

# Research on Financial Performance of A Pharmaceutical Enterprises after Mergers and Acquisitions

Ailu Guo

Jiangsu University of Science and Technology, Zhenjiang, Jiangsu, 212008, China

## Abstract

The related medical enterprises actively carry out mergers and acquisitions activities under the guidance of national policies, so that the pharmaceutical industry in China can get all-round development, but also enrich the mergers and acquisitions market of the pharmaceutical industry in China. But it is worth paying attention to that the mergers and acquisitions activities in any industry are parallel risks and opportunities, and the key point to successfully complete the mergers and acquisitions is whether the relevant enterprises are true and effective in carrying out mergers and acquisitions integration activities. A pharmaceutical enterprises are selected as mergers and acquisitions cases, and the financial integration after mergers and acquisitions is analyzed on the basis of cases. Explain the basic situation of mergers and acquisitions enterprises in selected cases, then analyze the motivation of mergers and acquisitions. Other by constructing the evaluation system of financial integration and analyzing the performance and effect of financial integration of A pharmaceutical enterprises after mergers and acquisitions, this paper studies the development course of A pharmaceutical enterprises after mergers and acquisitions.

## Keywords

pharmaceutical companies; mergers and acquisitions; financial integration; performance analysis

## A 医药企业并购后财务绩效研究

郭爱露

江苏科技大学, 中国·江苏·镇江 212008

## 摘要

相关医疗企业在国家政策的指引下积极进行并购活动, 让中国的医药行业能得到全方位的发展, 同时也丰富了中国医药行业的并购市场。但值得引起关注的是, 任何行业的并购活动都是风险与机遇并行, 想要成功完成并购的关键点就在于相关企业在进行并购整合活动时是否真实有效。选用了 A 医药企业为并购案例, 在案例的基础上对并购后的财务整合展开分析, 解释被选用案例中并购双方企业的基本现状, 然后分析开展并购行为的动因。另外, 构建财务整合方面的评价体系, 分析 A 医药企业在并购后财务整合方面的绩效情况和整合效果, 以此来研究 A 医药企业在进行并购活动后的发展历程。

## 关键词

医药企业; 并购; 财务整合; 绩效分析

## 1 引言

目前, 中国经济正处于结构转型与升级的关键时期, 而企业在成功并购后可以增强企业的生存能力, 能够实现企业在经营规模方面的扩展, 从而进一步提高企业的经营业绩。因此, 越来越多的企业开始选择并购来进行资源优化配置重组, 从而实现产业的升级改造。纵观医药企业并购的历史长河, 并购行为在不断发展同时也存在着很多失败的案例, 因此对医药企业而言, 并购是一把双刃剑, 在伴随机遇的同时也存在着许多未知的风险, 其中财务风险最为显著, 财务整合的成功可以直接推动并购行为的成功。

## 2 相关理论和方法概述

### 2.1 企业并购财务整合相关理论概述

并购的基本含义包括兼并购和收购。兼并购和收购的基本特征是相同的, 目的是控制目标企业或者对目标企业产生重要影响。到最后, 他们的财产权和经营权都会被企业的法人所控制。因此, 站在公司财务的角度上二者的意义是非常相似的, 而在中国兼并购和收购也可以统一称为并购<sup>[1]</sup>。

财务整合使企业明确自身的定位, 依据企业的财务状况, 选用最适宜的发展方式, 对现有的财务资源进行更高效配置, 发挥出企业财务的作用, 实现了企业并购后的“财务协同效应”<sup>[2]</sup>。

## 2.2 并购财务整合的理论分析

财务整合是实现整体资源有效配置基础。企业财务整合应实现并购后企业整体的资源的优化配置,从而提升资源利用的效率,充分共享企业内部信息资源。统一的财务制度能够更好的对内部资源配置进行有效监督<sup>[4]</sup>。

