

扩张并购与自主研发战略对医药制造企业盈利和发展的影响分析——以华邦健康与双鹭药业为例

专业领域/方向：财务管理

适用课程：《高级财务管理》、《财务报表分析》

选用课程：《高级财务管理》、《财务报表分析》

编写目的：通过本案例的教学和讨论，帮助学员了解和掌握企业选择不同的发展战略对企业财务结果的影响。

知识点：企业发展战略、投资战略、财务结果

关键词：扩张并购战略、自主研发导向战略、盈利能力、发展能力

中文摘要：随着医药行业竞争的加剧，公司为寻求发展探索出两种主要发展模式。一是并购重组，二是自主研发。本文选取中小板块医药股中在扩张并购和自主研发战略上具有典型特征的两家企业：华邦健康和双鹭药业作为代表，通过产品分析和财务指标分析对两家企业的盈利能力和发展能力进行比较，进而探明扩张并购战略与自主研发战略对公司财务的影响，以得到中型医药制造企业发展途径的一些启示。

英文摘要：With the intensification of competition in the pharmaceutical industry, the company explore two major modes of production to seek development. One is merger acquisition and reorganization, the other is independent research and development. This article is selected from two small and medium-sized plate pharmaceutical stocks with typical characteristics of two enterprises in the expansion of mergers and acquisitions and independent research and development strategy: Winbond

Health and Double Heron pharmaceutical industry as a representative .The profitability and development ability of the two companies are compared through the market analysis and financial index analysis, what' s more, prove the impact of the expansion of M&A strategy and independent R&D strategy on Corporate Finance, in order to get some enlightenments for the development of Chinese medicine manufacturing enterprises.

Keywords: Expansion and acquisition strategy、 Research and development guide strategy 、 Financial influence

扩张并购与自主研发战略对医药制造企业盈利和发展的影响分析——以华邦健康与双鹭药业为例

一、医药行业背景分析

（一）医药行业特征

1、行业发展迅速。自 20 世纪 90 年代以来，我国医药行业一直保持年均 15% ~30% 的快速增长，大大高于全球医药行业年均不到 10% 的增长速度。2010 年，我国医药市场规模超过 10000 亿元，是全球第三大药品市场。按照这个发展速度，2020 年前，将成为仅次于美国的第二大药品市场。从下图中，明显看出，我国医药制造行业资产规模、销售收入逐年快速增长，说明该行业发展之迅速。从 2010 年到 2015 年，我国医药制造行业一直稳步发展，不断壮大。2015 年我国医药制造行业规模总资产达到 22424.71 亿元，较上年同期增长 14.47%。行业销售收入为 23471.02 亿元，较上年同期增长 8.76%。2015 年行业利润总额为 2414.2 亿元，较上年同期增长 13.5%。由上述图表可以看出，资产规模在不断扩大的同时，行业的营业利润和销售收入也在不断增长，由此可见目前我国的医药产业仍处于稳步发展的时期。

表 1-1 2010-2015 医药制造行业销售收入与资产总计趋势

	2010	2011	2012	2013	2014	2015
利润总额（亿）	1050.42	1494.3	1731.68	2071.67	2322.2	2414.2
销售收入（亿）	10169.71	14522.05	17083.26	20592.93	23325.61	23471.02
资产总计(亿)	10767.92	12963.61	15418.98	18479.89	21467.17	22424.71

2、行业竞争加剧。目前，我国医药制造行业正逐渐发生深刻的变化，从行业利润走势图中，我们可以清晰的发现行业利润总额逐年增加，增速却逐年放缓，说明整个行业竞争加剧，行业竞争现象呈现出两大特点：一是低成本竞争常态化、长期化；二是“国际竞争国内化、国内竞争国际化”。

随着竞争的加剧，产业并购重组浪潮此起彼伏，高潮不断。企业并购成为突破常规竞争态势和增加核心竞争力的有力手段。根据 wind 数据库统计，2010 年

我国医药行业并购一共 53 例，2011 年 99 例，2012 年 130 例，2013 年 153 例，2014 年 225 例，而到了 2015 年，一共发生 320 例并购案例，2010 年至 2015 年并购金额分别为 50 亿、153 亿、283 亿、350 亿、624 化和 1126 亿。

