

分类号 _____

密级 _____

UDC _____

编号 _____

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 复星医药并购 Gland Pharma 的绩效分析

研究生姓名: 兰丝竹

指导教师姓名、职称: 杨志龙 教授

学科、专业名称: 国际商务

研究方向: 企业国际化运营与发展

提交日期: 2023年5月31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： 兰丝竹 签字日期： 2023年5月31日

导师签名： 赵志东 签字日期： 2023年5月31日

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： 兰丝竹 签字日期： 2023年5月31日

导师签名： 赵志东 签字日期： 2023年5月31日

导师(校外)签名： _____ 签字日期： _____

Performance analysis of Fosun Pharmaceutical's acquisition of Gland Pharma

Candidate : Lan Sizhu

Supervisor: Yang Zhilong

摘 要

国内人口老龄化,人们对身体健康问题的重视程度越来越高,这导致了对药物行业的需求持续增加,药物行业的规模也在持续地扩张,但是我国医药行业的发展也面临诸多问题,比如:研发能力较低、行业结构不合理等。国家推出“两票制”和医改等政策,倒逼我国医药企业转型发展,部分制药企业为了扩大规模、增强实力、抢占市场而采取了并购和市场权益许可等手段。然而,对于采用并购这一方法是否能够实现目的,现已有的研究尚无一致的结论。

本文选取了复星医药收购 Gland Pharma 的案例进行分析,这是 2017 年医药行业最大规模的并购交易。探究复星医药的并购动因发现,复星医药是受全球化战略驱动,希望获得 Gland Pharma 的研发技术和科研人员、完善产业链布局以及打破市场壁垒。由此,查阅了大量国内外海外并购动因及绩效研究的相关文献后,决定采用事件研究法评价短期市场绩效,采用包含成长能力、运营能力等传统财务指标和 EVA 模型评价长期财务绩效,此外,还重点分析了企业的研发投入、研发能力、市场地位和海内外营业收入等非财务指标,对复星医药的并购绩效进行综合评价,探究其是否实现了并购动因。

从市场绩效分析来看,并购后超额累计收益率一路攀升,短期市场表现良好;从财务分析来看,传统财务指标显示,复星医药长期效益虽然受疫情影响,但是有自身产品的不断研发,传统指标呈先下降后上升的趋势。经过计算,复星医药 EVA 在并购前后均为正,发现并购后企业价值持续增加,EVA 增值先减少后增多,预期未来 EVA 增值上升。从非财务指标分析来看,企业研发能力和研发收入提升、市场地位和市场份额扩大,所以从长远来讲,该公司有着巨大的成长空间。综上,复星医药在收购之后,不能马上实现并购的协同作用,但通过一两年的整合,复星医药能够与 Gland Pharma 优势互补,复星医药的收入大幅提升,并购能调整复星医药的产业结构,提升其核心竞争力,因而此次并购实现了其并购动因。

根据本文所研究的案例,总结出以下几点对公司进行海外收购的启发:首先企业应按照自己的发展规划合理选择目标公司;其次为了能够推动并购的顺利完成,要根据海内外的政策背景灵活调整并购方案;最后,企业应该重视并购完成后的资源整合,实现并购协同效应最大化,使并购后的企业拥有更强的竞争力。

关键词: 复星医药 Gland Pharma 并购绩效 事件研究法 经济增加值

Abstract

The aging of the domestic population and the increasing attention to health issues have led to a continuous increase in demand for the pharmaceutical industry, and the scale of the drug industry is also expanding, but the development of China's pharmaceutical industry is also facing many problems, such as low research and development capabilities and unreasonable industry structure. The national policies of "two-ticket system" and medical reform have forced pharmaceutical companies to transform and develop, and some pharmaceutical companies have adopted M&A and market equity license in order to expand their scale, strengthen their strength and seize the market. However, there are no consistent findings on whether the use of M&A can achieve the purpose.

In this paper, the case of Fosun Pharma's acquisition of Gland Pharma, the largest M&A transaction in the pharmaceutical industry in 2017, is selected for analysis. Exploring the motivation of Fosun Pharma's M&A, we found that Fosun Pharma was driven by its globalization strategy, hoping to acquire Gland Pharma's R&D technology and scientific personnel, improve the industrial chain layout, and break the market barriers. Thus, after reviewing a large amount of literature on the motivation and performance of overseas M&A at home and abroad, we decided to evaluate the short-term market performance

using the event study method, the long-term financial performance using traditional financial indicators including growth capability, operational capability and EVA model, and also focused on non-financial indicators such as R&D investment, R&D capability, market position and domestic and overseas operating income to evaluate Fosun Pharma's M&A performance was comprehensively evaluated to explore whether it achieved its M&A motives.

From the market performance analysis, the excess cumulative return rate climbed all the way up after the M&A, and the short-term market performance was good; from the financial analysis, the traditional financial indicators showed that Fosun Pharma's long-term benefits were affected by the epidemic, but there was continuous R&D of its own products, and the traditional indicators showed a trend of first decreasing and then increasing. After calculation, Fosun Pharma EVA was positive before and after the M&A, and it was found that the enterprise value continued to increase after the M&A, EVA value-added first decreased and then increased, and EVA value-added is expected to rise in the future. From the analysis of non-financial indicators, the company has a huge room for growth in the long run because of its improved R&D capability and R&D revenue, expanded market position and market share. In summary, Fosun Pharma could not realize the synergy of M&A immediately after the acquisition, but through one or two years of

integration, Fosun Pharma was able to complement the advantages of Gland Pharma, Fosun Pharma's revenue increased significantly, and the M&A was able to adjust the industrial structure of Fosun Pharma and improve its core competitiveness, thus the M&A realized its M&A motive.

Based on the cases studied in this paper, the following points are summarized to inspire companies to make overseas acquisitions: firstly, companies should reasonably choose their target companies according to their development plans; secondly, in order to promote the successful completion of M&A, they should flexibly adjust their M&A plans according to the policy background at home and abroad; finally, companies should pay attention to the integration of resources after the completion of M&A to maximize the synergistic effect of M&A and make the post-merger companies competitive. Finally, companies should pay attention to the integration of resources after the completion of M&A to maximize the synergistic effect of M&A and make the post-merger company more competitive.

Keywords: Fosun Pharmaceutical; Gland Pharma; M&A performance; Event study method; Economic value added

目 录

1 绪论	1
1.1 研究背景	1
1.2 研究意义	1
1.2.1 理论意义	1
1.2.2 现实意义	2
1.3 国内外研究现状	3
1.3.1 国外文献综述	3
1.3.2 国内文献综述	4
1.3.3 文献述评	6
1.4 研究内容与研究方法	6
1.4.1 研究内容	6
1.4.2 研究方法	8
1.5 创新点和不足	9
2 概念界定与理论分析	11
2.1 相关概念界定	11
2.1.1 海外并购	11
2.1.2 并购绩效	11
2.2 理论基础	12
2.2.1 协同效应理论	12
2.2.2 规模经济理论	12
2.2.3 市场势力理论	13
2.2.4 交易成本费用理论	13
3 复星医药并购 Gland Pharma 案例基本情况及动因分析	14
3.1 我国医药行业现状	14
3.2 并购双方概况	17
3.2.1 复星医药介绍	17

3.2.2 Gland Pharma 介绍	18
3.3 并购过程梳理	18
3.4 并购方案调整	20
3.5 并购动因分析	22
3.5.1 全球化发展战略	22
3.5.2 突破市场进入壁垒	22
3.5.3 获得新技术和人才	23
3.5.4 完善产业链布局	24
3.6 整合措施	24
4 复星医药并购 Gland Pharma 的绩效分析	26
4.1 短期市场绩效分析	26
4.2 长期财务绩效分析	31
4.2.1 财务指标对比分析	31
4.2.2 基于 EVA 指标的并购绩效分析	38
4.3 非财务绩效分析	49
4.3.1 研发投入分析	49
4.3.2 研发能力分析	51
4.3.3 市场地位分析	54
4.3.4 海内外营业收入分析	55
5 结论与启示	57
5.1 复星医药并购绩效研究结论	57
5.2 复星医药跨国并购的启示	59
5.2.1 科学合理地选择被并购企业	59
5.2.2 灵活调整并购方案	59
5.2.3 重视并购后的资源整合	60
参考文献	62
致谢	68

1 绪论

1.1 研究背景

中国医药产业近几年一直在稳步发展。从需求角度看,加速人口老龄化和多胎政策的放开,政府不断加大的医疗投入,以及国民可支配收入的提高,是中国制药产业可持续发展的三个主要动力;从政策角度看,"基本医保医药目录"的调整,以及"一致性评价"的出台等,使得国内本土的制药公司拥有更加稳固的经营基础。“十四五”全国医药工业发展规划的出台,为我国医药业的整体结构调整提供了新的契机,在技术、营销、品牌等方面具有突出优势的制药业公司也迎来了新的发展契机。相对于发达国家,中国医药产业的发展存在着一些问题,如产业集中度较低,产品研发能力较弱,产品结构较不合理等。

纵观国外大型医药企业的发展历程,强生集团等全球医疗巨头都是靠着收购实现了快速发展,所以,对于本土制药公司来说,收购也是一条能够提升创新能力和市场竞争力并实现规模效应的高效途径。复星制药是一家已经具备了相当规模的医药企业,它是国内最早走出国门进行海外扩张和通过网络技术实现业务全球化的公司,得益于当前的医药市场和产业政策环境,通过不断强化产业运营,加大对产业的投入,提高对产品的创新和市场的拓展力度,并通过连续的境外收购,迅速地将产业规模不断扩大,从而不断地提高其在全球的竞争能力。2016年,复星医药原计划以12亿美金收购印度制药公司 Gland Pharma,进一步拓展其在全球的业务,但收购活动被反复推迟,最终以10.91亿美金的价格在2017年10月达成了收购协议。本文从复星药业的收购案例中,分析海外并购对我国医药企业的影响,从而归纳出跨国收购中应注意的几个问题,为我国医药企业的发展提供了一定的参考。

1.2 研究意义

1.2.1 理论意义

并购通常是不同企业进行资源整合的一种主要方式,可以促进不同公司的协

同发展，借鉴新的经营方法，提高公司的治理能力。如果在将来，企业希望将业务拓展到国外，那么，进行境外收购将成为公司拓展经营领域的一种主要方式。这也与我国的主动对外开放政策相一致，这将有助于国内企业快速扩大规模，因此应当高度关注境外收购。境外收购最初起源于欧美，具有很长的发展历程，而且有很多不同类型的收购方式，因此国外境外收购的理论体系也比较完善。我国在境外收购领域的起步比较迟，但是最近几年发展比较迅速，在主动开展海外并购的公司中，从最初主导的国有企业逐渐转向了民营企业，各个行业的发展都有所不同，没有一个一致的结论。国内外学者在研究跨国并购的多样化发展的时候，大多采用了实证分析，将多个在一定时期内进行海外收购的企业当作是被调查的目标，收集相关数据，通过实证分析得出普遍规律。鉴于此，本文选取 2017 年度金额最大的制药公司并购交易，在现有的海外并购的理论和研究的支持下，运用财务和非财务的分析方法，综合地剖析复星医药的并购动机和长短期并购效应，从而得到相应的结论，以期进一步丰富我国制药公司的跨国并购研究，同时为未来医药企业的海外并购提供一定的理论指导。

1.2.2 现实意义

医药行业具有高技术含量，高进入壁垒，高附加值等特点。目前，在全球范围之内，优质制药企业大部分集中在西方发达国家。根据制药行业的发展状况，我国的制药公司，要想突破西方国家的垄断，不仅要一直保持着自主研发的能力，还要通过海外收购这一方式来扩大规模、提升竞争力。当前，国内开展海外收购的医药公司不多，可供借鉴的例子很少，而且由于某些原因，在印度选择被收购公司进行跨境收购的情况也比较少见，所以本文选取了复星药业收购印度 Gland Pharma 的案例。复星医药收购印度 Gland Pharma 是一次很好的实践，这对于我国制药公司如何利用跨国收购来突破高进入壁垒、低技术含量等瓶颈有着重要的启示作用，对于未来医药企业的海外并购和并购之后的整合都会有很大的借鉴作用。

1.3 国内外研究现状

1.3.1 国外文献综述

(1) 海外并购动因相关研究

Weston (2001) 提出, 企业进行并购受很多方面的动因驱使, 其中包括了提高技术、规模效应和经济互补性等。收购一家企业, 可以迅速扩大企业规模, 进而实现规模经济的目标, 达到减少单位产品成本和分散财务风险的目的。Jensen 和 Ruback (1983) 指出, 并购可以增加并购双方的运营收益或者达到增效作用, 也就是 $1+1>2$ 的效果。Eisenhardt (2000) 站在企业的战略视角, 他认为, 可以利用被收购企业的实力, 和所拥有的外部资源, 来增强自己的实力, 提升自己的资源储备量, 从而来填补自己在资源方面的不足, 提升在全球市场上的竞争地位。通过海外并购, 可以使战略性的资源分配效应得到最大限度的优化, 进一步占领更高的市场竞争位置。根据 Schweiger (2001) 的研究, 大部分企业的并购活动都未能从本质上提高企业的经营业绩, 其根源在于对并购全流程的控制不足, 所以, 要使并购的协同效应充分发挥, 就需要对并购全流程进行充分的管控。Buckley (2008) 指出, 对天然资源和战略性资本的追求是公司进行海外收购的重要动力。Samina Karim, Laurence Capron (2016) 指出, 企业可以利用收购来进行业务整合或重组, 增加、重新调配、剥离或重组企业资产, 强化资源基础。通过对 85591 次企业间的并购数据的统计, Po-Hsuan Hsu 等人 (2020) 发现创新是企业跨境收购的主要动机, 以创新驱动为主导的跨境收购增强了企业的技术优势, 且企业自主知识产权水平较差的企业更容易实施跨境收购。Caiazza 等人 (2014) 指出, 实现协同效应是企业开展国内并购与国外并购的共同动机。

(2) 海外并购绩效相关研究

回顾了大量关于境外收购效应的文献, 认识到, 企业的境外收购尽管可以给公司带来规模经济效应和协同经营效应, 但其实际作用与理论研究是不一致的。David A. Becher (2000) 选择了 558 家大型银行的并购案件, 利用事件研究法探究了跨境收购与银行财富增长的内在联系。Bruner (2002) 对公司境外收购投资的长期绩效进行了全面评价, 得出的结论是: 绩效经过一段时期后才出现明显的变化, 并且会随著时间的增长而逐渐减少, 也就是说, 进行境外收购对于提升公

公司的总体价值是有促进作用的。Christian.T& Noel（2007）在对公司收购理论的有关文献进行回顾之后提出，虽然公司的短期收购能够提升公司的财务业绩，但是从长期来看，其提升效应不明显。Aybar and Ficici（2009）的实证结果表明，发展中国家高技术行业的跨国收购与行业业绩增长之间存在着显著的负向关联。

（3）绩效评价相关研究

Bruner（2002）在回顾了有史以来最大的一次并购热潮（1971-2001）中涌现的 14 项非正式的研究和 100 项科学性分析，总结出了以下四个衡量企业并购绩效的方法，即：事件研究法（对宣告收购后一段时期的股东的超额收益进行了分析）、会计研究法（对收购后企业的财政情况进行了分析）、管理者调查（公司高层管理者在并购之后的感受）和“临床”研究法（针对该领域的专业人士和高层管理者进行了深度的谈话和调研）。Powell& Stark（2005）在筛选出 191 个并购案例之后，运用了财务指标法和比较基准法展开了对比研究，结果表明，在收购后，公司的运营绩效虽然得到了提高，但是与其期望的程度相比还差得很远。Rashid and Naeem（2017）收集了 1995-2012 巴基斯坦上市公司的并购数据，以盈利能力、流动性、杠杆率和速动比率等财务指标进行了实证研究，衡量并购对公司的财务绩效的影响。

1.3.2 国内文献综述

（1）海外并购动因相关研究

唐晓华与高鹏（2019）提出，在全球价值链视野下，技术升级、进入市场、丰富产业线、品牌获取和 GVC 重组是中国制造业企业跨国并购的驱动因素，2017 年起还出现了一种新的趋势，即以产业产能转移、资本利得等为动因。廖东声& 刘曦（2017）认为，中国制造公司存在规避贸易壁垒，实现规模经济，实现运营协同，获取核心技术，发挥品牌效应等动因，从而实现国际化运营，提升其全球范围内的竞争力。宋林与彬彬（2016）通过对 126 只 A 类股票的 182 宗境外收购的案例进行了实证分析，发现：1.公司的属性会对境外收购的动因产生一定的作用，相比私人公司，国企更容易受到资源、技术等因素的驱动，私人公司更容易受到市场化因素的驱动。b.利润愈高且资产愈多的公司，其动力更多是来自于其所拥有的资源及策略性资产，而对于那些缺乏资金的公司，其动力更多是来

自于市场因素；c.中国企业针对不同类型的国家进行海外并购的动因不同，对于低收入的国家，中国企业更多是以获得资源为动机，而对于中高收入的国家，则以技术获取为主；在邻国更多的是以技术和市场为动机，对于偏远的如非洲这样的地方，公司的收购往往以资源为动机。王馥和高天惠（2022）等研究表明，中国公司在境外收购过程中存在着寻找市场、资源和战略性资本的动因，其中，国企公司在寻找资源方面的动力要强于民营公司，并且中国公司在选择目标国家的时候，往往青睐于有更好的制度质量的国家。张双鹏和周建（2018）以决策形成的角度探究发现，公司在进行跨国收购时，存在着利润增长、效率提升、成本降低和资源获取等多种动机。同时，随着中国“走出去”和“一带一路”的战略背景，我国的公司对自身的发展战略进行了相应的调整，纷纷开始了海外并购的征程，从而使自己的公司能够更好地发展。

（2）海外并购绩效研究

马金城（2006）系统地研究了跨国收购的绩效，将其分为微观、中观和宏观的三个层次：一是从企业运营角度，二是从行业控制角度，三是从政府利益角度。通过实证分析发现，跨国并购可以提高公司的经营效益，且跨国并购的效果受外资市场成熟度的制约。郭妍（2010）将事件研究方法与财务指数方法相融合，对2006年以来我国国有商业银行境外收购的绩效进行了系统的理论与实践检验，得出了在短时间之内不存在资产增长的结论。应永平（2014）基于跨国并购的内涵、动因及相关的理论之上，认为中国公司在新的国际形势下进行海外并购是其顺应经济全球化进程的必然选择。并对中国公司在新的常态下进行跨国收购的有利条件及实施方式进行了较为深刻的剖析。王淑贤（2014）总结了中国公司在境外收购的一些成功的例子，讨论了这一路径对于中国公司长期发展和茁壮成长的重要性。中国企业“走出去”的国际发展策略使其跨国收购的步伐不断加快，这是实现企业规模扩张、拓展国际市场、强化资源整合和增强企业竞争力的关键。

（3）绩效评价相关研究

董伟（2010）量化了中国公司在境外收购后的短期财富表现，结果显示，以累积超常收益率为指标的公司的短期财富表现为明显的负值，这意味着中国公司在境外收购后的股票价格表现不会产生正面的股票价格报酬。陆桂贤（2012）以37只2005年度并购的中国企业为样本，对合并前和合并后6年的EVA进行了

