

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 老百姓大药房连续并购的财务风险研究

研究生姓名: 曹惠月

指导教师姓名、职称: 王彦平 副教授 梁宗吉 高级会计师

学科、专业名称: 会计硕士

研究方向: 企业理财与税务筹划

提交日期: 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： 曹惠月 签字日期： 2023.6.14  
导师签名： 王彦平 签字日期： 2023.6.15  
导师(校外)签名： 张彦吉 签字日期： 2023.6.16

## 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： 曹惠月 签字日期： 2023.6.14  
导师签名： 王彦平 签字日期： 2023.6.15  
导师(校外)签名： 张彦吉 签字日期： 2023.6.16

**Study on financial risk of continuous  
mergers and acquisitions of LBX Pharmacy  
Chain Joint Stock Company**

**Candidate : Cao Huiyue**

**Supervisor: Wang Yanping    Liang Zongji**

## 摘要

近年来，中国市场经济的快速增长使得资本市场变得更加开放、更加完善，许多企业通过并购来拓大其规模，增强竞争力，并且把并购视为行业准入的主要途径，从而打破行业壁垒，促进企业的长期稳定发展。随着市场环境的变化以及企业自身能力的提升，我国上市公司的并购交易数量和频率也在不断增加，许多企业为了实现跨越性发展而采取连续并购的方式，但是，这种做法对企业的资金流动和管理水平提出了极高的要求，一旦出现问题，将会给企业带来严重的财务风险。尤其 2019 年末新冠疫情的爆发，医药零售企业因其行业的特殊性再次受到关注，相关政策也越来越严格。因此，连续并购可能会成为医药行业提升市场竞争力的必要手段。老百姓大药房近几年一直在进行并购活动，通过并购也扩大了市场规模，与其他几大医药零售行业的龙头企业如大参林、一心堂等形成并驾齐驱的势头，但持续不断地并购也给企业带来了一些不安定的因素。

经过系统的梳理和归纳，本文汇集了当前国内外学术界对于连续并购财务风险的重要见解，从而为进一步深入探讨该课题奠定了坚实的理论基础。通过案例分析，选择了老百姓大药房作为研究对象，首先介绍了该行业的并购情况，并探讨了这家公司的并购历程及其背后的原因。接着，对整个并购过程中的财务风险进行了全面的分析，了解到老百姓大药房自连续并购后大大增加了企业的营业收入，提升了企业的管理水平。但是，连续并购也给企业带来了诸多问题，比如，企业偿债能力降低、资金流动性较弱以及盈利水平下降等，如不能采取有效的措施，可能会使企业的经营逐渐走向下坡路。最后，通过分析得到相应的防范建议，希望能帮助医药零售行业的其他企业尽量规避并购的财务风险，实现企业对开展连续并购活动的预期目标。

**关键词：**老百姓大药房 连续并购 财务风险 风险管控

## Abstract

In recent years, the rapid growth of China's market economy has made the capital market more open and perfect. Many enterprises expand their scale and enhance their competitiveness through mergers and acquisitions, and regard mergers and acquisitions as the main way of industry access, so as to break the industry barriers and promote the long-term and stable development of enterprises. With the change of market environment and the improvement of enterprises' own ability, the number and frequency of mergers and acquisitions of listed companies in China is also increasing. Many enterprises adopt continuous mergers and acquisitions in order to achieve leapfrog development. However, this practice puts forward extremely high requirements for the capital flow and management level of enterprises, and will bring serious financial risks to enterprises if problems occur. In particular, with the outbreak of COVID-19 in late 2019, pharmaceutical retail companies are attracting attention again due to the particularity of their industry, and related policies are becoming stricter. Therefore, the continuous mergers and acquisitions may become the pharmaceutical industry to enhance the market competitiveness of the necessary means. In recent years, LBX Pharmacy Chain Joint Stock Company has been carrying out merger and acquisition activities, through which it has also expanded the market scale, and formed a momentum of keeping pace with other leading pharmaceutical retail enterprises such as DaShenLin, Yixintang, but the continuous merger and acquisition has also brought some unstable factors to the enterprise.

Through systematic sorting and summarizing, this paper brings together the important opinions of the current domestic and foreign

academic circles on the financial risk of continuous mergers and acquisitions, thus laying a solid theoretical foundation for further exploring this topic. Through case analysis, the LBX is selected as the research object. Firstly, the M&A situation of this industry is introduced, and the M&A process of this company and the reasons behind it are discussed. Then, it makes a comprehensive analysis of the financial risks in the whole process of merger and acquisition, and learns that the LBX has greatly increased the operating income of the enterprise and improved the management level of the enterprise since the continuous merger and acquisition. However, continuous mergers and acquisitions also bring many problems to enterprises, such as the reduction of debt paying ability, weak capital liquidity and declining profitability. If effective measures are not taken, the operation of enterprises may gradually decline. Finally, the corresponding preventive suggestions are obtained through the analysis, hoping to help other enterprises in the pharmaceutical retail industry avoid the financial risks of mergers and acquisitions as far as possible, and realize the expected goal of enterprises to carry out continuous mergers and acquisitions.

**Keywords:** LBX Pharmacy Chain Joint Stock Company; Continuous mergers and acquisitions; Financial risk; Risk management and control

# 目 录

<b>1 绪论</b>	1
1.1 研究背景及意义	1
1.1.1 研究背景	1
1.1.2 研究意义	2
1.2 文献综述	3
1.2.1 企业连续并购动因研究	3
1.2.2 企业连续并购财务风险成因研究	4
1.2.3 企业连续并购财务风险防范研究	6
1.2.4 文献评述	7
1.3 研究内容与研究方法	8
1.3.1 研究内容	8
1.3.2 研究方法	8
<b>2 相关概念及理论依据</b>	10
2.1 相关概念	10
2.1.1 企业连续并购	10
2.1.2 财务风险	10
2.1.3 连续并购的财务风险	12
2.2 理论依据	13
2.2.1 财务风险管理理论	13
2.2.2 并购风险管理理论	14
<b>3 老百姓大药房连续并购案例概述</b>	16
3.1 医药零售行业现状	16
3.1.1 药店连锁化率不断递增	16
3.1.2 零售药店地位提升	17
3.1.3 药店发展模式发生变化	18
3.2 老百姓大药房连续并购情况介绍	19
3.2.1 公司简介	19
3.2.2 连续并购的历程	20

3.2.3 连续并购的特征 .....	22
3.3 连续并购的动因分析 .....	23
3.3.1 外部环境驱动 .....	23
3.3.2 扩大公司市场规模 .....	25
3.3.3 完善全产业链布局 .....	25
<b>4 老百姓大药房连续并购的财务风险识别 .....</b>	<b>28</b>
4.1 定价风险识别 .....	28
4.1.1 商誉减值风险 .....	28
4.1.2 连续并购失败引发的风险 .....	30
4.2 融资支付风险识别 .....	31
4.2.1 现金支付风险 .....	31
4.2.2 偿债风险 .....	32
4.3 财务整合风险识别 .....	34
4.3.1 盈利风险 .....	34
4.3.2 营运风险 .....	36
4.3.3 成长风险 .....	38
4.3.4 协同风险 .....	39
4.4 整体财务风险识别 .....	41
4.4.1 Z-Score 风险模型分析 .....	41
4.4.2 F 分数风险模型分析 .....	43
<b>5 老百姓大药房连续并购的财务风险防范建议 .....</b>	<b>45</b>
5.1 充分调查标的公司，审慎选择目标企业 .....	45
5.2 灵活选择融资支付方式，优化资本结构 .....	45
5.3 对偿债风险提前防范，加强对现金流的关注 .....	46
5.4 建立财务预警体系，提升盈利能力 .....	47
5.5 注重与被并购方的财务整合，发挥协同效应 .....	48
<b>6 结论与展望 .....</b>	<b>49</b>
6.1 结论 .....	49
6.2 展望 .....	49
<b>参考文献 .....</b>	<b>51</b>

后记.....	55
---------	----

# 1 绪论

## 1.1 研究背景及意义

### 1.1.1 研究背景

并购活动的产生最早可以追溯到 19 世纪的美国，当时由于技术的改革和经济全球化的影响，几次并购热潮都呈现出截然不同的特征。随着并购浪潮的不断推进，许多企业得以从中获得更多的商机，但一些行业的发展周期也受到影响，这种并购活动不仅促进了跨国之间的贸易往来，而且为世界经济的增长和发展做出了重要的贡献。与其他发达国家相比，中国的并购业务起步较晚，大概落后半个世纪。但是，随着中国改革开放的推进，中国的并购交易数量逐渐增多，并且在接下来的几年里，这种业务的快速发展给中国的经济带来了充足的活力。由于借鉴国外丰富的并购经验，我国的并购活动在各个行业都发展的如火如荼。

随着时代不断地发展，并购在我国逐渐普及，连续并购也慢慢开始出现，如今成为一种新型的商业策略，它不仅可以帮助企业实现单一的增长，还可以促进其多样化的发展，从而使企业的规模得到快速的扩张，因此，越来越多的企业开始采用连续并购的策略。通过每次的并购，公司不仅可以有效地整合被收购方的技术、资源，而且能够快速提高自身的经营管理水平，从而为接下来的收购活动奠定良好的基础。同时，公司的前期收购经历也将成为公司未来收购的重要参考。所以，连续并购在促进企业发展方面起着不可小觑的作用，选择连续并购的企业也在不断增加。

作为一个与人们日常生活密不可分的行业，医药行业在我国经济中扮演着重要的角色，承担着预防疾病、治疗疾病、促进健康的重任。作为全球经济的重要组成部分，医药零售业对于推动国家经济的健康增长至关重要，其贡献也是巨大的。近年来，由于人们逐渐重视自身的健康问题，医药零售行业受到前所未有的关注，资本向零售药店转移，医药巨头纷纷进行大规模新建和并购，利用资本的力量实现连锁化复制，加快整合进程。此外，随着连锁药店的普及，国内小型零售药店也越来越多地被兼并整合。尽管近年来中国零售药店的数量不断增加，但

仍以较小的规模和分布状况零散的方式出现，而持续的收购和整合则是改善这一现象的有效途径。然而，连续并购也伴随着较高的财务风险。在当今市场上，许多公司并购采用的是现金支付、股权支付或混合支付，这种支付模式会给公司带来巨大的财务负担。企业为了尽快取得资金会选择举债等方式，使资产负债率不断地上升，增加了企业的经营风险。

连续并购是一把“双刃剑”，并购过程中产生的风险受到多方关注，但现有相关的研究较少且缺乏一定的适用性。本文通过案例研究法，将重点关注老百姓大药房的连续并购，分析其并购历程、动因和特征，以期揭示它潜在的财务风险。根据研究结果，提出有效的风险防范建议，帮助企业更好地应对未来的并购挑战。

### 1.1.2 研究意义

#### (1) 理论意义

随着世界经济一体化的发展，并购行为日益普及，但是中国在这方面的发展却远远落后，相关的理论研究也还处于起步阶段，而且研究领域多是关于制造型企业的一次并购，对医药零售行业的并购活动研究浅显。本文通过识别老百姓大药房连续并购过程中财务风险的情况，希望能够扩充现有的研究领域，进一步丰富理论界的研究成果，也期望这些发现可以为未来的研究工作提供重要的理论支持。

#### (2) 现实意义

随着中国的资本市场不断改革和完善，许多大型企业对资本的扩张愈发地感兴趣，连续并购成为我国企业开疆拓土的新趋势。通过本文的分析，我们能够更好地了解企业在连续收购过程中所面临的财务风险。这既能帮助企业提高对风险的重视度，又能督促企业在获得市场份额后及时采取措施，防止风险的扩大，从而实现公司的长期稳定增长。通过分析老百姓大药房连续并购存在的财务风险，为老百姓大药房接下来的并购活动提供防范建议，在促进医药零售企业健康和可持续发展方面具有一定的意义。实际上，通过并购公司能够逐步发现、控制和预防财务风险，从而提高公司的财务管理能力。

## 1.2 文献综述

### 1.2.1 企业连续并购动因研究

#### (1) 国外研究现状

在国外，连续并购的研究发展较早。Robert（1940）的研究显示，管理者如果有丰富的专业知识和并购经验，那么在制定公司经营决策行为时会更加自信。Core（1999）指出，管理者倾向于通过并购来扩大公司的规模，以此来提升公司的治理水平，并从中获得更多的超额回报和个人利益，这种做法不仅有助于提高企业的效率，而且可以提升企业的竞争力。Trautwein（1990）认为，公司并购的动机可以被解释为追求成长性目标，成长期的公司拥有充足的现金流，其规模扩张的速度更快。

Anand（2002）发现，政府的激励措施、科学技术的发展以及其他外部因素之间存在着密切的联系，这些都是导致连续并购的重要原因。研究表明，市场驱动力是连续并购的重要因素，管理者可以通过对市场的分析和评估，做出是否进行并购的决定，这一点由 Shleifer 和 Vishny（2003）等人提出。他们运用市场驱动理论来深入探讨连续并购的起源和影响，以期更好地了解其背后的机制。股价是并购决策中一个重要因素，这是首次被提出的。随着时间的推移，越来越多的研究表明，当股票的市场价值较高时，并购的可能性也会相应增加。

Haleblian（2006）着重于美国银行业的发展情况。研究发现，与管理层以往的并购经历相比，银行业并购行为的发生率显著增加。拥有丰富的并购经历可以帮助领导更加自信。Doukas 等（2007）的研究表明，当公司管理者拥有过度的自信时，他们进行的并购活动会带来较低的收益，而当他们拥有较低的自信时，他们进行的并购活动会带来较高的收益。Brown（2007）的研究表明，当管理层拥有较高的自信心以及较高的薪酬水平时，他们更有可能进行持续的并购活动。

#### (2) 国内研究现状

在中国，关于连续并购的原因的研究起步较晚，各位学者在探讨管理层行为如何影响并购的持续时间和频率时，得出的结果各有千秋。唐蓓（2010）指出，如果管理人员太过自信，那么在做出收购决策时可能会失去必要的审慎态度。她

认为，拥有较强自信的管理者会在样本期内大力投入，他们坚信只要公司财力充足，发展良好，就有机会实施并购等重大投资计划。根据欧思嘉和郑勇（2014）的实证研究结果认为，管理者的自我责任感可能是导致持续收购的重要原因。施继坤、刘淑莲（2014）等人提出了一种新的观点，即管理层发起连续并购可能是出于自身利益的考量，而不仅仅是为了获取更多的经济收益。研究表明，当管理层拥有更大的自由现金流控制权时，企业连续并购的可能性就会增加。朱栋和李雪（2014）通过对自由现金流理论的研究发现了这一点。

公司高管的私人利益也可能成为并购的推动力。研究表明，随着管理者工资水平的提高，张龙等（2006）发现公司并购频率也会相应增加。拥有大量股权的管理人员可能会对公司的收购活动产生重大影响。郭冰和其他研究人员（2011）通过分析公司的并购动机来探讨连续并购，拥有较多控股权的企业通常会拥有更大的收购潜力。另外，股权结构也会对并购的发生产生重大影响。根据苏卫东等的研究（2011），上一次并购和下一次并购中间的时间也使对公司的控制权发生变更，独立董事的存在可以显著地推动连续并购的发展，但同时也可能会对其频率产生负面影响。并购经验也是对连续并购产生影响的动因之一。张玉珍（2007）研究得出企业的历史并购行为可能会对未来的并购活动产生重大影响。傅强等（2008）通过对多家公司参与并购公司三年来调查，总结过去经验有助于管理层在未来的并购决策中降低风险。