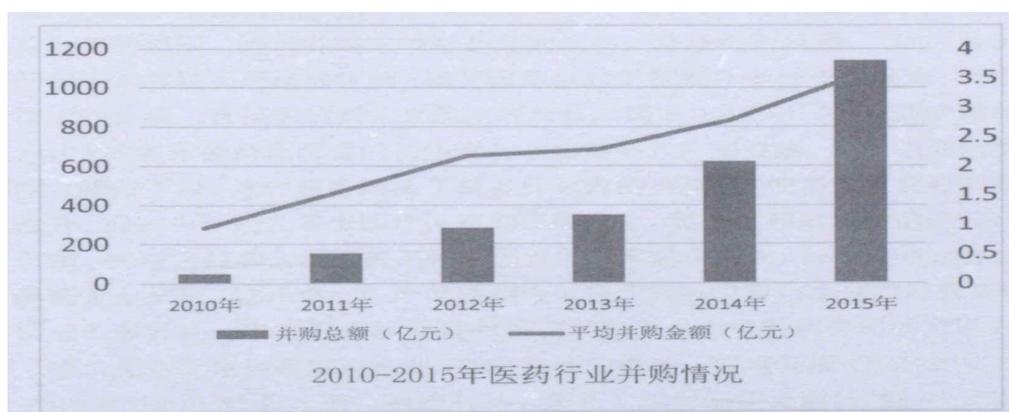


图 1-1 2010-2015 医药行业并购金额情况 资料来源:国家统计局

3、仿制药生产是主流。据中国产业信息网发布的《2015-2020 年中国仿制药市场分析及行业前景预测报告》指出，我国医药市场 90%的药品为仿制药。因而，研发具有我国自主知识产权的创新药物，转变医药产业发展方式，进而提升生物医药产业的国际竞争力势在必行。根据中国科技统计网有关数据，2010 年我国制药行业研发投入为 122.6 亿元人民币，约占当年药品销售额的 1.75%。2012 年中国医药产业研发投入 63 亿美金，政府和公众研发投入 20 亿美金。虽然我国一直在加大对医药自主创新的重视，也在不断追加投资，但是我们国家医药科技投入与发达国家还存在较大的差距。从世界各国的卫生总费用占 GDP 的比重来看，中国还比较低，为 5.15%，美国和欧洲等发达国际普遍在 10%以上，美国更是达到 17.40%，从这个数据来看，国内的医药投入还有很大的空间。

(二) 两种投资发展战略

在我国医药制造行业现有背景下，制药企业常见的投资发展战略选择有二，一是扩张并购以应对日益加剧的竞争环境；二是自主研发，改变仿制药低毛利率、低竞争优势的现状，提高产品毛利率，提升公司核心竞争力。经分析，两种战略的财务指标有明显差异，说明不同战略对公司财务影响很大。以下本案例选取华邦健康和双鹭药业为代表进行分析研究，以发现不同投资战略对企业盈利及发展的影响。

二、华邦健康和双鹭药业的投资发展战略

（一）华邦健康的扩张并购战略

华邦生命健康股份有限公司从 2004 年在深交所中小企业板上市成功后，经 2011 年吸收合并颖泰嘉和（体量与华邦相当），2013 年又收购百盛药业。从华邦健康的发展历程来看华邦的战略意图很明显，定增+收购，外延式扩张的脚步正紧密进行。

经过并购重组，现华邦生命健康股份有限公司从 2004 年上市有 5 家参、控股公司至今，通过并购扩张已有参股或控股公司 46 家，其中合并报表的有：36 家。其竞争优势大多与并购扩张战略相关，体现在：其一，扩大企业规模、进入新领域，获得新的技术和产品，降低新行业的进入壁垒，减少研发周期和费用。其二，合并其他企业进入新市场，可在原有的客户资源和销售渠道上发展，增加产品销售，减少新市场开发费用。其三，有利于企业整合资源，提高规模经济效益，降低产品的生产成本。上述三项特征，均导致其在盈利与发展上的财务表现有异于其他投资发展战略。

虽然并购能带来众多优势，但并购后的各项整合却也存在着各种风险，且这一发展模式容易被复制模仿，我们可以通过财报分析其并购扩张后的整合效应。

（二）双鹭药业的自主研发战略

双鹭药业股份有限公司于同年，2004 年也在深交所中小企业板上市，以恶性肿瘤、抗病毒和老年性疾病类生物药物，以及神经、内分泌类多肽及化学药物的研究为重点，加强抗体和疫苗技术平台、特色生化药物和植物药平台建设。近几年公司成功地研制了数十种新药并陆续推向市场。公司自身规划是：力争在未来五年研究开发具有自主知识产权的基因工程药物 5-10 个，天然药物以及有竞争力的生化及化学药物 10 个以上，逐步在肿瘤治疗及辅助治疗方面丰富产品品种线。

公司设立的北京双鹭医药生物技术中心作为公司的药物研究和中试基地，为公司不断开发国内外领先的生物及化学药品提供了强有力的技术保障。中心下设分子生物学生化研究室、化学药品室、中试研究室和新药评价室。共有 60 余名专职研究开发人员，其中 60% 具有博士、硕士学位或中高级专业技术职称，中

心学术带头人徐明波博士为国家有突出贡献的专家并享受政府特殊津贴。中心研究开发投入逐年增加，占公司销售收入 15% 以上。近几年中心成功地研制了数十种新药并陆续推向市场。

双鹭药业现已有的研发项目如下：（1）骨质疏松药物已形成组合。（2）来那度胺和达沙替尼目前均拥有国内外专利，均已挑战成功。（3）目前吉西他滨处于生产审评阶段，818 项目已完成临床 I 期研究，已申请临床 II 期研究，正等待批复。（4）目前替莫唑胺原料药和 20mg 规格已拿到生产批文，是国内唯一。

