

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 股权质押下上海莱士  
市值管理行为及效果研究

研究生姓名: 李宇惠

指导教师姓名、职称: 雒京华、教授

学科、专业名称: 会计硕士

研究方向: 注册会计师方向

提交日期: 2024年6月1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： 李宇惠 签字日期： 2024年6月11日

导师签名： 雒京华 签字日期： 2024年6月11日

导师(校外)签名： 刘印堂 签字日期： 2024年6月11日

## 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內容。

学位论文作者签名： 李宇惠 签字日期： 2024年6月11日

导师签名： 雒京华 签字日期： 2024年6月11日

导师(校外)签名： 刘印堂 签字日期： 2024年6月11日

# **Research on the behavior and effect of Shanghai RAAS's market value management under equity pledge**

**Candidate:Li Yuhui**

**Supervisor:Luo Jinghua**

**Liu Maosheng**

## 摘要

股权分置改革的推进使得股东开始重视股价与持股市值,进一步催生了市值管理的需求,现今,市值管理已成为上市公司追求公司价值最大化,为股东创造价值的重要战略手段。股权质押作为股东常用的融资手段,在享受其低成本高效率融资优势的同时,也要承受其可能带来的风险。为降低其潜在风险并促进股东价值增长,控股股东的市值管理动机进一步加强。

在研究过程中,首先对国内外相关研究和理论基础进行梳理分析,在全面了解研究现状后,以上海莱士为案例研究对象,在分析其股权质押情况后,进一步剖析市值管理的动因。而后发现上海莱士在股权质押后,采取了多种市值管理手段以缓解质押风险,包括股东和高管增持、并购扩张、证券投资,以及投资者关系管理和改善主业经营状况等。随后,通过构建市值管理效果评价模型,分别探讨了公司在价值创造、实现以及溢价因素方面的表现,对该公司的市值管理实施效果进行全面综合的评价分析。

经过深入研究发现:股权质押的状况在一定程度上影响上海莱士市值管理行为的选择;上海莱士的市值管理效果前期较好,后期逐渐减弱,具有相对递减性;莱士市值管理存在短板,忽视价值创造,管理体系不够完善。与此同时,本文也从市值管理和股权质押两个角度向企业管理、法律法规以及外部监管层面提出相关建议,为我国市场规范市值管理行为、完善市值管理机制提供了有益的参考。

**关键词:** 市值管理 股权质押 效果评价 上海莱士

## Abstract

The advancement of the split-share structure reform has led shareholders to pay more attention to stock prices and the market value of their holdings, which has further generated the need for market value management. Nowadays, market value management has become an important strategic means for listed companies to pursue the maximization of corporate value and create value for shareholders. As a commonly used financing method for shareholders, equity pledges enjoy the advantages of low-cost and efficient financing while also bearing the potential risks. To reduce these potential risks and promote shareholder value growth, the controlling shareholder's motivation for market value management has been further strengthened.

During the research process, relevant domestic and foreign studies and theoretical foundations were first analyzed and sorted to fully understand the current research status, Taking Shanghai RAAS as a case study, the motivations for market value management were further analyzed after examining its equity pledge situation. It was found that after the equity pledge, Shanghai RAAS adopted various market value management methods to mitigate pledge risks, including shareholder and executive shareholding increases, mergers and expansions, securities investments, investor relationship management, and improving the performance of its main business. Subsequently, by constructing an

evaluation model for market value management effectiveness, the company's performance in value creation, realization, and premium factors was explored, providing a comprehensive and integrated evaluation and analysis of the company's market value management implementation effectiveness.

After in-depth research, it was found that the status of equity pledges affects the choice of Shanghai RAAS's market value management behavior to a certain extent; the effectiveness of Shanghai RAAS's market value management was initially good but gradually weakened over time, exhibiting relative diminishing returns; there are shortcomings in RAAS's market value management, such as neglecting value creation and having an inadequate management system. Meanwhile, this paper also provides relevant suggestions from the perspectives of market value management and equity pledges to corporate management, laws and regulations, and external regulatory levels, offering a useful reference for standardizing market value management behavior and improving market value management mechanisms in the Chinese market.

**Keywords:** Market value management; Equity pledge; Effect evaluation; Shanghai RAAS

# 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 研究内容和研究方法.....	3
1.2.1 研究内容.....	3
1.2.2 研究方法.....	3
<b>2 文献综述</b> .....	5
2.1 股权质押研究.....	5
2.1.1 股权质押动机.....	5
2.1.2 股权质押经济效果.....	6
2.2 市值管理研究.....	6
2.2.1 市值管理的内容.....	6
2.2.2 市值管理的动机.....	7
2.2.3 市值管理的行为.....	8
2.2.4 市值管理的效果.....	9
2.3 股权质押与市值管理研究.....	10
2.3.1 股权质押下市值管理动机分析.....	10
2.3.2 股权质押与市值管理的作用机理.....	11
2.4 文献述评.....	11
<b>3 相关概念及理论基础</b> .....	13
3.1 相关概念.....	13
3.1.1 股权质押.....	13
3.1.2 市值管理.....	13
3.2 理论基础.....	13
3.2.1 有效市场假说理论.....	13

3.2.2 控制权理论 .....	14
3.2.3 信号传递理论 .....	15
3.2.4 价值管理理论 .....	15
<b>4 股权质押下上海莱士的市值管理分析 .....</b>	<b>16</b>
4.1 上海莱士概况 .....	16
4.1.1 公司简介 .....	16
4.1.2 股权结构 .....	17
4.2 上海莱士股权质押情况分析 .....	19
4.2.1 股权质押历程 .....	19
4.2.2 股权质押特征 .....	20
4.3 股权质押下上海莱士的市值管理动机 .....	21
4.3.1 寻求短期市值最大化 .....	21
4.3.2 获取更多财务资源 .....	22
4.3.3 降低控制权转移风险 .....	23
4.4 股权质押下上海莱士的市值管理行为 .....	23
4.4.1 股东和高管增持 .....	23
4.4.2 并购扩张 .....	25
4.4.3 证券投资 .....	26
4.4.4 投资者关系管理 .....	27
4.4.5 改善主业经营状况 .....	29
<b>5 股权质押下上海莱士市值管理效果分析 .....</b>	<b>34</b>
5.1 市值管理效果评价模型构建 .....	34
5.1.1 模型构建 .....	34
5.1.2 指标说明 .....	35
5.1.3 计算方式说明 .....	36
5.2 市值管理效果总体评价 .....	36
5.3 价值创造评价分析 .....	39
5.3.1 基础价值评价 .....	41



5.3.2 成长价值评价 .....	43
5.4 价值实现评价分析 .....	44
5.5 溢价因素评价分析 .....	48
<b>6 结论与启示 .....</b>	<b>51</b>
6.1 研究结论 .....	51
6.2 研究启示 .....	52
6.2.1 企业管理层面 .....	53
6.2.2 法律法规层面 .....	53
6.2.3 外部监管层面 .....	54
<b>参考文献 .....</b>	<b>55</b>
<b>后记 .....</b>	<b>60</b>
<b>附录：六家公司市值管理效果得分明细 .....</b>	<b>62</b>

## 图表目录

表 4.1 上海莱士主要产品目录 .....	16
表 4.2 上海莱士前十大股东持股情况（截至 2017 年 12 月 31 日） .....	18
表 4.3 上海莱士前十大股东持股情况（截至 2023 年 9 月 30 日） .....	18
表 4.4 上海莱士前两大股东持股情况 .....	20
表 4.5 上海莱士股东及高管的重要增持行为统计 .....	24
表 4.6 上海莱士的主要并购活动 .....	25
表 4.7 上海莱士证券投资情况 .....	26
表 4.8 上海莱士上市至今的投资者活动情况统计 .....	28
表 4.9 上海莱士 2014—2023 年盈利能力指标变动情况 .....	31
表 4.10 2022 年各公司盈利能力指标表 .....	32
表 5.1 市值管理评价模型框架图 .....	34
表 5.2 市值管理评价模型相关指标计算说明 .....	35
表 5.3 上海莱士市值管理效果评价各指标及结果得分情况 .....	37
表 5.4 市值管理效果及价值创造得分平均值与排名对比 .....	40
表 5.5 2014 年—2023 年上海莱士及可比公司基础价值得分 .....	41
表 5.6 上海莱士 2014—2023 年基础价值具体指标实际值及得分 .....	42
表 5.7 2014 年—2023 年上海莱士及可比公司成长价值得分 .....	43
表 5.8 上海莱士 2014—2023 年成长价值具体指标实际值及得分 .....	44
表 5.9 市值管理效果及价值实现得分平均值与排名对比 .....	46
表 5.10 上海莱士 2014—2023 年价值实现指标实际值及得分 .....	46
表 5.11 六家可比公司的溢价因素得分 .....	49
图 4.1 上海莱士 2014—2023 年股权质押情况图 .....	19
图 4.2 上海莱士近十年股权质押资金用途 .....	22
图 4.3 上海莱士上市至今投资者活动情况 .....	29
图 4.4 上海莱士 2014—2023 年营业收入和扣非净利润变化图 .....	30
图 4.5 2014—2023 年上海莱士的盈利能力指标变化趋势图 .....	32
图 4.6 2022 年盈利能力指标行业对比图 .....	33

图 5.1 2014—2023 年六家公司市值管理效果得分情况 .....	39
图 5.2 上海莱士基础价值、成长价值及价值创造的变化趋势图 .....	40
图 5.3 2014—2023 年上海莱士价值实现得分情况 .....	45
图 5.4 六家公司 2014—2023 年托宾 Q 值 .....	47

# 1 绪论

## 1.1 研究背景及意义

### 1.1.1 研究背景

股权质押在保留出质人决策权的同时,将其所持有的股权转化为所融资现金,目前越来越多的公司选择采用这种方式进行融资。然而这种方式也存在不可忽视的风险。当股权质押的公司出现经营和决策失误,从而导致盈利下滑和声誉受损时,其面临的风险将会迅速增加。特别是股价大幅下跌触及先前设定的指标线时,会导致质押物价值不足,若出质人不能及时补充质押或偿还债务,将面临强制平仓风险,并可能因此导致控制权转移,引发股价暴跌的连锁反应,对中小投资者的利益造成巨大损害。

为有效应对上述风险的发生,控股股东在质押股权后会采取一系列市值管理手段以维护企业的整体利益。作为公司管理的关键要素,市值管理的发展在很大程度上是由中国的股权分置改革所推动的。改革使得原本不流通的国有股得以进入证券市场进行交易,从而催生了市值管理的需求,并逐渐引起政府部门及利益相关者的关注。2014年国务院发布促进资本市场健康发展的意见中,市值管理制度首次得到了明确的提及。这一意见的出台,不仅标志着我国资本市场对市值管理的高度重视,更为上市公司构建市值管理制度提供了强有力的政策支撑。2015年国资委多次公开发声,强调央国企应当建立与自身情况相匹配的市值管理制度,进一步加大对市值管理的推广力度。随着时间的推移,市值管理的重要性日益凸显。特别是在2018年新一轮国企改革启动后,市值管理更是被明确纳入国资管理的核心要素之中。这意味着,市值管理将发挥越来越重要的作用,成为推动企业价值提升、优化资源配置的重要手段。最近工作会议中,国务院国资委已明确提出,2024年将全面展开上市公司市值管理的考核工作。众多上市公司积极响应这一号召,企业实施市值管理将迈向量化考核的新阶段。在这一背景下,市值管理将继续深化其在企业运营管理中的地位,助力企业降低风险,提升市场竞争力。

在一系列政策的推动下,市值管理备受关注。对于上市公司来说,构建以公司内在价值为基石、注重价值创造的市值管理体系显得尤为关键。通过科学、规

范的市值管理，企业不仅能提升企业在资本市场的估值效率，增强市场竞争力，还能助力企业获取更多的融资额，为股东和投资者创造更多的价值。但由于缺乏成熟的市值管理制度引导，部分企业理解较为浅薄，在实施过程中使用不合理的手段，不仅难以达到预期效果，甚至会影响企业的长远发展。在激烈的市场竞争中，上市公司要想稳固地位并实现持续发展，必须树立正确的市值管理理念，并建立起良性的市值管理模式，以推动企业和股东价值最大化。

选择上海莱士作为案例公司的原因有四。首先，上海莱士展现出高频率和高比例的股权质押行为，使其成为探讨股权质押对企业影响的典型范例。其次，上海莱士的市值管理动机明确，且其行为相对频繁，这为研究市值管理行为提供了丰富的素材。再者，上海莱士作为上市企业，公开资料详细全面，能够依据市值管理中心发布的针对 A 股上市企业的评价模型进行研究。最后，上海莱士作为医药生物血液制品行业的领军企业，其市值管理经验对于同行业的其他上市企业具有重要的借鉴意义，有助于推动整个行业市值管理水平的提升。

### 1.1.2 研究意义

#### （1）理论意义

首先，当前关于股权质押与市值管理的相关研究，大多集中在大样本实证分析上，多探讨股权质押与单一市值管理之间的关系，以具体案例形式深入分析股权质押背景下的个别公司的市值管理行为及成效的研究相对较少。然而，大样本实证研究在追求普遍规律时，往往无法充分考虑到每个公司的独有特征，可能导致关键信息的遗漏或误读。同时现实中的市值管理手段通常是多元的、复合的，为全面准确理解市值管理实践，需综合考虑多种手段。因此，本研究以具体案例为切入点，结合上市公司实际情况，对二者间的关系进行深入剖析，以期弥补现有研究不足。其次，本研究将有效市场、控制权、信号传递以及市值管理等理论应用于实际管理场景中。通过案例分析，更加直观地理解理论在实操中的应用，进一步验证其有效性。

#### （2）现实意义

尽管股权质押备受融资者的青睐，然而，股权质押爆仓引发的控制权转移事件却也屡见不鲜，降低质押风险的重要性和紧迫性进一步凸显。通过市值管理的有效实施，能够规避和应对股权质押的潜在风险，减少股价异常波动的现象，推

动上市公司的发展。不过，在市值管理越来越受到重视的背景下，一些企业可能会对这一理念产生误解，从而偏离了市值管理的真正目的。这些企业的管理层对市值管理的理解不够深刻，未能平等看待价值创造和价值实现的重要性，甚至将两者割裂开来。这种行为不仅无法发挥市值管理的真正作用，还可能对公司的发展带来负面影响。

因此，本研究选取上海莱士为典型案例进行分析，期望能够加深上市公司对市值管理内涵和重要性的认识，同时也可同样面临质押风险的公司提供有益参考，助其提升市值管理水平，更好地应对市场环境的变化和挑战。

## 1.2 研究内容和研究方法

### 1.2.1 研究内容

第一章为绪论。对市值管理与股权质押的研究背景进行简要概述，明确研究意义，同时还详细阐述了文章的主要研究内容及整体研究框架。

第二章是文献综述。本章深入且系统地回顾并梳理了国内外关于股权质押、市值管理以及二者间关系的研究，宏观把握其研究现状和发展历程。

第三章是相关概念及理论基础。首先对市值管理和股权质押的概念进行界定，并对市值管理的三个环节进行了详细的阐述。接着，从理论层面切入，详细介绍了有效市场假说、控制权、信号传递和价值管理等理论在本研究中的具体体现。

第四章是股权质押下上海莱士的市值管理分析。首先介绍案例公司——上海莱士的基本情况及其股权质押情况，包括质押历程和特征；随后结合公司综合情况探讨分析其市值管理动机以及实际操作中的市值管理行为。

第五章是股权质押下上海莱士市值管理效果分析。参考市值管理中心的评价模型，构建适用于案例公司的评价模型，全面综合的从总体效果、价值创造、价值实现、溢价因素等方面进行详细分析和阐述。

第六章是结论与启示。根据上文总结出相关结论，并从企业管理、法律建设、以及外部监管等层面提出相关建议。

### 1.2.2 研究方法

(1) 文献研究法：主要从学校图书馆和学术期刊网搜集整理研究文献，同时利用 Wind、知网、维普等网络资源及锐思、国泰安、巨潮等数据库平台搜集

关键数据，为研究的深入进行奠定坚实基础。

（2）案例分析法：以上海莱士为案例公司，对其股权质押情况及市值管理情况进行深入的探究，得出研究结论，并提出研究建议。这些结论对于其他面临股权质押风险的公司来说，具有一定的参考价值和借鉴意义。另外，在案例分析的同时，使用对比研究法。根据市值管理效果评价模型，计算出同行业可比企业 2014—2023 年 10 年的相关数据，横向和纵向的对案例公司市值管理效果进行综合全面的评价。

## 2 文献综述

### 2.1 股权质押研究

王新红和曹帆（2021）认为西方国家采取股权质押作为融资手段的现象并不普遍，因此国外学术界对此的研究和关注较为有限，即便存在讨论，也多聚焦于由其引发的代理问题<sup>[58]</sup>。相较于西方国家，股权质押在我国资本市场已发展成一种重要的融资方式，行业分布广泛，学术界关注和讨论较多。

#### 2.1.1 股权质押动机

首先，上市公司股权质押的一大动机是满足融资需求。唐玮等（2019）等指出股权质押在快速满足融资需求的同时可维持股东的控股地位<sup>[53]</sup>。李益娟、张英丽（2020）研究表明，控股股东当企业展现出良好的发展趋势时，更倾向于选择股权质押作为资金筹措的手段<sup>[34]</sup>。而凌暄、王志涛（2020）通过深入探究发现，股权质押为众多民营企业的主要股东提供了更为宽泛的融资途径<sup>[36]</sup>。李常青等（2021）则认为大股东会在公司面临融资挑战时，具有强烈的意愿去支持公司的发展<sup>[30]</sup>。

其次，股权质押的动机也涉及维持和增强企业的控制权。龚俊琼（2015）提出通过质押融入资金进而增持公司股票，能有效增强控股股东的控制权<sup>[23]</sup>。谢德仁（2018）补充指出股权质押的另一重要动机在于维持或强化其控制地位，通过质押资金购买公司股份，可防范股权稀释的风险<sup>[63]</sup>。胡凯，漆圣桥（2019）指出相比于股票增发，股权质押融资为股东提供了一种避免控制权稀释的有效手段<sup>[27]</sup>。Ronald Anderson 和 Michael Puleo（2020）亦认同这一观点，认为多数质押行为并非单纯为了补充公司营运资本，而是出于增强对公司控制权的需要<sup>[12]</sup>。

消极动机则主要体现在挖空公司和恶意侵蚀其他股东利益上。王新红（2016）研究发现公司实际控制人可能利用股权质押的方式，通过“隧道效应”侵蚀中小股东的权益，实现对上市公司的掏空行为<sup>[59]</sup>。与此同时，Aiman Nariman Mohd-Sulaiman 等（2017）亦指出，当公司的控制权和决策权被控股股东掌握时，股权质押这一行为会加剧掏空风险，威胁公司的稳定与发展<sup>[1]</sup>。然而，汪军（2019）则提出了不同的观点，他认为股权质押有时仅仅是为了提高变现速度，提前收回投资<sup>[55]</sup>。Michelle Li 等（2019）进一步强调，股权质押可能沦为控股股东掏空公



司的工具，从而产生严重后果<sup>[10]</sup>。Ronald 等（2020）指出，恶意股权质押转移了股价下跌风险给质权人，进而侵害中小股东利益<sup>[12]</sup>。Hongmei Xu（2021）发现，股权质押加剧公司两权分离和经营风险，损害公司价值的同时刺激大股东掏空<sup>[4]</sup>。刘艳霞等（2022）实证表明，大股东侵害中小股东利益的动机与股权质押比例的高低之间存在显著的相互影响关系<sup>[39]</sup>。

