

基于长短期窗口下华润三九连续并购市场效应研究

贾雪婷, 杨晓宇

四川轻化工大学管理学院, 四川 宜宾

收稿日期: 2024年6月5日; 录用日期: 2024年6月20日; 发布日期: 2024年7月24日

摘要

华润三九作为医药企业连续并购的典型案例, 本文则选取华润三九2017年转向大健康业务后到2022年间的连续并购事件作为研究对象, 从理论角度分析华润三九连续并购动因, 并借助事件研究法和托宾Q值分别对其连续并购的长短期市场效应进行分析, 从短期市场来看, 并购事件获得的正超额收益大于负超额收益, 创造了较好的市场价值, 短期市场效应表现良好。由于市场坚定看衰医药企业进军非本公司擅长领域的行为的原因, 长期市场效应则表现不佳。针对以上得出的结论, 此本文提出了三点建议, 第一, 选择契合公司战略的并购标的。第二, 重视并购的后整合。以期为同行业并购提供借鉴。第三, 采用多元化的支付方式进行并购。通过研究华润三九连续并购, 希望可以为我国其他医药企业在进行类似并购时提供一定的借鉴, 为中国医药行业的发展带来积极的影响。

关键词

华润三九, 连续并购, 市场效应

Research on the Market Effect of China Resources Sanjiu Continuous Merger and Acquisition under the Long-Term and Short-Term Window

Xueteng Jia, Xiaoyu Yang

School of Management, Sichuan University of Science & Engineering, Yibin Sichuan

Received: Jun. 5th, 2024; accepted: Jun. 20th, 2024; published: Jul. 24th, 2024

Abstract

China Resources Sanjiu as a typical case of pharmaceutical enterprise mergers and acquisitions, this paper selects China Resources Sanjiu in 2017 to the big health business to 2022 continuous mergers and acquisitions as a research object, from the theoretical perspective of analysis of r continuous mergers and acquisitions, and with the help of event research and Tobin Q value analyzed the continuous mergers and short-term market effect, from the short-term market, mergers and acquisitions events positive excess returns greater than negative excess returns, created a good market value, short-term market effect performance is good. Because the market is determined to decline the behavior of pharmaceutical companies into the field that the company is good at, the long-term market effect is not good. In view of the above conclusions, this paper puts forward three suggestions. First, select the acquisition target of the company strategy. Second, attach importance to the post-integration, in order to provide reference for the same industry mergers and acquisitions. Third, adopt diversified payment methods for mergers and acquisitions. Through the study of continuous mergers and acquisitions of China Resources Sanjiu, it can provide some reference for other pharmaceutical enterprises in China in conducting similar mergers and acquisitions, and bring a positive impact on the development of China's pharmaceutical industry.

Keywords

China Resources Sanjiu, Continuous Mergers and Acquisitions, Market Effect

Copyright © 2024 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

近年来，在国家发布的一系列政策要求下，我国医药行业的企业进行了产业转型升级，已经在多个细分领域实现技术突破，不断满足消费者需求。这个行业特点包括技术门槛高、产品开发周期长、竞争激烈、风险大。使得企业仅靠自身研究来实现技术突破、品牌树立、形成规模经济效应等目标的时间成本增加。在此背景下，医药企业通过并购方式快速获取关键技术，扩大竞争优势和合作效益，实现双方共赢，因此，并购已成为许多医药企业首选的扩张途径[1] [2]。

基于以上背景，本文选择医药行业发展势头较好的华润三九作为研究对象，具体采用事件研究法和托宾Q值对华润三九2017年转向大健康业务后到2022年间连续并购的长短期市场效应进行分析，对于医药行业其他企业的并购活动具有参考意义[3]-[5]。

2. 华润三九连续并购概况

2.1. 案例公司介绍

华润三九医药股份有限公司(以下简称“华润三九”)，是一家主营药品研发、生产、销售及相关医疗保健服务的大型国有制药企业。公司成立于1990年，前身是深圳南方制药厂。华润三九股份有限公司是中国一家知名的医药企业，总部位于广东省广州市。是一家主营药品研发、生产、销售及相关医疗保健服务的大型国有制药企业，该公司成立于1970年，是华润集团旗下的一家子公司。华润三九主要从事医

