

分类号
U D C

密级
编号 10741



硕士学位论文
(专业学位)

论文题目 长春高新分拆上市效果研究

研究生姓名: 赵晶晶

指导教师姓名、职称: 王春国 副教授

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: 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： 赵晶晶 签字日期： 2024.6.1

导师签名： 王学良 签字日期： 2024.6.1

导师(校外)签名： 陈新 签字日期： 2024.6.1

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： 赵晶晶 签字日期： 2024.6.1

导师签名： 王学良 签字日期： 2024.6.1

导师(校外)签名： 陈新 签字日期： 2024.6.1

Study on the effect of Changchun High-tech spin-off listing

Candidate : Zhao Jingjing

Supervisor: Wang Chunguo Shao Li

摘要

分拆上市作为资产重组的一个有效形式,在中国资本市场中的起步远晚于海外。近年来,在宏观经济的影响下,医药行业为缓解融资压力,更加倾向于通过分拆上市来满足资金需求和提高核心竞争力。2020年国内资本市场迎来了A拆A上市热潮。本文选取在科创板上市“A拆A”的首个案例—长春高新分拆上市,对其选择分拆上市百克生物的动因及效果进行研究,希望为国内医药企业进行分拆上市提供相应的参考价值。

首先,本文在分拆上市概念和理论的基础上,结合生物医药行业背景,引入长春高新分拆百克生物的案例,对案例基本情况和具体上市过程进行简要介绍,进一步从内外部因素对长春高新分拆上市的动因进行分析。其次,本文通过事件研究法,选取长春高新分拆上市预案公告日和正式分拆上市日这两个事件窗口估计期,对分拆上市前后的股价变动进行分析。接着针对子公司百克生物,选取同行业可比公司对其市盈率进行考察。最后利用财务指标分析分拆前后的财务状况,对融资渠道、产业聚焦、研发创新能力、公司治理等非财务因素进行了相关研究。综合以上分析,得到分拆上市对长春高新产生的相关影响,并提出相关建议。

经研究发现,长春高新旗下子公司百克生物在分拆上市前,真实价值往往被低估,将百克生物分拆至科创板上市,改善公司融资效率、治理效率及经营效率。最后得出本文结论:(1)拓宽融资渠道和提升企业价值是长春高新分拆上市主要驱动因素;(2)分拆上市使母子公司短期内的市场效果突出,短期子公司的财务效果表现欠佳;(3)分拆上市提升子公司研发创新能力等非财务指标,效果显著。根据分析结论,给有意愿分拆上市的企业给出了四条建议:首先,公司应该结合自身发展战略,合理选择上市板块;其次,选择优质、被低估的子公司进行分拆上市,增强内生动力;再次,母子公司应该注重公司长期价值,增强核心竞争力;最后,在分拆上市前,企业应该抓住政策等机遇,做好资金规划。

关键词: 分拆上市 融资需求理论 效果 长春高新

Abstract

As an effective means of asset reorganization, spin-off listing has developed later in China's capital market than abroad. In recent years, affected by the epidemic, in order to alleviate the financing pressure, the pharmaceutical industry is more inclined to meet the capital demand and improve its core competitiveness by splitting and listing. In 2020, the domestic capital market ushered in the craze of A-share splitting and A-share listing. In this paper, the first case of "A split A" listing in science and technology innovation board-Changchun High-tech spin-off listing is selected to study the motivation and effect of its spin-off, hoping to provide some reference for domestic companies to spin-off.

First of all, based on the concept and theory of spin-off, combined with the background of biomedical industry, this paper introduces the case of spin-off of 100 grams of organisms in Changchun High-tech, briefly introduces the basic situation of the case and the specific listing process, and further analyzes the motivation of spin-off of Changchun High-tech from internal and external factors. Secondly, using the event research method, this paper selects the announcement date of Changchun Hi-tech spin-off listing plan and the official spin-off listing date as two event window estimation periods to analyze the stock price changes before and after the spin-off listing. Then, for the subsidiary Baike Bio, select comparable companies in the same industry to investigate its P/E ratio.

Finally, the financial indicators are used to analyze the financial situation before and after the spin-off, and the non-financial factors such as financing channels, industrial focus, innovative research and development capabilities, and corporate governance are studied.

Based on the above analysis, it is found that the real value of Baike Bio, a subsidiary of Changchun High-tech, is often underestimated before it is split and listed. The split of Baike Bio in science and technology innovation board will improve the company's financing efficiency, governance efficiency and operating efficiency. Finally, the conclusions of this paper are as follows: (1) Broadening financing channels and enhancing enterprise value are the main driving factors for the spin-off and listing of Changchun Hi-tech; (2) The split listing makes the market effect of the parent company and subsidiary company outstanding in the short term, but the financial effect of the subsidiary company is not good; (3) Non-financial indicators such as the spin-off and listing to enhance the R&D and innovation ability of subsidiaries have achieved remarkable results. According to the analysis conclusion, four suggestions are given to enterprises willing to split up and go public: first, the company should combine its own development strategy and reasonably choose the listed sector; Secondly, select high-quality and undervalued subsidiaries for spin-off and listing to enhance endogenous motivation; Thirdly, the parent-subsidiary company should pay attention to the long-term value of the

company and enhance its core competitiveness; Finally, before the spin-off and listing, enterprises should seize opportunities such as policies and make good capital planning.

Keyword: Split listing; Financing demand theory; Effect;

Changchun High-tech

目 录

1 绪论	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 国内外研究现状	3
1.2.1 分拆上市内涵研究	3
1.2.2 分拆上市动因研究	4
1.2.3 分拆上市效果研究	6
1.2.4 文献述评	8
1.3 研究内容与方法	9
1.3.1 研究内容	9
1.3.2 研究方法	12
2 相关概念及理论基础	13
2.1 分拆上市概念界定	13
2.2 分拆上市理论基础	13
2.2.1 信息不对称理论	13
2.2.2 管理层激励理论	13
2.2.3 融资需求理论	14
2.2.4 核心化战略理论	14
3 长春高新分拆上市案例介绍	16
3.1 案例公司行业背景介绍	16
3.1.1 中国生物医药行业发展现状	16
3.1.2 上市子公司的市场需求现状	17
3.2 案例公司介绍	18
3.2.1 长春高新概况	18
3.2.2 百克生物概况	20

3.3 分拆上市实施过程	21
4 长春高新分拆上市动因分析	23
4.1 外部动因	23
4.1.1 国家政策的大力支持	23
4.1.2 科创板上市条件吸引	24
4.2 内部动因	25
4.2.1 专注核心业务	25
4.2.2 拓宽融资渠道	26
4.2.3 完善管理层激励机制	27
4.2.4 提升母子公司企业价值	27
5 长春高新分拆上市效果分析	29
5.1 基于资本市场的分拆上市效果分析	29
5.1.1 股价变动分析	29
5.1.2 超额累计收益率分析	31
5.1.3 市盈率估值分析	37
5.2 基于财务指标的分拆上市效果分析	38
5.2.1 盈利能力分析	38
5.2.2 营运能力分析	41
5.2.3 偿债能力分析	42
5.2.4 发展能力分析	43
5.3 基于非财务指标的分拆上市效果分析	44
5.3.1 拓宽公司融资渠道	44
5.3.2 实现产业聚焦	45
5.3.3 提高研发创新能力	45
5.3.4 完善公司治理	47
6 研究结论与展望	49
6.1 研究结论	49
6.2 研究建议	50

6.3 研究不足及展望	51
参考文献	53
后记	57

1 绪论

1.1 研究背景及意义

1.1.1 研究背景

近年来，伴随医改政策的深入，药品集采及医保支付等政策的不断落实，我国医药行业进入高速发展阶段。同时医药行业对资本市场的依赖程度较高，蕴含着较大风险。受宏观经济的影响，全球医疗市场经历了剧烈的动荡，为了缓解融资困境，医药行业选择分拆上市这一资产重组方式，以满足资金需求和提高核心竞争力。分拆上市作为新型的资本运作手段，被越来越多的医药行业所推崇，分拆上市有助于企业增加新的融资渠道和理顺控股结构，促进医药企业聚焦核心业务，提高资本运作能力，使得竞争力更上一层楼。

生物医药作为生物经济的核心产业，也是全球最具创新、发展速度最快的战略新兴产业之一，直接关系到国民健康和福祉。2019年《境内分拆规定》的发布促进科创板和创业板注册制的相继改革，进一步简化分拆上市程序，为创新药企上市融资开拓新的市场。2020年10月，国务院《关于进一步提高上市公司质量的意见》中，明确提出完善分拆上市、资产重组等制度，进一步激发资本市场活力。截至2022年9月，共计89家A股上市公司，计划分拆子公司并选择在境内上市。2022年1月，证监会公布《上市公司分拆规则（试行）》，缩短境内分拆上市的等候时间。2022年5月份，国资委印发的《提高央企控股上市公司质量工作方案》中提出，支持促进价值转化的子公司进行分拆上市，子公司的上市在一定程度上帮助企业重组业务架构，突出主业优势、优化产业布局。2023年政府工作报告中，已经将生物医药纳入其工作总结中，鼓励生物医药、新能源产业、风电等新兴产业的发展。上市公司分拆作为资本市场优化资源配置的重要手段，有助于鼓励培育、发展战略性新兴产业，能够满足国企改革资产重组需求，与国家的战略发展方向更贴近。

由于国内关于分拆上市的研究晚于国外，研究方向比较单一，所研究的案例企业进行分拆上市后产生的绩效不尽相同。且近两年来，在各行业中关于分拆上

市的企业中，医药企业研究价值较高，成为分拆上市的主力军，生物医药更是在细分领域中备受青睐。同时，生物医药在创新研发阶段的风险普遍高，核心研发管线产品一旦遭受重创，便会对整个集团公司造成不可挽回的损失。

本文选取第一家“A拆A”在科创板上市的公司长春高新作为研究案例，主要有以下原因：一方面，长春高新专注于国家生物制药的研发，在境内产业优势地位突出，且具备长期发展潜力，规模在行业中具有一定的代表性，整体进行分拆的过程比较顺利，将百克生物进行分拆上市后，仍保持对子公司40%以上的持股比例，并不影响控股地位。另一方面，子公司百克生物科创属性突出，与发展战略新兴产业的主攻方向相符合，有利于丰富生物医药在科创板进行分拆上市的案例研究。本文通过研究其分拆上市的动因和效果，并对相关结论进行总结，以为同行业中有愿意选择分拆上市的医药企业提供相关的参考。

1.1.2 研究意义

(1) 理论意义

2000年，我国才开始对分拆上市进行研究，由于中国资本市场发展不全面，监管部门对待分拆上市态度非常谨慎，国内关于成功进行分拆上市的企业也不多，因此相关理论知识不丰富。截至目前，国内学者主要通过实证检验来分析分拆上市的动因及财务效果，针对非财务效果的研究极少。在分拆上市的动因研究中，主要涉及信息不对称理论、融资需求以及管理层激励等理论。在分拆上市后的绩效研究中，侧重股价效应及财务效果的研究。自科创新规颁布之后，国内成功实现分拆上市的医药企业并不多，所以本文选取长春高新分拆百克生物至科创板上市的案例，增加融资渠道、研发创新能力及公司治理等方面非财务效果的研究，丰富我国境内分拆上市的实践案例，进一步丰富我国关于分拆上市动因和效果的研究内容。

(2) 现实意义

一直以来，大多数企业从境内分拆至港股或美股上市，上市比较困难，随着我国资本市场的成熟，分拆上市政策越来越宽松，上市条件更加包容。但是我国关于分拆上市的研究仍然处于初级阶段，对于想通过分拆上市实现价值增值的企业来说，研究相关行业分拆上市成功案例显得尤为必要。

当下，我国大型医药企业进入多元化转型阶段，部分医药企业将旗下与之业务板块相独立的子公司分拆出去，进而聚焦核心业务，形成核心竞争力。我国科创板上市条件包容，融资门槛低，创新型企业选择通过分拆上市优化产业布局。本文选取的案例中，长春高新是国家生物制药基地的核心地带，在国内行业中长期处于产业优势的主导地位；子公司百克生物是一家符合科创板新规，专注于技术研发的企业，在技术研发等方面聚集了丰富的客户资源，为未来的产业拓展和资本市场发展，提供足够的战略支撑。由于科创板采用注册制，对电子科技，生物医药和高新技术领域的扶持力度较大，本文通过深入研究，期望对医药行业选择分拆上市的企业提供参考，进一步规避分拆失败风险。此外，该方面的研究有利于监管部门完善分拆上市的相关制度，进一步提高其管理水平。

1.2 国内外研究现状

1.2.1 分拆上市内涵研究

国外对于分拆上市内涵界定上早于国内。分拆上市最早始于欧美市场，Schipper 和 Smith(1986)指出分拆上市定义，是母公司通过首次公开募股方式，使完全控制的子公司达到上市条件，帮助母公司提高资产管理水平。Vijh(1999)同样强调在分拆上市前，母子公司存在着控制关系，他指出母公司获取资金的方式是，公开发售子公司的股票，此时母公司是完全控制子公司的。Powers(2003)丰富了分拆上市的内涵，指出母公司与子公司是部分控制的关系，母公司可以针对子公司的部分所有权进行出售，不再限制全资控制关系。通过以上文献梳理发现，国外有关分拆上市的内涵中，侧重于母子公司之间的控制关系的研究。

相对国外而言，我国关于分拆上市的内涵更侧重于对母公司的上市身份的研究。针对分拆上市的定义，王化成、程小可(2003)通过对同仁堂分拆同仁堂科技的深入探究，指出分拆上市是剥离其部分控制权，通过资产重组的方式，重新注册成立新的子公司，即母公司以二次发售的方式进行股票融资。黄清(2004)指出分拆上市是母公司将部分子公司的核心业务分拆出去，在保留控股权利的同时，实现增资。陈晞(2010)从广义全部的经济实体，狭义处于上市状态的经济体两方面分别对分拆上市进行了解释，在狭义情况下，强调分拆上市的母公司必

须为上市公司。

随着国内对分拆上市的深入研究，张诗华（2013）等学者开始关注分拆上市的子公司，主要是因为上市公司数据获取比较容易，准确性和可比性较高。李燕（2017）提出分拆上市包括分拆和上市两环节，是一系列法律行为的总和。上市公司将部分业务或者子公司股份出售，成立股份公司，进而形成上市的母子公司。陈东（2021）指出分拆上市有广义和狭义分拆，从狭义来看，分拆上市是指母公司将部分业务或子公司分拆，进行独立上市。

1.2.2 分拆上市动因研究

关于分拆上市的动因研究，国内外学者的研究比较成熟。根据相关研究，本文主要从以下四方面对分拆上市的动因进行总结：

（1）降低信息不对称，提升公司价值

信息不对称理论最早出现于 20 世纪 70 年代。Nanda（1991）认为管理层与投资者之间存在着信息差。当子公司价值被低估时，企业通过分拆上市将被低估企业的信号传递给外部投资者，从而获得合理估值。此时，通过分拆上市的母公司价值更切合实际价值。Powers（2003）选取 18 个案例公司，经研究发现，母公司一般选择营业状况良好，指标在行业均值以上的子公司进行分拆上市，但母公司价值得到提升，分拆后的子公司营业状况表现不佳。

国内方面的研究较晚。赵敏（2004）指出同仁堂分拆上市主要是为降低信息不对称，分拆后提升母子公司真实价值。同样，顾丽娟和赵自强（2011）认为企业市值和内部估值差异较大，源自内外部之间的信息不对称，通过分拆上市降低信息不对称，企业价得到重新评估。钟智宇、梁艳等（2021）研究微创医疗分拆上市的过程，发现分拆上市后子公司资金紧张的问题可以得到有效缓解，进一步可以有效降低信息不对称带来的消极影响。

（2）满足企业融资的需求

企业面临的融资压力等可通过分拆上市解决。Allen 和 McConnell（1998）拓宽融资渠道是分拆上市的主要目的，分拆前的子公司运营状态不佳，分拆后的子公司可以进行独立融资，从而缓解融资困难问题。Minoru（2013）通过对日本分拆上市案例的实证研究发现，母公司在受到资本约束时，更愿意通过分拆上市

进行融资，进而分解自身的债务压力。

国内大多学者同样赞同分拆上市的直接动因是缓解融资困难等问题。贺强和刘恒（2001）同样指出分拆上市拓宽企业融资渠道，帮助企业树立品牌形象和促进国际化平台的构建。肖大勇（2013）指出分拆上市可以提供“廉价”资金，拓宽了新的融资渠道。对于成熟期的企业而言，分拆上市缓解资金压力，激发企业活力，进而在资本市场上以较低成本获得资金。卫勇，马婉婉（2020）通过外高桥分拆上市的案例分析，指出分拆上市拓宽母子公司的融资渠道，满足企业持续发展的融资需求，进一步助力公司业务的增长，推动公司战略的实施。徐宗宇、孙敏等（2022）通过沪深两市 A 股样本的研究，发现分拆上市后企业价值明显提升，融资约束压力的缓解推动企业集团价值的提升，在非国有企业中，分拆上市带来的企业价值更突出。

