

医药企业并购动因与绩效分析

——以华润双鹤并购华润紫竹为例

熊毅帆

广西大学经济学院, 广西 南宁

收稿日期: 2025年6月30日; 录用日期: 2025年7月10日; 发布日期: 2025年8月29日

摘要

并购是企业进行战略扩张、优化资源配置以及提升竞争力的重要手段, 对于企业的发展前景具有深远的影响。本文将华润双鹤并购华润紫竹为研究案例, 将华润双鹤作为研究对象, 首先分析该公司主要的并购动因, 通过事件研究法分析企业短期并购绩效, 使用财务指标法分析企业中长期并购绩效, 并使用非财务指标法用以弥补单一财务指标的不足。在此基础上总结出相应的结论与对策, 为医药行业的其他企业提供重要的并购借鉴经验。

关键词

企业并购, 医药企业, 并购绩效

Analysis of the Motives and Performance of Mergers and Acquisitions in Pharmaceutical Enterprises

—A Case Study of CR Double-Crane's Acquisition of CR Zizhu

Yifan Xiong

School of Economics, Guangxi University, Nanning Guangxi

Received: Jun. 30th, 2025; accepted: Jul. 10th, 2025; published: Aug. 29th, 2025

Abstract

Mergers and acquisitions are important means for enterprises to carry out strategic expansion, optimize resource allocation, and enhance competitiveness, and have a profound impact on the develop-

文章引用: 熊毅帆. 医药企业并购动因与绩效分析[J]. 金融, 2025, 15(5): 885-895.

DOI: 10.12677/fin.2025.155094

ment prospects of enterprises. This paper takes the merger and acquisition of China Resources Zizhu by China Resources Double-Crane as a research case, and takes China Resources Double-Crane as the research object. Firstly, it analyzes the main motives for the company's mergers and acquisitions. It analyzes the short-term merger and acquisition performance of the enterprise through the event study method, analyzes the medium- and long-term merger and acquisition performance of the enterprise using the financial indicator method, and uses the non-financial indicator method to make up for the shortcomings of a single financial indicator. On this basis, corresponding conclusions and countermeasures are summarized to provide important reference experience for mergers and acquisitions of other enterprises in the pharmaceutical industry.

Keywords

Enterprise Mergers and Acquisitions, Pharmaceutical Enterprises, Mergers and Acquisitions Performance

Copyright © 2025 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

在全球经济增长的时代背景下，大众对健康的重视程度不断提高，医药市场需求持续攀升。当前我国医药市场格局持续演变，医药企业的并购活动成为发展与变革的关键力量。相关政策的出台也在持续鼓励医药行业提高行业集中度从而促进医药企业的并购活动，在 2024 年全国并购事件中，医药生物并购热度仍居高位，在整体市场中居于第三位。但部分政策的出台给医药企业的经营决策带来新的挑战，2021 年 1 月国务院发布《关于推动药品集中带量采购工作常态化制度化开展的意见》，在促进产业升级、企业并购的同时，也让医药企业面临利润压缩、市场竞争加剧等困境[1]。因此，正确的并购动因以及并购后的科学整合对医药企业的发展与变革尤为重要。

2. 文献综述

对于并购绩效的研究方法，Jensen (1986)通过事件研究法分析并购公告日股价与收益率存在的相关关系[2]；宋哲(2023)使用事件研究法对新乳业自上市后 3 次并购行为的市场反应进行分析研究[3]。部分学者通过因子分析法研究企业并购绩效，蒋志雄与王宇露(2022)通过因子分析法对技术获取型企业并购对并购绩效的影响机理进行分析[4]。张翼等人(2015)通过财务指标法研究我国 2003~2008 年的并购案例，结果却表明并购前后财务指标无明显改善[5]。陈木坤，齐中英(2006)通过基于平衡记分卡的方法，弥补单一财务指标方法在分析并购绩效时的不足[6]。宋维佳，乔治(2014)将事件研究法与财务指标法结合研究资源型企业跨国并购绩效[7]。部分学者还通过构建模型进行实证分析，范建红等人(2023)使用 fsQCA 方法研究了跨国并购中如何提升创新绩效[8]。李策(2019)通过构建包括市场占比、酒店数量等多个要素的非财务指标绩效评估体系，更全面地分析首旅如家并购后的绩效表现[9]。袁明睿和李金茹(2024)选取技术创新能力、市场扩展能力的非财务指标，并将财务指标法与非财务指标法结合用以评价高新技术企业并购绩效[10]。

