

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 生益科技分拆上市动因及绩效研究

研究生姓名: 王琴

指导教师姓名、职称: 李培根 教授 李贵义 高级经理

学科、专业名称: 会计硕士

研究方向: 注册会计师

提交日期: 2023年6月19日

独创性声明

本人声明所呈交的论文是我个人在导师指导下进行的研究工作及取得的研究成果。尽我所知，除了文中特别加以标注和致谢的地方外，论文中不包含其他人已经发表或撰写过的研究成果。与我一同工作的同志对本研究所做的任何贡献均已在论文中作了明确的说明并表示了谢意。

学位论文作者签名： 王玲 签字日期： 2023.5.28

导师签名： 李培根 签字日期： 2023.6.2

导师(校外)签名： 李贵义 签字日期： 2023.6.2

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： 王玲 签字日期： 2023.5.28

导师签名： 李培根 签字日期： 2023.6.2

导师(校外)签名： 李贵义 签字日期： 2023.6.2

Research on Motivation and Performance of Shengyi Technology Spin-off Listing

Candidate : Wang Qin

Supervisor: Li Peigen Li Guiyi

摘 要

分拆上市符合企业生命周期的自然发展规律,是资本市场发展到一定阶段的必然趋势。在成熟的资本市场中,分拆上市是被广泛使用的资本管理方式之一。资本管理方式代表了企业在不同发展阶段的不同资本运作方式。但企业使用各种资本手段的目的却是相同的——使公司实现高质量发展。分拆上市是公司将其子公司或业务板块分拆出来以股份有限公司的形式独立发展,引入外来资本进行有效的资源配置,提高母子公司核心竞争力、实现内部激励机制、理顺整体和被分拆个体的公司治理机构,提高企业在资本市场上的估值。近年来,我国资本市场为顺应大环境需要,2019年底以来,证监会出台《上市公司分拆所属子公司境内上市试点若干规定》,以及我国科创板和创业板实施了注册制,使得境内上市公司分拆上市得以实现。一系列政策出台以来,我国境内公司分拆上市的速度明显加快,自政策出台到截止目前,我国境内数百家企业有分拆意向,一些企业已在分拆上市的路上,其中20多家企业已经在我国境内成功分拆上市。

生益科技在公司内部战略发展和外部政策允许的情况下,成为国内首家成功分拆子公司登陆科创板的“A拆A”案例公司。本文以生益科技分拆旗下生益电子上市为分析案例,详细分析其在境内分拆上市的动机和绩效表现。首先,论文采用文献研究法,结合相关理论、市场外部政策和公司内部战略,深入分析生益科技分拆上市的动因;其次,运用财务绩效分析、非财务绩效分析及市场短期反应分析得出分拆上市对母子公司绩效的影响程度;最后,从分拆上市中普遍存在的问题入手,就分拆上市提出相应建议,并结合案例分析得出结论。

关键词: 分拆上市 分拆动因 企业绩效 分拆建议

Abstract

The spin-off listing is in line with the natural development law of the life cycle of enterprises, and it is the inevitable trend of the capital market to develop to a certain stage. In the mature capital market, the spin-off and listing is one of the widely used capital management methods. Capital management mode represents the different capital operation modes of enterprises in different stages of development. But the purpose of enterprises using various capital means is the same —— to enable the company to achieve high-quality development. The spin-off listing is the company will split its subsidiary or business sector independent development in the form of Limited- Liability Company, the introduction of external capital for effective allocation of resources, improve the subsidiary core competitiveness, implement internal incentive mechanism, straighten out the overall and split individual corporate governance institutions, improve the enterprise valuation in the capital market. In recent years, in order to meet the needs of the overall environment, China's capital market, since the end of 2019, the CSRC issued Several Provisions on the Pilot Domestic Listing of Subsidiaries under the Spin off of Listed Companies, as well as the registration system of Sci-Tech innovation board and the Second-board Market, which realized the spin-off listing of domestic listed companies. Since the introduction of a series of policies, the speed of spin-off and listing of domestic companies

in China has been significantly accelerated. Since the introduction of the policy up to now, hundreds of enterprises in China have the intention of spin-off, and some enterprises have been on the road of spin-off and listing, among which more than 20 enterprises have been successfully spin-off and listed in China.

Under the permission of the company's internal strategic development and external policies, Shengyi Technology became the first "A split A" case company in China to successfully split its subsidiary and landed on the science and Technology Innovation Board. This paper takes the listing of Shengyi Technology as a case study, and analyzes the motivation and performance of its spin-off listing in China. Firstly, literature research, combining relevant theories, external market policies and internal strategy, analyzes the motivation of spin-off listing; Secondly, financial performance analysis, non-financial performance analysis and short-term market reaction analysis to determine the impact of the spin-off listing. Finally, starting with the common problems in the spin-off listing, we put forward corresponding suggestions on the spin-off listing, and draw conclusions based on case analysis.

Keywords: Spin-off listing; Spin-off motivation; Enterprise performance; Spin-off suggestion

目 录

1 引言	1
1.1 研究背景及研究意义	1
1.1.1 研究背景	1
1.1.2 研究意义	7
1.2 国内外文献综述	8
1.2.1 分拆上市动因研究	8
1.2.2 分拆上市绩效研究	11
1.2.3 文献述评	13
1.3 研究内容与研究方法	13
1.3.1 研究内容	13
1.3.2 研究方法	13
2 相关概念及理论基础	15
2.1 分拆上市的概念	15
2.2 理论基础	16
2.2.1 融资理论	16
2.2.2 业务核心理论	16
2.2.3 股权激励理论	17
3 生益科技分拆上市概况	18
3.1 生益科技所处行业发展现状	18
3.1.1 电路板行业的特征	21
3.1.2 印制电路板主要产品的产业发展趋势	21
3.2 案例公司简介	23
3.2.1 母公司生益科技介绍	23
3.2.2 子公司生益电子介绍	25
3.3 案例公司分拆上市过程	26
3.4 分拆特点分析	26
4 生益科技分拆上市动因分析	27

4.1 外部动因分析	27
4.1.1 政策因素	27
4.1.2 技术更新迭代需求	27
4.1.3 市场竞争加剧	28
4.2 内部动因分析	29
4.2.1 实现灵活融资	29
4.2.2 激励子公司核心团队	30
4.2.3 改善母子公司整体估值	30
4.2.4 提升母子公司核心竞争力	31
5 生益科技分拆上市前后期绩效对比分析	33
5.1 财务绩效分析	33
5.1.1 营运能力分析	33
5.1.2 偿债能力分析	36
5.1.3 盈利能力分析	38
5.1.4 成长能力分析	40
5.2 市场短期反应分析	43
5.2.1 股价波动分析	43
5.2.2 累计超额收益率分析	45
5.3 非财务绩效分析	49
5.3.1 子公司治理机制变化分析	49
5.3.2 子公司治理效应分析	51
5.4 研究小结	51
5.4.1 财务绩效小结	52
5.4.2 资本市场反应小结	52
5.4.3 非财务绩效小结	53
6 研究建议与结论	54
6.1 分拆上市建议	54
6.1.1 评估分拆上市的可行性	54
6.1.2 制定合理的分拆方案	54

6.1.3 确保中小股东权益	55
6.1.4 加强分拆业务独立性	55
6.2 研究结论	56
6.2.1 生益科技分拆上市是企业内外部因素共同决定的	56
6.2.2 分拆子公司在科创板上市是恰逢时机的选择	56
6.2.3 分拆上市在短期内对母子公司有明显的价值创造效应	56
6.2.4 分拆上市提高子公司信息透明度，提升母子公司市场价值	57
6.2.5 分拆上市拓宽了生益电子融资渠道，扩大了生产规模	57
参考文献	58
致谢	61

1 引言

1.1 研究背景及研究意义

1.1.1 研究背景

(1) 我国分拆上市相关政策

在欧美成熟资本市场,企业分拆子公司或在某些业务板块上市的情况非常普遍,2019年年底我国分拆上市新规出台之前,我国境内很少有上市公司将其旗下子公司或优质业务板块分拆在境内上市的案例,特别是A股企业分拆在A股上市的成功案例几乎没有。我国上市公司的分拆上市始于2000年,但最初路径比较简单,国内很多上市公司都选择了分拆子公司或业务板块在港交所或海外上市,境外分拆上市比较灵活,门槛相对较低。

2019年1月,《关于在上海证券交易所设立科创板并试点注册制的实施意见》在中国证监会出台。2019年12月,中国证监会出台并实施《上市公司分拆所属子公司境内上市试点若干规定》(以下简称《分拆规定》),境内公司分拆条件、信息披露要求和分拆流程被明确规定,为上市公司境内分拆所属子公司提供了政策支持。我国资本市场对分拆上市的关注度迅速增温。《分拆规则》明确限制了母公司的分拆比例,明确了母子公司的盈利能力和独立性,并明确了中介机构应确保母公司有足够资产支持其分拆上市的责任,可以在一定程度上减少圈钱等忽悠式分拆上市。2020年4月,《创业板改革并试点注册制总体实施方案》(以下简称《实施方案》)出台,创业板正式试点注册制。通过这一系列政策的发布,企业分拆上市境内可选择更多途径分拆上市,这使许多上市公司对分拆上市的热情和积极性高涨。自《分拆规定》发布以来,截止2022年底,有分拆上市意向的A股公司已有百余家。

企业分拆上市是一种新型的融资方式,这也是资产重组的重要方式。自1980年代以来,分拆上市出最早现在欧洲和美国一带,企业在发展过程中由于不断并购导致经营规模越来越大,面对过度扩张给公司带来的负面影响,欧美企业便开

始从公司的经营策略入手调整,从庞大的多元化经营模式向专业化经营模式精简改变,主要向以剥离为主的资本管理模式转变。分拆上市作为一种重要的收缩性资本管理的方式,可以给企业创造价值,也正好符合当时市场环境的需求。但分拆上市在中国资本市场发展时间较短,分拆上市对我国企业带来的影响还需要进一步研究。生益科技分拆上市为《分拆规定》落地后我国市场“A拆A”第一股,分析其分拆上市给母子公司带来的价值和其存在的问题能为后续准备分拆上市的公司提供一定的参考。

(2) 我国上市公司分拆上市现状

2019年12月,中国证监会发布《分拆规定》,明确出台了境内企业分拆上市的基本条件;2022年1月,证监会补充发布《上市公司分拆规则(试行)》,完善了在我国境内外分拆上市的规则,整合境内外分拆上市监管要求,进一步明确分拆条件和监管要求。自2019年底分拆上市新规发布以来,国内分拆上市(尤其“A拆A”,即A股公司拆分子公司在A股上市)公司数量出现暴发式增长,境内企业分拆上市迅速升温。我国资本市场分拆上市政策的发展变化见表1.1。

表 1.1 我国资本市场分拆上市政策发展变化

时间	政策	法规依据
2004-2010	“A拆A”暂不符合现行监管政策	证监会《审核问答指引》等
	“A拆境外上市”政策明确开放	67号文 ¹
2010-2018	“A拆A”窗口指导,个案开放,但只接受非控股子公司分拆到创业板上市,如中兴通讯分拆国民技术	参考67号文
	“A拆境外上市”政策明确开放,多家房地产企业分拆物业公司到港交所上市	67号文
2019年至今	“A拆A”政策明确开放,控股子公司可以分拆上市,子公司可以申请在所有板块上市。如生益科技分拆生益电子,厦门钨业分拆厦钨新能等。	27号文 ²
	“A拆境外上市”政策明确开放	67号文

数据来源:根据证监会相关政策整理

截止2022年10月,《分拆规定》已出台两年多,已有逾百家公司发布相关

¹ 67号文指2004年证监会发布的《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》;

² 27号文指证监会在2019年底发布的《上市公司分拆所属子公司境内上市试点若干规定》。

分拆计划，其中 20 余家 A 股企业也已成功在境内分拆上市。《分拆规定》发布之前，由于我国境内企业分拆上市没有政策支持，我国没有境内企业分拆在境内上市先例。在这之前，境内上市公司想要分拆上市，只能分拆子公司到香港联交所上市或美交所等境外交易所去上市。2021 年是资本市场分拆上市的分水岭，2019 年年底后，随着我国分拆上市的政策逐渐明确与落地，分拆上市案例逐渐增多，大型上市公司、知名国企等分拆上市的数量不断增加，审核速度不断加快，市场掀起了一轮分拆上市的热潮。

目前，2021 年以来，我国资本市场中上市公司分拆上市速度明显加快，其中占比最大的为“A 拆 A”，目前，分拆上市已慢慢成为我国 A 股公司拓宽融资渠道、收缩经营资产、释放核心业务潜力的重要方式之一，我国市场中甚至有一些上市公司筹划将旗下多个业务板块分拆至资本市场上市。据初步统计，截至 2022 年 10 月，已有近 30 家上市公司计划在 2022 年将旗下优质业务板块或控股子公司拆分至境内上市，仅 2022 年 9 月以来，就有 6 家公司宣布将子公司分拆上市，包括深圳华强、方大集团、诚志科技、科达制造等。对于“A 拆 A”活跃的原因，主要得益于国内相关制度不断完善和资本市场企业多元化经营规模不断扩张和成熟的市场需求现状。

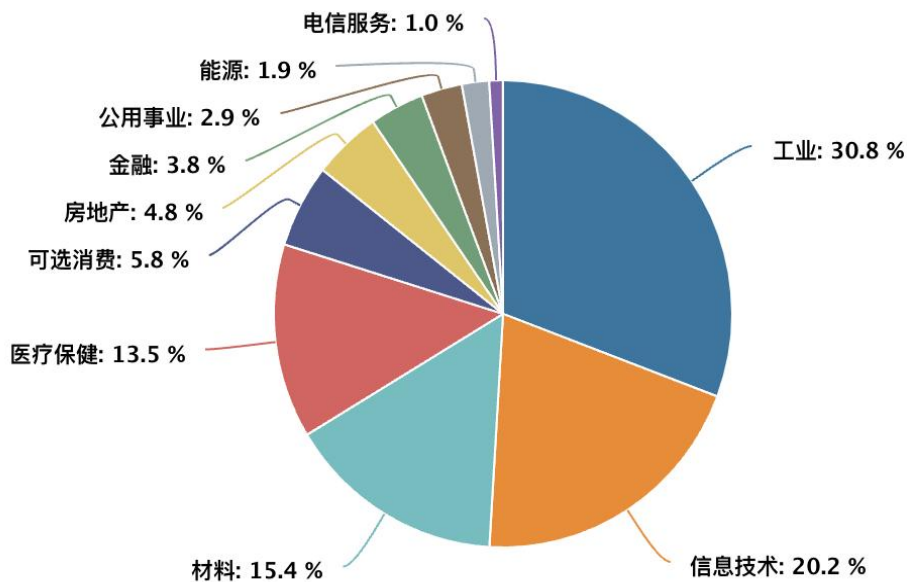


图1.1 分拆上市权重分布

图片来源：Wind 数据库

从分拆上市的公司来看,分拆上市企业大多聚焦于新兴经济,如图 1.1 所示,在行业分布来看,母公司所在分拆上市企业大多为工业领域、制造业的上市公司,进一步细分来看,这其中新材料、新能源、半导体、生物医药、信息技术等新兴热门行业占主要地位。此外,这些企业大多数市值集中在 400 亿以下(见表 1.4),超 9 成为主板企业,主营业务科创属性较强,这也与国家政策支持的理念不谋而合。

表 1.2 分拆上市新规发布后我国分拆上市公司

母公司代码	证券简称	子公司代码	证券简称	板块	分拆上市时间
002396.SZ	星网锐捷	301165.SZ	锐捷网络	创业板	2022.11.21
000521.SZ	长虹美菱	835892.BJ	中科美菱	主板	2022.10.18
000002.SZ	万科 A	02602.HK	万物云	主板	2022.9.29
002091.SZ	江苏国泰	301238.SZ	瑞泰新材	创业板	2022.6.17
002402.SZ	和而泰	001270.SZ	铖昌科技	创业板	2022.6.6
002152.SZ	广电运通	301153.SZ	中科江南	创业板	2022.5.18
600167.SH	联美控股	301102.SZ	兆讯传媒	创业板	2022.3.28
002008.SZ	大族激光	301200.SZ	大族数控	创业板	2022.2.28
002007.SZ	华兰生物	301207.SZ	华兰疫苗	创业板	2022.2.18
000630.SZ	钢陵有色	301217.SZ	铜冠铜箔	创业板	2022.1.27
JKS.N	晶科能源控股	688223.sh	晶科能源	科创板	2022.1.26
002353.SZ	杰瑞股份	301158.SZ	德石股份	创业板	2022.1.17
600704.SH	物产中大	603071.SH	物产环能	主板	2021.12.16
600739.SH	辽宁成大	688739.SH	成大生物	科创板	2021.10.28
002004.SZ	华邦健康	301069.SZ	凯盛新材	创业板	2021.9.27
601766.SH	中国中车	688187.sh	时代电气	科创板	2021.9.7
600549.SH	厦门钨业	688778.SH	厦钨新能	科创板	2021.8.5
000039.SZ	中集集团	301039.SZ	中集车辆	创业板	2021.7.08
1066.HK	威高股份	688161.SH	威高骨科	科创板	2021.6.30
000661.SZ	长春高新	688276.SH	百克生物	科创板	2021.6.25
601186.SH	中国铁建	688425.SH	铁建重工	科创板	2021.6.22
601727.SH	上海电气	688660.SH	电气风电	科创板	2021.5.19
600183.SH	生益科技	688183.SH	生益电子	科创板	2021.2.25
0819.HK	天能动力	688819.SH	天能股份	科创板	2021.1.18

数据来源:根据各公司官网公告整理

一般情况下,这些热门行业的企业发展往往有对资金有着很强的需求,要实现技术研发和后续发展需要投入大量的资金。通过选择分拆上市,公司便能融得

可供继续发展的大量资金，使公司实现跨越式发展。同时，分拆上市还可以帮助企业理顺组织架构，优化公司治理结构，帮助新兴企业走上精细化、专业化的发展道路。另一方面，投资者对热门行业的追捧，也使得这些热门板块分拆上市更加容易获得融资。

关于上市企业分拆上市板块的选择，从表 1.2 来看，目前已成功分拆上市的企业主要选择科创板、创业板成为分拆上市的主要场所，正在筹划分拆上市的企业也绝大部分选择拟在创业板或科创板上市。从 2022 年开始，一些公司也将目光投向了北交所。例如长虹美菱于 2022 年 10 月 18 日将中科美菱在北交所成功分拆上市。此外，还有数家公司披露拟将旗下子公司分拆至北交所上市。

随着 A 股多层次资本市场特别是创业板、科创板及北交所的逐步发展和完善，为投资者提供了良好的投资环境，这也是许多公司选择在这些板块上市的重要原因之一；其次，“双创板”成为分拆上市首选的另一个主要原因是科创板和创业板目前实施注册制，相较于在主板上市，“双创板”上市门槛更低，鼓励暂无盈利但极具成长性的子公司分拆上市，对于母公司来说可以有效推进子公司发展，同时，多数在“双创”板块分拆上市的企业，享有更高的估值溢价，有益于集团整体估值的提升。

