

## 摘要

近年来国内体外诊断行业得到了蓬勃发展，面对良好的市场发展机遇，越来越多的企业开始进入该行业，导致体外诊断行业竞争日益激烈。因此，尝试引入战略投资者的企业不断增多，以期能够借此实现生产规模的扩大，拓宽自身的影响渠道，提高市场占有率，促使企业从经营困境中摆脱出来。而作为体外诊断领域中生化诊断细分行业的龙头企业——九强生物，通过引入国药投资这一战略投资者，并实施了多项并购活动，以实现协同效应，促进企业的长远可持续发展。因此，通过深入地分析九强生物引入战略投资者后的经济效果，可对国内其他企业战略投资者的引入提供有益参考。

本文结合战略联盟理论以及协同效应理论，并采用案例分析法以及比较研究法，深入论证了九强生物引入战略投资者的动因及过程，并利用财务指标、EVA模型、非财务指标分析等多种方式对企业引入战略投资者后的经济后果。最终得出九强生物引入战略投资者虽然不能够帮助企业在盈利能力和营运能力方面取得良好的效果，但大大提升了九强生物的成长能力和EVA值，公司的发展潜力出现了明显上升。另外引入战略投资者国药投资后，九强生物的产品体系得到完善，营销网络也得到进一步扩张，企业的品牌知名度也有所上涨。结合案例分析结果，本文最后得出相关启示，以期为国内其他同类型企业在战略投资者引入方面提供一定的参考。

**关键词：**战略投资者、经济后果、九强生物、医药行业

## Abstract

In recent years, the domestic in vitro diagnosis industry has been booming, facing a good market development opportunity, more and more enterprises began to enter the industry, resulting in increasingly fierce competition in the industry. More and more enterprises begin to try to introduce strategic investors, with the help of strategic investors to expand production scale, expand sales channels, help enterprises to get rid of operational difficulties, and expand the market space. As a leading enterprise in the biochemical diagnosis subsector in the field of in vitro diagnosis, Jiuqiang Biological has introduced Sinopharm Investment as a strategic investor and implemented a number of M&A activities to achieve synergistic effect and promote long-term sustainable development of the enterprise. Therefore, the analysis of the economic effect of Jiuqiang Biotechnology Co., LTD after the introduction of state-owned strategic investors through map review can provide a useful reference for the introduction of strategic investors in other domestic enterprises.

In this paper, combining the theory of strategic alliance and synergy theory, and USES the case analysis and comparative research, further demonstrates the Jiuqiang Biotechnology Co., LTD and process of introducing strategic investors, and make use of financial indicators and non-financial indicators analysis, EVA model in a variety of ways for enterprises after introducing strategic investors state-owned economic consequences. Finally, it is concluded that although the introduction of strategic investors can not help the enterprise achieve good results in terms of profitability and operating ability, it greatly improves the growth ability and EVA value of the nine top biological, and the development potential of the company has been significantly increased. In addition, after the introduction of the strategic investor Sinophelics, the product system of Jiuqiang Biotechnology Co., LTD has been improved, the marketing network has been further expanded, and the brand awareness of the enterprise has also increased. Combined with the case

analysis results, this paper finally draws the relevant enlightenment, in order to provide new ideas for the introduction of strategic investors in other domestic enterprises of the same type.

**Key Words:** strategic investors, economic consequences, BSBE, pharmaceutical industry

# 目录

摘要 ..... 1

Abstract ..... 1

1. 绪论 ..... 1

    1.1 研究背景与研究意义 ..... 1

        1.1.1 研究背景 ..... 1

        1.1.2 研究意义 ..... 2

    1.2 文献综述 ..... 3

        1.2.1 引入战略投资者的动因研究 ..... 3

        1.2.2 引入战略投资者经济后果相关研究 ..... 5

        1.2.3 对已有文献的评论 ..... 7

    1.3 主要研究内容与方法 ..... 7

        1.3.1 主要研究内容 ..... 7

        1.3.2 研究方法 ..... 8

    1.4 技术路线 ..... 9

    1.5 研究创新点和局限性 ..... 9

2. 相关概述与理论基础 ..... 11

    2.1 战略投资者概述 ..... 11

        2.1.1 战略投资者的概念 ..... 11

        2.1.2 战略投资者的类型 ..... 12

        2.1.3 引入战略投资者的方式 ..... 14

    2.2 理论基础 ..... 14

        2.2.1 战略联盟理论 ..... 14

        2.2.2 协同效应理论 ..... 15

2.3	引入战略投资者经济后果评价方法	17
2.3.1	短期经济后果的评价	17
2.3.2	中期经济后果的评价	17
2.3.3	长期经济后果的评价	18
3.	九强生物引入战略投资者的案例分析	19
3.1	案例背景	19
3.1.1	医药行业发展现状	19
3.1.2	行业引入战略投资者概况	21
3.2	案例企业简介	22
3.2.1	九强生物概况	22
3.2.2	国药投资概况	24
3.3	九强生物引入战略投资者的动因分析	24
3.3.1	应对快速增长的资金需求	24
3.3.2	应对不断激烈的行业竞争	26
3.3.3	实施增长型发展战略的客观需求	28
3.4	九强生物引入战略投资者的过程	29
4.	九强生物引入战略投资者的经济后果	31
4.1	基于财务指标的经济后果分析	31
4.1.1	盈利能力分析	31
4.1.2	偿债能力分析	35
4.1.3	营运能力分析	39
4.1.4	成长能力分析	41
4.1.5	投融资能力分析	43
4.2	基于 EVA 模型的经济后果分析	46
4.2.1	计算税后净营业利润	47
4.2.2	计算资本总额	48
4.2.3	计算加权平均资本成本	49
4.2.4	EVA 计算结果	51
4.2.5	结果分析	52
4.3	基于市场协同的经济后果分析	58

---

4.3.1 产品结构方面的后果分析 .....	58
4.3.2 市场拓展方面的后果分析 .....	59
4.3.3 品牌效应方面的后果分析 .....	60
4.4 基于管理协同的经济后果分析 .....	62
4.5 引入战略投资者经济后果总结 .....	64
5. 研究结论与启示 .....	66
5.1 研究结论 .....	66
5.1.1 整合战略资源发挥协同效应 .....	66
5.1.2 推动上市公司提升行业地位 .....	67
5.1.3 助力上市公司拓展市场 .....	67
5.2 启示 .....	68
5.2.1 结合需求科学引入战略投资者 .....	68
5.2.2 选择适宜的战略投资者引入方式 .....	69
5.2.3 充分整合战略投资者资源优势 .....	69
5.2.4 谨防战略投资者变为财务投机者 .....	70
参考文献 .....	72
后记 .....	78
致谢 .....	79