（3）出于核心化战略的考虑

分拆上市能够增强企业的核心竞争力，业务集中化的发展对股东财富的增加起到积极作用。国外 Comment 和 Jarrell（1995）利用业务集中假设，指出母子公司分拆上市后，专注主营业务生产，促进不同及经营业务的发展，创造更多的价值。Daley 等（1997）认为当母子公司通过分拆分属不同行业时，公司价值得到显著提升。当母子公司分属同行业时，公司价值并未产生明显变化。从侧面说明，母公司将分属不同行业的子公司分拆后，更加专注于核心业务。

基于上述研究，我国学者展开激烈讨论。钱艳芳和孙敏（2006）通过分拆上市动因的研究发现，分拆上市能够缓解企业在多元化经营中对主营业务造成的负面影响，有效缓解协同效应的降低和经营业绩的下滑等问题。史建军（2018）认为分拆上市是资本市场进行深入发展的有效工具。肖爱晶和耿辉建（2019）通过研究中兴通讯分拆国民技术的案例，发展分拆上市使企业聚焦核心项目的发展，提高企业竞争力。通过分拆上市能够使得企业挖掘核心业务价值，并在细分业务中树立核心优势。王佳（2020）也认为分拆上市使得母公司聚焦核心业务，在帮助不同业务部门之间消除的负面协同效应的同时，提高母子公司之间的核心竞争力和整体运作效率。

（4）提升管理层激励的效果

分拆上市是企业进行内部激励的手段之一，将优质资产分拆出去，在提高公

司经营价值的同时，达到激励管理层的效果。Debra（1991）指出分拆上市前，子公司管理层关于母公司制定的激励措施，在实施效果上差强人意。在分拆上市后，由于子公司需要独自面对外部的监督，会更好的贯彻激励措施，极大程度上提高管理者的管理水平。Meyer（1992）通过研究发现，分拆上市激励管理层提高经营水平，股票价格与自身收益挂钩，使管理层有更多的动力为公司创造价值，提升经营业绩。

国内学者根据以往研究，进一步验证了上述观点。赵宇华（2006）指出分拆前，合并抑制了对子公司管理层的积极性，集团企业规模大小与管理层积极性挂钩，其业务的多元化的发展，提升管理层主观能动性，为企业创造更多的企业价值。邓建平等（2020）通过对碧桂园分析发现，将管理层薪酬与公司经营结合起来，能够达到其激励管理层的效果，公司拥有更多的资金和动力去实现业务的扩张。朱琳和刘钟敏（2021）通过对药明康德的研究，发现管理层激励在短期内能够促进企业价值的提升，解决代理问题的同时，保障分拆上市的顺利运行和降低企业转型风险。此外，指出分拆上市既是机遇又是挑战，管理层需要精准分拆，提前占领细分市场，提高企业的竞争力。王秀丽等（2022）指出分拆上市通过股价变化反映管理层经营业绩，同时指出分拆上市是内部激励水平的重要手段。

1.2.3 分拆上市效果研究

对于分拆上市的效果，国内外学者的研究比较全面，在进行大量实证和案例研究之后，得出的结论较为一致。本文通过对相关文献的梳理，将分拆上市的效果概括为以下方面：

（1）资本市场层面的效果研究

从资本市场表现层面来看，国内外学者普遍认为分拆上市能够在短期内提高资本市场的表现。Schipper 和 Smith（1986）通过研究 76 家成功进行分拆上市的公司，发现分拆后母公司的股价可实现约 2%的超额收益率。Prezas 等（2000）通过分析 251 个分拆上市的案例，发现分拆后子公司首日可实现约 6%的收益率，但在分拆上市半年甚至一年以上，分拆上市的回报率和首次公开募股的回报率相差无几。Hogan 和 Olson（2004）基于市场择机角度，发现资本市场的稳定性影响着子公司的短期股票价格。Apostolos 和 Stergios（2018）通过对欧洲资本

市场上案例的研究,发现短期内分拆上市能够促进母公司异常收益的增加,经营绩效显著提升。但是长期经营绩效的考察与子公司的资产相关。

国内学者通过研究得出相同结论。李青原等(2004)对同仁堂案例进行深入分析后发现,在分拆的公告期间,公司股东财富增加,分拆后母公司股价达到近26%的超额收益率。林旭东、唐明琴等(2015)对境内企业的研究,发现在分拆上市预案公布日前后,母公司超额收益率均为正。在分拆上市公告日前后20天内,累计平均超额收益率为正。涂红星、周琼(2016)通过利用市场模型法对超额收益率进行测算后,发现同仁堂在分拆上市宣告日和分拆上市后10日内超额收益率均为正,在短期内带来正向的价值效应。何璐伶(2019)分析中国铁建分拆上市的案例后发现,母公司股价获得短期的超额收益,投资者对分拆上市持认可态度。但是,也有学者提出相反结论,邓秋玲(2015)指出同仁堂进行了二次分拆上市,但是其分拆方式的不合理导致母子公司持续发展能力不足,市场变现欠佳。在第三次公告期间,同行业竞争者中累计超额收益率为负数,股东财富严重缩水。综上所述,国内外普遍认可分拆上市有利于短期绩效的提升,母子公司在分拆上市公告日前后都有积极的市场反应。

(2) 财务指标层面的效果研究

从财务指标层面来看, Madura 和 Nixon (2002)通过对88家成功分拆上市公司的长期业绩表现进行分析,发现母子公司在进行分拆后,经营效果表现不佳,同时由于母公司在管理上的失衡,分拆后长期绩效开始下滑。Semadeni (2011)认为在分拆上市后,实施股权激励的公司较未实施的公司来说,经营业绩得到大幅度提高,并指出子公司分拆上市后的自主股权激励效果显著。

国内关于财务绩效研究,多数侧重于分拆上市后母子公司的长期经营效果。大多数学者认为分拆上市对企业长期绩效产生显著影响。李杲(2017)认为中概股通过分拆回归,显著提高公司股票价值,在降低企业经营成本的同时,提高公司长期经营业绩,保障公司主业的长期持续发展。赵霞(2020)认为分拆上市后母子公司的运营能力得到提升,促进母子公司长期发展战略目标的实现。

国内部分学者分拆上市不会对长期绩效产生显著影响。袁晓燕(2010)运用因子分析法对同仁堂长期绩效的分析后发现其短期绩效显著提高,但长期来看,绩效开始下滑,发展状况不佳,长期经营效果不佳。王新红和薛焕霞(2014)通

过创业板上市公司的研究，发现母公司在分拆后，由于整合不到位导致资产周转缓慢，成本费用高和经营效率低下等问题，进而使得母公司长期经营业绩不佳。国内部分学者关于分拆上市对长期绩效是否产生显著影响持中立态度。马其家（2011）指出分拆上市对母子公司的长远发展是一把双刃剑，能够带来经济利益的同时，造成相应的风险和损失。

（3）非财务指标层面的效果研究

Darshan Sachdeva（2009）指出分拆上市后的，子公司公司治理等一系列非财务指标的完善影响着公司的可持续发展。念延辉（2013）通过研究发现，佐力药业在深度、广度和系列层面加大支持，使母公司致力于主营业务的发展，进一步提升公司价值和股东效益。于玮诗（2020）通过对彩生活分拆上市的研究，指出分拆上市对企业品牌价值，高管薪酬等非财务指标的提升作用明显。总体来说，非财务指标带有一定的主观成分，需要选择适当的指标才能进一步丰富整体分拆上市效果的研究。

1.2.4 文献述评

根据上述文献的梳理可以看出，国外资本市场较为发达，对分拆上市的研究比较丰富，理论基础较为完善。国内学者对分拆上市的相关研究较晚，制度体系不够完善，研究规模较小，针对科创板的研究也少。综合来看，国内外学者针对分拆上市的研究重点主要集中在分拆上市内涵、分拆上市动因、分拆上市路径和效果等方面。

在分拆上市的定义方面，学术界尚未形成统一标准。国外学者强调母公司的控股比例，国内学者更侧重母公司的上市身份的研究。分拆上市从广义上来看，不管公司上市与否，分拆后的子公司将单独进行上市，从狭义上来看，母公司由于已经公开交易市场出现，分拆不会导致控制权的转移。

在分拆上市动因方面，通过对国内外学者观点的梳理，发现子公司的真实价值往往被低估，通过分拆上市帮助企业缓解融资压力，进一步帮助母公司聚焦核心业务，提高市场竞争力，实现企业价值最大化。因此，企业价值的增加是公司选择分拆上市的根本动因。

在分拆上市效果研究方面，主要集中在资本市场效果和财务效果。在研究资

本市场层面的分拆上市效果时，国内外学者利用事件研究法，来分析分拆上市是否会带来超出正常收益率的超额收益率，研究结论一致，都认为分拆上市能够提高短期绩效。在研究财务指标层面的分拆上市效果时，国内外学者还未形成一致性的结论，且大多数侧重于分拆上市几年后母子公司的长期经营绩效的分析，得到的结论不够全面。此外，国内学者主要通过分拆上市前后财务指标的变动，来分析分拆上市对长期绩效的影响，缺少同行业之间数据的对比分析。在研究非财务指标层面的分拆上市效果时，需要考虑其主观性，从而为整体绩效的评价提供有力支持。综合来看，由于国外资本市场比较成熟，多数采用实证方法来研究分拆上市的效果，我国资本市场成熟比较晚且样本数据较少，更多采用案例来分析分拆上市的效果。

综上所述，可以看出关于分拆上市的研究更多集中于动因和效果方面。但是并未将动因和效果进行有机结合。由于我国关于分拆上市的研究比较晚，研究案例大多数集中在海外和创业板，对于科创板的研究案例较少。因此，本文选取长春高新分拆百克生物这一最新 A 股分拆至科创板的案例，通过研究分拆上市的动因和与之相关绩效的影响，在一定程度上拓宽研究领域，为国内其他进行分拆上市的企业和投资者提供相关的建议。

1.3 研究内容与方法

1.3.1 研究内容

本文的研究内容分为六部分：

第一部分：绪论。首先对研究对象的行业背景和企业背景作简要阐述，分析其理论意义和现实意义。其次对国内外分拆上市有关相关文献进行回顾，进行整理述评。

第二部分：相关概念及理论基础。解释分拆上市相关的定义，介绍信息不对称理论、管理层激励理论、融资需求理论、核心化战略理论，为本文后续研究奠定理论基础。

第三部分：长春高新分拆上市案例介绍。首先从案例公司所处的医药行业背景入手，介绍了母子公司的具体情况，最后对分拆上市的具体实施过程进行了简

单梳理。

第四部分：长春高新分拆上市的动因分析。首先从宏观政策和科创板属性分析外部动因，其次对长春高新选择分拆上市的内部动因展开分析。

第五部分：长春高新分拆上市的效果分析。首先通过股价变动和超额收益率来衡量分拆上市的短期资本市场反应效果，借助市盈率对百克生物的市场反应做出评价。其次利用财务指标分析百克生物分拆前后的财务效果。最后从研发投入等非财务指标对分拆上市进行梳理。

第六部分：结论与展望。主要对长春高新分拆上市案例进行总结，阐明本文的主要研究结论，对有意愿进行分拆上市的公司提出相关建议，最后提出本文的展望与不足之处。

本文框架图如下：

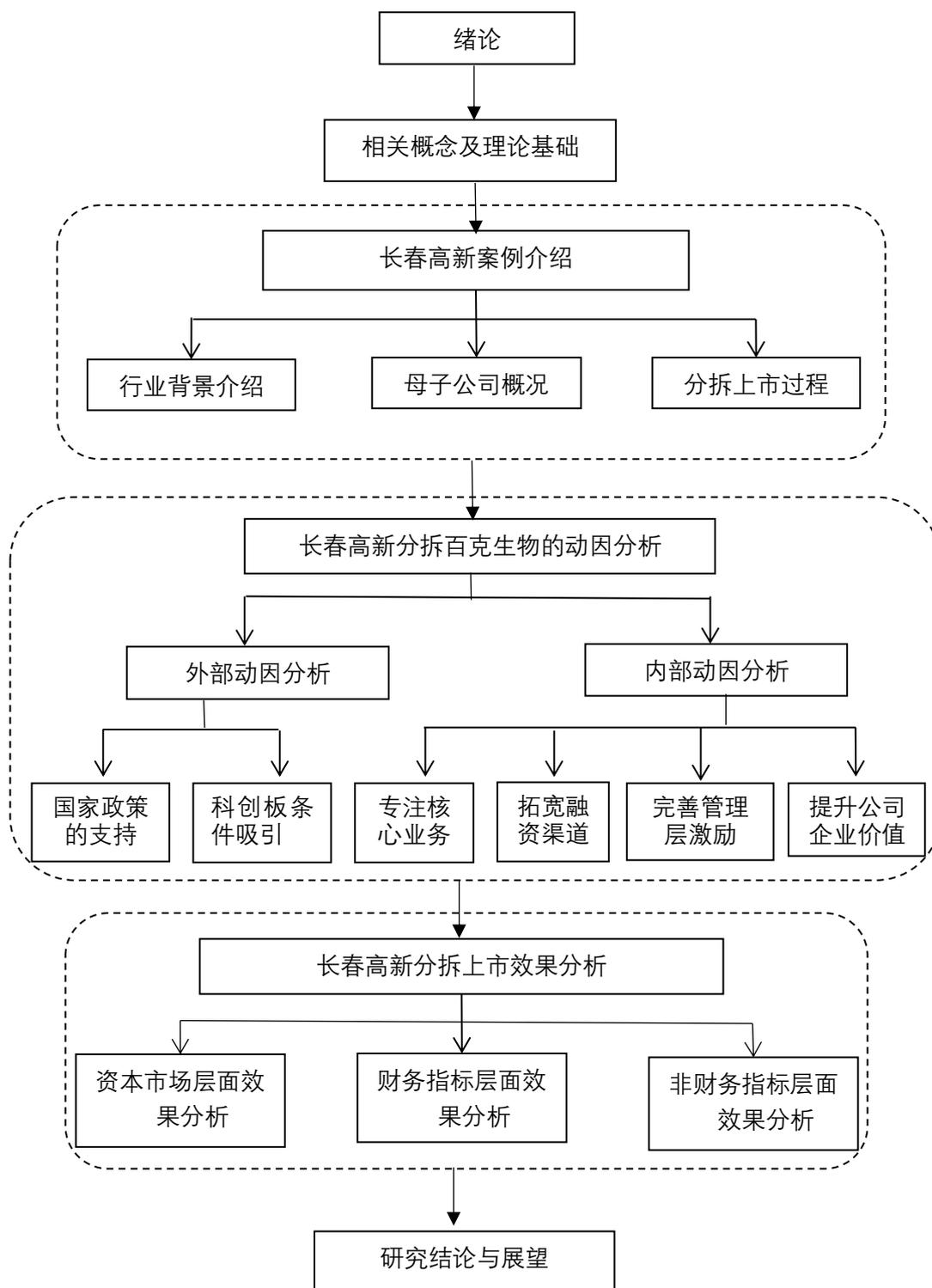


图 1.1 技术路线图

1.3.2 研究方法

案例研究法：本文选取分拆至科创板上市的长春高新作为研究对象，对长春高新选择分拆上市的动因进行梳理。选取分拆上市前后相关数据，对基于市场效应、财务指标和非财务指标等三方面的分拆上市后的效果进行研究，得出本文的主要结论，并总结本文研究中存在的不足。通过案例研究法，使本文的研究更具可行性。

事件研究法：是一种统计方法，用来研究某一事件对股价的影响。通过借助累计超额收益率对分拆上市后的市场反应做出分析，是衡量短期市场价值的方法之一。通过此研究方法可以看出资本市场对该分拆上市事项的态度及反应，进而用来评价长春高新进行分拆上市后的市场绩效。通过事件研究法，使本文研究更具可靠性。

2 相关概念及理论基础

2.1 分拆上市概念界定

分拆上市是进行收缩性资本重组的重要方式, 无论是否上市, 将部分业务或者非核心资产从母公司中分拆出来, 形成新的经济实体。分拆上市后, 母公司仍然保持对子公司的控制权, 子公司在资本市场上拥有独立的融资权利。在 2019 年 12 月 12 日, 证监会发布的关于分拆上市的“若干规定”中, 明确指出分拆上市的定义, 上市公司将满足条件的部分资产或业务分拆出去, 仍然在保留对子公司的控制权的同时, 改进资产重组模式, 实现子公司单独上市。