实证分析,结果表明,对于大多数企业来说,合并不仅没有带来企业绩效的改善,还导致了企业股票价格的下降。从长远来看,不到半数的企业业绩得到提高。与垂直收购相比,水平收购更容易获得更多的股权收益。顾露露和 Reed (2011)对 1994-2009 期间中国公司的境外收购行为进行了研究,结果表明,在中国公司的境外收购行为发生之后,其股票价格均出现了显著上升,这表明中国公司的境外收购行为受到了投资者的青睐。就中长期而言,中国上市公司在发生了跨国收购后,一般都会产生非负性的超额回报,这说明跨国收购对公司的中长期业绩有正面的作用。谢冠仙(2014)利用中国 2001-2010 跨境收购的公司数据,运用财务指数方法,对其经营业绩进行了分析,结果表明,跨境收购对国企和民营企业的经营业绩均无显著影响。嵯丹丹(2017)还运用了财务指标法对海尔公司与三洋公司合并的业绩进行评价,来研究两者并购后产生的协同作用。

1.3.3 文献述评

在已有的研究中,从国内外的角度来分析,国外的研究起步较早,研究范围较广泛;在国内,这方面的研究才刚刚开始,但伴随着资本市场的发展,这方面的研究也在逐步增加。大多数学者都提出,企业进行跨国收购时,其动机是受到许多方面的影响,其中最主要的是企业战略层面,如市场层面,技术层面,品牌层面等,其目标是提高企业的核心能力。就被调查的主体而言,目前关于企业跨国并购行为研究的相关文献大多是针对发达国家,而对于发展中国家却鲜有涉及。在研究的方式上,目前的研究更多的是采用了实证的方式,很少使用了案例分析,也很少将两者结合起来。此外,现有研究也缺乏基于医药企业跨国收购的案例研究,所以目前国内外对该问题的实践依据还很缺乏。

1.4 研究内容与研究方法

1.4.1 研究内容

本文的研究是将理论和案例相结合,其中的主要探索是关于企业海外并购的动机和效果的分析。在理论分析上,主要介绍了海外并购的动因、绩效及评价方法,以及与之相关的文献依据;在案例分析上,论文选取了"复星医药海外并购

Gland Pharma"这一实例，对其海外并购的动机，海外并购的具体实施方式，以及海外并购的绩效等问题进行了深入的探讨，最后归纳了这个案件中可供参考的经验，为准备海外并购的企业提供了针对性的政策参考。主要包括五个部分。

第一章，绪论。首先，从实际背景入手，说明了论文的研究价值，然后，对国内外在海外并购动机、绩效以及绩效评价方式等方面的研究进行了整理，最后，指出论文的创新点和缺陷。

第二章，对有关的定义及理论依据进行了论述。在这一章中，在已有的资料基础上，归纳出了关于境外收购与收购业绩的相关概念，再对其所涉及的一些理论做了阐述，为后面探究复星医药海外并购 Gland Pharma 的相关问题做好一定的理论铺垫。

第三章，复星药业境外收购格兰德药业的案例分析。本文首先对中国制药企业的发展状况进行了综述，接着对收购双方进行了简要的介绍；然后对复星制药的境外收购进行了详细的分析，对收购过程、方案设计以及收购后的一体化进行了详细的剖析。第四部分是对复星医药并购动机的分析。

第四章，企业并购效果评价。本文首先用事件研究法分析股东所获报酬变化，计算超额收益率和累计超额收益率；然后通过财务指数和 EVA 的计算对复星医药的长期业绩进行评价；最后，利用非财务绩效评价方法对复星医药进行长期的并购动机评估。

第五章，总结和建议。概括和归纳了这个案件研究的重点内容，将增加了企业利润、提升了技术能力、获得了一定的垄断地位等成果与并购动机相联系，得出企业实现了海外并购的目的。在此基础上，针对如何选择合适的并购对象，如何灵活地调整并购方案，如何高效地完成并购后的融合，为国内其它制药企业的跨国并购提供借鉴。

根据以上的研究思想，绘制的论文的技术路线如图 1.1 所示。

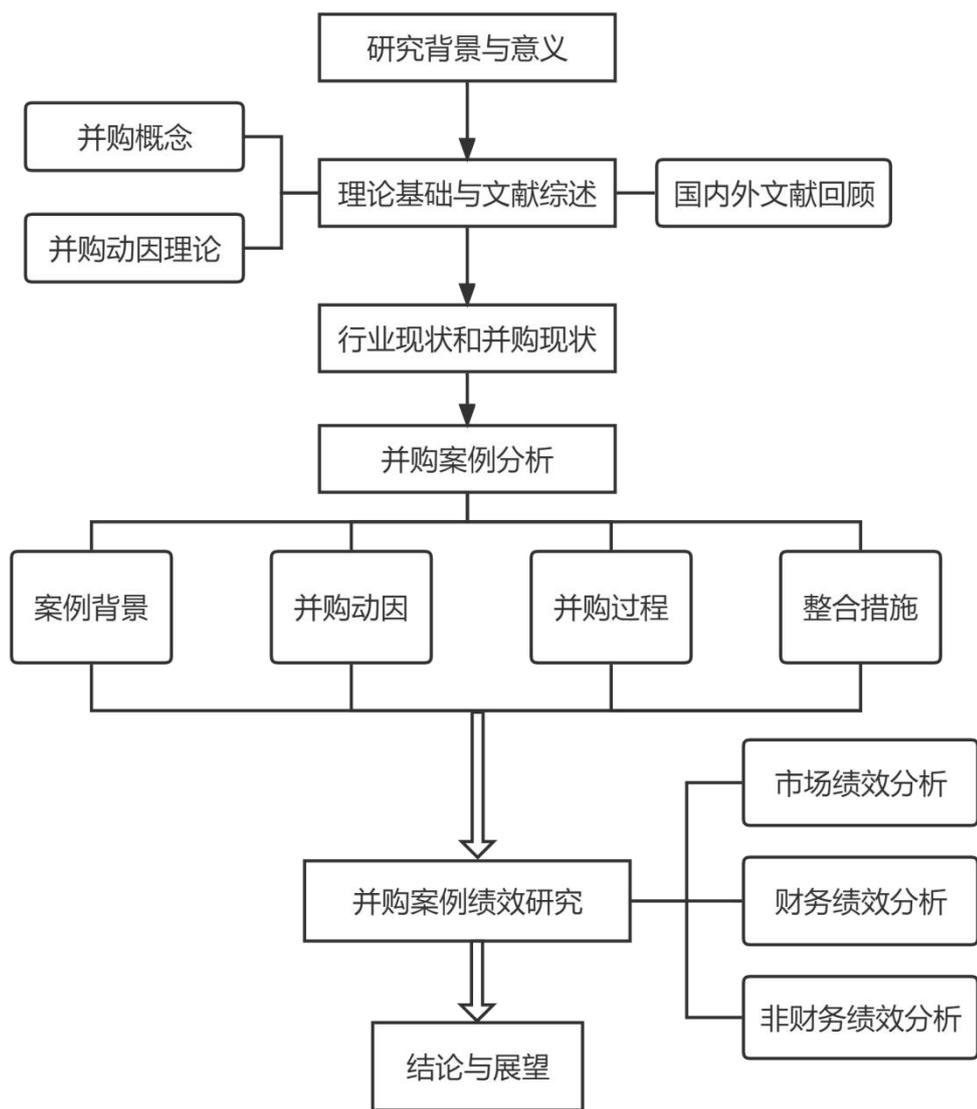


图 1.1 论文的技术路线图

1.4.2 研究方法

在对国内外大量有关海外并购的理论和文献进行广泛阅读后，发现研究并购案例通常整理了企业相关数据，做出绩效分析。本文根据企业的收购情况，将所采用的分析方法分为以下几种：

(1) 文献资料法

本文重点放在复星医药并购 Gland Pharma 的动因及绩效分析上，广泛阅读有关企业并购动因及绩效的文献后，利用已有研究成果及互联网开放渠道梳理了

企业并购相关的国内外研究动态、基础概念界定及包含协同效应、规模经济、市场势力等在内的理论阐述,从而为本文分析复星医药的并购绩效奠定了理论基础。

(2) 案例分析法

在对公司的收购绩效进行评价时,如果只使用了事件研究法来对股价变化进行分析,那么就显得不是很全面,也不是很有科学性。通过对公司的收购方案、收购进程和收购动因的分析,可以为公司的经营绩效的评估提供基础,同时将财务指标分析法和非财务指标法结合起来,全面地对并购案件进行深度剖析,从而对公司的经营绩效的变动做出一个比较准确的解释。

(3) 定性分析与定量分析相结合

本文定性分析了此次并购活动的过程和动因。采用了定量的方法,对所得到的数据进行描述性的分析,首先使用了一种基于事件的研究方法来对公司的短期的市场反应进行了分析,接着使用了一套基于财务的方法,来对公司的盈利、偿债、营运及成长等方面的能力进行了分析。还对公司在收购之前和收购之后的EVA进行了测算和对比,最后用非财务指标法分析企业此次并购实现其动因的情况。

1.5 创新点和不足

(1) 创新点

首先,制药工业在持续发展,企业间的并购也在增多,而与制药工业有关的企业却很难找到可借鉴的实例。另外,在国内,并购目标的选取通常是北美和欧洲,而本文案例所选取的并购目标是印度公司。复星医药的这次收购,其收购的过程较为曲折,收购交易规模也十分庞大,为2017年度药企最大的一次跨国收购。所以,本文选取复星药业在收购前和收购后的绩效进行了比较分析,以从中得到复星药业发展的一些经验和启示,为日后制药企业的并购起到一定的参考作用。其次,前人研究此案例重点放在短期绩效上,并购协同效应尚未完全显现,本文更加注重观察长期的数据变化,分析研究该企业并购完成后在财务和非财务各方面的长期绩效。

(2) 不足

本文不足之处在于:第一,标的企业 Gland Pharma 是在印度孟买挂牌,因

此该公司年报的获取和资料检索比较困难，论文所用的资料大多来源于数据库和复星医药的公司年报，由此信息收集和整理可能不够充分。第二，本文分析的角度有限，因为企业发展牵扯到的因素很多，所以无法全面地进行评估，因此研究结果存在局限性。第三，因为本文是案例研究，只针对复星医药并购 Gland Pharma 相关情况作出的分析和阐述，具有一定的局限性，所以，本论文的结论未必适用于每一家公司。

2 概念界定与理论分析

2.1 相关概念界定

2.1.1 海外并购

海外并购指的是，为了扩大企业的规模，实现一定的战略动因，比如打破贸易壁垒、获得自然资源、获取先进技术等，本国企业通过某种渠道和支付方式，收购海外公司的部分或全部股权，成为目标公司的法人或者投资主体从而获得其经营控制权的一种资本运作方式。海外并购是本国经济发展到某种程度后不可避免的结果，在国内并购的基础上，随着全球经济的不断发展，本土企业在面对国外企业的冲击的时候，也有了开拓海外市场的需要。但是，与国内并购相比，海外并购的最大的不同之处在于，海外并购的两方分别隶属于不同的国家，企业成长的文化背景不同，且受不同的政治、经济和法律制度的监管。所以，无论是在收购的过程中，还是在收购之后的融合中，都要比在国内进行的收购要困难得多，而且，其成功的几率也会比较小。中国企业的境外收购相对于西方国家的企业滞后许多，它的首次海外并购高峰是 20 世纪 90 年代后的事情，且并购规模较小，并购企业的主营业务是纺织品、机电等产品，在被收购方所在国家或地区的市场上有很强需求，所在国主要是非洲、拉丁美洲等经济不发达国家。直到中国在 2001 年正式入世之后，中国的企业开始了新一轮的海外并购的热潮。此时，跨国并购大多是为了提高自己的核心技术、进入发达国家的市场，所以收购的目标公司一般都在欧美等发达国家，收购规模也越来越大，涌现许多并购海外知名企业的经典案例，并购的方式也越来越广泛。

2.1.2 并购绩效

在企业完成了前期的收购活动后，通过提升企业整体资源的使用效率，改善企业的生产经营活动，由此增加的企业价值就是并购绩效。在企业并购绩效的研究和分析方面，目前主要使用的是经典的财务指标法、事件研究法和经济增加值法。因为在并购后不同的时期，公司的并购绩效会有很大的变化，因此，在对公

司的短期收购业绩进行研究的时候，通常使用了股票价格的变化来进行研究，而在对公司的长期收购业绩进行研究的时候，将研究的重点转移到了收购动机的实现与否上。

2.2 理论基础

2.2.1 协同效应理论

在并购活动中，可以将协同效应理论的含义解释为：通过对标的企业进行并购整合，并购双方可以发挥各自的优势，从而使并购后公司的价值比并购之前的两个企业的价值加起来还要高，从而可以达到 $1+1>2$ 的作用。协同作用主要体现在三个层面：经营协同、管理协同和财务协同。经营协同驱使企业开展并购活动，实现双方的优势互补，从而达到公司的最佳效益。管理协同通常是在收购企业的管理效能比被收购企业更高的前提下，收购企业的管理效能存在“过剩”，因此，收购管理效能差的公司，将收购企业“过剩”的管理效能转移到被收购企业上，从而双方并购后企业的管理价值得到最大程度的体现。财务协同的本质是企业通过合并而产生的与财务相关的绩效增值，比如，在收购后，公司的偿债能力、资本利用效率得到提高，但并非所有的财务协同效应都会出现。

2.2.2 规模经济理论

规模经济理论是一种最基本的经济学理论，它在当代的企业并购活动中起到了很重要的作用。规模经济理论指，在企业生产过程中，在一定范围内，生产产品的数量增加，单位成本就会随之降低，企业的利润增加。将规模经济理论运用到企业并购中可以解释为：在并购后，企业横向或者纵向的生产经营规模扩大，合理配置和优化被并购的各项资源，促进企业的协调生产，降低生产的平均成本，规模经济因而得到实现。不论是纵向并购还是横向并购，一定的生产规模和市场规规模才能更好地分摊企业研发、服务、广告等的费用投入，降低生产销售的平均成本，特别是研发费用高、回报周期长的高新技术产业。

2.2.3 市场势力理论

根据市场势力理论，企业利用并购来实现了规模效应，提高了生产效率，在此过程中，还会减少市场里的竞争对手，特别是并购同业里实力很强的企业，大幅提高了与该行业中的其他企业竞争的能力，甚至实现垄断的地位。相关学者指出，一些公司进行企业并购，其目的并不是要提升其自身的经营效能，而是要获取一个垄断地位，他们还指出，若公司并购不能提升其自身的经营效能，则即使进行并购，也不能确保其规模的不断扩大。

2.2.4 交易成本费用理论

美国罗纳德·哈里·科斯最早提出交易成本费用理论。交易费用成本理论阐述的是：为了促成一笔交易，交易双方都需要花费大量的时间和金钱去搜集有关的交易信息，且在磋商、签订合同以及履行合同上花费的费用随着距离的增加而增加。这些完成交易所需的费用，是企业进行经济贸易往来不可或缺的一项成本支出，而且在多数情况下，企业往往需要付出高昂的交易费用。因此，为了防止市场条件、技术条件、交易付款方法等对交易费用的影响，唯有当公司本身的资产价值趋于“最优”时，交易费用才会趋于“零”，才能实现资源配置的最大效益。另外，威廉姆森等现代经济学家则提出了企业通过并购缩减交易成本费用的主张：由于企业在进行外部的经济贸易活动时，必然会产生交易费用，因此，如果将外部经济往来转变为内部部门协作，将会极大地降低企业对外的搜索成本，谈判成本，以及合同签订和履行的成本。

3 复星医药并购 Gland Pharma 案例基本情况及动因分析

3.1 我国医药行业现状

近几年,我国医药行业的发展呈现稳定上升的趋势,整体市场规模有所扩大,截止 2020 年底,我国医药制造业规模以上工业企业的数量达到了 8170 家,资产总计达到 38010.1 亿元。我国医药行业不断加大对新产品研发的投入,新产品开发项目数不断上升,利润总额稳步增长。且我国医药进出口额一路攀升,说明我国医药行业加快了全球化的步伐,呈现出繁荣发展的态势。

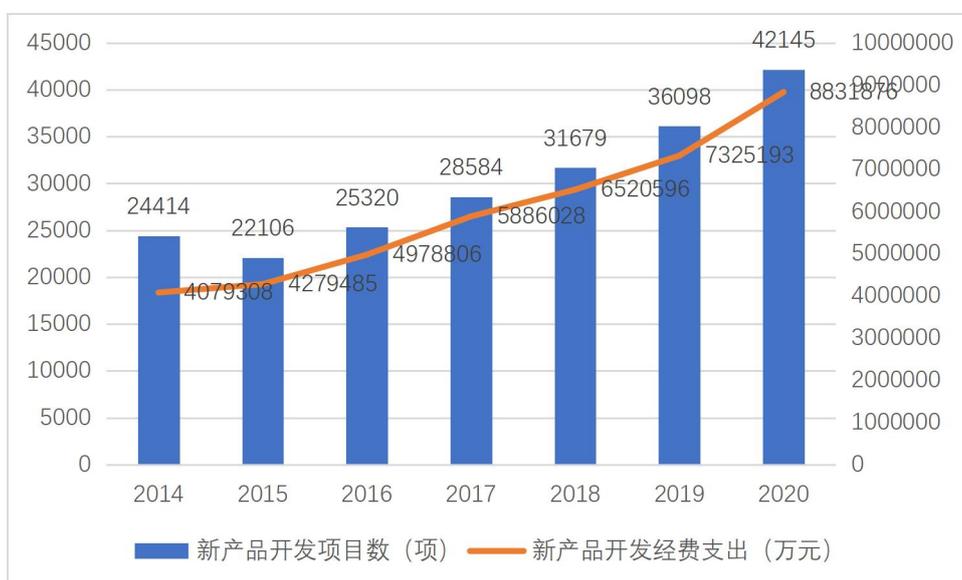


图 3.1 我国医药行业新产品开发项目数和经费支出

数据来源：国家统计局

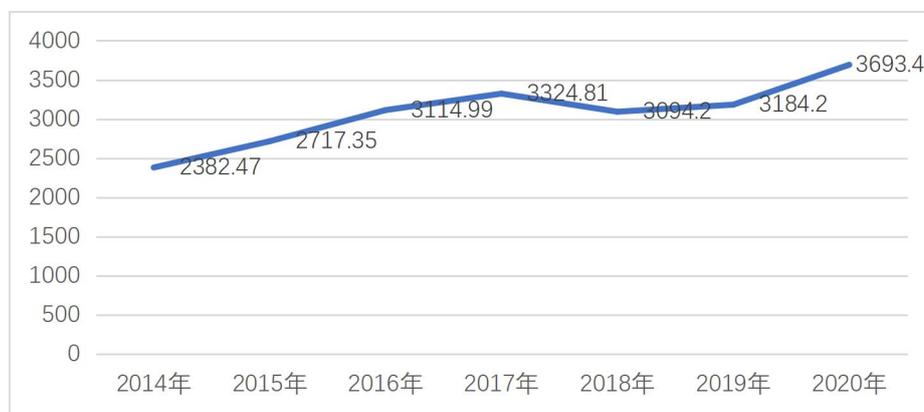


图 3.2 2014 年——2020 年医药企业利润总额（单位：亿元）

数据来源：国家统计局

但是我国医药行业的发展存在以下问题：一、医药产品的研发能力较低。与外国的大型药企相比，国内的医药企业发展比较慢，研发能力不足，很多关键技术仍未掌握，使得核心竞争力不够。二、我国医药行业行业集中度低。我国的医药行业整体结构表现为行业集中度低、行业布局分散的特征，以中小企业为主，难以实现规模经济。三、我国药企难以进入国外市场。医药作为特殊产品，各个国家对药品的准入要求很高，且药品的管制也比普通商品要严格得多。我国许多化学药品还未能达到国际化准入标准，无法进入外国市场。