# 1. 绪论

## 1.1 研究背景与研究意义

### 1.1.1 研究背景

在经营发展的过程中，企业往往会因为战略调整或外部环境的影响冲击，选择进行“开源节流”，采取收缩型发展战略。亦会有部分企业通过融资的方式以弥补资金所需。但是传统的融资方式有借贷“门槛”，部分盈利能力不足的企业往往难以获取到银行的充足贷款，且仅通过债权融资的方式予以获取资金亦会加剧企业的经营杠杆。除此之外，当企业经营业绩下滑时，其股权价值也会出现明显的下滑，致使其难以受到资本市场的认可，股权融资步履艰难，且还需面临大股东丧失企业实控权的风险，不利于企业后续管理结构的稳定。而相较于传统的融资方式而言，企业通过引入战略投资者可以为企业增加融资支持，同时借助战略投资者在管理、渠道、品牌等方面的优势，帮助企业进行转型升级或提升市场信心，脱离财务困境，受到了多数企业的青睐。在 2018 年的《政府工作报告中》便有引入战略投资者的相关表述，其中，报告明确指出，大力推进民航、电力等领域的混合所有制改革，充分利用民间资本的优势，使其为原有的国有企业提供资本支持管理支持，提升原国有企业的盈利能力。除了国有企业可以引入外部资本之外，民营企业同样可以引入国有资本企业获得新的发展。近几年，在政策环境方面，国内医药行业可以说改变巨大，相关部门提出了药物一致性评价的质量要求，大大提升了中小药厂的生产和检测成本，而医保带量采购的政策落实，进一步削弱了医药企业产品的毛利率。

结合最新的国家统计局公布的相关数据，2022 年上半年医药制造业实现



营业收入 14007.80 亿元，同比增速为-0.60%；利润总额为 2,209.50 亿元，同比增速为-27.6%。较多医药企业受政策环境影响经营陷入困境。在众多医药企业当中，主营体外诊断试剂业务的九强生物公司也不例外，虽然从 2016 年到 2019 年三年间营收和利润保持了 20%左右的增长，但应收账款周转天数却增长了 31.2%，存货周转天数增长了 10.3%，产品的市场竞争力有所下滑。而从竞争对手来看，九强生物主要的竞争对手明德生物在 2018 年上市之后，借助资本市场的融资支持，体外诊断业务发展极为迅速，营收规模在短短的两年间便增长了 4.7 倍，与九强生物形成了激烈的市场竞争。九强生物迫切需要做出改变，通过研发新产品，扩大产品管线等方式获得新的竞争优势，最终于 2019 年 12 月引入国药投资公司为战略投资者，为九强生物新的发展战略提供全面支持。通常情况下，企业引入战略投资者后，能够借助战略投资者的资金、管理经验、品牌优势等提高企业的竞争力，但是并非所有的企业引入战略投资者后都能够取得良好的成绩，例如 2008 年时俏江南引入鼎晖投资最终因为上市失败导致实控人丧失公司控股权，2018 年 2 月，山西汾酒引入战略投资者华创鑫睿后两年间营收反而增长了 3 倍。可以看出，战略投资者的引入给不同企业带来的经济后果是完全不同的，学术界关于企业是否引入战略投资者的问题方面还没有达成统一意见。

基于此，本文以九强生物引入国药投资为案例，对其引入战略投资者的经济后果进行了系统的论证，并总结其经验，进而得出相关启示，以帮助其他民营企业对战略投资者的引入契机、引入方式以及引入后的资源整合提供经验借鉴。

### 1.1.2 研究意义

#### (1) 理论意义

关于战略投资者引入方面的研究，绝大多数学者都是基于国企混改背景进行的，主要针对国企引入民营资本进行相关的案例分析，而研究国有资本进入民营企业这一模式的学者则是少之又少，而本文的研究成果则可以进一步充实民营企业引入国有资本的研究案例库。其次，在研究战略投资者给企业带来的后果的过程中，大多数学者都利用传统的财务指标分析法予以论证，

而本文则是从企业经营、发展战略、内部控制等多角度展开分析，在研究方法上亦可以为其他学者的相关研究提供思路借鉴，理论意义较强。

## （2）实践意义

从某种角度来说，战略投资者的进入可以给企业带来一定的资金、管理、品牌等多个方面的支持，但也会导致原有的实控人或大股东持股比例降低，对公司的影响力下降，使公司在统一决策时更容易陷入争议。本文选择了九强生物引入国药投资作为研究案例，对该事件的经济后果进行了分析，同时参考国有战略投资者的优势，从多个角度展示国有战略投资者为企业发展带来的支持，帮助企业更全面地认识到国有战略投资者为企业带来的重要作用，也为其他民营企业在国有战略投资者引入方面提供参考，因而实践意义较强。

## 1.2 文献综述

### 1.2.1 引入战略投资者的动因研究

梳理并总结国内外学者的研究，可以得出，企业引入战略投资者的动因主要有三方面。第一，是为了获得战略投资者的财务支持。一般来说，企业的规模扩张基本上都需要充足的资金支持，此时就需要进行资金的筹集，而优序融资理论则是企业选择融资渠道时必须遵循的，具体来说，优先选择内部融资，这种方式的财务成本是最低的，当内部融资无法使企业的资金需求得到满足时，就要根据企业的具体情况选择外部的债权融资或股权融资（John, 1991）。但是部分企业的发展前景并不明朗，企业在债权融资和股权融资方面都容易遭遇困难，Véricourt 和 Gromb（2018）指出此时企业需要寻找看好企业发展前景的战略投资者，通过签订具有博弈性的合同获得战略投资者的支持，能较好地满足企业的融资需求。Heyets 等（2021）研究指出机械制造部分企业的创新活动并不能够快速转变为产品在短期内难以为企业创造良好的业绩回报，这类企业不容易受到普通投资者的欢迎，然而，倘若可以引入战略投资者，那么企业的创造活动就能获得持续的资金支持，对于企业的长远发展是非常有益的。中国的企业也将引入战略投资者视为企业融资的重要方式，黄玲（2020）分析云天化引入以色列化工作为战略投资者的

案例分析指出，云天化通过引入战略投资者获得了 20 亿元的融资支持，促使公司的多个万吨级磷酸项目顺利完工，大大提升了企业的利润规模。

第二，通过引入战略投资者带动企业核心竞争力的增长。Halland 等(2018)认为金融业的战略投资者大多具有较好的金融业管理技术，而且具有较多优质的金融资源，在战略投资银行之后能够为银行业提供更多帮助，从而带动银行经营效率的提升。Gutmann (2019)认为相比较初创公司，战略投资者具有更好的风险管理意识和管理能力，同时也能够为初创企业的发展战略提供必要的指导，从而提升初创企业的创业成功率。Bailey 和 Koller (2017)认为部分战略投资者具有良好的社会声誉，企业在引入优秀的战略投资者之后其品牌形象也得到一定改善，这为企业实施债权融资、推进产品营销方面都带来了一定的便利。郭晔等(2020)在银行引入战略投资者的实证研究中发现，引入战略投资者能通过改变管理制度和金融科技技术的引入使银行的经营效率得到显著的提升。战略投资者之所以能够带动企业核心竞争力的增长，关键在于部分战略投资者拥有原企业所不具备的资源和管理经验，王孝钰、高琪(2021)调查发现部分战略投资者拥有相对丰富的信息优势和人脉资源，在帮助企业实现企业并购、引入专利授权等方面具有较好的中介作用，而且通过实证研究得出，战略投资者对于企业创新水平的提升有着明显的促进作用。李健(2021)则发现民营企业在引入国有战略投资者后，战略投资者能够帮助民营企业强化与国有企业合作伙伴的关系，增强企业上下游之间的共性和信息共享，从而提升产业链效率，带动民营企业经营绩效的提升。