### 2.1.2 股权质押经济效果

股权质押的消极效果主要源于股权质押的自身特征所带来的风险。首先是出质人风险方面。王春丽和马路（2017）指出，股权集中度提升降低大股东掠夺成本，增加利益侵占可能<sup>[56]</sup>。刘艳霞、曹修琴和祁怀锦等人（2022）则称，股价急跌且债务未偿时，质权人可能强制平仓，导致公司控制权转移<sup>[39]</sup>。其次是质权人的风险。王文兵等（2020）指出，股权质押给质权人带来流动性风险，股权冻结时资金回收困难，增加风险敞口<sup>[57]</sup>。田高良等（2020）认为质权人面临市场风险、债权风险和道德风险三大核心风险<sup>[54]</sup>。杨青等（2020年）指出投资者的情绪波动会使股权质押带来的杠杆风险进一步加大，影响中小股东的利益<sup>[67]</sup>。另外，曹海敏、张晓茜（2021）实证显示，不单纯的股权质押动机下的质押程度与公司业绩之间呈现负相关关系<sup>[16]</sup>。

为维护个人利益和公司价值，上市公司常采取市值管理行为稳定股价。谢德仁等（2016）的研究发现，上市公司倾向于披露正面消息、延迟或不披露负面消息，以平滑股价波动防止股价下跌<sup>[63]</sup>。此外，谢德仁等（2017）进一步发现控股股东为平滑股价，倾向于将研发支出资本化<sup>[62]</sup>。李秉祥与简冠群（2017）指出，股票质押后控股股东会采取市值管理行为，提升市值，确保定向增发顺利<sup>[29]</sup>。徐莉萍等（2021）表明股价下跌的质押公司更倾向用业绩承诺进行市值管理<sup>[64]</sup>。

## 2.2 市值管理研究

正确的市值管理能够在推动公司市值稳步增长，降低筹资成本的同时，还能强化公司的风险防控机制，奠定长期稳健发展基石。本部分将从市值管理的内容、动机、行为以及效果四个方面进行深入分析。

### 2.2.1 市值管理的内容

西方资本市场制度成熟，研究多围绕公司价值管理，而中国则提出市值管理

这一概念。中国市值管理中心主任施光耀率先定义“市值管理”，强调科学合规地提升价值创造能力，并向市场传递结果，达到价值实现最优。张济建和苗晴（2010）认为市值管理要兼顾内外部发展，旨在统一市值与内在价值<sup>[71]</sup>。

在市值管理的内容方面，学者们也进行了深入探讨。沈庆宁等（2018）提出了市值管理的三阶段论，即价值创造、实现、经营，首先最大化公司的内在价值，其次优化公司在股票市场的表现，最后实现市场价值与内在价值的统一<sup>[47]</sup>。鞠娟（2015）强调，上市公司应着重增强内在价值创造能力，尤其要管理好关键的影响因素<sup>[28]</sup>。权小锋和肖斌卿（2016）建议利用投资者关系管理手段，与投资者有效沟通，确保企业市值真实反映内在价值<sup>[45]</sup>。陆正华和郭文生（2016）认为，市值管理应以提升盈利能力为核心<sup>[40]</sup>。何涛（2018）则指出，上市公司应通过价值经营和实现，积极与投资者互动，实现市值与内在价值的统一<sup>[25]</sup>。市值管理之所以备受重视和研究，是因为其对公司和资本市场的发展具有积极推动作用。大部分学者都认可市值管理的重要作用。谭博仁与吴庆跃（2020年）强调市值管理的核心在于有效地引导市场投资者形成合理的股价预期，更好地维护其股价的稳定性，并增强对抗市场周期波动的能力<sup>[52]</sup>。李旒、蔡贵龙和郑国坚（2018）强调构建有效的市值管理制度对确保资本市场信息快速且准确传播至关重要。谭博仁和吴庆跃（2020）则认为市值管理的重点是塑造投资者合理的股价预期，以此保障公司股价的稳定性和抵御市场周期波动的能力<sup>[52]</sup>。这些观点均突显了市值管理在信息传递和股价稳定方面的重要性。

### 2.2.2 市值管理的动机

当前研究普遍认为，若公司市场价值未能反映其内在价值，公司内部亟需构建一套健全且高效的市值管理体系。关于市值管理的动因，可概括为以下几点。

首先，当市场价值与内在价值不一致时，通过合理的市值管理能够使其更为契合。Jian 和 Wong（2010）提出，市值管理可以借助资本利得等手段对股东利益产生影响，特别是在股价攀升时，大股东能获取更多利益<sup>[11]</sup>。刘国芳（2015）认为公司应理解市场价值变化背后的逻辑，并采取措施稳定市场价值，提出市值管理信号理论<sup>[38]</sup>。杨聪聪等（2020）指出我国市场股价与内在价值常有偏离，低估时企业会采取市值管理策略，结合利益相关方与股东价值管理，提升信息披露透明度和持续盈利能力<sup>[66]</sup>。陈运佳等（2020）认为市值管理旨在最大化股票价值，

进而确保公司的市值能够真实反映其实际价值<sup>[21]</sup>。

此外，市值管理能够有效降低公司股价波动。曹文婷（2020）研究发现，市值管理能平抑新三板公司股价波动，并增强其风险抵抗力，助其稳健发展<sup>[17]</sup>。夏常源和贾凡胜（2019）指出有效的市值管理对稳定投资者情绪和防止股价暴跌非常关键<sup>[60]</sup>。另外，市值管理在公司股权质押情境下发挥着防控控制权转移风险的重要作用。谢德仁、郑登津和崔宸瑜（2016）认为当控股股东持有质押时，上市公司会积极管理市值以降低股价暴跌风险，维护控制权稳定<sup>[63]</sup>。国外学者 Jintao Liu（2020）则进一步指出，股权质押前的股价稳定在高水平是获取更多融资的关键，而质押后通过市值管理的有效实施，可以显著降低控制权转移的风险<sup>[6]</sup>。马连福、张晓庆（2020）认为为获取更多隐性收益，控股股东会格外珍视控制权，采取市值管理措施以确保其地位和公司稳定发展<sup>[43]</sup>。

### 2.2.3 市值管理的行为

业绩预告和信息披露是常见的市值管理行为。常利民（2020）提出，业绩预告可以提振外部投资者的信心，是上市公司实施市值管理的关键策略<sup>[18]</sup>。类似地，Takeda Fumiko 等（2020）发现日本地区银行通过短期利好公告进行市值管理<sup>[13]</sup>。曹文婷（2020）强调了信息传播在市值管理中的核心作用，建议公司采用多种手段传递积极信号，如股权激励、并购重组等<sup>[17]</sup>。Jiang Jinglin 等（2021）强调信息披露透明度的重要性。其认为提高披露透明度比操纵信息更能维护市值稳定<sup>[5]</sup>。另外，上市公司也通过盈余管理的方式达到市值管理目的。杨玉娥（2016）发现上市公司管理层通过真实盈余管理提升业绩，对市值有正向影响<sup>[68]</sup>。Gao Han 等（2019）实证显示盈余管理与股权质押之间呈现正相关<sup>[3]</sup>。张栓兴等（2019）也观察到创业板企业股权质押后更倾向盈余管理美化财务报表<sup>[72]</sup>。

除此之外，市值管理行为还涵盖股权激励、并购重组、股份回购以及投资者关系管理等多种手段。陈德棉和何旭（2019）认为送转是维护股价的市值管理手段<sup>[19]</sup>。刘国芳（2015年）认为有效管理市值措施包括并购、业务转型以及创新商业模式等<sup>[38]</sup>。胡聪慧（2016）发现定增后的上市公司偏好送转策略<sup>[26]</sup>。Dunli L 等（2020）研究显示，非高管股权激励能强化内部控制，维护市值并降低风险<sup>[2]</sup>。Zhou Jingting 等（2021）证实员工持股计划正面影响公司绩效和市值<sup>[14]</sup>。Masturah Malik 等（2021）也指出拥有风险管理意识的员工可以促进市值增长<sup>[9]</sup>。孙晓燕

(2021) 也认为随着质押比例和平仓风险的提高, 上市公司发布员工持股计划的可能性也会相应增大<sup>[51]</sup>。徐龙炳和汪斌(2021) 的实证研究显示, 大股东在股权质押后为避免平仓风险, 倾向于通过小规模象征性增持股份来稳定股价<sup>[65]</sup>。张浩和陈瀚斌(2023) 发现股份回购常被当做市值管理和保护控制权的手段<sup>[70]</sup>。

#### 2.2.4 市值管理的效果

关于市值管理的短期经济影响, Liang-Guo Xu(2016) 指出, 部分上市公司利用有限精力理论, 同时公布正负消息以分散投资者关注, 从而减少股价起伏<sup>[7]</sup>。饶育蕾(2012) 发现上市公司常在非交易日公布信息或同时发布多份报告以降低市场关注度<sup>[46]</sup>。谢赤和王利君(2019) 研究发现股东减持时选择时机精准, 且倾向合并披露以减少市场冲击。高成长、高估值及业绩差的股票减持后市场反应和择时动机都较强烈<sup>[61]</sup>。综上, 上市公司为快速提升股价或缓解波动, 会采取信息披露等手段来进行市值管理。

市值管理的长期经济影响研究备受关注, 多数学者认为这能更真实反映其效果。谢德仁(2017) 指出开发支出的会计处理存在较大的灵活性, 这种隐性的会计政策选择对市值管理尤为重要<sup>[62]</sup>。何平林(2018) 则提出高转送股利政策可低成本提升公司市值, 推动股价上涨<sup>[24]</sup>。但多数学者仍使用市值管理评价模型来评判其长期效果。施光耀、刘国芳和梁彦军(2008) 首次提出市值管理效果评价模型。通过对价值创造、实现以及关联度等指标进行评分并加权求和的方法, 计算出市值管理效果的总分, 进而全面评估公司在市值管理方面的成效<sup>[48]</sup>。随着时间的推移, 学者们不断对这一评价模型进行改进和优化。朱玫林、金琼等(2015) 提出从价值基础、创造、认同和实现四个方面进行评估<sup>[73]</sup>。施光耀(2015) 在其第七版评价模型中增添了溢价因素, 更全面地从创造能力、实现能力、价值关联及溢价评估市值管理效果<sup>[49]</sup>。此模型被中国市值管理中心用于年度评价和排名, 获得广大学者认可。这一模型不仅为投资者提供了决策依据, 也为企业提供了改进市值管理策略的参考。

此外, 学者们还提出了多种不同的评价体系, 进一步丰富了市值管理的理论研究。陈洁(2009) 通过评估企业市场增加值来评价价值实现效果与市值管理成效<sup>[20]</sup>。张济建和苗晴(2010) 构建了包括当前与潜在经济价值等指标在内的价值创造评价模型<sup>[71]</sup>。吕飞(2016) 使用同样的思路, 但在其基础上增加微观动力角

度<sup>[41]</sup>。刘国芳（2010）建立了市值管理 DEA 评价模型<sup>[37]</sup>。蔡学军、张莉（2019）优化了市值管理评价指标体系，提供了更具体的指导<sup>[15]</sup>。为实践提供了多样化评估工具。蔡学军和张莉（2019）遵循合理可量化原则，从价值创造、传播和实现三个维度构建更完善的体系，为市值管理操作提供具体科学指导<sup>[15]</sup>。这些研究丰富了市值管理理论，也为实践提供了多样化的评估工具和方法。

## 2.3 股权质押与市值管理研究

为降低股权质押带来的控制权转移等风险，公司会主动采取积极的市值管理措施保障股价稳定。宋岩和宋爽（2019）证实股权质押与市值管理显著相关<sup>[50]</sup>。李贤等（2020）发现国有企业在股权质押后市值管理动机更强，质押资金流出时公司的市值管理行为更多变<sup>[33]</sup>。因此，股权质押企业市值管理动机通常更强。多项研究表明，合理长期的市值管理对公司市值提升有积极作用。

### 2.3.1 股权质押下市值管理动机分析

#### （1）引导股价上涨，增加财务资源

股价上涨时，控股股东可出售股票获利或循环质押获取融资。为获取更多财务资源，除提高质押率外，还可提升公司股价。作为质押双方统一协定的质押率在短期内无法改变，故控股股东有较强动机引导股价上升。MingJian 等（2010）证实股东在进行股权质押后倾向于利用市值管理手段来推动股价上涨，并再次进行质押融资以获取额外资金<sup>[11]</sup>。余怒涛等（2021）观察到控股股东倾向于公布较为乐观但精确度较低的预告，并可能延缓发布时间，以此影响股价预期<sup>[69]</sup>。马连福和张晓庆（2020）指出公司会在股权质押后会通过线上平台、线下活动等多种形式，提高与投资者的互动交流<sup>[43]</sup>。廖珂等（2020）认为股权质押的公司采取市值管理一方面为推高股价以获取更多融资，另一方面则努力防止股价下挫和强制平仓<sup>[35]</sup>。

#### （2）避免股价下跌，降低平仓风险

预警线与平仓线旨在保护质权人权益。股价跌至预警线时，质权人可要求额外质押；跌至平仓线时，控股股东须提前偿还贷款，否则质权人可强制处置股票，导致控股权转移。李旒和郑国坚（2015）指出降低股价波动风险并稳定股东接受度是市值管理动机之一<sup>[32]</sup>。此外，股价持续下跌会加剧中小股东担忧，增加股价

崩盘风险并最终导致股价跌破平仓线。Lu（2021）通过分析中国股市近十年的数据发现股票质押会显著影响投资者情绪，加剧股市波动，因此有效的投资者关系管理至关重要<sup>[8]</sup>。李旒等（2018）也指出，控股股东为防范控制权转移风险，会采取市值管理策略来稳定股价，避免股价被低估<sup>[31]</sup>。

### 2.3.2 股权质押与市值管理的作用机理

机理一：实施市值管理以规避控制权转移风险。当公司出于稳定股价或增强控制权的目的进行股权质押时，一旦遭遇股价暴跌的不利情况，股东往往会表现出强烈的市值管理意愿，从而避免控制权的易主和股价的灾难性下跌。钱爱民与张晨宇（2018）发现有质押行为的上市公司常利用信息优势来精心策划信息披露，以此来左右投资者的决策并引导市场的整体反应<sup>[44]</sup>。

机理二：实施市值管理来预防大股东的利益侵占。当大股东出于恶意掏空目的的进行股权质押时，股价急剧下跌会加剧两权分离，可能导致其放弃贬值股权，进而加剧侵占风险。同时，即便大股东质押初衷为满足个人融资需求，股价下跌过程中也存在利益侵占风险。因此，上市公司需通过市值管理稳定股价，以预防大股东潜在的消极管理和资金撤离行为。

机理三：实施市值管理维护公司形象。大股东为增强控制权或补充资金而将质押融入的资金再投入公司时，面临股价下滑时，公司采取积极措施传递正面信息、稳固形象以防股价崩盘。市值管理作为一种综合性的策略，旨在通过如信息披露、投资者关系管理、股份回购等行为来优化公司的市场定位，塑造积极、稳健、透明的企业形象。稳固其竞争地位，吸引更多的优质资本，推动公司的持续健康发展。

## 2.4 文献述评

本研究对股权质押、市值管理及其关系的现有文献进行了整理。关于股权质押，现有研究主要关注其动机，如融资发展、巩固控股、大股东挖空等和经济后果。为规避相关风险并提升股价，上市公司产生了市值管理需求。市值管理自股权分置改革后受到广泛关注，其研究集中于内容、动机、行为和效果等方面。企业应基于内在价值，通过合法手段提升市值，并需关注三大关键环节以实现公司价值最大化。同时，市值管理效果评价模型也在持续完善，以助企业优化市值管

理行为。在二者关系研究方面，众多学者认为股权质押风险促使公司进行市值管理，反之有效的市值管理可显著应对风险。质押提供融资便利的同时会加剧利益侵占，增加财务风险和控制权风险。控股股东倾向于利用市值管理手段以规避控制权旁落，避免利益侵占以及稳定公司形象等内在机理最终实现获取财务资源，稳定股价以缓解平仓风险的目的，促进公司长期发展。

## 3 相关概念及理论基础

### 3.1 相关概念

#### 3.1.1 股权质押

作为一种常见的融资方式,股东通过将所持股权抵押给金融机构等以获取融资,与增资扩股或发债相比,股权质押的审批流程更为简便,并且不影响股东对公司的控制权、决策权与表决权,不会稀释股权,提升了大股东质押意愿。尽管股权质押有流动性和计价优势,但其价值受市场波动影响,存在不确定性。质权人为保护自身利益,会设定一系列风险指标。当股价触及指标线时,出质人要么追加质押物要么将面临强制平仓,影响控制权。控股股东在质押期间丧失现金流权,增加两权分离风险,且质押资金用途不透明,加剧道德风险,可能损害中小股东利益。

#### 3.1.2 市值管理

股权分置改革以来的中国市场进入全面流通时代,市值成为衡量公司实力的重要因素,市值管理逐渐受到重视。2005年市值管理概念被正式解释,旨在通过多种方式提升公司价值创造能力,做好价值经营,使上市公司内在价值最大化并在市场中体现。随后,市值管理高峰论坛的举办和监管层政策的出台进一步推动了市值管理的流行和研究。市值管理涵盖价值创造、实现与经营三大方面。

价值创造是核心,要求公司关注基础与成长价值,并深入分析关键指标以制定有效策略。价值实现是目标,需与资本市场良好互动,使市场和投资者充分揭示和认同公司内在价值。价值经营则利用资本市场溢价效应提升价值实现水平。这三个方面相互依存、相互促进,共同推动公司市场价值与内在价值的协调统一。

### 3.2 理论基础

#### 3.2.1 有效市场假说理论

有效市场假说认为在健全、透明和竞争的股票市场中,除非市场被操纵,否则投资者无法依靠历史数据来获取超额利润,因为所有有价值的信息都会及时而精确地反映在股价中。根据反映信息的不同程度,市场被划分为弱势、半强势和强势有效,分别反映历史信息、公开信息和所有相关信息。我国资本市场发展较



晚，目前仍处于弱有效阶段，股价难以预测且不能完全反映公司真实价值，存在滞后性。本文基于这一背景，探讨市值管理以应对股价与公司价值的不匹配问题。

首先，有效市场假说为市值管理提供理论基础。在有效市场下，公司的市值应该反映了其内在价值，这意味着市值管理需要关注公司的基本面，包括财务状况、经营策略、行业前景等因素。其次，在有效市场下，试图通过操纵信息或者采用内幕交易等不正当手段来获得超额收益是行不通的。相反，市值管理应该采用科学、合规的手段，来提升公司的市场形象和认可度，从而实现市值的合理增长。此外，在有效市场下，市场价格反映了投资者的预期和情绪变化，该理论提醒市值管理者要关注市场动态和投资者情绪。最后，信息作为影响市场价格的关键因素，强调市值管理需要重视信息披露工作，确保公司信息的及时、准确和完整披露，以减少信息不对称和市场误解对市值造成的不利影响。总之，有效市场假说在市值管理中发挥着重要的作用，为市值管理提供了理论基础、策略指导、市场关注和信息披露等方面的启示。

### 3.2.2 控制权理论

控制权是通过持股或协议等方式拥有超过一定比例的股权，就能对公司重大决策的实际支配权，拥有控制权的股东因绝对控制地位和信息优势获得收益，但也可能通过内部掏空和内幕交易等方式损害中小股东和公司利益以谋取私利。

首先，控制权决定了公司治理结构和决策机制，进而影响公司的战略方向和业绩表现。掌握控制权的股东或管理层能够对公司核心事务产生决定性影响，从而引导公司朝着有利于市值提升的方向发展。其次，控制权争夺是公司治理中的一大风险点。在市值管理中，通过加强对控制权的监管和约束，可以保护公司和投资者的合法权益，防止恶意收购、利益输送等的发生。最后，控制权理论要求公司建立透明、公正的信息披露机制，确保所有股东能够平等获取公司信息。这有助于减少信息不对称，提高市场对公司价值的认知和评估准确性，进而促进市值管理的有效性。综上所述，控制权理论在市值管理中具有举足轻重的地位。通过合理运用控制权理论，公司可以优化治理结构、提高决策效率、防范风险、增强信息披露透明度，从而推动公司市值的持续增长。