药制造和销售业务，涵盖中成药、化学药、生物制品、医疗器械等多个领域。公司产品覆盖了感冒、呼吸系统疾病、消化系统疾病等多个治疗领域，深受国内外消费者信赖。公司整合资源重点发展核心品类，打造了“999”系列的感冒药、胃药、皮肤药等明星产品，为公司赢得广泛的认可度与知名度在医药行业内，华润三九以其高质量的产品、强大的研发实力和广泛的市场渠道享有良好的声誉。

2.2. 华润三九连续并购事件

从2016年起，华润三九逐渐完善了“1+N”产品线。在2017年，公司通过深入研究和市场洞察，将发展重点转向了大健康业务平台，并在2019年明确了成为大众医药健康产业领导者的目标。他们把重心放在了促进大众健康的业务上，并且立志成为该领域的引领者。随着发展战略的转变，成立大健康事业部，构建多元化业务结构。在2017~2022年间连续并购了4家医药企业[6]，具体情况如表1。

Table 1. Continuous merger and acquisition history table of China Resources Sanjiu from 2017 to 2022

表1. 2017年~2022年华润三九连续并购历程表

时间	并购公司	并购类型
2017-9-13	山东圣海保健品有限公司	横向
2019-11-28	澳诺制药有限公司	横向
2020-12-15	华润堂医药连锁有限公司	纵向
2022-5-8	昆药集团	横向

资料来源：华润三九年报。

3. 连续并购动因分析

3.1. 完善大健康产业链布局

随着主业市场的不断细分，2017年以前华润三九的产业整合基本完成，要想实现新的利润增长点，需要选择新赛道。华润三九选择了顺应消费升级潮流的大健康产业，由“诊疗”向“预防、保健、康复”逐渐进行多元化发展。为了更好地完善大健康产业战略布局，华润三九开始了一系列连续的并购活动。在2018年，他们进入了实现其第三个目标的阶段，即重点发展大健康事业。随后，在2019年，华润三九收购了澳诺制药公司，这一举措旨在增加其补钙产品种类并丰富其大健康业务。随后在2020年，又收购了华润堂(深圳)公司，此次华润三九收购关联企业华润堂，进一步丰富了中药滋补保健品产品线，进而拓展大健康产业链，他们通过连续并购活动，加强了在大健康领域的布局，并丰富了产品线，以更好地满足消费者需求，2022年华润三九将在原有业务基础上，进一步拓宽主要产品矩阵，补充传统国药品牌，尤其是以三七和青蒿为原材料的天然植物药产品。华润三九表示，此次交易有利于拓展医药产业布局。

3.2. 增强研发创新能力

研发创新能力建强弱关乎企业的核心竞争力和未来发展。然而医药行业的产品研发难度大，且周期较长，成本较高，而华润三九想重新进行战略布局，快速跨越技术壁垒，仅依靠企业自身的研发创新能力任重而道远。因此通过实施连续并购策略，获得了标的企业的同时还获取了标的企业已有的人力资源及其科研创新能力，能够快速高效的打破技术壁垒，促进原有业务和新业务的共同持续发展。通过2019年收购澳诺制药公司，华润三九将获得先进的研发体系和生产流程的优势。这意味着他们可以直接受益于澳诺公司已经建立的研发基础和生产流程，从而提高自身的技术实力和新产品开发效率。华润三九可以借鉴澳诺公司的经验和技术，以更快的速度推出新产品，并且由于不必从头开始建立新的研发

和生产流程，可能降低开发新产品的成本。这种技术和生产流程的整合有助于华润三九提高产品的质量和竞争力，进而在市场上获得更多的份额和利润。通过提高研发效率和降低生产成本，公司可以更好地满足市场需求，增加收入，并实现市场经济效益的实现。因此企业通过收购拥有核心技术的医药企业，可以整合无形资产如技术和专利，以及有形资产如资金和设备等资源。有利于巩固企业在市场中的地位，快速提升研发实力，并增强市场竞争力。

3.3. 优化竞争资源配置，获得协同效应

在一个行业中，如果行业当前还没有达到相应的规模，那么，兼并和收购就变成了一种能够帮助公司快速地完成规模扩张的一种有效方式。有助于企业实现规模经济。所谓的“协同”。在大部分的公司中，获得各个方面的协同效应，是公司进行并购的一个重要动机。公司可以利用并购来降低公司的单位生产成本，对资源进行再分配，从而达到规模经济和范围经济的目的[7]。