第三，引入战略投资者改善企业的内部治理。首先企业在引入战略投资者之后，战略投资者会向企业的董事会当中派驻监督人员，从而对企业的董事会和管理高层形成监督，有利于改善企业公司管理层的内部控制(Tim 和 Brian, 2017)。王斌和刘一寒(2021)认为不同阶段的企业对于战略资源的需求不同，处于成长期的企业内部治理结构还不够完善，可以通过引入战略投资者的方式获得战略投资者在企业制度管理、内部治理方面的经验，从而进一步完善企业的内部治理模式，提升企业经营效率。在国企混改背景下，国有企业也需要引入具有混改经验的战略投资者帮助企业调整管理制度，推进国有企业的市场化改革(刘文全, 2020)。沈昊和杨梅英(2019)同样发现国企积极引入民营企业战略投资者的重要目的之一，便是通过民营企业的

参与促使国有企业的管理和经营模式更加适应市场需求。

### 1.2.2 引入战略投资者经济后果相关研究

目前，学术界关于企业引入战略投资者所引发的经济后果相关的研究并未得出一致的结论，下文分述引入战略投资者后对企业所产生的不同影响。

#### (1) 引入战略投资者后产生了积极的经济后果

Gupta (2019) 认为企业引入战略投资者有利于强化管理团队与公司股东之间的交流，一定程度上降低公司股东对于委托代理风险的担忧，这鼓励管理团队为实现企业的长期战略而努力。Brockman 等 (2016) 研究了国际战略投资者参与港股上市公司对企业绩效的影响，实证研究发现拥有国际战略投资者的企业绩效显著高于无国际战略投资者的企业，一定程度上表明了国际战略投资者对于港股企业绩效的正向作用。Yang 等 (2018) 研究发现，战略投资者总体对企业有显著的正向作用，但是在企业的不同生命周期阶段战略投资者的作用是有差异的，通过对台湾机械行业的实证研究发现，战略投资者在企业的成熟期对企业的正向作用最为强烈。Hoffmann 等 (2021) 对德国 51 大上市公司的调查，引入战略投资者并维护企业与战略投资者良好的关系，对于企业长期发展战略的制定有一定的积极影响，这有益于企业的长期健康发展。郭晔等 (2020) 在上百家银行的实证研究中发现，引入战略投资者明显提升了银行的经营效率，而且境内金融机构的正面作用明显高于境外金融机构。章卫东等 (2019) 对国内引入股权投资者的研究中发现，战略投资者参与企业经营的程度更加深入，能够对企业绩效产生比财务投资者更为正面的影响。韩忠雪等 (2019) 在对计算机行业的实证研究则发现，战略投资者与企业的创新绩效显著正相关，而财务投资者则与企业的创新绩效显著负相关，更加注重企业长远利益的战略投资者，更支持企业开展创新活动，而财务投资者的表现则更加保守，可能会基于风控的考虑阻挠企业的创新。耿宏艳等 (2018) 对商业银行非利息业务的分析发现，商业银行引入的战略投资者广泛参与到银行的经营当中，在常年的发展促使商业银行的业务结构发生改变，非利息业务收入增速明显，这对商业银行的成长具有积极的影响。

## （2）引入战略投资者后产生了消极的经济后果

引入战略投资者也可能会给企业带来负面的经济后果，例如 Stefan 等（2010）的研究指出，许多战略投资者会与企业签订对赌协议，如果企业在后续的经营中不能够完成对赌协议中规定的内容，则要根据对赌协议承受一定的代价。在国内恒大拟上市引入战略投资者的案例当中，恒大地产由于在 A 股上市失败需要高息回购战略投资者前期投资的股权，这给恒大地产原股东带来了较大的资本损失（朱宏张，2021）。战略投资者对企业不恰当的干预也会给企业未来发展带来不利影响，例如余澳、贾卓强（2019）的调查中发现，实力强劲的国有企业引入民营战略投资者的部分案例当中，由于引入的战略投资者实力不强，而且国有企业本身利润导向特征相对较弱，企业与战略投资者之间出现了较大矛盾，反而给企业经营带来了负面影响。白俊等（2018）的调查中也显示，部分国有企业在入股民营企业之后，其保守的企业文化反而给目标企业带来了负面影响，阻碍了民营企业的创新。邵京（2018）的研究也指出，企业在引入战略投资者之后，企业与战略投资者之间也可能会由于发展路线的不同而产生争夺控制权的现象，进一步引发了企业内乱，抑制了企业经营效率的提高。

## （3）上市公司引入战略投资者对绩效的影响取决于不同因素

也有研究者认为战略投资者对企业产生的经济后果与前提条件有关，当战略投资者与企业原股东有较好的互信和共同的战略目标时，战略投资者更容易表现出对企业绩效正面的作用（冉丹，2020）。早期 Janowicz 等（2004）对波兰公司的调查中发现，在战略投资者持有超过某个界限的股权比例之后，才能够较好地参与到企业运营当中，带动企业绩效的快速上涨。区慧莹（2020）对商业银行的实证研究中则发现，战略投资者对于企业绩效的影响与其股权集中度、战略投资者董事占企业董事会成员比例有显著的正相关关系。杨心悦（2019）和徐志威（2018）在对深圳发展银行的案例分析中也发现，企业在不同的生命周期所需要的投资者类型是有区别的，在企业的成长期阶段更适合引入财务投资者为企业的快速发展提供充足的财务资源，而在成熟期则需要引入战略投资者，企业能够借助战略投资者所带来的新资源实现新的扩张。王萍等（2018）则实证研究了境外投资者与国内商业银行绩效的关系，研究发现，如果境外战略投资者的持股比例在 5% 以下，那么商业银行受其影

响并不显著，若超过 5%，随着持股比例的提高，对于商业银行的积极影响将不断增强，发展至持股比例为 20%时境外投资者对商业银行的影响最强烈。李从刚和王雯岚（2018）通过广泛的案例研究，则认为境外投资者对商业银行的影响是否正面并不稳定，也与银行所处的内外部环境有显著的相关性。

### 1.2.3 对已有文献的评论

综上所述，企业引入战略投资者的动因有很多，包括满足资金需求、提升企业治理能力、引入先进技术、推进企业战略转型等，但在实践上企业引入战略投资者却呈现出了不同的经济结果，可以认为想要通过引入战略投资者帮助企业，产生积极的经济后果是有条件的。学者们站在多个层面分析了企业引入战略投资者背后的原因以及产生的经济后果，但研究者们大多侧重于某一方面，而没有全方位地分析引入战略投资者对企业整体的影响。本文借助协同效应的框架，分别从财务、企业经营和内部管理等方面论述战略投资者，国药投资对九强生物的影响，为同类型民营企业引入战略投资者提供参考借鉴。