综上所述，学者们对于绩效的评估方法，大多采用以下类型的方法：事件研究法、因子分析法、财务指标研究法、平衡计分卡法、构建模型、非财务指标研究法等。其中，事件研究法常用于研究短期市场反应；财务指标法是当前学者普遍采用的绩效评估方法；对于非财务指标法，学者们会根据不同的行

业以及企业自身特点进行指标的选取。

3. 案例概述

3.1. 并购双方简介

作为本次并购案例的并购方华润双鹤，华润双鹤药业股份有限公司于 1939 年作为部队药厂诞生于太行，对外称利华药厂。1949 年随军迁京后新建首家国有化学制药厂，后更名北京制药厂，1997 年在上交所上市，股票代码 600062，2012 年更名为华润双鹤。根据公司官网信息显示，目前华润双鹤主营业务涵盖新药研发、制剂生产、药品销售、原料药生产及制药装备等方面，公司旗下药品批文 2000 余个，在产在销产品 330 余个，深耕慢病、输液、儿科、肾科、精神/神经、肿瘤、女性健康等领域，在多个细分赛道具有市场领先地位，25 个产品年销售收入超亿元。

作为本次并购案例的被并购方华润紫竹，华润紫竹药业有限公司前身为 1969 年成立的北京第三制药厂，2000 年改制为北京紫竹药业有限公司。华润紫竹拥有女性健康用药及器械、口腔用药、眼科用药、原料药等产品线，生殖健康类药品上市后始终占据国内外市场重要地位，公司产品远销国际市场，并已通过 WHO、FDA 认证检查。该公司还是联合国人口基金会生殖健康药物供应商。其主导产品紧急避孕药“毓婷”、抗早孕药“米非司酮”上市后长期保持领先的市场地位。

3.2. 并购过程

2024 年 2 月 18 日召开董事会战略委员会会议，就《关于收购华润紫竹药业有限公司 100%股权暨关联交易的议案》进行了审阅，并发表同意意见。2024 年 2 月 22 日，华润双鹤召开第九届董事会第三十六次会议，审议通过《关于收购华润紫竹药业有限公司 100%股权暨关联交易的议案》，关联董事回避表决，独立董事发表同意意见。

2024 年 2 月 23 日，盘后华润双鹤发布公告称，拟以 31.15 亿元收购北京医药集团有限责任公司持有的华润紫竹药业有限公司 100%股权。2024 年 2 月 24 日，华润双鹤发布《关于收购华润紫竹药业有限公司 100%股权暨关联交易的公告》，向市场详细披露收购相关信息，包括交易背景、基本情况、定价依据等。

2024 年 3 月 22 日，华润双鹤与北京医药集团有限责任公司签署关于华润紫竹药业有限公司之《股权转让协议》，标志着交易进入实质性执行阶段。2024 年 4 月此次并购已顺利完成交易关键流程。

4. 并购动因

4.1. 业务协同与资源整合，提高整体运营效率

原料药业务与研发技术方面，华润双鹤拥有国家级企业技术中心，在复杂制剂研发、仿制药一致性评价等领域具有丰富经验；华润紫竹在生殖健康领域拥有较高技术水平，并拥有多个原料药自主知识产权，其抗早孕药物研发能力卓越。双方研发体系整合后，华润双鹤的研发平台可为华润紫竹提供技术支持，优化其产品线结构；华润紫竹的原料药产能可与华润双鹤的国际注册团队结合，推动原料药出口至欧美市场，降低原料药国际化的注册成本、市场准入成本。

在营销渠道方面，根据公司官网显示，华润双鹤已拥有覆盖全国 3000 余家等级医院、超 10 万家基层医疗终端的销售网络；而华润紫竹以 OTC 市场为主，院内市场渗透率相对薄弱。并购后，华润双鹤可将华润紫竹的生殖健康产品接入自身院内销售体系；将华润紫竹在零售渠道的品牌认知度反哺于自身 OTC 业务，形成“院内 + 院外”双渠道协同。在财务与供应链方面，企业年报显示，华润紫竹持有韩美药业 26.32%股份，2024 年韩美药业净利润约 3.5 亿元，此次并购将增厚华润双鹤的净利润；