为解决制药产业的结构困境，并主动应对国际经济社会的变化，我国于 2016 开始了医药行业的改革。2016 年末，《医药工业发展规划指南》由国家工信部、国家发展改革委等部门共同印发，2017 年，在《中国制造 2025》中，也有关于推动我国制药产业转型升级的政策内容。我国出台了“两票制”药物流通开票制度，为简化流通过程，降低医药流通中的各种成本，提高药品流通的效率。伴随着医改的不断深化，我国先后制定了以下调价格为主导的集中招标、药品零加价及差异定价的价格管理制度和药品流通环节价格管理的暂行办法，对纳入政府定价范围的药品价格展开了全方位的调控。在“十四五”期间，党中央发布了全面推进健康中国建设的发展计划，将持续深化医改、推进国家组织药品和耗材集中采购使用改革定为战略目标。

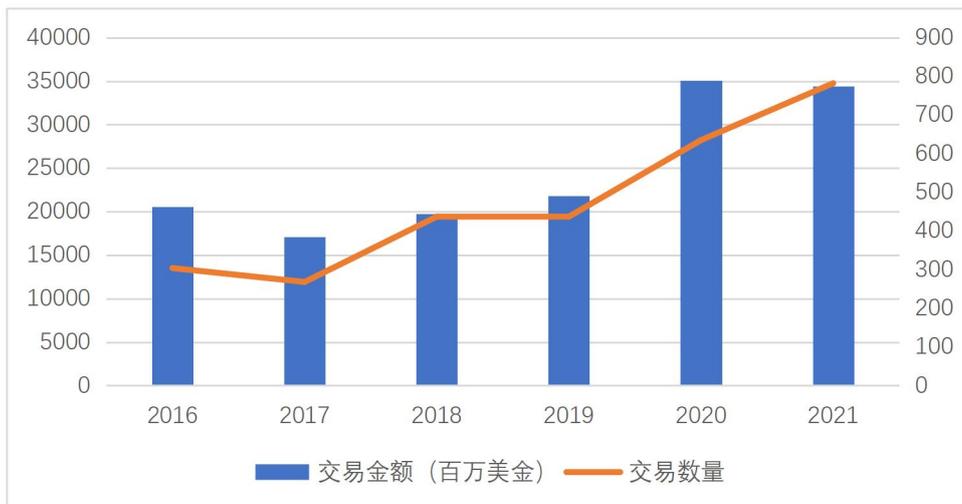


图 3.3 中国医药行业并购交易数量与金额

数据来源：汤森路透、投中数据及普华永道分析

伴随着一项又一家的国家政策的出台和实施，本土的医药企业也已经找到了更加适合自身状况的发展战略，那就是积极主动地响应国家的政策，利用海内外并购来调整产业结构，提升核心竞争力。如图表 3.3，近些年我国医药行业并购市场交易保持活跃，国内龙头制药公司在不断地寻找并购目标，包括收购国内外的中小药企和药房等，以期抢占更多的市场份额。在 2021 年度，我国医药企业的国内并购交易趋于平缓，企业间的协作重点放在了产品层面上。



图 3.4 中国医药企业海外并购交易数量与金额

数据来源：汤森路透、投中数据及普华永道分析

同时积极并购国外的制药企业，补强研发和技术上面的短板，小分子创新药、抗肿瘤药物、神经疾病药物及细胞和基因技术研发等具有技术性创新性的标的公司为中国医药企业海外并购的热门选择。但受贸易战和疫情影响，2019 年我国医药企业进行海外并购的数量和金额都有所大幅下降，2020 年缓慢回升，2021 年增幅显著，共 53 笔交易，总交易金额达到约 25.65 亿美元。

3.2 并购双方概况

3.2.1 复星医药介绍

上海复星医药成立于 1994 年，其宗旨就是保障人们的健康，1998 年正式挂牌，是一家自产自销的制药公司，公司十分重视研发，秉承着不断创新的理念，吸纳优秀的科研人员，在中国、美国和印度等国家都有自己专门的研发团队，在血液系统、中枢神经系统、代谢与消化系统、抗感染、心血管系统和抗肿瘤等领域，都有丰富的研究成果，在行业中遥遥领先。

复星药业的经营范围涵盖了医疗保健的整个产业链条，业务发展起源于中国本土，并在国际上进行了积极扩张的战略部署。公司主要从事药物、医疗设备、医学诊断的生产销售和医疗服务等业务，拥有国药控股的股份，涉足药品商贸流通领域。与其他以单一产品或业务为主的企业相比，复星医药的这种产业布局更有利于抓住中国医疗健康行业的可延续性发展机遇，并且可以在各个产业之间实现资源的共享，从而实现高水平增效，同时避免因某一领域的市场变化所造成的经营风险。

表 3.1 复星医药主营业务的分行业营业收入（亿元）

主营业务	2016	2017	2018	2019	2020	2021
药品制造与研发	102.6	131.95	186.81	217.66	218.8	289.04
医疗服务	16.78	20.88	25.63	37.36	52.17	59.38
医学诊断与医疗器械	26.64	32.14	36.39	30.4	31.72	41.18

数据来源：复星医药年报

多年来，复星药业一直在不断地为其投资者带来利益，企业的发展战略持续优化，研发投入不断增加，产品线日益丰富，运营管理效率愈加提升，资源整合能力逐渐加强，在国内和国际市场上的销售系统也在不断地改进，因而取得了很好的业绩表现。复星医药的主营业务包括：制药研发，医疗服务，医疗设备和医疗检查等，各经营领域都有专门的经营队伍。在做好现有资产经营与内部驱动发展的前提下，企业高管团队以复星药业的战略目标为中心，积极寻找国际上的投

资与收购机遇，拓展海外市场。

在医药行业面临着重大变革的特殊时期，复星药业依旧坚持走创新和国际化的发展之路，继续对创新研发进行投资，并采用多种方式部署早期的研究项目，其中包含了与科学家共同建立研发型企业、与国际知名企业建立合资/合作企业等；此外，还发起设立主动孵化模式的平台公司，致力于发展基因疗法。在海外扩张方面，除了在美国，欧洲等已有的市场成熟的国家设立分支机构，培养经营能力，同时也在非洲，印度等一些新兴的国家，通过自主成立或者并购海外本土企业，发展自己的业务。通过对创新领域的布局，促进仿制药向创新药的转型，国际化也会让公司的经营水平和市场占有率更具有国际竞争能力。

3.2.2 Gland Pharma 介绍

Gland Pharma，1878 年在印度创立，公司的本部设在印度特伦甘纳邦的海德拉巴市，拥有丰富的原研药及制剂研发生产和药品注册的经验，是一家在国际市场上具有领先地位的制药公司。该公司生产的药品，以美国、印度及欧洲其他半监管的国家为主要市场，美国占总销量的六成左右，印度本土占二成左右，其余部分被其它半监管的国家所占据。

Gland Pharma 在 2003 年成为印度第一个获得美国食品和药物管理局认可的注射剂品公司，后来又得到了美国 FDA 在内的多个国家监管机构的批准。格兰德制药公司的主要经营范围包括四大类：委托制造、委托研发、产品出口许可和监管审批。Gland 制药于 2014 年在印度的维沙卡帕特南建立了经 FDA 认可的一条肿瘤药物路线，同时还在海德拉巴建立了 3 家新的工厂。在研究与开发上，格兰德拥有约 200 人的研发团队，主要钻研两个领域；一种是像抗肿瘤药这样的复合分子药物；还有一类是如冻干型注射剂或烈性药剂的复杂注射剂。此外，格兰德制药还有一支近 300 人的药品注册团队，负责世界各地的药品注册工作，并在世界上超过 90 个国家及五大洲都有合作代理机构。

3.3 并购过程梳理

复星制药于 2016 年 7 月 28 日宣布，将以 12.6137 百万美金购买 Gland Pharma 86.08% 的股份。不过因为这次的收购涉及到了多个国家，所以流程比较

复杂，要分别通过 Gland 制药的股东大会、中国发改委和其他中国政府部门、印度和美国的反垄断部门的审批，所以并购的日期被一再推后。2016 年 12 月，印度竞争委员会通过了 86.06% 的收购案，2017 年 3 月 29 日，印度外资促进会审议通过，而印度内阁经济事务委员会从 4 月开始审批，却迟迟未通过，因为 2017 年 4 月-8 月也正好就是中印洞朗冲突期间，两国关系非常紧张，因此复星医药的并购活动停滞不前。该协议迟迟未获批准，很大程度上是因为按照印度的法规，印度内阁经济事务委员会有权阻止外资对印度企业投资超过 75% 股权的并购活动。为了规避印度当局对并购 Gland Pharma 的政治和经济监管，复星医药于 2017 年 9 月 18 日宣布，将原计划并购的股份从 86.06% 减少到 74%，同时，其购买资金也从 12.61 亿美元减少到 10.91 亿美元。最后在 2017 年 10 月，复星医药以 10.91 亿美金的数额购买了格兰德制药 74% 的股份，完成了此次并购。

表 3.2 复星医药收购 Gland Pharma 的过程

时间	过程
2016 年 7 月 28 日	宣布收购 Gland Pharma 86.08% 的股份
2016 年 9 月 20 日	发改委、商务部备案
2016 年 9 月 29 日	并购计划获复星医药股东大会批准
2016 年 10 月 13 日	并购计划获 Gland Pharma 股东大会批准
2016 年 12 月 13 日	获印度反垄断调查
2016 年 12 月 29 日	印度外管局 242 次会议推迟审议
2017 年 2 月 21 日	印度外管局 243 次会议推迟审议
2017 年 3 月 29 日	印度外管局 244 次会议审议通过
2017 年 4 月 27 日	公告延期三个月
2017 年 7 月 27 日	公告再次延期两个月
2017 年 9 月 18 日	复星医药下调收购股权比例至 74%
2017 年 10 月 3 日	复星医药完成收购

3.4 并购方案调整

由表 3.3 可知，复星医药原计划并购 Gland Pharma 的 86.08% 股权，累计收购股份约为 13337954 股，包含原创始人手中的 31.561% 的股份、原股东 KKR 所持有的 38.41% 的股份、Vetter 家族所持有的 10.026% 的股份和 BRR 家族所持有的 6.085% 的股份。保留原创始人手中小部分股票，是想在完成并购活动后减少 Gland Pharma 技术和管理人员的流失，维持公司的正常运作。并已购买格兰德制药新发行的可转换优先股，相当于其价值 6.08% 的股份。此外，复星医药还向格兰德制药的创始人提出了五年的出售期权，在这五年内，创始人可以按照 20% 的溢价出售其手中剩余的 10% 的股权。另外，复星医药还打算再支付五千万美金，将依诺肝素抗凝血药物推向美国，之后复星医药表示将这笔钱减到两千五百万美金，以节约成本。而格兰德制药公司也向复星医药保证，5 年内印度上市。

表 3.3 复星医药并购 Gland Pharma 前后股权变化

股东	并购前		并购方案		并购后	
	持股数量	持股比例	持股数量	持股比例	持股数量	持股比例
创始人	6439822	41.561%	1549495	10.00%	3421187	22.08%
KKR	5951627	38.410%	0	0.00%	0	0.00%
Vetter 家族	1553500	10.026%	0	0.00%	0	0.00%
BRR 家族	1542500	9.955%	600000	3.87%	600000	3.87%
Dr.Sagi N	7500	0.048%	7500	0.05%	7500	0.05%
复星医药	0	0	13337954	86.08%	11466262	74%
合计	15494949	100.000%	15494949	100%	15494949	100%

印度 CCEA (印度内阁经济事务委员会) 于 2016 年 6 月 20 日发布的公告中，提出了一条关于外商投资的新规定：如果外商对印度医药企业的全资持股比例小于 74%，则无需通过监管部门的批准程序进行自动审核。在自动通道之前，外商对印度直接投资要三个政府部门的审批：印度竞争委员会，外商投资促进委员会及印度内阁经济事务委员会。2017 年印度的对外政策主要是与美国、日本等国

家保持友好关系，因此自动通道是印度为方便外国资金进入印度从而吸引外商投资、增加与境外经贸往来的一项政策，有效缓解了股权占比 74% 以下的外商投资的政治监管风险，于是复星医药将原 86.08% 的收购计划减持为 74%。

由表 3.3 可知，复星医药在 2017 年修改了并购方案并最终获得了批准。原计划收购股东 KKR、Vetter 家族、BRR 家族和 Dr.SagiN 的股份保持不变，方案调整的部分为：减少购买 12.08% 的创始人所持股份。复星医药总计购买 11466262 股，占 Gland Pharma 总股本的 74%。此次并购所需的资金中，复星医药向金融机构贷款 8 亿美元，其他部分是用现金支付的方式。收购交易完成以后，复星医药保留了 Gland Pharma 的创始人 22.08% 的股权和企业的管理人员，放手给了 Gland Pharma 更多的自主管理权。

表 3.4 复星医药“盈利支付机制条款”

支付条件	支付机制
12 月 31 日前 Gland Pharma 依诺肝素产品获得美国 FDA 审批，并在美国市场销售或上市	复星医药在依诺肝素市场化两年内或至 2019 年 12 月 31 日前根据依诺肝素产品每季度毛利 50% 向创始人股东支付或有对价
依诺肝素获得 FDA 审批准发生于 2016 年 12 月 31 日后，且在 2018 年 12 月 31 日前	该等或有对价上限为 2500 万美元
依诺肝素市场化发生于 2018 年 12 月 31 日之后	收购方将不再支付相关对价

由表 3.4 可知，为了激励 Gland Pharma 尽快推动依诺肝素产品进入美国市场，复星医药此次并购为依诺肝素产品的上市时间专门设定了“盈利支付机制条款”。并购双方签订盈利支付机制条款，约定在并购完成后的规定时间内触发条款发生的支付条件，通常为标的企业的市场表现或者经营状况，买方选择是否根据条款规定让卖方支付相应的金额履行条款。盈利支付机制条款的设定既可以降低并购方的风险，又能激励被并购方的创新动力。

3.5 并购动因分析

3.5.1 全球化发展战略

复星医药一直以来都遵循着“内部成长+外部收购”的发展战略，自 2013 年起，复星医药便开启了连续跨境收购的新时代。2013 年 3 月，复星医药和美国萨拉达克斯生物制药签署了一份新的合作协议，复星医药以 2250 万美金的价格购买了萨拉达克斯生物制药 D 轮的股票，一跃而成了萨拉达克斯生物制药的唯一最大股东。此外，萨拉达克斯还授予复星医药下属医疗诊断企业——复星长征在中国唯一的销售权及生产许可证。2013 年 5 月，复星医药出资约两亿两千万美金购买了以色列一家名为阿尔玛的公司，这家公司创立于 1999 年，主要生产和销售医疗美容器械，其高端系列产品拥有全球 15% 的市场份额，在 2012 年的销售总额接近一亿美金。2013 年 10 月，复星医药完成了第一个境外的科研转移，其全资子公司重庆复创与美国 SELLAS 药品公司签订了一份战略合同，重庆复创将其自主研发的两个抗 II 类疾病药物 Fotagliptinbenzoate 和 Pan-HER 拮抗剂的海外市场的专利授权给 Sellas，允许 Sellas 在世界各地进行销售。

之后，复星医药的海外收购步伐虽然放缓了，但是也没有停止。复星医药在 2014 年 10 月斥资近 4.5983 亿欧元购买了葡萄牙一家医疗保健服务商 ESS96.07% 的股份；2015 年，复星医药联手其他三个企业共同出资并购了美国的一家名叫 Ambrx 的生化制药企业。复星医药在巩固国内医疗健康行业的领先地位的同时，不断冲击国外市场，在全球各大洲进行产业布局。

通过连续并购，复星医药收获颇丰，其 2015 年年报中查阅到，2015 年报净利润 24.6 亿同比增长 16.43%。而本次 12.6 亿美元的收购案，是复星医药受全球化发展战略驱动，希望能凭借这次收购，打开印度市场走向国际化，进一步打响企业在国际市场的知名度，打造世界一流水平的医药企业。

3.5.2 突破市场进入壁垒

过去几年复星医药一直致力于扩张海外市场，但是效果不适非常理想。因为全球主要药品市场与我国医药体系不同，都有自己的鲜明特色，我国药品生产商

不一定符合国外市场的进入标准。比如，美国药品市场的流通链条十分完善，而且价格也十分透明，为可能进入该市场的竞争者设置了很高的准入门槛。由于印度生产的药品价格低廉，研发水平也很高，所以印度制药公司在药品试验与生产等领域占领了比我国药企领先的地位，再加上与欧美无语言沟通的障碍，使得印度药企不断朝着欧美等一些有较高进入壁垒的市场发展。在美国，印度的仿制药占有 30% 的市场份额，九大印度药企以 76.1% 的处方体量和 56.1% 的销量分别占有了非品牌仿制药的市场份额。美国逐渐成为印度药品出口的第一大市场。

就非专利药品市场的规模而言，美日欧市场大小与我国差不多，而国际市场上药品的供给与需求之间的冲突则集中在注射剂方面。这是复星医药为分得全球市场一杯羹而应瞄准的发展方向，在市场饱和前抓紧仿制药产业的新兴时机主动进入市场。复星药业收购 Gland Pharma，使其得以迅速进入世界主流的仿制药药物领域。此次收购之后，Gland Pharma 将是复星药业在全球范围内的药物生产和注册方面的一个关键的平台，复星医药和 Gland Pharma 的核心产品和主营业务也会分别引进到对方市场，且复星医药的医药产品还能通过印度走向欧美，完美契合复星药业全球化的发展战略。

3.5.3 获得新技术和人才

复星制药的核心能力集中在心血管、代谢与消化、中枢神经、血液、抗感染、抗肿瘤等六大类，而这六个类是中国药物行业最有发展前景的六大类。然而研发一项新药品从立项研发、临床试验到批准上市，需要花费好几年的时间。研发投入的资金和人员是一项巨大的沉没成本，研发的项目是否成功尚不能确定，持续的投入会不断消耗公司的现金流量。且产品上市以后，受众是否接受以及接受程度也无法预测。因此对于医药企业来说，通过并购，除了直接获得并购企业的核心产品以外，获得其先进的技术和人才也是非常重要的，可以缩短研发周期、节省投入成本。

Gland Pharma 拥有 200 人左右的研发团队和 300 人左右的医药注册团队，在注射剂领域具有领先的技术和人才，医药注册团队又精通世界主流药品市场的进入规则，从制药到销售都有丰富的经验。复星医药将创新研发视为最核心的发展推动力，希望通过此次跨国并购，获得 Gland Pharma 的先进技术和人才，提升

生产效率和产品质量，在中国、印度、欧美等布局多样化产业，高效建立交互整合的 R&D 体系。

3.5.4 完善产业链布局

Gland Pharma 主要盈利的药品是肝素钠和依诺肝素。一方面中国是世界上最大的肝素原药生产国，肝素钠是世界上使用最多的一种抗血凝药物。另一方面 Gland Pharma 即将上市依诺肝素，其在中国市场有很大的发展前景。此次收购通过吸收依诺肝素的研发技术，复星医药可以连接原料和生产环节，纵向形成肝素钠和依诺肝素钠的产业链，大力降低企业的生产成本，形成协同效应，助力复星医药生物制药板块的发展，提升企业的竞争能力与行业地位。

同时，复星医药将利用格兰德制药卓越的研发能力和海外药品注册申报能力，还借助印度市场在仿制药政策和成本方面的独特优势，将复星医药现有的药物创新研发能力和生产线进行有效的对接，实现新旧产业线和供销链的融合，发挥并购的协同作用。

3.6 整合措施

复星医药主要通过并购和市场权益许可的方式在其业务所涉及的各个领域积极吸收外部资源，不断扩充产品线和市场空间，注重并购后研发、制造、销售和服务等各个环节的深度整合，旨在降低企业经营成本，提高企业生产效率。

