

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 康恩贝分拆佐力药业的绩效研究

研究生姓名: 郑盛武

指导教师姓名、职称: 陈芳平 教授

学科、专业名称: 应用经济学、金融硕士

研究方向: 金融理财与投资实务

提交日期: 2022年6月5日

Research on the performance of Conba spin off Jolly Pharmaceutical

Candidate : Zheng Shengwu

Supervisor: Chen Fangping

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： 郑晓斌 签字日期： 2022.6.1

导师签名： 陈华 签字日期： 2022.6.1

导师(校外)签名： _____ 签字日期： _____

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： 郑晓斌 签字日期： 2022.6.1

导师签名： 陈华 签字日期： 2022.6.1

导师(校外)签名： _____ 签字日期： _____

摘 要

上市公司分拆是加强资本市场资源优化配置和深化并购重组功能的重要手段,有利于上市公司拓宽融资渠道、深化产业经营管理水平、进一步实现业务聚焦。与西方国家相比,我国资本市场起步较晚,发展尚未成熟,监管层考虑到中国资本市场的实际情况,在过去十多年对上市公司分拆子公司上市方面的监管持比较谨慎的态度,因此境内上市公司分拆的案例较少。随着资本市场的发展,我国也在上市公司分拆领域进行不断探索,从2009年创业板的出现到2018年科创板的设立并实施注册制,我国上市公司分拆子公司在境内上市迎来了快速的发展。而康恩贝分拆佐力药业作为境内分拆第一股,本文希望通过对文献的梳理和对案例的介绍、研究和分析,为有分拆意愿的企业提供一定的借鉴,同时为完善我国上市公司分拆制度提供一些启示。

文章首先对国内外分拆上市相关文献进行整理和总结,归纳出目前国内外学界对分拆的研究主要集中在动因和绩效方面两方面,其中动因和短期绩效方面的研究结果较为一致,而对长期绩效的影响存在分歧,因此本文研究主要集中在长期绩效方面。其次对分拆和绩效概念进行界定,介绍分拆上市的相关类型包括有横向分拆、纵向分拆和混合分拆,归纳出分拆上市的动因主要有四个,分别为克服信息不对称、获取融资、管理层激励和业务集中理论,并对康恩贝分拆佐力药业的过程、动因和合规性进行了介绍和简要分析。

最后在康恩贝分拆佐力药业的案例分析中,利用事件研究法分析二级市场对分拆上市持有何种态度;然后基于财务指标对康恩贝和佐力药业在分拆前后的偿债能力、营运能力、盈利能力、成长能力和创新能力进行横向及纵向的比较,以此判断分拆是否影响了母公司和子公司各单方面绩效,与此同时对指标采用熵权Topsis法进行综合分析,以研究分拆对公司的总体绩效影响;再从公司股东角度出发对两家企业分拆前后EVA进行了分析。最终得出了以下结论:(1)二级市场对分拆持中性态度;(2)分拆上市降低了康恩贝绩效;(3)分拆上市小幅提高佐力药业绩效;(4)分拆上市为康恩贝股东带来超额收益。

关键词: 分拆上市 绩效 康恩贝 佐力药业

Abstract

The separation of listed companies is an important means to strengthen the optimal allocation of resources in the capital market and deepen the function of M & A. It is conducive for listed companies to broaden financing channels, deepen industrial operation and management level and further realize business focus. Compared with western countries, China's capital market started late and its development is not yet mature. Considering the actual situation of China's capital market, regulators have also taken a more cautious attitude towards the supervision of the spin off of listed companies and the listing of subsidiaries in the past ten years. Therefore, there are few cases of spin off of domestic listed companies. With the development of the capital market, China has also made continuous exploration in the field of spin off of listed companies. From the emergence of the gem in 2009 to the establishment and implementation of the registration system of the science and innovation board in 2018, the spin off subsidiaries of Listed Companies in China have ushered in rapid development in the domestic listing. Conba spin off Jolly pharmaceutical is the first share of domestic spin off. This paper hopes to provide some reference for other enterprises willing to spin off, and provide some enlightenment for improving the spin off system of Listed Companies in China through combing the literature and introducing, studying and analyzing the case.

Firstly, this paper collates and summarizes the relevant literature of spin off listing at home and abroad, and summarizes that the current academic research on spin off at home and abroad mainly focuses on motivation and performance,

among which the research results of motivation and short-term performance are relatively consistent, while there are differences on the impact of long-term performance. Therefore, this paper mainly focuses on long-term performance. Secondly, it defines the concepts of spin off and performance, introduces the relevant types of spin off and listing, including horizontal spin off, vertical spin off and mixed spin off, and summarizes that there are four main reasons for spin off and listing, namely overcoming information asymmetry, obtaining financing, management incentive and business concentration theory. It also introduces and briefly analyzes the process, motivation and compliance of Conba spin off of Jolly pharmaceutical.

Finally, in the case study of Conba spin off of Jolly pharmaceutical, the event research method is used to analyze the attitude of the secondary market towards the spin off and listing; Then, based on the financial indicators, this paper makes a horizontal and vertical comparison of the solvency, operation ability, profitability, growth ability and innovation ability of Conba and jolly pharmaceutical before and after the spin off, so as to judge whether the spin off has affected the unilateral performance of the parent company and its subsidiaries. At the same time, the index is comprehensively analyzed by Entropy TOPSIS method to study the impact of the spin off on the overall performance of the company; Then from the perspective of shareholders, this paper analyzes the EVA before and after the separation of the two enterprises. Finally, the following conclusions are drawn: (1) the secondary market holds a neutral attitude towards spin off; (2) Spin off reduces Conba's performance; (3)

Spin off and listing slightly improved the performance of Jolly pharmaceutical;

(4) Spin off brings excess returns to Conba shareholders.

Keywords: Spin off; Performance; Conba; Jolly pharmaceutical

目 录

1.绪论	1
1.1 研究背景.....	1
1.2 研究意义.....	2
1.2.1 理论意义.....	2
1.2.2 现实意义.....	2
1.3 国内外研究综述.....	3
1.3.1 国外研究现状.....	3
1.3.2 国内研究现状.....	4
1.3.3 文献述评.....	5
1.4 研究内容和方法.....	6
1.4.1 事件研究法.....	6
1.4.2 财务指标分析法.....	6
1.4.3 综合指标分析法.....	7
1.4.4 EVA 分析法.....	7
1.4.5 研究框架.....	7
1.5 研究创新与不足.....	8
2.相关概念和基础理论	9
2.1 概念界定.....	9
2.1.1 分拆上市.....	9
2.1.2 企业绩效.....	9
2.2 分拆上市的类型.....	10
2.3 分拆上市动因理论.....	10
2.3.1 克服信息不对称.....	10
2.3.2 获取融资.....	11
2.3.3 管理层激励.....	11
2.3.4 业务集中.....	11
3.康恩贝分拆佐力药业案例介绍	13
3.1 康恩贝基本情况.....	13

3.2 佐力药业基本情况	14
3.3 分拆上市过程	16
3.4 分拆上市动因分析	17
3.5 分拆上市合规性分析	18
4.康恩贝分拆佐力药业绩效分析	22
4.1 基于资本市场分析	22
4.2 财务指标绩效分析	23
4.2.1 偿债能力分析	23
4.2.2 营运能力分析	27
4.2.3 盈利能力分析	30
4.2.4 成长能力分析	33
4.2.5 研发支出分析	35
4.3 综合指标绩效分析	36
4.4 基于 EVA 绩效分析	45
5.结论与启示	48
5.1 研究结论	48
5.1.1 二级市场对分拆持中性态度	48
5.1.2 分拆上市降低了康恩贝绩效	48
5.1.3 分拆上市小幅提高佐力药业绩效	49
5.1.4 分拆上市为康恩贝股东带来超额收益	49
5.2 启示	49
参考文献	51
后 记	54

1.绪论

1.1 研究背景

上市公司分拆是加强资本市场资源优化配置和深化并购重组功能的重要手段，有利于上市公司拓宽融资渠道、深化产业经营管理水平、进一步实现业务聚焦。事实上分拆上市的风潮在上世纪 90 年代就已经风行，其中数美国市场最为活跃，也涌现了大量经典案例，与西方国家相比，我国资本市场起步较晚，发展尚未成熟，监管层考虑到中国资本市场的实际情况，在过去十多年对上市公司分拆子公司上市方面的监管也持比较谨慎的态度，因此境内上市公司分拆的案例较少。

随着资本市场的发展，我国也在上市公司分拆领域进行不断探索，2000 年同仁堂成功分拆子公司到港交所上市，迈出了我国上市公司分拆的第一步。2004 年 7 月证监会发布了《关于规范境内上市公司所属企业到境外上市有关问题的通知》对上市公司分拆子公司到境外上市进行规范。2009 年伴随创业板的设立，因创业板的上市要求相对较低，为我国上市公司分拆子公司在境内上市即“A 拆 A”提供了新的选择和道路，证监会也在 2010 年顺势提出境内上市公司分拆子公司到创业板上市的 6 项条件，释放出积极的信号，2009-2011 年中兴通讯、洪都航空、康恩贝等几家公司成功分拆子公司在创业板上市，但当时由于监管仍处于较谨慎态度，分拆境内上市时，母公司要放弃对子公司的控制权，由控股转为参股模式，因此不属于严格意义上的分拆上市，有分拆意愿的公司并不多，并且由于当时市场质疑分拆会导致母公司“空心化”、股东权益受损、以及创业板风险，加上监管制度滞后（念延辉 2010），使得证监会对上市公司分拆到创业板上市态度从明确允许逐步转为不鼓励、从严把握，此后至科创板设立前再无境内分拆成功案例。

时间到 2018 年 11 月 5 日，科创板正式设立并在该版试点实行注册制，2019 年 3 月 1 日证监会发布《科创板上市公司持续监管办法（实行）》，其中第 31 条指出达到一定规模的上市公司，可以按照法律法规和监管有关规定，分拆业符合条件的子公司在科创板上市，使我国资本市场“A 拆 A”迎来新的发展契机。2019 年 12 月 13 日证监会发布《上市公司分拆所属子公司境内上市试点若干规定》对“A 拆 A”作出了明确的规定，分拆迅速成为资本市场热点。允许子公司分拆到境内上市将有利于上市公司突出主业、增强独立性，有利于高端制造和高科技创新企业募集到更多资金，推动我国高新技术的

发展。

截止 2022 年 3 月 23 日，A 股上市公司发布公告有分拆意愿的共有 96 家，且数量增加呈现加速迹象，其中 38 家拟分拆至创业板，26 家拟分拆至科创板，其他的尚未确定，已提交注册并通过上市委员会会议的有成大生物、高铁电器、兆讯传媒等，成功上市的有生益电子、电气风电、铁建重工等。

1.2 研究意义

1.2.1 理论意义

改革开放以来随着我国经济高速发展，许多公司也在快速扩张、发展壮大，企业通过并购和投资进入不同的行业形成集团化的发展，一方面集团化发展能为企业提供资源共享、优势互补，但另一方面随着业务的增多和集团规模过于庞大导致的管理成本快速增加，特别是一些子公司的业务与集团其他业务差异较大，不仅难以形成协同效应反而增加了运营风险，因此将该子公司独立分拆出去，对其业务进行更加精细化和专业化运营有利于整个集团的发展。当前学者们主要通过单一财务指标来研究分拆上市后能否影响企业绩效，而缺少对驱动因素影响的研究，同时也容易割裂各财务指标间的相互关联关系，因此本文在进行财务分析同时，采用 EVA 分析来分解绩效驱动因素，并使用综合指标分析法从总体上研究分拆对企业综合绩效的影响，为拓宽分拆的研究思路，丰富相关理论作出微小贡献。

1.2.2 现实意义

当前境外资本市场已经存在大量上市公司分拆案例，与之相比我国这方面则起步较晚，但从科创板设立以来发展迅速，从原先的限制上市公司分拆到如今的政策引导、从理论到实践，我国正在不断探索适合中国资本市场的上市公司分拆道路。本文以康恩贝分拆佐力药业为案例，主要通过事件研究法和财务绩效分析法来分析分拆企业绩效的影响，由于目前学界对于理论方面研究已经较为成熟，对短期绩效的影响观点较为一致，因此本文的研究重点将放在对长期绩效影响，为后续有分拆意愿的公司提供一定借鉴意义。同时简单对比境内与境外公司分拆，来发现我国上市公司分拆过程中存在的优势与不足，通过研究和借鉴境外分拆的经验为完善我国上市公司分拆制度提供建议。

1.3 国内外研究综述

目前学界对分拆的研究主要集中在两方面，一方面是理论上的对分拆上市动因进行研究；另一方面则是实践上的对分拆对母子公司绩效影响进行研究，而绩效方面又分为短期和长期的影响。

1.3.1 国外研究现状

动因方面 Nanda (1991) 首次提出信息不对称假说来解释分拆上市与其他资本运作的区别，文章指出由于信息不对称，当市场对子公司的估值低于其价值时，企业倾向于将子公司分拆出来单独上市，因子公司单独上市能对外披露更详细的财务经营等数据，使其估值得到提升，因此分拆的消息被市场视为利好信息。Allen and McConnell (1993) 提出融资假说，他们认为企业管理者倾向于扩大公司规模，使得自身拥有更大的管理权，因此不太愿意分拆子公司，除非企业真的难以寻找到融资，管理者才会考虑分拆事宜，通过对 188 件股权分拆进行了分析，证实了这些公司在分拆前的确经营状况不佳且高杠杆率，Lang(1995)也提出公司分拆的主要目的就是融资。Aron (1991)、Meyer (1992) 和 Holmstrom (1993) 则提出管理层激励假说，他们认为分拆后的激励机制有助于提高子公司管理层积极性，从而提高公司绩效。Aron 研究发现公司分拆经常存在于多元化企业对管理层激励当中，当分拆后子公司的股价能更清晰的反应出公司的管理水平，其激励效果显著大于子公司作为集团的一个部门，其通过实证证明分拆的激励作用大于集团基于委托代理合同的激励作用。业务集中假说则解释公司从集团层面出发，将不再适合公司总体长期战略发展的在公司分拆出去，以提高经营效率，该假说由 Comment (1995) 首次提出，Stulz (1994) 也发现多元化企业的托宾 Q 值远低于其他专业化公司，企业价值被严重低估，因此建议企业聚焦于主业发展。Daley (1997) 等人也支持该假说，通过对多元化公司分拆比同行业公司分拆能创造更高价值的假设进行检验，结果表明多元化公司的分拆能明显提高公司价值，而同行业公司的分拆并没有显著提高公司价值，从而认为企业分拆能通过移除相关性不强的业务，使管理者将更多的注意力集中在核心业务上能为企业创造出更高价值。

短期市场绩效方面，Katherine 和 Abbie (1986) 对分拆上市公司研究发现，分拆消息发布后母公司在短期内能获取超额收益，Allen 和 McConnell(1998) 也研究了一九

七八年到一九九三年的 188 个分拆样本,发现公告期 3 天后母公司的超额收益为 2.12%。Vijh(2000)对一九八零年到一九九七年 336 个分拆样本进行分析,发现当分拆资产超过 50%时,公告期间母公司的超额收益为 4.92%;当分拆资产小于一半时超额收益仅为 1.49%。Lawrence 等人(2008)以一九八五年到二零零五年期间提供的分拆样本研究 IPO 市场效率,研究发现子公司上市首发日的回报率和母公司在分拆信息公告日至子公司上市日回报显著相关,但与母公司同期回报率无显著相关。

在长期绩效方面的研究, Vijh (1999) 以一九八一年到一九九五年的 628 家分拆公司为样本进行分析,发现子公司股票在分拆后的三年内表现没有低于可比基准,与此想对比的是其他 IPO 公司发行业绩的不理想,对此他的解释是分拆后的子公司能聚焦发展,且被分拆出来的子公司往往是处于高速发展的行业,市场认可度高; Prezas (2000)也得出相似结论,其通过研究发现分拆公司样本三年的平均回报率为 28.82%,高于同时期公司的 21.07%。然而 Madura 和 Nixon(2002)的研究则表明分拆后长时间内母公司和子公司的绩效都不如分拆前的, Thompson (2013) 也通过研究子公司在分拆三年后的表现,发现其回报率为负在统计上是显著的。Chahine(2014)则通过另一个视角进行研究,发现分拆后母公司长期绩效主要与公司的治理有关,因此关键要考察分拆是否提高了公司治理水平, Lin (2016) 也通过对分拆公司的研究,认为分拆不影响公司的长期绩效,相关的超额收益主要来源于公司资产利用效率水平的提高。

1.3.2 国内研究现状

动因方面刘永泽 (2012) 和林旭东 (2015) 都认为不对称信息假说能很好的解释分拆能为公司带来超额收益,沈佳焯 (2018) 以药明康德为例发现分拆能有效克服信息不对称导致的企业价值被低估问题。肖大勇 (2013) 和李青原 (2014) 则以同方股份和同仁堂分拆为例,通过实证研究和财务分析证实了公司分拆有明显的融资需求,证实了公司分拆的主要目的之一就是解决公司的投融资问题,支持融资假说。李青原认为当企业作为一个集团向社会融资时,可能由于业绩或经营状况不理想,难以获得融资或融资成本较高,当企业某一子公司发展前景广阔,将其独立分拆并上市融资就是一个不错的选择。沈红波(2020)等人则赞同管理层激励假说,通过对阅文集团的研究分析,发现分拆后阅文集团管理层积极性提高了,进而促进管理层与企业发展目标的一致性,赵宇华 (2006) 也认为财务报表的合并抑制了管理层的积极性,而分拆能很好的解决这个问题。