## 1.3 主要研究内容与方法

### 1.3.1 主要研究内容

本文研究主要围绕五个部分展开：

第一部分为绪论。主要介绍本研究的背景、意义，阐述学术界针对本文所研究问题的研究现状，具体说明本文的研究方法，介绍本文的创新点及局限性。

第二部分为战略投资者概述与理论基础。该部分将对战略投资者的相关概念进行界定，并阐述本文所运用到的相关理论以及引入战略投资者经济后果评价方法。

第三部分为九强生物引入战略投资者的案例分析。该部分主要就九强生物引入国药投资的案例背景、案例双方、引入战略投资者的过程进行介绍，

并分析九强生物引入国药投资的主要动因及过程。

第四部分为九强生物引入战略投资者的经济后果分析。该部分将分别从财务指标、EVA 值、渠道建设、企业品牌等方面对九强生物引入战略投资者造成的经济后果进行分析。

第五部分为研究结论与启示。对全文予以总结，根据本次案例研究概括出企业引入战略投资者的一般性规律，为企业引入战略投资者提供相应的建议。

### 1.3.2 研究方法

#### （1）文献研究法

本文查阅了丰富的文献资料，采用的渠道包括谷歌学术、图书馆、中国知网等，在此基础上深入分析经济后果评估、医药行业当中引入战略投资者案例的相关文献，总结并梳理相应的研究思路，最终构建出具体的研究框架。

#### （2）案例研究法

本文将九强生物引入国药投资作为研究案例，对其进行了深入的分析，探讨了九强生物引入投资者国药投资公司的动因及其经济后果，根据研究案例的特殊性，使研究结论向民营企业引入国有战略投资者的一般性延伸，从而为其他民营企业引入国有战略投资者提供建议。

#### （3）比较分析法

在分析九强生物引入国药投资的经济后果时，选择九强生物的竞争对手万孚生物以及体外诊断行业的一般水平为比较对象，通过对比分析得出战略投资者对于九强生物的作用。

#### （4）归纳总结法

本文以九强生物引入国药投资公司作为研究对象，对其战略投资者引入的动因及过程进行归纳总结，并通过横向对比分析九强生物引入国药投资的经济后果，并进行归纳总结，进而得出相关启示，以帮助其他民营企业对战略投资者的引入契机、引入方式以及引入后的资源整合提供经验借鉴。

## 1.4 技术路线

本次研究的技术路线如下图 1-1 所示：

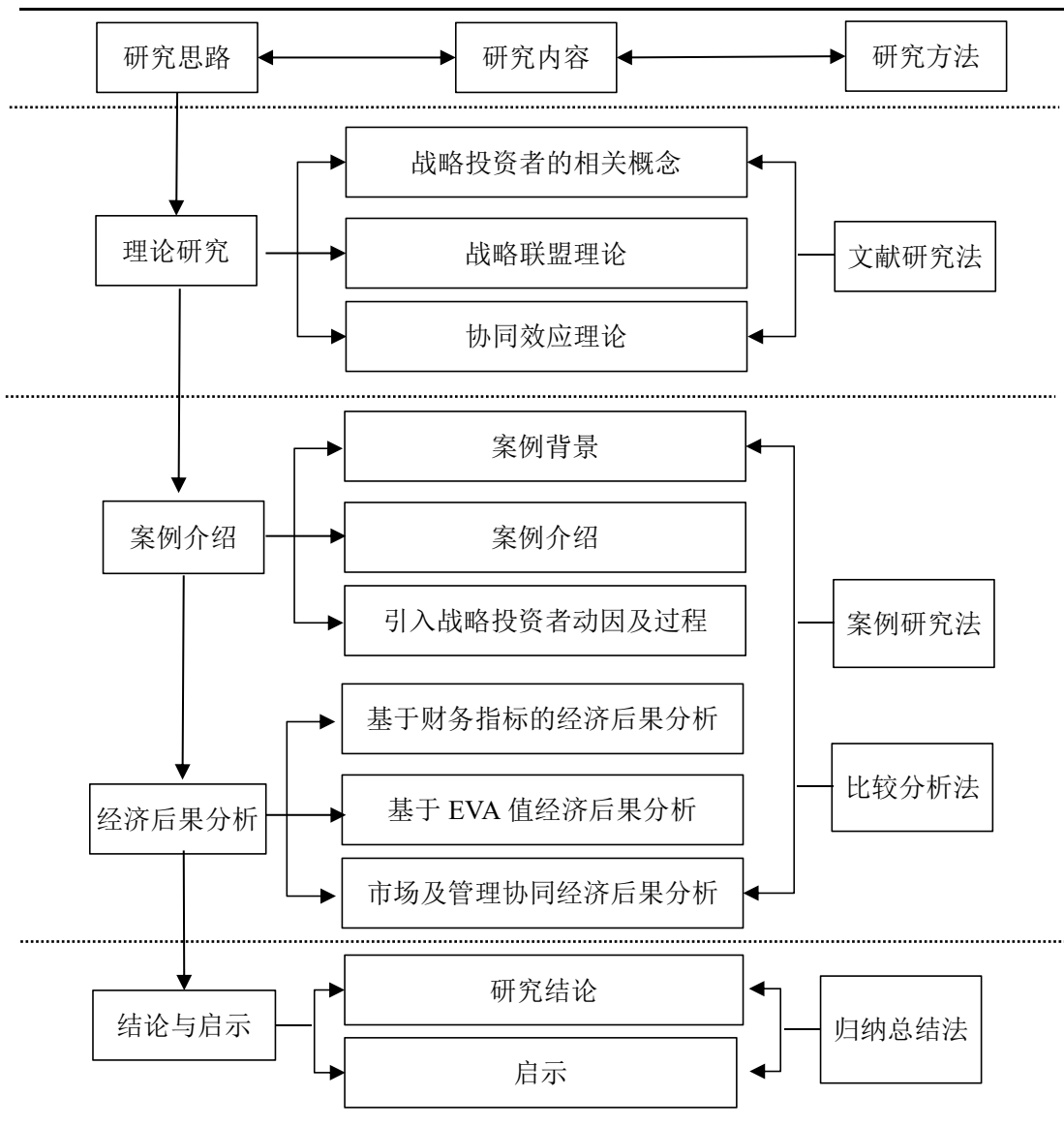


图 1-1 技术路线图

## 1.5 研究创新点和局限性

研究内容是本文主要的创新点，以往研究主要是通过财务指标评价企业



引入战略投资者的后果，但存在多方面的因素会促使企业引入战略投资者，除了财务方面，企业更加注重战略投资者对于企业发展战略的支持作用。所以，在评价引入战略投资者经济后果的过程中，本文从多个角度着手，包括财务、管理效率、产品结构、品牌效应等，对九强生物引入战略投资者取得良好成效的原因进行了探究，这能够为其他企业引入优秀的战略投资者提供更多层面的参考。

但是，受限于研究水平与相关的研究资料，本文仍有一定的局限性存在。例如，2020年，九强生物引入国药投资，相比来说，这一时间距现在比较近，所以，九强生物与国药投资之后进行整合的效果如何还有待时间的检验。此外，战略投资者的引入流程十分复杂，相关人员才会了解到具体的细节，所以，结论可能缺乏一定的全面性。笔者会对案例企业的引入效果进行持续的关注，提高结论的完善程度。目前，学术界针对战略投资的系统性研究并不多，且大多都聚焦于银行业，因此，期望通过对九强生物引入国药投资的研究，进一步地充实有关战略投资者的文献，为其他有战略投资者引入打算的企业提供一些参考。