从供应链角度看，华润双鹤的 7 大生产基地可承接华润紫竹部分产品的产能转移，优化生产布局。综上，华润双鹤通过并购可以获取缺乏的资源，与华润紫竹达成资源优势互补，进行业务协同从而提高整体的运营效率。

4.2. 战略协同与拓展产品线，实现业务多元化

华润双鹤在公告中表示，此次收购主要是为了落实公司“十四五”战略规划，丰富公司专科领域产品线，形成“女性健康 + 儿科”专科产品序列。华润双鹤过往的产品线以基础输液、慢病管理及儿科用药为核心，在女性健康领域几乎处于空白状态。华润紫竹在生殖健康领域拥有绝对优势，其核心产品“毓婷”“金毓婷”在国内紧急避孕药市场中长期居于领先地位，而慢病业务、输液业务等是华润双鹤的主要聚焦业务。因此，华润双鹤经过此次并购整合可以迅速切入女性健康赛道，实现形成“女性健康 + 儿科”专科产品序列的并购目的。此外，华润紫竹的口腔用药、眼科等产品可进一步丰富华润双鹤在专科领域的产品线，有助于华润双鹤实现业务多元化，更好地满足市场需求。

4.3. 品牌提升与市场地位巩固

华润紫竹的“毓婷”系列药在国内零售渠道的市占率长期可观，作为国民级 OTC 品牌，其“72 小时紧急防护”的核心价值已深入消费者心智，并在女性群体中具有极高的认知度，华润双鹤通过此次横向并购可获取和补充华润紫竹具有竞争优势的品牌资源，有助于并购后华润双鹤在生殖健康领域市场份额和品牌影响力的提升，华润双鹤可将华润紫竹成熟的生殖健康产品线与自身慢病用药、儿科用药结合形成疾病管理闭环。

华润紫竹作为联合国人口基金会的长期供应商，其产品通过 WHO 和 FDA 认证，这为华润双鹤提供打开国际市场的通行证，可有效满足国际市场中对于生殖健康药物日益增长的需求。另外，华润紫竹参与制定了《紧急避孕药物临床应用指南》等多项行业标准，其生产基地通过国家药监局 GMP 认证及 WHO 的 PQ 认证。华润双鹤在并购后可将华润紫竹的质量管理体系引入自身的药品生产中，提升企业产品的品质公信力并且进一步巩固市场地位。

5. 华润双鹤并购华润紫竹的绩效分析

5.1. 短期市场反应分析

本文通过事件研究法对并购前后的市场反应进行分析，进而判断此次市场对并购事件的反应如何。事件研究法根据事件日选择合适的窗口期和估计期，并通过预期收益率和实际收益率来计算异常收益率 (AR) 和累计异常收益率 (CAR)。事件窗口期的选择范围一般是事件日前后 10 至 20 个交易日；事件估计期是选择恰当的期间来估算企业的预期收益率。

第一步，选择华润双鹤并购华润紫竹的公告日(非交易日则顺延一个交易日)作为事件日(date = 0)，本文选取 2024 年 2 月 26 日为事件日(date = 0)。并选取 date = [-10, 10] 为事件窗口期，date = [-150, -11] 为事件估计期。第二步，选择华润双鹤和上证指数的每日收盘价，用以计算个股收益率 R_{it} 和市场收益率 R_{mt} ，计算公式如下：

$$R_{it} = (P_{it} - P_{it-1}) / P_{it-1}$$

$$R_{mt} = (P_{mt} - P_{mt-1}) / P_{mt-1}$$

第三步，使用市场模型估计预期收益率。将事件估计期[-150, -11]中的 R_{it} 和 R_{mt} 使用市场模型 $R_{it} = \alpha + \beta * R_{mt} + \varepsilon$ 进行回归，得出华润双鹤预期收益率公式 $R'_{it} = \alpha + \beta * R_{mt} + \varepsilon$ 。通过回归得到的华润双