王新红和薛焕霞（2014）则基于业务集中假说提出企业的资源有限，当规模扩大到一定程度时将导致企业的管理效率下降，出现规模报酬递减的负效应，而适时分拆能克服该问题，张榕（2013）和肖爱晶（2019）也支持该假说，认为分拆后企业经营管理水平得到提升，相应的拥有了更强的市场竞争力。

短期市场绩效方面王化成（2003）通过实证发现在成功分拆上市后短时间内母公司股价表现不佳，直到后期才产生积极的效应，对于该结果的解释可能是因为母公司与子公司处于不同的资本市场，相关信息的反应速度不一致导致的。于海云（2011）以 2000 年至 2010 年 7 家 A 股上市分拆子公司到境外上市为样本进行实证研究，研究发现母公司股票价格在董事会决议公告日前后表现明显优于市场，在股东大会决议公告日也有积极效应，但是在子公司上市公告日前后股价效应则为负，而将时间跨度拉长股价效应又为正。林旭东（2015）以国内分拆上市 17 个公司为样本进行实证分析，发现在分拆上市宣告日，和分拆前后 20 日股价母公司的股价表现明显优于市场平均水平。但邓秋玲（2015）同仁堂第二次分拆案例分析发现分拆并没有为母公司短期绩效带来超额收益，对此作者的解释是公司分拆上市的动因和目标不够明确且其分拆方案类型不合理，导致此次分拆市场投资者不认可，张诗华（2013）以佐力药业为例也得出相似结论。

长期绩效方面袁晓燕（2010）通过对同仁堂分拆后 8 年的业绩进行实证分析，发现短期绩效方面分拆后迅速提高，但后续不如意未能保持在一个上升的趋势，甚至开始出现下滑情况，而长期绩效方面总体表现较差；郑安然（2012）通过财务指标的方法也发现分拆上市公司在分拆后长期经营绩效并没有显著提升；随后王新红（2014）以创业板 10 家分拆公司为样本，分析母公司在分拆前两年至分拆后后一年的绩效表现，发现分拆并未起到提高母公司的经营绩效。但另一方面林旭东（2015）则认为分拆使母公司的长期绩效得到较大改善，但子公司的经营状况却不尽人意，杨杨（2018）也认为母公司因为分拆所得税税率降低，从而有利于企业的发展，周可（2020）则采用综合指标分析法研究发现分拆能提高案例企业的偿债能力、盈利能力和发展能力，但影响不具有长期性，由此可看出学界对于分拆在长期绩效方面并没有形成较为一致的观点。

1.3.3 文献述评

当企业过于臃肿、分拆能更好的适应公司发展要求时，企业往往会考虑将部分业务分拆出去，尽管不同企业由于自身实际情况不同，可能分拆的动机有所差异，但目前总

的研究主要有四种解释：信息不对称假说、融资假说、管理层激励假说、业务集中假说，当然现实中企业的分拆动机也可能是多个的，通过对文献的梳理可以看出目前对分拆在理论上的研究已经较为成熟，因此现阶段的研究更加关注绩效方面的影响。

目前来看，国内外学界对短期市场绩效方面影响的研究较为一致，认为分拆对于母公司有正面的效果，分拆被市场视为一种利好。但对长期绩效的影响存在分歧，没有形成统一的结论，并且相关研究主要从财务方面角度进行分析，忽略对非财务方面的长期影响而不能很好的体现出公司价值，因此本文将研究的重点放在对长期绩效影响上面，通过深入研究分拆对公司的长期影响，从而进一步丰富分拆理论和完善我国资本市场分拆制度，同时为后续有分拆意愿的企业提供一定借鉴意义。

1.4 研究内容和方法

本文主要以康恩贝分拆佐力药业作为案例进行分析，从横向和纵向两个维度研究分拆前后两家公司绩效的变化情况，具体研究方法有事件研究法、财务指标法、综合指标法和 EVA 分析法。

1.4.1 事件研究法

事件研究法是通过研究当资本市场发生某一事件，股价是否会产生异常波动，本文以分拆母子公司为研究对象，以沪深 300 收益率作为市场平均收益率作为对比，研究资本市场对上市分拆的反应态度。

1.4.2 财务指标分析法

绩效评价指标

绩效能力	绩效指标
偿债能力	流动比率、资产负债率、速动比率
营运能力	存货周转率、应收账款周转率、总资产周转率
盈利能力	营业毛利率、销售净利率、净资产收益率
成长能力	净利润增长率、营业收入增长率
研发能力	研发支出、研发支出与营收占比

文章从偿债能力、营运能力、盈利能力、成长能力、研发能力五个角度对企业进行分析，通过对比母公司和子公司分拆前后在同行业中的水平来分析分拆对企业绩效有何影响，相关指标如上。

1.4.3 综合指标分析法

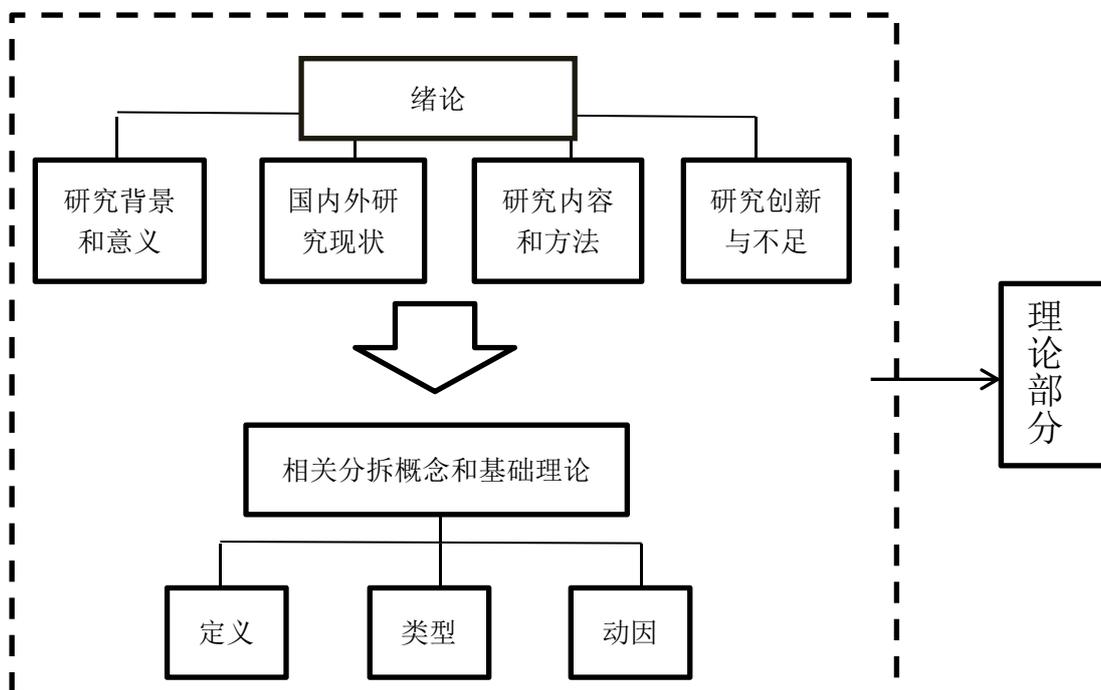
综合财务指标分析法借鉴罗佳（2015）、朱乾（2016）采用熵权 topsis 法对企业分拆前后综合绩效进行研究。熵权 topsis 法属于改进型 topsis 法，相对于传统综合指标更具有科学性。熵权法即通过对信息的量化（Yongyan, 2019）从而为指标赋予权重，topsis 法名为逼近理想解排序法，是一种将评价对象与理想化目标的接近程度进行排序，以确定其相对优劣程度的方法，通过该方法可以得到每年被研究公司和行业平均综合绩效，再经过比对分拆前后母子公司和行业综合绩效从而得出结论

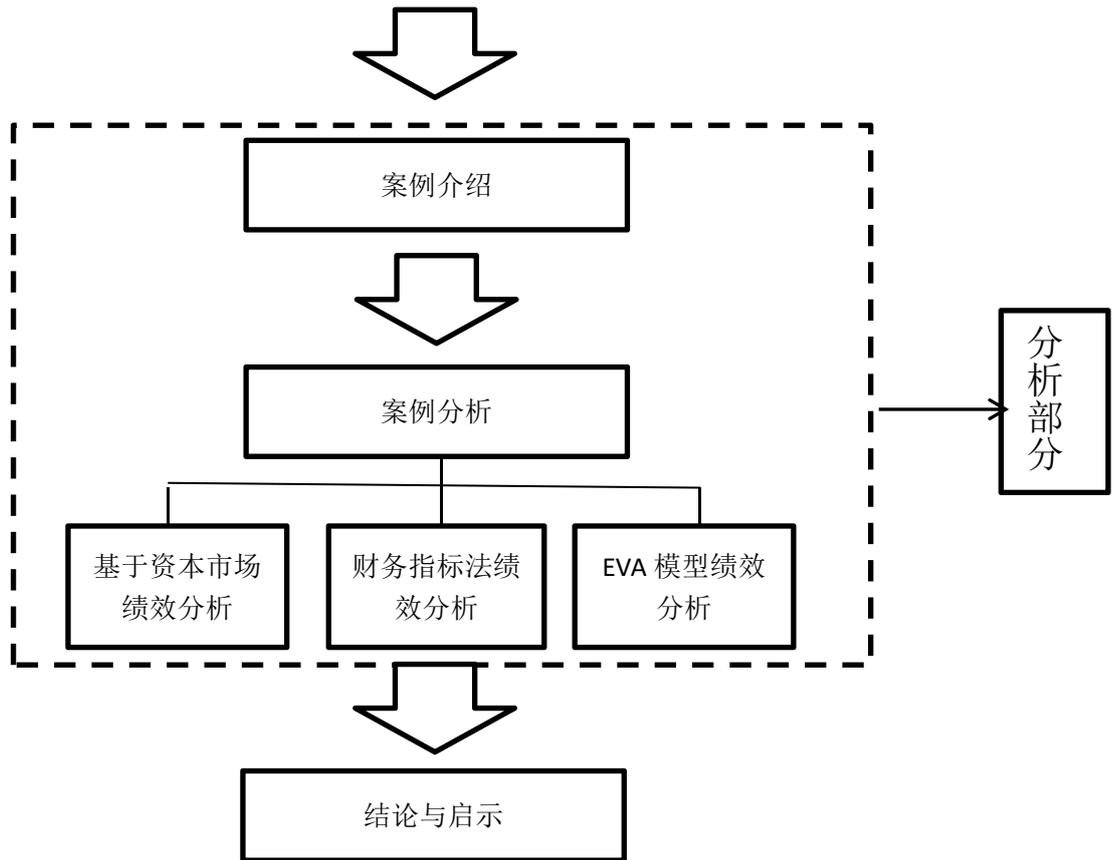
1.4.4 EVA 分析法

EVA 即指企业从税后净营业利润中扣除包括股权和债务的全部投入资本成本后的所得，Young (1997) 提出可以用 EVA 来衡量企业业绩水平，其核心是资本投入是有成本的，该指标能很好衡量企业具体为为股东创造多少价值，是评价企业绩效的有效工具。能够反映企业经营过程中真正增加的价值（周明明，2015），其计算公式为：

$$EVA = \text{税后净营业利润} - \text{总资产} * \text{加权平均资产成本}$$

1.4.5 研究框架





1.5 研究创新与不足

当前学者们主要通过单一财务指标来研究分拆上市后能否影响企业绩效，而缺少对驱动因素影响的研究，同时也容易割裂各财务指标间的相互关联关系，因此本文在进行财务分析时也增加了创新能力的分析，通过采用 EVA 分析来分解绩效驱动因素，并使用综合指标分析法从总体上研究分拆对企业综合绩效的影响，以使得研究结果更加全面。但与此同时由于案例企业 2011 年分拆上市距今较为久远，可能部分数据资料难以完整获取，另一方面文章只从一个案例中得出结论，而缺少对多行业多公司的研究，因此结论可能不够全面。

2.相关概念和基础理论

2.1 概念界定

2.1.1 分拆上市

分拆上市是指母公司将持有的子公司的全部或大部分股份出售或引入新的投资者,再将子公司以独立主体上市的行为,从而能使母公司与子公司的经营在组织上和法律层面上分开。2019年12月13日证监会发布的《若干规定》中规定分拆上市是指上市公司将部分业务或资产,以其直接或间接控制的子公司的形式,在境内证券市场首次公开发行股票上市或实现重组上市的行为,分拆上市有狭义和广义之分。针对于已上市的母公司,子公司已包括在了整个上市主体内部,因此这种把子公司从整个上市主体中从剥离再进行单独上市的方式属于狭义上的拆分;但由于广义上的拆分对于母公司是否为己上市公司并没作具体规定。所以在定义中,可以发现康恩贝分拆佐力药业上市,也属于狭义上的拆分上市。

由上述的分拆上市定义可以看出,如果没有分拆上市,子公司和母公司同属于一个主体,子公司的相关经营管理和战略规划要服务于这个集团,而在分拆上市后子公司在企业经营方面,自主性会大大增强。同时分拆上市能使子公司获得独立法人地位,有利于展开业务并在资本市场上获得更多的融资渠道,相关的信息披露能使二级市场交易更加透明详细。而对于母公司而言分拆能使其在短时间内获得投资上的回报,聚焦集团内其他业务的发展。

2.1.2 企业绩效

企业绩效是指企业在一段时期内所取得的经营成果,其涵盖的范围非常广泛,且采用不同的评价体系可能会得出不同的绩效结论,对于民营企业,理论和实务中大多采用财务指标去对企业绩效进行评价,因此本文基于财务指标视角,从企业的偿债能力、营运能力、盈利能力、成长能力和创新能力对其绩效进行评价,同时从公司股东立场出发,以资本市场和经济增加值视角对企业绩效进行评价。

2.2 分拆上市的类型

根据分拆前母公司和子公司之间的经营业务和依存的关系,以及两者所处于的产业链位置关系,可以将分拆上市分为横向分拆、纵向分拆和混合分拆三个类型。

(1) 横向分拆

当子公司的业务与母公司主营业务相同或两者处于同一行业,这种情况下母公司将子公司单独分拆出来进行上市即属于横向分拆,该类型分拆会使母公司和子公司在分拆后处于竞争关系,严重影响母子公司股东权益,监管也最为严厉,因此证监会明文规定不得进行该类型的分拆上市,且对其他类型分拆上市的公司,母公司和子公司应当出具未来不竞争承诺。

(2) 纵向分拆

当子公司的业务与母公司主营业务处于产业链上下游关系时,母公司将子公司单独分拆出来进行上市即属于纵向分拆,该类型分拆会使原本集团内的活动变为企业间的交易活动,从而增加交易成本,且分拆后母子公司不可避免会产生大量关联交易,容易滋生舞弊而损害投资人利益,因此在向证监会提交分拆上市申请时较难获得审批。

(3) 混合分拆

当企业选择多元化发展战略时,公司的经营范围和涉及行业往往非常广泛,旗下拥有众多子公司,为了聚焦发展或其他目的,母公司将某一与集团业务不相关的子公司单独分拆出来再上市即属于混合分拆,该类型的分拆一方面能为子公司发展获取外部融资,另一方面单独上市能使子公司的价值得到更公允的反应,因此,相比于横向分拆和纵向分拆,绝大部分企业会选择混合分拆,截止 2022 年 3 月 1 日在科创板和创业板成功分拆上市的公司包括康恩贝分拆佐力药业都属于混合分拆。

2.3 分拆上市动因理论

2.3.1 克服信息不对称

信息不对称理论认为,母公司作为一个集团往往拥有总多子公司,对外公布的也是以集团为整体的合并报表,这导致某一单独子公司往往难以在合并报表中体现出其真正的价值,因为子公司没有作为一个独立主体对外披露其财务信息、经营管理状况和相关

信息，也没有上市直接面向市场投资者，缺乏与市场间的互动，因此对企业有充分了解的管理者与市场投资者之间存在信息鸿沟，资本市场对于未上市子公司缺乏了解无法给予准确估值，在缺乏买方市场的情况下往往就会导致子公司价值被低估。

而这分拆上市后，根据监管要求子公司需要按规定向社会和资本市场披露相关重大事项，定时发布公司的年度报告等各类重要消息，因此能向市场投资者传递更多企业经营状况和发展规划等信息，减少内外部的信息差异，使得被分拆子公司能获得公允估值。

2.3.2 获取融资

融资理论认为，企业的生产经营和发展都需要资金支持，特别是在快速发展或资金密集型的行业往往需要获取大量融资，对于目前我国大部分企业而言融资渠道相对比较简单，主要来自于债务融资，且存在融资金额小和融资成本高渠道少的问题。在这种情况下，子公司经营发展所产生的资金压力会传导给母公司，这给母公司增加不小的压力，而通过将子公司进行分拆上市，一方面母公司因出让子公司一部分股权而获得流动性补充，同时引进其他投资者缓解子公司对母公司的资金压力，另一方面子公司也能通过上市在资本市场募集大量资金来满足自身的资金需求，同时优化企业的资本结构拓宽融资渠道，因此在遭遇融资问题时母公司有分拆子公司动机。