（5）公司新型 CHO 乙肝疫苗目前即将完成临床前研究。（6）长效立生素处于临床试验阶段，即将完成临床前研究的有长效 arginase、长效干扰素、长效生长激素等。（7）公司的第一个单克隆抗体药物“肿瘤坏死因子受体抗体融合蛋白”已经申报临床。（8）肺炎疫苗项目大约需要三年时间。（9）预防宫颈癌的 HPV 疫苗是由公司技术中心独立研发，系预防用生物制品 1 类，目前已完成大部分药学研究，即将进入临床前评价（打破美国进口的预防宫颈癌的二价疫苗垄断）。

双鹭的研发团队和核心技术是其他企业很难模仿的竞争优势，同时由于双鹭药业重视研发，所以其长期以来积累创造的知识产权是其公司核心优势，公司目前的研发人员和研发费用如下。

表 2-1 2014-2015 双鹭药业研发能力分析

	2015 年	2014 年
研发人员数量（人）	278	242
研发人员数量占比	41.43%	38.47%
研发投入金额（元）	105,487,960.63	76,643,311.16
研发投入占营业收入比例	9.12%	6.17%
研发投入资本化的金额（元）	12,930,543.67	17,856,064.41
资本化研发投入占研发投入的比例	12.26%	23.30%

（三）小结

双鹭药业因自始至终重视企业的自主研发，所以其核心产品、一线和二线产品很容易区分，形成了完善的产品结构。产品在市场上，尤其是核心产品贝科能已经占据较大的市场份额，并由此带来强大的品牌效应。结合前面的分析，可看出双鹭药业自主研发的产品在市场上都有较强的竞争力，核心技术难以被模仿的。

但对于双鹭药业几乎将所有的资源和资金都投入产品研发，有可能会

一产品占比过高，在该产品放量阶段，可以快速推升公司业绩增长；一旦该品种出现增速放缓或者销售下降，则将对公司业绩产生严重的反面影响。公司多年来营业收入主要依靠核心产品贝科能，新产品被市场认识接受尚需时日，我们从之后的双鹭收入变化中也可看到其研发特征带给企业的财务影响。

华邦健康在医药市场原本就占有一定的份额，在皮肤板块尤为龙头，同时还通过并购进入相关行业获得新产品，扩张并购让其走上了多元化发展道路。

华邦健康近五年来通过吸收合并其资产规模不断扩张，不断探索新的领域，就目前看其进入化学药领域是比较成功的，但其产品结构相对于双鹭来说稍显杂乱、不完善。虽说扩张并购能扩大企业规模，带来规模效益，但并购后的整合问题也是一大难题，单从产品整合问题来看，合并后，企业的核心产品不够突出，产品结构不明显。

三、华邦健康和双鹭药业产品特征差异分析

（一）产品生命周期

对于制造企业来说，产品周期最能直接体现企业发展周期。双鹭靠自主研发，不断地向市场上推出新产品，而华邦通过合并其他企业获得自身发展的动力，未来它们各自会有怎么样的发展，与其产品周期密不可分。下文将分析两公司产品的发展情况，及各自的产品生命周期。

1、双鹭药业产品生命周期

由于缺乏详细数据，我们对生物生化药做整体的产品生命周期分析。

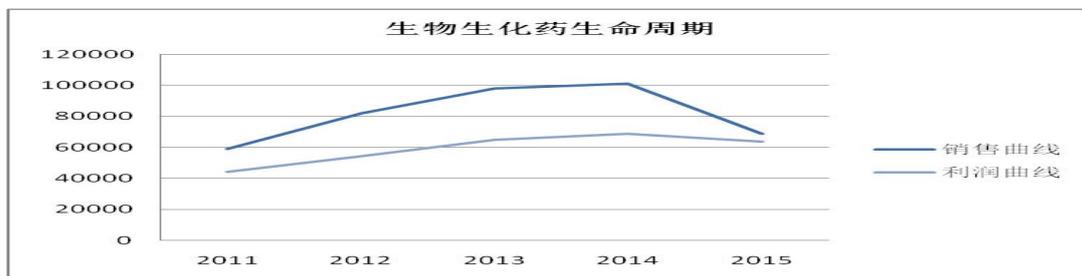


图 3-1 2011-2015 双鹭药业生物生化药产品生命周期

上图是产品生命周期曲线图，可以看出 13 年之前产品的销售处于稳步上升阶段，13 年到 14 年增长率开始减缓，15 年销售收入同比下降 32%，其现有生物生化药可能在走向衰退。

表 3-1

2011-2015 双鹭药业产品生命周期

	主营构成	主营收入(万元)	主营利润(万元)
2015	生物、生化药	97629	63539
	化学药	12757	8190
2014	生物、生化药	101278	68705
	化学药	15842	12102
2013	生物、生化药	98102	64706
	化学药	13153	9756
2012	化学药	12894	4781
	生物、生化药	82290	54329
2011	生物、生化药	59097	44247

