

企业横向并购动因及绩效分析

——以华润三九为例

范之康

北华大学经济管理学院, 吉林 吉林

收稿日期: 2026年7月21日; 录用日期: 2026年8月18日; 发布日期: 2026年8月27日

摘 要

在中医药产业高质量发展, 行业集约化整合加快以及资本市场并购政策持续不断放宽的情况下, 横向并购变成中药龙头企业弥补业务方面短板, 拓展市场规模, 提升核心竞争力的关键途径。本文将华润三九横向并购天士力控股权这件事作为研究案例, 从宏观政策, 行业竞争, 企业布局内外这三个方面的视角来系统解析这次横向并购的核心动因, 而且选取2021到2025年的财务数据, 从盈利能力, 营运能力, 偿债能力, 发展能力这四个维度去对本次并购绩效开展分析。并依据研究所得结果, 从资源整合方面, 成本把控方面, 业务协作方面, 政策助力方面这四个层面给出优化的建议, 期望能为中药行业上市公司横向并购的决策, 资源整合以及长效的发展提供理论方面的参考和实践方面的借鉴。

关键词

横向并购, 并购动因, 财务绩效, 华润三九

Analysis on the Motivations and Performance of Horizontal M&A of Enterprises

—A Case Study of China Resources Sanjiu

Zhikang Fan

School of Economics and Management, Beihua University, Jilin Jilin

Received: July 21, 2026; accepted: August 18, 2026; published: August 27, 2026

Abstract

Under the background of the high-quality development of the traditional Chinese medicine industry,

the industry is accelerating intensive integration and the capital market M&A policies are continuously relaxing and horizontal M&A has become an important strategic approach for leading traditional Chinese medicine enterprises to fill business gaps, expand market scales and enhance core competitiveness. This paper takes the horizontal acquisition of the controlling equity of TASLY by China Resources Sanjiu as a research case. It systematically analyzes the core motives behind this horizontal merger from the external perspective which includes macro policies and industry competition as well as the internal enterprise strategic perspective. The financial data from 2021 to 2025 is employed to assess the performance subsequent to the merger from four dimensions namely profitability, operation ability, solvency and growth ability. On the basis of the research findings, optimization suggestions are put forward from four aspects such as resource integration, cost control, business synergy and policy empowerment. This research aims at offering theoretical references and practical experiences for the listed traditional Chinese medicine companies regarding horizontal merger and acquisition decisions, resource integration and long-term sustainable development.

Keywords

Horizontal M&A, M&A Motivations, Financial Performance, China Resources Sanjiu

Copyright © 2026 by author(s) and Hans Publishers Inc.

This work is licensed under the Creative Commons Attribution International License (CC BY 4.0).

<http://creativecommons.org/licenses/by/4.0/>



Open Access

1. 引言

横向并购是企业实现规模经济，资源整合以及市场协同的重要途径，在产业演进以及竞争格局重塑的过程里起到关键的作用。核心逻辑是把彼此在产能，渠道，技术，品牌等方面的相同的资源进行整合，来达成市场对于份额的拓展以及在竞争上地位的提高。从产业组织理论的这个视角来看，横向并购的首要驱动因素在于规模经济的效应，用来削减因为同质化竞争所引发的资源内耗，在优化行业竞争秩序的同时提升资源配置的效率。另一方面横向方面的并购对于提升市场集中的程度有帮助，能够让企业对上下游的议价能力得以增强，进而构建起更加稳固的竞争方面的壁垒。

医药行业属于横向并购十分活跃的领域当中的一个。这一方面是因为药品研发本身具备高投入，长周期和高风险这样的特点，企业依靠自身来发展从而补充产品管线一般需要很长时间，而通过横向并购直接获取成熟品种和销售网络会更加高效；另一方面是因为医药产品在适应症所在的领域，终端渠道以及目标客户群体方面存在明显的重叠情况和互补情况，这给横向整合提供了天然的操作条件。本文依据以上视角，依托协同理论和规模经济理论构建多维度并购评估分析框架，并与现有文献成果进行对比，凸显研究的场景适配性，期望既可以丰富医药行业上市公司横向并购的理论体系，也为行业并购决策和整合实践提供参考意义。

2. 并购背景

2.1. 宏观背景

中医药产业在宏观政策层面的核心地位持续地往上升，给该行业的整合提供了稳固的政策方面的支撑[1]。2016年，中共中央和国务院印发了《“健康中国2030”规划纲要》¹，在国家部署专门为中医药

¹https://www.gov.cn/zhengce/2016-10/25/content_5124174.htm

设置一个章节，清楚地提出“充分发挥中医药独特优势”，将中医药的发展纳入健康中国建设的宏观发展蓝图里面。随后接连出台一系列配套政策：国务院办公厅印发《关于提升中药质量促进中医药产业高质量发展的意见》²，从 9 个方面提出 21 项重要内容，涉及中药资源保护和利用，产业转型与提升，科技创新以及质量管控等关键领域。2025 年的政府工作报告进一步清晰明确地阐述“健全中医药传承创新发展这一体制机制，推动中医药事业和产业朝着高质量发展的方向前行”。2026 年 7 月份的时候，国务院印发了《国民健康“十五五”规划》³，把“推进中医药传承创新发展”作为培育卫生健康高质量发展新动力的重要内容，提出要巩固国内在全球传统医药发展方面的领先的地位。从《“健康中国 2030”规划纲要》到《国民健康“十五五”规划》，中医药方面的政策体系渐渐变得完备起来，产业发展的方向越发清晰明确，给中药企业进行企业拓展以及资源整合创造了有利的制度方面的环境[2]。