2.2 分拆上市理论基础

2.2.1 信息不对称理论

信息不对称理论, 由美国经济学家 Stiglitz、Akerlof 和 Michael 共同提出, 该研究理论认为受限于外部复杂的经济环境, 内外部投资者对信息的了解程度不一。公司内部人员比外部投资者获取信息的渠道更方便, 掌握的内容更丰富, 因而外部投资者难以对企业真实价值进行评估, 无法根据现有信息做出全面的投资决策。分拆上市前, 受重要性原则的制约, 子公司的财务数据只能在合并财务报表反映, 公司的真实价值被掩盖。通过分拆上市, 将部分业务或具备成长潜力的子公司单独上市, 子公司依据上市新规需要披露完整的财务信息, 公司相关信息的释放, 一方面, 利于外部投资者判断子公司的真实价值, 缩小对企业的信息差, 帮助投资者做出更好的决策。另一方面, 市场对母子公司价值重新评估, 提升企业股票价值, 母公司获得相应的股票溢价, 促进企业发展。

2.2.2 管理层激励理论

管理层激励理论主要包括薪酬激励和股权激励两种方式, 以促进代理人和委托人利益协同为目的。薪酬激励是指给与管理层可见的货币奖金, 股权激励是指给予高管一定公司股权, 以激发管理层积极运用企业资源, 更好地为企业创造价

值（李晓涛等，2022）。对多元化经营战略为主的企业来讲，股权激励目标人群是母公司的核心管理层，子公司的管理层受益甚微，进而降低子公司管理层的积极性，管理效率低下，企业价值难以展现。

本文在分拆上市动因中运用到管理层激励理论，母公司将优质资产分拆上市，分拆上市后的子公司拥有一定的股票和期权，同时经营业绩与公司管理挂钩，管理层收益与股票价值密切相关，对管理层起到直接激励作用。同时，子公司将接受外部市场的监督，管理层更加关注经营效益和声誉影响，进一步提高管理层的积极性，提升管理效率。

2.2.3 融资需求理论

融资需求理论最早出现在 1998 年，该理论指出，筹集资金是企业进行分拆上市的主要动机。企业通过融资改善生产经营条件，提高竞争力水平。高新技术企业在研发过程中，研发周期长，资金需求量大，单一的融资渠道无法满足资金需求，因此，子公司通过分拆上市，获得独立的上市身份和融资平台。母公司通过分拆上市，缓解资金压力，满足公司业务发展要求。

本文在分拆上市动因中运用到融资需求理论，在资金难以支持企业发展规划或融资渠道单一的情况下，通过售卖子公司部分股份，在保持现有经营业务的同时，开拓新的经济业务，满足母子公司融资需求。

2.2.4 核心化战略理论

核心战略理论，最早由国外学者 Aron 提出，该理论认为，企业在进行业务扩张的时候，母公司受限于传统的经营模式和业务的复杂性，使得经营效率低下，难以实现经营规模的扩大，通过分离部分非核心业务，帮助企业实现业务聚焦，增强专业化经营，实现资产重组和产业链融合，进一步提高母子公司核心竞争力和管理效率。此外，国外学者 Baker 针对部门和企业集团的整体价值进行估值，发现管理层能力有限，并不能有效照顾到企业的方方面面，尤其在业务规模扩张和选择多元化经营的情况下，管理层难以兼顾多样化的业务，企业内部资源配置不当，进而使得经营效率低下，扩大负面协同效应。通过分拆上市，赋予子公司权利，管理层拥有足够的精力，精准分析主营业务结构，集中发展主营业务，实

现资源合理配置，提高企业集团竞争力和 market 价值。

分拆上市作为资产重组方式之一，对核心化战略的作用不容小觑。本文在分拆上市动因中运用到核心化战略理论。企业集团拥有不同的业务类型，发展模式和发展进度各不相同，统一的资源配置难以满足其多样化的发展模式，容易造成供需矛盾，阻碍企业集团的发展。通过分拆上市，一方面，母公司通过分离部分无关或非核心经营业务，减轻经营压力，降低经营成本，实现业务聚焦。另一方面，子公司获得独立的经营权，在资本市场中得到合理估值，受母公司的限制减少，资源分配更加合理，促进核心业务持续发展，提高市场竞争力。

3 长春高新分拆上市案例介绍

3.1 案例公司行业背景介绍

3.1.1 中国生物医药行业发展现状

(1) 医药企业发展现状

医药行业作为国民经济发展的重要支撑，为适应快速变化的经济市场，对其进行 SWOT 分析，促进医药企业战略发展。

医药行业发展的优势条件有：具有庞大的市场需求和稳定性；科技进步为医药产业的创新发展提供机遇；行业内的龙头企业具备雄厚的资金、强大的研发能力和成熟的市场渠道。在发展中面临的劣势条件包括：研发成本高、研发周期长，面临风险大；医药行业的法规和限制政策较多，新药上市审批程序严格。

此外，医药行业发展中机会较多：新兴市场的拓展为医药企业带来新的商机，对医疗健康的需求急剧增加；数字化转型和人工智能技术在医药领域的应用为整个行业带来新的机会。相应地，也将面对较多的威胁：仿制药的兴起对原有药品的市场份额构成挑战；国际贸易环境的变化，如关税政策的调整、贸易壁垒的建立等，也可能影响药品的全球供应链和出口业务。

医药行业的发展是一个多变的过程，充满了机遇也伴随着风险。本文通过对医药行业的相关梳理，帮助医药企业及时调整策略，优化资源配置，为本文后续的分析提供背景基础。

(2) 生物医药行业发展现状

我国生物医药行业起步较晚。1986 年，中国启动“863”高技术研究发展计划，将生物技术领域确定为发展重点任务。前后经历了四个发展阶段：发展期、规范发展期、快速发展期、爆发增长期。生物医药主要包括化学药品、中药，以及生物药品。“十一五”期间，形成长三角、珠三角和环渤海等综合性生物医药产业基地；“十二五”期间，正式加入国际人用药品技术注册协调委员会；“十三五”期间，将生物医药规划为国民经济的支柱产业；“十四五”期间，将基因与生物技术纳入前沿领域范畴，重点强化国家战略科技力量，并对推动医疗健康产业发展作出专门部署。

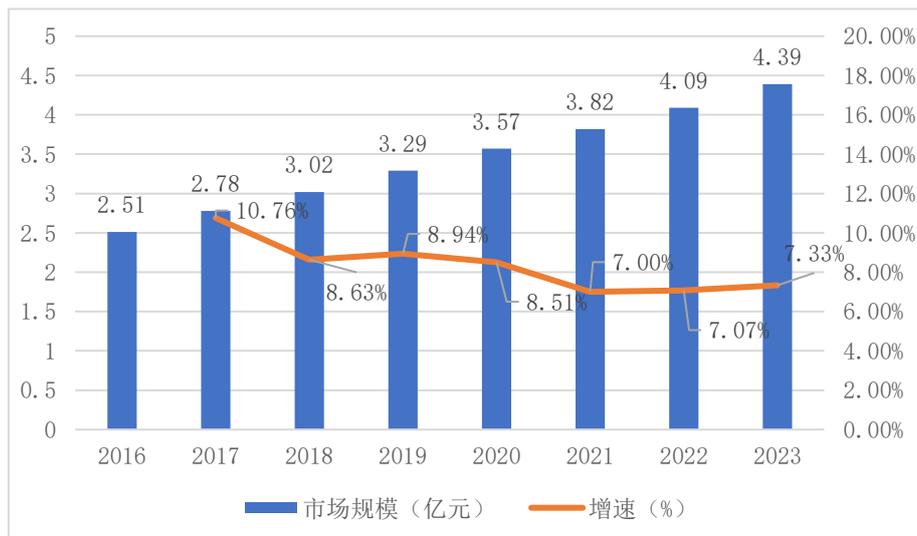


图 3.1 中国生物医药市场规模及增速

数据来源：观研报告网、中国行业研究网

中国生物医药市场规模稳步提升，如图 3.1 所示。2016 年我国生物医药市场规模约 2.51 亿元，2023 年增长至 4.39 亿元，较上年增速 7.33%。此外，生物医药行业技术在资本市场的大力支持下，在干细胞、合成生物学、神经生物学等方面取得重大突破。总的来说，我国生物医药行业在国家政策、资本市场、科学技术的加持下，规模不断扩大，创新能力持续增强。

3.1.2 上市子公司的市场需求现状

疫苗是人类控制传染病的主要手段。本文所选取的案例长春高新，旗下子公司百克生物主要收入来源于水痘疫苗的生产与销售，通过对水痘疫苗市场规模的分析，可以进一步探究百克生物在资本市场中的竞争力。

在政策、技术产品及市场需求的多方面驱动下，我国疫苗行业进入高速发展阶段。根据相关数据披露，2022 年，我国疫苗市场规模为 1137 亿元，同比增长 22.8%。其中水痘疫苗市场规模为 33.38 亿元，同比增长 2.83%。2023 年水痘疫苗市场规模稍有下降，但仍然保持 32.61 亿元。

中国水痘疫苗市场规模处于稳定发展阶段，如图 3.2 所示。从 2017 年生物 20.45 亿元增长至 2023 年的 32.61 亿元，市场规模逐年增加。疫苗行业本身具有研发周期较长，研发难度高，投入资金量大的特点，其疫苗产品的上市与否存在着较大的不确定性。

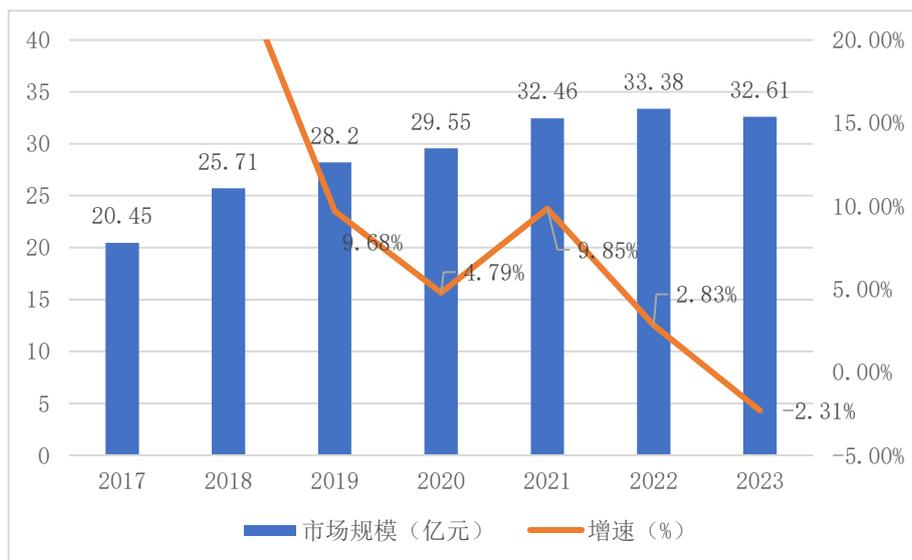


图 3.2 中国水痘疫苗市场规模及增速

数据来源：共研网、中商产业研究院

近年来,我国为加强水痘疾病防控,也加大了水痘疫苗的批签发量。随着“两针法”在全国的推广,新生儿需要接种两剂次水痘疫苗,水痘疫苗具有较大的市场需求。此外,水痘疫苗作为非免疫规划疫苗,发病率高、传染快,部分城市已经将水痘疫苗纳入地方免疫规划免费接种,在未来将有望进一步扩大调整范围。可见,不管是从中央政策还是地方规划方面,水痘疫苗的发展潜力将会进一步扩大。伴随疫苗技术迭代升级、相关法律法规的落地实施、行业整合进一步深化,我国疫苗行业的规模效应也将逐渐凸显。

3.2 案例公司介绍

3.2.1 长春高新概况

长春高新技术产业(集团)股份有限公司,(以下简称长春高新),1993年成立,1996年长春高新股票在深交所上市。历经产业转型,长春高新已从成立之初的主营基础设施建设,转型为一家以生物制药及产业投资为主的大型集团公司。目前,长春高新目前旗下有六个控股及参股子公司,三个全资子公司及一个分公司,具体情况如图 3.3 所示。

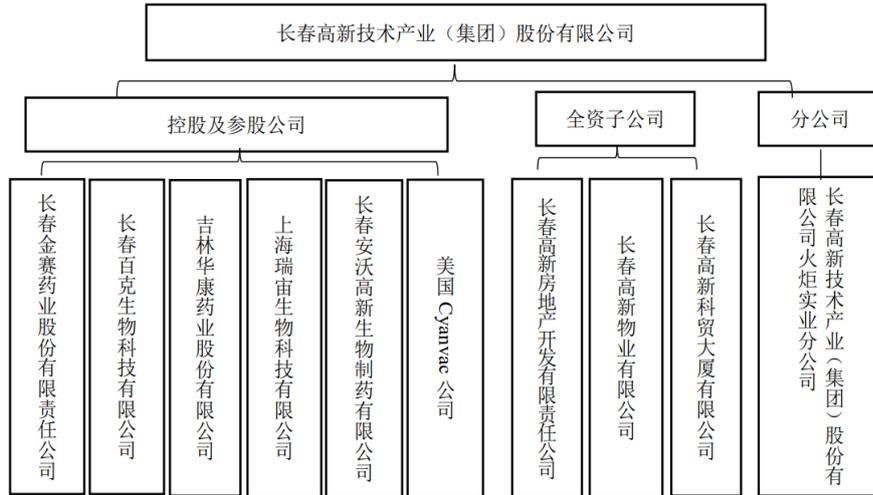


图 3.3 长春高新控股情况

数据来源：长春高新公司年报

长春高新专注于生物制药、中成药的研发与销售，覆盖的业务板块主要有：基因工程制药、新型疫苗、现代中药，房地产业务，分别由旗下子公司金赛药业、百克生物（其子公司吉林惠康生物药业有限公司）、华康药业、高新地产来负责开发与销售，形成了“四驾马车”鼎力发展格局。

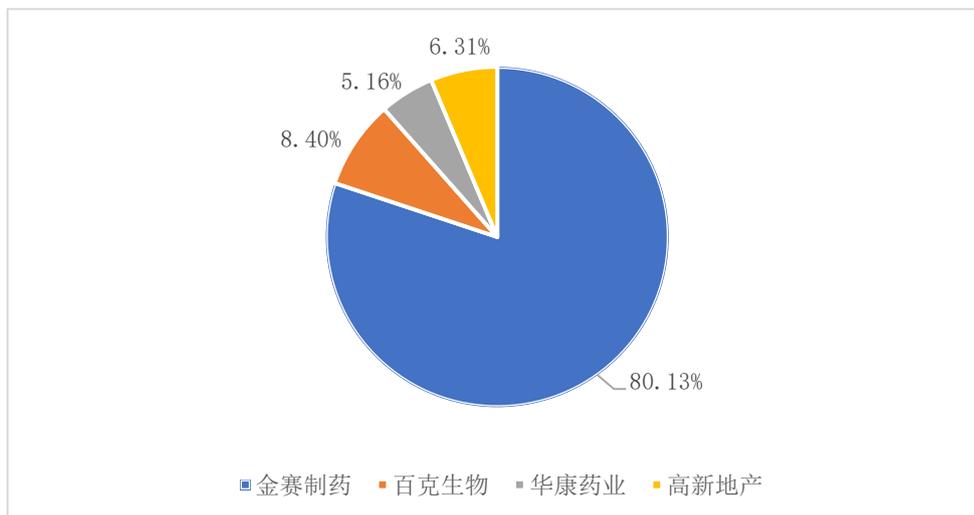


图 3.4 长春高新子公司营业收入占比

资料来源：2022 年长春高新年报

长春高新主要收入依靠金赛药业，百克生物次之，分别占比 80.13%和 8.4%，如图 3.4 所示。2022 年长春高新重点子公司的经营业绩中，金赛制药实现营业

收入 102.17 亿元，占比高达 80.13%，百克生物实现营业收入 10.71 亿元，占比次之。此外，从归母净利润来看，金赛药业取得 42.17 亿元的净利润，百克生物、华康药业及高新地产净利润分别为 1.82 亿元、0.31 亿元、0.64 亿元。由此可见，长春高新的主要收入来源于自金赛药业。

3.2.2 百克生物概况

长春百克生物科技股份有限公司（以下简称百克生物），2004 年 3 月，长春高新出资 90% 与其控股子公司百克药业共同成立百克生物研究院，2010 年 3 月，公司名称变为“长春百克生物科技股份有限公司”，其中长春高新持股 17,148.82 股，占比 46.15%。2021 年 6 月 25 日正式在科创板进行上市。现将公司发展历程进行归纳，如表 3.1 所示：