### 3.2.3 信号传递理论

在信息不对称的环境下，信号传递理论强调，公司对外发布的信息对外部利益相关者的决策具有决定性作用。信号传递在提高公司股价和长期价值方面扮演着关键角色，有助于优化公司的经营表现，使内在价值与股价更加吻合。如果公司能够准确地向市场传递其内在价值的信息，那么投资者就有可能对公司的未来做出正确的预期，从而推动股价上涨，提升市值。反之则对市值产生负面影响。同时，大股东和管理层作为掌握更多信息的一方，往往会利用这一优势来传递积极的信号，以吸引更多的投资者，并推动公司股价的持续上涨。特别是在股权质押期间，为了应对相关风险和负面影响，处于信息优势方的大股东可能会通过操控信息披露来进行市值管理，旨在稳定或提升股价，以维护自身的控制权和利益。总的来说，信号传递理论在市值管理中的作用主要体现在确保公司内在价值的有效传递，为投资者提供了有力的决策支持，推动股价上涨，提升市值。

### 3.2.4 价值管理理论

作为一种以价值为基础的企业管理方法，价值管理可助企业价值得到持续增长，其发展目标经历了股东价值最大化、利益相关者整体利益最大化、企业市场价值最大化三大阶段。这种管理方法注重的是企业内部的价值创造和管理，通过优化资源配置、提高运营效率、加强企业文化建设等手段，不断提升企业的内在价值。而市值管理是为适用于我国弱式有效市场而提出的一个具有中国特色的概念，尽管市值管理与价值管理有所关联，均以价值创造为核心，以改善现金流、增加企业价值为旨，但两者的侧重点有所不同。价值管理重点关注内在价值的最大化，不受资本市场有效性的影响。而市值管理侧重于市值最大化以及价值在股价中的体现，更关心价值与股价的匹配。从某种意义上说，市值管理是价值管理理论的延伸和拓展。价值管理理论在市值管理中发挥着重要的指导和支持作用。企业可以运用价值管理的方法来提升企业的内在价值，为市值管理奠定坚实的基础。同时，市值管理也可以反过来促进价值管理的深化和完善，通过市场反馈来检验和调整企业的价值管理策略和方法。

## 4 股权质押下上海莱士的市值管理分析

### 4.1 上海莱士概况

#### 4.1.1 公司简介

##### (1) 公司概况

上海莱士血液制品股份有限公司（简称“上海莱士”），其前身是1988年10月成立的上海莱士血液制品有限公司。经过近二十年的稳健发展，公司在2007年成功完成了股份改制，并更名为现名。2008年，公司成功上市。至今，拥有超过30年历史的上海莱士，专注于血液制品的生产与销售，以其卓越的产品质量和服务赢得了市场的广泛赞誉。其主要产品如表4.1所示。

表 4.1 上海莱士主要产品目录

产品种类	产品名称
白蛋白类	人血白蛋白
免疫球蛋白类	人免疫球蛋白
	静注人免疫球蛋白（pH4）
	冻干静注人免疫球蛋白（pH4）
	乙型肝炎人免疫球蛋白
	冻干静注乙型肝炎免疫球蛋白（pH4）
	破伤风人免疫球蛋白
凝血因子类	狂犬病人免疫球蛋白
	人凝血酶原复合物
	人凝血因子 VIII
	冻干人凝血酶
	人纤维蛋白原
	人纤维蛋白粘合剂

资料来源：上海莱士官网

作为国内血液制品行业的领军者，上海莱士的产品质量赢得国内外消费者的深度信赖。同时其努力开拓海外市场，其生产的产品在多个国家和地区成功注册，出口规模名列前茅。上海莱士以浆源开发与获取为核心竞争力，积极推进血浆站建设，目前拥有4个生产基地和41家采血浆站，覆盖11个省（自治区），区域布局领先。公司凭借卓越表现，荣获多项荣誉，包括“上海市著名商标”“上海

名牌”及福布斯“最具创新力企业”称号。

## （2）发展历程

上海莱士由科瑞天诚投资控股有限公司（简称“科瑞天诚”）与 RAAS China Limited（简称“莱士中国”）共同出资创建，奠定了坚实基础。2004 至 2006 年，科瑞天诚和莱士中国收购了上海莱士原股东的股权，于 2008 年 6 月 23 日成功在深交所上市，随后开始其迅猛的扩张之路。特别是 2013 年开始，公司先后收购了邦和药业、同路生物、浙江海康等公司，使得上海莱士的市值快速增加。但需强调的上海莱士所依赖的并购资金多来源于控股股东的股权质押，但高比例质押带来融资资金的同时也给公司带来不利影响，直接使得上海莱士业绩下滑，甚至在 2018 年遭遇了股价崩盘，凸显出过度依赖股权质押的风险。但这一情况并未影响上海莱士的扩张之路。2018 年自掏腰包成功并购了国际同行 Biotest AG 和 GDS。经过不断的并购扩张，上海莱士拓展了市场规模，延伸了产业链覆盖范围，进一步增强了在生物制品行业中的竞争力。

### 4.1.2 股权结构

#### （1）股本结构

截至 2023 年底，上海莱士股份总数为 66.45 亿股，股份构成中，流通股占比较高，有 66.43 亿股，占比 99.96%；限售流通股为 264.99 万股，占比 0.04%，股权整体流动性较好。

#### （2）实际控制人

上海莱士的实际控制人不断变化。2021 年 9 月前，上海莱士的控股股东为科瑞天诚和莱士中国，受郑跃文和黄凯共同控制，无单独控制权，故不存在实际控制人。在 2020 年 3 月，上海莱士通过换股方式收购了 Grifols, S.A.（简称“基立福”）45%的股权，使得基立福正式成为其股东，并拥有上海莱士 26.2%的股权。随后，由于上海莱士的原控股股东因股票质押融资违约问题而被迫减少其持有的股份，他们所持股份的总比例已降至低于基立福的 26.20%。因此，在 2021 年 9 月，基立福顺利地成为了上海莱士的最大股东。与此同时，公司变更为无控股股东、无实际控制人的状态。2023 年 12 月 29 日，海尔集团和基立福签署股份购买协议，计划收购基立福所持上海莱士约 20%的股权，并将剩余约 6.58%股权的表决权委托给海尔集团行使，本次股权变动后，海尔集团将成为上海莱士持

股最多的法人股东，成为公司新的实际控制人。

### （3）公司前十大股东

表 4.2 详细列出了截至 2017 年底上海莱士前十大股东的持股情况。其中，科瑞天诚持股 32.1%，莱士中国持股 30.36%，这两大股东所持股份相当于第三大股东的 6~7 倍，具有绝对的控制权。

表 4.2 上海莱士前十大股东持股情况（截至 2017 年 12 月 31 日）

序号	股东名称（简称）	持股数量(股)	持股比例 (%)
1	科瑞天诚	1595529564	32.1
2	莱士中国	1509120000	30.36
3	深圳莱士	228119166	4.59
4	科瑞金鼎	228119166	4.59
5	华建恒业投资	181988926	3.66
6	凯吉莱士资管计划 1 期	67001247	1.35
7	科瑞莱士资管计划	64985895	1.31
8	傅建平	60940000	1.23
9	陕国投·鑫鑫向荣 82 号	46393027	0.93
10	民生通惠聚鑫 2 号	45256840	0.91

资料来源：东方财富 Choice 数据

表 4.3 是截止至 2023 年第三季度的股东持股情况，可以看出基立福为第一大股东，拥有 26.20%的股权，莱士中国在经历减持后，其持股比例锐减至 3.56%。值得注意的是，科瑞天诚已不再位列上海莱士的前十大股东之列。截止 2023 年 6 月，科瑞天诚和莱士中国的质押比例仍处于较高水平，但总体来说未解押股权质押数量合计大幅下降。

表 4.3 上海莱士前十大股东持股情况（截至 2023 年 9 月 30 日）

序号	股东名称（简称）	持股数量(股)	持股比例 (%)
1	基立福	1766165808	26.2
2	中国信达	279206652	4.14
3	华宝中信 1 号信托	268090000	3.98
4	中国华融	245941775	3.65

续表 4.3 上海莱士前十大股东持股情况（截至 2023 年 9 月 30 日）

序号	股东名称（简称）	持股数量(股)	持股比例(%)
5	莱士中国	239909091	3.56
6	香港结算	152806558	2.27
7	华鑫财富成长五期信托	139700000	2.07
8	中信证券	127544632	1.89
9	招商国证生物医药指数基金	93182510	1.38
10	国泰君安	84445367	1.25

资料来源：东方财富 Choice 数据

## 4.2 上海莱士股权质押情况分析

### 4.2.1 股权质押历程

2008 年上海莱士上市时，尽管大陆地区尚未流行利用股权质押进行融资，然而科瑞天诚与莱士中国却已具有远见地开始采用此方式。图 4.1 详尽地描绘了从 2014 年至 2023 年上海莱士的股权质押情况。

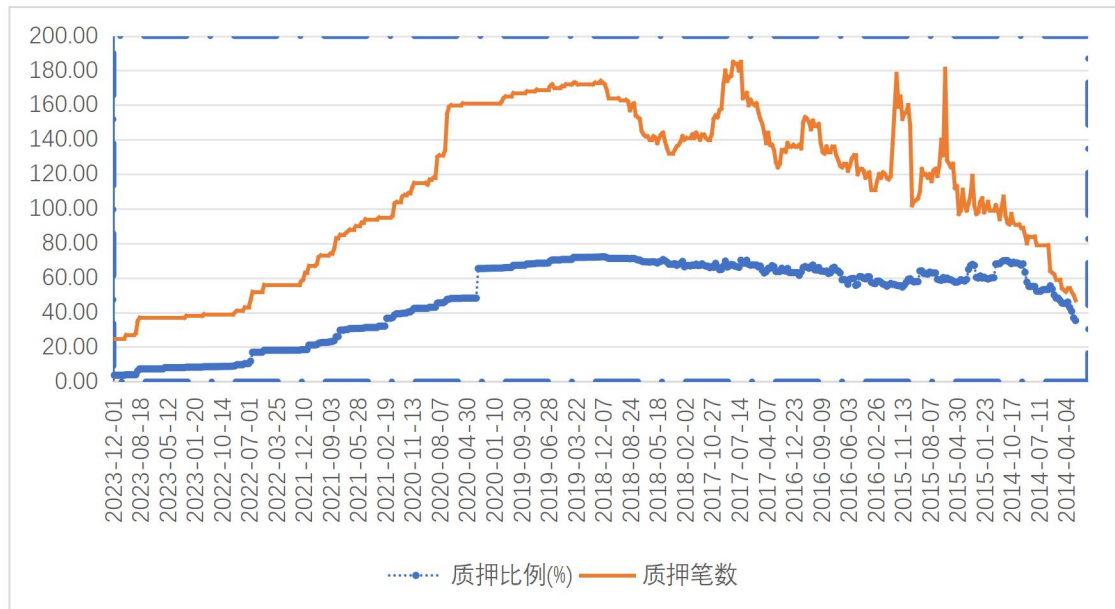


图 4.1 上海莱士 2014—2023 年股权质押情况图

资料来源：Choice 数据手工整理得到

总体来看，近十年上海莱士控股股东的股权质押情况波折。质押笔数总体呈

现出先曲折上升后逐渐下降的态势,以 2018 年末至 2019 年初这段期间为分界点质押笔数逐渐下滑,特别是在 2021 年前后降幅显著。具体来说,质押笔数从 2014 年 4 月的 47 笔攀升至 2019 年最高值的 174 笔,随后不断降低,并在 2023 年末稳定至 25 笔左右。同时,质押比例也经历了先升后降的过程,最高点出现在 2018 年底,达到 72%,成为医药行业之最。由于证券投资的影响,上海莱士在 2018 年底遭遇强制平仓,为降低风险,公司自 2019 年起停止股权质押业务,并逐步解除已有质押,使得公司总体质押比例持续下降。2020 年的股权变动进一步减少了质押比例和股数。上海莱士质押股数减少的原因包括暂停新质押活动,质押合约到期及平仓导致的股份抛售。至 2021 年底,公司决定停止股权质押后未再新增。到 2023 年底,上海莱士整体质押比例降至 3.7%,这标志着其股权结构正逐步趋于稳定。

#### 4.2.2 股权质押特征

##### (1) 股权质押集中于控股股东

上海莱士的股权结构高度集中,原控股股东科瑞天诚和莱士中国是高比例股权质押的根源。据表 4.4 的数据,2014 年至 2019 二者始终稳占公司前两大股东,合计持股超 60%。而这两大股东的股权质押比例都较高,长期将公司处于高风险的境地。尽管自 2018 年以后,由于股权的被动稀释和减持,两大股东的质押比例有所下降,但其在各自持股份中的质押比例却逐年上升。可以说两大股东近乎全额质押其持股,这无疑增加了爆仓的风险。

表 4.4 上海莱士前两大股东持股情况

时间	第一股东 名称 (简称)	持股 数量 (万股)	持股 比例 (%)	股本性质	第二股东 名称 (简称)	持股 数量 (万股)	持股 比例 (%)	股本性质
2014.6	科瑞天诚	21809	35.8	流通 A 股, 限售流通股	莱士中国	20960	34.4	流通 A 股, 限售流通股
2015.6	科瑞天诚	43618	31.65	流通 A 股, 限售流通股	莱士中国	419200	30.42	流通 A 股, 限售流通股
2016.6	科瑞天诚	88641	32.13	流通 A 股, 限售流通股	莱士中国	83840	30.39	流通 A 股, 限售流通股

续表 4.4 上海莱士前两大股东持股情况

时间	第一股东 名称 (简称)	持股 数量 (万股)	持股 比例 (%)	股本性质	第二股东 名称 (简称)	持股 数量 (万股)	持股 比例 (%)	股本性质
2017.6	科瑞天诚	159553	32.1	流通 A 股	莱士中国	150912	30.36	流通 A 股
2018.6	科瑞天诚	159553	32.07	流通 A 股	莱士中国	150912	30.34	流通 A 股
2019.6	科瑞天诚	158253	31.81	流通 A 股	莱士中国	149367	30.03	流通 A 股
2020.6	Grifols, S. A.	176617	26.2	限售流通股	科瑞天诚	147574	21.89	流通 A 股
2021.6	Grifols, S. A.	176617	26.2	限售流通股	科瑞天诚	132528	19.66	流通 A 股
2022.6	Grifols, S. A.	176617	26.2	限售流通股	莱士中国	502710	7.46	流通 A 股
2023.6	Grifols, S. A.	176617	26.2	流通 A 股	莱士中国	31334	4.65	流通 A 股

资料来源：东方财富 Choice 数据

## (2) 高比例质押加循环质押

循环质押是指控股股东将质押期限届满的股权再次投入新一轮的质押流程，持续利用股权质押作为自身融资活动的担保手段。根据上海莱士所发布的公告内容分析，涉及新增质押的 44 则公告中，高达 39 则与循环质押相关。然而，这种高比例且循环质押的操作不仅显著提升了质押股票面临平仓风险的可能性，同时也进一步加剧了控制权转移的风险，鉴于此，上海莱士需要采取有效的措施来降低这些潜在风险，维护公司的稳定和发展。

## 4.3 股权质押下上海莱士的市值管理动机

### 4.3.1 寻求短期市值最大化

首先，上海莱士借助市值管理向市场传递积极信号，赢得了投资者的广泛信赖，众多寻求长期回报的投资者因此被吸引，进一步推动了股价的上涨，巩固了行业的领先地位。其次，投资者投资公司在于实现超额收益，大股东亦不例外。上市公司的市值直接关系到股东财富的增长，当股价处于高位时，股东有机会通过出售股票来兑现收益以收获财富。通过有效的市值管理，上海莱士努力使公司



市值在合理范围内实现最大化，进而推动股东收益最大化。因此，上海莱士的控股股东更具备通过抬高市值而进一步增加股东收益的市值管理动机。

### 4.3.2 获取更多财务资源

上海莱士属于生物医药企业，其血液制品研发、技术完善及器材升级等均需要大量资金的支持以实现长远发展，公司的固定资产和无形资产对于稳定内生增长至关重要，这同样需要雄厚的资金后盾。另外，上海莱士持续的并购行为更加加剧了对资金的需求。综上所述可以说上海莱士的资金压力和需求都十分巨大，债务压力也与日俱增。然而上海莱士的融资渠道相对单一，2020年前仅进行过三次短期借款。加之去杠杆政策使得市场流动性趋紧，融资难度进一步增大，更加促使科瑞天诚和莱士中国采用股权质押进行融资。由于面临大量资金需求，控股股东在股份上市后迅速进行股权质押以获取流动资金，具备强烈的市值管理动机。

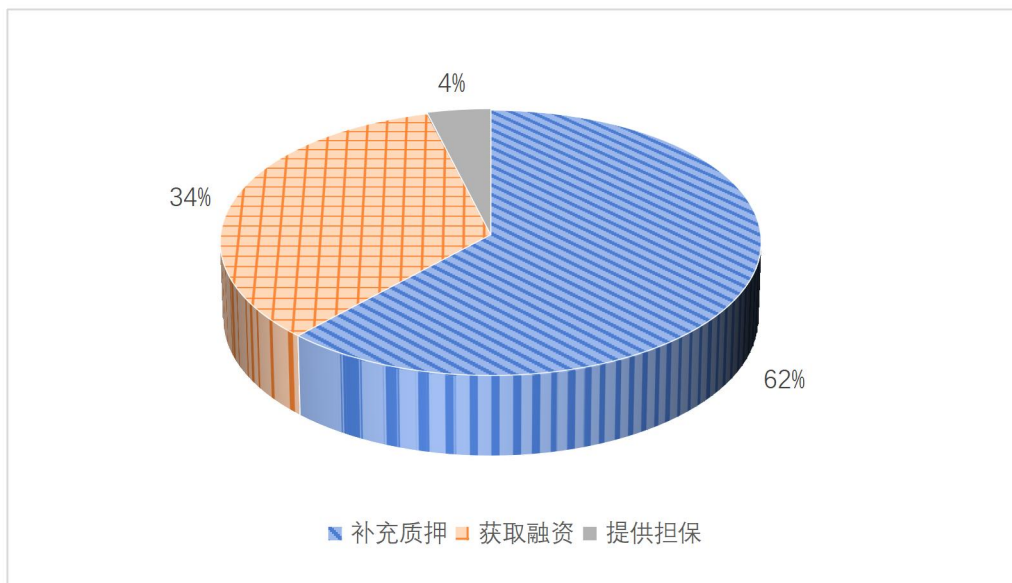


图 4.2 上海莱士近十年股权质押资金用途

资料来源：根据公司公告整理

上海莱士的股权质押资金用途如图 4.2 所示，包括补充质押、获取融资、以及提供担保三个方面。与其循环质押特征以及并购需要筹措资金相对应，补充质押和获取融资是最主要的资金去向，增加质押股数是控股股东提高融资金额的一种有效方式。控股股东可以通过定向增发股份进行股权质押，也可以在股票质押到期解除后，对其再次质押以增加可质押股票数量，进一步提高融资金额。而在

质押股数和质押率固定的情况下，上海莱士的控股股东为提高融资效率以获取更多财务资源，往往会选择在新的股权质押之前，采取市值管理来推升公司的股价。这种行为倾向显示出控股股东对于通过市值管理来优化融资效率的深刻理解和积极实践。实际上，上海莱士的控股股东在持续进行股权质押的过程中，展现出了对提升股票市值的迫切需求，以获取更多的融资资源。这一点从公司已实施的数次循环质押行为中可见一斑。值得注意的是，上市公司股份因其高变现能力和精确计价特性，在股权质押融资中发挥着关键作用。金融机构和投资者往往更青睐市场表现杰出的企业，市值较高的企业在融资时具备显著优势，因为融资额度主要受制于被质押股权的价值及质押率。因此，良好的市值管理不仅对股价的稳健增长有所助益，还能在市场动荡时减轻股价大幅下挫的风险，进而增强股权作为质押物的吸引力。像上海莱士这样采用高比例、连续性循环质押策略的公司，市值管理的重要性更加凸显。有效的市值管理能够大幅提高股权解除质押后再次质押的融资效率，降低股东的融资成本，进而满足公司持续扩张的资金需求。