同时，资本市场里的并购重组政策环境也朝着宽松的方向发展。2024 年 9 月份的时候，中国证监会发布了“并购六条”，很清楚地表明支持上市公司借助并购重组来实现产业整合以及转型升级。自政策施行之后，深圳证券交易所市场并购重组的活跃程度明显提升，2025 年深圳证券交易所市场新增加并且披露的并购重组有 1317 单，和之前相比增长了 48%，其中重大重组有 114 单，同比增长了 52%⁴；同行业以及上下游产业并购所占的比例接近八成，围绕着主营业务开展转型升级的产业整合特点越发明显。政策所带来的红利能够得到释放，这便给类似华润三九这样的龙头药企去进行横向并购提供了良好的制度保障还有市场方面的条件[3]。

2.2. 行业背景

从中医药行业的整体规模方面来看，到了 2025 年中国中药制造行业的市场规模大约是 7100 亿元，近五年的复合增长速度是 2.62%；中医药全产业链的总的规模已经超过了一万亿元。⁵但是在规模进行扩张的后面，行业长时间存在的结构性的矛盾更加明显地显露出来。一方面中药制剂行业的市场集中度处在比较低的水平——到了 2025 年的时候，CR3 仅仅达到 18.9%，CR5 是 30.8%，⁶“规模大但是不强”“分散却不优异”这样的状况限制着产业整体的竞争力。另一方面政策方面不断施加压力：药品集中带量采购已经进入常态化，到 2025 年年底一共开展了 11 批国家组织的药品集中带量采购，包括 490 种药品；中成药集采全面展开，医院内部市场因为价格方面的压力持续承受压力，部分产品中标价格大幅度降低，企业利润的空间被明显压缩。与此同时国家药品监督管理局规定从 2026 年 7 月开始，如果中成药说明书里面的“禁忌”“不良反应”等栏目还标注“尚不明确”，再注册申请将不被允许通过，这意味着超过七成的中成药可能会面临被淘汰的状况[4]。在集中采购不断深入并且监管越发严格的双重压力之下，正推动中小制药企业加快出清的步伐，行业分化整合的情形非常明显。

在这样的情况之中，把行业头部企业当作引领的横向并购变成行业整合升级的关键途径[5]。头部的企业利用资本的途径快速获取成熟的产品管线，扩展销售网络并且提升研发效率，行业的集中度持续上升。华润三九是华润集团里的重要核心平台，长久以来把外延式的并购当作核心的发展策略。在 2025 年 3 月份的时候，华润三九完成了对天士力占比为 28% 的股权的收购行为，此次交易的总的金额达到了 62.12 亿元。此并购被业内看作是落实“并购六条”，推进产业整合的典型事例，对于华润三九完善现代中药产品创新管线的布局，达成 OTC 终端和医院网络的渠道互补起到作用。就在宏观政策有好的情况和行业整合加快的双重推动之下，华润三九横向去并购天士力的行动就跟着有了产生。⁷

²https://www.gov.cn/zhengce/content/202503/content_7014716.htm

³https://www.mee.gov.cn/zcwj/gwywj/202607/t20260714_1161753.shtml

⁴https://www.cs.com.cn/xwzx/hg/202603/t20260316_6541471.html

⁵<https://wap.stockstar.com/detail/IG2026060200042308>

⁶<https://m.chinabaogao.com/detail/791804.html>

⁷http://vip.stock.finance.sina.com.cn/corp/view/vCB_AllBulletinDetail.php?id=10815618

3. 案例概况

3.1. 案例双方介绍

三九企业集团于 1991 年底组建，并于 1999 年由三九企业集团等 5 家公司发起设立股份制公司，到了 2000 年就在深圳证券交易所上市，它是华润集团旗下核心的国有医药上市平台，这些年来一直在医药健康领域努力深耕，构建出了成熟的现代化医药产业体系以及完备的市场布局。公司核心的业务集中在消费者健康消费品 CHC 以及处方药 RX 这两个大的核心板块，同时还规划了中药配方颗粒，健康服务等相关配套业务，是国内非处方药 OTC 中药领域的龙头性质的企业，依靠“999”国民品牌建立起较为强大的市场影响力以及用户认可程度。在 CHC 消费端，这家公司存在 999 感冒灵，三九胃泰，皮炎平等多款年销售额超过一亿的经典畅销的产品，覆盖感冒，胃肠，皮肤，儿科等大众健康领域方面的场景，终端渠道深入地向下沉，零售市场的渗透率长时间处在行业前列的位置。在处方药的范围里面，产品包含心血管，肿瘤，消化，骨科等好多治疗领域，依靠央企合规的体系以及优质的医疗资源，深入耕耘医院终端市场，有着稳定的院内销售规模以及品牌方面的声誉。依靠国企的资金，治理以及资源方面的优势，华润三九长久以来秉持着稳健经营和产业整合发展的方针，不断通过并购的方式来扩充产品的管线，完善产业的布局，是中药行业当中规模化，集约化发展的核心标杆企业。

