

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 乐普医疗连续并购价值创造研究  
——基于资源编排视角

研究生姓名: 马艺轩

指导教师姓名、职称: 李希富 教授

学科、专业名称: 会计硕士

研究方向: 注册会计师

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： 马艺轩 签字日期： 2024年6月1日

导师签名： 李秉富 签字日期： 2024年6月1日

导师(校外)签名： 李乐 签字日期： 2024年6月1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内容。

学位论文作者签名： 马艺轩 签字日期： 2024年6月1日

导师签名： 李秉富 签字日期： 2024年6月1日

导师(校外)签名： 李乐 签字日期： 2024年6月1日

**Research on Value Creation of successive  
mergers and acquisitions of Lepu Medical  
--Based on the perspective of Resource  
Orchestration**

**Candidate :Ma Yixuan**

**Supervisor :Li Xifu**

## 摘 要

随着经济的发展和进步，人们的生活水平不断提高，医疗保健条件不断改善，这使得人们对医疗健康的需求也日益增长。同时，社会对于公共卫生的重视和投资也在不断增加，为人们提供更好的医疗条件和服务，基于此，人们对相关医疗器械产品的需求也逐步攀升。在带量采购政策、医疗新基建等多项政策的大力推动下，不仅为医疗器械行业带来了更广阔的市场空间，但也迎来了新的发展机遇和挑战。然而，当前我国医疗器械行业面临着规模偏小、数量众多、整体经营水平不高的现状，市场竞争日益加剧。在此背景下，并购整合正日益成为医疗器械企业实现迅速扩张和持续发展的核心策略。于企业而言，连续并购是在一系列企业战略目标的指引下展开。然则，连续并购行为是否能够真正为企业增值，核心在于并购完成后资源整合是否符合既定目标和达成预期的结果，即整合资源有效性与可行性。资源编排理论为此提供了新思路。通过资源编排，可以深入分析连续并购价值创造的演进机制，挖掘出连续并购与价值创造之间的内在联系。

本文运用资源编排理论作为分析的出发点，选择乐普医疗作为研究对象，对2010年-2019年的并购行为进行了深入的探讨，研究企业如何通过连续的并购活动实现价值创造，明确创造价值的路径与机理。在细致的整合文献综述与理论基础后，建立文章的研究框架。接着详尽地回顾了乐普医疗的连续并购过程，根据公司战略的发展以及业务变化的特点，将并购活动划分为两个阶段：初步探索阶段和多元化并购阶段。在此基础上，运用资源编排框架，从资源识别、资源结构化、资源捆绑及资源利用四大步骤，逐步分析乐普医疗连续并购实现价值创造的具体路径。接着，通过事件研究法、EVA分析法和非财务分析法，对乐普医疗在不同发展阶段并购活动的价值创造效果进行定量与定性分析。最后，文章对乐普医疗连续并购后的价值创造效果进行评价，以此得出研究结论。

本文得出了如下结论，在乐普医疗连续并购过程中，企业连续并购的成功依赖于良好的资源编排和整合能力，如何动员、调动和部署资源在这过程中起着决定性作用。此外，资源编排能有效提升企业连续并购的价值创造，通过资源编排的四大关键步骤，优化了并购过程中的资源配置，以期为同行业带来参考与借鉴。

**关键词：**连续并购 资源编排 价值创造 乐普医疗

## Abstract

With the advancement of the economy and societal progress, people's living standards are continuously improving, leading to an increasing demand for medical health. Simultaneously, there is a growing social attention and investment in public health to provide better medical conditions and services. Based on this, the demand for related medical device products is gradually rising. The implementation of various policies such as procurement policies and new medical infrastructure has not only expanded the market space for the medical device industry but also brought forth new development opportunities and challenges. However, China's medical device industry currently faces issues such as small scale, large number of players, and overall low management level resulting in intensified market competition. In this context, mergers and acquisitions have become increasingly crucial strategies for medical device companies to achieve rapid expansion and sustainable development. For enterprises, continuous mergers and acquisitions are carried out guided by a series of corporate strategic objectives. Nevertheless, whether continuous mergers and acquisitions can truly add value to enterprises depends on whether resource integration after completion meets established objectives while achieving expected results

- that is, the effectiveness and feasibility of resource integration. Resource orchestration theory provides a novel approach to address this problem by deeply analyzing the evolution mechanism of value creation through continuous M&A while uncovering internal relationships between continuous M&A activities and value creation. This paper employs resource orchestration theory as its analytical framework with Lepu Medical being selected as the research subject to conduct an in-depth discussion on merger acquisition behavior.

This paper applies the resource orchestration theory as the starting point of analysis, chooses Lepu Medical as the research object, and conducts an in-depth discussion on the M&A behaviors from 2010 to 2019, to study how enterprises realize value creation through successive merger and acquisition activities, and to identify pathways and mechanisms for value creation. After meticulously integrating the literature review and theoretical foundation, the research framework of the article is established. Then the successive M&A process of LPMC is exhaustively reviewed, and the M&A activities are divided into two phases according to the development of the company's strategy as well as the characteristics of the business changes: the initial exploration phase and the diversified M&A phase. On this basis, the resource orchestration framework is applied to gradually analyze the specific paths of LPMC's successive M&A to achieve value creation from the four major steps of

resource identification, resource structuring, resource bundling and resource utilization. Then, through the event study method, EVA analysis method and non-financial analysis method, the value creation effect of LPMC's M&A activities at different stages of development is quantitatively and qualitatively analyzed. Finally, the article evaluates the value creation effect of LPMC after successive M&A, so as to draw research conclusions.

This paper draws the following conclusions, in the continuous M&A process of LPMC, the success of continuous M&A relies on good resource orchestration and integration capabilities, and how to mobilize, redeploy and deploy resources plays a decisive role in this process. In addition, resource orchestration can effectively enhance the value creation of successive corporate M&A. Through the four key steps of resource orchestration, it optimizes the resource allocation in the process of M&A, in order to bring references and lessons for the same industry.

**Keywords:** Continuous M&A; Resource Allocation; Value Creation;  
Lepu Medical

# 目 录

<b>1 绪 论</b> .....	<b>1</b>
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 研究内容与方法.....	3
1.2.1 研究内容.....	3
1.2.2 研究方法.....	4
1.2.3 研究框架.....	5
<b>2 文献综述与理论基础</b> .....	<b>7</b>
2.1 文献综述.....	7
2.1.1 连续并购.....	7
2.1.2 价值创造.....	9
2.1.3 资源编排.....	11
2.1.4 文献述评.....	13
2.2 相关理论基础.....	14
2.2.1 资源编排理论.....	14
2.2.2 协同效应理论.....	17
2.2.3 价值管理理论.....	18
<b>3 乐普医疗连续并购概况</b> .....	<b>20</b>
3.1 公司简介.....	20
3.2 历次并购活动概述.....	21
3.3 乐普医疗各并购阶段的划分.....	23
3.3.1 第一阶段：初步探索阶段(2010年-2012年).....	23
3.3.2 第二阶段：多元化布局阶段(2013年-2019年).....	23
<b>4 资源编排视角下乐普医疗连续并购的价值创造过程分析</b> .....	<b>24</b>



4.1 初步探索阶段的价值创造过程分析 .....	24
4.1.1 资源识别 .....	24
4.1.2 资源结构化 .....	25
4.1.3 资源捆绑 .....	28
4.1.4 资源利用 .....	28
4.2 多元化并购阶段的价值创造过程分析 .....	30
4.2.1 资源识别 .....	30
4.2.2 资源结构化 .....	31
4.2.3 资源捆绑 .....	32
4.2.4 资源利用 .....	34
<b>5 资源编排视角下乐普医疗连续并购价值创造效果分析 .....</b>	<b>35</b>
5.1 连续并购的市场效果分析 .....	36
5.1.1 事件定义和窗口选取 .....	36
5.1.2 计算分析过程 .....	37
5.2 连续并购的 EVA 分析 .....	42
5.3 连续并购的非财务分析 .....	49
5.3.1 市场占有率 .....	49
5.3.2 企业创新能力 .....	50
<b>6 研究结论与启示 .....</b>	<b>53</b>
6.1 研究结论 .....	53
6.2 研究启示 .....	54
6.2.1 建立灵活有效的资源管理机制 .....	54
6.2.2 谨慎合理选择优质并购标的 .....	55
<b>参考文献 .....</b>	<b>56</b>
<b>致 谢 .....</b>	<b>60</b>

# 1 绪 论

## 1.1 研究背景及意义

### 1.1.1 研究背景

经济的持续增长推动企业规模的不断扩大，而在企业发展的征途当中，并购重组作为一种策略，使得企业能够吸纳行业内其他拥有卓越资源的企业，这已经成为企业在激烈的市场竞争中寻求外部成长的关键手段。随着并购次数的增多，单一的上市公司也逐渐提高了并购的频率。然而，随着时间的推移，单一的并购交易已难以满足企业快速发展的需求。企业之所以能够汇聚各类资源，是因为其具备了整合资源的独特能力和价值，通过一系列连续并购行动，不仅能够加快行业融合的步伐，还能够对产业结构进行优化升级。在这个过程中展示了企业如何积累与配置资源，并加之有效利用以实现战略目标。通过连续并购，企业能够快速获取外部的高质量资源，从而快速增强自身的实力。

近期，随着我国居民生活品质的稳步提升，大众对于健康的关注亦日益升温，因而生命健康被人们视为了最优先的追求目标。此外，得益于医疗科技的飞速发展，国内对医疗设备的需求激增，显现出一种迅猛的增长趋势。在我国医疗器械产业技术不断提升和产业链日趋成熟的同时，市场规模亦随之持续膨胀。据最新数据显示，截至 2023 年，我国医疗器械市场的规模已经迅速扩张至约 10358 亿元，同时，国内生产医疗器械的企业数量也已达到 33788 家，同比增长了 8.54%，其中中国医疗器械上市企业数量为 172 家。由医疗器械行业发展报告可知，我国医疗器械行业的发展速度在之后预计将继续保持年均复合增长率约为 14% 的增长。

此外，医疗器械行业作为国家的关键支柱，它不仅致力于维护社会稳定和国家安全，同时在公共卫生事件突发频发的情况下，医疗器械的供应和使用对于救援和治疗工作至关重要。在疫情期间，医疗器械如呼吸机、检测试剂等的需求激增，医疗器械行业需要迅速响应，保障医疗资源的供应。为了推动国内医疗器械企业的快速发展，国务院相继出台了《“十四五”医疗装备产业发展规划》和《“健康中国 2030”规划纲要》等政策，加之不断完善法律法规，使得行业发展更加

有序，趋向集中化。当前，国内的医疗器械领域普遍存在着企业规模较小、企业数量众多、整体经营水平有待提高以及行业集中度角度等多方面挑战，与此同时，市场竞争日趋激烈。因此，并购整合逐渐成为了医疗器械企业快速扩张和持续发展的核心策略。企业可以通过并购的方式来整合资源、提高竞争力，进一步巩固自身在市场上的地位。因此，通过连续并购成为了行业发展的必然趋势。预计在未来几年中，医疗器械行业的并购将更加普遍，企业将通过连续并购的方式获取优质的资源，实现企业的长久的发展。基于此，三个核心问题亟待解决：医疗器械企业该如何有效进行连续并购？这种并购是否确实能为企业创造价值？以及如何实现这种价值的创造？这些都是值得深入思考和探讨的问题。

综上，本文以乐普医疗为例，深入探讨了医疗器械行业中连续并购对企业发展的重要作用。乐普医疗作为国内领先的医疗器械研发与生产企业，上市后通过连续并购策略，以创新研发、精准医疗、智慧医疗和优质服务为核心，成功构建了四位一体的医疗健康生态圈，为患者提供全方位、个性化的医疗服务，成为了行业的佼佼者。为探究乐普医疗连续并购的实质影响，本文依据资源编排的视角，对乐普医疗成立以来重要并购事件进行了梳理与分类，构建了连续并购价值创造演进的框架，以期揭示资源编排与价值创造之间的内在联系，实现资源向价值的最大化转化。

## 1.1.2 研究意义

### （1）理论意义

首先，本文立足于连续并购的视角，着重分析各次并购之间的内在联系，并将这些并购活动与乐普医疗在不同阶段设定的战略目标进行对接。这对于从整体层面深入解析连续并购如何创造价值至关重要。其次，借鉴资源编排理论，旨在对企业并购过程进行深层次地挖掘，具体而言，将其划分为资源识别、资源结构化、资源捆绑以及资源利用四个核心环节，以便深入研究和理解连续并购创造价值过程的内在运作机制。在此过程中，资源组合的方式和编排过程将对企业未来的并购行为产生深远影响，这无疑为资源编排理论增添了新的内涵。此外，本研究不仅拓展了资源编排理论的应用领域，同时也为医疗器械行业连续并购的相关研究提供了更加完善和丰富的参考。

### （2）现实意义

医疗器械行业对于国家的发展和民众的生活均具有重要意义，其进步直接关系到公众的福祉。因此，深入探讨医疗器械企业连续并购的现象，对于推动行业体制改革、揭示并购过程中的价值创造路径具有深远的意义。并购作为提升企业竞争力的重要手段，能够助力企业获取更多资源，进而提升其价值。但资源获取仅仅是开始，并购后能否实现真正的价值创造，关键在于如何有效地整合这些资源。在连续并购的过程中，企业不仅要关注资源的获取，更应重视资源的整合和编排过程，以便探索出资源和价值创造的最佳路径。这样，企业才能最大化并购投资的效果，实现真正的增值。

乐普医疗上市初期专注于深耕医疗器械领域，自上市以来，乐普医疗已成功地进行了三十余次并购活动，这些连续的并购举措使其业务领域得以逐步拓宽。通过这种方式，实现了从单一心血管介入医疗器械生产商向多元化医疗健康产业集团的完美转变。这种战略布局不仅增强了公司的综合竞争力，也为其未来的可持续发展注入了新的活力。在这个过程中，通过运用资源编排理论，可以更加清晰地洞察其并购逻辑链，深入探究乐普医疗是如何通过连续并购实现价值创造，并将各种资源有效整合转化为企业的核心竞争力。这样的研究对于其他医疗器械企业在制定并购决策时，具有重要的参考价值。

## 1.2 研究内容与方法

### 1.2.1 研究内容

本文选取乐普医疗作为案例，从资源编排的视角出发，对乐普医疗在 2010—2019 年连续并购活动进行研究，分析乐普医疗连续并购的不同阶段的资源编排运行机制，深入探究乐普医疗是如何通过连续并购实现价值创造，以此挖掘出连续并购实现企业价值创造的底层逻辑，基于此论文布局的各章节研究内容如下：

第一章是绪论。本章主要阐述研究背景与意义，梳理研究内容和研究方法，并且构造出本文的研究框架。

第二章是文献综述与相关理论基础。本章回顾整理了连续并购、资源编排理论、价值创造的国内外研究现状与成果，也梳理了三者关系的研究综述，为文章给予指导依据，为后文的分析做好铺垫。另一方面介绍了资源编排理论、协同效应理论以及价值管理理论，以便揭示企业连续并购的价值创造效应及其作用机制，更好的探究其基本逻辑。

第三章介绍了乐普医疗连续并购概况。主要阐述乐普医疗的简介，梳理乐普医疗在 2009—2019 年间的连续并购历程，并针对并购过程中的业务发展特征，划分为不同的并购阶段，具体包括初步探索阶段和多元化布局阶段，为后续分析不同价值创造过程的阶段做准备。

第四章叙述了不同并购阶段下的资源编排价值创造分析过程，明确其生成价值的具体步骤。一是基于资源编排视角，按照资源编排理论，从资源识别、资源结构化、资源捆绑、资源利用四个次序分析乐普医疗在初步探索阶段和多元化布局阶段的资源编排过程，总结出并购不同阶段资源编排的逻辑框架。

第五章主要采纳事件研究法、经济增加值（EVA）分析法及相关非财务指标进行综合分析，评估乐普医疗在并购过程中不同阶段的价值创造效果情况，验证资源编排路径下创造价值的有效性。

第六章得出研究结论与研究启示。通过前文的研究，明确价值创造过程内在运行机制和价值创造效果，得到本文的结论与启示。

## 1.2.2 研究方法

### （1）文献研究法

通过梳理关于资源编排、连续并购以及价值创造等方面的学术文献，本文对现有研究成果进行了深入理解和总结。参考了多位学者的研究思路，为构建本文的理论框架和研究路径提供了坚实的基础。这一方法不仅有助于全面把握资源编排理论在连续并购领域的应用，更为探究乐普医疗连续并购如何创造价值提供了理论支撑。

### （2）案例分析法

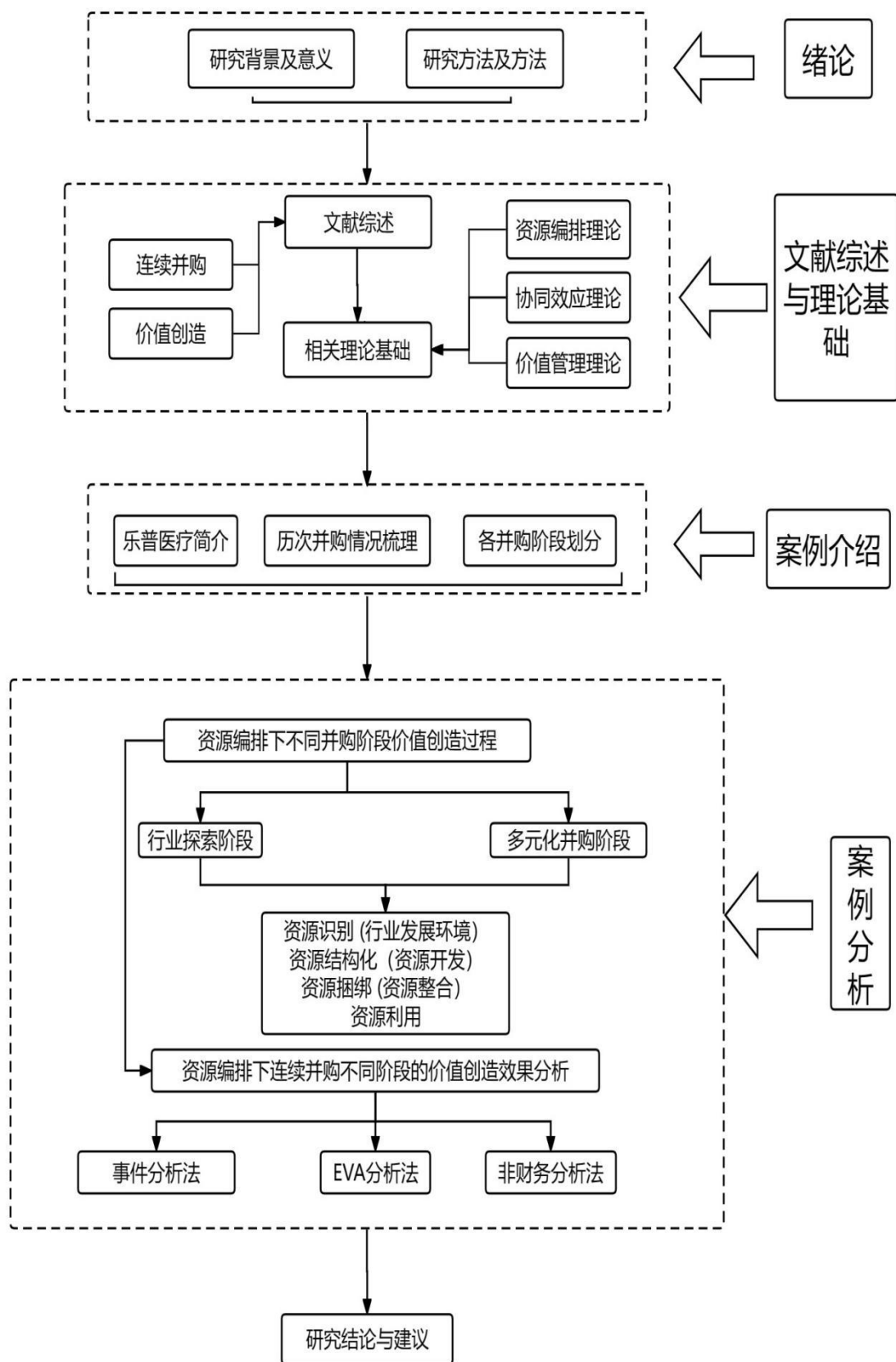
本文以乐普医疗作为研究对象，通过引入资源编排理论，深入剖析了该公司自 2009 年至 2019 年间连续并购的历程。本文研究的核心点在于企业实施连续并购战略的过程中，资源编排策略如何助力企业在连续并购中实现价值的最大化创造，旨在揭示乐普医疗连续并购的价值创造底层逻辑，并尝试构建一条动态的连续并购价值创造路径。此外，本文还基于这一路径评价了连续并购所产生的价值效果，并得出论文的结论与启示，对于类似企业在进行连续并购及在整合资源方面具有一定的参考价值。