### 4.3.3 降低控制权转移风险

上海莱士的股票可以在资本市场流通，公司经营情况和风险等也可在股价上有所体现。股权质押存在不确定性，被质押的股票可能面临被赎回或因强制平仓而被放弃两种结果，可能导致控制权转移，对公司股价及持续发展产生深远影响。上市公司具有壳价值，为维护控制权的稳定并获取长期收益，股东们通常会长期持有公司股权，故控股股东为维护自身利益，会不遗余力地支持公司发展。上海莱士原控股股东科瑞天诚和莱士中国的质押状况堪忧，股价在预警线附近岌岌可危，可补充质押的股权不足，增加了其丧失控制权的可能性，而实际控制人的频繁变更又会引起市场的广泛不安，推动股价下滑，形成恶性循环。为减轻股权质押后潜在的控制权旁落风险，大股东通常会积极参与市值管理，精心策划产业调整和资本运作方案，旨在最大化股东利益，并以此对冲股权质押所带来的风险。

## 4.4 股权质押下上海莱士的市值管理行为

### 4.4.1 股东和高管增持

股东和高管增持均能增强投资者和市场信任，有助于股价稳定甚至提升。股东增持能够为公司注入额外资金，而高管增持则展现其对公司的信心和责任感，

通常被视为一种积极信号从而影响投资者的行为,使其更愿意购买那些受到内部人增持的股票。表 4.5 展示了上海莱士股东及高管的主动增持行为。

表 4.5 上海莱士股东及高管的重要增持行为统计

日期	股份增持方	增持股数 (万股)	增持 比例	成交金额 (万元)	增持后持股 数(万股)	增持后 持股比例
2015.7.6	科瑞天诚	1,405	0.5093%	52,318.25	88,641	32.13%
—	科瑞集团	497	0.1800%	17,630.30	497	0.18%
2016.1.25	科瑞莱士资管 计划	3,610	1.3087%	146,965.09	3,610	1.31%
2015.7.8	上海凯吉	848	0.3070%	31,616.08	848	0.31%
—	凯吉莱士 1 期 资管计划	3,722	1.3490%	147,307.30	3,722	1.35%
2016.7.7	凯吉莱士 2 期 资管计划	799	0.2900%	29,510.86	799	0.29%
2019.2.14	徐俊	39	0.0078%	365.38	39	0.01%
—						
2022.7.20	JUNXU	41	0.006%	237,759	80	0.01%

资料来源:东方财富 Choice 数据

表 4.5 显示,2015 和 2016 年股东增持频繁,主要由科瑞天诚与关联方以及上海凯吉进出口有限公司(简称“上海凯吉”)进行。在 2015 年我国资本市场遭遇股灾的背景下,上海莱士的两大原控股股东积极响应证监会的倡议,连续提出了总额达 20 亿元的增持计划以传递积极信号。

2015 年 7 月科瑞天诚和上海凯吉均通过深交所在二级市场购入上海莱士股份进行增持,随后科瑞天诚与其母公司科瑞集团宣布,计划在未来一年内继续增持,最终,科瑞天诚及其一致行动人通过二级市场和资管计划共投入 21.7 亿元,累计增持约 2%。同一时期,上海凯吉亦发布增持计划,同样通过直接购入和发布资管计划进行增持,最终累计增持 1.9460%股份,共投入 20.84 亿元。

上海莱士由个人持股增持的有两次,均由徐俊(JUNXU)先生完成,且均是基于对公司前景的乐观预期以及对公司内在价值的肯定而实施增持。首次增持发生在 2019 年 2 月 14 日,并宣告在半年内拿出三百至五百万持续增持,这一行

为被视为对 2018 年底公司股价暴跌的应对措施。截至该年 8 月 14 日，徐俊通过集中竞价成功增持公司股份 390,200 股，使其持股比例从零提升至 0.0078%。时隔三年于 2022 年 7 月 20 日，徐俊再次增持了公司的部分股份，增持比例为 0.006%。这次增持使得他的持股比例进一步增加，这两次增持行动不仅展现了徐俊对公司长期发展的坚定信心，也为公司带来了积极的市场影响。

#### 4.4.2 并购扩张

投资者普遍将并购重组活动看作是一种积极信号，认为这类活动会引起股价的上涨，由此这一行为十分契合投资者偏好。控股股东巧妙利用这一行为偏好，将其运用于自身在股权质押下的市值管理活动中，以期推动公司市值的增长。表 4.6 列示了上海莱士的主要并购活动。

表 4.6 上海莱士的主要并购活动

公告日	标的方公司简称	买方	交易金额 (万元)	股权转让 比例 (%)
2014-01-28	邦和生物药业	上海莱士	180,000.00	100.00
2014-12-20	同路生物制药	上海莱士	475,781.00	89.77
2015-08-25	郑州莱士血制	上海莱士	10,000.00	-
2016-11-29	同路生物制药	上海莱士	55,000.00	10.23
2016-12-23	浙江海康生物	同路生物	36,900.00	90.00
2017-12-05	叶集绿十字血浆站、 淮南毛集绿十字血浆站、 怀远县绿十字血浆站	同路生物	7,305.00	100.00
2018-02-03	Biotest AG	Tiancheng (Germany) Pharmaceutical Holdings AG	-	89.88
2018-08-14	兴平市莱士血浆站	上海莱士	300.00	20.00
2019-03-09	莱士南方生物	郑州莱士	10,000.00	-
2019-07-12	青田莱士血浆站	浙江海康生物	960.00	80.00
2020-03-13	Grifols Diagnostic Solutions Inc.	上海莱士	1,324,624.36	40.00
2023-04-25	沂源莱士	上海莱士	1,000.00	-
2023-11-23	广西冠峰生物	上海莱士	48,127.87	95.00

资料来源：根据公司公告整理

2014 年 1 月末，上海莱士通过向多位股东群体发行总计 936 万余股，成功

拿下郑州邦和生物药业有限公司（简称“郑州莱士”）全部股权。随后分两次通过定向增发和现金交易两种方式成功收购了同路生物制药有限公司（简称“同路生物”）。此后同路生物在 2016 年进一步收购了浙江海康生物制药有限公司（简称“海康生物”）90%的股权，使其成为上海莱士的重要孙公司。此后，公司还陆续收购了多家单采血浆站，不断扩大自身规模。

公开资料显示，郑州莱士在 2013 年便拥有两家血浆站，营业收入和净利润水平为同期上海莱士的三分之一。同路生物旗下有十四家血浆站，盈利水平同上海莱士不相上下。所以，对郑州莱士和同路生物的并购使得本就处于行业发展前列的上海莱士如虎添翼，无论是浆站数量还是采浆能力，都远高于同行业企业，产品种类和市场占有率也都进一步提高。同时在并购扩张的推动下，公司的市值也实现了迅猛增长，直至 2017 年总市值水平均居行业榜首。

#### 4.4.3 证券投资

上海莱士曾通过资本运作获得了巨大收益，这不仅使其净利润大幅增长，同时也推动了市值的飙升。上海莱士的证券投资情况如表 4.7 所示。

表 4.7 上海莱士证券投资情况

期间	事项	累计收益（万元）
2015.1.22— 2020.2.25	购买和出售万丰奥威股票	65,094.88
2015.6.11— 2016.12.31	购买和出售富春环保	1,133.02
2016.4.7— 2017.5.18	参与认购资产管理计划——天治星辰 5 号，投资兴源环境股票	28,066.48
2016.11.24— 2017.11.25	参与集合资金信托计划——汇博 10 号，投资兴源环境股票	3,667.41
2017.3.22— 2018.7.13	参与集合资金信托计划——金鸡报晓 3 号，投资兴源环境股票	-60,672.77
2017.11.21— 2018.9.25	参与集合资金信托计划——持盈 78 号，投资万丰奥威股票	-26,531.43
2017.11.20— 2018.7.13	参与集合资金信托计划——持盈 79 号，投资兴源环境股票	-22,726.61

资料来源：根据公司公告整理

2015 年，上海莱士陆续购入万丰奥威和富春环保两只股票，最终通过出售

实现 6.65 亿元和 1000 余万元的投资收益；2016 年，上海莱士还参与认购固定收益产品，定向投资兴源环境股票，经分派和转增后，最终实现约 3 亿元投资收益。上海莱士在巨大投资收益的推动下业绩水平和盈利能力直线上升，与此同时，公司市值在 2015 年更是高达 1200 亿，是名副其实的行业龙头股。可以明显看出，证券投资在市值管理中确实是一条有效的捷径，取得了显著的成效。

体验到股票投资的成功后，公司决定将 2015 年初设定的 10 亿风险投资额增至 40 亿，并延长使用期限。但在享受证券投资的高收益的同时，也要承受其带来的高风险。在 2017 年至 2018 年间，公司参与认购了厦门信托的金鸡报晓 3 号、陕国投的持盈 78 号及持盈 79 号三项集合资金信托计划的劣后级份额，重资买入万丰奥威和兴源环境。然而，不幸的是，这笔投资并未能如预期那样带来回报，反而在 2018 年遭遇了重大挫折，两只股票跌幅均超 60%，公司财产净值跌破止损线，面临平仓危机。股价下跌导致的公允价值变动损失及资产处置损失共计约 20 亿元，上海莱士损失惨重。证券投资的重大损失难以用主营业务收入进行弥补，2018 年净利润同比下降 283.05%，沦为负值。

2022 年底，上海莱发布公告称公司将不再参与新的证券投资，择时逐步退出现有证券投资，未来公司将全身心专注于公司的主营业务和产品的经营发展。总的来说，证券投资确实能够在短时间内提升公司市值，但并未改变公司的内在价值，上海莱士也因其高风险而损失巨大。

#### 4.4.4 投资者关系管理

投资者关系管理是企业通过全面透明的信息披露，加强与投资者的有效沟通，深化其对企业的认知，提升认同感和信心，最终达到提振股价和市值的效果。投资者关系管理涉及多个方面，包括信息披露的质量、及时性，与投资者的沟通频率和效果等。对照相关法规和监管的要求，查阅上海莱士的所有公告发现其信息披露做得较好，定期和临时公告内容完整，涵盖了财务、经营和风险信息，数据准确且符合法规要求，并及时向公众披露公司的最新动态。

根据信号传递理论，上市公司能借助投资者管理活动传递内部信息。中小投资者易受市场情绪影响，表现出非理性和跟风特点，上市公司可通过精心组织的投资者调研活动来引导其行为，但对于不利消息可能选择简化披露或沉默，影响投资者决策。上市公司在投资者关系管理上享有较大自主权，控股股东可灵活选

择信息披露时机，相关活动的召开的时间和次数完全由公司决定。公司可根据股价变动组织投资者交流会，公布利好消息以提升股价或阐释下跌原因以恢复投资者信心。表 4.8 统计了上海莱士上市至今的投资者活动数据。

表 4.8 上海莱士上市至今的投资者活动情况统计

年份	接待次数 (次)	接待机构 数量	接待方式	活动主题
2012 年	4	18	实地调研	调研活动
2013 年	3	13	实地调研	调研活动
2014 年	-	-	-	-
2015 年	3	3	实地调研、电话沟通	调研活动
2016 年	2	2	实地调研	调研活动
2017 年	1	-	网络会议	投资者说明会
2018 年	1	-	网络会议	投资者说明会
2019 年	6	26	实地调研	调研活动
2020 年	5	49	实地调研、网络会议	调研活动
2021 年	1	-	网络会议	业绩说明会
2022 年	2	4	实地调研、网络会议	调研活动、业绩说明会
2023 年	13	61	实地调研、网络会议	调研活动

资料来源：根据公司公告整理

根据公司发布的投资者活动记录表可以发现，上海莱士几乎每年都进行了投资者接待活动，除此之外公司于上市当年便公布投资者关系管理制度，之后不断发展和完善，2017 年还公布了投资者投诉处理工作制度。具体来说，2017 年前公司的接待对象均为机构投资者，例如中泰证券、兴业证券、富越资本等。而 2017 和 2018 年均以网络会议的形式召开投资者说明会，将投资者近期较为关注的事项进行说明，2017 年召开主要是为了说明重大停牌事项以及重大事项的终止，2018 年就重大资产重组事项召开说明会。2019 年开始接待频次和机构次数均有所增加，后受疫情影响，2021 年仅召开一次线上的业绩说明会。

图 4.3 以柱状图的形式反应上海莱士的接待次数和数量的变化趋势。2014 年到 2018 年期间的接待次数和接待的机构及投资者数都低于 10 次，2019 和 2020 年公司的接待次数和接待的机构数量明显增加，2023 年的数据是十年最高值，全年接待十余次，机构数量多达六十多家。将投资者活动情况与经营情况相结合

可以发现,在经营状况较好的 2014-2016 年,上海莱士的投资者接待情况并不佳,而在经历股价暴跌的 2018 年之后,接待数据反而有所增加,排除 2021 年和 2022 年疫情影响不能线下接待的情况,其余年份的接待数据均不断增长。

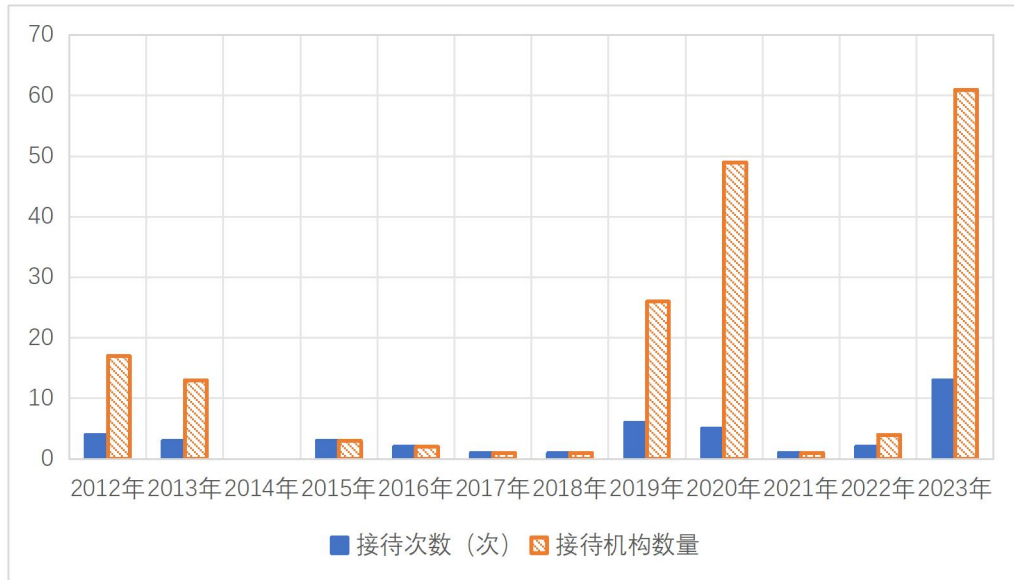


图 4.3 上海莱士上市至今投资者活动情况

资料来源：根据公司公告整理

#### 4.4.5 改善主业经营状况

2018 年底上海莱士发布公告称其将回归主业,聚焦于主业产品的发展。因此,本节从经营业绩和盈利能力两方面分析其宣布回归主业后的行为和表现。

##### (1) 业绩数据分析

图 4.4 展示了上海莱士营业收入和扣非净利润的数据。可以发现上海莱士在 2018 年遭遇业绩低谷后,2019 年起量两项指标均展现出了显著的回升态势。从趋势上看,公司的营业收入先升后降再升,尤其是在 2017 年和 2018 年,其营业收入增长率一度陷入负值区间。近十年营收最高为 2022 年的 656,720 万元,该年增长率也高达 53.16%,直接呈现翻倍趋势。然而需要注意的是,公司的营业收入增长率近期呈现出下滑的趋势,这无疑给公司的未来发展带来了挑战。扣非净利润方面,上海莱士在 2019 年有所回升,扣非净利润达 5.98 亿元。2020 年扣非净利润同比增长率高达 120.23%,这离不开公司回归主业后致力于血制品产品的销售研发,及期间费用和信用减值损失的减少,更得益于公司成功并购 GDS45%的股权而获得了 5.54 亿的投资收益。2022 年上海莱士抓住因疫情影响



而导致进口血制品供应量降低的机遇，降库存的同时适时涨价推动了公司业绩的增长，另外，郑州莱士的复产也贡献不少产能，共同造就 2022 年的净利润峰值。

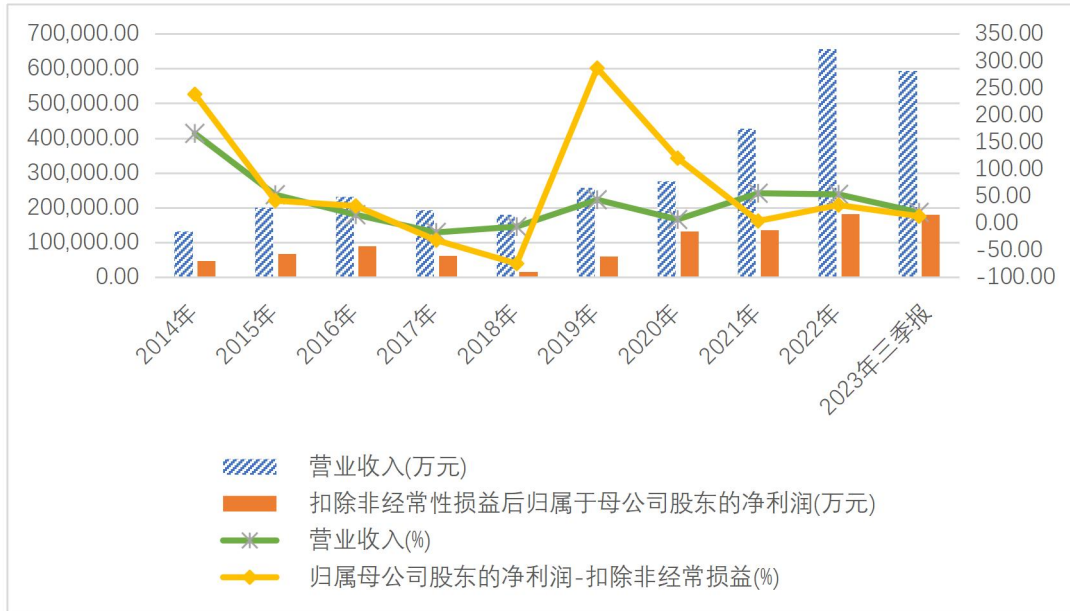


图 4.4 上海莱士 2014—2023 年营业收入和扣非净利润变化图

资料来源：上海莱士年报

## （2）盈利能力指标分析

本文选取华兰生物、派林生物，博雅生物，天坛生物，卫光生物，赛伦生物作为可比公司进行对比。选择这些公司作为可比公司的理由是基于它们的业务相似性、市场规模和地位，以及财务数据的可比性。通过对比分析，可以更好地评估上海莱士的财务状况和经营成果。表 4.9 列示了上海莱士 2014—2023 年四个关键盈利能力指标的值。数值上看 2018 年最为特殊，该年的总资产报酬率和营业利润率均降为负值，这与上文提到的证券投资失利相关，公允价值变动损益和投资收益亏损巨大，直接影响公司的营业利润。

表 4.9 上海莱士 2014—2023 年盈利能力指标变动情况

年份	净资产收益率(%)	销售毛利率(%)	营业利润率(%)
2014 年	10.54	62.56	45.42
2015 年	14.97	61.38	85.89
2016 年	14.42	63.74	83.75
2017 年	6.92	63.69	52.26
2018 年	-13.01	66.74	-97.08
2019 年	5.44	64.15	28.47
2020 年	7.23	61.98	54.38
2021 年	5.07	51.83	36.26
2022 年	6.87	44.16	34.7
2023 年	6.1	41.92	35.64