当华润三九选择目标企业时，它们倾向于挑选那些在医药行业中拥有高壁垒产品、专利技术或独特产品的企业。这些目标企业通常已经在特定的细分市场中建立了强大的竞争力，其产品在市场上有一定的份额和影响力。通过并购这些企业，华润三九可以迅速获取它们所拥有的优质资源，例如独特的技术、专利、品牌和市场渠道等。这种战略性的并购不仅可以加强华润三九在特定市场领域的地位，还可以提升其创新能力和市场竞争力，实现更好的业务增长和长期发展。华润三九通过收购山东圣海，充分利用了后者拥有的大量保健品批文和强大的生产能力。这让华润三九无需自行搭建生产平台，就能迅速进入保健品市场并开始销售。通过并购整合后，华润三九实现了大健康业务的快速增长，并占据了一定的市场份额。此外，华润三九并购昆药集团，昆药就在公告中表示，其认为与华润三九在业务领域具有协同效应，尤其是围绕三七资源发展产业体系，促进双方共同发展。另一方面，华润三九还能充分利用其丰富的经营管理经验与产业资源背景为昆药赋能。

4. 华润三九连续并购短期市场绩效研究

事件研究法是研究市场对某一事件的反应，通过分析事件窗口期内上市公司的股票收益率和股票价格的变化，判断其股价是否受特定事件影响的一种定量分析方法。

4.1. 样本选取

本文采用事件研究法分析了华润三九在2017年至2022年间的连续并购的短期绩效。筛选标准包括：并购事件通过上交所正式公告，并非企业关联交易；并购公告日为企业首次公布日；若企业在单一交易日有多次并购事件，则将其视为单一事件。经筛选，华润三九在该期间内连续并购次数为3次。

4.2. 选择事件窗口

要通过事件法来推断股价的变动，首先需要精确定事件的时间窗口。通常情况下，事件窗口被设定为从公告发布的首日或证券所公告发出之日起，一直延续一段时间。较长的时间窗口可以涵盖事件的全部影响，但可能会受到其他因素的影响。为了提高结果的准确性，本文选择以首次发布并购事件的公告日为中心，将公告日的前8个交易日和后8个交易日作为事件窗口期。

4.3. 计算超额收益率和累计超额收益率

华润三九于2000年在深圳证券交易所上市，故本文将市场指数收益率 R_{mt} 定义为上证综合指数收益率，通过国泰安数据库获取华润三九每次并购事件在窗口期的收益率 R_{it} ，超额收益率(AR_{it})为第t日的华润三九日收益率减去深证A股的市场指数收益率[8]，计算公式如下：

$$AR_{it} = R_{it} - R_{mt}$$

在计算出华润三九窗口期超额收益率后,就可以加总得到累计超额收益率(CAR_{it}),其计算公式如下:

$$CAR_{it} = \sum_{-8}^{+8} AR_{it}$$

根据上述计算过程,得出表2 并购事件累计超额收益率汇总。

Table 2. China Resources Sanjiu 2017~2022 M & A event CAR
表 2. 华润三九 2017~2022 年并购事件 CAR

序号	首次公告日	标的公司	CAR
事件 1	2017-9-13	山东圣海保健品有限公司	-2.80%
事件 2	2019-11-28	澳诺(中国)制药有限公司	3.49%
事件 3	2022-5-9	昆药集团	10.57%

数据来源: 国泰安数据库。

从表2 中可以看出,华润三九在初始阶段并购山东圣海时遭遇超额累计收益率为负的情况,表明资本市场对其大健康业务布局持谨慎态度。但随着公司对大健康业务的重组和健康产品销售收入的增长,再加上后续并购澳诺制药进入儿童健康领域,超额累计收益率有所回升,显示投资者对公司继续拓展大健康领域持转变态度。其中并购昆药集团的累计超额收益率最高,达到 10.57%。昆药集团是全球三七类产品剂型最全的企业,拥有从三七饮片加工到三七总皂苷提取、制剂生产、专业营销推广的完整产业链。但此前,昆药集团与华润三九却存在直接竞争关系,本次收购昆药集团不仅让两者之间从外部竞争对手变成了内部从业竞争也有利于华润三九加快三七产业链的整合,提高行业集中度,发展成为产业链龙头企业。