### （3）事件研究法

本文采用了事件研究法以便研究公司连续并购的价值创造效果。该方法通过利用市场调整模型,对并购事件发生窗口期内的公司股价和市场指数进行计算和整理,得出了每次并购事件发生时的窗口期内的超额收益率(AR)和累计超额收益率(CAR)。之后,进一步计算了平均超额收益率(AAR)和累计平均超额收益率(CAAR)。通过这些指标,从股价变动的角度分析了并购事件对上市公司价值的影响,从而更加全面地评价了乐普医疗并购事件后的价值创造效果。

### 1.2.3 研究框架

本文主要聚焦于“我国医疗器械企业如何利用连续并购创造价值”的议题,以乐普医疗作为深入研究的案例。乐普医疗因其十多年的并购历史而在该领域中表现出显著的典型性。本文将乐普医疗的并购过程划分为两个主要阶段:初步探索阶段和多元化并购阶段。通过运用资源编排理论的四个核心子过程,旨在深入剖析乐普医疗在每个阶段所采取的资源整合策略以及这些策略如何助力其形成核心竞争力。从乐普医疗的不同发展阶段出发,详细探讨其资源编排的具体实施以及能力的形成过程。最后,从EVA分析法和非财务指标法对企业连续并购的价值创造效果进行评价,以此得到论文的研究结论与启示。本文的论文框架如图1.1所示。



资料来源：根据整理分析所得

图 1.1 论文框架图

## 2 文献综述与理论基础

本章旨在对乐普医疗公司连续并购实现价值创造所涉及的文献及相关理论进行综合整理和分析。有关文献主要包括连续并购、价值创造以及连续并购与价值创造之间的关系等内容，而相关理论主要聚焦于资源编排理论和协同效应理论。在对文献进行概括性总结的基础上，特别阐述了连续并购、资源编排以及价值创造三者之间的紧密关联，以此对文章写作的理论逻辑进行完整而准确的梳理，确保文中的各个组成部分都能够恰如其分且相互联系。

### 2.1 文献综述

#### 2.1.1 连续并购

##### (1) 连续并购的内涵

国外对于连续并购的研究颇为广泛与丰富，最早可追溯至 Schipper 与 Thompson (1983) 所发表的《并购活动对收购公司回报和市场价值的影响研究》。该文首次明确定义了连续并购的概念，并提出企业的连续并购实际上是由多个独立的并购事件所组成的观点，各个事件存在内在联系并且围绕同一个战略目标而展开。Fuller (2002) 等学者发现同一企业短期内多次进行并购时，其财富的递减效应，首次采用“multiple acquisitions”一词来描述这种现象，并对其进行了定义，即“在三年内实施了五次及以上并购活动的公司”，在后续连续并购的研究中，对于连续并购的表述和界定多数都有所参考和借鉴于此篇论文的研究成果。Crocì 和 Petmezas (2005) 探究了企业在一段时间内的多次并购活动，并探讨了这些并购活动对企业绩效和股东财富的影响在将其概念设定为“五年内进行不少于五次的并购活动”。Doukas 等 (2003) 将连续并购的概念设定为“三年内实施了不少于五次的并购活动”。Billett 和 Qian (2005) 将“企业在五年内的并购次数不少于两次”作为连续并购的限定条件。Rovit 等学者 (2003) 认为“一个公司或组织在相对短的时间内连续进行多次收购或合并的战略行为”就可称之为连续并购。

我国学者对于连续并购的研究相对较为滞后，一般将企业在某一特定时期内进行多笔并购定义为“连续并购”。吴超鹏等 (2008) 的研究选取了 1997 至 2005 年这一时间段，将连续并购的标准设定为企业在这段时间内至少进行两次并购交



易。而陈瑜（2009）强调了并购活动的连续性和频繁性，将连续并购的界定条件定为企业在一定时间内发生的并购交易次数超过一定数量。黄嫚丽等（2020）企业在一定时期内，持续、重复地进行多次并购交易，并通过这些并购活动在多个方面对企业产生动态影响的一种特殊战略行为。综上，本文所选取的乐普医疗作为研究对象，符合连续并购的概念。

## （2）连续并购的动因

根据文献研究发现，学术界对于连续并购的原因进行了深入探究，其中，主要集中在寻求新的利润增长点、实现经营和财务两大方面的协同效应、促进产业链完善、实现战略转型等方面。

贺天玥、冯体一和潘超（2021）研究发现，新时达电气股份有限公司之所以进行连续并购，是为了产生协同效应。其通过并购可以向外界传递利好或利空的消息，并可增强企业核心竞争力、获得新的利润点，进而为股东创造财富。丁千叶（2021）选择科大智能进行连续并购的原因则是为了改善企业当前的经营状况，探寻新的利润增长方向；并在此之上，不断通过并购方式获取创新技术，强化企业核心竞争力，同时扩大企业规模并为高管提供利益分配机会。

Porter, M. E. (1985)持有如下观点，连续并购有助于企业迅速且有效地将多个公司的资源融合起来，从而实现资源的优化配置，补充和拓展企业自身资源，进一步扩大企业规模。在降低运营成本的同时，亦可以提高整体经济效益。李善民和朱滔（2005）认为通过并购不同行业或不同市场的企业，企业可以拓展业务范围，更好的发挥协同效应，实现规模经济和范围经济，以此提高市场竞争力。刘莉亚、何彦林、王照飞、程天笑（2016）提出连续并购可以帮助企业实现经营协同效应和财务协同效应。经营协同效应主要体现在通过并购扩大企业规模、提高市场份额、实现资源互补等方面，从而提高企业的整体运营效率。财务协同效应则主要体现在通过并购优化企业的资本结构和财务资源，降低资金成本，提高财务效益。

吴晓波和胡松翠（2019）指出不断的并购行为有助于企业优化其产业链，并增强其整体竞争力。企业通过合并与产业链相关的各种公司，能有效地促进产业链从上到下的合作协同。这不仅实现了资源共享，也促成了各自优点的相互补充，从而显著提升了整个产业链的运行效率和市场竞争力。刘莉亚和王照飞（2020）

强调了连续并购在促进产业链完善中的作用,通过对产业链中的核心单位或关键企业进行合并和收购,公司能更紧密地与其他环节的企业合作,从而达到产业链整合与优化的目的。李文新与于婷(2022)提出,公司进行收购的核心驱动力包括促进公司的升级和转型、构建完善的产业链、增强在市场上的竞争力,以及追求企业国际化的目标,以便能够迅速占领新的市场空间。

## 2.1.2 价值创造

### (1) 价值创造的内涵

在学术界,关于价值创造的定义存在广泛的争议。张新(2003)从经济效益的角度进行分析,认为价值创造的核心在于并购后企业整体运营效率和盈利能力的提升。吴照云和王宇露(2003)认为企业应寻优化生产效率和成本效益的路径,实现以更低成本获得相同产出,或以相同成本达到更高产出和效益,是并购价值创造的真正内涵。栗学思(2006)强调了企业在价值创造过程中应全面考虑所有相关活动的成本,并以客户价值为导向进行价值创造。而周聪聪(2010)则从资本投资的角度提出了衡量价值创造的方法,即:企业在创造价值时需要考虑所有使用稀缺资源的机会成本,其中包括债务资本和权益资本,只有当投资项目的预期收益超过其资本成本时,企业才是真正实现了收益。

### (2) 连续并购的价值创造

在并购领域, Ichak Adizes(1989)首次提出并购价值创造意味着并购后的企业整体价值高于并购前双方企业各自独立存在时的价值总和。屠巧平(2002)认为,并购价值创造是指通过并购活动使企业获得超额收益,这种超额收益体现为股市中股价的上涨,以及并购后企业规模的扩大、市场份额的增加以及经营效率的提高,合并方的价值优于合并前双方各自的价值。此外,顾慧宁(2020)从资源整合的角度进一步解释了并购价值创造的含义,企业并购后资源的有效整合和优化配置在并购过程中十分重要,这种资源整合不仅可以扩大企业的资源规模,还可以实现资源的互补和协同,从而推动企业的整体竞争力和提升价值。

Abdul等(2016)的研究指出,连续并购对企业的价值创造起到了积极的作用,包括但不限于增加品牌知名度,提升股东价值以及提升企业核心竞争力等。Ismail(2011)选择了一组发生并购的企业作为研究样本并收集了这些企业在并购前三年和并购后三年的财务数据进行对比,研究表明企业并购发生后的财务指

标均值显著提高。Tate (2005) 认为过度自信的管理层往往高估自己的能力和并购目标的潜力, 导致不必要的并购活动, 从而损害企业价值。此外, Basuil & Datta (2015) 指出管理者在并购过程中过度依赖以往的经验, 倾向于高估自己的能力和判断力, 相信并购能够为企业带来更大的价值, 而忽视了潜在的风险和成本。Laamanen & Keil (2008) 的研究表明, 与单次并购不同的是, 在连续并购中, 并购方往往会考虑战略目标的实现, 制定符合其要求的收购计划, 并且这种行为将会形成长期的战略动力, 推动企业不断创造价值。虽然大多数学者普遍认为连续并购有助于企业的价值创造, 事实上, 连续并购的实施总是牵涉多个层面, 包括管理体系和文化等方面的差异, 这些因素都有可能对价值创造的效果产生重大影响。然而, 只有持续地以战略目标为导向推动企业的长期发展, 才能实现企业的增值和升值。

### (3) 并购价值创造的影响因素

早期, 学术界通常从组织行为学、战略管理、并购后整合以及财务学等领域探讨了影响并购价值创造的因素。在组织行为学领域中, Barker 和 Mueller (2002) 发现当高管团队在并购决策和整合过程中存在风格差异时, 可能会导致决策不一致、沟通障碍和协调问题, 从而影响并购的成功率和绩效。在战略管理领域, Haspeslagh 和 Jemison (1991) 提出了“战略适应观”, 强调并购双方的战略适应性是并购价值创造的重要因素, 并购的成功与否取决于并购双方能否实现战略上的互补和协同。在并购后整合方面, Bert (2003) 认为成功的并购需要注重时机和执行力, 即在并购后整合的速度和程度上做出相应优化, 方可有助于提升并购价值。据 Asquith, Bruner, and Mullins (1983) 在财务学领域的研究发现当目标公司的股票市场估值相对于其重置成本较高时, 收购方在并购后的超额收益 (即并购相对于市场基准的额外回报) 也更高。因此, 在考虑到公司并购所创造的价值影响因素时, 需要综合考虑上述四个领域, 建立一个全面覆盖的理论模型。

### (4) 价值创造评价方法

在国际研究的前沿, 20 世纪 80 年代, Stern Stewart 公司是 EVA (经济增加值) 管理体系的创造者, 首次将经济增加值 (EVA) 这一全新概念引入企业价值评估体系, 这一创新性的尝试迅速引发了国内外学术界的广泛关注, EVA 逐渐成为企业业绩评价的主流工具。EVA 的核心在于, 它不仅仅关注企业的盈利,

还充分考虑了企业的资本成本。这使得其能够更真实、更全面地反映企业的价值创造情况。Fernandez（2015）发现 EVA 指标与传统的财务评估指标相比，EVA 提供了一个更为深入、更为准确的评估视角，同时将 EVA 与企业的战略规划和预算管理相结合，企业可以更加明确地了解哪些业务单元或项目在创造价值，哪些则在消耗价值。这有助于企业优化资源配置，提高决策效率，最终实现更高的股东价值。Nicholson 和 Rekha Rao（2013）运用事件研究法观察到，在并购事件发生前后，公司的股价往往会出现显著的波动，这表明市场对这些事件有着敏感的反应。因此认为事件研究法是一种有效的工具，能够量化评估特定事件对公司股价和股东财富的影响，从而为投资者、利益相关者和管理者提供有关公司价值和业绩的重要信息。

国内关于创造价值评价指标做了如下研究，穆森森（2018）在文献中提到为了推动国有企业资本价值的增值，国资委已将 EVA 列为考核指标之一。此外，孟娅（2019）认为非财务指标更具有前瞻性和预测性，能够帮助企业更好地预测未来的市场变化和竞争态势。因此，在对并购的价值创造效果进行评价时，引入非财务指标评价法，比如市场份额、专利数、研发投入率以及研发人员构成等方面进行分析，能更有助评价长期创造价值效果。

### 2.1.3 资源编排

资源编排理论被定义为一个综合性的过程，即通过资源的构建、整合和利用，为客户创造价值并为企业带来竞争优势。目前，资源编排理论已经在战略变革、并购、数字化等多个领域被广泛应用。然而，企业资源的编排并不仅仅是简单的资源累加，而是一个系统的过程，涉及诸多因素，这些观点为胡海波等学者所提出。王炳成等（2022）的研究发现，资源编排对企业提升资源管理和协调能力至关重要。企业的发展战略不同，其对未来的发展方向、资源配置和运用方式的选择也会有所差异。但不论采取何种战略，企业在制定和实施资源配置与行动时，都必须紧密结合内部和外部环境的实际情况。

资源编排理论是一个涵盖多个维度的过程，它包括资源的识别、结构化、捆绑和利用，目的是为客户创造价值并为企业带来竞争优势。这一理论在诸如战略转型、合并与收购、数字化等众多领域都获得了广泛的应用。但是，资源的组织和配置不仅仅是简单地累加资源，它更是一个涉及众多因素的复杂的系统流程，

胡海波（2018）对这个问题进行了深度的研究和讨论。王炳成（2022）等人的研究指出，资源的合理配置对于提高企业在资源管理和协调方面的能力具有关键性的影响。在各种不同的发展策略的引导下，公司会对其未来的成长路径、资源分配和应用方法做出各异的决策。但是，不论公司选择哪种策略，它们在资源分配和行动上都必须与其所面临的内部和外部环境紧密相连，以确保所制定和执行的战略计划与实际状况相匹配。总的来说，资源编排理论是一个多方面的过程，其目的是通过构建、整合和利用资源，为企业创造价值和竞争优势。在执行时，公司必须深入思考其内部及外部的环境要素，以确保资源的分配和所采取的行动与其战略愿景相吻合。

Wright（2012）在研究中发现为了提高资源的使用效率和投入与产出的比例，高效的资源配置策略是非常关键的。这样的编排行行动确保了公司可以高效且充分地使用其有限的资源。张青和华志兵（2022）认为资源编排理论深刻地解释了企业如何将分散的资源整合成强大的能力，进而形成持续的竞争优势，从而实现价值创造的核心过程。这一理论突出了企业在资源管理方面的主观能动性和创新性，同时也强调了在不断变化和复杂的商业环境中，实现可持续发展的关键性。梁丽娜（2022）提出在不同的企业战略和动态竞争环境中，资源配置行动与公司层面和业务层面的战略是紧密相连的。因此，资源不只是经济上的，它们还拥有社会的特性，这些特性之间存在直接或间接的联系，并需要根据外部环境的演变做出相应的调整。

资源不仅是企业创造价值的基石，也是构筑持续竞争优势的源泉。因此，研究价值创造时，资源问题自然成为关注的焦点。杜占河等（2017）的研究进一步证实了资源编排方式在价值创造与企业资源之间的桥梁作用，它能够有效调节和优化资源的配置和利用。而陈张媛等（2022）则通过深入案例研究揭示了，在不同转型阶段中，企业的资源编排策略经历了从外部获取到内部积累的转变，最终形成了资源协同共享的结构化模式。这种模式不仅促进了企业内部资源的有效整合，还显著提升了企业的信息化、运营和合作等关键能力，从而实现了价值创造的显著跃升，这一发现为企业如何在转型过程中优化资源编排、提升竞争力提供了宝贵的启示。

## 2.1.4 文献述评

综合以上文献可见,现有资料对于企业并购的价值创造进行了一定数量的研究,可以为论文分析提供相关思路。现有研究可以归纳为以下几点:

首先,关于“连续并购”的研究,学术界尚未设定统一的标准。无论是国内还是国外的学者,普遍认为“连续并购”不仅要求企业在特定时间段内进行多次并购活动,而且这些并购活动之间需要存在一定的相互关联。尽管对连续并购的研究在不断地深入和完善,但大多数现有的研究仍然从静态的角度去探讨,这种静态的研究方法可能无法全面揭示连续并购的真实情况和内在机制。连续并购的动机,主要包括四个方面:寻求新的利润增长点、实现经营和财务两大方面的协同效应、促进产业链完善、实现战略转型。

其次,对于并购价值创造的研究,可以从四个维度进行考量:战略管理、组织行为、财务学和并购整合。这些因素在并购价值创造过程中均发挥着重要作用。现有文献中,对并购的价值创造及相应的评价指标进行了深入研究。在连续并购的背景下,价值创造不仅关注并购目标的资源获取结果,更重视并购后的资源整合策略。这一特点表明,成功整合资源对于创造并购的价值至关重要。尽管国内外学者对价值创造的评价体系进行了丰富的研究,现有的研究多采用事件研究法、财务指标法和非财务指标法来评价价值创造效果。然而,单纯利用会计指标可能导致无法准确反映企业绩效变化是否真正来源于连续并购行为,也无法清晰揭示连续并购如何影响企业价值创造的过程和机理。这些关于并购价值创造的研究为本文提供了坚实的理论基础,并有助于更深入地理解和分析连续并购对企业价值创造的影响及其背后的机制。

尽管连续并购、价值创造与资源编排这三者之间的关系鲜有研究,但现有文献已对连续并购进行了大量静态分析,而缺乏从动态视角全面审视企业如何通过连续并购实现价值创造的过程。然而,近期研究指出,资源编排是一个持续、动态的过程,随着企业内部和外部环境的变化,必须灵活调整资源编排策略以匹配企业的战略目标。资源编排强调资源的积累、整合与开发,旨在构建关键的竞争优势并创造价值。此外,学者们普遍认为,制定合理的战略对资源编排至关重要,它不仅是资源编排的重心,也是驱动连续并购实现价值创造的关键因素。在连续并购与价值创造的关系研究中,学者们发现,当企业的连续并购活动与战略目标

相一致时，将形成持久的战略动力，进而推动价值创造同时，资源编排理论为理解资源和价值创造之间的关系提供了重要框架。通过分析资源行为，可以更加深入地探究价值创造的成因和演化过程。综合上述观点，本文选择乐普医疗的连续并购案例为研究对象，通过分析其不同时期的战略目标及相应的并购策略，探讨其如何实现战略性成长和创造价值的动态过程。这一研究旨在填补连续并购、价值创造与资源编排之间关系的研究空白，为企业实现战略目标和创造长期价值提供有益的启示。