资料来源：上海莱士年报

图 4.5 展示了近十年上海莱士盈利指标的变化趋势，可以看出净资产收益率和营业利润率都呈现“海鸥型”走势，最低值在 2018 年。近五年净资产收益率较为平稳，保持在 7%左右。营业利润率存在较大波动，2018 年大幅下降一倍多，回归主业后趋势虽有上升，但仍未达到前期水平，2020 年 54.38%的利润率得益于该年血液制品销售收入的大幅上涨带来了更高的营业收入，以及 GDS 股权的投资收益。失去投资利得后的上海莱士在 2021 年后并未继续保持增长态势。2020 年前毛利率水平比较稳定，没有太大的起伏变动，而导致 2021 年后销售毛利率下降至约 40%的主要原因是进口白蛋白的销售比重增加。由于进口白蛋白的毛利率低于公司自产产品，因此整体毛利率受到了一定影响，呈现出下降的趋势。

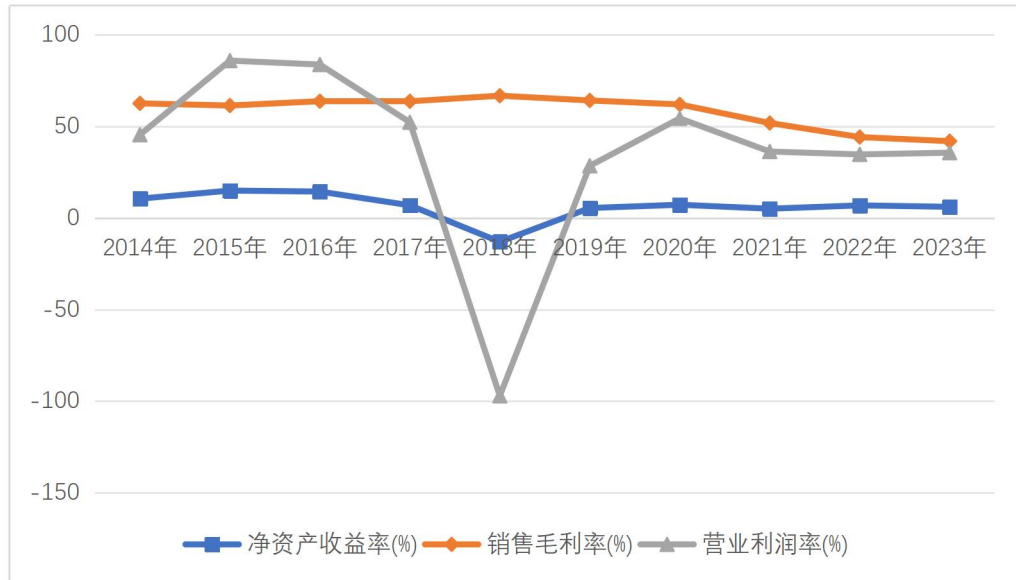


图 4.5 2014—2023 年上海莱士的盈利能力指标变化趋势图

资料来源：上海莱士各年年报

表 4.10 是 2022 年上海莱士与可比企业的盈利能力数据表，上海莱士的净资产收益率在可比企业中排名较后，销售毛利率更是排名最后，仅在营业利润率方面做得较好。

表 4.10 2022 年各公司盈利能力指标表

	净资产收益率(%)	销售毛利率(%)	营业利润率(%)
上海莱士	6.01	41.92	35.64
华兰生物	10.04	69.64	40.04
派林生物	4.66	50.05	27.10
博雅生物	6.30	50.04	26.35
天坛生物	9.60	49.61	35.86
卫光生物	7.91	42.90	24.29
赛伦生物	4.57	76.92	35.44

资料来源：根据各公司年报数据整理得出

图 4.6 将公司与行业中值和均值进行比较，可见上海莱士的净资产收益率和营业利润率均高于行业均值，唯独销售毛利率相对较低，与其主营产品的性质相关，疫情影响下的白蛋白产品连续三年毛利率不断下降。

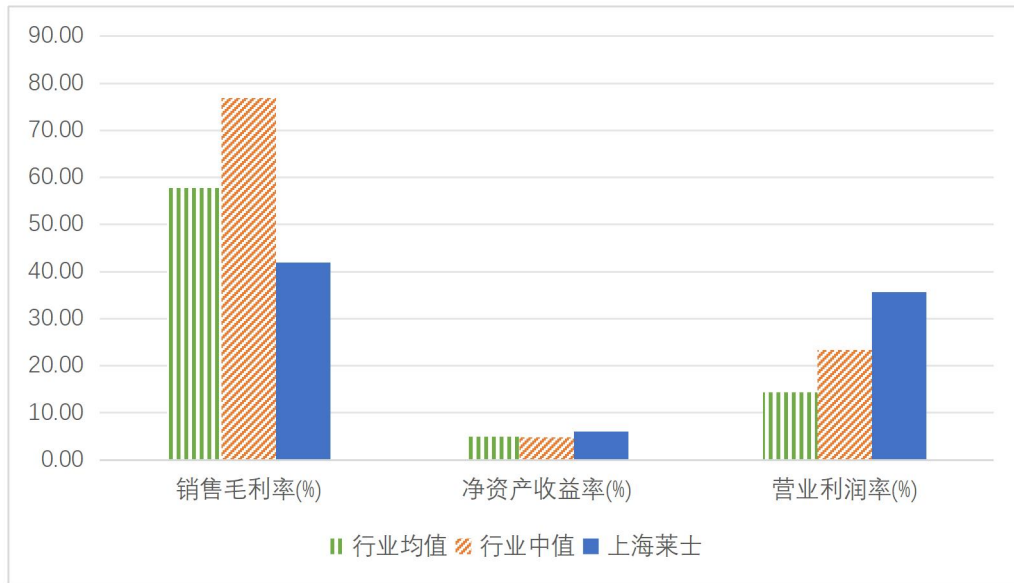


图 4.6 2022 年盈利能力指标行业对比图

资料来源：东方财富 Choice 数据

通过上述对经营业绩和盈利能力的分析，本文认为上海莱士回归主业效果明显，但仍存在营业收入增速放缓，业绩表现与资产规模难以匹配的问题。因此，上海莱士在未来发展中应更加关注主营业务的持续增长，并优化资产配置，以提升整体运营效率和盈利能力。

## 5 股权质押下上海莱士市值管理效果分析

### 5.1 市值管理效果评价模型构建

#### 5.1.1 模型构建

本研究以市值管理绩效指标体系（第7版）为基准进行适当调整，通过模型全面评估了上海莱士过去十年的市值管理效果，并进行了系统分析和评价。指标体系框架如表 5.1 所示。

表 5.1 市值管理评价模型框架图

市值管理评价模型	价值创造（40%）	基础价值（60%）	每股收益 EPS（30%） 净资产收益率 ROE（20%） 营业利润率 ROM(20%) 经济增加值 EVA(10%) 资本效率(20%)
		成长价值（40%）	净利润增长率(50%) 营业收入增长率(50%)
	价值实现（50%）	总市值(40%) 总市值增长率（40%） 托宾 Q（20%）	
	溢价因素（10%）	公司治理（10%） 股权激励（15%） 投资者关系管理（15%） 机构增减持率（20%） 沪深 300（20%） 行业龙头（20%）	

价值关联度需要通过公司价值创造与价值实现在同行业公司中的排名差异来衡量，差异越小则关联度越高，效果越好。排名的公司基数对价值关联度的准确性影响较大，而本研究无法涵盖全部医药制造公司作为排名基数，难以确保准

确性和可信度。因此,本研究将价值关联度剔除。鉴于溢价因素均为非财务指标,存在较大主观性,不宜增加占比,故保持其 10%的占比不变,将原本属于价值关联度的权重均分到价值创造和价值实现环节,二者的权重被提升至 40%和 50%。

### 5.1.2 指标说明

公司内在价值的增长主要源自价值创造。上市公司的价值创造水平可以从基础价值和成长价值两个维度来评估。基础价值维度可细化为五个具体指标,其中每股收益、净资产收益率和营业利润率能够综合衡量企业的盈利水平,进而影响公司创造内在价值的能力;经济增加值不仅涵盖公司的经营状况和资本成本,还能具体量化价值创造反映股东创造的财富;资本效率则揭示了单位资本所创造的经济增加值,体现公司的经营效率。成长价值代表着公司未来的潜在成长力,包含净利润增长率和营业收入增长率两大指标。价值实现维度包含总市值及其增长率,托宾 Q 值。总市值是衡量价值实现最重要的指标,市值增长率代表着总市值的规模大小和未来成长性,托宾 Q 值代表着公司资产的溢价能力,可以有效反映公司价值实现水平。具体指标及计算说明如表 5.2 所示:

表 5.2 市值管理评价模型相关指标计算说明

指标名称	计算说明
每股收益 (EPS)	净利润/股本总额
净资产收益率 (ROE)	净利润/净资产
主营业务收益率 (ROM)	主营业务利润/主营业务收入
经济增加值 (EVA)	税后营业净利润-投资资本成本
资本效率	经济增加值/投入资本
净利润增长率	$(\text{净利润增长额}/\text{上年净利润}) \times 100\%$
营业收入增长率	$(\text{营业收入增长额}/\text{上年营业收入总额}) \times 100\%$
总市值	年末总股本 $\times$ 年末流通股股价
总市值增长率	$(\text{本期总市值}-\text{上期总市值})/\text{上期总市值}$
托宾 Q	市值/总资产

### 5.1.3 计算方式说明

市值管理评价体系涵盖多个三级指标，每一指标在数值上存在显著差异，若直接使用原始数据加权计算会导致误差较大。为了消除各指标间的相互影响并确保评价结果相对准确，采用百分比打分法进行计算。首先按照指标说明计算或直接查找三级指标数据；随后以生物制品行业的所有公司为排名基数，利用百分比打分法进行打分；最后根据预先设定的权重，对这些得分进行加权计算，从而得出市值管理的综合效果得分。百分比打分法下的得分步骤为：首先确定评价指标，然后对数据进行了排序和去极值处理。其次为剩余数据赋分，以 EVA 为例，将剔除极值后剩余企业中 EVA 最大的赋值为 100，最小的赋值为 0。首先计算其 EVA 实际值与行业最低 EVA 值之间的差距。随后将这一差值与行业 EVA 的最大值和最小值间的差值进行相除。最后将所得结果乘上 100，便得到了上海莱士的 EVA 得分。这一方法确保了评分的客观性和可比较性。

公式表达为： $\text{得分} = (\text{指标实际值} - \text{行业最小值}) / (\text{行业最大值} - \text{行业最小值}) \times 100$

根据上述计算方法，首先分别求出三级指标的各年分数。随后按照设定权重进行加权处理，最终生成上海莱士在目标年份的市值管理效果的总评分。除此之外，本文还运用相同的计算流程，评估了可比企业的市值管理效果。而考虑到市值管理是一个长期持续的过程，且其影响具有一定的滞后性，赛伦生物于 2022 年 3 月才上市，可用数据和持续期限较少，故将这一企业剔除。除此之外，华兰生物、派林生物，博雅生物，天坛生物，卫光生物等五家血制品企业 2014 年至 2023 年的市值管理效果得分也用同样方法计算得出。

## 5.2 市值管理效果总体评价

本文基于所构建的评价模型，对上海莱士在 2014 年至 2023 年期间的市值管理效果进行了评估，并将打分结果详细列于表 5.3 中。同时，关于六家公司的市值管理效果得分情况的全面数据，可在附录部分查阅。

表 5.3 上海莱士市值管理效果评价各指标及结果得分情况

年份	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
三级指标得分										
每股收益 (30%)	17.63	43.24	25.00	18.06	19.27	53.32	33.33	28.20	44.05	49.52
净资产收 益率(20%)	60.15	66.02	59.33	44.77	45.85	76.72	38.18	40.63	60.97	64.54
营业利润 率(20%)	72.09	100.00	100.00	94.75	63.74	96.75	98.68	82.45	89.75	93.49
经济增加 值(10%)	42.37	100.00	100.00	15.59	0.00	1.54	29.51	22.44	45.71	26.43
资本效率 (20%)	29.11	63.87	51.75	9.21	0.00	7.55	64.44	33.23	51.92	34.64
净利润增 长率(50%)	100.00	96.52	30.65	18.53	12.45	57.76	48.39	41.62	69.98	47.49
营业收入 增长率 (50%)	100.00	100.00	45.72	26.02	13.06	54.35	26.55	22.99	75.74	49.24
总市值 (40%)	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00	63.47	52.28	48.96	61.96	76.37
总市值增 长率(40%)	100.00	28.43	48.93	28.28	6.58	2.36	25.19	18.78	51.58	53.75
托宾 Q 值 (20%)	84.00	78.57	100.00	83.90	53.03	31.11	3.92	3.66	4.17	6.13
公司治理 (10%)	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1
股权激励 (15%)	1	0	1	1	1	0	0	0	0	0
投资者关 系(15%)	0	1	1	1	1	1	1	1	1	1
机构增减 持率(20%)	1	1	1	1	1	1	1	1	1	0
沪深 300 (20%)	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1
行业龙头 (20%)	1	1	1	1	0	0	0	0	0	0
二级指标得分										
基础价值 (60%)	41.80	68.95	59.72	36.72	27.70	52.35	53.21	41.97	58.31	56.04
成长价值 (40%)	100.00	98.26	38.18	22.28	12.75	56.05	37.47	32.31	72.86	48.37



续表 5.3 上海莱士市值管理效果评价各指标及结果得分情况

年份	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
市值管理效果评价总体得分										
价值创造 (40%)	65.08	80.68	51.10	30.94	21.72	50.03	41.91	38.10	64.13	52.97
价值实现 (50%)	96.80	67.09	79.57	68.09	53.24	32.55	31.77	27.83	46.25	53.27
溢价因素 (10%)	0.85	0.85	1.00	1.00	0.80	0.65	0.65	0.65	0.65	0.45
市值管理效果评价总分	74.52	65.90	60.33	46.52	35.39	37.87	34.72	29.22	48.84	47.87

资料来源：依据 choice 金融终端数据库计算整理得到

### (1) 纵向维度

观察表格数据，上海莱士的市值管理效果得分呈现下滑的走势，近两年才不断升高。2014年市值管理效果得分74.52分，而后得分开始降低，尽管在2018年和2019年得分暂时持平，但整体下降趋势并未改变，2021年由于加之疫情因素的影响市值管理分值较低，仅得分29.22，为近十年的最低值。近两年有所回升，能够达到2017年的水平，但还未回归最高值状态。在二级指标层面，2017年以前的价值创造和价值实现均表现较好，这与其股东增持，并购扩张以及股票交易等市值管理行为相关，这些行为在初期对市值管理产生了显著的正向影响。但值得注意的是2018年及以前的总市值指标的得分均为满分，但其市值管理效果总得分却逐年下滑，这侧面说明资本运作对市值和业绩的提振作用逐渐减弱。因此，忽视内在价值的市值管理效果难以持久，市场终将恢复理性，如2018年市值管理效果的低迷所示。自2019年起，上海莱士开始战略性地回归主营业务，加大对价值创造的投入，这一转变有效提升了2019年市值管理整体表现，也验证了价值创造在市值管理中的基础性作用。

### (2) 横向维度

图 5.1 记录了上海莱士与其他可比企业市值管理效果得分的趋势。2014-2017年，上海莱士得分领先，有时甚至是其他企业两倍以上。但在其他可比企业市值管理效果普遍大幅提升的2018年，上海莱士却逆势下滑跌至中等水平，此后表现一直较为低迷，直到最近两年才逐渐回升。与其他公司稳定或提升的市值管理

水平相比,上海莱士的得分波动较大且整体呈现下滑趋势,难以恢复辉煌时期的高位领先地位。随着血制品行业可比公司市值管理水平的持续提升,上海莱士将面临不进则退的困境,想要进一步提升市值管理水平,还需树立正确的市值管理意识,持续不断的提升价值创造和价值实现能力。

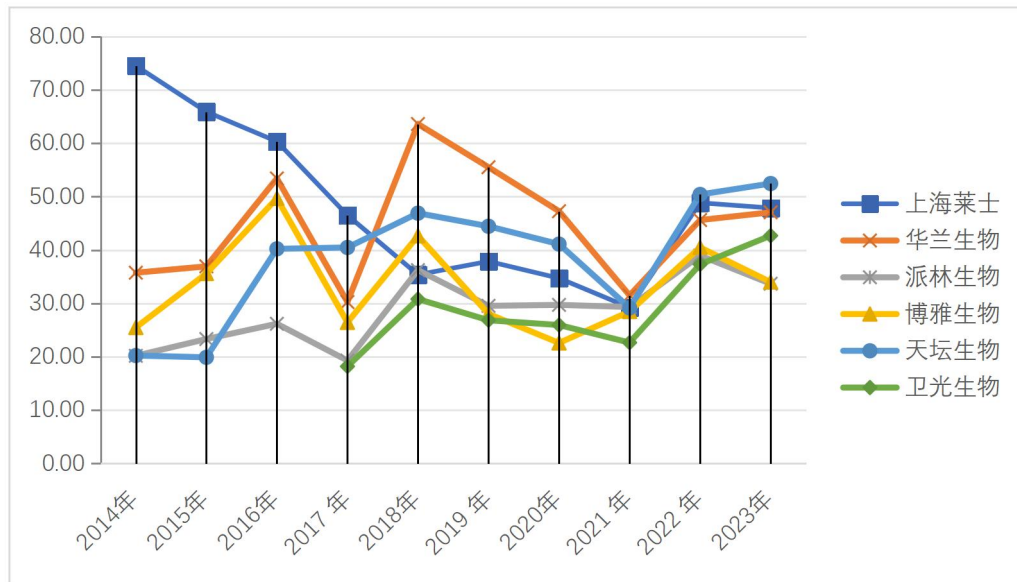


图 5.1 2014—2023 年六家公司市值管理效果得分情况

### 5.3 价值创造评价分析

图 5.2 体现了上海莱士近十年的基础价值、成长价值,以及总价值创造的变化情况。其基础价值在前两年有显著增长,从 41.80 上升到 68.95。随后在 2016 年略有下降,但在 2017—2018 年期间出现了较大幅度的下滑,达到最低点 27.70。2019 年起开始回升,并在之后的年份中保持了一定的波动性,但总体趋势是上升的。成长价值在 2014 年处于最高点,随后在 2016 年至 2018 年急剧下滑,达到最低点 12.75,显示出这段时间上海莱士的成长潜力受到较大挑战。从 2019 年开始,成长价值有所回升,并在之后的年份中呈现出波动上升的趋势,但仍未恢复到 2014 年的水平。从整体趋势来看,上海莱士的价值创造在 2017 年至 2018 年期间经历了明显的下滑,自 2019 年起开始逐渐回升,这得益于基础价值和成长价值的共同提升,公司盈利能力增强,净资产收益率和营业利润率表现良好,同时 2019 年转亏为盈,净利润和营业收入增长率的正向变化带动了成长价值的提高。简而言之,回归主业推动了上海莱士的价值创造及市值管理表现的提升。