表 3.1 百克生物发展历程回顾

年份	事项
2004	百克生物研究院成立
2005	筹建百克生物研发生产基地
2006	人工狂犬疫苗上市
2007	收购迈丰药业并顺利通过 GMP 认证
2008	水痘减毒活疫苗上市
2010	长春百克生物科技股份有限公司
2011	规划建设 16.6 万平米疫苗生产基地
2012	与 WHO 合作开展减毒流感疫苗的研发和产业化
2020	鼻喷流感疫苗上市
2021	科创板上市
2023	带状疱疹减毒活疫苗正式上市

数据来源：百克生物公司官网、东吴证券研究所

百克生物自设立至今主要从事人用疫苗的研发、生产和销售。主营业务水痘疫苗和鼻喷流感疫苗，其中水痘疫苗的市场占有率多年处于领先地位，为公司主要的收入来源。目前，公司拥有 13 项在研疫苗和 3 项在研的用于传染病防控的

单克隆抗体，主要包括百白破疫苗（三组分）、液体鼻喷流感疫苗、狂犬单抗、破伤风单抗等，4个在研项目已处于临床研究阶段，12个在研项目处于临床前研究阶段。同时，公司依托上述技术平台逐步申请并获得多项专利。截至2023年6月30日，公司拥有授权专利47项，其中发明专利46项。

经过多年的发展与实践积累，公司已拥有超过15年的产业化规模疫苗生产经验和健全完善的质量管理体系。依托突出的研发优势，成熟完善的产业化技术、质量管理和销售体系，形成了稳定的盈利模式。

3.3 分拆上市实施过程

医药行业的具有资金密集、研发周期长、研发投入高等特征。随着我国资本市场的多元化，加之国家宏观政策的导向，医药行业企业大多数通过分拆上市来实现更加专业化的经营，进一步拓宽融资渠道。长春高新从公布分拆上市预案开始，历时13个月，成功分拆百克生物至科创板进行上市。现将分拆上市的具体过程归纳如下：

（1）前期准备：增资及转让股权

长春高新旗下子公司百克生物，为了能在科创板进行上市，在2020年上半年进行了一系列的增资及转让股权活动。

首先，实施第一次增资。2020年3月，第一次股东大会审议通过《关于公司以未分配利润转增股本的议案》，此次总计转增股本23,010万股，转增完成后的公司总股本为36,010万股。

其次，进行两次股权转让。同年4月份，百克生物对迪奥科技和君威生物进行清算注销，将两者持有百克生物的股权从间接持有转变为直接持有。百克生物也与嘉睿聚创、林殿海签订了股权转让合同。

最后，实施第二次增资。2020年5月百克生物再次通过转增股本，取得总股本37,155.66万股。其中长春高新以161,553,960.10元认购百克生物新增注册资本5,288,182元，对百克生物的持有比率为46.15%，为百克生物的最大股东。百克生物在2020年以前，连续3年处于盈利状态。且长春高新与百克生物的经营范围划分明确，不存在同业竞争情况。百克生物在进行两次的股权转让及增资后，具备独立的研发体系和自主经营能力。

（2）后期实施：履行法定程序

2020年5月26日，在董事会会议中，长春高新商讨关于分拆上市百克生物的预案，该预案获得股东大会及董事会一致认可，于是当日长春高新便对外发布拟分拆百克生物至科创板上市的公告。同年6月12日，长春高新公布关于百克生物分拆上市预案的修订稿。在历经3个月的积极筹划，长春高新开始履行分拆上市法定程序，正式开启其分拆之路。

2020年8月初，公司递交上交所上市申请书，8月底，上交所正式受理该申请。在2021年2月1日，百克生物在科创板上市的应用通过了上交所的批准。2021年5月11日，百克生物在科创板的上市申请通过了中国证券监督管理委员会的批准。2021年6月15日，百克生物以IPO定价36.35元/股开始申购股票。2021年6月25日，百克生物股票于上海证券交易所正式挂牌上市。至此，长春高新正式完成了百克生物的分拆上市程序。

4 长春高新分拆上市动因分析

近年来，生物医药行业成为我国最具成长性和发展潜力的领域。通过前文相关文献的梳理，本文将结合内外部动因对长春高新分拆上市进行分析。外部动因主要针对母公司长春高新来展开，内部动因则针对母子公司，即长春高新和百克生物的核心业务及企业价值等展开研究。

4.1 外部动因

4.1.1 国家政策的大力支持

生物医药行业是关系国计民生、国家安全的战略性新兴产业，是健康中国建设的基础。长春高新之所以选择在境内进行分拆上市，与国家政策的支持息息相关。过去，我国上市企业更加青睐于选择境外资本市场进行分拆上市。近年来，随着国内资本市场发展和制度的完善，我国政府加大对生物制药产业的支持，相继出台多项政策，鼓励生物医药行业进行创新，如表 4.1 所示。自 2016 年以来，我国大力扶持生物医药企业的发展，积极鼓励优质企业进行上市，尤其是生物医药企业。

表 4.1 2016-2022 年生物医药相关政策

发布时间	政策文件	主要内容
2022 年 1 月	“十四五”医药工业发展规划	新型病毒载体疫苗等得到大力支持，提高疫苗供应链保障水平，提高各类产品质量技术水平。
2021 年 12 月	“十四五”医疗装备产业发展规划	发展新一代医疗影像装备，推进智能化、远程化、精准化等一体化发展。
2021 年 3 月	“十四五”生物医药产业发展规划	强化生物经济，关注生物医药重点领域和核心技术，全面发展生物医药行业。
2020 年 12 月	长三角科技创新共同体建设发展规划	聚焦公共安全、智慧医疗等领域的发展，加强疫苗和生物药物的研制。

续表 4.1 2016-2022 年生物医药相关政策

发布时间	政策文件	主要内容
2019年6月	《中华人民共和国疫苗管理法》	鼓励疫苗上市许可，提升疫苗生产质量水平，鼓励疫苗生产规模化、集约化。
2018年11月	《战略性新兴产业分类（2018）》	生物产业作为战略性新兴产业之一，包括生物医药、生物物质能产业等分支。
2017年5月	《生物技术研究开发安全办法》	规范生物技术的研发，加强对生物技术的支持，有效维护生物安全。
2017年4月	“十三五”卫生与健康科技创新专项规划	重点部署生命组学、基因操作、精准医学，提升我国医学前沿创新水平。
2016年12月	“十三五”生物产业发展规划	将生物制造作为国家重点的产业，推动战略性新兴产业发展。

数据来源：中国生物医药行业发展现状调研与投资前景预测报告（2022-2029年）

此外，2019年证监会出台《若干规定》中，降低分拆上市财务门槛和放宽募集资金使用条款等，促进生物医药行业进行分拆上市的积极性。不管是国家对生物医药的大力支持，还是分拆上市政策的放宽，都提振长春高新选择分拆上市的信心。

4.1.2 科创板上市条件吸引

科创板是我国在2019年7月22日新开设的证券交易板块。长春高新选择在科创板上市的原因有以下三点：

首先，科创板上市条件更加包容。生物医药行业作为高科技产业，研发周期长，投资风险大，国内主板市场的融资条件无法满足。相反，科创板优先支持符合国家科技创新战略、科技创新能力突出的企业发行上市，且对于尚未盈利、暂未补亏的企业没有强制要求，上市的融资门槛较低。

其次，长春高新进行分拆上市的百克生物战略定位与科创板要求相吻合。百克生物属于生物医药行业，高度重视研发体系和技术平台的建设，建立核心技术平台，致力于人用疫苗的研发。着力优化研发项目管理机制，建立了有效的预警机制、阶段性报告机制等，聚焦处于临床研究和产业化关键阶段的各在研产品研

发及产业化。

最后，注册制在科创板试行，吸引子公司百克生物在科创板进行上市。核准制下上市条件苛刻，股市缺乏包容性，使得具有一定发展潜力的科创公司达不到上市条件。相反，在注册制下，放宽股票发行上市的硬条件和涨跌幅度，在降低上市门槛的同时，改变以往核准制对企业材料进行实质性审核的方式，提高审核效率，促进资源配置。因此，在科创板的战略定位、包容上市条件及制度下，长春高新选择在科创板分拆百克生物进行上市。

4.2 内部动因

4.1.1 专注核心业务

长春高新是一个以多元化经营为主的大型集团，经营范围包括基因工程制药、中成药研发及其他房地产业务等。在发展初期，多元化经营方式帮助企业分散经营风险，实现营业收入的快速增长。但这种经营方式长期发展效果并不显著，随着集团发展和各业务板块的成熟，需要投入更多的经济资源，依靠现有的融资方式难以满足各业务板块的经济需求，进一步导致长春高新资源配置和管理效率低下。长春高新的主要业务来源于金赛制药，2020年基因工程制药等营业收入占比达84.37%。在长春高新产业结构中，基因工程和生物制药发展潜力巨大，在公司发展战略中强调加强金赛制药生产基地和国家产业园项目的投入。长春高新通过分拆百克生物，理顺产业结构，专注于核心业务，促进主营业务增值，进一步提升企业的市场地位。

此外，百克生物致力于创新生物药的研发，用于防治传染病，在研发生产过程中质量标准较高，这也要求投入大量的资金，来支持其高质量的生产标准。同时，百克生物在分拆上市前，水痘疫苗市场相对成熟，为稳固市场竞争者地位，需要继续加大主营业务的研发生产和销售。通过分拆上市，不仅为百克生物研发创新提供资金支持，更能促进其专注于疫苗的生产，提高核心竞争力。

综合来看，长春高新和百克生物拥有不同的产品结构，经营模式和管理模式也存在差异，通过分拆上市，促进双方整合产品结构和管理模式，依据自身发展特点，制定适合资本市场的高质量发展目标，促进企业的长远发展。

4.2.2 拓宽融资渠道

长春高新旗下子公司众多，包括百克生物在内的三家医药企业，研发投入资金需求大且周期长，短期内难以实现较高的收益。长春高新现有的融资手段无法覆盖所有业务板块的发展，容易导致资源配置效率低下等问题。通过整理长春高新分拆上市前四年的现金流量数据发现，自 2018 年以来，长春高新加大投资力度，如表 4.2 所示。投资活动现金流量净额绝对值逐年增加，经营活动现金流量净额也在增加，但是在 2020 年下降 42.57%，发展速度不及投资活动，2020 投资活动现金流量净额略高于经营活动，可以推测出，长春高新在扩大内生动力时资金不够充足。筹资活动现金流量净额在 2019 年开始转负为正，主要与当年募集资金有关，该资金主要用于投入承诺投资项目。综上，长春高新主营业务的拓展需要较多的资金支持，现有的融资手段难以覆盖旗下各业务板块的发展需求。

表 4.2 2017-2020 年长春高新现金流量变化情况

指标	年份			
	2017	2018	2019	2020
经营活动现金流量净额（亿元）	3.814	8.841	19.347	11.11
投资活动现金流量净额（亿元）	2.238	-2.535	-8.097	-11.775
筹资活动现金流量净额（亿元）	-3.308	-1.589	7.04	3.211

数据来源：长春高新年报整理

此外，百克生物主营业务是水痘疫苗和狂犬疫苗，在 2018 年至 2020 年间，水痘疫苗营业收入占比分别为 84.96%、97.06%及 76.83%，可见其水痘疫苗市场比较成熟，能够独立面对复杂的资本市场。同时，水痘疫苗市场竞争压力较大，该产品推广费用率极高，将来面临市场份额及缩减的风险。通过整理百克生物分拆上市前四年的现金流量数据发现，百克生物经营活动现金流量发展趋势平稳，投资活动现金流量净额逐年增加，2020 年的投资需求是 2017 年的 3 倍，且 2020 年投资需求高于经营活动净流量，筹资方面，数值基本是负数，如表 4.3 所示。由此可以推出，百克生物融资需求大，现有的融资方式难以满足投资业务的需求和水痘疫苗市场的拓展。

表 4.3 2017-2020 年百克生物现金流量变化情况

指标	年份			
	2017	2018	2019	2020
经营活动现金流量净额（亿元）	1.771	2.698	2.328	2.092
投资活动现金流量净额（亿元）	-1.019	-1.548	-1.284	-3.336
筹资活动现金流量净额（亿元）	-0.0639	-0.3847	-0.5669	1.744

数据来源：百克生物年报整理

综上所述，长春高新选择将优质子公司百克生物进行分拆上市，不仅可以满足自身的融资需求，缓解资金压力，增强内生动力。还助力百克生物拥有独立的融资平台，在资本市场上募集资金的方式多样化，缓解投融资压力的同时，提高核心竞争力。

4.2.3 完善管理层激励机制

长春高新业务类型多样，其管理激励机制难以覆盖所有的子公司。通过分拆上市，提高长春高新管理效率。百克生物在分拆上市前，只能通过母公司的合并财务报表来反映经营业绩，其经营业绩与管理层治理机制不能完全契合，致使外部投资者获取的信息有限，公司真实价值被低估。通过分拆上市，百克生物作为独立的经营单位，受到资本市场的监督，外部投资者能够通过股价直观的判断其经营状况，管理层治理水平的高低直接反映公司的经营业绩。此外，百克生物分拆上市后，完善股权激励制度，建立员工持股计划等，将管理层自身利益与公司股价联系在一起，提高员工积极性，推动员工创造更多的经济效益，促进股东价值最大化目标的实现。

4.2.4 提升母子公司企业价值

长春高新追求多元化经营，业务类型多样，旗下子公司众多，医药行业的研发需要投入大量的资金和时间，受限于信息披露、资金支持等，长春高新并不能有效兼顾各业务板块，旗下子公司资源分配不均衡。同时，在分拆上市之前，百克生物的真实价值被低估，子公司的财务信息依附于集团公司所公布的报表中，

受信息不对称的限制，外部投资者难以衡量百克生物的真实市场价值。

百克生物作为疫苗行业的领军企业，具备较大的发展潜力。在分拆上市之前，其真实价值被低估，在分拆上市预案公告发布开始，主营业务水痘疫苗发展迅速，2020年和2021年其批签发量分别为140批次和145批次，尤其是2021年百克生物的水痘疫苗批签发量在市场中占比最高，占比31%，如图4.1所示：

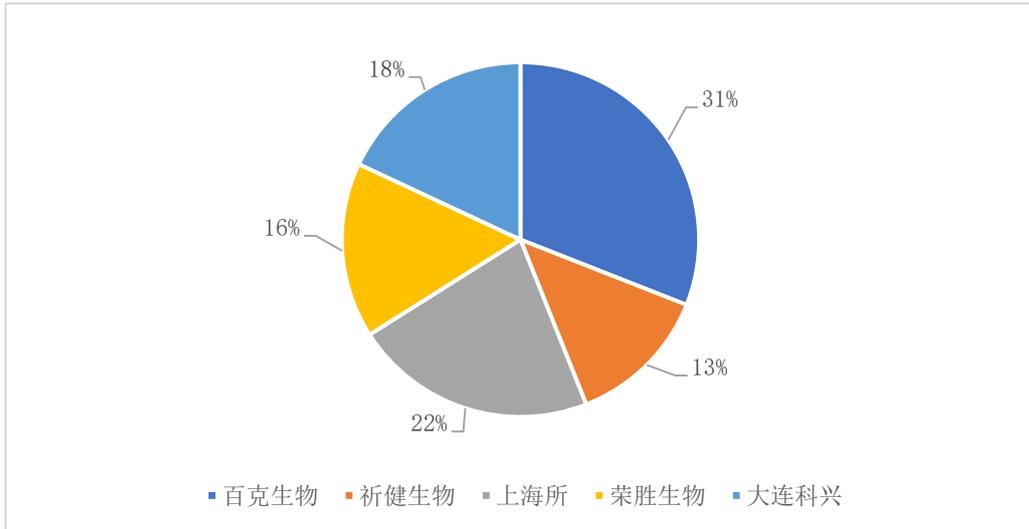


图 4.1 2021 年我国水痘疫苗行业市场结构（按批签发）

数据来源：观研报告网

可见，长春高新通过分拆上市百克生物，使得百克生物市场潜力被激发，子公司信息更加直观，百克生物通过独立披露年报数据，增强公司信息透明度，促进公司治理水平的提高的同时，使得内外部投资者重新评估其市场价值，水痘疫苗等优质资产被越来越多的市场投资者发现，从而提高集团公司整体市值，实现股东利益最大化。

5 长春高新分拆上市效果分析

5.1 基于资本市场的分拆上市效果分析

5.1.1 股价变动分析

(1) 长春高新股价变动情况

股票价格的波动可以直观的体现企业进行分拆上市的资本市场反应, 本文将选取两个重要的时间点对母公司的股价变动状况进行说明, 选取的时间点分别是分拆上市公告日 2020 年 5 月 26 日与正式挂牌日 2021 年 6 月 25 日。通过对该时间段前后一个月股价变动和成交量情况的分析, 进一步探究投资者如何看待分拆上市这一事件, 从而分析此次分拆的短期市场效应。