## 2.2 相关理论基础

### 2.2.1 资源编排理论

资源编排理论早期雏形是资源基础观理论，随着时代的变革演变为动态能力理论，两者结合形成了现代的资源编排理论。

#### (1) 资源基础观

随着时代和环境的不断变化，传统的资源基础观已经不能适应现代社会发展需要，新经济条件下的资源基础理论应运而生。Wernerfelt（1984）首次指出，为了在长期内获得竞争上的优势，企业必须掌握一些与其他企业有所区别的独特资源。企业通过不断地开发和利用这些资源来满足自身需求、维持或创造新的市场需求，从而使自己能够长久生存下去。正因为企业不断地获得各种资源，它们才能在市场竞争中获得上风。整合这些资源的能力将有助于企业在持续的市场竞争中维持其领先地位。Barney（1991）在理论中引入了一项核心观点，企业具有不同的、独特的资源，这些资源可以转化为企业所独有的能力，并且这些资源在企业之间是不可流动的，难以复制。这些独特的资源与能力被认为是企业持久竞争优势的源泉。因此，企业需要投入大量的精力和资源来开发和维持这些核心能力，以便有效地应对外部竞争。不过，资源基础观确实是一种侧重于企业内部资源及其转化为竞争优势的静态理论框架。然而，这句话指出资源基础观未能充分考虑企业内部和外部环境的变化，特别是市场环境波动对企业资源价值的影响，从而可能限制了其对企业动态竞争能力的全面解释。在这种情况下，企业为了能够持续发展，必须要积极进行变革，而动态管理则可以帮助企业实现这一目标。

#### (2) 动态能力理论

动态能力理论是一种经济学理论，强调了企业在快速变化的环境中，通过整

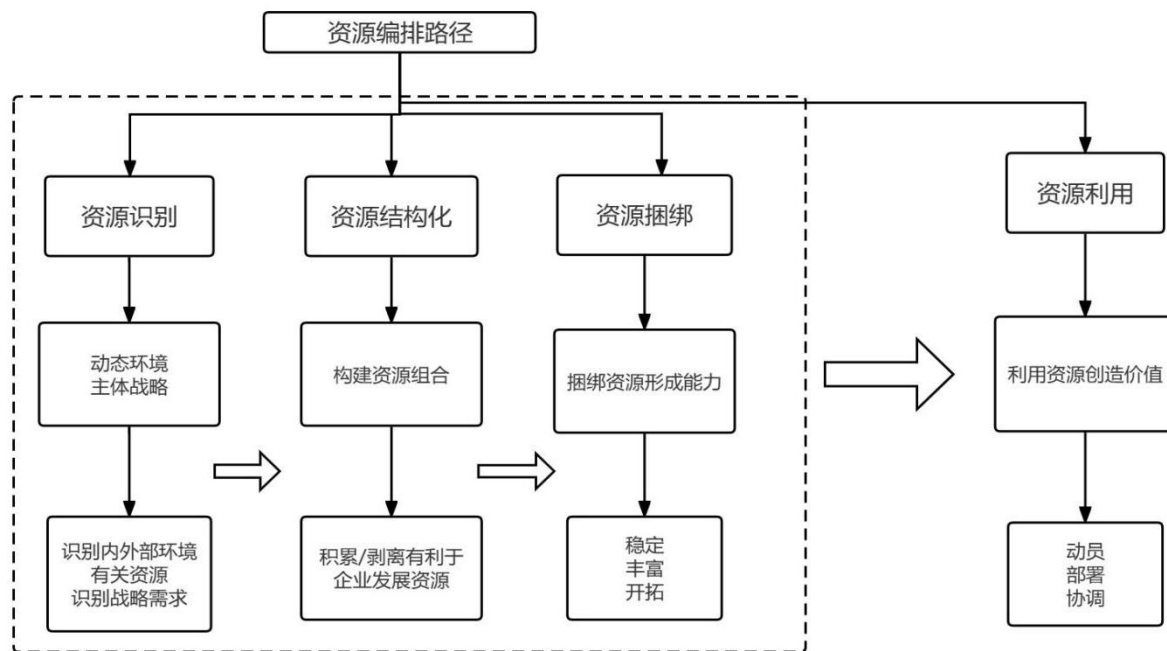
合、构建和重新配置其内外部资源和能力来适应和应对市场变化的重要性，主要研究企业如何通过动态能力来创造和维持相对于其他企业的竞争优势。在动态能力理论中，“动态能力”指的是企业有意识地改变其产品、生产流程、标准或企业服务市场的能力。Helfet（2007）这种能力是一种可习得的、稳定的行为模式，可以系统地创建和调整企业的运行方式，从而提高企业的效率。这些能力包括但不限于组织的学习能力、知识管理能力、资源整合能力、创新能力等。此外，Teece（2007）认为企业应当通过利用资源的吸收与整合以及通过学习、知识管理等方式提升自身的创新能力，逐步整合和改进现有的能力和提高效率，从而在动态、复杂、不确定的环境下获得持续竞争优势。这种竞争优势的来源不仅仅是企业拥有的资源，更重要的是企业如何使用这些资源。总的来说，动态能力理论提供了一种理解企业如何在不断变化的环境中创造和维持竞争优势的框架，强调了企业动态能力的重要性，为企业如何在快速变化的市场环境中保持竞争优势提供了重要的指导。通过培养和利用动态能力，企业可以不断提升自身的竞争力，实现可持续发展。

### （3）资源编排理论

基于资源基础理论以及动态资源理论基础，Sirmon 等人（2007）提出了资源编排理论，该理论不仅关注企业所拥有的资源和能力，还强调如何有效地组合、配置和协调这些资源，以适应和应对快速变化的市场环境。它融合了资源基础观中对独特、不可复制资源的重视，以及动态能力理论中对灵活适应和创新能力的强调。通过资源编排，企业能够更好地管理其内部资源，同时敏锐地洞察外部环境的变化，并快速作出反应。该理论要求企业不仅要拥有有价值的资源，还要具备将这些资源转化为竞争优势的能力，并在必要时重新配置和更新资源，以保持持续的市场竞争力。

因此，资源编排理论为企业提供了一种更全面的视角，将不同类型的资源整合为一个有机的整体，以应对不断变化的市场环境，实现资源的最大化利用和竞争优势的持续创造。Bridoux 等（2013）提出资源编排的四个关键步骤，该过程包括资源识别、资源结构化、资源捆绑和资源利用四个阶段，实质上是一个将企业内部资源转化为实际价值的管理和优化过程。与此相关的企业资源编排框架展示如图 2.1 所示：





资料来源：梳理资源编排理论所得

图 2.1 资源编排框架图

资源编排理论有四部分流程，如下表 2.1 所示：

表 2.1 资源编排四大流程

过程	内涵特征	
资源识别	识别与判断	识别内外部环境，确定战略目标与需求
	获取	引进对企业战略有利的资源
资源结构化	积累	筛选并保留对企业发展具有积极推动作用的资源
	淘汰	淘汰不能为企业带来经济价值的资源
	稳定	精细调整现有能力
资源捆绑	丰富	发展和强化现有能力
	开拓	创造新的能力
	动员	确定最佳的能力组合以把握市场机遇
资源利用	调动	高效的组织和管理能力
	部署	使用功能强化资源利用的效果

资料来源：根据查阅相关资料、整理文献所得

资源编排理论中，资源识别是第一步。首先根据市场环境的变化对于企业发展的战略做出明确的规划，然后对企业内部和外部资源的全面审视和分析，企业需要明确自己拥有哪些资源，这些资源的数量和质量如何，以及这些资源可能带来的潜在价值。在识别资源之后，企业需要对这些资源进行结构化处理，即通过对外部资源的获取、内部资源的积累以及非生产性资源的剥离等行为，实现资源的重整和优化。这个过程有助于企业形成更加清晰、有序的资源结构，为后续的资源编排提供基础。资源捆绑是第三步，主要目的在于对已经结构化的资源进行进一步的整合和优化。企业需要对这些资源进行稳定化、丰富化和开拓性的活动，如开展各种业务合作、技术创新和市场拓展等，以实现资源的最大效用。这个过程有助于企业形成更加紧密、高效的资源网络，提升整体竞争力。前三个步骤是为最后一步打基础，即资源利用，通过对现有资源的开发和能力转换，改进、丰富和扩展现有能力，并开创出新的企业需要将已有的资源进行深度挖掘和利用，同时不断创新和拓展新的资源组合，以构建更加强大的竞争优势。李纯青等(2020)指出资源编排作为一种策略性手段，允许企业在与各种利益相关者合作的过程中，创造、整合和最大化利用这些关系所带来的资源。这不仅增强了企业的资源储备，还使得企业能够更加灵活和有效地应对市场变化。通过资源编排，企业可以平衡其多重身份和角色，从而在多元化的商业环境中保持竞争力并实现持续增长。

在资源编排理论中，虽然资源识别、资源结构化、资源捆绑和资源利用等阶段在功能和重点上有所区分，但它们却是相互依存、相互促进这些阶段需要协同推进，形成一个有机的整体，才能最终实现企业价值的创造。

### 2.2.2 协同效应理论

Ansoff (1965) 开创了“协同效应”的概念，他认为协同效应理论是指两个或两个以上的企业合并后，通过资源共享、优势互补和协作配合，实现整体效益大于各企业独立运营时的效益之和的理论，提升经济效益离不开部门间的协同合作，随着企业兼并浪潮的兴起，企业间的整合也逐渐被提上日程。按照这一理论，合并之后的公司会呈现出“ $1+1>2$ ”的发展趋势。公司在实施完成并购活动后，可以通过共享销售网络、采购渠道、研发资源等，降低经营成本，提高经营效率。近年来，国内外学者对协同效应研究逐渐增多，但大多数学者主要关注并购过程中的财务收益问题。研究人员 Andrew (2000) 认为协同效应意味着资源的共享

和无成本利用，在企业的日常运营中，各个部门或业务单元通常拥有各自独特的资源和能力。当这些资源或能力可以在不增加额外成本的情况下，通过并购的方式，就实现了资源的最大化利用。

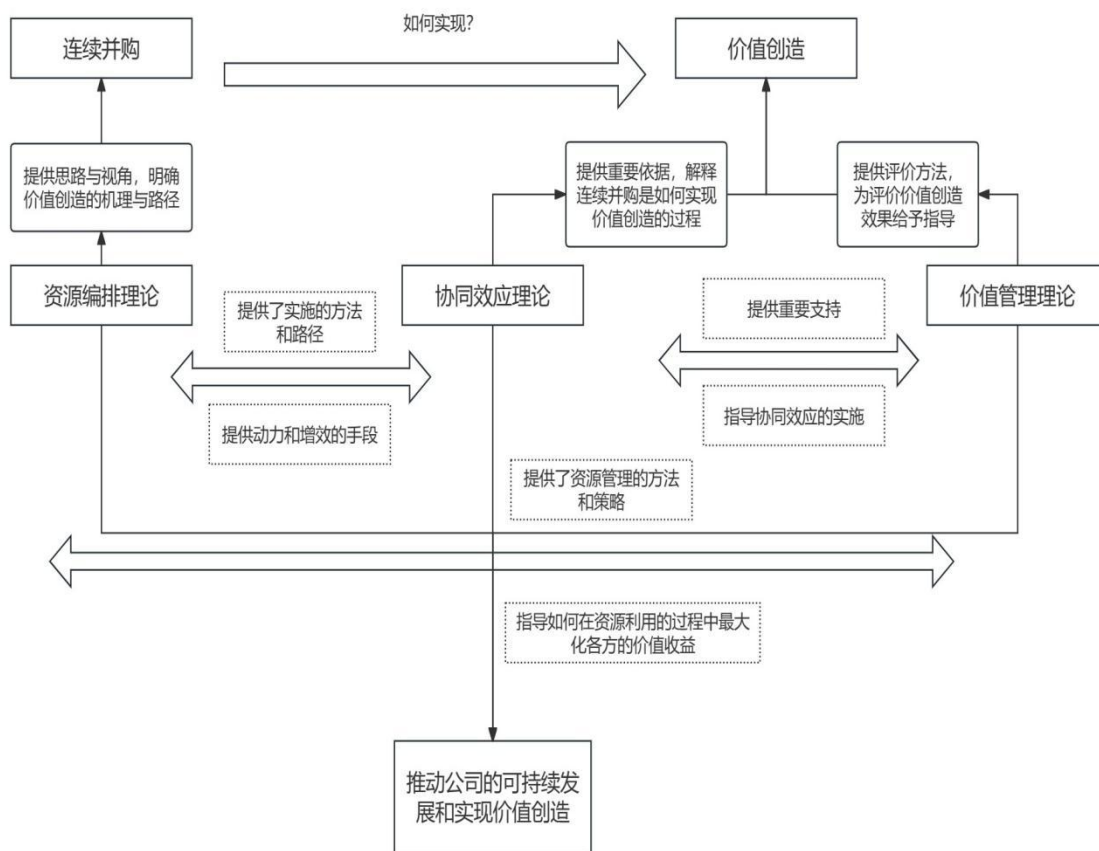
国内知名学者朱正萱（1999）认为协同效应有助于降低经营成本、提升经营效率、优化资本结构、降低财务成本以及改进管理流程。这一观点在学术界获得了广泛认同，多数研究者均认为，企业并购的价值创造主要依赖于协同效应，并购双方之间的优势互补有助于提升企业的整体业绩。因此，在并购过程中，企业通过整合各个并购对象的销售网络和渠道资源，可以扩大销售规模并增加市场份额。同时，通过合理的资金配置和财务管理，企业实现了资金的高效利用。此外，通过引入先进的管理理念和方法，企业还提高了各个并购对象的管理水平和运营效率，从而实现业务提升和转型。

### 2.2.3 价值管理理论

价值管理被定义为一种综合性的管理方式，其核心目标是通过对企业价值的评估来增加其价值。价值管理成为了现代企业经营战略中重要组成部分，其核心理念是，通过对企业所依赖的价值进行有效的管理，不断优化产品服务的价值链管理，提升整体品质与价值，进而满足客户的多样化需求，并推动经济效益的提高。企业价值管理是对企业经营过程进行全方位、全过程的规划与控制，使企业的各项资源得到合理配置。

李仁良（2003）在研究中提到企业价值管理构成了现代企业管理的核心要素。这一观点强调了价值管理在企业管理中的重要性。连续并购作为企业扩张和增长的一种策略，与价值管理之间存在密切的关系。连续并购是企业通过购买其他企业来实现规模扩张和市场占有率提升的一种方式。在并购过程中，价值管理起着至关重要的作用。企业需要对目标企业进行评估，确定其是否符合自身的战略目标和价值理念。这需要对目标企业的价值进行准确的评估，包括其财务状况、市场前景、技术实力等方面。只有在评估确认目标企业的价值符合企业的期望时，才会进行并购。此外，并购后的整合过程中也需要进行有效的价值管理。并购完成后，企业需要将目标企业纳入自身的管理体系中，实现资源的优化配置和协同效应。

如图 2.2 所示，综合分析了三个理论之间的要点与关系。三者存在着密切的关联，它们之间相互促进和支持。资源编排理论关注如何最有效地配置和利用资源以实现特定目标，协同效应理论则关注如何增强各种资源的效用，而价值管理理论则指导如何在资源利用的过程中最大化各方的价值收益。资源编排理论为协同效应理论提供了框架和方法论，指导如何将资源合理地组织和管理，而协同效应理论则强调资源之间的相互作用和协同效应，通过合作实现资源的最优利用。价值管理理论则着重于如何最大化价值创造和交付给利益相关者。资源编排理论为价值管理理论提供了资源管理的方法和策略，协同效应理论强调合作和协同如何增强资源的效用，通过不同资源之间的互补性和协同作用，实现整体效益的提升。协同效应为价值管理提供重要支持。通过合作和协同，不同资源之间可以相互补充，提高整体效率和效益，从而实现更大的价值创造。同时，价值管理理论可以指导协同效应的实施，确保合作的最终结果能够最大化各方的利益和价值收益。



资料来源：总结与梳理资源编排理论、协同效应理论与价值管理理论所得

图 2.2 资源编排理论、协同效应理论与价值管理理论框架图

### 3 乐普医疗连续并购概况

#### 3.1 公司简介

乐普医疗器械股份有限公司，2009 年成功在深交所上市，股票代码为 300003。作为创业板市值最高的医疗器械公司，成为了国内领先的医疗健康产业集团，同时也是现代心血管领域的一家标杆企业。此外，乐普医疗是国内领先的医疗科技企业，不仅成功自主研发出首款心脏介入冠脉支架，还荣获国家科技部独家授权，成为心血管疾病高端设备的研发中心。乐普医疗自早期开始致力于心血管相关器械的制造，经过多年连续不断的自主研发和并购整合，该公司在上市后如约快速实现了资本的运作，实现了快速扩张。持续的资本并购也使得乐普医疗在多个医疗领域取得显著成就，形成了四大业务板块，具体包括医疗器械、药品、医疗服务和新型医疗业态，并发展成为供、产、销、研于一体的大型医疗集团，其资产规模在 2022 年达到了 213.91 亿元。公司发展潜力巨大，在结合内部自主研发能力的同时，引进外部核心技术和产品，构建心血管全周期平台化企业，实现全方位管理，为患者提供更好的服务，根据 2023 年的相关数据，乐普医疗已经入选全球医疗器械 TOP50 名单，并成为中国医疗器械行业 TOP10 之一。

通过不断的连续并购行为，企业不断提升其技术实力和市场竞争力。如图 3.1 所示是乐普医疗的业务范围结构，此图根据乐普医疗年度报告整理所得。

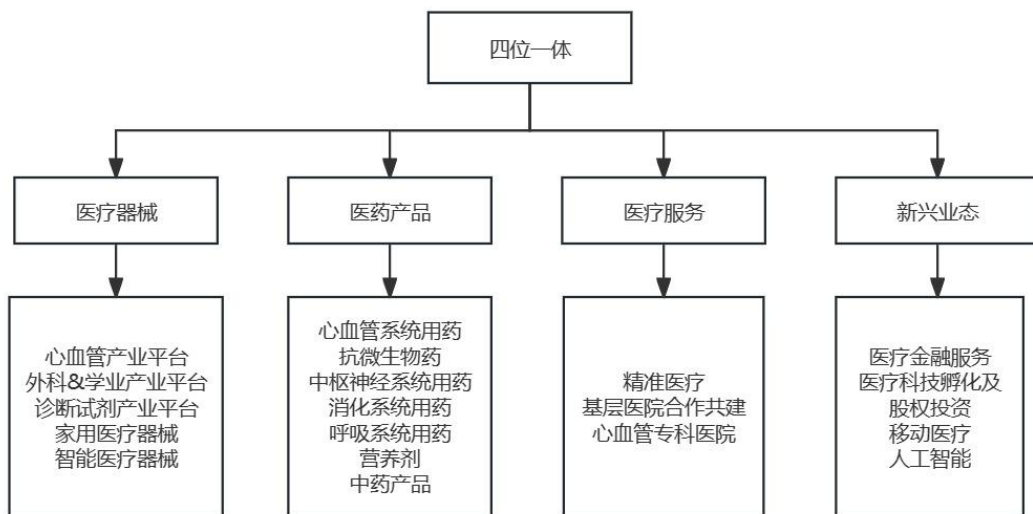


图 3.1 乐普医疗业务范围

### 3.2 历次并购活动概述

本章整理和回顾了乐普医疗过去所有并购活动，通过查阅公司年度报告以及国泰安相关资料以及文献，对乐普医疗所进行的并购交易进行了系统性梳理。同时，随着社会环境的演变以及各项医疗政策的推进，乐普医疗的战略目标也在不断地适时的改变和调整。上市初期乐普医疗主攻医疗器械赛道，公司致力于精益求精，并接力通过自主研发和外部并购等方式来拓展其业务范围，集结尖端科技、超值性价比与卓越治疗效果的医疗器械行业龙头企业。