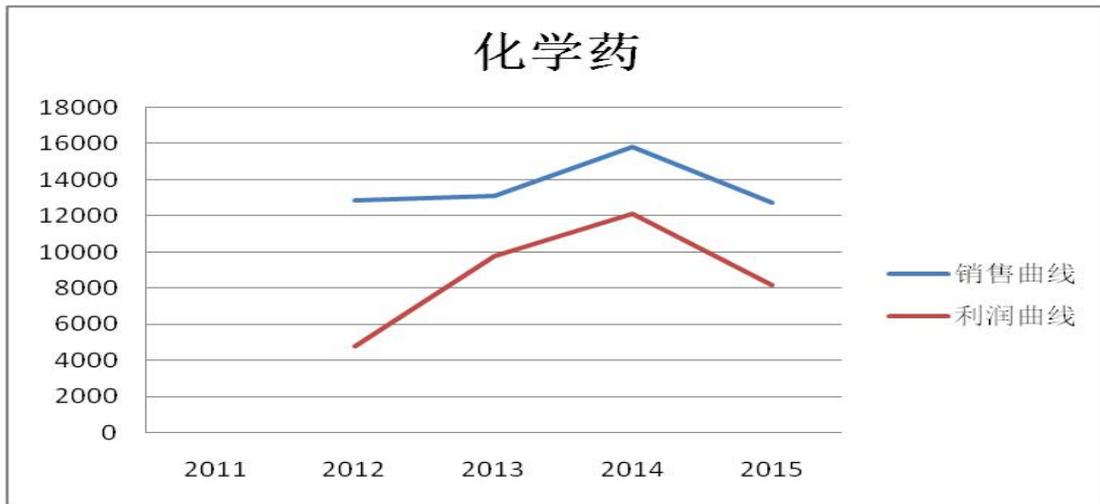


图 3-2 2011-2015 双鹭药业化学药生命周期

从上图可以看出公司化学药产品目前销售并不稳定，市场竞争也较为激烈。2015 年之后的双鹭急需新药的研发上市，改善公司的产品生命周期。

2、华邦健康产品生命周期

华邦健康由于产品涉及领域较广、销售分散。另外，报告中并未详细透露各类产品每年的收入成本信息，因此，选择其部分主要产品，参考市场同类产品，预测其生命周期。

地奈德乳膏是公司原有领域皮肤科的产品，在 13 年时利润占比达到了 6.95%，但在国内皮肤科领域，各种药品间竞争激烈相互间的模仿程度也很大，公司皮肤药已经进入了成熟期，华邦想维持其原来在皮肤科的地位，必须加大产品创新，进一步细分市场。

三氯二甲基苯胺是在合并山东福尔后取得的新产品，在 14 年的利润比重中占到 2.59%，山东福尔在被收购前已经形成了自己完整的知识产权和产品体系，氯酰产品的市场占有率在国内站到了 40%，根据对同类产品的市场调查，该产品也处于成熟期。

北京颖泰拥有完整的杀菌剂产品市场研究、研发、生产和销售能力，产品销售多年位居同行业出口首位，目前没有进入国内市场。

3、小结

华邦健康新提出了“大华邦医疗联盟”战略，布局“大健康”产业，形成多品种、跨科室、全方位的多元化医药提供企业，就目前其发展形势与发展战略来看，华邦健康的收购扩张之路还将继续。双鹭药业在研项目众多，公司可能希望从单一品种为主体支持的局面到多点开花，但这种研发策略可能带来研发力量分散，研发效果不明显，从而研发风险较大。

（二）产品结构

1、华邦健康产品结构

表 3-2 华邦健康产品结构（2015 年）

产品	主营业收入	收入比例	主营成本	成本比例	主营利润	利润比例	毛利率
化学药	40.8 亿	66.10%	32.2 亿	81.45%	8.61 亿	41.65%	21.09%
制剂	19.4 亿	31.41%	7.33 亿	18.55%	12.1 亿	58.35%	62.20%
其他	5485 万	0.89%	0	--	--	--	--
旅游产品	5416 万	0.88%	0	--	--	--	--
技术服务	3007 万	0.49%	0	--	--	--	--
茶叶产品	1427 万	0.23%	0	--	--	--	--

按产品划分 2015 年华邦健康的主营收入占比最大的一部分是化学药产品，其次是制剂，其新涉领域旅游茶叶等也为其贡献了一定的销售收入；值得注意的

是自 11 年收购颖泰嘉和后华邦健康化学药事业部发展迅速，为其产业发展奠定了一定基础。

医药制剂为其原有领域，华邦健康原为皮肤科领域龙头企业，在该领域的上市产品几乎涵盖所有主要的皮肤疾病。

在化学药产品方面，因其是收购颖泰嘉和进入该领域，所以只需在其原有的基础上继续发展，近几年来在其发展过程中势头较好的有：丙酰奋、三氯二甲基苯胺氟苯等。

2、双鹭药业产品结构

表 3-3 双鹭药业产品结构（2015 年）

按产品	收入(万元)	成本(万元)	利润(万元)	毛利率	利润占比
其他	5268	573	4695	89.12%	6.14%
化学药	42757	15307	27450	64.20%	36.07%
生物、生化药	67629	23616	44013	65.08%	57.79%