自《分拆规定》落地以来，百余家企业筹划分拆上市，分拆上市股表现究竟如何？据 Wind 数据显示，以公开披露拟分拆子公司上市的部分企业作为样本编制的万得分拆上市概念指数(8841242.WI)自 2021 年以来，较大盘超额收益明显。

表 1.3 Wind 指数收益率

指数名称	累计收益率				年化收益率		
	最新	近 3 月	近 6 月	近 1 年	近 3 年	近 5 年	近 10 年
分拆上市指数	-0.82%	5.85%	-6.65%	-15.27%	9.16%	8.90%	8.90%
万得蓝筹 280	-0.72%	-3.00%	-11.08%	-21.2...	3.48%	3.15%	10.28%
万得全 A	-0.72%	2.69%	-8.07%	-15.27%	7.42%	2.45%	12.36%
万得双创	-1.37%	7.89%	-9.70%	-20.2...	15.85%	6.06%	20.84%

图片来源：Wind 数据

以《分拆规定》颁布时间为基准，从累计收益率来看，见表 1.3，截止 2022 年 10 月底，综合来看，分拆上市股累计收益率平均较万得全 A（万得全 A 由京

沪深三地交易所全部 A 股组成) 和万得双创 (万得双创指数由深圳证券交易所、上海证券交易所上市的科创板和创业板股票组成) 高, 跑赢万得全 A 和双创股。

从 PE(TTM) 和总市值来看, 见表 1.4, 已上市的 23 家企业中, 90% 的子公司 PE(TTM) 高于母公司, 大部分企业相对收益跑赢母公司。从市值来看, 大约 50% 的企业总市值达到母公司市值一半以上。其中锐捷网络、瑞泰新材、晶科能源、凯盛新材、天能股份五家公司市值已超过母公司。

表 1.4 分拆上市公司 PE (TTM) 和总市值

母公司代码	证券简称	PE (TTM)	总市值	子公司代码	证券简称	PE (TTM)	总市值
002396.SZ	星网锐捷	19.48	120.04	301165.SZ	锐捷网络	37.01	208.12
000521.SZ	长虹美菱	30.59	46.45	835892.BJ	中科美菱	24.61	13.63
000002.SZ	万科 A	8.01	1833	02602.HK	万物云	21.24	459
002091.SZ	江苏国泰	7.89	146.32	301238.SZ	瑞泰新材	22.05	195.80
002402.SZ	和而泰	32.54	145.47	001270.SZ	铖昌科技	73.85	130.93
002152.SZ	广电运通	26.04	230.71	301153.SZ	中科江南	51.40	100.98
600167.SH	联美控股	15.75	149.19	301102.SZ	兆讯传媒	31.72	66.96
002008.SZ	大族激光	19.00	286.37	301200.SZ	大族数控	28.47	184.38
002007.SZ	华兰生物	29.31	333.86	301207.SZ	华兰疫苗	31.79	189.92
000630.SZ	钢陵有色	12.40	311.59	301217.SZ	铜冠铜箔	34.56	107.69
JKS.N	晶科能源 控股	95.18	185.89	688223.SH	晶科能源	84.06	1762.00
002353.SZ	杰瑞股份	18.20	352.14	301158.SZ	德石股份	34.01	26.62
600704.SH	物产中大	5.76	230.13	603071.SH	物产环能	9.03	99.09
600739.SH	辽宁成大	13.52	199.02	688739.SH	成大生物	21.51	140.43
002004.SZ	华邦健康	12.45	107.91	301069.SZ	凯盛新材	51.38	123.58
601766.SH	中国中车	15.30	1510.0	688187.SH	时代电气	31.14	830.58
600549.SH	厦门钨业	22.00	328.09	688778.SH	厦钨新能	26.63	270.41
000039.SZ	中集集团	39.47	388.26	301039.SZ	中集车辆	22.20	172.10
1066.HK	威高股份	16.40	491.80	688161.SH	威高骨科	35.01	223.44
000661.SZ	长春高新	16.88	688.02	688276.SH	百克生物	129.24	287.34
601186.SH	中国铁建	3.81	975.01	688425.SH	铁建重工	11.53	212.81
601727.SH	上海电气	亏损	635.66	688660.SH	电气风电	254.44	87.73
600183.SH	生益科技	19.53	329.44	688183.SH	生益电子	26.53	84.26
0819.HK	天能动力	5.67	95.50	688819.SH	天能股份	22.27	384.95

数据来源: 新浪财经

我国境内分拆上市政策让许多企业跃跃欲试, 据不完全统计, 自《分拆规定》出台以来, 除了已经分拆上市的 24 家公司之外, 还有约百家公司 (主要是 A 股上

市公司)有意向在境内市场分拆上市。事实上,虽然分拆上市热度很高,但分拆上市并非易事,分拆上市也并非如已成功分拆的企业一样一帆风顺,上市公司披露分拆上市预案后中途终止或暂停分拆的情况也不在少数。自《分拆规定》发布以来据统计,截至2022年11月17日,已有15家上市公司终止分拆上市。2022年11月16日,比亚迪分拆子公司比亚迪半导体上市终止,引发市场关注。在这一年里,其他分拆失败的案例也不在少数,如浙数文化宣告终止对岭南股份的分拆、浙报融媒体宣布终止对恒润集团的分拆、天士力也宣布终止对天士力生物的分拆。终止分拆上市的原因也有所差异,包括公司战略调整、暂不满足《上市公司分拆规则(试行)》中的规定条件、母公司业绩不达标、子公司成熟度不够等。此外,终止分拆的公司中,6家公司表示达到分拆条件时,将重新启动分拆上市,已有公司正在推进中。

分拆上市公司的业绩也并非如整体来看那么理想,从二级市场成绩看,分拆上市股表现不一。在2022年,一些公司分拆上市后,股票就被市场投资者看好,股价一路上涨,但也有公司分拆上市后上市并不被资本市场所看好,首日就破发。总结来看,分拆上市母公司属于行业优秀企业的,由于其本身资源比较充裕,发展前景好,投资者会给予更多关注,分拆上市可以达到“1+1>2”的效果。但是,对于普通企业来说经营基础不够扎实、发展前景不够明晰的,分拆上市并不是最好的选择,分拆上市后二级市场会出现对其股褒贬不一的评价,导致市场股价表现不够理想。分拆上市虽然可以增加企业现金流、扩宽融资渠道及有利于提升公司竞争力,但企业应根据自身条件谨慎进行分拆上市,切不可盲目跟风。

1.1.2 研究意义

分拆上市是冷静地体现企业扩张和过度并购后资本收缩运作的重要方式,帮助企业减少过度扩张和并购带来的负面协同效应。在“互联网+”的大背景下,对于众多多元化发展的大集团来说,分拆上市可帮助旗下优质子公司获得强大现金流的支持。有助于企业优化资源配置、聚焦核心业务、缩小经营边界,上市公司通过分拆上市实现了部分资产的二次证券化,结合注册低门槛为优势板块配置了专用的资金平台和多元化的融资渠道,企业的这一操作,使母子公司资产配置更加精准高效,提高市场估值。

本文选取的案例公司——生益科技分拆生益电子至科创板上市，具有一定代表性。生益电子是分拆上市新规落地以来，首家 A 股分拆在 A 股上市成功的公司，对准备分拆在 A 股上市的企业有一定的借鉴价值。另一方面，案例公司是并购后再分拆的一个例子，案例公司的成功分拆上市给了并购整合一个更积极的暗示。注册制下优质上市公司并购重组的边界将进一步打开。

1.2 国内外文献综述

1.2.1 分拆上市动因研究

此部分主要从微观层面（即公司内部动因）展开分析。

（1）企业市值溢价驱动

由于信息不对称，导致多元化上市公司的市值通常被低估，而解决市值被低估的有效措施正是分拆上市。Nanda（1991）提出的市场信号假设认为：由于存在公司价值被低估的情况，企业利用分拆上市的方式首次公开发行股票，向市场投资者传递公司价值被低估的信号。Comment 和 Jarrell（1995）认为：公司分拆上市会使股东财富增加，他们通过研究美国市场中 1978 年到 1989 年分拆上市公司的表现，发现分拆上市后相应公司的业务更加集中化和专业化，上市公司的财富也在分拆上市后增加了；林旭东、聂永华（2009）通过从不同视角研究分拆上市动因，认为从分拆上市的经济动因来看，公司在公告分拆信息后取得的超额收益能用不对称信息假说很好地解释，而分拆上市使母子公司经营绩效得到改善，用分离收益假说解释更有说服力。贺丹（2009）认为，上市公司的估值往往受到信息不对称因素的不利影响，分拆上市可以有效解决公司股价被不合理估值的风险。

对于一个庞大的集团上市公司，向外部投资者披露信息的成本高于专业化公司，或者即使公司已经充分披露了信息，但对于普通外部投资者来说，信息的可获得性和有效性是值得怀疑的。子公司分拆上市后，需要根据监管当局对上市公司的标准要求，及时、严格、定期地披露与其产业资产和业务经营相关的信息，可以有效解决信息不对称带来的市值被低估问题。当投资者获取分拆上市公司信息的成本大幅降低时，市场能够了解到的公司信息将在数量和质量上得到改善，

信息不对称将得到进一步遏制，从而至少弱化了之前被低估的程度，甚至在很大程度上能取得溢价收益。

（2）业务核心化战略需求驱动

虽然关于多元化和核心化有很多不同的争论和观点，但是通过大样本实证研究结果，在资本市场使用业务核心化战略的上市公司中市场溢价确实存在。Comment 和 Jarrell（1995）提出的核心化战略假说认为，分散化的公司业务将导致股权价值降低，而公司业务集中化将能获得更高的市场估值；肖爱晶和耿辉建（2019）认为，分拆上市有利于核心化战略的实施。目前市场上很多大公司都形成了业务繁杂、不易管理、经营及收益风险低的大企业集团。如果一个企业的核心业务发展不明确，只是不断追求业务规模的扩张化，这无疑会降低公司业务的核心竞争力，业务板块的不断增多反而会模糊企业的战略定位。而分拆上市不仅可以使企业摆脱这种大而全的企业业务带来的定位不明确问题，也能使公司管理更加有条理，而且企业的核心业务也能在经营中凸显出其优势；谢笋（2019）认为，将母公司的部分业务或资产剥离出来上市是分拆上市的主要特点，即重新组建一家新的股份公司。这种上市模式的主要优点是使母公司减轻了处理多种业务的重负，也使得公司优质业务板块得到更加专一的管理。拥有多个业务板块的上市公司分拆子公司或业务板块上市，是其实现企业业务核心化的重要途径，尤其当上市公司实际控制人想在其子公司或某业务板块继续拥有控制权，但又不希望内部资本市场融资有限导致资源配置效率很低时，分拆上市不仅可以利用资本市场的进行融资、强化治理机构和监管要求，聚焦核心化战略，还可以使资本市场投资者的预期、公司价值和股东财富得到提升。

（3）子公司投融资需求驱动

公开上市前，作为组成集团的一部分，子公司在抵押能力有限和信息不对称的现实情况下，其可被内部资本市场利用的外部融资能力有限，并且在此限度内，子公司还需要考虑融资所带来的资本成本问题，一般情况下，企业选择内部融资面临着一定程度的限制，内部可使用的资金有限，而外部融资（主要为债务融资）资本成本过高。关于该选择哪种融资方式的问题，Harris 和 Raviv（1996）指出，高管可从他们实际控制的企业资产中获得个人利益，因此相较于扶持子公司分拆上市，高管们更加倾向于将更多的资产控制在自己手中；在此研究的基础上，

McConnell 和 Allen (1998) 认为上市公司的高管们在公司管理上更倾向于建立自己的企业帝国, 一般情况下, 他们并不愿意通过分拆子公司或业务板块上市来减少他们自己实际控制的资产, 所以很明显他们是在母公司财务困难、急需资金发展时才选择分拆上市。换言之, 分拆上市是母公司高管们在无法获取支撑公司继续发展的情况下使用的一种融资方式, 显然, 母公司的高管是迫于无奈才放弃对子公司资产的完全控制权的; 钟炳贤 (2020) 通过对新能源企业分拆上市的动因及价值研究, 认为分拆上市可以分散企业经营风险、拓宽融资渠道, 因为相对于其他获取融资的方式, 分拆上市公开发行股票成本较低, 上市后在子公司发展需要资金时再融资也不失为一种很好的筹资方式。

分拆上市的优势是在不影响公司实际控制人控制权限的情况下, 向市场发行一定数量的新股, 就可以按照市场当前市盈率在资本市场筹集到一笔急用于公司发展的权益资本, 这对于一个同时面临外部融资资本成本高、内部融资有限和急需资金投入发展的子公司来说, 将给公司带来显著的正向价值。对一个发展相对良好的企业来说, 由于资本市场存在股权溢价情况, 从母公司角度分析, 实际上其列示在资产负债表中的长期股权投资在资本市场上对应着比其账面价值大的二级市场股票市值; 这些账面上的资产若使用公允价值来计量并不现实, 随时按照市场价值变现更不可能。因此, 分拆上市正好提供了一种解决此问题的方式, 而且成本只是将子公司的部分股权转让给市场投资者, 而且可以在不影响实际控制权的情况下转让, 这种控制资产减少带给实际控制人的成本或损失, 会被分拆上市的子公司的股票溢价所抵消, 不仅可以增加控制企业集团内部资本市场的流动性, 还可以为公司未来实现再融资需求提供了非常便捷的途径。

目前, 公司分拆上市的主要动因包括获取股价超额收益、实施企业核心化业务战略、满足母子公司融资需求三个方面。除以上三方面的主要原因外, 对公司管理层进行激励也是动因之一, 按照管理层激励理论, 分拆上市可以对公司管理层起到很好的激励作用。股权激励是一种容易操作的激励方式, 是解决企业代理问题、完善企业治理的常见选择, 还能降低分拆上市后子公司独立发展的风险与运营成本。Holmström 和 Tirole (1993) 认为一般的激励政策对公司管理层影响不明显, 股权激励能直接将管理层从公司获得的回报与经营绩效挂钩, 获得的回报鼓励管理层人员为公司获取更多的利益, 促进公司的发展。

1.2.2 分拆上市绩效研究

(1) 财务绩效

通过大量文献阅读总结发现,国内外学术界主要从短期绩效和长期绩效两个方面讨论分拆上市的价值创造效应。短期绩效主要研究分拆上市后资本市场的反应,选择宣布分拆意向前后数天内和子公司正式分拆上市后数天或数月内资本市场对母子公司的反应,长期绩效侧重于分析分拆上市前后5年(及5年以上)企业绩效的研究,对比分析母子公司在分拆上市独立发展后取得的绩效情况。而且从大量样本的研究结论来看,分拆上市确实为大多数公司创造了巨大的价值,至少在短期内使公司获得了超额收益。

学者 Schipper 和 Smith(1986)研究了美国 1963-1984 年间分拆上市的近 80 家公司,发现母公司在正式宣布分拆上市公告后,获得的累计超额收益平均为 1.83%,股价明显具有正效应,Hand 和 Skantz(1997)的研究却对这个结论有截然不同的观点,他们发现,在正式宣布子公司分拆上市后,公司股价在 5 日内的累计超额收益率为负;但是,这一观点被 Prezas, Tarimcilar 和 Vasudevan(2000)等学者在扩大研究的样本量后推翻,他们认为被分拆上市的子公司在短期内确实存在超额收益。关注公司分拆上市长期绩效的学者 Vihj(1999)深入研究了 1981-1995 年间分拆上市的 600 多个样本公司,发现子公司在分拆上市后的 3 年内,子公司取得的财务绩效不低于市场基准收益;王化成和程小可(2003)通过以期权理论为基础对 A 股上市公司同仁堂分拆同仁堂科技到香港联交所上市的研究,发现了分拆事件与母公司股价之间的关系,分拆能够为母公司股东财富带来显著的超额收益;Perotti 和 Rossetto(2007)则表示,分拆上市可通过资本市场帮助母公司获取关于子公司以独立实体存在于市场时的信息,有利于评估子公司的真实价值,在获知子公司的大概价值后,实际控制人可以继续保持对子公司控制权,或退出子公司;通过对康恩贝分拆左立药业股份有限公司上市的财务效应分析,念延辉(2013)认为左立药业上市可以给母公司和子公司带来正的财务效应,但如果监管不力也会存在一些潜在的负的财务效应;通过对 2009-2011 年分拆上市在创业板的企业绩效进行分析评价,王新红和薛焕霞(2014)研究发现:相对于分拆上市前,上市公司分拆到创业板上市后经营业绩有所下滑,母公司自身经营绩效的改善与分拆上市没有明显联系,但是他们研

研究发现影响公司绩效的主要因素是其运营能力低下；Tam（2014）研究了企业分拆上市对财务效应的影响，认为分拆上市能很好地解决子公司的资金压力；史建军（2018）通过研究新浪分拆微博上市的案例，认为分拆上市给母子公司均创造了价值，在母子公司股价和财务方面均为企业创造了价值，尤其给子公司带来了显著超额收益；肖爱晶、耿辉建（2019）通过对企业分拆上市的动因及绩效进行研究认为：最有可能分拆成功的往往是优质的子公司或者业务板块，因为就算有公司侥幸分拆上市，因为本身没有优质的业务板块或子公司，显然最终在市场的考验下也无法长期存活，所以只有选择优质的资产进行分拆上市，才能保证分拆行为对母子公司均有利；美国学者 Owers 等（2021）对 2007-2017 年期间该国 249 家上市公司分拆公告信息宣布日前后的市场股价走向趋势研究发现，企业整体价值受到了分拆上市的影响；通过对辽宁成大分拆成大生物的案例分析，赵慧芬、卢继科（2021）认为分拆上市应该在符合公司发展战略的前提下进行，虽然分拆上市可以让公司在短时间内融到相对多的资金，也能使母公司和子公司专注于各自的业务领域，在市场中增强竞争力。从长期来看，分拆上市行为能给母子公司带来的价值不低于市场基准收益，但值得注意的是，上市企业不能将这种融资方式仅作为获利手段，要结合企业具体战略理智分析，看分拆上市是否符合公司的长期发展战略。

（2）非财务绩效

分拆上市具有很好的公司治理效应，包括外部公司治理效应和内部公司治理效应，公司通过提高信息披露的透明度和提升社会责任来完善外部公司治理，通过内部管理层激励措施来完善公司内部治理。

廖花等学者（2015）认为要促进证券市场的良性发展、保障中小股东权益，就要加强上市公司信息公开的透明度；杨姗姗（2020）通过研究证实了企业社会责任能够提高公司的财务绩效，而促使企业社会责任和财务绩效提高的必要条件是有效的公司治理。沈红波等学者（2020）认为公司的内部治理结构包括董事会、股东和管理层三个层面，治理机制就是在他们之间形成合理的激励与制衡机制。美国学者 Powell（2013）通过在众多美国上市公司中选取分拆上市样本研究发现，企业分拆上市手段在完善母子公司（尤其子公司）内部治理结构、促使管理者与企业股东利益更加协同上有显著作用。解维敏等学者（2013）分析发现公司