随着医疗器械企业的竞争愈发白热化，以及医保限费、公开招标等政策的落地。医疗器械特别是高价值的耗材价格受到抑制，导致股价持续走低，业绩出现大幅度下滑。在当前的经济挑战之下，公司高层领导展现出了卓越的应变能力。通过对业务版块进行重大调整，以推动多元化发展，并增强公司的市场竞争力。为了实现这一目标，公司高层决定在原有医疗器械业务的基础上，进一步拓展药品领域，特别是心血管治疗相关的药物。自 2014 年起，公司开始逐步实施全面的产业布局策略。通过广泛且持续的并购策略以及多元化的投资合作，公司不仅在医疗器械领域巩固了自身的地位，更在心血管原料药和制剂药领域实现了深度的业务整合。到 2017 年，公司已全面达成其既定的战略目标。在稳固医疗器械业务的同时，公司成功地将药品业务融入其中，形成了完整的上下游产业链。此外，公司还加大了对服务业务和新型业态的投入，旨在为消费者提供从疾病预防到康复的全面、优质服务。这一战略转型不仅增强了公司的综合实力，也为公司的未来发展奠定了坚实的基础。本文聚焦于乐普医疗自 2010 年上市初期至 2013 年战略调整阶段，再到 2019 年基本完成战略并购的这段时间内所进行的一系列并购活动，旨在探讨乐普医疗在不同阶段并购策略的实施效果及其对公司整体发展的影响，具体如表 3.1 列示。

表 3.1 乐普医疗上市以来的并购事件汇总

公告日期	并购标的	交易总价值 (万元)	战略目标	
2009	上海形状	6300.00	打造国内领先、国际一流的 “高技术、高疗效、高性价比”的高端介入医疗器械及 诊疗设备企业集团	
	卫金帆医学技术	2268.00		
2010	北京思达	15000.00		
2012	秦明医学	11328.9		
	秦明医学 新帅克制药	5947.98 29000		
2013				打造国内领先、国际一流的 “高技术、高疗效、高性价比”的高端 植/介入医疗器械及药品企 业集团
2014	雅联百得	15381.82		建立中国领先的包括医疗 器械、医药、医疗服务和移 动医疗四位一体的心血管 全产业链平台型企业
	海合天	12484.61		
	乐健医疗	9742.50		
2015	新东港	57630.00	建立中国领先的包括医疗 器械、医药、医疗服务和策 略性业务四大板块的心 血管大健康全产业链生态 型企业。	
	优加利	10666.67		
	护生堂	4500.00		
	金为捷	3642.86		
	艾德康	21377.98		
	兴泰生物	3000.00		
	秉琨投资	67718.74		
	睿健医疗	7000.00		
	洛阳六院	9320.00		
2016	乐普药业	71863.24	建立中国领先的包括医疗 器械、医药、医疗服务和策 略性业务四大板块的心 血管大健康全产业链生态 型企业。	
	美华制药	5221.33		
	君实生物	19800.00		
	新乡恒久远	9000.00		
2017	快舒尔医疗	7070.00	建立中国领先的包括医疗 器械、医药、医疗服务和策 略性业务四大板块的心 血管大健康全产业链生态 型企业。	
	优加利	10554.42		
	安徽高新管理	10745.00		
2017	永正制药	15000.00	建立中国领先的包括医疗 器械、医药、医疗服务和策 略性业务四大板块的心 血管大健康全产业链生态 型企业。	
	恩济和	15000.00		
	北京镭镜	10200.00		
	博鳌生物	54000.00		

续表 3.1

公告日期	并购标的	交易总价值 (万元)	战略目标
2018	Viralytics	15083.84	全心全意为心血管患者服务，提供全生命周期、全方位的服务。
	大钲投资	18750	
	Watertone	1400	
	新东港药业	105000	
2019	秉琨投资	42030.98	
	博鳌生物	10800	

资料来源：根据乐普医疗历年年度报告以及国泰安数据梳理

### 3.3 乐普医疗各并购阶段的划分

经过对公开资料的细致梳理，汇总了乐普医疗自 2010 年至 2019 年的所有并购事件。结合行业发展趋势和公司的长期规划，根据并购活动在不同阶段所展现出的特征，将这一连续的并购过程划分为两个主要阶段。这一划分旨在更清晰地揭示乐普医疗在不同战略导向下的连续并购价值创造机理。

#### 3.3.1 第一阶段：初步探索阶段(2010 年-2012 年)

在该时期，乐普医疗的资源整合策略主要围绕并购和自主研发两个方向同步进行。首先，乐普医疗通过吸纳同行业企业，丰富了销售渠道，从而为其基础业务的市场规模扩张提供了有力支持。从而快速获得了一定数量且关键的技术和市场资源，为其后续发展奠定了基础。同时，公司也积极投入自主研发，培养了一支实力雄厚的技术团队，开发出了一系列具有市场竞争力的产品。该阶段的并购方式主要包括依托医疗器械为基础进行纵向并购，向上收购器械配件企业，整合医疗器械配件资源，之后以心血管医疗器械为基础进行横向并购，开展同类市场为并购切入点，围绕其他同类产品进行并购，在此阶段，企业的并购模式主要呈单一状态，以其他同类产品为并购目标，故将该阶段归于初步的探索性并购阶段。

#### 3.3.2 第二阶段：多元化布局阶段（2013 年-2019 年）

在该时期，乐普医疗对于资源整合的策略更加注重多元化。除了延续之前通过混并购医疗药品、医疗服务等其他领域获取资源外，公司开始注重实施产业链整合方案，通过投资或参股的方式相关企业打破了上下游壁垒，逐步形成了从



研发、生产到销售的完整心血管诊治为一体全产业链。此外，公司积极加强了与高校和研究机构的深入合作，借助其卓越的科研能力，加速提升公司的专业技术水平，同时，遵循“创新驱动、市场导向、资源整合”的发展模式，打造跨界整合策略，积极寻求与互联网、金融和人工智能等非传统领域的结合，以推动公司的创新发展，不仅能将风险分散到多个领域或项目中，而且多元化经营更易产生协同效应，为未来的发展铺垫新篇章和方向。因此，在这一阶段，公司采用更为多样化的并购模式，被归类为多元化布局阶段。

## 4 资源编排视角下乐普医疗连续并购的价值创造过程分析

本章基于上一章的对于并购阶段划分依据，以资源编排理论为指导，使用资源编排理论下作为分析依据，从资源识别开始，经过资源结构化，再到资源捆绑，最终实现资源利用的过程进行详细梳理与总结，同时对乐普医疗不同并购历程的连续并购的资源编排过程进行探索，以此明晰不同并购阶段下的创造价值运行机制，旨在揭示实施资源编排后如何实现企业价值创造。初步探索阶段，乐普医疗获取了关键技术资源，市场资源与客户资源以及人力管理资源，并运用丰富式资源捆绑，聚焦于开发和挖掘资源，在多元化布局阶段，乐普医疗运用开拓式资源捆绑，重点关注于优化资源配置、提高资源使用效率、加强资源间的互补性，借助平台优势，最大化地利用和发挥资源的潜力，以此提升企业的最大价值。

### 4.1 初步探索阶段的价值创造过程分析

#### 4.1.1 资源识别

资源编排行为作为资源识别首要任务，其目的是识别企业的外部环境中的战略需求，并据此作出相应的决策。近年来我国人民生活质量不断提升，健康观念也发生转变，越来越多的人开始关注自己的健康状况和疾病风险。随着我国经济的持续增长和新的医疗改革政策的推出，民众的医疗需求得到了更好的保障，同时也增强了购买力。同时，随着我国经济发展方式从粗放型向集约型转变，人民生活质量不断提升，健康意识不断加强，居民自我保护意识增强，使得医疗保健服务市场需求不断扩大，由此推动了医药行业高速增长。心血管疾病作为致死率最高的主要疾病，公众对其的预防和治疗需求正在迅速上升，与之相关的药物在

市场上有着巨大的潜力。面对当前的市场环境，乐普医疗紧紧抓住了这一有利时机，预测在未来三年内，市场需求将会持续同步上升。该行业具有巨大的发展空间，因此，公司决定借外部环境的有利条件，以满足自身的战略需求为出发点，开始实施并购活动。本文从战略角度分析乐普是如何开展并购活动的，在2010年至2012年期间，乐普医疗的战略目标是成为国内先进、国际顶尖的“高技术、高疗效、高性价比”的高端介入医疗器械和诊疗设备的研发和生产企业，致力于将医疗器械做得更加专业和强大，通过内部自主研发和外部并购拓张，力图成为高技术、高性价比、高治疗效果的医疗器械行业的领军企业。

#### 4.1.2 资源结构化

资源的结构化描述了企业如何动态地获取和整合资源的过程。目前国内企业普遍缺乏对自身业务结构进行合理优化配置的意识，从而导致其在战略上出现“一窝蜂”式的竞争态势，严重阻碍了企业发展。乐普在首次上市时，仅推出了两种医疗器械产品：冠心病的药物支架和先天性心脏病的封堵器。然而，在上市的第一年，该企业迅速进入了并购的初始阶段，并围绕其核心业务的介入领域进行了战略布局。收购天地和协，并获得了导管、导丝、鞘管等相关的医疗器械或配件。通过收购上海形状，成功地获得了先心介入封堵器的医疗器械，从而进一步完善了介入医疗产品的配套能力。上市第二年，公司又开始涉足心律转复用药的研发与生产，并成功开发出一种新的治疗心律失常的新药。然而，美好的时光并未持续太久。公司在上市后不久，由于心血管高价值消耗品行业的增长速度减缓，从2010年开始，公司经营业绩出现了状况，股票价格也大幅度下降。其股价跌至最低点，下跌幅度高达87%。面对如此严峻的形势，乐普医疗选择了与众不同的策略，根据外部环境的变化，在行业的危机中以较低的价格进行收购，尽力达到其发展目标需求。在完成对普瑞博思、普瑞生物、泰利基因等目标企业的股权整合之后，乐普医疗将进入快速成长时期，并逐步向多元化发展。乐普医疗此次的“冒险性”行动，也使得其成功进军并购领域，并构建了一个能够适应环境变迁的资源组合，从而为其未来的能力发展奠定了坚实的资源基础。在这个时期，乐普医疗主要是通过连续的并购活动来获得目标公司关键性技术资源。在此基础上，乐普对自身业务进行重组与整合。公司先后收购了卫金帆医学和北京思达秦明医学等知名企业，从而掌握了心血管诊疗技术，对于心血管疾病的诊断和

治疗具有重要意义。更具体地说，这几次的并购事件不仅拓宽了乐普医疗的营业范畴，还使其在医疗器械等方面获得了显著的市场份额。此外，这也为乐普医疗提供了大量的资源，并为其未来的进步奠定了稳固的基石。

### （1）获取关键技术资源

乐普医疗在收购上海形状后，获得了尖端的生物材料技术。上海形状作为一家大型医疗器械公司，其业务主要集中在影像诊断设备领域，其拥有独特的生物医用材料研发和生产技术，尤其是用于心脏搭桥及支架等产品的制造。乐普医疗可以运用这些技术提升自身的心血管器械产品制造能力。上海形状的精密制造技术在国内处于领先地位，可以高精度地制造各种医疗器械产品。乐普医疗通过运用这项技术提高自身产品的质量，增加竞争力。此外，上海形状在数字医疗技术方面也有深厚的积累，包括 3D 打印技术、远程医疗技术等。这些技术可以帮助乐普医疗提高医疗服务的效率和质量，例如在远程医疗技术的帮助下，患者可以在家进行初步的病情诊断，然后医生根据诊断结果进行进一步的指导。目前，上海形状已经掌握了生物可降解高分子复合材料及其相关领域的关键技术，并已成功应用于临床。

收购卫金帆医学技术，乐普医疗获得了高性能、低成本的医用材料研发技术，以及高精度机械加工、精密模具制造、表面处理等技术，这为乐普医疗的生产产品过程中将起到关键作用。而且并购后，乐普医疗获得卫金帆医学技术公司大量的临床试验数据和技术支持，这无疑将加速乐普医疗新产品的研发进程，并缩短其上市周期。同时，通过并购卫金帆会使乐普高华快速提升技术水平并扩大市场占有率。专利技术方面，卫金帆医学技术公司掌握了大量的专利技术，这些专利覆盖了医疗器械的多个方面，为乐普医疗提供了强大的技术保障。

通过收购北京思达医用装置，乐普医疗在该领域积累了大量的技术知识和研发能力，如材料科学、生物工程和电子技术等。这不仅为乐普医疗的技术团队注入了新的活力，还为其在研发新型医用装置产品时提供了强有力的技术支撑。乐普医疗作为国内领先的医用装置供应商之一，拥有完善的医疗器械产品线。乐普医疗在医用设备的生产技术上，能够更好地制造出高品质和高标准的医疗设备，以满足各种客户的特定需求。

通过收购 Comed BV，乐普医疗迅速地将其产品线拓展至更广泛的医疗设

备行业，从而成功地增加了其在市场上的份额。另外，Comed BV 在医疗器械制造过程中在质量管理和生产效率上的显著优势，为乐普医疗提供了宝贵的实践经验。再者，Comed BV 在医疗器械行业中持有众多的核心技术专利。乐普医疗通过对该技术进行有效保护并申请了多项专利。这批专利覆盖了多个医疗设备的核心技术领域，包括心血管系统、神经系统和呼吸系统等。同时，专利数量较少，这为乐普医疗提供了一个更好的研发平台。得益于这些专利技术的应用，乐普医疗得以迅速地将其产品线拓展至更多高端医疗器械市场，从而增强了其在市场上的竞争力。

### （2）获取优质市场资源和客户资源

上海形状在医疗器械行业拥有庞大的市场网络和销售渠道，这为乐普医疗在国内外的销售和市场推广活动提供了强有力的后盾。通过并购，乐普医疗能够快速进入上海形状原有的市场网络，扩大市场份额，提高销售业绩，为乐普医疗的产品推广提供了更多的可能性。卫金帆医学在心血管疾病领域拥有广泛的市场资源，包括合作伙伴、销售渠道和客户群体。公司专注心血管介入和外科医疗器械销售，代理欧洲产品，销售网络遍布全球，并具备丰富的行业经验和广泛资源。通过并购，乐普医疗可以直接利用这些市场资源，扩大市场份额，提高市场影响力。乐普医疗利用其资源，将快速进入国际市场。通过整合两公司的资源优势，进一步完善公司国际化市场的战略布局和产品整合，促进公司销售业绩的进一步提升。Comed 在欧洲市场的销售网络和客户关系，为乐普医疗提供了进入欧洲市场的便捷途径，扩大其国际影响力。此外，Comed BV 在医疗器械研发方面也拥有强大的技术实力。此公司拥有一支经验丰富、技术精湛的研发团队，能够不断开发出具有创新性的医疗器械产品。这使得乐普医疗能够更好地满足市场需求，提高其产品的附加值。

### （3）引入人力管理资源

乐普医疗并购上海形状后，获得了在研发、生产、销售等方面有着丰富的经验和深厚的技术积累的核心团队。乐普医疗能够快速引入这些优秀的人才，提升自身的研发能力和市场竞争力。卫金帆医学拥有丰富的人才资源，包括临床医生、科研人员和高级管理人员。并购后，乐普医疗将这些人才纳入自己的团队，增强了公司的管理能力。这些人才在临床研究、产品开发等方面发挥了重要作用，为

乐普医疗的发展提供了有力支持。

### 4.1.3 资源捆绑

依据资源编排的理论框架，资源经过结构化处理后进入到资源捆绑的阶段。该时期需要整合公司已有资源和新获取资源。资源捆绑是指对公司现有资源的调整与扩展，对现有能力的提升或新能力的培养。根据资源编排理论，资源结构化之后是资源捆绑阶段。资源捆绑指整合公司现有的资源，改进原有能力或者构建新的能力。在初步探索阶段，企业借助并购策略扩充资源池，随后运用丰富式资源捆绑方式进行资源融合，主要涉及以下几种策略：

（1）强大的市场拓展能力：上海形状等公司所拥有的客户资源，可以极大地拓宽乐普医疗的市场领域，使其产品能够更广泛地进入市场。这些客户资源不仅包括了各种类型的医疗机构，还包括了大量的个人消费者，这些都将为乐普医疗带来新的商机。同时扩充了自身的资源库。这些并购活动不仅有助于扩大公司的业务范围，还能够帮助公司获得新的技术和市场资源。

（2）先进的研发能力：卫金帆医用装置和 Comed BV 所拥有的关键技术资源，可以极大地提升乐普医疗的研发实力。这些技术不仅包括了医用装置的核心技术，还包括了一些新的医疗技术和产品。这些技术资源的引入，将有助于乐普医疗在医疗装置领域的技术领先地位。

（3）优秀的团队管理能力：并购北京思达医用装置后，乐普医疗获得了对方的管理经验和管理团队。这些管理经验和管理团队有助于乐普医疗提高自身的管理水平，优化组织结构，提高运营效率。这种管理能力将有助于乐普医疗在未来的发展中，更好地应对各种团队管理问题，提高整体运营效率。

总的来说，通过将各项资源进行捆绑，乐普医疗获得了强大的市场拓展能力、先进的研发能力和优秀的团队管理能力。这些能力的获得将极大地提升乐普医疗的整体实力，使其在未来的竞争中获得更大的优势。

### 4.1.4 资源利用

资源编排理论下，资源利用环节实质上就是企业通过资源整合实现价值创造的过程，资源编排的最终环节就是利用资源为企业创造价值。在资源识别、资源结构化以及资源捆绑的基础上，企业可以利用之前形成的能力来实现资源的撬动。在 2010 年至 2013 年的这段时间里，乐普医疗通过资源重组和整合，成功地实现

