购绩效评价分析

5.1 市场价值分析

事件研究法 (Event Study) 最初由 Ball 和 Brown 创立, 它实际上是一种统计技术, 用于分析事件对股票收益的影响程度。其核心方法是通过比较事件发生前后股票收益率的波动情况, 以确定该事件对绩效产生的影响。

本研究旨在采用事件研究法对华润医药公司的连续并购活动的盈利表现进行深入剖析, 以评估这一战略是否为该公司带来了积极的经济效益。我们将运用超额收益率 (AR) 和累计超额收益率 (CAR) 等指标来评估华润医药连续并购活动在短期市场中的影响。本文将对涵盖了 2017 年至 2021 年期间的 13 个并购交易事件的累计超额收益率进行详细的计算和深入分析。

5.1.1 事件窗口期的选择

事件研究法的初始步骤包括明确选定研究事件, 并建立与事件研究法相关的时间轴。在本研究案例中, 我们的事件定义为华润医药公司宣布并购的公告, 因此我们将首次公开并购公告的日期标记为 $t=0$, 并以字母 t 表示事件日。为了更全面地评估连续并购活动对华润医药公司股价的影响, 我们引入了一个称为事件窗口期的时间段, 该窗口期被用来测定并购事件对股价的影响。事件窗口期代表了并购事件对股价的时间范围。在确定窗口期的时候, 我们需要找到一个平衡点, 较长的窗口期可以确保捕捉到所有影响, 但也容易受到更多不相关因素的影响。鉴于我们所研究的案例中, 在同一年内发生了多起并购事件, 为避免较长窗口期引发多个事件的重叠影响, 我们决定将窗口期设定为 $(-5, +5)$

的范围内。

5.1.2 超额收益率的计算

市场调整模型法，又称作市场调整回报模型，是一种常用的分析工具。其核心假设是不同企业在公告事件前的预期收益率相等。通常情况下，该方法会选择股票市场的整体回报率作为企业的预期回报率，并将特定股票的回报率减去市场整体回报率，以计算出企业的超额回报率。这一方法的构建基于风险资本的市场组合可以被视为所有证券市场的线性组合的基础上，因此将特定企业的预期回报率等同于市场回报率。

通过市场调整模型法，我们能够更准确地评估华润医药在连续并购期间的业绩表现，了解其并购活动对企业价值的影响。这种方法的应用能够帮助我们深入了解企业的战略决策以及市场因素对企业绩效的影响，为进一步的分析提供了有力的工具。 R_{it} 即表示华润医药在 t 日的实际收益率，市场指数收益率 R_{mt} 即表示在 t 日的市场指数收益率。故超额收益率的计算公式为：

$$AR_{it}=R_{it}-R_{mt}$$

5.1.3 累计超额收益率分析

累计超额收益率代表着并购事件对被研究企业的总体影响，将整个事件期设置的（-5，+5）内每一天的超额收益进行加总，即可得到累计超额收益率,其计算公式为：

$$CAR_{it}=\sum_{-5}^5 AR_{it}$$

经过计算华润医药上市后所开展 12 起并购事件的超额收益率，汇总后得出

华润医药连续并购累计超额收益率结果表（表 5.1）：

表 5.2 并购事件累计超额收益率计算结果

并购标的	公告时间	累计超额收益率	公告持股比例
海南中化联合制 药股份有限公司	2016.12.21	5.05%	100%
吉林三九金复康 药业有限公司	2017.01.10	-7.86%	65%
山东圣海	2017.09.18	-2.72%	65%
湖南省湘中制药 有限公司	2018.08.11	-3.89	85.86%
满贯集团控股有 限公司	2019.02.19	-5.88	25%
江中药业股份	2019.04.03	1.74%	43.03%
英特集团	2019.07.16	3.63%	20%
奥诺（中国）制 药有限公司	2019.11.27	-3.82%	100%
东营天东制药	2020.12.18	2.40%	38.75%
浙江湃肽生物	2021.02.10	13.55%	33.33%
永泰生物制药	2021.07.20	-11.79%	40%
博雅生物	2021.11.22	-8.63%	28.86%

数据来源：巨潮资讯（恒生综合中型股指数），华润医药年报整理

根据表 5.1 数据统计结果可见，市场上的投资者们对于华润医药在上市后至 2021 年内发生的并购事件反应并不一致。整体而言连续并购所产生短期财务绩效并不优秀， $CAR \geq 0$ 的事件仅有五起， $CAR \leq 0$ 的并购事件达到了 7 起，且有 4 起并购事件的累计超额收益率超过了 5%，因此并购事件带来的短期财务绩效影响并不理想。具体来看，并购事件后短期财务绩效收益效果最为突出的是针对浙江湃肽生物的并购活动，累计超额收益达到了 13.55%，为 12 起被研究并购事件累计超额收益率最高值；而 2021 年下半年并购的永泰生物制药则出现短期财务绩效不佳的表现，累计超额收益率为-11.79%，也是 7 起 $CAR \leq 0$ 的并购事件中最低值，可见此次并购引起了较差的短期财务绩效效应。

从短期收益稳定性角度进行分析，华润医药在连续并购期间的短期绩效存在较大波动，缺乏稳定性。细究其原因，可以发现在华润医药并购选择中，不乏一些回报周期较长的企业，超前的产业布局注定在短期内很难看到实际回报，需要一定发展空间，项目成长，体系建立，而市场投资者们更偏向于短期内见到投资收益的选择，可使资金快速回笼，用于更多的投资中。投资者们抱着存在风险的评估，注重后期运营是否能让企业获利，因此投资态度并不积极，使得华润医药在多次并购事件中出现累计超额收益率表现并不乐观的市场反应。

5.2 财务绩效指标分析

本文财务绩效指标分析由五个部分组成，分别针对盈利能力、偿债能力、营运能力、成长能力四个指标进行分析，最后总结四个相关能力得出有关财务指标部分的分析。各指标数据采用华润医药 2016 年至 2022 年财报数据整理得出，期间 2017 年至 2021 年是华润医药连续并购活动相关年份，2016 年是连续并购开始前，2022 年为连续并购活动截点，通过相关数据分析，研究华润医药开展连续并购活动对公司财务绩效带来的主要影响。附财务指标评价体系表（表 5.2）。

表 5.2 财务指标评价体系表

指标类型	指标名称	计算公式	引用出处
盈利能力	总资产净利率	净利率/平均资产总额	张智威, 2021
	销售净利率	销售利润/销售总收入	
	净资产收益率	净利润/净资产	
偿债能力	资产负债率	负债总额/资产总额	张德超, 2022
	速动比率	速动资产/流动负债	钱红光, 2021
	流动比率	流动资产/流动负债	
营运能力	流动资产周转率	营业收入/平均流动资产总额	张昱琪, 2021
	存货周转率	营业收入/存货平均额	
	固定资产周转率	营业收入/平均固定资产净值	
	总资产周转率	营业收入/资产总额	
成长能力	主营业务收入增长率	$(\text{本期营业收入} - \text{上期营业收入}) / \text{上期营业收入}$	周来云, 2023
	净利润增长率	$(\text{本期净利润} - \text{上期净利润}) / \text{上期净利润}$	刘娇娆, 2023
	流动比率	流动资产/流动负债	

资料来源：笔者整理

此部分采用财务指标分析法，通过华润医药年报财务指标数据分析探讨连续并购活动对华润医药产生的财务绩效变化。并从管理、财务、经营协同效应

三个角度共同进行，涉及盈利能力、偿债能力、营运能力、成长能力等四个指标。盈利能力指标和成长能力指标属于经营协同效应，偿债能力指标属于财务协同效应，营运能力指标属于管理协同效应。