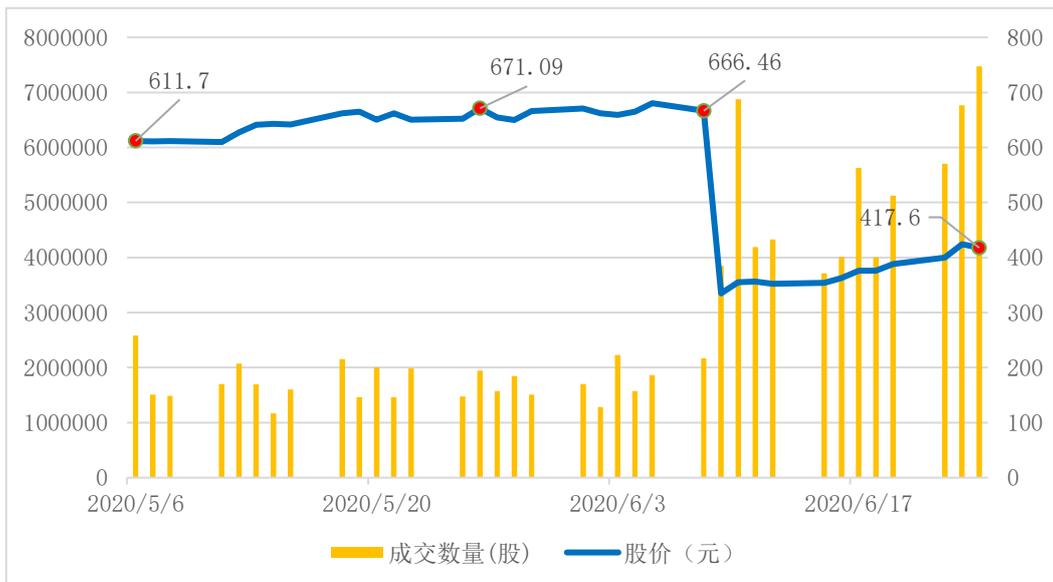


图 5.1 分拆预案公告日前后长春高新股价变动分析

数据来源: 巨潮资讯网

首先, 对长春高新分拆上市公告日前后半个多月的股价及成交量变动的分析, 如图 5.1。可以看出, 2020 年长春高新从 5 月 6 日 611.7 元/股上升至 6 月 8 日 666.46 元/股, 在 5 月 26 日达到最高股价即 671.09 元/股。自长春高新公布分拆预案以来, 该公司一直处于稳步上升阶段, 表明投资者对该事件持积极态度。

6月9号之所以出现断崖式下跌，与长春高新分拆百克生物上市事件无关，而是由此日正式长春高新除权除息日。在此之后，该公司股价不断上升。由此可以从侧面反映出，短期内资本市场比较看好分拆上市。

其次，对长春高新分拆上市日前后股价变动情况进行分析，如图 5.2 所示。可以看出在分拆上市日之前，长春高新股价处于下降态势。在 2021 年 6 月 25 日该公司股价快速上升至 398.5 元/股，短期内股价和成交量均有小幅上涨趋势，说明短期内投资者对分拆上市这一事件持肯定态度。但是短短的三四天就开始回落，并在 380 元/股间进行波动，此次回落主要受 6 月 28 日第 5 次集中采购拟中标项目的影响，该项目的实施使得医药行业整体波动较大。

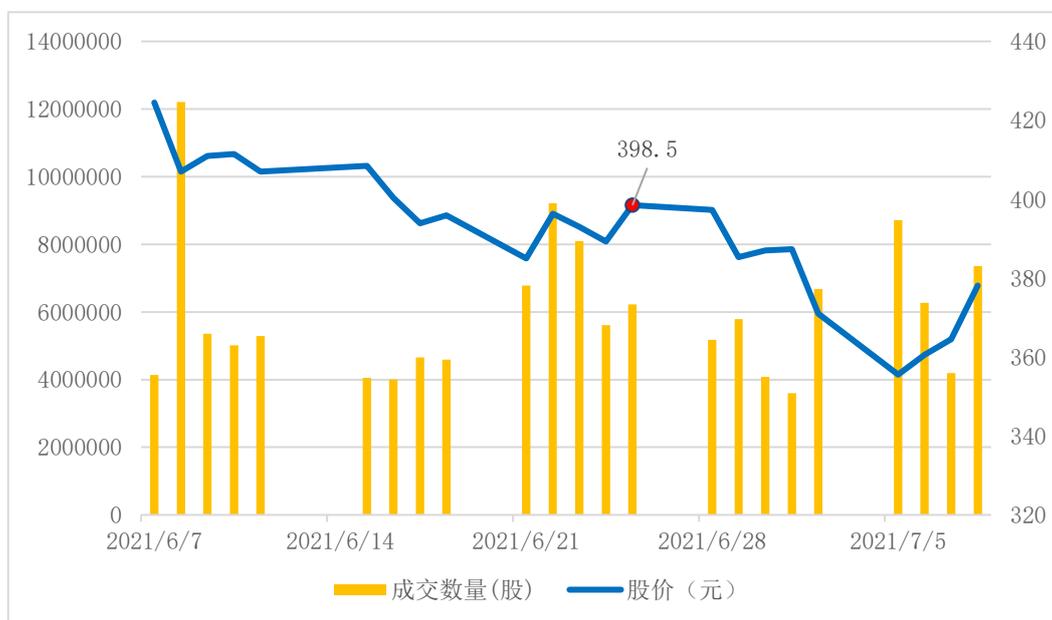


图 5.2 分拆上市日前后长春高新股价变动分析

数据来源：巨潮资讯网

(2) 百克生物股价变动情况

由于在 2020 年 5 月 26 日分拆上市预案公告期间，子公司并未上市，其股价信息无法获取，为了与母公司长春高新分析期间保持对应，本文将选取百克生物上市后的数据进行分析，如图 5.3 所示。

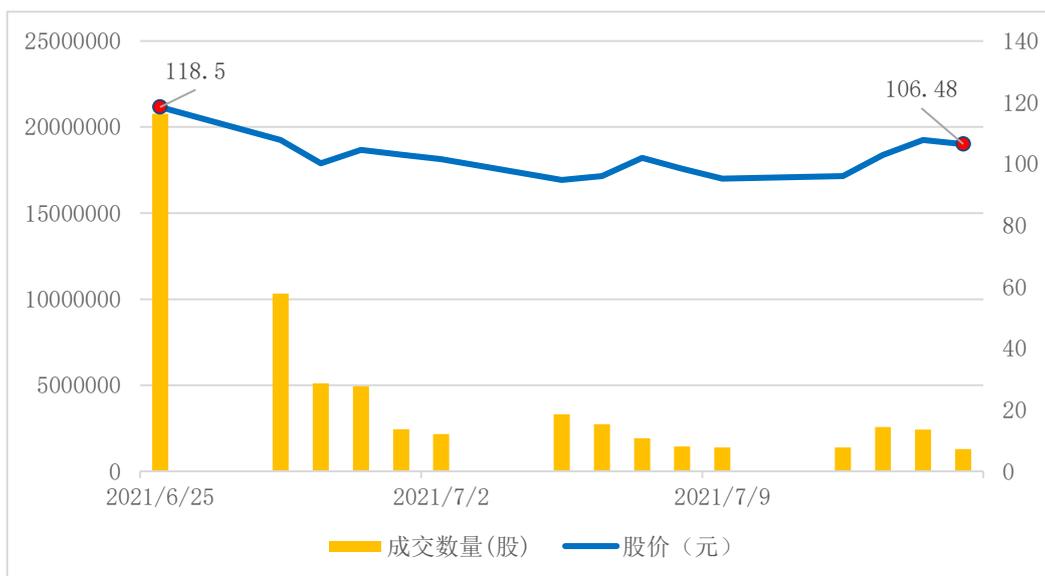


图 5.3 分拆上市日后百克生物股价变动分析

数据来源：巨潮资讯网

百克生物自上市以来，股价和成交量变化趋势相对稳定，没有出现大幅度的变动。相对发行价 36.35 元/股来说，上市日的收盘价是发行价的 3 倍，远远高于发行价，由此可以看出资本市场对百克生物持有相对肯定态度。但在次日至同年 7 月 15 日的公开交易日中，发现近一个月的收盘价从刚开始的 118.5 元/股，下降至 106.48 元/股，下降幅度接近 10%，说明分拆上市后的股价并不是十分理想，随着时间的推移，资本市场的关注度随之降低。

综上所述，通过对母公司公告日、上市日前后股价及成交量，和子公司上市后股价及成交量变动情况的分析，总体来看，资本市场对分拆上市给与肯定的态度，投资者对百克生物的价值比较认可。

5.1.2 超额累计收益率分析

上节通过股价变动对长春高新分拆上市的资本市场反应进行了分析，考虑到影响股价变动的因素存在多样性，本节将进一步利用事件研究法来探索长春高新分拆上市前后的短期市场反应。

事件研究法以有效市场作为的前提条件，通过对特定事件前后股票收益率情况的分析，来判断股价是否受到特定事件的影响。进而来研究该事件是否具备信息内涵。由于百克生物在分拆预案公告日前并未上市，因此本章节利用事件研究

法，只针对母公司长春高新进行研究，研究内容如下：

(1) 选定事件日和窗口期

首先，本节所选择事件日与上节选择的重要事件相一致，即 2020 年 5 月 26（发布分拆公告日）和 2021 年 6 月 25 日（分拆上市日）。其次确定每个重要事件的事件窗口期为 $[-15, 15]$ 共 31 个交易日。最后确定估计窗口期，由于均衡态势与选取的事件长短相关，所以本文将事件窗口期前 120 天作为估计窗口期。

具体情况如表 5.1 所示，第一个事件窗口期为 2020 年 4 月 30 到同年 6 月 16 日，估计窗口期为 2019 年 11 月 25 日至 2020 年 5 月 25 日。第二个事件窗口期为 2021 年 6 月 3 日至 2021 年 7 月 16 日，估计窗口期为 2020 年 12 月 24 日至 2021 年 6 月 24 日。

表 5.1 两个事件窗口期及估计窗口期

窗口选择	时间点	窗口期	估计窗口期
窗口一	2020/5/26	2020/4/30-2020/6/16	2019/11/25-2020/5/25
窗口二	2021/6/25	2021/6/3-2021/7/11	2020/12/24-2021/6/24

资料来源：长春高新公告

(2) 计算正常收益率并建立回归模型

长春高新在深圳证券交易所进行上市，故本文将参考深证成指收盘指数来计算市场收益率 R_{mt} ，计算过程如下：

第一步，计算长春高新的日收益率 R_{it} 和市场收益率 R_{mt} 。

$$R_{it} = (P_t - P_{t-1}) / P_{t-1} \quad (\text{公式 5.1})$$

$$R_{mt} = (P_m - P_{m,t-1}) / P_{m,t-1} \quad (\text{公式 5.2})$$

第二步，本文选取相对已经成熟的市场模型（CAPM 模型）来计算估计期内长春高新的正常收益率。

$$R_{it} = \alpha_i + \beta R_{mt} + \varepsilon_{it} \quad (\text{公式 5.3})$$

其中， R_{it} —股票 t 日实际收益率，

α_i —回归截距，指无风险收益率，

β —回归系数，指股票的市场性风险，

R_{mt} —股票 t 日市场收益率，

ε_{it} —代表回归残差。

通过 Excel 将估计窗口期内 R_{it} 和 R_{mt} 数据进行线性回归，得出第一个窗口期的正常收益率计算公式：

$$R_{t,1} = 0.793R_{mt,1} + 0.0026(R^2 = 0.2896)$$

依据上述方法，得出第二个窗口期的正常收益率计算公式：

$$R_{t,2} = 1.2875R_{mt,2} - 0.0011(R^2 = 0.3537)$$

最后，本文将回归拟合图整理如下，第一个窗口期即 2020 年 5 月 26 日的回归拟合图展示如图 5.4 所示：

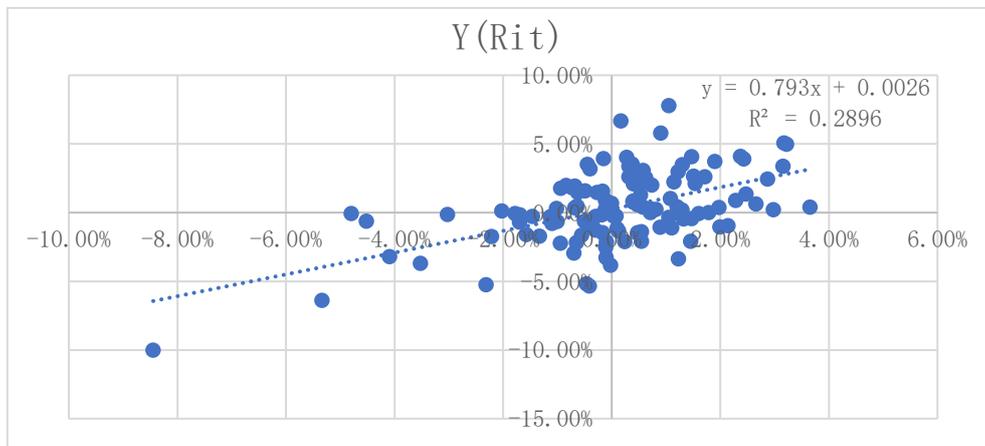


图 5.4 第一个事件估计窗口期的正常收益率模型

数据来源：巨潮资讯网

第二个窗口期即 2021 年 6 月 25 日的回归拟合图展示如图 5.5 所示：

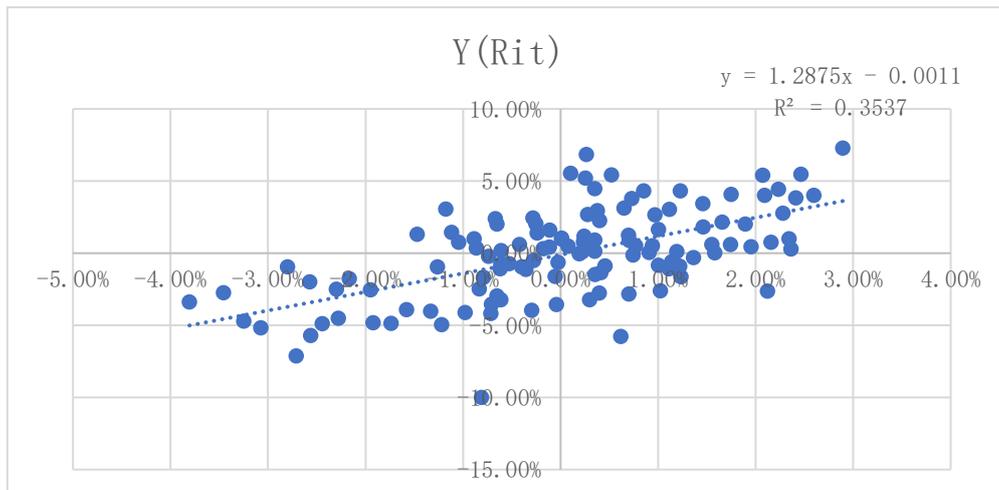


图 5.5 第二个事件估计窗口期的正常收益率模型

数据来源：巨潮资讯网

(3) 计算超额收益率与累计超额收益率

通过以上正常收益率估算模型，计算事件窗口期即 $[-15, 15]$ 共 31 个交易日的预期收益率，超额收益率和累计超额收益率。

其中，预期收益率 R_{it}' ，通过回归模型来带入市场收益率 R_{mt} 计算得到，回归模型中 α_i 和 β 定值。超额收益率（AR）是实际收益率与预期收益率的差值。累计超额收益率（CAR）是将窗口期内每日的超额收益率进行叠加。计算公式如下：

$$AR_{it} = R_{it} - R_{it}' \quad (\text{公式 5.4})$$

$$CAR_{it} = \sum_{15}^{15} AR_{it} \quad (\text{公式 5.5})$$

通过相关数据整理的两个窗口的超额收益率和累计超额收益率的结果如下表 5.2 所示：

表 5.2 两个事件窗口期 Art 和 CARt

窗口期	窗口期一		窗口期二	
	超额收益率	累计超额收益率	超额收益率	累计超额收益率
	AR(%)	CAR(%)	AR(%)	CAR(%)
-15	-1.44	-41.00	-2.02	-4.54
-14	1.19	-39.56	-0.97	-2.52
-13	-0.27	-40.75	-1.43	-1.54
-12	-1.14	-40.48	-2.75	-0.11
-11	-0.29	-39.35	1.08	2.64
-10	2.20	-39.06	-1.31	1.56
-9	1.54	-41.25	-0.18	2.87
-8	0.86	-42.80	1.59	3.05
-7	-0.51	-43.65	1.44	1.46
-6	3.26	-43.14	-3.11	0.02
-5	-0.78	-46.40	-0.36	3.13
-4	-1.72	-45.62	-3.15	3.49
-3	2.28	-43.89	2.57	6.64
-2	-0.24	-46.17	-2.03	4.07
-1	0.09	-45.93	-0.33	6.09