## 1.2.2 企业连续并购财务风险成因研究

### （1）国外研究现状

根据 James C 和 Wachowicz（2007）的研究结果，企业连续并购的财务风险可以归结为多种内在因素，包括但不限于投资决策的失误、企业本身的管理水平及其他外部环境因素。Philip 和 Mithells（1992）的研究发现，由于管理层的决策会有一定的偏差，财务风险的发生也是不可避免的。Charman（1999）认为在连续的并购过程中，必须依靠专业人士的帮助和支持，以确保收购的顺利完成，否则可能会带来不可预料的风险。Jeffrey（2011）强调，若企业未能充分考虑初期战略目标，就可能面临着巨额的并购溢价以及过高的整合费用，这些都会影响到企业的

盈利能力。若企业并购后未能有效整合其内部资源，将可能导致其管理存在严重漏洞，增加了并购的不确定性。

并购双方沟通不顺畅也会增加并购的财务风险。Jensen 等（1983）指出，由于并购双方企业过度关注自身利益以及信息不对称的存在，进一步导致并购的失败。Smidt（2015）指出，企业应该及时评估目标公司的市场价值，并采取有效的激励措施，为员工制定可持续的工作计划，以减少连续收购的风险，最终实现最佳的并购成效。Tarsalewska（2015）表明，当市场环境变得艰难时，企业采取纵向并购的方式，与其他产业链的资源整合将能够大大降低并购的风险。

## （2）国内研究现状

周霞（2012）指出，财务风险不仅仅是一个孤立的概念，而是一个复杂的系统的组成部分，它与管理风险、风险整合和风险评估密切相关，共同形成一个完整的系统。所有的风险都可能导致严重的财务危机。因此，有效地管理和控制财务风险对并购的顺利进行至关重要。宋秀珍和徐霞（2013）对财务风险重新界定，认为财务风险其表现形式包括偿债能力下降、资产负债率升高以及资产负债率增加等。张曾莲（2014）指出，企业并购的财务风险可以被定义为由多种因素引起的财务状况的不稳定性，这种不稳定性可能会对企业的预期价值造成严重的负面影响，因此，企业应该采取有效的措施来提前防范和控制财务风险。张思琼（2021）指出，企业并购的财务风险源于预期收益低于实际收益，应当重点关注投资行为的后期收益，并对其进行准确的定义。

秦米源（2000）通过对可控因素和不可控因素的综合分析，企业应提前评估定价风险、融资风险、支付风险以及财务整合风险，以确保并购过程的顺利进行。企业应该采取有效措施，如进行全面的财务审计、制定科学的财务规划，或者聘请专业的并购机构来降低财务风险。尽管无法完全把握外部市场的变化，但仍然可以利用国家政策、改善市场环境和深入了解行业的发展趋势来实现对其的控制。企业的财务风险是由外部和内部因素共同造成的。张发洪（2017）指出，由于信息不对称，企业无法准确地评估目标公司的实际价值，从而导致其未能达到预期的效果，产生了财务风险。此外，由于缺乏充分的信息，以及采取的评估方式的失当，也会影响到最终的结果和企业的经济效益。谢洪明、章俨（2019）指出，并购中存在四种主要财务风险，即：无法准确评估目标公司、融资渠道单一导致

无法获得足够资金，支付方式的选择，并购双方整合效率不高。树友林和陆怡安（2020）强调，完善企业的财务管理制度刻不容缓，不当的制度会影响资金的使用效率，稍不注意就可能导致企业遭受严重的损失。

### 1.2.3 企业连续并购财务风险防范研究

#### （1）国外研究现状

Healy（1992）指出，负债支付对现金流的影响要远小于股权融资支付，因此，有效控制财务风险的关键在于管理和控制好现金流。Rovit Lemire（2003）建议企业应该以实际财务数据为基础，建立科学合理的风险评估模型，以量化财务风险，并结合实际情况进行风险控制，以最大限度地减少损失。Doukas 和 J. Petmezas（2007）提出，在市场环境变化较大的情况下，通过换股的方式来降低企业的估值风险是一种有效的策略，进一步防范企业的财务风险。Kruse（2007）指出，为了有效地控制财务风险，企业在进行并购时应当从本质上考虑，以确保有效的风险管理，同时也能够对被并购方进行合理的估值，公司可以实现长期发展。

Jen Jen Tseng（2011）指出，并购不成功的主要因素是没有深入调查被并购企业的情况，而且并购失败后，整合也会受到影响。为了有效防范财务风险，最佳的做法是在并购前对被并购公司的财务状况进行全面、及时、准确的评估，并且要妥善处理与被并购方的员工之间的关系，以确保财务风险得到有效控制。Anshu Mittal 和 P.K. Jain（2012）发现，支付方式对并购能否成功有重要影响，其中最重要的因素是公司现金的使用情况，通过减少现金的使用，可以有效降低财务风险，提高并购的成功率，因此为了避免资金紧张，建议使用债券融资来替代传统的现金支付。Katinka MBijlsmafrankema（2013）的实证研究表明，企业在进行并购之后，其文化整合可以有效地帮助企业控制财务风险，从而提升企业的竞争力。为了让被并购方的员工能够更好的了解和接受新公司的文化，需要充分结合被并购公司的特点建立一种包容性的文化，从而降低财务整合风险。根据 Karamputsas（2014）和 Smidt PJ（2015）的研究结果，为了有效防控财务风险，应该从以下几个方面入手：根据公司的实际情况制定并购计划，进行全面的尽职调查，重视并购后文化的有效整合。

## （2）国内研究现状

在邵毅平和鲁佳茜（2014）的文章中，他们建议财务人员尽早参与并购工作，并建立信息交流机制和审批权限制度，以实现全面的预算管理。吴娟（2015）强调，企业在实施并购活动时，必须加强对资金的管控，精心编制资金预算，同时要谨慎考虑支付方式，以最大限度地减少财务风险的出现。王庆华和杨杏（2015）通过对双汇国际并购史密斯菲尔德公司的研究，发现收购合并方必须在收购前对各项费用进行全面核算，并制定出合理的财务预算，以确保收购过程的顺利进行。徐玉芳（2017）指出，为了促进新兴企业的可持续发展，必须优化公司治理结构，尤其是要有效地整合人力资源、资金投入、市场份额及组织架构，以降低由于管理不当带来的额外的费用开支，从而提升公司整体财务状况。

王亚影（2014）指出，在进行并购时应该全面考量财务资源、行业特征、产业发展趋势以及经济环境等多种因素，以便在充分发挥双方优势的前提下，达到双赢的结果。王玉红和曲波（2018）提出了五项关于企业并购财务风险的建议，具体包括：确保信息的完整性和准确性，合理估算目标价格，选择适当的融资渠道，采用灵活的支付方式，以及正确实施并购后的整合。在李井林（2019）的研究中，他指出建立一个合理的融资架构对于防止财务风险至关重要。

### 1.2.4 文献评述

经过系统的研究，我们发现尽管学术界在连续并购领域取得了一定的成果，但仍存在诸多挑战，如缺乏统一的概念、分析视角单一、忽略外部因素等。具体来说包括三方面：首先，国内的学者对并购的研究开始的较晚，大对数对并购动因的研究还停留在管理者自身过于自信，对产业结构升级、公司自身实力等方面出发的动因分析较少，实际上近几年考虑战略整合目的而开展并购的企业不在少数。其次，关于连续并购的研究相对较少，大部分研究还是针对单次并购，由于连续并购涉及到企业的资金投入以及管理水平，对两者要求极高，任何一个细微的失误都可能导致严重的财务风险。最后，外部环境对并购也有着一定的影响，比如市场环境的变化、相关政策的影响，都会直接影响企业的经营财务状况，进而对并购结果产生影响。

本文旨在通过对老百姓大药房的连续并购案例的分析，探讨过程中存在的财务风险。使用 Z-Score 风险分数模型和 F 分数风险模型来评估整体的财务风险，并提供一些可供医药零售行业企业参考的建议。

## 1.3 研究内容与研究方法

### 1.3.1 研究内容

全文共分为六部分，主要内容如下：

第一部分：绪论。主要阐释了本文的研究背景、研究意义、国内外研究现状，明确了研究方法、研究内容以及框架。

第二部分：企业连续并购的相关概念及理论基础。该部分介绍了企业连续并购、财务风险、连续并购的财务风险相关概念，简述了财务风险管理理论和并购风险管理理论，为下文的研究奠定基础。

第三部分：医药零售企业概况及老百姓大药房并购情况介绍。该部分主要包括医药零售企业的并购现状、老百姓大药房连续并购模式的选择和连续并购的历程，以及连续并购的动因分析。

第四部分：老百姓大药房连续并购的财务风险识别。这一部分从定价风险、融资支付风险、财务整合风险三个方面识别企业连续并购活动带来的风险，之后运用 Z-Score 风险模型和 F 分数风险模型对企业整体的财务风险进行识别。

第五部分：老百姓大药房连续并购的财务风险防范建议。结合前文对老百姓大药房财务风险的分析，分别从选择目标企业、选择融资支付方式、对现金流的关注、建立预警体系、注重整合五个方面提出建议。

第六部分：研究结论与展望。经过对前文的理论研究及案例企业的实际分析后得出本文的主要结论以及对未来的展望。

### 1.3.2 研究方法

本文拟采用案例分析法，将重点关注医药零售业的老百姓大药房。通过深入的数据分析和对比，来识别连续并购过程中的各个阶段的风险，并对企业并购后

整体的财务风险进行评估。最终，根据分析结果，提出对老百姓大药房具有针对性的建议，希望能够为具有相似特征的公司提供参考。

## 2 相关概念及理论依据

### 2.1 相关概念

#### 2.1.1 企业连续并购

并购是通过合并或收购一家或多家具有竞争力的公司获得更多的资源，从而改善其市场地位。企业可以通过收购目标公司的技术和资源，进行有效的管理，从而提升公司的整体运营能力，给企业带来更大的收益。通过并购，一方可以将资产使用权转移给另一方，从而实现资源的有效整合和优化。“连续并购”至今仍未有一个统一的界定，但国内外学者仍然就连续并购的次数和年限进行了深入的研究，他们的观点有所不同，但基本的标准都是以并购的次数和范围来衡量的。例如 Fuller（2002）在他的研究中，将连续并购定义为一家公司在过去 3 年内至少进行了 5 次重大并购活动。根据 Harford（2005）的研究，连续并购是指在 3 年内发生的至少 5 次的并购行为。中国学者刘颖和张海英（2012）提出，连续并购是指 5 年内发生的至少两次重要的收购行为，这一概念与国外学者的理解有所不同。一些学者认为，连续并购是指企业在一年内进行的多次并购行为，但门久久（2016）提出，它是指在一段时间内，多次相互关联的并购行为的总和。基于此，本文所选取的老百姓大药房的并购符合连续并购的概念。

#### 2.1.2 财务风险

财务风险指的是在企业经营的过程中，由于一些内部或外部等无法预知的、难以控制的因素，可能会导致企业的经营状况下降，造成不可挽回的经济损失或遭受更严重的经营危机。企业各项活动的开展都会蕴含着财务风险，包括筹资环节、投资环节和生产经营环节等。

##### （1）财务风险类型

根据相关文献，本文把财务风险具体包括以下几类：

筹资活动引发的财务风险。企业筹资活动受到多种因素的影响，包括市场利率的波动、企业财务杠杆的运用以及企业资金需求的变化，这些因素都会对企业

的筹资决策产生重要影响。随着金融市场中各种资产的价格波动，市场利率也随之改变，这将对企业的筹资成本造成影响，而如果企业采取不正确的投资策略或投资工具，就可能面临较大的投资风险。

投资活动带来的风险。企业的投资行为包括两种：一种是股权投资，即投资于受到市场认可的公司的股票，这种方式的风险和回报都将由双方共同承担。通过购买其他公司发行的债券，根据获得相应的利率收取利息，而且这种投资方式的风险相对较低，但同时带来的回报率有所降低。企业一开始将自有资金投入特定的项目，后期由于外部市场变化或者内部经营管理出现问题，可能导致投入项目的收益比预期收益有所差距。市场利率和汇率的变化同样影响则投资活动的风险，除此之外，再投资风险、违约风险和金融衍生工具风险同样是公司开展投资活动应该考虑的因素。

经营活动带来的风险。企业在采购、生产和销售等各个环节都面临着巨大的不确定性，这些不确定性可能来源于外部因素，也可能来源于企业内部的经营决策。在企业经营过程中的各个环节都会产生相应的风险。在采购环节，可能会受到供应商能力、原材料供求关系、收款方式变化的影响；生产环节，会受到生产技术变革、劳动力不足、季节性停工或临时停工等因素的影响；产品销售环节则可能会带来存货积压、销路不畅、回款困难等问题。

## （2）财务风险成因

企业财务风险的形成可能源于多种因素，从外部来看，宏观环境的不确定性是最为重要的一个因素，可能会导致严重的后果。随着全球经济一体化的加快，宏观环境日趋复杂，变数不断增加，若企业未能及时调整其内部管理模式，适应外界的变化，将可能引发严重的财务风险。企业的财务状况还受到政府政策、社会文化、资源环境和市场经济等外部因素的巨大影响。从内部来看，企业内部的财务风险可能源于内部人员对风险的忽视、决策失误或不清晰的财务关系，都可能导致企业面临财务风险。公司财务人员仍未能充分认识到风险防范和控制的重要性导致许多企业面临着严重的财务危机。在做出财务决策时，应当以科学的原则为基础，仔细审视，反复斟酌，以最大限度地减少或消除可能出现的错误。

### 2.1.3 连续并购的财务风险

并购活动随着时间大致划分为三个阶段：

(1) 并购前的财务风险。在并购活动开始前，交易价格是并购双方最为关注的，最终确定的交易价格应该是双方均认为合理的，这也是并购活动得以顺利完成最关键的一点。在并购过程中，如果并购方与被并购方确定的交易价格过高，会大大增加并购方的支出，导致并购方预期收益降低，还会导致一连串的不良反应，如债务结构失衡、资本规模不合理等。但是并购方对被并购企业的现金流持有消极的态度，对目标公司评估的价值偏低，很可能双方无法达成一致，引发其他想要并购该公司的公司加入，趁机抬高被并购方的价值，尽管最后后者也没有成功并购，但还是会对并购方造成影响，打乱并购企业的战略布局和资金计划等。

正确合理的评估被并购企业的价值是准备工作中最重要的一步，很大程度上影响着企业最终能否顺利完成并购。对被并购企业估值不准确可能会给企业带来定价风险，如商誉减值风险，最终引发财务风险给企业的经营情况带来挑战。不过，被并购方的估值一般需要很强的专业性，结合公司未来的发展趋势和战略，需要聘请专业人员运用恰当的评估方法来评估，正是由于估值会受到多方面的影响，所以最终定价与公司的实际情况会有一定的偏差，但只要在合理的范围内，都是可以接受的。

(2) 并购中的财务风险。一个企业未来开展并购活动，需要大量的资金，那么融资环节是必不可少的，这个环节也会导致企业出现财务风险。因为时间紧迫，在短时间内获取所需资金要综合多方面考虑，如资金流动性、融资方式的选择、公司的资本结构等。如果最后融资回来的资金不够支付并购支出，那么会导致并购失败，之前占用的资金也不能及时返还，势必会给企业的经营造成影响。如果融资的金额较大，会给企业带来更高的利息支出，闲置资金不能进行有效的利用进而会影响企业的资本结构。不同的融资渠道需要考量的因素也各不相同，企业应积极找寻最佳的融资方式。

支付风险指并购支付过程中存在的财务风险。总体来说，企业的支付风险包括偿债能力降低引发的风险和控制权转移带来的风险。企业原本债务负担较重，而且并购活动还要求企业以资金流动性为代价进一步发展，造成企业对外部市场

环境的应变能力下降，使财务风险大大增加。可采用速动比率，现金比率等指标对企业偿债能力进行量化，若这两项指标呈下降趋势，那么意味着企业面临的支付风险逐渐上升。控制权转移带来的风险则是企业采取股权支付的方式，用自身的股票以股换股，获取对方企业的股票，这种方式虽然对支付时间的要求不高，但是会导致企业的股权结构发生变化，从而降低企业自身的控制力。