从图中可以看出华润三九并购事件的超额累计收益率呈现上升趋势,表示资本市场对于华润三九发起的各次并购活动保持积极的态度。从整体来看,华润三九连续并购短期绩效表现较好,为公司创造了财富。

4.4. 计算超额收益率和累计超额收益率

通过计算并比较累计平均超额收益率(AAR)和累计平均超额收益率(CAAR),可以全面评估华润三九连续并购事件窗口期的短期绩效。以下是相关指标的计算结果表格。相关指标的计算结果如表3 所示:

Table 3. Calculation results of China Resources Sanjiu AAR and CAAR
表 3. 华润三九 AAR 与 CAAR 计算结果

窗口期	AAR	CAAR
-8	-1.20%	-1.20%
-7	2.98%	1.78%
-6	1.84%	3.62%
-5	0.61%	4.23%
-4	-1.69%	2.54%
-3	-0.76%	1.77%
-2	2.17%	3.94%

续表

-1	-0.14%	3.80%
0	1.96%	5.76%
1	0.65%	6.41%
2	-1.03%	5.38%
3	-1.24%	4.14%
4	-0.85%	3.29%
5	0.18%	3.47%
6	-2.08%	1.39%
7	0.50%	1.88%
8	2.57%	4.46%

数据来源：国泰安数据库。

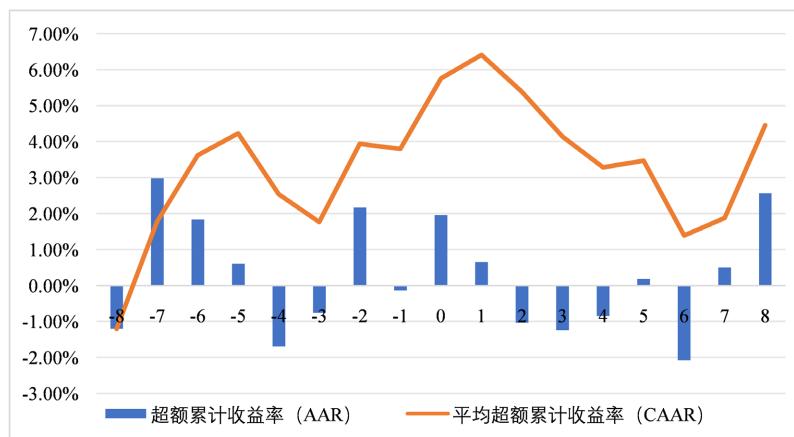


Figure 1. Change diagram of China Resources Sanjiu AAR and CAAR
图1. 华润三九 AAR 与 CAAR 变化图

根据图1显示的数据，可以观察到华润三九的并购事件在事件窗口期内，平均超额收益率呈现明显波动。在并购公告前的7天，平均超额收益率呈现出由下降到上升的趋势，暗示可能存在消息提前泄露导致的市场变动。公告当日，平均超额收益率迅速回升至1.96%，表明市场对连续并购持积极态度，但这种利好情绪并没有持续很长时间，在并购后的第二天开始下降，影响了累计平均超额收益率(CAAR)的上升。然而，从第7天开始，又出现了反弹。大多数情况下，累计平均超额收益率为正值，最高值出现在并购后的第一个交易日，达到6.41%。综合考虑平均超额收益率(AAR)和累计平均超额收益率(CAAR)的表现，可以得出结论：华润三九的连续并购事件公告后，市场普遍呈现出正向的超额收益，这表明公司的并购策略在市场上获得了认可，产生了较好的市场价值。

5. 华润三九连续并购长期市场绩效研究

5.1. 计算托宾Q值

本文选取托宾Q值分析法来评估连续并购对公司价值的影响，以避免财务数据被操纵所带来的影响，并从公司价值的角度来考量。托宾Q值能够综合考虑市场投资价值、投资风险以及企业生产经营的内在