财务整合是生产经营中的必然要求。不同企业的财务管理体系都各不相同,企业在财务组织、财务制度和财务管理方式都存在一定的差异。而财务管理则决定着企业是否能够快速运行,它通过加强对价值形态和资金运动的监管,渗透贯通到企业的所有管理领域<sup>[4]</sup>。

## 2.3 并购财务整合的模式分析

融合模式则较为折中,一般采纳纵向并购和混合并购的企业多选用融合模式的方式。这种循序渐进的整合模式,可以让并购方随着市场环境的变化及时调整财务整合策略,能够将财务整合的失败率大大降低。但是这种方式也存在一定的缺点,整合过程较长,成本较高,需要并购双方进行合理规划<sup>[5]</sup>。

企业采取移植模式一般是因为企业处于并购中的有利地位。当被并购方的财务管理体系较为混乱时,而并购方有能力在维持自身的正常运转下,一般采取移植模式,能够在短时间内实现企业财务管理体系的有效统一<sup>[6]</sup>。

# 3 医药行业背景分析

## 3.1 中国医药行业发展现状

一般来说,医药产业价值链主要分为药物研发、药品制造和药品流通三大环节,具体如图1所示。

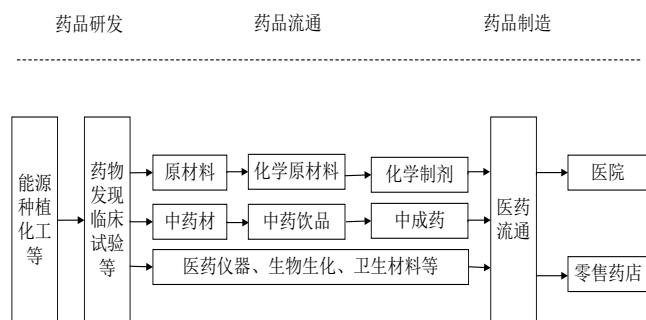


图1 医药产业价值链

一般来说,从药物研发到药品制造再到药品流通,需要耗费上15年甚至是更长的时间。也就是说,对于医药企业而言,完整的产业链周期相当漫长。中国医药制造行业的平均毛利率接近50%,但平均净利率却一直保持在10%左右,

医药制造业位于产业链的中端,产业链上游的药物研发和产业链下游药品流通所产生的巨额研发费用和销售费用在不断侵蚀着医药制造企业的利润<sup>[7]</sup>。

## 3.2 中国医药行业发展阶段

自20世纪80年代中期医药行业从计划经济过渡到市场经济后,如图2所示,中国的医药行业发展历程大概可以分为四个阶段。

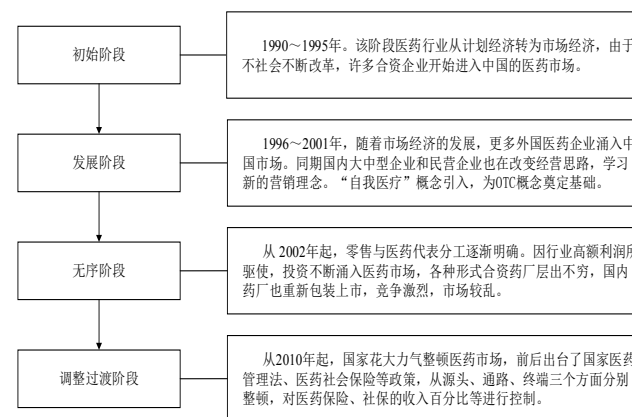


图2 医药行业发展现状

## 3.3 中国医药行业并购发展历程

中国医药行业的并购启蒙发生于20世纪90年代,至今已有近30年的历史,其发展历程大致可以分为以下四个阶段。

第一阶段,医药行业并购的初始阶段(1993年~1998年),这一期间并购行为主要由政府推动,大部分的并购行为发生在中小型企业中,以横向并购为主,采用现金并购的方式,政府意在消灭亏损企业。

