

分类号 _____
U D C _____

密级 _____
编号 10741

兰州财经大学

LANZHOU UNIVERSITY OF FINANCE AND ECONOMICS

硕士学位论文

(专业学位)

论文题目 恒瑞医药轻资产运营模式下的企业价值
创造研究

研究生姓名: 蔺雪林

指导教师姓名、职称: 高天宏 教授 罗凡 高级经济师

学科、专业名称: 会计硕士

研究方向: 企业理财与税务筹划

提交日期: 2021年5月30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： 蒲雪琳 签字日期： 2021.6.3

导师签名： 高天彦 签字日期： 2021.6.5

导师(校外)签名： 马 签字日期： 2021.6.12

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： 蒲雪琳 签字日期： 2021.6.3

导师签名： 高天彦 签字日期： 2021.6.5

导师(校外)签名： 马 签字日期： 2021.6.12

Research on the corporate value creation of Hengrui Pharmaceuticals under the asset- light operation model

Candidate : Lin Xuelin

Supervisor: Gao Tianhong Luo Fan

摘要

在国家经济转型和深化医疗改革的大背景下,医药工业企业该如何应对机遇和挑战对自身进行转变,采用何种运营方式来发展壮大公司,从而实现价值创造是个值得探讨的问题。作为 A 股医药之王的恒瑞医药经过多年的不断发展,转型采用轻资产运营模式,一跃成为市值最高的医药股。本文以恒瑞医药作为案例研究对象,来探寻其实施轻资产运营模式后实现价值创造的路径及效果。

本文以价值创造相关理论为基础,以恒瑞医药为例,通过分析行业现状、经营情况、轻资产运营模式的财务特征与动因,结合动因推导出价值创造的路径。其次,选取恒瑞医药 2015-2019 年相关数据,从企业现金流、财务绩效和经济增加值三方面的财务指标,分析和评价企业创造的价值,以企业价值创造的效果来印证恒瑞医药轻资产运营模式下企业价值创造的路径,总结经验启示以供相关企业借鉴。

通过本文研究发现:第一,通过企业运营模式的转变,恒瑞医药加大研发投入,其对于企业发展具有积极推动作用;第二,恒瑞通过对产品质量的不懈追求,对专业化的严格要求,将其转化为企业持续竞争力,使得企业价值持续提升;第三,通过现金流、财务绩效以及 EVA 分析,得知恒瑞在实施该模式后现金流充裕,发展可观,实现了价值创造。最后提出案例启示以供试图变革运营模式的医药企业借鉴。

关键词: 恒瑞医药 轻资产 财务绩效 经济增加值

Abstract

Under the background of national economic transformation and deepening medical reformation, it is worth discussing how to deal with the opportunities and challenges of pharmaceutical enterprises to change themselves and how to develop the company by some operating modes to realize value creation. After years of continuous development, Hengrui Medicine, the biggest medicine company of A-share market, has adopted the asset-light operation mode. It has become the highest valued pharmaceutical company. This paper takes Hengrui Medicine as the researching object to explore the path and effect of realizing value creation after implementing the asset-light operation mode.

Based on the theory of value creation, taking Hengrui Medicine as an example, this paper analyzes the current situation of the industry, the operation situation, the financial characteristics and motivation of the asset-light operation mode, and deduces the path of value creation by combining the motivation. Secondly, this paper selects the relevant data of Hengrui Medicine in 2015-2019 to analyze and evaluate the value created by enterprises from the three aspects of financial indicators, namely, cash flow, financial performance and economic value added of enterprises. Then it evaluates the value created by enterprises in the asset-light operation mode of Hengrui based on the effect of enterprise value creation, and summarizes the experience for relevant enterprises to learn from.

Through the research of this paper, it is found that: Firstly, through the transformation of enterprise operation mode, Hengrui Medicine has increased the investment in research and innovation, which has a positive role in promoting the development of enterprises. Secondly, Hengrui pursues the product quality and strictly demands specialization, and transforms it into the sustainable competitiveness of the enterprise, which makes the enterprise value continuously improve. Thirdly, through the analysis of cash flow, financial performance and EVA, it is found that Hengrui has abundant cash flow, considerable development and realized value creation after the

implementation of this mode. Finally, the case enlightenment is proposed for reference for pharmaceutical enterprises that try to reform.

Keywords: Hengrui Medicine; Light asset ; Financial Performance; Economic value added

目 录

1 绪论	1
1.1 研究背景及意义	1
1.1.1 研究背景.....	1
1.1.2 研究意义.....	1
1.2 文献综述	2
1.2.1 轻资产运营模式研究.....	2
1.2.2 企业价值创造研究.....	4
1.2.3 轻资产运营模式与企业价值创造关系研究.....	5
1.2.4 文献述评.....	6
1.3 研究内容与方法	7
1.3.1 研究内容.....	7
1.3.2 研究方法.....	7
2 概念界定和基础性理论	9
2.1 概念界定	9
2.1.1 轻资产.....	9
2.1.2 轻资产运营模式.....	9
2.1.3 价值创造定义.....	10
2.2 基础性理论	11
2.2.1 微笑曲线理论.....	11
2.2.2 护城河理论.....	12
2.2.3 价值创造理论.....	12
3 恒瑞医药轻资产运营模式现状	14
3.1 医药行业现状分析	14
3.1.1 行业发展现状.....	14
3.1.2 轻资产运营现状分析.....	15
3.2 恒瑞医药案例介绍	16
3.2.1 恒瑞医药简介.....	16

3.2.2 恒瑞医药经营情况.....	18
3.3 恒瑞医药轻资产运营模式财务特征	20
3.3.1 固定资产比重低.....	20
3.3.2 流动资产比重高.....	21
3.3.3 流动负债比重高.....	22
3.3.4 长期负债比重低.....	22
3.4 恒瑞医药运用轻资产运营模式的动因	23
3.4.1 资源配置不合理，谋求创新转型.....	23
3.4.2 企业运营成本高，以求抵御风险.....	23
3.4.3 行业政策影响大，积极应对市场.....	24
4 恒瑞医药轻资产运营模式下的价值创造路径分析	25
4.1 资源合理配置，创新战略思维	25
4.1.1 扩大轻资产比例.....	25
4.1.2 改进销售模式.....	26
4.1.3 优化应收账款管理.....	27
4.2 降低运营成本，减少企业内部风险.....	28
4.2.1 剥离非核心业务.....	28
4.2.2 内源融资为主.....	28
4.2.3 注重现金流管理.....	30
4.3 打造“护城河”，延长企业价值增长期	30
4.3.1 增强核心竞争力.....	31
4.3.2 提升商标品牌价值.....	31
4.3.3 高度重视研发投入.....	32
5 恒瑞医药轻资产运营模式下的价值创造效果评价	34
5.1 自由现金流分析	34
5.1.1 现金流量质量分析.....	34
5.1.2 现金流分析.....	35
5.2 财务绩效分析	35
5.2.1 盈利能力分析.....	36

5.2.2 营运能力分析.....	37
5.2.3 偿债能力分析.....	39
5.2.4 发展能力分析.....	40
5.3 经济增加值分析.....	42
5.3.1 税后净营业利润计算.....	43
5.3.2 调整后资本计算.....	44
5.3.3 加权平均资本成本计算.....	44
5.3.4 经济增加值（EVA）计算.....	45
6 结论与启示	47
6.1 研究结论	47
6.2 案例启示	48
6.2.1 提前做好应对行业政策的准备.....	48
6.2.2 做大做强核心产品或业务.....	48
6.2.3 加大研发投入，打造核心竞争力.....	49
6.2.4 尝试探索适合自身的轻资产模式.....	49
6.3 展望	49
参考文献.....	51
后 记.....	55

1 绪论

1.1 研究背景及意义

1.1.1 研究背景

当下,科技发展日新月异,商业环境变幻莫测,为企业转型变革创造了机遇。当下企业间不仅面临产品的竞争,同样更为激烈的竞争是企业采用何种运营方式。2001年,麦肯锡最先提出了“轻资产运营模式”,这种运营模式给试图创新变革运营方式的企业家们指明了方向。

随着政府对医疗行业的持续关注,百姓对医疗卫生的高度依赖,中国医药行业市场潜力巨大,发展前景广阔。然而,目前国外药企大肆抢占国内市场,使得国内医药企业间的竞争更为激烈,加之国内医改措施的实施不仅没有缓解这一问题,反而进一步加剧了国内药企间的竞争。如今,在我国医药制造行业竞争压力凸显的同时,同质化的产品竞争力小,市场需求量不高,药企面临着迫切转型发展的境地,这就需要从根本上解决这一问题。而传统的医药企业固定资产比重较高,属于重资产发展模式,如何改变这一运营方式,从根本上解决这一问题,是医药企业需要解决的燃眉之急。基于此,轻资产运营模式的出现为药企改革运营方式提供了指引,以期通过改变运营模式达到企业新的发展机遇。

近年来恒瑞医药迅速崛起,成为A股医药企业中市值最高的医药股,其研发创新能力力度大,差异化产品竞争力强,发展潜力巨大。恒瑞医药多年来致力于研发创新,从研发强劲的团队到专利授权,再到创新药的开发,积极培育竞争优势,通过剥离非核心业务,凭借企业自身长期积累的品牌价值、研发能力和专利技术等轻资产,来降低重资产比重。随着轻资产运营模式的推进,恒瑞医药以专业化作为企业立足之根本,保持着高速发展的良好态势。

1.1.2 研究意义

(1) 理论意义

经济增加值以其在衡量企业是否实现了价值创造而受到了普遍认可,本文将

以经济增加值来评价轻资产运营模式下企业是否实现了价值创造。国内学者对于轻资产运营模式和企业的价值创造关系的理论研究还不够丰富,针对这一主题的研究,没有形成系统的理论体系。本文从恒瑞医药现金流、财务绩效和经济增加值三方面来评价其实现的价值,通过相关财务指标横向、纵向对比分析轻资产运营模式对企业价值创造的影响,希望有助于丰富关于轻资产运营模式和企业的价值创造关系的理论研究。

(2) 现实意义

轻资产运营模式如何影响企业创造价值?从实践上来看,目前国内对轻资产运营模式的实务研究主要集中在互联网、房地产、服装、家电等行业,对医药行业的研究较少。目前较多企业普遍选择轻资产运营模式,能够合理规划企业的总体财务战略,加大技术研发投入,引进高层次人才,降低固定资产比重,关注商标品牌价值,在企业保持既有竞争优势的同时,不断挖掘潜在优势,方能持续促进经济收益。作为医药行业的龙头企业之一,恒瑞医药在轻资产运营模式下为实现企业的价值创造所采取的一系列措施将有助于未来学者们在这方面进行更深层次的研究。从恒瑞医药的案例中,通过对其轻资产运营模式现状、财务特征和动因进行分析,可以推出轻资产运营模式下恒瑞医药实现价值创造的路径,然后对恒瑞医药轻资产运营模式下的价值创造效果进行评价,从而总结出该企业的经验以供相关企业借鉴。

1.2 文献综述

1.2.1 轻资产运营模式研究

(1) 国外研究现状

关于轻资产内涵特征的研究。Wernerfelt (1984) 认为轻资产是企业拥有的独特竞争优势,仅由企业掌握的难以复制的资源,该资源包含着“核心竞争力”下的各种要素。Barney (1991) 认为“轻资产”的形成主要有两种途径,一种是以高超手段整合企业资源,另一种是企业拥有难以复制且商业价值高的资源。Amit (1993) 认为企业轻资产最关键的要素是专利技术和品牌溢价,而企业的高级管理层认为市场的洞察力、客户网络、设计创新和人力资源等的管理是必要的。Robert R, Weiler (2011) 认为使用轻资产运营模式的企业具有生产制造、研发

设计和营销创新等方面的功能,判定轻资产运营是否成功主要依靠文化、人才和技术等因素。

关于轻资产运营模式应用的研究。Chiun-Sin Lin, Chih-Pin Huang (2010) 通过研究表明轻资产运营模式越成功的企业,投资回报率与该模式呈正相关关系,即公司拥有的轻资产多且质优,其投资回报率也就越可观。Georgiana Surdu (2011) 通过研究发现,很多企业把如何充分利用“外包”来达到“瘦身”作为企业发展的目的,转型轻资产运营模式,以达到提升市场竞争力的目的。Wei-Kang Wang (2017) 通过研究发现轻资产运营模式对价值链的管理来达到提高公司资源配置效率,优化公司组织结构以及改善公司企业绩效等的目的。Sang Hyuck Kim (2019) 认为轻资产运营模式特别重视客户资源、营销方式及品牌推广等,以增加销售收入。

(2) 国内研究现状

关于轻资产运营内涵的研究。孙黎、朱武祥 (2003) 认为轻资产主要包括企业声誉、适合的管理制度和专有技术等,即可以体现核心竞争优势的企业的各项资产的加总。白仁春 (2004) 认为轻资产运营的核心是借鉴杠杆原理,对各种资源进行整合利用,减少企业资金占用,将企业资源集中到附加值高的环节,以达到提高企业盈利能力的目的。魏炜和朱武祥 (2010) 认为轻资产运营实际上是智力资本的运营,是某种特殊的商业模式,通过对企业有限的资源重新整合配置,发挥类似杠杆的功能,从而达到以最低的资源配置创造出最大企业价值的目标。

关于轻资产运营特征的研究,学者作了如下表述:魏炜 (2010) 认为一般采用轻资产运营的企业将低附加值的业务外包出去,降低企业经营成本,减少对低附加值业务的投资,从而坚持持续的产品研发创新、建立自身商标品牌优势和建设分布合理的营销渠道等,为企业创造出更多经济价值。戴天婧、汤谷良 (2012) 认为采用轻资产运营模式的企业,通常专注于设计研发、终端渠道销售和营销模式等附加值高的环节,而不对固定资产进行重大的投入,以杠杆原理来撬动其它资源的方式运营企业。陈婕、徐莹 (2019) 认为轻资产运营模式是企业以核心轻资产为主,投入大量资金,为企业发展积累资本,致使企业出现轻资产比重较高的资产结构,从而保证企业进行合理的战略规划,本质上是打造核心竞争力,将资产轻盈化和灵活化,重新配置组合资源,创造出源源不断现金流。周泽将,李

鼎和王浩然（2020）认为轻资产运营的关键是集中整合优势资源，高度重视价值链上附加值高的环节，形成具有差异化的优势。风险过高一则会导致资金难以集中管理，过度占用原先应该投入到高附加值业务上的资金，将不利于企业培育核心竞争力，二则将会增加企业经营风险，导致企业经营状况恶化，陷入财务困境之中。