天士力医药集团股份有限公司在 1998 年成立，于 2002 年在上交所上市，是国内现代中药创新发展的典型民营头部企业，专注在现代中药，生物药，化学药领域，构建了从中药材种植，研发生产到终端销售的完备医药产业链体系。公司的核心优势重点存在于处方药的创新方面以及慢病治疗的领域当中，它所主要推动的产品例如复方丹参滴丸，养血清脑颗粒等，在心脑血管慢病的领域里面拥有非常高的市场知名度以及临床方面的认可度，是国内心脑血管中药相关赛道的具有标杆性质的产品。与行业内绝大多数企业相比较，天士力的研发特性十分突出，长久地专注在创新中药以及生物药的研发方面，规划了多个进行研发的创新药品，具备成熟的新药研发体系以及现代化的智能制造产能。但近些年来因为行业政策有调整，市场竞争变得更激烈，资金周转存在压力等因素的作用，公司碰到增长动能变缓慢，渠道拓展没有力量，研发转化效率不充足等经营方面的困难处境，民营药企的资金和资源方面的缺陷逐渐显露出来。2024 年的时候华润三九完成了对天士力控股股权的收购之后，天士力就正式归入到华润的国资体系里面，进入到产业协同这样的崭新发展阶段，它优良的处方药方面的管线，研发资源还有慢病市场方面的布局，也就成为了这次横向并购的关键价值支撑的点[6]。

3.2. 并购过程介绍

本次华润三九对天士力进行并购属于中药行业里典型的控股权协议转让横向并购交易，整个过程大约花费了八个月时间，经历前期进行洽谈，签署协议，合规方面进行审批，股权进行交割这四个核心阶段，交易的流程是规范的，信息披露是完备的，充分体现出资本市场同业并购标准化的运作流程。2024 年 7 月份的时候，这个并购正式开始进行筹备的工作，天士力创始人家族由于企业长期发展方面的需求，开展和华润三九的股权受让专项谈判，双方针对股权交易的价格，控制权移交，后续产业协同以及资源整合等核心方面的事情进行多次商讨，达成初步的合作意向，给后续正式交易打下基础。2024 年 8 月 4 日，华润三九和天士力集团以及其一致行动人正式签订《股份转让协议》，确定交易的核心条款；在 2024 年 8 月 5 日，华润三九与天士力一起发布重大资产购买的公告，向外部公布这次交易的方案。据公告内容显示，华润三九将以现金的形式作价 62.12 亿元，去受让天士力的 4.18 亿股股份，此股份占天士力公司总股本的 28%，在交易完成之后华润三九就会成为天士力的控股股东。同时天士力集团承诺放弃剩余百分之 5 股份所对应的表决权，以此来进一步巩固华润三九的控制权的地位。2024 年 8 月份到 2025 年 2

月份属于交易合规审核阶段，这一次并购先后完成市场监管总局反垄断方面的审查，国务院国资委专项的审批等多种合规流程，整个过程不存在审核方面的障碍，充分证明这一次同业横向并购具备合规性以及产业方面的合理性，符合医药行业集约化整合的政策方面的导向。2025 年 3 月 27 日，这一次的并购完成了最终股权过户登记，中国证券登记结算有限责任公司给出正式的过户确认书，标的股份全部划转到了华润三九的名下。至此天士力正式成为华润三九控股的子公司，实际控制人变为中国华润有限公司，创始人家族完全从经营管理体系中退出，这次重大的横向并购交易正式完成并落地。⁸

4. 并购动因分析

4.1. 外部动因

4.1.1. 行业政策驱动产业整合升级

近年来中国中药行业的监管体系在不断地持续完善，药品集中采购形成常态化的状态，医保费用进行控制，药品审评的标准得到提升等政策都全面地得到落实，从而让行业过去那种粗放型的发展模式完完全全地结束掉。在政策呈现出高压的状态下，中小制药企业渐渐被淘汰出局，行业当中同质化竞争和低水平内卷的问题十分突出，国家明确地鼓励中药行业利用市场化的并购重组来达到规模化，集约化的发展情况。在这一政策指引之下，同行业的横向方面的并购成为头部企业去顺应行业变革趋势，去避开政策方面风险，去符合产业升级需求的关键方针上的选择，给华润三九对天士力进行整合创造了非常好的政策方面的环境以及行业方面的机遇。

4.1.2. 行业存量竞争加剧，头部集中趋势凸显

当前中药行业进入存量竞争阶段，市场增长的速度变得缓慢，市场规模已经超过了 7000 亿元，但是产品存在很明显的同质化情况，渠道，品类，技术方面的竞争变得越来越激烈。单个一个企业它自身的产品组合，市场通路以及研发资源没有办法支撑起长时间的竞争情况，行业里面的资源不断地朝着具备品牌，资金，技术优势的头部企业那里汇聚。横向并购能够迅速整合同行业优秀的资源，降低行业内部的消耗，对行业竞争态势进行优化，华润三九通过并购天士力，能够快速抢占心脑血管中药优良的赛道，进一步稳固自己在行业里龙头的地位，符合行业头部集中的发展趋势。

4.1.3. 中医药现代化发展的市场需求驱动

伴随民众健康意识提升，慢性疾病管理，中医药养生，规范化的中药诊断与治疗的市场需求不断扩大，市场对高品质，标准化，具有创新性的中药产品的需求快速上升。但是大多数中药企业存在着创新能力欠缺这样的情况，优质稀缺品种储备匮乏的问题，没法契合市场升级的需求。本次横向的并购可以把双方研发以及产品资源进行整合，深入地在现代化中药领域进行耕耘，让慢病治疗产品系列变得丰富起来，精准地契合市场多元化，高品质的消费需求，抓住中医药产业发展的有利情况。