了资源的撬动和利用,为企业的价值创造奠定了坚实的基础,具体包括以下两种。

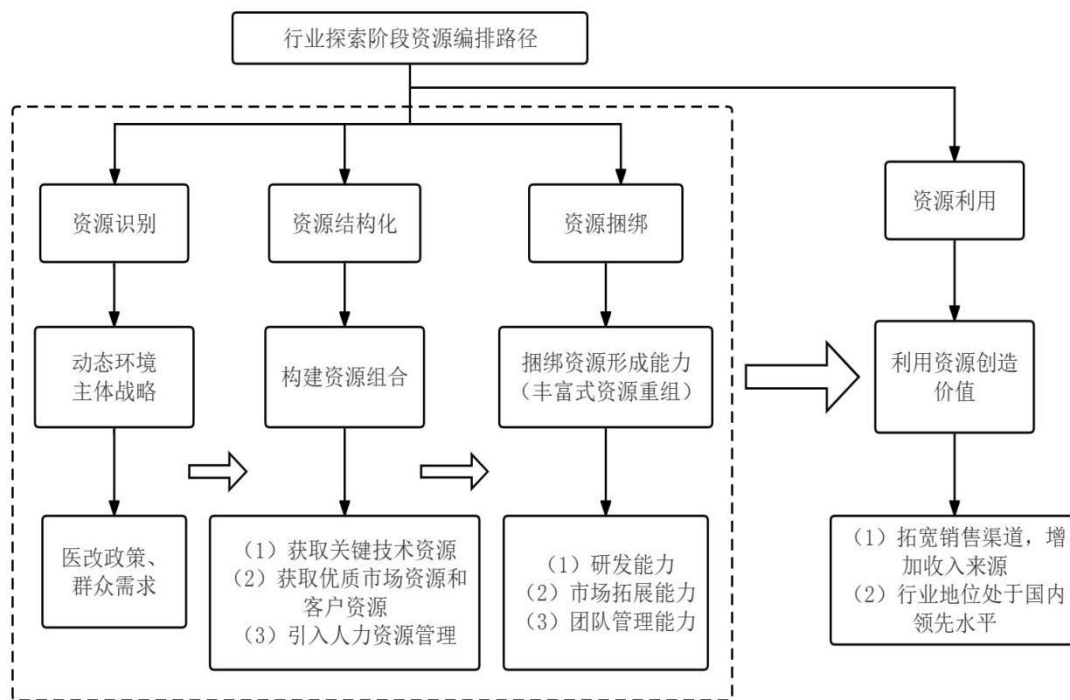
#### (1) 另辟蹊径, 拓宽收益渠道

乐普医疗自创立伊始,便通过收购心血管相关医疗器械,逐步在医疗器械行业中崭露头角,稳固了其市场领导者的地位,同时也增加了其市场份额和收益。然而,随着社会政策与市场环境的不断变化,公司开始探索新的收益渠道。鉴于其在心血管领域的深厚积累,乐普医疗决定拓展至与其核心战略紧密相连的药物领域。在这一转型过程中,乐普医疗不仅对自身进行了重新定位,还将其产品线从单纯的心血管疾病治疗拓展至预防和保健领域。通过收购心血管类大型药物,乐普医疗迅速而稳健地进入了药品市场,进一步丰富了其产品线,扩大了市场份额,并成功找到了新的这一战略举措不仅提升了公司的收入,还确保了整体经济效益的稳定增长。

#### (2) 遥遥领先, 保持行业领先地位

通过并购上海形状、卫金帆、思达医用以及参股秦明医学,使公司产品线扩大到先心封堵器、血管造影机、心脏瓣膜以及心脏起搏器等新领域,上述产品技术以及行业地位均处于国内领先水平,产品部分指标达到或领先国际水平。如先心封堵器产品目前公司已具备年产1万套以上能力,国内市场占有率位居前列;心脏瓣膜年产5000套,约占国内10%以上的市场份额。

在资源结构化的过程中,乐普医疗充分利用之前形成的能力,如研发能力、生产能力、销售能力等,将这些能力转化为实际的商业价值。公司通过不断优化生产流程、提高产品质量、加强市场营销等方式,实现了资源的撬动和利用,为企业的价值创造提供了强大的动力。如图3.2,展示了乐普医疗在初步探索阶段的资源编排过程。



资料来源：根据前文分析所得

图 3.2 初步探索阶段资源编排路径

## 4.2 多元化并购阶段的价值创造过程分析

### 4.2.1 资源识别

随着公司业务不断推进和内外部宏观环境的变化，在这一时期，国家加大了对医疗行业的扶持力度，出台了一系列优惠政策，乐普医疗抓住了这一机遇，积极调整战略，加大研发投入，提高自主创新能力。另外，随着医疗器械市场的持续扩张，更多的公司涌入这一领域，导致市场上的竞争变得越来越激烈。乐普医疗意识到，要想在竞争中立于不败之地，必须不断创新，努力提升产品和服务的品质。与此同时，随着人们健康意识的不断提高，消费者对医疗器械的需求也在不断变化。

乐普医疗敏锐地捕捉到了这一变化，积极调整战略，以满足消费者不断变化的需求。公司战略目标做到及时调整，不断丰富。2013年，乐普医疗的战略方向实现了重大转变，由最初专注的“心脏疾病治疗”领域扩展至更广泛的“心血管疾病治疗”，并成功拓展了药物制剂业务。2014年，心血管全产业链的战略目标首次被明确提出，业务范围有了大幅度扩张，不仅新增了医疗服务领域（后

转型为新型医疗模式），这一战略转型不仅极大地推动了公司的业务发展，也为整个行业带来了新的发展思路和方向。还极大地丰富了产品线，结束了过去产品单一的局面。为了加强与客户的互动，乐普医疗积极开发线上线下销售渠道，并通过健康平台和移动医疗等创新手段，有效收集患者信息，为未来的产品研发和生产指明了路径。乐普医疗始终致力于心血管疾病领域的深度研究和开发，不断优化和完善心血管疾病全产业链平台，旨在成为集医疗器械、医疗药品、医疗服务和新型医疗业态于一体的综合性产业链平台，力求在心血管领域树立行业标杆，成为最具竞争力的服务供应商。

#### 4.2.2 资源结构化

短短十年间的发展，乐普医疗从一家专注于单一产品（如心脏起搏器等）的公司，发展成为一家拥有丰富产品线，涵盖医疗器械、医疗服务和体外诊断三大领域的多元化的医疗服务提供商。在医疗器械领域，乐普医疗已经成功开发出多种高技术含量的产品，如冠脉支架、人工晶体等。这些产品不仅在国内市场占据了重要的地位，而且已经进入了国际市场。同时，公司也积极探索医疗服务的提供，如远程医疗、专科护理等，这进一步扩大了公司的业务范围。在体外诊断领域，乐普医疗也在不断扩大产品线，以满足不断增长的市场需求。这些变化不仅反映了乐普医疗的成长和发展，也预示着公司在未来将继续保持强劲的增长势头，具体如下：

##### （1）构建优质资源组合

收购秦明医学，获得了其先进的医疗设备和技術资源。秦明医学拥有大量的高端医疗设备，如先进的诊断仪器、手术器械和药物研发设备等。这些设备不仅提高了医疗服务的效率和质量，也为乐普医疗的创新药物研发提供了有力的支持。

##### （2）扩充业务产品线

乐普医疗通过并购新帅克、海和天以及新东港，成功踏入药品领域，这些药物产品线涵盖了降压、降糖和降脂等多个心血管领域。并购新帅克，获取了苯磺酸氨氯地平和缬沙坦等降压药物和阿卡波糖等降糖药物品种。收购海合天科技开发有限公司 71.39%的股权，获得了抗心衰药左西孟旦和奈西立肽，通过此次收购进入了心衰药物领域，收购了新帅克公司 60%的股权获取抗血栓重磅药物轻氯吡格雷，成功涉足抗血栓领域，又于 2018 年对新东港进行 45%股份的增持，获



得了阿托伐他汀钙片，这款药物是国内最大的降脂药，主要用于降低血脂，特别是降低低密度脂蛋白胆固醇（LDL-C）的水平，从而预防和治疗心血管疾病。通过并购乐普医疗辽宁博鳌生物制药有限公司，获取了胰岛素药物甘精胰岛素注射液。甘精胰岛素注射液是一种治疗用生物制品，通过基因重组技术生产的长效胰岛素类似物，能安全、稳定而持久的控制空腹血糖，减少低血糖发生率。这款药物的成功获批标志着乐普医疗在血糖控制领域取得了重要成果，进一步丰富了公司药品板块的产品品类。

乐普医疗公司在 2015 年取得了金卫捷和源动创新的部分股权，构建了一个综合家庭医疗健康服务平台，涵盖了居家养老呼叫和紧急救援系统。到了 2016 年，乐普医疗收购了尤加利，正式进军互联网平台和服务行业，并开始了远程心电业务的探索。此外，收购了睿健医疗踏入了慢性肾病领域。睿健医疗作为血液净化行业的佼佼者，已经初步搭建了集血液净化相关器械的研发、生产、销售以及血透中心等相关服务为一体的综合型全产业链平台。由于慢性肾病领域病程长、需要进行高频次治疗，而这一平台的建立满足了用户在居家养老过程中的多样化需求。无论是对于老年人还是其他需要居家照护的人群，这一平台都能够提供及时、有效的紧急呼救服务，确保自身的安全和健康。而且与乐普医疗的多元化发展战略高度契合，能够提供更全面、更便捷的家庭医疗健康服务。同时，乐普医疗全资收购了洛阳六院，建立了其首家心血管专科医院。至 2018 年，乐普医疗已进军金融服务行业，并陆续成立了乐普租赁、乐普金控和乐普基金等分支机构。乐普租赁的成立，为乐普医疗提供了灵活的设备租赁解决方案，有助于提升公司的运营效率和资产管理能力。乐普金控则通过金融手段，为乐普医疗及其合作伙伴提供全方位的金融服务，包括融资、投资、风险管理等，以支持公司的持续发展和创新。而乐普基金的设立，则使得乐普医疗能够更深入地参与到资本市场的运作中，通过基金管理平台，为投资者提供多样化的投资选择和风险管理

### 4.2.3 资源捆绑

多元化并购阶段，乐普医疗主要采用了开拓式整合方式。开拓式资源重组是指整合新资源与现有资源进行优化整合创造出新的能力。通过积极布局和有效的并购后资源整合行为，转化资源为能力，进而实现价值创造。在此阶段，乐普医疗通过并购主要获取了技术资源和客户资源，在原有资源的基础上，将优化进行

整合，具体如下：

### （1）增强研发实力，推动多项产品更新换代

通过并购新帅克获取心血管药品领域强大的研发实力，特别是在某些特殊药品的研发上，新帅克有着丰富的经验和突出的成果乐普医疗能够将这些技术和研发资源纳入自己的体系，进一步增强自身的研发实力，为心血管药品市场提供更多、更好的产品。通过并购海合天和新东港这样具有技术优势的药品企业，使其快速切入新业务领域，截至现在，这些药物已被广泛应用。同过并购深圳凯沃尔公司获取心电智能分析诊断技术和资源后，基于这些关键技术，在此基础上，乐普对心电监测系统进行整合，建立起以“心电信号检测与传输”为主线，包括心脏生理信号采集、存储、处理、显示和通信在内的完整心电监测系统。依托这些技术，独立开发出了一款名为 AI-ECG Platform 的人工智能心电图自动分析和诊断系统。这一创新技术使得乐普医疗成功引领了心电图自动分析诊断技术的新一代革命，并将这一前沿技术从实验室带入了实际生产与应用中，实现了技术的产业化，并推动了相关心电监护产品的技术革新和市场领导地位的提升。在此基础上，乐普医疗还推出了新一代的智能设备，进一步巩固了其在心电监护领域的市场领先地位，推动了心电监护产品的技术革新，引领市场潮流，实现了产品的升级换代，从而在竞争激烈的市场中脱颖而出。

### （2）全产业链深度布局

智能医疗设备已经成为现代医疗体系的重要组成部分，能够提供便捷、高效的健康监测和管理服务，满足人们对健康管理的需求。金卫捷凭借其在这一领域的先进技术和创新产品，拥有巨大的市场潜力。乐普医疗清晰的认识到这一点，将其进行并购，这不仅极大地推动了移动医疗业务和服务的拓展，同时也为其长远的战略规划注入了新的活力，它主要为个人和家庭提供智能终端服务平台。更。在乐普医疗转型为移动医疗领域的领导者之前，它已经具备了先进的互联网思维和技术能力，并成功地将自身资源聚焦于医疗产业，构建了坚实的资本基础。基于这次并购，乐普医疗逐步打造了一个名为“家庭医疗健康综合服务平台”的创新项目。这个平台不仅为社区医生和用户提供了一个互动的医疗健康信息交流空间，还为高龄和高风险患者提供了及时的医疗援助。同时，家庭用户可以在这个平台上轻松管理自己的健康信息，通过这个平台可以享受到便捷、全面、个性

化的健康管理服务,更好地维护自己的健康。乐普医疗在移动医疗产业链的布局不仅涉及传统的医疗器械和医药领域,还在近年来积极进军移动医疗市场,以此形成了“医疗全链条整合服务模式”的产业链布局,即医疗服务提供者将医院、医生和医药等多个环节进行有机整合,形成一个全面、连贯的医疗服务体系。现在,乐普在心血管业务领域的影响力日益增强,这主要得益于并购金卫捷、护生堂以及控股医康世纪等其旗下所涵盖诊疗服务终端、医药电商和可穿戴设备等多家企业。此外,乐普还积极创新,研发了一款促进 PIC 术后病人康复管理的“同心病管家”健康管理 APP,并推出了“心衰管理”在线电商平台,为患者提供专业的术后护理指导,提出全新的心血管管理解决方案。此外,乐普医疗运用多元化医药电商模式,结合 O2O、B2C、C2B 等多种电子商业模式,乐普医疗成功实现了业务模式的创新与升级,逐步在心血管移动医疗领域崭露头角,成为国内行业的领军力量。

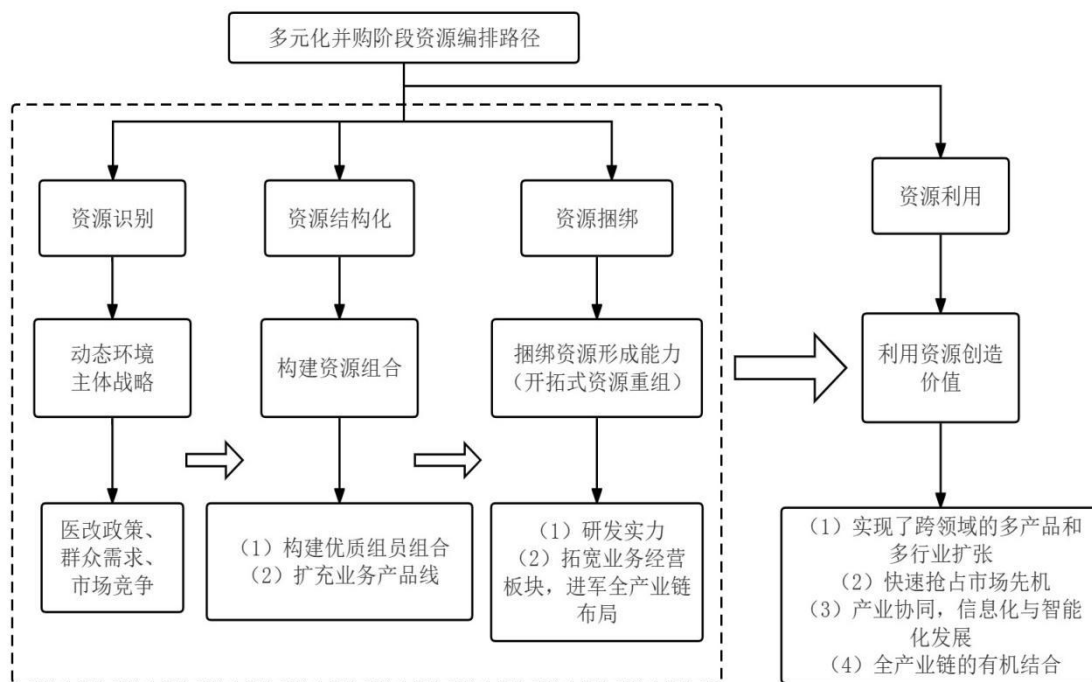
#### 4.2.4 资源利用

乐普医疗在其多元化并购的战略布局中,积极运用产业链和平台优势,有效动员和整合各类资源,实现了价值的最大化创造。具体而言指企业在进行并购活动后,构建了一个全面的平台,这个平台不仅整合了各方资源,成为了公司创造新价值的核心引擎。凭借这一平台,乐普医疗成功进军医药、医疗服务以及新兴业态等多个领域,展现出强大的市场扩张力。因其卓越的实力,公司在多个产品和行业中均取得了显著成果,成为跨领域移动医疗行业的领军者,为行业的创新发展注入了新的活力。

当乐普医疗步入了连续并购的新阶段,在拓展新业务或研发新产品时遇到了新的技术难题,企业意识到要降低内部研发风险并获取领先技术,仅仅依靠自身力量是不够的。因此,乐普医疗积极发掘并吸纳在特定领域技术卓越、市场地位稳固的企业,从而获取其宝贵的资源和技术。这不仅能够帮助乐普医疗迅速突破技术壁垒,还能够为其在心血管全产业链的竞争中抢占市场先机,缩短新品研发周期,达成真正的技术互补优势。乐普医疗在技术产业方面,掌握了前沿的 IT 技术,积极推进新型的智能终端医疗平台的建设,并将商业健康保险业务运营到更金融服务,以确保客户在面临健康挑战时,其健康风险管理和财务状况能够得到有效的保障和管理。同时乐普以“云计算”为核心构建智慧医院服务平台,成

功实现了业务板块之间的深度联动和技术与业务之间的完美融合，充分释放了产业链的整体潜能，形成了强大的协同效应。这一变革不仅优化了资源配置，提升了运营效率，更在激烈的市场竞争中凸显了独特的竞争优势。

2013年，公司通过并购不断地整合上下游资源，上游整合了生物技术研发平台，建立了国内一流的药物研究中心，并在生物医药领域取得突破性进展，为患者提供预检和复查服务，中游运用核心设备与药物，致力于患者提供全方位治疗计划，下游提供技术支持，与互联网企业合作建立基于云计算和大数据的“一站式”解决方案提供商，可以更好的掌握平台信息，增强产品协同效应。通过收购整合上下游资源，加强与第三方平台合作，提高企业核心竞争力，实现产业链有机融合，乐普医疗通过并购资源实现价值的最大化产出，构建融合核心竞争力与多元化业务的全面医疗产业生态系统。



资料来源：根据前文分析所得

图 3.3 多元化并购阶段资源编排路径

## 5 资源编排视角下乐普医疗连续并购价值创造效果分析

前文依据资源编排理论，对乐普医疗如何在不同的并购阶段下进行资源优化与配置的过程进行了深入分析，不同发展阶段下各项资源的配置与编排，总结出

实现连续并购的价值创造内在机理和底层逻辑。本章将进行连续并购的价值创造效果分析，从市场效果分析以及 EVA 经济增加值（定量）和非财务（定）两方面来综合考量其价值创造效果，旨在通过直观的度量方式验证乐普医疗连续并购所带来的企业价值创造效果。

## 5.1 连续并购的市场效果分析

事件研究法（Event Study）是一种统计方法，主要用于研究当市场上某一特定事件发生时，股价是否会产生波动，以及是否会产生异常报酬率。这种方法的核心原理是根据研究目的选择某一特定事件，研究该事件发生前后样本股票收益率的变化，进而解释特定事件对样本股票价格变化与收益率的影响，将市场视作一个整体进行考察，通过分析公司的市场价值及其波动情况来推断其长期经营业绩。其作为一种重要的财务分析方法，可以用来衡量公司的长期绩效及股东价值创造能力，本文选用市场调整模型来预测企业股票的正常收益率。

### 5.1.1 事件定义和窗口选取

#### （1）事件定义

本章选择 2010 年至 2019 年这一时间段内公告的所有并购事件作为样本。为方便统计与整理，设定如下条件：

表 5.1 2010 年-2019 年乐普医疗并购事件样本规则

条件	
1	并购事件包括初步探索阶段与多元化并购阶段，形成完整的公告周期
2	多次并购的情况按照首次公告日计算
3	同一时间发生的多家公司并购，视为一次并购事件
3	事件发生日期是连续的，若出现停牌的情况就按照后一天的交易日进行处理

资料来源：根据事件整理所得

#### （2）窗口选取

本文依据上文的选取规则，发现事件间前后所相隔的时间段跨度较长，剔除短时间内并购所产生的影响，因而选择[-10, +10]作为事件窗口期。公告当天为第 0 天，公告日前后分别用负数和正数表示。本文使用巨潮资讯网和 CSMAR 数

数据库，收集了乐普医疗在 2010 年至 2019 年期间的 30 次并购事件相关数据。这些数据包括并购事件的首次公告事件、标的名称以及股票市场的交易信息，并根据样本选择的规则进行了整理。