第二阶段,医药行业并购的探索阶段(1999年~2005年),随着政府推动医药体制改革和产业调整,这一期间并购行为已经由单一行为转变为普遍行为,部分医药产业以形成一定的规模,主要以横向并购为主,纵向并购为辅的并购模式。

第三阶段,医药行业并购的发展阶段(2006年~2011年),在中国加入世界贸易组织后,中国的医药行业将面临更大的冲击和挑战,为了能够有效的应对这些挑战和机遇,并购行为成为医药企业提升竞争力的方式。而中国的并购方式也发生了很大的改变,转变为大型企业以横向并购为主,以收购、兼收、战略联盟为辅。

第四阶段,医药行业并购的高潮阶段(2011年~至今),在这一阶段,并购的动机是形成产业链,增强竞争力,在相

关政策的规范下，国家对医药行业的支持重视，医药产业得到了飞速的发展。并购的手段也更加多样化，增资、股权转让、控股参股等。

## 4 A 医药企业并购后财务整合的案例分析

### 4.1 财务指标分析

#### (1) 盈利能力分析

具体如表 1 所示。

表 1 2014 年~2018 年盈利能力指标

指标	年份	并购前		并购中	并购后	
		2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年
净资产收益率 (%)		13.86	14.06	13.95	14.13	15.93
销售净利率 (%)		14.24	15.81	13.34	11.71	10.67
销售毛利率 (%)		61.35	61.18	62.57	64.86	69.02
每股净资产 (元)		6.91	7.74	8.80	10.05	11.06

在表 4.1 中 A 医药企业在实施并购前的 2015 年，销售毛利率和销售净利率分别为 61.18% 和 15.81%，并购完成后的当年（2016 年）两项指标分别为 62.57% 和 13.34%，与上年相比分别增加了 1.37% 和减少了 2.47%。分析可知：并购前的 2015 年 A 医药企业的销售收入和净利润分别为 79 亿元和 12.75 亿元，并购后的 2016 年公司的销售收入和净利润分别为 89.82 亿元和 12.08 亿元，销售收入实现了 13.69% 的增长，但是净利润降低了 5.25%，由于净利润的增长速度低于销售收入的增长速度，因此导致销售净利率略微下降。同时，2015 年企业的销售成本为 66.52 亿元，2016 年的销售成本为 77.17 亿元，2015 年的销售毛利为 7.67 亿元，2016 年销售毛利为 10.23 亿元，增长率为 33.55%，远高于销售收入 13.69% 的增长率，所以并购前后的销售毛利率有了一定改善。

#### (2) 偿债能力分析

具体数据如表 2 所示。

表 2 2014 年~2018 年偿债能力指标

指标	年份	并购前		并购中	并购后	
		2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年
资产负债率 (%)		34.42	36.15	35.64	37.48	38.06
流动比率		1.92	1.58	1.34	1.24	1.36

根据表 4.2 中的数据显示，首先分析并购前后的 A 医药企业的长期偿债能力。在短期偿债能力方面。流动比率在并购后一直呈下降趋势，表示并购行为对 A 医药的流动资金造成了一定的影响。企业的流动比率在 2018 年才呈现了回升的趋势，企业的短期偿债能力得到提升，此说明并购后新 A 医药企业的财务整合发挥了作用。

#### (3) 营运能力分析

表 3 2014 年~2018 年营运能力指标

指标	年份	并购前		并购中	并购后	
		2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年
存货周转率 (次)		3.06	3.47	3.71	3.89	3.95
总资产周转率 (次)		0.71	0.69	0.71	0.75	0.79
应收账款周转率 (次)		13.31	11.05	8.04	7.01	6.49

并购完成后，A 医药企业积极的开展财务整合，加强对存货进销的管理，清理滞销存货，在一定程度上加快了存货的周转率，但不明显；并购前后 A 医药企业的总资产周转率均保持平稳的增长趋势；相比应收账款周转率，并购前后应收账款周转率呈现大幅度下降趋势，在 2015 年~2016 年期间下滑幅度最为明显，数值从 11.05 下降至 8.04，说明企业未及时收回应收账款。