拥有完善的内部治理结构能够在一定程度上有效解决公司治理存在的一些问题，而分拆上市正是改善公司治理机构的一种重要方式，完善的公司治理机构也能使母子公司的绩效得到改善，上市企业的风险承担能力也随之提高。

本文将上述文献梳理得到的观点加以整合得到影响公司治理的重要因素：信息披露、管理层激励和企业社会责任，企业可通过这些要素的组合发展来达到自己想要的公司治理效果。

1.2.3 文献述评

在欧美发达资本市场，公司分拆上市已非常普遍，有着足够多的典型案例可供实证分析或单个研究，而我国境内资本市场直到 2019 年年底分拆新规发布之前，分拆上市概念模糊不清，分拆上市的案例较少，大多研究分拆上市的文献侧重于分析单个案例，关于分拆上市多样本的实证研究文献非常少。

对于分拆动因的分析，主要动因有三个，即获取超额收益、实施核心化战略、满足公司融资需求，其他动因普遍是这三个动因的衍生和细分，如效益和业绩水平的提高、融资平台的进一步拓展等。关于企业分拆上市的财务效应，国内外对分拆后市场反应和长短期绩效的研究普遍表明，分拆上市能为企业创造价值。

1.3 研究内容与研究方法

1.3.1 研究内容

本论文主要借助分拆上市新规落地以来我国资本市场中第一家境内企业分拆至境内上市的案例——生益科技，深入分析其分拆上市的主要动因，以及通过研究母子公司分拆上市前后续效的变化，分析分拆上市给母公司和子公司带来了哪些正向的效应，分析得出案例公司分拆上市后取得的绩效，并通过对案例的分析，提出对应的分拆上市建议。

1.3.2 研究方法

案例研究法：在阅读一定量国内外关于分拆上市的文献的基础上，总结国内

外学者关于分拆上市的研究现状，并通过文献阅读为论文找到新的研究方向，此外，选择具体的案例来研究分拆上市，是因为案例分析更直观，此外《分拆规定》出台两年多，选择具体案例分析更具借鉴性。

文献综述法：搜集并阅读学术界分拆上市的案例研究及理论研究，总结目前研究现状，为本文理论研究及案例研究提供研究基础。

综上，此论文使用案例研究法，在理论研究的基础上，再结合生益科技的相关公告与财报披露的相关资料，结合财务绩效分析、累计超额收益率分析法、非财务绩效分析等，分析生益科技的分拆动因与分拆上市前后的绩效变化情况，并结合案例公司当前所在行业特征和企业自身的实际情况，分析生益科技分拆动因及分拆对母子公司的绩效影响，总结得出生益科技在境内分拆上市的结论，提出相关分拆建议，为其他预分拆上市的公司提供参考。

2 相关概念及理论基础

2.1 分拆上市的概念

学者 Smith 和 Schipper (1986) 认为分拆上市是首次向市场公开发行人全部被母公司所持的子公司股份。这个概念没有强调母公司本身是否为己上市公司, 重点强调是母公司分拆出来单独上市的是旗下全资子公司; 学者 Vijh (1999) 认为分拆上市是母公司部分或全部地将子公司股票向市场投资者首次公开发行, 并且子公司为母公司完全所有。他的定义与 Schipper 和 Smith 的非常相似, 也主要强调母公司在资本市场首次公开发行的股票是母公司 100% 所持有的; Powers (2003) 认为分拆上市是母公司首次将子公司的部分股权在资本市场公开发行, 他没有强调子公司是否为母公司的全资子公司, 也未强调母公司是否为己上市公司; 我国学者贺丹 (2009) 认为, 分拆上市是上市公司分离出一部分资产或业务, 重组成一个股份有限公司, 在市场进行首次公开发行股票的行为。她强调分拆上市的主体是上市公司, 即狭义的分拆上市; 陈晞 (2010) 认为上市公司分拆上市是狭义的分拆上市, 是上市公司将旗下某个控股子公司或某个优质板块独立出来进行首次向市场投资者公开发行股票的行为, 而分拆上市还包括未上市公司进行分拆上市; 从学者们对分拆上市的定义来看, 广义与狭义的分拆上市, 主要是对进行分拆上市行为的母公司加以区分, 如果是上市公司分拆上市, 则为狭义的分拆上市, 如果其中还包括未上市公司的分拆上市, 则为广义上的分拆上市; 学者张诗华 (2013) 认为, 分拆上市是母公司按比例将所持子公司股份分给母公司的股东等人, 把子公司与母公司的经营权分开来的行为。张诗华并没有强调母公司是否为上市公司, 只强调母公司将子公司的经营权分离出来, 是广义的分拆上市; 李杲 (2017) 指出, 分拆上市是上市公司将旗下符合单独在资本市场发展要求的业务剥离出来上市并融资的过程。这一概念明确指出分拆上市是上市公司进行分拆, 是指狭义的分拆上市; 朱琳, 刘钟敏 (2021) 认为, 分拆上市是指公司通过设立子公司将集团业务独立出去发展的情况; 《分拆规定》则指出: “本规定所称分拆上市, 是指上市公司将本公司业务或资产, 以其直接或间接控制的子公司 (以下简称所属子公司) 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。¹

通过文献阅读发现,国内外学术界研究分拆上市主要立足于广义上的分拆上市,主要观点为公司将旗下子公司或某个优质板块独立出来成立一个股份责任公司,很少强调母公司是否为上市公司。本文主要研究上市公司分拆上市,即狭义的分拆上市,指母公司将子公司或旗下某个优质业务板块的经营权在法律和组织上分割出来,资本市场上便存在两家独立的上市公司,这一新设的分拆公司公开发行人新股并上市就称为分拆上市。

2.2 理论基础

2.2.1 融资理论

根据 Allen 和 McConnell (1998) 提出的融资理论,企业选择分拆上市最主要的动机便是为公司日后的发展筹集资金,母公司或旗下子公司往往面临资金短缺的现状。相比于其他融资方式,如企业内部融资、债务融资等,利用分拆上市手段进行融资的优点在于:母公司可以在不影响其对子公司实际控制权的情况下,牺牲一部分股权的收益,筹得支持公司持续发展的资金。在企业发展的初期或母子公司需扩大经营规模时,有足够的资本支持是其进一步发展壮大的关键因素。母子公司资金短缺的问题不仅可以通过分拆上市来获得,市场中一些独角兽企业(如科技创新型企业)也可充分利用我国资本市场政策及具有高估值优势的科创板、创业板等进行直接上市融资,实现公司发展战略(钟智宇等,2021)。

一般情况下,子公司业务的快速发展只依靠母公司的资金支持很可能远远不够,分拆上市的最大好处就是使子公司拥有独立的融资平台,不再受母公司资金投入的限制,对子公司的发展有根本的改变;另一方面,通过转让子公司部分或全部股权,母公司也能从中获得一定的投资收益,从而在母公司现金流短缺的情境下也能帮助母公司解决资金压力。

2.2.2 业务核心化理论

¹ 上市公司分拆所属子公司境内上市试点若干规定 [EB/OL]. (2019-12-13) [2021-03-18]. http://www.csrc.gov.cn/pub/zjhpublic/zjh/201912/t20191213_367507.htm.

1995年, Comment 和 Jarrell (1995) 于提出了业务核心化理论。根据这一理论, 可以将母公司上下游板块或子公司、或与母公司关联度低的业务通过分拆的方式进行分离出来, 使母公司在主营业务上投入更多的资本集中发展。有的企业在发展过程中实现了大而全的多元化发展, 使各业务板块的风险得以分散, 但业务较为分散, 彭睿等人 (2020) 认为, 对于业务复杂又过于分散的公司来说, 分拆是一种实现业务核心化的手段, 有利于企业资源的优化配置, 提高公司核心业务在市场中的竞争力。

一般情况下, 通过分拆上市剥离出来的子公司或业务板块是母公司旗下较为优质或极具发展潜力的资产, 具有良好的发展前景, 因此, 将子公司通过分拆上市进入了一个独立发展的平台, 促进其快速发展, 同时为母公司减轻了业务管理的压力, 聚焦主营业务进行发展。所以, 符合市场分拆条件与公司发展战略的分拆上市可以更好地聚焦主业, 是母子公司实现“双赢”发展的有效办法。

2.2.3 股权激励理论

上市公司分拆子公司上市股权激励理论由 Holmstram 和 Tirole (1993 年) 提出, 他们指出: 分拆上市后, 由于子公司管理人员所持有的股份有上市流通的能力, 使公司经营情况将直接与管理层的利益挂钩, 子公司管理者将更加关注子公司的经营状况, 间接达到股权激励的作用。

要重新调整企业规模和组织结构, 母公司和子公司管理层在控制权限和控制范围上都发生了改变, 也对相应激励机制提供了可能, 上市公司通过分拆上市可实施这种激励机制, 保持对子公司管理层人员的约束和激励。

分拆上市前, 子公司或某优质业务板块取得的绩效只能通过母公司的整体业绩呈现出来, 子公司管理层人员对公司的做出的贡献并不能很好地在经营成果中得以体现。而分拆上市后, 子公司的经营状况则通过资本市场独立呈现出来, 子公司利用股权激励方案等将公司经营状况与管理层利益挂钩, 管理层人员自然也将朝着以实现企业价值最大化的目标来对公司进行经营管理。

3 生益科技分拆上市概况

3.1 生益科技所处行业发展现状

生益科技所属行业为电子元器件行业，是全球领先的覆铜板生产企业。覆铜板（覆铜箔层压板）是印制电路板（PCB）的核心材料，且仅用于印制电路板制造，相互依赖性强。覆铜板上游材料即生产原材料主要有铜箔和树脂以及电子玻纤布，覆铜板下游主要用来生产印制电路板，印制电路板应用范围很广，包括计算机、消费用电子、通信终端、汽车电子、工业控制、医疗仪器、航空航天、国防等等。

覆铜板原材料成本自 2020 年以来不断上涨。由于用于生产覆铜板的主要原材料电子铜箔的价格因铜价和铜箔加工费用的上涨持续抬高。由于我国新能源的快速发展，铜箔需求大幅增加，导致加工费用不断攀升。此外，锂电铜箔毛利率比电子铜箔高，铜箔生产商便扩大对锂电铜箔的生产，这使电子铜箔的产能严重降低。加之铜箔的扩产周期较长，短期内新增产能非常有限，导致铜箔价格进一步上涨，覆铜板行业内多家大公司也只能上调报价，目前原材料成本上涨是导致覆铜板价格上涨的主要原因。

表 3.1 5G 基建 PCB 市场规模预测

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
5G 基站建设数量(万)	13	60	65	65	120	125	112	94
单站 PCB 价值(万元)	12	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2
市场规模 (亿元)	15.6	72	78	78	144	150	134.4	112.8

数据来源：工信部、湘财证券研究所、赛迪智库

在我国 5G 基础设施建设的推动下，服务器需求增加，推动互联网经济下行行业内需求的迅速增长，而覆铜板产品之一的高频高速板价值份额也随之提升。我国基建市场对 PCB 的需求预测见表 3.1，与相比与 4G 基站，市场对 5G 基建高频高速板的需求快速增长，对覆铜板需求不断增长。根据《2021 年通信业统计公报》，截止 2021 年末，全国 4G 基站数 590 万个，5G 基站数 142.5 万个，全年

新建大于 65 万个 5G 基站。

表 3.2 汽车 PCB 市场规模预测

年份	2019	2020	2021	2022E	2023E
新能源车销量 (万辆)	121	137	352	500	623
汽车总销量 (万辆)	2577	2531	2628	2750	2831
纯燃油车总销量 (万辆)	2456	2394	2276	2250	2208
新能源车单车 PCB 价值量 (元)	4540	4540	4540	4740	4740
纯燃油车单车 PCB 价值量 (元)	500	600	700	800	900
新能源车 PCB 价值 (亿元)	55	62	160	237	295
纯燃油车 PCB 价值 (亿元)	123	144	159	180	199
汽车 PCB 市场总价值 (亿元)	178	206	319	417	494

数据来源：中汽协、中国线路板交易网、智研咨询、华鑫证券研发部

根据《新能源汽车产业发展规划（2021-2035 年）》，汽车电子化水平在未来是必定会有明确的提升，新能源车的销量也将随之增长，智能化、网联化是全球汽车行业发展趋势，如表 3.2 所示，汽车电子化将贡献最大的 PCB 市场增量；此外，受益于企事业单位上云率等因素的大幅提升，我国的服务器市场也有望迎来蓬勃发展。

覆铜板应用广泛，行业市场规模不断扩张。生益科技在高频与高速覆铜板中低损耗方面的技术位列国内同行前列，具有优秀的综合实力。生益科技控股子公司生益电子，是其下游公司，生益电子主要研发、生产和销售印制电路板，这种电子元器件是电子信息产品最核心的组成部分。随着我国 5G 网络的建设、人工智能、云科技、大数据、物联网、共享经济等技术的出现和发展，PCB 作为“电子产品之母”，为电子产业链的发展提供了基础力量。

随着 2000 年后我国不断承接全球 PCB 业务，中国已经发展成为全球最大的 PCB 产地，而印制电路板行业是电子信息产品制造的基础。据 Prismark 的预估，2021 年全球 PCB 产值有望达到约 804.49 亿美元，在 2020 年基础上增长 23.4%。根据全球 PCB 产值在 2021 年的增长率，几乎有一半是因为市场中 PCB 平均价格

的提升所引起的，而且价格带来的增长率几乎是面积增长率的 2 倍，但是成本问题给全球 PCB 行业带来了潜在的利润压力，但从长期来看，全球 PCB 行业仍将会呈现出增长的趋势。

表 3.3 2021-2026 全球 PCB 产值复合增长率预测（产品类别）

产值复合增长率	纸基板	复合板	刚性双层板	多层板				微盲孔板	硅基板	柔性板	总计
				4层	6层	8~16层	18+				
美洲	0.0%	2.1%	1.6%	3.0%	2.6%	2.9%	2.6%	4.1%	6.8%	4.0%	3.0%
欧洲	0.4%	3.6%	1.9%	3.1%	3.2%	4.0%	4.8%	4.0%	6.8%	3.5%	3.0%
日本	-0.7%	0.4%	1.4%	1.1%	0.6%	2.7%	2.6%	2.7%	7.9%	2.3%	4.9%
中国	1.4%	2.9%	3.1%	2.6%	4.0%	5.3%	4.9%	5.3%	11.6%	5.1%	4.6%
亚洲	2.7%	4.0%	4.9%	4.3%	5.0%	4.7%	4.4%	4.7%	8.0%	3.3%	5.4%
总计	1.6%	2.9%	3.1%	2.8%	3.9%	4.9%	3.9%	4.9%	8.6%	4.1%	4.8%

数据来源 PrismaMark, 2021Q4 研究报告 注：表中亚洲指中国、日本外的其他亚洲国家

表 3.4 2021-2026 年全球 PCB 产值增长预测（应用领域）

产值单位：百万美元

应用领域	2020	2021 预估	2026 预测	2021~2026 复合增长率
计算机：PC	11,190	14,858	14,729	-0.2%
服务器/数据存储	5,876	7,812	12,574	10.0%
其他计算机	3,801	4,624	5,069	1.9%
手机	13,980	16,025	21,165	5.7%
有线基础设施	4,968	6,111	7,901	5.3%
无线基础设施	2,771	3,237	4,242	5.6%
其他消费电子	9,466	11,790	14,969	4.9%
汽车	6,507	8,192	11,770	7.5%
工业	2,563	3,196	3,816	3.6%
医疗	1,273	1,497	1,728	2.9%
军事/航空航天	2,824	3,109	3,596	3.0%
合计	65,218	80,449	101,559	4.8%

数据来源：前瞻经济网

随着下游市场的快速发展，我国印制电路板行业向高密度、高精度和更可靠

的方向发展，性能和生产效率随着技术的提高不断提升，以适应服务器、通信、新能源与智能驾驶、消费电子等领域的需要，企业投入在技术研发上的资金也将进一步增加。Prismark 对全球印制电路板增长预测数据详见表 3.3、3.4。

此外，我国在 2021 年 8 月，全国拉闸限电，2022 年 3 月以来，不少地区疫情卷土重来，多重原因导致正常上班时间骤减。PCB 原材料涨价，机器闲置，海外订单超时，资金压力随之而来，一方面收款难，另一方面，融资压力也很大，贷款融资困难重重。对在疫情封控区的工厂更是雪上加霜，除了生产受影响外，因受物流管控导致运输成本增加和部分出货延迟，带来的损失使企业不堪重负。

3.1.1 电路板行业的特征

周期性特征。印制电路板行业过去受计算机和消费电子市场需求的影响较大，但由于产品的覆盖面不断扩大，下游应用范围越来越广，使得印制电路板行业受单一行业影响较小，印制电路板行业的发展受宏观经济周期的影响较大。

季节性特征。印制电路板生产和销售几乎不受季节性的影响，由于下游电子终端产品在节假日消费大幅增加及下游客户会为即将到来的消费旺季提前备货，印制电路板企业生产及销售规模在下半年会普遍高于上半年。

地区性特征。在我国，因为华南沿海地区和华东地区经济发展水平较高，所以在这两大地区印制电路板制造业较集中。就全球市场来看，中国市场对各类型印制电路板产品需求都较旺盛，印制电路板行业整体表现出一定的地区性特征。

3.1.2 印制电路板主要产品的产业发展趋势

随着 5G 通讯、计算机、消费电子及汽车电子等下游迅速增长趋势的拉动，中国大陆以及全球 PCB 市场呈现稳步上升趋势。目前，应用终端正在朝着智能化、多功能化、轻薄化等方向发展，印制电路板产品的应用领域清晰可见，市场对拥有高技术含量的印制电路板需求不断增加。加上国家自 2015 年至 2020 年以来，出台了一系列大力扶持印制电路板行业的政策，为我国印制电路板行业的发展创造了非常良好的政策环境。PCB 产品主要运用在以下产业中：

通讯电子。通讯电子主要覆盖手机、路由器、基站、等多种产品。通讯电子产业在 5G 互联网的快速发展下迅速崛起。此外在中国市场，由于全球印制电路

板产能向大陆地区转移,以及下游电子终端产品制造业的飞速发展,据 Prisma 的预估,2023 年全球印制电路板产值将达到 422.19 亿美元,中国大陆 PCB 产值将占全球印制电路板产业总值的百分之五十四。

消费电子。近些年,消费电子行业的热点聚焦在平板电脑、AR、VR、可穿戴电子设备等上,随着消费者观念从物质型消费趋向品质型、服务型消费,我国消费者呈现出消费升级的趋势, AI 及智能家居等的市场需求拉升,具有创新性的消费电子出现在市场中,这些消费电子将逐渐渗透到日常生活的方方面面。