鹤的预期收益率公式为 $R'_{it} = 0.0014791 + 1.022024R_{mt}$ ，并且模型和 β 系数在 1% 的显著性水平上显著。第四步，计算事件窗口期[-10, 10]中华润双鹤的 AR 和 CAR，计算公式如下：

$$AR_{it} = R_{it} - R'_{it}$$

$$CAR_i[t1, t2] = \sum_{t1}^{t2} AR_{it}$$

Table 1. Calculation results of AR and CAR for CR Double-Crane

表 1. 华润双鹤 AR 与 CAR 计算结果

T	R_{mt}	R_{it}	date	R'_{it}	AR	CAR
2024/2/2	-0.0353	-0.0284	-10	-0.0346	0.0062	0.0062
2024/2/5	-0.0628	0.0197	-9	-0.0627	0.0823	0.0886
2024/2/6	0.0177	0.0778	-8	0.0196	0.0582	0.1468
2024/2/7	-0.0043	0.0364	-7	-0.0029	0.0393	0.1860
2024/2/8	0.0485	-0.0058	-6	0.0510	-0.0568	0.1293
2024/2/19	0.0279	0.0068	-5	0.0299	-0.0231	0.1062
2024/2/20	0.0117	0.0136	-4	0.0134	0.0002	0.1063
2024/2/21	0.0158	-0.0083	-3	0.0176	-0.0259	0.0805
2024/2/22	0.0182	0.0135	-2	0.0201	-0.0065	0.0739
2024/2/23	0.0199	0.0113	-1	0.0218	-0.0105	0.0634
2024/2/26	0.0089	-0.0376	0	0.0105	-0.0481	0.0153
2024/2/27	0.0222	0.0206	1	0.0242	-0.0036	0.0116
2024/2/28	-0.0465	-0.0083	2	-0.0460	0.0378	0.0494
2024/2/29	0.0294	0.0250	3	0.0315	-0.0065	0.0429
2024/3/1	0.0067	0.0371	4	0.0084	0.0287	0.0716
2024/3/4	0.0009	0.0328	5	0.0024	0.0304	0.1020
2024/3/5	-0.0110	-0.0057	6	-0.0098	0.0041	0.1061
2024/3/6	0.0078	0.0010	7	0.0095	-0.0085	0.0976
2024/3/7	-0.0032	-0.0386	8	-0.0018	-0.0368	0.0608
2024/3/8	0.0073	0.0327	9	0.0089	0.0238	0.0846
2024/3/11	0.0158	0.0178	10	0.0177	0.0001	0.0847

数据来源：STATA18 软件计算得出。

根据表 1 中华润双鹤的 AR 与 CAR 计算结果可以描绘出华润双鹤在事件窗口期[-10, 10]中的 AR 和 CAR 曲线图，如图 1 所示。从图 1 中 AR (异常收益率)与 CAR (累计异常收益率)走势，分析此次并购事件市场反应：可以看出，在事件日(date = 0)前，CAR 持续攀升到达峰值后迅速下降，AR 数值由正转负。事件日后，AR 数值在事件日后的 1 至 10 天内呈正值的天数更多，有少数几天的数值为负但基本接近于 0，仅有事件日和 date = 8 时 AR 负值较大，另外 CAR 数值后续几天虽有所回落，但总体上大致呈上升趋势。综上，可以认为市场和投资者对于此次并购事件持有一定积极正面的态度。

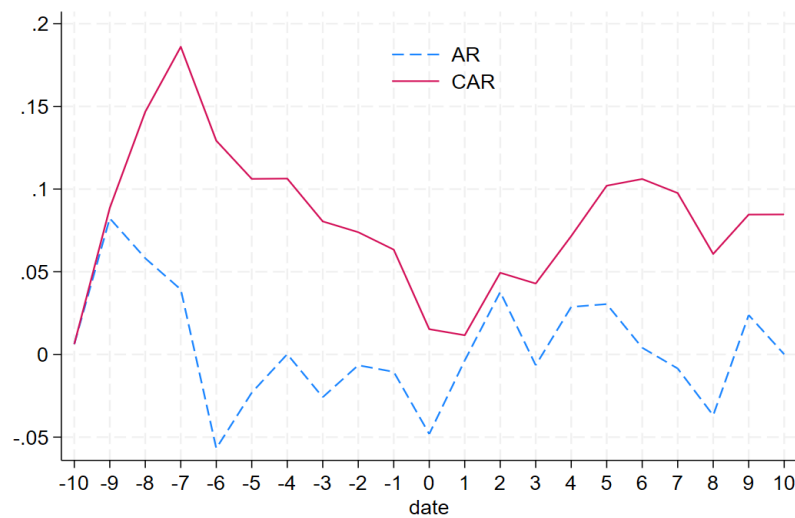


Figure 1. CR Double-Crane's AR and CAR curves
图 1. 华润双鹤 AR 和 CAR 曲线图

5.2. 基于财务指标的企业并购绩效分析

为分析此次并购事件的中长期绩效，本文选取财务指标进行衡量。为了避免季度性特征对分析的影响，本文在分析企业各季度财务数据时采用同比方法。另外，为减少宏观经济与行业周期的影响，本文还利用行业均值的财务数据进行综合分析。