### 4.2 EVA 分析

#### (1) 计算经济增加值 (EVA)

表 4 2014 年~2018 年经济增加值 (单位: 万元)

项目	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年
NOPAT	116103.64	134346.11	120402.29	121668.07	145070.12
TC	716303.93	776209.21	871163.61	879171.72	914182.22
WACC	6.56%	8.04%	6.97%	6.65%	6.63%
EVA	69093.97	71934.61	59661.99	63203.19	84459.84

表 4 中反映 A 医药企业在 2014 年~2018 年期间的经济增加值。与会计利润相比，EVA 指标能够更加客观反映企业的经营业绩。表中可以看出并购完成后的 A 医药企业的经济增加值都保持着正向增长趋势，表明并购后 A 医药企业的经营业绩在不断提升，并购行为为股东创造了更大的价值。

### 4.3 短期股价波动分析

市场模式假定个股收益率与市场收益率间存在线性关

系，并建立个股收益率和市场收益率的回归方程，公式为：

$$R_t = \alpha + \beta \times R_m$$

运用 stata 软件计算个股收益率和市场收益率二者的回归方程，得出回归系数  $\alpha$  和  $\beta$  的值，具体操作流程如图 3 所示。

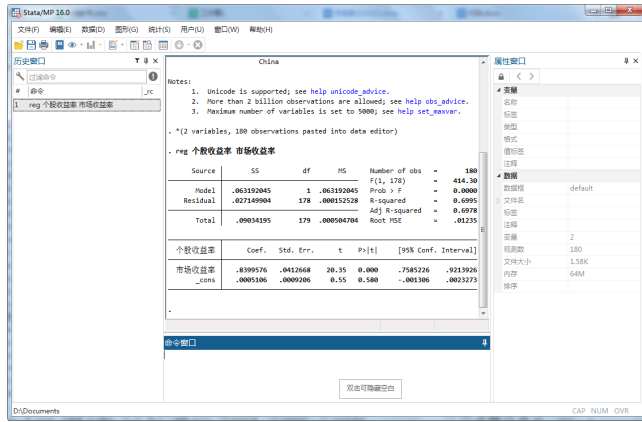


图 3 软件分析图

具体方差分析结果如表 5 所示。

表 5 方差分析结果

来源	自由度	平方和	均方	F 值	P 值
回归分析	1	0.063192045	0.063192045	414.3435	0.000
残差	178	0.027149904	0.000152528		
总计	179	0.09034195	0.000504704		

由上表可以得出  $\alpha=0.0005106$  和  $\beta=0.8399576$ ，表 4.6 中方差分析的结果可以看出，回归系数的显著性（P 值）为  $0.000 < 0.05$ ，即模型通过了检验，说明在显著水平  $\alpha=0.05$  的情况下，回归模型是有意义的。通过回归分析得到其回归方程如下所示：

$$R_t = 0.8399576 \times R_m + 0.0005106$$

$$CAR = \sum \text{超额收益率 (AR)}$$

具体 AR 数据与 CAR 数据如表 6 所示。

A 医药企业在窗口期内股票的 AR 和 CAR 均呈现上下波动的趋势，且在事件日前 10 个交易日时段，A 医药企业的股票价格并没有太大的波动，累计超额收益率基本在 0 附近徘徊，发布交易预案当天，超额收益率达到最高值 4.21%，相比以往的超额收益率是一个大步的提升。在事件期内累计超额收益率最高达到 4.18%。表明当时市场看好 A 医药企业此次的并购活动，给股东和市场投资者带来了正向的短期财富效应，同时也为并购后的整合工作提供了有利的信号支撑。