2.3.3 管理层激励

管理层激励理论认为，子公司的业绩表现难以在集团母公司层面得到体现，这是因为母公司层面所实行的管理层激励机制大多未包含子公司的管理层，而缺乏薪酬地位奖励的子公司管理层往往不能够展现出积极的工作态度，进而影响企业的经营效率和绩效。而在分拆之后，母公司相应的减弱了对子公司的限制，更重要的是子公司可以作为一个单独主体在经营和管理上享有更大的自主权，且直接面对市场有更加市场化的运行机制，相比之下可以给予子公司管理层更直接的激励政策，更好的发挥管理层的作用，在高效直接的奖励机制下可以促使管理层提高企业的管理水平和效率，提高企业绩效。

2.3.4 业务集中

因为存在规模效应，所以扩大生产经营规模是许多企业发展的必经之路，在这其中

有些企业会选择利用企业盈余利润缓慢发展壮大,而有些则采用并购手段进行快速扩张,对于采取横向并购进行扩张的企业,其在并购发展中也常常带来许多问题,一方面是多元化发展会让企业因投资过多而面临资金紧张局面,另一方面则是集团进入新领域大多时候缺乏相应的管理人员和专业人员,缺乏对新业务的了解,导致新业务或新公司难以同集团整合为一个整体,因此容易导致集团多元化发展不仅不能形成协同效应,甚至有时还有降低企业效率。

业务集中理论认为,如果母公司和子公司之间业务差异较大,两者难以整合形成资源共享优势互补的一体时,适时将子公司分拆出集团一方面可以让母公司聚焦自身主营业务,提高企业核心竞争力,优化资源配置,提高企业绩效;另一方面子公司脱离集团后作为独立个体能拥有更高自主权,能更加灵活的应对市场竞争,同时也拓宽了融资渠道,有助于公司经营发展。

3.康恩贝分拆佐力药业案例介绍

3.1 康恩贝基本情况

浙江康恩贝制药股份有限公司（本文简称：康恩贝）成立于1990年，前身为1969年成立的兰溪云山制药厂，是一家集中药材种植和药品生产研发和销售的药业企业，其主要产品有前列康牌普乐安片与胶囊、康恩贝牌刻停片、天保康牌葛根素注射液、天保宁牌银杏叶片、和乌灵胶囊。公司于2004年在上交所上市（股票代码：600572），注册资本为167382万元，注册地为浙江省兰溪市，并在浙江省杭州市设立管理总部。公司以浙江为产业发展中心，同时在云南、江西、贵州、内蒙古等多地建有规模较大的产业基地，旗下拥有多家颇具规模的子公司。下表3.1为康恩贝成立至分拆佐力药业后五年的发展历程。

表 3.1 1992 年-2015 年康恩贝发展历程

年份	发展历程
1990	云山制药厂正式更名为浙江康恩贝制药公司，“康恩贝”商号诞生
1992	股份制试点实现转制，成立浙江康恩贝股份有限公司
1994	康恩贝集团成立并将总部从兰溪搬迁至杭州
1996	全资收购国有企业浙江金华制药厂，并将其更名为浙江金华康恩贝生物制药有限公司
2000	企业改制为民营企业并开始启动 IPO，正式更名为浙江康恩贝制药股份有限公司
2004	正式在上海证券交易所上市（股票代码：600572），发行股本 4000 万股共募集资金 3.06 亿人民币。受让并增持佐力药业股权至 57%完成控股
2006	“康恩贝”商标被司法认定为中国驰名商标
2011	成功分拆佐力药业上市
2014	以现金人民币 9.945 亿元收购贵州拜特制药公司 51%股权
2015	再次以现金人民币 9.555 亿元收购贵州拜特制药公司 49%股权

下图 3.2 为康恩贝分拆佐力药业前后的股权结构，从图中可以看出胡季强是康恩贝的实际控制人。

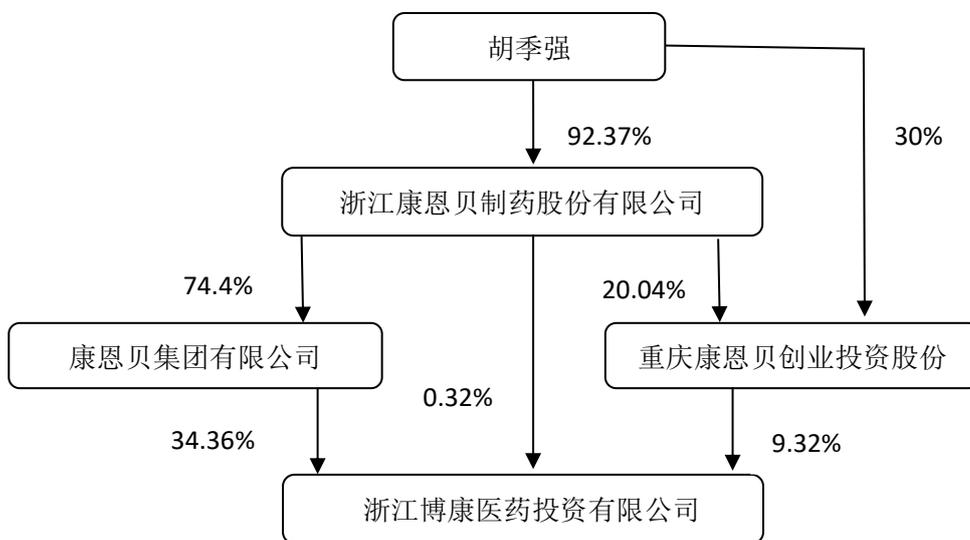


图 3.2 康恩贝分拆佐力药业前的股权结构

3.2 佐力药业基本情况

浙江佐力药业股份有限公司（本文简称：佐力药业）是一家于 2000 年 1 月 28 日设立的股份制有限公司，其初始注册资本为 6000 万人民币，总资产 26000 万。公司的前身是 1995 年设立的浙江佐力医药保健品有限公司，并于 2011 年 2 月 22 日在创业板成功上市（股票代码：300181），以 60.27 的市盈率和 23.5 的价格发行 2000 万股，净募集资金 4.26 亿。

佐力药业既是一家国家级的制药企业，也是一家集科研、生产和销售的高新技术企业，公司拥有现代化的制药技术和手段，掌握药用真菌生物发酵等核心技术，并克服了工业化生产关键技术，从而实现了珍稀中药材乌灵参的产业化生产，该系列技术也被列为国家秘密。公司主营业务为药用真菌系列产品及原料药的研发生产销售和服务主要产品有乌灵参、乌灵菌粉和乌灵胶囊等，其战略目标是将公司打造成国内药用真菌领域的领头羊企业。

表 3.3 佐力药业股权变更情况说明

时间	事件	变更后股权结构 (%)
2000 年 1 月	佐力药业设立，公司初始注册资金为 6000 万元。	上实联合 51 北湖集团 31 德清发展 10 荣毅实业 6 陈宛如 2
2003 年 7 月	上实联合将其持有的全部股权转让给联合药业	联合药业 51 北湖商贸 31 德清发展 10 荣毅实业 6 陈宛如 2
2003 年 8 月	联合药业将 28% 的股份转让给浙江丰登化工，将 23% 的股份转让给康恩贝	北湖商贸 31 丰登化工 28 康恩贝 23 德清发展 10 荣毅实业 6 陈宛如 2
2004 年 5 月	丰登化工将 28% 的股权转让给康恩贝；北湖商贸将其股权转让给佐力商贸、康恩贝股份和董弘宇；荣毅实业将股份转让给康恩贝销售	康恩贝 57 佐力商贸 23 德清发展 10 康恩贝销售 6 董弘宇 2 陈宛如 2
2007 年 12 月	康恩贝销售、佐力商贸、德清公司将其持有的全部股份和康恩贝股份持有的 31% 股份转让给公司的经营管理团队，为佐力药业分拆上市做准备	俞有强 41 康恩贝 26 姚晓春 5 王戈迪等其他股东 29
2009 年 7 月	股东个人之间的转让，罗艳萍将其手中的 15 万股股份转让给俞有强。	俞有强 41.25 康恩贝 26 姚晓春 5 王戈迪等其他股东 28.75
2011 年 2 月	佐力药业成功上市，共发行 2000 万新股，占发行后总股份 25%	俞有强 30.94 康恩贝 19.50 姚晓春 3.75 王戈迪等其他股东 21.56 社会公众股 25

从表 3.3 可以看出，上市之前佐力药业股权发生多次变更，其在 2000 年 1 月由上实联合、北湖集团、德清发展、荣毅实业四家公司和自然人陈宛如共同设立，并由上实

联合控股。从 2003 年起康恩贝开始收购佐力药业，在当年受让了联合药业持有的佐力药业 23% 股权，在第二年又受让了浙江丰登化工持有的佐力药业 28% 股份和北湖商贸持有的 65 股份，其子公司康恩贝销售则受让荣毅实业持有的佐力药业 6% 股份，截止 2004 年 5 月康恩贝直接和间接持有佐力药业 63% 的股权，成为佐力药业的控股股东。

为了准备分拆上市事宜，使公司股权结构达到监管要求，康恩贝在 2007 年出让其控制权，在当年年底向佐力药业管理团队出让持有的 37% 股权，在经过多次股权的转让交易后，俞有强成为佐力药业的实际控制人，共持有佐力药业 41% 的股份，而康恩贝变为佐力药业的第二大股东，只持有佐力药业 26% 的股份。

3.3 分拆上市过程

从 2003 年起康恩贝开始收购佐力药业，在当年受让了联合药业持有的佐力药业 23% 股权，2004 年 5 月康恩贝在四届董事会第四次会议作出决议，同意受让浙江丰登化工和北湖商贸分别持有的佐力药业 28% 和 6% 股份，受让价格分别为人民币 3840 万元和 823 万元共计 4663 万元，在 6 月又通过其子公司康恩贝销售受让荣毅实业持有的佐力药业 6% 股权，交易价格为 720 万人民币，自此康恩贝完成对佐力药业的控股，直接和间接持有佐力药业 63% 的股份。

在 2010 年之前证监会对于母公司分拆子公司在境内上市的企业，提倡母公司放弃子公司的控股权，从当时的资本市场实际情况看，所有境内分拆上市的公司都采用了该提倡，均以放弃子公司控股权为代价进行分拆上市，而在 2019 年科创板设立后，证监会对于母公司控股权并没有详细规定或提倡，截止 2022 年 3 月已成功分拆境内上市的公司案例绝大多数母公司仍保留子公司控制权。因此康恩贝为了筹备佐力药业的分拆上市有关事宜，从 2007 年 12 月开始逐渐出让持有的佐力药业股份，向佐力药业的管理团队出让直接持有的 31% 股份，康恩贝销售也将持有的 6% 股份转让给佐力药业的管理团队，通过这一系列交易使俞有强获得了对佐力药业实际的控制权，共持有佐力药业 41% 股份，而康恩贝变成了第二大的股东，只持有 26% 的股份。2008 年 4 月为了更好的适应二级市场交易和规定，佐力药业将公司每两股本合并成一股，总股本由 1.2 亿股减少为 6 千万股。

2010 年 12 月 10 日，中国证监会官网发布的发行委员会 2010 年底八十四次会议通过了佐力药业的首发申请。佐力药业 2011 年 1 月 21 日收到了证监会下发的《关于核准

浙江佐力药业股份有限公司首次公开发行股票并在创业板上市的批复》，并于 2 月 1 日向市场发布招股说明书，2 月 22 日正式在创业板挂牌上市。共发行股票 2000 万股，占公司发行后总股本的 25%，采用网下向询价对象配售和网上资金申购定价发行相结合的方式确定每股的发行价格为 23.05 元，网下配售 400 万股，而网上则发行 1600 万股。自此，康恩贝分拆佐力药业宣告成功，成为上市公司分拆子公司境内上市的第一股。

3.4 分拆上市动因分析

第一根据业务集中理论假说，如果母公司和子公司之间业务差异较大，两者难以整合形成资源共享优势互补的一体时，适时将子公司分拆出集团一方面可以让母公司聚焦自身主营业务，提高企业核心竞争力，优化资源配置，提高企业绩效；另一方面子公司脱离集团后作为独立个体能拥有更高自主权，能更加灵活的应对市场竞争，同时也拓宽了融资渠道，有助于公司经营发展。康恩贝在 21 世纪初通过并购手段不断扩大生产规模，但对于子公司的整合一直不太理想，佐力药业虽然也同属于医药制造行业，但两家公司的主营业务范围差别较大，康恩贝主营业务为现代植物药的研发生产销售，而佐力药业核心业务则是药用真菌，这就使得两者的在原料采购、管理和销售模式、客户群体等各个方面存在较大差异，从而使得康恩贝在控制佐力药业后一直难以整合为一个整体，使得集团发展难以带来规模效应，甚至还降低了效率。对于此，将子公司佐力药业分拆出去一方面可以让康恩贝聚焦自身主营业务，提高企业核心竞争力，优化资源配置，提高企业绩效；另一方面佐力药业脱离集团后作为独立个体能拥有更高自主权，能更加灵活的应对市场竞争，同时也拓宽了融资渠道，有助于公司经营发展。

第二从本文第四章分析中也可以看出康恩贝在分拆佐力药业前，偿债能力一直处于一个较低的水平，企业现金流量不够充裕，由于负债率和经营状况也难以通过股权或债权进行外部融资，影响公司的研发生产的投入和扩张，而佐力药业的生产研发同样需要大量资金，从招股说明书中可以看出佐力药业需要 4.7 亿的资金来进行项目的建设和企业的运营，而在 2007-2009 年康恩贝账上货币资金也仅为 3.7、3.6 和 3.2 亿。在这种情形下佐力药业难以从康恩贝获得资金的支持，而分拆上市不仅可以让康恩贝通过出让佐力药业部分股权减缓自身的资金压力，还可以使佐力药业通过在二级市场获得大量资金，满足融资需求，因此，选择分拆上市无疑是解决资金问题的一个最佳方案。

最后一个动因，则是为了减少信息的不对称，提高公司的市场估值。根据信息不对

称理论母公司作为一个集团往往拥有总多子公司,对外公布的也是以集团为整体的合并报表,这导致某一单独子公司往往难以在合并报表中体现出其真正的价值,因为子公司没有作为一个独立主体对外披露其财务信息、经营管理状况和相关信息,也没有上市直接面向市场投资者,缺乏与市场间的互动,因此对企业有充分了解的管理者与市场投资者之间存在信息鸿沟,导致资本市场对于未上市子公司缺乏了解无法给予准确估值,在缺乏买方市场的情况下往往就会导致子公司价值被低估。至 21 世纪初以来,康恩贝一直通过并购的手段进行扩张,产业布局广泛,而不同的子公司间业务差异大,缺乏可比企业和模型使得市场给予了康恩贝较低的估值,产生了“多元化折扣”效应。而这分拆上市后,根据监管要求佐力药业需要按规定向社会和资本市场披露相关重大事项,定时发布公司的年度报告等各类重要消息,因此能极大的减少市场投资者和企业内部管理者之间的信息差异,使得佐力药业能获得公允估值。同时降低了康恩贝的估值难度,使其获得更合理的估值评价,且分拆上市能使康恩贝所持有的佐力药业股权获得超额收益,实现了股东价值的增长,达到多重目的。

3.5 分拆上市合规性分析

监管机构对于上市公司分拆子公司境内上市一直秉持着较为谨慎的态度,随着创业板的设立,中国证监会也在 2010 年 4 月 13 日创业板发行监管业务情况沟通会明确了上市公司分拆子公司创业板上市 6 项规定,而在科创板设立后的 2019 年 12 月 13 日,证监会又发布《若干规定》正式以文件的形式对上市公司分拆子公司上市作出了明确的规定,相关规定如下表 3.4 所示

表 3.4 监管机构对于分拆上市规定

2010 年规定	2019 年规定
母公司最近三年均为盈利且营业正常。	上市公司股票境内上市已满 3 年。
最近一个会计年度子公司的净利润占上市母公司比重不超过 50%。	上市公司最近 3 个会计年度连续盈利,且最近 3 个会计年度扣除按权益享有的拟分拆所属子公司的净利润后,归属于上市公司股东的净利润累计不低于 6 亿元人民币(净利润以扣除非经常性损益前后孰低值计算)。

续表 3.4

2010 年规定	2019 年规定
最近一个会计年度子公司净资产占上市公司比重不得超过 30%。	上市公司最近 1 个会计年度合并报表中按权益享有的拟分拆所属子公司的净利润不得超过归属于上市公司股东的净利润的 50%，净资产不得超过归属于上市公司股东的净资产的 30%。
子公司与母公司之间不具有同业竞争关系，并由母公司出具未来不竞争承诺，子公司与母公司的实际控制人之间无重大关联交易行为。	上市公司不存在资金、资产被控股股东、实际控制人及其关联方占用的情形，或其他损害公司利益的重大关联交易。上市公司及其控股股东、实际控制人最近 36 个月内未受到过中国证监会的行政处罚；上市公司及其控股股东、实际控制人最近 12 个月内未受到过证券交易所的公开谴责。上市公司最近一年及一期财务会计报告被注册会计师出具无保留意见审计报告。
母公司近三年所募集资金未投向拟分拆子公司业务。	上市公司最近 3 个会计年度内发行股份及募集资金投向的业务和资产，不得作为拟分拆所属子公司的主要业务和资产，但拟分拆所属子公司最近 3 个会计年度使用募集资金合计不超过其净资产 10% 的除外；上市公司最近 3 个会计年度内通过重大资产重组购买的业务和资产，不得作为拟分拆所属子公司的主要业务和资产。所属子公司主要从事金融业务的，上市公司不得分拆该子公司上市。
母公司及下属企业的董事监事高管及关联方持有子公司发行前股份低于 10%。	上市公司董高及其关联方持有拟分拆所属子公司的股份，合计不得超过所属子公司分拆上市前总股本的 10%；拟分拆所属子公司董高及其关联方持有拟分拆所属子公司的股份，合计不得超过所属子公司分拆上市前总股本的 30%。
	对于分拆的必要性、合规性、同业竞争、独立性等方面，母公司应当进行充分的信息披露说明