## 2. 相关概述与理论基础

### 2.1 战略投资者概述

#### 2.1.1 战略投资者的概念

所谓战略投资者，指的是拥有引入方需要的重要战略性资源，可以长期稳定地持有引入方的股份，且持有的股份占引入方总股本的比例较大，同时能够委派人员参与到公司治理的投资者（林艳等，2021；郑春美和吴东昇，2022）。中国证券监督管理委员会于2005年对战略投资者的定义作了更详尽的阐释：战略投资者须持股于A股市场，并且其持股比例应达到符合的长期和中期的战略投资者的标准。在我国的国企改革过程中，战略投资者这一概念的出现频率也越来越高，它们往往拥有雄厚的资本，管理手段比较先进，有着较高的市场占有率。一般情况下，战略投资者具备下述特征：

首先，战略投资者基本上都有足够的战略性资源，这些资源对于企业业务的发展有着显著的促进作用，这里提及的战略性资源主要包括技术资源与市场资源。通过引入战略投资者，企业可以获得先进的核心技术资源，促使自身的创新能力得到提升，推动技术的更新换代，从而实现企业核心竞争优势的巩固与增强；战略投资者的进入也可以给企业带来优质的市场资源，拓宽企业的市场渠道，有助于企业业务范围的扩大，市场资源的获得也是战略投资者有别于财务投资者的重要特征之一（李明敏等，2020）。其次，对于引入方的股份可以长期稳定地持有。投资者长期持有企业股票，意味着投资者比较认可并信任企业的发展潜力，以期通过股票的长期持有获得更多的收益（宋茜，2021）。一方面，在引入战略投资者的过程中，上市企业首先会进行分析与筛选，有针对性地引入战略投资者，并签订相关协议，以期保持

长期合作；另一方面，出于特定的战略性目的，或者对企业未来发展的看好，战略投资者选择进入企业，因而不会像财务投资者一样，当股价大幅上涨时抛售离场。所以，战略投资者对企业股票的持有往往都是长期稳定的。

其次，战略投资者通常有着较大的持股比例，超过公司总股本的 5%。公司经营决策等活动的话语权往往取决于股东的持股比例，战略投资者要想对公司产生影响，就必须拥有较强的话语权。此外，当战略投资者持有的股份足够多时，公司对于战略投资者才会有更高的信任度，认为战略投资者愿意为公司提供长期的资源支持（牛彪和王建新，2022）。

与此同时，战略投资者一般具备参与公司治理的实力与意愿。短期来看，治理结构会对公司的管理效率以及员工的工作积极性产生影响，长期来看，治理结构与公司核心竞争优势的形成息息相关。股价上涨与公司分红是财务投资者获取收益的来说，与之不同，战略投资者会积极参与公司的治理活动，充分监督管理层的行为，提高公司管理机制的科学性，推动管理效率得到提升，从而实现长远的战略利益（Cao Z F 和 Rees W，2020）。当然，战略投资者亦往往拥有良好的市场信誉：一方面，良好的市场声誉有助于引入方企业形象的提升，另一方面，也能大幅增加双方的信任度，推动交易的顺利进行。从某种层面上来讲，战略投资者良好的声誉可以将自身负责任的形象体现出来，使引入方的信任感在无形中大幅增强，有助于双方合作效率的提升。

### 2.1.2 战略投资者的类型

在不同的环境因素影响下，上市企业引入的战略投资者也会有不同的类型。考虑到企业与战略投资者所属行业或者经营业务的关系，国内外学者一般将引入的战略投资者的类型分为竞争型战略投资者、互补型战略投资者及无关型战略投资者三种（盛宇华和祖君，2014）。

#### （1）竞争型战略投资者

一般来说，竞争型战略投资者与企业所处的行业是相同的，这种情况之前常常出现在国内企业引入优质的国外企业，一方面，为了打开另一个国家的市场，国外企业除了设立子公司之外，也会选择参股到当地公司；另一方面，期望利用这一方式，国内企业能够学习到西方企业的技术、经验等，促

使自身的实力得以提升。早期阶段，为了接轨国际准则，很多国内银行就引入了竞争型战略投资者，引入后，国内企业能够学习到先进的管理理念与丰富的经验，从而实现进一步发展。这一类型的战略投资者尽管对企业的成长有一定的帮助，但也可能会给企业带来风险。本质上来说，引入方与被引入方之间存在竞争关系，倘若长期合作实现战略收益不是双方的共同目的，或者相关的战略协议不够完善，那么战略投资者可能不会最大程度地投入优势资源。中资银行当初引入国际投资者后，确实获得了很多经验，然而，也有部分国际投资者在企业上市或禁售期结束后就抛售所持股份。

### （2）互补型战略投资者

一般与企业存在密切的业务联系或双方处于相同行业的上下游。相比而言，互补型战略投资者能够与企业有更加长期稳定的合作关系。首先，由于所处行业不同，投资者与引入方出现业务冲突的可能性是极低的，所以相互争夺市场的问题也不会产生；同时，战略投资者与引入方在业务、资源方面的互补，可以使企业获得优质的销售或采购渠道。互补型战略投资者往往拥有一些企业缺乏的优质资源，能够对企业的短板进行很好的弥补。中国联通引入战略投资者就是其中一个十分典型的案例，双方业务有着较高的关联度，互补性较强，能够将协同效应充分发挥出来，最终的获得的成效也比较明显。所以，互补型战略投资者与企业之间有着密切的利益联系，有助于战略利益的实现，实现双方的共赢。

### （3）无关型战略投资者

通常而言，无关型战略投资者不仅和企业所处的行业不同，且双方之间也不存在业务联系。相比竞争型与互补型战略投资者来说，无关型战略投资者虽然与企业不存在业务联系，无法对企业的业务发展起到直接的作用，但是，该方式仍然是企业的重要选择之一。引入无关型战略投资者后，企业可以持续性地获得发展资金，实现股权结构的优化，此外，还能获得丰富的管理经验，有助于治理结构的改善，促使企业的运营效率得以提升。这类战略投资者往往有着较强的整体实力，可以使企业获得一定的品牌价值，从而实现市场影响力的增强。另外，出于业务转型的考虑，企业也可能引入无关型战略投资者。值得注意的是，在该类战略投资者的引入过程中，要对双方经营理念的一致性进行考察，由于战略投资者对企业所处行业的接触较少，在

经营理念不同的情况下，双方可能会出现一些冲突。例如，上海家化引入战略投资者之后就出现了类似的问题。

### 2.1.3 引入战略投资者的方式

不同行业、不同企业的具体情况是不同的，因此其选择的战略投资者的引入方式也存在一定的差异。目前，上市企业主要通过两种方式引入战略投资者，分别为定向增发和协议转让，这两种方式的优势也各有不同（章卫东等，2020；冯英杰等，2020）。

#### （1）定向增发

所谓定向增发，就是上市企业向符合条件的特定投资增发股票。能够帮助企业获得资金是这一方式的优势，有助于企业股本的扩大，从而使企业抗风险能力出现提升。然而，倘若缺乏有效的监管，定向增发也可能沦为企业股东或高管利益输送的工具，对企业的形象造成严重的负面影响，不但会将负面信息传递到资本市场当中，而且对原股东的持股比例进行了稀释，降低了中小股东的话语权，为大股东侵占中小股东利益的行为提供了便利。