5.2.1 盈利能力分析

盈利能力指标涉及协同效应理论中的经营协同效应，通常由企业总资产净利率、销售净利率、净资产收益率三个部分组成。分析三个数据各年间升降变化，研究企业盈利能力指标，同时得出部分管理协同效应发挥效果。以下通过整理华润医药 2016-2022 年财务报表相关数据得出盈利能力指标表（表 5.3）

表 5.3 华润医药 2016 年-2022 年盈利能力指标表

时间	总资产净利率%	销售净利率%	净资产收益率%
2016.12	2.16	3.81	9.39
2017.12	2.26	3.98	8.76
2018.12	2.40	4.02	9.94
2019.12	1.79	2.49	8.21
2020.12	1.65	2.66	7.56
2021.12	1.65	2.81	7.73
2022.12	1.7	3.08	8.25

数据来源：东方财富网，华润医药年报整理



图 5.4 华润医药 2016-2022 年盈利能力指标趋势图

数据来源：东方财富网，华润医药年报整理

由表 5.3 与图 5.1 可知，华润医药的总资产净利率、销售净利率、净资产收益率三个数据都有一个大致相同的表现情况：即在 2016 年至 2018 年呈上升趋势，2019 年相较于 2018 年则有较大幅度下跌，2020 年小幅度下降，2021 年则与上一年持平，至 2022 年小幅度回升。

华润医药的盈利能力综合指标在 2016 年至 2018 年的三年间小幅度上升是公司自 2016 年上市以来股价稳定，募集资金达到预期目的，资金链充裕，2017 年开始在并购市场表现活跃，开启连续并购活动，不断增加华润医药总资产积累，充足的资金帮助华润医药不断扩张。从 2022 年呈现的上升一定程度上体现了华润医药连续并购的成功，盈利能力指标稳中向好。

5.2.2 成长能力分析

成长能力指标也是企业并购经营协同效应发挥效果的一种参考数值，由主营业务增长率和净利润增长率两个数据组成。本文研究企业连续并购活动对财务绩效的影响，选用环比增长率进行分析研究。通过整理华润医药 2016-2022 年

财务报表得出有关华润医药的成长能力指标表（表 5.4）以及成长能力趋势图（图 5.2）。

表 5.4 华润医药 2016-2022 年成长能力指标表

时间	主营业务收入增长率 (近三年) %	净利润增长率 (近三年) %
2016.12	33.99	9.41
2017.12	27.09	25.04
2018.12	29.42	25.49
2019.12	30.47	-14.58
2020.12	16.17	-22.47
2021.12	24.84	-12.91
2022.12	24.29	53.86

数据来源：东方财富网，华润医药年报整理

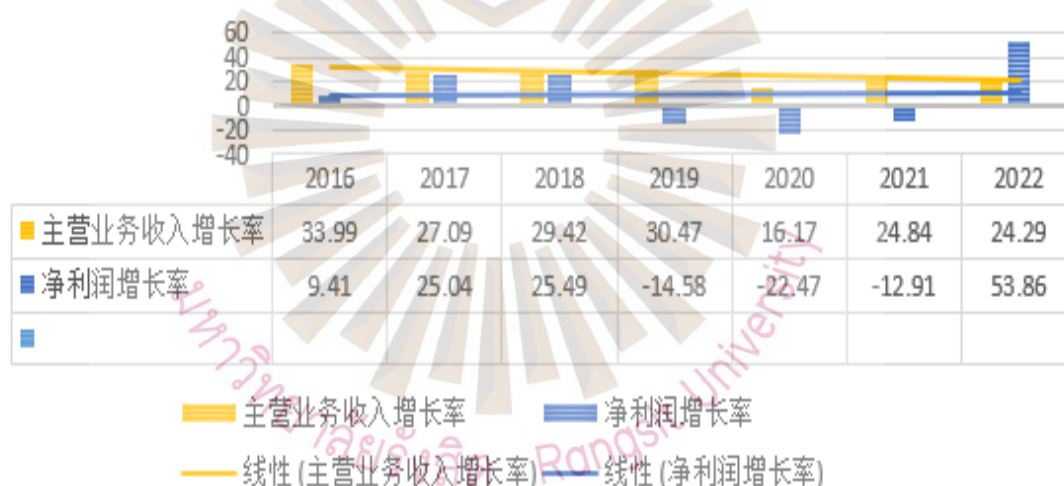


图 5.5 华润医药 2016-2022 年成长能力指标趋势图

数据来源：东方财富网，华润医药年报整理

华润医药 2016-2022 年主营业务收入增长率与净利润增长率表现有起伏不定的情况。首先 2016 年华润医药主营业务增长率较高，而净利润增长率偏低，原因是华润医药正处于上市的初始阶段，正在加快市场份额的扩张，因此主营业务营收较高，而净利润在分销及零售板块处于让利多销，因此净利润增长率表现不佳。2017 年与 2018 年华润医药扩张成效显著，主营业务营收及净利润增长

率皆取得长足进步，得益于前期的市场份额占领成长能力指标表现较好。2019年，华润医药的连续并购活动稳定展开，主营业务收入增长率持续较好。2020年，主营业务增长率与净利润增长率分别为16.17%与-22.47，皆为2016-2022年中成长能力最低值，考虑到2020年为中国新冠疫情爆发最严重阶段，社会经济整体停滞且下滑迅速，环境影响因素较大，因此成长能力指标表现较差。在2021-2022年，两项数据得到快速回升，并且值得关注的是2022年净利润增长率达到53.86%，有一定因素是前一阶段该数据表现不佳，但进步较为明显，足已证明华润医药前期布局正确，主营业务收入增长率与净利润增长率表现较好，华润医药在连续并购活动后企业成长能力尚佳。

5.2.3 营运能力分析

营运能力指标是企业管理协同效应发挥效果的重要检验，主要通过流动资产周转率、存货周转率、固定资产周转率、总资产周转率五个数值体现。在企业的发展过程中，稳定企业管理秩序，维持运营状态，是一项重要任务，而华润医药连续并购活动就是在进行企业的快速扩张，针对研究华润医药连续并购带来的财务绩效变化需要对营运能力指标进行分析。根据营运能力指标表（表5.5）及营运能力趋势图（图5.3）进行分析。

表 5.5 华润医药 2016-2022 年营运能力指标表

时间	流动资产周转率（次）	存货周转率（次）	固定资产周转率（次）	总资产周转率（次）
2016.12	1.72	7.77	12.50	1.20
2017.12	1.67	7.17	12.67	1.17
2018.12	1.57	7.21	12.91	1.13
2019.12	1.56	7.77	13.20	1.12
2020.12	1.43	7.17	11.91	1.01
2021.12	1.46	7.42	12.80	1.03
2022.12	1.46	7.24	12.99	1.04