关于轻资产运营的实施手段，有学者作了如下表述：王鹤春（2012）提出了两种轻资产运营方式：第一，企业专注于附加值高的研发和营销环节，将非核心的重资产业务外包出去；第二，合理使用企业自有资源，以股权收购的途径，将有限的企业资金注入被收购的企业，使其重资产重换新生，为企业发展注入新活力。王军辉（2014）认为拥有大量“无形资产”是采用轻资产运营企业的显著特点，例如品牌、人力资本、关系资本、智力资本和专利技术等，形成这些“无形资产”需要企业重视轻资产，加大长期投入，对企业发展产生持续影响，使其对企业未来收益影响显著。

1.2.2 企业价值创造研究

（1）国外研究现状

关于价值创造能力的研究。上世纪，国外学者就对上市公司价值创造进行了研究，主要就财务指标的对比分析、影响价值创造因素等方面展开对价值创造能力的系统研究。McInnes J M（1971）通过研究发现，评价一个企业价值创造能力采用最多的指标则是投资报酬率。还有学者从定性与定量的角度通过可量化的指标分析，提出了关于判别权变绩效的综合体系方法，设计出考核价值创造水平的指标化综合评价体系。Laitinen E K（1991）认为企业有必要采用激励的手段来实施绩效考核办法，并制定有效的绩效考核评价体系，助力企业决策落地，执行有效，将有助于提升企业整体盈利水平，从而促进企业创造巨额收益。

关于价值创造能力指标构建的研究。Eriotis N P, Frangouli Z, Ventoura-Neokosmides Z（2002）认为价值创造是企业管理的终极目标，其通过访谈来确定体系中的分析指标，然后将目标企业的相关指标与行业平均指标进行比较分析，以确定提高企业价值创造能力的相应措施。Pinches E, Mingo K A, Caruthers J K（2002）认为评价价值创造能力的强弱可以从资本增值的视角进行分析，倡导

使用经济增加值（EVA）来衡量企业的经营效率，同时经济增加值（EVA）也可以反映出企业债务资本成本和股权资本成本，通过经营效率的高低来反映企业经营是否合理高效，通过价值创造的效果来反映价值创造能力的大小。Bartoloni（2013）认为在企业生产运营与发展的道路上，可以通过加大研发投入，提升创新能力，对于企业提高绩效水平有积极的作用。

（2）国内研究现状

关于价值创造能力影响因素的研究。陈永丽（2011）以 A 股创业板企业为研究对象，借助经济增加值（EVA）评价指标对影响价值创造能力的因素进行实证分析研究，结果表明：主营业务收入、净利润、董事会规模和股权结构等因素是影响其价值创造能力的主要原因。薛文艳（2012）发现，企业在一定程度上可通过减少适量的资本投入来增强企业软实力，达到提高净资产收益率（ROE）的目的，从而合理规划企业价值增长战略，以实现企业整体化盈利的目标。汤谷良、戴天婧（2012）认为整合业务资源，培育企业核心能力，保证充足的现金流是促进价值增值必不可少的要素，轻资产运营模式与价值创造的桥梁是企业拥有充沛的现金流。张永慧（2020）认为技术创新是影响企业发展的关键因素，尤其在科技进步、万众创新的今天，创新对企业的重要性显而易见，企业应重点关注研发投入，聚焦差异化的创新产品，力求增强研发创新能力，从而形成企业长期竞争力，以达到为企业创造价值的目的。

关于价值创造能力评价体系构建的研究。茆薇（2013）通过研究发现，轻资产运营模式通过降低资本成本和提高盈利能力来提升企业价值，从而影响企业经营绩效的变化，包括提升了企业的盈利、营运及偿债能力。刘爽、王军辉和刘玉锁（2014）通过研究发现，企业在轻资产运营模式下，可以降低债务和股权资本成本，从而进一步降低平均资本成本，然后通过优化投资结构，提高投资效率，增强获利能力来提升价值创造的能力。何瑛、胡月（2016）通过研究发现，公司须以价值驱动的资金战略位原则，从财务战略与经营战略协同的角度出发，重点聚焦于价值链核心环节，推动业务整合，增强企业核心竞争力并实现价值创造。

1.2.3 轻资产运营模式与企业价值创造关系研究

国内外学者关于这二者关系的研究较少，理论体系不够完善成熟。戴天婧、

汤谷良（2012）认为企业采用轻资产运营模式的关键是企业拥有良好高质的现金流量结构，实施以现金流为导向的财务战略是实现企业价值最大化的有效途径。薛文艳（2012）认为轻资产运营模式的实施有助于企业价值的增长，主要在降低成本、减少资本支出、提升业务竞争力和软实力来提高企业灵活性等方面发挥着关键作用。茆薇（2013）认为企业在轻资产运营模式下能够形成合理的战略规划，对于财务安排执行性强，能够增强企业实现价值的的能力，对企业价值创造有积极的影响。王军辉（2014）认为轻资产运营是企业的发展战略，是能够实现企业价值创造的运营模式，提升企业竞争力不应仅仅着眼于扩大企业规模，还应着眼于核心的轻资产对企业价值的影响。

关于轻资产运营模式与价值创造关系的实证研究。张占贞（2016）通过对采用轻资产运营模式的公司进行实证分析发现，所选取的目标企业中较多的轻资产与企业相关能力指标呈正相关。公司应根据自身所拥有的轻资产，以科学、合理、严谨的配置方式配置资源，并采用更具竞争性的管理体系，以增强公司竞争力。戚英华（2017）经过研究发现，采用轻资产运营模式的企业有助于企业营业收入的增长，其营业利润率的提高主要得益于企业降低总成本，从而提高了企业的生产能力，并对企业价值创造能力产生积极的影响。吴晓霞（2018）经过回归分析发现，企业价值与重资产比率均呈负相关，与轻重资产比率呈正相关。

1.2.4 文献述评

综上所述，“轻资产”的概念最初是由企业核心竞争力中的各种因素产生的，并随着国内外学者的研究总结，逐渐发展并扩大。然而国内学者对轻资产的研究还不够深入，目前还处于起步阶段。国内学者关于企业价值创造的研究侧重于影响价值创造能力的因素及评价体系构建等方面，尚未形成完整的体系。从研究内容来看，以上文献大多是关于轻资产运营概念、特征、以及轻资产运营模式实施手段等方面的研究，而针对轻资产运营模式于企业价值创造关系的研究较少，但价值创造才是企业生存发展的最终目的，同样是股东和管理层最为关注的问题。在对研究对象进行分类后，发现学者们针对二者关系的研究主要集中于家电、互联网、服装、房地产行业等，对医药企业中实施轻资产运营模式的研究较为缺乏，因此本文的研究对于试图转型轻资产运营的医药企业具有较强的实践指导意义。

1.3 研究内容与方法

1.3.1 研究内容

本文采用文献研究法与具体案例结合的方法，以恒瑞医药为例，通过分析行业现状，经营情况，轻资产运营模式的财务特征与动因，结合动因推导出价值创造的路径。接着结合上述分析，从自由现金流、财务绩效和经济增加值三方面来评价恒瑞医药轻资产运营模式下企业价值创造效果，最后总结相关经验以供相关企业借鉴。

本文共分为六个部分，内容如下：

第一部分：绪论。该部分首先阐明了本文的研究背景和研究意义，其次对国内外研究文献进行梳理、总结，最后介绍主要研究内容和本文的研究方法。

第二部分：概念界定和基础性理论。该部分首先界定了与轻资产运营模式和价值创造有关的概念，其次阐述企业价值创造的相关理论，为后文的研究做铺垫。

第三部分：恒瑞医药轻资产运营模式现状。该部分分析行业发展现状、介绍案例企业、阐明轻资产运营模式下的财务特征以及转型的动因，为第四部分的写作打下基础。

第四部分：恒瑞医药轻资产运营模式下的企业价值创造路径分析。结合第三部分恒瑞医药实施轻资产运营模式动因，着重分析其在轻资产运营模式下实现价值创造路径，从而证实恒瑞医药轻资产运营模式特有的优势或短板。

第五部分：恒瑞医药轻资产运营模式下价值创造效果评价。这部分在第四部分价值创造的路径分析的基础上，主要从自由现金流、财务绩效和经济增加值三方面对企业价值创造效果进行分析评价，从价值创造的效果对价值创造的路径进一步印证。

第六部分：结论与启示。通过对恒瑞医药轻资产运营模式动因、价值创造路径及效果评价，本章将总结恒瑞医药运用轻资产运营模式下的价值创造研究结论并提出相关案例启示，从而为其他医药企业变革运营模式提供一定的经验借鉴。

1.3.2 研究方法

本文采用文献研究法和案例分析相结合的方法，本文以案例分析法为主。

文献研究法主要是通过查阅、搜集和梳理国内外文献,形成系统的理论基础,以坚实的理论研究支撑本文的研究。案例分析法:本文以恒瑞医药为案例研究对象,从案例角度对理论进行论证,通过对其实实施轻资产运营模式的动因分析,推导出其在轻资产运营模式下实现价值创造的路径,接着对其价值创造的效果进行分析评价,最后总结案例启示以供其他医药企业借鉴。

2 概念界定和基础性理论

2.1 概念界定

2.1.1 轻资产

学术界将轻资产的定义分为广义与狭义两种。广义上的“轻资产”是企业拥有的全部资产中范围较小并且资本占用较少的资产。狭义上的“轻资产”是指企业拥有的“虚”的资产，是企业在经营管理中利用知识资本推动发展，从而产生属于企业自身的软实力，其认为主要是指用于形成企业文化、商标品牌、人力资源、专利技术、研发创新、营销渠道和客户管理等方面的资产。也有学者认为轻资产是对企业有限的资源的充分整合利用，从而获取最高收益，达到为企业创造价值的目的。

轻资产是企业的一种特殊资源，其特点是占用资金少、灵活轻便、适应性强，并可加快对外部环境的反应速度，以确保现金流的安全性，实际上是体现企业核心竞争力的各种资源。它不仅包括在年度报告中出现的无形资产，例如商标、长期股权投资、专利和商誉等，而且还包括没有在报表中出现的，但同样能够为企业带来价值的资产，例如创新设计、客户关系、人力资源、供应链网络和工艺流程等

本文认为轻资产的核心应该是体现企业核心竞争力的“虚”的东西，例如研发创新、品牌文化、专利技术和营销推广等，这些“虚”资产占用资金少，显得轻便灵活，所以“轻”。

2.1.2 轻资产运营模式

轻资产运营模式最初是麦肯锡在 2001 年为光明乳业提出的，随后便受到广泛普及和高度重视。孙黎和朱武祥(2003)认为的轻资产运营模式是立足于企业智力资本，其包括关系资本和组织资本，从这种无形资产的角度出发，利用企业各种资源，以实现战略目标，即在即在有限的资源下获得巨大的商业价值的某种运营方式。刘爽，王军辉，刘玉锁(2014)认为轻资产运营模式是企业以核心轻资产开展运营，这种核心轻资产即是企业投入的合适的资本，主要包括专利技术、品

牌价值、人力资源和研发能力等核心轻资产。杜海霞(2015)将认为轻资产运营模式是企业结合智力资本,高效配置资源,借助财务杠杆的作用实现企业价值的运营方式。汤谷良、高原(2016)认为在轻资产运营模式下,企业为了提升品牌影响力,培养长期竞争优势,应加大研发创新和市场营销的财务预算投入,以最低的资本投入撬动企业有限资源,打造企业独特的核心竞争力,从而达到获取巨额商业价值的目的。

结合上述轻资产概念,本文认为轻资产运营模式的定义为:企业根据自身特点和优势,打造企业独特轻资产,借助杠杆原理,达成最优业务组合,从而使达到价值最大化的一种运营模式。轻资产运营模式实际上是重新整合和优化企业资源的一种手段,是企业资源分配系统,是企业整合资源、应对市场变化以及培育竞争优势的战略决策。

2.1.3 价值创造定义

David P.Norton (1992)指出,企业价值创造可分为以下四种情况:第一,企业价值创造是指企业在短时期内可以实现价值的某种行为,这种行为须是在一定时期内可见的,为达成目标而付出的实践行动,即在企业价值增长过程中不断提高研发设计、生产销售等职能的主观能动性,从而助力企业实现短期价值增长。第二,企业价值创造指的是企业在很长时期内实现长期价值的过程,这种长时期的行为,其形成的结果短时期内并不明朗,但对企业的长远发展具有深远的影响,主要通过加强研发新的技术和产品,拓展新市场份额,进一步提高企业营业收入的持续增长。第三,企业价值创造是指为客户创造的价值,即从客户的角度而言,客户对产品或服务能达到最大程度的满意与认可,然后对有不满意或不认可的部分进行改善与更新,达到同为客户创造价值的目的。第四,企业价值创造是指为利益相关者创造的价值,即从利益相关者角度出发,在实现价值的过程中,对利益相关者的要求高度重视,对不足之处应保持充分的警惕,达到同为利益相关者创造价值的目的。

拉帕波特(2002)认为企业价值创造是企业通过采取某种战略规划,变革经营模式,最后达到的某种经济后果的方式。要达到价值创造的目的,就必须在战略的高度上运筹帷幄,再辅以资源高效配置,方能决胜千里。他认为要实现企业

价值创造须从以下方面出发：一是紧紧抓住变革机遇，结合内外部环境与自身实际情况进行变革，即何时变革；二是在众多的战略中采用适合自身的战略来指导变革，力求达到最大的效果，即如何变革；三是如何执行战略变革助力其落地，则需要企业上行下效，令行禁止，高效执行，即如何将变革战略落地。

Priem (2007) 认为企业价值创造是指在为企业创造价值的过程中，企业利用自身拥有的资源，为客户提供产品与服务，解决客户需求，得到客户的满意与认可。

综上所述，本文认为价值创造指的是企业在经营发展过程中，整合企业的资源投入能力、研发能力、生产能力、销售能力、创新能力等一系列要素后实现企业绩效的增加以及企业价值的增值，并且从中激发出企业可持续的竞争优势。

2.2 基础性理论

2.2.1 微笑曲线理论

1992年，施振荣先生提出了微笑曲线理论，一经提出就引起了极大关注，经过不断的发展完善，该理论已深入企业运营发展之中。企业应重点关注高附加值的产品与服务，加大投入比重，使其成为高获利的产品，发掘潜在竞争力，从而达到企业永续经营的目的。

微笑曲线是一条两端朝上的微笑嘴型曲线，其两端是附加值高的研发设计和销售环节，中间则是附加值最低的生产制造环节。随着科学技术的发展进步，产品生产周期缩短且生产环节价值低廉，同质化产品不断涌现，制造业竞争加剧，盈利空间骤降，为此，施振荣先生便提出了“微笑曲线”理论。而价值链上，同样强调上游的研发创新和下游的品牌营销是企业附加值高的环节，中间的生产制造环节则往往是属于劳动或资本密集型的业务，附加值较低。所以公司通常将有限资源集中于“微笑曲线”的两头，即主要专注于研发投入、创新研发新产品以及改进营销模式等高附加值环节，也被称为“轻资产运营”。