续表 5.2 两个事件窗口期 Art 和 CARt

窗口期	窗口期一		窗口期二	
	超额收益率	累计超额收益率	超额收益率	累计超额收益率
	AR (%)	CAR (%)	AR (%)	CAR (%)
0	1.00	-46.02	0.58	6.43
1	-1.76	-47.02	-1.44	5.85
2	-0.75	-45.26	-1.63	7.29
3	1.52	-44.51	-0.84	8.92
4	-2.14	-46.03	1.25	9.76
5	-1.66	-43.89	-0.96	8.52
6	-0.65	-42.23	-4.47	9.48
7	0.40	-41.58	1.96	13.95
8	1.76	-41.97	-1.18	11.99
9	-2.56	-43.73	4.32	13.17
10	-50.50	-41.18	1.35	8.84
11	5.41	9.33	-1.58	7.50
12	0.81	3.92	-2.19	9.07
13	-1.60	3.11	5.43	11.26
14	0.80	4.71	-1.17	5.82
15	0.65	3.91	-1.42	6.99

资料来源：根据巨潮资讯网数据计算整理而成

窗口一：2020年5月26日发布预案公告日，通过上述数据分析，发现在公告发布前后，超额收益率基本在正负值之间徘徊。累计超额收益率虽然基本处于负值状态，但是在公告发布前是下降的趋势，发布后是上升趋势，如图5.6所示。随着百克生物分拆上市消息的公布，投资者开始关注长春高新，该消息对长春高新股票价格起到积极效果。此外，在公告发布的第10个交易日，超额收益率急剧下降，第11个交易日中，两者同时迅猛回升，转为正值。这是因为2020年6月9日正好是长春高新的除权除息日，因此股价波动比较大。随着预案的公布，越来越多投资者对长春高新股票的关注度提高，短期内长春高新累计超额收益率

从-41%上涨到 3.91%，累计超额收益率呈正向回升趋势。

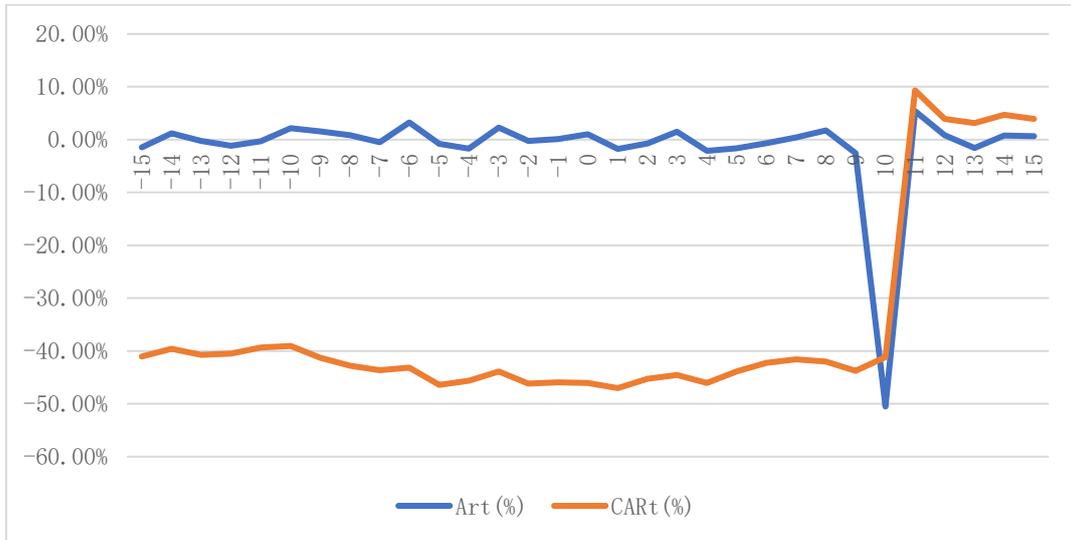


图 5.6 窗口一长春高新超额收益率及累计超额收益率走势图

数据来源：巨潮资讯网

窗口二：2021 年 6 月 25 日分拆上市公告日，通过相关数据整理，发现超额收益率在正负值间徘徊，累计超额收益率处于上升趋势，累计超额收益率从开始的-4.54%上升至 6.99%，上升了 11.5 个百分点，如图 5.7 所示。累计超额收益率最高点上升到 13.95%，之后在缓慢回落后又开始上升。由此可以看出，在整个窗口二所在的时间段，市场比较认可分拆上市这一事件，对长春高新分拆百克生物做出正面的响应。

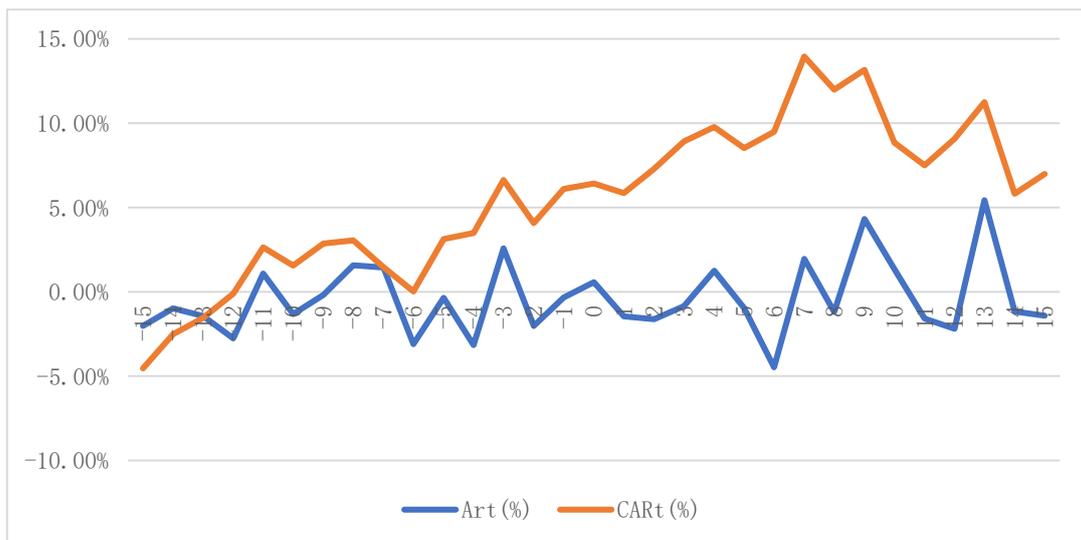


图 5.7 窗口二长春高新超额收益率及累计超额收益率走势图

数据来源：巨潮资讯网

通过对窗口一和窗口二的综合分析，不管是分拆预案发布日还是上市日，分拆上市的消息都为长春高新的股价带来积极的效果，投资者比较认可这一决定。无论是对短期股价和成交量的分拆，还是通过事件研究法对累计超额收益率的分析，都可以发现在短期内长春高新股价上升比较明显，资本市场关于分拆上市持肯定态度，市场做出相对积极的反应。

5.1.3 市盈率估值分析

市盈率估值法，通常被用来评价股价水平是否合理，进而帮助投资者更好的了解企业价值。在采用市盈率进行估值分析的时候，需要选取同行业中规模相当、公司主营业务或主导产品、资本结构、盈利能力、市场环境及风险相同或相近的公司进行对比分析。本文采用滚动市盈率对子公司百克生物正式上市以来的股价进行合理估值。

首先，确定可比公司。百克生物致力于人用疫苗的研发，用于预防传染病。在同行业公司中，康泰生物、沃森生物和康华生物均为国内人用疫苗研发、生产和销售企业，均采用直销的销售模式，亦与专业市场推广服务商（CSO 公司）合作进行市场推广，与公司的经营模式较为相似。

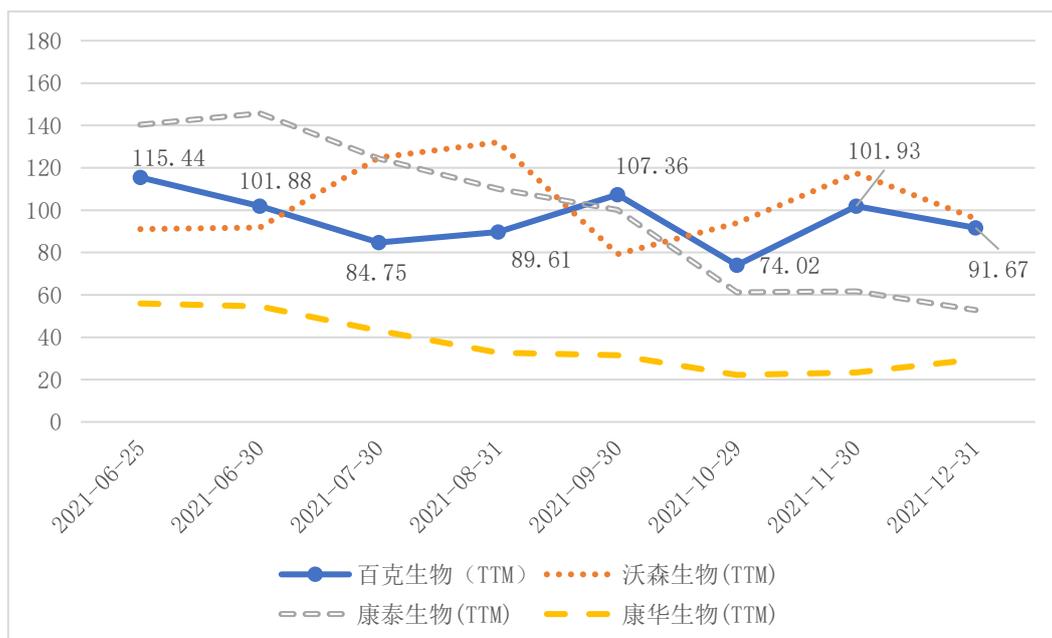


图 5.8 百克生物与可比公司市盈率比较

数据来源：同花顺数据库

百克生物在分拆上市之初高于同行业中的其他两企业，分拆上市之日，市盈率达到最高值 115.44，如图 5.8 所示。在分拆上市的半个月內，百克生物仍保持在行业第二的位置，而沃森生物和康华生物市盈率逐渐下降，在行业总体下降趋势中，百克生物处于中上游发展水平，这可能与科创板相对宽松的上市环境相关。但自分拆上市以来直到 7 月份一直处于下降趋势，且在 7 月末处于行业中等水平之下，这主要受疫苗集中接种等宏观政策的影响，集中接种影响到非免疫规划疫苗的接种，使得百克生物产品销量进一步下降。在 8 月份以来，百克生物市盈率开始上升，在 9 月末达到最值 107.36，可以发现在同时期同行业市盈率处于下降的趋势中，百克生物仍然保持上升态势且基本处于行业领先水平，这可能与生产的冻干鼻喷流感疫苗密切相关，该疫苗为季节性产品，用来预防季节性爆发的流感，该时期疫苗的市场需求增加，市场销量相对上升，故市盈率在同行业下降的情况下仍然保持迅猛上升态势。11 月份以来，市盈率紧跟沃森生物，排名第二，且发展趋势与沃森生物保持一致。

此外，百克生物是一家创新型生物医药企业，国家在 2020 年为百克生重新认定了高新技术企业证书，高新企业在税收方面享有较多的优惠政策，国家的扶持力度较大。整体来看，百克生物在分拆上市以来，市盈率变动相对稳定，基本与行业水平保持一致，说明资本市场比较看好其长远发展，百克生物也能够独立面对竞争激励的资本市场，在未来将带来较好的市场价值。

5.2 基于财务指标的分拆上市效果分析

长春高新以生物制药、中成药研发为主、房地产开发和物业管理为辅的多元化集团公司，其经营业绩受多方面的影响，本章节主要针对子公司百克生物，选取分拆上市前后共 6 年的数据，对其财务状况进行相关分析。

5.2.1 盈利能力分析

企业价值最大化的实现离不开盈利能力，盈利能力是企业发展的基本动力。本文主要选取核心利润率、销售毛利率、销售净利率和成本费用率等主要指标进行相关分析，并选取生物医药行业均值进行对比。

其中，核心利润=营业收入-营业成本-营业税金及附加-销售费用-管理费用

-财务费用-研发费用

$$\text{核心利润率} = \text{核心净利润} / \text{营业收入} \times 100\%$$

表 5.3 百克生物核心利润率指标

年份 指标	年份					
	2018	2019	2020	2021	2022	2023
营业收入（亿元）	10.19	9.76	14.41	12.02	10.71	18.25
营业成本（亿元）	1.13	0.94	1.68	1.41	1.37	1.78
研发费用（亿元）	0.62	0.65	0.93	1.57	1.34	1.98
营业税金及附加（亿元）	0.07	0.08	0.11	0.11	0.10	0.13
销售费用（亿元）	5.17	4.50	5.78	4.53	4.12	6.47
管理费用（亿元）	1.63	0.81	1.20	1.08	1.45	1.59
财务费用（亿元）	0.09	0.08	0.35	-0.11	-0.20	-0.12
核心利润（亿元）	1.49	2.71	4.36	3.43	2.55	6.42
核心利润率	14.65%	27.75%	30.26%	28.57%	23.77%	35.18%

资料来源：百克生物年报整理计算

百克生物核心利润和核心利润率在 2021 年分拆上市后，短期处于下降趋势，长期来看，增长幅度较大，如表 5.3 所示。核心利润是反映一定时期企业财务状况的主体，核心利润率也在一定程度上体现了企业的盈利能力，本文通过数据分析，发现 2021 年百克生物核心利润下降 21.33%，核心利润率也随之下落，短期内盈利能力不够客观，这主要是因为百克生物为适应激烈的竞争市场，加大研发投入力度，2021 年研发投入 19,268.27 万元，占营业收入比例高达 16.03%，同时费用化支出较去年同期增加 6,339.54 万元。随着研发产品的科技突破，百克生物市场竞争力随之增强，2023 年核心利润较上年增加 3.87 个百分点，核心利润率高达 35.18%，也是分拆上市以来增长最快的年份，因此从长期发展来看，百克生物具备较好的盈利能力。

表 5.4 百克生物盈利能力对比

年份 指标		2018	2019	2020	2021	2022	2023
		净资产收益	百克生物	19.27	24.29	29.32	9.32
率 (%)	行业均值	-8.7	-0.07	19.01	16.66	-0.96	1.46
销售毛利率	百克生物	88.95	90.38	88.31	88.29	87.19	90.23
(%)	行业均值	70.49	69.5	71.67	73.07	69.27	68.64
总资产净利	百克生物	10.03	14.77	20.65	7.33	4.29	10.74
率 (%)	行业均值	0.7	-2.57	10.28	8.09	2.65	1.35
销售净利率	百克生物	12.57	22.65	29.02	20.26	16.94	27.46
(%)	行业均值	-1675	-12500	-8094	-2474	-2439	-1491

资料来源：百克生物年报整理

百克生物自 2021 年分拆上市两年之内，净资产收益率和销售毛利率等相关指标均下降，其中下降最为明显的是净资产收益率和总资产净利率，如表 5.4 所示。2021 年净资产收益率和资产净利率分别下降 20 和 13.32 个百分点，且 2021 年百克生物净资产收益率也是近年来低于行业均值的一年。通过 2021 年百克生物年报披露来看，产生这一现象的原因主要与鼻喷流感疫苗存在季节性波动风险有关，该疫苗目标对象是 3-17 周岁的人群，由于受宏观政策的影响，使得该产品的错过最佳的销售时间，导致鼻喷流感疫苗库存增加，同时，公司计提大量的资产减值准备，进一步使得净资产收益率低于行业均值。

百克生物的销售毛利率和销售净利率虽在分拆上市后有小幅下降趋势，但在整体指标高于行业均值。销售毛利率占行业均值的比例，从 2021 的 1.2 倍上升至 2023 年的 1.3 倍，2021 年水痘疫苗的销售量达到 811.35 万人份，营业收入 102,032.70 万元，其毛利率贡献高达 88.64%，销售毛利率的增长离不开水痘疫苗市场的拓展，同时百克生物也存在产品结构单一的风险。

综上所述，短期内，分拆上市对百克生物盈利能力的影响并不显著，但从长期来看，分拆上市提高了百克生物盈利能力。

5.2.2 营运能力分析

营运能力反映企业利用资产管理赚取利润的能力，揭示了资产管理的质量。本文选取存货周转率、应收账款周转率、总资产周转率来对子公司百克生物的运营情况进行分析，选取生物医药行业均值进行对比，如表 5.5 所示：