复星医药强调整合式发展，加强各个业务板块内部和板块之间的互动与协作，深层次整合并购资源，实现企业全球范围的内部沟通与融合，共同推动业务发展。研发方面，利用企业资源管理系统，对研发、生产、营销活动进行了主数据管理，从而实现了企业资源的数字化共享，为医药板块突破了数据壁垒。运营方面，医疗服务板块构建了信息管理平台，使用统一的基础数据标准，集中管控医疗运营信息、运营指标、业务流程等核心数据。采购方面，通过集中采购等措施，不断地对供应链进行优化，减少采购费用，提升运营效益。财务方面，建立区域财务共享中心，将区域控股子公司的会计核算、报表编制、税务管理、财务分析集成一体化。

复星医药多年的海外并购经历和丰富的并购整合经验，已经形成了自身非常

大的优势，为其并购整合 Gland Pharma 奠定了深厚的基础。在并购过程中，复星医药一直与 Gland Pharma 保持紧密的联系，两者之间建立了很高的互信，才得以让这次并购活动经历多重波折最终仍顺利完成。复星医药保留了 Gland Pharma 原有的创始人和管理团队，并给予了 Gland Pharma 非常大的自主权，维持其原有的企业文化和管理风格。并购后复星医药也一直与 Gland Pharma 保持良好互动，互派科研人员和销售团队到对方公司学习交流，将 Gland Pharma 的先进的研发和生产能力以及国际药品申报能力整合到本企业，丰富产业链的同时提高并购效率。

4 复星医药并购 Gland Pharma 的绩效分析

4.1 短期市场绩效分析

短期绩效分析以复星医药的股票为研究对象，通过建立复星医药日股价回报和股市回报之间的关系，对复星医药在窗口期的预期收益率进行了估算。复星医药在 2017 年 10 月 3 日完成对 Gland Pharma 的收购，因而本文将交易披露日 2017 年 10 月 3 日选为事件窗口，分别选择收购日期之前和之后 20 个交易日作为窗口期，即 $[-20, 20]$ ，选择收购日期之前的第 180 个交易日到之前的第 31 个交易日作为估计期，即 $[-180, -31]$ 。因为复星医药上市板块为上交所主板 A 股，所以市场类型为上证 A 股市场(不包含科创板)，以下数据均来自国泰安数据库。（备注：日股票收益率及日市价收益率均未计入现金股利再投资，选用流通市值加权平均法数据作为日市价收益率）

收集窗口期内的日市场回报率和日个股回报率（实际收益率）如下表：

表 4.1 回报率

日期	日市场回报率	日个股回报率
2017-09-04	0.004419	-0.00544
2017-09-05	0.001987	0.014017
2017-09-06	0.00021	0
2017-09-07	-0.006709	0.023938
2017-09-08	-0.000018	0.001646
2017-09-11	0.002204	-0.030243
2017-09-12	0.002437	-0.008814
2017-09-13	0.001058	-0.001026
2017-09-14	-0.004203	0.020541
2017-09-15	-0.005863	0.039249
2017-09-18	0.002518	0.006133
2017-09-19	-0.001599	0.000321
2017-09-20	0.001963	0.050674

续表 4.1 回报率

日期	日市场回报率	日个股回报率
2017-09-21	-0.00135	0.000305
2017-09-22	-0.000995	0.011596
2017-09-25	-0.001512	0.024133
2017-09-26	0.001534	-0.027688
2017-09-27	-0.000343	-0.001515
2017-09-28	-0.001529	0.03125
2017-09-29	0.002232	0.005884
2017-10-09	0.007711	0.020181
2017-10-10	0.001718	-0.006021
2017-10-11	0.002192	0.033458
2017-10-12	-0.000076	0.024281
2017-10-13	0.000454	-0.000817
2017-10-16	-0.001533	0.023452
2017-10-17	-0.002322	0.002665
2017-10-18	0.004559	-0.009035
2017-10-19	-0.002313	0.058193
2017-10-20	0.001253	-0.000253
2017-10-23	-0.000122	-0.000253
2017-10-24	0.003123	0.011917
2017-10-25	0.001422	0.046104
2017-10-26	0.003135	-0.018443
2017-10-27	0.00401	0.012445
2017-10-30	-0.005364	-0.031574
2017-10-31	-0.000639	-0.008462
2017-11-01	0.000293	0.003765
2017-11-02	-0.003299	0.020005
2017-11-03	-0.002775	0.05418

计算窗口期内公司的预期收益率,需要先得到复星医药日股价回报和股市回报之间的关系。本文采用标准市场模型即资本资产定价模型(CAPM)来进行参数计算,公式如下:

$$E_{(R_{i,t})} = \alpha + \beta * R_{(m,t)}$$

其中, $R_{(m,t)}$ 指的是市场的收益率, $E_{(R_{i,t})}$ 指的是公司股票的收益率, α 和 β 就是公司股票收益率和市场收益率的有关参数。本文代入复星医药日个股收益率和上证A股日市场回报率,通过R软件对估计期的样本数据进行线性回归,得到有关参数 α 和 β 的数值。

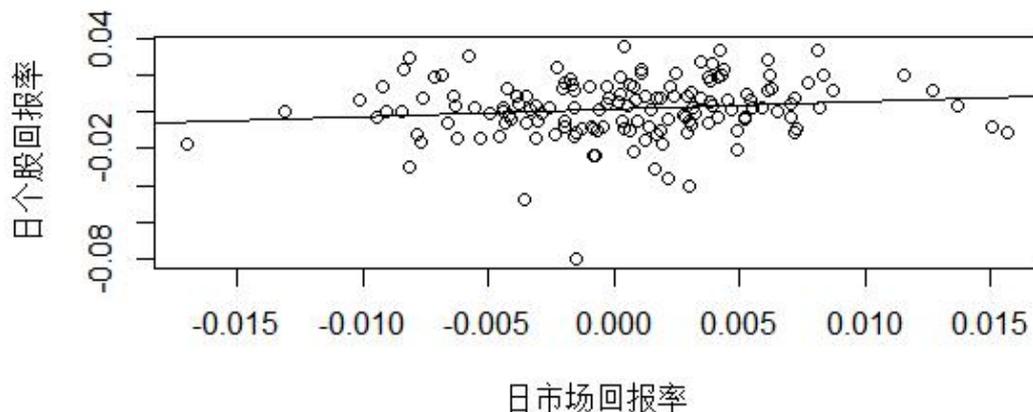


图 4.1 回报率线性回归图

因此 $\alpha = 0.0016, \beta = 0.3919$, 得出线性回归方程为 $E_{(R_{i,t})} = 0.0016 + 0.3919 * R_{(m,t)}$,将窗口期的日市场回报率数据代入方程,算出复星医药在窗口期的预期收益率。

最终,利用复星医药的真实回报率-期望回报率得到其在时间窗[-20,20]期间的超额回报率,然后把超额回报率相加就得到了累积的额外回报率,具体数值如下:

表 4.2 收益率计算表

日期	预期收益率	实际收益率	超额收益率	累计超额收益率
2017-09-04	-0.000503	-0.00544	-0.004937	-0.004937
2017-09-05	0.007123	0.014017	0.006894	0.001957
2017-09-06	0.001629	0	-0.001629	0.000328
2017-09-07	0.011011	0.023938	0.012927	0.013255
2017-09-08	0.002274	0.001646	-0.000628	0.012627
2017-09-11	-0.010223	-0.030243	-0.02002	-0.007393
2017-09-12	-0.001825	-0.008814	-0.006989	-0.014382
2017-09-13	0.001227	-0.001026	-0.002253	-0.016635
2017-09-14	0.009679	0.020541	0.010862	-0.005773
2017-09-15	0.017011	0.039249	0.022238	0.016465
2017-09-18	0.004033	0.006133	0.0021	0.018565
2017-09-19	0.001755	0.000321	-0.001434	0.017131
2017-09-20	0.021489	0.050674	0.029185	0.046316
2017-09-21	0.001749	0.000305	-0.001444	0.044872
2017-09-22	0.006174	0.011596	0.005422	0.050294
2017-09-25	0.011087	0.024133	0.013046	0.06334
2017-09-26	-0.009222	-0.027688	-0.018466	0.044874
2017-09-27	0.001036	-0.001515	-0.002551	0.042323
2017-09-28	0.013876	0.03125	0.017374	0.059697
2017-09-29	0.003935	0.005884	0.001949	0.061646
2017-10-09	0.009538	0.020181	0.010643	0.072289
2017-10-10	-0.000730	-0.006021	-0.005291	0.066998
2017-10-11	0.014742	0.033458	0.018716	0.085714
2017-10-12	0.011145	0.024281	0.013136	0.09885
2017-10-13	0.001309	-0.000817	-0.002126	0.096724
2017-10-16	0.010820	0.023452	0.012632	0.109356

续表 4.2 收益率计算表

日期	预期收益率	实际收益率	超额收益率	累计超额收益率
2017-10-17	0.002674	0.002665	-0.000009	0.109347
2017-10-18	-0.001911	-0.009035	-0.007124	0.102223
2017-10-19	0.024435	0.058193	0.033758	0.135981
2017-10-20	0.001530	-0.000253	-0.001783	0.134198
2017-10-23	0.005549	-0.000253	-0.005802	0.128396
2017-10-24	0.006300	0.011917	0.0056174	0.1340134
2017-10-25	0.019698	0.046104	0.026406	0.1604194
2017-10-26	-0.005598	-0.018443	-0.012845	0.1475744
2017-10-27	0.006507	0.012445	0.005938	0.1535124
2017-10-30	-0.010745	-0.031574	-0.020829	0.1326834
2017-10-31	-0.001687	-0.008462	-0.006775	0.1259084
2017-11-01	0.003105	0.003765	0.00066	0.1265684
2017-11-02	0.009469	0.020005	0.010536	0.1371044
2017-11-03	0.022863	0.05418	0.031317	0.1684214

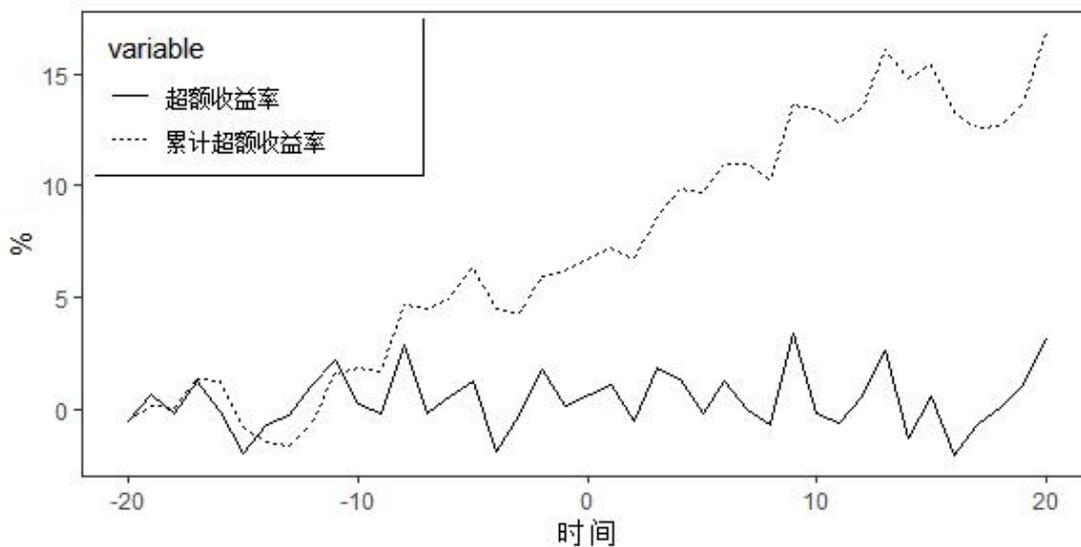


图 4.2 变化趋势

由图 4.2 所示的走势可知，复星医药的股票超额回报率基本上是在 0% 左右来回波动，总体上正值天数较多且数值较大；自 9 月 15 日以后，累计超额收益率大于零且一路攀升，在并购后一个月达到了 0.1684214，这表明，在短期绩效方面，股市对这一收购活动的反应是很好的，这一次的收购活动提高了复星医药的市值。由此可知，市场对复星医药此次并购持积极的乐观看法，看好复星医药并购 Gland Pharma 后能有效实现其获得技术和人才、突破市场进入壁垒，从而扩展全球化业务的动因，股价的上升有利于复星医药的后续发展。

4.2 长期财务绩效分析

4.2.1 财务指标对比分析

通过对复星医药并购前后（2014 年-2021 年）的盈利能力、发展能力、偿债能力、营运能力和行业水平进行分析，反映并购是否成功。本文选择行业均值与复星医药进行对比分析，数据来自 wind 数据库，依据 wind 行业类的的医疗保健，报表类型选择的是合并报表。

4.2.1.1 盈利能力指标分析

盈利能力指标本文分析了净资产收益率（ROE）TTM 和总资产净利润率（ROA）TTM。

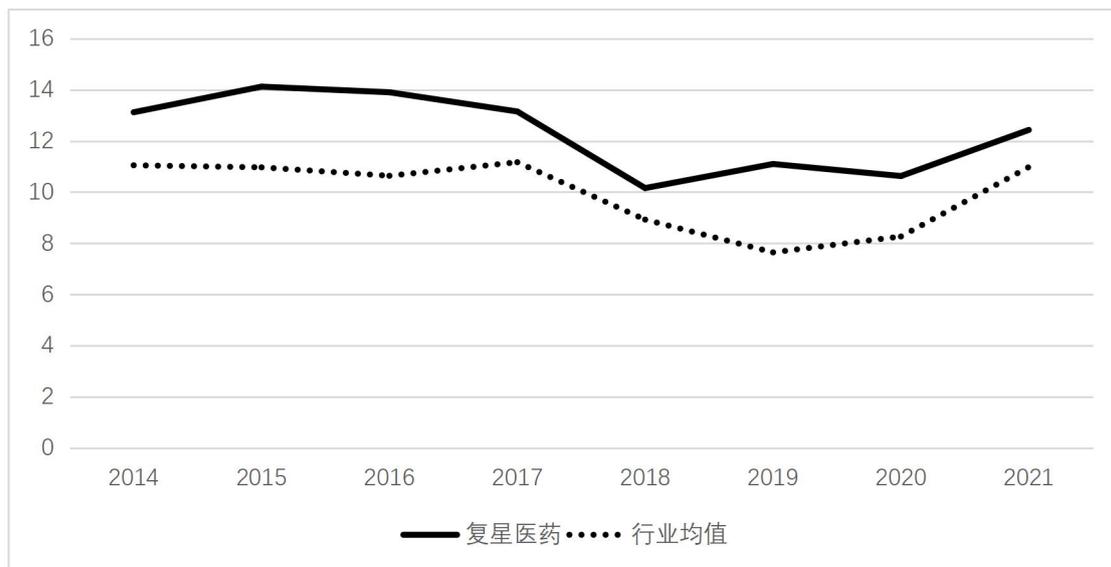


图 4.3 净资产收益率

从图 4.3 中可以看出，复星医药净资产收益率(ROE) TTM 在 2014 年到 2017 年高于行业水平，总体较平稳，2017 年开始下降，2018 年下降得更显著，最接近行业均值。2019 年在行业均值持续下降的时候，复星医药净资产收益率开始上升。

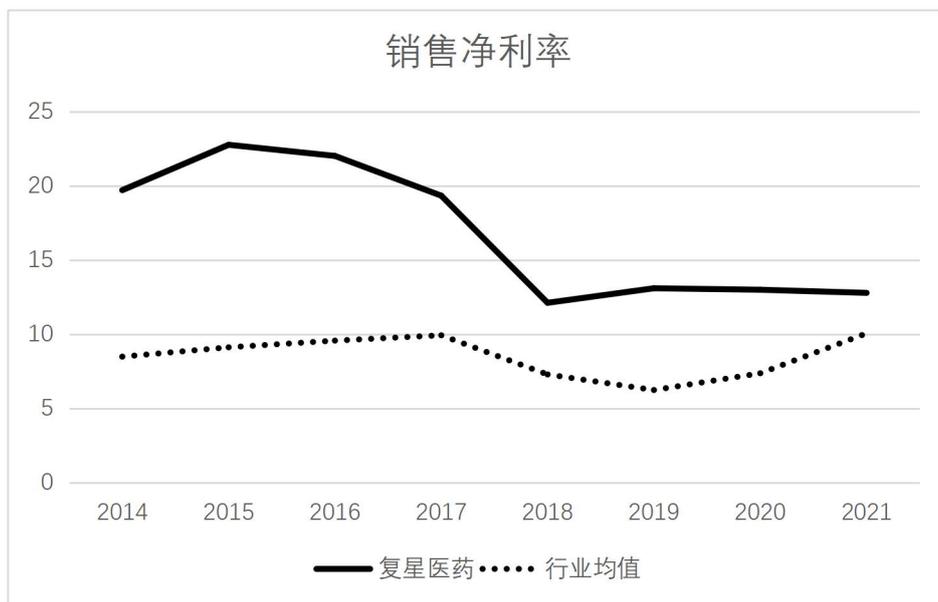


图 4.4 销售净利率

从图 4.4 中可以看出，复星医药销售净利率 (ROA) TTM 在 2014 年到 2016 年都高于行业均值两倍以上，2017 年与行业均值的差距减小，2018 年显著下降，

之后保持微弱上升的趋势，2019 年到 2021 年行业均值呈上升趋势。复星医药受并购 Gland Pharma 影响，并购后没有立即在管理经营、研究开发、生产制造、组织制度和企业文化等方面进行有效的整合。且医药行业整个行业都在追求改革，为提高利润研发新的产品，行业均值上升。而复星医药很多药品被选中进入集采，大幅降低产品价格，使得产品利润减少，导致净利率降低。

4.2.1.2 成长能力指标分析

成长能力指标本文分析了营业收入增长率、净利润增长率和总资产同比增长率。

表 4.3 复星医药成长能力分析

	营业收入增长率	净利润增长率
2014	20.30	21.19
2015	4.85	21.13
2016	16.02	5.92
2017	26.69	11.30
2018	34.45	-15.77
2019	14.72	23.96
2020	6.02	5.25
2021	28.70	26.59

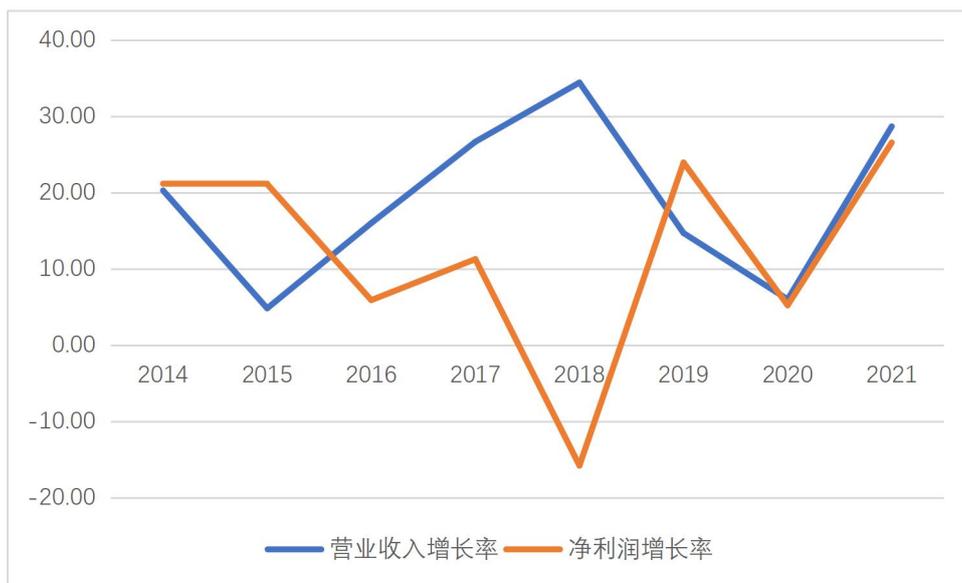


图 4.5 复星医药成长能力分析

从图 4.5 中可以看出，复星医药营业收入增长率波动大。2015 年到 2018 年复星医药营业收入增长率呈上升趋势，并购效果不显著，2019 年受疫情影响显著下降，2021 年又显著上升。净利润增长率波动大且波动频繁，在 2018 年低到负值，2019 年迅猛上升，高于从前的值，2020 年又下降。复星医药在并购后将大量的资金投入研发中，提升了成本费用，而产品不能在短时间就研发出来，所以导致利润率下降，但产品研发成功上市以后，利润率又能明显上升，2019 年就受新产品利妥昔单抗注射液（汉利康）上市并销售火热的影响。