5.2.1. 营运能力分析

如表 2、表 3 所示，华润双鹤的总资产周转率在并购前后的变化不大，同时行业总资产周转率的均值与此次并购时间点的前后差别也不大。在 2024 年第二季度至第四季度内，华润双鹤的存货周转率数值同比增加，2025 年第一季度的数值同比变化不大，并且华润双鹤的存货周转率在并购后的增长幅度领先行业均值。对于应收账款周转天数，虽然华润双鹤从 2024 年第一季度开始，各报告期的数值同比均在提高，但结合国家统计局发布的生产型制药企业的应收账款周转天数中位值 75 天，并且应收账款的行业均值也远高于华润双鹤，可以认为华润双鹤的应收账款周转天数在并购前后均保持健康区间。

可以看出华润双鹤在完成并购后，其资产运用能力略微有所下降，但与行业均值的变化幅度相似。而华润双鹤的存货管理效率在并购后的当年内有所提升，但 2025 年第一季度该公司的存货管理效率同比略微下降。对于应收账款周转天数，虽然华润双鹤的应收账款周转天数在并购后呈上升的趋势但始终处于健康可控的范围，另外其数值远低于行业均值，所以认为该企业的资金流动效率处于正常水平。所以从总体来说，华润双鹤在完成并购后的当年内营运能力有一定的提升，但华润双鹤还需警惕公司的资产运用能力后续是否会出现大幅下降的可能性。

Table 2. List of operational capacity indicators of CR Double-Crane
表 2. 华润双鹤营运能力指标一览表

	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1
总资产周转率(次)	0.18	0.35	0.50	0.67	0.17	0.35	0.49	0.64	0.18
存货周转率(次)	0.63	1.22	1.88	2.64	0.80	1.50	2.20	2.92	0.79
应收账款周转(天)	50.01	54.14	54.03	51.15	56.69	58.26	59.09	56.09	60.89

数据来源：华润双鹤年报，根据自行计算得出。

Table 3. List of average values of operating capacity indicators in the pharmaceutical and biological industry
表 3. 医药生物行业营运能力指标均值一览表

	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1
总资产周转率(次)	0.12	0.24	0.35	0.47	0.12	0.23	0.34	0.45	0.11
存货周转率(次)	0.94	2.12	3.02	4.49	1.10	2.14	3.28	4.22	0.96
应收账款周转(天)	104	112	100	94.36	123	133	113	104	135

数据来源：新浪财经客户端。

5.2.2. 偿债能力分析

流动比率与速动比率常被用于衡量企业短期的偿债能力，如表 4、表 5 所示，可以看出华润双鹤的流动比率与速动比率在 2024 年第一季度均到达峰值，但从 2024 年第二季度开始，华润双鹤的流动比率与速动比率数值均小于并购前，流动比率与速动比率的行业均值在并购后的各报告期均同比下降，但华润双鹤的同比下降幅度在并购后的各报告期内均大于行业均值，说明此次并购降低了华润双鹤的短期偿债能力。

为进一步研究华润双鹤长期偿债能力的变化情况，利用资产负债率、产权比率两个指标来衡量，从表 4、表 5 可以看出，从 2024 年第二季度开始，华润双鹤在完成并购后的各报告期的资产负债率以及产权比率同比均在增大，相比之下该两指标的行业均值在并购后的各报告期呈现数值同比下降或数值同比增大的幅度不及华润双鹤的规律，故可以看出华润双鹤的长期偿债能力在提升。综上，华润双鹤经过此次并购事件，短期偿债能力有所降低，但长期偿债能力得到提升。

Table 4. List of solvency indicators of CR Double-Crane
表 4. 华润双鹤偿债能力指标一览表

	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1
流动比率	2.58	2.29	2.54	2.42	2.61	1.46	1.59	1.87	1.99
速动比率	1.91	1.73	1.97	1.92	2.15	1.14	1.26	1.47	1.63
资产负债率(%)	24.65	25.68	23.28	23.60	22.16	34.05	34.19	33.41	32.68
产权比率	0.35	0.37	0.32	0.33	0.30	0.55	0.55	0.54	0.52