数据来源：东方财富网，华润医药年报整理

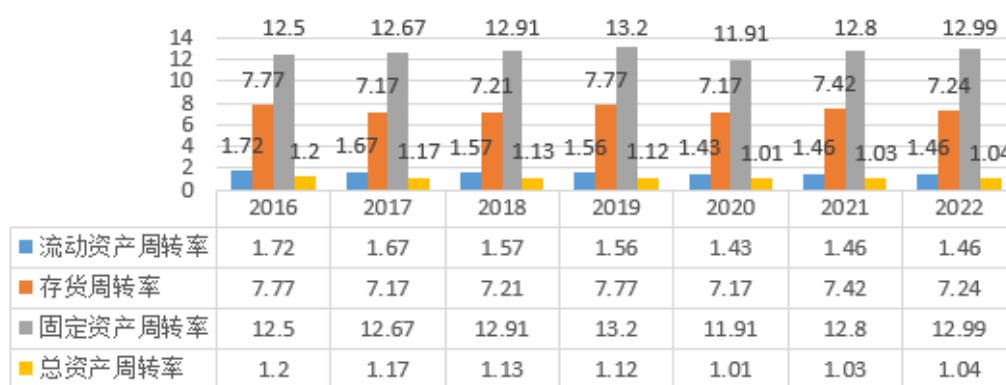


图 5.6 华润医药 2016-2022 年营运能力指标趋势图

数据来源：东方财富网，华润医药年报整理

如表 5.5 及图 5.3 所示，华润医药流动资产周转率在 2016-2022 年期间呈略微下降的总体趋势，但起伏变动较小，基于华润医药在 2017-2022 年期间开展连续并购行为，总体战略是快速发展市场，并购补强短板，布局空白板块，会造成一定程度上资金回笼缓慢，因此流动资金周转率表现一般，但对于华润医药总体发展影响不大。存货周转率方面，华润医药在 2016-2022 年间此数据有小幅起伏，2022 年相比 2016 年有一定程度下降，而华润医药生产线众多，产品种类丰富，在连续并购后企业得到扩张，生产能力加强，存货有一定程度积压，是造成存货周转率较低主要原因。

华润医药连续并购期间固定资产周转率虽然处于较低水准但整体呈上升趋势，主要得益于华润医药在不断的扩张中整合资源，利用整体协同的管理方法，将固定资产整体运转投入生产中。总资产周转率在 2016-2022 年期间呈逐年下降趋势，由 2016 年的 1.20 降至 2022 年的 1.04，基于华润医药在开展连续并购期间，快速扩张，提高市场份额，布局全体产业链的战略规划，这样的行为必然会造成企业资金流转不畅，从而导致总资产周转率的下降。通过分析华润医药营运能力指标，四个数值的起伏均较小，略有下降但仍能维持在同一水平线，在企业扩张的情况下营运能力变化不大，在连续并购后需要将管理协同效应更好的发挥出来。

5.2.4 偿债能力分析

偿债能力指标在企业协同效应理论中反映的是财务协同效应，主要通过参照资产负债率、速动比率、流动比率等三个数据进行研究分析。判断企业长、短期偿债能力由现金周转、借款偿还能力的高低体现，是企业正常发展的必备条件。本文通过整理华润医药 2016-2022 年财务报表得出相关偿债能力指标表（表 5.6）。

表 5.6 华润医药 2016-2022 年偿债能力指标表

时间	资产负债率%	速动比率%	流动比率%
2016.12	59.47	1.05	1.32
2017.12	60.72	1.01	1.23
2018.12	65.66	1.03	1.24
2019.12	63.38	1.04	1.25
2020.12	61.78	0.99	1.20
2021.12	61.79	1.04	1.25
2022.12	62.62	1.03	1.25

数据来源：东方财富网，华润医药年报整理

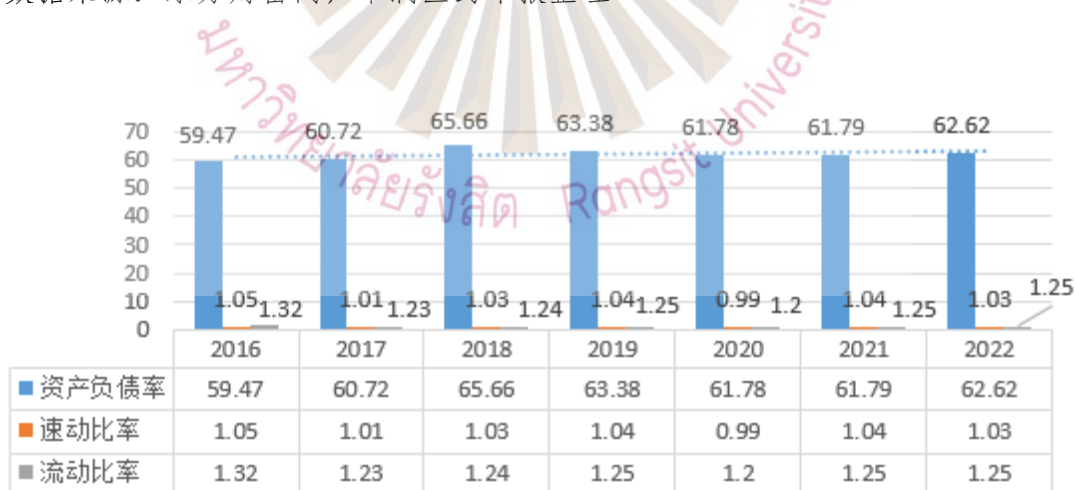


图 5.7 华润医药 2016-2022 年偿债能力趋势图

数据来源：东方财富网，华润医药年报整理

短期偿债能力由流动比率与速动比率体现，首先从整体上看，流动比率与

速动比率都呈下降趋势。根据表 5.6 与图 5.4 可知, 经过一系列连续并购行为, 华润医药流动比率由 2016 年的 1.32% 下降至 2022 年的 1.25%, 而在 2017 年流动比率就由 1.32% 至 1.23%, 降幅为参考年份之最, 一般而言, 企业的流动比率最佳值应在 2% 以上, 因此华润医药与企业最佳流动比率尚有一定差距。在速动比率方面, 2016 年较 2022 年下降不大, 但整体下降的趋势反应了与流动比率数据同样的结果, 速动比率表现相对稳定但数值依旧较低。由此可见连续并购行为并没有为华润医药的短期偿债能力带来提升。

长期偿债能力通过总资产负债率进行分析, 由表 5.6 以及图 5.4 可知, 华润医药资产负债率在连续并购前后呈上升趋势, 且在 2018 年达到了历年最高值的 65.55%, 在长期偿债能力方面来看华润医药的偿债安全性还有待提高。

5.2.5 基于熵权法评价华润医药连续并购综合财务指标

目前, 学术界有关企业连续并购的综合财务指标绩效评价的方法很多, 例如层次分析法、平衡计分卡绩效评价法、模糊综合评价法等, 但评价结果易出现偏颇, 因为需要考虑过多主观因素。而熵权法相较而言客观性更高, 近年被运用于经济领域较多, 以企业财务数据为基础, 它主要依据指标包含信息量大小确定其权重, 反映指标间的相互比较关系, 能更好地解决本文针对华润医药财务指标的综合评价。

熵权法表明, 若某个指标的信息熵 E_j 越小, 则指标值的变异程度越大, 其所能提供的信息量越多, 在综合评价中能起到的作用就越大。反之同理。

1) 首先将所有评价指标进行无量纲化处理, 假设选取 n 年作为样本, 设计 m 个评价指标 X_{ij} 表示第 i 年的第 j 个评价指标值 ($i=1,2,3,\dots,n$; $j=1,2,3,\dots,n$), 处理后的数据用 X'_{ij} 表示:

$$X'_{ij} = (x_{ij} - m) / (M - m)$$

其中， M 是 x_{ij} 的最大值，而 m 是 x_{ij} 的最小值，且因为使用数据具有意义，需要消除 0 值，因此需要对无量纲化后的数据进行平移，平移公式即：

$$X_{ij}' = X_{ij} + \alpha \quad \text{而} \quad \alpha = 1$$

2) 计算第 j 个指标比重或是贡献度 Y_{ij} 公式如下：

$$Y_{ij} = X_{ij} / \sum_{i=1}^n x_{ij}$$

3) 计算第 j 个指标的熵值即 E_j 的公式如下：

$$E_j = -\frac{1}{\ln n} \sum_{i=1}^n Y_{ij} * \ln(Y_{ij})$$

4) 计算第 j 个指标的熵权即 W_j 的公式如下：

$$W_j = \frac{1 - e_j}{\sum_{i=1}^n (1 - e_j)}$$

5) 计算财务指标综合得分即 S_i 的公式如下：

$$S_i = \sum_{j=1}^m W_j Y_{ij}$$

本文选取华润医药在上市后展开连续并购期间 2016 年-2022 年的财务数据进行分析，主要根据前文所研究总结分析出有关盈利能力、成长能力、营运能力、偿债能力的相关财务指标作为数据基础，对华润医药连续并购的财务指标使用熵权法进行综合评价研究。计算 X_{ij} 值建立基础数据矩阵，指标汇总表见表 5.7。