4.2. 内部动因

4.2.1. 华润三九完善产品管线，补齐业务短板

华润三九的核心优势集中在非处方药大众消费药品的领域之中，在心血管处方药的高端赛道方面存在很明显的不足，并且在创新中药研发这一方面也有着明显的短板，业务结构存在一定程度的单一情况。天士力将精力集中在心血管和脑血管这类慢性疾病的处方药相关领域上，存在复方丹参滴丸等属于自己独有的核心种类，具备已经成熟了的处方药临床方面的渠道还有创新研发的体系。本次横向的并购可以帮助华润三九快速地补上处方药管线存在的不足，实现 OTC 和处方药业务的双向助力，完善全品类中药

⁸http://vip.stock.finance.sina.com.cn/corp/view/vCB_AllBulletinDetail.php?id=10815618

产品的布局，优化自身业务的构造。

4.2.2. 实现同业协同效应，降本增效扩大规模

作为同行业里面处于头部位置的企业，华润三九和天士力在生产体系，销售渠道，研发资源，品牌运营等方面存在着相当高的同源性以及互补性，横向进行的并购所带来的协同效应是很明显的。并购完成之后，双方可以对重叠的生产资源以及销售终端进行整合，借此来降低渠道运营，生产管理，市场推广等等综合成本；对研发平台和技术团队进行共享，从而让中药创新研发的效率得到提高；依靠双方国民品牌的优势，形成品牌聚合的效应，进一步扩大市场占有率，实现规模经济和经营效益的双重提升。

4.2.3. 完善“一体两翼”布局，实现业务差异化协同

华润三九很长时间把外延式并购当作核心的发展方针，从 2012 年开始已经成功完成澳诺制药，昆药集团等十多项并购交易。2023 年取得昆药集团控制权之后，该公司在三七制剂以及精品国药这类领域获取到关键的支撑点。但在处方药以及创新中药的领域当中，华润三九还欠缺具有强大力量的核心平台。天士力作为创新中药方面的领军企业，把处方药作为核心的业务，拥有复方丹参滴丸这类重磅的品种以及正在研发的 31 项创新药。并购完成之后，华润三九正式构建起来“一体两翼”这样的业务布局情况——是以 CHC 作为核心，天士力是以处方药作为核心，昆药集团是以三七产品以及精品国药作为核心，各自把焦点集中在消费健康，医疗健康和银发健康这三个大的领域当中。三家上市的企业达成了清晰的差异化的定位情况，达成了业务边界方面的全面布局性拓展的行为。

5. 并购绩效分析

5.1. 发展能力分析

Table 1. Development capacity indicators of China Resources Sanjiu from 2021 to 2025
表 1. 华润三九 2021~2025 年发展能力指标

	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年
营业收入	115.4 亿	180.8 亿	247.4 亿	276.2 亿	316 亿
净利润	18.53 亿	22.19 亿	27.11 亿	31.18 亿	31.34 亿
营业收入增长率	13.98%	16.31%	36.83%	11.63%	14.43%
净利润增长率	38.81%	19.75%	22.18%	15.01%	0.52%

数据来源：东方财富网、公司年报。

从营收的规模以及增速方面来看，这次横向的并购成功地达成了企业“规模化进行扩张，全赛道去布局”的核心方针，规模增长的成果是非常突出的，直接就证实了前期横向并购的核心原因。2021 年到 2022 年并购前期的时候，企业处于自己主动并且稳步增长的阶段，营业收入从 115.40 亿元增长到 180.80 亿元，增长的速度保持在 13.98%到 16.31%这样稳健的区间里，这是企业原生业务的增长程度。2023 年进入到并购筹备对接的阶段，营业收入的增长速度很迅速地一下子就上升到 36.83%，和往年的增长速度相比实现了翻倍的情况，营业收入的规模超过了 247.40 亿元，达成了跨越性的增长。该数据出现突变不是偶然的情况，是企业提前和天士力业务资源对接，整合渠道，进行铺垫并表带来的直接成果，横向并购产生的规模扩张红利提前就释放了。在 2024 到 2025 年并购完成之后，营业收入的增长速度回落到 11.63%，14.43%，回到了稳健增长的区间里面，原因是 2023 年进行并购使得基数效应让增速的基准提高了，并不是业务增长不好。在到了 2025 年年底的时候，企业它的总的营业收入达到了 316.00 亿元这样一

个情况，和 2021 年的 115.40 亿元相比较的话，增长了 173%，在四年的时间里规模差不多是翻了三倍一样。从业务构造这方面来看，并购之后天士力心脑血管处方药所在的赛道将华润三九业务的很多短板全面给补上了，突破了原先 OTC 单一赛道的增长限制情况，企业从大众消费中药的龙头转变成为“OTC 加上处方药”双核心的全品类中药龙头，行业市场占有率，赛道覆盖范围实现了质的提升，横向并购的规模策略价值完全得到了实现(表 1)。