从 2010 年提出六项规定进行探索到 2019 年的发布正式文件做出更细致的规定,可以看出证监会对境内上市公司的分拆的监管是在逐步完善的。综合来看 2010 年和 2019 年规定都对母子公司资质、分拆前后竞争关系、关联关系、资金流向等做出要求,相比之下 2019 年的规定更加严谨和明了,同时对信息披露也做出了规定,这是因为随着资本市场的发展,我国监管机构对于 IPO 监管逐渐地由核准制转向注册制,不断提高对信息披露的要求。

从具体规定来看,第一个点规定母公司必须已经上市满三年,康恩贝于 2004 年在上交所上市,符合该规定,该条规定主要筛除绝大部分刚上市不久的公司通过分拆而损害母公司原股东利益,并且刚上市的公司相较已经上市多年公司而言规模相对较小,发展尚未进入稳定期,分拆对其大多数而言并不是个正确的选择,而梳理和观察大部分有分拆意愿的公司基本都符合该条规定。

第二点规定要求最近一个会计年度子公司的净利润占上市母公司比重不超过 50%,净资产占比不超过 30%,且 2019 文件还对母公司分拆前净利润做出了要求,这是为了防止母公司因分拆子公司而造成的经营业绩大幅缩水,严重影响母公司未来发展,而在实际的分拆中,秉着谨慎的态度,大多企业均会披露分拆前三个年度子公司净利润和净资产占比,从下表 3.5 中可以看出,康恩贝分拆佐力药业前三个年度,子公司净利润占比小于 50%、净资产占比小于 30%均满足 2010 年规定要求。但是分拆前三个会计年度,康恩贝在扣除佐力药业业绩后累计净利润仅为 1.46 亿,未满足 2019 年净利润 6 亿的规定,因此可以看出随着资本市场的发展,监管机构对于上市公司分拆做出更加严格的规定。

表 3.5 康恩贝和佐力药业分拆前净利润和净资产占比

年份		2007	2008	2009	2010.01-06
净利润(万元)	康恩贝	5860.33	5120.18	9249.89	7005.61
	佐力药业	1042.71	1490.44	3095.06	1872.00
	占比	17.79%	29.11%	33.46%	26.72%
净资产(万元)	康恩贝	85474.30	91965.94	114742.09	119517.70
	佐力药业	14446.80	14911.07	16569.50	18479.52
	占比	16.90%	16.21%	14.44%	15.46%

数据来源:康恩贝年报、佐力药业招股说明书

第三点规定母公司和子公司在分拆后不能存在同业竞争的情况，母子公司和实控人无重大关联交易，这是从规模经济角度考虑，避免原公司陷于更恶略的竞争环境，同时加强对实控人的监督防止母公司中小股东和子公司新股东利益受到损害。通过查阅资料，在佐力药业向证监会提交的 IPO 申请书和招股说明书中均附有康恩贝的避免同业竞争承诺函和实控人声明，同时佐力药业和康恩贝之间的关联交易仅占公司总的交易额 2%，且在逐年递减。

第四点要求母公司近三年所募集资金未投向拟分拆子公司业务，或对通过资产重组所购买的子公司进行分拆，该条规定是为了防止母公司利用资本市场进行无序扩张，防范企业风险。查阅康恩贝公告，其在 2007 年和 2010 年通过增发分别募集资金 2.96 亿和 4.05 亿人民币，查阅其募资公告均为将募集资金投向佐力药业，符合分拆相关规定。

第五点对母公司管理层持有的拟分拆子公司股权做出了规定，防止因代理人问题而有公司管理层损害股东权益的现象发生，通过查阅佐力药业的招股说明书，康恩贝管理层及其关联方所持有的佐力药业股份低于 5%，符合监管的要求。

第六点 2019 年文件对分拆上市增加了信息披露的要求，相比于其他非分拆的 IPO 企业，母公司和拟分拆子公司还应当在突出主业、独立性、分拆必要性、同业竞争、关联交易等各个方面披露更为详细的信息。

4.康恩贝分拆佐力药业绩效分析

4.1 基于资本市场分析

表 4.1 2010 年 11 月-2012 年 10 月康恩贝、佐力药业和沪深 300 数值

日期	康恩贝	佐力药业	沪深 300
2010-11	20.52	-	3137
2010-12	20.28	-	3128
2011-01	18.01	-	3077
2011-02	18.76	26.88	3240
2011-03	19.98	24.88	3223
2011-04	10.78	23.18	3193
2011-05	13.29	20.25	3001
2011-06	14.14	20.45	3044
2011-07	13.07	23.3	2972
2011-08	11.98	24.17	2847
2011-09	10.03	21.55	2581
2011-10	10.49	21.67	2695
2011-11	9.74	22.5	2522
2011-12	7.06	22.6	2346
2012-01	7.74	19.39	2464
2012-02	8.78	20.49	2634
2012-03	8.06	20.09	2455
2012-04	8.3	22.29	2626
2012-05	9.57	23.18	2461
2012-06	10.63	31.36	2333
2012-07	9.99	14.93	2205
2012-08	9.65	14.02	2293
2012-09	9.26	13.9	2255
2012-10	9.71	13.88	2523

数据来源：国泰君安数据库

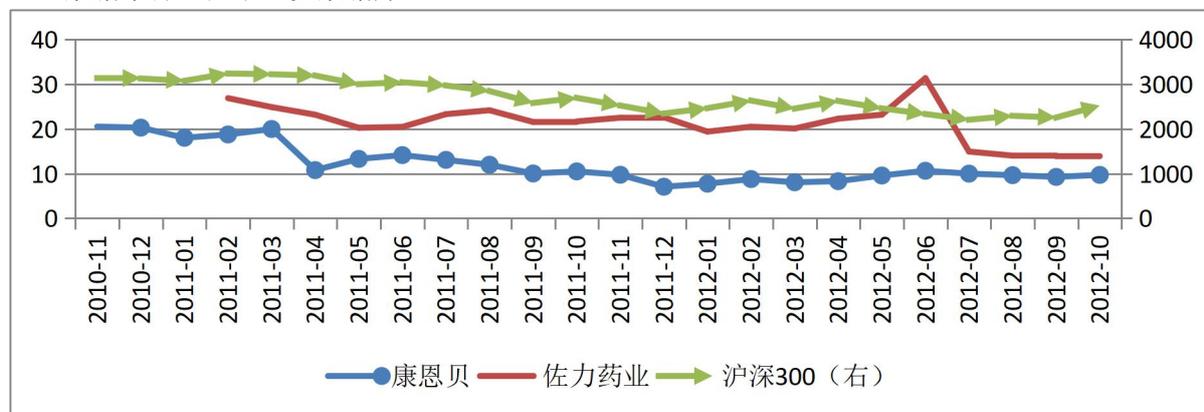


图 4.2 2010 年 11 月-2012 年 10 月康恩贝、佐力药业和沪深 300 走势

2010年12月10日中国证券监督管理委员会批准佐力药业的IPO申请,受该消息影响,康恩贝当天股价涨幅达到5.88%,明显优于当天市场整体的表现,说明子公司的分拆上市对母公司康恩贝的股价在短期内起到了刺激作用,然而随着时间的推移,该事件对康恩贝的影响逐渐弱化,康恩贝在随后两个月股价与大盘走势并无明显区别。至2011年2月10日,佐力药业开启网上新股申购,并于2月22日正式在创业板上市,当日康恩贝的股价逆势下跌5.2%,联系前期佐力药业分拆上市对康恩贝股价的影响,对此情况解释可能是股票市场上常见的“利好出尽是利空”。在之后的4月份,康恩贝公布其去年财报,因业绩优良且出台了丰厚的利润分配方案使股价连续上涨。由以上分析可以看出,佐力药业的分拆上市对母公司康恩贝股价短期有一定的影响,特别是在几个重要的时间点,康恩贝股价的波动明显大于市场,但影响的延续性差,特别是当将时间维度拉长至两年时,可以发现康恩贝股价的走势与大盘基本保持一致。

佐力药业于2011年2月22日在创业板正式上市,发行价为23.5元发行市盈率为60.27,上市当日股价最高为31.22元,收盘价为28.18元,首日涨幅为19.91%,然而在后续四个月股价表现不理想,伴随大盘持续走低,在2011年6月份创下年内新低为每股17.7元,而在之后10个月时间内股价逐渐回暖并伴随大盘震荡,在2012年4月至6月股价表现强势但在随后却急转而下,由此可以看出二级市场投资者对于分拆上市的公司并没有特别积极的反应。

4.2 财务指标绩效分析

4.2.1 偿债能力分析

企业的负债一方面能为公司的经营、发展获取所需资金,同时通过对外部资金的良好利用能提高公司的业绩,但另一方面,企业过高的债务也会让公司面临资金的压力,甚至严重影响企业的发展和生存,因此偿债能力一直是资本市场和企业重点关注的财务指标,良好的偿债能力能使企业以低成本进行外部融资并展示出优秀的经营和扩张能力,反之则容易使企业陷入财务危机,本文将从流动比率和速动比率两个指标来分析企业的短期偿债能力,以资产负债率来分析企业的长期偿债能力。

表 4.3 2008-2015 年康恩贝、佐力药业与同行业均值偿债能力指标

年度		2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
流 动 比 率	康恩贝	1.31	1.36	2.14	2.38	1.99	2.06	1.18	1.17
	佐力药业	0.84	1.47	1.33	4.45	3.85	3.36	2.26	3.43
	同行业均值	1.84	1.95	1.95	1.99	2.01	2.03	2.03	2.10
速 动 比 率	康恩贝	1.04	1.07	1.78	1.92	1.69	1.62	0.86	0.94
	佐力药业	0.75	1.25	1.17	4.31	3.65	3.10	1.96	2.81
	同行业均值	1.35	1.45	1.43	1.48	1.50	1.52	1.53	1.56
资 产 负 债 率(%)	康恩贝	41.40	40.49	30.34	45.54	46.23	41.81	46.49	52.29
	佐力药业	46.72	44.35	40.58	18.96	18.31	17.98	26.22	22.42
	同行业均值	39.65	40.09	40.85	41.66	41.84	41.88	41.90	41.95

数据来源：国泰君安数据库

（1）短期偿债能力

短期偿债能力衡量的是企业偿还短期借款的能力，通常指期限为一年以下的借款和一年内到期的长期借款，因此要考虑企业资产变现能力，而流动比率和速动比率则能很好的体现该能力。



图 4.4 2008-2015 年康恩贝、佐力药业与同行业均值流动比率

首先对康恩贝和佐力药业分拆前后的流动比率进行分析，流动比率是指企业的流动资产与流动负债的比值，查看图 4.4 我们可以发现，从 2008 年到 2015 年医药制造行业的流动比率处于平稳并缓慢上升的趋势，一直保持在 2 左右。观察康恩贝，其在分拆前流动比率不断提升，在 2008 和 2009 年均低于行业平均水平，2010 年到 2013 年四年则基本和行业保持持平，而在 2014 年流动比率则迅速下降至 1 且第二年未有大的变化，可以看出分拆短暂提高了康恩贝的流动比率但影响不大。

从佐力药业来看，其在分拆上市之前的 2008 年到 2010 年，流动比率一直低于同行

业的水平且变化不大，而在 2011 年因成功上市并募集到大量资金导致流动比率跃升至 4.45，而在之后 2012 至 2015 年四年间流动比率虽有所下降，但仍远高于行业平均水平，可以看出分拆极大的提高了佐力药业的流动比率且影响持久



图 4.5 2008-2015 年康恩贝、佐力药业与同行业均值速动比率

其次，对康恩贝和佐力药业速动比率进行分析。速动比率是速动资产与流动负债的比值，相比于流动比率，速冻比率只考虑更容易变现的资产，而不考虑存货、待摊费用等流动性相对较差的资产，因为存货等虽然属于流动资产，但也可能存在积压、残次和滞销等问题，因此速动比率在剔除这部分流动资产后，能更加真实的体现出企业的短期偿债能力。查看图 4.5 我们可以发现，在 2008 年至 2015 年间，行业的速动比率处于平稳上升的趋势，从 1.35 缓慢增长到 1.56，观察康恩贝和佐力药业发现两家公司的速动比率变化趋势与流动比率相似，康恩贝在分拆前速动比率缓慢提高，而后保持在行业平均水平 2014 和 2015 年则下降；佐力药业的速动比率在 2008 到 2010 年均低于行业的平均水平，2011 年因募资上市大幅跃升并在之后四年保持在高水平。

综合以上两家公司的流动比率和速动比率分析，可以发现分拆对于母公司康恩贝的短期偿债能力有轻微提升，这种提升体现在分拆前康恩贝两个指标不断的提升，但影响不明显且短暂；反观子公司佐力药业则影响非常明显，分拆上市为佐力药业带来充足的流动性，极大的提高了佐力药业的短期偿债能力

（2）长期偿债能力分析

不同于短期偿债能力判断企业是否有足够的流动性应付短期的偿债压力，长期偿债能力更多的是衡量企业长期的财务状况是否稳定和良好。本文将选取资产负债率来评价企业长期偿债能力。资产负债率即企业的负债总额与资产总额的比值，该指标属于反向

指标，即资产负债率越低，表明企业的长期偿债能力越强。

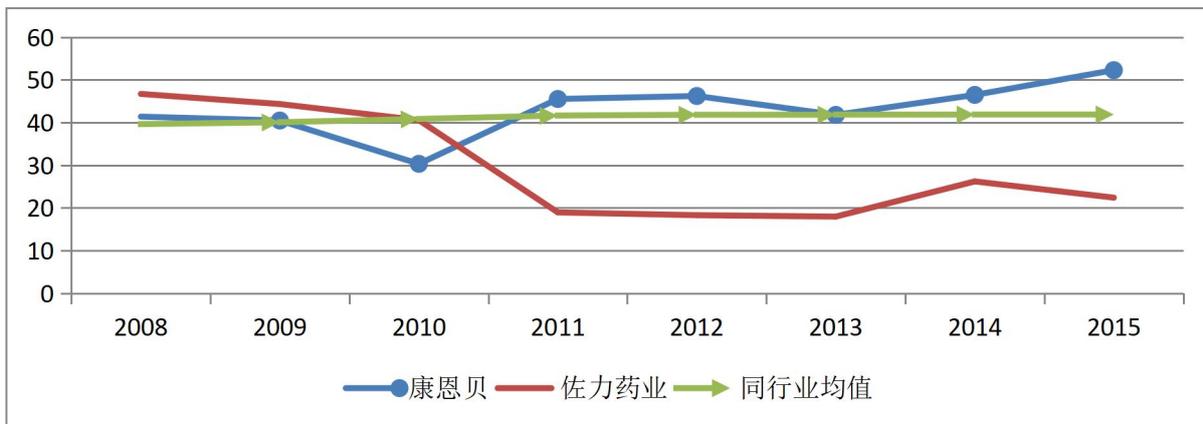


图 4.6 2008-2015 年康恩贝、佐力药业与同行业均值资产负债率

查看图 4.6 我们可以发现，从 2008 到 2015 年医药制造行业的资产负债率从 39.65% 缓慢提高到 41.95%，说明该行业的长期偿债能力处于一个正常的水平。观察康恩贝可以发现其资产负债率在 2008 和 2009 年变化不大，保持在行业的平均水平，2010 年则下降到 30.34%，这主要是当年康恩贝净利润提升和获得一笔 2700 万土地补偿款导致的，而 2011 年则又提升到 45.54%，2013 年虽有所下降但整体仍维持在高于行业平均水平，查阅康恩贝报表发现该数值的变化主要是由于康恩贝在 2011 年后进行债务扩张有关，其在 2011 年发行了期限为五年总额 6 亿人民币的债券，且银行借款余额也有相应增加，因此可以看出资产负债率的上升使康恩贝的长期偿债能力有所下降。

从佐力药业来看，其在分拆前三年资产负债率一直高于行业水平，而随着 2011 年的成功募资上市，资产负债率骤降到 18.96%，并在后面四年一直保持在 20% 左右，远低于行业平均水平，显然分拆上市为子公司佐力药业带来大量资金，增加了企业资本，降低了资产负债率大大的提高了公司的长期偿债能力，但与此同时长期的资产负债率率过低也说明企业对资金的利用率有待提高，在保障企业财务安全的前提下可适当提高资产负债率。

通过以上对康恩贝和佐力药业的短期及长期偿债能力分析，可以看出分拆上市对母公司康恩贝的偿债能力影响不大，但却能极大提高子公司佐力药业的偿债能力，无论是短期的流动性或是长期的财务保障，佐力药业均得到极大的改善。

4.2.2 营运能力分析

企业的经营管理能力强弱会直接影响公司的发展和盈利，因此资本市场和股东一直很重视企业的营运能力，具体表现在对资金、资产和债务等的高效利用，本文将从应收账款周转率、存货周转率和总资产周转率来对企业的营运能力进行分析。