汽车电子。近年来,全球汽车产业逐步走向自动化,推动车用电路板需求持续上升,许多从事电路板制造的公司纷纷投入研发,抢占市场份额。PCB 产业目前已经形成以中国大陆为主的新产业格局。相对于其他地区市场,中国市场的表现较优,在未来几年中,中国印制电路板行业的产值增长将比其他地区更加突出。

随着 5G、大数据、人工智能、物联网、云计算等行业的快速发展,以及支撑产业的配套优势,中国 PCB 行业的市场份额将进一步提升。从产品结构来看,多层板和 IC 封装基板等高端产品的增长速度要明显高于普通单层板和双面板等常规产品。由于覆铜板是 PCB 上游产品,PCB 的应用涵盖了一系列行业,因此其销量的增长动力与 PCB 行业息息相关。覆铜板及印制电路板商业产业链见图 3.1。

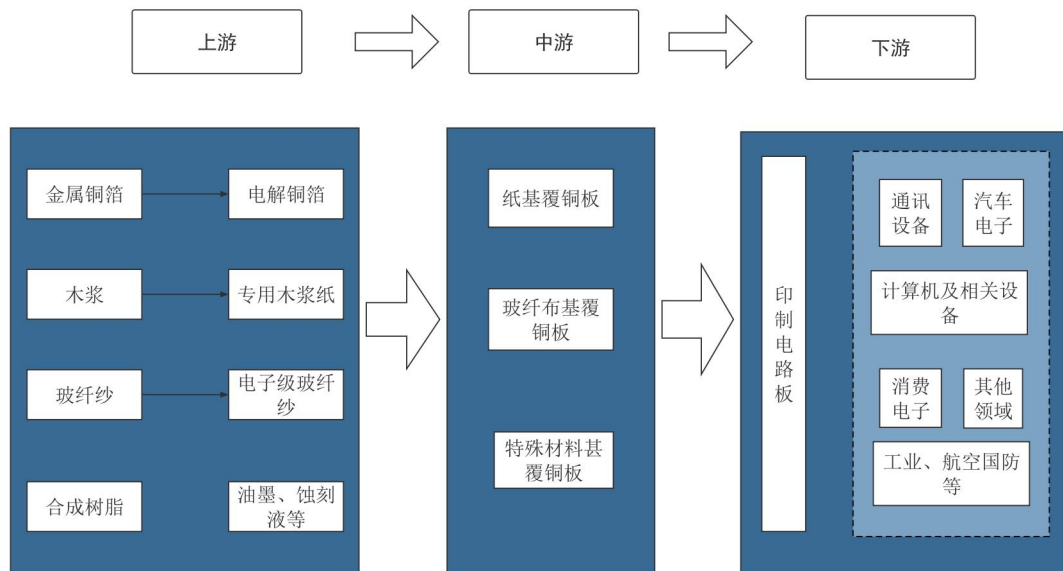


图 3.1 覆铜板产业链示意图

图片来源: 前瞻经济网

3.2 案例公司简介

3.2.1 母公司生益科技介绍

广东生益科技股份有限公司（股票代码：600183，全文简称生益科技）是我国覆铜板行业的龙头企业，市场份额占据全球第二，公司始于 1985 年，发展历程见图 3.2，公司组织架构见图 3.3。总部位于广东东莞，生益科技先后在咸阳、苏州、香港、台湾、常熟、南通和九江等地区建立全资子公司和控股子公司，公司集研发、生产、销售、服务为一体，拥有强大的研发实力和精细化管理能力，是全球电子电路基材核心供应商之一。

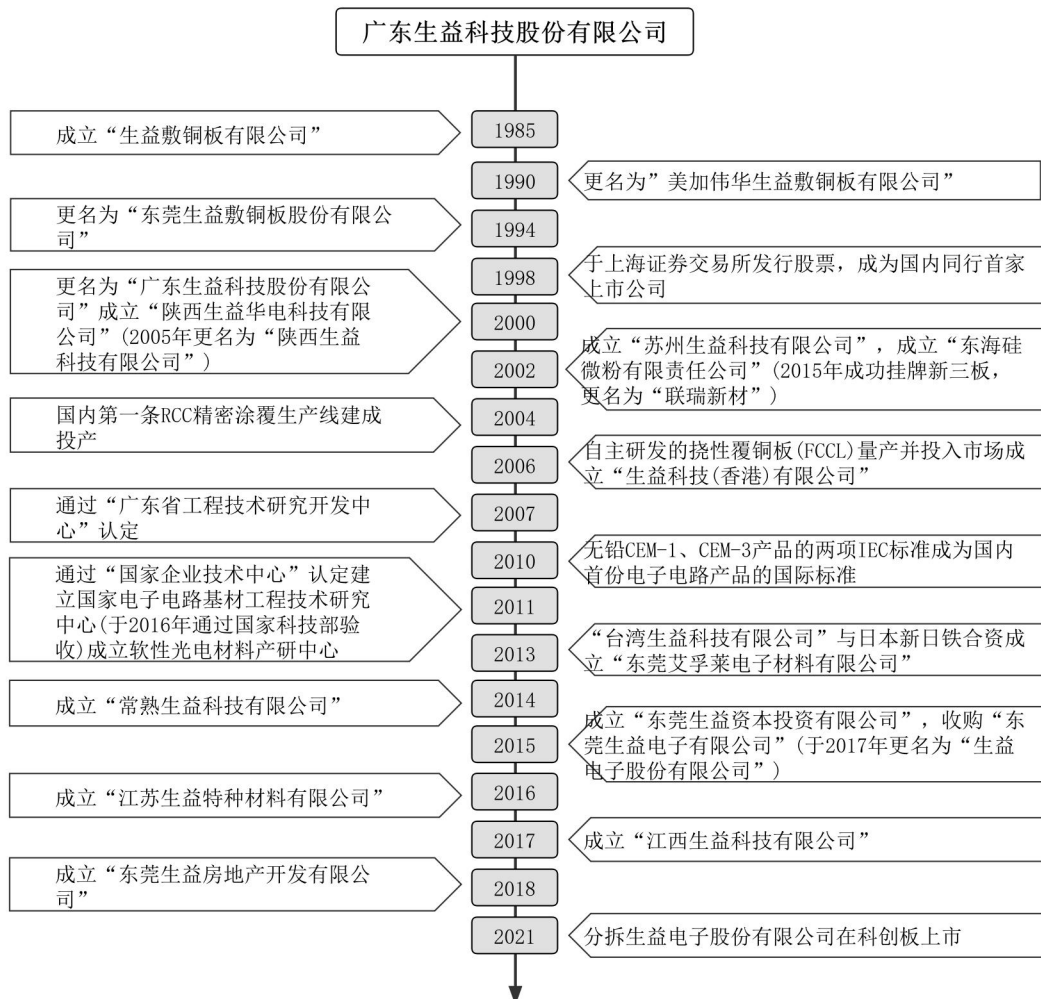


图 3.2 生益科技发展历程

数据来源：据生益科技官网信息整理

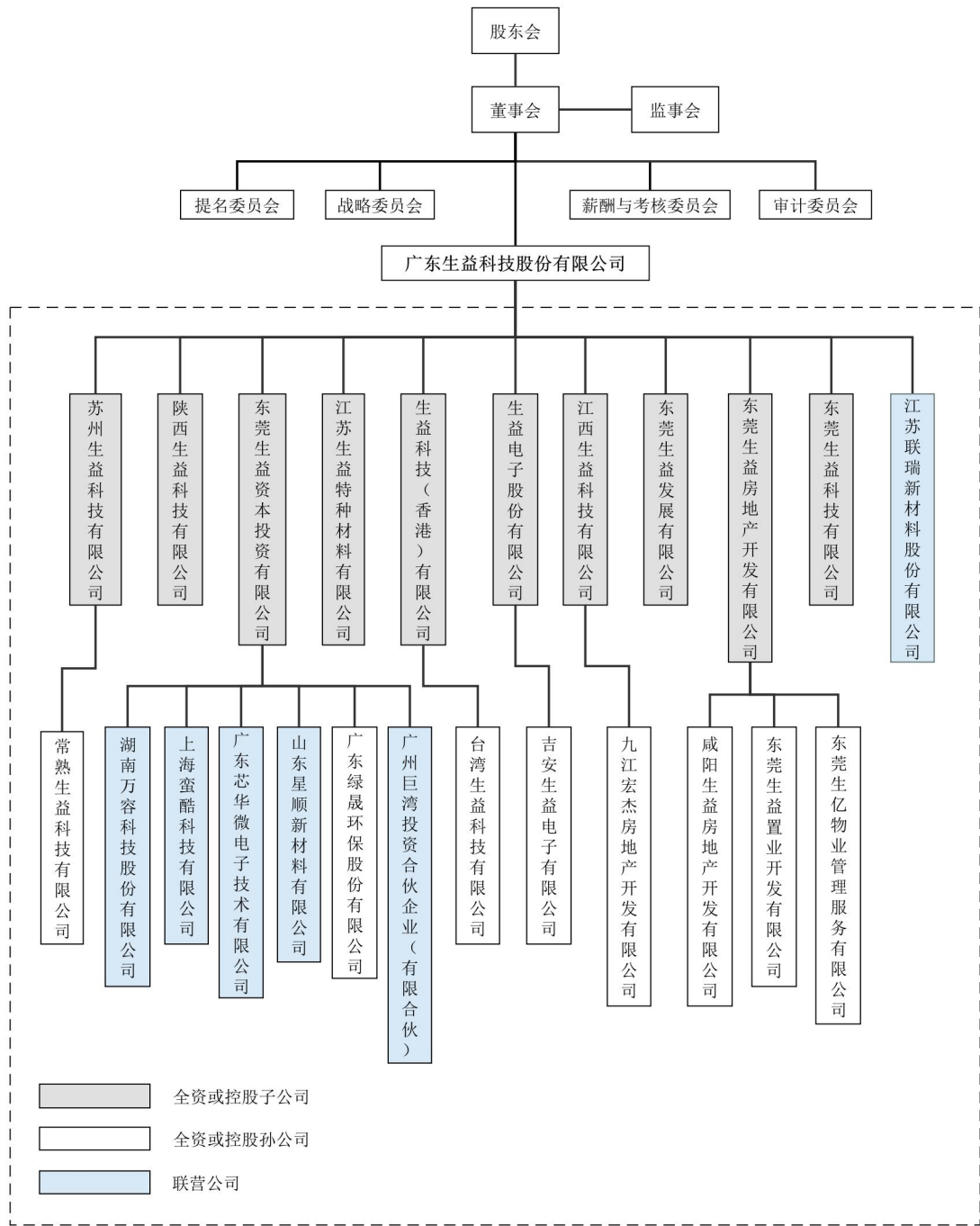


图 3.3 生益科技组织架构

数据来源：据生益科技官网信息整理

从建立公司以来，生益科技致力于研发、生产和销售覆铜板、粘结片和印制线路板等电子基材，以满足客户的需求。公司主要生产覆铜板和粘结片，同时也提供印制线路板服务。经过三十多年的发展壮大，生益科技生产覆铜板材料的产

量从年产 60 万平方米上升至 2021 年的 11543 万平方米。生益科技的产品具有显著的竞争优势，销售范围涵盖欧美、日韩及东南亚等多国。根据 PrismaMark 调研机构全球硬质覆铜板市场统计和排名，从 2013 年开始到如今，生益科技销售硬质覆铜板的总额长期排名全球第二，是覆铜板行业内领先企业。

3.2.2 子公司生益电子介绍

生益电子是聚焦通信类印制电路板的生产厂商，成立于 1985 年，成立之初便以研发、生产和销售各类 PCB 产品为主，主要为客户提供利用其核心技术生产满足客户需求的定制化 PCB 产品来获得合理的利润，产品销往国内外。目前是我国优秀的印制电路板生产厂商之一，生益电子发展历程见图 3.4。

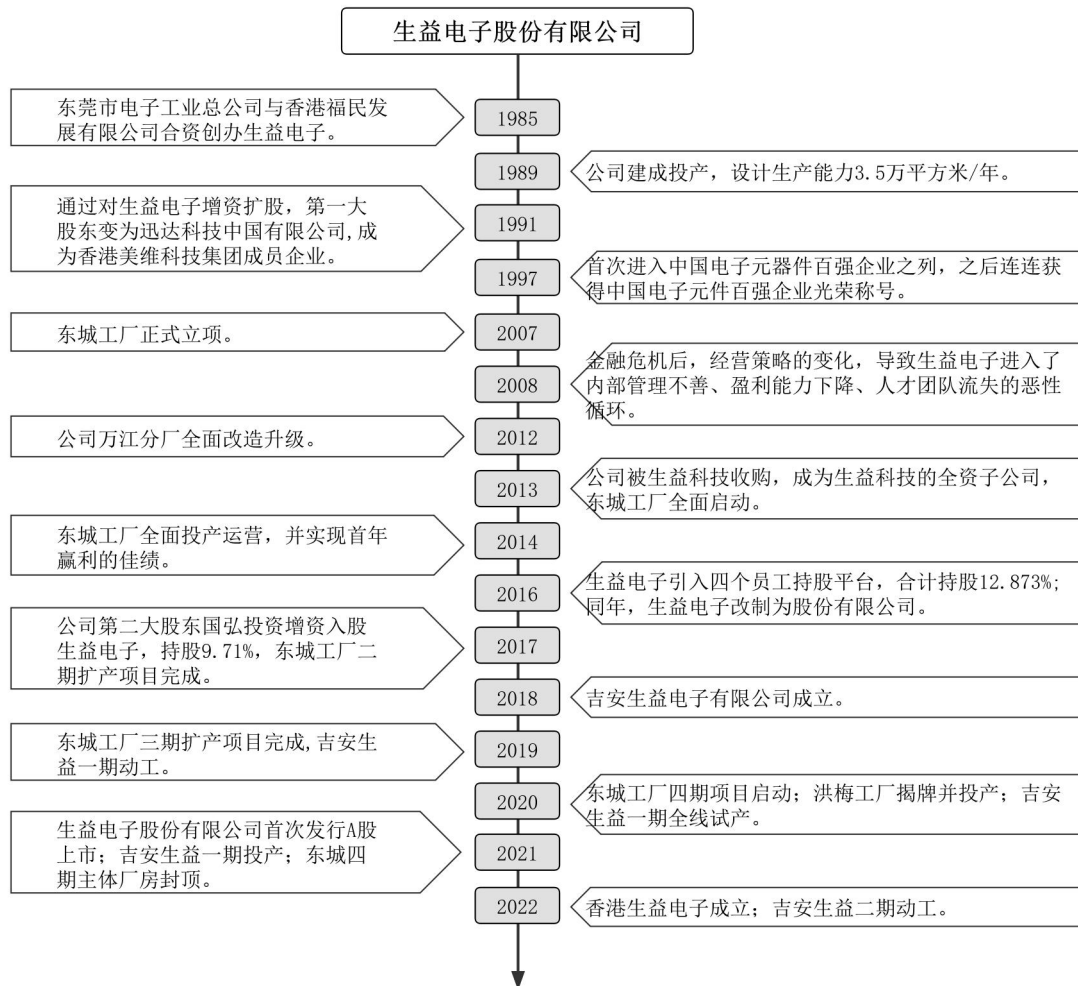


图 3.4 生益电子发展历程

数据来源：据生益科技官网信息整理

3.3 案例公司分拆上市过程

表 3.5 为生益科技分拆生益电子历程，根据生益科技 2019 年年报披露，生益电子贡献了生益科技约 1/4 的营业收入和净利润，近年来毛利率水平也高于生益科技平均水平，属于上市公司旗下较为优质的业务板块。随上市公司多年持续稳定的发展，对生益电子实施分拆上市，有利于更好地理顺业务架构、拓宽融资渠道、发挥专业化经营优势、获得更高估值等。生益科技从正式递交申请材料到获 IPO 注册同意，共历时 9 个多月，成功登陆上交所科创板。

表 3.5 生益科技（600183）分拆生益电子历程

时间	事项
2020 年 2 月 27 日	生益科技董事会通过分拆议案
2020 年 2 月 28 日	生益科技披露《分拆子公司上市的风险提示性公告》和《关于分拆所属子公司生益电子股份有限公司至科创板上市的预案》
2020 年 4 月 17 日	东莞证券及康达律所对生益科技进行分拆合规审查，出具核查意见及法律意见书
2020 年 5 月 28 日	生益电子科创板 IPO 申请获得上交所受理
2020 年 6 月 24 日	进入问询阶段
2020 年 10 月 16 日	生益电子科创板 IPO 申请成功过会
2020 年 12 月 9 日	生益电子科创板 IPO 提交注册
2020 年 1 月 5 日	生益电子股份有限公司注册生效
2021 年 2 月 25 日	生益电子正式登录科创板，股票代码为 688183.SH

数据来源：根据证监会等信息披露整理

3.4 分拆特点分析

分拆规定出台前，国内分拆上市的公司相对较少，主要是因为国内对分拆上市的政策较严格。随着拆分上市规则的出台和不断完善，国内分拆上市也成为很多境内企业直接融资及持续发展的一种选择。

生益科技分拆生益电子属于业务差异型分拆类型，即分拆上市后母子公司经营业务不一致，不存在两者在市场上相互竞争的现象。但由于生益电子是生益科技的下游企业，一般这种分拆后母公司与子公司之间的业务往往保持紧密的联系，呈现出相似业务的状态，《分拆规定》发布以来，目前国内市场越来越倾向于业务的精细化分拆，很多企业有意将旗下具有较好发展潜力的板块分拆上市。

4 生益科技分拆上市动因分析

4.1 外部动因分析

4.1.1 政策因素

2019年12月，证监会发布《分拆规定》，在这个政策出台后，我国境内许多大型多元化企业纷纷有意通过分拆上市的方式，将旗下子公司剥离进行上市独立发展，有些业务繁多的大企业甚至想将旗下多个业务板块分别分拆上市。此外，科创板和创业板注册制的试点应用，使公司分拆上市的门槛较之前上市变低，这也在一定程度上加快了我国境内公司分拆上市的速度。之前我国在核准制的实施过程中，平均15个月才能有一个企业上市，而注册制在“双创板”试点实施后，公司从受理到上市仅需7个月左右的时间，大大缩短了上市的时间。这也是很多分拆上市的公司选择在“双创板”而不是主板上市的最主要原因。在《分拆规定》出台两年多的时间内，我国境内已有20余家公司成功分拆上市。

此外，由于国际经济走势变化、中美贸易摩擦走势的不确定性及后疫情时代的经济发展情况，宏观环境可能会影响行业整体供需结构，给公司业务产生不良影响。加上公司所处行业技术不断成熟、产品应用进一步延伸、市场竞争愈发激烈等因素，可能带来产品盈利下降。公司需顺应行业发展趋势，不断吸收应用新技术，持续开发新产品、新工艺，提升产品竞争力，才能在不断发展的市场中不被淘汰。