价值等因素, 从时间维度和企业边界维度综合分析, 以此探究投资者对华润三九的预期。本文依据上市公司在证监会的分类标准, 选择两家与华润三九同属一个集团的东阿阿胶和华润双鹤, 以及两家属于医药制造行业的联环药业和恒瑞医药, 对比五家企业以及医药制造行业 2017 年至 2022 年三季度托宾 Q 值, 并绘制托宾 Q 值横向对比表, 如表 4 所示:

Table 4. Comparison table of Q value in the half year of China Resources Sanjiu 2017~2022
表 4. 华润三九 2017~2022 年半年度托宾 Q 值对比表

半年度	华润三九	华润双鹤	东阿阿胶	联环药业	恒瑞医药
2017-06-30	2.5041	2.0713	4.2978	1.7532	9.1424
2017-12-31	2.0184	2.1428	3.3868	2.0041	10.8855
2018-06-30	2.0251	2.1126	3.0197	1.8417	13.9504
2018-12-31	1.7299	1.3602	2.0479	1.2752	8.7580
2019-06-30	1.8779	1.4462	2.1557	1.3068	12.0156
2019-12-31	1.9014	1.4379	2.1247	1.2986	14.0858
2020-06-30	1.7477	1.4104	2.2284	1.4590	16.5721
2020-12-31	1.4702	1.2522	2.4189	1.8662	17.1155
2021-06-30	1.4934	1.1703	2.2239	2.2217	11.7993
2021-12-31	1.7321	1.2538	2.8824	1.6480	8.3346
2022-06-30	2.1010	2.1492	2.1798	1.5183	5.9075
2022-12-31	2.0486	1.5379	2.2879	1.2813	5.8960

数据来源: 国泰安数据库。

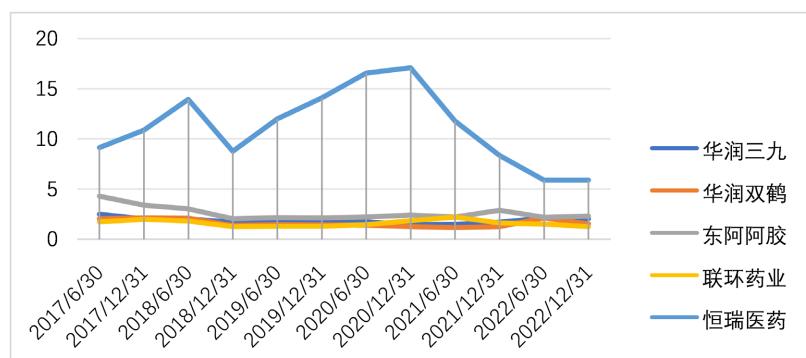


Figure 2. Comparison table of Q value in the half year of China Resources Sanjiu

2017~2022

图 2. 华润三九 2017~2022 年半年度托宾 Q 值对比表

5.2. 同行业对比分析

从图 2 华润三九 2017~2022 年半年对托宾 Q 值横向对比表绘制走势图可以看到, 托宾 Q 值最高时是在 2017 年中, 华润三九 2017~2022 这五年来托宾 Q 值均大于 1, 但在之后其走势一致呈现下降趋势, 到 2019 年托宾 Q 值又呈现回升的趋势, 之后又有所下降, 直到 2022 年有所回升。回顾华润三九从 2017~2022 这几年的并购之路, 通过 2017 年收购山东圣海和 2019 年收购澳诺制药, 华润三九迈出了向大健康领域转型的关键步骤。这些收购使得华润三九成功进入了大健康领域, 并且在保健品市场和儿童健康市场取

得了领先地位。特别是 2019 年对澳诺制药的收购，加强了华润三九在儿童健康市场的地位，有助于公司保持市场份额的稳定增长，并提升了华润三九在大健康行业中的品牌影响力。2022 年并购昆药集团。昆药集团是全球三七类产品剂型最全的企业，拥有从三七饮片加工到三七总皂苷提取、制剂生产、专业营销推广的完整产业链。本次收购昆药集团有利于华润三九加快三七产业链的整合，提高行业集中度，发展成为产业链龙头企业。

可以发现华润三九托宾 Q 值都是在发生并购前后较高，说明市场对华润三九发生并购行为持有看好的态度。因此就华润三九纵向对比而言，连续并购行为能够促进企业市场价值的提升。对比同期的东阿阿胶和恒瑞医药，它们的托宾 Q 值远超过华润三九，并且与行业均值相当。东阿阿胶虽然在连续并购频次和规模上远不及华润三九，且仅限于阿胶领域，而恒瑞医药则在上市 19 年内未做过任何并购，仅依靠内部团队的发展壮大。这显示出市场对于多领域扩张持谨慎态度。