上图表示双鹭药业 15 年各类产品收入比例，可见其收入来源主要依托于的是生物、生化药及化学药，占总收入来源的 94%左右。可见，双鹭专注于医药制造；而华邦在并购扩张中走医药制造为核心主业的多元化道路。

经深入调查双鹭药业的核心产品是复合辅酶（商品名：贝科能）、胸腺五肽，其中贝科能是双鹭药业的独家品种，根据样本医院（终端）销售数据相应放大后的推算，贝科能在 2013 年的全国销售额已达约 30 亿元左右，在销售业绩最好的时候销售收入占双鹭总销售收入的 70%；二线品种主要代表有替莫唑胺、三氧化二砷（化学）、白介素-2、白介素-11，目前二线产品态势增长良好，有望进一步拓开市场，除了已在市场上占有一席之地的这些产品，双鹭药业还在不断研发新的产品。

3、小结

双鹭药业的产品结构较完善，在产品数目种类繁多，但其核心产品一品独大，除了贝科能和三氧化二砷，其他产品同类产品竞争激烈市场狭小。

华邦健康目前业务范围较广，且为了完成其战略布局并购之路短期之内不会停止，随着并购扩张，新产品也在不断地并入旗下，其产品的丰富性较高。若以后加速对合并后产品的整合，完善产品结构，会大大助力企业未来的发展。

（三）市场细分

对于双鹭药业来说，因其重视产品研发，与之对应的是新市场的开发和销售模式的创新，如果双鹭的新产品研发上市，其肯定会寻求细分市场，促进销售以便于合理的将产品结构与市场资源结合，实现企业效益最大化。

对于华邦健康来说，它的最终目标是整合国内外优质的医药资源，企业没有核心产品，所以走的是区域性、覆盖性的路线。华邦的扩张也给华邦带来了一定的市场资源，只有合理高效的整合其并购资源，会走出与双鹭不同的企业发展之路。

四、华邦健康和双鹭药业盈利能力表现差异

（一）销售盈利能力差异分析

1、收入及构成差异分析



图 4-1 2011-2015 华邦双鹭营业收入差异分析

从上图可见，华邦双鹭营业收入变化差异显著。2011 年两公司收入基本相当，但随着华邦大举并购，带来收入迅猛上升；而依靠自主研发、内涵增长的双鹭收入增长平缓，很可能是其核心产品收入放缓，而新研发药品市场认可度还不够高。

两公司在营业收入方面的差异与它们各自选择的发展战略不无影响。双鹭的自主研发战略由于没有快速可吸收的产能与市场，在原有药品市场竞争加剧，销路不畅时，企业面临的经营风险就会加大。相反，华邦通过并购，迅速获得市场与产品，收入迅速放大。

2、营业总成本差异



图 4-2 2010-2015 华邦双鹭营业总成本比较（不含财务费用）

上图显示华邦和双鹭营业总成本比较后的基本情况是 6 年来华邦营业总成本都远高于双鹭，11-12 华邦成本费用变化异常显著，同比增长 1266.33%，细化分析如下。

第一，华邦各成本费用增长率分析如下。



图 4-3 2011-2015 华邦健康各费用增长率

2012 年，体量与华邦相当的北京颖泰纳入合并后，自然引起公司各项成本费用相比 2011 年同期的巨幅增长。自 2012 年后，虽然华邦的并购步伐并未停止，但被并购方的体量相对都较小，因此，华邦的各项成本费用只是随着收入的增长同向变化，未见异常。