从净利润的规模以及增速方面去解析，企业的利润总量一直在增长，可是增速是一年比一年缓慢，呈现出典型的“收入增加但是利润不增加”的整合期特点，精准地体现出横向并购短期整合时候的阵痛以及长期价值积蓄力量的发展规律。在利润规模这一方面，净利润从 2021 年的 18.53 亿元一直增长到 2025 年的 31.34 亿元，五年当中累计增长了 69.1%，利润的总量平稳地扩大，并购并没有对企业整体盈利的基础造成破坏。增速方面呈现出明显的分化情况：在 2021 年行业处于红利期的时候净利润增速达到了 38.81%，这是行业的高增长红利；到了 2022~2023 年就逐渐回落到 19.75%，22.18%，依旧保持着两位数的高增长；在 2024 年处于并购筹备期的时候就回落至 15.01%，到了 2025 年并购正式落地之后大幅下降到 0.52%，增速差不多就停滞了。结合并购实际整合的状况来解析原因，关键在于三大整合期的刚性成本：其一在并购完成之后出现了 19.39 亿元的新增商誉，在年度进行商誉减值测试以及资产整合摊销的时候会产生刚性费用；其二在双品牌，双团队融合的进程当中，管理协同，人员整合，制度统一使得管理费用增加；其三天士力处方药业务需要持续投入临床推广，学术研究，销售与研发费用提前增加。同时天士力在此之前受到民营资本方面的限制，盈利的效率比华润三九要低，在并购的初期双方盈利的体系还没有统一起来，整体利润的增速被稍微拉低了一些。此情况不是并购失败，而是中药行业大型横向并购普遍存在的阶段性特征。

总体来看，这一回横向并购的发展能力表现出“规模成效明显体现，利润协同蓄力等待出发”的有差别的态势。在短期之内并购刚刚完成那一段时间，存在费用提前支出，体系磨合，盈利适配这类问题，使得利润增长速度有压力，出现收入上涨但是利润不上涨的情况；可是从长期的层面来看，企业完全突破了原来业务增长的限制，达到了产品赛道，市场规模，行业地位的全面升级，发展的基础更加扎实了。伴随 2025 年之后双方整合工作不断地深入开展，渠道资源在各个方面进行共享，研发技术有着深度的交融，费用管控持续地优化，商誉风险逐步地得到化解，处方药业务的高成长，高价值优势会持续地释放出来，有机会逐步改变利润增速低迷的状况，实现从“规模扩张”到“规模加上效益”双重高质量发展的转型，横向并购的长期发展协同价值将会进一步地显现出来。

5.2. 盈利能力分析

Table 2. Profitability capacity indicators of China Resources Sanjiu from 2021 to 2025

表 2. 华润三九 2021~2025 年盈利能力指标

	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年
净资产收益率	14.14%	15.15%	15.86%	17.33%	16.07%
总资产收益率	9.02%	9.67%	9.43%	9.42%	8.43%
销售净利率	13.50%	13.81%	12.83%	13.68%	13.18%

数据来源：东方财富网、公司年报。

结合这五年的财务数据还有并购完成之后的经营现状来看，华润三九在并购前后盈利能力总体上保持着稳健而且呈现出向好的态势，横向并购所带来的长期盈利协同方面的价值初步得到了展现，只是因

为短期整合成本的影响而有小幅度的波动，符合同业横向并购的盈利演变的规律。净资产收益率 ROE，是衡量股东投资回报的核心指标，在 2021 年到 2024 年持续稳定地往上升，从 14.14%一年一年地增加到 15.15%，15.86%，2024 年达到五年当中的最高值 17.33%，四年总共提升了 3.19 个百分点，增加的幅度比较明显。此数据的变化充分地显示出，在并购筹备期间企业通过策略的优化以及业务的提质增效，再加上天士力优质处方药业务的预期赋能，很大程度上提升了自有资本的获利能力，横向并购的布局对于股东价值的增值起到正向的支撑作用。在 2025 年并购成功进行完毕之后，ROE 轻微地下降到了 16.07%，虽然和 2024 年的最高点相比是降低了，可是仍然明显地高于 2021 年到 2023 年并购之前的水平，没有出现盈利大幅度下降的状况，证明这次同业并购不存在实质性的盈利方面的损失(表 2)。

总资产收益率 ROA，着重去体现企业全部资产的综合获利的效能，更能够展现出并购之后资产整合的真实的成效，这个指标的走向呈现出明显的前期稳定上涨，后期稍微调整的特点[7]。在 2021 到 2022 年期间企业原生资产盈利效率渐渐提高，资产收益率 ROA 从 9.02%上升到 9.67%，达到了并购之前的最高数值。在 2023 到 2024 年处于并购筹备期的时候，资产回报率 ROA 有小幅度的回落，分别达到 9.43%，9.42%，基本保持平稳的状态，资产盈利的效率没有明显的波动。2025 年并购做好之后，天士力全资的资产合并到报表之后，ROA 回落到 8.43%，和 2022 年的最高点相比下降了 1.24 个百分点。从并购实际操作层面来进行分析，这一波动具有很强的合理性：本次横向并购属于大额同业资产整合，到了 2025 年新增天士力数十亿的资产规模，同时并购形成 19.39 亿元新增商誉，资产端基数大幅度扩大；而资产协同技术融合，渠道复用的盈利释放存在 6 到 12 个月的行业常规滞后期，新增的资产还没有完全转化成盈利的增量，所以短期就稀释了整体资产的收益率，这是中药行业横向并购整合初期的典型特点，并非是企业盈利质量变差。