表 5.7 华润医药 2016-2022 年财务能力数据矩阵表

指标	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	TYPE
总资产净利率 (%)	2.16	2.26	2.40	1.79	1.65	1.65	1.7	P
销售净利率 (%)	3.81	3.98	4.02	2.49	2.66	2.81	3.08	P
净资产收益率 (%)	9.39	8.76	9.94	8.21	7.56	7.73	8.25	P
近三年主营业务收入增长率 (%)	33.99	27.09	29.42	30.47	16.17	24.84	24.29	P
近三年净利润增长率 (%)	9.41	25.04	25.49	-14.58	-22.47	-12.91	53.86	P
流动资产周转率 (%)	1.72	1.67	1.57	1.56	1.43	1.46	1.46	P
存货周转率 (%)	7.77	7.17	7.21	7.77	7.17	7.42	7.24	P
固定资产周转率 (%)	12.50	12.67	12.91	13.20	11.91	12.80	12.99	P
总资产周转率 (%)	1.20	1.17	1.13	1.12	1.01	1.03	1.04	P
资产负债率 (%)	59.47	60.73	65.66	63.38	61.78	61.79	62.62	N
速动比率 (%)	1.05	1.01	1.03	1.04	0.99	1.04	1.03	P
流动比率 (%)	1.32	1.23	1.24	1.25	1.20	1.25	1.25	P

数据来源：东方财富网，华润医药年报整理

根据表 5.7 综合所得，根据熵权法初步的数据计算，可以看出华润医药 2016-2022 年的 12 项财务能力指标中只有资产负债率一项指标是 N 值（即负向指数），其余 11 项指标均呈 P 值（即正向指数）表现，由此可见熵权法评价体系下，连续并购活动对华润医药的财务绩效变现影响是可观的。华润医药保持的高资产负债率以及在连续并购活动中坚持使用现金支付的支付方法，向市场上募集的资金越多，而自身的现金流量用于支付并购扩张，这样的资产负债结构使得长期负债偿债能力存在一定的风险问题；但其余的十一项财务指标均表现良好，特别是盈利能力指标与成长能力指标部分的数据表现较为突出，各项数

据在小幅度欺负状态下有一定的上升趋势，说明连续并购活动期间华润医药的长期财务指标较为稳定。

本文上述公式计算华润医药 2016-2022 年财务数据指标标准化结果，将财务数据进行无量纲化，计算华润医药的财务指标标准化结果（数据保留三位小数），展示华润医药各项财务指标的在熵权法评价体系下的进一步表现，以此得出标准化矩阵表（表 5.8）：

表 5.8 华润医药 2016-2022 年财务指标标准化矩阵表

指标	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
总资产净利率	0.680	0.813	1	0.187	0	0	0.067
销售净利率	0.862	0.973	1	0	0.111	0.209	0.385
净资产收益率	0.769	0.504	1	0.273	0	0.710	0.289
近三年主营业务收入增长率	1	0.645	0.783	0.845	0	0.512	0.479
近三年净利润增长率	0.417	0.622	0.628	0.103	0	0.125	1
流动资产周转率	1	0.827	0.482	0.448	0	0.103	0.103
存货周转率	1	0	0.066	1	0	0.416	0.116
固定资产周转率	0.457	0.589	0.775	1	0	0.689	0.837
总资产周转率	1	0.842	0.631	0.578	0	0.105	0.157
资产负债率	1	0.798	0	0.368	0.626	0.625	0.491
速动比率	1	0.333	0.667	0.833	0	0.833	0.667
流动比率	1	0.250	0.333	0.416	0	0.416	0.416

数据来源：公式计算所得

由于上述研究的标准化指标中存在 0 值，因此根据前文提到的标准化数据平

移公式将数据向右平移 0.01，从而得到平移后的 X_{ij} 值，消除零值，将更为客观的展现连续并购活动对华润医药财务指标的影响，以此得出华润医药财务指标平移矩阵表（表 5.9）：

表 5.9 华润医药 2016-2022 年财务指标平移矩阵表

指标	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
总资产净利率	0.680	0.813	1.001	0.186	0.001	0.001	0.067
销售净利率	0.862	0.973	1.001	0.001	0.111	0.209	0.385
净资产收益率	0.769	0.504	1.001	0.273	0.001	0.071	0.289
近三年主营业务收入增长率	1.001	0.645	0.783	0.845	0.001	0.512	0.480
近三年净利润增长率	0.417	0.622	0.628	0.103	0.001	0.125	1.001
流动资产周转率	1.001	0.827	0.482	0.448	0.001	0.103	0.103
存货周转率	1.001	0.001	0.066	1.001	0.001	0.416	0.116
固定资产周转率	0.457	0.589	0.775	1.001	0.001	0.689	0.837
总资产周转率	1.001	0.842	0.631	0.578	0.001	0.105	0.157
资产负债率	1.001	0.798	0.001	0.368	0.628	0.625	0.491
速动比率	1.001	0.333	0.667	0.833	0.001	0.833	0.667
流动比率	1.001	0.250	0.333	0.416	0.001	0.416	0.416

数据来源：公式计算所得

根据本文上述公式计算第 j 个指标比重或是贡献度 Y_{ij} 值，随后根据公式得到有关指标比重的数据矩阵表（表 5.10）：

表 5.10 财务指标比重数据矩阵表

指标	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
总资产净利率	0.247	0.296	0.364	0.067	0.001	0.001	0.024
销售净利率	0.243	0.274	0.282	0.001	0.031	0.059	0.108
净资产收益率	0.264	0.173	0.343	0.093	0.001	0.024	0.099
近三年主营业务收入增长率	0.234	0.151	0.183	0.198	0.001	0.120	0.112
近三年净利润增长率	0.144	0.214	0.216	0.035	0.001	0.043	0.345
流动资产周转率	0.337	0.279	0.162	0.151	0.001	0.034	0.034
存货周转率	0.384	0.001	0.025	0.384	0.001	0.160	0.044
固定资产周转率	0.105	0.135	0.178	0.229	0.001	0.158	0.192
总资产周转率	0.301	0.253	0.190	0.174	0.001	0.031	0.047
资产负债率	0.255	0.204	0.001	0.094	0.160	0.159	0.125
速动比率	0.230	0.076	0.153	0.192	0.001	0.192	0.153
流动比率	0.352	0.088	0.117	0.147	0.001	0.147	0.147
流动比率	0.352	0.088	0.117	0.147	0.001	0.147	0.147

数据来源：公式计算所得

根据本文计算出相关指数，求出指标的熵值,熵权评价法结果表（表 5.11）：

表 5.11 熵权评价结果表

指标	熵值	差异系数	熵权
总资产净利率	0.692	0.307	0.141
销售净利率	0.808	0.191	0.088
净资产收益率	0.804	0.195	0.089
近三年主营业务收入增长率	0.903	0.096	0.044
近三年净利润增长率	0.803	0.196	0.090
流动资产周转率	0.790	0.209	0.096
存货周转率	0.648	0.351	0.161
固定资产周转率	0.905	0.094	0.043
总资产周转率	0.814	0.185	0.085
资产负债率	0.895	0.104	0.047
速动比率	0.897	0.102	0.047
流动比率	0.863	0.136	0.063