表 4.7 2008-2015 年康恩贝、佐力药业与同行业均值营运能力指标

年度		2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
应收账款周转率	康恩贝	8.05	8.01	7.96	9.98	9.76	7.97	7.67	6.18
	佐力药业	4.08	4.47	6.40	8.69	10.18	11.09	6.71	4.55
	同行业均值	9.22	9.77	10.17	10.79	11.23	11.35	11.52	11.63
存货周转率	康恩贝	3.18	3.15	3.06	2.46	2.37	2.16	2.08	3.15
	佐力药业	2.65	3.10	3.23	2.73	2.41	1.75	1.62	1.55
	同行业均值	3.92	3.92	4.03	4.12	4.15	4.18	4.20	4.22
总资产周转率	康恩贝	0.70	0.80	0.82	0.77	0.71	0.65	0.67	0.67
	佐力药业	0.62	0.75	0.81	0.47	0.40	0.46	0.49	0.44
	同行业均值	0.78	0.79	0.79	0.82	0.83	0.84	0.86	0.86

数据来源：国泰君安数据库

(1) 应收账款周转率

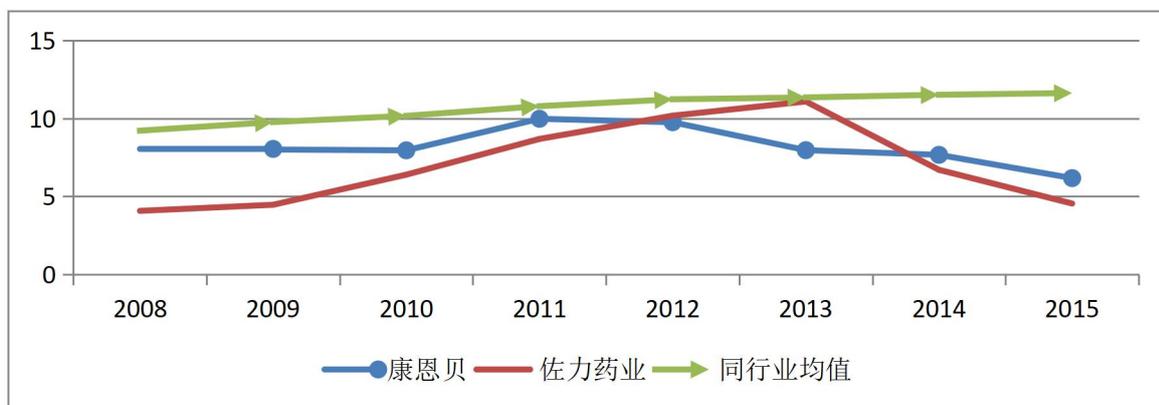


图 4.8 2008-2015 年康恩贝、佐力药业与同行业均值应收账款周转率

应收账款周转率即年营业收入与年平均应收账款的比值，其衡量的是企业应收账款的管理能力，周转率越高说明企业资金回笼越快，所占用的营运资金越少，应收账款管理能力越出色，查看图 4.8 我们可以发现，医药制造行业的应收账款周转率从 2008 年的 9.22 次到 2015 年的 11.63 次一直处于不断上升的趋势。

观察康恩贝发现其应收账款周转率在 2008 到 2010 年变化不大，然后在 2011 年虽

然有所提升，但随后四年不断下滑，2015年的应收账款周转率仅为6.18次远低于行业水平。可以看出康恩贝的应收账款周转率虽然一直低于行业的平均水平，但在行业周转率不断提升相比之下，分拆前的康恩贝与行业差距较小，而分拆后几年差距却在不断拉大，因此康恩贝应该加强其应收账款的管理能力。

其次对佐力药业进行分析，发现其应收账款周转率也一直低于行业均值，但在2008年到2013年是在不断提高的，且在2013年达到行业平均水准，而在2014和2015年则大幅下降，这主要是由于佐力药业在2014和2015年为了促进销售而采取了较为宽松的赊销政策，因此可以看出佐力药业对应收账款管理是有提高的，但还应当进一步加强。

(2) 存货周转率

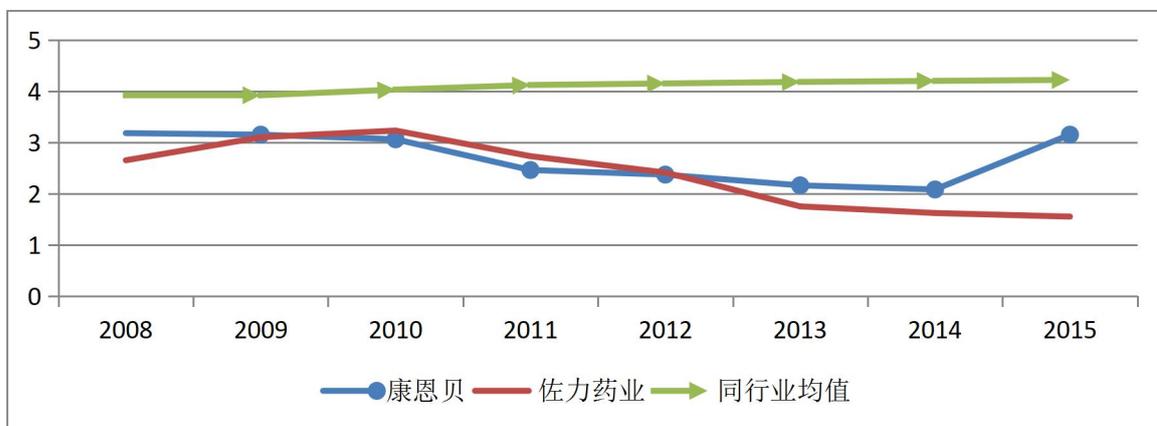


图4. 2008-2015年康恩贝、佐力药业与同行业均值存货周转率

存货周转率即年营业收入与年平均存货的比值，其衡量的是企业存货的管理能力，存货周转率越高说明存货所占用的营运资金越少，成本越低，存货管理能力越出色。从图4.9中可以看出行业存货周转率从2008年到2015年一直处于缓慢上升的趋势，保持在4次左右，也即是存货积压时间约为一个季度左右。

对康恩贝进行分析，发现在分拆前即2008到2010年三年期存货周转率变化不大，都为3次以上，但2011年到2014年则不断下降，一直下降至2.08次，在2015年才终于扭转趋势，其中主要原因是康恩贝从2011年开始扩大了生产规模，但销售增长率不及存货的增长率，导致存货增加造成商品积压，与此同时康恩贝的存货周转率也低行业水平，因此可以看出康恩贝对存货的管理水平还有待提升，同时也要加强商品的销售。

对于佐力药业而言，其存货周转率也不理想，在分拆前三年内存货周转率处于上升趋势，但在分拆后则连年下降，可以看出分拆影响到了子公司佐力药业的存货周转率，

究其原因主要是佐力药业上市募集到大量资金并扩大了生产规模，而相应的销售端并没有同步进行增长，导致存货的规模不断扩大，因此佐力药业在将募集资金投入生产的同时，也需要加强存货的管理和提升销售水平。

(3) 总资产周转率



图 4.10 2008-2015 年康恩贝、佐力药业与同行业均值总资产周转率

总资产周转率即企业营业收入与总资产的比值，其衡量的是企业运用资产创收的能力，查看图 4.10 可以看出行业 2008 到 2015 总资产周转率在 0.81 左右。从康恩贝来看，其数值在 2008 到 2010 年有所增长，总体保持在行业平均水平，但从 2011 年开始呈现下降趋势同时被行业拉开差距，因此可以看出分拆降低了母公司康恩贝的总资产周转率，其主要原因在于分拆一方面使康恩贝剥离了子公司减少业务，另一方面分拆所获得的资金在短期内未能立马投入生产并产生效益，因此才导致其总资产周转率下降，但从图 4.9 中也可以看出影响并非特别明显，扔在较为合理范围内。

对于佐力药业总资产周转率而言，分拆上市的影响则非常明显，从图 4.9 中可以看出在分拆前佐力药业总资产周转率与行业差距并不明显，但在 2011 年数值却从 0.81 次骤降到 0.47 次并在之后四年维持在较低水准，其原因与康恩贝类似，通过上市募集大量资金未能在短期内投入生产，从而为影响企业的资产利用效率，因此对两家企业来说，都应当提高资金的利用效率。

综合以上对两家企业应收账款、存货和总资产周转率的分析，可以发现分拆上市对母公司康恩贝营运能力有一定负面影响，但影响结果总体在合理范围内；但对于佐力药业则影响分拆明显，特别是存货周转率和总资产周转率大幅下滑，佐力药业在募集到大量资金的同时，也应当及时的利用好持有的现金并提高相应的管理水平，提升企业的营

运能力。

4.2.3 盈利能力分析

对于投资者而言，企业的盈利能力一直是最为关注的重点，投资者之所以能从投资企业中获取回报，归根结底源于企业的盈利，盈利能力也在很大程度上决定公司的估值。本文选择了营业毛利率、销售净利率和净资产收益率三个指标来对企业的盈利能力进行分析。

表 4.11 2008-2015 年康恩贝、佐力药业与同行业均值盈利能力指标

年度		2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
营业毛利率 (%)	康恩贝	52.88	56.87	61.65	65.85	66.66	67.79	69.16	53.19
	佐力药业	77.37	78.99	80.15	84.37	85.27	86.86	82.50	68.65
	同行业均值	35.90	36.84	38.05	37.22	38.23	37.98	38.14	38.56
销售净利率 (%)	康恩贝	8.46	7.48	11.16	14.44	12.54	15.53	20.32	9.50
	佐力药业	10.09	14.67	15.79	18.23	18.04	19.31	20.73	13.96
	同行业均值	8.51	10.25	9.72	10.34	9.99	10.54	10.12	10.68
净资产收益率 (%)	康恩贝	10.09	10.15	12.06	19.72	13.60	17.63	19.79	10.63
	佐力药业	11.16	19.6	20.02	7.45	8.78	10.48	12.84	6.56
	同行业均值	9.91	9.87	10.83	11.18	11.56	11.98	12.25	12.21

数据来源：国泰君安数据库

(1) 营业毛利率



图 4.12 2008-2015 年康恩贝、佐力药业与同行业均值营业毛利率

营业毛利率是营业毛利额与主营业务收入之间的比率，用以反映企业每一元营业收入中含有多少毛利额，它是净利润的基础。可用于对企业获利能力的分析。从图 4.12 中可以看到康恩贝和佐力药业营业毛利率一直高于同行业水平，营业毛利率衡量的是产

品的盈利能力，由此可看出两家公司产品具有较高市场竞争力。

从图可以看出行业营业毛利率处于 37%左右较为稳定水平，而康恩贝营业毛利率从 2008 年到 2014 年一直处于增长趋势，特别是在 2010 年后处于一个加速状态，这是因为分拆出售佐力药业后，康恩贝收获大量可用资金，并进行市场宣传广告投入，从而提升产品营业收入额，查阅康恩贝报表发现其 2010 到 2015 年销售费用连年递增，前列康和金奥康等产品畅销从而使公司营业毛利率不断走高。2015 年营业毛利率由 69.16% 下降到 53.19% 主要是因为康恩贝在 2015 年 6 月并购珍诚医药公司，将其纳入合并报表范围致使主营业务成本大幅上升所导致的。

观察佐力药业，其营业毛利率也一直保持在 80% 水平左右，远高于同行业，证明其产品的盈利能力很优秀，但从 2008 年到 2013 年其增长速度较为缓慢，2014 年和 2015 年毛利率下降是由于佐力药业新生产中药饮片营业成本上升所导致。综合来看，两家企业产品盈利能力都优于同行业，且因为分拆上市所带来的自由现金流可以支持企业的扩张，加速企业发展。

(2) 销售净利率



图 4.13 2008-2015 年康恩贝、佐力药业与同行业均值销售净利率

销售净利率是指企业实现净利润与销售收入的对比关系，用以衡量企业在一定时期的销售收入获取的能力。该指标反映能够取得多少营业利润。该指标与营业毛利率相对增加了对管理费用、财务费用、销售费用和研发费用等的考虑，用以衡量企业销售盈利水平。

从图 4.13 中可以看出行业在 2008 年到 2015 年均保持在 10% 的稳定水平，康恩贝在 2008 年和 2009 年销售净利率均低于同行业水平，此后到 2014 年逐年递增并高于行

业水平，2015年因并购珍诚医药公司而使得销售净利率大幅下降，因此可以看出康恩贝分拆后盈利水平有提高，其驱动因素主要来自于营业收入的增长，同时费用水平增长幅度也较为缓慢，但与此同也应该看到，康恩贝的营业毛利率大幅高于同行业，但销售净利率却只高于同行业较大幅度，可以看出其费用水平是远高于同行业的，因此应该增强对企业的费用管理。

佐力药业也存在一样的情况，从2008年到2014年销售净利率逐年提升且一直远高于同行业水平，可以看出分拆上市对企业的盈利能力有正向的效果但不明显，而2015年则是因开发生产中药饮片产品导致营业成本快速上升，最终影响当年的销售净利率。同时结合上部分的营业毛利率可以看出，佐力药业高销售净利率主要是由高营业毛利率驱动的，且均远高于同行业水平，相比于康恩贝，佐力药业的费用管理做的更出色。

(3) 净资产收益率



图 4.14 2008-2015 年康恩贝、佐力药业与同行业均值净资产收益率

净资产收益率是公司税后利润除以净资产得到的百分比率，该指标以股东的视角来衡量公司运用自有资本的效率。指标值越高，说明投资带来的收益越高。体现的是自有资本获得净收益的能力。从图 4.14 可以看出行业净资产收益率从 2008 年的 9.91% 增长到 2015 年的 12.21%，连年保持稳步上升但增长速度不快。

康恩贝的净资产收益率在 2011 年由 12.06% 暴增到 19.72%，主要是由于分拆佐力药业上市，会计上确认了大量投资收益所导致，在此后 2012 到 2014 年也继续保持的较快的增长，2015 年因并购珍诚医药公司，合并报表主营业务成本大幅提升导致了净资产收益率的下降，因此可以看出康恩贝的自有资金利用水平较高的，通过分拆佐力药业而获得大量自有资金，再依靠自身高效的资本运作效率可获得更高的收益。

观察发现佐力药业净资产收益率在 2008 年到 2010 年均高于同行业，但 2011 年急速下降，这是因为当年佐力药业成功上市并募集到 4.7 亿资金，相关募集到的资金短期投入并不会立刻显现出盈利，但从后期 2012 年到 2014 年可以看出，佐力药业的净资产收益率在不断提升，所募集资金也在慢慢提高得到利用，其净资产收益率在分拆上市后一直处于同行业水平之下，相对而言应该提高公司的资金利用效率。

综合以上对康恩贝和佐力药业营业毛利率、销售净利率和净资产收益率的分析，可以看到两家企业的营业毛利率都远高于同行业水平，说明两家企业的产品都具有不错的利润。同时可以看到分拆对母公司康恩贝的盈利能力是有小幅提升的，这些影响主要集中在销售和资产利用率方面；而对于佐力药业而已影响并非一致的，一方面分拆后佐力药业销售净利率有所提升，但另一方面净资产收益率则是下降的，从企业角度来看，佐力药业盈利能力还有巨大的提升空间。

4.2.4 成长能力分析

成长能力分析可以很好的衡量一家企业未来发展潜力如何，在现今的资本市场中，拥有高成长性的企业往往能得到更高的估值，且在科创板和创业板上市企业中绝大多数属于科技型企业，其特点就是高成长性，相较于主板拥有更高的市盈率，因此考虑到分拆子公司基本在双创板上上市，成长能力就是企业和资本市场特别关注的重点，本文将从营业收入增长率和净利润增长率两个指标对企业成长能力进行分析。

表 4.15 2008-2015 年康恩贝、佐力药业与同行业均值成长能力指标

年度		2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
营收增长率 (%)	康恩贝	-11.53	28.46	27.93	12.20	20.96	6.97	22.48	48.03
	佐力药业	30.27	30.59	21.97	6.35	23.07	22.01	22.77	30.28
	同行业均值	16.90	15.08	14.99	19.98	18.55	19.51	19.55	20.05
净利润增长率 (%)	康恩贝	-17.93	13.60	90.90	45.62	4.66	32.50	60.22	-30.79
	佐力药业	19.78	89.78	31.32	22.79	21.75	30.64	31.80	-12.29
	同行业均值	37.56	33.35	18.57	16.22	14.32	15.56	16.84	19.85