销售净利率直接展现出企业主营业务的盈利空间以及产品具备的竞争力，在五年期间始终维持在 12.83%到 13.81%这样稳定的范围之内，波动的幅度小于 1 个百分点，盈利有着很强的韧性。在 2023 年处于并购筹备期的时候，净利率轻微地回落到在五年当中的最低值 12.83%，主要的原因是企业为了对接后续的并购整合，预先增加了研发投入，渠道梳理以及管理体系升级方面的费用，前置性的整合成本稍微压缩了盈利的空间。在 2024 年完成整合相关的铺垫之后，净利率很快就回升到了 13.68%，恢复到并购之前的那种优质水平，体现出企业有着超强的盈利方面的修复能力。在 2025 年并购完成之后净利率稍微下降到了 13.18%，主要存在两方面实际的因素：其一天士力的心脑血管处方药业务和华润三九原本的 OTC 业务的盈利结构有不同之处，处方药的研发，临床推广成本比较高，在短期里拉低了整体净利率的平均值；其二并购之后人员进行融合，体系进行对接，品牌进行整合产生阶段性的管理与销售费用增加，再加上商誉减值测试进行计提相关费用，有小幅地侵蚀了净利润。总体来看这一次横向的并购达成了 OTC 和处方药产品的相互补充，对整体的盈利结构进行了优化，不存在盈利空间大幅度缩减的情况，伴随后续整合的进行以及费用管控的改善，盈利水平仍然有着较大的提升空间。

5.3. 运营能力分析

Table 3. Operating capacity indicators of China Resources Sanjiu from 2021 to 2025

表 3. 华润三九 2021~2025 年运营能力指标

	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年
存货周转率	3.077	3.416	3.039	2.647	2.599
总资产周转率	0.668	0.7	0.735	0.688	0.639
应收账款周转率	5.103	5.022	4.818	4.318	4.278

数据来源：东方财富网、公司年报。

华润三九的营运能力呈现出在并购之前是稳步优化，在并购之后是持续承受压力这样的态势，三项核心的周转指标从 2022 年之后都进入到持续向下的通道之中，很直观地体现出中药行业大型横向并购的整合阵痛期的特点。并购之前的 2021 年到 2022 年，企业的营运效率持续得到优化，存货周转率，总资产周转率保持着稳步上升的趋势，应收账款周转率有小幅度的波动，整体的资产运营体系是高效而且稳健的，给后续的并购整合奠定了良好的经营基础。在 2023 年进入并购筹备阶段之后，各项周转指标就一直持续下滑，到了 2025 年并购正式完成，资产全面并入报表之后，营运效率所面临的承压情况更加明显，根本原因是同业资产规模快速扩大，双主体经营模式融合缓慢，资产周转效率还没有和扩大规模之后的企业规模相互匹配(表 3)。

存货周转率是中药企业营运能力的核心观测指标，可直接体现原材料储备，产成品销售以及库存管控的运营效率，这个指标从 2022 年五年里最高的 3.416 次一直下滑到 2025 年的 2.599 次，三年总共下滑 0.817 次，下降的幅度达到 23.9%，波动的幅度非常明显。从并购实际情况来进行分析，这样的变化有着清晰的合理性：其一中药行业存在原材料季节性进行采购，存储周期长的固有特点，天士力合并报表之后，它的心脑血管中药原材料，独家制剂产成品库存全部并入其中，极大地提升了企业整体的库存基数；其二并购之前两家头部中药企业有着各自独立的供应链体系，仓储布局以及产销调度机制，华润三九侧重于 OTC 快消类中药库存的周转，天士力侧重于处方药长效储备库存，库存管理模式差异明显。到了 2025 年才完成股权方面的交割，双方在库存资源进行统筹调配，产销方面协同以及库存去化的整合工作还处在起始的阶段，再加上并购之后企业为了确保全品类产品的供应，稳固市场份额，适度增加安全库存，最后使得存货周转效率阶段性地降低，这是属于横向同业并购整合的正常过渡时期的情况。

总资产周转率体现企业整体的资产创收转化能力，它的走势呈现出先上升然后再下降这样的阶段性特点[8]。在 2021 年到 2023 年这个时间段里，总资产周转率从 0.668 次慢慢上升到 0.735 次，实现了持续的优化，原因是企业原来的主营业务稳定地增长，资产利用的效率不断地提高。在 2023 年处于并购筹备期的时候出现了小幅上涨的情况，主要是由于在这个时期当下的营收增速比资产扩张的速度要快，进而在短时间内提升了周转的效率。但是在 2024 到 2025 年持续出现下降情况，2025 年降到五年里的最低数值 0.639 次，和峰值相比减少了 0.096 次。核心的原因是 2025 年有大量的并入到天士力的固定资产，无形资产，存货等各类的资产，企业的资产总规模实现了跨越式的增长，资产的基数大幅度地扩充；而横向并购的营收协同，资产盘活存在滞后的情况，新增资产的创收能力还没有完全地释放出来，资产扩张的速率明显地快于营收增长的速率，最后导致了总资产周转的效率下降。此指标的变化表现出，短期规模的扩大没有和运营效率的提高同时相对应，之后得依靠对资产进行精细的管理，对低效资产进行清理，对业务资源进行重复利用，来进一步提升资产的创收的能力。

应收账款周转率从 2021 年的 5.103 次一直逐年下降，到 2025 年降到 4.278 次，五年之中总共下滑了 0.825 次，年均的降幅比较平稳，处于持续性承受压力的状况。指标出现下滑有着行业方面的共性情况以及并购方面的个性化原因：在行业范围当中，近年来医药集中采购呈现出常态化的状态，医保回款的周期慢慢延长，医院终端以及连锁零售渠道整体的账期普遍变长，行业整体应收周转的效率不断降低，这是行业系统性的趋向。并购层面差异表现得更为明显：华润三九原本的核心业务是非处方药零售药品，终端回款比较迅速，应收账款质量很不错，周转处于平稳状态；而天士力核心业务是处方药，主要针对各级医院终端，存在客户账期比较长，回款周期比较长，应收账款规模比较大的行业方面的特点。到了 2025 年天士力把应收款项全部并入到报表之后，企业整体应收账款的结构有了明显的变化，长期账期应收的所占的比例提高了；与此同时在并购的初期双方的信用政策，回款机制，客户管理体系还没有统一起来，回款催收的流程处于整合调试的阶段，进一步使得应收周转的速度变缓慢了。整体而言这个指标的降低是行业的趋势以及并购整合一起发挥作用带来的结果，伴随后面统一客户的信用体系，优化回款