(3) 并购后的财务风险。并购后的整合对公司也至关重要，整合成功才算是并购真正的成功。如果双方在整合上无法达成共识，生产技术、企业文化、管理水平等无法实现协同效应，便会与最初的并购目标相背离，不仅没有带来预期的并购效果，还为企业带来不必要的损失，影响企业正常的生产经营，大大增加企业的财务风险。

## 2.2 理论依据

### 2.2.1 财务风险管理理论

陈梦（2015）的研究发现，企业应该采取有效的措施来识别和评估可能存在的财务风险，从而采取相应的措施来防范和控制这些风险，这就构成了一个完整的财务风险管控体系。徐义明（2015）的研究结果显示，企业的财务管理必须充分考虑到各种风险造成的影响，提前防范各种风险，最大限度地减少由此产生的损失，从而确保企业的正常运转。唐丽萍（2017）提出，财务风险管理的核心目的是通过分析和评估企业的财务状况，深入探究可能产生的风险，并根据实际情况，制定符合公司具体情况的防范措施，从而有效地减少可能的发生风险。

经由多位专家和学者的深入探讨，财务风险管理的概念已经发生了巨大的变化。一些学者将财务风险控制视为最关键的一步，还有一些学者则将财务风险控制的程序其作为研究的核心目标。通过对多位专家的研究和分析，形成一个新的财务风险管理定义。财务风险管理是企业风险管理的核心部分，其目的在于通过有效的程序和方法抑制和减少由此产生的各种风险，以保证企业的正常经营和可持续发展。

财务风险管理是企业的重要组成部分，它在整个企业经营过程中都起着重要作用，一般来说，财务风险管理包括识别、评估和控制三个方面。首先，企

业需要采用多种方法识别出财务活动中可能存在的风险因素，并对这些因素进行综合分析。目前，财务风险识别方法中最常用的是财务报表分析法。通过对企业财务数据的分析，并运用相应的指标来判断企业的经营能力、偿债能力和盈利能力，可以有效地识别出财务风险因素。对财务风险的评估是财务管理的重要组成部分，通过识别和分析财务风险因素，并采用适当的方法和手段，清晰地反映出财务风险的影响程度，从而为管理者提供有效的指导，以便制定出有效的应对措施。风险管理是企业实现可持续发展的关键，它需要从多个角度准确识别和评估财务风险因素，并采取有效措施，有效地防范和减少其可能造成的不利影响。根据财务风险的类型和危害程度，企业可以采取多种应对措施，以减少财务风险带来的不利影响。

### 2.2.2 并购风险管理理论

企业的并购涉及到方方面面，因为并购是一个动态的过程，所以每个阶段的风险不是一成不变的，管理层要想规避并购过程中的所有风险是相对困难的一件事情，只能通过风险管理去识别风险，降低风险，让并购活动对企业最后产生的是正向的效应。现如今很多企业缺乏对并购风险的重视，很多并购最后都以失败告终。参考相关风险管理理论的文献，发现大多数学者把企业并购过程中的风险管控归结为四个步骤：

第一步，并购前制定合理的并购方案。在并购活动开始前，并购方要结合被并购企业的具体情况，全面考虑企业的发展方向、并购目标，充分调查标的公司的财务状况，制定出详细的实施步骤和并购策略。

第二步，识别并购过程中潜在的风险。根据企业的经营财务状况，运用合适的风险分析方法识别风险，综合各部门的情况，制定出风险防范措施。一旦风险发生，能够在短时间内应对风险。

第三步，测评并购风险。在并购过程中可能出现不同程度的风险，如果风险较大，可能对企业造成无法挽回的损失，应该立即停止并购，风险较低则继续保持应有的关注度。

第四步，控制并购引发的风险。通过风险评估措施，企业发现风险是可以控

制的。为了确保并购活动的顺利进行，需要根据当前的情况，制定有效的风险管理策略并根据具体情况及时调整，才能有效地实现最初并购的目标。

显然，风险是贯穿并购的全过程。企业并购的风险管理需要从多个层面和角度入手，其中最关键的一步就是对并购目标进行全面的分析，以便更好地把握市场机会，并制定出有效的风险控制策略，以确保并购活动的顺利实施。因此，在并购过程中，企业要从头到尾关注风险，对潜在的风险提前了解和防范，提高并购的成功率。

### 3 老百姓大药房连续并购案例概述

#### 3.1 医药零售行业现状

##### 3.1.1 药店连锁化率不断递增

随着“新零售”模式的出现，我国医药零售行业迅猛发展，正处于向互联网转型的关键时期。如图 3.1 可以看出，从 2017 年到 2021 年，我国零售药店的数量在不断增加，但直到 2018 年药店的连锁化率才超过 50%，这表明，药品零售行业的集中度仍然不高，需要更多的投入来提升连锁化率。虽然连锁水平仍有待提升，但随着连锁化率的不断攀升，零售药店正在积极拓展企业规模，加强门店布局，以实现更大的发展空间。

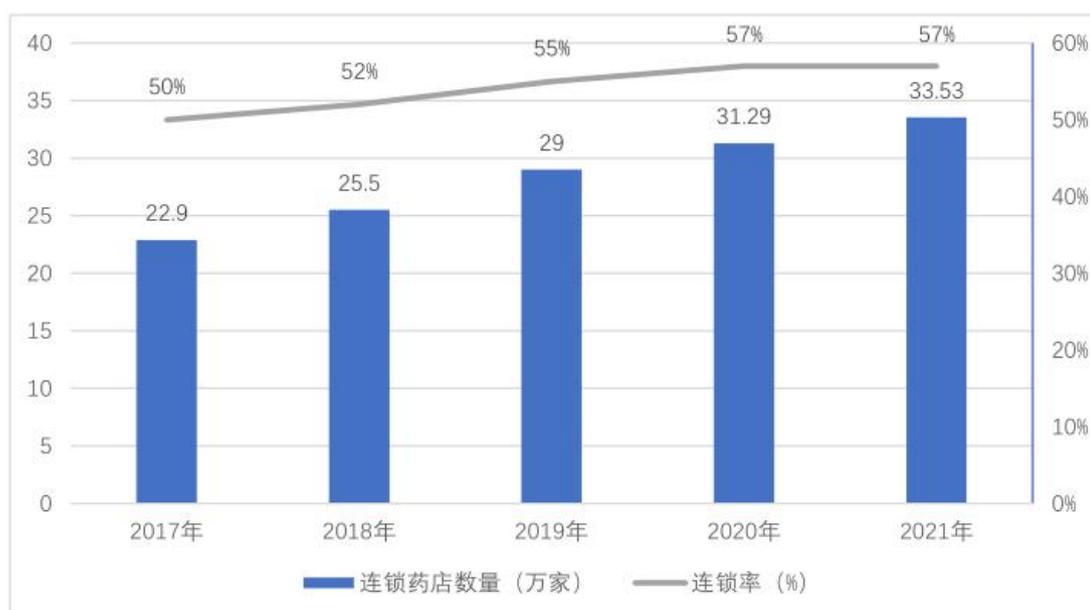


图 3.1 2017 年-2021 年我国连锁药店数量及连锁率

数据来源：国家药监局

按照地域划分，连锁药店的服务网络遍布华东、西南、华中等地区，而华北、东北、西北地区的门店数量最多，由于地理环境、经济状况和人口稠密程度的差异，这三个地区的服务网络也存在一定的差异。根据图 3.2 显示，中国十大连锁药店的销售额和占比均显著提升，前十大药店的销售额从 2017 年的 17.48% 迅速攀升至 27.51%，销售额更是突破 1292 亿元，但这一数字跟日本、美国等国家的前十大零售药店相比还有一定差距，日本前十名的市场份额已经超过 70%，美国前

三强的市场份额更是高达 77.3%。与国外发达国家相比,我国的医药零售行业集中度仍然偏低,龙头企业的集中度不够高。采取并购的方式,可以有效地聚焦于行业领先企业,这样不仅能够更有效地利用资源,还能够达到规模化的运作。



图 3.2 2017 年-2021 年中国十强药店销售额及占比

数据来源: 中国药店

### 3.1.2 零售药店地位提升

自 2018 年起,政府一直在推动医药分离的发展,处方外流也成为这一发展趋势的必然结果。然而,由于各地执行政策的力度有所差异,使得整体的处方外流进程受阻,如图 3.3 所示,在 2016 年,医疗机构的处方药占比极高,达到 2/3 以上,而零售药店的销售量只有 10%,不过之后这一情况得到了明显的改善,处方外流的发展速度得到了显著提升。随着时间的推移,越来越多的人购买处方药选择零售药店或其他渠道。这表明,医院作为药品销售终端的地位正在下降,而零售药店却成为了第二大的医药销售渠道,并且有望在整个医药流通领域取得获得更大的成功。

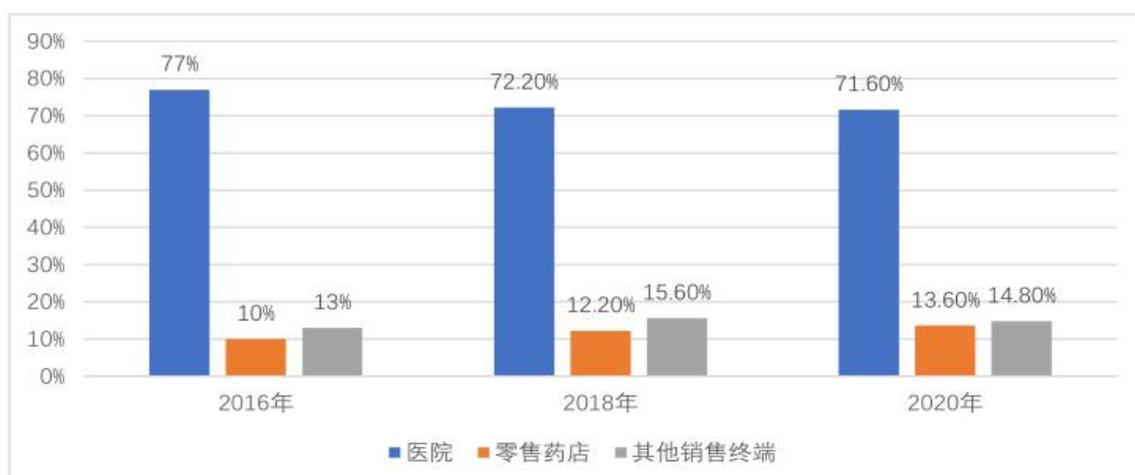


图 3.3 三大渠道处方药销售占比

数据来源：德邦研究所

### 3.1.3 药店发展模式发生变化

随着新零售的发展，中国的零售药店不仅有传统的线下实体店，还增加了线上的药店，而且由于疫情的影响，这一过程变得更加迅速。随着互联网医疗的普及，传统的实体店已经无法满足人们对健康的需求，因此，电子商务平台如 B2C、O2O 的发展变得越来越迅速，它们不仅提供各种中医药，还提供医疗器械、非处方药和线上诊疗服务，为消费者提供更加便捷的健康管理服务。但是，与线下药店相比，线上药店的盈利模式尚未完善，价格上也没有明显的优势，因此，将线上与线下结合起来，也就是 O2O 等电子商务平台可以更好地满足消费者的需求，并且可以更好地提高消费者的满意度。通过 O2O 业务的发展，上市连锁药店的市场份额得到了迅猛的提升，老百姓大药房等龙头企业更是积极参与，并且在技术上投入了大量的资源，以此来维护自身的市场地位。

近年来，我国零售药店的数量和连锁化率都在迅速增长，龙头企业凭借其规模优势和品牌影响力，不断拓展业务范围，实现资源整合，以提升行业竞争力。根据图 3.4 可以看出，线上药店的数量增长势头迅猛，特别是在 2019 年至 2021 年间，增长率超过之前的两倍。这表明，随着技术的进步线下药店已经开始大量开展线上药房业务，使得线上药房的数量不断增长，成为了医疗保健领域的一个

重要的趋势。近年来，我国零售药店的数量和连锁化率都在迅速增长，龙头企业凭借其规模优势和品牌影响力，不断拓展业务范围，实现资源整合，以提升行业竞争力。

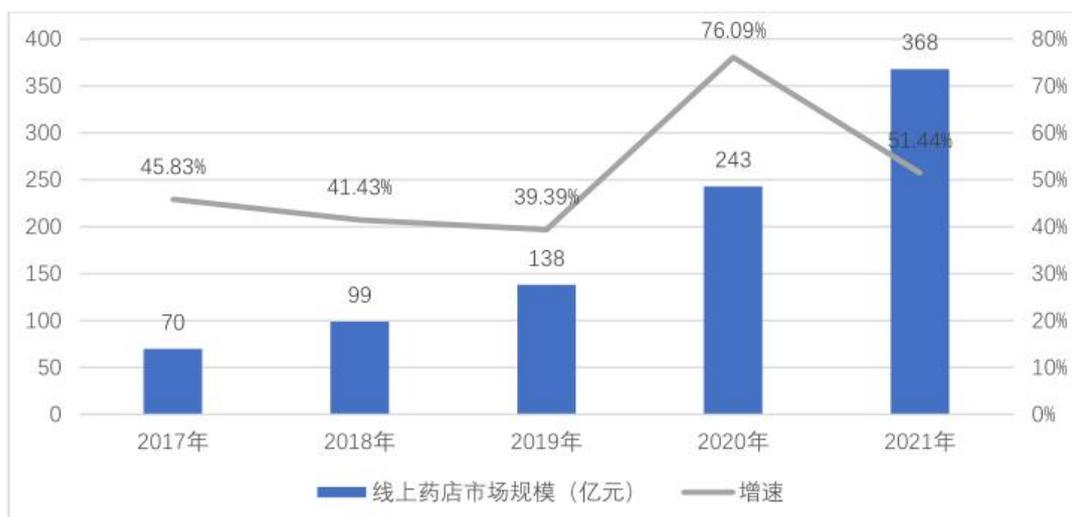


图 3.4 2017 年-2021 年网上药店市场规模变化图

数据来源：德邦研究所

## 3.2 老百姓大药房连续并购情况介绍

### 3.2.1 公司简介

老百姓大药房总部位于湖南省长沙市，是一家大型连锁的零售药店，公司成立于 2001 年 10 月。这家大型医药连锁企业是由一家民营药店发展而来的。产品涵盖了中西药材、养生保健品、健身器材、食品、个人护理品和日常用品等多种领域。此外，还经营药品的批发和生产。2015 年 4 月 23 日，公司股票在上海证券交易所正式上市，引发了市场的热烈反响。

自老百姓大药房创建以来，它的发展步伐飞快，已经覆盖湖南、江西、河南、北京等 15 个省份，在医药零售领域取得了巨大的成功，拥有 600 多家大中型门店，成为全国最具影响力的医药连锁企业集团之一，其年销售收入、利润率、发展步伐、营业面积、单店平均经营面积及单店日均销售额都居于行业前列。企业愿景是“致力健康事业，成就百年老店”，紧跟时代的步伐，在线和线下都在积极开展业务。老百姓大药房也在大力发展 DTP 药房和中医院馆，并关注国家政策和市场

需求，具有广阔的发展前景。

作为一家全国领先的大型零售连锁企业，老百姓大药房以其独特的连锁经营模式而闻名。这种连锁经营模式被划分为四个不同的阶段：采购、物流配送、销售和盈利。按照老百姓大药房的运作流程，公司首先从供应商处采购药品，然后通过物流仓储中心将其运输至各类门店，包括直营店和加盟店，最终由门店负责销售给消费者，这就是该公司的经营模式（见图 3.5）。期间，医疗用品的批发和零售价格的波动以及通过加盟的方式获得的收益是公司的主要收入来源。