4.1.2 技术更新迭代需求

生益电子产品按应用领域划分主要为通信设备板、网络设备板、计算机/服务器板、消费电子板、工控医疗板及其他板等；按照PCB结构划分大部分属于刚性板。在消费电子等领域的PCB生产技术上由于公司现有设备的配置以及产能规模限制而导致未在该领域做深入开展，而消费电子领域前景广阔，若不在此占领一定市场额度，无疑将会失去很大市场份额。另外在高端技术方面公司封装基板业务尚未完全开展。而国外封装基板等领域的PCB生产技术已发展成熟，从国

内可比上市公司来看，同行业公司深南电路等不仅聚焦通信领域，而且在封装基板以及软硬结合板领域均有所发展；同时沪电股份和崇达技术营业收入规模相对较大，产品类型相比发行人更加丰富。从技术水平方面来看，截至 2019 年末，在专利技术数量方面，深南电路、崇达技术已获发明专利分别为 357 项、244 项，而截至 2020 年末生益电子发明专利为 136 项，远少于同行业龙头企业。

印制电路板下游行业产业技术变革的影响。生益电子营业收入中，应用于通信设备、网络设备、计算机/服务器等领域的产品销售收入占比 80%以上。下游行业的高速发展往往伴随产业变革和技术创新，预计随着 5G 通信技术的应用，相关行业技术、产品性能的变化将对现有市场格局产生一定影响，具备较强研发实力并能够掌握新技术、新工艺的企业市场占有率将进一步提升。如果未来下游行业技术路线发生较大变化，公司的技术、生产能力无法满足相关行业客户新业务、新产品的要求。面对激烈的市场竞争和加剧的行业整合趋势，若未来公司不能根据行业发展趋势、客户需求变化、技术进步等因素进行技术和业务模式创新，公司将存在盈利下滑的风险，公司需要投入资金在这些领域和技术上有所突破，为未来发展奠定基础。

4.1.3 市场竞争加剧

目前，全球 PCB 行业集中度较低、生产厂商众多，受行业下游终端产品性能更新速度快、消费者偏好变化快等因素影响，该行业竞争日趋加剧，且生产厂商“大型化、集中化”趋势明显，拥有领先技术研发实力、高效批量供货能力及良好产品质量的大型 PCB 厂商不断积累竞争优势，扩大经营规模，增强盈利能力，而中小企业的市场竞争力则相对较弱。另一方面，PCB 行业发展至今，应用领域几乎涉及所有电子产品，主要包括通信、计算机、消费电子、汽车电子、航空航天、工控医疗等行业；从产品结构来看，当前 PCB 市场刚性板仍占主流地位，其次是柔性板，而 HDI 板和封装基板占比相对较低。随着电子电路行业技术的迅速发展，元器件集成功能日益广泛，电子产品对 PCB 的高密度化要求更为突出。未来五年，在数据处理中心驱动下，封装基板、多层板将增长迅速。生益电子在消费电子领域以及封装基板产品方面，因生产场地及产能受限，尚未深入开展，因此面对激烈的市场竞争和加剧的行业整合趋势，若未来公司不能根据行

业发展趋势、客户需求变化、技术进步等因素进行技术和业务模式创新，公司将面临严重的经营风险。

4.2 内部动因分析

分拆上市表面上是企业聚焦主业、主动缩小边界的方法，实际上是通过分拆上市政策和注册制进行上市，实现为公司融资，优化资源配置，有效提升资产质量，同时上市公司也通过分拆上市绑定了子公司的核心团队，解决了线性激励的问题；最后母公司的分拆运作，有助于资本市场对母公司的估值更准确，配置更高效。市场中有一种声音认为允许已上市公司继续分拆子公司二次证券化，会加剧 A 股市场资源分配不均。但经过实践检验证明，许多分拆子公司境外上市的上市公司在竞争力上获得了先发优势，进而提升了资产的整体质量，母子公司的股东均获得了投资回报。生益科技选择将其旗下具有稳定发展情景的印制线路板业务分拆上市，是公司战略发展的关键步骤。关于生益科技分拆生益电子的原因，下文进行详细分析。

4.2.1 实现灵活融资

生益科技以分拆子公司的方式获取足够的融资资金，支持企业进一步发展。分拆上市能够为生益电子拓宽融资渠道，分散经营和财务风险。从融资需要花费的资本成本分析来看，分拆子公司上市利用权益资本融资的成本较低，上市后在发展后期还可以再融资，能为企业的发展灵活提供资金，大大减轻母公司资金扶持的压力。分拆预案显示，通过分拆上市，生益科技将进行更合理的资源优化配置，益电子上市后将依靠科创板平台进行独立融资，投资于其研发、厂房等的建设和运营。

公司生益电子未上市前，为抓住市场机遇，主要围绕主营业务印制电路板进行扩张，并逐步加深业务布局，产销规模稳定提升，但受限于融资渠道，公司主要利用自身经营积累和银行间接融资实现自身发展，作为组成生益科技企业集团内部的一部分，在内外部信息不对称、抵押能力有限的情况下，生益科技集团内部资本市场能够被利用的融资能力是非常有限的，并且还需考虑融资的资本成本等问题。因此，配置效率降低也就在所难免。

4.2.2 激励子公司核心团队

在多元化经营的公司中，存在子公司业绩表现无法得到合理衡量的问题，根据股权激励理论，企业通过给予管理公司的员工部分股东权益，使其利益与企业股东相一致，从而使员工帮助企业实现长期稳定的发展。生益电子管理团队虽然通过持股平台认缴出资持股，但股票在其还没上市时并不能在资本市场中流转，股票对员工的价值无法体现，激励效果不理想甚至没有激励效果。

生益科技分拆上市后，子公司生益电子将在资本市场上独立运营，监管机构关于上市公司的管理规则也将对其管理有一定约束和要求，市场投资者也会根据其经营效果来判断投资与否，这也在无形中对生益电子形成了外部监督，使其管理者不得不提升管理意识。此时，母公司在其子公司分拆上市后，对子公司管理人员进行股权激励将能很好地调动人员的积极性，因为子公司股权的流动与公司以及管理层本身利益相挂钩，

使其不断带领公司做出最有利的决策，取得更优的绩效以及朝越来越好的方向经营，同时反过来也能留住管理层中的优秀人才，稳步增长企业绩效、提升公司运营效率及使企业价值达到最大化。同时在内外部同时监督下，子公司的监管机构也得以逐渐完善，为公司未来的发展运营提供了制度上的基础保证。

4.2.3 改善母子公司整体估值

生益科技分拆生益电子后，母子公司各业务更加突出，资本市场对其估值也将趋于合理。在资本市场，由于大型多元化集团公司业务复杂多样，再加上市场上存在信息不对称的情况，市场投资者往往很难评估其价值，导致公司市值很可能被低估，而长期专注于某一领域且成长能力较强的公司往往能获得更高的市场估值。如果上市公司将旗下具有高成长能力的资产剥离出来单独上市，在资本市场将得到更合理的估值，此外母子公司主营业务也将更加突出。对生益电子来说，分拆上市将使其拥有独立的融资平台，有独立的发展空间，将有更多资金投入厂房建设、研发投入中去，加上生益电子所处的 PCB 行业未来发展稳健，研发出领先于 PCB 行业头部的产品技术，生产和销售业务也将随之被带动，其投资价值也将被更多市场投资者看好，那么分拆上市也会使其获得更合理的估值。

随着子公司被分拆上市，相关规则要求公司需要按照上市公司标准将其经营有关的信息及资产信息进行严格、规范的及时披露，信息不对称带来的企业市值被低估的问题便能得到很好的解决。当外部市场投资者获取与分拆上市相关信息的成本大幅降低时，投资者知悉的有关信息的可信度提升，先前由于信息不对称引起的问题自然也能得到一定的改善，从而减小未分拆上市前市值被低估的情况。

4.2.4 提升母子公司核心竞争力

生益电子业务是母公司下游的分支，对母公司来说更加精细化，保持了母公司核心业务优势。分拆上市前，母子公司的主营业务存在一定的差异，母子公司属于上下游产业链上的企业。生益科技分拆预案显示，通过分拆，生益科技将更加专注于其主业覆铜板的研发、生产和销售；生益电子将在科创板平台进行独立融资，投资于自身印刷电路板的研发、生产和销售业务的发展，分拆后母子公司盈利能力和综合竞争力均将增强。生益电子招股说明书也显示，生益科技与其下属其他企业之间不存在经营相同业务的情形，生益科技和生益电子各自的核心业务在本次分拆上市后将更加清晰、更加突出，核心竞争力也将随之增强。

从招股说明书来看，生益电子规模逐渐壮大，每年的营收和净利润也不断增加，如表 4.1，生益电子营收和净利润在生益科技报表中的占比逐年不断增大，这也从一方面说明生益电子的业务发展能力逐年上升，业务规模逐渐增大，开始拥有独立发展的能力。生益科技对生益电子的管理成本也将持续增加，分拆上市在某种程度上也是母公司对自身经营的战略选择。

表 4.1 母子公司营业收入和净利润情况

指标	2020 年	2019 年	2018 年	2017 年
母公司营业收入(百万元)	14687.34	13241.09	11981.08	10749.90
子公司营业收入(百万元)	3633.5	3096.25	2053.52	1711.26
子公司营业收入占比	24.74%	23.38%	17.14%	15.92%
母公司净利润(百万元)	1800.2	1563.39	1064.96	1113.34
子公司净利润(百万元)	439.23	441.18	213.19	138.47
子公司净利润占比	24.40%	28.22%	20.02%	12.44%

数据来源：生益科技年报

根据核心化战略理论,生益电子上市后可以充分利用独立的平台在资本市场进行融资,在外部市场的监管下治理机制也得以完善,实施核心化战略,进一步提高公司在资本市场中的预期,进而提升公司价值和股东财富。此外,分拆一个优质业务板块后,生益科技也能在其主业覆铜板跟粘结片的研发、生产和销售上更投入、更专注。综上,在分拆上市后,母子公司均可更好地专注于自身业务,提升在行业中的核心竞争力,这对于母子公司均是有利的。

5 生益科技分拆上市前后绩效对比分析

5.1 财务绩效分析

生益科技于 2021 年 2 月 25 日正式分拆子公司生益电子在科创板上市,下文主要通过将其 2018 年、2019 年、2020 年 3 年的财务指标与其分拆上市后的 2021 年、2022 年 2 年的各项财务指标纵向对比分析,再将其每年财务指标的完成情况与电子元器件行业的平均值、良好值、优秀值横向对比分析得出母子公司在分拆上市后各自的绩效变化情况。

5.1.1 营运能力分析

营运能力是指企业的经营能力,即企业利用各项资产为公司赚取利润的能力,营运能力揭示了企业资产的质量状况。

(1) 资金使用情况分析

根据生益电子招股说明书,生益电子此次 IPO 计划融资 19.75 亿元,所筹资金按照轻重缓急顺序投资于表 5.1 所示项目。

表 5.1 生益电子筹集资金投资去向

单位:万元

序号	投入项目	投资总额 (万元)	募集资金投入 (万元)	实施主体
1	扩建东城四期工厂(主要为 5G 领域高速高密印制电路板扩建升级)	207,215.04	103,335.19	生益电子
2	多层印制电路板建设(吉安工厂二期)	127,927.12	63,786.54	吉安生益电子
3	研发中心建设项目	20,948.54	10,423.29	生益电子
4	补充运营资金项目	40,000.00	19,948.87	生益电子
	合计	396,090.70	197,493.89	

数据来源:根据生益电子招股说明书及相关公告整理

具体分类来看,约 52%的融资将用于生益电子东城工厂(四期)项目的扩建升

级，此项目主要以研发和生产应用在 5G 领域的高速高密印制电路板为主；约 32% 的资金被投资于吉安工厂多层印制电路板的建设项目中；此外，约 5% 的资金用于研发项目的建设上，剩余 10% 的融资将用于正常经营中。分拆之后，生益电子注销了分公司东莞洪梅分厂，用部分融到的资金及自有资金新设东莞洪梅生益电路有限公司，为其全资子公司。利用筹集的资金，生益电子优化了公司组织结构、提高了管理效率、降低了经营管理成本。这表明分拆上市解决了生益电子的资金困难的问题，给自身项目扩建及研发投入了发展资金，突破了研发及产能不足的状况。

(2) 公司营运能力分析

母公司生益科技在分拆过程中获得了超额收益，同时子公司也募集到了流动资金支持公司发展。对公司营运能力主要从下面如表所示的三个指标进行分析。由表 5.2 可见，电子元器件制造业的应收账款周转率、存货周转率几乎一直保持上升态势，说明电子元器件制造业行业的营运能力稳步增强。

表 5.2 2018-2022 年营运能力指标（资产质量状况）

指标		年份				
		2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年
应收账款周转率（次）	生益科技	3.26	3.14	3.10	3.94	3.16
	生益电子	3.91	3.96	3.91	3.78	3.41
	行业均值	1.80	2.7	2.7	3.9	4.2
	行业良好值	2.4	3.3	3.3	5.3	5.7
	行业优秀值	3.3	4.2	4.3	7.0	7.3
存货周转率（次）	生益科技	7.4	6.38	5.78	6.73	6.17
	生益电子	5.41	5.30	5.01	5.34	5.08
	行业均值	1.7	1.5	1.6	6.2	5.6
	行业良好值	4.4	4.1	4.2	7.2	7.5
	行业优秀值	6.5	6.2	6.3	10.3	9.8
总资产周转率（次）	生益科技	0.75	0.72	0.71	0.88	0.67
	生益电子	0.92	1.03	0.91	0.68	0.53
	行业均值	0.5	0.8	0.7	0.4	0.4
	行业良好值	0.7	1.0	0.9	0.8	0.8
	行业优秀值	0.9	1.2	1.1	1.0	1.1

数据来源：生益科技及生益电子 2017-2022 年年报、企业绩效评价标准值

生益科技在分拆上市前的3年内,应收账款周转率均在3.1以上,均高于行业平均值,处于行业良好值水平,2021年分拆子公司上市后,应收账款周转率较分拆前3年有所提升,但由于行业值也有所提升,分拆子公司上市后应收账款周转率几乎与行业均值持平,款项回收速度有所提升。生益电子未公开上市前3年应收账款周转率均在3.90以上,达到了行业优良水平,上市后则稍微有小幅度的下降,略低于行业平均水平,平均收账周期上市前后变化不大。综合分析来看,生益电子资金周转相对良好,公司营运资金正常运转。

由表5.2可见,分拆上市前,母子公司存货周转率在行业中均处于优良水平,分拆上市后,由于行业均值有较大幅度的提升,母公司的存货周转率略高于行业均值,子公司存货周转率低于行业均值。整体分析发现,生益电子存货周转率在上市前后浮动不大,而生益科技存货周转率有逐年缓慢下降的态势,这主要是因为随着公司逐年扩大覆铜板及印制电路板的生产量,存货数量增加,存货周转速度有所下降;此外,近几年由于生益科技不断对外扩张,且2020年之前华为一直是其第一大采购商,但自2020年开始,由于华为被美国限制了芯片供应量,加上我国5G基站建设差不多饱和,建设速度明显放慢,加上2020年疫情因素,很大程度上影响了生益科技主要产品覆铜板的销售,对存货周转速度有一定影响。此时在《分拆规定》政策的支持下选择将生益电子剥离出来上市,不仅母子公司市值被低估的状况能得到很好的缓解,母公司也能通过市场获得溢价,缓解存货销售放缓带来的资金压力。此外,生益电子独立上市后,市场对其的关注提升,在正常关联交易的范围内,母公司的覆铜板等产品流向生益电子,经加工后再销售出去,不仅可以帮助母公司减少库存积压,也能加速母公司存货周转效率。

再来分析总资产周转率,看其资产运营效率如何。从表中数据可看出,在分拆上市前,母公司总资产周转率与同行均值基本持平,上市后由于行业均值有所下降,生益科技资产的利用效率高于行业均值,企业资产经营质量及利用效率较好;生益电子总资产周转率上市后较上市前有明显下降,上市前处于行业优良水平,上市后虽然依然高于行业均值,但就企业本身来看,较上市前有多下降,表明其总资产的营运效率有所减弱,企业应促进挖掘潜力、积极创收、持续提高资产利用效率、提高市场占有率。

综合上述分析,本文认为生益科技和生益电子在疫情大环境的影响下,营运

状况相对稳定,原因在于生益科技分拆子公司上市后,整体市值的提升及子公司募集资金的投入使用,使其母子公司均能稳步扩充产能,升级产品,提高资产利用效率。

5.1.2 偿债能力分析

企业分拆上市是一种通过资本市场进行权益性融资的方式,其最主要的目的融资,吸收足够的外部投资来缓解公司面临的资金压力或者吸收资金为其研发扩产等做准备。生益电子于2021年2月25日正式在科创板上市,向市场投资者以每股12.42元的价格发行普通股,共筹资金19.75亿元,上市后公司借款收到的现金增长率翻倍。与此同时,公司可用于技术研发、厂房建设、日常经营等的资金大幅增加,很明显分拆上市筹集的资金在一定程度上缓解了母子公司持续发展升级面临的现金流紧缺问题。同时,生益科技分拆上市后继续掌握其控股权,分摊了其经营风险,使企业内外部信息不对称程度降低,实现了融资效应和提升了企业价值。

母子公司的偿债能力分为短期偿债能力与长期偿债能力两部分,论文分别使用流动比率、速动比率及资产负债率分析公司的偿债能力。如表5.3所示:

表 5.3 2018-2022 年母子公司流动比率、速动比率以及行业值

年份	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年
生益科技流动比率	1.87	1.69	1.79	1.7	1.99
生益电子流动比率	1.37	1.02	0.72	1.58	1.29
行业均值	-	-	-	-	-
生益科技速动比率	1.47	1.32	1.36	1.27	1.58
生益电子速动比率	0.96	0.73	0.49	1.3	1.06
行业均值	0.89	0.93	0.92	0.97	0.96
行业良好值	1.10	1.14	1.14	1.18	1.18
行业优秀值	1.14	1.19	1.18	1.23	1.22

数据来源:生益科技及生益电子2017-2022年年报、企业绩效评价标准值

通过对案例公司2018-2022年的流动比率分析可见,生益科技在未分拆上市之前短期偿债能力有逐年缓慢下降的趋势,偿债能力有逐渐减弱的趋势;分拆上

市后，其短期偿债能力有所增强，2022年增至5年中的最高值1.99，说明分拆上市后母公司偿债能力有所提升。生益电子短期偿债能力变化趋势与生益科技雷同，未上市前短期偿债能力逐年呈下降，说明其发展存在资金短缺问题，上市后短期偿债能力明显增强，说明分拆上市筹得的资金使其资金短缺状况有所改善。