的管理体系，应收周转的效率存在明显的修复的空间。

5.4. 偿债能力分析

Table 4. Solvency capacity indicators of China Resources Sanjiu from 2021 to 2025
表 4. 华润三九 2021~2025 年偿债能力指标

	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年
流动比率	1.595	1.382	1.740	1.608	1.825
速动比率	1.297	1.094	1.345	1.245	1.418
资产负债率	35.72%	35.36%	39.57%	36.99%	34.58%

数据来源：东方财富网、公司年报。

长期偿债能力以资产负债率作为核心的衡量指标，五年时间里的数据呈现出“先稳定，然后急剧上升，接着持续回落”这样的状况，正好符合这次现金类型的横向并购的资金运作以及财务风险演变的逻辑。2021 到 2022 年并购前期的时候，企业的资产负债率稳定在 35.36%到 35.72%这个区间范围当中，财务结构是稳健的，负债的水平是很低的，不存在长期偿债方面的压力，给后续的大额并购操作留下了足够多的财务空间。2023 年进行并购筹备的时候，资产负债率大幅度上升到五年里的最高数值 39.57%，比 2022 年提升了 4.21 个百分点，这样的波动正好契合并购实际操作情况：这一次并购是纯现金交易，交易的对价达到 62.12 亿元，企业为了支付并购资金，保证日常经营的现金流，适当地增加债务融资，使得负债的规模在短期上升，再加上并购筹备阶段资产的规模还没有大幅度扩张，最后就推高了资产负债率，符合现金并购的典型财务方面的特点。2024 到 2025 年处于并购落地整合阶段，资产负债率连续下降到 36.99%，34.58%，2025 年已经低于并购之前的基准水平，很好地体现出企业具备超强的财务风险管控方面的能力。一方面在并购之后天士力优质的资产并入到报表当中，企业的总资产规模大幅度地扩大，使得负债的占比降低；另一方面企业经营方面的现金流持续稳定地回流，能够自己去偿还阶段性的并购债务，逐步地缓解并购所带来的短期负债方面的压力，长期的财务结构持续地优化，不存在因为大额横向并购而产生持续性债务风险的情况(表 4)。

短期的偿债能力依靠流动比率，速动比率这两个双重的指标来进行验证，这两个指标的变动趋势高度协同，整体呈现出“触底之后又回升，持续地进行优化”的状态，说明这一次的横向方面的并购没有对企业短期的资金链条造成冲击，短期偿债方面的安全性是充足的。2022 年存在两项指标处于五年内的低位情况，流动比率是 1.382，速动比率是 1.094，主要原因是当年行业整体的备货规模进行了提高，营运资金的占用出现了增多，这属于行业常规经营方面的波动状况，和并购的操作不存在关联。2023 年处在并购筹备阶段的时候，两项指标同时大幅度回升，流动比率达到了 1.740，速动比率达到了 1.345，企业虽然在筹备大额现金并购并且阶段性占用资金，可是借助合理的流动性管理还有配套短期融资，成功补充了流动资产，保证了短期偿债能力维持稳定。2024 年出现小幅回落属于正常的波动情况，到了 2025 年并购完全落地之后，两个指标同步往上升达到五年的最高值，流动比率是 1.825，速动比率是 1.418。从并购整合的实际情况来看，天士力在并表之后带来了大量的货币资金，应收款项等优质的流动资产，企业整体的流动性储备有很大幅度的增加；同时在并购完成之后不存在大额的资金支付压力，经营的现金流持续回流，短期偿债的缓冲空间持续扩大。值得注意的是，速动比率一直是大于 1 的，表示企业扣除存货之后的优质流动资产可以完全覆盖流动负债，短期偿债不存在那种刚性的风险，并购的财务安全性以及稳健性是很突出的。

从综合长短期限的偿债指标这一方面去考量，这一回横向并购的财务风险具有“短期可以被控制，

长期能够得到优化”的明显特点，完完全全避开了大额现金进行并购时经常出现的偿债风险方面的隐患。和跨界并购高杠杆并购具有高风险的特性不一样，这次同业横向并购依靠企业原本稳健的财务基础，只是在阶段性地轻微提高负债水平，并且通过资产进行扩充，现金流能够迅速回流来化解财务压力，最终达到偿债能力不但没有降低反而还上升的状况。在 2025 年底的时候，企业的资产负债率处在行业比较低的位置，流动比率和速动比率是充足的，财务结构是良好的，给后续持续开展业务整合，研发投入，渠道优化提供了稳固的财务方面的保障，充分证实了这一次横向并购的财务方面的可行性还有安全性。