这也体现了华邦健康并购扩张战略带来的影响。

第二，双鹭各费用增长率分析如下。

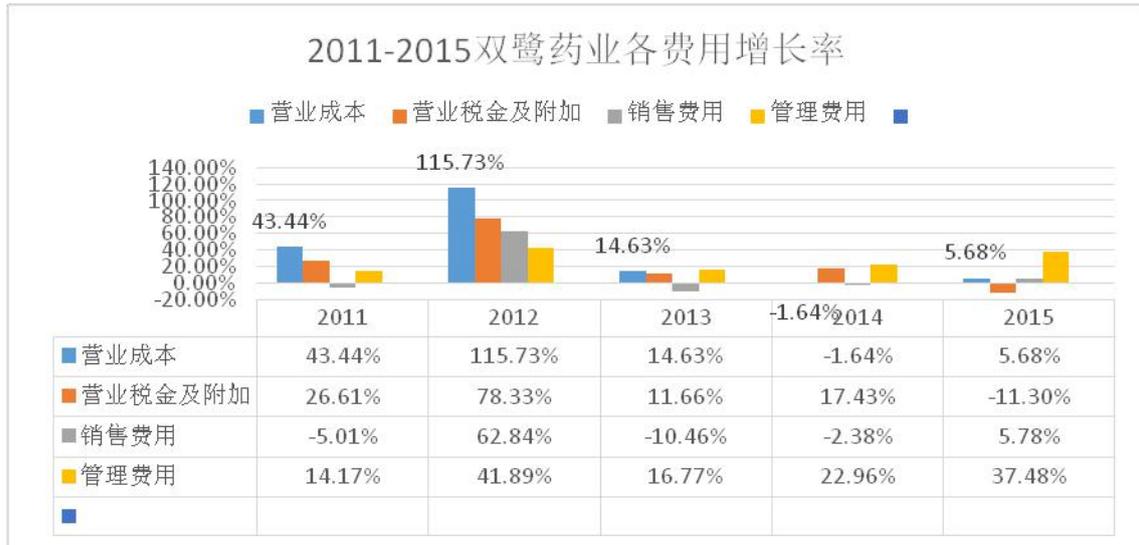


图 4-4 2011-2015 双鹭药业各费用增长率

双鹭成本费用逐年也表现为上涨趋势。尤其 2012 年，双鹭各费用都有明显涨幅，主要因为该年收入明显增长，增幅为 61%，必然带动营业成本、营业税金及附加、销售费用相应增加。该公司销售费用各年增减不一，且与销售收入之间的变化关系不稳定，说明该公司的可能销售策略不是很清晰。另外，该公司销售费用在成本费用中占比较低，这点与华邦明显不同，说明两公司的发展战略对销售费用的影响不同。双鹭的管理费用逐年增加，且增幅总是超过营收，主要系研发费用增加所致。

研发费用具体变化情况如下。

表 4-1 2011-2015 双鹭药业研发费用占比分析

	2011	2012	2013	2014	2015
研发人员数量（人）	135	212	225	242	278
研发人员数量占比	26.17%	35.38%	34.87%	38.47%	41.43%
研发投入金额（万元）	7,407	10,683	11,573	16,643	105,48
研发投入占营业收入比例	11.89%	10.61%	11.35%	13.39%	9.12%

综上，华邦每年的各类费用都是正向增长，且与收入增长基本同步，但双鹭销售费用在费用构成中明显比例较低，增长率也明显低于收入增长率，而其管理费用明显占比高，增速快，体现出两种发展战略在成本费用方面有较大差异。

3、营业利润差异分析

在此基础上，进一步观察 2011-2015 华邦双鹭利润构成的不同。



图 4-5 2011-2015 华邦双鹭利润构成变动比较分析

上图显示，华邦双鹭利润构成中非经常性损益相比营业利润均较小且无较大反差，故着重分析营业利润的差异。

自 2012 年华邦并购了北京颖泰嘉和后，新增化学药业务带来的创收使其营业收入不断上涨且和双鹭差距越来越大，但为什么华邦营业利润除了 2015 年一直低于双鹭呢，主要原因是 2012 年后由于华邦新增化学药业务后一并增长的巨额整合费用吞噬了其创造的营业收入带来的优势，所以营业利润的差距依然存在。

而 2015 年尽管华邦总成本费用依旧高出双鹭很多，但经过三年的对并购企业的消化吸收，整合后的华邦费用控制能力提高，成本费用增长率逐年下降，营业利润逐年上升。

再者双鹭在 2015 年营业收入与同期相比下降 7%。所以在 2015 年华邦首次营业利润以及利润总额超过双鹭，且成本费用利润率增长率在 2011 年后首度超过双鹭药业。说明其并购战略显现出明显成效，而双鹭的自主研发道路并不顺利。

4、营业利润率差异分析



图 4-6 2010-2015 华邦双鹭营业利润率分析

图中可看出，华邦和双鹭营业利润率表现差异巨大，双鹭营业利润率在 55.13%—70.89%之间，华邦营业利润率在 8.67%—47.79%之间，说明不同发展战略对企业营业利润率有很大影响；但是，华邦和双鹭营业利润率增长率表现差异不大，逐年均有波动，波动方向基本一致，可能是受医药市场环境的影响。

（二）投资盈利能力差异分析

1、总资产报酬率



图 4-7 2010-2015 华邦双鹭总资产报酬率组合分析

上图显示，华邦和双鹭总资产报酬率表现有明显差异，华邦总资产报酬率每年基本都是双鹭的一半左右。造成二者总资产报酬率差别变化的原因在于华邦的

并购扩张战略导致其总资产平均额远超双鹭。以 2013 年为例，华邦总资产报酬率 6.94%，只有双鹭的四分之一，查阅华邦该年报表附注可知，华邦 2013 年资产增加主要源于发行股票等筹资活动增加了货币资金、长期股权投资等，而筹资的目的就是为了对西藏林芝百盛药业的并购及对北京颖泰、上虞颖泰、南方化工的再投资。至此，说明华邦新增的筹资和投资皆紧扣战略。