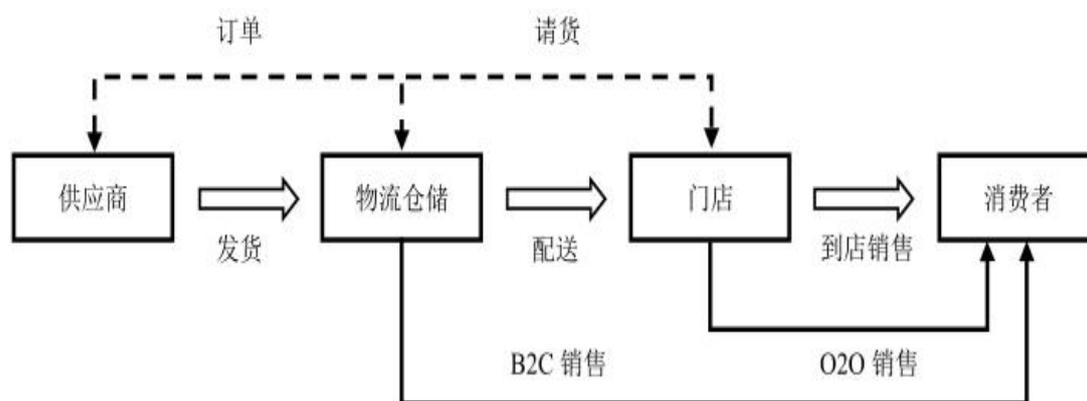


图 3.5 老百姓大药房主营业务流程图

资料来源：老百姓大药房年报

公司销售模式分为三种：（1）到实体店销售模式。自老百姓大药房创建以来，其采用“内生”增长及“外延”并购的发展战略，使其在 22 个省份的门店数量达到 8000 多家，取得了显著的发展。（2）B2C 业务方式。2013 年，公司成立了电子商务有限公司，并在线上开展了一系列活动，以便更好地向消费者推广和销售药品。（3）O2O 业务模式，公司在 2014 年开发了线上的一个云平台，消费者可以线上问诊，线上开方、线上拿药、送药上门。B2C 和 O2O 的融合使得老百姓大药房不断推陈出新，以满足消费者的需求，并为消费者提供更优质的服务。

### 3.2.2 连续并购的历程

老百姓大药房为了迅速提升公司在医药零售行业的竞争力，积极开展连续并购活动，扩张其市场份额。通过公司年度报告中的并购数据（图 3.6），可以发现，

在过去的几年中，公司的并购活动虽有波动但总体上呈上升趋势，从2015年的8起并购活动到2021年的16起。并购支出也从2015年的38078万元逐渐增加到2021年的84200万元，可见老百姓大药房正在加快并购步伐。



图 3.6 老百姓公司并购业务数量及支出金额

数据来源：老百姓大药房年报整理

“全国扩张、区域聚焦”一直是老百姓大药房的核心战略，为了实现长期可持续的发展，公司积极开展并购活动。经过统计，2015-2021年间，老百姓大药房共发起了93起重大的并购活动，本文选取了其中并购数额较大的部分案例，整理得到表3.1。

随着老百姓大药房的上市，它迅速参与了并购行列。2018年随着国家发布了一系列措施，药品零售行业的并购活动受到了显著的抑制，老百姓大药房也减缓了并购速度。2019年一整年的市场环境改善，行业并购活动又渐渐回暖，许多企业的并购策略也从追求快速发展转变为追求稳定发展。2020年，老百姓大药房大力进行并购，以6.8亿元的高价收购赤峰人川大药房，这不仅大大拓宽了内蒙古的药品销售渠道，也为未来的可持续发展打下了良好的基础。

表 3.1 老百姓大药房主要并购事件

年份	并购标的	所属区域	并购类型	交易金额（万元）	支付方式	持股比例
2015	康一馨	湖南	横向并购	10600	现金支付	-
	庆和堂	江苏	横向并购	11500	现金支付	-
	惠仁堂	甘肃	纵向并购	34840	现金支付	65%
2016	百信缘	江苏	纵向并购	13000	现金支付	65%
2017	通辽泽强	内蒙古	纵向并购	27137	现金支付	51%
	新普泽	江苏	纵向并购	11730	现金支付	51%
2018	三品堂	江苏	纵向并购	3300	现金支付	51%
	镇江华康	江苏	横向并购	6760	现金支付	65%
	药膳堂	安徽	横向并购	2500	现金支付	-
	参芝林	广西	横向并购	2200	现金支付	-
	政通	安徽	横向并购	3200	现金支付	-
2020	赤峰人川	内蒙古	横向并购	68000	现金支付	100%
2021	济生堂	陕西	横向并购	13260	现金支付	51%
	玉永	安徽	横向并购	4140	现金支付	-

资料来源：巨潮资讯网

### 3.2.3 连续并购的特征

经过 2015-2021 年的老百姓大药房连续并购活动，可以明显看出公司不仅并购数量众多，而且持续时间也很长。并购活动呈现以下特征：

（1）通过资产收购和股权收购的结合，实现双重目标。通过资产收购和股权收购，老百姓公司在市场占有率上取得了显著优势，其中，股权收购的数量虽然不多，但却有了一定幅度的增长。采用股权收购的策略，能够有效地提升公司对目标企业的控制力，大大简化了相关程序。采用股权收购的方式，不仅能够显著改善被并购公司的运营状况，还能够迅速地调整资源，使其能够在最短的时间内获得最大的利润，进而极大地增强老百姓大药房在当地的竞争力。

（2）公司更多选择控股收购的方式。2017 年，老百姓大药房大多采取 51% 的控股份额，收购了百佳惠、华康、通辽泽强等药房，从而使其成为零售药店领域拥有最多控制权的上市公司之一。通过控股和参股的方式，快速实现并购整合，反映了老百姓大药房的战略目标。“星火”并购模式的推行为公司带来了巨大的收

益，通过保留一些股东和管理团队，建立了一个互利互惠的机制，实现公司规模的迅速扩大。

(3) 并购活动全部采取现金支付。据年度报告显示，公司在过去几年中一直通过现金支出来进行并购。与传统的股票、债券和资产支出相比，现金支付的操作更加便捷，不会稀释公司股权。然而，这种支出模式对公司而言，也会带来沉重的经济负担，可能会导致企业面临极其严峻的财务危机。

### 3.3 连续并购的动因分析

#### 3.3.1 外部环境驱动

企业并购活动极大程度上受到外部环境的影响。我国零售药店的分布相对分散，一些地区缺乏大型企业的连锁经营，形成了一种地方性的竞争格局。由于人们对健康的日益重视，国家出台的一些政策的鼓励，药店行业正在迅速发展壮大。随着外部市场的不断变化，许多大型连锁零售药店也在积极进行并购活动。

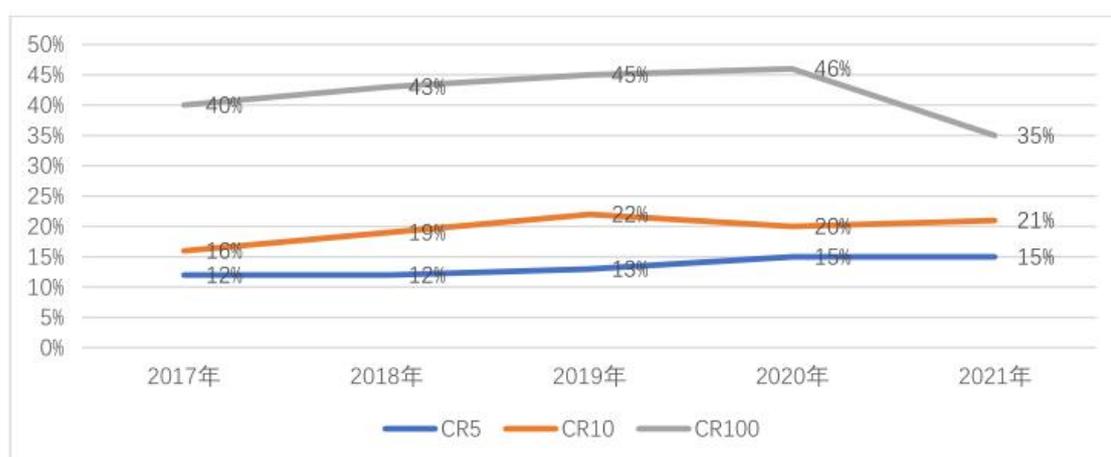


图 3.7 2017-2021 年我国龙头药店市占率

数据来源：中国药店

##### (1) 药房连锁化态势所趋

通过实施药房连锁化，政府可以更加高效的监督与管理，从而确保消费者买药放心、用药安全。药房通过严格的流程管理，为消费者提供全面、准确的服务，以满足他们多样化的需求。随着经济的不断发展，中国的零售药店连锁化率呈现

逐年上升的趋势，从 2017 年的 50% 增长到了 2021 年的 57%。尽管我国药店连锁率已经取得了一定的进步，但仍然远远落后于美国、日本等发达国家，与其他发达国家相比，差距依然显著。从图 3.7 来看，2017 年，中国前五家龙头药店的市场份额（CR5）只有 12%，但是在 2021 年，这一比例已经增至 15%。虽然近年来中国药店的排名前 5、10、100 的市场份额均有所提升，但是截至 2021 年底，这些领先的药店的市场份额仍然不足 50%。

表 3.2 相关政策对于药品零售行业的影响

政策	影响	结果
带量采购	推动处方流出，未进入集采的药品倾向于药店销售。	零售药房增量
处方外流	药房可根据患者提供的由医院开具的处方或者电子处方进行药品出售。	市场扩容
慢性病种定点	药店支持特殊病、慢性病患者使用医保卡支付。	
新版 GSP	药店的经营标准提高，大型连锁药店相较单体药房更易符合标准。	加速零售药房 并购整合
分类分级管理	药品安全、药店经营条件与服务水平纳入药店分类分级管理，级别越高，药店经营范围越广。	
营改增、打击骗保	杜绝不规范的小型单体药店，大型连锁药店经营相较规范而不受影响。	

资料来源：政府官网资料整理

## （2）政府政策的促进

从表 3.2 可以看出，相关政策的出台推动着医药零售企业的并购活动。通过系统的调查与分析，本文探讨了近年来药品零售行业政策的变化，以及它们对零售药房的影响。政府实施了多项改革，包括大规模采购、处方外流以及针对特殊疾病的定点服务，从而有效地推动了零售药店的发展。随着处方外流政策的实施，患者有权利根据医院的处方来购买零售药品。随着慢性病种定点药房的不断增多，不仅给患者提供了更多的就医方式，而且还为零售药店提供了更多的服务机会。随着新版 GSP、药店分类分级管理以及反欺诈措施的实施，对于未经审核、未经完善的小型单一药店的打击力度更大，这也推动了零售药店行业的快速整合，从而提高其连锁化水平和市场竞争力。随着国家对医药行业的积极投入和有效推进，我国的零售药店企业正在迅速崛起。

### 3.3.2 扩大公司市场规模

(1) 形成区域优势，增加市场份额。企业通过不断进行并购来扩大其市场影响力，这是企业重要的动机之一。随着行业的发展，药房的连锁化和集中度已经达到了一定的水平，使得药品零售市场的竞争变得更加激烈，而企业的内部发展也变得更加活跃。因此，连续的收购已经成为老百姓大药房拓展市场的最佳选择。在中国，零售药店的空间分布不够均衡，大多数都是小规模且分散的。老百姓大药房正在积极推进市场规划，并迅速开拓新的市场领域。根据公司年度报告，2015年，老百姓大药房的业务重心集中在华南、华东、华北三个地区，而2016年，公司又把这三个地区进行了更加精细的划分，企业积极响应国家西部大开发的号召，迅速调整市场结构，把业务扩张到西部，以支持在全国范围内的发展战略。此外，这家公司还在努力扩大西北地区的业务。根据整体营收情况，老百姓大药房仍然将重点放在华中和华东地区，以满足当地消费者的需求。因此，公司应当积极拓展现有的市场份额，不断采取多种措施，如连续并购和投资等，来提升在当地的影响力。此外，公司必须持续扩张其业务范围，以满足其发展的需求。

(2) 通过并购实现规模化经营，降低采购成本。作为医药零售行业的一员，公司主要采取薄利多销的盈利模式。药品零售的利润主要依赖于药品的进销差价，公司通过连续并购获得规模效应，可以大大降低企业的采购成本。2020年，老百姓大药房收购了内蒙古最具影响力的药品零售连锁企业赤峰人川大药房，这家企业在内蒙古拥有庞大的客户群，是当地最大的药品供应商。通过并购，公司不仅大大提升了内蒙古的市场份额，还增强了其与上游供应商的谈判能力，从而有效降低了产品的采购成本，为内蒙古地区的资源整合提供了有力的支持。

### 3.3.3 完善全产业链布局

上游供应商是各大药品生产商，而下游则是由病患和普通消费者组成的庞大群体，这就是老百姓大药房的核心价值所在。通过连续并购，公司不断拓展其产业链，建立起上游、中游、下游的紧密合作关系，从而有效提升企业的市场份额。

(1) 补充上游药物供给的不足。在医疗保健领域，药物流通行业是药品重要

的流转渠道，由于上游药企拥有大量的药品研发和生产资源，使得它们在药品的定价方面拥有绝对的话语权，而且在销售终端，这些企业很少有机会参与到议价中来。虽然零售药房的营收和市场份额一直在增长，但是与上游制药企业相比，它仍然是一个盈利空间较小的行业。

2017年，老百姓大药房的收入与成本比例见图3.10，其利润的主要来源为药品零售、制造以及批发，其中零售的收入比例高达94.62%，是最重要的收入来源。但是，零售成本大约占到了总成本的92.04%。医药制造和医药批发成本仅为0.89%和5.90%，这两个指标都高于营业收入占比。因此，通过将产业链延伸至上游，老百姓大药房可以有效地提升其零售业务的盈利能力，从而实现更好的发展。通过并购药企，可以迅速进入药品供应领域，参与并融入药品供应链，从而有效降低药品采购成本，实现上游产业的有效对接。除了上游的并购，企业也可以借助自身在药品零售领域的渠道和资源优势，大幅度扩大市场份额，完善整个产业链，增强自身的市场竞争力。

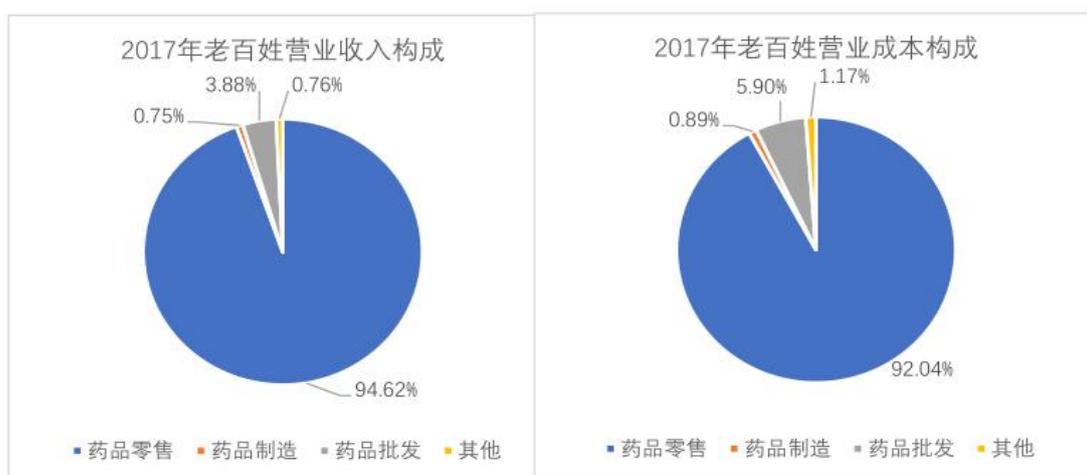


图 3.8 2017 年老百姓大药房营业收入与营业成本构成

数据来源：老百姓大药房年报

(2) 老百姓作为医药行业的一份子，应该积极扩大市场份额，提高市场占有率，其中收购优质资产是一个不错的选择。选择并购拥有良好的医疗服务资格和强大的品牌形象的企业，能够迅速增强公司的实力。由于国家对药品的监管日益严格，拥有医疗保险资质的药店已经成为了消费者的首选。这也使得医疗保险在