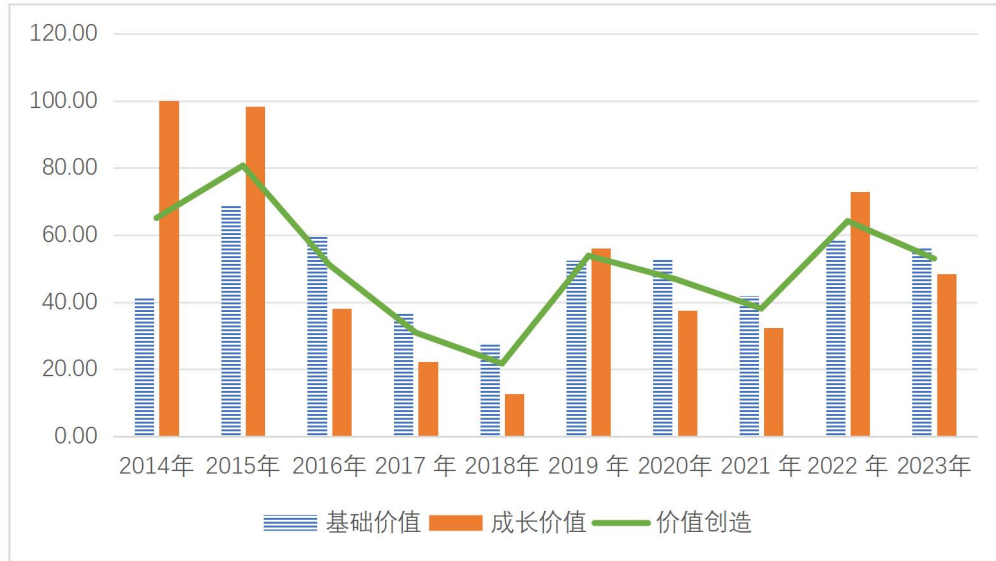


图 5.2 上海莱士基础价值、成长价值及价值创造的变化趋势图

本文计算了 2014—2023 年上海莱士及其可比公司的价值创造平均得分，并进行排名，结果如表 5.4 所示。上海莱士在市值管理效果的平均总得分排名第一，与其他可比公司相比具有显著优势。而公司在价值创造的平均得分为 50.55，位列第二，且与其他可比公司的差距相对较小。与前文所述上海莱士偏重资本运作、轻视主业的行为相呼应，凸显了其提升价值创造能力的必要性。为此，公司需提高经营效率，优化主业表现，为股东创造更多价值，增强投资者信心。

表 5.4 市值管理效果及价值创造得分平均值与排名对比

	市值管理效果 总体得分平均值	排名	价值创造 得分平均值	排名
上海莱士	48.11	1	50.55	2
华兰生物	44.69	2	52.31	1
派林生物	28.64	5	46.53	6
博雅生物	33.34	4	50.03	3
天坛生物	38.53	3	47.70	5
卫光生物	29.21	6	49.03	4

数据来源：依据 choice 金融终端数据库计算整理得到

### 5.3.1 基础价值评价

基础价值是该评价模型中重要的二级指标,综合权重达 24%。由表 5.4 可知,六家公司在 10 年期间,基础价值得分多分布在 40~60 分之间,最为突出的是 2017 年天坛生物的得分为 79.45 分,其次是 2018 年华兰生物的 71.94 分,而同年份的上海莱士却明显低于行业均值,说明这两年其基础价值创造能力产生恶化。

表 5.5 2014 年—2023 年上海莱士及可比公司基础价值得分

年份	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
上海莱士	41.80	68.95	59.72	36.72	27.70	52.35	53.21	41.97	58.31	56.04
华兰生物	51.93	67.03	63.64	54.12	73.77	71.94	59.49	50.33	61.85	64.07
派林生物	41.30	48.91	36.41	32.20	59.09	68.72	52.15	44.12	60.83	56.16
博雅生物	42.49	57.16	58.24	50.47	65.82	59.56	47.81	45.59	58.34	58.67
天坛生物	26.34	35.74	44.35	79.45	63.23	65.95	53.64	48.22	63.53	63.77
卫光生物	39.24	58.15	61.57	54.37	66.55	63.63	52.32	46.61	57.78	58.48

数据来源:依据 choice 金融终端数据库计算整理得到

上海莱士近十年的基础价值三级指标实际值及得分如表 5.6 所示。计算得到上海莱士近十年每股收益的平均值为 0.22,低于行业平均水平,2018 年上海莱士的每股收益为-0.31,而后几年的每股收益虽有上升,但仍是最低,这在一定程度上反映了上海莱士经营能力和盈利能力的下降,投资者可能会获得较少的股利,这与其较为保守的财务策略和成本控制不力有关。

净资产收益率体现了自有资本获得净收益的能力。2014 至 2016 年的净资产收益率均在 14%以上,在经历 2018 年的股灾后急剧下滑,降至负数,具体为 -12.99%,这与净利润的大幅下降有关,2018 年上海莱士证券投资失利,在持有和处置投资上产生了巨额亏损,另外,郑州莱士因工艺改造而停产,对净利润的贡献较小。但得注意的是,除 2020 年上海莱士的净资产收益率得分为 28.18 分外,其余年份其得分均处于中等水平。

上海莱士前两年的营业利润率表现出色,主营业务获利能力较强。然而,从 2016 年至 2017 年经历了小幅下滑,随后在 2018 年至 2020 年期间更是呈现出显著下跌的趋势,主营业务盈利能力持续减弱。前文分析显示,上海莱士自 2014

年起大规模并购并通过股权质押筹资，初期看似正面影响净利润。然而，控股股东过高的股权质押导致违约和股价重创，加上证券投资带来的沉重负债，营业利润率从 2017 年的 52.26% 暴跌至 2018 年的 -97.08%。因此，控制股权质押比例对上海莱士的盈利能力至关重要。

表 5.6 上海莱士 2014—2023 年基础价值具体指标实际值及得分

年份	项目	每股收益 (元)	净资产 收益率	营业利润率	经济增加值 (亿元)	资本 效率
2014 年	实际值	0.45	15.76	45.42	2.33	0.04
	得分	17.63	60.15	72.09	42.37	29.11
2015 年	实际值	0.52	14.88	85.89	9.21	0.09
	得分	43.24	66.02	100.00	100.00	63.87
2016 年	实际值	0.33	14.16	83.75	10.15	0.09
	得分	25.00	59.33	100.00	100.00	51.75
2017 年	实际值	0.17	6.93	52.26	1.57	0.01
	得分	18.06	44.77	94.75	15.59	9.21
2018 年	实际值	-0.31	-12.99	-97.08	-21.64	-0.17
	得分	19.27	45.85	63.74	0.00	0.00
2019 年	实际值	38.18	5.43	28.47	-0.11	0.00
	得分	76.72	76.72	96.75	1.54	7.55
2020 年	实际值	5.83	5.83	54.38	3.13	0.02
	得分	28.18	28.18	98.68	29.51	64.44
2021 年	实际值	0.19	5.08	36.26	-1.14	0.00
	得分	28.20	40.63	82.45	22.44	33.23
2022 年	实际值	0.28	6.87	34.70	3.66	0.01
	得分	44.05	60.97	89.75	45.71	51.92
2023 年	实际值	0.27	6.01	35.64	1.08	0.00
	得分	49.52	64.54	93.49	26.43	34.64

数据来源：依据 choice 金融终端数据库计算整理得到

经济增加值是连接股东利益和企业业绩的关键指标。上海莱士的 EVA 在

2016年前持续增长，2016年更是达到10.15亿元的高峰，连续两年领先行业。但自2018年起急剧下滑至-21.61亿元，行业垫底，说明并未能给股东创造实际价值，是直接导致其价值创造能力衰退的主要原因。因此，上海莱士需着重经济增加值以提升价值创造能力。上海莱士的资本效率变化趋势与经济增加值相似，但下降趋势更显著。这主要源于其证券投资战略决策失误和主营业务盈利能力下滑等多重因素。

### 5.3.2 成长价值评价

由表5.7可知，2014—2015年上海莱士成长价值得分在同行业中名列前茅，而后得分出现断崖式下跌，2018年最低值仅为12.75分，较2014年的满分下跌幅度为87.25%。在2019年出现短暂上涨后，又跌至35分左右，近两年才开始逐渐恢复。

表 5.7 2014 年—2023 年上海莱士及可比公司成长价值得分

年份	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
上海莱士	100.00	98.26	38.18	22.28	12.75	56.05	37.47	32.31	72.86	48.37
华兰生物	31.84	54.15	46.37	30.55	40.61	26.05	29.67	21.35	53.69	46.16
派林生物	38.07	39.41	30.26	28.55	61.21	36.05	26.68	50.54	64.05	38.59
博雅生物	50.45	62.51	64.68	36.75	44.74	23.26	21.21	29.75	57.02	44.20
天坛生物	19.56	31.07	66.70	33.04	31.67	26.10	25.18	29.52	56.08	57.30
卫光生物	35.34	52.83	39.24	28.37	33.67	26.77	25.97	26.43	43.57	75.51

资料来源：依据 choice 金融终端数据库计算得到

针对成长价值维度的具体指标具体分析如下。

如表5.8所示，从得分上看，上海莱士在2014年的净利润和营业收入增长率先领先同行，但自2016年起开始下滑，净利润增长率甚至在2018年出现了-283.09%的负增长，仅得分12.45，明显落后于同行业企业。尽管这两大指标在2019—2020年有所回升，显示出企业正在逐渐恢复成长能力。但与其他可比公司相比，其波动幅度大，这两大指标在2014年甚至数倍于均值，但到了2017年和2018年，不仅跌至行业平均水平下，还出现了负增长的情况。这表明股权质押在比例适中时对上海莱士的成长能力确实起到了一定的促进作用。然而，随

着质押比例的不断提高，过高的股权质押并未如预期般推动企业发展，反而因违约事件引发的股价崩盘给公司经营带来了严重隐患，进而阻碍了企业的快速发展。

表 5.8 上海莱士 2014—2023 年成长价值具体指标实际值及得分

年份	项目	净利润增长率 (%)	营业收入增长率 (%)
2014 年	实际值	258.21	165.88
	得分	100.00	100.00
2015 年	实际值	189.99	52.55
	得分	96.52	100.00
2016 年	实际值	11.48	15.54
	得分	30.65	45.72
2017 年	实际值	-49.59	-17.13
	得分	18.53	26.02
2018 年	实际值	-283.09	-6.41
	得分	12.45	13.06
2019 年	实际值	139.78	43.27
	得分	57.76	44.35
2020 年	实际值	117.62	6.84
	得分	48.39	16.55
2021 年	实际值	-2.25	55.26
	得分	41.62	22.99
2022 年	实际值	45.31	53.16
	得分	69.98	75.74
2023 年	实际值	11.63	19.87
	得分	47.49	49.24

资料来源：依据 choice 金融终端数据库计算得到

## 5.4 价值实现评价分析

价值实现旨在促进企业与市场间的信息交流，确保企业价值被充分反映。图 5.3 显示上海莱士价值实现的得分情况。得分趋势约呈现倒 U 型走势，2014 年得分最高，2015 年的价值实现较相邻两年得分较低的原因在于总市值增长率在行业中排名未能保持领先，但需要注意到该年上海莱士的总市值因素得分仍为满分，

这说明上海莱士的总市值增长速度有所放缓，但其行业领先地位依然稳固。通过深入分析各项具体指标的得分情况，可以发现在市值水平上升时期，上海莱士的价值实现水平却有所下滑，这一反常现象主要归因于其市值增长率较低，而后则由于市值大幅蒸发进一步削弱了其价值实现效果。

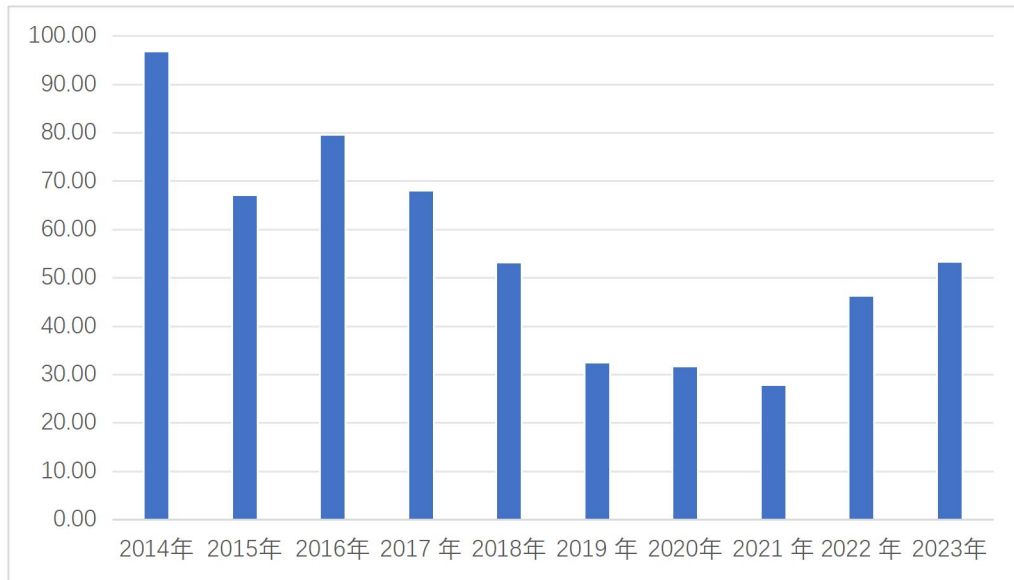


图 5.3 2014—2023 年上海莱士价值实现得分情况

本文还计算了 2014—2020 年上海莱士及可比公司各自的价值实现平均得分以及在可比公司中的排名进行横向对比，结果如表 5.9 所示。结果显示上海莱士价值实现的平均得分为 55.65，在六家公司中排名第一，且领先华兰生物约 12 分，这说明总体上看上海莱士在价值实现方面做得较好。



表 5.9 市值管理效果及价值实现得分平均值与排名对比

	市值管理效果 总体得分平均值	排名	价值实现 得分平均值	排名
上海莱士	48.11	1	55.65	1
华兰生物	44.69	2	43.75	2
派林生物	28.64	5	19.98	5
博雅生物	33.34	4	26.57	4
天坛生物	38.53	3	38.82	3
卫光生物	29.21	6	19.01	6

数据来源：依据 choice 金融终端数据库计算整理得到

由表 5.10 可知，上海莱士的总市值呈现先上升后下降随后波动上升的态势，2016 年的总市值 1146.59 亿元是近十年总市值的峰值，但随后便出现了直线下降的趋势。2019 年的 369.12 亿元仅为峰值时的 32%，市值出现严重缩水。然在上海莱士市值不断降低的情况下，至 2018 年，其在同行业公司排名中依然位于首位，不过，2019 年后其排名出现了大幅下滑。分析总市值增长率更能清晰了解总市值的变化趋势。从数据上看，自 2017 年起，上海莱士的总市值增长率便已经呈现负值，与其疯狂“炒股”以及质押违约导致股东被动减持等因素有关，导师投资者信心下降，进而导致市场表现不佳。

表 5.10 上海莱士 2014—2023 年价值实现指标实际值及得分

年份	项目	总市值（亿元）	总市值增长率（%）	托宾 Q 值
2014 年	实际值	615.86	164.82	5.05
	得分	100.00	100.00	84.00
2015 年	实际值	1096.16	77.99	7.25
	得分	100.00	28.43	78.57
2016 年	实际值	1146.59	4.60	6.76
	得分	100.00	48.93	100.00
2017 年	实际值	986.59	-13.95	6.96
	得分	100.00	28.28	83.90
2018 年	实际值	398.47	-59.61	3.54
	得分	100.00	6.58	53.03
2019 年	实际值	369.12	-7.37	3.14
	得分	63.47	2.36	31.11

续表 5.10 上海莱士 2014—2023 年价值实现指标实际值及得分

年份	项目	总市值（亿元）	总市值增长率（%）	托宾 Q 值
2020 年	实际值	498.82	35.14	1.72
	得分	52.28	25.19	3.92
2021 年	实际值	459.72	-7.84	1.54
	得分	48.96	18.78	3.66
2022 年	实际值	427.37	-7.04	1.34
	得分	61.96	51.58	4.17
2023 年	实际值	469.16	9.78	1.54
	得分	76.37	53.75	6.13

数据来源：依据 choice 金融终端数据库计算整理得到

托宾 Q 值可以综合考量企业多方面的价值及财务状况。结合表 5.10 和图 5.4 的数据发现，2014-2017 年上海莱士的托宾 Q 值变化趋势与可比公司基本保持一致，甚至略领先于其他公司，这与其“千亿血王”所拥有的巨大的总市值相关。然而经历股崩后上海莱士的托宾 Q 值在 2018 年首次出现了急剧下降，这似乎与上海莱士的股权质押情况有所关联。托宾 Q 值还可以判断股票的投资价值，数值的高低可以体现市场对该企业的未来发展前景的态度。上海莱士的股权质押率较高，市场可能会对其财务状况和发展前景产生担忧，而 2018 年股票质押频频违约，进一步加剧了股价下跌和托宾 Q 值的下降。

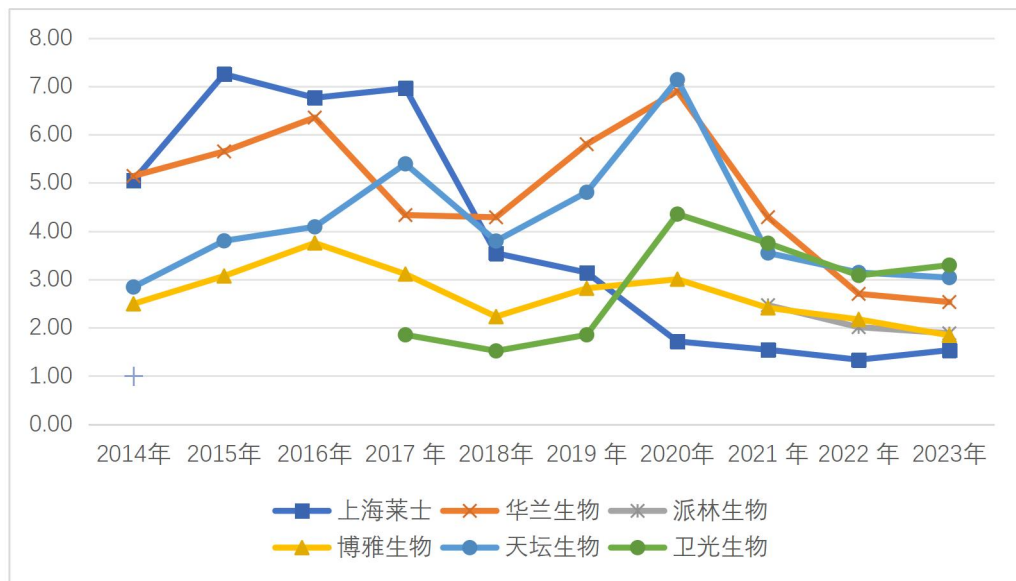


图 5.4 六家公司 2014—2023 年托宾 Q 值

具体来说,自 2013 年起,上海莱士的原两大控股股东科瑞天诚和莱士中国为实现规模扩张,持续通过股权质押筹集资金,使其成功收购同路生物、邦和生物及 Biotest AG 等,这与 2014 年至 2017 年托宾 Q 值的稳步上升趋势相匹配。这一时期的股权质押融资和并购策略显然得到了市场的认可,有效提升了公司价值,显示了科瑞天诚和莱士中国在市值管理方面的卓越成效。然而,问题也随之而来。由于控股股东频繁且高比例的股权质押,上海莱士因无法按期偿还债务而发生了逾期违约。这一问题连同其他多重因素,共同导致了 2018 年上海莱士股价的崩盘,公司价值遭受重创。这一事件对上海莱士的影响极为深远,其托宾 Q 值在 2018 年急剧下降,并且在随后的两年里,尽管行业整体托宾 Q 值呈现积极态势,上海莱士的托宾 Q 值却仍持续下滑。这一时期上海莱士的股权质押笔数也显著减少,但这并未能带来公司价值的实质性恢复。从长远视角来看,控股股东股权质押对上海莱士公司价值产生的负面影响显著超过其正面作用。但总体来说,上海莱士在价值实现方面整体表现较好,但也需要注意质押风险和控制权转移带来的挑战,以实现更加稳健和可持续的发展。