再来分析速动比率，通过分析母子公司2018-2021年的速动比率，电子元器件制造业速动比率保持缓慢上升态势，变化范围较小，这表明电子元器件制造业整体的短期偿债能力在逐渐提高。生益科技上市前三年（2018-2020年）速动比率有下降趋势，但都高于行业均值，达到了行业优秀水平，说明其偿债能力较强；分拆上市后（2021-2022年）速动比率有所上升，短期偿债能力略优于分拆上市前的水平，偿债能力同样处于行业优秀水平。总体来看，分拆上市对生益科技短期偿债能力影响不显著，其偿债能力一直处于优秀水平，虽然应收账款及应收票据在速动资产中占比很大，但由于其下游主要是华为、三星、中兴等长期稳定的合作客户，应收账款等收回具有确定性，发生坏账的风险较低。生益电子未上市前（2018-2020年），2018年其速动比率略优于行业均值，2019-2020年，生益电子速动比率逐年下降，均低于行业均值，企业的短期偿债风险较大，也可看出其日常营运资金不足；生益电子上市后（2021-2022年第一季度）速动比率快速提升，迅速达到行业优良水平，说明上市融资带来的资金流对生益电子日常运营方面也起到了很大补充作用，其短期偿债能力迅速加强，财务风险降低。

表 5.4 2018-2022 年资产负债率及行业值（债务风险状况）

年份	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年
生益科技 (%)	40.12	26.49	27.10	30.92	29.63
生益电子 (%)	39.23	53.36	53.93	38.19	40.51
行业均值 (%)	59.5	59.0	58.6	58.3	58.0
行业良好值 (%)	54.5	54.0	53.6	53.3	53.0

数据来源：生益科技及生益电子 2017-2022 年年报、企业绩效评价标准值

对长期偿债能力的分析，本文用资产负债率来衡量，如表 5.4 数据所示，电子元器件制造业行业的资产负债率均值在 59%左右浮动，变化范围不大，比较稳定。生益科技的资产负债率在分拆上市前后均低于行业平均值，企业资产负债率基本保持在 30%左右，生益科技长期偿债能力优秀，从债权人角度来看，公司财

务风险很小，债务偿还有保障；从公司经营来看，企业举债经营占比较小，借入资金过少，在此基础处上，企业可通过借入债务投入研发、扩大生产规模，开拓市场，进一步增强企业活力，获取更高的利润。总体来看，分拆上市对生益科技长期偿债能力影响不大，其长期偿债能力较强且稳定。

生益电子在未上市前，即 2018-2020 年，资产负债率不断增高，可以看出其生产经营用到的资金来自于负债的占比在逐渐增大，在 2020 年达到 53.93%，虽与行业均值相比均低于均值，但可发现其经营发展所需资金只能来自于举债，显然这对其长期发展是不利的；在上市后，资产负债率明显降低，处于行业优良水平之上，显然生益电子利用上市所筹资金投资于技术研发、设备建设、日常运营等各方面，随着权益资本增多，负债占比自然缩小，致使资产负债率降低，生益电子可用以偿还债务的资金更有保障，长期偿债能力增强。

综合以上分析可得，生益科技长短期偿债能力上市前后均很优秀，财务风险较低；生益电子上市前，其偿债能力较弱，债务经营占比逐年上升，财务风险逐年增大，生益电子上市后，其短期偿债能力和长期偿债能力大大提升。较母公司生益科技来说，分拆上市对子公司短期偿债能力和长期偿债能力的影响更为明显。

结合 2021 年电子元器件行业发展情况来看，覆铜板价格大幅上涨、我国 5G 基站建设已基本饱和、疫情等因素的影响使市场对印制电路板的需求放缓，这让 PCB 行业中的企业正常运营面临多重困难，同行业几家电子元器件头部企业流动比率均有所下降。反观生益科技，2021 年其流动比率相比于分拆上市前趋于稳定，主要是因为子公司生益电子上市为其带来了超额收益，抵消了大环境带来的影响。由此得出，生益科技分拆上市得到了较为理想的融资效果，资金状况良好，但后期也需注意提高资金的使用效率。

5.1.3 盈利能力分析

对于生益科技分拆上市后的投资创收效益，此处选用财务指标销售利润率、净资产收益率和资本收益率来衡量。从表 5.5 数据可知，生益科技在上市前销售利润率处于行业优良水平，呈不断增长趋势，上市后销售利润率虽有回落趋势，但仍优于行业优秀值，说明生益科技销售获利能力较强；生益电子在上市前销售

利润率处于行业优良水平，上市后，其销售利润率只有上市前的大约一半，说明上市后其销售获利能力严重降低。当然，生益电子盈利能力在上市后降低与其行业大环境影响有一定关系，加上原材料大幅涨价，导致其利润率几乎减少了一半，进而导致其盈利能力降低。

表 5.5 2018-2022 年盈利能力指标

年份 指标		2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年
		销售（营业）利 润率（%）	生益科技	17.59	15.87	21.74
生益电子	11.96		16.64	15.26	7.86	6.99
行业均值	7.7		6.8	5.0	5.2	5.9
行业良好值	12.8		11.9	10.0	9.4	11.6
行业优秀值	17.1		16.2	14.4	13.9	17
净资产收益率 （%）	生益科技	20.96	15.13	18.86	22.46	16.17
	生益电子	15.94	28.56	26.04	9.60	6.40
	行业均值	3.7	4.0	5.2	4.8	6.2
	行业良好值	7.2	7.5	8.6	8.3	12
	行业优秀值	10.2	10.5	11.7	11.3	16.6
资本收益率（%）	生益科技	52.74	44.12	60.24	70.83	53.14
	生益电子	40.54	57.20	52.17	29.81	25.06
	行业均值	4.3	4.7	4.6	4.9	6.4
	行业良好值	7.5	7.9	7.8	8.1	9.6
	行业优秀值	11.2	11.6	11.5	11.8	13.3

数据来源：生益科技及生益电子 2017-2022 年年报、企业绩效评价标准值

在电子元器件制造业行业，净资产收益率波动较小，在 4%-6% 之间，说明此行业投资带来的收益相对比较稳定。生益科技在分拆子公司上市前后，净资产收益率均处于行业优良水平，2018-2019 年，其净资产收益率小幅下降，2020 年较 2019 年有所提升；在分拆子公司上市后，其净资产收益率较 2020 年有小幅下降趋势，整体来看，其盈利能力较为稳定，波动不大。生益电子在上市前净资产收益率均高于行业均值，且呈现先增长，后下降态势，上市后，其净资产收益率大幅下降，说明其所有者权益所获报酬降低，投资带来的净收益能力减弱，与上述对销售利润率的分析一样，收益能力降低主要是受到了原材料大幅涨价的影响。

再分析资本收益率，电子元器件制造业行业的资本收益率均值近五年来浮动较小，行业投入资本取得的收益稳定。生益科技分拆上市前后五年内资本收益率

基本保持在 50%-60%，盈利能力较稳定；生益电子资本收益率上市后较上市前的大幅下降，只有近上市前一半的值，表明生益电子盈利能力下降，远不如上市前，投资风险增大。但总体来看，母子公司资本收益率均远远高于行业均值，说明母子公司投入资本获取收益的能力还是较强的，也可说明企业投资的经济效益较好，投资风险较小。

总体来看，分拆上市对生益科技的投资创收效果影响不显著，但生益电子在上市后投资创收效应有所下降，这与电子元器件行业原材料上涨、其生益电子第一大采购商华为放缓 5G 设施建设、其本身投资建厂及研发以及疫情导致出口受到阻滞等皆有关系。但综合电子元器件整个行业来看，PCB 行业发展前景宽广，电子产品的更新换代以及汽车电子等的需求在未来是 PCB 产业发展的机遇，生益电子也将随着大环境稳步发展，创造理想的盈利。

5.1.4 成长能力分析

生益科技、生益电子及电子元器件制造业的成长能力指标具体如表 5.6 所示。对成长能力的分析，此处选用的财务指标是总资产增长率和营业增长率。

表 5.6 2018-2022 年成长能力指标（经营增长状况）

年份 指标		2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年
		总资产增长率(%)	生益科技	1.61	9.61	13.24
生益电子	7.41		60.65	16.75	48.79	7.18
行业均值	5.8		5.8	5.8	6.5	8.2
行业良好值	10.6		10.7	11.0	11.5	13.2
行业优秀值	17.5		18.5	20.0	19.4	21.5
营业增长率(%)	生益科技	9.29	2.23	9.50	48.55	-14.37
	生益电子	20.00	50.78	17.35	0	-3.23
	行业均值	7.7	6.0	8.3	9.8	20.5
	行业良好值	11.3	9.7	12.3	13.6	24.3
	行业优秀值	17.8	16.2	18.8	20.1	30.8

数据来源：生益科技及生益电子 2017-2022 年年报、企业绩效评价标准值

通过对母子公司数据分析，生益科技在 2018、2019、2020 三年的营业总收入分别为 720332.31 万元、736373.05 万元、806326.78 万元，2019 年在 2018

年基础上增长 2.23%，2020 年在 2019 年的基础上增长 9.5%，生益科技分拆上市后的 2021 年，由于本期覆铜板销售量增长及销售价格提升，致使其营业总收入有大幅提升，在 2020 年的基础上同期增长 48.55%，而 2022 年其营业总收入却在 2021 年的基础上有负增长，主要原因是自生益科技经历了 2020 年 8 月到 2021 年 8 月整整十二个月的旺季后，从 2021 年底开始，市场需求开始回落，叠加芯片、其它事件等因素影响，2022 年初以来市场形势不容乐观，除服务器、新能源汽车和能源类订单较好之外，其他市场需求并不乐观，而且价格竞争激烈。此外，受地缘政治影响，大宗商品价格偏高，加上美元升值，原材料成本下降空间微薄。同行新增产能在年中集中释放等等，公司只能积极采取降价手段抢单，致使 2022 年其营业总收入大幅出现负增长。

生益电子营业增长率在四年中波动幅度也很大，在未上市前处于行业优秀水平，甚至高于行业优秀水平，每年都有不同程度的增长。上市后出现零增长甚至负增长态势，主要原因为 2021 年内，由于生益电子通信设备、网络设备等应用领域的产品需求受到宏观经济环境、所在产业政策等因素的影响，部分客户整体需求延后，公司适时调整部分产品结构，产品平均单价与上年同比有所下降，同时，大宗物料价格上涨，有色金属价格处于高位，使公司原材料成本上升，致使公司营业收入本期比上年同期基本持平。而 2022 年地缘政治震荡引发全球能源成本上涨，贸易保护主义持续扩大等导致整体经济下行，加上 2021 年全球疫情形势仍然非常严峻，外部市场环境存在很大的不确定性。在下游端，面对 5G 通讯设备建设周期放缓、通讯类客户需求减少等诸多不利因素，加上芯片供应紧张等，面对外部环境的诸多挑战，2022 年生益电子生产及销售印制电路板产量较上年减少，导致生益电子营收减少，2022 年生益电子实现营业收入 35.16 亿元，比上年同期下降 3.23%。可见，其发展前景暂时不是很明朗，急需其根据大环境变化采取相应措施，开拓下游客户和应用领域，寻找新的增长点。

再分析企业总资产增长率，通过表 5.6 的数据分析，电子元器件制造业行业总资产增长率相当稳定，持续保持在 6%左右，说明电子元器件行业发展性高，能保持资产的稳定增长。生益科技 2018 年资产几乎较上年没有增长，低于行业增长均值，2019-2020 年，资产增长达到了行业良好水平，分拆子公司上市后，2021 年生益科技总资产增长率远大于未分拆前，且高于行业优秀值，从资产负

债表数据可看出, 2021 年生益科技流动资产中, 见表 5.7, 应收票据及应收账款增长 27.11%、存货较上年增长 27.98%, 流动资产较上年增长 21.67%; 非流动资产中: 长期股权投资比上年增长 28.78%、固定资产增长 18.42%、其他非流动资产增长 1102.93%, 非流动资产较上年共增长 26.63%。总资产增长主要是因为经历新冠疫情后, 随着 2021 年经济慢慢复苏, 承接从 2020 年 8 月份开始恢复的市场需求, 2021 年上半年持续呈现订单火爆的态势, 2021 年应收账款及票据增多, 生益科技在面对原材料供应持续紧张导致成本不断上涨等难题时, 随原材料价格增长、销量增加相应增加备料, 公司为积极应对需求增长、扩大经营发生的预付设备款、工程款增加等, 从另一方面也可看出生益科技面对大环境不容乐观的局势使, 依然能迅速调整自身经营状态, 完成预算目标, 具有很好的发展能力。

表 5.7 2021 年生益科技部分资产增长状况

科目 \ 年份	2020 年	2021 年	增长率 (%)
流动资产:			
应收票据及应收账款(万元)	267923.55	340567.76	27.11%
其他应收款(万元)	726.83	1664.30	128.98%
存货(万元)	117410.38	150256.88	27.98%
流动资产合计(万元)	488387.01	594236.05	21.67%
非流动资产:			
固定资产(万元)	9.26	10.97	18.42%
其他非流动资产(万元)	597.47	7187.22	1102.93%
非流动资产合计(万元)	718657.06	910051.73	26.63%
资产总计(万元)	1207044.07	1504287.79	24.63%

数据来源: 生益科技及生益电子 2010-2021 年年报

生益电子在上市前总资产增长率高于行业均值, 在 2019 年资产经营规模迅速扩张, 2020 年生益电子总资产增长率继续高于行业优秀值, 2021 年上市后, 其总资产增长率攀升至 48.79%, 远高于行业优秀值, 这主要是因为生益电子上市融资后, 将资金投入了厂房及设备建设和技术研发中, 使其在一定时期内资产经营规模迅速扩张。综合来看, 生益电子总资产增长率 5 年来一直偏高, 公司不断扩大生产规模增加项目投资, 预示着企业不断扩张, 发展潜力较大, 但企业也应关注规模扩张的质和量的关系, 以及企业未来的发展能力, 在一定程度上避免

盲目扩张。

5.2 市场短期反应分析

对生益科技分拆上市事件的市场短期反应主要从以下两个方面进行分析，一是分析公司分拆预案发布日前后的股价波动和累计超额收益率变动，二是分析子公司正式公开上市日前后的股价波动和累计超额收益率变动。

5.2.1 股价波动分析

投资者对该分拆事件的真实反应从公司股价的波动上能够得到最直观地表现。从表 3.5 生益科技分拆生益电子历程来看，生益科技分拆预案披露日（2020 年 2 月 28 日）是事件的起点，此时间节点生益科技向资本市场透露了分拆意向，资本市场投资者会对生益科技分拆上市事件进行一定的分析和预测，能最先显示对此事件的反应，进而影响生益科技股价的波动；此外生益电子公开上市日（2021 年 2 月 25 日）也是影响母子公司股价波动的重大事件，短时间内分拆上市给公司带来的影响在此节点得以体现，能够真实反映出市场对上市事件的反应。

（1）生益科技股价波动分析

图 5.1 为生益科技发布分拆上市预案信息前后 7 个交易日的股价波动情况。

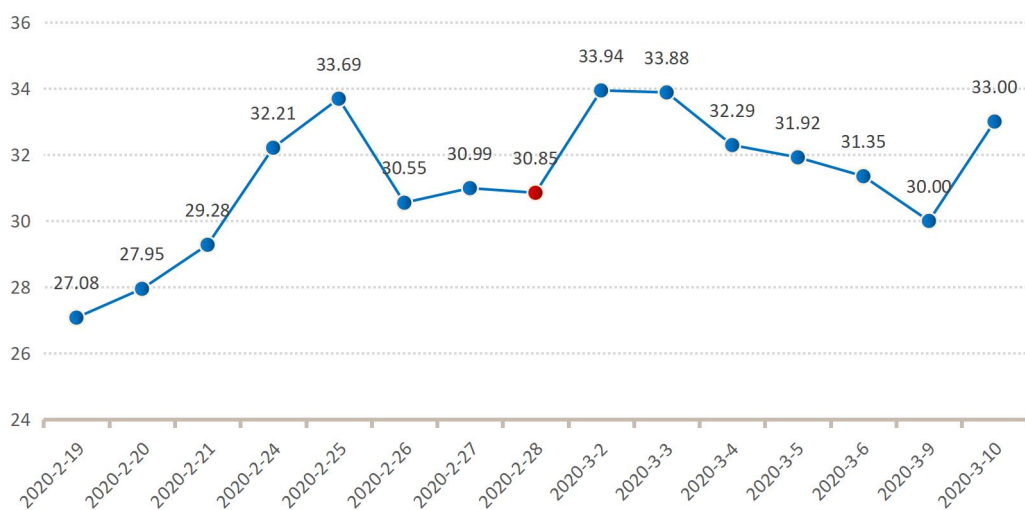


图 5.1 分拆预案发布日前后生益科技股价变动分析

数据来源：根据生益科技历史股价整理

图 5.1 中可以看出,在生益科技公开发布子公司生益电子的分拆上市预案信息后,生益科技股价在 7 个交易日内较未发布预案前有所上涨,最高收盘价每股 33.94 元,达到生益科技自 1998 年上市以来到分拆预案发布日前后最高股值,与预案发布前整体市值水平形成鲜明对比,说明投资者对该事件反应积极,进而很好地提升了母公司市场价值。

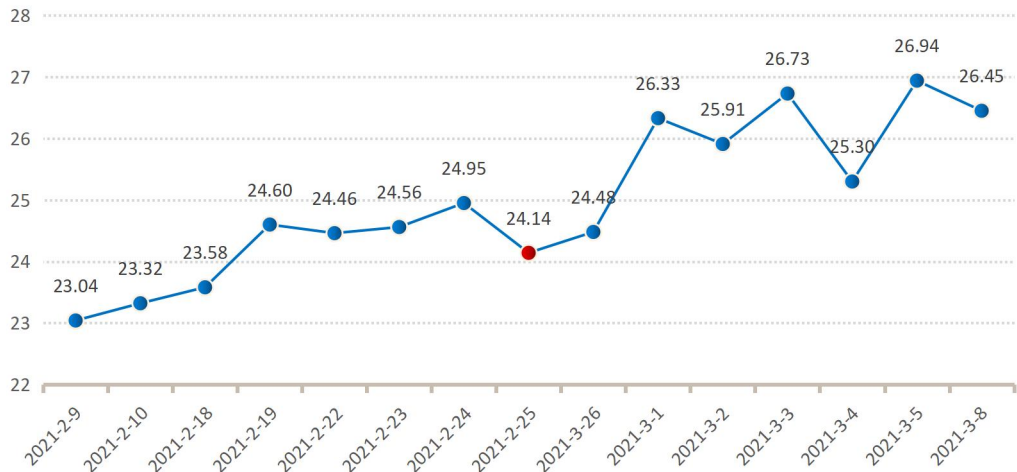


图 5.2 分拆上市日前后生益科技股价变动情况分析

数据来源:根据生益科技历史股价整理

从图 5.2 可以看出,子公司公开上市日生益科技股价较前几日有所下降,但公开分拆日后 7 日内其股价整体上呈上涨趋势,由此可见,生益电子公开上市对生益科技股价有积极影响。主要原因为本次分拆采取控股型分拆方式,即分拆后生益科技还是生益电子的主要控股公司,分拆方式的选择直接影响了子公司上市当日母公司的短期市场反应。