许多药店中变得越来越普遍。此外，公司需要通过收购来扩大其门店的数量，以满足不同客户的需求。当前，老百姓的大药房可以根据规模划分为旗舰店、大型商场以及中小型商场，其中，旗舰店的数量相对较少，而大型商场和中小型商场的数量则更加丰富，遍布各处。

## 4 老百姓大药房连续并购的财务风险识别

### 4.1 定价风险识别

#### 4.1.1 商誉减值风险

由于信息不对称和财务报表的局限性，收购者往往难以准确地识别出目标公司的潜在价值。这种不确定性可能会导致对某个特定公司的估值过高，从而产生较高的溢价，给企业带来巨大的资金负担，甚至可能导致财务风险的加剧。相反，由于对目标公司的实际价值估算不准确，如果出价太低，很可能会使得并购活动无法顺利进行，从而造成资源的浪费和占用。因此，为了有效地实施并购，公司必须精确评估目标公司的价值，以防止由于定价不当而导致的商誉损失。商誉是指能在未来期间为企业经营带来超额利润的潜在经济价值，或一家企业预期的获利能力超过可辨认资产正常获利能力的资本化价值。商誉是企业整体价值的组成部分。在企业合并时，它是购买企业投资成本超过被合并企业净资产公允价值的差额。一旦公司面临不利的环境或者发生重大变动，这些商誉将面临着巨大的减值风险。



图 4.1 老百姓大药房 2017 年-2021 年商誉及商誉占总资产比例

数据来源：老百姓大药房年报

随着并购活动的不断增加，我国上市公司的商誉也持续升高，这给企业带来了巨大的挑战，导致潜在的风险增加。2018 年商誉减值损失的严重性越来越凸显，这一情况受到了审计机构和证券监管机构的极大重视，“暴雷”事件在 A 股市场上也随之而来。2019 年，由于全球经济形势的持续不景气，许多上市公司的商誉减值问题更加突出，甚至已经成为一种普遍的现象。按照我国现行的会计准则，企业应定期进行商誉减值测试，以确定其是否存在减值迹象，如果发现减值迹象，则必须计提减值损失，而且这种损失不能被转回。

通过整理老百姓大药房 2017-2021 年数据（见图 4.1）得知，老百姓大药房近年来的商誉增长显著，分别为 152112 万元、198744 万元、232414 万元、280880 万元与 369501 万元，特别是 2021 年，商誉规模相比于 2018 年近乎有了翻倍的增长。而同期商誉占总资产占比分别为 23%、23%、23%、25%与 22%。特别是在 2020 年，商誉占资产的份额已达到了四分之一。商誉的迅猛增长与老百姓通过并购的方式大幅度扩增门店有关，但在增大经营规模的同时，商誉未来是否会发生减值也为其隐存了一定的财务风险。见表 4.1 所示，本文选取了有代表性的四个案例，这四个案例并购金额较大且数据更准确，计算了他们的并购增值率，反映并购的溢价情况。

表 4.1 老百姓大药房连续并购增值情况

披露时间	被并购方	交易价格	取得可辨认净资产公允价值份额	受让股权比例	并购增值率	商誉
2017 年 10 月 1 日	通辽泽强	271370000	35269748	51%	669%	236100252
2018 年 1 月 1 日	镇江华康	67600000	8832190	65%	665%	58767810
2020 年 12 月 20 日	赤峰人川	680000000	85200172	100%	698%	594799828
2021 年 9 月 30 日	三秦济生堂	132600000	14567640	51%	810%	118032360

数据来源：老百姓大药房年报整理

根据公司的年度报告，除了敬一堂 46 家门店，其他门店均未计提任何商誉减

值准备，商誉减值总金额为 9429668 元。如果公司的增长放缓，商誉可能会大幅减少，一下吞噬掉公司在过去几年的所有利润。

#### 4.1.2 连续并购失败引发的风险

不是每一次并购都会取得成功。连续并购是一种具有深远战略意义的并购活动，它需要科学的时间安排和长远的规划来实现目标。老百姓大药房正在积极构建“四驾马车”立体深耕模式，以满足不同层级市场的需求，通过内生和外延双轮驱动，实现快速扩张，其中包括连续并购、星火并购、加盟和联盟等多种形式。一次不成功的收购可能会对公司的战略构成重大影响，导致公司难以充分利用已有的资源，浪费大量的时间，甚至错失最佳的投资机会。因此，对于那些进行持续并购的企业来说，这是一项艰巨的任务。企业必须尽力保证每次并购都能够按时完成，以确保计划的实施。由于连续并购的不断发生，企业处于劣势和被动的境地，有时不得不接受更高的并购价格。

老百姓大药房原本计划投入 14.28 亿元，通过并购全面控制华佗药房的 51% 股份，以此来补充其在华北地区的独特优势。近 1/4 的老百姓大药房收入来自一二线城市，而华佗药房则以三四五线城市为主，在华北地区拥有极高的知名度，是中国医药零售企业销售额最高的 10 强之一，在全国范围内享有极高的声誉。由于华佗药房未能按照约定的时间完成资产剥离和股权交割，老百姓大药房最终决定终止收购其股权。除返还 2.856 亿元预付款外，华佗药房还应支付预付款 10% 的违约金，也就是 2865 万元。由于本次并购的失败，老百姓大药房面临着无法及时收回已支付现金的风险，对企业的资金安排造成了一定的影响。

像老百姓大药房这种大规模并购，在并购过程中出现了一次失败，那么融资成本、赔偿金额、换汇和汇率波动带来的损失将会极其巨大。除了上述问题，老百姓大药房在连续并购过程中大量依赖金融机构的贷款，其中一些贷款是以子公司未来的良好业绩作为担保，如果并购失败，将会导致公司业绩急剧下滑，从而引发投资者的怀疑，股价也会随之下跌，引发融资贷款抵押等一系列的连锁反应，严重威胁到企业的财务状况，甚至会影响到企业的发展和经营。

## 4.2 融资支付风险识别

### 4.2.1 现金支付风险

老百姓大药房在并购时多数选择现金支付。相较于股票支付，使用现金支付的好处是法律限制更少，这有助于缩短并购交易的周期，减少因融资时间过长而导致其他公司抢占先机的风险，为老百姓大药房提供了更多的发展空间，流程简单方便，同时可以防止公司的股权被稀释。然而，这种方式在交易金额巨大，支付时间紧迫的情况下，会导致企业面临巨大的现金流压力，从而给企业带来资金流动性风险，也会给企业带来巨大的资金压力，还会缴纳额外的税款。此外，如果资金链断裂，很可能造成企业的财务危机，甚至使企业面临破产的风险。这种情况发生以后，它对企业的影响将是难以挽回的。

特别是当内蒙古赤峰人川被收购时，收购的总额高达 6.8 亿，而且所有的费用都以现金形式支付，对老百姓大药房造成极大的财务负担。如图 4.2 所示，本文选取了现金流量比率对于老百姓大药房的现金情况进行分析，与同行业其他企业进行对比。现金流比率是经营活动现金净流量占总现金流出的比率。该比率用于衡量企业经营活动所产生的现金流量可以抵偿流动负债的程度。比率越高，说明企业的财务弹性越好，可以为企业提供更多的资金支持，当比率较低时，企业的短期偿债能力就会变得较弱。

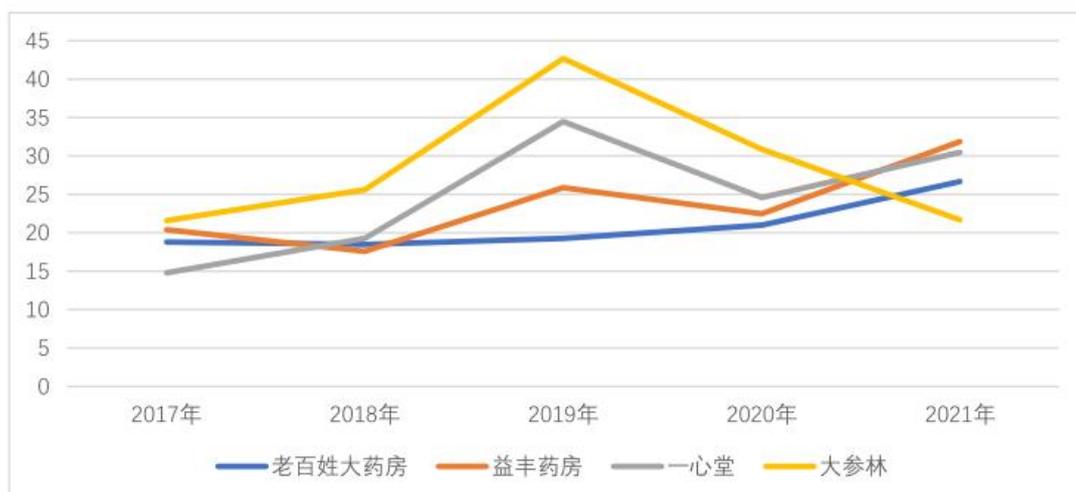


图 4.2 四家龙头企业现金流量比率变化趋势

数据来源：公司年报和 wind 数据库

从图 4.2 可以清楚地看出，2018 年-2020 年，老百姓大药房的现金流量比率基本上低于其他三家企业，处于较低的水平。近年来，公司并购的并购交易大多以现金形式进行，大笔的付款占据了企业大量的现金资源，给企业资金的流动性带来了不小的挑战。随着经济的发展，企业的扩张已经从一二线城市蔓延到了更多的地区，由于这些城市处于政策调控的焦点，销售前景仍然存在不确定性，因此，企业面临着资金紧张的风险。经过长期的现金支付，老百姓的医疗保健服务面临着较高的风险，这是不容忽视的事实。

#### 4.2.2 偿债风险

通过评估公司的偿债能力，可以更好地了解其资产负债情况，并进一步评估企业的资本结构是否合理，财务状况是否良好。本文将通过选择流动比率、速动比率和资产负债率来评估老百姓大药房的偿债能力，如表 4.2 所示。

表 4.2 老百姓大药房偿债能力指标

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年
速动比率	0.83	0.43	0.48	0.42	0.31
流动比率	1.5	0.87	0.95	0.9	0.72
资产负债比率	53.71%	60.29%	60.96%	57.41%	71.82%

数据来源：老百姓大药房年报

通过流动比率和速动比率可以评估公司的短期偿还能力。根据图 4.3，发现公司的流动比率和速动比率的变化趋势非常相似，表现为“L”形的波动。自 2019 年起，这两个指标就开始下降，在 2018-2021 年期间，均低于此前的水平。根据 2018 年的年报，公司的流动负债首次大幅增长，达到了 24 亿元，相比之下，流动资产只有 4 亿元，这使得当年的流动比率和速动比率急剧下滑。2018-2021 年，公司的流动负债总额显著超过了其流动资产的总额。通过对当前情况的详细分析，发现该公司目前主要通过债券融资来满足其需求（参见表 4.3），将筹集到的资金用来开展并购业务，推进其市场拓展计划。2018 年，公司的主要资金来自于短期融资 81636 万元，以及长期融资 8370 万元。2019 年，公司发行了 26925 万元的可转换公司债券进行融资，同时还占用了 3.1 亿元的长期借款，全部投入了固

定资产的建设，因此，其并购很有可能是由短期借贷所支付。2020年，经过分析，老百姓大药房在后期大量采取短期借贷的方式进行并购，这种资金的配置不当，不仅导致了公司的流动性和速动性急剧下降，而且也给企业带来了短期债务风险。

表 4.3 老百姓大药房并购指出与同期筹资对比

项目(万元)	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年
并购支出	69941	38348	46767	121201	84224
短期借款	17420	81636	107783	115833	161608
长期借款	9486	8370	37950	11800	87513
应付债券	-	-	26925	-	-
股权融资	77179	-	-	-	-

数据来源：老百姓大药房年报

企业的资产负债率是衡量其长期偿债能力的重要指标。根据图 4.3，公司资产负债率的变化趋势总体上保持稳定，2017 年达到最低点，资产负债比率为 53.71%。根据老百姓大药房 2017 年年度财务报告，公司的资产总额比 2016 年有了 13 亿元的显著提升，但其负债总额却只有 1 亿元的轻微增幅。2021 年，老百姓大药房通过不断的调整资本结构拓展公司业务，还发行公司债券、短期借款等多种方式，以满足其资金需求，从而使其资产负债率迅速攀升至 71.82%。近五年来，老百姓大药房的长短期借贷量一直在不断上升，资产负债比率也一直处于较高水平，这表明该公司经营越来越多地依靠负债。若长期采取此类策略，企业将面临着极大的财务压力。



图 4.3 老百姓大药房偿债能力指标变化趋势

数据来源：老百姓大药房年报

## 4.3 财务整合风险识别

### 4.3.1 盈利风险

通过综合考量净资产收益率、销售净利率、总资产报酬率以及其他有效的财务指标，深入探究老百姓大药房在连续并购之后的盈利能力，从而更好地把握其发展趋势。根据表 4.4 的数据，可以清楚地看出老百姓的大药房的盈利情况。

表 4.4 老百姓大药房盈利能力指标分析

项目（亿元）	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年
净利润	3.97	5.04	6.15	7.64	7.87
营业收入	75.01	94.71	116.63	139.67	156.96
销售净利率	5.29%	5.32%	5.27%	5.47%	5.01%
销售毛利率	35.31%	35.21%	33.59%	32.06%	32.13%
净资产收益率	15.73%	15.58%	16.98%	17.61%	15.48%
总资产报酬率	9.50%	8.94%	9.09%	9.62%	8.13%

数据来源：老百姓大药房年报

通过分析销售毛利率和销售净利率，可以更好地了解企业主营产品的盈利能力，这两个指标的高低反映出企业的盈利状况，从而为企业提供更有效的投资策略。从图 4.4 可以看出，随着老百姓大药房不断进行并购，其毛利率和净利率显著下降，销售净利率相对稳定在 5%–6% 的水平，销售毛利率急剧下降，从最初的 35.31% 急剧降至 32.06%，这暴露出老百姓大药房的主营业务利润面临着极大的考验。2018–2020 年，由于国家药品采购及药房监管等多项政策的持续实施，使老百姓大药房毛利率大幅下降，这一现象比 2017–2018 年更加明显，这是由于药品流通行业整体经营成本的提高，以及行业产业链利润的减少所导致的。根据老百姓大药房的年度报告，其营业成本增长率明显高于营业收入增长率。由图 4.4 可以看出，2017–2021 期间，经过大量的并购活动，企业的营业收入和净利润均有显著的提升，公司的毛利率持续下降，很大程度上是因为它薄利多销的营销策略所致。



图 4.4 老百姓大药房销售净利率和毛利率变化趋势

数据来源：老百姓大药房年报

本文继续探讨营业收入的快速增加和毛利率的持续下滑之间的联系，并对公司的期间费用进行深入的分析。在 2017-2021 年期间，老百姓大药房的期间费用情况呈现出明显的增长趋势（如图 4.5 所示），其中销售费用的占比相对较高，因为老百姓大药房主要从事药品的批发与零售，所以该公司的销售费用占据了很大的份额。