## 5.5 溢价因素评价分析

溢价因素由公司治理、股权激励、投资者关系、沪深 300、行业龙头组成。由于其均是非财务指标,缺乏明确统一的定义,因此需进一步阐释。

公司治理方面主要参考公司的审计报告,若公司该年度被出具标准无保留意见将赋值为 1,否则为 0。公司当年若实施了具体且实际的激励措施则赋值为 1,否则为 0。关于投资者关系,根据各公司发布投资和接待及业绩说明会等公告,若存在接待活动则赋值为 1,否则为 0。沪深 300 指数代表中国股票市场的整体趋势,若公司入选沪深 300 则赋值为 1,否则为 0。将公司总市值是否在所处行业中排名第一作为行业龙头的评估标准,赋值 1 或 0。若机构的基金持股比例上升,则赋值为 1,下降则赋值为 0。

由表 5.11 可知,上海莱士溢价因素呈现逐年下降的趋势,在 2014—2016 年三年期间做的较好,尤其是 2016 年所涉及的溢价因素指标均有得分。后期溢价因素总体得分下降,但与可比公司相比却也不是落后太多,这也与赋值方式和比例占比较低相关,总体表现稳定。以下将对各构成指标进行详细分析。

表 5.11 六家可比公司的溢价因素得分

	上海莱士	华兰生物	派林生物	博雅生物	天坛生物	卫光生物
2014 年	0.85	0.80	0.20	0.45	0.30	-
2015 年	0.85	0.65	0.35	0.45	0.30	-
2016 年	1.00	0.65	0.35	0.45	0.30	-
2017 年	0.70	0.65	0.35	0.45	0.30	0.45
2018 年	0.65	0.65	0.35	0.45	0.45	0.45
2019 年	0.65	0.80	0.45	0.45	0.45	0.45
2020 年	0.65	0.65	0.60	0.45	0.45	0.45
2021 年	0.65	0.65	0.60	0.25	0.45	0.45
2022 年	0.45	0.50	0.45	0.45	0.30	0.45
2023 年	0.45	0.80	0.45	0.45	0.10	0.45

数据来源：依据各公司年报数据计算整理得到

公司治理因素下各公司差别不大，在 2014—2023 年除了派林生物之外的所有公司均获得了标准无保留意见的审计报告。派林生物在 2014 年至 2018 年间虽然被出具了无保留意见，但附加了事项段，因此将其赋值为 0，其余则赋值为 1。

通过对各公司所发布公告的研究，发现博雅、天坛以及卫光生物在这十年内并未进行股权激励。上海莱士在 2014 年公布了股权激励计划草案，并在 2016—2018 年分三个行权期进行行权，并且均成功解锁了用于激励的限售股。此外，华兰生物和派林生物也分别在四年和两年的时间里执行了股权激励。各公司在股权激励的实施差别较大，也是影响溢价因素的主要指标。

投资者管理因素下，上海莱士在 2014 年没有安排任何投资者接待活动。而在经历了 2018 年的低谷期之后，公司意识到在公司面临发展不确定性和投资者信心不足的双重挑战时，需要更加重视投资者管理。故 2019 年后积极开展投资者关系管理活动，接待次数逐渐增加。除此之外，公司对有利讯号提前披露且加大宣扬，解释和澄清不利讯息。例如在 2023 年股东大会召开前后，投资者活动频率显著提高。与其相比，可比公司博雅生物和卫光生物自上市以来，每年都进行一定数量的投资者接待活动，显示出它们在维护和增强投资者关系方面的持续

努力，在这一方面表现较为出色。

机构持股比例可以帮助投资者了解机构对该股票的投资情况和信心，具有一定的投资参考价值。多数公司在此维度都有得分，上海莱士 2023 年期间的持股机构数减少，新进 3 家机构的同时 8 家机构取消对上海莱士的持股，这无疑对自身市值产生一定影响。在六家可比公司中，上海莱士和华兰生物成功入选该指数成分股，在市值提升方面具有一定的优势。行业龙头这一因素是根据上市企业的总市值进行排名，在分析总市值时便提及上海莱士在 2014—2017 年的总市值位列行业第一。

总体来说，上海莱士在溢价因素方面表现较为稳定，尤其是沪深 300 的稳定得分，以及总市值加持下的行业龙头，是可比企业中的突出优势。但仍需持续关注投资者关系管理，密切关注市场动态和投资者需求，不断调整和优化市值管理，以保持其市值的稳定增长。

## 6 结论与启示

### 6.1 研究结论

随着中国资本市场的逐步发展与成熟，市值管理在企业经营管理中的地位日益凸显。国务院国资委已明确表示，2024年将全面推进上市公司市值管理的考核工作，预示着市值管理将迈向量化考核的新纪元。在当前经济新常态下，企业间的竞争愈发激烈，如何借助有效的市值管理来吸引投资者的目光，进而提升公司业绩与市值，已成为众多上市公司亟待解决的重要课题。

上海莱士所属的生物制品行业是一个发展迅速的领域，无论是其技术创新产品研发，还是并购扩张均需要大量资金的支持，为了保障持续的资金流入并减轻财务负担，其股权质押比例较高。但过度质押可能会带来一系列风险，控股股东因此有动机进行市值管理，既追求股价上涨获取资源，又需防范股价下跌风险。通过对上海莱士市值管理的系列研究，得出以下结论：

(1) 股权质押的状况在一定程度上影响上海莱士市值管理行为的选择，旨在短期快速提升股价或长期可持续发展。

股权质押的具体状况，包括质押比例、数量和质量等因素，以及股权质押风险的大小程度，会对上海莱士的市值管理行为选择产生影响。这种影响主要体现在公司在股权质押背景下，是更倾向于选择能够在短期内快速提升股价的市值管理行为亦或是为维持公司的长期可持续发展。据上文分析，上海莱士采取了多种市值管理行为。在2014至2016年，上市不久的上海莱士正处于快速发展时期，资金需求较大，这一时期为快速提高市值，增加财务资源，采用了资本运作等价值经营手段进行市值管理，如并购和证券投资等。而在2018年经历投资失利和质押违约的低谷期后，意识到短平快的市值管理措施带来的影响可持续性较弱，便开始采用投资者关系管理及改善主业经营情况等措施，细水长流稳定公司股价，旨在从价值创造的角度增强投资者信心并推动股价逐步回升。

(2) 上海莱士市值管理依赖短期手段，在2018年前实施效果较好，随后逐渐减弱。

在2014至2016年间，上海莱士通过积极的并购、证券投资及股东增持等手段，实现了市值的显著提升，明显优于血制品行业的其他可比公司。然而，这种

资本运作的刺激效应逐渐减弱,尤其是在经历股灾后前期的这些手段对其影响可以说是消失殆尽,其市值管理得分也逐渐降低,难以回到2014年的峰值。尽管公司后期意识到市值管理的重要性,试图通过加强投资者关系管理和改善经营业绩提高市值管理水平,但这些行为均须长期坚持。除此之外,伴随并购潮带来巨大收益的同时还有巨额商誉风险,证券投资带来可观利润的背后潜在的亏损风险同样给上海莱士重重一击。这反映出上海莱士在市值管理上存在一定的急功近利倾向,缺乏长期稳定的价值创造支撑。

(3) 上海莱士市值管理存在短板,价值实现表现较好,忽视价值创造,市值管理体系不够完善。

上海莱士价值创造的平均表现在可比企业中排名第二,但整理数据发现上海莱士的各指标不尽如人意。2018年基础价值和成长价值的指标均为负值,难以达到巅峰时期的30%。而其价值实现表现与市值管理总体效果得分保持一致。在进行市值管理时,企业应坚持正确理念,平衡好价值创造与价值实现。价值创造涉及公司基本面的改善、盈利能力的提升和竞争优势的增强等方面。只有当公司能够持续创造价值,并获得市场的认可时,其市值才能得到实质性的提升。

此外,通过观察上海莱士的组织架构发现,其并未设立专门的市值管理机构或部门,表明其对市值管理的重要性和必要性方面还认识不够。当市场异常波动时,有针对性的市值管理手段,内部市值管理的意识不强,其市值管理体系也亟待完善。特别是在2018年股价暴跌以及2020年新冠疫情对医药行业造成冲击的背景下,没有健全的市值管理体系将难以制定和实施有效的市值管理策略。相关实证研究显示,在疫情期间医药股普遍表现良好,但上海莱士却未能抓住这一机遇实现市值管理的显著提升。

## 6.2 研究启示

尽管国务院在十年前就已发布相关文件,旨在推动上市公司建立市值管理制度,但目前来看重视程度仍显不足。如何树立正确有效的市值管理意识,建立合理长效的市值管理机制,仍是目前需要解决的问题。此外,股权质押带来的风险仍难以忽视,应如何加强引导和监管也值得深思。

### 6.2.1 企业管理层面

一方面应完善公司股权质押相关章程。规范股权质押的程序和要求,明确质押股数和融资用途,并确保经得股东大会的同意,从而防止控股股东单方面主导,避免其潜在的恶意掏空行为。强化股权质押的风险管理,对质押比例和次数等进行限制。此外,公司还应加强公司治理结构的建设,完善董事会、监事会等机构的职能和作用,确保公司在股权质押过程中能够保持独立性和自主性,从而维护公司和股东的整体利益。

另一方面,应树立正确的市值管理理念。认识到市值管理需要价值创造、价值实现和价值经营三个环节的协同作用,不可偏颇。做好价值创造是确保市值管理效果的第一步。其源于公司自身的内在价值,只有当股价与公司价值相契合时,市值管理的目标才能稳健达成。可通过提升主营业务盈利能力、加强创新研发、优化公司治理结构等措施,提高企业的经营和盈利能力,进而提升公司的内在价值。其次,要明确价值实现的目标在于使公司的内在价值在资本市场中通过股价得到充分体现,而非单纯追求股价上涨。最后,要合理选用价值经营手段,确保市值管理手段的合规性和正当性,避免采用不合规的方式提升股价。明确内在价值的主导地位和市值管理手段的辅助地位。同时,还应保持市值管理的频率的合理性,不能为追求持续的市场反应而不顾公司实际情况。

### 6.2.2 法律法规层面

目前我国关于股权质押的法律规定还不够具体全面,有必要在法律层面给予硬性规定,给公司制定章程或制度提供法律依据。应建立完整的股权质押制度体系,明确质押品质量标准,规定质押率、预警线和平仓线的设定。鉴于当前质押双方协商确定股权质押率的方式存在较大的随意性,应构建一套适应我国 A 股市场质押物质量评估标准,综合考虑企业的财务状况、经营成果以及出质人资信状况等方面,统一、科学地衡量质押物的价值,从而遏制控股股东为抬高股价而采取的不当行为。另外,应制定明确的股权质押信息披露规则,要求上市公司在定期和临时报告中充分披露股权质押的相关信息,强调资金用途和使用情况。目前上市公司的股权质押公告仅包含时间、比例等内容,而所融资金的用途和金额却不得而知,信息不对称情况加重,不利于中小股东识别公司的股权质押风险。



根据国务院国资委的指示，2024年将全面推进市值管理考核工作，为确保考核的顺利实施，这就需要法律方面后续配套文件的出台。应要求各上市公司在经营指标中纳入相应的考核指标，也可采用强制性披露等要求帮助市值管理考核能顺利落地。另外，目前依据中国市值管理中心推出的第七版市值管理效果评价模型，并据此模型对上市公司的市值管理效果进行打分。但由于行业或者发展阶段具有差异性，模型中的相关指标对最终效果的影响不同，依靠单一模型得分未必能全面反映企业的真实市值管理效果。应根据不同行业的特性，建立更加贴切、有针对性的考评体系。

### 6.2.3 外部监管层面

在股权质押方面，首先，相关监管机构应建立专门的股权质押专项小组，对质押所融资金的金额和用途进行严密监控与审核，避免控股股东抽逃资本。同时，了解到企业确实存在的融资困境，相关监管机构应帮助主动纾困，提供必要的协助与支持，有效缓解其资金压力。其次，应加强股权质押违约成本。监管机构应时刻监督并披露控股股东股权质押的情况，对于违约的融资方进行严惩，比如罚款、限制其未来的融资行为等，必要时可建立黑名单机制限制频繁违约者。拓展中小股东的信息来源，降低信息不对称导致的利益侵害。

在市值管理方面，应打击恶意市场操纵，完善政策和制度以净化市场。首先，监管机构可以通过加强公司信息披露要求间接监管市值管理行为，明确强制性披露信息的包含内容，充分发挥监管职能的震慑作用。其次，应建立市值管理效果长期追踪评价机制。对公司的价值创造及实现能力等指标进行科学评估，及时识别那些偏离价值创造初衷、进行不当市值管理的企业，并对其进行重点监控。最后，对于查实市场操纵的企业，加大事后处罚力度的同时明确规定对其余利益相关者进行补偿，以起到警示和教育作用。

## 参考文献

- [1] Aiman Nariman Mohd-Sulaiman,Shanty Rachagan. Shareholder primacy, controlling shareholders and Malaysia's Companies Act 2016[J]. Journal of Corporate Law Studies,2017,17(1).
- [2] Dunli L. Zhang,Ting Zhang,Guanghua Ma. Can non - executive equity incentives reduce internal control ineffectiveness? Evidence from China[J]. Accounting and Finance,2020,60(5).
- [3] Gao Han,Shen Zhuyi,Li Yichen,Mao Xuxin,Shi Yukun. Institutional Investors, Real Earnings Management and Cost of Equity:Evidence from Listed Hightech Firms in China[J]. Emerging Markets Finance and Trade,2019,56(14).
- [4] Hongmei Xu. Share Pledging and Corporate Default Risk:Evidence from the Chinese Stock Market[J]. Journal of Finance and Accounting,2021,9(3).
- [5] Jiang Jinglin,Nanda Vikram,Xiao Steven Chong. Stock-market disruptions and corporate disclosure policies[J]. Journal of Corporate Finance,2021,66.
- [6] Jintao Liu. Research on the Influence Mechanism of Stock Pledge of Controlling Shareholders on Stock Price Fluctuation[J]. Academic Journal of Business & Management,2020,2(1).
- [7] Liang-GuoXu. Analysis on the Impact of Information Disclosure Quality on Investment Efficiency of Listing Corporation[J]. Journal of Residuals Science & Technology,2016,13(8).
- [8] Lu Hengzhen,Zhu Xiaoyu,Wang Jianli,Yick Ho Yin. Share pledge transactions as an investor sentiment indicator-Evidence from China[J]. Quarterly Review of Economics and Finance,2021,82.
- [9] Masturah Malik,Rohami Shafie,Ku Nor Izah Ku Ismail. Do risk management committee characteristics influence the market value of firms?[J]. Risk Management,2021,23(1-2).
- [10]Michelle Li,Chelsea Liu,Tom Scott. Share pledges and firm value[J]. Pacific-Basin Finance Journal,2019,55.
- [11]Ming Jian,T. J. Wong. Propping through related party transactions[J]. Review of Accounting Studies,2010,15(1).

- [12] Ronald Anderson, Michael Puleo. Insider Share-Pledging and Equity Risk[J]. Journal of Financial Services Research, 2020, 58(1).
- [13] Takeda Fumiko, Takeda Koichi, Takemura Toshihiko, Ueda Ryota. The impact of information technology investment announcements on the market value of the Japanese regional banks[J]. Finance Research Letters, 2020, 41.
- [14] Zhou Jingting, Li Wanli, Yan Ziqiao, Lyu Huaili. Controlling shareholder share pledging and stock price crash risk: Evidence from China[J]. International Review of Financial Analysis, 2021, 77.
- [15] 蔡学军, 张莉. 上市公司市值管理评价体系优化探索[J]. 财会通讯, 2019(02): 69-73.
- [16] 曹海敏, 张晓茜. 控股股东股权质押与公司业绩关系研究——基于企业生命周期视角[J]. 会计之友, 2021(20): 56-62.
- [17] 曹文婷. 新三板挂牌企业市值管理的困境及对策[J]. 财会月刊, 2020(19): 128-134.
- [18] 常利民. 控股股东股权质押与公司业绩预告行为[J]. 财经论丛, 2020(09): 74-83.
- [19] 陈德棉, 何旭. 送转是为控股股东股权质押“保驾护航”吗? ——基于市值管理的视角[J]. 上海金融, 2019(10): 28-35..
- [20] 陈洁. 我国上市公司市值管理分析框架与评价指标体系的初步构建[D]. 南京. 南京大学, 2009.
- [21] 陈运佳, 吕长江, 黄海杰, 丁慧. 上市公司为什么选择员工持股计划? ——基于市值管理的证据[J]. 会计研究, 2020(05): 91-103.
- [22] 党宏欣. 控股股东股权质押、掏空与公司财务困境[J]. 财会通讯, 2022(03): 61-64.
- [23] 龚俊琼. 控股股东股权质押与企业行为选择: 基于金融化和创新的视角[J/OL]. 财会通讯, 20230809.001.
- [24] 何平林, 辛立柱, 潘哲煜, 李涛. 上市公司股票送转行为动机研究——基于股权质押融资视角的证据[J]. 会计研究, 2018(03): 57-63.
- [25] 何涛. 我国上市公司市值管理存在的问题及改进对策[J]. 财会学习, 2018(28): 149-155.
- [26] 胡聪慧, 于军. 送转与定向增发: 基于市值管理的视角[J]. 财经研究, 2016, 42(12): 84-95.
- [27] 胡凯, 漆圣桥. 股权质押融资的优势、缺陷与改进[J]. 财务与会计, 2019(24): 63-6

## 4.

- [28] 鞠娟.公司增发与市值管理——基于中国 A 股上市公司的实证研究[J].技术经济,2015,34(04):81-88.
- [29] 李秉祥,简冠群.控股股东股权质押、投资者情绪与定向增发股价长期表现[J].中央财经大学学报,2017(11):75-84.
- [30] 李常青,曾敏,陈泽艺.大股东会支持上市公司吗?——基于大股东股权质押的视角[J].厦门大学学报(哲学社会科学版),2021(04):71-84.
- [31] 李旒,蔡贵龙,郑国坚.市值管理的综合分析框架:理论与实践[J].会计与经济研究,2018,32(02):75-95.
- [32] 李旒,郑国坚.市值管理动机下的控股股东股权质押融资与利益侵占[J].会计研究,2015(05):42-49+94.
- [33] 李贤,段俊斌,陈欣.大股东股权质押如何影响上市公司市值管理?——基于过度投资与投机活跃度的证据[J].山东社会科学,2020(12):127-134.
- [34] 李益娟,张英丽.大股东控制、股权质押与企业价值[J].财会月刊,2020(14):15-22.
- [35] 廖珂,谢德仁,张新一.控股股东股权质押与上市公司并购——基于市值管理的视角[J].会计研究,2020(10):97-111.
- [36] 凌暄,王志涛.成长机会门槛下股权质押与企业价值研究[J].财会通讯,2020(21):77-81.
- [37] 刘国芳.基于 DEA 模型的上市公司市值管理绩效评价[J].武汉理工大学学报(信息与管理工程版),2010,32(01):132-134+167.
- [38] 刘国芳.刘不舍,,喻金田.浅谈上市公司市值管理的几个误区[J].财会通讯,2016,(23):127-128.DOI:10.16144/j.cnki.issn1002-8072.2016.23.042.
- [39] 刘艳霞,曹修琴,祁怀锦.控股股东掏空与股权质押风险[J].投资研究,2022,41(04):19-41.
- [40] 陆正华,郭文生.基于价值驱动的市值管理模式研究——杰赛科技市值管理案例[J].财会月刊,2016(31):87-90.
- [41] 吕飞.基于微观动力视角我国上市公司市值管理绩效评价的研究[J].武汉大学学报(哲学社会科学版),2016,69(03):73-81.
- [42] 马宏,刘心怡.公司信息披露选择与市值管理行为——基于中小板公司股权质押的经验证据[J].证券市场导报,2020(12):58-65.