多年来恒瑞医药始终致力于研发创新，专注于附加值高的环节，且其研发投入在同行业中位居第一，将附加值低的生产环节外包出去，轻资产运营模式就是恒瑞医药对“微笑曲线”理论的完美解读。

2.2.2 护城河理论

2009年，帕特·多尔西详细地阐述了巴菲特的护城河理论，该理论讲述了企业在经营管理中使用轻资产的优势。

巴菲特认为企业如果在投资过程中使用轻资产，则该企业会具有很强的竞争力。他认为企业的核心竞争力是更为重要的“无形资产”，例如运营模式、客户资源、行业壁垒和商标品牌价值等相当于是保护企业的护城河，竞争对手无法取得这种竞争优势。帕特·多尔西补充了构成经济护城河的四大要素，即为无形资产、网络效应、成本优势和转换成本。具体指出无形资产是专利、品牌以及进入某个行业的准入许可；网络效应意味着用户越多，企业价值越大；成本优势则认为可以通过各种方式，持续的以低于竞争对手的价格出售产品；转换成本为用户放弃某种产品转头其他产品所付出的代价。该理论强调企业的成功不仅需要产品质优、管理规范，还须执行高效，尽快抢占市场先机。

本文认为研发创新、品牌文化、专利技术和营销推广等是保护恒瑞医药的护城河，这些稀缺的轻资产为其带来的竞争优势也越发明显，在同行业中具有很强的竞争力。

2.2.3 价值创造理论

企业价值是价值创造活动结果的反映。价值创造指的是企业在经营发展过程中，整合企业要素后实现企业绩效的增加以及企业价值的增值。价值创造理论体系分为古典利润理论、熊彼特“创新”理论、新古典利润理论以及企业能力理论四大体系。

古典利润理论的代表人物约翰·穆勒（John Stuart Mill）认为利润由经营管理报酬、风险承担报酬以及投入资本的利息构成。穆勒所指的利润并不是超过会计成本和机会成本后的剩余，因此不是经济利润，而是认为创造经济利润的首要条件是机会成本。

熊彼特“创新”理论是熊彼特（Joseph A. Schumpeter）从“创新”的视角来解释经济利润。他认为经济利润应归属于那些成功在企业创新的人们。熊彼特“创新”理论的贡献是将资本利得明确地从经济利润中抽离出来，缺陷是该理论

将“创新”的主体局限于企业家和商业领袖，而忽略了中层经理者和普通员工的创新性思维。

新古典利润理论代表人物曼昆认为，在消费者理性和市场高度竞争的假设下，厂商追求利润最大化，相互竞争将导致单一产品的利润趋向于零。新古典利润理论同前两种理论一样，仍局限于对单一产品的研究，即使将价值创造的研究视角从静态均衡拉到动态非均衡上，未能揭示企业获取持续竞争优势，实现源源不断的经济利润的原因。

企业能力理论是价值创造理论的新发展，主要研究企业取得长期竞争优势的方式，以达到实现长期经济利润的目的。与上述三种理论相比，企业能力理论不再局限于对产品周期的研究，而是把研究对象转向企业整体，从企业文化、核心竞争力、组织学习和内生社会资本等视角分析企业持续竞争优势，为企业价值创造理论提供了新的发展。

3 恒瑞医药轻资产运营模式现状

本章首先对医药行业现状及恒瑞医药案例进行简单介绍, 然后对恒瑞医药的轻资产运营模式的财务特征及其动因进行分析, 为后文的研究打下基础。

选择恒瑞医药作为案例研究对象主要由以下原因: (1) 自恒瑞医药 2000 年上市以来, 逐渐剥离非核心业务, 降低固定资产比重, 成为了轻资产企业; (2) 随着企业对创新药的高度重视, 研发投入成为医药行业中最高的企业, 每年创新药频出, 使企业具有独特的竞争优势; (3) 2019 年恒瑞医药便跃居 A 股医药行业市值第一, 成为医药行业的龙头企业, 特别是轻资产运营模式具有典型性与代表性, 因此以它作为研究对象具有借鉴启示性的意义。

3.1 医药行业现状分析

目前, 全球医药行业环境骤变, 政策不断更新完善, 面对此种境况, 医药企业急需变革创新, 以求新的发展机遇。纵观国内, 整合各级医疗卫生资源, 坚定“三医”联动改革步伐, 持续稳步推进健康中国战略, 医联体建设工程有条不紊地实施。在面对市场和宏观政策不确定的情况下, 医药企业不仅需要提高预判分析能力, 更须具有高度地前瞻性, 以应对复杂的外部环境。

3.1.1 行业发展现状

医药行业与民生息息相关, 发展受到政府和民众的广泛关注, 随着医疗体制的深化, 政府出台了一系列规范行业发展的政策法规和文件, 这些政策的出台极大的规范了医药制造业的发展秩序, 促进医药行业健康发展。

我国医药企业发展整体呈现出由快速增长到趋于稳定的态势。根据国家统计局数据统计, 2013-2017 年我国医药企业利润总额由 2071.67 亿元上升至 3324.81 亿元, 2019 年利润总额为 3119.5 亿元, 较上年同比增长 5.9%, 比同行业整体水平高 9.2%。医药制造业营业收入利润率约为 13.05%, 同比上升 0.3%, 比同行业整体水平高 7.19%。虽然行业发展速度有所放缓, 但医药行业总体上的销售收入和利润总额均在不断的上升。在人口结构调整、大健康发展战略以及政策引导等因素的影响下, 医药行业须结合外部因素, 积极调整产业结构, 整体呈现出较好的发展趋势。

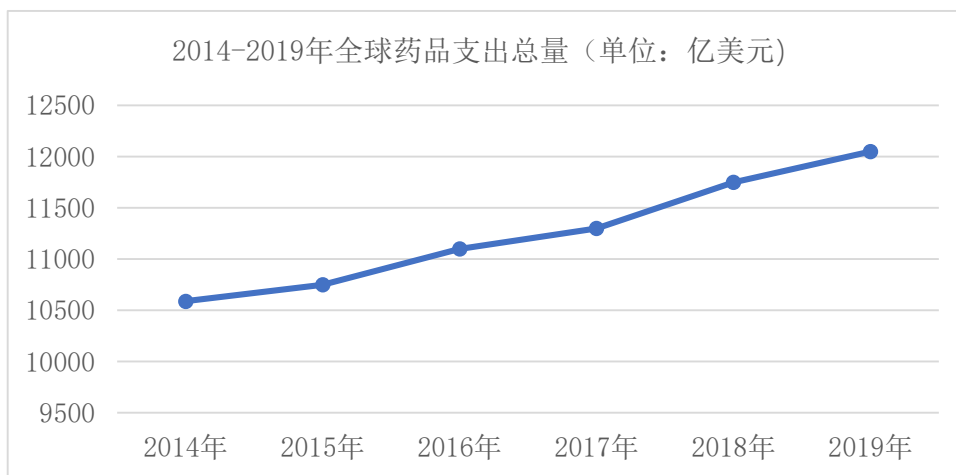


图 3.1 全球 2014-2019 年药品支出总量

由图 3.1 可以看出, 2014-2019 年全球药品支出总量持续上升, 据 IQVIA 数据预计, 全球范围内, 2023 年药品支出将达到 1.5 万亿美元, 中国每年药品支出总量将保持 3%-6% 的增速。2019 年医药制造业企业营业收入达 23908.6 亿元, 同比增长 7.4%, 比同行业整体水平高 3.6%。随着提高生产质量标准和环保要求的出台, 公立医院集中采购和 4+7 带量采购政策试点的推行, 仿制药一致性评价制度的实施, 提高对公立医院采购药品的疗效要求, 医药行业转型升级势在必行。规范化程度不高、研究能力较弱、资金实力不强、污染严重的企业经营压力增大, 这些企业将面临转型、寻求龙头企业并购或遭到市场淘汰, 而具有较强仿制药与原研药研发能力、销售能力及产品质量优势的企业将占据优势地位, 未来医药制造行业内企业将加快整合, 有望提高行业集中度。总体来看, 随着我国老龄化进程加快, 百姓支付能力增强, 医保政策不断完善, 国民健康需求得到释放, 我国医药行业有良好的发展前景和较大的发展空间。

3.1.2 行业轻资产运营现状分析

轻资产运营模式以价值驱动为导向, 以轻资产为基础, 将非轻资产部分外包、以内源融资为主减少资源的投入, 自身关注价值链的两端, 合理配置其他企业资源, 实现价值最大化的一种运营模式。对于医药其业, 占用少量的资金来调配优质资源已成必然趋势。

2019 年国内医药企业情况表

	研发投入（亿元）	研发投入占营收比（%）	固定资产占总资产比（%）
恒瑞医药	38.96	16.73	15.00
华润三九	5.34	3.63	17.97
爱尔眼科	1.52	1.52	17.87
云南白药	1.74	0.59	6.00
长春高新	3.96	7.37	18.63
上海医药	15.09	6.42	8.10
复星医药	34.63	12.12	13.87
丽珠集团	8.27	8.82	18.88
科伦药业	11.14	6.81	38.50
同仁堂	2.41	1.82	18.44

数据来源：新浪财经与公司年报计算整理所得

学术界认为，以固定资产轻重比 30%来界定工业企业是否属于轻资产运营企业，认为低于 30%的是标准的轻资产企业，本文基于医药行业的高技术高研发企业特性，将轻重比降低到 25%作为标准。由表 3.1 固定资产占比发现，除了少数企业之外，医药企业固定资产占总资产比普遍达到 20%以下，表明多数企业已较为符合轻资产运营模式标准。但通过对表 3-1 中医药企业研发投入对比发现，除了恒瑞医药和复星医药研发投入较高之外，其他企业普遍偏低，而微笑曲线理论强调高附加值环节位于曲线的两端的研发创新，因此，在研发方面来说，医药企业还需加大研发创新投入，积极转型，探寻符合自身条件的轻资产运营模式。

3.2 恒瑞医药案例介绍

3.2.1 恒瑞医药简介

江苏恒瑞医药股份有限公司始创于 1970 年，主要从事高品质药品研发、创新、生产与推广，2000 年在上交所上市。恒瑞医药是国内知名的抗肿瘤药、手术用药和造影剂的生产与研究基地之一，旗下子公司众多，集研发、生产、销售、原料药、进出口等一体的医药全产业链。该公司的产品包括抗肿瘤药、造影剂、

心血管药、特色输液和手术麻醉类用药等诸多领域，并已形成了较为完善的产品布局，其中抗肿瘤、手术麻醉、造影剂等药品市场占有率均位于行业前列。共有全球共有员工 24000 余人，并建有国家靶向药物工程技术研究中心、博士后科研工作站。

恒瑞医药业务发展历程表

时间	事件
1970 年	恒瑞医药前身——连云港制药厂正式成立
1999 年	恒瑞医药被评为高新技术企业
2000 年	成立上海新药研发中心；“恒瑞医药”在上交所上市发行 4000 万股
2001 年	建立了技术中心、博士后科研工作站
2003 年	被评为国家“863”计划产业化基地；艾瑞昔布获得国家 SFDA 临床批件
2005 年	奥沙利铂原料药获得了欧盟 CEP 认证；成立美国恒瑞
2008 年	创新药研究中心入选国家“重大新药创制”专项创新药孵化基地
2010 年	组建了国家抗肿瘤药物技术创新产学研联盟。
2011 年	创新药艾瑞昔布正式上市；伊立替康注射液通过 FDA 认证，获准在美上市销售
2012 年	抗肿瘤药奥沙利铂注射液通过欧盟认证，获准在欧盟上市销售
2013 年	创新药 SHR8735、SHR0534 IND 获准美国临床试验
2014 年	创新药阿帕替尼获批上市。
2015 年	注射用伊立替康获准在日本上市销售。
2016 年	七氟烷顺利销往美国、成功引进日本溶瘤腺病毒产品
2017 年	多款创新药通过 FDA 或欧盟质量认证获准在欧美上市销售
2018 年	4 个注射剂通过 FDA 等海外质量认证获准在欧美日上市销售
2019 年	盐酸右美托咪定氯化钠注射液、注射用达托霉素、硫酸氢伊伐布雷定片通过 FDA 或欧盟质量认证获准在欧美上市销售
2020 年 3 月	注射用卡瑞利珠单抗晚期肝癌适应症获批上市

资料来源：公司官网整理所得

恒瑞医药的核心竞争力在于强大的研发能力、品牌价值、市场份额和质量优势，其价值主张是提供具有特色的产品与服务，因此采用差异化的战略。近年来每年投入营业收入 15% 左右的研发资金，2019 年研发投入 38.96 亿元，占营业收入的比重为 16.73%。且其在中国、欧洲、美国和日本等多地建有研发中心或分支机构，拥有一支 3400 多人的研发团队。近年来，其承担了 44 项国家重大专项课题，已有艾瑞昔布、吡咯替尼、阿帕替尼、甲苯磺酸瑞马唑仑、硫培非格司亭、

卡瑞利珠单抗等 6 个创新药获批上市销售，且有诸多创新药正在临床开发中。

3.2.2 恒瑞医药经营情况

2019 年是政府改革深化医改体制的关键一年。面对市场的不确定性和政策的新变化，恒瑞积极变革创新、快速调整，围绕“科技创新”和“国际化”两大战略，在战略上保持高度定力，在重点工作上专注创新、力求突破，致力于长期发展。

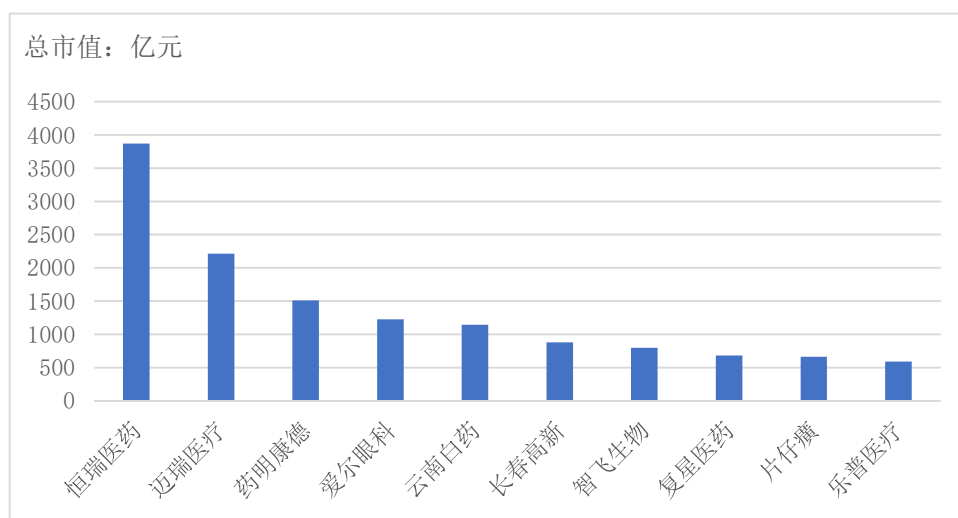


图 3.2 2019 年总市值排名前十的医药企业

恒瑞医药自 2000 年来逐步实施轻资产运营模式，加快国际化进程，加大研发投入，跃居为中国最大的手术用药和抗肿瘤药研发制造企业，在同行业中处于领先地位。2019 年恒瑞医药总市值达到 3871 亿元，如图 3.2 所示，远高于同行业其它医药企业，已经成为了国内 A 股医药行业中市值最高的医药股。