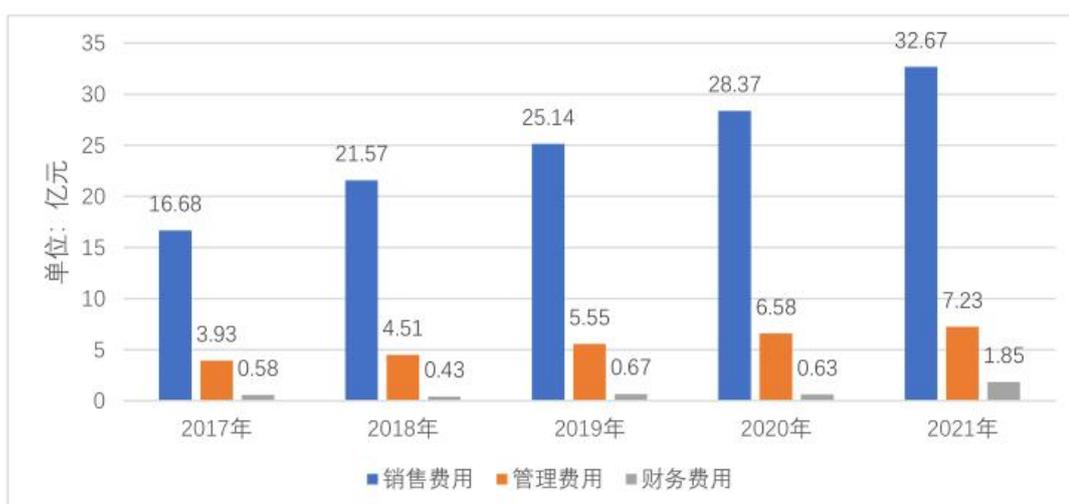


图 4.5 老百姓大药房期间费用

数据来源：老百姓大药房年报

虽然老百姓大药房的销售费用一直在增加，但是通过 2017-2021 年的连续并购活动，公司的营业收入每年也都在增加，这也导致了销售费用率的整体下降。2018 年，药品零售行业的并购活动开始放缓，但在一年多的消化期后，行业的并购活动又开始加速，这一现象与行业内的激烈竞争有关，导致比率在 2017-2018 年间有所上升。老百姓大药房随着连续并购的发生销售费用管控能力显著提升。

企业的总资产报酬率和净资产收益率可以作为投资者衡量其盈利能力的重要指标。根据图 4.6 可以看出，老百姓大药房的总资产报酬率和净资产收益率在 2018-2020 年间保持稳定增长，呈现出良好的上升趋势。而 2021 年的净资产收益率出现了下降趋势，这主要归因于公司股东的净资产增加。2018-2020 期间，公司通过大规模的收购行为，净利润的逐步在增长，甚至超过了股东权益的增加，进而使得净资产收益率和总资产报酬率得到了显著的改善。总体来看，老百姓大药房的收益情况良好，并且盈利风险水平也比较低。

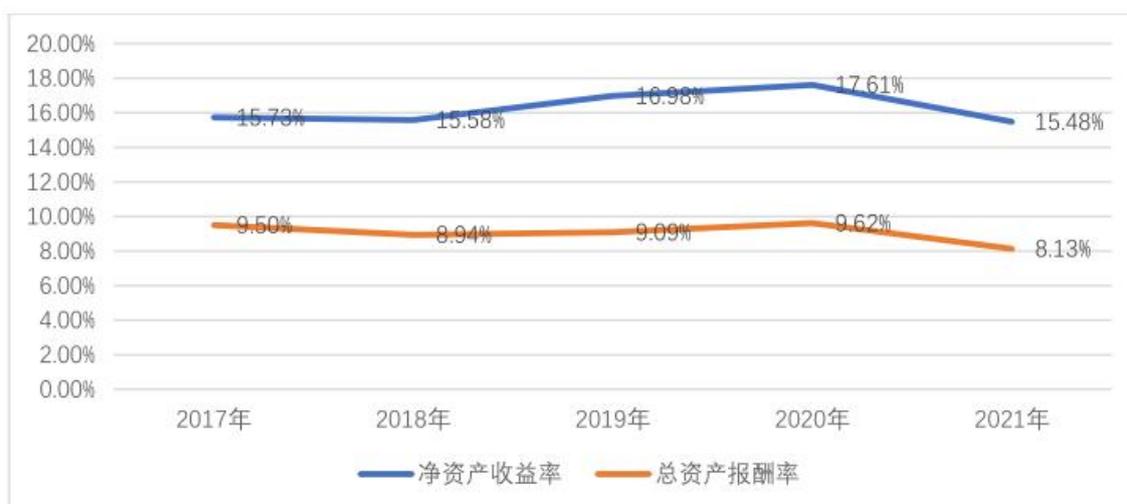


图 4.6 老百姓大药房净资产收益率和总资产报酬率

数据来源：老百姓大药房年报

### 4.3.2 营运风险

本文旨在通过分析老百姓大药房的总资产周转率、应收账款周转率以及存货周转率，来评估其营运能力。表 4.5 显示了反映老百姓大药房营运能力的三个重要指标的计算结果。

表 4.5 老百姓大药房营运能力指标

项目（次）	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年
存货周转率	3.87	4.06	4.19	4.34	4.16
应收账款周转率	10.82	10.81	11.55	12.57	12.43
总资产周转率	1.29	1.25	1.27	1.32	1.11

数据来源：老百姓大药房年报

通过分析三个关键指标，可以准确地评估出存货、应收账款和总资产的运营效率，从而更好地把握其经营情况。根据图 4.7，公司的总资产周转率在 2018-2020 年间出现了轻微的上升，而存货周转率则一直处于稳步增长的状态，但在 2021 年出现了一定的回落。公司应收账款周转率呈“之”字型的趋势，2018 年开始上升，2020 年又开始下降。“存货周转率的上升态势”表明，老百姓大药房在连续并购后，销售业绩大幅提升，存货管理效率也有了显著改善，能够有效整合存货资源，实现资源的优化配置，从而提升企业的竞争力。由于总资产周转率不断下降，企业的总资产周转率出现了明显的下滑，而从年度财务数据来看，由于固定资产、商誉等非流动资产的大幅增加，导致其总资产的周转率受到严重的影响。

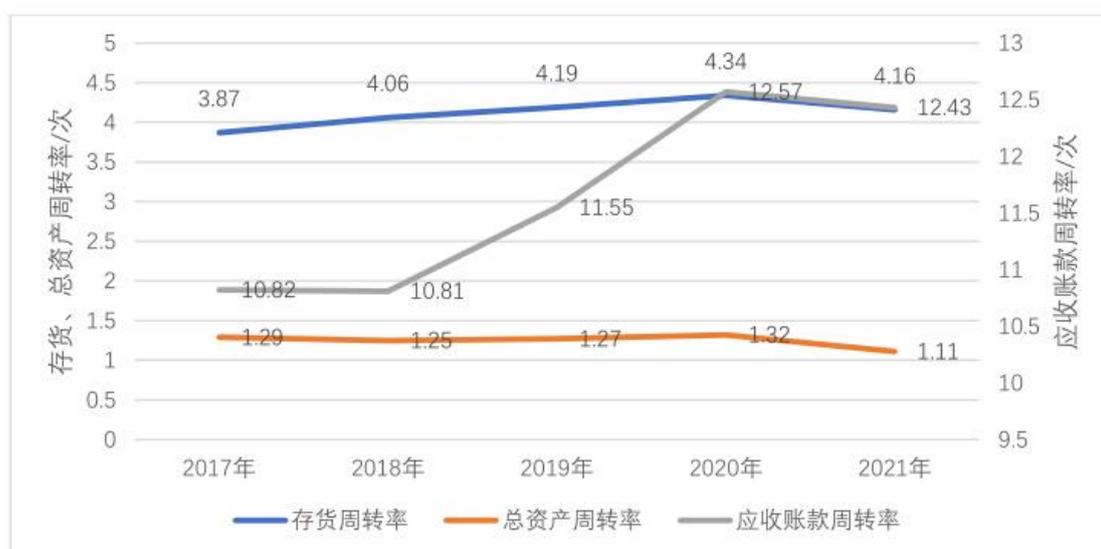


图 4.7 老百姓大药房营运能力指标变化趋势

数据来源：老百姓大药房年报

经过深入调查，发现 2017-2019 年应收账款增长速度远超营业收入增长速度，应收账款周转率先上升后又出现下降趋势。随着公司不断加强应收账款的信用风

险管控，并通过定期审核客户的信用记录，应收账款的管理水平大幅度改善，这也为 2018-2020 期间应收账款的周转率带来了积极的影响。2021 年公司的总资产周转率和应收账款周转率和存货周转率均呈现出下降趋势，公司整体的运营能力减弱。

### 4.3.3 成长风险

企业的成长能力来源于其持续的发展和积累。企业的成长能力取决于持续投入资金和提高营业收入，根据表 4.6 的数据，本文将重点分析老百姓大药房的营运能力，以营业收入增长率、净利润增长率和总资产增长率三个指标为基础，深入探讨其发展趋势。

表 4.6 老百姓大药房成长能力指标

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年
营业收入增长率	23.09%	26.26%	23.15%	19.75%	12.38%
净利润增长率	24.89%	17.32%	16.94%	22.09%	7.75%
总资产增长率	36.44%	26.66%	16.97%	13.70%	50.28%

数据来源：老百姓大药房年报

营业收入增长率是衡量公司营收变化的重要指标，它反映了销售市场对该公司产品的需求，如果增长率较高，则说明市场需求较大。根据图 4.8 可以看出，2018 年以前，老百姓大药房的营业收入增长率一直维持在 20%以上，表明其发展前景良好，尤其是 2018 年，公司营业收入增长率更是高达 26.26%。随着老店的营收不断攀升，加上持续的并购活动，使得利润大幅提升；通过采用多种营销策略，公司不仅大力开展会员营销，提升客户的忠诚度，还积极引入中西成药，提升毛利率，从而实现了持续的销量增长。但是 2018 年后，老百姓大药房的营业收入增长率显著下降，这不仅是由于毛利率的下降，更是由于公司内部的战略调整、政策转型以及其他多种因素，使得公司的经营状况受到了一定程度的影响。

公司净利润增长率反映了公司的经营效益和市场竞争力，指标较高则表明该企业的运营情况良好。根据图 4.8 可以看出，老百姓大药房的净利润总体出现了

下滑的趋势，但在 2020 年出现了一定的回升。2017 年，通过新一轮并购，公司所持有的标的资产实现了可观的收益，从而推动了其净利润的 24.89% 增长。在 2017-2018 年间，尽管公司的营业收入有了显著提升，但其净利润的增速却有所放缓。随着公司连续并购交易的加速，销售费用率显著上升，这表明在短期内，实施成本管控的难度较大。经过一段时间的战略调整，企业的净利润增长率逐步开始回升。

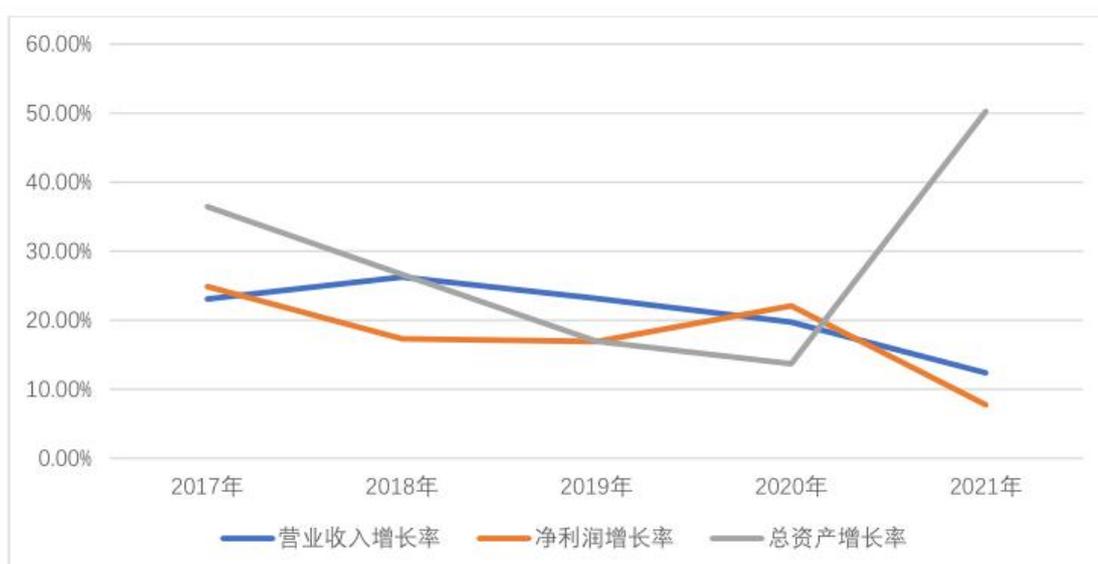


图 4.8 老百姓大药房成长能力指标变化趋势

数据来源：老百姓大药房年报

公司的总资产增长率可以反映出它的资本积累和发展能力，是衡量公司实力的重要指标。在 2017-2020 年间，总资产增长率显著下降，这表明老百姓大药房正在减缓扩张步伐。从综合的指标来看，老百姓的大药房的发展潜力正在逐渐减弱。2021 年年报表明，老百姓大药房正在不断进行重组，以满足公司的发展需求，同时也在不断拓展业务范围。2021 年，老百姓大药房的并购资产大幅增加，这不仅推动了公司销售规模的扩张，也带动了销售收入的大幅增长，使得公司总资产增长率达到了 50.28%。

#### 4.3.4 协同风险

协同效应是指两个企业在合并后的绩效会优于原先两个企业绩效的叠加，简单的说就是绩效的“1+1>2”。协同效应可以分为管理协同效应和财务协同效应。

管理协同能力是报告期管理费用与报告期营业总收入的比值，通过并购原本管理能力不足的企业可以得益于更具有竞争力的企业，这种互补作用可以显著改善企业的经营状况，进而提升企业的整体管理水平。财务协同能力是报告期财务费用与报告期营业总收入的比值，通过并购两个企业可以共享财务资源、降低交易成本和享受税收优惠等优势，从而实现财务协同效应。因此，本文将通过分析老百姓大药房的管理协作能力和财务协作能力，来评估其连续并购的协作效果。如果这两个指标较低，则表明该公司的协作能力较强。

表 4.7 协同能力相关指标

项目	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年
营业收入	7501432326	9471089288	11663176229	13966699240	15695664147
管理费用	392771900	451333200	554833000	657793000	722987715
财务费用	58414000	42537100	66606900	62811600	185409610
管理协同能力	0.0523	0.0476	0.0475	0.0470	0.0460
财务协同能力	0.0077	0.0044	0.0057	0.0044	0.0118

数据来源：老百姓大药房年报

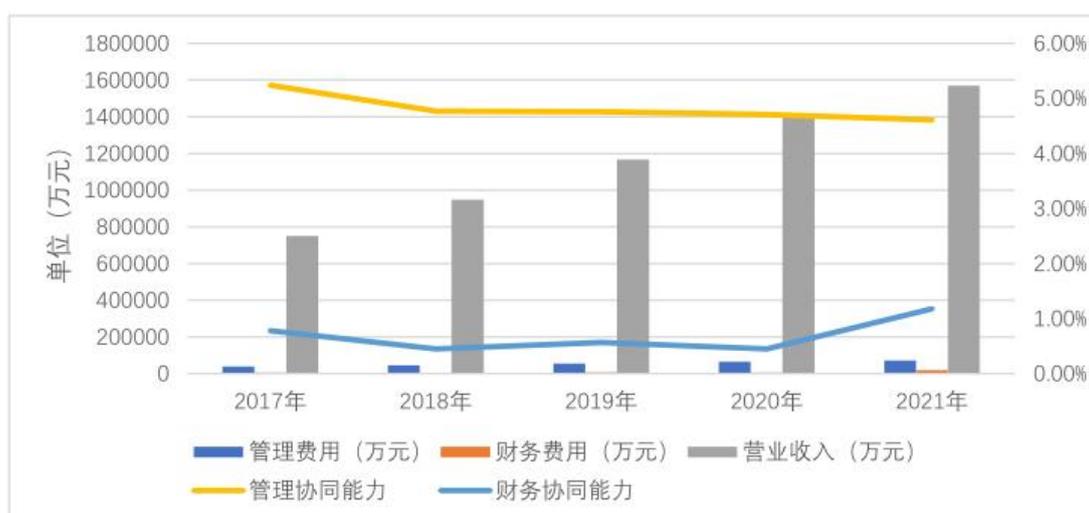


图 4.9 协同能力变动趋势

数据来源：老百姓大药房年报整理计算

如图 4.9、表 4.7 可以看出，在企业实施连续并购战略后，老百姓大药房的管理协同指标呈现单边下降态势，营业收入的增长速度大于管理费用的增长速度，说明老百姓大药房在并购后有较强的管理协同能力。财务协同能力在 2017 年-2020