表 5.5 百克生物营运能力对比

		年份					
		2018	2019	2020	2021	2022	2023
存货周转率	百克生物	1.03	1.01	1.45	0.73	0.63	0.91
	行业均值	2.05	2.23	1.9	1.95	1.61	1.45
应收账款周转率	百克生物	3.93	3.22	2.71	1.61	1.24	1.44
	行业均值	20.94	15.26	12.1	13.41	8.37	9.42
总资产周转率	百克生物	0.80	0.65	0.71	0.36	0.25	0.39
	行业均值	0.58	0.57	0.56	0.45	0.35	0.32

资料来源：百克生物年报整理

从 2018-2023 年相关指标的整理来看，百克生物存货周转率和应收账款周转率均低于行业均值，总资产周转率在分拆上市之前高于行业均值，分拆上市以来基本处于行业均值之下。2021 年百克生物总资产周转率下降 0.35 个百分点，存货周转率下降 0.72 个百分点，在分拆上市后存货周转率小于 1，这主要与公司增加储备材料有关，通过年报发现 2020 年支出 73,574,849.82 元，2021 年原材料支出 145,471,822.34 元，较上年增加 97.72%，公司为进一步拓展市场规模，加大对原材料的投入力度，增加生产量，但是在 2021 年受宏观经济的影响，百克生物水痘疫苗及流感疫苗销量不及预期，水痘疫苗库存量较上年增加 12.68%，流感疫苗库存量增加 1504.50%，减慢存货周转速度，进一步使得存货周转率低于行业均值。

此外，2021 年应收账款周转率下降 1.1 个百分点，主要是由于 2020 年鼻喷流感疫苗在上市初期，市场需求较大，于下半年形成销售收入 33,260.97 万元，占当年营业收入的 23.08%。但是由于公司刚进行分拆上市，公司内部管理能力欠佳，应收账款回收较慢，使得低于行业均值水平。

整体来看，分拆上市并未有效提高百克生物的营运能力，未来应当加强应收账款和存货的管理。

5.2.3 偿债能力分析

偿债能力是衡量企业是否长期生存和发展的关键指标。本文选取流动比率、速动比率衡量短期偿债能力，利用资产负债率、权益乘数来衡量长期偿债能力。选取生物医药行业均值进行对比，如表 5.6 所示：

表 5.6 百克生物偿债能力对比

		年份					
		2018	2019	2020	2021	2022	2023
流动比率（倍）	百克生物	1.04	1.26	1.80	2.93	2.87	2.21
	行业均值	4.16	4.37	6.22	7.58	7.52	7.70
速动比率（倍）	百克生物	0.88	1.11	1.58	2.60	2.60	2.02
	行业均值	3.42	3.65	5.44	6.85	6.80	7.01
资产负债率（%）	百克生物	43.31	36.02	27.86	18.13	16.90	20.33
	行业均值	41.86	37.74	23.79	21.17	22.47	26.47
权益乘数	百克生物	1.82	1.65	1.45	1.28	1.21	1.23
	行业均值	1.33	2.78	1.47	0.97	1.19	1.21

资料来源：百克生物年报整理

从短期偿债能力来看，百克生物流动比率和速动比率均低于行业均值，从长期偿债能力来看，百克生物自分拆上市以来，资产负债率处于行业均值之下，权益乘数高于行业均值。从选取的数据来看，短期偿债能力均低于行业均值，但分拆上市后流动比率和速动比率指标开始增加，在分拆上市之前，百克生物流动比率和速动比率均低于 2，分拆上市以来基本保持在 2 倍以上，2021 年流动比率较上年增加 1.13，速动比率较上年增加 1.02，且在分拆上市年份达到最大值。说明百克生物短期偿债能力与行业相比较弱，可能存在储备材料过剩、存货周转率较低、应收账款催收等问题，但从自身短期偿债能力来看，在向好的方面转变。

在长期偿债能力方面，百克生物在分拆上市以来，2021 年资产负债率下降

9.73 个百分点，自分拆上市以来，百克生物资产负债率基本保持在 20%及以下，且各年份指标均低于行业均值。2021 年权益乘数较上年下降 11.72%，分拆上市以来，权益乘数指标上高于行业均值。说明分拆上市使得公司具备充足的现金流，财务状况相对稳定。

根据 2021 年百克生物年报披露来看，通过分拆上市募集资金产生较多的现金流量，2021 年现金流量净额较上年增加 704.14%。同时，本年货币资金较上年增加 273.22%，占期末总资产的 27.68%，而 2020 年货币资金总额仅占期末总资产的 12.55%。综合来看，分拆上市使得百克生物募集大量资金，进一步产生较多的现金流，货币资金增加，企业流动资产大幅提高，流动比率和速动比率随之增加，财务状况相对稳定，进而提高百克生物的偿债能力，公司融资压力得到进一步缓解，面对财务风险的能力增强。

5.2.4 发展能力分析

发展能力是衡量企业未来价值的重要指标，是企业扩大规模、壮大实力的潜在能力。本文选取总资产增长率、净利润增长率、营业收入增长率指标，结合上年同期数据对百克生物的发展能力进行分析。

分拆上市使得百克生物总资产增长率大幅提高，如表 5.7 所示。通过数据整理发现，百克生物总资产增长率在 2020 和 2021 年增长最快，2021 年达到最大值 69.17%，这主要得益于募集资金的增加。2020 年鼻喷和水痘疫苗业务的扩张，为分拆上市奠定足够的基础。

表 5.7 百克生物发展能力指标

年份 指标	年份					
	2018	2019	2020	2021	2022	2023
总资产增长率(%)	23.36	12.27	55.91	69.17	2.61	17.79
净利润增长率(%)	37.63	72.66	89.14	-41.63	-25.41	175.27
营业收入增长率(%)	47.47	-4.22	47.64	-16.59	-10.90	70.40

资料来源：百克生物年报计算所得

此外，分拆上市使营业收入增长率和净利润增长率波动较大，2021 年和 2022

年两年均为负增长，2021 年营业收入增长率和净利润增长率最低，分别为-16.59 和-41.63，但在 2023 年开始呈正增长。2023 年营业收入和净利润达到最值，分别为 18.25 亿元和 5.01 亿元，如图 5.9 所示。在分拆上市后，营业收入增长率和净利润增长率连续两年出现负增长，如前文所述，一方面，百克生物为提高经营效率，加大研发投入力度，持续推进如全人源抗狂犬病毒单克隆抗体等在研产品的研发进展，研发费用化支出较大。另一方面，是因为公司增加材料的储备和加大水痘疫苗和流感疫苗的生产，使得销量不及预期所致。

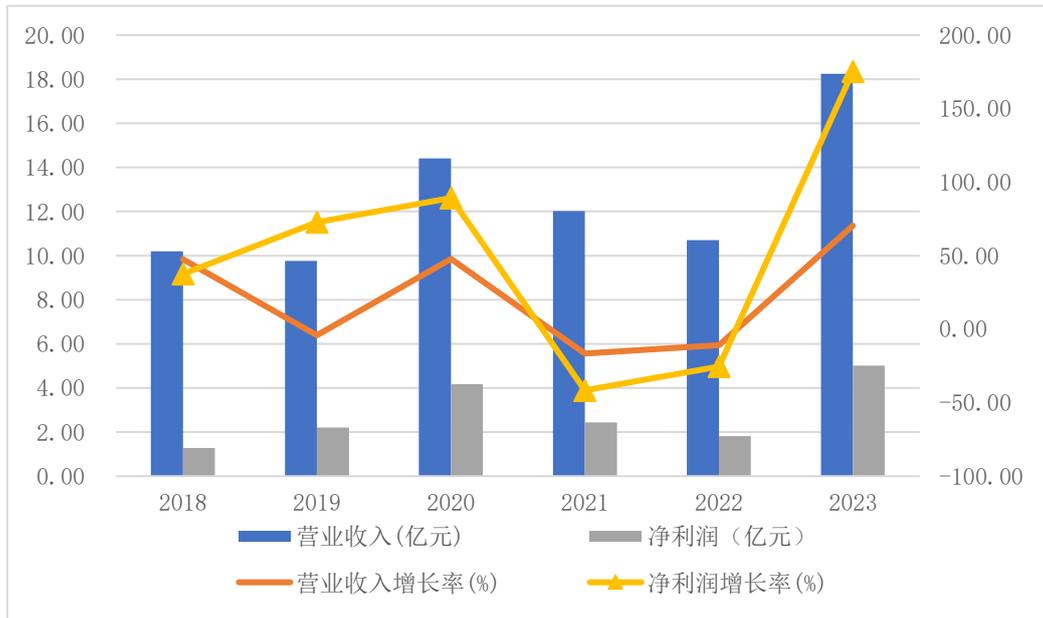


图 5.9 百克生物营业收入及净利润增长情况

资料来源：百克生物年报整理

综合来看，百克生物在 2020 年和 2021 年总资产增长率得到大幅提高与分拆上市消息直接相关，但营业收入和净利润发展并不理想，主要与百克生物刚上市，产品结构单一，研发周期长有关系，未来百克生物仍需要致力于多元产品的开发，提高研发效率，进一步提高发展能力。

5.3 基于非财务指标的分拆上市效果分析

5.3.1 拓宽公司融资渠道

百克生物作为第一家成功 IPO 分拆上市的公司，在分拆上市消息出现后，由

单一的债券融资转变为债券股权并驾齐驱的融资模式。百克生物未分拆上市之前，筹资活动产生的现金流量净额处于负值，2017-2019年分别是-0.06亿元、-0.38亿元、-0.57亿元。自2020年长春高新发布分拆上市预案以来，百克生物筹资活动产生的现金流量净额由负转正，尤其是2021年实现高质量增长。2020年以前靠的是债券融资，通过吸收投资取得现金基本没有，自2020年以来，才实现债券和股权相结合的融资方式，集团关联方的资金拆借相应减少。

2021年募集资金金额达到15亿元，主要运用于水痘减毒活疫苗、份吸附无细胞百白破联合疫苗、鼻喷流感减毒活疫苗、狂犬疫苗、在研产品研发项目等。现阶段，公司拥有13项在研产品，包括13种疫苗和3种传染病预防相关的单克隆抗体，4个在研项目已处于临床研究阶段，12个在研项目处于临床前研究阶段。截至2023年6月30日，公司拥有授权专利47项，其中发明专利46项。在上市一年时间内，基本实现了自我融资造血能力，保障研发的持续投入，降低对集团公司的依赖，拓宽融资渠道和融资规模。

5.3.2 实现产业聚焦

近年来，受益于生物产业的活跃发展和资本市场的有力推动，医药行业快速抓住发展机遇，通过分拆上市谋求更好竞争力。百克生物抓住市场发展机遇，通过分拆上市，明晰产业结构，实现产业聚焦，提高市场竞争力。

百克生物主要收入来源于水痘疫苗，致力于人用疫苗的研发与销售，而长春高新主要在基因工程板块，因而百克生物业务生产模式与母公司存在一定的差异。在2021年分拆上市，百克生物通过募集资金，为企业带来较多的研发资金，更加专注于水痘疫苗的研发销售，加大对新产品和新工艺的统筹布局，进一步转化为内生动力，促进水痘疫苗等主营业务的发展。在此基础上，促进百克生物优化生产，更加专注于研发、生产和商业化符合中国及国际质量标准的用于传染病防治的创新生物药。

5.3.3 提高研发创新能力

百克生物坚持国家战略、市场需求为导向，自分拆上市以来，公司不断完善研发管理体制和创新激励机制，同时持续加大研发投入，在坚持自主研发的基础

上，积极与外部高校、研究机构和其他创新药企开展合作，进一步增强自身创新研发实力，加快研发进程。本文主要从研发投入、研发费用和研发人员规模对研发创新能力进行具体分析：

表 5.8 2021 年百克生物及可比公司研发投入情况

项目	公司			
	百克生物	金迪克	欧林生物	成大生物
研发投入金额（万元）	19268.27	2853.31	4379.68	22236.79
研发投入占营业收入比重（%）	16.03	4.84	13.68	11.14
研发收入占净利润比重（%）	5.64	11.77	11.62	5.4
研发投入资本化比重（%）	18.64	0	2.44	0

数据来源：2021 年百克生物年报

2021 年成大生物研发投入金额最高，百克生物次之，如表 5.8 所示。但是研发投入在营业收入的占比中，百克生物在同行业中的排名第一，欧林生物次之，资本化的研发投入占比更是达到 18.64%。可见，百克生物在分拆上市后，注重产品研发的投入，为其后续在研项目奠定坚实的经济基础。

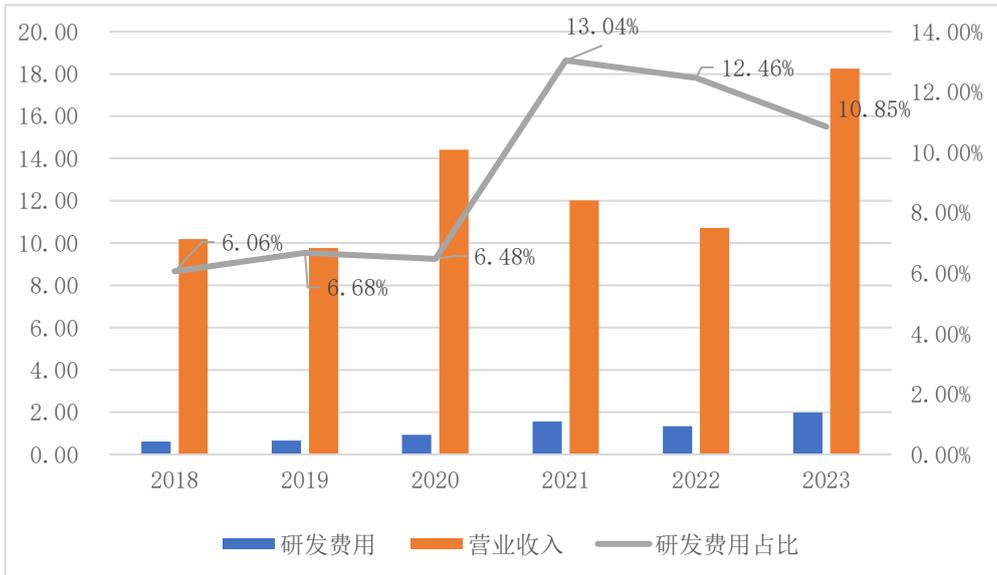


图 5.10 研发费用占比

数据来源：东方财富网

从研发费用的占比来看，2018-2020 年研发费用虽然逐年增加，但是研发费

用占营业收入的比重不高，基本维持在 6%，主要是因为百克生物和金赛药业同时作为长春高新的子公司，资源分配不均衡，没有足够的现金流支持其研发，如图 5.10 所示。在分拆上市后，百克生物具有独立的融资平台，获取到足够的资金投入研发，2021 年研发费用占营业收入比重更是达到 13.04%，相比上年增加了近 7 个百分点。

研发人员是高新企业的核心竞争力。百克生物自分拆上市以来，注重研发人员的培养。2021 年研发人员数量 156 人，较上年增加了 33.3%，而竞争对手欧林生物研发人员数量仅有 85 人，百克生物的研发人员规模将近欧林生物的 2 倍。截至 2023 年 6 月 30 日，公司专业研发人员 116 名，其中本科及以上学历研发人员占比 84% 以上。此外，百克生物高度重视研发体系和技术平台的建设以及研发管线的布局。现阶段，百克生物具有较为完备的生物疫苗实验室和试车间，建立起了病毒规模化培养技术平台、制剂及佐剂技术平台、基因工程技术平台、细菌性疫苗技术平台及 mRNA 疫苗技术台五个核心技术平台。形成了多层次的研发管线和丰富的项目储备，在研产品包括 13 种疫苗和 3 种传染病预防相关的单克隆抗体，在研产品市场需求较大，市场前景广阔。

整体来看，百克生物不管是研发投入、研发费用还是研发人员规模来看，都加大了投入力度，企业的创新研发能力进一步得到提高。

5.3.4 完善公司治理

在分拆上市前，长春高新对旗下子公司设置统一的治理标准，子公司百克生物的发展规划受母公司的管理层的制约。在分拆上市之后，百克生物为应对多变的市场环境，建立相对规范的内部治理，无论是股权结构，还是治理结构都发生较大变化，本文主要从百克生物的股权结构、治理结构来探讨分拆上市对其公司治理方面的影响。

首先，从股权结构来看，百克生物分拆上市后，由 12 个股东转为 10 大股东进行持股，引入了基金和社保机构投资者，使股权结构更加多元化。2022 年 9 月份，实施股权激励计划，将员工薪酬与经营业绩好坏挂钩，将股权激励与人才发展结合，提升管理层主观能动性，促进股东价值最大化目标的实现，进一步提高公司核心竞争力。