数据来源：公式计算所得

最后利用标准化数据与权重结果相乘后加总结果得到四大能力综合得分 S_i ,

再将四大能力数据相加得到华润医药 2016-2022 年间各年份的财务指标综合得分情况，得华润医药财务指标综合得分表（表 5.12）：

表 5.12 华润医药 2016-2022 年财务指标综合得分表

年份	盈利能力	成长能力	营运能力	偿债能力	综合得分
2016	0.327	0.201	0.489	0.424	1.442
2017	0.324	0.179	0.319	0.195	1.019
2018	0.428	0.199	0.277	0.141	1.043
2019	0.065	0.134	0.428	0.229	0.857
2020	0.015	0	0	0.088	0.104
2021	0.039	0.901	0.186	0.265	0.581
2022	0.105	0.209	0.172	0.222	0.709

数据来源：公式计算所得

运用熵权评价法对华润医药进行综合财务指标分析，以盈利能力、成长能力、营运能力、偿债能力等四个财务指标为主要数据基础进行综合评价研究。

在熵权评价法下针对华润医药的盈利能力及成长能力两项有关经营协同效应指标中，可以看到华润医药 2016 年对比 2022 年，盈利能力指标数据都略有下降，而成长能力指标则有较大突破，且在熵权评价中成长能力是最为稳定的一个部分，且 2016 年与 2022 年对比有一定增长。分析其中主要原因分析为华润医药通过连续并购后整合资源，产业体量增大，经营管理规模扩张，造成的盈利能力短暂下降，且在逐步回升。成长能力指标的进步证明华润医药未来经营协同方面有足够的空间继续扩大企业效应，连续并购一定程度上加快了企业发展。

在营运能力指标方面，熵权计算下呈现小幅度波动状态，且除固定资产周转率外其余三项数据在连续并购结束后都低于连续并购前。可以看出华润医药连续并购行为在目前并没有实质上提高企业的营运能力水平，生产力的增加而

分销能力尚未完全发挥造成了周转能力的略微降低。全产业链战略布局的快速扩张状态下，各项资源还未充分发挥，管理协同效应的效果并不显著，但状态较为稳定，且在熵权评价中代表营运能力的四项数据都为 P 值，即正向相关表现。

偿债能力指标分为了短期偿债能力和长期偿债能力，而其中代表长期偿债能力的资产负债率指标是 12 项相关财务指标中在熵权评价法下呈现 N 值表现的数据，即负向相关表现。在华润医药连续并购财务指标分析中，流动比率的最佳值是 2%，且当前数值距离目标仍有一定差距；速动比率数据相较连续并购前亦有小幅度下降，但参考历年的轻微波动，速动数据比率变化不大。华润医药短期偿债能力在连续并购后有下降趋势，但保持在正常运营范围。华润医药的长期偿债能力从连续并购前 59.47% 增加到 62.62%，且在 2018 年达到 65.66% 的峰值，连续并购为华润医药带来的商誉增加对长期偿债能力有一定影响，且参考熵权评价法中针对偿债能力所计算部分的综合得分最低，可见华润医药的偿债能力安全值得关注。

参考表 5.11 与 5.12 所得熵权评价法分析结果，连续并购对华润医药财务指标具有一定起伏影响，且在 2020 年，各项综合指标皆表现不佳，但考虑到有全球新冠疫情的客观影响因素，华润医药能维持综合得分部分正数表现已是较佳。熵权评价计算中，在 2020 年后华润医药各项财务指标总体有向上升回暖趋势，可见连续并购对华润医药的长期财务指标影响较为正向，具备连续并购发挥企业协同效应潜力。

5.3 非财务绩效指标分析

非财务绩效指标分类较为广泛，其中涉及企业并购效果或是连续并购目的研究的相关数据集中在市场效应和行业集中度、规模经济效应分析、产业结构和商业信誉等。如中国学者肖莹（2021 年）采用品牌影响力反映市场占有率，以此分析国瓷材料的非财务绩效指标；翟文博（2019 年）在研究阿里巴巴连续

并购财务绩效变现中，利用规模经济效应作为非财务绩效指标研究连续并购绩效表现；王东（2022 年）对亿帆医药的连续并购绩效研究时，非财务绩效指标的依据时产业结构与商业信誉的变化。

5.3.1 市场占有率及行业集中率分析

本文分析案例华润医药市场占有率长年位居中国医药行业前三，而中国医药行业的行业集中率近年正在逐步提高。中国医药行业头部企业有国药控股、上海医药、华润医药以及九州通医药公司，在中国商务部 2022 年公布的《药品流通行业运行统计分析报告》中指出，以上四家医药企业 2022 年主营业务收入占全国医药流通行业市场总额的 45%，可见中国医药行业的行业集中度之高。根据中国商务部历年医药行业研究报告及华润医药历年披露财报整理出华润医药 2016-2022 年市场占有率统计表（表 5.13）。

表 5.13 华润医药 2016-2022 年市场占有率统计表

时间	医药行业总额	华润医药营收额	行业占比
2016 年	18393 亿	1402 亿	7.62%
2017 年	20016 亿	1442 亿	7.20%
2018 年	21586 亿	1662 亿	7.70%
2019 年	23303 亿	1831 亿	7.85%
2020 年	24149 亿	1687 亿	6.98%
2021 年	26064 亿	1936 亿	7.43%
2022 年	27700 亿	2270 亿	8.19%

数据来源：中国商务部统计数据、华润医药年报整理

1) 国医药行业市场不断扩大

由表 5.7 可知，中国医药 2016-2022 年行业销售总额持续呈上涨趋势，发展能

力逐步增强。医药行业一直是世界各个国家重点发展行业，涉及社会保障、国民健康、民生稳定等国体大计，社会经济贡献度高。中国医药的蓬勃发展同时要求着国内医药企业需要不断增强自身实力，在激烈的市场竞争中扎稳脚跟。华润医药自 2016 上市后便积极开展并购扩张活动，2017-2022 年的连续并购行为取得的重大成效，自身核心竞争力得到提升，为中国医药行业持续发展贡献重要力量。

2) 华润医药市场份额占有率稳定，小幅度稳健提升

在国内医药市场不断扩大的情况下，华润医药要通过不断扩张企业量稳定市场份额占有率，行业内各个板块布局优势资源，不断补强短弱。在 2009 年并购江中药业等四个企业后华润医药体量得到有效增大，市场占有率得到提高。2020 年在全国疫情的影响下，虽然医药行业继续保持增长，但华润医药营业收入受到较大影响，因此市场份额下降明显。2021 年华润医药前期连续并购初步完成目标，并在 2022 年达到自上市以来的最高值 8.19%，以此可以肯定华润医药在连续并购达到企业扩张，稳定市场份额并稳健提升的的战略规划初见成效。

5.3.2 规模经济效应分析

华润医药通过连续并购活动，增强产业链衔接，扩大生产规模，同时将自身优势板块持续加强。本文将用规模经济效应分析根据华润医药三大业务板块进行分别解析研究。

1) 制药业务增长表现良好

华润医药制药业务在开展连续并购活动后得到大力增强，产业链升级，专业生产线达到 180 余条，可生产 626 种医药产品。2022 年华润医药制药板块实现分布收益港币 401.67 亿元，相较 2016 年的 223.75 亿港元得到大幅提升，主要原

因是连续并购使得华润医药研发制药能力增强，专业性药物生产增多，制药平台增加，其中，生物药、中药以及化药各业务板块收入实现普遍增长。在 2021 年成功收购博雅生物后，2022 年生物药业务收入 22.19 亿港元，填补 2016 年以前的生物药业务空白。