年波动较小，但是在 2021 年财务协同能力指标显著升高，可以看到当年企业的财务费用较 2020 年增加 195%，根据前文的偿债能力分析当年的短期借款和长期借款也比 2020 年大幅增加，而企业当年并购均用通过现金进行支付，所以连续并购一定程度上导致企业的财务协同能力降低。

## 4.4 整体财务风险识别

### 4.4.1 Z-Score 风险模型分析

Z-score 模型是一种基于上市公司财务数据的预警机制，由经济学家 Edward Altman 提出，旨在帮助企业识别和预测财务风险。Z-score 是一种基于多个财务数据的比率指标，它们按照一定的权重来衡量，最终形成一个完整的评估结果。通过将最终得分与预定的破产临界值进行比较，可以准确地评估企业的财务状况。

表 4.8 Z-Score 计算模型公式

Z-Score	X1	X2	X3	X4	X5
计算公式	期末营运资本/ 总资产	期末留存收 益/总资产	当期息税前利 润/平均总资 产	期末权益的市 场值/总负债	销售收入/ 平均总资 产
代表含义	反映了企业的 资产流动性和 变现能力。当 企业的营运资 本持续下降 时，这意味着 它可能面临资 金流动性问 题，表明它的 短期偿债能力 较弱。	反映了企业 的长期盈利 能力。若一 家公司能够 保持较高水 平的留存收 益，则可以 证明其盈利 能力较好。	是对企业在资 产获利方面的 评价。在计算 资产总额时， 采用了当期平 均数作为参 考，以避免企 业在期末大幅 增加固定资产 持有量而对数 据造成一定的 影响。	是对企业资本 结构的评价。 通过引入市场 价值，本公式 可以更准确地 估算企业的价 值，从而更好 地反映实际情 况。	是对企业 营运能力 的评价。 若计算结 果显示， 这一比例 较高，则 表明这家 公司拥有 出色的经 营管理能 力。

Z-Score 模型具体内容如下：

$$Z=1.2X_1+1.4X_2+3.3X_3+0.6X_4+0.99X_5$$

根据表 4.8 中的 Z-Score 模型公式, 该模型能够全面评估企业的财务风险, 从资产结构、偿债能力等多个方面进行综合考量, 以便更好地识别和控制企业的财务风险。该模型最终计算出的 Z 分数值与企业存在的财务风险呈负相关关系, 即 Z 值越小, 说明企业的财务风险与破产的可能性越大; 反之亦然。

Z-Score 模型的临界值为 1.81 和 2.90。当 Z 值低于 1.81 时, 企业的财务风险较高, 破产的可能性也较大。当 Z 值处于 1.8 和 2.90 之间时, 企业的财务风险较小, 并不能说完全没有破产风险。当计算出的 Z 值大于 2.90 时, 企业存在的财务风险较小, 不太可能会破产。

表 4.9 老百姓大药房 Z 分数计算表

	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年
$X_1$	0.1982	-0.0748	-0.0274	-0.0581	-0.1406
$X_2$	0.1960	0.1724	0.1839	0.2060	0.1615
$X_3$	0.0809	0.0805	0.0834	0.0900	0.0681
$X_4$	4.9886	2.6300	3.0365	3.9637	1.6570
$X_5$	1.1197	1.1162	1.1752	1.2378	0.9256
Z 分数	4.8910	3.1104	3.4959	4.1303	2.2008
结果描述	良好	良好	良好	良好	不稳定

数据来源: 老百姓大药房年报计算整理

如表 4.9、图 4.10 所示, 老百姓大药房的 Z 分数波动较大, 整体呈波浪线的态势。从 2017 年到 2020 年, 老百姓大药房的 Z 分数值均超过了 2.9, 这表明该公司的财务状况相对稳定。2020 年, 该公司的 Z 分数高达 4.1303, 这表明该公司的运营情况较好, 财务风险也相对较低。而 2021 年 Z 分数的值降到 2.2008, 这时候企业的财务风险显著上升。经过详细分析, 发现 Z 分数的变化主要是由于  $X_2$  和  $X_4$  的因素造成的。 $X_2$  的变化剧烈, 而且总体的下降程度也很明显, 这表明该公司的盈利能力存在着极大的不确定性。由于  $X_4$  数值从原来的 4.9886 大幅下降至 1.6570, 这一降幅超过了 70%, 这表明老百姓大药房在最近一年里, 不仅进行了大规模的对外扩张并购, 还大量地进行了负债融资。如果企业未来的财务状况不能支撑其债务, 那么它将面临巨大的财务风险。

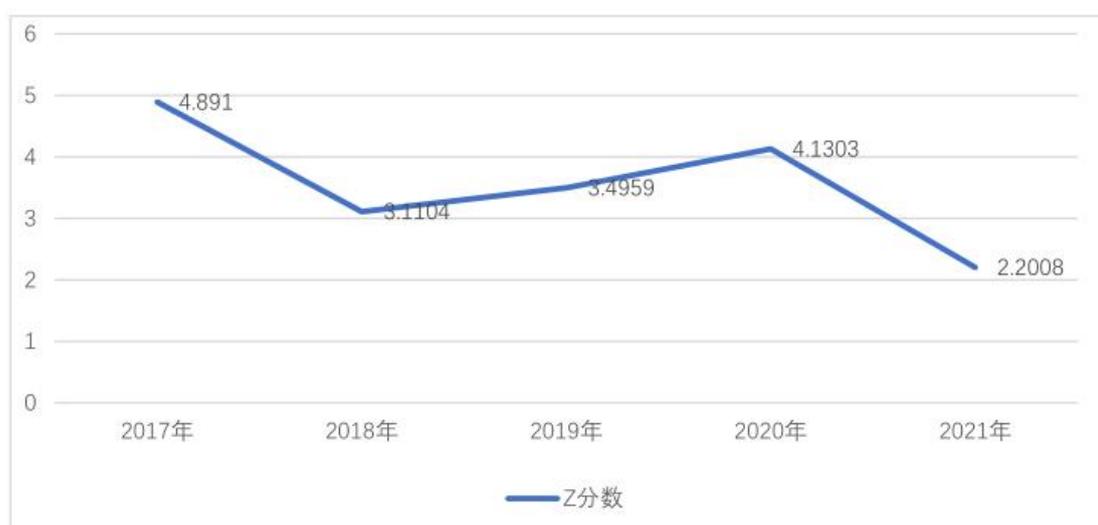


图 4.10 老百姓大药房 Z 分数变化折线图

数据来源：老百姓大药房年报计算整理

#### 4.4.2 F 分数风险模型分析

尽管 Z-Score 模型可以多方面地识别出企业的财务风险，但它未能充分考虑到现金流性的重要作用。F 分数模型的出现弥补了这方面的缺点，考虑了现金流性对企业财务风险的影响。

表 4.10 老百姓大药房 F 分数计算表

	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年
$X_1$	0.1982	-0.0748	-0.0274	-0.0581	-0.1406
$X_2$	0.1960	0.1724	0.1839	0.2060	0.1615
$X_3$	0.1346	0.1287	0.1238	0.1366	0.0965
$X_4$	4.9886	2.6300	3.0365	3.9637	1.6570
$X_5$	0.0845	0.0801	0.0814	0.0862	0.0773
F 分数	0.5154	0.1253	0.1825	0.2059	-0.0418
结果描述	良好	良好	良好	良好	不稳定

数据来源：老百姓大药房年报计算整理

$$F = -0.1774 + 1.1091X_1 + 0.1074X_2 + 1.9271X_3 + 0.0302X_4 + 0.4961X_5$$

根据上述公式，F 分数模型的第一、第二、第四个指标的计算方法与 Z 分数模

型完全一致，但是它们的差异体现在  $X_3$  和  $X_5$  的计算方法上。F 分数模型中对  $X_3$  的计算加入了现金流的影响，从而更好地评估企业的资产负债表的偿付能力。 $X_5$  衡量的是一家公司如何利用其资产来提升其现金流。通过考虑现金流的影响，使用 F 分数模型来更准确地识别公司的总体财务风险。

F 分数模型与 Z-Score 模型有着相似的临界值，即 0.0274。通常情况下，当一家公司的 F 分数低于 0.0274 时，一般认为它有很大的破产风险；如果 F 分数超过 0.0274，那么这家公司不太可能破产。细分来看，0.0274 至 0.0775 之间的区间被称为不确定区域，其范围介于[-0.0501 至 0.1049]之间。

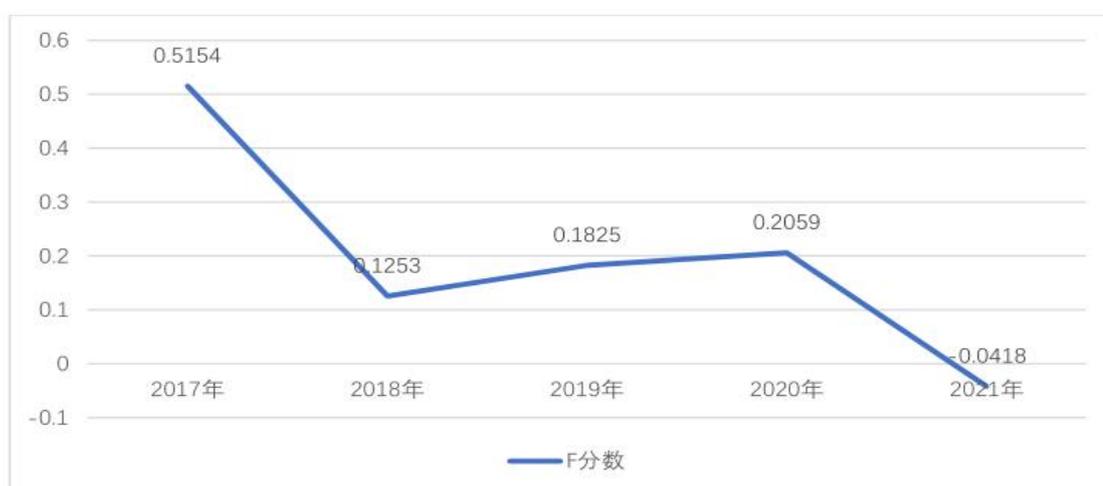


图 4.11 老百姓大药房 Z 分数变化折线图

数据来源：老百姓大药房年报计算整理

根据表 4.10 和图 4.11 的数据，老百姓大药房的 F 分数一直高于临界值 0.0274，但随着时间的推移，这一数值逐渐下降，直至 2021 年，甚至降至 -0.0418，这表明财务风险具有极大的不确定性。由于  $X_4$  指标的变化显著，它对整体 F 分数值的影响最大，这表明 2021 年企业的负债水平较高，而且从之前的偿债能力分析可以看出，资产负债率的急剧上升，使得财务风险急剧攀升。

## 5 老百姓大药房连续并购的财务风险防范建议

### 5.1 充分调查标的公司，审慎选择目标企业

因为信息的不对称，老百姓大药房很难了解被收购公司的全部和准确的情况，这会使企业的投资决策出现偏差，从而增加收购成本。为了避免这种情况的发生，企业应该在并购前期准备阶段进行全面调查，以便了解目标公司的财务和经营状况。随着对标的公司经营状况的深入了解，对其估值的准确性也越来越高，从而在后续并购过程中获得更大的优势，并且拥有更多的发言权。老百姓大药房在并购实施前，应尽量全面的了解被并购企业的经营发展状况，增加交易价格的合理性。同时，要做好相应的并购策略和风险应对方案，根据风险发生的可能性进行评估。

选定合适的目标企业是企业进行并购的第一步，但可能会受到来自市场和信息不对称因素的影响。谨慎地选择被并购公司，尽量避免由于定价不准确带来的风险。在连续并购的过程中，老百姓大药房取得了令人满意的成绩，并且在承诺期满后，被并购企业的业绩表现一直保持良好的。为了更好地进行并购，公司应该更加谨慎地筛选出合适的目标公司。企业在进行发展时，应该谨慎地选择可以为其带来协同效应的公司，避免因过度扩张导致资源的浪费。为了确保投资的成功，企业在进行并购之前，必须先通过专业的评估机构，确保其财务指标的可靠性和有效性，以更好地满足投资者的需求。应该加强对企业债务和现金流的审查，以免投入不良资产，从而阻碍企业未来的发展。

### 5.2 灵活选择融资支付方式，优化资本结构

企业并购通常需要大量的资金来完成，这意味着融资成本也会增加。企业并购的成本可以分为两部分，一部分是在交易过程中支付的费用，另一部分则是在完成整合后所需的资金投入。近年来，老百姓大药房通过债券融资、银行借贷以及现金支付等多种融资渠道，取得了良好的发展。与股权融资不同，债务融资在企业整合过程中必须不断承担融资成本，因此，它对于企业的运营效率有着极其严格的要求。使用现金支付的好处在于可以防止股东权益受到损害，但同时也会

对公司的现金流造成较大的影响。为了满足其融资需求，老百姓大药房不得不采取更加谨慎的方法来进行支付。尽管老百姓大药房的现金流并不宽裕，但它仍然采用杠杆融资和现金支付，这使得它的偿债风险急剧上升。

近几年来，老百姓大药房的负债水平不断攀升，而采取高杠杆效应来推动企业发展的做法却是不可持续的，其边际效用也在逐渐减少。因此，企业的负债水平必须保持在一个合理的范围内，以确保其能够承受的财务风险不超出其最大承载能力，否则将会对其偿债能力造成巨大压力，从而影响其长期稳定发展。为了减少企业的资产负债率，建议老百姓大药房不仅要重视高杠杆经营所带来的风险，还应该采取有效措施，以期达到最佳并购的效果。针对当前的资金状况，老百姓大药房应该采取多种融资措施，包括内部资金投资、股权投资、债券投资等，以期达到更好的状态。为了避免债务集中到期，企业应该确定平均债务的到期日。企业在调整债务融资时，应根据自身实际情况，精确控制投资回收期、应收账款回收期及金额，以确保企业现金流稳定，避免因高额债务偿还而导致资金链断裂的风险。

### 5.3 对偿债风险提前防范，加强对现金流的关注

并购的偿债风险主要来自定价、融资和支付三个方面。通过有效地管控前两个阶段的风险，可以有效地减少后续企业承担的偿还债务的可能性。若在前两个阶段未能有效地预防和控制风险，那么随之而来的偿债压力将会更加严峻。通过采取三项措施，老百姓大药房能够有效地降低偿还债务的风险。一是把握好负债的数额。当赤峰人川被收购时，企业不仅增加了大量的银行贷款，而且还为企业带来了巨额的应收账款，这种双重因素的结合使得企业的债务规模急剧膨胀。因此，在未来的并购过程中，应当尽量避免两种情况同时出现，以确保企业的债务水平处于可接受的范围，从而缓解偿债压力。为了缓解未来企业的现金流压力，应当尽可能减少有息债务的比例，并且尽可能选择权益融资或无息借款，以便为未来债务融资提供更多的可能性。在制定并购计划时，老百姓大药房应该全面评估公司的现金流情况，确保公司能够在保证正常生产和经营的前提下获得充足的资金来偿还债务，降低偿债风险。