### 5.1.2 计算分析过程

市场调整法能够反映市场的整体趋势，提供更全面的评估结果。同时，市场数据相对容易获取，且通常具有较高的透明度和可靠性，应用相对简便。因此本文选用市场调整法，用市场收益率来计算预期收益率。由于乐普医疗属于深交所创业板 A 股，因此选择深圳证券交易所具有代表性的深证成分指数作为市场收益率。

#### (1) 超额收益率 (AR) 和累计超额收益率 (CAR)

Rit 代表了第 i 宗并购事件在第 t 日的实际收益率，Rmt 则说明第 t 日的市场指数收益率。乐普医疗第 i 宗并购事件在第 t 日的超额收益率 (ARit) 可以通过以下公式计算：

$$ARit = Rit - Rmt$$

#### (2) 计算单个并购事件累计超额收益率

累计超额收益率反映了该事件在窗口期内对公司股价的整体影响，即为[-10, +10]内每日的超额收益率之和，计算公式为：

$$CAR = \sum_{-10}^{+10} ARit$$

如果 CAR 为正，意味着乐普医疗的股票在事件窗口期内的表现超过了市场指数，这通常被视为市场对并购事件的积极反应。相反，如 CAR 为负，则表明乐普医疗的股票预期表现不佳。如表 5.2 是乐普医疗 2010 年-2019 年单个并购事件累计超额收益率计算结果。

表 5.2 2010 年-2019 年乐普医疗单个并购事件累计超额收益率

事件	并购首次公告时间	累计超额收益率 (CAR)
事件一	2010 年 04 月 23 日	0.120406
事件二	2010 年 11 月 19 日	0.168925
事件三	2011 年 11 月 15 日	0.019249
事件四	2013 年 01 月 15 日	-0.084868

续表 5.2

事件	并购首次公告时间	累计超额收益率 (CAR)
事件五	2013 年 06 月 22 日	-0.140989
事件六		
事件七	2014 年 08 月 26 日	0.110196
事件八		
事件九	2014 年 10 月 24 日	0.049404
事件十		
事件十一	2015 年 03 月 09 日	-0.115181
事件十二		
事件十三	2015 年 06 月 09 日	0.104791
事件十四		
事件十五	2015 年 07 月 10 日	0.11247
事件十六	2015 年 08 月 26 日	0.223396
事件十七		
事件十八	2016 年 02 月 24 日	0.014358
事件十九		
事件二十	2016 年 05 月 26 日	-0.058241
事件二十一	2016 年 08 月 01 日	0.000148
事件二十二		
事件二十三	2016 年 08 月 27 日	0.027033
事件二十四		
事件二十五		
事件二十六	2017 年 03 月 31 日	0.002669
事件二十七	2017 年 10 月 27 日	0.136506
事件二十八		
事件二十九	2018 年 02 月 28 日	0.00648
事件三十	2018 年 10 月 09 日	0.09842

资料来源：根据乐普医疗年度报告以及国泰安数据库手工计算

在 30 起并购事件中，有 26 起并购均实现了正的累计异常收益率。这一数据充分显示了乐普医疗在大多数并购活动中获得了市场的积极反馈，证明了其连续并购策略在创造价值方面的显著能力。通过对比不同时期的并购价值，可以观察乐普医疗在多元化阶段布局新战略后，其并购活动普遍展现出积极的成效。回顾乐普医疗的并购历程，2010 年至 2012 年是其在医疗行业进行探索性并购的阶段，期间单个并购事件平均超额累计收益率为 0.0165446。而到了 2013 年至 2019 年，乐普医疗开始进入多元化并购和主营业务拓展的阶段，这一时期的平均超额累计收益率上升至 0.02849796。从整个样本期间来看，乐普医疗的新业务拓展对其持续创造价值能力有着明显的正面推动作用。值得注意的是，由于乐普医疗早期经营表现受到一些负面影响，投资者对其早期的并购活动持有一定的观望态度。然而，自 2014 年起，乐普医疗通过资源的重新配置和业务经营结构的调整，其经营表现得到了显著提升。因此，市场对乐普医疗在第二阶段连续并购中所创造的价值给予了更高的认可，这也进一步反映了市场对乐普医疗在多元化并购过程中的正向反馈更为明显。

然而超额收益率只能反映了市场对单一事件的即时反应，累计超额收益率关注整个单一事件窗口期内股价的累计反应，两者并不能用于消除单一交易日市场波动的影响，而平均累计超额收益率可以评估事件对公司股价在多个事件窗口期内的平均累计影响，可以提供了一个更全面的视角。因此接下来通过计算公司 2010 年至 2019 年间共计 30 件并购事件的平均超额收益率（AAR）以及累计平均超额收益率（CAAR），观察整体变化趋势，进一步评估乐普医疗的整体价值创造情况。

### （3）计算所有并购事件平均超额收益率（AAR）和累计平均超额收益率（CAAR）

首先计算在窗口期[-10,+10]内每日的平均超额收益（AAR）：

$$AAR_{it} = \frac{\sum_{i=1}^n AR_{it}}{n}$$

接下来计算累计平均超额收益率（CAAR）：

$$CAAR = \sum_{-10}^{+10} AAR_{it}$$

如表 5.3 所示，是乐普医疗连续并购的日平均超额收益率（AAR）和累计平均超额收益率（CAAR）计算结果：



表 5.3 乐普医疗连续并购平均超额收益率 AAR、累计平均超额收益率 CAAR

窗口期	平均超额收益率	累计平均超额收益率
-10	0.0032097	0.0032097
-9	0.003995	0.0072047
-8	-0.001068	0.0061367
-7	0.0057202	0.0118569
-6	-0.0000925	0.0117644
-5	0.0001258	0.0118902
-4	0.0007508	0.012641
-3	-0.0035838	0.0090572
-2	-0.0022972	0.00676
-1	-0.0089217	-0.0021617
0	-0.0020866	-0.0042483
1	0.0131027	0.0088544
2	0.0073175	0.0161719
3	0.0008684	0.0170403
4	0.0087577	0.025798
5	0.0046947	0.0304927
6	-0.0067507	0.023742
7	-0.0033774	0.0203646
8	0.0001362	0.0205008
9	-0.0034284	0.0170724
10	0.0016533	0.0187257

资料来源：根据年度报告、国泰安数据库手工计算

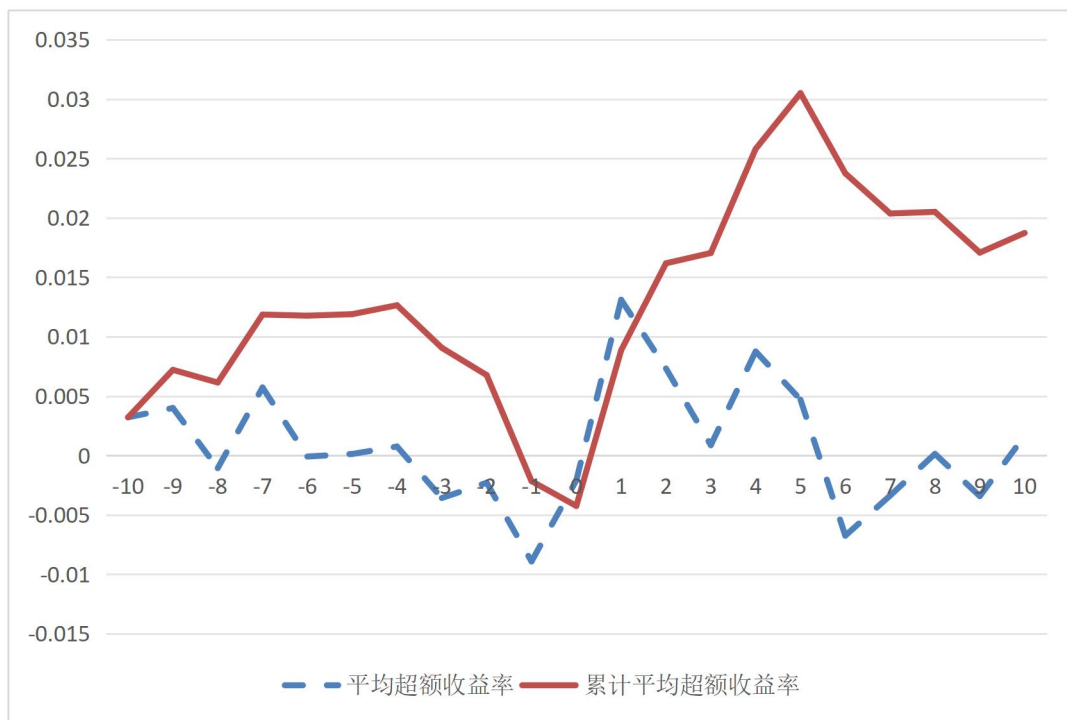


图 5.1 乐普医疗连续并购 AAR、CAAR 走势图

通过上述计算过程，可以得到了表 5.3 的计算结果，并据此绘制了图 5.1 的走势图。从走势图中可以明显观察到，自并购事件公告日起，乐普医疗的平均超额收益率开始急剧攀升，并在公告日后的第一天达到峰值。这一现象充分验证了并购事件公告后存在显著的超额收益。同时，从图表数据中可以看出，并购事件公告后，乐普医疗的股价呈现持续上涨的态势，这也印证了并购事件的成功性。此外，在乐普医疗的累计平均超额收益率方面，观察到 19 个公告日的日均收益率超过了 0，这一比例高达全部 21 个公告日的 90.48%。这一数据进一步强调了并购事件公告前后累计平均超额收益率的显著变化。在事件发生之前，累计平均超额收益（CAAR）在 0 轴附近呈现波动状态。然而，随着事件的发生，累计平均超额收益（CAAR）开始呈现总体上升的趋势。特别是在事件发生后的第五天，CAAR 达到了峰值 0.0304927。尽管随后 CAAR 出现轻微下降，但与并购公告前相比，仍然呈现出显著的增长态势。这一趋势再次验证了并购事件公告后存在超额收益的观点。综上所述，乐普医疗单个并购事件的超额收益率（CAR）和所有并购事件的累计超额收益率（CAAR）指标表现优异。总体而言，乐普医疗的收购绩效为正，并且多元化并购阶段连续并购的价值创造效果优于公司前期探索阶

段，这表明投资者普遍看好乐普医疗未来的并购前景，对于多元化并购阶段的并购更为认可。因此，乐普医疗连续收购过程中没有出现递减趋势，不仅可以从连续收购中获得一定的收益，而且也提高了股东的财富水平。

## 5.2 连续并购的 EVA 分析

经济增加值（Economic Value Added，简称 EVA）是一个能够全方面、长期地衡量公司经营业绩的指标，全面评价经营者有效使用资本和为企业创造价值的的能力，帮助公司更准确地评估并购活动的价值创造情况，它考虑了企业的税后净营业利润和全部投入资本的资本成本，能够更真实地反映企业的经济效益最大化。同时，经济增加值可以促进资源的优化配置，助力企业的发展长期目标。它表示公司税后净营业利润与全部投入资本成本之间的差额。这里的资本成本包括债务资本成本和权益资本成本。依据前文所提到的价值管理理论，EVA 能将股东利益与企业价值结合起来，使管理者能够在不增加企业资本支出情况下，最大程度地获取利润，从而提高企业整体管理水平，因此本文选用 EVA 作为评价指标。如果 EVA 为正，说明经营者在为企业创造价值说，为股东带来了额外的收益；如果 EVA 为负，则说明公司的经营成果未能覆盖其资本成本，股东的投资未能得到充分的回报。具体数学表达式如下所示：

$$EVA = \text{税后净营业利润} - \text{调整后的资本} \times \text{加权平均资本}$$

在计算 EVA 时，税后净营业利润是重要的起点，具体指企业在扣除所有经营成本、税费以及利息费用后，由核心运营活动所生成的利润。这一指标去除了资本成本的影响，从而更纯粹地反映了企业经营活动的盈利能力和效率，从而更全面地反映了企业对股东和债权人投资资本的增值能力。本文依据医疗器械企业的特征，按如下公式进行调整：

$$\begin{aligned} \text{NOPAT} = & \text{营业利润} - \text{所得税费用} + (\text{利息支出} + \text{资产减值损失}) \\ & + \text{开发支出}) \times (1 - \text{企业所得税税率}) + \text{递延所得税负债增加额} \\ & - \text{所得税资产增加额} + \text{投资收益} + \text{营业外支出} - \text{营业外收入} \end{aligned}$$

第一步，按照上述公式的项目进行调整，计算得到乐普医疗 2010 年至 2019 年的税后净营业利润（NOPAT）的结果，如表 5.4 和表 5.5 所示：

表 5.4 乐普医疗 2010 年-2014 税后净营业利润情况 (单位: 万元)

项目	2010 年	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年
营业利润	46934.61	53742.11	46646.28	42096.92	51686.44
所得税费用	6200.67	6984.53	7650.32	6530.93	8440.18
利息支出	23.90	0.00	0.00	44.56	123.39
资产减值损失	264.92	497.35	662.55	1365.27	1314.18
开发支出	2150.90	4353.93	4788.59	3271.89	9253.21
递延所得税负债增加额	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
递延所得税资产增加额	-17.89	119.91	149.95	735.35	966.65
企业所得税税率(%)	25	16.5	15	15	25
投资收益	19.82	465.37	361.35	-35.48	159.27
营业外收入	481.08	590.34	1369.91	1212.70	2060.10
营业外支出	150.92	32.15	33.17	113.69	82.71
税后净营业利润	42271.28	50595.66	42504.07	37675.62	48479.57

数据来源: 根据国泰安数据库整理计算所得

表 5.5 乐普医疗 2015 年-2019 税后净营业利润情况 (单位: 万元)

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年
营业利润	68403.53	86421.48	115570.92	144244.34	196125.17
所得税费用	10494.89	14425.46	20178.79	21903.73	33946.38
利息支出	4529.98	7611.16	11139.98	27634.56	32170.42
资产减值损失	1682.95	2653.59	5823.31	21868.63	-20602.40
开发支出	14988.10	18223.24	22311.32	29406.64	52543.02
递延所得税负债增加额	4664.67	1809.78	2299.31	373.11	11563.18
递延所得税资产增加额	795.60	1176.86	1070.31	4127.21	5143.44
企业所得税税率(%)	15	25	15	15	15
投资收益	880.73	-221.23	-802.90	13103.64	19506.06
营业外收入	2126.06	2991.68	4436.58	4204.86	10686.20
营业外支出	435.60	316.90	460.71	1058.09	485.81
税后净营业利润	78988.88	91098.92	125225.77	195616.73	232398.59

数据来源: 根据国泰安数据库整理计算所得

第二步，计算资本总额（TC）。资本总额包括债券资本和权益资本，根据如下公式进行计算，得到资本总额的结果如表 5.6 和 5.7 所示。

$$\begin{aligned}
 TC\text{资本总额} = & \text{所有者权益} + \text{资产减值准备} - \text{在建工程减值准备} \\
 & - \text{在建工程净额} + \text{递延所得税负债} - \text{递延所得税资产} \\
 & + \text{短期借款} + \text{交易性金融负债} + \text{一年内到期非流动负债} \\
 & + \text{长期借款} + \text{应付债券} + \text{长期应付款}
 \end{aligned}$$

其中：

$$\begin{aligned}
 \text{债务资本} = & \text{短期借款} + \text{一年内到期非流动负债} + \text{长期借款} \\
 & + \text{应付债券} + \text{长期应付款}
 \end{aligned}$$

表 5.6 乐普医疗 2010 年-2014 资本总额（单位：万元）

项目	2010 年	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	23,500.00
交易性金融负债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
一年内到期非流动负债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期应付款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
所有者权益合计	206629.44	234152.69	261841.52	289443.04	329259.26
负债合计	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
递延所得税负债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
递延所得税资产	151.67	271.58	421.53	1156.88	2123.53
资产减值准备	747.76	1194.54	1857.08	4805.40	0.00
在建工程减值准备	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
在建工程净额	21226.21	19255.52	12896.18	19691.69	20479.71
债务资本	0.00	0.00	0.00	0.00	23500.00
资本总额	185999.32	215820.13	250380.88	273399.87	330156.01

数据来源：根据国泰安数据库整理计算所得

表 5.7 乐普医疗 2015 年-2019 资本总额 (单位: 万元)

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年
短期借款	60043.30	64965.52	146378.88	188325.72	146403.82
交易性金融负债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
一年内到期非流动负债	0.00	0.00	14301.44	91770.25	135910.20
长期借款	31000.00	72900.00	119204.60	262244.60	245798.00
应付债券	0.00	59475.00	119175.00	59659.21	0.00
长期应付款	0.00	2959.99	3287.67	1236.78	1032.05
所有者权益合计	533861.05	601332.44	702724.96	658805.28	800494.88
负债合计	239128.20	348712.32	576347.14	852523.99	792134.21
递延所得税负债	4664.67	6474.46	8773.76	9146.88	20710.06
递延所得税资产	2919.13	4095.99	5166.30	9293.51	14436.95
资产减值准备	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
在建工程减值准备	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
在建工程净额	10662.29	5875.84	28147.37	51562.91	65848.53
债务资本	91043.30	200300.51	402347.59	603236.56	529144.07
资本总额	615987.59	798135.57	1080532.63	1210332.30	1270063.53

数据来源: 根据国泰安数据库整理计算所得

第三步, 根据如下公式计算得出加权平均资本成本:

$$\text{权益资本} = \text{资本总额} - \text{债务资本}$$

$$\begin{aligned} \text{加权平均资本} &= \text{债权总资本成本} \times (1 - \text{企业所得税税率}) \\ &\quad \times \text{债务资本占比} + \text{股权资本成本} \times \text{权益资本占比} \end{aligned}$$

由于资本资产定价模型(CAPM)能够帮助企业消除风险, 达到投资组合的目的, 因此采用此模型计算权益资本成本, 此外债务资本成本选取银行一年期贷款基准利率来计算, 其中: 无风险利率选取中国人民银行官网上披露的五年期国债利率进行计算, 市场风险溢价选取我国 GDP 增长速度处理, 以国家统计局披露的数据为准, 风险系数根据 CSMAR 数据库中披露的乐普医疗 2010 年-2019 年的 250 交易日流通市值加权的贝塔值作为计算依据。具体数字表达式为:

$$\text{股权资本成本} = \text{无风险利率} + \text{风险因子} \times \text{市场风险溢价}$$

表 5.8 乐普医疗 2010 年-2014 年加权平均资本成本

项目	2010 年	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年
债券资本成本	4.35%	4.35%	4.35%	4.35%	4.35%
企业所得税率	25.00%	16.50%	15.00%	15.00%	25.00%
无风险利率	4.60%	6.00%	5.50%	5.41%	5.41%
风险系数	0.74	1.16	1.45	1.20	0.77
市场风险溢价	10.30%	9.30%	7.80%	3.40%	7.30%
权益资本成本占比	12.25%	16.79%	16.79%	9.49%	11.07%
债务资本（万元）	0.00	0.00	0.00	0.00	23500.00
权益资本（万元）	185999.32	215820.13	250380.88	273399.87	306656.01
债务资本占比	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	7.12%
加权平均资本成本	12.25%	16.79%	16.79%	9.49%	10.51%