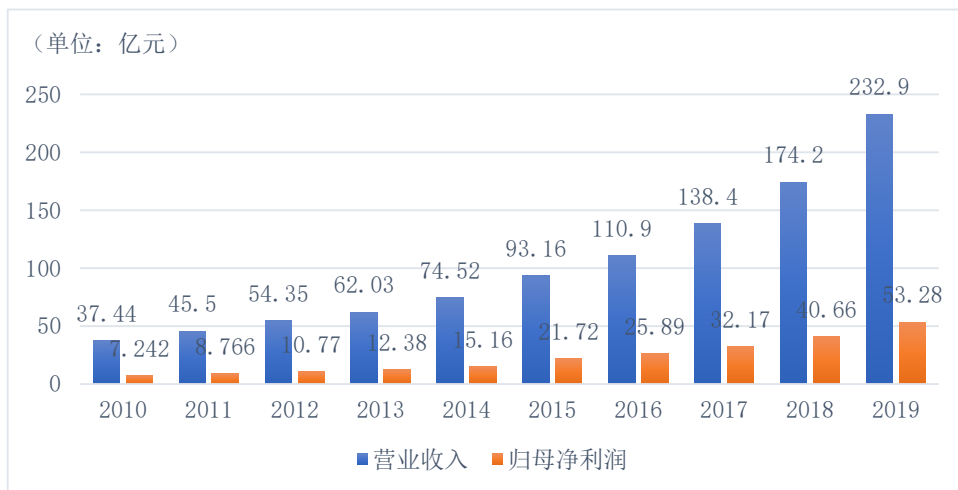


图 3.3 恒瑞医药 2010-2019 年营业收入及归母净利润

从图 3.3 可以看出，2019 年恒瑞医药营业收入达 232.89 亿元，同比增长 33.70%；归母净利润为 53.28 亿元，同比增长 31.05%。2010-2019 年收入复合年均增长率为 22.61%，累计增长 6 倍多；归母净利润复合年均增长率为 26.07%，累计增长 7 倍多。自 2000 年上市以来其在科研方面取得重大成果，入选全球制药企业 TOP50 榜单，位列第 47 位。

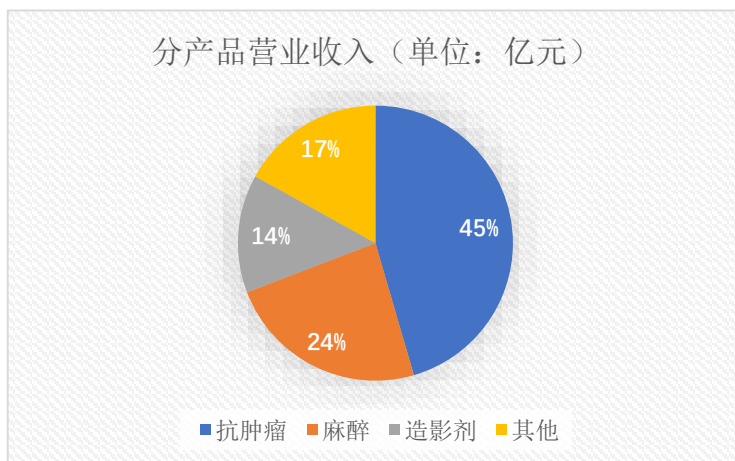


图 3.4 恒瑞医药 2019 年主营产品营业收入占比情况

2000 年上市之初，恒瑞医药主要以药用包材、抗肿瘤药、抗感染类药物为主，企业经过不断优化产品结构，将非核心业务的药用包材剥离出去，形成了以抗肿瘤、麻醉和造影剂为主的产品布局。

2019 年抗肿瘤、麻醉、造影剂营业收入占比分别为 45%、24%和 14%，共达到

营业收入的 83%，且抗肿瘤和麻醉产品的毛利率最高，分别达到 93.96% 和 90.21%，表明这两者对恒瑞医药的收入贡献最大。在仿制抗肿瘤药市场，恒瑞医药的市场占有率位居前列，且涉及领域广泛，主要包括大肠癌、乳腺癌、淋巴瘤和胃癌等。

表 3.3 2019 年恒瑞医药主营产品情况（单位：亿元）

	营业收入	营业收入同比增减 (%)	营业成本	营业成本同比增减 (%)	毛利率 (%)	毛利率同比增减 (%)
抗肿瘤	105.76	43.02	6.38	29.77	93.96	0.62
麻醉	55.07	18.35	5.39	27.74	90.21	-0.72
造影剂	32.30	38.97	8.74	25.64	72.94	2.87
其他	39.35	29.85	8.60	19.00	78.15	1.99

数据来源：公司年报整理所得

3.3 恒瑞医药轻资产运营模式财务特征

恒瑞医药轻资产运营模式情况主要表现在：首先，固定资产比重常年保持较低的水平，近几年这一比重一直在 20% 以下，2019 年甚至降为 15%。固定资产占比低，流动资产占比高，是恒瑞医药轻资产运营模式比较明显的特征。其次，恒瑞医药以内源融资为主，降低了财务费用，把资源投入到价值链的两端，实现了价值最大化。最后，恒瑞医药注重价值链两端的建设与发展，立足于研发，其强大的研发能力是其业绩增长的核心动力，凭借其优秀的营销渠道和能力打开了市场，成为医药工业的标杆企业。通过分析 2015-2019 年资产负债结构发现，恒瑞医药轻资产运营模式下的财务特征为：固定资产比重低、流动资产比重高、流动负债比重高和长期负债比重低。

3.3.1 固定资产比重低

当前主流的观点，对中国整个工业企业是以轻重比 30% 来界定是否属于轻资产运营企业，低于 30% 的是标准的轻资产企业。本文基于医药行业是高技术高研发等特性企业，将轻重比降低到 25% 作为判定标准。

表 3.4 恒瑞医药 2013-2019 年固定资产占比情况

	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年
固定资产	14.24	16.77	19.98	23.29	25.42
在建工程	3.46	7.97	10.81	13.57	15.33
总计	17.70	24.74	30.79	36.86	40.75
总资产	115.00	143.30	180.40	223.60	275.60
固定资产占比 (%)	15	17	17	16	15

数据来源：东方财富网整理所得

从表 3.4 中可以看出，虽然恒瑞医药 2015-2019 年固定资产处于增长状态，但相对于资产总额而言，固定资产比重总体保持稳定，且 2015-2019 年固定资产占比平均值为 16% 的低水平，完全符合轻资产运营企业的标准，表明恒瑞医药不再依赖重资产盈利，而是依靠轻资产运营实现企业的轻盈化发展。

3.3.2 流动资产比重高

选择轻资产运营模式的企业对固定资产投资减少，且具有较高的现金储备，因而流动资产比重很高。

表 3.5 恒瑞医药 2015-2019 年流动资产情况

	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年
货币资金（亿元）	51.33	49.12	42.67	38.90	50.44
流动资产合计（亿元）	93.78	113.90	144.70	180.70	223.10
资产总计（亿元）	115.00	143.30	180.40	223.60	275.60
货币资金比例 (%)	45	34	24	17	18
流动资产比例 (%)	88	79	80	81	81

数据来源：东方财富网整理所得

由表 3.5 可看出，2015 年恒瑞医药货币资金表占比最高，占总资产达 45%，其中货币资金包括库存现金、银行存款及其他货币资金。恒瑞医药 2015-2019 年流动资产比重很高，且基本保持在 80% 的高水平，远远高于医药行业平均水平。

3.3.3 流动负债比重高

选择轻资产运营模式的企业一般表现为高流动负债，主要体现在应付账款较高。

表 3.6 恒瑞医药 2015-2019 年流动负债情况

	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年
应付账款（亿元）	4.92	7.55	7.34	13.81	12.89
流动负债合计（亿元）	10.53	13.65	20.50	24.94	24.73
负债合计（亿元）	11.39	14.56	20.96	25.63	26.19
应付账款比例（%）	43	52	35	54	49
流动负债比例（%）	92	94	98	97	94

数据来源：东方财富网整理所得

由表 3.6 可知，恒瑞医药 2015-2019 年应付账款比重保持在 35%以上，占流动负债的一半。2015-2019 年流动负债金额持续上升，流动负债比重达 92%以上，处于非常高的水平，而该流动负债主要是由应付账款、应付票据及其他应付款形成的，因此企业整体负债压力较小，运营良好。

3.3.4 长期负债比重低

采取轻资产运营模式的恒瑞医药以内源融资为主，降低了长期负债比重，财务费用减少，实现了企业轻盈化管理。

表 3.7 恒瑞医药 2015-2019 年长期负债情况

	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年
非流动负债合计（亿元）	0.86	0.91	0.46	0.70	1.46
负债合计（亿元）	11.39	14.56	20.96	25.63	26.19
资产总计（亿元）	115.00	143.30	180.40	223.60	275.60
非流动负债占总负债比例（%）	7.6	6.3	2.2	2.7	5.6
非流动负债占总资产比例（%）	0.75	0.64	0.25	0.31	0.53

数据来源：东方财富网整理所得

由表 3.7 可知，恒瑞医药 2015-2019 年长期负债占负债比重在 8%以下，主要是因为 2015-2019 年公司没有长期借款与应付债券，使得长期负债比例较低。2015-2019 年长期负债占资产比重极低，维持在 1%以下，主要与其一直采取以内源融资为主导的融资方式有关。

3.4 恒瑞医药运用轻资产运营模式的动因

3.4.1 资源配置不合理，谋求创新转型

21 世纪初期，医药行业处于快速发展阶段，依靠高仿制药品的恒瑞医药也很快分到了市场的一杯羹，赚到了高额利润。然而好景不长，恒瑞医药的仿制药很快表现出了不可持续性，比如本土药品质量问题曝光，消费者信任度降低，加之国家对仿制药加强监管等，使得其通过仿制药来获利便成为了泡影。

因此，恒瑞医药必须寻求转型创新，剥离药用包材业务，摆脱竞争力弱的仿制药，加大对研发投入，培育具有竞争力的创新药，研发有差异化的产品，从仿制药转型为创新药，形成具有竞争力的产品，才能适应快速发展变化的医药市场，在医药行业中占据一席之地。

3.4.2 企业运营成本高，以求抵御风险

作为与民生息息相关的医药行业，其市场竞争环境骤变且呈日渐激烈的趋势。面对此种境况，为了企业的持续经营与长期发展，使企业历久弥新并具有一定的获利空间，提高产权意识、增加研发投入、加强技术创新、控制成本等就显得迫在眉睫。然而创新型药需投入较高的研发成本，且研发时间长，而最终结果也未可知，可能需要反复试验才能成功，这必然使得企业成本增高。

因此恒瑞医药必须降低成本，增强抵御风险能力。将微笑曲线中间附加值低的生产环节剥离出去，同时减少固定资产的投入，改善企业自由现金流的灵活性，形成良性循环。从而更好的专注于研发创新，改进营销模式，重视人才引进，培育核心竞争力，增强长期竞争优势，才能从根源上改善财务状况，管控风险。

3.4.3 行业政策影响大，积极应对市场

随着国家政策频繁更新完善，作为与民生息息相关的医药行业也非常容易受其影响，从而影响企业的长久发展。2012 政府推出了新版 GMP 实施标准，接着出台了“一品两规”政策，意味着国家对药品质量和安全的监管力度逐渐加大，新政策的出台对药品质量要求更高，这势必会增加研发、生产和质量检测方面的投入，从而增加营业成本；且医改政策的主要目的是降价控费，这势必会减少患者用药量，压缩盈利空间，同时也在无形之中加大了医药企业间的竞争压力。

因此，面对行业政策的不确定性，恒瑞医药须积极应对政策变化，增强企业壁垒，专注于核心竞争力的培育，降低医改政策对其的影响，以不变应万变。不论外界风云如何变幻，始终坚持研发创新，保证药品质量安全，同时开拓新市场的企业，方能立于不败之地。

4 恒瑞医药轻资产运营模式下的价值创造路径分析

结合第三章恒瑞医药实施轻资产运营模式的动因，本章着重分析其在轻资产运营模式下实现价值创造的路径，从而证实其独有的竞争优势或存在的短板。

4.1 资源合理配置，创新战略思维

恒瑞医药在实现价值创造的过程中，如何进行资源配置，创新战略思维显得至关重要。首先是扩大轻资产比例，聚焦核心轻资产；其次是改进营销模式，抢占市场份额；最后是优化应收账款管理，达到低应收账款的目的。

4.1.1 扩大轻资产比例

恒瑞医药的轻资产主要体现在专利技术、研发团队、品牌价值和营销推广等方面，与其他医药制造业相比，恒瑞降低对重资产的投入，更重视专利技术申请、授权，由表 4.1 可以看出，2015-2019 年期间，不论是国内还是国外专利授权总体呈现递增趋势，而专利技术对于医药企业来说是极其重要的，这关乎到产品创新，体现药品差异化的关键之处。同时，恒瑞非常注重人才，由图 4.1 可以看出，2015-2019 年引进硕士、博士人才逐年递增，形成了一支非常强劲的研发团队，为企业专利申请、研发创新、开展临床批件等提供了后备之需，将轻资产落到实处，完美体现了护城河理论的实践作用。