为了更好地掌握资金运用情况，公司应该重视和加强对财务管理人员的培训，

并建立一个完整的预算体系，才能够在规定的时间内提交预算，确保其预算的准确性。此外，还需要进行多方面的审查，包括对市场的深入分析，以及各部门之间的协作。为了确保资金的有效使用，必须建立一套严格的审核机制，从头到尾进行细致的审查，并采取有力的措施来实现资金的有效管理。为了确保公司的正常运营，可以加强对公司的现金流预测，这个过程将由公司的财务部门来监控，以确保公司能够获得充足的现金。如果公司的现金流不够，首先考虑减少对变动的现金流的支出，调整或者暂停施工计划，处理闲置的资产，以及加速销售存货计划。为了提升付款顺序的合理性，应优先考虑涉及到企业信用、固定费用支出以及与员工切身利益相关的费用，例如税金和利息等。

#### 5.4 建立财务预警体系，提升盈利能力

为了实现连续并购，给公司带来更多的利润，老百姓大药房必须加强自身的并购机制，建立专业的并购团队，以有效控制并购过程中的财务风险。通过精心策划、明确目标、针对性的实施并购行动，满足公司发展战略的需求，确定最佳目标公司，并实现最佳的并购效果。通过建立一套完善的财务预警指标体系，对并购过程中可能出现的财务风险进行全面评估，并依据评估结果采取有效措施控制风险，从而有效地把控风险。此外，提高经营管理水平也是企业连续并购的重要指导原则，要求管理人员严格执行提高经营管理水平，以提升企业的财务安全性。通过风险评估，制定有效的防控措施，确保风险的有效控制。根据评估结果，采取适当的措施来防范风险。利用多维度的财务分析，及时发现潜在的财务风险，采取有效的措施加以控制，以便更好地管理风险，最大限度地减少可能带来的损失，确保企业的长期稳定发展。

综合管理的范围极其广泛，既涉及到固定资产的整合，也涉及到无形资产的有效运用。通过收购一些具有较强知名度、广受消费者青睐的传统老字号，老百姓大药房能够更好地把握客户群，从而赢得客户的认可与支持，最终实现更高的营收。在整合新资源的同时，应该重视对现有资源的管理和优化，以实现协同效应。通过优化管理体系，企业不仅可以有效地整合资源，降低成本和费用，而且还能够获得更多的经营管理经验，从而提高管理者的管理水平，建立完善的并购管理机制和，有效提升运营效率，最终实现节约成本、提高盈利能力的目标。

## 5.5 注重与被并购方的财务整合，发挥协同效应

经过精心策划的并购过程，最终的整合结果将会是决定并购能否取得成功的关键因素。成功的标准不只局限于并购过程的顺利性，还包括它们是否实现了预期的协作效果。通过协作，两家公司可以共享战略、组织架构、人才储备以及企业文化，充分利用各自的优势，达到共赢的局面，从而达成公司的发展目标。在整体投资管理的过程中，财务整合是至关重要的一环，通过强化财务整合工作，可以大大减少后期的财务风险，从而保证企业的长期发展和稳定。

经过全面的分析和评估，老百姓大药房可以根据公司的发展情况，为其设立一个科学合理的财务目标，以有效地控制和管理可能存在的风险。企业的资金运用状况、财务状况及其他各项指标均出现了显著变化，这就迫切需要对其进行全面的改革，以满足当前复杂的市场环境及企业的发展需求。此刻，财务工作的目标不仅是一种有效的指引，而且还可以成为衡量财务管理人员表现的重要参考，从而实现有效的绩效考核。当老百姓大药房制定连续并购的财务管理制度时，为了确保对接的顺利进行，双方企业应当统一口径，仔细审核相关指标，尽可能减少工作误差，同时确保所有信息凭据的完整性，达到企业的财务目标。在合并完成后，公司应当仔细审查新主体的财务状况，采取有针对性的管理措施，全面检查目标公司的实际资产和负债情况，并且按照时间顺序统筹安排新增的负债和资产。

## 6 结论与展望

### 6.1 结论

并购行为是一项极其复杂的商业活动，需要考虑许多因素，尤其是在进行长期并购时，可能会带来更高的风险。经过多次的并购，老百姓大药房已经发展成为一家具有全球影响力的医药零售企业，它以其独特的商业模式和优势，不断拓宽产业链，提升市场份额，实现了快速发展，最终成为中国医药零售行业的领军者。然而，老百姓大药房采取了极其激进的并购策略，这不仅增加了企业的运营资本，而且还需要大量的资金投入，这给企业带来了巨大的财务压力，一旦资金链断裂，企业的运营将无法得到保障。

本文主要讨论的是老百姓大药房的连续并购活动，并分析所带来的财务风险。发现这些并购活动可能会导致公司的财务状况发生变化，包括公司的资产规模和营业收入可能会显著提高，但是这些举措可能不会带来太多的利润；尽管公司的并购活动可能会提升财务协同能力，但是它们的费用率可能会保持不变，公司未能从中获取显著的正面回报；企业的连续并购活动仍然会对其造成一定的财务影响，包括但不限于资本结构、融资、偿还以及现金流动性等方面的风险。

针对老百姓大药房连续并购的财务风险问题，建议从以下几个方面进行防范。首先，在并购前充分调查被并购企业，审慎选择目标企业；公司考虑融资时，灵活选择融资和支付方式，尽量优化资本结构；在并购过程中，对于偿债风险要提前防范，加强对现金流的关注；如果有条件，公司应建立财务预警体系，及时测评企业的财务风险，提高企业的盈利能力，同时也能提高企业的抗风险能力；最后，并购之后，不可忽视对被并购方的财务整合，最大程度上发挥企业的协同效应。

### 6.2 展望

在未来的研究中，建议学者采用更多的财务指标来深入探讨，并综合考量各种外部因素，以便更准确地反映出企业的财务风险情况，有助于提高研究的可靠性与合理性。为了更好地理解连续并购的财务风险，建议学者综合分析各个行业

的实际情况，把各种因素纳入到研究之中，以便发现其共性，并且根据实际情况提出有效的财务风险管理策略。最后，本文所选资料都来自于 A 股市场，获取的资料相对有限，以后的研究需要更多资料的支持，而非现在的单案例研究。

## 参考文献

- [1] Anand J, Delios A. Absolute and relative resources as determinants of international acquisitions[J]. Strategic Management Journal, 2002: 119-134.
- [2] Anshu Mittal J, P. K. Jain. Mergers and Acquisitions Performance System: Integrated Framework for nalof Flexible Systems Managenient, 2012: 131.
- [3] Brown R, Sarma N, CEO overconfidence, CEO dominance and corporate acquisitions[J]. Journal of Economics and Business, 2007(59): 358-379.
- [4] Charman A. Global Mergers and Acquisitions: the Human Resource Challenge[J]. International Focus, 1999(8): 53-59.
- [5] Core, J E, R W Holthausen, D F Larcker, Corporate governance, chief executive officer compensation, and firm performance[J]. Journal of Financial Economics, 1999(51): 371-406.
- [6] Doukas, J Petmezas. Acquisitions, Overconfident Managers and Self Attribution Bias [J]. European Financial Management, 2007(13): 531-577.
- [7] Friedrich Trautwein. Merger Motives and Merger Prescriptions[J]. Strategic Management Journal. 1990: 283-295.
- [8] Fuller K, Netter J, Stegemoller M. What do returns to acquiring firms tell us? Evidence from firms that make many acquisitions[J]. Journal of Finance, 2002, 57(4): 1763-1793.
- [9] Haleblan J, Kim J, Rajagopalan N, The influence of acquisition experience and performance on acquisition behavior: Evidence from the US commercial banking industry [J], Academy of Management Journal, 2006, 49(2): 357-370.
- [10] Harford J. What drives merger waves? [J]. Journal of Financial Economics, 2005, 77(3): 529-560.
- [11] Healy, P.M., K.G. Palepu and R.S. Ruback. Does corporate performance improve after mergers? [J]. Journal of Financial Economics, 1992(26): 135-156.
- [12] James C. Van Homdohn, Tohn M. Wachowicz Jr. Fundamental of Financial Management [M]. Tsinghua University Press, 2007: 98-101.
- [13] Jeffrey CH .M&A : A Practical Guide to Doing the Deal[M]. New York: Wiley, 2000: 15-19.

- [14] Jen Jen Tseng, Ping Hung Chou. Mimetic isomorphism and its effect on merger and acquisition activities in Taiwanese financial industries[J]. Service Industries Journal, 2011, 31(9): 1451-1469.
- [15] Jensen Michael C., Ruback Richard S.. The market for corporate control: The scientific evidence[J]. North-Holland, 1983, 11(1-4).
- [16] Karampatsas N., Petmezas D., Travlos N G. Credit ratings and the choice of payment method in mergers and acquisitions[J]. Journal of Corporate Finance, 2014, 25(2): 474-49.
- [17] Katinka M Bijlsmafrankema. On managing cultural integration and cultural change processes in mergers and acquisitions[J]. Journal of Europea Industrial Training. 2013, (25) : 192-207.
- [18] Kruse T A. Minority expropriation and shareholder activism following Olivetti's hostile takeover of Telecom Italia[J]. Corporate Governance: An International Review, 2007, 15(2): 133-143.
- [19] Philip H M and Mithells M. Managing The Merger[M]. New York: Prentice Hall, 1992: 387-400.
- [20] Robert, J. Borghese. M&A from Planning to integration [J]. New York: Me Graw-Hill, 1940: 23-32.
- [21] Rovit, Lemire. Your best M&A strategy: Smart deal make methodically acquire through good times and bad[J]. Harvard Business Review, 2003: 12-15.
- [22] Shleifer A, Vishny R W Stock market driven acquisitios [J]. Journal of Financial Economics, 2003(3): 295-311.
- [23] Smidt P J. Minimizing Risks, Maximizing Returns in Distressed M&A[J]. Journal of Corporate Renewal, 2015(28): 14-17.
- [24] Smidt. Mergers and Acquisitions Performance System: Integrated Framework for Strategy Formulation and Execution Using Flexible Strategy Game-Card[J]. Global Journal of Flexible Systems Management. 2015. 31(3): 77-89.
- [25] Tarsalewska, M. The Timing of Mergers along the Production Chain, Capital Structure, and Risk Dynamics[J]. Journal of Banking and Finance, 2015(8), 51-64.
- [26] 陈梦. 中国企业跨国并购的财务风险管理 [D]. 财政部财政科学研究所, 2015: 26-37.
- [27] 傅强, 方文俊. 管理者过度自信与并购决策的实证研究 [J]. 商业经济与管理, 2008(04) : 76-80.

- [28]李井林,戴宛霖,姚晓林. 并购对价与支付方式:业绩承诺与风险承担——基于蓝色光标并购博杰广告的案例[J]. 会计之友, 2019, (20):61-66.
- [29]刘颖,张海英. 信息非对称的信息经济学——2001年的诺贝尔经济学奖获得者的学术贡献[J]. 情报科学, 2012(10): 1111-1113.
- [30]门久久. 连续并购的绩效研究——基于华电国际的经验数据[J]. 会计之友, 2016(12):91-97.
- [31]欧思嘉,郑勇. 管理者过度自信与企业并购行为的实证研究[J]. 宁夏工程技术, 2014, (03):283-288.
- [32]秦米源. 浅谈企业并购财务风险及其管理[J]. 财会通讯, 2000(17):113-115.
- [33]邵毅平,鲁佳茜. 国企改革并购中的风险研究——以平安并购家化为例[J]. 会计之友, 2014(31):44-46.
- [34]施继坤,刘淑莲,张广宝. 管理层缘何频繁发起并购:过度自信抑或私利[J]. 华东经济管理, 2014, 28(12):84-90.
- [35]树友林,陆怡安. “一带一路”背景下企业并购风险研究——以高端装备制造为例[J]. 会计之友, 2020, (10): 93-97.
- [36]宋秀珍,徐霞. 基于模糊综合评判的民营企业海外并购风险研究——以美的电器并购开利拉美为例[J]. 会计之友, 2013, (05):43-47.
- [37]苏卫东,谢玲红. 基于时间间隔的连续并购行为分析[J]. 西北工业大学学报(社会科学版). 2011(01):28-31+43.
- [38]唐蓓. 管理者过度自信对上市公司并购投资的影响[J]. 审计与经济研究, 2010, 25(05):77-83.
- [39]唐丽萍. 浅谈企业财务风险的识别与内部控制对策[J]. 中国管理信息化, 2017, 20(03):18-20.
- [40]王庆华,杨杏. 基于多分类 Logistic 回归模型的企业财务风险影响因素探析[J]. 财会月刊, 2015(18):64-68.
- [41]王亚影. 基于吉利并购沃尔沃谈跨国并购的财务风险与防范[J]. 会计之友. 2014(14):74-76.
- [42]王玉红,曲波. 上市公司并购中的财务风险及防范对策[J]. 财务与会计, 2018(07):70-71.

- [43] 吴娟. 企业并购中财务风险管理与控制[J]. 财会通讯. 2015(29):111-113.
- [44] 谢洪明, 章俨, 刘洋, 程聪. 新兴经济体企业连续跨国并购中的价值创造: 均胜集团的案例[J]. 管理世界. 2019, 35(05):161-178.
- [45] 徐义明, 孙方社. 企业财务风险识别研究[J]. 财会通讯, 2015(17):96-98.
- [46] 徐玉芳. 互联网企业并购财务风险分析[J]. 财会通讯, 2017(17):109-111.
- [47] 张曾莲. 企业财务风险管理[M]. 机械工业出版社, 2014:25-31.
- [48] 张发洪. 企业并购中的财务风险及其控制[J]. 经营与管理, 2017(07):124-126.
- [49] 张龙, 刘洪, 胡恩华. 高管薪酬水平对企业并购行为影响的实证分析[J]. 软科学, 2006, 20(5):42-45.
- [50] 张思琼. 我国上市公司连续并购财务风险研究——以 SH 医疗为例[J]. 财会学习, 2021(19):183-185.
- [51] 张玉珍, 李淑萍. 路径依赖模型下的并购决策实证分析[J]. 山东社会科学. 2007(09):77-80.
- [52] 周霞, 陈光明. 后金融危机时代房地产企业财务风险控制分析[J]. 会计之友, 2012(01):29-30.
- [53] 朱栋, 李雪. 管理层权力与企业长期并购效率的相关性研究[J]. 会计师, 2014(16):25-26.

## 后记

青春在我懵懂的时候悄无声息的到来，不给我一丝准备的机会，青春在我迷茫的时候悄悄渡过，也没有片刻轰轰烈烈的迹象，青春在我想要珍惜的时候挥一挥衣袖，默然溜出我的世界。转眼间，文章也进入收尾环节，研究生生涯在跟我告别，我想抓，却怎么也抓不住，只能转过身收拾行囊，踏上前方终将是一个人的征程。刚入校时的场景一下子冲入我的脑海，现在还清楚记得我当初带着怎样的一种心情迈入兰州财经大学，有激动、有开心、有志忑。突然想到，如今的我即将离开校园，还没有好好跟我生命中支持我、关心我的人表达诚挚的谢意。

首先，我要感谢我的导师，感谢您当时选择了我，感谢您在我们学习和生活中提供的每一次帮助，每一次的师门例会我都有所收获，您积极的工作态度也时刻影响着我。在论文的撰写中，从选题、写大纲、写初稿等方面，您也会认真的与我们探讨，给我们提供建议，最后才有了现在的这篇文章。祝您身体健康，万事顺遂！

其次，我要感谢我的室友们，三年来与她们待在一起的时间最多，刚到离家两千公里外的兰州时，时常感觉是孤独的，是她们带我去中山桥看黄河、爬兰山赏风景、去兰州老街逛吃逛吃，后来的我们可以聊人生、谈理想、想未来。但时间无法停留，我只能把美好的回忆刻在心里。祝她们前途似锦，都能过上自己想要的生活！

最后，我要感谢我的家人和男朋友，他们一直在背后默默地支持我，考上研时替我开心，情绪低落时耐心疏导我，是他们义无反顾的支持我，让我以积极的态度面对生活，祝他们健健康康，笑口常开！