数据来源：国泰君安数据库

(1) 营业收入增长率

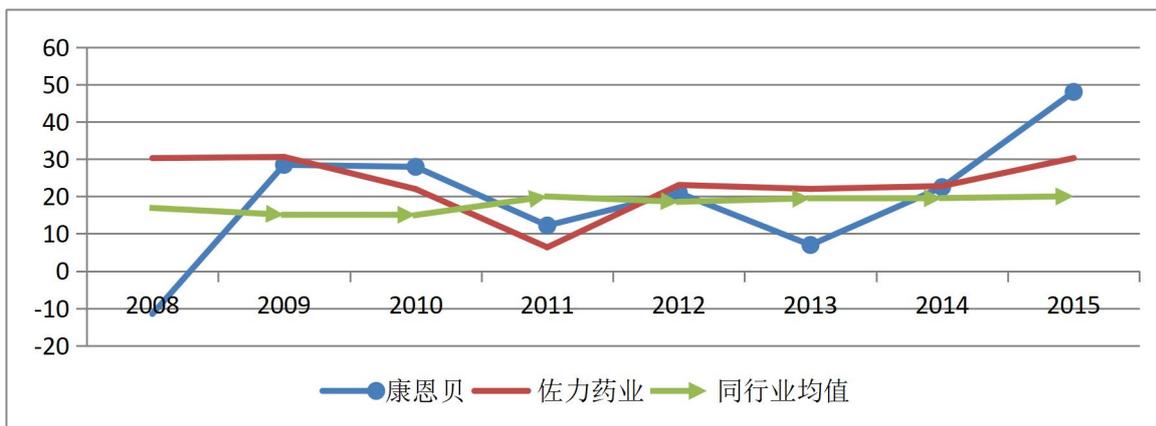


图 4.16 2008-2015 年康恩贝、佐力药业与同行业均值营收增长率

从图 4.16 中可以看到行业的营收增长率在 2008 到 2010 年间保持在 15%左右，在 2011 到 2015 年间保持在 20%之间，总体而言行业处于一个发展较快的趋势。分析康恩贝发现其营业收入增长率在 2008 年为负的，而 2009 年和 2010 年两年增长率接近 30%，高于同期行业水平，在 2011 年到 2014 年四年间增长率在行业平均水平上下波动，2015 年则因为并购珍诚医药公司，合并报表使得营业收入增长率大幅提升，从中也可以看出分拆对于康恩贝的营收增长率的影响并不大。

观察佐力药业发现其营收增长率在分拆前均高于行业水平，但 2011 年则下滑至 6.35%，主要原因是公司乌灵系列产品市场销量增长放缓，而在 2012 到 2015 年随着公司上市后并将募集资金投入生产扩张，一方面加大了市场开拓力度，增加了市场推广投入和市场营销管理，促进了乌灵系列产品销售收入持续稳健增长，另一方面，加大了百令片和中药饮片的研发和生产，促使公司的营收增长率稳步提升。

(2) 净利润增长率

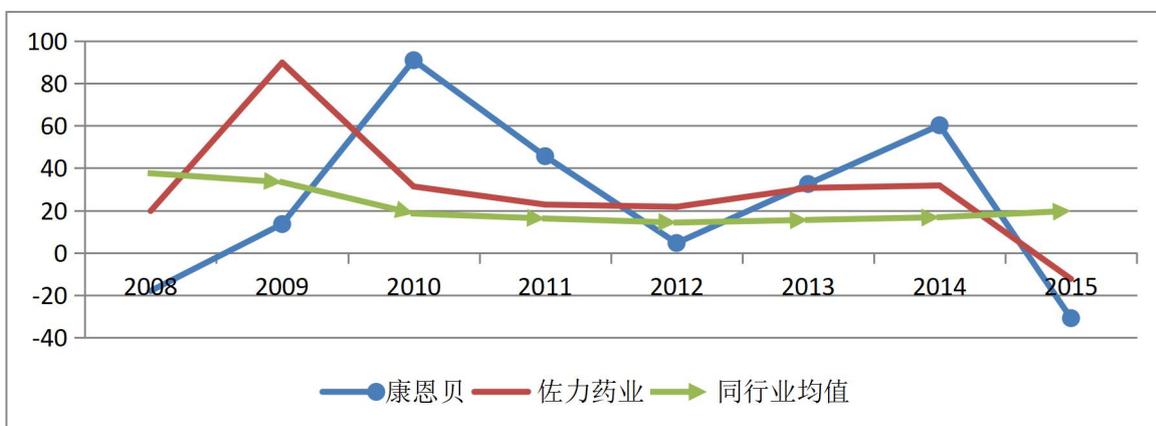


图 4.17 2008-2015 年康恩贝、佐力药业与同行业均值净利润增长率

从图 4.17 可以看出,行业的净利润增长率变化较为剧烈,从 2008 年的 37.56% 连年下降到 2012 年的 14.32%,说明这时期整个行业发展变缓,然后在 2013 年后净利润增长率才逐渐提升上来。分析康恩贝发现其净利润增长率变化更为剧烈,2008 年该数值为负的,在第二年该情况得到扭转,但仍低于行业水平,2010 年因为佐力药业成功上市,会计上确认大量了投资收益致使净利润大幅增长,而后四年净利润增长率先下降后又提高,在 2015 年则跌至-30.79%,主要因为确认了贵州拜特公司股权转让追加对价现值确认公允价值变动损益-3.36 亿导致的,若扣除非经常性损益康恩贝当年净利润增长率为 47.92%,从中可以看出康恩贝的净利润增长率在分拆前后波动较大,分拆也只对其当年净利润影响较大而分拆前后影响不明显。

观察佐力药业,其净利润增长率总体保持在比行业略高的水平,2009 年高达 89.78% 的净利润增长率主要和乌灵系列产品在当年销量大增有关,但这种高速增长趋势并没有得到延续,而 2015 年净利润增长率下滑至-12.29%,主要是因为医改导致公司产品销售数量和价格下降,叠加公司研发投入和职工薪酬增长,因此可以看出分拆对佐力药业净利润增长率并没有形成明显的影响结果。

综合以上对两家企业营业收入增长率和净利润增长率的分析,可以看出分拆对康恩贝的成长能力影响不大,仅在分拆当年康恩贝因佐力药业的上市确认了大量投资收益而提高当年的净利润增长率;同样的分拆对子公司佐力药业的成长能力并没有明显的影响。

4.2.5 研发支出分析

创业板和科创板的设立初衷就是为了支持科技创新、扶持高新技术企业、推动经济高质量发展,对于一家企业而言,研发支出就是其创新研发能力最好的体现,也是其科技含量重要的参考标准,而医药更是一个注重研发创新的行业,也只有研发创新才能使一家医药企业拥有长久的发展动力,因此有必要对康恩贝和佐力药业研发支出进行分析。

表 4.18 2008-2015 年康恩贝和佐力药业研发支出与营业收入占比 (单位: 万)

年度	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
康恩贝研发支出	2840	3360	5450	5088	7251	9287	10619	12074
与营业收入占比(%)	2.59	2.39	2.88	2.25	2.65	3.18	2.96	2.27
佐力药业研发支出	866	867	1130	1157	1264	1929	1758	2249
与营业收入占比(%)	5.25	4.03	4.30	4.14	3.68	4.60	3.41	3.35

从表 4.18 中可以看出，两家企业的研发支出基本上是逐年递增的，康恩贝八年间研发支出翻了两翻，但同时也应该看到该支出主要是由于企业营收增长驱动的，研发支出占营收一直保持在 2%到 3%区间，处于一个较低水平。对于佐力药业也存在相似问题，其研发支出在八年间虽不断增长，但支出与营收占比不升反降，佐力药业分拆上市后募集有大量资金，这些资金大多还是投向原有乌灵系列产品，而对于新产品的研发投入扔比较少，从佐力药业年报中也可以看到乌灵系列产品占企业营收一直保持在 80%以上，这种产品过于单一的情况会导致企业后续发展缺乏增长点且抗风险能力较低，因此在资金充裕的条件下可以增加新产品的研发投入，例如公司百令片和中药饮片就是比较成功的新产品，可以以此为经验加大投入形成核心竞争力。

4.3 综合指标绩效分析

熵权 topsis 法属于改进型 topsis 法，相对于传统综合指标更具有科学性。熵权法就是首先通过对信息进行量化（Yongyan, 2019）继而为指标赋予权重，熵是系统无序程度的一个度量，对于一个指标，可以用熵值来判断其散程度，若某个指标的信息熵越小，表明指标值有序度更高，提供的信息量越多，在综合评价中所能起到的作用也越大，其权重越大，如果某项指标的值全部相等，则该指标在综合评价中不起作用。topsis 法名为逼近理想解排序法，是一种将评价对象与理想化目标的接近程度进行排序，以确定其相对优劣程度的方法。方法如下：

①由于各指标数据计量单位不同，之间缺乏可比性，因此首先对数据进行无量纲化处理，文章采用直线型无量纲化中的极值法，处理完数据均处于[0, 1]之间。处理完得到矩阵 $\{Y_{ij}\}$

$$Y_{ij} = (x_{ij} - x_{min}) / (x_{max} - x_{min})$$

其中 x_{ij} 为第 i 家公司第 j 个指标数据, x_{max} 和 x_{min} 为所有公司指标数据的最大值和最小值

②计算熵值 E_j

$$E_j = -\frac{1}{\ln n} \sum_{i=1}^n P_{ij} \ln P_{ij}$$

其中 $P_{ij} = Y_{ij} / \sum_{i=1}^n Y_{ij}$

③计算各指标权重 W_i

$$W_j = (1 - E_j) / \sum_{i=1}^n (1 - E_j)$$

④对各指标进行赋权，得矩阵 $\{Z_{ij}\}$

$$Z_{ij} = Y_{ij} * W_j$$

⑤确定正负理想解，正理想解为集合各指标最优值，负理想解为集合各指标最差值

$$\{Z^+\} = \{\max Z_{i1}, \max Z_{i2}, \max Z_{i3}, \dots, \max Z_{in}\}$$

$$\{Z^-\} = \{\min Z_{i1}, \min Z_{i2}, \min Z_{i3}, \dots, \min Z_{in}\}$$

⑥计算各样本公司到正负理想解的欧式距离，

$$\text{样本公司与正理想解距离: } H_i^+ = \sqrt{\sum_{j=1}^n (Z_{ij} - Z_{ij}^+)^2}$$

$$\text{样本公司与负理想解距离: } H_i^- = \sqrt{\sum_{j=1}^n (Z_{ij} - Z_{ij}^-)^2}$$

⑦计算各样本公司的贴近度 D_i

$$D_i = H_i^- / (H_i^+ + H_i^-)$$

D_i 代表样本公司与最优解的贴近度，数值处于[0, 1]之间，贴近度的值越大说明越接近最优解，即综合绩效越好，通过对比被研究公司与样本公司贴近度平均值，即可知道某年度被研究公司综合绩效水平，再通过观察母子公司分拆前后的综合绩效水平，来分析分拆对公司绩效有何影响。

根据康恩贝和佐力药业所处行业以及相关市值，本文选取规模相近的八家医药企业作为对比研究对象，相关可比公司如下：

表 4.19 相关可比公司

公司名称	证券代码
金陵药业	000919
京新药业	002020
启迪药业	000590
九芝堂	000989
济川药业	600566
中新药业	600329
江中药业	600750
白云山	600332

文章从偿债能力、营运能力、盈利能力、成长能力、四个角度共选取 8 个指标进行综合分析, 相关指标分别为: 流动比率、资产负债率、存货周转率、总资产周转率、营业毛利率、净资产收益率、净利润增长率、营业收入增长率, 其中资产负债率为负向指标, 对其数据进行处理令 $X_{ij}^{\prime} = -X_{ij}$, 另外 7 个指标为正向指标, 相关数据如下:

表 4.20 2008 年-2015 年相关公司指标数据

年度	公司	流动比率	资产负债率 (%)	存货周转率 (次)	总资产周转率 (次)	营业毛利率 (%)	净资产收益率 (%)	净利润增长率 (%)	营收增长率 (%)
2008	金陵药业	4.94	-14.72	5.83	0.81	28.99	5.02	-73.14	15.49
	京新药业	0.70	-68.19	3.97	0.54	29.21	-6.02	-89.62	-9.72
	启迪药业	1.09	-45.59	1.50	0.40	51.01	6.39	-19.05	13.79
	九芝堂	3.59	-20.40	4.25	0.71	55.93	16.25	56.47	7.52
	济川药业	1.36	-38.99	1.74	0.26	27.37	1.66	-22.75	-2.55
	中新药业	0.72	-57.25	3.34	0.69	37.67	13.46	515.57	4.73
	江中药业	1.00	-38.89	5.36	0.92	62.99	13.36	53.39	24.74
	白云山	2.51	-21.93	3.88	0.85	30.32	5.33	-50.10	-70.45
	康恩贝	1.31	-41.40	3.18	0.70	52.88	10.09	-17.93	-11.53
	佐力药业	0.84	-46.72	2.65	0.62	77.37	11.16	19.78	30.27
	最大值 X_{max}	4.94	-14.72	5.83	0.92	77.37	16.25	515.57	30.27
	最小值 X_{min}	0.70	-68.19	1.50	0.26	27.37	-6.02	-89.62	-70.45
	$X_{max} - X_{min}$	4.24	53.47	4.33	0.66	50.00	22.27	605.19	100.72
2009	金陵药业	4.42	-16.31	4.66	0.80	28.61	12.85	167.51	9.94
	京新药业	0.79	-66.51	4.35	0.58	30.89	1.29	-135.56	4.15
	启迪药业	0.75	-55.22	2.08	0.53	52.20	-38.13	-63.08	15.86
	九芝堂	4.00	-18.55	3.95	0.72	59.55	11.80	-25.63	0.74
	济川药业	1.32	-38.67	1.71	0.27	28.88	1.51	-8.19	4.24
	中新药业	0.95	-51.24	3.45	0.79	38.28	15.37	42.98	21.79
	江中药业	1.58	-32.84	6.01	1.18	62.58	18.57	33.66	29.66

续表 4.20

年度	公司	流动比率	资产负债率 (%)	存货周转率 (次)	总资产周转率 (次)	营业毛利率 (%)	净资产收益率 (%)	净利润增长率 (%)	营收增长率 (%)
2009	白云山	2.72	-19.44	5.01	0.92	27.72	6.13	21.40	10.05
	康恩贝	1.36	-40.49	3.15	0.80	56.87	10.15	13.60	28.46
	佐力药业	1.47	-44.35	3.10	0.75	78.99	19.60	89.78	30.59
	最大值 x_{max}	4.42	-16.31	6.01	1.18	78.99	19.60	167.51	30.59
	最小值 x_{min}	0.75	-66.51	1.71	0.27	27.72	-38.13	-135.56	0.74
	$x_{max} - x_{min}$	3.67	50.20	4.30	0.91	51.27	57.73	303.07	29.85
2010	金陵药业	3.74	-19.84	5.64	0.79	26.43	10.58	-12.77	9.89
	京新药业	1.02	-66.27	3.35	0.66	29.89	4.05	121.76	18.73
	启迪药业	0.82	-50.96	1.55	0.55	57.09	16.91	153.48	13.69
	九芝堂	3.67	-20.64	3.27	0.65	57.47	11.81	9.57	1.19
	济川药业	1.05	-39.72	1.66	0.27	28.41	1.63	9.75	6.81
	中新药业	1.15	-45.60	3.57	0.91	38.49	15.37	16.71	20.57
	江中药业	2.12	-29.01	5.16	1.02	43.91	14.72	31.43	35.64
	白云山	3.05	-18.65	4.25	1.00	28.54	7.53	31.26	15.56
	康恩贝	2.14	-30.34	3.06	0.82	61.65	12.06	90.90	27.93
	佐力药业	1.33	-40.58	3.23	0.81	80.15	20.02	31.32	21.91
	最大值 x_{max}	3.74	-18.65	5.64	1.02	80.15	20.02	153.48	35.64
	最小值 x_{min}	0.82	-66.27	1.55	0.27	26.43	1.63	-12.77	1.19
$x_{max} - x_{min}$	2.92	47.62	4.09	0.75	53.72	18.39	166.25	34.45	
2011	金陵药业	3.51	-21.40	3.32	0.41	25.04	9.06	-14.28	4.44
	京新药业	1.61	-35.75	3.83	0.60	26.39	3.80	226.31	12.47
	启迪药业	0.96	-40.03	1.72	0.57	56.26	19.97	52.96	10.23
	九芝堂	3.67	-19.35	3.42	0.64	53.59	13.92	23.87	2.44
	济川药业	1.27	-45.23	1.31	0.25	30.56	1.51	-6.46	1.40
	中新药业	1.15	-46.78	3.87	1.06	35.66	12.09	-16.91	26.44

续表 4.20

年度	公司	流动比率	资产负债率 (%)	存货周转率 (次)	总资产周转率 (次)	营业毛利率 (%)	净资产收益率 (%)	净利润增长率 (%)	营收增长率 (%)
2011	江中药业	2.19	-25.92	5.99	1.02	33.50	12.10	-11.41	3.26
	白云山	2.65	-19.71	4.71	1.12	25.68	7.70	9.48	21.26
	康恩贝	2.38	-45.54	2.46	0.77	65.85	19.72	45.62	12.20
	佐力药业	4.45	-18.96	2.73	0.47	84.37	7.45	22.79	6.35
	最大值 x_{max}	4.45	-18.96	5.99	1.12	84.37	19.97	226.31	26.44
	最小值 x_{min}	0.96	-46.78	1.31	0.25	25.04	1.51	-16.91	1.40
	$x_{max} - x_{min}$	3.49	27.82	4.68	0.87	59.33	18.46	243.22	25.04
2012	金陵药业	2.87	-22.92	4.64	0.72	23.94	7.27	-13.10	2.12
	京新药业	1.36	-40.62	3.38	0.66	44.94	2.19	124.68	20.83
	启迪药业	1.81	-32.02	2.53	0.52	51.03	28.75	90.76	5.80
	九芝堂	3.38	-20.29	2.56	0.57	54.53	7.61	-44.65	-9.34
	济川药业	1.12	-50.57	0.66	0.16	22.67	-7.06	289.49	69.84
	中新药业	1.20	-48.45	4.33	1.16	34.91	20.11	71.91	16.80
	江中药业	3.01	-36.41	5.76	0.99	37.87	11.05	-2.20	20.57
	白云山	1.85	-32.25	4.67	1.32	27.64	9.67	155.57	121.76
	康恩贝	1.99	-46.23	2.37	0.71	66.66	13.60	4.66	20.96
	佐力药业	3.85	-18.31	2.41	0.40	85.27	8.78	21.75	23.07
	最大值 x_{max}	3.85	-18.31	5.76	1.32	85.27	28.75	289.49	121.76
	最小值 x_{min}	1.12	-50.57	0.66	0.16	22.67	-7.06	-44.65	-9.34
	$x_{max} - x_{min}$	2.73	32.26	5.10	1.16	62.60	35.81	334.14	131.10
2013	金陵药业	3.03	-22.09	5.35	0.79	23.60	7.38	8.59	13.05
	京新药业	1.23	-38.25	3.46	0.74	41.05	7.87	8.79	13.62
	启迪药业	1.03	-51.23	1.95	0.46	50.99	-61.02	-219.51	-29.56
	九芝堂	3.50	-18.44	2.73	0.64	55.66	14.59	101.41	16.25
	济川药业	1.14	-42.79	3.73	1.22	84.90	34.95	69.45	27.47