2) 医药分销业务保持稳定

医药分销一直是华润医药主营业务收入主要构成部分，自上市以来一直保持 80%以上的营收占比，成熟的医药分销网络体系在连续并购行为得到持续增强。华润医药连续并购积极推进医药分销业务转型，2022 年医药分销业务实现分部收益港币 2050.62 亿元，较 2016 年 1303.13 亿港币增长 57.36%。截至 2022 年已建立 30 家独立医疗器械公司，业务覆盖国内 29 个省份，业务上游与超过 3000 家器械生产企业建立业务联系，下游覆盖去全国 20000 家医院，规模经济效益发挥显著。

3) 医药零售业务快速扩展

在国内医药市场快速发展的背景下，医药零售业务作为华润医药三大主营业务板块之一同样受到高度重视。2022 年华润医药大的医药零售业务实现分部收益 88.37 亿港元，较 2016 年的 39.14 亿港元上涨 49 亿港元。自 2019 年底发生的新冠疫情以来，华润医药零售业务收入增长点在于抗疫产品的销售增加。通过不断并购加强的产业链升级，生产规模增加，医药产品丰富，同时借强大的分销运输网络，华润医药建立起自身的线下医药零售店的体系。截至 2022 年，华润医药在全国范围内共有 793 家自营零售药店，其中包括 228 家 DTP 专业药店。在线下门店体系扩张抢占市场的同时，华润医药积极推进药店数字化转型、提高线上化率，推动线上线下一体化商业模式，发挥规模经济效应作用。

5.3.3 产业结构和商业信誉分析

1) 对产业结构的影响

华润医药通过上市后五年时间的 13 次连续并购活动，初步达成完善产业链体系和扩宽销售渠道的目的，营收水平逐步提高，进一步增加医药市场份额。在其原有的产业基础上，并购使华润医药不断丰富产业线，有效建立更加科学更加专业的研发平台，医药产业布局更为合理，生产系统更有规模性和效益性。

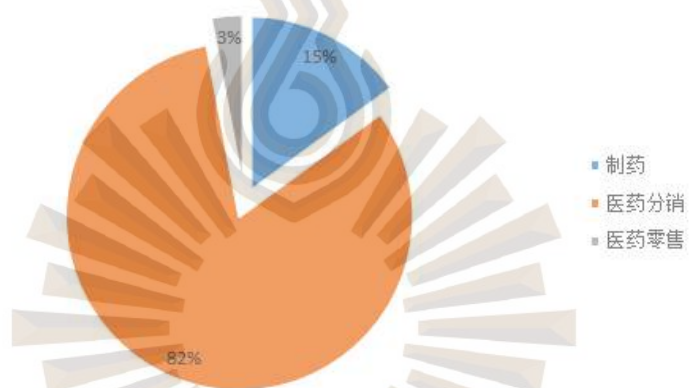


图 5.5 华润医药连续并购后（2021 年）主营业务营收分布图

数据来源：华润医药年报整理

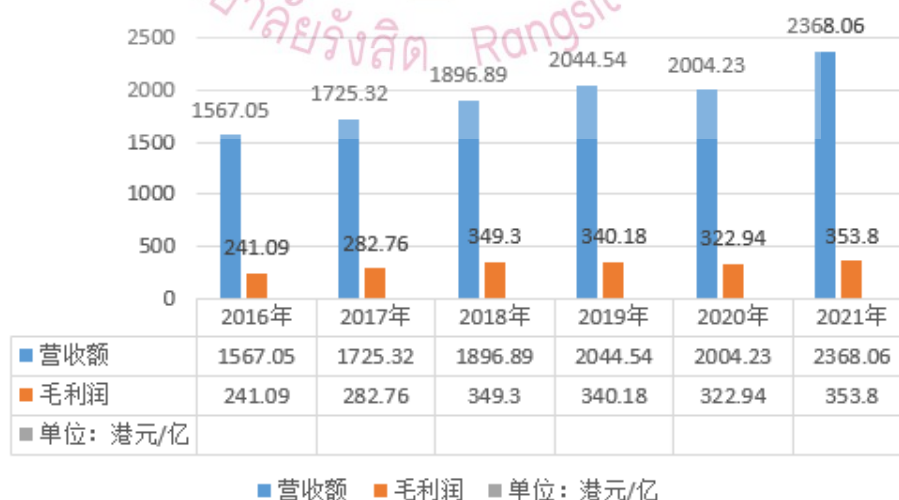


图 5.6 华润医药 2016-2022 年营业财务图

数据来源：华润医药年报整理

根据图 5.5 以及图 5.6 可知，华润医药在 2016 年完成上市后，将所募资金的 40% 以上用于并购医药行业的其他相关企业，以此壮大公司发展的目的已经有效达成。在五年间连续的开展并购活动，营收额快速提升，期间虽然有停滞或滑落，但考虑到中国自 2019 年底开始的疫情影响因素，全行业经济下滑，华润医药依旧保高水准营收及稳定的毛利水平。连续并购虽为大幅度改变产业结构不均衡的局面，医药分销板块依旧是华润医药主营业务营收的最大部分，但制药板块略有上升，且医药零售维持原状。在华润医药整体营收大幅上升的情况下，产业结构依旧稳定，制药方面得到发展，得益于华润医药开展并购活动对医药研发的重视，且不断完善分销体系，使得华润医药在快速发展的情况下依旧保持产业结构稳定性。

2) 对商业信誉的影响

商誉是一种无形资产，是一家公司溢价收购另一家公司而产生的。商誉反映了一个商业实体资产和负债以外的账面价值，通常运用于收并购方面的安排上。商誉占总资产比率是指企业商誉占本公司总资产的百分比，如果商誉占总资产比率增加则意味着总资产保持不变，但企业商誉增加。

表 5.14 华润医药 2016-2022 年商誉情况表

	商誉	商誉较上年增加	商誉/总资产占比
2016 年	174.048 亿/港元	10.103 亿/港元	13%
2017 年	205.446 亿/港元	31.398/亿港元	12.8%
2018 年	198.048 亿/港元	-7.392 亿/港元	11.2%
2019 年	193.064 亿/港元	-4.984 亿/港元	10.2%
2020 年	210.721 亿/港元	17.657 亿/港元	10.1%
2021 年	249.015 亿/港元	38.294 亿/港元	10%

数据来源：华润医药年报整理

由表 5.14，华润医药在上市后至 2021 年，使企业商誉整体呈上升趋势，且 2021 年相较 2016 年数据对比涨幅较高。企业并购是是商誉上涨的主要原因，且商誉越高代表企业偿债能力将面临更大挑战。华润医药上市后五年中开展的连续并购活动使得商誉提高，但商誉/总资产的占比却在逐年下降，这说明华润医药在连续并购活动中将资产估值控制得较好，公司商誉并未遭受太大影响，且商誉占总资产比率呈逐年下降趋势，华润医药在连续并购期间商业信誉方面表现较为良好，总体趋势稳中向好。



第 6 章

研究结论与启示

6.1 研究结论

本文以华润医药为研究案例，首先通过对国内外相关研究文献在连续并购动因、绩效表现以及评价方法的数据，并介绍当前国内医药行业发展与企业并购的现状；其次简要概述华润医药当前基本情况、并购战略，结合华润医药的企业发展规划分析研究连续并购动因；最后通过财务指标分析法研究连续并购的长期财务绩效，使用事件研究法分析了华润医药各起并购事件为企业带来的短期财务绩效影响，并用通过分析市场占有率及行业集中度等非财务指标研究相关市场效应；最终总结得出有关动因、特点、绩效三个方面的研究结论：