6. 结论与建议

华润三九对于天士力进行横向并购，是在中药行业政策助力，行业存量整合以及企业整合升级共同推动之下形成的优质同业并购事例，具备充分的合规性以及策略合理性，是企业落实规模化，多元化发展布局的关键举动。从并购的动因方面来看，这一次的并购既有外部行业方面的推力也有内部发展方面的引力，外部中药行业里的集中采购成为平常的状态，监管不停地变得严格，市场头部集中的趋势显得很明显，促使行业头部企业借助资源整合来提高核心竞争力；内部华润三九想要弥补自身在心血管处方药，创新中药领域的业务欠缺，打破单一的 OTC 业务的格局，落实“一体两翼”的发展方针，构建“OTC 加上处方药”的双核心业务体系。从 2021 年到 2025 年的并购绩效方面来看，这一回并购的长期协同价值明显比短期整合风险要更好，规模扩张的成果很明显，财务方面的基本面稳定并且呈现出良好的态势。并购完成之后企业营收实现跨越式增长到 2025 年时营业收入达到 316.03 亿元和 2021 年相比增长了 173% 成功升级成为全品类中药的龙头行业里市场地位大幅提升；盈利基础较为稳固、高毛利的处方药业务合并报表使得企业销售毛利率上升到 54.03%。虽然受到整合成本以及费用前置投入的影响 ROE，销售净利率有阶段性波动，净利润增速变缓但没有出现实质性下，降盈利总体是稳健的；财务方面安全边际充足，资产负债率回落到 34.58%，流动比率，速动比率创造五年最高值，偿债能力持续优化，财务风险一直处于低位。本次并购呈现出典型的“规模扩张在前面，效益提升落在后面”的行业整合特点，由于双主体运营体系不一样，资产整合磨合等因素的影响，企业存货，应收账款，总资产周转效率在阶段上出现下降情况，出现收入增加但是利润不增加的行业常态问题，不是并购方针与决策存在缺陷，而是中药行业大型并购初期的正常整合时的疼痛感觉，后续能够通过深度投后整合慢慢进行化解，长远来看有提质增效，价值释放的充足潜力。

结合这次并购整合存在的问题以及中药行业发展的新的态势情况，为了充分发挥并购协同方面的效应，让企业从规模扩张朝着规模和效益双向高质量发展的转型去促使，稳固在行业里的龙头地位，提出具有系统性的优化建议。其一深入推进整个区域范围的一体化资源整合，去解决在运营效率这一方面存在的短板这类问题。统一双方在供应链，生产和销售的调度，库存管理以及客户信用回款机制等方面的情形，促使天士力处方药医院渠道和华润三九 OTC 零售终端网络进行深度的对接，实现客户，物流，存量资产的全面盘活，逐渐改变各项资产周转效率比较低的状况，提升企业营运管理的精细化程度。其二是细致地去对成本费用展开管控，打通盈利增长方面存在的阻碍情况。统一双方的销售以及行政方面的管理制度和费用预算标准，清理掉重复的职能以及多余的开支，依靠双方生产，研发资源共享来降低单位运营的成本，有秩序地对并购形成的商誉资产进行摊销，同时构建商誉动态监测以及风险预警的机制，按时开展减值测试，紧紧关注天士力业绩承诺的达成状况，严格把控商誉减值的风险，逐步让净利润的增速恢复，解决收入增长但是利润没有同步增长的问题。其三是要去加强不同有差异业务之间的协同，以此来扩大核心竞争方面的优势。依靠华润三九在非处方药终端渠道方面的优势以及天士力在处方药，创新中药研发上的优势，聚焦于慢性病治疗的核心领域，丰富优质产品的系列，激发天士力 31 项正在研发的创新药的资源，着重推进 4 个处于新药申请/申请前新药申请阶段品种的快速商业化，借助研发方面的

协同，品牌的聚合来帮助长期盈利的增长。其四紧紧抓着行业政策所带来的好处，深入推进产业的整体方面的布置。借助中央企业平台所具备的资源方面的优势，抓住中医药现代化以及产业化发展的机会，持续地对产业和产品的布局进行优化，顺应行业集中采购以及监管方面规范化的发展趋势，平稳地推动业务的转型和升级。其五是前置式布局后续的并购整合情况，完善长效的发展机制。在未来并购交易架构设计的时候，提前制定专项整合方案以及百天整合计划，弄清楚低效资产处置，冗余业务剥离的节奏，避免规模扩张和运营效率提升长期不衔接的情况，给医药行业同业横向并购的长效整合发展提供好的实践例子。

参考文献

- [1] 徐经长, 李博文. 配套协同还是增发陷阱?——我国上市公司重大资产重组配套融资的并购绩效分析[J]. 中国人民大学学报, 2022, 36(5): 165-179.
- [2] 刘雅萍. 华润三九医药连续并购绩效分析[D]: [硕士学位论文]. 南昌: 江西财经大学, 2021.
- [3] 张玲, 王珊, 唐建新. 价值创造视角下企业横向并购绩效研究——以国泰君安并购海通证券为例[J]. 财会通讯, 2026(12): 113-118.
- [4] 张能鲲, 何宇, 张永冀. 中国医药上市公司并购与技术创新研究[J]. 科研管理, 2019, 40(2): 12-21.
- [5] 韩振国, 盛明阳. 并购类型与企业绩效——基于中国上市公司的证据[J]. 广西财经学院学报, 2022, 35(1): 31-48.
- [6] 王竹泉, 陈任霖, 刘心琰. 异质性资本配置视角下企业韧性与商誉价值透析——以中国医药并购“南北通用”为例[J]. 财会通讯, 2024(14): 3-8, 22.
- [7] 何亚鑫. 横向并购对上市公司经营绩效的影响研究[D]: [硕士学位论文]. 西安: 西安理工大学, 2024.
- [8] 陈宇. 企业横向并购财务协同效应及经济价值探索[J]. 财富时代, 2025(4): 144-146.