(2) 生益电子股价波动分析

由于子公司生益电子 2021 年 2 月 25 日前还未处于公开上市状态,无法获取其股价,因此只对其公开上市后的股价波动情况进行分析。

图 5.3 为生益电子上市后 10 个交易日的股价变动情况,由图可知,生益电子上市当日股票收盘价为 21.44 元,比发行价格 12.42 元上涨近 73%,但在接下来的 9 个公开交易日,其股价却在整体趋势来看连续下跌,近 10 个交易日股价较生益电子公开上市当日收盘价下跌近 24%,说明生益电子正式上市虽引起了资

本市场的关注，但关注度随着时间的推移逐渐降低。

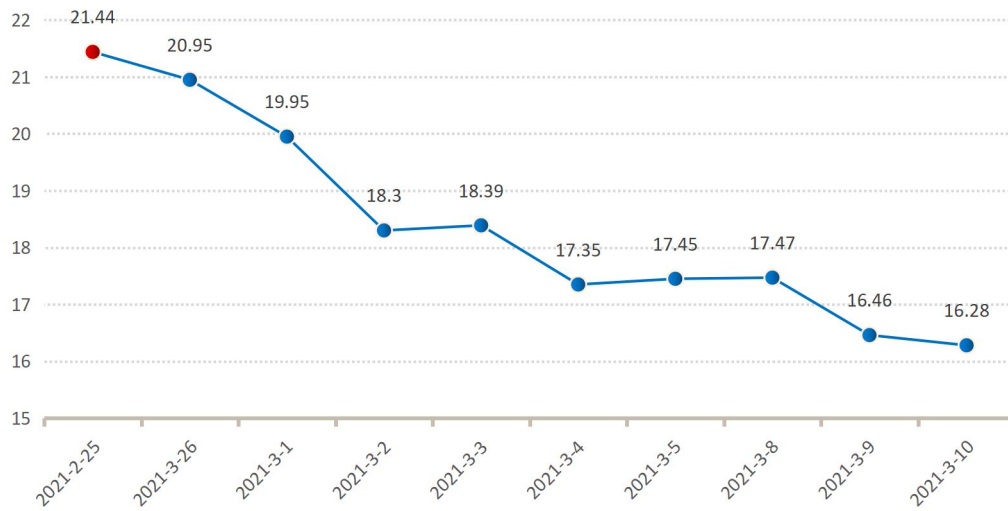


图 5.3 生益电子上市后股价波动情况分析

数据来源：根据生益电子历史股价整理

5.2.2 累计超额收益率分析

上文通过对分拆预案发布日和公开上市日前后 7 个交易日生益科技及其子公司股价的波动进行分析，大体判断出资本市场对分拆上市的反应。通过参照科创 50 指数，以期判断得出更准确的短期市场反应。此节采用累计超额收益 (CAR) 时间窗口模型对生益科技分拆上市的短期市场反应进行研究。

首先，选取时间窗口。论文选取两个时间节点作为时间窗口，一是生益科技发布分拆预案的时间节点，二是生益电子公开上市日的时间节点，是影响股价变动的重大事件和直接因素。其次，选择时间窗口的大小。本文选择 $[-10, 10]$ 的时间窗口对事件影响进行研究，这个时间窗口可以在短时间内有效反应分拆意向和分拆上市因素对母子公司的市场反应，同时，通过分析分拆上市后股价的变动，也能得出分拆对母子公司的价值创造效应。此外，在这两个时间节点内，母子公司内部无其他重大事件影响股价。最后，选择参考指数。本文选择参考“科创 50 指数”来计算分拆前后母公司超额收益率的变化和分拆后子公司的超额收益率变化情况，指数的选择反映了在科创板板块下分拆对母子公司股价波动的影响，参照此指数能更客观地观察其市场反应。

(1) 生益科技累计超额收益率分析

表 5.8 为生益科技发布分拆预案日前后 10 个交易日的累计超额收益率。

表 5.8 分拆预案发布日前后（2020 年 2 月 28 日）生益科技 CAR

（参考科创 50 指数）

单位%

时间	生益科技收益率	科创 50 指数收益率	超额收益率 (AR)	累计超额收益率 (CAR)	
2020-2-14	6.37	-2.46	8.83	[0, -10]	8.83
2020-2-17	8.15	4.09	4.06	[0, -9]	12.89
2020-2-18	-0.07	1.29	-1.36	[0, -8]	11.53
2020-2-19	-3.22	-1.85	-1.37	[0, -7]	10.16
2020-2-20	3.21	-1.83	5.04	[0, -6]	15.2
2020-2-21	4.76	-0.11	4.87	[0, -5]	20.07
2020-2-24	10.01	0.36	9.65	[0, -4]	29.72
2020-2-25	4.59	1.16	3.43	[0, -3]	33.15
2020-2-26	-9.32	-5.79	-3.53	[0, -2]	29.62
2020-2-27	1.44	-1.81	3.25	[0, -1]	32.87
2020-2-28	-0.45	-5.84	5.39	[0, 0]	38.26
2020-3-2	10.02	5.17	4.85	[0, 1]	43.11
2020-3-3	-0.18	2.59	-2.77	[0, 2]	40.34
2020-3-4	-4.69	-2.28	-2.41	[0, 3]	37.93
2020-3-5	-1.15	0.72	-1.87	[0, 4]	36.06
2020-3-6	-1.79	-1.69	-0.1	[0, 5]	35.96
2020-3-9	-4.31	-5.75	1.44	[0, 6]	37.4
2020-3-10	10	3.8	6.2	[0, 7]	43.6
2020-3-11	0	-2.6	2.6	[0, 8]	46.2
2020-3-12	-0.7	-1.49	0.79	[0, 9]	46.99
2020-3-13	1.28	0.7	0.58	[0, 10]	47.57

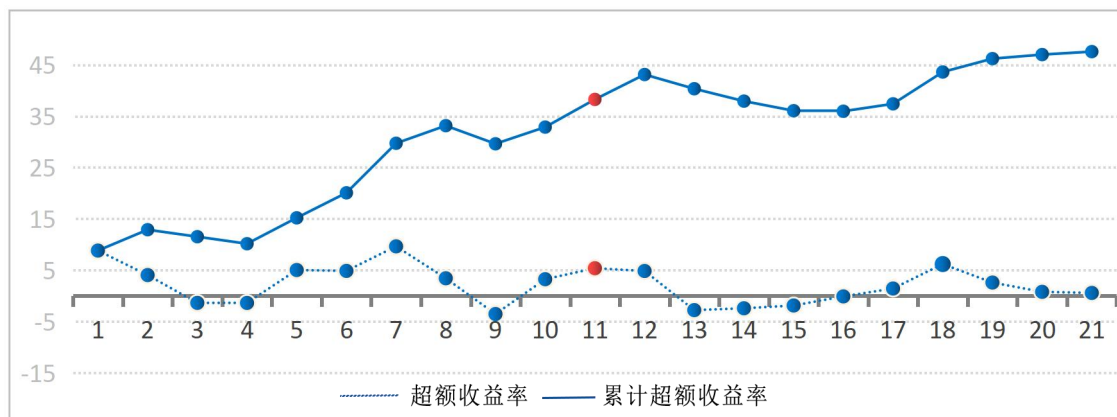


图 5.4 生益科技分拆预案日前后超额收益率对比情况

表 5.9 为分拆子公司公开上市日前后 10 个交易日的累计超额收益率。

表 5.9 分拆上市日前后（2021 年 2 月 25 日）生益科技 CAR

（参考科创 50 指数）

单位%

时间	生益科技收益率	科创 50 指数收益率	超额收益率 (AR)	累计超额收益率 (CAR)	
2021-2-4	-1.83	-1.14	-0.69	[0, -10]	-0.69
2021-2-5	3.09	-1.81	4.9	[0, -9]	4.21
2021-2-8	-0.88	1	-1.88	[0, -8]	2.33
2021-2-9	2.49	3.27	-0.78	[0, -7]	1.55
2021-2-10	1.22	0.65	0.57	[0, -6]	2.12
2021-2-18	1.11	-0.51	1.62	[0, -5]	3.74
2021-2-19	4.33	-0.13	4.46	[0, -4]	8.2
2021-2-22	-0.57	-2.66	2.09	[0, -3]	10.29
2021-2-23	0.41	0.04	0.37	[0, -2]	10.66
2021-2-24	1.59	-1.79	3.38	[0, -1]	14.04
2021-2-25	-3.25	-1.17	-2.08	[0, 0]	11.96
2021-2-26	1.41	-1.79	3.2	[0, 1]	15.16
2021-3-1	7.56	2.46	5.1	[0, 2]	20.26
2021-3-2	-1.6	-0.45	-1.15	[0, 3]	19.11
2021-3-3	3.16	0.54	2.62	[0, 4]	21.73
2021-3-4	-5.35	-2.59	-2.76	[0, 5]	18.97
2021-3-5	6.48	0.43	6.05	[0, 6]	25.02
2021-3-8	-1.82	-4.09	2.27	[0, 7]	27.29
2021-3-9	-5.52	-3.55	-1.97	[0, 8]	25.32
2021-3-10	-0.96	0.21	-1.17	[0, 9]	24.15
2021-3-11	2.46	2.80	-0.34	[0, 10]	23.81

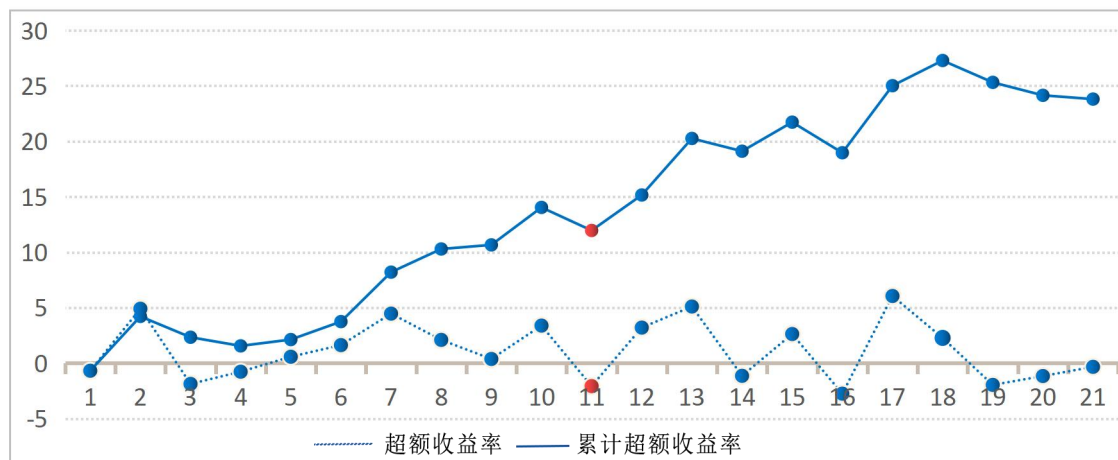


图 5.5 生益科技分拆上市前后超额收益率对比分析情况

数据来源：表 5.8、5.9 均根据生益科技及科创 50 历史股价整理

表 5.8 中，以科创 50 指数作为参考，在披露分拆预案的第二个工作日，即 2020 年 3 月 2 日，生益科技的累计超额收益率在时间窗口内达到较高值 43.11，说明生益科技的分拆意向对其股价产生了一定的影响，随后其 CAR 缓慢回落后又回升。披露分拆预案后的 10 个交易日，生益科技均获得了累计超额收益，持续时间较长。说明在科创板下，宣布分拆意向对生益科技的股价产生了一定的正面影响，但不显著。

表 5.9 中，生益科技分拆上市后均获得正的累计超额收益率，且累计超额收益持续稳步攀升，超额收益率在分拆后的第三个工作日达到 5.1%，均高于未公开上市前 10 个交易日的收益，可见分拆子公司上市能够在短期内刺激母公司股价攀升，说明分拆上市对生益科技的股价有一定影响，市场反应较积极。

(2) 生益电子累计超额收益率分析

表 5.10 分拆上市后（2021 年 2 月 25 日）生益电子 CAR

(参考科创 50 指数)

单位%

时间	生益电子收益率	科创 50 指数收益率	超额收益率 (AR)	累计超额收益率 (CAR)	
2021-02-25	72.62	-1.17	73.79	[0, 1]	73.79
2021-02-26	-2.29	-1.79	-0.5	[0, 2]	73.29
2021-03-01	-6.21	2.46	-8.67	[0, 3]	64.62
2021-03-02	-6.87	-0.45	-6.42	[0, 4]	58.20
2021-03-03	0.49	0.54	-0.05	[0, 5]	58.15
2021-03-04	-5.66	-2.59	-3.07	[0, 6]	55.08
2021-03-05	0.58	0.43	0.15	[0, 7]	55.23
2021-03-08	0.11	-4.09	4.2	[0, 8]	59.43
2021-03-09	-5.78	-3.55	-2.23	[0, 9]	57.20
2021-03-10	-1.09	0.21	-1.3	[0, 10]	55.90

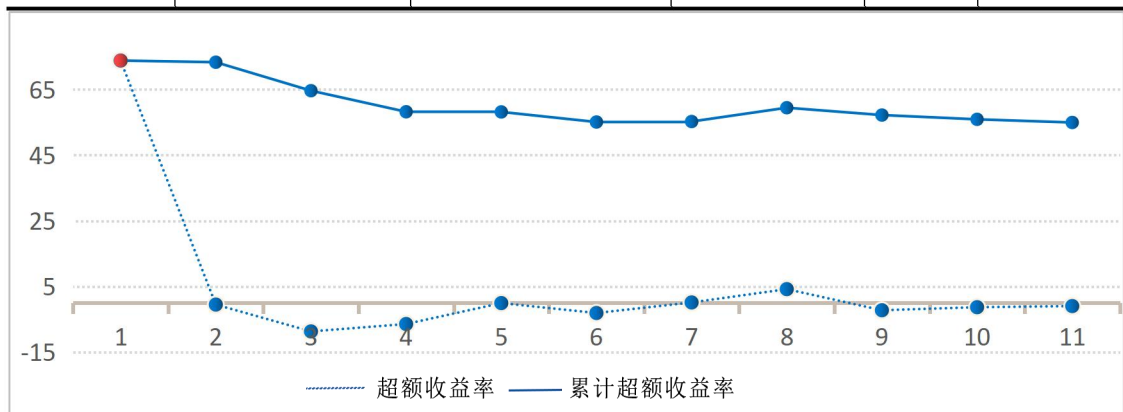


图 5.6 生益电子上市后收益率对比分析情况

以科创 50 指数为参考值,从表 5.10 和图 5.6 结合来看,生益电子上市当日累计超额收益率达到了最高值 73.79%,随后便呈现出缓慢回落态势,但都保持在 50%以上,收益良好,远高于分拆上市对母公司生益科技的价值创造效应,可见分拆上市对生益电子的价值创造效应非常明显。综合分析来看,分拆上市给母子公司都带来了一定收益,但对子公司生益电子带来的价值和收益都远高于母公司生益科技。

5.3 非财务绩效分析

根据管理层激励理论:公司存在的委托代理矛盾随着大型多元化上市公司分拆所属子公司或业务板块上市能得到一定程度的缓解,分拆上市也能将激励作用发挥至最大效果。另外,根据信息不对称理论,分拆上市后,子公司在市场监管的情况下,需按规定披露相关信息,市场中公司的信息透明度随之提高,投资者获取信息的成本降低。不仅在一定程度上降低了信息不透明给公司带来的负面影响,还能使外部市场对子公司的间接监管力度上升,企业监督机制得到优化,推动企业经营越来越合规化。本节将从生益电子公开上市后子公司治理机制的变化和治理取得的效果两方面进行分析。

5.3.1 子公司治理机制变化分析

(1) 优化了公司激励机制

从具体来看,分拆上市优化了生益电子的激励机制。生益科技分拆生益电子上市的一个动机就是为了实现线性激励管理层,2016 年以来,生益电子就开始建立公司的激励机制,并通过员工持股平台来激励企业管理层及核心人员的积极性,但由于母公司和子公司之间的业务差异,设计出一套合理的股权激励方案仍然有困难。此外,在分拆上市之前,生益电子的日常经营受母公司的控制较多,子公司管理层的发言权也较少。尽管生益科技分拆上市后,根据《上市公司治理准则》的规定,它对生益电子的控制仍主要表现在人事任免上,但生益电子的管理层却有了更多的自主权,可以更加自由地处理日常事务。

(2) 完善了公司监管制度

生益科技分拆上市加强了子公司监督制度的完善。为了优化生益电子上市后

的股权结构，保护股权制衡机制，生益科技对股权进行了适当分拆。如图 5.7 所示，在生益电子上市之前，控股股东为生益科技、国弘投资以及四个员工持股平台，分别持有 78.67%、9.71%和 11.62%的股份。而子公司上市后，如图 5.8 所示，公司的股权结构发生了变化，生益科技的持股比例降低至 62.93%，虽然生益科技仍将作为生益电子的主要控股股东，但股权集中度有所降低。此外，通过首次公开发行战略配售限售股的方式，生益电子引入了战略投资者，使得股东机构更加多元性，监管力量增加。

另一方面，分拆上市也促进了生益电子的外部管理效率提升。生益电子上市后，应当按照上市公司的规定严格执行信息披露，并接受监管部门和社会审计的监督，公司的外部监督不仅得以强化，并让公司达到合规经营的标准，从而提升了外部治理的水平。

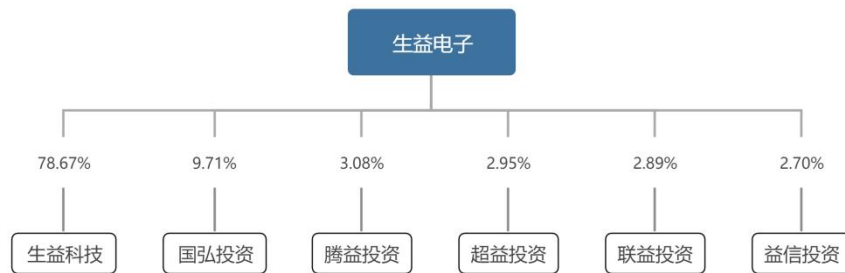


图 5.7 分拆上市前生益电子股东持股情况

数据来源：生益电子年报

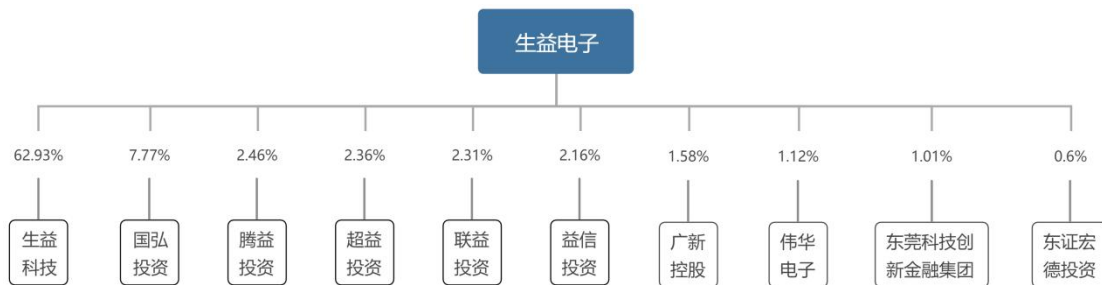


图 5.8 上市生益电子股东持股情况

数据来源：生益电子年报

（3）健全了公司治理结构

为了有效地实现分拆上市，生益电子高度重视公司治理结构的建立，按照上市公司的规定，制定了一系列完善的公司治理制度。目前，生益电子已经建立了一套完善的治理架构，以“三会一层”为基础，引入了独立董事、审计、薪酬、战略以及提名等四个专门委员会，形成了一套能够有效协调和制约的治理机制，它既完善了公司治理结构，也有助于提升公司运营水平，为企业的长远发展提供了保障。