#### （2）协议转让

协议转让是指企业大股东将持有的部分股权转让给战略投资者。一般来说，大股东持有股份过高是采取这一方式的主要原因，尽管属于存量交易，未能给企业带来额外资金，但该方式有着较为简单的交易结构，也不会稀释原股东的持股比例，负面效应较低。协议转让方式在国有企业中有较强的适用性，能够帮助企业实现资金的回收，实现国有资产的保值。

## 2.2 理论基础

### 2.2.1 战略联盟理论

简·霍普兰德与罗杰·奈格尔首次提出了战略联盟概念，在不断地完善后，学术界对其形成了统一的定义，为了实现各自的战略利益，两家或两家以上企业建立的短期或长期合作关系（谭春平和王焯，2017；Sudarman D 等，2021；

马新啸等，2023）。经济全球化与技术的快速发展是这种合作关系产生的背景，为了推动全球市场的拓展，跨国企业会与当地企业建立合作关系，从而实现自身的进一步发展，同时，随着产品的生产、销售、宣传等环节不断细化，单个公司完全兼顾各方面的难度越来越大，建立战略联盟无疑是一个较好的选择。尽管这种合作关系的建立有着明确的战略意图，但双方并非存在稳定不变的关系。

一般来说，战略联盟主要有五种形式。第一，合资企业。合作双方共同出资组建一家新企业，收益与风险由双方共同承担。这是一种较为普遍的战略联盟模式，早期阶段，国内汽车企业常常通过这种方式与国际知名国企达成战略联盟，中方提供资金，技术则由外方提供，从而组建合资企业，例如北京现代、一汽大众等。第二，贴牌生产。如果一方的品牌影响力非常强大，但其没有足够的生产能力，无法使市场需求得到满足，另一方有着充足或者闲置的生产能力时，就可以采用这一模式，品牌方的生产风险大幅降低，而生产方闲置的生产力也得到了充分的利用。例如耐克公司与苹果公司，研发设计都是二者的重点，耐克公司的多家代工厂在中国，而富士康则是苹果产品的贴牌生产。第三，交叉持股。通过交叉持股，参与各方的联系更为紧密，减少了同行业企业间的内耗，能够最大程度地实现企业效益。例如丰田与马自达间战略联盟的形成就是采用了这一模式。第四，特许经营。签订相关协议后，被授予方能够使用授予方的部分经营资源，例如技术、商标等，从而实现品牌的成功推广。特许经营最成功的一家企业就是麦当劳。第五，研发协议。对各方资源进行汇集，共同研发，从而实现研发费用的降低，使协议各方的研发成功率得以提高。例如百度与德国大陆集团，双方采用这一模式达成了战略合作，共同研发无人驾驶技术。

### 2.2.2 协同效应理论

协同效应理论的提出者是赫尔曼·哈肯，也被叫做增效效应。协同效应又被分成内部协同与外部协同。内部协同就是企业对相同的资源进行充分利用，从而在多个经营环节形成的整体效益。而外部协同则是通过并购或相互合作，深度整合各方资源后，提高企业竞争力的效应。协同效应能够使企业的生产

效率有所提升，降低单位产品的成本，帮助企业获得更多的利润，从而实现了竞争优势的增强，达到一加一大于二的效果（Weston J F, 2001；韩忠雪和张玲，2022）。通常来说，主要有三种类型的协同效应：

#### （1）经营协同效应

经营协同效应的实现能够进一步提高企业的经营效率。横向协同就是其中的一种表现。如果两家企业的规模或产品相同，就可以利用相互间的协同作用，降低生产成本，促使规模经济效应得以实现（王淳祥，2020）。经营协同效应常见于汽车行业，通过相互合作，两家车企使产量得到了扩大，有效减少了单个产品的成本，提高了利润空间。例如滴滴与快的合并后，烧钱大战的恶性竞争得到了有效地避免，显著降低了成本，在整合相关人员后，滴滴获得了更大的发展，逐渐成为了出行领域的龙头。纵向协同是另一种表现。同一行业上下游的企业建立合作关系后，流通环节将会有所减少，降低企业的成本，实现市场的进一步开拓。

#### （2）管理协同效应

管理协同效应指的是双方通过相互合作提高了各自的管理效率，从而实现了经济效益的增加。一般来说，当两家管理效率不同的公司进行合作或并购时，这一效应才会产生，通过高效率公司的协助，低效率公司的管理效率将会有一定程度的提高（Jaron A, 2013；胡海青等，2016）。该效应可以通过三个方面得到表现：其一，有助于管理成本的降低。例如，合并后，同一部门将管理众多类似业务，对费用进行分摊。其二，提高管理效率。如果一方的管理能力较强，进入另一方管理层后，可以提高管理效率，其三：提高管理资源的利用效率。并购后，闲置的管理资源也会得到更加充分的利用，从而使管理水平得到提升。

#### （3）财务协同效应

双方通过协同作用对财务产生的效果就是财务协同效应（王蓓蕾，2018），具体表现为：首先，利用定向增发，企业会获得更多的资金，高回报项目能够有更多的资源投入，使企业的盈利能力得以提升。其次，实现了企业股权结构的优化，缓解了企业的债务压力，显著增强了偿债能力。另外，引入投资者后，随着被投资企业实力的增强，市场对于企业的评级也会更高，降低了企业的筹资难度，同时筹资成本也会有所减少，有助于企业利润的增加。

## 2.3 引入战略投资者经济后果评价方法

为了对引入战略投资者给企业带来的经济后果进行定量研究，研究者们开发了多种经济后果的评价方式，总的来说，根据影响时间可以分为短期、中期、长期等不同的经济后果评价方式。

### 2.3.1 短期经济后果的评价

引入战略投资者短期的经济后果可以使用信号传递理论解释，当企业公布引入战略投资者后会使得证券市场对企业的发展前景形成新的判断，从而造成了股价的波动，对投资者持有股权的账面价值产生影响（Robiyanto 等，2022）。所以，采用事件分析法，对窗口期内股价的变动进行计算，分析事件对于企业价值的冲击（Zulfikar, 2019）。杨万寿（2020）便使用事件研究法对企业股价受混合所有制改革的短期冲击进行了研究，证明了混合所有制改革对企业效益的正面作用。

事件研究法能够显示出引入战略投资者这一特殊事件对企业股价的影响，反映了资本市场对于企业引入战略投资者的评价结果。但由于股价变动受到了多因素影响，而且资本市场本身存在非理性因素，短期的股价变动难以准确衡量引入战略投资者对企业的经济影响，还需要结合其他方法共同对企业引入战略投资者的经济后果进行评价。

### 2.3.2 中期经济后果的评价

引入战略投资者中期经济后果的评价方式则相对较多，较为常见的是使用财务指标评价经济后果。

在对引入战略投资者经济后果进行衡量的过程中，可以选择单一的财务指标，例如，张红梅（2020）研究了美的集团引入小米集团的经济后果，使用了 ROE 指标描述引入战略投资者后美的集团财务状况的变动。也可以使用多项财务指标对其进行研究，国内学者大多是基于盈利能力、偿债能力、营运能力、发展能力四个层面利用多个指标对引入战略投资者后企业财务状况