1) 华润医药连续并购寻求快速扩张，企业战略布局层层递进

通过对对华润医药公司的整体发展战略以及并购动因分析，并深入研究华润医药的连续并购的开展模式可以发现：近年来推进连续并购主要目标为打造制药技术、分销网络、医疗服务以及医疗器械研发与全产业链体系。华润医药和整体市场战略布局层层递进，期望通过并购补强短弱。制药领域加强原料药、中成药、化药以及生物的研发，增加产品种类，提高对医药资源端、渠道端的把控；医药分销板块加强销售体系的建立，并积极开办独立综合医院，整合并购标的带来新旧分销网络，并增加医疗器械业务的推进力度；医药零售板块线下门店不断增多，医药服务标准不断提高，积极构建线上线下一体化的医药商业模式。通过华润医药连续并购达成了顺应行业发展趋势，转型构建药品研发制造、医疗服务、药品及医疗器械销售为一体的综合健康医疗服务商的初步目

标，同时为华润医药走向未来国家化战略布局打下坚实基础。

2) 并购支付方式单一，连续并购对短期绩效影响不佳

通过对华润医药连续并购特征的分析可以发现，并购涉及的产业以及并购方式有所不同，但 2016-2021 年华润医药展开的 13 次并购支付方式都采用了现金支付。现金支付方式虽有利于保护股权，但同时也会影响企业资金链运转，会使短期偿债面临一定风险。使用事件分析法对华润医药连续并购行为进行研究分析，可以看到的是华润医药历次并购引起的市场反映有波动，且为累计超额收益率为负数的次数较多，因此连续并购期间华润医药的短期财务绩效的表现结果并不理想。但分析总结和发现并购后财务绩效有所起伏不代表是消极的市场反应，其中受企业并购策略影响较大，需要华润医药在并购完成后进一步整合资源，提高产业链协同，有效提高企业的核心竞争力。

3) 长短期偿债能力存在不足，市场发展尚具有成长潜力

本文从财务经济效应看待华润医药连续并购行为，而长期财务绩效的分析则较为稳定，各年波动幅度不大，且多数指标整体呈上升趋势，可以判断连续并购行为华润医药的长期财务绩效带来了较为正向的影响，虽然一些有潜在的常规风险，但符合企业长期发展可控范畴。但经过分析发现，华润医药长期保持高资产负债率，短期偿债能力也未达到企业最佳值，需要提高偿债能力风险识别意识。针对行业市场方面的研究分析从华润医药连续并购的张略规划角度，可以看出中国医药市场正在快速发展，华润医药希望在此背景下保住行业地位同时提高市场份额，要求其在激烈的竞争中获得更大的产业平台支持，因此需要经历产业整合的阵痛期。华润医药连续并购又快速扩张的阶段经历了新冠疫情的影响引起了短期市场占有率下滑，对连续并购后的资源整合以及布局造成一定影响，但后期的迅速回升证明了华润医药的市场战略布局方向正确，将逐

步扩大市场优势，具备较大的成长发展空间。

6.2 对策建议

1) 资源合理分配，利用协同效应发挥企业优势

通过本文研究分析发现，企业开展连续并购活动能否为其带来实际经济效益，实现既定规划目标，关键在于并购企业对资源整合利用的过程。近年华润医药开展的连续并购行为，其中的并购标的大多数属于医药行业产业链综合性较强的企业，集制药、销售以及相关医疗服务于一体，华润医药并购后应注重优质资源的合理分配利用，协调各方合作，推进产业共同发展。规模效应的实现以及经营管理模式上的协同调动，需要时刻关注企业并购后的整合方针，加强被并购企业的内部管理以及相关变化，及时反馈信息，针对性解决问题，以此促进经营协同效应最大化发挥。除了注重资源合理分配外，还需关注并购前后期的相关风险，根据风险分析可以更好在并购快速整合各项业务，保障企业正常运行的同时可以是优势资源得到合理利用，促进企业在并购后得到健康的全面发展。关于财务方面的整合，需要统一相关的财务管理模式，控制成本并且针对潜在的财务风险做出合理规避措施，同时应当加强监管力度，保障内部财务平稳运行，促进并购绩效的提升。

2) 丰富并购支付方式，关注市场波动规律改善短期绩效表现

在华润医药连续并购的研究中，发现其连续并购期间内的 13 次连续并购均采用了同一种支付方式——现金支付，这种方式虽然能有效保护股权，但也存在风险。在目前医药行业高速发展的情况下，华润医药通过连续并购行为取得了一定成绩，但要在千变万化的市场形势下保持稳定发展的同时又可以时刻抵挡风险，是需要到大量的资金准备保证生产的，因此华润医药应该丰富并购的支付手段，保证顺利扩张的同时，合理利用并购支付方法，减轻资金链压力，

降低现金准备压力。

根据本文事件分析法研究数据发现，华润医药的线下并购时间短期财务效应发挥并不理想，累计超额收益率为负值的并购事件占据多数，可见，并不是所有的并购事件都可以为企业在短期内带来积极的效果。因此要求企业在连续并购活动期间，关注市场波动规律，针对短期财务绩效反映做出合理选择，采用适当的措施改善并购对短期绩效的影响。

3) 识别风险与深挖潜力同步进行，避免企业产业链盲目整合

在针对华润医药的长期财务绩效分析中发现，总体的长期绩效表箱相对稳定，且又大部分数据指标呈上升趋势，但也发现了华润医药长期保持的高负债率的问题，且短期偿债能力表现也没有达到最佳值，还有逐年小幅度下降的趋势，企业偿债能力的风险值得注意。华润医药在加强对偿债能力风险控制的同时，还应该对并购后存在的潜在风险进行识别，例如财务的统一管理以及产业链方面的资源整合，需要加强统一的管理，提升防范，规避风险。

因此华润医药在选择并购时机与并购标的时应合理评估市场风险，审视自身战略规划与发展现状，以做出最符合企业经营发展战略的选择。倘若并购标的企业选择失误，可能会对企业原先的运营管理体系造成影响，并阻碍企业对新市场的开发，使企业无法达成预期目标。在并购前后分析并购目标的未来发展潜力，针对企业发展进行合理规划，产业链细分归类，避免盲目整合造成资源浪费现象的发生。并购的风险识别可以帮助企业在并购后平稳过渡正常运行，而潜力深挖则需要合理的资源注入与扶持，以促进企业整体共同发展。

6.3 研究不足与展望

6.3.1 研究不足

本文的不足之处在于绩效评价中提出的评价分析指标是通过企业并购动因选取的，这导致最终的评价分析结果可能会有一定局限性和数据偏差，由于选取的指标无法完全抹除有关主观性的影响，所以在绩效评价分析的结果并不能完全实现预期要达到的客观结果。

6.3.2 研究展望

中国已经进入新的发展轨道，社会经济由高速发展转向平稳运行阶段，力求稳中向好的经济发展形式，在此背景下，各行业竞争将愈发激烈，以并购活动为企业扩张战略的企业应当更加注重自身核心竞争力开发，并购标的应符合企业自身长期发展的战略选择，从而助力企业保持长期发展能力。在华润医药的连续并购活动中，通过并购掌握到更多生产技术以及制药平台，以此增长核心竞争力，医药企业掌握了核心技术既可以掌握更多的市场，前瞻布局才能不断开拓新的领域，占据主动优势。由此可见，在企业并购中，应当以获取更多核心技术、增强核心竞争力为目标，获取更多优势资源，实现市场地位的领先。