表 6 A 医药企业窗口期 AR 和 CAR 汇总表

事件日	个股收益率	市场收益率	个股预期收益率	超额收益率	累积超额收益率
-10	-2.57%	0.89%	0.80%	-3.37%	-3.37%
-9	-0.27%	0.01%	0.05%	-0.33%	-3.69%
-8	1.13%	-0.28%	-0.19%	1.32%	-2.37%
-7	1.58%	-0.57%	-0.43%	2.00%	-0.37%
-6	-0.68%	0.15%	0.18%	-0.86%	-1.23%
-5	-0.95%	-0.17%	-0.09%	-0.86%	-2.09%
-4	1.19%	0.25%	0.26%	0.93%	-1.16%
-3	-3.34%	-0.72%	-0.56%	-2.79%	-3.95%
-2	1.34%	0.09%	0.12%	1.21%	-2.73%
-1	1.47%	1.25%	1.10%	0.38%	-2.36%
0	0.80%	-4.11%	-3.40%	4.21%	1.85%
1	0.34%	-0.09%	-0.03%	0.37%	2.22%
2	1.47%	-0.64%	-0.49%	1.96%	4.18%
3	-5.70%	-1.39%	-1.12%	-4.58%	-0.40%
4	1.15%	0.64%	0.59%	0.56%	0.16%
5	0.35%	0.30%	0.30%	0.05%	0.21%
6	-0.90%	0.83%	0.75%	-1.64%	-1.43%
7	-0.16%	-0.23%	-0.15%	-0.01%	-1.44%
8	-0.28%	1.22%	1.08%	-1.35%	-2.79%
9	0.79%	0.92%	0.82%	-0.03%	-2.82%
10	-0.98%	-0.51%	-0.38%	-0.60%	-3.43%

## 5 启示

### 5.1 明确财务管理目标

针对并购双方企业财务管理目标上的不同，制定统一的财务管理目标。A 医药企业采取的措施有：在明确自身战略目标的基础上，整合下属子公司的战略目标，最终确定企业的整体财务管理目标，整合后的 A 医药企业将财务管理目标定义为优化企业资源配置、完善企业资本结构、提升企业产品竞争力等。另外，A 医药企业对被并购企业的财务管理目标进行评判，以相关绩效考核体系对企业成功实现财务管理目标为辅，具体的考核内容可以包括：资产质量、预算管控、融资规模等，进一步加强并购双方企业之间的融合，最终成功实现企业整体价值最大化的财务管理目标，为企业股东创造更多的价值。

### 5.2 合理评估企业价值

被并购方企业为了抬高收购价格，往往会采取公开对自身有利信息，隐藏对自己不利信息的方式，此时 A 医药企业则需要承担信息不对称的风险，导致陷入被动的困境。因此，A 医药企业在并购前，应对被并购企业开展详细的财务审查，

及时发现被并购企业在财务核算中所存在的不规范问题,如被并购企业在并购前虚增的无形资产,另外有意将利润转移至股东分红,达到削减公司净资产的目的。

## 6 结语

A 医药企业此次并购获得了市场的支持,取得了正向市场效应。选取 A 医药企业的并购案例,对财务整合后的财务指标进行计算分析,得出在并购活动完成后 A 医药企业的长期绩效在各方面都得到一定的增长,另外因此得出此次的并购活动对 A 医药企业带来正面的影响。

## 参考文献

[1] Michael E. Mergers and Acquisitions Basics: The Key step of Acqui-

sitions[M]. New York: Divestitures And Investments,2000.

[2] Lajoux A R. The Art of M&A integration: a guide to merging resources, processes and responsibilities[M]. New York: McGraw-Hill, 2001.

[3] Charles G.Managing Acquisition:Creating Value through Corporate Renewal[J].Organizational Dynamics,2004(02):26-30.

[4] 杨洁,张楠.并购中的债务整合[M].北京:企业管理出版社,2014.

[5] 裴小兵.并购原理收购、剥离和投资[M].东北:东北财经大学出版社,2016.

[6] 杜修峰.浅议企业并购后的财务整合[J].财会学习,2018(19):40-42.

[7] 毛松英.企业并购后的财务整合[J].中国商论,2019(02):181-182.