其次，从治理结构来看，重组董事会，选举刘静、付百年、徐大勇等人为第四届董事会独立董事，完善监事会制度。根据法规和公司章程，进一步健全法人治理结构，百克生物资产、财务、机构、人员及业务等各方面不再受限于控股股东和其他企业，具备独立的机构和业务体系，能够独立面对复杂的资本市场。总体来看，百克生物通过分拆上市，完善了的公司治理结构，促进股东价值最大化，进一步提高核心竞争力。

6 研究结论与展望

6.1 研究结论

本文以长春高新分拆百克生物上市为例,对此次分拆上市事件的动因进行梳理,从三个维度对分拆上市前后的效果进行分析,最终得出以下几点结论:

(1) 拓宽融资渠道和提升企业价值是长春高新分拆上市主要驱动因素

长春高新通过分拆上市,缓解融资压力,满足多元化经营的发展需求,有更多的精力专注于基因工程制药的生产。同时分拆上市使得长春高新股票增值,提高市场影响力和企业价值,促进企业的可持续发展。

百克生物在分拆上市前,依附于长春高新财务报表,其真实市场价值容易被低估。通过分拆上市,使得百克生物拥有独立的融资平台,可以通过多元化的融资方式募集更多的资金,缓解融资压力。在满足主营业务发展需求的同时,提高研发创新力度,明确发展主线,释放潜在价值,提高核心竞争力。

(2) 分拆上市使母子公司短期内的市场效果突出,短期子公司的财务效果表现欠佳

基于市场效果来看,长春高新无论是股价波动情况还是超额累计收益率方面,资本市场都持肯定态度,短期内股价上涨明显,资本市场反应显著。在分拆上市之日,百克生物股价处于最高值,短期内股价相对稳定,但是随着时间的推移,资本市场关注度开始降低。选取同行业销售模式相同的企业,对百克生物市盈率进行估值发现,市盈率变动稳定,基本与行业水平保持一致,资本市场效果较好。

但是子公司百克生物自分拆上市以来,除营运能力表现不佳外,其余三大指标表现良好,长期财务效果显著。具体来看,在营运能力方面,百克生物存货周转率和应收账款周转率均低于行业均值,存货周转速度和应收账款回收速度较慢,公司内部管理能力欠佳。在盈利能力方面,百克生物核心利润短期增幅不大,长期增幅较大,短期内并未因分拆上市带来盈利能力的显著提高,长期具备良好的盈利能力。在偿债能力方面,分拆上市使百克生物拥有充足的现金流,缓解融资压力,提高偿债能力。在发展能力方面,由于公司产品结构单一,投入研发创新周期长,短期内营业收入和净利润增长较慢,从长期来看,具备良好的发展的能力。未来,百克生物需要寻找新的经济增长点,提高核心竞争力,稳固资本市场

地位。

(3) 分拆上市提升子公司研发创新能力等非财务指标，效果显著

通过分拆上市，百克生物获得独立的融资平台，募集足够的资金来支持研发，加大对研发人才的培养力度，扩大研发人员规模，高度重视研发体系和技术平台的建设以及研发管线的布局，形成多层次的研发体系。此外，百克生物在分拆上市一年之内，基本建立了自我融资造血能力，减少对长春高新的依赖，拓宽融资渠道和融资规模。依托自身核心研发平台，专注于水痘疫苗等主营业务的研发创新，实现产业聚焦。完善公司治理，理顺股权结构和治理体系，提高公司治理水平，实现股东价值最大化。

6.2 研究建议

(1) 结合自身发展战略，合理选择上市板块

分拆上市类型多样，企业可选择境内或境外分拆上市等。房地产等行业倾向于通过境内分拆上市获得较高的融资，来满足较高的资金需求，防止资金链断裂。科创板作为一种新型的分拆方式，上市条件更加包容，融资门槛比较低，且科创板优先支持具备科技创新的企业上市。本文长春高新选择分拆百克生物在科创板上市，正是因为百克生物专注技术研发，战略定位与科创板属性相吻合，选择在科创板上市，满足其研发创新的资金需求，助于其水痘疫苗等核心业务的拓展。

随着我国资本市场的完善，企业可供选择的分拆方式增多。企业在选择分拆上市方式时，应着重考虑企业长期发展能力，从自身发展战略、经营模式及行业政策等方面，制定符合企业长远发展的分拆路径，选择合适的上市板块，不能盲目从众，提前制定预警机制，灵活应对经营风险。

(2) 分拆优质被低估的子公司，增强内生动力

企业多元化经营方式利弊兼备，在分散经营风险和实现规模效益的同时，难以顾及所有的业务板块，资源配置效率低下。将具备独立经营能力，业务关联度低，发展前景较好的优质子公司分拆上市，一方面带动母公司股票价值上涨，提升品牌影响力。另一方面，子公司信息透明化，获得市场认可，提升企业价值，释放企业发展潜力。

分拆上市在一定程度上提高母子公司企业价值，但对于母公司而言，分拆出

去的业务可能会影响企业的剩余资产价值，因此母公司需要增强内生动力，重点发展核心业务，积极主动培育优质生产力。此外，选择分拆上市时，全面评估子公司业务，综合评价其资本市场应对能力和治理水平，子公司在市场的良好发展将促进母公司整体价值的提升。

（3）注重公司长期价值，增强核心竞争力

企业的发展，不能只追求短期目标，更要注重公司长期价值。分拆上市成功与否，可通过短期市场价值的提升来判断，但企业的可持续发展离不开长期市场价值。分拆上市后，百克生物短期内股价稳定，财务效果表现不佳，这与其单一的产品结构和内部管理能力较弱有关。但是分拆上市使百克生物拥有独立的融资平台，募集资金能满足研发创新的投入，且水痘疫苗资本市场地位稳固，具备较强核心竞争力。未来可扩大研发产线，丰富产品结构进一步提高核心竞争力，从长远角度考虑，其所带来的长期经济效益是不可估量的。因此，对于想要分拆上市的企业来说，不能片面追求对短期市场价值，而是综合判断其融资能力和可持续发展能力，充分利用资本市场，制定合理的发展策略，提高核心竞争力，推动企业的长远发展。

（4）抓住政策等机遇，做好资金规划

近年来，随着我国资本市场制度的完善，我国政府加大对高新技术产业的支持力度，尤其在生物医药行业上，相继出台多项政策，鼓励生物医药行业的研发创新。长春高新分拆百克生物上市前，在招股说明书中明确指出此次募集资金的用途，即用来研发建设项目的投资。在分拆上市后，母公司长春高新仍能实现主营业务的可持续发展，子公司百克生物仍能保持水痘疫苗的市场地位，加大研发投入力度。长春高新正是抓住政策机遇，依据政策走向，提前做好资金规划，才能进一步促进资源整合，提高核心竞争力。因此，对于想要进行分拆上市的企业来说，需要审时度势，抓住国家政策等一系列发展机遇，提前做好资金规划，明确指出募集资金用途和建设项目的投资比例，使市场投资者更加直观的了解发展动向，提高市场影响力，进一步促进企业价值最大化目标的实现。

6.3 研究不足及展望

本文研究的不足有：一方面，本文的研究资料仅依赖于案例企业所公开的信

息，得出的相关结论对同行相关企业起到参考作用，但分拆上市能否针对所有的上市公司，其普适性仍需要进一步的验证，本文主要针对生物医药行业，其分拆效果未必适合各个领域。另一个方面，财务指标的变化难以排除他因的干扰，相关分析也存在一定的局限性。未来，可以通过系统的评价指标来分析分拆上市带来的效果。

参考文献

- [1] Apostolos Dasilas, Stergios Leventis. The performance of European equity carve-outs [J]. *Journal of Financial Stability*, 2018, 34(3): 121-135.
- [2] Comment, R., Jarrell, G. Corporate Focus and Stock Returns [J]. *Journal of Financial Economics*. 1995, (37): 67-87.
- [3] Daley, Mehrotra, Sivakumar. Corporate focus and value creation: Evidence from equity carve-outs [J]. *Journal of Financial Economics*, 1997, 45(2): 257-281.
- [4] Darshan Sachdeva, Neil Shah. Price Returns from Equity Carve-Out and Divestiture Initial Public Offerings: A Longitudinal Study [J]. *International Journal of Management*, 2009(11).
- [5] Debra J. A. Using the capital market as a monitor: Corporate spinoffs in an agency framework [J]. *The RAND Journal of Economics*, 1991, 22(04): 505-518.
- [6] Eric A. Powers. Deciphering the Motives for Equity Carve-Outs [J]. *Journal of Financial Research*, 2003, 26(1): 31-50.
- [7] Hogan K M, Olson G T. The Pricing of Equity Carve Outs During the 1990s [J]. *Journal of Financial Research*, 2004, 27(4): 521-537.
- [8] Jeffrey W. Allen, John J. McConnell. Equity Carve-Outs and Managerial Discretion [J]. *The Journal of Finance*, 1998, 53(1): 163-186.
- [9] Madura and Nixon. The long-term performance of parent and units following equity carve-outs [J]. *Applied Financial Economics*, 2002, (12): 171-181.
- [10] Meyer, Milgrom, Roberts. Organizational prospects, influence costs, and ownership changes [J]. *Journal of Economics and Management Strategy*, 1992, (01): 9-35.
- [11] Minoru Otsubo. Value creation from financing in equity carve-outs: evidence from Japan [J]. *Journal of Economics and Business*, 2013, (68): 52-69.
- [12] Nanda, V. On the good news in equity carve-outs [J]. *Journal of Finance*. 1991, 46(5): 1717-1737.
- [13] Powers. Deciphering the motives for equity carve-outs [J]. *Journal of Financial Research*, 2003, 26(1): 31-50.
- [14] Prezas A P, Tarimcilar M, Vasudevan G K. The Pricing of Equity Carve-Outs [J]. *Financial Review*, 2000, 35(4): 123-138.

- [15] Schipper Katherine, Smith Abbie. A comparison of equity carve-outs and seasoned equity offerings: Share price effects and corporate restructuring[J]. North-Holland, 1986, 15(1): 153-186.
- [16] Semadeni M. Examining the performance effects of post spin-off links to parent firms: should the apron strings be cut?[J]. Strategic Management Journal, 2011, 32(10): 1083-1098.
- [17] Smith S A. A comparison of equity carve-outs and seasoned equity offerings: Share price effects and corporate restructuring[J]. Journal of Financial Economics, 1986, 15(1): 153-186.
- [18] Vijh A M. Long-Term Returns from Equity Carve-Outs[J]. Journal of Financial Economics, 1999, 51(2): 273-308.
- [19] 陈东. 上市公司分拆上市的动机及其对公司发展的影响[J]. 中国管理信息化, 2021, 24(5): 49-50.
- [20] 陈晞. 公司分拆上市动机及影响[J]. 商业文化(学术版), 2010(8): 125-126.
- [21] 邓建平, 曾婧容, 饶妙. 房地产企业分拆上市的资本逻辑——以碧桂园为例[J]. 财会月刊, 2020(19): 156-160.
- [22] 邓秋玲. 同仁堂二次分拆上市的经济后果研究[J]. 商业会计, 2015(14): 71-73.
- [23] 顾丽娟, 赵自强. 资产收缩型重组创造价值的动因研究[J]. 财会月刊, 2011(5): 11-13.
- [24] 何璐伶. 中国铁建分拆上市路径选择及市场反应研究[J]. 商业会计, 2019(6): 23-28.
- [25] 贺强, 刘桓. 关于上市公司国有股变现方式的思考[J]. 中央财经大学学报, 2001(2): 48-52.
- [26] 黄清. 国有企业整体上市研究——国有企业分拆上市和整体上市模式的案例分析[J]. 管理世界, 2004(2): 126-130.
- [27] 李杲. 中概股私有化与分拆回归 A 股的特点与影响分析[J]. 证券市场导报, 2017(11): 42-48.
- [28] 李青原, 王永海, 韩晖. 分拆上市与股东价值创造——“同仁堂”案例的再分析[J]. 经济管理, 2004(8): 51-59.
- [29] 李晓涛, 段杰虎. 环境不确定性、高管激励与企业技术创新——来自重污染企

- 业的经验数据[J]. 会计之友, 2022(4):88-95.
- [30]李燕, 何滨好. 公司分拆上市法律监管的制度逻辑与建构[J]. 西南政法大学学报, 2017, 19(4):121-129.
- [31]林旭东, 唐明琴, 程林, 聂永华. 分拆上市的价值创造:来自中国市场的实证研究[J]. 南方经济, 2015(7):47-60.
- [32]马其家. 公司分拆上市中中小股东权益保护研究[J]. 社会科学战线, 2011(10):239-241.
- [33]念延辉. 上市公司分拆上市的财务效应分析——以康恩贝分拆佐力药业上市为例[J]. 会计之友, 2013(24):58-60.
- [34]钱艳芳, 孙敏. 企业分拆动因探析[J]. 铁道运输与经济, 2006(2):1-19.
- [35]史建军. 新浪分拆微博上市的价值创造分析[J]. 会计之友, 2018(21):119-125.
- [36]涂红星, 周琼. 基于收缩性资本运营的价值效应研究——以“同仁堂”分拆上市为例[J]. 商业会计, 2016, (23):50-53.
- [37]王化成, 程小可. 分拆上市与母公司股权价值研究——“同仁堂”分拆子公司上市的实证分析[J]. 管理世界, 2003(4):112-121.
- [38]王佳. 注册制下完善A股分拆上市对策研究[J]. 西南金融, 2020(4):55-64.
- [39]王新红, 薛焕霞. 创业板分拆上市公司经营绩效评价研究[J]. 财会通讯, 2014, (9):29-31.
- [40]王秀丽, 梅静怡, 张昭俊等. 中国境内分拆上市公司价值创造影响因素研究[J]. 会计之友, 2022(19):52-59.
- [41]卫勇, 马婉婉. 国有企业分拆上市研究——以外高桥分拆畅联股份为例[J]. 新会计, 2020(6):40-45.
- [42]肖爱晶, 耿辉建. 企业分拆上市的动因及绩效研究[J]. 财会通讯, 2019(11):52-56.
- [43]肖大勇, 罗昕, 邓思雨等. 企业分拆上市动因:市值管理还是拓展融资渠道——同方股份分拆上市案例研究[J]. 上海管理科学, 2013, 35(6):72-78.
- [44]徐宗宇, 孙敏, 刘耀淞等. 分拆上市对企业集团价值的影响[J]. 华东经济管理, 2022, 36(3):106-118.
- [45]于玮诗. 彩生活分拆上市的绩效研究[D]. 华南理工大学, 2020.
- [46]袁晓燕. 基于因子分析法的分拆上市公司绩效评价[J]. 开发研究, 2010, (3):

121-124.

- [47]张诗华. 上市公司分拆上市经济后果研究——来自佐力药业的案例研究[J]. 财会通讯, 2013(9):23-26.
- [48]赵敏. 同仁堂分拆上市经济动因的实证研究[J]. 南京财经大学学报, 2004(6):64-67.
- [49]赵霞. 分拆上市能否创造价值? ——基于用友网络分拆畅捷通上市的案例[J]. 财会通讯, 2020(16):98-102.
- [50]赵宇华. 子公司上市问题治理机制和变革措施的国际比较[J]. 商业时代, 2006(10):54-55.
- [51]钟智宇, 梁艳, 邹文卿. 企业分拆上市的动因及经济后果研究——以心脉医疗为例[J]. 商业会计, 2021, (20):82-85.
- [52]朱琳, 刘钟敏. 分拆上市背景下管理层激励与企业价值研究——以药明康德为例[J]. 管理会计研究, 2021(5):62-73.

后记

行文至此，落笔为终。三年硕士生涯，始于辛丑金秋，终于甲辰盛夏。此刻，思绪万分，站在新的岔路口上，既有对未来的憧憬，又有对过去的不舍。与兰州财经大学相识七年，一路走来，繁华与曲折并存，道不尽说不明，但在伴我成长的这条道路上，感恩学校的培养，更感谢这一路所有的遇见。

山高水长有时尽，为我师恩日月长。首先我要感谢我的导师，无论是论文写作还是生活中，老师都积极督促我们，培养我们严谨的求学态度。还要感谢从开题到正式答辩中，给与指导性建议的老师，是你们不辞辛苦，为我的毕业论文指明修改方向，帮助我完善论文架构。

其次，我要感谢一路陪我走来的舍友和同门们，一起说笑，相互鼓励，正是有你们的陪伴，丰富了我的研究生生活。更要感谢我的男朋友在我学业及生活中，给予无条件的支持和陪伴，也正是你的支持，让我明确奋斗的方向。

最后，感谢我的家人。感谢我的妹妹，让我没有后顾之忧，安心完成学业。感谢生我养我的父母，在迷茫的时候，疏导我，给予我前进的动力，无论我做任何决定都义无反顾的支持和鼓励我，感谢父母 20 多年来辛勤的付出，未来，我将继续做你们的小太阳，一路向前。