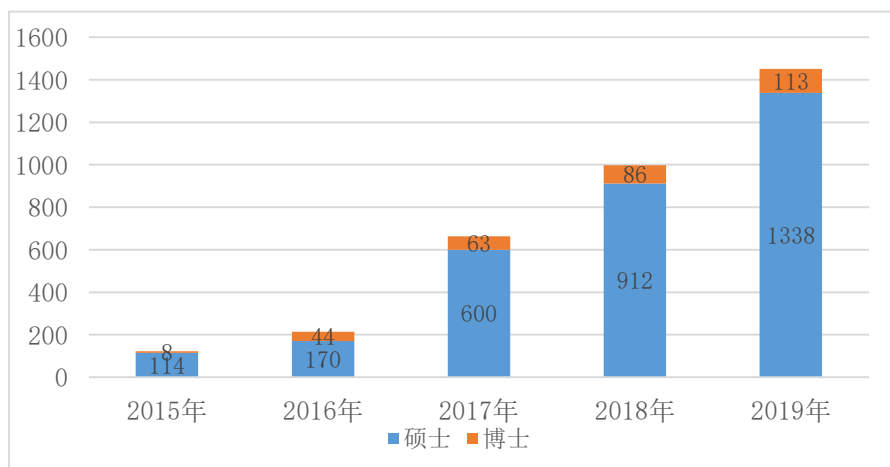


图 4.1 恒瑞医药 2015-2019 年人才引进情况

表 4.1 恒瑞医药 2015-2109 年专利授权情况（单位：件）

	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年
国内专利授权	29	21	23	26	38
国外专利授权	28	29	30	39	53

数据来源：公司年报整理所得

恒瑞医药通过增强专利授权、人才引进，扩大轻资产比例，减少对固定资产等重资产的投入，调整现金流走向。现金流主要得益于差异化和高质量的产品与合理的营销模式，因此扩大轻资产比例有助于保障安全的现金流，从而抵御企业的不确定风险。

4.1.2 改进营销模式

营销环节同样属于高附加值环节，恒瑞医药经过多年战略调整，营销模式从最初的传统营销到学术营销再到品牌营销，不断改进营销策略，打造专业营销队伍，紧紧围绕附加值高的环节，实现了营业收入的持续增长。2015 年起，恒瑞注重专业化营销团队建设，加强商业管控，2018 年形成了分产品销售模式，与国外优秀营销团队合作，创新营销思路，改进营销模式，抢先占领市场份额，建立起了“四纵一横”的专业化营销体系。恒瑞始终围绕“专注始于分线，专业成就未来”的销售理念，至 2019 年，已形成了规范、专业、完善、系统的营销体系，构建了遍及全国的销售网络，并不断提升营销人员的专业化水平，加强专业化，为拓展市场份额，实现应收高速增长打下坚实基础。

由图 4.2 可知，2015-2019 年恒瑞的营业收入保持快速增长趋势，平均增长率达 25.8%，2019 年营业收入高达 232.9 亿元，同比增长 34%，在同行业中位居前列。因此不难看出，恒瑞医药在改善创新营销模式后，很大程度上实现了营业收入的高速增长。

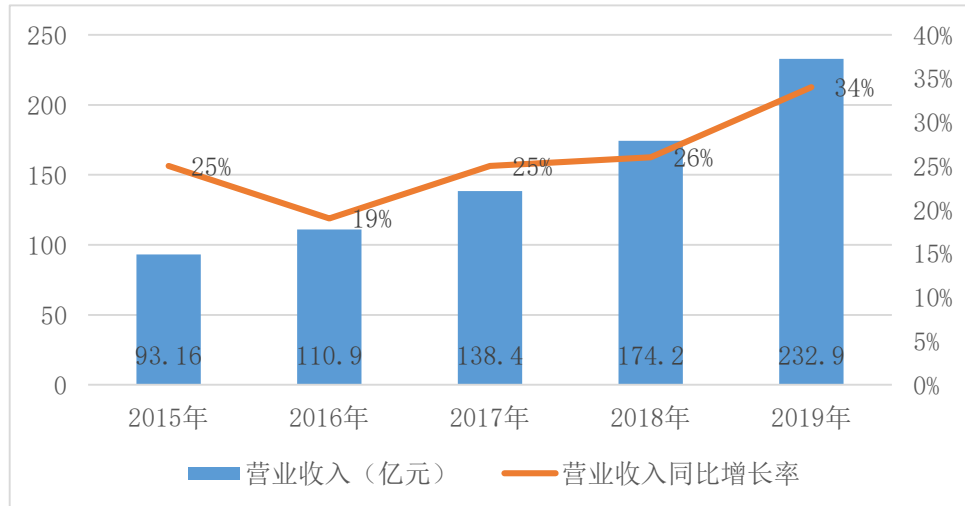


图 4.2 恒瑞医药 2015-2019 年营收情况

4.1.3 优化应收账款管理

作为医药行业的先行者，恒瑞率先建立了信息化管理系统。信息化管理系统针对每位顾客建立独立的在线数据档案，提供一定的赊销额度，并可以通过历史数据进行资信评价，有助于了解客户信息与需求，对资信达到一定等级的客户可适当加大赊销额度，从而降低坏账准备，保证了应收账款的质量。与此同时，恒瑞借助大数据助力销售，横向对比同行业信息，纵向对比内部数据，搭建智能商务平台，合理布局商业政策，从而进行快速准确的数据核算。实施轻资产运营模式的企业重视低应收账款管理，恒瑞医药也不例外，加强应收账款账龄分析，减少了未收回的款项，降低了可能会发生的坏账准备，改善了企业现金流，提升了企业的经营质量。

表 4.2 恒瑞医药 2015-2019 年应收账款占比情况（单位：亿元）

	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年
应收账款	20.92	23.25	31.89	37.73	49.06
营业收入	93.16	110.90	138.40	174.20	232.90
占比 (%)	22	21	23	22	21

数据来源：根据东方财富网整理计算所得

由表 4.2 可知,恒瑞医药 2015-2019 年应收账款和营业收入维持在稳定增长状态,应收账款占营业收入比保持在 20%左右,这主要得益于恒瑞医药实施企业信息化管理。由此可见,实施轻资产运营模式后,恒瑞不断优化应收账款的管理,保障了应收账款的质量,提高了周转速度,减少了资金占用,加速了企业的现金流通。

4.2 降低运营成本,减少企业内部风险

企业在经营管理过程中,如何实现价值最大化是管理者最为关注的问题。在外部信息不确定的基础上,尽可能降低企业运营成本,减少内部风险是管理者需要考虑的问题。实施轻资产运营模式后的恒瑞医药试图通过剥离非核心业务、内源融资方式、加强现金流管理来解决这一问题。

4.2.1 剥离非核心业务

在制造企业中,价值并非是均匀地分配到价值链的每个环节。轻资产运营模式更加注重高附加值环节,将附加值低的生产制造等环节外包出去,成为了众多企业降低成本、追求价值最大化的选择。在剧烈的市场竞争环境下,诞生了众多专业化生产的厂商,而生产环节附加值低,企业可将其外包给专业化生产厂商,从而专注于附加值高的研发和销售环节。对于实施轻资产运营的企业更是如此,恒瑞医药的核心竞争力则是强大的研发创新能力和专业化的营销团队,剥离药用包材等非核心业务是其必然选择,只有这样,恒瑞才能将资源调配到研发和营销环节,专注高附加值的业务,例如抗肿瘤药和麻醉药的研发和销售上。其实,恒瑞医药早在 2004 年就陆续剥离非核心业务,经过不断探索发展,至 2016 年逐渐形成抗肿瘤药、麻醉药和造影剂三大核心产品,成为助力恒瑞医药腾飞的药品。恒瑞医药将包装业务剥离之后,降低了部分生产成本,一定程度上释放了现金流,企业运营变得越来越轻,使企业有资源与精力专注于附加值高的环节,从而增强产品的竞争力。

4.2.2 内源融资主导

内源融资方式是轻资产运营企业的典型特征,恒瑞医药 2015-2019 年始终践

行这一原则，高留存低股利支付政策，以内源融资为主，实现其发展所需资金主要来源于企业自身积累的原则。

表 4.3 恒瑞医药 2015-2019 年分红情况（单位：亿元）

年份	净利润	现金分红总额	股利支付率(%)	留存收益率(%)
2015 年	22.20	2.00	9.01	90.99
2016 年	26.30	3.22	12.24	87.76
2017 年	32.90	3.77	11.45	88.55
2018 年	40.60	8.10	19.95	80.05
2019 年	53.30	10.18	19.09	80.91

数据来源：根据东方财富网和中财网整理计算所得

由表 4.3 可知，恒瑞医药 2015-2019 年留存收益率一直保持在 80% 的高水平上，表明企业主要依靠自有资金融资，融资成本低，且不会稀释原有股东的控制权。2015-2019 年现金分红总额持续上升，然而股利支付率确保持在低水平，2015 年从 0.1 元每股上升到 2019 年 0.23 元每股，在内源融资方式下，恒瑞医药以低股利政策，为企业积累更多的留存收益，形成内源融资主导的融资政策。由表 4.4 可知，恒瑞医药 2015-2019 年的财务费用都保持在在负值水平，表明企业几乎不存在有息负债，不仅不需要负债外部融资，且还有闲置资金，能够带来利息收入，表明其是以内源融资为主的典型轻资产企业。

表 4.4 恒瑞医药 2010-2015 年的财务费用（单位：亿元）

年份	财务费用	年度同比增长(%)
2015 年	-1.483	84.1
2016 年	-1.659	11.86
2017 年	-0.3663	77.92
2018 年	-1.236	-237.53
2019 年	-1.338	-8.23

数据来源：东方财富网整理所得

4.2.3 注重现金流管理

轻资产运营企业具有高度自由的现金流，注重现金流管理同样是恒瑞医药现金流充足的重要前提。恒瑞具有优秀的现金流管理主要取决于以下两点：第一，现金为王的思想深入骨髓，相比利润而言，企业更加追求充沛的现金流，现金流对于企业而言具有强大的造血能力，是企业保持高速发展的关键。第二，低应收高应付是轻资产运营企业的显著特征，恒瑞医药在优化应收账款管理的基础上，尽量占用上游企业的资金，加速回收应收账款，延长应付账款偿付期，使得应付账款增加，企业使用的现金流相应增多。

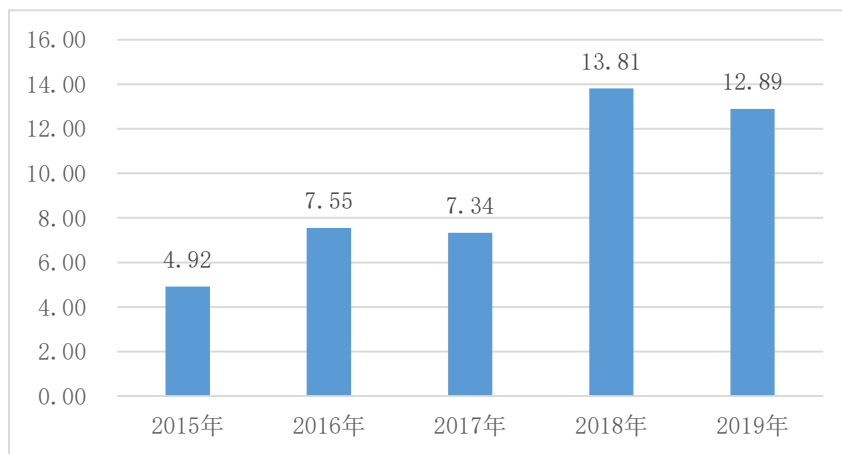


图 4.3 恒瑞医药 2010-2015 年应付账款情况（单位：亿元）

由图 4.3 可知，恒瑞医药 2015-2019 年的应付账款金额呈波动上升的趋势，2019 年稍有下降，2018 年应付账款达 13.81 亿元，表明其通过占用上游资金，减少了自身现金流的支出。

4.3 打造“护城河”，延长企业价值增长期

在激烈的行业竞争中，如何才能经久不衰、基业长青则是众多企业需要思考的问题。对于实施轻资产运营模式的恒瑞医药而言，其核心竞争力、商标品牌价值和研发能力则是保护它的护城河，对培养长期竞争优势具有重要的意义，如此方能保证企业持续经营，延长价值增长期。

4.3.1 增强核心竞争力

恒瑞医药从仿制药转型到创新药的过程中,始终坚持由 me-too 到 me-better 的策略,坚持源头创新,自主加大药品的研发投入,及时转向创新药的研发。技术优势上,2015-2019 年累计 874 项专利申请,其中有 335 项为国际专利申请,形成了每年都有申请临床创新药,每 1-2 年上市创新药的良性发展。市场优势上,改进营销模式,从原有的传统营销到学术推广营销再到品牌营销,建立了一支专业化的营销团队,扩大了市场份额。在质量优势上,恒瑞医药始终追求高质量产品。随着政府对药品质量监管力度加强,对药品质量提出了更高要求,其在药品质量与安全方面矢志不渝,力求药品的安全性与有效性。品牌优势上,恒瑞医药多年来致力于在抗肿瘤药、麻醉药、造影剂等领域的创新发展,具有较高的知名度,逐步形成品牌优势,其营业收入也主要依靠这三大领域。恒瑞医药积极培育技术、市场、品牌和质量方面的优势,以增强企业核心竞争力。

4.3.2 提升商标品牌价值

商标品牌价值是企业的一项无形资产,合理利用这一核心资产能够给企业带来更多的超额利润。商标品牌价值越高,公众对其认识度越高,说明在市场上的认可度高。2012 年 4 月国家工商局将恒瑞医药的商标认定为中国驰名商标。近些年来恒瑞坚持不懈的实施轻资产运营模式,对营销渠道和品牌的建设使得企业的商标品牌价值进一步提高。2019 年由中国商标品牌研究院发布的 A 股上市公司商标品牌价值百强榜中,恒瑞医药再次入选,位于第 33 位,商标品牌价值达到 380.85 亿元,首次在医药行业中跃居第一。企业商标品牌价值的提高,表明在同行和市场中的认可度进一步提升。但同时,由于商标品牌价值数据年限较短,且行业中其他企业的商标品牌价值也是上升,因此企业商标品牌价值的提升不能片面的归结为是由于轻资产运营模式引起的变化。企业股价的上升、整体状况变好等原因同样会引起商标品牌价值的提高,所以说轻资产运营模式在一定程度上对企业商标品牌价值提升有帮助,在这方面的研究还有待进一步加强。

4.3.3 高度重视研发投入

恒瑞医药作为创新型医药企业的领头羊，在全球各地建立 7 处生产研发公司，每年的研发投入居全国医药企业第一，在研发创新上不惜重金投入，紧紧抓住高附加值环节，使得恒瑞医药轻资产运营模式的实施得到了充分保证，提升了企业核心竞争力。