数据来源：根据新浪财经，国泰安数据库整理计算所得

表 5.9 乐普医疗 2015 年-2019 年加权平均资本成本

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年
债券资本成本	4.35%	4.35%	4.35%	4.35%	4.35%
企业所得税率	15.00%	25.00%	15.00%	15.00%	15.00%
无风险利率	5.32%	4.42%	4.17%	4.27%	4.27%
风险系数	1.02	1.02	0.95	1.21	1.14
市场风险溢价	6.90%	6.70%	6.90%	6.60%	6.10%
权益资本成本	12.34%	11.23%	10.74%	12.27%	11.25%
债务资本（万元）	91043.30	200300.51	402347.59	603236.56	529144.07
权益资本（万元）	524944.29	597835.06	678185.05	607095.74	740919.46
债务资本占比	14.78%	25.10%	37.24%	49.84%	41.66%
加权平均资本成本	11.06%	9.23%	8.12%	8.00%	8.10%

数据来源：根据新浪财经，国泰安数据库整理计算所得

第四步，根据上述步骤的计算结果，按照下列公式计算得出经济增加值，如表 5.10 和表 5.11 所示。

$$EVA = NOPAT - TC \times WACC$$

表 5.10 乐普医疗 2010 年-2015 经济增加值计算结果

项目	2010 年	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年
税后净营业利润 NOPAT (万元)	42271.28	50595.66	42504.07	37675.62	48479.57
加权平均资本 WACC	12.25%	16.79%	16.79%	9.49%	10.51%
资本总额 (万元)	185999.32	215820.13	250380.88	273399.87	330156.01
EVA (万元)	19486.36	14359.46	465.12	11729.97	13780.17

数据来源：根据相关计算所得

表 5.11 乐普医疗 2010 年-2015 经济增加值计算结果

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年
税后经营业利 润 NOPAT (万 元)	78988.88	91098.92	125225.77	195616.73	232398.59
加权平均资本 WACC	11.06%	9.23%	8.12%	8.00%	8.10%
资本总额 (万 元)	615987.59	798135.57	1080532.63	1210332.30	1270063.53
EVA (万元)	10844.88	17418.47	37496.35	98844.14	129494.57

数据来源：根据相关计算所得

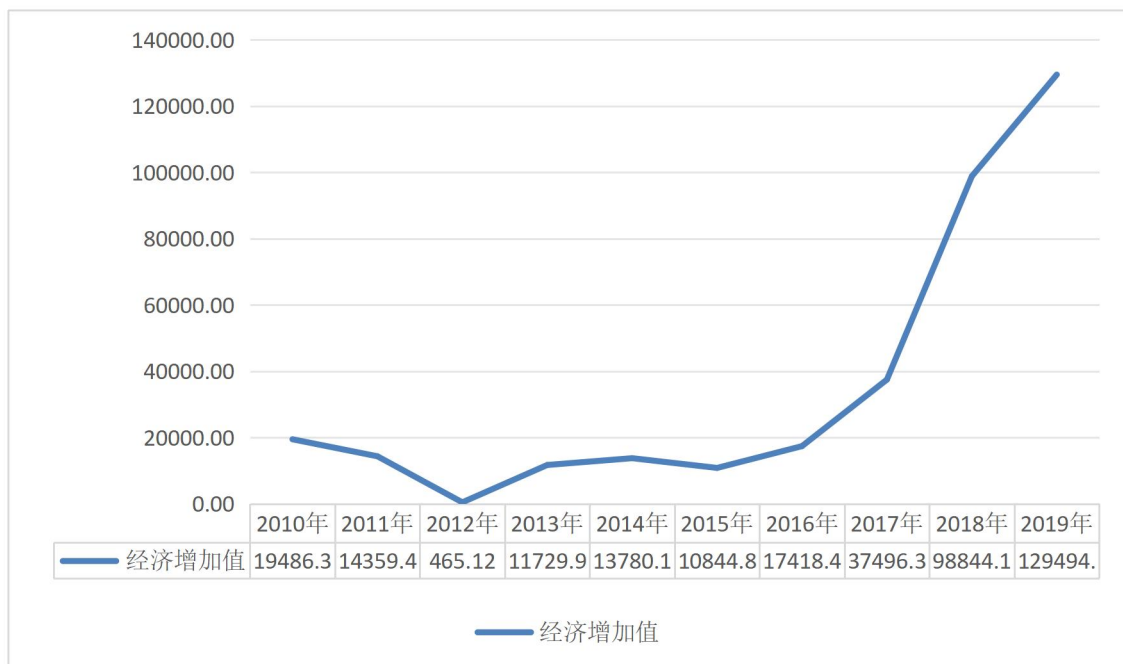


图 5.2 乐普医疗连续并购 2010 年 2019 年经济增加值变化图



根据表 5.10 和 5.11 的计算结果，可以分析经济增加值总体趋势，如图 5.2 所示展示了乐普医疗公司在 2010 年至 2019 年期间的经济增加值（EVA）变化情况。十分明显的是，公司的 EVA 自进入 2011 年以来呈逐年减小的趋势，在 2012 年经历了急剧下降，并在 2013 年达到了最低点之后开始上升。尽管其 2012-2013 年期间相较于前一年呈现出下降的趋势，但其 EVA 值始终处于正值，反映出公司一直处于创造价值的良好状态。由于一系列资本运营和加大的投入，公司出现短暂的下降时期，而 2014 年开始，其 EVA 的表现则证实了公司连续并购的战略逐渐见成效。2015 年至 2019 年期间，企业的 EVA 呈现出了显著的上升趋势。此趋势进一步说明，在该期间，经过连续并购的多元化阶段确实在创造价值方面发挥了重要作用，从而推动企业整体发展取得了令人瞩目的成果。

初步探索阶段，企业公司在 2011 年进行了一系列的资本运营活动，如扩张生产线、增加研发投入或进行其他重要的资本支出。这些活动造成了资本成本的提高，使得公司的经济利润减少，收益尚未充分体现。另一方面医疗行业的市场环境发生了转变，行业竞争不断加剧、以及各项医改政策的颁布，公司的运营和盈利能力受到影响，导致 EVA 值逐年减小。2012 年是公司进行并购活动较为频繁的一年，并购活动带来短期的财务压力和资源整合难题，导致短期内 EVA 值急剧下降。在多元化阶段，经过一定时期战略布局，公司在 2013 年资源整合完成，逐渐实现了并购带来的业务协同效应，从而提高了公司的盈利能力。之后，公司在多个业务领域取得了显著成果，这些业务领域的协同增长为公司带来了更多的盈利机会，推动了 EVA 值的显著上升，也反映出公司在优化资本结构和提升经济效益方面的卓越能力。这也充分印证了乐普医疗连续并购的战略发挥了关键的作用。

综合来看，乐普医疗的连续的并购活动确实为企业创造了价值，在初步探索阶段，虽然经济增加值指标处于下降趋势，但是多元化阶段之后，经济增加值以高速增长的水平达到峰值，2019 年的经济增加值约为上市初期 2010 年的 1.64 倍。总体而言，通过资源编排的路径，乐普医疗连续并购的价值创造效果还是不错的，证明了其连续并购战略的有效性和创造价值的能力。

### 5.3 连续并购的非财务分析

#### 5.3.1 市场占有率

本文根据前瞻产业数据库得到 2010 年-2019 年中国医疗器械市场规模，结合乐普医疗企业年报得到年销售额，计算得到 2010 年-2019 年乐普医疗市场份额，如图 5.3 和图 5.4 所示。

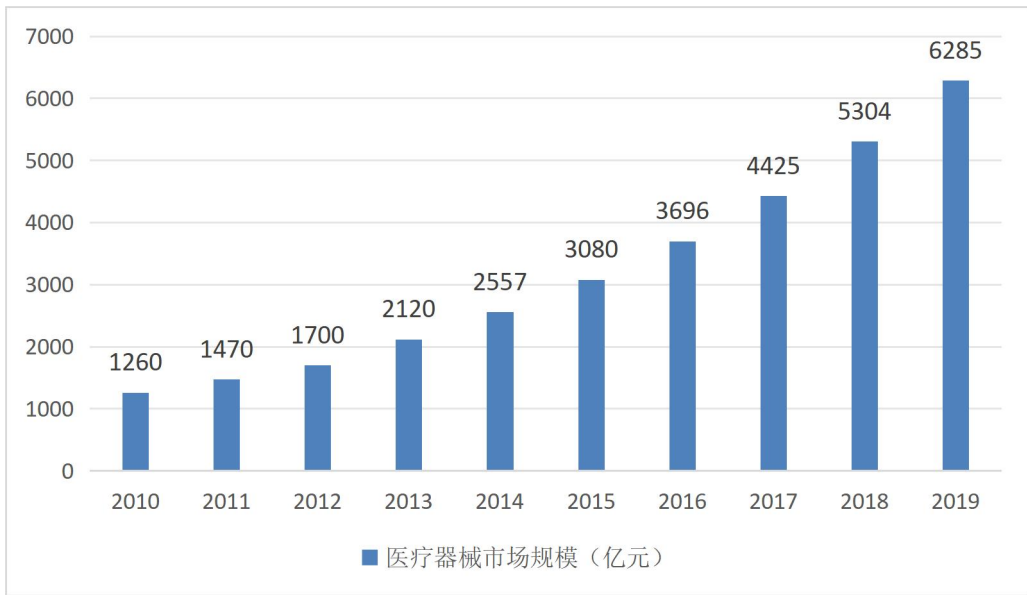


图 5.3 2010 年 2019 年中国医疗器械市场规模 (单位: 亿元)

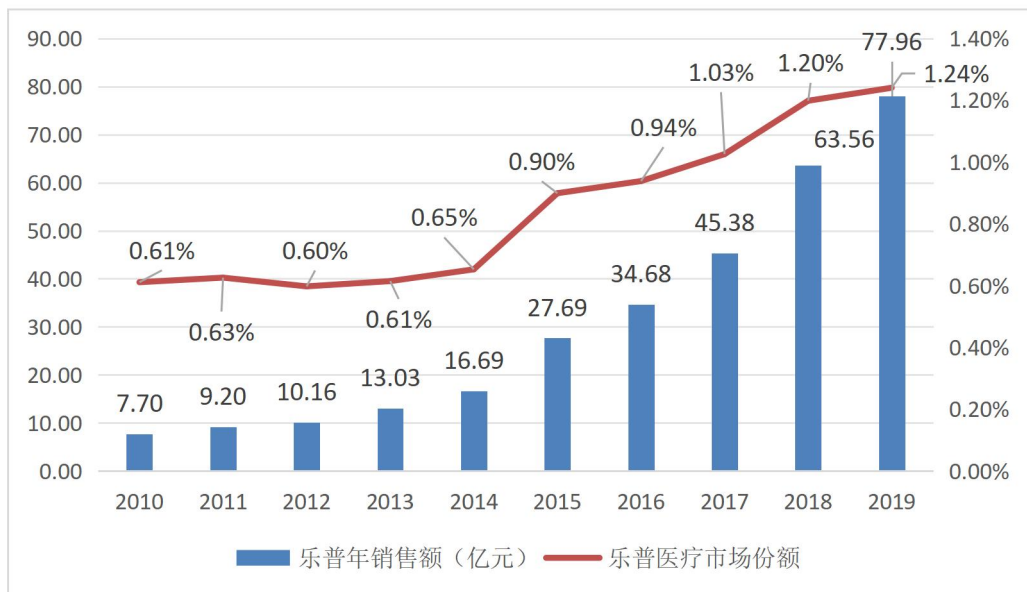


图 5.4 2010 年 2019 年乐普医疗年销售额和市场份额占比

由上图可以看出，市场占有率处于持续性上升状态，自 2010 年的 0.61% 增长到 2019 年的 1.24%，这也说明了连续并购发挥了业务与业务之间、产业链上中下游之间的协同效应。

### 5.3.2 企业创新能力

前文中提到，连续并购的主要目的是为了获取并购标的研发能力和技术资源，因此分析并购后的研发创新能力的提升，可以视为并购价值创造的一个重要体现。具备强大的研发创新能力的医疗器械企业，能够持续推出具有竞争力的新产品或服务，从而在市场上获得领先地位。因此，从这个角度出发，企业创新能力可以有效评估连续并购的价值创造效果。

#### (1) 研发投入

通过观察公司对于研发投入的金额，进一步了解公司的价值创造效果，这种高投入的研发策略反映了乐普医疗对技术创新和市场竞争力的追求。通过不断推出创新产品，乐普医疗可以保持其在市场上的领先地位，如图 5.5 所示。

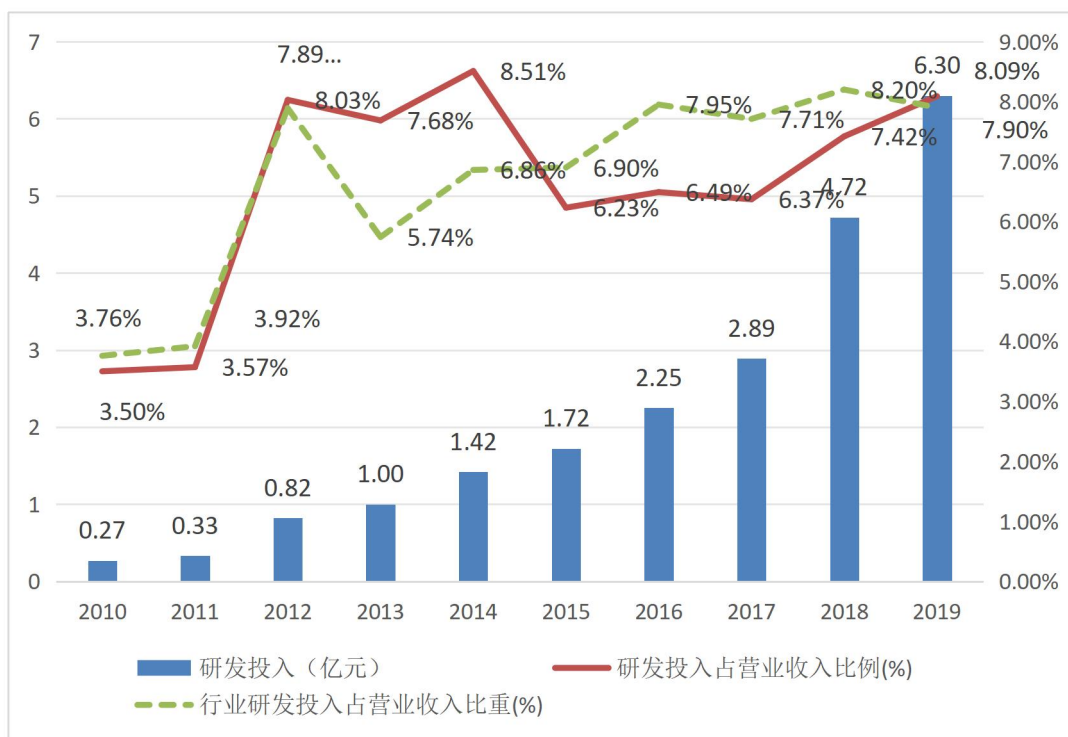


图 5.5 乐普医疗研发投入图

首先从乐普医疗研发投入金额来看，企业 2010 年开始实施并购活动，持续

加大创新研发力度,由 2010 增长至 2019 年的 6.30 亿元,比最开始增长 23 倍多。充分说明通过连续并购,丰富了四位一体产业链,使得企业的创新能力有所提升。

从研发所占比重情况来看,变化趋势是先增后将再增,然后减少,最后再次增加。从研发经费来源看,乐普医研是公司主要依靠自身积累进行技术创新和技术转移的方式,因此,研发人员占比及研发支出均处于较高水平,这也就说明公司一直重视研发工作。2014-2015 年间的资金减少,部分原因是连续的并购活动使得乐普医疗面临了显著的资金压力,相应地降低了在产品研发方面的投资。另一原因是乐普医疗开展药品领域的并购活动,使得医药板块跻身核心业务,这在一定程度上削弱了占比,但并未减少其对研发的重视和投资。之后,随着企业经营业绩的改善和市场地位的提升,创新水平一直在升高。

## (2) 研发人员

连续的并购活动中,企业不只是增加了研发资金的支持,同时公司高度重视研发团队的招募和培训。研发人员的数量上升可以作为连续并购价值创造效果的积极信号,如图 5.6 所示。

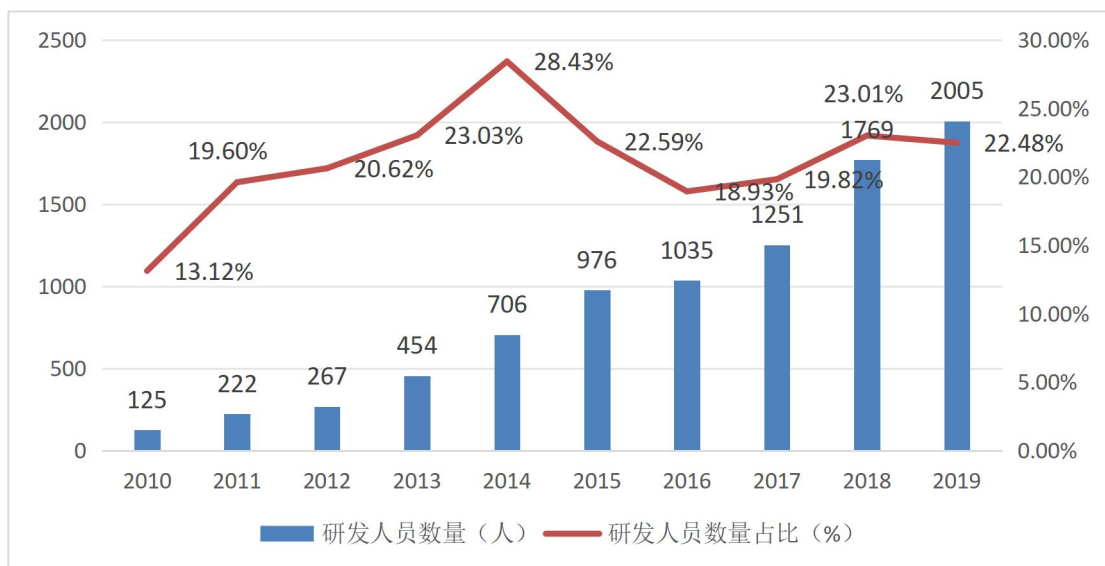


图 5.6 乐普医疗研发人员数量图

对于医疗器械企业而言,研发人员比例和研发经费强度是影响研发创新产出水平的关键因素。通过分析乐普医疗历年的人才引进情况,可以发现其一直坚持“以人为本”的理念,重视对研发团队和核心研发人员的培养。从初步探索阶段

持续到多元化并购完成阶段研发人员的数量逐渐上升。总占比中间有下滑趋势是因为在多元化布局阶段，市场需求有所改变，企业将战略调整为平台化发展，将资源更多地投入到其他业务部门，同时研发人员的工作效率有所提升，工作人员保持相同研发产出的同时，能够减少研发人员的数量。在多元化并购阶段，完成四位一体布局后，公司需要对不同业务领域的技术进行整合和创新，以优化整个产业链的效率和性能。因此需要更多的研发人员参与，以实现技术的融合和创新。