4.2.1.3 偿债能力指标分析

偿债能力指标本文分析了流动比率、速动比率和资产负债比率。

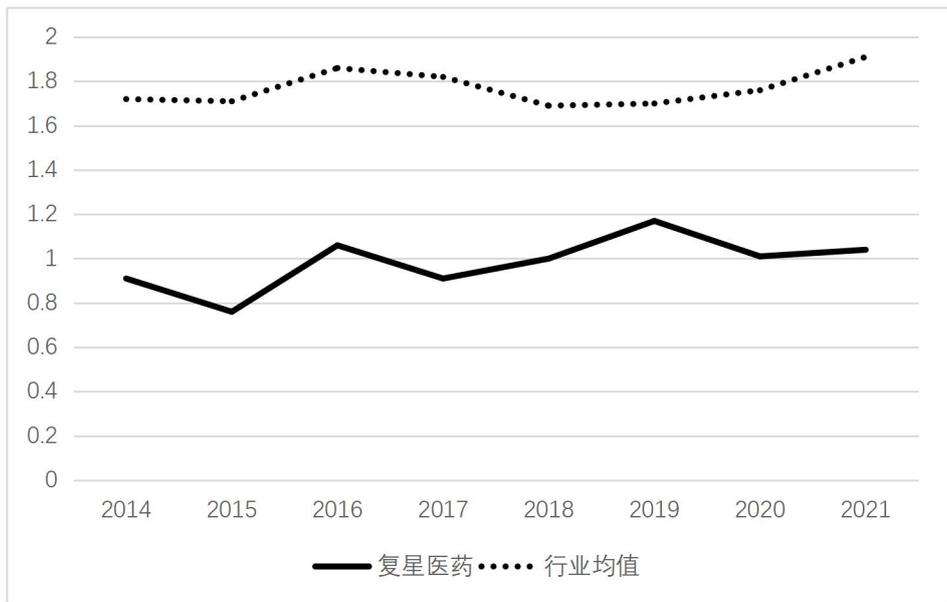


图 4.6 流动比率

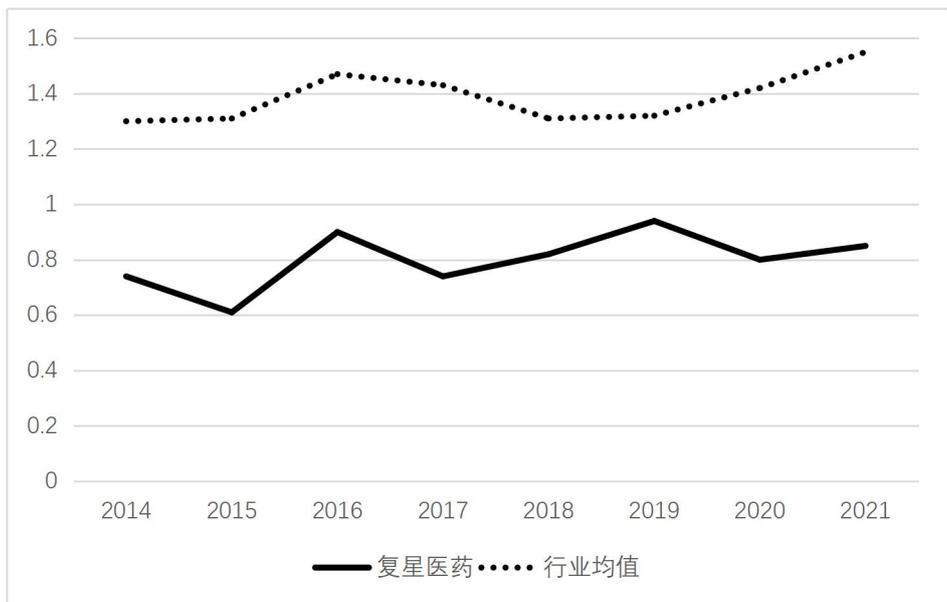


图 4.7 速动比率

速动比率和速动比率代表短期偿债能力，从图 4.6 和图 4.7 中可以看出，复星医药的流动比率和速动比率一直低于行业平均数值。2017 年复星医药的两个指标下降的趋势比行业水平下降得更明显，收购 Gland Pharma 用了大量的资金，导致企业的短期偿债能力大幅下降；2017 年 10 月并购完成；2018 年在行业水平开始下降的同时开始上升，并在两年后超过并购之前 2016 年末的状态。2020 年

应是受新冠疫情的影响表现不佳。

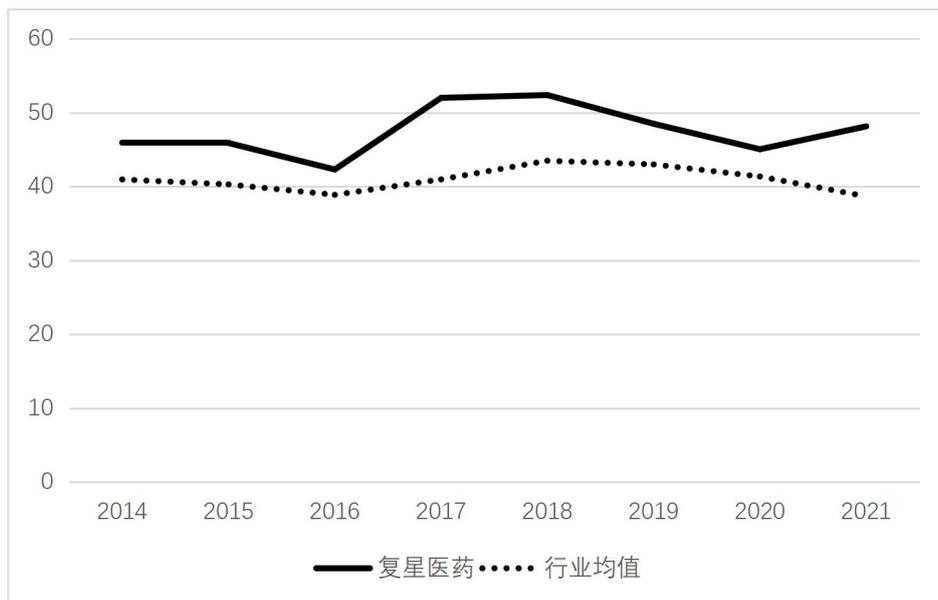


图 4.8 资产负债比率

从图 4.8 中可以看出，复星医药资产负债比率一直高于行业平均水平，资产负债比率代表长期偿债能力。行业资产负债比率水平在 2014 年到 2016 年呈下降趋势，2017 年有微弱上升，之后 2019 年到 2021 年缓慢下降。复星医药在 2016 年开始下降，2017 年开始显著上升，2018 年在高位保持平稳，2019 年开始下降，到 2020 年初恢复到并购前的水平，呈曲折中缓慢上升的趋势。

以上的分析表明，复星医药的短期偿债能力不够，资产的流动性很低，缺少能够立即转化为充裕现金的资产，不能迅速而及时地偿付债务，造成这样较低的偿债能力是因为复星医药在全球范围内连续的并购使用了大量的现金，且研发新技术新药的过程中也投入了不少资金，使得在这个过程中没有足够的资产偿还负债。但长期偿债能力高于行业水平。

4.2.1.4 经营能力指标分析

经营能力指标本文分析了总资产周转率 TTM、应收账款周转率 TTM 和存货周转率 TTM。

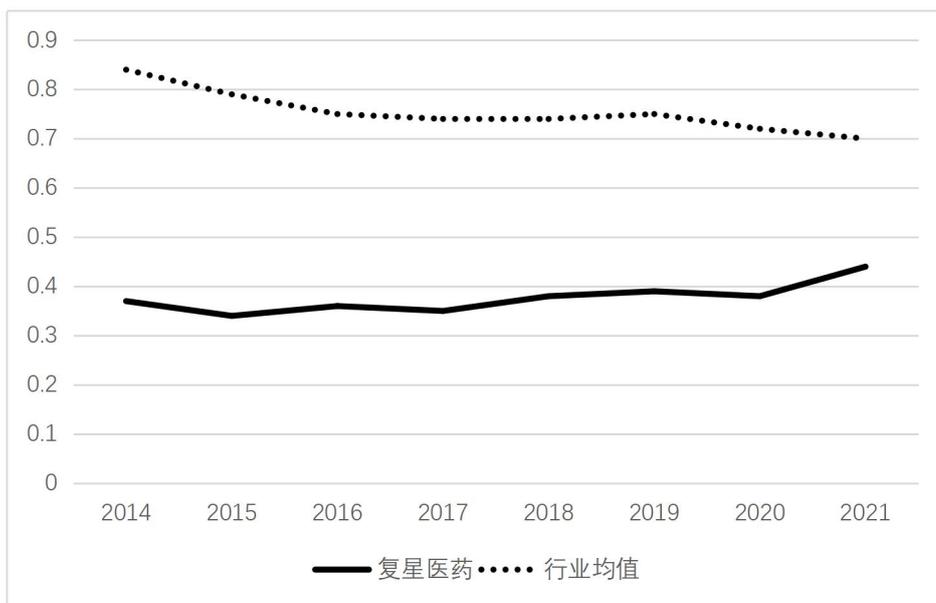


图 4.9 总资产周转率 TTM

从图 4.9 中可以看出，2014-2016 年间，复星医药资产投入到产出的过程中，复星医药总资产周转率 TTM 低于行业均值。2017-2018 年间，这一情况并没有往好的方向转变，原因很可能是并购所需大量的资金，并且并购完成后还没有很好的进行技术与营销的整合，以及新产品的研发周期长，总之，并购后不能立即将资产投入转化成产出，需要一定时间。2019-2021 年间，并购产生的效果使总资产周转率 TTM 有所上升。行业均值呈下降趋势。

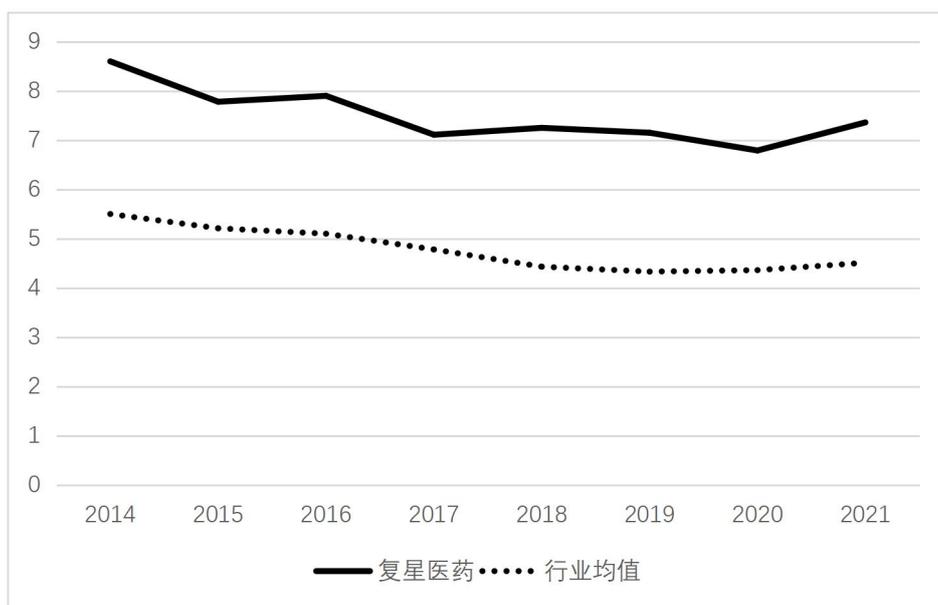


图 4.10 应收账款周转率 TTM

图 4.10 显示，复星医药应收账款周转率 TTM 比行业平均水平高，从而公司的资本使用效率较高。复星医药于 2017 年 10 月完成收购后，企业应收账款周转率 TTM 有明显的下降，这表示企业应收账款的回收速度变低，侧面体现了并购后企业还未发挥出管理协同效应，导致经营管理效率不高。从 2020 年开始，并购产生的效果使应收账款周转率 TTM 开始回升。

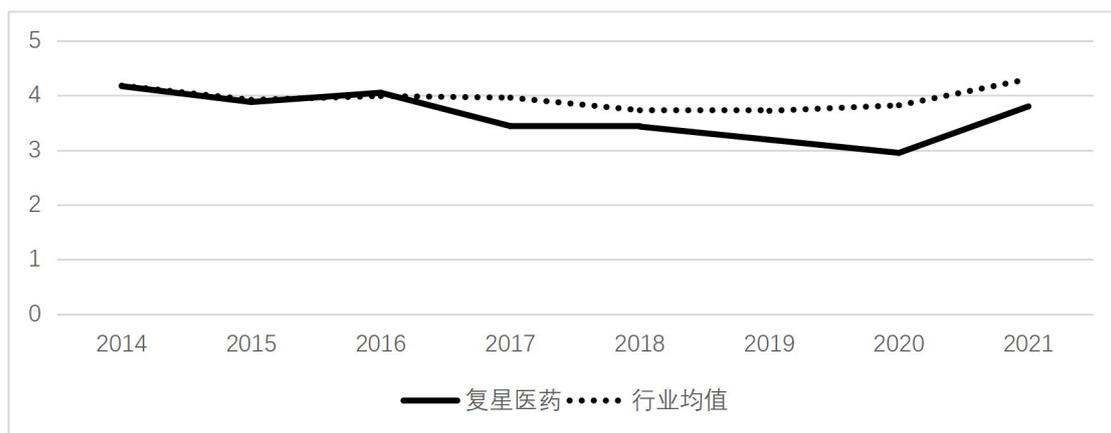


图 4.11 存货周转率 TTM

图 4.11 显示，2014 到 2016 年复星医药的存货周转率基本保持在行业内的平均水准，2017 年复星医药显著降低，一直降低到 2020 年，2020 年呈现最低值，2021 年大幅提升，回到并购前的水平。表明在并购结束后，企业的仓库中挤压了一定数量的存货，存货未及时卖出，增加仓储管理费用的同时占用了企业资金，降低企业的现金流量和资金周转率，从而对公司的营业利润产生影响。从 2021 年开始，并购产生的效果使存货周转率 TTM 显著上升。

4.2.2 基于 EVA 指标的并购绩效分析

EVA 的全称是 Economic Value Added，中文翻译为经济增加值，是由美国 Stern Stewart 咨询公司上世纪 90 年代开发的一种新型的价值分析工具和业绩评价指标。后来经过我国专家学者的引进和改良，2010 年 EVA 成为中央企业考核经营业绩的核心指标。EVA 是从股东的视角，看企业的盈利水平，看企业在一段时间内投入的资本能够为企业创造出什么样的纯利润，因而指的是资本利润，

不同于会计核算的税后利润，它考虑的是股东资本成本情况下的利润，比会计利润能更为全面准确地衡量企业业绩。

EVA 理论的核心思想是投资者所获得的报酬最起码要与其在资本市场上相似的风险投资所能获得的报酬相等，也就意味着只有在投入的资金所带来的纯利润高于这笔资金在整个社会中所带来的平均回报，才说明企业“增值”，企业的资本有所增长；相反，则会出现“贬值”现象，企业的业绩没有得到增长，因此更加符合价值。所以经济增加值是企业在扣除了总资本的机会成本后，税后净营业利润所产生的剩余价值。

EVA 计算公式为： $EVA = NOPAT - WACC * TC$

NOPAT 代表税后净营业利润，WACC 表示企业的加权平均资本成本，TC 是企业投入的总资本。NOPAT 的调整要按照损益表来进行，计算公式如下：

$NOPAT = \text{营业利润} + \text{财务费用} + \text{资产减值损失} - \text{公允价值变动损益} - \text{投资收益} - EVA$

以往在对财务收益进行评估时，采用的是传统的绩效评价指数，通常没有对使用包含股权等一切资本的费用进行减去，但是经济增加值是指减去资本的使用成本后所得的利润。也可以认为，在 EVA 大于 0 的情况下，该公司的税后净营运收益超过了全部投入的资本的使用成本，该公司的业绩提升；反之，当 EVA 低于 0 的情况下，就意味着该公司的税后净营运收益无法覆盖其所投资的全部资本的使用费用，因此公司的业绩下降。因此，有些公司在其会计报告上表现为正的盈利，但其 EVA 指数并不一定是正的，也有可能是负的。

4.2.2.1 复星医药的会计调整及计算

(1) 资本化费用调整

从复星医药 2015 到 2019 年的财务报告中可以看出，对于复星医药而言，需要进行调整的项目主要是资本化费用、商誉、递延所得税资产、在建工程、无息负债、营业外收支、税费、财务费用、资产减值准备等，这些都是按照复星医药的财务报告和说明进行的。资本化费用是包括员工培训、产品研究、市场开发等成本，它们是在公司的生产经营活动中持续很久的一次性付清的开销，通常，在进行会计收益的核算时，为提高公司的短期利润，将其在发生的当年进行一次性

核销，极大地减少了它们的支出。所以为了考虑企业的长远发展，在 EVA 的计算中，对这些费用进行了调整计算，按一定年度进行摊销。复星医药的资本化费用完全来自于研究开发支出，在此期间，复星药业没有产生任何的员工培训和宣传支出。本文假定资本化费用按五年的时间进行摊销，调整情况如图 4.4 所示：

表 4.4 资本化费用调整 单位：万元

项目	2015	2016	2017	2018	2019
研究开发费用	67003.58	71474.91	102653.79	147961.23	204140.06
资本化费用总额	67003.58	71474.91	102653.79	147961.23	204140.06
平均每年分摊	13400.716	14294.982	20530.758	29592.246	40828.012
-实际分摊额	13400.716	27695.698	48226.456	77818.702	118646.714
NOPAT 影响额	53602.864	43779.212	54427.334	70142.528	85493.346
对 TC 的累计影响	53602.864	43779.212	54427.334	70142.528	85493.346

(2) 递延所得税的调整

递延所得税的发生是由于企业按照会计的方式和按照税法规定的方式计算的所得税不一致而产生了递延，所以在计算 EVA 时，要对递延所得税进行调整。若在核算时出现了递延所得税费用，则要加到 NOPAT 中，若出现了递延所得税收益，则要从 NOPAT 中扣除。递延所得税的调整是将递延所得税负债变动额减去递延所得税资产变动额，如果它是正的，那么它将被添加到 NOPAT，如果它是负的，那么它将从 NOPAT 中扣除。复星医药递延所得税调整如图 4.5 所示：

表 4.5 递延所得税调整 单位：万元

项目	2015	2016	2017	2018	2019
递延所得税负债	184476.19	178642.68	298114.94	290835.9	299404.79
递延所得税负债变动额	-8,456.92	-5833.51	119472.26	-7279.03	8568.89
递延所得税资产	10247.67	12955.06	14452.35	17313.48	19609.46
递延所得税资产变动额	125.5	2707.39	1497.29	2861.13	2295.98
NOPAT 影响额	-8,582.42	-8540.9	117974.96	-10140.16	-6272.91
对 TC 的影响	-174228.52	-165687.62	-283662.59	-273522.42	-279795.33