2020 年，由于疫情影响，社会公众对医疗健康领域的关注度大幅提升，国家对医药行业的重视和扶持也不断加强，导致整个医药行业的托宾 Q 值上升。在这一时期，东阿阿胶、联环药业和恒瑞医药的托宾 Q 值也在不断上升。然而，华润三九和华润双鹤的托宾 Q 值却呈下降趋势。这进一步说明，不论外部环境如何，市场保持的态度都坚定看衰医药企业进军并购非本公司擅长领域的行为。在经济发展新常态和后疫情时代下，人们对企业大规模扩张后的业绩和未来发展持有怀疑的态度。

6. 结论与建议

6.1. 结论

本文以华润三九为例，通过查阅相关文献、梳理理论基础，对医药行业并购动因、并购过程及并购市场绩效的变化情况进行分析。最终得出以下结论：

从华润三九的市场绩效来看，虽然其开展连续并购在短期内取得了较好的绩效，大多数并购都获得了正向反应，显示出连续并购对市场绩效有增益作用。然而，长期市场绩效却未能达到预期，托宾 Q 值远低于同行业连续并购频次较少的企业。这表明，尽管连续并购带来了短期收益，但长期来看，其市场绩效并不理想。分析认为，这可能是因为市场对于跨领域扩张持谨慎态度，对企业大规模扩张后的业绩和未来发展持有怀疑的态度。

6.2. 建议

6.2.1. 选择契合公司战略的并购标的

企业在进行连续并购时，选择合适的并购企业是开展并购活动过程中最为关键的一个环节。这些企业应该拥有独特的资源，并与自身的发展战略相契合。通过整合技术、专利和其他资源，可以巩固市场地位。并且在并购后也能够实现资源利用的最大化，实现融合发展，从而有助于并购双方持续长远的发展[9]。

6.2.2. 重视并购的后整合。以期为同行业并购提供借鉴

连续并购后，加强整合工作至关重要，因为它直接决定了并购效果。针对医药企业，整合工作应注重业务、技术、财务和文化四个方面。在业务方面，要共享资源并确保新业务与战略目标一致；技术上要整合核心技术，提高创新能力；财务上要统一管理，控制成本，实现最大化收益；文化上则需要通过宣传和培训使企业文化融合。

6.2.3. 采用多元化的支付方式进行并购

企业频繁进行并购会大幅增加资金需求。尽管现金支付方式具有快速和避免控制权转移的优势，但

支付大额现金会对公司的现金流造成压力，影响日常资金周转。华润三九在 2017 年至 2022 年的连续并购中选择了现金支付方式，虽然能加快交易速度并防止股权稀释，但这也增加了融资压力和财务风险。因此，企业需要根据自身情况合理选择并购支付方式，综合考虑各种优缺点并进行审慎评估。

参考文献

- [1] 钱红光, 陈非池. 长短期窗口视角下医疗企业连续并购绩效研究——以乐普医疗为例[J]. 商业会计, 2021(14): 70-74.
- [2] 林泓妍. 医药企业连续并购经济效果研究——以华东医药为例[J]. 会计师, 2022(22): 156-158.
- [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(下旬刊), 2023(11): 135-137.
- [4] 张迪, 乔玉洋. 基于事件研究法的顺丰控股连续并购市场效应研究[J]. 物流科技, 2022, 45(5): 53-55+71.
- [5] 张宏, 苏剑. 托宾 Q 理论在我国的应用与完善综述[J]. 经营管理者, 2023(6): 68-69.
- [6] 黄曼丽, 张锐, 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(9): 1412-1422.
- [7] 张雨萌. 环保企业连续并购的市场效应分析——以旺能环境为例[J]. 投资与创业, 2023, 34(15): 7-9.
- [8] 李敏才, 卢坪鑫. 连续并购学习效应及绩效研究的案例分析[J]. 商业会计, 2022(24): 39-42.
- [9] 刘敏, 祖建新. 上市公司连续并购动因及绩效研究[J]. 绿色财会, 2022(5): 19-23.