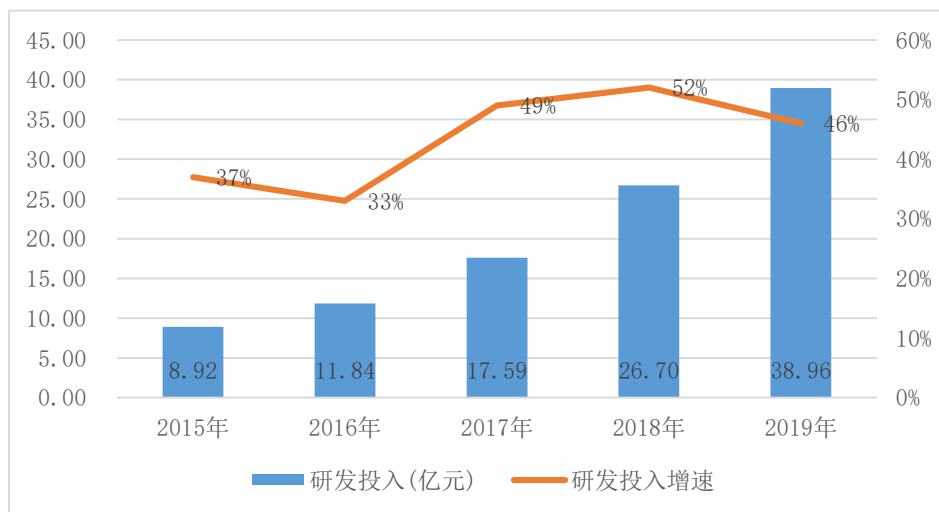


图 4.4 恒瑞医药 2015-2019 年研发投入

表 4.5 恒瑞医药 2019 年研发投入同行业比较（单位：亿元）

同行业可比公司	研发投入金额	研发投入占营业收入比例 (%)	研发投入占净资产比例 (%)
石药集团	14.18	7.53	8.97
科伦药业	11.14	6.81	8.73
丽珠集团	6.87	7.76	6.45
复星医药	25.07	10.06	8.96
长春高新	3.96	7.37	7.48

数据来源：公司年报整理所得

如图 4.4 所示，自 2015 年以来，恒瑞医药研发费用逐年增加，2019 年高达 38.96 亿元，2015-2019 年累计研发投入达 104.01 亿元，在同行业中首屈一指。由表 4.5 可知，2019 年同行业平均研发投入金额只有 12.25 亿元，而恒瑞医药

高达 38.96 亿元，远远高于同行业平均水平。

5 恒瑞医药轻资产运营模式下的价值创造效果评价

在第四章价值创造路径分析的基础上，本章主要从现金流、财务绩效和经济增加值三方面对企业价值创造效果进行分析评价，从价值创造的效果对价值创造的路径进一步印证。

5.1 自由现金流分析

现金流是确保企业经营的重要保障。完善的现金流体系，对于保证企业正常生存发展，提高市场竞争力至关重要。因此，有必要分析恒瑞医药的现金流结构。

5.1.1 现金流量质量分析

表 5.1 恒瑞医药 2015-2019 年现金流量汇总（单位：亿元）

	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年
经营活动产生的现金流量净额	22.77	25.93	25.47	27.74	38.17
投资活动产生的现金流量净额	-4.70	-26.50	-33.76	-28.56	-19.45
筹资活动产生的现金流量净额	-1.32	-1.95	2.20	-3.68	-7.19
现金及现金等价物净增加额	16.84	-2.21	-6.51	-3.96	11.65

数据来源：东方财富网整理所得

不同的现金流量组合对利润质量有不同的意义。从表 5.1 可以看出，恒瑞医药 2015-2019 年经营现金流持续上升，从 22.77 亿元增长到 38.17 亿元，表明企业经营现金流充足，有强大的造血能力；2016 年投资现金流较 2015 年增加 21.79 亿元，主要是 2016 年建设固定资产和购买银行理财产品导致现金支出增加。恒瑞医药 2015-2019 年的现金流量组合为经营净流量（正）、投资净流量（负）、筹资净流量（负，仅 2017 年为正）意味着经营状况良好，说明恒瑞医药在偿还债务后，还有资金继续投资，然而在经营过程中，还是应持续关注企业财务情况，防止财务状况的恶化。

5.1.2 现金流分析

本文从营业利润现金净含量和自由现金流指标来衡量恒瑞医药的现金流情况。营业利润现金净含量指现金流量净额与营业利润的比值，该指标能够反映营业利润的质量，其指标数值越大，说明由企业营业利润中产生的可供企业自由支配的现金流越充足。现金流结构是轻资产运营模式的关键，维持健康的现金流能够促进企业价值的增值。

表 5.2 恒瑞医药 2015-2019 年现金流相关指标

	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年
营业利润现金净含量 (%)	88.98	85.78	66.89	60.34	62.07
公司自由现金流 (亿元)	6.10	12.36	9.72	15.41	23.10

数据来源：国泰安数据库

公司自由现金流不仅仅是对股权的估价，而且是对整个公司的估价。自由现金流是企业持续经营过程中创造的财富，是可以自由支配的现金。从表 5.2 可以看出，恒瑞医药 2015、2016 年营业利润现金净含量占比高达 85% 以上，2017-2019 年来有所下降，一直维持在 60% 以上，表明营业利润中产生的现金流有所下降。国外学者雷德·拉巴伯特曾证明，公司的价值等于未来自由现金流的折现，因此，自由现金流能够充分体现企业价值。自由现金流越高，表明可供企业自由支配的现金越多，自由现金流越充足，则意味着企业的经营风险越低。同时由表 5.2 可知，恒瑞医药的自由现金流近五年持续增长，且十分充沛，足够企业自由支配，平均水平维持在 13 亿元左右，但 2017 年现金流水平稍有所下降，主要是 2017 年投资活动现金流出量较大，总体来看，企业现金流呈现稳步上升的趋势。

5.2 财务绩效分析

企业价值不仅包括当前现有的价值，而且包括未来获得价值的能力，是企业目前盈利能力和发展能力的货币化表现。所以通过财务指标横向、纵向对比分析企业盈利能力、营运能力、偿债能力和发展能力，能够了解其经营过程中价值实现的情况。根据第三章对医药企业的分析，丽珠集团固定资产占比符合轻资产运营企业的标准，且研发投入较高，遂选择丽珠集团作为可比公司，进行财务绩效

对比分析。

5.2.1 盈利能力分析

以利润为驱动是每个企业所追求的目标，盈利能力正好能够体现这一目标，能够反映企业获利能力的强弱。

(1) 纵向分析

表 5.3 恒瑞医药 2015-2019 年盈利能力指标

	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年
营业利润率 (%)	27.47	27.26	27.52	26.39	26.41
净利润率 (%)	23.31	23.34	23.25	23.34	22.88
毛利率 (%)	85.28	87.07	86.63	86.60	87.49
总资产净利率 (%)	20.10	20.05	19.88	20.13	21.35
净资产收益率 (%)	21.87	20.9	20.93	20.61	21.51

数据来源：根据东方财富网整理所得

由表 5.3 可以看出，恒瑞医药 2015-2019 年反映盈利能力的各项财务指标总体向好，呈稳步上升的趋势。其营业利润率保持在 26% 以上，表明经营效率较高；净利润率保持在 22% 以上，表明盈利能力较强；毛利率表现出色，稳中有进，达 85% 以上，处于行业中较高水平，说明具有核心竞争力的产品，体现了行业领先者的地位。总资产净利率保持在 20% 以上，说明资产运营效率较好；净资产收益率反映所有者权益的盈利能力，维持在 20% 以上，表明其自有资本运营效率较好。

(2) 横向分析

由表 5.4 可以看出，丽珠集团 2017 年各项财务指标上升明显，然而 2015-2019 年间的其它年份的指标均低于恒瑞医药，反映出其盈利能力弱于恒瑞医药。2017 年丽珠集团盈利能力较强，主要是受非经常性损益的影响，其出售股权推动了净利润的大幅增长。

表 5.4 丽珠集团 2015-2019 年盈利能力指标

	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年
营业利润率 (%)	10.46	11.46	66.32	14.38	17.72
净利润率 (%)	9.41	10.25	51.91	12.21	13.88
毛利率 (%)	61.1	64.09	63.86	62.08	63.86
总资产净利率 (%)	8.58	8.95	33.96	7.09	8.25
净资产收益率 (%)	14.33	12.06	41.11	10.16	11.67

数据来源：根据东方财富网整理所得

通过横向、纵向对比分析发现，恒瑞医药 2015-2019 年项财务指标表现较好，其盈利能力更强，盈利质量更好。

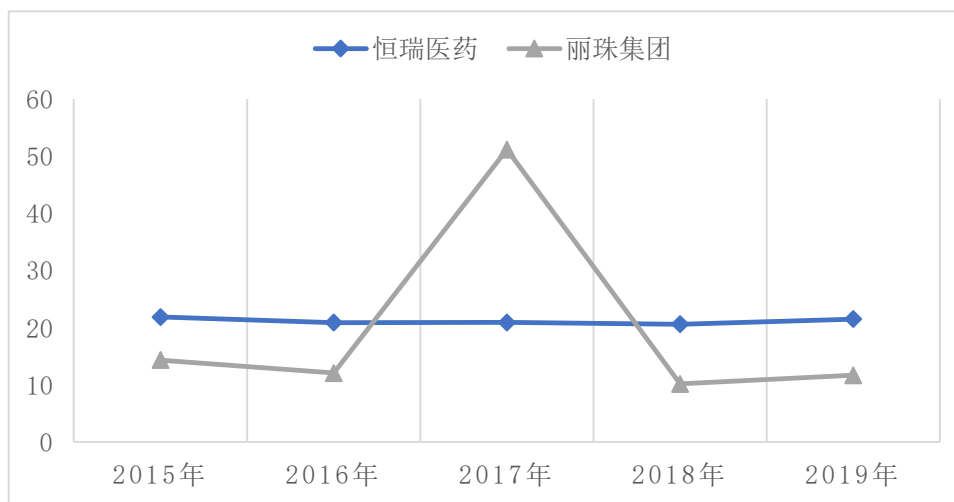


图 5-1 2015-2019 年净资产收益率对比

5.2.2 营运能力分析

营运能力是指企业基于外部市场环境的约束，主要指营运资产的效率与收益。

(2) 纵向分析

企业的营运能力能够反映企业的生产经营情况及效率，及时了解企业的经营情况，有助于更好的做出经营决策。

表 5.5 恒瑞医药 2015-2019 年运营能力指标

	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年
应收账款周转率（次）	4.79	5.02	5.02	5.00	5.37
存货周转率（次）	2.56	2.47	2.59	2.56	2.21
流动资产周转率（次）	1.12	1.07	1.07	1.07	1.15
固定资产周转率（次）	6.68	7.16	7.53	8.05	9.56
总资产周转率（次）	0.91	0.86	0.85	0.86	0.93

数据来源：巨潮资讯网整理所得

从表 5.5 可知：恒瑞医药 2015-2019 年应收账款周转率逐渐稳步上升，表明公司收账速度快，平均收现期短，偿债能力强；存货周转率小幅下降，基本保持在 2.55 左右，而 2019 年其下降到 2.21，下滑的主要原因是原材料占比提升；另外，流动资产周转率和总资产周转率呈现相同的变动趋势，均持续下降趋势，而固定资产周转率呈逐步上升趋势，这表明固定资产周转速度快，生产效率高；总资产周转率维持在稳中有升的水平，说明企业资产投资效益较好。

（2）横向分析

表 5-6 丽珠集团 2015-2019 年运营能力指标

	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年
应收账款周转率（次）	5.69	5.63	6.05	6.47	6.57
存货周转率（次）	2.81	2.64	2.8	3.03	2.97
流动资产周转率（次）	1.96	1.60	0.98	0.74	0.74
固定资产周转率（次）	2.11	2.30	2.56	2.71	2.94
总资产周转率（次）	0.86	0.82	0.65	0.53	0.53

数据来源：巨潮资讯网整理所得

从表 5.6 可知，丽珠集团 2015-2019 年应收账款周转率稍强于恒瑞医药，其它各项财务指标均弱于恒瑞医药，说明恒瑞医药营运资产的效率较高，收益强于

丽珠集团。

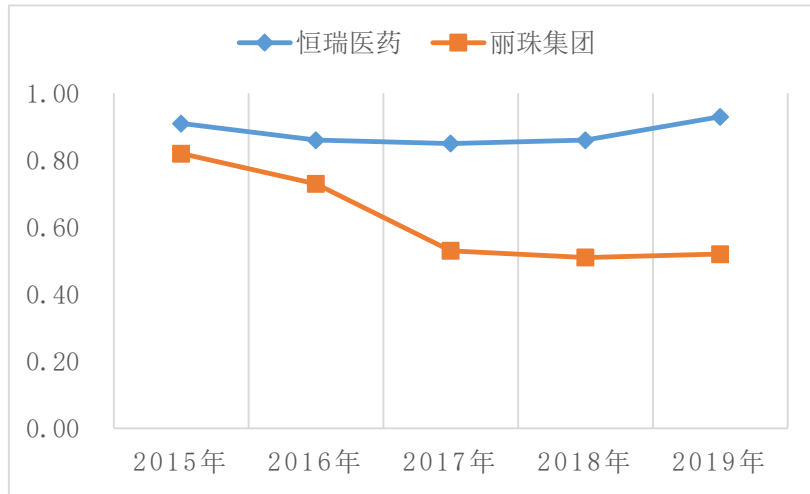


图 5.2 2015-2019 年总资产周转率对比

5.2.3 偿债能力分析

偿债能力是指企业偿还到期债务的能力，决定了一个企业能否持续经营。主要选取流动比率、速动比率和资产负债率来反映企业的偿债能力。

(1) 纵向分析

表 5.7 恒瑞医药 2015-2019 年偿债能力指标

	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年
流动比率 (%)	8.90	8.35	7.06	7.25	9.02
速动比率 (%)	8.41	7.88	6.67	6.83	8.37
资产负债率 (%)	9.91	10.16	11.62	11.46	9.50

数据来源：巨潮资讯网整理所得

从表 5.7 可知，恒瑞医药 2015-2019 年流动比率和速动比率呈下降又上升的趋势，表明具有较强的短期偿债能力；而体现企业长期偿债能力的资产负债率则呈现出与短期偿债指标相反的变化趋势，2015-2017 呈现上升趋势，2018-2019 呈现下降趋势，主要是因为其内外部负债较少，长期偿债能力较强；且恒

瑞医药 2015-2019 年的资产负债率保持在 10%左右，同行业资产负债率在 40%以上，远远低于同行业水平，表明该企业近期经营风险较小。公司保持很低的资产负债率，说明公司长期来看没有经营风险。

(2) 横向分析

表 5.8 丽珠集团 2015-2019 年偿债能力指标

	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年
流动比率 (%)	1.13	1.80	2.57	2.32	2.43
速动比率 (%)	0.82	1.47	2.32	2.16	2.21
资产负债率 (%)	40.45	32.52	29.34	32.62	31.72