以华润医药的连续并购为例，其他行业的企业可借鉴并购经验，企业在开展并购活动时应通过并购实现产业类型的丰富化、实现产品线整合，进一步完善资源整合，多领域经营分散风险，为企业发展提供更多保障。同时，应吸取相关经验教训，在企业发展应全局角度出发，合理开展并购活动，多元化经营的前提应当是强大的整合能力，如果并购后获得的新产业无法与原有的优势产业无法形成有效联合，那么对于企业发展而言将得不偿失。在市场竞争中秉持不进则退的发展动力，积极顺应行业发展趋势，推动企业不断进步，为社会经济提供更多贡献。

参考文献

- Andrea, B., & Giovanna P. (2013). Is M&A different during a crisis? Evidence from the European banking sector. *Journal of Banking and Finance*, 3(12). 12-13.
- Zhe, C., & Xie, J. (2016). The Ecological Footprints of Greenfield FDI and Cross-border M&A Sales. *Environmental Modeling & Assessment*, 10(6). 7-9.
- Harford, D. (2004). Exploring qualitative data as predictors for M&A: Empirical analysis of target firms' letters to shareholders. *Cogent Business & Management*, 3(1). 16-19.
- InedChkir, U., & Naagush A. (2020). Does merger & acquisition (M&A) strategy matter? A contingency perspective. *European Management Journal*, 6(6). 22-23.
- Issah, A. (2020). Post M&A innovation in family firms. *European Journal of Innovation Management*(ahead-of-print). 10(6). 7-9.
- Mary, B. (2013). Mergers and Acquisitions in the Serials Industry. *Serials Review*, 3(12). 12-13.
- John, A. (2016). Cross-border M&A, greenfield FDI and the onset of intrastate conflict, 1990–2015. *International Trade, Politics and Development*, 7(3). 43-46.
- James, W., & Mark E. (2005). Managing Business Risks During a Merger or Acquisition. *Pharmaceutical Technology*, 3(10). 33-35.
- Mary, B. (2013). Mergers and Acquisitions in the Serials Industry. *Serials Review*, 3(3). 55-57.
- Pawel, B., & Andrew, Y. (2022). Accounting Firms in the European M&A Advisory Market. *British Journal of Management*, 11(4). 15-19.
- Park, W. (2007). Analysis and Suggestion of the Taxation on the Constructive Dividend in M&A. *Korean Journal of Taxation Research*, 2(2). 16-20.

参考文献（续）

- Stuki, N. (2012). The impact of fintech and banks M&A on Acquirer's performance: A strategic win or loss?. *Borsa Istanbul Review*, 11(6). 6-9.
- Shane, S. (2019). Firm mergers and acquisitions (M&As). *Managerial Finance*, 2(6). 7-11.
- Schupper, N., & Thompson, W. (1983). Research on the relationship between managerial overconfidence and M&A decision-making-moderating role based on board vigilance. *Applied Mathematics and Nonlinear Sciences*, 7(2). 24-26.
- Tomas Reyes.(2018).Limited attention and M&A announcements. *Journal of Empirical Finance*, 6(11), 5-7.
- Vincent, V. (2017). Banker: M&A outlook positive despite some lower multiples. *Chemical Week*, 15(21). 33-37.
- Yinag, Z. (2020). M&A goodwill and corporate technological innovation: The mediating moderating effect of stock pledges. *PloS one*, 7(8). 6-9.
- Yoko, S. (2018). Long-term strategic effects of mergers and acquisitions in Asia-Pacific banks. *Finance Research Letters*. 6(9). 18-23.
- 冯丽颖, & 任世驰. (2021). 基于并购估值的合并商誉来源、经济性质与会计处理方法研究. *中国软科学*, 12(01), 114-126.
- 黄嫚丽, & 李静. (2020). 基于时间过程视角的连续并购研究综述. *管理学报*, 2(09), 1412-1422.
- 刘娇娆. (2023). 以转型升级为导向的制造业民企连续并购绩效研究——以东山精密为例. *财会通讯*, 11(06), 112-118.
- 刘焕焕. (2020). 爱尔眼科连续并购的绩效分析(硕士学位论文).中南财经政法大学, 中国.

参考文献（续）

- 李敏才, & 卢坪鑫. (2022). 连续并购学习效应及绩效研究的案例分析. *商业会计*, 11(24), 39-42.
- 来子微. (2021). *基于产业链的医药企业连续并购绩效研究* (硕士学位论文). 北京交通大学, 中国.
- 芦苗. (2022). *经济政策不确定性对上市公司并购的影响研究* (硕士学位论文). 西安理工大学, 中国.
- 刘敏, & 祖建新. (2022). 上市公司连续并购动因及绩效研究. *绿色财会*, 4(05), 19-23.
- 门久久. (2016). 连续并购的绩效研究——基于华电国际的经验数据. *会计之友*, 3(12), 91-97.
- 潘文泳, & 朱小明. (2023). 经济政策不确定性对企业并购的影响研究. *大连理工大学学报*, 12(03), 36-44.
- 钱红光, & 陈非池. (2021). 长短期窗口视角下医疗企业连续并购绩效研究——以乐普医疗为例. *商业会计*, 11(14), 70-74.
- 宋雪. (2019). 基于长短期窗口的连续并购绩效分析——以复星医药为例. *市场周刊*, 6(07), 3-6.
- 孙烨, & 侯力赫. (2022). 上市公司为什么会连续并购: 生来不同吗?. *商业经济与管理*, 5(09), 30-41.
- 王敬西. (2022). *基于EVA-BSC方法的企业并购绩效分析* (硕士学位论文). 内蒙古农业大学, 中国.
- 王东. (2022). *医药企业连续并购绩效研究* (硕士学位论文). 云南师范大学, 中国.
- 吴超鹏, 吴世农 & 郑方镛. (2008). 管理者行为与连续并购绩效的理论与实证研究. *管理世界*(07), 126-133+188.

参考文献（续）

- 肖振宇. (2021). 经济政策不确定性对企业并购绩效的影响 (硕士学位论文). 天津大学, 中国
- 肖玉果. (2021). 星星科技连续并购后续发展思考. *合作经济与科技*, 11(19), 118-120.
- 鱼海波. (2021). 我国企业并购中的财务风险及防范. *财经界*, 9(28), 152-153.
- 张瑞麒. (2021). 上市公司商誉会计处理存在的问题及对策. *中小企业管理与科技*, 4(12), 164-166.
- 祝敏. (2022). 动态能力视角下电子制造企业连续并购研究——以立讯精密为例. *经营与管理*, 4(02), 27-33.
- 周来云. (2023). 东山精密连续并购绩效分析. *合作经济与科技*, 8(02), 107-109.
- 张国富, & 路凤姣. (2021). 企业并购财务绩效研究——以福安药业为例. *中小企业管理与科技*, 8(11), 79-81.
- 张若涵. (2021). 企业并购财务整合的问题与对策建议——以达实智能并购久信医疗为例. *理论观察*, 9(01), 65-69.
- 张若涵. (2020). 企业并购效果评价及分析——以达实智能并购久信医疗为例. *中国总会计师*, 5(11), 46-49.
- 张德超. (2022). 华统股份连续并购绩效评价研究. *全国流通经济*, 7(02), 91-93.
- 张帅. (2021). 经济政策不确定性对企业并购行为的影响研究. *市场周刊*, 7(10), 15-19.
- 张迪, & 乔玉洋. (2022). 基于事件研究法的顺丰控股连续并购市场效应研究. *物流科技*, 7(05), 53-55.

个人简历

姓 名	潘德镇
出生日期	2000 年 8 月 8 日
出 生 地	广西壮族自治区百色市
教育背景	本科：广西财经学院 专业：会计学，2022 学年 硕士：泰国兰实大学 专业：工商管理，2023 学年
联系地址	广西财经学院（明秀西路 100 号）
联系邮箱	1114641688@qq.com