### （3）专利申请数量

企业专利的申请数量是评估其研发实力的重要指标之一，因此本文参考了连续并购期间累计申请专利数量，并对其研发状况进行了深入分析，如图 5.7 所示。

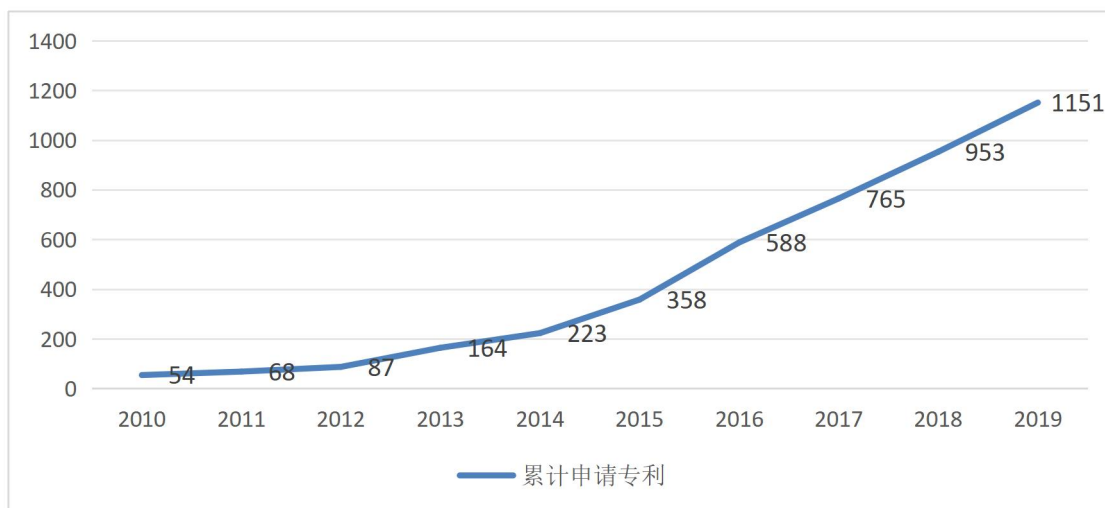


图 5.7 乐普医疗申请专利数量图

如图 5.7 所示，通过分析企业在连续并购前后各年度专利申请量可以看出，随着企业发展战略的调整以及并购项目的实施，企业专利申请量呈现逐年上升趋势，并且具有一定的稳定性。从并购后企业专利质量上看，乐普医疗在并购前后均拥有多个发明专利，且专利数量与企业整体水平相当。2019 年企业共提交了 1151 项专利申请，这一数字是公司初期专利申请数量的 21 倍。此外，通过连续收购实现了企业从单一医疗器械制造商向综合健康管理平台提供商转变，使其拥有更多的发展空间，充分说明并购行为对企业的研发实力产生了明显的推动效果。通过连续并购的活动持续性增加研发资金、吸引高质量的研发人员、进行研发活动以及申请专利，乐普医疗成功地实现了企业技术的革新，为企业带来了增值。

## 6 研究结论与启示

### 6.1 研究结论

本文从资源编排理论的视角出发,根据乐普医疗连续并购的不同阶段进行深入研究,揭示乐普医疗是如何通过连续并购实现价值创造,挖掘出连续并购实现企业价值创造的内在机制,并且评价并购活动为其创造价值效果,并得出了以下两条重要结论:

第一点,企业连续并购的成功依赖于良好的资源编排和整合能力。通过对连续并购事件梳理可以发现,每一次并购都是基于不同的发展战略和需要而选择的。在资源编排的过程中,乐普医疗有效地整合了内外部资源,通过并购活动将这些资源进行优化配置,提升了企业的整体竞争力。这种资源编排不仅有助于公司在短期内实现规模扩张,更重要的是,通过并购带来的资源整合,公司能够培育出更强大的核心竞争力,从而在长期内实现可持续发展。具体路径如下:首先积极识别市场机遇,制定战略目标。接着,通过连续并购的策略获取关键性优质资源,并投入研发。然后,将并购资源与企业现有资源结合,优化和提升能力或创造新能力。最后,整合调动能力以扩张业务并巩固行业地位。通过上述研究发现,乐普医疗连续并购过程是一种典型的资源编排行为,其主要目的就是为了获得竞争优势,从而为后续持续并购奠定基础。经过并购活动后的资源配置,乐普医疗公司的价值持续上升,其在市场上的地位也日益稳固,在这个过程中只有真正落实好资源编排的每个子流程,才能精准的开展下一步活动。

第二点,资源编排能有效提升企业连续并购的价值创造。前文已通过多种评价指标对乐普医疗连续并购后价值创造的效果进行评价,发现连续并购确实能够为企业创造价值。具体而言,从事件研究法的角度来看,乐普医疗的连续并购活动在资本市场上得到了积极的反应。通过分析并购事件公告前后的整体股价变动情况,可以发现市场对乐普医疗的并购行为有积极的正向反馈,说明了市场对连续并购的价值创造效应给予了正面评价,认为连续并购活动有助于提升公司的整体价值。其次,从经济增加值(EVA)的角度来看,总体上呈现出上涨的态势,这显示了公司始终保持着创造价值的稳定状态,表明并购活动为企业创造了更多的经济利润,根据非财务分析的数据,乐普医疗通过持续的并购活动,不仅稳固

了其在市场上的地位，还成功地实现了市场份额的稳定增长，从而进一步丰富了其产品线和收益渠道。通过连续并购的方式，公司从单一的医疗器械生产企业转变成为一家以技术服务为主业，并向医药制造、健康管理以及互联网等领域延伸拓展的高科技服务型企业。此外，公司的并购行为明显提升了其研发和创新的实力，研发的资金投入和人才配置都有了明显的上升，为公司塑造了行业前沿的核心技术。然而，提升价值离不开企业每段时期的并购战略的管理资源的模式，企业需要有策略地管理其资源，确保每一次并购都能得到充分的支持，从而最大化并购的价值。资源编排通过优化资源配置，减少资源浪费，增强企业并购的协同效应，才能为企业带来了价值的提升。

## 6.2 研究启示

### 6.2.1 建立灵活有效的资源管理机制

通过分析乐普医疗连续并购的案例，可以发现乐普医疗实现价值创造过程中，得益于其对市场需求的敏锐洞察以及对资源管理的精细把控。那么其他医疗器械企业可以从乐普医疗的成功经验中汲取启示，并将其运用到自身的发展中。首先，这些企业可以借鉴乐普医疗的战略定位，明确自身的发展目标和竞争优势，专注于某一特定领域或产品线，以扩大市场影响力。其次，医疗企业在考虑连续并购或扩张时，应将资源编排围绕战略战略统一进行考量。为了保证企业的长远发展，明确资源的分配方式、整合策略以及为其服务的方法都显得尤为关键。为了确保资源能够被最大化和充分地利用，并提高效率做出更为明智的决策。只有建立一个既灵活又高效的资源分配和融合机制，确保资源的充分利用和最大化效益，才能优化资源管理流程、提高决策效率，以便更好地适应市场变化和客户需求，实现快速的发展。根据并购活动的不同阶段和需求，灵活调整资源的配置和整合方式，确保并购活动的顺利进行。同时，这种机制还能够降低资源的浪费和闲置，提高资源的整体效益。在实施并购活动时，灵活的资源管理机制能够确保企业快速应对并购过程中的各种挑战和变化。企业可以根据并购的实际情况，及时调整资源的分配和使用，确保并购活动的成功完成。对于自身的价值创造而言，灵活的资源管理机制能够使医疗器械企业在激烈的市场竞争中保持优势。通过快速响应市场需求和业务变化，企业能够抓住更多的市场机会，实现更高的业务增长和价值创造。

## 6.2.2 谨慎合理选择优质并购标的

在企业并购活动中，选择一个合适的并购目标是一个极其关键且复杂的环节。在确定并购方向时，公司必须深入分析自己与目标公司的基本情况。乐普医疗在选择并购标的时，展现出了谨慎而精准的策略，这为同行业企业也带来了宝贵的经验与思路。首要考虑到并购对象是否与自身的战略发展方向匹配，倾向于选择那些能够增强公司核心竞争力，扩大市场份额，或者有助于进入新市场的企业。与此同时，充分企业自身的规模大小、技术能力以及管理经验等方面的因素，决定是否实施并购活动。此外，对于医疗器械企而言，技术创新能力是企业持续发展的关键因素。乐普医疗在选择并购对象时，会重点考虑那些具有技术优势和创新能力的企业，以提升自身的技术水平和市场竞争力。同时，在选择标的之前评估并购对象的市场潜力和发展前景，以确保并购后能够带来新的增长点，选择那些具有广阔市场前景和良好客户基础的企业，可以实现业务的快速扩张，保保并购的成功率和协同效应的最大化。这种谨慎而精准的选择策略，值得其他企业借鉴和学习。综上所述，企业在进行并购时应进行谨慎合理的考量，才能实现创造价值的最大化。



## 参考文献

- [1] Abdul Rashid,Nazia Naeem. Effects of mergers on corporate performance: An Empirical evaluation using OLS and the empirical Bayesian methods[J]. Borsa Istanbul Review, 2016,22.
- [2] Anand,et al.Asset Redeployment,Acquisitions and Corporate Strategy in Declining Industries. Strategic Management Journal,1997,18(1):99-118.
- [3] Antonio,et al.Overvaluation,bidder returns,and the method of payment in acquisitions:Evidence from serial acquirers,2017.
- [4] Croci E, Petmezas D.Why Do Managers Make Serial Acquisitions? An Investigation of Performance Predictability in Serial Acquisitions[J]. Ssrn Electronic Journal, 2009.
- [5] Du K,Yuan-May J.Pacing international acquisitions: emerging markets as the new Evidence from 1990-1995[J]. Strategic Management Journal,2002,23(1).
- [6] Friedrich,Trautwein. Merger Motives and Merger Prescriptions[J]. Strategic Management Journal, 1-990,11(4).
- [7] Haleblian J ,Finkelstein S. The Influence of Organization Acquisition Experience on Acquisition Performance: A Behavioral Learning Perspective[J]. Social Science Electronic Publishing,1999.
- [8] Kathleen Fuller,Jeffry Netter,Mike Stegemoller. What Do Returns to Acquiring Firms Tell Us?Evidence from Firms That Make Many Acquisitions[J].The Journal of Finance,2002,57(4).
- [9] Kishimoto J, Goto M, Inoue K. Do acquisitions by electric utility companies create value?Evidence from deregulated markets[J]. Energy Policy, 2017, 105:212-224.
- [10] Luc Renneboog.Failure and success in mergers and acquisitions[J],2019,58:650-699.
- [11] Mathew L. A. Hayward. When Do Firms Learn from Their Acquisition Experience?Evidence from 1990-1995[J]. Strategic Management Journal,2002,23(1).
- [12] Michael Weber.Improving the M&A Decision-Making Process:Learning from Serial Acquirers[J]. Schmalenbach Business Review,2019,71:295-342.
- [13] Schipper Katherine,Thompson Rex.Evidence on the capitalized value of merger activity for acquiring firms[J]. Journal of Financial Economics,1983,11(1-4).
- [14] Thompson Katherine Schipper And Rex. The Impact of Merger-Related Regulations Using Exact Distributions of Test Statistics[J]. Journal of Accounting Research,1985,23(1):408-415.
- [15] Tomi Laamanen,Thomas Keil. Performance of Serial Acquirers: Toward an Acquisition Program

- Perspective[J]. *Strategic Management Journal*,2008,29(6).
- [16] 曹裕,李想,胡韩莉等.数字化如何推动制造企业绿色转型?——资源编排理论视角下的探索性案例研究[J].*管理世界*,2023,39(03):96-112+126+113.DOI:10.19744/j.cnki.11-1235/f.2023.0045.
- [17] 褚淑贞,王恩楠,都兰娜.我国医疗器械产业发展现状、问题及对策[J].*中国医药工业杂志*,2017,48(06):930-935.DOI:10.16522/j.cnki.cjph.2017.06.026.
- [18] 崔永梅,李瑞,曾德麟.资源行动视角下并购重组企业协同价值创造机理研究——以中国五矿与中国中冶重组为例[J].*管理评论*,2021,33(10):237-248.DOI:10.14120/j.cnki.cn11-5057/f.2021.10.019.
- [19] 翟育明,刘海峰,刘伟.我国企业技术寻求导向的连续并购战略研究[J].*国际商务研究*,2013,34(06):87-94.DOI:10.13680/j.cnki.ibr.2013.06.004.
- [20] 郭冰,吕巍,周颖.公司治理、经验学习与企业连续并购——基于我国上市公司并购决策的经验证据[J].*财经研究*,2011,37(10):124-134.DOI:10.16538/j.cnki.jfe.2011.10.008.
- [21] 韩立岩,陈庆勇.并购的频繁程度意味着什么——来自我国上市公司并购绩效的证据[J].*经济学(季刊)*,2007(04):1185-1200.
- [22] 何邓娇.企业并购绩效问题研究的方法与成果[J].*会计之友*,2015(21):46-49.
- [23] 何予.连续并购的战略动因与绩效研究——以新华医疗为例[D].南京审计大学,2019.
- [24] 贺天玥,冯体一,潘超.企业以技术获取为导向的连续并购绩效研究——以新时达为例[J].*管理案例研究与评论*,2021,14(03):339-354.
- [25] 胡海波,费梅菊,胡京波等.资源编排视角下企业价值创造演化:李渡酒业 2002—2019 年纵向案例研究[J].*江西财经大学学报*,2021(02):24-39.DOI:10.13676/j.cnki.cn36-1224/f.2021.02.004.
- [26] 夏扬,沈豪.基于长短期窗口的民企连续并购绩效研究——以均胜电子为例[J].*财会通讯*,2018(11):3-8.DOI:10.16144/j.cnki.issn1002-8072.2018.11.001.
- [27] 胡挺,陆昭怡.并购能力与价值创造——工商银行连续并购东亚银行的经验证据[J].*华东经济管理*,2013,27(07):91-95.
- [28] 黄嫚丽,张钺,李静.基于时间过程视角的连续并购研究综述[J].*管理学报*,2020,17(09):1412-1422.
- [29] 刘娇娆.以转型升级为导向的制造业民企连续并购绩效研究——以东山精密为例[J].*财会通讯*,2023(06):112-118.DOI:10.16144/j.cnki.issn1002-8072.2023.06.030.
- [30] 刘莹,丁慧平,崔婧.上市公司并购次序对并购绩效影响的实证检验[J].*统计与决策*,2017(11):185-188.DOI:10.13546/j.cnki.tjyjc.2017.11.047.
- [31] 彭珊珊.浅析我国医疗器械企业并购活动的绩效——基于L公司的案例分析[J].*时代金融*,2015(579):335-337.
- [32] 苏敬勤,孙悦,高昕.连续数字化转型背景下的数字化能力演化机理——基于资源编排视角[J].*科学学研究*,2022,40(10):1853-1863.DOI:10.16192/j.cnki.1003-2053.20220114.001.

- [33] 孙焯,侯力赫.上市公司为什么会连续并购:生来不同吗?[J].商业经济与管理,2022(09):30-41.DOI:10.14134/j.cnki.cn33-1336/f.2022.09.003.
- [34] 武文珍,陈启杰.价值共创理论形成路径探析与未来研究展望[J].外国经济与管理,2012,34(06):66-73+81.DOI:10.16538/j.cnki.fem.2012.06.006.
- [35] 夏扬,沈豪.基于长短期窗口的民企连续并购绩效研究——以均胜电子为例[J].财会通讯,2018(11):3-8.DOI:10.16144/j.cnki.issn1002-8072.2018.11.001.
- [36] 李捷瑜,徐艺洁.学习效应、业绩反馈与连续并购[J].南方经济,2017(09):103-117.DOI:10.19592/j.cnki.scje.2017.09.007.
- [37] 谢洪明,章俨,刘洋等.新兴经济体企业连续跨国并购中的价值创造:均胜集团的案例[J].管理世界,2019,35(05):161-178+200.DOI:10.19744/j.cnki.11-1235/f.2019.0073.
- [38] 谢玲红,刘善存,邱苑华.学习型管理者的过度自信行为对连续并购绩效的影响[J].管理评论,2011,23(07):149-154.DOI:10.14120/j.cnki.cn11-5057/f.2011.07.014.
- [39] 谢秋华,刘潇.平台型企业如何重塑商业生态系统?——基于资源编排理论的纵向案例研究[J].科技管理研究,2021,41(20):131-143.
- [40] 张岚,范黎波,鲍哥.为什么企业会连续并购?——来自我国制造业企业的证据[J].财会通讯,2018(30):10-17+129.DOI:10.16144/j.cnki.issn1002-8072.2018.30.002.
- [41] 张琳,席酉民,杨敏.资源基础理论 60 年:国外研究脉络与热点演变[J].经济管理,2021,43(09):189-208.DOI:10.19616/j.cnki.bmj.2021.09.012.
- [42] 张青,华志兵.资源编排理论及其研究进展述评[J].经济管理,2020,42(09):193-208.
- [43] 张晓旭,姚海鑫,杜心宇等.高新技术上市公司连续并购的同伴效应研究——企业研发的调节作用[J].科技进步与对策,2021,38(06):65-74.
- [44] 张媛,孙新波,钱雨.传统制造企业数字化转型中的价值创造与演化——资源编排视角的纵向单案例研究[J].经济管理,2022,44(04):116-133.DOI:10.19616/j.cnki.bmj.2022.04.007.
- [45] 周小春,李善民.并购价值创造的影响因素研究[J].管理世界,2008(05):134-143.DOI:10.19744/j.cnki.11-1235/f.2008.05.014.
- [46] 门久久.连续并购的绩效研究——基于华电国际的经验数据[J].会计之友,2016(12):91-97.
- [47] 蔡仲曦,干荣富.我国医疗器械行业之现状与发展趋势[J].中国医药工业杂志,2013,44(12):1314-1318.DOI:10.16522/j.cnki.cjph.2013.12.030.
- [48] 张青,吴玉翔.战略前瞻性、能力形成与企业转型成长——基于杉杉股份的纵向案例研究[J].经济管理,2023,45(01):105-124.DOI:10.19616/j.cnki.bmj.2023.01.006.
- [49] 庄明明,李善民,梁权熙.连续并购对股价崩盘风险的影响研究[J].管理学报,2021,18(07):1086-1094.

- [50] 张璐等.新创企业如何实现商业模式创新--基于资源行动视角的纵向案例研究[J].管理评论, 2019, (9): 219-23.

## 致 谢

此刻，我的心情百感交集，心中纵然对二十多年的学习生涯有万般不舍，我的学生时代就此也正式落下帷幕，但这不是终点，而是新的起点。

三年的研究生求学之路是我人生一个重要的时间节点，这段经历不仅是学术的探索，更是人生的历练，我深信这段时光将成为我一生中最宝贵的财富。我想真诚地感谢每一位陪伴我走过这三年的硕士研究生生活的每一个人，感谢你们在我最迷茫和困惑的时候，给予我帮助。

首先，我要感谢我的导师和各位答辩老师。李老师严谨的治学态度、深厚的学术造诣和敏锐的洞察力，对我产生了深远的影响。在论文的选题、开题、撰写直至完成终稿过程中，老师们不仅给予了我悉心的指导，还为我提供了许多宝贵的建议和意见。老师们的耐心和热情让我在学术研究的道路上更加坚定和自信。

其次，我想感谢我的家人。他们一直是我坚实的后盾，在我成长的每一步中给予了无条件的支持和鼓励，是他们的爱和关怀让我坚强、勇敢地面对生活中的挑战，无论遇到什么困难和挑战，他们始终给予爱与支持，使我能够专注于我的学业和研究，无后顾之忧。

之后，我想感谢陪在我身边的朋友们、室友和同门好友，在我研究生生涯的旅程中，有你们的陪伴，让这段时光更加丰富多彩，更加难忘。每一次聚会、每一次交流以及为数不多一起旅游的时光，都是我生活中的一份美好回忆。有你们的陪伴，让我的研究生生活更加充实和愉快，希望大家前程似锦，在未来的日子里，我们都能在各自的领域里取得更大的成就。

奋勇前行，终见曙光。最后我想对自己说，无论未来的道路如何崎岖，都要保持那份勇敢和坚定，继续前行。每一次的努力都是值得的，每一步的坚持都将铸就新的自我。加油，未来的职场人，愿你自律如初，勇敢依旧！