数据来源：巨潮资讯网整理所得

从表 5.8 可知，恒瑞医药 2015-2019 年的流动比率和速动比率远高于丽珠集团，说明其短期偿债能力强于丽珠集团。从资产负债率角度看，恒瑞医药的资产负债率低于丽珠集团，说明恒瑞医药经营风险较低，但没有充分利用财务杠杆作用。

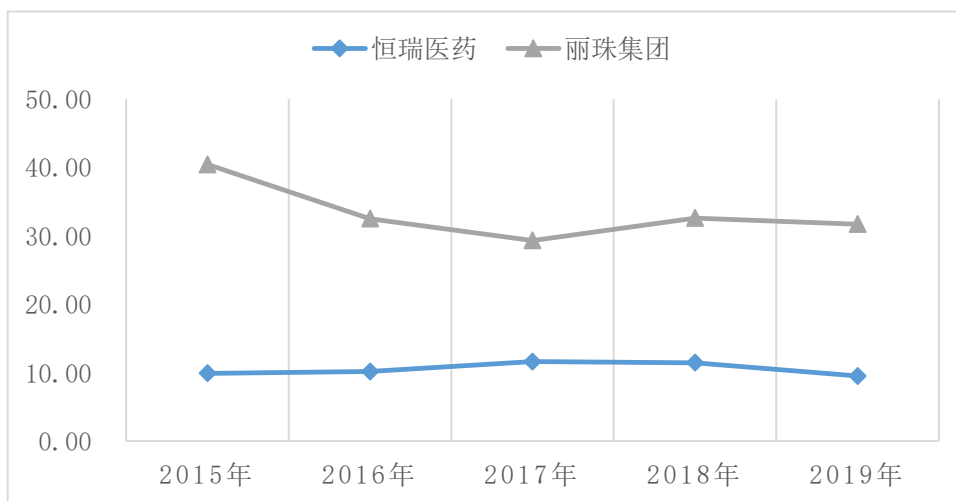


图 5.3 2015-2019 年资产负债率对比

5.2.4 发展能力分析

发展能力又称成长能力，是企业生存发展与持续经营的基础上发展壮大了的潜在能力，能够衡量长期持续盈利能力和发展情况，对企业制定战略规划，提

供决策支持有至关重要的作用。

(1) 纵向分析

表 5.9 恒瑞医药 2015-2019 年发展能力指标

	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年
营业收入增长率 (%)	25.01	19.08	24.72	25.89	33.70
总资产增长率 (%)	26.52	24.64	25.89	23.96	23.23
营业利润增长率 (%)	44.37	18.19	25.96	20.72	33.79
净利润增长率 (%)	43.28	19.22	24.25	26.39	31.05
净资产增长率 (%)	27.35	24.74	24.05	28.37	25.58

数据来源：巨潮资讯网整理所得

如表 5.9 所示，恒瑞医药 2015 年各项发展能力指标较高，得益于 2015 年推进国际化战略，出口药品在欧美市场的高速增长，同比增长高达 592.55%；2016-2019 年各项指标总体呈稳中上升的趋势。其营业收入增长率在 2015-2019 年快速增长，于 2019 年达到了 33.70%，保持着高速增长；总资产增长率趋于稳定，稍有所下降；营业利润增长率波动上升，反映了其积累经营资本的能力；净利润增长率呈稳定上升状态，表明了其实现价值的扩张速度；净资产增长率保持在 24% 以上，说明整体盈利能力强。

(2) 横向分析

表 5.10 丽珠集团 2015-2019 年发展能力指标

	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年
营业收入增长率 (%)	19.41	15.58	11.49	3.86	5.91
总资产增长率 (%)	10.61	30.52	50.97	9.69	3.02
营业利润增长率 (%)	18.52	26.51	541.97	-77.47	30.52
净利润增长率 (%)	20.67	25.97	464.63	-75.56	20.40
净资产增长率 (%)	17.58	46.69	65.58	-1.12	4.83

数据来源：巨潮资讯网整理所得

由表 5.10 可知，丽珠集团 2015-2019 年各项发展能力指标波动较大，盈利能力不够稳定，主要是 2017 年出售股权所致。与其相比，恒瑞医药发展能力各项指标比较稳定，成长性更好。

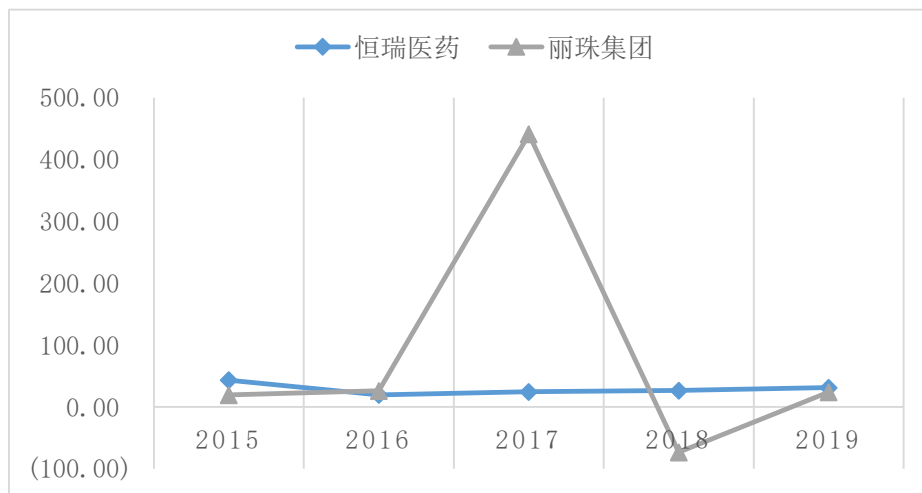


图 5.4 2015-2019 年净利润增长率比较

总体来看，恒瑞医药 2015-2019 年毛利率保持在 85%以上，净资产收益率保持在 24%以上，整体盈利能力较强；保持很低的资产负债率，其基本没有有息负债，长期来看说明公司经营风险很低；每年保持 23%以上的总资产增长率，说明公司发展势头不错。由此看来，恒瑞医药处在高速增长阶段，致使盈利空间有小幅缩减，主要是企业在研发创新环节投入较多，具有强劲的前进动力。

5.3 经济增加值分析

经济增加值（EVA）指从税后净营业利润扣除全部投入资本的成本后的剩余收益。用 EVA 指标可以更好地反映资本净收益和资本增值的情况，为公司绩效评价提供了新的方向。EVA 本质上是经济利润，须同时考虑债务资本成本和股权资本成本，体现了企业对资本整体的应用情况，以衡量企业为是否股东创造了价值。有学者认为企业应关注长远生存发展，仅仅依靠传统的利润总额无法客观的反映价值创造的水平，因而提出了用经济增加值取代利润总额的观点。因此企业不应只关注眼前利益，更应注重未来发展，摆脱外延扩张的经营模式，转变为内涵增长的发展方式，通过价值识别、价值分析，整合企业资源以提高资本的配置效率，

从而实现企业价值创造，达到推动企业可持续发展的目的。与会计学不同，经济学认为净利润并不能表示企业为股东创造了价值。因此，一般认为，只有 EVA（经济增加值）为正，表明经营者为企业创造价值，EVA 为负，表明经营者在毁损价值。其计算公式：

$$EVA = \text{税后净营业利润} - \text{调整后资本} \times \text{加权平均资本成本}$$

5.3.1 税后净营业利润计算

税后净营业利润 = 税后净利润 + 财务费用 × (1 - 所得税税率) + 少数股东权益 + (营业外支出 - 营业外收入) × (1 - 所得税税率) + 资产减值损失 + 递延所得税负债 - 递延所得税资产

表 5.11 恒瑞医药 2015-2019 年税后净营业利润计算表（单位：亿元）

年份	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年
税后净利润	22.24	26.34	32.93	40.61	53.26
财务费用	-1.48	-1.66	-0.37	-1.24	-1.34
少数股东权益	4.26	4.86	5.75	0.70	1.62
资产减值损失	0.07	-0.05	0.15	0.25	0.00
递延所得税负债增加额	0.00	0.00	0.00	0.00	0.24
递延所得税资产增加额	0.16	0.19	-0.03	0.22	-0.46
营业外收入	0.28	0.32	0.02	0.00	0.01
营业外支出	0.25	0.43	0.50	0.98	0.95
税后净营业利润	25.13	29.65	38.97	41.12	55.25

数据来源：根据东方财富网计算整理所得

由表 5.11 可知，恒瑞医药 2015-2019 年税后净营业利润逐年增加，主要是税后净利润对其影响较大，呈逐年递增的趋势，其他项目金额较小，对税后净营业利润的影响较小，税后净营业利润越大，则经济增加值越大，为企业创造的价值越多。

5.3.2 调整后资本计算

调整后资本是指企业调整后各种资金的来源构成及具体比例关系。调整后资本=平均所有者权益+平均负债合计-平均无息流动负债-平均在建工程

表 5.12 恒瑞医药 2015-2019 年平均资本占用(单位: 亿元)

年份	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年
平均所有者权益	92.57	116.15	144.05	178.70	223.70
平均负债合计	10.36	12.98	17.76	23.30	25.91
平均无息流动负债	9.47	12.04	17.08	22.72	24.84
平均在建工程	3.02	5.72	9.39	12.19	14.45
调整后资本合计	90.44	111.37	135.34	167.09	210.32

数据来源: 根据东方财富网计算整理所得

由表 5.12 可知, 恒瑞医药 2015-2019 年调整后资本呈递增趋势, 主要是影响该指标的其他指标都逐年递增, 表明这期间企业发展稳定, 稳步上升。该指标与经济增加值呈反比关系, 该指标越大, 经济增加值越小。

5.3.3 加权平均资本成本计算

加权平均资本成本=权益资本/资本总额×权益资本成本率+债务资本/资本总额×债务资本成本率

由于恒瑞医药 2015-2019 年无有息负债, 所以本文采用股权资本成本作为加权资本成本来计算经济增加值。

关于股权资本成本率的计算, 本文采用应用范围最为广泛的资本资产定价模型 (CPAM) 来进行测算:

$$CAPM \text{ 模型的具体公式表示为: } R = R_f + \beta \times (R_m - R_f)$$

其中: R 是权益资本成本率; R_f 是无风险收益率; R_m 是市场期望回报率; $(R_m - R_f)$ 是市场组合的风险溢价; β 系数指的是股票价格波动幅度与市场总股价波动幅度的比值。

无风险收益率是一种理想化的投资, 是在无风险情况下, 投资人投资所能获

得的报酬率。在国内，无风险投资主要是指银行存款，银行违约的可能性很小，其不会有破产的可能，因此基本是没有风险的。国内学者选取所需年份银行一年期定期存款利率作为无风险收益率。Aswath. Damodaran 教授曾在其著作《价值评估》中对我国市场风险溢价做了相关研究，将我国市场风险溢价界定为 6.28%，因此本文将选取 6.28% 作为市场风险溢价值，进行 EVA 指标的计算。本文根据国泰安数据库提供的 2015-2019 年的 250 交易日流通市值加权作为 β 值计算股权平均资本成本。

表 5.13 恒瑞医药 2015-2019 年股权资本成本

	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年
无风险报酬率	1.50%	1.50%	1.50%	1.50%	1.50%
风险溢价	6.28%	6.28%	6.28%	6.28%	6.28%
β 系数	0.67	0.46	0.56	1.21	0.81
股权平均资本成本	5.71%	4.39%	5.02%	9.10%	6.59%

数据来源：国泰安数据库整理所得

由表 5.13 可知，恒瑞医药 2015-2019 年股权平均资本成本不稳定，波动较大，主要是因为 β 系数变化较大，从而引起股权平均资本成本变动较大，对经济增加值的影响较大。

5.3.4 经济增加值（EVA）计算

表 5.14 恒瑞医药 2015-2019 年 EVA 值（单位：亿元）

年份	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年
税后净营业利润	25.13	29.65	38.97	41.12	55.25
调整后资本	90.44	111.37	135.34	167.09	210.32
加权平均资本成本	5.71%	4.39%	5.02%	9.10%	6.59%
EVA 值	19.97	24.76	32.18	25.91	41.39

由表 5.14 可知，恒瑞医药 2015-2019 年的经济增加值（EVA）都大于零，且

稳中有升，说明企业创造了价值，提高了经营业绩，为股东创造了更高收益。

结合实际发展情况来看，恒瑞医药在实施轻资产运营模式后，逐步剥离药用包材业务，立足研发创新，致力于高附加值的创新药的研发，生产差异化产品，市场竞争力强，市场占有率高，议价能力强，研发投入高。2015年推进国际化战略，进军国际市场，当年就取得佳绩，一马当先，顺利打开国际市场，占领了国际市场份额。在人力资源管理方面，注重人才引进，形成了强劲的研发团队和专业化的营销队伍，加之商标品牌加持，顺利推动业务发展。轻资产运营模式的实施使得恒瑞医药的EVA在2015-2019年稳步上升，为企业创造的价值不断增多，在行业竞争中保持独有的竞争优势。

6 结论与启示

综合以上的分析与计算,本文基于恒瑞医药的案例研究针对轻资产运营模式下其企业价值创造提出以下结论与启示。

6.1 研究结论

本文通过对恒瑞医药 2015-2019 年的经营状况分析,认为恒瑞医药主要是通过资源合理配置,加大研发创新力度,研发差异化产品,占领市场份额,实现营业收入的高速增长,从而达到价值创造的目的。探寻实施轻资产运营模式后恒瑞医药实现价值创造的路径,然后通过现金流、财务绩效以及经济增加值相关指标对其创造的价值进行可量化分析评价。结果表明,轻资产运营模式的实施确实能助力企业实现价值创造。本文具体结论如下:

(1) 研发创新对推动恒瑞医药的发展有积极作用。随着轻资产运营模式的实施,恒瑞重新配置资源,增加研发投入,培育企业长期竞争力,加之国际化战略的推进,使得企业现金流充足,可供自由支配的现金越高,企业价值也越高。

(2) 高质量产品助力恒瑞医药提升企业价值。为了培育核心竞争力,恒瑞为保证安全质优的差异化产品,高度重视人才引进,力求创新药品,通过对产品质量的不懈追求,提升了企业持续竞争力,达到了提升企业价值的目的。

(3) 从现金流、财务绩效以及 EVA 三方面分析发现,总体来说,恒瑞医药现金流较为充足,发展潜力可观,EVA 值大于零并逐年递增,表明为企业创造了价值。通过对恒瑞医药的研究分析发现,其在生产经营过程中可能存在如下问题:第一,债务比重过低,可适当提高财务杠杆;第二,利润空间缩减,盈利能力有待提高;第三,与国际药企相比,研发投入稍低,须加大研发投入。

针对以上问题,本文试图提出如下改进意见:第一,可适当增加负债比重,发挥财务杠杆作用;第二,提高市场占有率,推动利润增长;第三,加大研发投入,以求在国际市场中占据一席之地。