此外，生益科技分拆上市有效促使生益电子按照《上市公司治理准则》的相关规定健全内部治理结构。生益电子的监事会由监事会主席、股东代表监事、职工代表监事共 3 名监事组成，以公开透明的方式进行选举，考虑不同利益群体的需求，形成相互制衡的局面；生益电子的审计委员会由来自不同领域的 3 人组成，分别为陈文洁、汪林和谢景云，此外，通过采用公司内部员工持股平台的形式，更多的内部人员也成为了公司的小股东。这些措施进一步提升了公司内部管理层的监督力度，有效降低了管理层侵占公司利益的风险，让生益电子对生益科技内部审计部门的监督依赖性降低，为公司内部治理结构改善提供了有力支撑，为公司的合规健康运营提供了有效保障。

5.3.2 子公司治理效应分析

通过 5.3.1 小节非财务绩效分析，可以看出通过分拆上市，生益电子内部形成了一套能够协调相互制衡的治理机制。分拆上市不仅可以为生益电子提供合理的股权激励计划，还能够提升管理层业绩评价的合理性，从而使公司激励机制得到优化。另外随着生益电子上市，股权结构被优化，企业内部管理结构和外部管理机制都得到了加强，使生益电子公司治理更加高效，这也将更有效地促进公司经营水平的提升。

5.4 研究小结

从生益科技分拆上市的绩效来看，在绩效方面有很大提升的是其子公司生益电子，虽然分拆上市后子公司绩效并非在各个方面都表现理想，但显然已经达到了生益科技分拆生益电子上市的战略目的。相比于子公司，生益科技分拆上市

前后发展都很稳定，分拆上市对其影响不显著。从短期资本市场反应来看，母子公司均在分拆上市中获得了超额收益，但分拆上市给子公司带来的价值和收益都远高于母公司生益科技。综合来看，生益科技分拆子公司上市是成功的。

5.4.1 财务绩效小结

从经营效果来看，生益科技和生益电子在原材料涨价、疫情等大环境的影响下，经营状况表现相对稳定，原因在于生益科技分拆子公司上市后，整体市值的提升及子公司募集资金的投入使用，使其母子公司均能稳步扩充产能，提高公司经营效果；另一方面，随着分拆上市公司可运转资金增多，母子公司可专注于主营业务的技术研发与产品的生产销售，母子公司的技术更新迭代能力自然得到了很大空间的提升，生益科技及生益电子的核心竞争力均不断增强。从融资效果来看，分拆上市一方面给生益电子提供了独立的融资平台，缓解了企业融资的局限，减轻了母子公司在特殊环境下面临的资金压力，通过股权融资，母子公司的资本结构也通过分拆上市得到了进一步优化；另一方面，融得的资金也改善了子公司长短期偿债能力，在引入新投资的情况下，财务状况更加稳健。从投资效果分析来看，分拆上市对生益科技的投资创收效果不显著，分拆上市后，生益电子盈利能力并没有得到改善，甚至有所下降，投资风险增大，但总体来看，生益电子在上市后投资创收效应较差与电子元器件行业大环境、前期建设投资等均有关系。综合整个电子元器件行业来看，PCB 行业发展前景宽广，电子产品的更新换代以及汽车电子等的需求在未来是 PCB 产业发展的机遇，生益电子也将随着大环境稳步发展，创造理想的盈利。

5.4.2 资本市场反应小结

通过分析生益科技分拆上市前后股价的波动情况，显然分拆上市事件引起了市场的关注。再通过累计超额收益率分析来看，短期内分拆上市对母子公司都创造了一定的收益，但从长时间的股价波动分析来看这种影响不明显，通过观察生益科技股价年 k 线图，生益科技的股价在分拆消息发布预案日、正式上市日这两个重要的时间节点股价都有明显的上涨趋势，资本市场的反应最为积极，发现在生益科技发布拟分拆上市的消息及正式分拆上市的时间段，分拆上市给母子公司

司都带来了一定收益，短期内形成了较高的累计超额收益，而其他时间段股价波动趋于稳定。

5.4.3 非财务绩效小结

从非财务绩效效果来看，分拆上市使生益电子完善了公司监督机制，公司内部治理结构更为完善，同时外部监管力量使子公司达到合规经营的标准，从而提升了内外部治理的效果。此外，分拆上市后，子公司管理层关键人员的利益和公司利益紧密相连，可以发挥出更大的管理层激励效应，管理层人员在拥有更多自主权的情况下，可以更加自由地设计出一套适合子公司的股权激励方案，并可根实际情况的需要滚动修改激励方案，优化了子公司激励机制。

6 研究建议与结论

6.1 分拆上市建议

6.1.1 评估分拆上市的可行性

由于分拆上市必定会对母子公司自身、利益相关者以及资本市场产生重大影响,而且并不是每个有意向分拆上市的公司旗下的资产都适合剥离出来分拆上市的,一些公司在《分拆规定》出台后,其本身虽不符合分拆规定,如旗下子公司和业务板块成长性一般,但为了炒作分拆上市概念或者利用此大好机会进行上市“捞金”,可能存在聘用中介机构进行辅导“包装”的风险,使其“达到”分拆上市规定的限制性要求,从而上市完成“捞金”的目的,这种行为会对资本市场造成恶劣影响,对投资者利益造成大量损失。因此,对监管机构而言,需科学设置上市公司分拆上市的资格条件,严格审查是否符合限制性标准,避免有投机者利用政策骗取市场投资者的信任,使市场实现良性循环发展。对于母公司而言,公司自身也应对包括法律、财务、税务和市场风险等方方面面进行全面评估,确定分拆上市后子公司有独立发展的能力,确定分拆上市具有可行性。

6.1.2 制定合理的分拆方案

在确认旗下子公司或业务板块具有分拆的可行性后,公司应该制定一个清晰、合理的分拆方案。首先需要对公司预分拆业务进行全面分析,包括业务规模、增长潜力、盈利能力、行业前景等方面的考虑。同时,还需要对预分拆业务板块的关联性进行评估,以避免存在母子公司经营业务相类似及关联交易的情况;其次,根据业务分析的结果,制定合理的分拆方案,包括分拆业务范围、分拆后公司的规模、结构、股权分配等,要确保分拆后的两个公司都具有足够的资金和资源来独立运营的能力。最后,还应全面评估分拆后两个公司资产是否得到分配合理,分拆后两个公司的管理层和员工安排(包括股权分配、员工福利、薪资体系等方面的考虑)是否合适,两个公司的资金需求、融资计划、财务指标等是否有全面的规划,分拆后两个公司的法律和监管是否合规,以及分拆上市后子公司治

理效果的提升该从哪些方面着手等。避免公司只忙于分拆上市事宜，对分拆没有提前的详细规划，导致分拆上市后发展混乱，营运及治理效果降低。

6.1.3 确保中小股东权益

在分拆上市过程中，由于处于强势地位的相关当事人和其他利益相关方的利益并不完全一致，往往会利用自己的优势地位做出有损中小股东、债权人、公司员工等弱势一方利益的决定。所以在分拆上市过程中需特别注重上市公司分拆上市的程序，对可能存在较大风险的环节加以规范和控制，使其他股东和投资者权益的得到保护。我国资本市场中个人投资者多于机构投资者，因此概念“炒作”氛围明显。投资者往往不去关注分拆上市公司及被分拆主体的经营状况以及行业特点，而是只凭分拆上市概念进行炒作，导致最终以亏损收场。生益电子在上市第一天实现 69.97% 的涨幅，而分拆后生益电子股价中长期呈现下降趋势，说明在其盈利能力等不够理想的情况下，市场中的投资者不再看好这只股票，投资者有严重的炒作嫌疑。

对于这种情况，投资者应理性看待分拆上市以及某个行业发展现状，避免进行概念炒作。投资者不能仅仅从分拆上市的角度来判断它是利空还是利好，投资者可以观察母公司对于子公司的持股比例，以此判断该子公司的分拆上市类型。评估上市企业是否存在失败风险，需要考察其是否符合监管规定的盈利和资产要求等情况。评估分拆上市的可行性，以及它是否能给股东带来更多价值，观察公司所处的行业及其发展前景等来做出投资决定。

6.1.4 加强分拆业务独立性

分拆业务上市需特别关注上市公司的信息披露情况，对上市公司分拆上市的信息披露作出更严格的规定。监管层针对分拆上市应当制定专门的信息披露规则，就分拆协议、财务顾问报告、独立董事意见，以及拟分拆业务与母公司主营业务之间的关联程度等信息的披露要求、披露程序和披露方式作出规定。目前在分拆上市的推进过程中，子公司的独立性仍是监管关注的重点。2022 年内，就有 8 家公司终止分拆上市，尽管部分终止分拆上市的案例公司在对外信息披露时没有明确提及终止原因，但通过其申报材料及报表可发现，终止分拆的案例公司

内部关联交易、关联采购占比较高，这未免会使监管部门在审核过程中引起对其独立性的质疑。监管部门对分拆上市部分的业务独立性有极高的要求，因此需要母公司全面考量分拆上市业务的独立性和可行性。如果公司业务之间独立性不足，分拆上市必然会滋生关联交易等问题。此外，对于上市公司来说，不宜盲目跟风，应进一步提升企业实力，处理好预分拆公司的独立性问题，再考虑分拆事宜来实现战略计划。

6.2 研究结论

本文在对分拆上市的相关理论基础及其概念进行概述后，通过研究分析2021年生益科技分拆上市成为“A拆A”第一股的具体情况，从市值、融资、成长能力、公司治理等多个角度分析了生益科技分拆上市的原因和创造的价值效果，重点分析分拆上市带来的效应。由此得出以下结论：

6.2.1 生益科技分拆上市是企业内外部因素共同决定的

生益科技集团内部对子公司的发展资金支持有限，外部我国分拆政策和注册制的试点正好拥有能让其分拆上市独立融资的机遇，在内外部因素的共同影响下，生益科技成功分拆上市。

6.2.2 分拆子公司在科创板上市是恰逢时机的选择

上交所科创板在注册制与《分拆规定》双重政策下，使企业实现分拆上市门槛更低，生益科技选择上交所科创板上市既符合公司筹集资金和扩大规模的发展需求，又可以使市值得到资本市场的合理评估，母子公司均可以从分拆上市中受益。

6.2.3 分拆上市在短期内对母子公司有明显的价值创造效应

从分拆上市的效果来看，目前为止不论是财务绩效还是非财务绩效，短期来看初步达到公司分拆上市的目的，但长期效果看似并不可观。可以看出分拆上市能给企业创造价值，但主要体现在短期绩效方面，长期的企业价值还是有赖于

企业本身的业务创造能力和核心优势。短期内母子公司均获得了超额受益，这对母子公司的未来发展至关重要。

6.2.4 分拆上市提高子公司信息透明度，提升母子公司市场价值

分拆上市使子公司的信息披露透明度提高，还能在一定程度上避免因为信息不对等所带来的一系列不良后果，从而有效优化企业监督机制，促使企业合规经营。而适当的股权激励机制又可以强化管理层和核心员工的职责意识，提高工作积极性，从而更好地促进公司运营水平的提升。加上生益电子上市后设置了“三会一层”治理体系，使其公司治理机构更加完整规范。

6.2.5 分拆上市拓宽了生益电子融资渠道，扩大了生产规模

生益电子分拆上市前，融资手段较为匮乏，外部资金主要来源于母公司生益科技的借款，这导致公司资产负债率处于较高水平，财务风险大，且借款数额较小，远远不能满足其快速扩张需求。分拆上市后，生益电子获得约 20 亿元融资，凭借充足的现金流，大举实现生产规模的扩大和中高端印制线路板核心技术的研发，解决了营运资金不足的问题，完成了东城工厂以及吉安工厂的投资建设，生产规模进一步扩大。与此同时，分拆上市后，生益科技的资金压力也得以缓解，生益科技不用再向生益电子提供额外的借款，能够将资金集中用于自身覆铜板业务的发展。可见，分拆上市后，生益电子的融资渠道实现多元化、生产规模得以进一步扩大，生益科技资金压力也得到了缓解。

参考文献

- [1]Allen and McConnell. Equity Carve-outs and Managerial Discretion[J].Journal of Finance,1998,53(2):163-186.
- [2]Bengt H, Jean T. Market Liquidity and Performance Monitoring[J]. Journal of Political Economy, 1993,101(4).
- [3]Comment and Jarrell. Corporate Focus and Stock Returns[J].Journal of Financial Economics, 1995(37):67-87.
- [4]Hand and Skantz. The Bad News in EquityCarve-outs[D]Working Paper1997.
- [5]Harris and Raviv.The Capital Budgeting Process:Incentives and Information[J]. Journal of Finance1996,51(4):1139-1174.
- [6]Nanda, On the Good News in Equity Carveouts.The Journal of Finance,1991,Vol.46,No.5,PP 1717-1737.
- [7]Owers J E, Sergi B S. The ongoing contributions of spin-off research and practice to understanding corporate restructuring and wealth creation: \$100 billion in 1 decade[J].Humanities and Social Sciences Communications, 2021,8(1).
- [8]Perotti and Rossetto.Unlocking Value:Equity Carve-outs as Strategic Real Options[J].Journal of Corporate Finance,2007,13(5):771-792.
- [9]Powell B C. Equity Carve-Outs as a Technology Commercialization Strategy: AnExploratory Case Study of Thermo Electron's Strategy[J]. IEEE EngineeringManagemant Review: AReprint Journal for the Engineering Manager, 2013,41(4).
- [10] Prezas A,Tarimilar M,Vasudevan G.The pricing of equity carves outs.[J].Financial Review,2002,35:123-138.
- [11]Schipper and Smith. A Comparison of Equity Carve-outs and Seasoned EquityOfferings:Share Price Effects and Corporate Restructuring[J].Journal of Financial Economics, 1986, 15(1/2):153-186.
- [12]TAM L H K. The impacts of parent's listing status on subsidiary's financial constraint an cost of equity capital: the case of equity carve-outs[J].Accounting and Finance, 2014,

54 (1) : 275-299.

[13]Vijh. Long-term Returns from Equity Carve-outs [J].Journal of Financial Economics,1999(51)273-308.

[14]陈晞. 公司分拆上市动机及影响[J]. 商业文化(学术版), 2010(08):125-126.

[15]贺丹. 上市公司分拆上市的差异性分析[J]. 证券市场导报, 2009(03):23-27+34.

[16]李杲. 中概股私有化与分拆回归 A 股的特点与影响分析[J]. 证券市场导报, 2017(11).

[17]廖花, 刘银国. 外部机构投资者对公司信息披露质量的影响——基于深交所主板上市公司的实证研究[J]. 湖南行政学院学报, 2015(04):74-78.

[18]林旭东, 聂永华. 分拆上市与价值创造:多视角的经济动因分析[J]. 深圳大学学报(人文社会科学版), 2009, 26(02):57-63.

[19]念延辉. 上市公司分拆上市的财务效应分析——以康恩贝分拆佐力药业上市为例[J]. 会计之友, 2013(24):58-60.

[20]彭睿, 綦好东, 亚琨. 国有企业归核化与风险承担[J]. 会计研究, 2020(07):104-118.

[21]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(1):34-51.

[22]史建军. 新浪分拆微博上市的价值创造分析[J]. 会计之友, 2018(21):119-125

[23]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(4).

[24]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.

[25]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.

[26]解维敏, 唐清泉. 公司治理与风险承担——来自中国上市公司的经验证据[J]. 财经问题研究, 2013(01):91-97.

[27]谢箬. 上市公司分拆上市的动机及其对公司发展的影响[J]. 经济研究导刊, 2019(25):83+89.

[28]严洪. 上市公司整体上市与分拆上市财务战略研究[D]. 西南财经大学, 2011.

- [29]杨姗姗. 企业社会责任与财务绩效——基于公司治理角度的分析[J]. 中国注册会计师, 2020(11):60-64.
- [30]朱琳,刘钟敏. 分拆上市背景下管理层激励与企业价值研究——以药明康德为例[J]. 管理会计研究, 2021, 4(05):62-73+88.
- [31]赵慧芬,卢继科. 上市公司分拆所属子公司上市的路径思考——基于辽宁成大分拆成大生物的案例分析[J]. 河南工业大学学报(社会科学版), 2021, 37(05):26-34+120.
- [32]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(09):23-2
- [33]钟炳贤. 新能源企业分拆上市动因及价值研究[J]. 中国总会计师, 2020(11):65-67.
- [34]钟智宇, 梁艳, 邹文卿. 企业分拆上市的动因及经济后果研究——以心脉医疗为例[J]. 商业会计, 2021(20):82-85.

致谢

三年的研究生学习生涯很快将结束。在读研期间，我从各位任课老师身上学习到了许多，对待专业需要刻苦认真，勤于自己去思考，对待学术需要保持严谨态度；同时我还认识了许多优秀的同学，他们或勤奋钻研学术论文的研读和写作，或积极投身班级或学院的大小事，或面对读研期间疫情原因造成的封控情况展现出乐观的面对方法等，都给我带来了很大的影响，个人世界是有限的，如果看到别人积极向上，旁边的我也被影响至深，这些都是我成长路上收获的人生财富。

在撰写毕业论文的过程中，我得到了很多帮助。特别感谢我的导师，很幸运成为老师的学生，在论文选题方面，离不开他的悉心指导。老师虽然看上去极度严肃，但他学识渊博，建议精准，在前期文献阅读以及跨考学生补课方面，也多次给与同学们建议，细致入微。此外，要感谢我的家人，他们始终是为前进路上最温暖的支持。他们虽不了解我论文的研究内容，甚至不明白我写的论文是什么，无法给出相应的指导意见，但是他们依然默默给予关心，在尽可能不影响我的情况下，时刻叮嘱我专心写作，顺利毕业。

我即将迈入社会，由学生到职场人，在研究生学习中的所见所闻所感也会成为成长路上一段美好的风景，愿你我在未来的生活中能乘风破浪、披荆斩棘！