图 4-8 2012-2015 华邦双鹭平均资产总额对比

2012-2015 年华邦和双鹭资产总额都有上升趋势，但明显华邦上升幅度远大于双鹭，究其原因有以下几点。

首先，华邦资产增加原因是其提出“大华邦医疗联盟”战略，通过收购重庆植恩医院管理有限责任公司、德国莱茵医院有限公司、河北生命原点生物科技有限公司、瑞士生物医药集团有限公司，投资设立华邦汇医投资有限公司、重庆华邦医亿科技有限公司、重庆华邦医美科技有限公司的方式，在康复医疗、干细胞领域、抗肿瘤治疗、互联网医疗平台、医学美容等领域进行了布局。公司“大健康”产业的布局，为公司的发展注入了新的活力，同时资产也大幅增加，实现了“外延式扩张”，进一步扩大了公司资产规模和提升持续盈利能力。

其次，双鹭资产增加原因是公司逐年加强生产体系的软、硬件建设，推进大兴生物研发基地和新乡原料药研发基地的建设进程，一批原料药即将获得生产批件。

综上，对比二者资产规模增加原因，也能看出不同公司战略对公司发展的影响。在资产方面体现为华邦注重通过扩张并购增加资产规模，双鹭注重自主研发的同时加强生产建设以增加资产。对比结果显然是通过扩张并购资产规模能够迅速扩大，无论在速度还是在规模上均超过企业自建的方式。双鹭总资金较少，为

研发投入准备的资金额远少于华邦为并购扩张所筹集的资金，战略较为谨慎保守。

2、每股收益



图 4-9 2011-2015 华邦双鹭每股收益对比（元）

华邦每股收益较双鹭低，且表现为下降趋势，而其并购扩张的资金主要通过定增获得，导致股本扩张，而并购的效应还需时间检验，因此公司的 EPS 表现不尽如人意。而双鹭每股收益较稳定，得益于公司这 5 年现有产品发展稳定，但现有产品总会走向衰退，公司的长远发展还要看公司的研发状况。

3、市盈率（股价/每股收益）



图 4-10 2010-2015 华邦双鹭市盈率比较

上图表明，华邦和双鹭市盈率也有较大差异，大多年份双鹭 PE 水平保持在华邦 1 倍左右，说明市场给予了双鹭更高的期望。

五、主要财务指标的增长表现

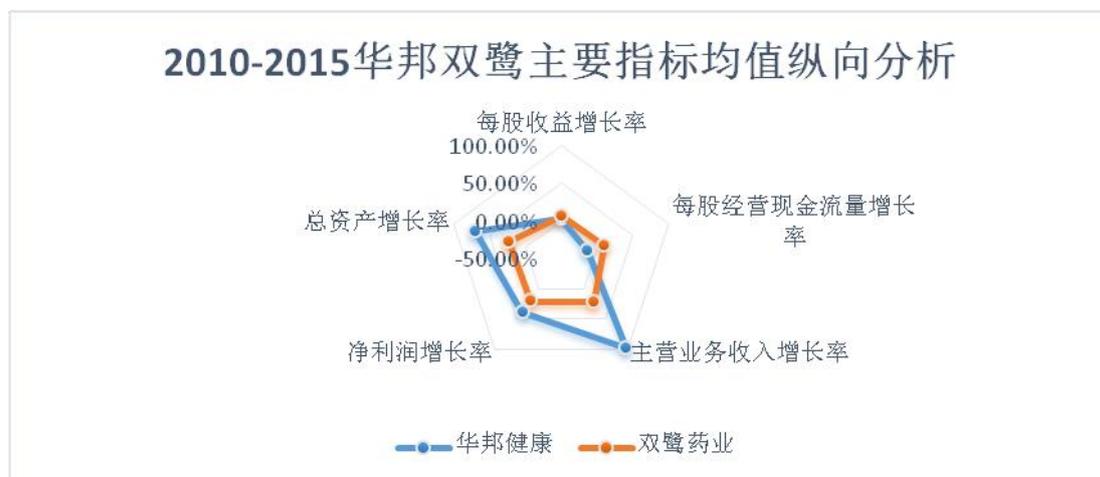


图 5-1 2010-2015 华邦双鹭主要指标均值纵向分析

上图为六年两公司的主要财务发展能力指标的均值，华邦的主营业务增长率涨幅最大，达到 96%，资产规模增幅同样十分显著，这是扩张并购带给企业的规模扩张效果；但净利增幅明显小于资产及净资产增幅，也导致每股收益不升反降；说明其 2012 年大幅度扩张并购后，一直都在整合并购标的，并且存在整合风险；每股经营现金流量增长率为-14%，说明随着扩张并购，经营活动规模扩大，经营现金流出迅速增加，但因为业务整合，经营活动的现金流入还无法赶上流出的步伐，这在快速发展的企业很常见，企业扩张并购总是伴随着强烈的资金需求。