续表 4.20

年度	公司	流动比率	资产负债率 (%)	存货周转率 (次)	总资产周转率 (次)	营业毛利率 (%)	净资产收益率 (%)	净利润增长率 (%)	营收增长率 (%)
2013	中新药业	1.22	-51.07	5.01	1.14	31.88	14.00	-21.32	17.16
	江中药业	4.97	-28.71	5.17	0.93	37.69	8.13	-23.51	-12.97
	白云山	1.45	-42.67	5.26	1.44	32.95	14.34	31.34	45.97
	康恩贝	2.06	-41.81	2.16	0.65	67.79	17.63	32.50	6.97
	佐力药业	3.36	-17.98	1.75	0.46	86.86	10.48	30.64	22.01
	最大值 x_{max}	4.97	-17.98	5.35	1.44	86.86	34.95	101.41	45.97
	最小值 x_{min}	1.03	-51.23	1.75	0.46	23.60	-61.02	219.51	-29.56
	$x_{max} - x_{min}$	3.94	33.25	3.60	0.98	63.26	95.97	320.92	75.53
2014	金陵药业	2.63	-24.05	5.11	0.77	24.27	8.91	26.49	6.38
	京新药业	1.89	-32.26	3.69	0.60	46.60	7.66	103.13	26.79
	启迪药业	0.80	-68.63	2.34	0.35	51.64	-46.59	47.84	-20.66
	九芝堂	2.31	-25.13	2.98	0.65	54.69	15.28	79.21	-34.18
	济川药业	1.91	-31.68	3.79	0.89	84.30	22.64	28.97	22.02
	中新药业	1.43	-45.81	5.74	1.30	30.35	12.88	5.23	17.92
	江中药业	3.06	-35.88	4.28	0.85	52.80	12.51	53.74	2.03
	白云山	1.47	-43.99	4.72	1.32	35.24	15.21	20.32	6.87
	康恩贝	1.18	-46.49	2.08	0.67	69.16	19.79	60.22	22.48
	佐力药业	2.26	-26.22	1.62	0.49	82.50	12.84	31.80	22.77
	最大值 x_{max}	3.06	-24.05	5.74	1.30	84.30	22.64	103.13	26.79
	最小值 x_{min}	0.80	-68.63	1.62	0.35	20.27	-46.59	5.23	-34.18
	$x_{max} - x_{min}$	2.26	44.58	4.12	0.95	64.03	69.23	97.90	60.97
2015	金陵药业	2.69	-24.04	6.07	0.84	21.97	8.96	5.54	16.21
	京新药业	2.32	-23.11	2.77	0.48	50.64	7.33	66.41	14.59
	启迪药业	0.90	-64.97	1.91	0.50	55.26	10.87	126.08	45.09
	九芝堂	3.98	-15.28	0.33	0.19	79.17	12.44	16.79	9.27

续表 4.20

年度	公司	流动比率	资产负债率 (%)	存货周转率 (次)	总资产周转率 (次)	营业毛利率 (%)	净资产收益率 (%)	净利润增长率 (%)	营收增长率 (%)
2015	济川药业	2.04	-24.34	3.46	1.05	84.34	25.18	31.52	26.17
	中新药业	2.17	-32.36	5.12	1.17	29.52	11.15	20.67	-0.09
	江中药业	4.24	-12.09	8.12	0.97	50.49	15.63	37.95	-8.35
	白云山	1.43	-45.28	4.80	1.21	36.21	15.49	11.04	1.63
	康恩贝	1.17	-52.29	3.15	0.67	53.19	10.63	-30.79	48.03
	佐力药业	3.43	-22.42	1.55	0.44	68.65	6.56	-12.29	30.28
	最大值 x_{max}	4.24	-12.09	8.12	1.21	84.34	25.18	126.08	48.03
	最小值 x_{min}	0.90	-64.97	0.33	0.19	21.97	6.56	-30.79	-8.35
	$x_{max} - x_{min}$	3.34	52.88	7.79	1.02	62.37	18.62	156.87	56.38

数据来源：国泰君安数据库、公司年报

对相关数据进行无纲量化，计算各指标熵值和权重，当 $P_{ij}=0$ 时，定义： $\lim_{P_{ij} \rightarrow 0} P_{ij} * \ln P_{ij} = 0$ ，相关结果如下：

表 4.21 P_{ij} 数值

年度	公司	流动比率	资产负债率	存货周转率	总资产周转率	营业毛利率	净资产收益率	净利润增长率	营收增长率
2008	金陵药业	0.032496	0.021995	0.026084	0.020145	0.001014	0.010534	0.00881	0.021310
2008	京新药业	0	0	0.014879	0.010256	0.001152	0	0	0.015059
...
...
2015	康恩贝	0.002627	0.005274	0.009442	0.011376	0.015673	0.004645	0	0.024975
2015	佐力药业	0.024615	0.017699	0.004085	0.005925	0.023434	0	0.003815	0.017112

表 4.22 各指标熵值和权重

指标	流动比率	资产负债率	存货周转率	总资产周转率	营业毛利率	净资产收益率	净利润增长率	营收增长率
熵值 E_j	0.903417	0.945835	0.941314	0.948557	0.902370	0.954544	0.918168	0.938575
权重 W_j	0.176497	0.098983	0.107244	0.094008	0.178411	0.083067	0.149541	0.112249

如表 4.22 所示，各项指标中流动比率和营业毛利率权重较高，达到 17%以上，而总资产周转率和净资产收益率权重较低，这是因为前者数据离散程度高，因而熵值较低，所能提供的信息量多，因此对综合指标的影响大权重高，而后者则相反。依据熵权法所计算权重对各指标进行赋权，并计算出康恩贝和佐力药业正负理想解距离和贴近度，相关结果如下：

表 4.23 康恩贝和佐力药业 2008-2015 年综合指标贴近度

年度	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	
康恩贝	正理想解 H_i^+	0.241401	0.206155	0.154970	0.217706	0.238895	0.210492	0.208320	0.271394
	负理想解 H_i^-	0.159014	0.197936	0.224616	0.186077	0.160610	0.200750	0.215693	0.158544
	贴近度 D_i	0.397123	0.489830	0.591739	0.460834	0.402024	0.488155	0.508694	0.368761
佐力药业	正理想解 H_i^+	0.236717	0.178594	0.205084	0.193536	0.184838	0.168358	0.184243	0.207329
	负理想解 H_i^-	0.233070	0.265447	0.234915	0.276054	0.278415	0.275342	0.264074	0.221556
	贴近度 D_i	0.496118	0.597798	0.533899	0.587861	0.601000	0.620559	0.589034	0.516585

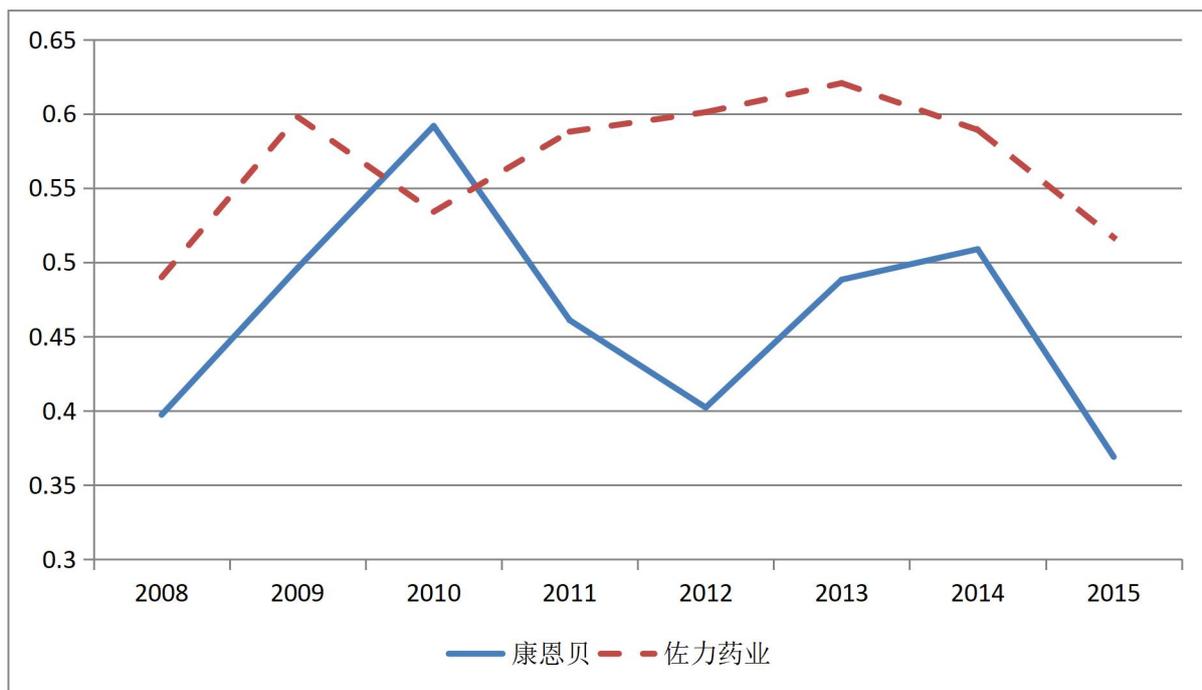


图 4.24 康恩贝和佐力药业 2008-2015 年综合指标贴适度

从图 4.24 中可以看出康恩贝的贴适度在 2008 年到 2010 年是连续增长的，说明分拆前的绩效在不断提高，但在 2010 年分拆后贴适度大幅下降，2013 年和 2014 年有所回升，2015 年继续下降，说明在分拆出佐力药业后，康恩贝整体绩效是下降的，其中最重要的原因是分拆出佐力药业后，康恩贝虽然获得的大量资金，改善了公司的偿债能力，但后续也进行了快速扩张，从上节偿债能力分析中也可知，分拆对康恩贝偿债能力提升有限；与此同时，佐力药业分拆出来后，康恩贝营收增长率和净利润增长率下滑，增长缺乏动力，后续投资也未在几年内显现效果；营业毛利率和净资产收益率虽然有所提升，但营运能力指标的各项周转率却持续下降，因此分拆后康恩贝的综合指标是不佳的。

观察佐力药业的综合指标，其贴适度在 2009 年上升，2010 年又下降，而分拆后的 3 年则稳步上升，在 2014 和 2015 年则又下降，总体上处于一种较为平稳的状态，但分拆后三年对公司的总体绩效提升的明显，这是因为分拆上市为佐力药业带来大量资金，大大提高了其偿债能力，但其他相关营运指标、盈利指标和成长指标的改善效果没有特别明显，在其后几年随着佐力药业生产投资的增加，分拆上市对公司的影响减弱，从更长期来看，公司能否利用好分拆上市的契机提升绩效，还需要看其能否提高营运能力和管理的水平，这与上节财务指标分析结论是相符的。

4.4 基于 EVA 绩效分析

经济增加值（EVA）最早由美国斯滕斯特公司提出，在计算时考虑全部资本成本对收益的影响，这也就意味着与基础财务指标相比，EVA 指标在反映企业为股东创造价值的能力时具有更好的效力。其计算公式为：

$$\text{EVA} = \text{税后净经营利润 (NOPAT)} - \text{总资产} * \text{加权平均资本成本 (TC} * \text{WACC)}$$

其中：加权平均资产成本=负债资本成本*资产负债率*(1-所得税税率)+股权资本成本*(1-资产负债率)

为了计算简便以三至五年期的银行贷款基准利率作为企业的借款利率来计算负债的资本成本。

本文采用 CAPM 模型来计算股权资本成本，即股权资本成本=无风险利率+ β *风险溢价

其中无风险利率和 β 系数可从数据库直接获得，在实际研究中多数研究者认为，我国 GDP 增长率对于企业市场风险溢价具有良好的代表性，在实际使用时可以作为合理的替代数据，因此本文采用 GDP 与无风险利率差值作为风险溢价。

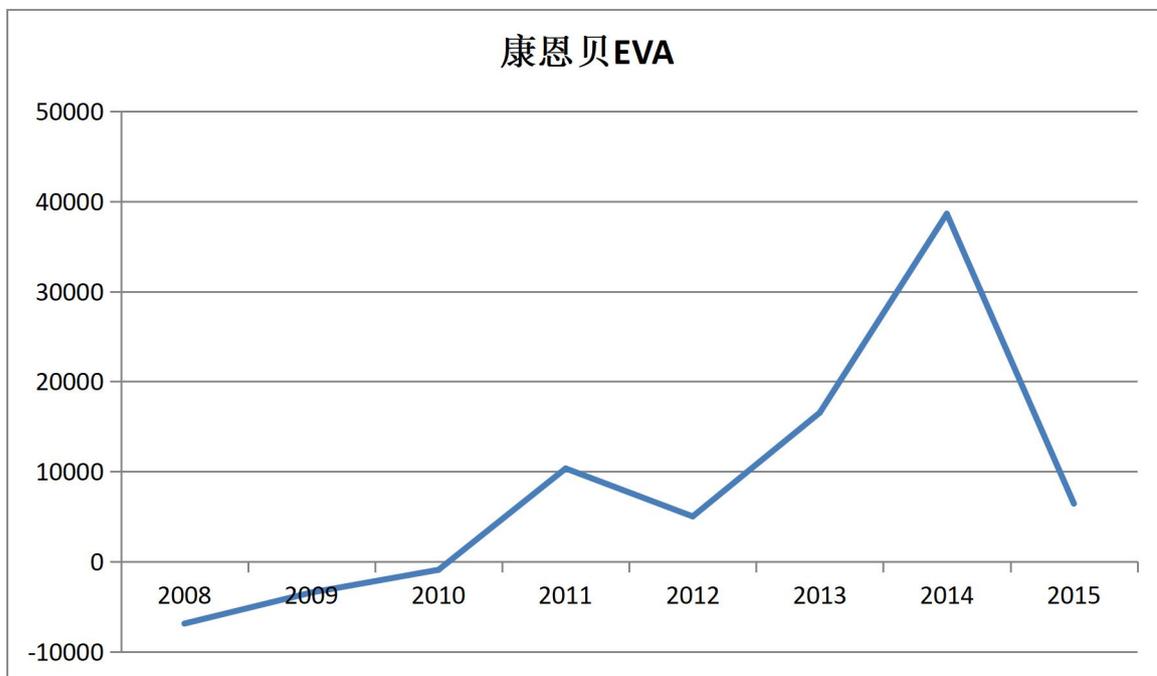
表 4.25 2008 年-2015 年康恩贝和佐力药业相关指标数据

年度	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
康恩贝 NOPAT (万)	4277	8908	17791	31808	35433	44260	74088	55454
佐力药业 NOPAT (万)	1554	3028	4086	4990	5711	7120	9731	8180
康恩贝总资产 (万)	156926	192818	246346	296044	453869	445385	629888	956880
佐力药业总资产 (万)	27990	29781	34864	84391	86419	94190	118152	185055
康恩贝资产负债率 (%)	41.40	40.49	30.34	45.54	46.23	41.81	46.49	52.29
佐力药业资产负债率 (%)	46.72	44.35	40.58	18.96	18.31	17.98	26.22	22.42
所得税税率 (%)	25	25	25	25	25	25	25	25

续表 4.25

年度	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
GDP (%)	9.7	9.4	10.6	9.6	7.9	7.8	7.4	7
康恩贝 β 值	0.92	0.77	0.78	0.9	1.09	0.91	0.83	0.97
佐力药业 β 值	1	1	1	0.91	0.85	0.89	0.88	0.81
三至五年期银行贷款利率 (%)	5.76	5.90	6.22	6.9	6.4	6.18	6.0	4.75
无风险利率 (%)	2.25	2.25	2.75	3.5	3.0	3.0	2.75	1.5
康恩贝 EVA (万)	-6901	-3445	-922.1634	10336	5005	16533	38632	6425
佐力药业 EVA(万)	-457	885	1230	-2028	-106	717	2372	-1847