通过对恒瑞医药现金流、财务绩效以及经济增加值(EVA)的对比分析,发现实施轻资产运营模式后企业现金流充沛,盈利能力虽有波动,主要是为其轻资产运营所做的战略调整;经济增加值在波动中上升,表明为企业创造了价值,从长远来看,应肯定轻资产运营模式对恒瑞医药实现价值创造起到的积极作用。经

过研究发现，成功的轻资产运营模式确实有助于实现价值创造，同时，对于未来恒瑞医药在轻资产运营模式下如何创造价值仍需给予充分关注。

6.2 案例启示

6.2.1 提前做好应对行业政策的准备

医药行业易受行业政策影响，面对此种情况，医药企业应提前做好应对行业政策的准备。行业政策会影响市场需求、药品质量、行业壁垒、增强同行业竞争压力等，面对行业政策所带来的巨大不确定性，企业应与时俱进，时刻警惕与产品相关技术进步、科技创新和专利技术申请等，以提升企业竞争地位，改变行业格局。在经济全球化的趋势下，企业还应时刻关注国内外环境，国内政策可能与国外政策有所差异，进军国际市场特别需要关注政策的适应度、市场准入条件等。

恒瑞医药在经营发展中时刻关注行业政策的影响，积极适应市场变化，与时俱进，从最初的高仿制药到今天的创新药，足以证明其对自身的高要求、高标准，结合外界环境的变化，积极变革，根据医改措施，做出合理规划，调研国内外市场，深入分析国外市场并了解定价规则，给其面对行业政策变化留足空间。

6.2.2 做大做强核心产品或业务

轻资产运营模式更加注重高附加值环节，剥离非核心业务，做大做强核心产品或业务，成为了众多企业实现价值创造的选择。对于实施轻资产运营的企业更是如此，应做强对企业有关键作用的核心产品或业务，合理配置资源，保证核心产品或业务的高效运作。定位合理准确，资源配置合理，剥离附加值低的药用包材业务，是恒瑞医药成功的关键。恒瑞医药最初是做仿制药起家的，然而随着科技发展进步，市场上同质化产品激增，导致恒瑞医药核心竞争力不足，出现了不可持续性，而恒瑞医药也很快便意识到了这一点，便开始立足研发创新，开拓创新药领域。目前恒瑞医药的产品核心在肿瘤、麻醉、造影剂方面，其市场前景好需求不断上升，成为了最具核心竞争力的产品。

6.2.3 加大研发投入，打造核心竞争力

通过第三章针对十大药企对比发现，研发投入普遍偏低，这是医药企业创新能力不足的关键。学界普遍认为医药行业是高技术高研发的行业，而医药行业研发投入占营收比远低于 10%，而国外药企研发投入基本都在 10% 以上。由此可见，其研发投入远远不够，医药行业核心竞争力不足。医药行业只有依托研发创新，研发具有竞争力的产品才能抢占市场份额，且在经济全球化的背景下，国内医药行业更应加大研发投入，以求在国际市场占有一席之地。恒瑞医药始终重视研发创新，2019 年研发投入占营收比 16.7%，在医药行业中研发投入最高，是当之无愧的轻资产企业。经过多年的发展，恒瑞目前已经聚集了大批高学历高层次人才，在连云港、上海、成都和美国等地拥有 7 个研发中心，各类研发人才 3,000 多人，博士、硕士和海归人才 2,000 多名，每年的研发费用占销售额的 10%-15%，拥有营销人员 8,000 多人，每年的销售费用占销售额 35% 以上，恒瑞医药有如今的地位也就不足为奇了。

6.2.4 尝试探索适合自身的轻资产模式

轻资产运营模式出现后，率先在互联网、房地产、服装等行业得到普遍应用，并取得了良好的效果。因此，各行各业都开始纷纷转型轻资产模式。然而如何转型轻资产运营模式，为企业创造价值成为了最值得关注的问题。轻资产运营主要在于结合自身行业特点，实现资源合理配置，寻求企业核心轻资产，并将其做大做强，力求有所突破创新，建立企业壁垒，形成自己独特的竞争优势。恒瑞医药结合自身优势，形成了以技术研发、市场营销和品牌价值为核心的核心轻资产，从而产生了具有差异化的药品，专业化的营销队伍，极高的商标品牌价值。因此，在市场竞争中具有强劲的竞争力，并遥遥领先其它医药企业。针对试图转型轻资产运营模式的医药企业，可以借鉴恒瑞医药的经验，结合自身优势，打造核心轻资产，形成保护企业的护城河，打造核心竞争力，以求推动企业的转型发展。

6.3 展望

医药行业是高技术高研发的行业。因此，加大研发创新是医药行业的必然趋势。在新时代背景下，科技发展日新月异，市场变幻风云莫测，仅依靠仿制药的

医药企业将难以为继，如何提升研发创新能力是医药企业值得深思的问题。随着国际市场的对接，医改体制的深入发展，医改政策的出台更新，对药品的创新性与安全性有了更高的要求，创新则成立国内医药企业的核心驱动力。医药企业必须顺应行业变化趋势，加大研发投入，建立完善的研发团队来保持高质量的持续增长。

本文以新一轮的医改为背景，将首批采用轻资产运营模式改革企业之一的恒瑞医药作为案例研究对象，希望为今后医药企业变革运营模式提出参考性意见。本文的研究对象是独立的个体，案例启示难以反映行业整体情况，具有较强的个体主义；对反映经济增加值（EVA）的市场风险溢价和平均资本成本需做更细致的研究，更科学的反映价值创造情况。

参考文献

- [1] Amit, R., Schoemaker J. H. Strategic Assets and Organizational Rents [J]. Strategic Management Journal. 1993, (14): 33~46.
- [2] Barney, R. Firm Resources and Sustained Competitive Advantage [J], Journal of Management, 1991, 17(1), 99-120.
- [3] Bartoloni E. Capital structure and innovation: causality and determinants [J]. Empirica, 2013, 40(1): 111-151.
- [4] Chiun-Sin Lin, Chih-Pin Huang. Measuring competitive advantage with an asset-light valuation model [J]. African Journal of Business Management, 2011(13): 5100-5107.
- [5] Eriotis N P, Frangouli Z, Ventoura-Neokosmides Z. Profit Margin And Capital Structure: An Empirical Relationship [J]. Journal of Applied Business Research, 2002, 18(2): 56-64.
- [6] Georgiana Surdu. The Internationalization Process and the Asset-Light Approach [J]. Romanian Economic and Business Review, 2011(6): 184-188.
- [7] Laitinen E K. Financial Ratios And Different Failure Processes [J]. Journal of Business Finance & Accounting, 1991, 18(5): 649-673.
- [8] McInnes J M. Financial Control Systems for Multinational Operations: An Empirical Investigation [J]. Journal of International Business Studies, 1971, 2(2): 11-28.
- [9] Pinches G E, Mingo K A, Carthers J K. The Stability Of Financial Patterns In Industrial Organizations [J]. Journal of Finance, 2002, 28(2): 389-396.
- [10] Robert R, Weiler. How to Sharpen Virtual Business. Information Week Manhasset, 2011(12): 132-135.
- [11] Sang Hyuck Kim, Suhyang Noh. Asset-light strategy and real estate risk of lodging C-corps and REITs [J]. International Journal of Hospitality Management, 2019(09): 37-39.
- [12] Wernerfelt, B. A Resource-Based View of The Firm [J]. Strategic Management Journal. 1984, 5(2): 171~180.
- [13] Wei-Kang Wang, Fengyi Lin. Does asset-light strategy contribute to the dynamic efficiency of global airlines? [J]. Journal of Air Transport Management, 2017(6): 99-108.

- [14]白仁春. 轻资产运营策略的借鉴意义[J]. 商业时代, 2004(35): 20-21.
- [15]陈婕, 徐莹. 轻资产模式下企业的盈利能力分析——以锦江酒店为例[J]. 经济与管理科学. 2019(29): 85-87.
- [16]陈永丽. 企业价值创造能力的影响因素分析——基于创业板上市公司的证据[J]. 软科学, 2011(12): 118-121.
- [17]陈志斌. 基于自由现金流管理视角的创值动因解析模型研究[J]. 会计研究, 2006(4): 58-62.
- [18]戴天婧, 张茹, 汤谷良. 财务战略驱动企业盈利模式——美国苹果公司轻资产模式案例研究[J]. 会计研究, 2012(11): 23-32+94.
- [19]杜海霞. 谈轻资产运营模式——基于华谊兄弟案例研究[J]. 财会月刊, 2015(27): 112-113.
- [20]何久龙. 海澜之家轻资产商业模式下的企业价值创造研究[D]. 江西师范大学, 2019.
- [21]何瑛, 胡月. 戴尔公司基于轻资产盈利模式的价值创造与管理分析[J]. 财务与会计, 2016(06): 37-40.
- [22]李端生, 王东升. 基于财务视角的商业模式研究[J]. 会计研究, 2016(6): 63-69+95.
- [23]李白吉, 李甜甜. 房地产企业转型轻资产运营模式的研究——以万科集团为例[J]. 广西大学学报(哲学社会科学版). 2018(4): 48-54.
- [24]刘爽, 王军辉, 刘玉锁. 轻资产企业价值评估的探讨[J]. 会计之友, 2014(20): 48-52.
- [25]刘少卿. 做“重”轻资产[J]. 企业管理, 2012(9): 20.
- [26]刘淑莲. 企业价值评估与价值创造战略研究——两种价值模式与六大驱动因素[J]. 会计研究, 2004(09): 67-71.
- [27]吕爽. 李宁“轻资产运营”模式浅析[J]. 商品与质量, 2010, (6): 31.
- [28]茆薇. 轻资产运营模式撬动企业价值最大化——基于腾讯公司的财务案例研究[J]. 新会计, 2013(11): 26-29.
- [29]戚英华. 轻资产运营模式下的企业财务战略研究——以小米手机为例[J]. 财会通讯, 2017(8): 58-62.

- [30]孙黎, 朱武祥. 轻资产运营[M]. 北京: 中国社会科学出版社, 2003, 5-23.
- [31]邵建军, 张世焦. 轻资产运营企业会倾向于内源性融资吗? [J]. 财会通讯. 2019 (24): 101-104.
- [32]邵莎莎. 基于 EVA 动量的企业价值创造效率研究——以格力电器与美的集团为例[J]. 财会通讯. 2019 (26): 70-73.
- [33]孙天睿. 研发投入对轻资产企业业绩的驱动效应研究——以海思科医药集团为例[J]. 会计之友, 2018 (19): 51-56.
- [34]汤谷良, 高原. 企业轻资产盈利模式的财务挑战与实践路径[J]. 财务研究, 2016 (3): 3-8.
- [35]王晶. 轻资产运营模式及操作要点分析[M]. 企业管理出版社, 2008: 42-76.
- [36]王鹤春. 轻资产类型 TPL 企业管理创新过程: 从企业家角度的分析[J]. 当代经济管理. 2012(1): 36-38.
- [37]王军辉. 轻资产运营、企业价值与价值评估[J]. 中国资产评估, 2014 (6): 11-15.
- [38]温诗园. 商业模式驱动下企业价值创造研究[D]. 西南财经大学, 2013.
- [39]魏炜, 朱武祥. 重构商业模式[M]. 机械工业出版社, 2010.
- [40]吴晓霞. 轻资产企业价值相关性研究: 兼论做大还是做强? [J]. 财经问题研究, 2018(12): 137-143.
- [41]薛文艳. 轻资产类公司的运营模式与财务管理[J]. 山西财税, 2012, 03:36-38.
- [42]杨君岐. 崔环珠. 陈馨雨. 互联网企业商业模式如何作用于企业价值创造——以 Facebook 为例[J]. 财会通讯. 2020 (02) 173-176.
- [43]杨现锋, 唐秋生. 第三方物流企业的轻资产发展战略研究[J]. 重庆交通大学学报: 社科版, 2007(07): 15-17.
- [44]杨天波, 景梁. 轻资产战略在现代服装企业中的应用分析[J]. 管理学家, 2011 (9): 22-25.
- [45]张艳. 基于轻资产运营方式的企业价值提升策略[J]. 财会通讯. 2017 (35): 82-85.
- [46]张鼎祖. 企业价值创造驱动因素分析: 基于财务视角与战略视角[J]. 财会月

刊, 2009 (06): 33-35.

[47]张丽萍, 杨亚军. 房地产企业轻资产运营模式的价值创造分析——以万科为例[J]. 审计与理财, 2017 (10): 31-34.

[48]张永慧. 企业创新能力对价值创造力的影响分析[J]. 商业经济, 2020, (11): 70-71.

[49]张占贞. 上市公司轻资产运营对企业财务竞争力影响研究[J]. 青岛科技大学学报, 2016, 32 (9): 26-30.

[50]周泽将, 周冰清, 李鼎. 轻资产运营与企业价值: 竞争力的角色[J]. 中央财经大学学报, 2020 (03): 101-117.

[51]周泽将, 李鼎, 王浩然. 轻资产运营与企业风险承担: 实证分析与影响路径[J]. 统计研究, 2020 (01): 99-109.

后 记

三年时光倏忽而过，临近毕业之际，心中感慨万千。三年前入学的身影犹如昨日，好似还没有尽情享受这段日子，便已到了离别的时候。回忆这段校园时光，收获颇丰，有春风化雨的老师、患难与共的同学以及扎实的专业知识，定是我今后珍藏的时光。

在母校求学的日子里，我的导师在学习上给予了极大的指导于帮助。从进入研究生学习开始，老师就对我们保持较高的要求。对我的学习可谓费尽心力，既要督促学习，还要组织学术讲座与读书沙龙活动，每每参加完后让我受益匪浅；在毕业论文的写作过程中，老师更是不遗余力地指导我，不断修改直到最终定稿。虽然我时常懒惰懈怠，但老师严谨治学的学术态度深深影响着我，我坚信在今后的人生道路中这种态度将给予我前进的力量。此外，还遇到了很多悉心教导过我的老师，他们的身影依旧清晰深刻，对我的教导言犹在耳，让我收获专业知识的同时，领悟到了人生的大智慧，对此，我倍感珍惜。师恩难忘！祝愿吾师身体健康，桃李天下。

在这三年时光中，我遇到了一生的挚友，我们彼此患难与共，同甘共苦，惺惺相惜，面对任何的挫折与困难，我们总能相互鼓励、帮助，共同克服一切艰险，这将是这段旅程中的意外收获。正是有你们，这段时光才绚烂多彩，给予了时光特别而深刻的意义。

最后感谢在一直默默支持我的父母，在我成长的道路上，付出了诸多心血与艰难，惟愿父母身体健康，子欲养而亲常在！