(3) 营业外收支的调整

营业外收支指的是与企业在经营过程中产生的与日常生产经营活动没有联系的支出和收入，是意外发生的，不重复出现，这些非经常性项目对企业长远的经营和发展影响不大，因而要进行调整。调整原则是，若产生利润，则从 NOPAT 中减去，若产生费用就加到 NOPAT 中。具体计算用营业外支出减去营业外收入，算出的数值就是 NOPAT 影响额，如表 4.6 所示：

表 4.6 营业外收支调整 单位：万元

项目	2015	2016	2017	2018	2019
营业外收入	10666.09	19511.3	1348.25	8286.01	7738.23
营业外支出	3200.16	2298.03	2665.97	3880.1	4518.48
NOPAT 影响额	-7465.93	-17213.27	1317.72	-4405.91	-3219.75

(4) 财务费用的调整

财务费用是公司为了筹措资本进行生产和运营所需要的成本。在对公司的会计收益进行计算时，按照会计标准，财务费用可以被直接计入当期损益，属于期间费用。在计算 EVA 的过程中，核算的资本成本还包括了关于负债的相关信息，若在计算 NOPAT 中也扣除这部分费用，那么这笔金额就被减去了两次，重复计

算会造成计算的数额不精准。因此在核算的时候还得加上财务费用，做这部分的调整。换言之，将复星医药的利息支出和汇兑损益加入到 NOPAT 中，调整情况如表 4.7 所示：

表 4.7 财务费用调整 单位：万元

项目	2015	2016	2017	2018	2019
利息支出	47577.07	49134.09	58870.23	93757.93	109426.6
汇兑损益	315.63	2984.07	3026.02	9603.82	4075.82
NOPAT 影响额	47261.44	46150.02	55844.21	84154.11	105350.78

(5) 无息流动负债的调整

无息流动负债就是是不需要支付利息的负债，包含应付账款、预付账款等项目，由于不需要用企业资本来偿还无息负债，所以在计算公司的投入资本时，只需扣除它即可。

表 4.8 无息流动负债的调整 单位：万元

项目	2015	2016	2017	2018	2019
其他流动负债	9252.67	55911.99	7733.69	22744.53	24896.93
其他应付款	115789.26	126365.24	269689.10	323721.79	390622.37
预收账款	26023.48	38574.45	52726.35	46051.25	48550.83
应交税费	50377.98	47819.79	48007.22	47890.53	75962.79
应付职工薪酬	37665.05	44419.35	55883.03	57870.15	69739.69
应付账款	97321.96	102479.11	178188.35	218428.03	215274.68
无息负债	336430.4	415569.93	612227.74	716706.28	825047.29
对 TC 影响	-336430.4	-415569.93	-612227.74	-716706.28	-825047.29

(6) 资产减值准备的调整

我国会计核算规范中，每一家公司在年末都要对其资产进行计提折旧，通过减值测试提出减值准备，体现出会计核算的谨慎性，也可以更好地反映出公司的

各种资产的价值，完成计提折旧以后的公司，在进行会计收益核算的时候，其收益会有所下降，所以，在对 EVA 进行核算时，就应当将这一部分的数额加上，如表 4.9 所示：

表 4.9 资产减值准备的调整 单位：万元

项目	2015	2016	2017	2018	2019
减值准备期末金额	75997.79	78128.71	80493.85	88673.9	134392.97
减值准备变动额	566.59	2130.92	2365.14	8180.05	45719.07
NOPAT 影响额	566.59	2130.92	2365.14	8180.05	45719.07
对 TC 的累计影响	75997.79	78128.71	80493.85	88673.9	134392.97

(7) 在建工程的调整

在建工程项目反映的是企业对未完成的正在进行中的项目的支出，是针对一项资产一种长期的投资计划，公司需要为这项资产投入大量的资金，有助于公司在未来盈利，但是它对目前的公司的运营没有任何帮助，不能为公司带来利润。目前公司在获得利润的时候，这部分资产的价值尚未体现出来，不包含在公司现增加的价值中，所以在进行核算时应当将这一块的数据剔除掉，如表 4.10 所示：

表 4.10 在建工程的调整 单位：万元

项目	2015	2016	2017	2018	2019
在建工程	100,122.35	115,989.53	175,986.57	203,980.03	314990.63
对 TC 的影响	-100122.35	-115989.53	-175986.57	-203980.03	-314990.63

(8) 商誉的调整

我国的会计准则有规定，要求在每一年的年末，企业都要对自己公司的商誉进行计提，一旦出现了减值，就应当将其计算到当期的收益之中。在计算公司的收益时，虽然会使公司的收益有所下降，但公司商誉变动的各种原由对公司的长期发展产生着重要的影响，所以在计算公司的各项指标时，应当将这一部分的数额加上。不过根据复星药业最近几年的会计报告，其商誉在不断增加，所以就

有进行修正。

(9) EVA 税收的调整

EVA 的税收调整是在所得税费用的基础上，按照税后净经营利润对会计的项目进行了反向的调节，换种说法就是，若某些项目使企业经营的会计收益上升，则进行扣除，若使企业的收益降低，则进行加法。详细的计算步骤见下表 4.11：

表 4.11 EVA 税收调整 单位：万元

项目	2015	2016	2017	2018	2019
所得税费用	50117.07	35020.70	47645.76	55971.07	78223.14
资本化费用 (+)	53602.86	43779.21	54427.33	70142.53	85493.35
减值准备增加额 (+)	566.59	2130.92	2365.14	8180.05	45719.07
营业外收入 (-)	10666.09	19511.30	1348.25	8286.01	7738.23
营业外支出 (+)	3200.16	2298.03	2665.97	3880.10	4518.48
利息费用 (+)	47577.07	49134.09	58870.23	93757.93	109426.60
汇兑收益 (-)	315.63	2984.07	3026.02	9603.82	4075.82
EVA 税收调整	144082.03	109867.58	161600.16	214041.85	311566.59

4.2.2.2 税后净营业利润的计算

$$\text{NOPAT} = \text{营业利润} + \text{财务费用调整} + \text{各项准备金增加额} + \text{商誉摊销} + \text{递延所得税贷方余额增加 (借方为减)} + \text{资本化研发费用} - \text{EVA 税收调整}$$

通过上文列表对 NOPAT 需要调整的项目进行计算，在营业利润的基础上，将对税后净营业利润起影响作用的项目或加或减，详细计算步骤和结果如表 4.12 所示：

表 4.12 税收净营业利润 单位：万元

项目	2015	2016	2017	2018	2019
营业利润	329717.22	339941.61	407489.37	353553.38	449355.51
利息费用 (+)	47577.07	49134.09	57754.07	92965.79	109426.60
汇兑收益 (-)	315.63	2984.07	3026.02	9603.82	4075.82
少数股东权益 (+)	248807.85	306011.04	441458.58	561497.69	731614.73
递延所得税资产变动额 (-)	125.50	2707.39	1497.30	2861.13	2295.98
递延所得税负债变动额 (+)	-8456.92	-5833.51	119472.26	-7279.03	8568.89
资产减值准备增加额 (+)	566.59	2130.92	2365.14	8180.05	45719.07
营业外收支 (+)	-7465.93	-17213.27	1317.72	-4405.91	-3219.75
资本化费用 (+)	53602.86	43779.21	54427.33	70142.53	85493.35
EVA 税收调整 (-)	144082.03	109867.58	161600.16	214041.85	311566.59
NOPAT	519825.58	602391.05	918160.99	848147.70	1109020.01

4.2.2.3 资本投入的调整和资本结构的计算

投入资本总额分为两个部分，一部分是由债务资本以及股东权益构成，包含的各项数据可以从复星医药的资产负债表找到；另外一部分是将复星医药研发费用和各种减值准备进行资本化，也就是上述调整的项目。根据公式计算资本投入的调整，同时计算出资本总额中债务资本和权益资本各自占的比重。通过上述说明，可以得到如下计算公式：

$$TC = \text{债务资本} + \text{权益资本} + \text{投入资本调整额} - \text{在建工程净值}$$

表 4.13 资本投入的调整及资本结构 单位：万元

项目	2015	2016	2017	2018	2019
短期借款	547170.55	382620.97	971486.63	561754.34	635828.69
一年内到期的非流动负 债	186246.86	182417.67	45588.93	510659.73	256226.3
长期借款	167620.15	218290.5	83559.18	863066.15	729304.38
应付债券	189532.4	338805.26	423538.19	403945.7	528386.32
①债务资本合计	1090569.96	1122134.4	1524172.93	2339425.92	2149745.69
普通股权益 (+)	1818157.01	2219021.55	2532686.81	2797773.64	3188806.61
少数股东权益 (+)	248807.85	306011.04	441458.58	561497.69	731614.73
资产减值损失 (+)	566.59	2130.92	2365.14	8180.05	45719.07
递延所得税负债余额 (+)	-8456.92	-5833.51	119472.26	-7279.03	8568.89
递延所得税资产余额 (-)	125.5	2707.39	1497.3	2861.13	2295.98
费用化研发费用支出 (+)	53602.864	43779.212	54427.334	70142.528	85493.346
在建工程净值 (-)	100122.35	115989.53	175986.57	203980.03	314990.63
②权益资本总额合计	2012429.54	2446412.29	2972926.25	3223473.71	3742916.03
	4	2	4	8	6
资本总额	3102999.50	3568546.69	4497099.18	5562899.63	5892661.72
	4	2	4	8	6
债务资本占比	35.15%	31.45%	33.89%	42.05%	36.48%
权益资本占比	64.85%	68.55%	66.11%	57.95%	63.52%

4.2.2.4 加权资本成本的计算

加权资本成本的由权益资本成本和债务资本成本构成。

(1) 债务资本成本的计算

首先从年度报告中推算出复星医药长期借款和短期借款的比例, 其次按照相

应的利率计算出税前债务资本成本，最后根据税率算出税后债务资本成本。复星医药 2015 年-2019 年的年报显示，公司主要债务由两部分组成，一个是短期借款，另一个是长期借款，因为复星医药每年的长短期借款占比不相同，所以为了方便，把中国人民银行的一年短期贷款基准利率当作短期借款利率，而长期借款利率默认为五年内长期贷款基准利率。计算结果如下表 4.14：

表 4.14 债务资本成本 单位：万元

项目	2015	2016	2017	2018	2019
短期借款	547170.55	382620.97	971486.63	561754.34	635828.69
长期借款	167620.15	218290.5	83559.18	863066.15	729304.38
短期借款占比	76.55%	63.67%	92.08%	39.43%	46.58%
长期借款占比	23.45%	36.33%	7.92%	60.57%	53.42%
短期借款利率	4.35%	4.35%	4.35%	4.35%	4.35%
长期借款利率	4.75%	4.75%	4.75%	4.75%	4.75%
税前债务资本成本	4.44%	4.50%	4.38%	4.59%	4.56%
所得税税率	25%	25%	25%	25%	25%
税后债务资本成本	3.33%	3.37%	3.29%	3.44%	3.42%

(2) 权益资本成本的计算

权益资本成本是指公司通过发行股票来获取资金所需要支付的金额，在对这个数值进行测算时，通常采用的是 CAPM 法（资本资产定价模式），CAPM 模型的计算方法如下：

$$KE = R_f + \beta \times (R_m - R_f)$$

其中，KE 表示权益资本成本， R_f 为无风险利率，表示的是一家公司对某一特定的不存在任何风险的项目进行投入能得到的利息率。本文按照通常做法，选取十年期国债利率 3.43% 作为无风险利率； β 为风险系数，衡量的是股票相对于整体股市的波动性，本研究中使用国泰安数据库内的 β 数据； $R_m - R_f$ 为市场风险溢价，一般指市场高于无风险利率的平均风险，本研究将 4% 定为市场风险溢价。

复星医药 2015-2019 年期间的权益资本成本的计算结果见下表 4.15：

表 4.15 权益资本成本

项目	2015	2016	2017	2018	2019
无风险收益率	3.43%	3.43%	3.43%	3.43%	3.43%
β 值	0.96	0.75	0.57	1.35	1.39
风险溢价	4%	4%	4%	4%	4%
权益资本成本	7.27%	6.43%	5.71%	8.83%	8.99%

(3) 加权资本成本测算

WACC 的计算过程是这样的：分别算出权益资本成本与其占资本总额的比重的乘积、税后债务资本与其占资本总额的比重的乘积，然后两者相加，具体的数据以及计算如下表 4.16：

表 4.16 加权资本成本

项目	2015	2016	2017	2018	2019
权益资本成本	7.27%	6.43%	5.71%	8.83%	8.99%
权益资本占比	64.85%	68.55%	66.11%	57.95%	63.52%
税后债务资本成本	3.33%	3.37%	3.29%	3.44%	3.42%
债务资本占比	35.15%	31.45%	33.89%	42.05%	36.48%
WACC	5.89%	5.47%	4.89%	6.57%	6.96%

4.2.2.5 EVA 的计算

通过上述计算，已经调整了会计项目，可以根据公式计算出复星医药的 EVA 和 EVA 增值，具体数据及计算结果如表 4.17 所示：

表 4.17 EVA 计算

单位：万元

项目	2015	2016	2017	2018	2019
NOPAT	584213.126	655957.18	1002938.726	946006.38	1251227.7
TC	3116400.22	3596242.39	4545325.64	5640718.34	6011308.44
WACC	5.89%	5.48%	4.90%	6.60%	7.00%
EVA	400588.1973	459039.50	780217.77	573927.26	830492.34
EVA 增值	——	58451.31	321178.27	-206290.51	256565.08

经过以上一系列的计算，得出了 EVA 和 EVA 增值。可见复星医药在 2015-2019 期间的 EVA 均为正，这表明在这 5 年内，公司投资的项目所取得的回报高于公司所付出的代价，公司取得了丰厚的利润，实现了公司的价值增长。但是从 EVA 的增长情况来看，在 2018 年，企业的 EVA 虽然是正数，但是相比较前一年，却是在大幅降低，明显是受并购 Gland Pharma 影响，2018 年复星医药的营业利润为 353553.38 万元，相比 2017 年的 407489.37 万元下降了约 13.24%，而投入资本 2018 年为 5562899.64 万元，比 2017 年的 4497099.18 万元，上升了约 23.70%。由于复星医药的收购是以现金为主，且 2017 年并购 Gland Pharma 的这次交易是一笔很大的投资，使得复星医药债务资本成本占总资本比例上升，导致平均资本成本上升；而且在并购之后持续扩大对研发的投入，新的药物从立项研究到登记上市是一个需要长时间去完成的过程。所以在收购的那一年，公司的盈利能力并没有得到很好的提升，净利润没有增加，从而复星医药 2018 年的 EVA 值出现了显著下降。但在 2019 年，EVA 增值又恢复到正数，说明并购后开始有效地融合，有新的产品研发出来并成功上市，为企业增长利润。可预见在接下来，复星医药的 EVA 值还会继续增长。

4.3 非财务绩效分析

4.3.1 研发投入分析

科学技术的发展是持续创新的保证，尤其是像复星制药这样以研究为主导的公司，拥有雄厚的研究实力，是推动公司发展的关键，也是决定公司是否能够有

效提升整体竞争力的关键。复星医药近些年一直加大制药业务研发投入，如图 4.12，从 2017 年的 127511 万元到 2021 年的 448600 万元，增长了超 2.5 倍，2018 年的同比增长率最高，是 2017 年增长率的 2 倍，达到了 75.49%，这主要是由于复星制药在生物创新药、生物类似药、小分子药物研发和一致性评价等方面的投入增多，并在创新孵化平台上进行了更多的投入，此后增长率有所下降，应是受新冠疫情影响，直到 2021 年，增长率才回升，但总的来说，复星医药对药物研发的投入一直是上升的趋势。

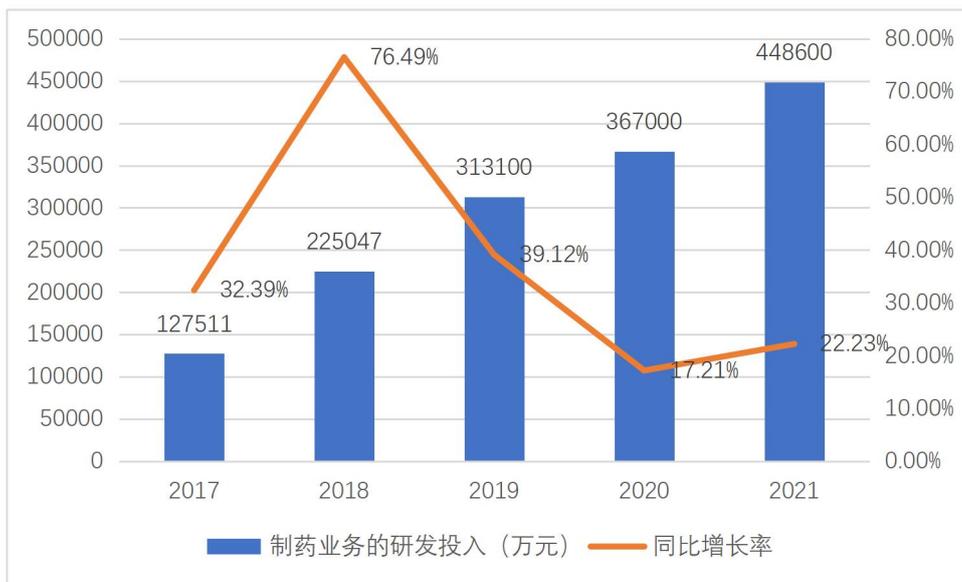


图 4.12 制药业务研发投入及同比增长率

如图 4.13，制药业务的研发投入也带来了高额的营业收入，药品制造与研发业务实现的营业收入增长趋势和其研发投入基本符合，同样在 2018 年增长率最高，2019 年开始下降，2021 年又上升，2017 年为 1319547.17 万元，至 2021 年为 2890400 万元，增长了约 1.2 倍，比研发投入增长得慢，但是收入高，符合医药行业前期投入高，回报周期长的特性。

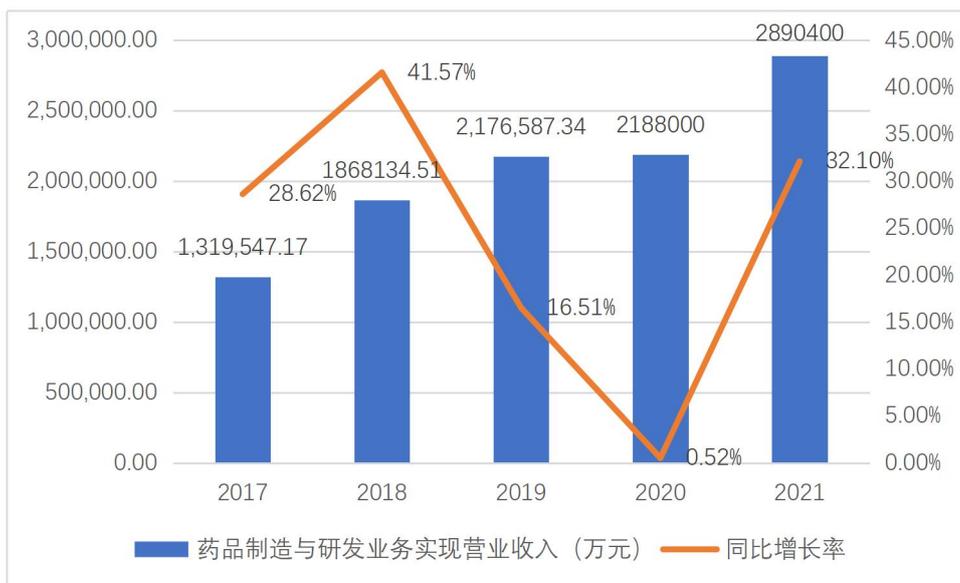


图 4.13 药品制造与研发业务实现营业收入及同比增长率

4.3.2 研发能力分析

制药公司的技术人才是企业的关键，复星医药在收购中得到了 Gland Pharma 的科研人才，企业总员工人数中技术人才所占比例可以体现制药公司的核心技术的生产力，这也是公司未来发展潜力的一种体现。