数据来源：国泰君安数据库、锐思数据库、WIND 数据库等



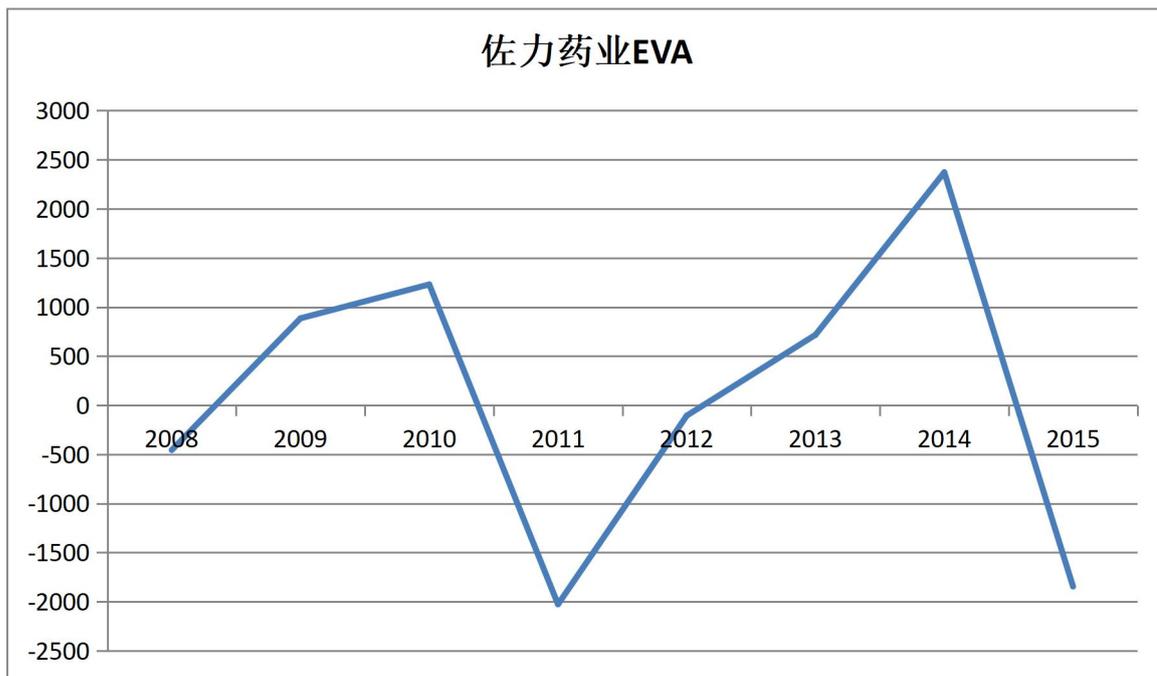


图 4.26 康恩贝和佐力药业 2008-2015 年 EVA

从图 4.26 中可以看到康恩贝在分拆前 2008 到 2010 年间 EVA 一直是负数，说明在考虑机会成本的情况下企业为给股东带来价值，在分拆佐力药业后，2011 年到 2014 年 EVA 呈现快速增长的趋势，2015 年因并购事项下滑，总体可以看出分拆为母公司股东创造了价值。反观佐力药业，在分拆前 2008 年到 2010 年 EVA 一直是正数，说明企业在为股东创造价值，2011 年因分拆上市获得大量资本金，企业当年未立刻利用该部分资金产生利润，因此当年 EVA 大幅下降并小于零，在此后三年佐力药业充分利用资本创造利润，EVA 也相应大幅增长，2015 年也因并购事项导致会计利润下降，最终 EVA 值大幅下滑。总的来看，分拆更多的为母公司股东创造了价值，对于子公司，由于分拆上市所带来的资金无法在短时间内进行利用并产生利润，该部分资金成本会导致总体效益的下滑，但在其后几年，随着子公司对资金的充分利用，该问题也慢慢得到解决，企业也不断的为股东创造价值，但效果没有母公司明显。

5.结论与启示

5.1 研究结论

本文首先对国内外分拆上市相关文献进行整理总结以及对分拆上市相关概念理论的介绍,然后基于财务指标和综合指标从公司的偿债能力、营运能力、盈利能力、成长能力和创新能力,对分拆前后两家公司的财务状况进行横向及纵向的对比,与此同时基于股东角度进行 EVA 分析,从总体上研究分拆对公司的绩效影响。对此得出以下四个结论。

5.1.1 二级市场对分拆持中性态度

从本文的第四章第一节基于资本市场分析中可以看到,分拆上市对于母公司康恩贝股价的短期内有一定的影响,特别是在几个重要的时间点,康恩贝股价的波动明显大于市场,但影响的延续性差,特别是当将时间维度拉长至两年时,可以发现康恩贝股价的走势与大盘基本保持一致;而对于佐力药业而言,其在上市后几个月股价一直伴随大盘持续走低,表现并不理想,若将时间拉长至 18 个月佐力药业股价表现甚至不如市场,由此可以看出二级市场投资者对于分拆上市的公司并没有特别积极的反应。

5.1.2 分拆上市降低了康恩贝绩效

从文章的分析中可以看到分拆对于康恩贝的偿债能力和成长能力影响不大,其短期偿债能力在分拆后有短暂略微提升,长期偿债能力则有所下降;成长能力方面仅在分拆当年康恩贝因佐力药业的上市确认了大量投资收益而提高当年的净利润增长率。一方面分拆对于盈利能力方面有小幅提升,这些影响主要集中在销售和资产利用率方面,但另一方面对于营运能力则有负面影响,与行业相比其应收账款周转率、存货周转率和总资产周转率均在分拆后下降。最后在综合指标分析可以看到在分拆出佐力药业后,康恩贝整体绩效是下降的。

对于以上情况,主要原因是分拆后康恩贝虽然获得的大量资金,短暂改善了公司的偿债能力,但后续也进行了快速扩张,而分拆对康恩贝偿债能力提升有限,在佐力药业分拆出来后,康恩贝营收增长率和净利润增长率下滑,增长缺乏动力,后续投资也未在

几年内显现效果，营业毛利率和净资产收益率虽然有所提升，但营运能力指标的各项周转率却持续下降。

5.1.3 分拆上市小幅提高佐力药业绩效

在第四章分析中可以看到分拆上市为佐力药业带来充足的流动性，极大的提高了佐力药业的短期偿债能力，同时降低了其资产负债率使长期的财务安全得到保障，与此同时佐力药业分拆后几年盈利水平也在不断提高，但同时也应该看到其他相关营运指标、和成长指标的改善效果没有特别明显，以及净资产收益率下降的问题，这说明佐力药业还应当提高资金的利用率。在综合指标分析也可以看到分拆后三年佐力药业的总体绩效提升是明显的在，而从更长期来看，公司能否利用好分拆上市的契机提升更大绩效，还需要看其能否提高营运能力和管理的水平，因此只能说分拆上市佐力药业绩效带来小幅度提升。

5.1.4 分拆上市为康恩贝股东带来超额收益

佐力药业未被分拆上市前，康恩贝对佐力药业的持股成本为约为 1.1 元每股，而在佐力药业上市当日其收盘价为 28.18 元，两者之间的差价就是母公司所能获得的投资收益，从本文净利润增长率指标分析中也可以看到，康恩贝因佐力药业的上市在当年确认了大量投资收益，本文在康恩贝获得超额收益情况下，再从公司股东角度出发考虑资本成本而采用 EVA 进行分析，则看到分拆后康恩贝数值大幅提高，这说明分拆为康恩贝股东带来大量经济增加值，使公司股东获得超额收益。

5.2 启示

与境外相比，境内资本市场企业分拆发展较为缓慢，但随着 2019 年科创板的设立并实施注册制，越来越多的境内上市公司将目光放在企业分拆上市之上，本文通过对康恩贝分拆佐力药业的研究分析为市场参与者提供了以下几点启示。

首先从文章分析中可以看到分拆能极大的提高子公司的偿债能力，拓宽其融资渠道和更多自主性，同时缓解母公司的资金压力，这对于大部分有资金压力且融资困难的公司的确可以考虑将旗下子公司进行分拆上市。但同时也应该看到，一方面分拆后母公司

绩效可能会下降,这就需要企业提前做好规划和权衡,谨慎选择要分拆的子公司或业务;另一方面分拆上市后子公司对所募集资金的利用可能难以达到理想状态,甚至有大部分资金长时间处于闲置状态,从而影响子公司股东权益,因此可以选择分拆行业发展较快、资金密集型的子公司,保证其在分拆独立后能有更多机会将资金投入发展,提高资金利用率。

其次从分拆可行性上看,所分拆的子公司不仅要满足在净利润和净资产方面与母公司占比的要求,防止母公司出现空心化,同时要满足上市的相关条件,因此将与集团业务相关性较低的子公司分拆到科创板或创业板是不错的选择。另外在母子公司关联交易、同业竞争、母公司管理层持股子公司等方面也有相应的监管要求,对于有分拆意愿的企业可以提前做好设计和准备,以科创板设立以来的境内分拆案例为参考,从董事会决议到成功分拆上市约为两年时间,而这其中就有部分时间是在梳理股权、设计制度、剥离交易等以满足合规性要求,企业若能提前做好设计和准备可以加快分拆上市的速度。

最后,在境内 IPO 全面转向注册制的背景下,监管机构应该对分拆上市继续保持开放态度,但同时要加强分拆上市的信息披露管理,要求发行人和保荐机构对子公司独立性做出更高的保证和说明,要求对母子公司关联交易、股权结构和同业竞争做出更详细的披露,以防止某些企业过度投机,只为借分拆上市之机进行圈钱。

参考文献

- [1]. Nanda V. On the Good News in Equity Carve-Outs[J]. *Journal of Finance*, 1991, 34(46): 1717-1737.
- [2]. Jeffrey W. Allen, John J. McConnell. Equity Carve-Outs and Managerial Discretion[J]. *The Journal of Finance*, 1998, 53(1): 163-186
- [3]. Aron. Using the capital market as a monitor: Corporate spinoffs in an agency framework [J]. *RAND Journal of Economics*, 1991, 22(4): 505-518.
- [4]. Lane Daley, Vikas Mehrotra, Ranjini Sivakumar. Corporate focus and value creation evidence from spinoffs[J]. *Journal of Financial Economics*, 1997, 45(2): 257-281.
- [5]. Schipper Katherine, Smith Abbie. A comparison of equity carve-outs and seasoned equity offerings: Share price effects and corporate restructuring[J]. *North-Holland*, 1986, 15(1-2). 153-186.
- [6]. Vijh. The positive announcement- period returns of equity carveouts: asymmetric information or divestiture gains? [J]. *Journal of Business*, 2002, 75(1): 153-190
- [7]. Lawrence M. Benveniste, Huijing Fu, Paul J. Seguin, Xiaoyun Yu. On the anticipation of IPO underpricing: Evidence from equity carve-outs[J]. *Journal of Corporate Finance*, 2008, 14(5): 614-629.
- [8]. Vijh. Long-term returns from equity carveouts [J]. *Journal of Financial Economics*, 1999, (51): 273-308.
- [9]. Madura and Nixon. The long-term performance of parent and units following equity carve-outs [J]. *Applied Financial Economics*, 2002, (12): 171-181.
- [10]. Thomas Hall Thompson. An examination of ex-ante factors and their influence on equity carve-out long-term performance[J]. *Journal of Economics and Finance*, 2013, 37(2).
- [11]. David Young. Economic value added: A Primer for European Managers[J]. *European Management Journal*, 1997(15): 335-343.
- [12]. B Yongyan, W Delun, S Yuan, G Yuan, Z Hao. APPLICATION RESEARCH OF A TECHNOLOGY EVALUATION METHOD BASED ON ENTROPY WEIGHT AND CLOUD THEORY[J]. *South African Journal of Industrial Engineering*, 2019, 30(4).

- [13]. Stulz, René M. Tobin's q, Corporate Diversification, and Firm Performance[J]. Journal of Political Economy, 1994, 102(6):1248-1280.
- [14]. Larry Lang, Annette Poulsen, René Stulz. Asset sales, firm performance, and the agency costs of managerial discretion[J]. Journal of Financial Economics, 1995, 37(1).
- [15]. Meyer M, Milgrom P, Robert J. Organizational Prospects, Influence Costs, and Ownership Changes[J]. Journal of Economic and Management Strategy, 1992, 3(1):9-35.
- [16]. Bengt Holmstrom, Jean Tirole. Market Liquidity and Performance Monitoring[J]. Journal of Political Economy, 1993, 10(4):678-709.
- [17]. Robert Comment, Gregg A. Jarrell. Corporate focus and stock returns[J]. Journal of Financial Economics, 1995, 37(1):67-87
- [18]. Alexandros P. Prezas, Murat Tarimcilar, Gopala K. Vasudevan. The Pricing of Equity Carve - Outs[J]. Financial Review, 2000, 35(4):123-138
- [19]. Salim Chahine, Mohamad Jamal Zeidan. Corporate governance and market performance of parent firms following equity carve-out announcements[J]. Journal of Management & Governance, 2014, 18(2):471-503.
- [20]. Lin meizhen, Wen yuying. The Motives and Performance of Equity Crave-Out Companies[J]. Management Review, 2016, 35(3):135-151.
- [21]. 念延辉. 我国创业板分拆上市问题探析[J]. 现代经济信息, 2010(16):89-90
- [22]. 王新红, 薛焕霞. 创业板分拆上市公司经营绩效评价研究[J]. 财会通讯, 2014(09):29-31+35.
- [23]. 李青原, 王永海, 韩晖. 分拆上市与股东价值创造——“同仁堂”案例的再分析[J]. 经济管理, 2004(08):51-59.
- [24]. 沈红波, 王悦, 顾舒雯. 企业集团的管理层激励与分拆上市——基于腾讯分拆阅文的案例研究[J]. 管理会计研究, 2020, 3(Z1):34-51+133
- [25]. 肖大勇, 罗昕, 邓思雨, 董雪. 企业分拆上市动因: 市值管理还是拓展融资渠道——同方股份分拆上市案例研究[J]. 上海管理科学, 2013, 35(06):72-78
- [26]. 王化成, 程小可. 分拆上市与母公司股权价值研究——“同仁堂”分拆子公司上市的实证分析[J]. 管理世界, 2003(04):112-121.
- [27]. 于海云. 我国上市公司分拆上市的股价效应研究[J]. 哈尔滨商业大学学报(社会科学版), 2011(02):74-80.

- [28]. 林旭东, 唐明琴, 程林, 聂永华. 分拆上市的价值创造: 来自中国市场的实证研究[J]. 南方经济, 2015(07):47-60.
- [29]. 刘永泽, 唐大鹏, 于焜, 贾兴飞. 境内上市公司创业板分拆上市的价值创造机制[J]. 南京审计学院学报, 2012, 9(01):4-11.
- [30]. 袁晓燕. 基于因子分析法的分拆上市公司绩效评价[J]. 开发研究, 2010(03):121-124.
- [31]. 沈佳辉, 郭飞. 中概股回归国内资本市场的路径及动因——药明康德“一拆三”回归的案例分析[J]. 财会月刊, 2018(21):95-102.
- [32]. 赵宇华. 子公司上市动机的研究综述[J]. 商业时代, 2006(13):72-73+79.
- [33]. 张榕. 我国上市公司分拆上市的动机、表现及影响分析[J]. 市场周刊(理论研究), 2013(05):7-8.
- [34]. 肖爱晶, 耿辉建. 企业分拆上市的动因及绩效研究[J]. 财会通讯. 2019, (11):52~56.
- [35]. 邓秋玲. 同仁堂二次分拆上市的经济后果研究[J]. 商业会计, 2015, 36(14):71-73.
- [36]. 张诗华. 上市公司分拆上市经济后果研究——来自佐力药业的案例研究[J]. 财会通讯, 2013, 34(9):23-26.
- [37]. 杨杨, 于芝麦, 杜剑. 股权分拆上市背景下企业税负与企业价值关系研究[J]. 税务研究, 2018, 34(7):103-109.
- [38]. 郑安然. 分拆上市对母公司经营绩效的影响研究[J]. 中国经贸导刊, 2012(29):50-51.
- [39]. 周可, 陈思婕. H集团分拆上市的绩效研究[J]. 会计师, 2020(21):15-16.
- [40]. 周明明. 从“4M”看EVA对企业长期发展的影响[J]. 商业会计, 2015(24):25-27.
- [41]. 罗佳, 张坤. 熵权基点决策法在绿色施工评价中的应用[J]. 湖南科技大学学报(社会科学版), 2015(5):88-92.
- [42]. 朱乾, 徐淑琼. 基于熵权TOPSIS法的社会网络节点影响力评估研究[J]. 南京航空航天大学学报(社会科学版), 2016(1):42-45.

后 记

时光荏苒，岁月如梭，随着这篇论文的写作完成，短短三年的研究生生活也要结束了。回顾这段求学时光，不仅有刚来到兰财时的兴奋与紧张，也有学习与生活中的酸甜苦辣，但更多的是临近毕业时的这份坦然。在这三年里，我收获良多，在此我要感谢我的研究生导师陈芳平教授，从论文的选题到梳理框架，再到论文的撰写和各个细节的修改，离不开他的悉心指导，除此之外，陈老师在平时也给予了我们许多的关心与照顾，这些关心不仅仅体现在学业上，更体现在为人处世上；其次，我想感谢兰州财经大学，她给予了我这样一个良好的发展平台、完善的生活设施以及浓厚的学习氛围，正是在这样的环境中，我得以不受外界干扰，潜心学习，不断地充实、提高自己，此外，兰州财经大学有一群优秀的教师，他们用自己的专业素养为我们带来了一堂堂精彩的专业课程；最后，我要感谢我的父母和同学们，他们的陪伴是我努力求学，不断进取的力量源泉，感谢你们。