的变动予以描述（程凯虹，2021）。

除了财务指标之外，也有许多研究使用非财务指标评价引入战略投资者的中期经济后果，例如在山西汾酒的案例当中，企业引入战略投资者的主要目的是通过混合所有制改革，使国企的治理结构得到一定的完善，实现公司化的运营方式，所以王蕾和贾颖（2022）重点从企业治理结构的角度分析引入战略投资者前后的企业变动。李佳（2020）则分别从市场反应、企业管理效率、企业财务三个方面分析引入战略投资者后的企业变动，从而更为全面地评价引入战略投资者后，企业变化是否与预期相符。

### 2.3.3 长期经济后果的评价

在引入战略投资者的长期经济后果评价方面，EVA模型是一种较为有效的评价方式。EVA全称为Economic Value Added，翻译为经济增加值，描述了企业扣除全部资本成本后所取得的经营收益，在计算企业的资本成本时，EVA模型既考虑了企业的债务成本，同时也考虑了权益资本的机会成本，其最终计算的EVA值能够更为客观地反映企业的真实业绩。如果企业期望获得长远发展，那么改善财务状况并不是引入战略投资者的主要目的，更重要的是利用战略投资者，实现核心优势的增强，帮助企业获得持续的发展，使用EVA模型能够更好地反映出企业的长期价值。陆正华和黄玮（2020）便使用了EVA模型分析了九龙仓投资绿城前后企业EVA值的变动，从而论证绿城引入战略投资者的有效性。

## 3. 九强生物引入战略投资者的案例分析

### 3.1 案例背景

九强生物属于医药行业，企业在发展中也非常容易受到行业的影响，因此医药行业的总体状况一定程度上影响了九强生物引入战略投资者的决策。

#### 3.1.1 医药行业发展现状

在 2009 年时国家提出了医疗体制改革，其中便包含了药品生产流通体系的改革，在未来政府会扩大对医疗卫生领域的投入，并持续推进医药招标采购范围，让公民获得更为全面优质的医疗保障。随着医疗体制改革的深入，医药行业受政府的影响不断增强，医药企业对于政府客户的议价能力持续下滑，如果医药企业不能够降低产品成本，推进医药产品创新，便很容易在未来激烈的同业竞争中陷入劣势，甚至会因为失去客户而陷入亏损破产当中。为了应对政府全民医保、带量采购等新政策环境，抓住外部机遇获得新的增长，医药企业也需要扩大经营规模，提升自身的技术研发能力。根据国家统计局资料，2013 年到 2021 年间医药制造行业的营业收入与利润状况如图 3-1 所示。

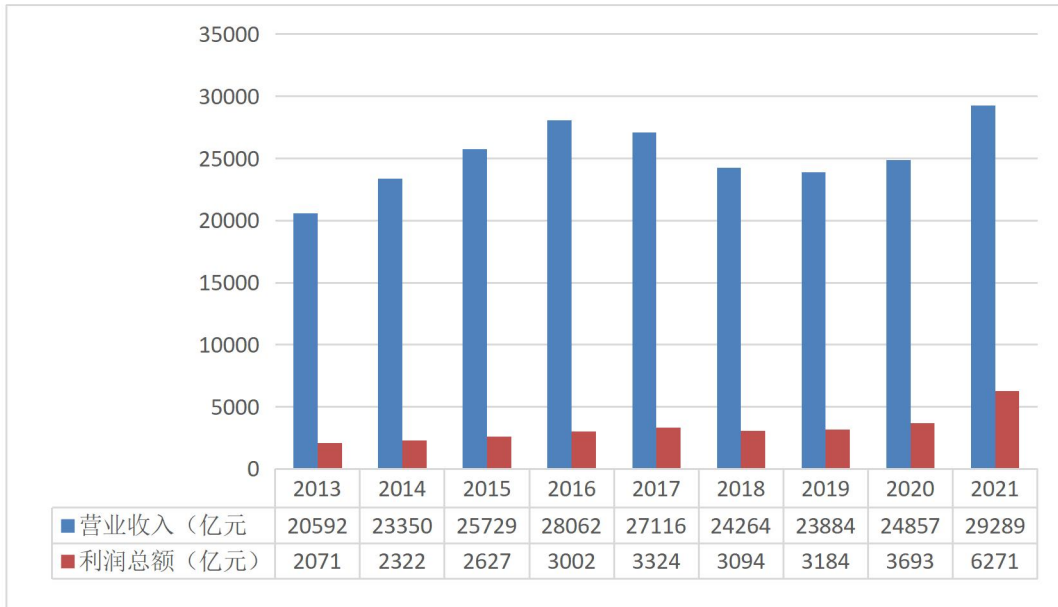


图 3-1 2013 年到 2021 年医药制造业的营业收入和利润状况

数据来源：国家统计局官方网站

通过上图 3-1 可以发现在 2016 年之后医药制造行业的营业收入便逐渐下降，在 2020 年及 2021 年新冠疫情时期，医药制造行业的营业收入也没有超过 2016 年，原因在于国家对药品的集中采购使价格出现了降低。在利润方面，2017 年后医药行业的利润状况逐年下滑，在 2020 年以及 2021 年医药行业受益于新冠疫情利润出现了一定的上浮。

其次，医药制造行业规模以上的企业数量如图 3-2 所示，可以发现在 2017 年之前规模以上医药企业的数量整体波动幅度较小，趋于稳定，且受政策控制和行业严格监管的影响，因此部分研发能力较弱的中小型医药制造企业逐渐退出市场，且随着政府药品集采规模上升，政府掌握了越来越大的药品需求，不能够进入国家集采范围的医药企业将面临市场需求不足的问题，这也导致其他领域的投资者进入医药行业的积极性有所下滑，所以，我国医药制造业在 2019 年及以前规模以上企业数量有一定程度的降低。伴随着 2020 年新冠疫情的爆发，市场迫切需要大量药品和疫苗研发，企业数量开始增长，在 2020 年开始我国医药制造业规模呈现出显著上升趋势。