表 4.18 科研人员占比

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
科研人才	1922	2194	3796	4464	——	5485	6433
员工总人数	17842	19523	28848	28245	31370	32258	36279
占比 (%)	10.77	11.23	13.16	15.8	——	17	17.73

表 4.18 明显表明了，复星医药的科研人才数量在持续增长，而且其员工总人数不断增长的同时，复星制药的科研人员所占的比例也在持续增长，说明复星医药科研人员的增长率高于员工总人数的增长率。由此可以看到，复星医药非常重视人才的吸收，重视药品的研发，通过吸纳标的企业的科研人员，为接收标的企业的核心技术和研发新的产品奠定基础。特别是在 2017 这一年，收购后技术员工的数量更是近成倍增加，复星医药利用收购来的技术骨干，补充了公司的人

力资源，为公司的创新带来了更大的发展空间。

复星药业在收购格兰德药业后，直接获得了其包括万古霉素、达托霉素、卡波芬等治疗抗感染疾病、肝素类治疗心血管系统疾病，以及紫杉醇、卡铂、奥沙利铂、安丹斯琼等治疗抗肿瘤的核心产品。

表 4.19 Gland Pharma 并购后仿制药获得美国 FDA 上市批准情况

	2018	2019	2020	2021
仿制药获得美国 FDA 上市批准	5	15	27	13

如图 4.19 所示，并购后，Gland Pharma 的仿制药持续获得美国 FDA 上市批准，另一边，复星医药的仿制药研发水平也有巨大提升，到了 2020 年，复星医药已共计有 28 个产品被认定通过仿制药一致性评价，其中包括核心产品优立通和邦之，而优立通系是在同类产品中第一个通过一致性评价的。预计这些在研产品及通过仿制药一致性评价的产品将为复星医药后续经营业绩的持续发展奠定良好基础。

复星医药已经在中国、美国、印度等国家地区打造交互整合的研发体系，形在全球进行产业布局，具备超强的研发能力。从复星医药的年报整理出，复星医药在药品制造与研发板块专利申请、获得专利授权、在研新药、仿制药、生物类似药及一致性评价等项目情况，如图所示。基本可以看出，复星医药在专利这块，每项指标都是逐年上升的，且在 2018 年以后上升的幅度变大，说明收购 Gland Pharma 对其技术创新能力提升有一定促进作用。

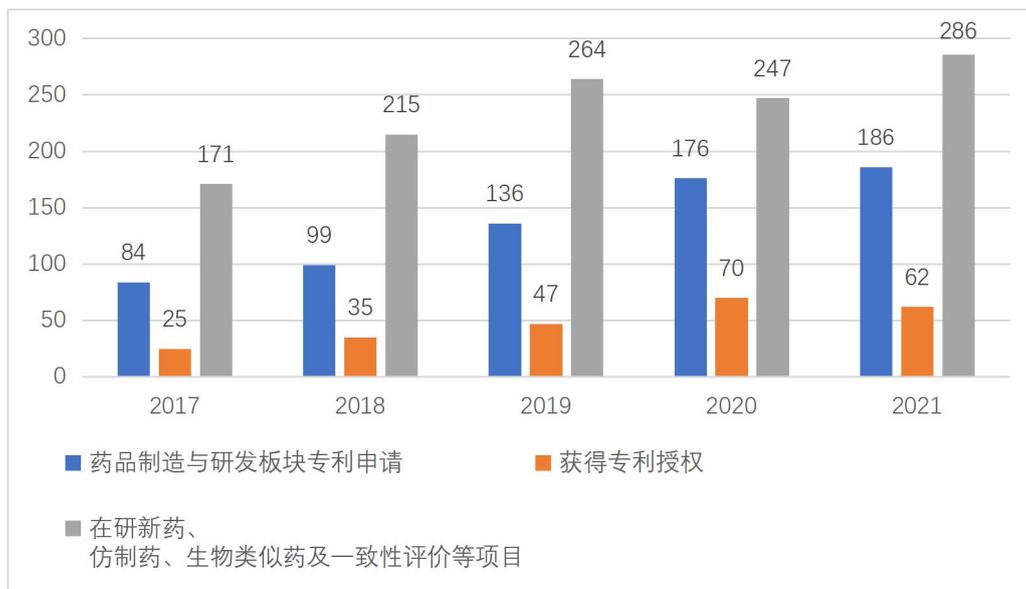


图 4.14 复星医药创新能力指标

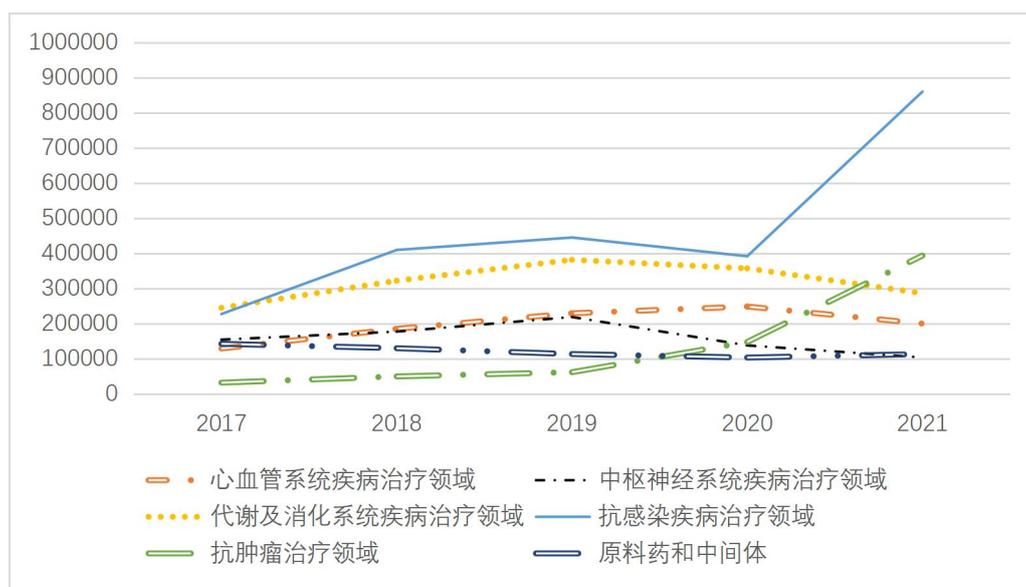


图 4.15 部分核心产品分领域营业收入（万元）

图 4.15 所展示的内容，是复星医药部分核心产品近些年的营业收入情况，其中，心血管系统疾病治疗领域、抗肿瘤治疗领域和抗感染疾病治疗领域的核心产品收入包含格兰德制药的产品收入。格兰德制药核心产品肝素钠为复星医药心血管系统疾病治疗领域的利率和营业收入的增加做出重大贡献，复星医药西黄胶囊的销量增长和格兰德制药的卡铂等产品大幅增加了复星医药抗肿瘤治疗领域核心产品的营业收入。这意味着复星药业在收购了格兰德药业之后，将其在抗感

染、抗肿瘤等方面的主要技术进行了整合，并进一步转化成为销售量的提高。

根据格兰德制药的财务报表，格兰德制药在被并购后经营状况良好，销售业绩的增长来源于万古霉素、依诺肝素注射液等核心产品的销量增加以及新产品米卡芬净的上市，2018 年营业收入较 2017 年增长 26.62%，2019 年同比增长率高达 52.2%。2020 年受疫情影响，增长率回落，但仍然保持增长的趋势。

表 4.20 营业收入同比增长率

	2018	2019	2020	2021
营业收入同比增长率	39.92%	52.2%	27.22%	29.48%

另一边，复星医药在国内不断研发新的产品上市，其中中国首个获得批准的生物类似药——利妥昔单抗注射液，于 2019 年五月中旬正式上市，迅速获得了广泛的市场认同，一年的营业收入达到了约 1.5 亿人民币。获得一致性评价后，艾司西酞普兰和阿法骨化醇片的销量有了很大的提高。苏可欣和汉曲优于 2020 年 8 月在国内上市并快速进入国家和省市的医保目录，完成了近 1.4 亿元的突出业绩。在优立通、邦之等存量产品于 2021 年纳入集采及价格下调的背景下，复星医药以新产品及次新品带动营收的快速成长，不断优化企业的产业结构。复必泰、汉利康、汉曲优等公司的新药及次新药的营收占公司医药板块营收的 25% 以上。

4.3.3 市场地位分析

随着复星药业的发展，公司的研究开发能力和市场竞争能力持续提高，公司在海内外市场的市场销售团队达到 5000 人左右，在国际市场销售团队中拥有 1000 多名员工，国内外营销队伍日益扩大。在国内营销体系的构建上，复星药业一直在不断地探索国内的市场机制，并迎合市场的变化创新营销方式，以达到营销的合法性和可持续性。分层次地全面发展高端医疗、基层医疗和零售连锁的市场营销能力；将 C2M 制定为企业营销的核心策略，构建互联网销售服务平台，转型数字化营销；此外，培养企业招投标、维系与大客户的关系和规避贸易壁垒等各方面能力，为以后新产品的市场推广打下坚实的基础。同时，与国药集

团进行深度的协作，利用国药集团在经销、物流等方面的渠道资源，推动复星医药建立自己的分销配送网络。在海外营销体系的构建上，通过收购 Tridem Pharma，直接使用其在非洲法语区已经形成的颇具规格的营销体系，维护和发展已有的客户群体，与复星医药之前的海外营销渠道融合，构建复星医药新的国际营销网络，加强与欧美国家优质药企的深度合作，提升复星医药的国际营销水平。

复星医药重视技术的创新与产品的研发，并已建立了多个企业技术中心。复星医药在结核病、糖尿病、肝病和临床诊断等领域都在中国有出色表现，在国际上，抗疟药物等细分市场中也是领头羊。复星医药参股的国药控股于 2009 年在香港顺利地挂牌，是在中国药品流通领域最有价值的企业，当前国药控股已突破 10% 的市场份额，其营业收入比第二、三名加起来还要多，远远超过其他医药流通类公司。在医药零售业方面，复星医药控股的国大药房、复美大药房和金象大药房等零售药店，在其所在的地销售利润非常可观，有着深厚的品牌价值，多年来的发展以上海，北京为核心，辐射到了全国地区，形成复星医药的医药零售布局。复星医药的近几年年报显示，根据工信部中国医药工业信息中心颁布的年度中国医药工业百强企业榜单，复星医药一直保持位列第 7 的好成绩。

4.3.4 海内外营业收入分析

并购完成后，格兰德制药公司的药品就可以通过复星医药迅速进入中国的市场。同时，复星医药国内生产的胰岛素类药物，也可以借助格兰德制药公司在印度和欧美市场的销售渠道，大幅增加海外的销量；复星医药的国际竞争力也得到提升，主要表现在仿制药研发技术的创新和药品国际注册的通过率。

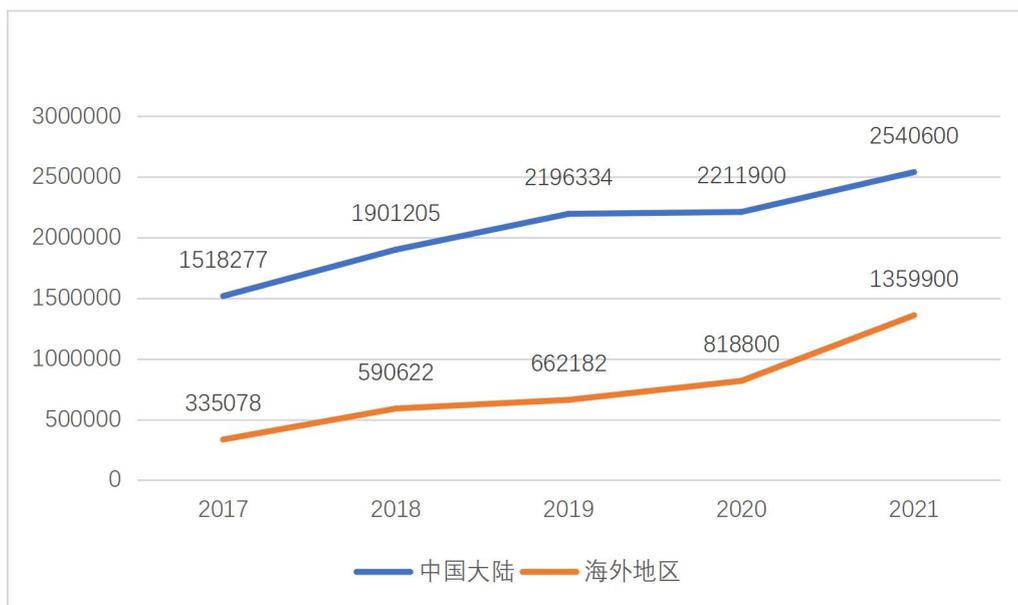


图 4.16 主营业务分地区营业收入（万元）

如图 4.16，通过对国内外营业收入比例的比较和分析，能够非常直接地看到复星制药公司合并后的市场占有率变动情况。从 2017 至 2021 年，无论是中国大陆还是海外地区，其营收均表现出逐渐上升的走向，说明并购后复星医药在境内外市场的占有率有了显著提高。在并购结束后的头一年，即 2018 年，并购对企业的增收就有明显成效，复星医药的境内外业务总额达到 249 亿人民币，与 2017 相比，增加 34.45%。其中，国外业务的营收为 59.06 亿元，较上年同期增加了 25 亿元，增幅 76.26%，国内业务的营收为 190.12 亿元，较上年同期增加了 38 亿元，增幅 25.22%。年报中披露在海外国家或地区的营业收入增长主要系境外子公司 Gland Pharma 和复锐医疗科技（Sisram）贡献所致。复星医药在 2020 年的海外营收为 81.88 亿元，较 2019 年增长 23.65%，因为自 2019 年底以来，复星医药已完成多项药品的进口注册及上市，全部都完成了相关的临床研究。并购后，对复星药业的市场占有率有很大的促进作用，随着复星药业在全球的占有率越来越高，也代表着复星药业的商品已经得到了国际和国内消费者的认同和支持。

5 结论与启示

5.1 复星医药并购绩效研究结论

从复星医药收购印度 Gland 制药的背景来看,中国的药物市场很大,发展前景很好,而我国的创新药和仿制药的研发和国际申报注册能力都相当缺乏,所以急需为仿制药市场引入国外的技术和产品。目前国产制药公司数量多,但行业集中程度不高,导致市场内的竞争日趋激烈。在这种情况下,复星医药必须要加强自己的核心竞争力,才有机会在激烈的竞争中取胜。复星医药将目标对准了海外的优质制药公司,并想利用这些公司所取得的国际性的药物认证资格,来为其在全球的发展奠定良好的基础。所以复星集团才会选择印度著名的格兰德医药作为收购目标,格兰德医药经过数年的发展,获得了许多国际上的药物认证,而且在注射剂方面有着丰富的研究成果。复星公司收购了格兰德公司后,不仅可以迅速补充自己在注射剂方面的不足,还可以在国内率先开发肝素类产品,比其他药企更早获取国际上的认可,从而实现跨越式发展。

从复星医药收购 Gland Pharma 的历程来分析,中印两个国家有着明显的文化差异,以及两个国家的经济发展模式的差别,使得这一次的收购并非一蹴而就。在两个国家的经济管制下,收购双方都会尽可能地为自身的利益着想。不过好在复星医药长期积极地和 Gland 制药协商,这次收购案最后还是顺利完成了,格兰德医药公司也在印度正式挂牌。对于复星医药收购格兰德制药的绩效分析,文章得出以下几点结论:

(1) 短期市场反映良好

运用事件研究法,通过资本资产定价模型计算复星医药的超额收益率和累计超额收益率,发现超额收益率虽在 0%上下反复浮动,总体上为正的天数多,累计超额收益率为正,这表明,在短期绩效方面,股市对这一收购活动的反应是很好的,这一次的收购活动提高了复星医药的市值。由此可知,市场对复星医药为进军国际化并购 Gland Pharma 这一关键步骤持积极的乐观看法。

(2) 长期财务绩效缓慢上升

从盈利能力、营运能力、成长能力和偿债能力这四个方面,每个方面选取了两到三个指标进行财务绩效分析,结果表明在收购后,因为 Gland 制药没有立即

很好地融入复星医药，且 2020 年全球新冠肺炎疫情爆发，企业的营业活动受到很大影响，但营业收入受新产品陆续研发上市的促进作用，复星医药各种长期财务绩效整体呈缓慢上升的趋势。通过财务指标对并购后中长期绩效进行分析，复星的盈利能力呈先下降后缓慢上升的趋势；在成长能力的问题上，由于并购初期加大对研发的投入、开拓新的海外市场还有新冠疫情的影响因素，使得营业收入增长率和净利润增长率波动大，变化不定，没有能够达到一个很好的发展趋势；营运能力方面，总资产的周转率有所增加，但是数值比较小，处于产业平均水平以下，库存和应收款项的周转率没有太大的改变，总体的营运能力不高；偿债能力方面，企业的债务比重比较高，因为并购 Gland 制药的资金数目太大，短期偿债能力比行业平均水平要低，但呈曲折中缓慢上升的趋势，长期偿债能力比行业平均水平要高，总的来说其偿债能力缓慢提高。基于 EVA 的绩效分析发现，在并购后一两年内，由于企业投入资金较多，EVA 减少；在 2019 年因为新产品的上市导致收入的大幅提升，EVA 显著增加，说明企业并购的绩效需要长期反应出来。

(3) 非财务绩效发展态势良好

分析各方面非财务绩效，企业表现出了非常好的发展趋势。并购后企业不断扩大研发投入，通过吸收 Gland Pharma 的技术和人才，自身的产业链不断完善，研发能力持续上升，在核心产品制造研发方面的布局也在有条不紊地展开。收入也随之上升，企业的经济业务能力发展向好。复星医药在国际市场的知名度和品牌价值不断上升，企业对产品质量的把控达到国际化水平，在医药研究方面的地位进一步提高，其对药物生产基地的质检也获得了国际认可，从而也在全球范围内占据了更多的市场，海内外营业收入都一路攀升。总的来说，若能更好地进行业务的融合，复星集团在收购中所获得的长期收益将会非常可观。

综上所述，通过分析复星医药并购 Gland Pharma 的绩效，发现复星医药获得了 Gland Pharma 的核心技术和人才，完善了产业链布局，提高了自身的研发能力，并成功进入了印度和美国等海外市场，提高了企业的国际知名度，实现了其并购动因。

5.2 复星医药跨国并购的启示

5.2.1 科学合理的选择被并购企业

在并购对象的选取上，复星医药没有盲目地扩大规模，而是从自己的业务布局 and 整体规划出发，考虑到与自己的产业具有较强的互补性，以及与自己的发展战略相一致，可以弥补自己的短板，将自己的优势更充分发挥的企业。以公司的核心主营业务为基础，以期开拓更深、更广的业务去开展并购活动。

复星医药在 2017 年提出了“4IN”的发展战略，其中明确了公司的发展方向，即以开发企业的内在驱动为核心，提升公司的研发和创新实力。一方面，可以利用海外并购，将海外优质的制药公司吸纳进来，以弥补自己的研发能力不强的缺点，进而抢占全球范围内更大的市场份额。另一方面，将企业内部优势资源和外部优势资源有效地整合在一起，发挥高协同效应，形成一个完整的制药产业链条。