双鹭自主研发的内涵发展道路，基本遵循有多大能力办多大事的原则，导致其五年中各项财务指标变化均不大，平稳前行，但过小的步伐，有可能带来被其他企业赶超、淘汰的命运（尤其在无明显看到其研发成功迹象时）。

六、总结

1、不同战略必然带来不同财务表现，不同财务表现可能预示着企业的不同发展战略。走在扩张并购道路上的华邦，资产、收入大幅上升，企业规模迅速扩张。双鹭的内生性自主研发战略，毛利率表现明显要好，说明其自主研发的产品有更好的市场竞争优势。另外，双鹭的市盈率指标明显高于华邦，说明对自主研发型企业，资本市场的认可度更高、未来预期更好。

2、两种发展战略无所谓好坏，战略执行的道路上都有荆棘。两个公司虽然发展战略不同，但投资利润率、每股收益都有下降趋势。华邦的问题在于并购后

的整合，能否消化吸收被并购企业是华邦未来发展的关键。双鹭自主研发项目众多，精力投入不够集中，五年里没有市场急需的自研药品问世，导致企业这五年一直靠原有核心产品支撑企业生存，企业财务表现基本原地踏步，如果新药研发不顺利，企业未来堪忧。

3、发展战略的融合可能对医药企业更有利。并购扩大企业规模，实力增强的同时，投入更多的资源用于研发，不断开发新产品，才能让企业真正拥有核心竞争力。

参考文献：

- 1、胡济平、盛成德. 国内制药企业并购应以产品及研发能力为主要考虑因素[J]. 上海医药. 2006 (7) : 397.
- 2、濮润. 浅议我国医药产业研发现状及未来发展建议[J]. 中国生物工程杂志. 2014 (3) : 114-119.
- 3、王勇. 民营医药企业并购战略问题探讨[J]. 中国药事. 2010 (12) : 1165-1167.
- 4、赵金明. 我国医药产业研发现状与瓶颈分析[J]. 现代商贸工业, 2012 (8) : 25.
- 5、向秦. 我国医药行业自主创新现状及对策研究[J]. 科技创业, 2015 (6) : 31.
- 6、刘霞红. 中国药企发展之路[J]. 产业导报, 2002 (5) : 43.
- 7、胡济平. 国内制药企业并购应以产品及研发能力为主要考虑因素[J]. 上海医药, 2006 (7) : 397-399.
- 8、刘昌孝. 创新生物医药研发的再思考[J]. 现代医药与临床, 2013(7): 472-474.

“扩张并购与自主研发战略对医药制造企业盈利和发展的影响分析——以华邦健康与双鹭药业为例” 案例说明书

一、本案例要解决的关键问题

本案例希望通过对两家采取了不同发展战略的上市医药制造企业的盈利及发展状况的分析，使学生明白不同发展战略会给企业带来不同财务结果。同时，希望学生们反思：当我们观察到不同企业财务报表的不同结果时，这些企业可能的发展战略是什么。

二、案例讨论的准备工作

1、理论准备：了解企业战略管理、财务战略管理、投资战略的概念、分类等基本理论；掌握产品结构分析、盈利能力分析、增长分析的基本方法。

2、对行业的认识：通过行业网站、相关书籍对我国医药制造行业的现状及行业政策有基础性认识。

三、案例分析要点

1、需学生识别的关键问题：扩张并购战略和自主研发战略是否会对企业财务结果产生影响？可能会对哪些方面产生影响？不会对哪些方面产生影响？

2、根据知识点提出解决问题可供选择的方案，并评价方案利弊：如果企业采取扩张并购战略，企业盈利及发展的特征，从而说明此种发展战略的利弊；如果企业采取自主研发战略，企业盈利及发展的特征，从而说明此种发展战略的利弊。

3、推荐解决问题的方案：两种战略的融合（融合的方式、时机的选择）。

四、教学组织方式

（一）准备阶段（案例课堂教学前十天左右）

发放案例问题清单：（完成下述问题时间为一周左右）

- 1、了解并掌握一下基本概念：产品寿命周期、企业发展战略、财务战略、投资战略
- 2、盈利能力分析的基本指标与方法
- 3、产品结构分析与产品寿命周期判断的基本方法
- 4、医药制造行业的行业特征
- 5、技术引导型的医药制造企业在发展中常用的投资战略有二：扩张并购战略和自主研发战略。两种发展战略的优劣
- 6、收集华邦健康、双鹭医药的公开资料，分析两家公司可能的发展战略，根据报表分析各自的产品结构、盈利能力及发展能力。试图发现发展战略和财务结果的关系及不同战略可能的利弊得失

（1-5 题每个学生必答，第六题需将学生分成小组，每组 4 人左右，由组完成，并做成 PPT，课堂讲述、讨论）

收集学生完成的 PPT 后，发放本案例，三天后进入第二阶段。

（二）课堂讨论并总结（分小组展示各自的 PPT，并讨论案例资料，做出总结）