- [43] 马连福,张晓庆.控股股东股权质押与投资者关系管理[J].中国工业经济,2020(1):156-173.
- [44] 钱爱民,张晨宇.股权质押与信息披露策略[J].会计研究,2018(12):34-40.
- [45] 权小锋,肖斌卿,吴世农.投资者关系管理能够稳定市场吗?——基于 A 股上市公司投资者关系管理的综合调查[J].管理世界,2016(01):139-152+188.
- [46] 饶育蕾,王建新,丁燕.基于投资者有限注意的“应计异象”研究——来自中国 A 股市场的经验证据[J].会计研究,2012(05):59-66+94.
- [47] 沈庆宁,卫静,李俭.中石油市值管理绩效评价研究[J].财会通讯,2018(35):58-64.
- [48] 施光耀,刘国芳,梁彦军.中国上市公司市值管理评价研究[J].管理学报,2008(01):78-87.
- [49] 施光耀.2015 年度中国上市公司市值管理绩效评价报告[M].北京:经济科学出版社,2015:101.
- [50] 宋岩,宋爽.股权质押与市值管理:基于中国沪深股市 A 股上市公司的实证检验[J].中国管理科学,2019,27(06):10-20.
- [51] 孙晓燕,刘亦舒.股权质押、员工持股计划与大股东自利行为[J].会计研究,2021(04):117-129.
- [52] 谭博仁,吴庆跃.上市城商行市值管理挑战与应对[J].新金融,2020(10):24-27.
- [53] 唐玮,夏晓雪,姜付秀.控股股东股权质押与公司融资约束[J].会计研究,2019(06):51-57.
- [54] 田高良,田皓文,吴思锐,施诺.控股股东股权质押与会计信息可比性——基于债权人风险防范的视角[J].证券市场导报,2020(10):35-46+58.
- [55] 汪军.创业板上市公司融资结构与研发投入研究[J].财会月刊,2019(04):48-58.
- [56] 王春丽,马路.股权性质、股权集中度和股权制衡度与研发投入绩效[J].投资研究,2017,36(07):138-147.
- [57] 王文兵,丁明丽,干胜道.质权人视角下股权质押风险诱因及其防范[J].财会月刊,2020(22):119-126.
- [58] 王新红,曹帆.股权质押问题研究综述及展望[J].财会通讯,2021(10):20-24.
- [59] 王新红,李妍艳.大股东股权特征与股权质押:基于中小板上市公司的分析[J].商业研究,2016(06):116-121.
- [60] 夏常源,贾凡胜.控股股东股权质押与股价崩盘:“实际伤害”还是“情绪宣泄”[J].南开管理评论,2019,22(05):165-177.

- [61]谢赤,王利君.创业板上市公司大股东减持的时机选择与市场反应[J].华东经济管理,2019,33(08):136-142.
- [62]谢德仁,廖珂,郑登津.控股股东股权质押与开发支出会计政策隐性选择[J].会计研究,2017(03):30-38+94.
- [63]谢德仁,郑登津,崔宸瑜.控股股东股权质押是潜在的“地雷”吗?——基于股价崩盘风险视角的研究[J].管理世界,2016(05):128-140+188.
- [64]徐莉萍,关月琴,辛宇.控股股东股权质押与并购业绩承诺——基于市值管理视角的经验证据[J].中国工业经济,2021(01):136-154.
- [65]徐龙炳,汪斌.股权质押下的控股股东增持:“价值信号”还是“行为信号”?[J].金融研究,2021(01):188-206.
- [66]杨聪聪,曾爱民,兰茜,陈梦瑶.市值管理名义下利益侵占行为研究——以金一文化系列并购为例[J].财会通讯,2020(24):166-170.
- [67]杨青,叶莹莹,沈红波.股权质押对企业风险的杠杆效应[J].上海金融,2020(10):37-48.
- [68]杨玉娥.股权激励对真实盈余管理影响的实证研究——以我国沪深上市公司为例[J].财会月刊,2016(21):27-32.
- [69]余怒涛,李文文,张伟,张华玉.大股东股权质押行为会影响管理层业绩预告吗?[J].投资研究,2021,40(04):47-81.
- [70]张浩,陈瀚斌.市值管理还是价值判断?——股权质押情境下上市公司股份回购动机研究[J].南开经济研究,2023(01):135-152.
- [71]张济建,苗晴.中国上市公司市值管理研究[J].会计研究,2010(04):82-88+96.
- [72]张栓兴,温岩泽,杨欣怡.股权质押、股权结构与盈余管理[J].会计之友,2019(14):130-136.
- [73]朱玫林,金琼.关于上市公司市值管理若干问题的思考[J].商业经济研究,2015(17):90-92.

## 后 记

连雨不知春去，一晴方觉夏深。行文至此，忽觉岁短。悠悠三年，一瞬而过。这半程算不上坚定，甚至略带迷茫的路，倒也称得上遗憾与惊喜同路，泪水与欢笑并行。一路所遇，皆为欢喜，感恩相遇，期待重逢。

生逢盛世，与有荣焉。一代人有着一代人的使命，一代人有着一代人的长征，未来我必将永怀赤诚之心，以报党和国家栽培之恩，惟愿祖国繁荣昌盛，国泰民安。

一朝沐杏雨，一生念师恩。首先，我要感谢我的导师雒京华教授。雒老师给予了我大量学术上的指导，从论文选题到最终定稿，每一步都离不开其帮助和悉心指导，我从中看到的不仅是其所具备的扎实的专业知识储备，还有雒老师严谨务实，兢兢业业的研究态度和工作精神，使我受益匪浅，高山仰止。值此论文完成之际，再次向雒老师表达我最衷心的感谢以及最崇高的敬意！其次，我要感谢参与我论文开题、评阅、答辩的老师，他们为论文的完善提出了宝贵的意见。感谢兰州财经大所有给予我教诲和帮助的尊敬的老师们，感谢老师们的悉心栽培，让我能在这个平台上收获知识，学习为人处事的学问。

椿萱并茂，棠棣同馨。我要感谢含辛茹苦将我抚养长大的父母，是他们的辛勤努力让我有机会接受高等教育，是他们的无私奉献让我的学习没有后顾之忧，是他们的无条件支持让我永远心有所属永远敢做敢闯。在这布满荆棘的世界里，唯有父母的爱是无解的命题，山河依旧辗转年华，只愿亲人顺颂事宜。

道阻且长，行则将至。我要感谢始终勤奋、积极向上的自己。求学二十余载，有过煎熬，有过迷惘，有过崩溃，有过失望，但在这期间的每一天都从未想过放弃。考研的那段日子，在煎熬中蛰伏，在无助中彷徨，在寒夜中奋笔疾书，更在日复一日中拼搏；读研的这三年，在碰撞中前进，在疑惑中坚持，在遇到难题时冲锋，更在跌跌撞撞中成长。在无数的时刻，无数次的隐忍，使我最终成长为现在从容、淡定、勇敢、乐观、充满希望且内心强大的自己。如今即将离开校园，前途路漫漫，愿自己始终如一，积极且乐观，努力且向上。

追风赶月莫停留，平芜尽处是春山。再见了我的学生时代。愿缘分始于此却不止于此，希望在这里相遇、相知、相识的大家永远安康，即便以后天南海北，

也都永远铭记如此一段珍贵的时光。惟愿今后的我们不负韶华，未来可期。而我也将继续前行，继续怀抱赤诚，放歌年华，移过巍峨的山，去见天下的河。



## 附录：六家公司市值管理效果得分明细

附表 1：上海莱士 2014-2023 年市值管理效果得分明细

	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年
每股收益（元）	17.63	43.24	25.00	18.06	19.27	53.32	33.33	28.20	44.05	49.52
净资产收益率	60.15	66.02	59.33	44.77	45.85	76.72	38.18	40.63	60.97	64.54
营业利润率	72.09	100.00	100.00	94.75	63.74	96.75	98.68	82.45	89.75	93.49
经济增加值（亿元）	42.37	100.00	100.00	15.59	0.00	1.54	29.51	22.44	45.71	26.43
资本效率	29.11	63.87	51.75	9.21	0.00	7.55	64.44	33.23	51.92	34.64
净利润增长率	100.00	96.52	30.65	18.53	12.45	57.76	48.39	41.62	69.98	47.49
营业收入增长率	100.00	100.00	45.72	26.02	13.06	54.35	26.55	22.99	75.74	49.24
总市值（亿元）	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00	63.47	52.28	48.96	61.96	76.37
总市值增长率	100.00	28.43	48.93	28.28	6.58	2.36	25.19	18.78	51.58	53.75
托宾 Q 值	84.00	78.57	100.00	83.90	53.03	31.11	3.92	3.66	4.17	6.13
基础价值	41.80	68.95	59.72	36.72	27.70	52.35	53.21	41.97	58.31	56.04
成长价值	100.00	98.26	38.18	22.28	12.75	56.05	37.47	32.31	72.86	48.37
价值创造	65.08	80.68	51.10	30.94	21.72	53.83	46.91	38.10	64.13	52.97
价值实现	96.80	67.09	79.57	68.09	53.24	32.55	31.77	27.83	46.25	53.27
公司治理	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1
股权激励	1	0	1	1	1	0	0	0	0	0
投资者关系	0	1	1	0	0	1	1	1	1	1
机构增减持率	1	1	1	1	1	1	1	1	1	0
沪深 300	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1
行业龙头	1	1	1	1	0	0	0	0	0	0
溢价因素	0.85	0.85	1.00	0.85	0.65	0.65	0.65	0.65	0.65	0.45
评价总分	74.52	65.90	60.33	46.51	35.37	37.87	34.72	29.22	48.84	47.87

附表 2：华兰生物 2014-2023 年市值管理效果得分明细

	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年
每股收益（元）	30.26	62.16	46.25	33.70	52.25	54.43	30.22	32.31	47.50	54.60
净资产收益率	61.78	68.99	67.91	53.16	72.87	86.32	36.50	49.90	66.62	72.42
营业利润率	74.53	76.89	87.40	93.10	97.38	99.06	96.73	83.45	88.45	95.59
经济增加值（亿元）	55.61	57.65	50.38	52.40	88.51	52.19	61.08	47.00	49.40	43.64
资本效率	50.12	67.18	68.32	47.59	75.97	66.60	88.36	46.34	58.23	48.60
净利润增长率	30.79	41.56	37.44	21.67	55.74	24.96	37.73	37.08	45.62	49.27
营业收入增长率	32.89	66.74	55.29	39.43	25.48	27.14	21.62	5.63	61.77	43.05
总市值（亿元）	27.11	27.11	26.62	20.81	74.78	86.43	82.66	57.30	59.74	65.49
总市值增长率	20.25	8.32	81.24	19.05	86.93	45.76	31.12	7.61	37.03	44.81
托宾 Q 值	86.35	50.32	90.79	43.36	69.94	75.50	54.20	29.64	27.72	21.54
基础价值	51.93	67.03	63.64	54.12	73.77	71.94	59.49	50.33	61.85	64.07
成长价值	31.84	54.15	46.37	30.55	40.61	26.05	29.67	21.35	53.69	46.16
价值创造	43.89	61.88	56.73	44.69	60.50	53.59	47.57	38.74	58.59	56.90
价值实现	36.66	57.24	50.51	36.21	48.57	37.07	36.83	28.31	55.65	50.46
公司治理	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1
股权激励	1	0	0	0	0	1	1	0	0	1
投资者关系	1	1	1	1	1	1	0	1	0	1
机构增减持率	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1
沪深 300	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1
行业龙头	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
溢价因素	0.80	0.65	0.65	0.65	0.65	0.80	0.65	0.65	0.50	0.80
评价总分	35.97	53.44	48.01	36.05	48.55	40.05	37.51	29.72	51.31	48.07

附表 3：派林生物 2014-2023 年市值管理效果得分明细

	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年
每股收益（元）	17.63	33.98	19.58	16.08	32.12	49.93	25.05	31.04	49.83	52.38
净资产收益率	93.00	69.12	53.39	44.60	66.00	87.91	35.44	42.22	63.67	59.36
营业利润率	32.02	58.77	76.92	89.89	89.62	95.41	93.04	75.90	86.82	89.42
经济增加值（亿元）	13.67	32.84	4.15	0.25	63.51	8.87	25.19	30.17	44.73	27.09
资本效率	48.18	49.28	20.30	2.29	59.88	80.95	82.08	40.85	56.55	39.92
净利润增长率	47.06	27.81	16.08	17.77	100.00	50.16	35.45	69.64	70.64	43.25
营业收入增长率	29.08	51.02	44.45	39.33	22.43	21.95	17.92	31.43	57.45	33.93
总市值（亿元）	2.07	3.53	4.70	2.65	10.93	11.42	17.44	19.48	22.03	23.14
总市值增长率	18.71	22.66	58.12	32.16	50.19	24.77	46.91	27.27	40.33	41.02
托宾 Q 值	-	-	-	-	-	-	-	12.40	15.81	11.52
基础价值	41.30	48.91	36.41	32.20	59.09	68.72	52.15	44.12	60.83	56.16
成长价值	38.07	39.41	30.26	28.55	61.21	36.05	26.68	50.54	64.05	38.59
价值创造	40.01	45.11	33.95	30.74	59.94	55.65	41.96	46.69	62.12	49.13
价值实现	8.31	10.48	25.13	13.92	24.45	14.48	25.74	21.18	28.11	27.97
公司治理	0	0	0	0	0	1	1	1	1	1
股权激励	0	0	0	0	0	0	1	1	0	0
投资者关系	0	1	1	1	1	1	1	1	1	1
机构增减持率	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1
沪深 300	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
行业龙头	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
溢价因素	0.20	0.35	0.35	0.35	0.35	0.45	0.60	0.60	0.45	0.45
评价总分	20.18	23.32	26.18	19.29	36.23	29.54	29.71	29.33	38.95	33.68

附表 4：博雅生物 2014-2023 年市值管理效果得分明细

	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年
每股收益（元）	41.84	48.65	53.75	33.92	49.68	55.70	27.38	32.94	50.50	59.84
净资产收益率	54.73	68.20	58.70	51.21	66.81	80.67	28.50	42.87	60.05	65.11
营业利润率	46.61	71.18	84.61	91.97	92.68	95.26	91.73	85.50	83.41	89.06
经济增加值（亿元）	16.21	37.20	20.60	25.73	72.05	15.93	24.12	27.79	41.88	25.03
资本效率	40.21	54.87	56.99	45.45	59.05	30.38	65.67	36.30	51.54	36.92
净利润增长率	38.84	52.72	48.29	23.27	53.46	19.00	28.65	49.41	67.09	47.24
营业收入增长率	62.07	72.29	81.07	50.24	36.02	27.52	13.77	10.08	46.95	41.15
总市值（亿元）	1.53	5.82	10.23	6.85	23.98	20.18	12.77	18.41	24.74	23.48
总市值增长率	24.73	50.92	100.00	22.91	62.66	16.86	17.41	39.43	52.53	35.03
托宾 Q 值	19.12	4.78	32.61	24.51	23.27	25.62	16.42	11.87	18.59	10.87
基础价值	42.49	57.16	58.24	50.47	65.82	59.56	47.81	45.59	58.34	58.67
成长价值	50.45	62.51	64.68	36.75	44.74	23.26	21.21	29.75	57.02	44.20
价值创造	45.67	59.30	60.82	44.99	57.39	45.04	37.17	39.25	57.81	52.88
价值实现	14.33	23.65	50.61	16.80	39.31	19.94	15.35	25.51	34.62	25.58
公司治理	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1
股权激励	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
投资者关系	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1
机构增减持率	1	1	1	1	1	1	1	0	1	1
沪深 300	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
行业龙头	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
溢价因素	0.45	0.45	0.45	0.45	0.45	0.45	0.45	0.25	0.45	0.45
评价总分	25.48	35.59	49.68	26.44	42.65	28.03	22.59	28.48	40.48	33.99

附表 5：天坛生物 2014-2023 年市值管理效果得分明细

	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年
每股收益（元）	12.37	23.94	32.50	53.08	38.33	49.79	26.37	31.20	46.83	53.81
净资产收益率	43.98	42.81	57.02	69.89	67.63	84.21	32.57	45.54	65.76	71.56
营业利润率	24.18	57.38	79.18	97.72	94.11	97.28	94.91	79.41	89.30	93.60
经济增加值（亿元）	28.83	28.53	16.38	100.00	75.62	33.69	41.50	44.82	54.40	43.23
资本效率	30.59	28.34	28.58	100.00	59.11	56.75	80.41	46.96	65.15	51.37
净利润增长率	11.36	24.36	79.26	40.16	43.10	26.92	34.14	45.36	65.48	55.33
营业收入增长率	27.77	37.77	54.14	25.92	20.24	25.28	16.22	13.68	46.68	59.27
总市值（亿元）	16.66	13.03	14.95	14.67	42.38	49.20	54.99	41.77	56.39	68.43
总市值增长率	23.09	9.72	59.36	35.88	61.27	43.32	37.53	11.00	56.68	56.68
托宾 Q 值	27.97	17.65	40.12	59.74	58.79	58.88	56.50	22.63	35.36	29.38
基础价值	26.34	35.74	44.35	79.45	63.23	65.95	53.64	48.22	63.53	63.77
成长价值	19.56	31.07	66.70	33.04	31.67	26.10	25.18	29.52	56.08	57.30
价值创造	23.63	33.87	53.29	60.88	50.61	50.01	42.26	40.74	60.55	61.18
价值实现	21.49	12.63	37.75	32.17	53.22	48.78	48.31	25.63	52.30	55.92
公司治理	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1
股权激励	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
投资者关系	0	0	0	0	1	1	1	1	0	0
机构增减持率	1	1	1	1	1	1	1	1	1	0
沪深 300	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
行业龙头	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
溢价因素	0.30	0.30	0.30	0.30	0.45	0.45	0.45	0.45	0.30	0.10
评价总分	20.23	19.89	40.22	40.47	46.90	44.44	41.10	29.16	50.40	52.44

附表 6：卫光生物 2014-2023 年市值管理效果得分明细

	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年
每股收益（元）	38.42	82.63	90.00	50.44	56.96	63.99	33.16	33.89	46.72	55.87
净资产收益率	100.00	100.00	89.69	53.20	65.39	81.36	31.35	46.43	60.50	68.26
营业利润率	38.54	66.82	83.17	91.89	93.35	96.11	93.62	77.57	83.98	88.08
经济增加值（亿元）	-	-	-	11.21	64.83	7.59	24.33	28.00	41.41	23.76
资本效率	-	-	-	45.51	56.14	40.89	74.73	44.23	53.63	40.40
净利润增长率	30.74	46.44	34.28	21.49	49.34	23.73	34.81	44.11	58.08	69.37
营业收入增长率	39.93	59.23	44.20	35.26	17.99	29.81	17.12	8.75	29.07	81.65
总市值（亿元）	-	-	-	0.27	4.12	5.57	5.22	4.13	7.58	10.54
总市值增长率	-	-	-	0.00	39.31	25.86	25.96	19.57	57.42	55.38
托宾 Q 值	-	-	-	5.08	7.17	9.54	29.50	24.54	34.30	33.37
基础价值	39.24	58.15	61.57	54.37	66.55	63.63	52.32	46.61	57.78	58.48
成长价值	35.34	52.83	39.24	28.37	33.67	26.77	25.97	26.43	43.57	75.51
价值创造	37.68	56.02	52.64	43.97	53.39	48.89	41.78	38.54	52.10	65.30
价值实现	0.00	0.00	0.00	1.12	18.80	14.48	18.37	14.39	32.86	33.04
公司治理	-	-	-	1	1	1	1	1	1	1
股权激励	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
投资者关系	0	0	0	1	1	1	1	1	1	1
机构增减持率	0	0	0	1	1	1	1	1	1	1
沪深 300	-	-	-	0	0	0	0	0	0	0
行业龙头	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
溢价因素	-	-	-	0.45	0.45	0.45	0.45	0.45	0.45	0.45
评价总分	-	-	-	18.20	30.80	26.84	25.94	22.65	37.31	42.68