数据来源：华润双鹤年报，根据自行计算得出。

Table 5. List of average values of solvency indicators in the pharmaceutical and biological industry
表 5. 医药生物行业偿债能力指标均值一览表

	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1
流动比率	4.88	4.74	4.99	4.47	4.86	4.45	4.52	4.10	4.47
速动比率	4.31	4.16	4.40	3.93	4.30	3.88	3.94	3.57	3.90
资产负债率(%)	30.42	30.45	29.98	30.05	30.05	30.44	30.28	31.34	30.91
产权比率	0.80	0.92	0.76	0.74	0.73	0.82	1.04	0.82	1.00

数据来源：新浪财经客户端。

5.2.3. 盈利能力分析

考虑到医药公司的产品、业务在特定时间区间的销售情况有所差别，对相关财务指标单季度数据进行同比分析。从表 6 可以看出，对于销售毛利率、销售净利率以及净资产收益率，华润双鹤从 2024 年第二季度开始，除 2024 年第四季度外，其余报告期的数值同比均有所提升。结合三项指标的行业均值来看，

如表 7 所示，销售毛利率的行业均值在并购完成后的各报告期内的数值同比均在下降。销售净利率的行业均值在各报告期内的数值均为负。而净资产收益率的行业均值在完成并购后的各报告期内，除 2024 年第四季度在同比增长外，其余各报告期相较于并购前均在同比下降，所以综合来看可以认为华润双鹤在完成此次并购后其盈利能力得到提升。

Table 6. List of profitability indicators of CR Double-Crane (Unit: %)
表 6. 华润双鹤盈利能力指标一览表(单位: %)

	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1
销售毛利率	55.56	56.11	55.30	55.24	56.75	58.49	58.46	57.27	60.53
销售净利率	13.90	15.00	14.22	12.97	14.27	17.77	16.52	14.72	16.98
ROE	3.55	7.66	10.08	13.27	4.11	9.38	12.39	15.07	4.75

数据来源：华润双鹤年报，根据自行计算得出。

Table 7. List of average values of profitability indicators in the pharmaceutical and biological industry (Unit: %)
表 7. 医药生物行业盈利能力指标均值一览表(单位: %)

	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1
销售毛利率	51.65	51.45	52.08	51.42	50.90	50.73	50.57	49.98	49.39
销售净利率	-1047	-1122	-883	-182	-5378	-6078	-392	-211	-1062
ROE	2.01	7.85	4.81	3.42	1.75	2.73	3.89	6.87	0.78

数据来源：新浪财经客户端。

5.2.4. 成长能力分析

通过营业收入与净利润的变化情况，来分析企业的成长能力，进而判断其未来的发展前景。从表 8 与表 9 可以看出，华润双鹤的营业收入同比增长率和净利润同比增长率在 2024 年二、第三季度的数值虽为正，但与上一年数值相比明显减少，且后续报告期的数值均为负。结合行业均值的数据来看，营业收入增长率的行业均值在并购完成后的各报告期的数值均为正，净利润增长率的行业均值在并购后的各期数值均为负。从公司的角度来说，随着并购事件发生，华润双鹤各项成长指标大致出现回落；综合行业均值来看，华润双鹤的净利润增长情况在行业中处于健康水平，但营业收入增长情况不佳。综合来看，该公司的成长能力在并购后呈现出一种不利的发展势头。

Table 8. List of growth capacity indicators of CR Double-Crane (Unit: %)
表 8. 华润双鹤成长能力指标一览表(单位: %)

	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1
营业收入增长率	8.76	6.58	5.42	6.20	2.26	1.46	1.18	-0.87	-2.10
净利润增长率	12.19	5.45	10.12	12.96	11.00	6.28	1.07	-2.55	-1.26

数据来源：华润双鹤年报，根据自行计算得出。

Table 9. List of average values of growth capacity indicators in the pharmaceutical and biological industry (Unit: %)
表 9. 医药生物行业成长能力指标均值一览表(单位: %)

	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1
营业收入增长率	18.8	13.12	41.35	110	232	215	31.57	9.12	651
净利润增长率	57.74	-0.95	-5.41	-26.85	-60.74	-12.58	-33.15	-48.38	-22.45