格兰德公司和复星医药在注射剂和生物制药方面有着很强的互补性，格兰德公司能够为复星公司供应具有美国 FDA 认证的国际标准化针剂原料药，并购将原本处于外部的产业链上端公司纳入内部整合中，并且复星医药能够在印度利用格兰德公司已搭建好的平台进行药品的最终生产和销售，有效解决了复星医药产品深受贸易壁垒限制的问题，从而提高复星公司在全球市场的占有率。随着收购整合的不断深化，复星制药在消化格兰德公司的产品优点的过程中，极大地提升了自己在药物的研发和国际注册申报方面的能力。

此外，在进行被收购公司的筛选时，应注意到我国政府对被收购公司的引导效应，近年来，随着“一带一路”政策的大力发展，我国与“一带一路”沿线国家不断深化经济与贸易的合作，“一带一路”地区的优质制药公司尤其应予以重视。比如印度的仿制药公司，在世界上享有盛名，这可以帮助我国医药企业提升在仿制药方面的研发和营销能力，而新加坡一些已经具有一定规模的医疗服务公司，其经营和发展的成功经验，对我国的医药服务来说，也是一个很好的参考。

5.2.2 灵活调整并购方案

在海外收购的过程中，存在着许多无法抗拒的阻挠因素，比如，当地政府在

外商投资方面的政策和态度，就是一个很大的未知因素，这就需要公司在设计收购计划的时候，能够以当时当地的实际状况为依据，适时地对自己的计划进行修改，并且能够积极地采取行动。从复星药业宣布并购计划到最后完成并购，总共用了一年三个多月的时间。其收购过程的曲折漫长，很大程度上是由于印度有关外资进入政策的不断变化而造成的。印度经济事务内阁委员会（CCEA）拖延了复星医药并购方案的批准，导致复星医药并购计划迟迟未能实施，而中印在洞朗的纠纷也从 2017 年 6 月份延续至九月上旬，也为这一交易的完成增添了许多阻力。在这样的情况下，为满足印度能够快速审批通过外商投资的政策要求，复星医药三度修改了并购方案，并和格兰德公司进行了积极的协商，提高了创始人的股权比例，并且提出了更高的价格，这才有了中印两国药企之间的这场交易。复星医药的这场收购也是自印度在医药行业放松外资的第一宗收购案。

中国医药企业的海外并购行为，不仅受到海外的政策变动的影响，同时也受到了来自本土的政策导向的影响，国家对制药工业给予了大力扶持。医药行业是我国推进“健康中国”建设的重要力量，近年来，随着我国医保制度的不断改革，制药产业得到了越来越多的关注和支持，并逐渐形成了良好的政策环境。两票制、强化一致性评价、零加成等这些政策都是为了减少患者就医的费用，同时也是为了激励制药公司进行技术革新。医药行业深受国家政策影响，国家医疗改革的方针引导整个医药产业的发展态势，如对医药产品质量的监管、对新药研发的激励等，都会对医药行业的经营方向、研发重心等产生重要的作用。例如，《关于改革完善仿制药供应保障及使用政策的意见》中，将符合原研药品品质和效果的仿制药列为可替代药品，这说明了我国对仿制药物的重视，对于制药公司来说，如何更好地发展仿制药品就是未来企业发展的重点。

5.2.3 重视并购后的资源整合

复星医药一向注重对并购后的资源的融合，这一点不但表现在对 Gland Pharma 的收购中，也表现在对其它公司的收购中。在复星医药连续并购的道路上，复星医药在研发、生产、营销等各方面都积极采取整合措施，充分吸收被并购企业的优势，已经形成了自己的完整的并购整合经验。在收购 Gland Pharma 方面，由于医药企业的研发投入高，研发周期长，因此在收购后的一到二年时间

里，不能立刻看到并购绩效的增长，但是经过长期有效的整合，就会获得可观的收益。

并购后的整合，是能够大幅度提升公司绩效的最关键的阶段。在收购结束之后，对收购的企业在研发、生产、销售和服务等每个方面深化整合，以提高效率、降低成本、创新技术、扩大市场为目标，让被收购的企业能够快速地与现有的研发生产和营销管理系统相融合，从而不断地提升公司的核心竞争力。所以，企业绝对不能在收购资产完成交接以后，就出现松懈的心态，而是应该抓住机会，从企业财务、研发技术和治理体系等各个角度来进行融合，面对两家企业之间文化的不同，采用一个能都被他们所认可的适当的融合方法，逐步增强他们之间的联系，尽早地达到协同效应，从而对两家公司的绩效起到促进的作用。

参考文献

- [1] Abdul Rashid,Nazia Naeem. Effects of mergers on corporate performance: An empirical evaluation using OLS and the empirical Bayesian methods[J]. *Borsa Istanbul Review*,2017,17(1).
- [2] Aevoae George Marian,Dicu Roxana,Mardiros Daniela. How do the foreign direct investments flow? The case of the cross-border M&As in the European Union[J]. *Journal of Accounting and Management Information Systems*,2018,17(4).
- [3] Bouwman,C.H.S.,Fuller K.,Nain S. Market Valuation and Acquisition Quality: Empirical Evidence[J]. *Review of Financial Studies*,2009,22(2):633-679.
- [4] Bruner R F. Does M&A Pay? A Survey of Evidence for the Decision-Maker[J]. *Journal of Applied Finance*, 2002:107-134
- [5] Bülent Aybar,Aysun Ficici. Cross-Border Acquisitions and Firm Value: An Analysis of Emerging-Market Multinationals[J]. *Journal of International Business Studies*,2009,40(8).
- [6] Caiazza,Pozzolo,Trovato. Do domestic and cross-border M&As differ? Cross-country evidence from the banking sector[J]. *Applied Financial Economics*,2014,24(14).
- [7] Campagnolo Diego,Vincenti Giampiero. Cross-border M&As: The impact of cultural friction and CEO change on the performance of acquired companies[J]. *Journal of International Management*,2022,28(4).
- [8] Christian Tuch,Noel O'Sullivan. The impact of acquisitions on firm performance: A review of the evidence[J]. *International Journal of Management Reviews*,2007,9(2).
- [9] D.C.Mueller. The determinants and effects of mergers: an international comparison [M]. *Oelgeschlager: Cambridge, Mass*, 1980.
- [10] David A Becher. The valuation effects of bank mergers[J]. *Journal of Corporate Finance*,2000,6(2).
- [11] Hsu Judy,Cao Thuy Linh. The Antecedents of Likelihood to Completion of

- Cross-Border M&As: An Empirical Analysis of ASEAN Countries[J]. *Emerging Markets Finance and Trade*,2019,57(10).
- [12] Jensen Michael C.,Ruback Richard S.. The market for corporate control: The scientific evidence[J]. *Journal of Financial Economics*,1983,11(1-4).
- [13] Kathleen M. Eisenhardt,Jeffrey A. Martin. Dynamic Capabilities: What Are They?[J]. *Strategic Management Journal*,2000,21(10/11).
- [14] Kim Byoung Jin,Jung Jin Young,Cho Sung Woo. Listing Effect in Acquirer Returns and Economic Growth Uncertainty in the Target Country: The Case of Cross-border M&A from Emerging Economies[J]. *Emerging Markets Finance and Trade*,2021,57(2).
- [15] Liargovas.P, Repousis.S. the Impact of Mergers and Acquisitions on the Performance of the Greek Banking Sector: an Event Study Approach[J], *International Journal of Economics and Finance*, 2010(02):44-67.
- [16] Magdalene Kasyoka Wilson,Alain Pholo Bala. Regional Integration and Cross-Border Mergers and Acquisitions in Africa[J]. *Journal of Economic Integration*,2019,34(1).
- [17] Mathias Jensen-Vinstrup,Danske Bank,Damiana Rigamonti,Jesper Wulff. European cross-border acquisitions: Long-run stock returns and firm characteristics[J]. *Journal of Multinational Financial Management*,2018,47-48.
- [18] Morek.R. & Yeung.B, Inbrnalization: An Even Study Test[J].*Journal of International Economics*, 1992,(33),41-56.
- [19] Paul Hughes,Matthew Hughes,Peter Stokes,Hanna Lee,Peter Rodgers,William Y. Degbey. Micro-foundations of organizational ambidexterity in the context of cross-border mergers and acquisitions[J]. *Technological Forecasting & Social Change*,2020,153(C).
- [20] Philippe Very,David M Schweiger. The acquisition process as a learning process: Evidence from a study of critical problems and solutions in domestic and cross-border deals[J]. *Journal of World Business*,2001,36(1).
- [21] Powell.R.G.,Stark. A.W. Does Operating Performance Increase Post-takeover for UK takeovers? A Comparison of Performance Measures and

- Benchmarks[J].*Journal of Corporate Finance*,2005,11(1-2):293-317.
- [22] R.D.Campbell, C Ghosh, C F Sirmans. The information content of method of payment in mergers: evidence from real estate investment trusts (REITs) [J]. *Real Estate Economics*,2001, 29(3): 361-387.
- [23] Richard J. Rosen. Merger Momentum and Investor Sentiment: The Stock Market Reaction to Merger Announcements[J]. *The Journal of Business*,2006,79-98.
- [24] Samina Karim,Laurence Capron. Reconfiguration: Adding, redeploying, recombining and divesting resources and business units[J]. *Strategic Management Journal*,2016,37(13).
- [25] Sharma.Ho.The Impact of Acquisitions on Operating Performance: Some Australian Evidence [J] . *Journal of Business Finance&Accounting*, 2003,29; 155-199.
- [26] Valentina Cioli,Alessandro Giannozzi,Valentina Ippoliti,Oliviero Roggi. Cross-Border M&A and Financial Performance: Empirical Evidence on Bidder/Target Companies[J]. *International Journal of Business and Management*,2020,15(4).
- [27] Weston,F.J.,J.A.Siu and B.A Johnson.Take overs, Restructuring, and Corporate Governance [M]. Prentice Hall,3rd edition,2001.
- [28] Záborský Peter,Yan Zheng Joseph,Sbaï Erwann,Larsen Matthew. Cross-Border M&A Motives and Home Country Institutions: Role of Regulatory Quality and Dynamics in the Asia-Pacific Region[J]. *Journal of Risk and Financial Management*,2021,14(10).
- [29] 安磊,沈悦.企业“走出去”能否抑制经济“脱实向虚”——来自中国上市企业海外并购的经验证据[J].*国际贸易问题*,2020(12):100-116.
- [30] 曾斌斌.企业横向并购绩效提高了吗?—基于东航并购上航的案例分析[J].*商业会计*,2016(02):83-85.
- [31] 陈兴秀.上市公司并购重组绩效实证研究—基于同行业与跨行业并购的比较研究[J].*中国证券期货*,2012,(10): 24-26.
- [32] 董伟.中国企业对外并购短期财富绩效损益实证研究[J].*财经理论与实*

- 践,2010,31(05):69-72.
- [33] 杜群阳,项丹.资源获取型海外并购绩效及其影响因素的实证研究[J].国际贸易问题,2013, 10:159-166.
- [34] 范高乐,李文璐.海外并购与国内并购的价值比较——基于 PSM-DID 的研究[J].技术经济与管理研究,2021(03):56-61.
- [35] 冯根福,吴林江.我国上市公司并购绩效的实证研究[J].经济研究,2001,(1):54.
- [36] 葛结根.并购支付方式与并购绩效的实证研究——以沪深上市公司为收购目标的经验证据[J]. 会计研究, 2015,(09):74-80+97.
- [37] 顾露露, Reed R.中国企业海外并购失败了吗?[J].经济研究,2011(7):116-129.
- [38] 关慧明,刘力钢.中国企业海外并购绩效评价——基于 A 股上市公司的海外并购案例[J].河南社会科学,2020,28(07):44-52.
- [39] 郭妍.我国银行海外并购绩效及其影响因素的实证分析[J].财贸经济,2010,(11):27-33.
- [40] 韩永辉,王贤彬,韦东明,况丽文.双边投资协定与中国企业海外并购——来自准自然实验的证据[J].财经研究,2021,47(04):33-48.
- [41] 韩永辉,张帆,王贤彬,韦东明.双边政治关系与中国企业海外并购[J].经济科学, 2021(05):37-51.
- [42] 何晓莹,牛霞.中国医药上市公司并购绩效分析[J].经济研究导刊,2009,15(11).
- [43] 胡潇婷,高雨辰,金占明,李纪珍.海外并购对企业探索式和利用式创新绩效的影响研究: 基于中国的实证分析[J].科学学与科学技术管理,2020,41(09):35-54.
- [44] 黄中文,李建良,曹丽.中国并购市场并购方公司价值效应分析[J].技术经济与管理研究,2013(06):58-62.
- [45] 姜建刚,尹玉琴,张建红.外资安全审查对中国海外并购的影响研究: 基于 OECD 国家的经验[J].世界经济研究,2021(11):49-63+135-136.
- [46] 蒋墨冰,黄先海,杨君.经济政策不确定性、产业政策与中国企业海外并购[J].经济理论与经济管理,2021,41(03):26-39.
- [47] 兰洁,林爱杰.双循环背景下东道国国家风险对我国企业海外并购绩效的影响[J].重庆大学学报(社会科学版),2021,27(03):228-244.

- [48] 李梦琦.中国企业海外并购的影响因素[J].山西财经大学学报,2021,43(S1):21-27.
- [49] 李琼,游春.产业效应对中国上市公司并购绩效以及并购动机的影响[J].技术经济,2008(05):61.
- [50] 廖东声,刘曦.中国制造业企业海外并购问题研究[J].会计之友,2017(02):44-47.
- [51] 刘焰.生命周期、并购模式与并购绩效的关系——基于收购公司的视角[J].华南师范大学学报(社会科学版),2014(4):100-108.
- [52] 陆桂贤.我国上市公司并购绩效的实证研究——基于 EVA 模型[J].审计与经济研究,2012,27(02):104-109.
- [53] 马金城.跨国并购的效率改进研究[M].大连:东北财经大学出版社,2006.
- [54] 宁焯,鞠阳,王姗姗.技术相关性对海外并购创新绩效的影响——基于技术获取型海外并购的实证研究[J].东北大学学报(社会科学版),2020,22(06):42-49.
- [55] 任曙明,王倩,李洁敏.成长冲动与风险对冲:经济政策不确定性如何影响企业海外并购[J].当代经济科学,2021,43(04):27-41.
- [56] 宋林,彬彬.我国上市公司跨国并购动因及影响因素研究——基于多项 Logit 模型的实证分析[J].北京工商大学学报(社会科学版),2016,31(05):98-106.
- [57] 唐晓华,高鹏.全球价值链视角下中国制造业企业海外并购的动因与趋势分析[J].经济问题探索,2019(03):92-98.
- [58] 王海军,奚浩彬,邢华.管理者从政经历增加了国企的海外并购倾向吗?:来自上市公司的经验证据[J].世界经济研究,2021(04):70-87+135-136.
- [59] 王弘书,周绍杰,施新伟,胡鞍钢.地方国有企业海外并购中战略资产寻求动机的实证研究[J].管理学报,2021,18(03):343-352.
- [60] 王馥,高天惠,胡峰.中国企业海外并购动因和影响分析——与美国企业海外并购的比较[J].亚太经济,2022(01):93-101.
- [61] 王淑贤.中国企业海外并购的实践及其意义[J].企业改革与管理,2014(19):35-36.
- [62] 王治皓,廖科智,齐岳.内部控制、机构投资者与上市公司海外并购绩效[J].华东经济管理,2020,34(10):120-128.

- [63] 韦东明,顾乃华,徐扬.“一带一路”倡议与中国企业海外并购:来自准自然实验的证据[J].世界经济研究,2021(12):116-129+134.
- [64] 吴小节,马美婷.制度距离对海外并购绩效的影响机制——并购经验与政治关联的调节作用[J].国际商务研究,2022,43(02):13-24.
- [65] 吴志军.生物医药上市公司资产重组绩效实证研究[J].企业经济,2017,36(03):5-13.
- [66] 杨波,万筱雯,胡梦媛.中国资源类企业海外并购区位选择研究——基于东道国制度质量视角[J].资源科学,2020,42(09):1788-1800.
- [67] 杨波,万筱雯.市场势力视角下企业海外并购股票市场收益研究[J].系统工程理论与实践,2021,41(06):1383-1396.
- [68] 叶境礼.中国上市公司并购绩效的实证研究[J].统计与决策,2013(07):165-168.
- [69] 尹亚红,刘佳舟.海外并购、金融发展与高技术制造业技术创新关系研究[J].江西社会科学,2020,40(07):52-63.
- [70] 应永平.浅谈新形势下中国企业海外并购的目标和途径[J].国际市场,2014(05):63-65.
- [71] 余娟娟,魏霄鹏.中国企业海外并购看重东道国的营商环境吗——基于环境不确定性及交易成本减低的视角[J].国际商务(对外经济贸易大学学报),2022(01):51-68.
- [72] 张天顶,陈钰莹.中国企业海外并购的决定因素:基于全球价值链位置和不完美契约的视角[J].世界经济研究,2021(09):67-80+135.
- [73] 张翼,乔元波,何小锋.上市公司重大资产并购重组成败影响因素分析[J].财经问题研究,2016,(11):39-44.
- [74] 周文君.上市公司并购绩效实证研究——基于EVA与传统绩效指标的有效性分析[J].财会通讯,2013(12):34-36.
- [75] 糕丹丹.跨国并购的动因及协同效应-以海尔并购三洋为例[C]//第十二届(2017)中国管理学年会论文集.,2017:358-366.

致 谢

行文至此，我的学生生涯即将画上句号。犹记得三年前接到研究生录取通知时欣喜若狂的样子，三年的时光仿佛弹指一挥间，在这三年里所有的经历和成长都将铭记于心。

一朝沐杏雨，一生念师恩。首先感谢我的导师杨志龙教授，杨老师为人谦和，知识渊博。初见杨老师便被他和蔼可亲的笑容和强大的个人魅力所折服，而后非常幸运，我如愿进入杨老师师门。感谢杨老师在这三年时光中对我的谆谆教导与悉心培养，从学术上细致认真的答疑解惑到生活上周到的关心帮助，总是给予我们最大限度的理解与包容。杨老师不仅是一位严谨认真的师者，还是一位温和耐心的长者。愿我导师身体安康，工作顺利！

谁言寸草心，报得三春晖。自外出求学，陪伴家人的时间甚少，感谢他们给予我温暖和谐的成长环境，感谢他们一直以来对我的支持和鼓励，感谢他们永远是我最强后盾。无论我面临什么样的挫折，家人一直陪伴着我，安慰我，鼓励我。养育之恩，无以为报，望此后我能成长为父母的依靠。愿家人平安喜乐，万事如意！

花开花落万物道，聚散离别终有时。感谢来自五湖四海的同门和同窗，感恩遇见，感谢相伴，让我异地求学也倍感温暖。三年里无数捧腹大笑的瞬间，酣畅淋漓的畅谈，我们共同学习和成长，互相理解与宽慰，变得更加坚定，更加坚强。今宵别离，万分不舍，愿三载同行者，所遇皆温暖，所得皆所愿，一切安好，我们江湖再见！

少年不惧岁月长，彼方尚有荣光在。感谢一路颠簸却一直坚持的自己，无论未来是低谷还是高峰，都要坚强乐观地面对，就算路遇坎坷，也要保持最初的赤诚与热爱，一生坦荡，一生纯善！

往事堪堪亦澜澜，前路漫漫亦灿灿。再次感谢兰财相遇的所有人，山高路远，我们后会有期！

最后感谢所有参与论文审查和答辩工作的各位专家老师！