数据来源：新浪财经客户端。

5.3. 企业并购的非财务绩效的影响分析

5.3.1. 主营业务情况

华润双鹤并购前后年的主营业务收入占比和营收情况如表 10、表 11 所示。除 2023 年外，其余各报告期均是慢病业务处于领先地位；另外，输液业务收入在 2023 年的占比到达峰值，根据公司财报显示 2023 年疫情管控放开后输液市场快速增长，至 2024 年下半年市场需求调整性回落减少，并且 2024 年存量治疗、营养输液产品受集采政策影响价格下降最终造成输液业务回落。值得注意的是，专科业务的收入及收入占比在 2024 年的增长幅度最大，造成这一现象的主要原因有两点，一是肿瘤领域收入同比增长 85%，二是女性健康领域收入同比增长 12%，华润紫竹的核心产品毓婷系列收入同比增长 31%，在相关领域市场份额第一。综上所述，此次并购事件对华润双鹤进行产品结构调整、提高业务收入具有一定的积极作用。

Table 10. Proportion of main business revenue of CR Double-Crane

表 10. 华润双鹤主营业务收入占比情况

指标	原料药	慢病业务平台	输液业务平台	专科业务平台	其它及其它业务
2022	-	33.36%	27.49%	14.98%	24.17%
2023	12.30%	30.66%	31.08%	14.87%	11.09%
2024	10.61%	29.27%	27.08%	24.63%	8.41%
2025Q1	9.94%	31.67%	24.94%	23.34%	10.11%

数据来源：iFinD 数据库。

Table 11. Revenue situation of the main business of CR Double-Crane

表 11. 华润双鹤主营业务收入情况

指标(亿元)	原料药	慢病业务平台	输液业务平台	专科业务平台	营业收入
2022	-	31.52	25.97	14.15	94.47
2023	12.57	31.34	31.77	15.20	102.22
2024	11.90	32.81	30.36	27.62	112.12
2025Q1	3.06	9.75	7.68	7.18	30.79

数据来源：iFinD 数据库。

5.3.2. 员工结构与研发投入

Table 12. R&D investment situation of CR Double-Crane

表 12. 华润双鹤研发投入情况

	2022 年报	2023 年报	2024 年报
研发投入总额(亿元)	7.22	8.23	7.96
其中：资本化研发投入(亿元)	2.48	2.61	2.41
资本化研发投入占研发投入比例(%)	34	32	30
研发投入总额占营业收入比例(%)	8	8	7
研发人员数量(人)	807	965	1120
研发人员数量占比(%)	7	8	8

数据来源：iFinD 数据库。

华润双鹤员工结构方面，根据 iFinD 数据库显示，2022 年至 2024 年华润双鹤的技术人员人数分别为 2043 人、2136 人、2495 人，对应的技术员工占比分别为 17.28%、17.41%、18.60%。按学历层次划分来看，华润双鹤本科及以上学历的员工占比也逐年增加，2022 至 2024 年的占比分别为 33.96%、36.21%、40.01%；其中研究生学历的员工人数从 2023 年的 557 人增加至 2024 年的 756 人。从研发投入情况来看，如表 12 所示，2024 年华润双鹤的研发投入总额与资本化研发投入均同比下降，资本化研发投入占研发投入比例也在逐年下降；研发人员数量虽在逐年增加，但从数量占比来看并无明显变化。综上所述，此次并购完成后华润双鹤的技术人才与高学历人才情况得到提升，但研发投入情况并无明显提升与改善。

6. 结论与对策建议

6.1. 结论

本文基于华润双鹤的并购案例，通过分析发现，导致华润双鹤进行并购的主要动因有以下几点：业务协同与资源整合，提高整体运营效率；战略协同与拓展产品线，实现业务多元化；提升品牌与巩固市场地位。通过事件研究法对此次并购事件的短期绩效进行分析，认为市场和投资者对于此次并购事件持有一定积极正面的态度。基于财务指标法发现华润双鹤经过此次并购，发现完成并购后的当年内，公司营运能力大致上有所提升，但需警惕资产运用效率出现大幅下降以及存货管理效率出现下降的可能；短期偿债能力降低、长期偿债能力提升；公司盈利能力得到提升但成长能力下降。基于对华润双鹤非财务绩效的分析，认为当前华润双鹤的专科业务发展迅速，输液业务收入受市场需求与政策影响份额降低，并且华润紫竹的女性健康药品助力华润双鹤的营收增长。华润双鹤在完成并购后员工结构合理科学，但研发投入情况总体上无明显的提升与改善。

6.2. 对策建议

6.2.1. 多措并举提高财务表现

一是要优化企业库存管理和警惕总资产运营效率后续变化。企业通过零售渠道销售数据预测产品需求，凭借“以销定产”模式压缩成品库存周期；通过产品周转分类法与产品周期相结合深化库存分类；强化数字化与自动化技术在产品全周期管理的运用，提高生产效率与优化供应链协同。另外，企业还需关注总资产运营效率这一财务指标，警惕后续该指标出现恶化的可能。二是要强化短期偿债能力。除优化库存管理外，企业还应提高应收账款的管理效率，注重客户信用的分级并对催收流程进行标准化管理。通过供应链协同如与供应商共建 JIT 体系等方法提高企业流动性管理能力。对相关短期偿债能力指标进行监控，若后续指标持续恶化可考虑资产证券化以及银行借款等模式应对短期偿债困境。三是要提高公司成长能力。当前华润双鹤传统业务受集采冲击收缩，并且新业务的发展正处于起步阶段。因此企业要重视新业务的发展并将其打造为营收新支柱，通过专科业务的增长来弥补传统业务收缩；针对集采政策冲击构建政策响应体系，并进行供应链智能柔性化改造对冲集采成本压力。

6.2.2. 合理调整产品结构，结合经营方针适度增加研发投入

一是加速专科业务放量。凭借华润紫竹在生殖健康领域拥有绝对优势，以及华润双鹤自身在儿科领域的优势，加速企业产品融合形成“女性健康 + 儿科”专科产品矩阵。企业针对当前新生儿数量减少的趋势，可将儿科业务适度向青少年慢性病管理方向拓展。持续肿瘤领域的拓展研发，为专科业务提供持久的发展贡献。二是优化输液业务。针对集采引起的价格变化与市场需求的快速回落，要积极对输液业务进行优化，适度缩减需求回落产品的生产规模避免库存积压，积极拓展符合市场需求的治疗性输液新产品。对产线进行自动化改造升级以降低长期生产成本，并积极参与省采、联盟采，精准把控“以价换量”的程度提升市场份额从而最大化提高企业利润。

加快研发创新是当前华润双鹤的经营方针之一，研发创新也意味着更多的研发投入需求。因此，华润双鹤应继续与华润紫竹进行研发资源的科学整合，并在此基础上适度增加研发投入，在增加研发投入的过程中还需注意投入的精准化管理，避免成本过高以及研发资源投入的浪费。

参考文献

- [1] 王俊豪, 单芬霞. 国家组织药品集采如何促进药企研发? [J]. 经济科学, 2025(2): 89-106.
- [2] Jensen, M.C. (1986) Agency Costs of Free Cash Flow. *Corporate Finance and Takeovers. The American Economic Review*, **76**, 323-329.
- [3] 宋哲. 新乳业连续并购短期绩效分析——基于事件研究法[J]. 现代营销, 2023(11): 135-137.
- [4] 蒋志雄, 王宇露. 技术获取型并购行为与企业并购绩效[J]. 统计与决策, 2022, 38(9): 179-183.
- [5] 张翼, 乔元波, 何小锋. 我国上市公司并购绩效的经验与实证分析[J]. 财经问题研究, 2015(1): 60-66.
- [6] 陈木坤, 齐中英. 基于改进平衡记分卡的企业并购绩效评价[J]. 统计与决策, 2006(21): 156-157.
- [7] 宋维佳, 乔治. 我国资源型企业跨国并购绩效研究——基于短期和中长期视角[J]. 财经问题研究, 2014(7): 98-105.
- [8] 范建红, 王冰, 闫乐. 基于 TOE 框架的中国企业跨国并购创新绩效组态研究[J]. 投资研究, 2023, 42(12): 71-82.
- [9] 李策. 首旅并购如家绩效评价研究[D]: [硕士学位论文]. 西安: 西安石油大学, 2019.
- [10] 袁明睿, 李金茹. 高新技术企业并购动因及绩效研究——以纳思达并购奔图电子为例[J]. 商业会计, 2024(19): 83-87.