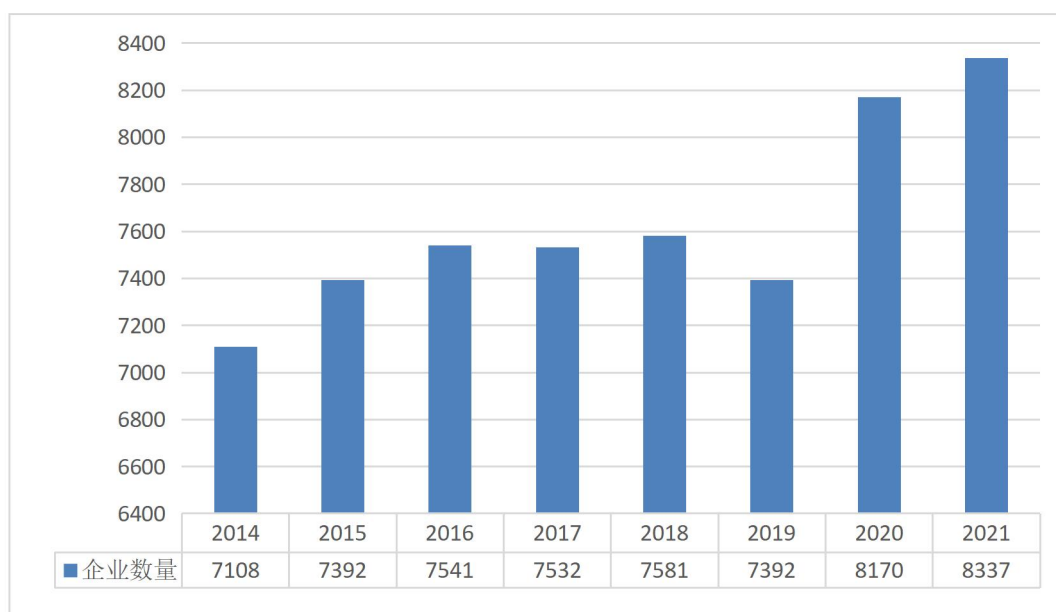


图 3-2 2014~2021 年医药制造业规模以上企业数量

数据来源：国家统计局官方网站

国家医疗体制改革对医药行业的发展形成了深远的影响，药品集采规模的扩大，政府开始逐渐主导药品市场需求。谭清立等（2020）的研究发现，政府的药品带量采购政策对医药企业的销售额形成冲击，提升生产工艺降低成本、发展特色药品，促使利润得以提升成为了企业的重要转型方向。企业并购可以在短期范围内实现生产经营规模的扩大，从而形成规模经济，促使产品成本得到降低；同时，如果企业能够并购存在技术优势的医药企业，则可以通过技术和工艺的进步，发展出更多的特色药品，支持医药企业利润的增长。因而企业并购成为了医药企业转型发展的重要方式。

### 3.1.2 行业引入战略投资者概况

医药行业分为很多细分行业，包括化学制药、医疗器械、医药外包行业等九个领域。而九强生物所处的行业为医药行业下属的医疗器械分类中的体外诊断细分行业，对该行业进行细分，可以分为生化诊断、免疫诊断、分子诊断等 5 类，生化诊断是九强生物主要的产品领域。上世纪初，国内的体外诊断领域主要被大型医疗公司垄断，随着国内医药公司的发展，国内企业在进入门槛相对较低的深化诊断领域获得了较为快速的发展，截至 2021 年底，

内资企业在生化诊断领域的市场占比已经达到 67%，利德曼公司、科华生物、迈克生物、九强生物是该领域的佼佼者。表 3-1 具体展示了 2014 年以来体外诊断行业内企业引入战略投资者案例情况。

**表 3-1 体外诊断医药企业引入战略投资者案例**

企业名称	引入时间	引入方式	战略投资者名称	引入目的
科华生物	2014.1	非公开发行股份	德国 LAL 公司	扩充公司资本实力准备海外并购，开拓销售渠道
金域医学	2020.4	非公开发行股份	先进制造产业投资基金	拓展营销渠道，提升品牌效应
九强生物	2020.7	非公开发行股票	国药投资	拓宽营销渠道和产品线，并购迈新生物公司
迪安诊断	2021.1	增资扩股	高瓴悠恒、德福悦安等三家股权投资公司	扩大规模，推动子公司上市

数据来源：根据网站搜索资料整理所得

表 3-1 显示，即使在医药行业的体外诊断细分领域，企业引入战略投资者也是一种较为常见的现象。医药企业的产品需要随着时间的推移进行更新换代，这也决定了医药企业需要持续进行技术更新和设备更新，才能够保持医药企业具有长期竞争力。而医药研发和销售渠道扩张都需要足够的资金支持，为了一定程度降低资金成本，同时获得更多外界帮助，医药公司需要引入优秀的战略投资者，助力企业的健康发展，推动企业战略的进一步落实。

## 3.2 案例企业简介

### 3.2.1 九强生物概况

九强生物的全称为北京九强生物技术股份有限公司，最早成立于 2001 年 3 月底，注册资金高达 5.89 亿元。企业成立之初九强生物主要从事临床体外诊断试剂的生产与销售，在 2002 年九强生物推出了自有品牌金斯尔系列生化试剂，之后，便一直在体外诊断试剂领域扩张和发展。在 2008 年至 2014 年期间，九强生物开始进入了快速发展阶段，实现酶化法钾钠试剂盒、金斯尔

校准血清等多项自主产品研发，并承担了国家的部分火炬计划项目、八六三计划项目，也在 2014 年入榜非上市公司“中国福布斯最具潜力企业”，并在 2014 年于深交所上市。之后九强生物积极推进体外诊断试剂的自主研发，也积极与国内外知名机构联合研发新产品，同时也利用上市资金的优势并购部分优质企业，不断完善自身的产品体系，新式的血型检测产品、MDC3000 型全自动血凝仪受到市场欢迎，也推动了九强生物营收和利润水平的不断增长。

目前国内有多家从事体外诊断产业的优秀企业，例如，安旭生物（688075）——在 POCT 国际市场可以和跨国体外诊断行业巨头竞争的中国体外诊断产品供应商之一；热景生物（688068）——主要业务为体外诊断试剂及仪器的研发、生产及销售的生物高新技术企业；奥泰生物（688606）——是快速诊断试剂领域重要的体外诊断产品提供商之一；明德生物（002932）——国内领先的 POCT 产品供应商。硕世生物（688399）——专注于体外诊断产品的高新技术企业。不难发现，上述体外诊断优秀企业主要集中在免疫诊断领域，而九强生物的主营业务则是生化诊断领域，在体外诊断中的生化诊断细分领域中九强生物常年居于前三位，企业不仅集研发、生产和销售于一体，而且拥有血凝检测系统、生化检测系统、病理检测系统、血型检测系统和 POCT 检测系统（新型冠状病毒抗原自测试剂盒），是国内较为知名的生化诊断细分领域龙头企业，在体外诊断中的生化诊断细分领域具有一定的代表性。

在公司发展战略方面，九强生物强调研发驱动和产品驱动，希望能够凭借高水平的体外诊断产品，功能强大的体外诊断检测平台，为客户提供多元化高水平的临床诊断解决方案，从而在市场竞争中获得优势。因此九强生物也一直强调产品研发和质量管理，在 2013 年九强生物便提出了对外合作策略——“与巨人同行”，与知名药企建立战略合作关系，联合开发优质的体外诊断产品，并学习优秀医药企业的服务管理，提升自身的技术服务团队。截止到 2019 年底，九强生物已经在我国体外诊断行业拥有了较高的知名度。

关于企业业绩，从 2014 年上市到 2019 年底企业的营业收入从 5.08 亿元增长至 8.41 亿元，年复合增长率 10.61%，归属净利润从 2014 年 2.11 亿元增长至 2019 年 3.32 亿元，年复合增长率 9.49%，均表现出了良好的增长态势。但是九强生物的业绩增长也存在部分隐忧，早期体外诊断的试剂受国外专利保护较为严重，国内企业难以绕开专利，因此参与该行业的企业数量相对较

少。而随着国内医药企业研发能力的进步以及国外专利保护到期，越来越多的企业开始参与到体外诊断试剂行业当中，例如科华生物、达安基因、迈瑞医疗等知名生物医药企业都开始进入该行业，市场竞争也在不断加剧，在 2016 年后九强生物的营收和利润增长相比过去有所放缓。

### 3.2.2 国药投资概况

国药投资全名为中国医药投资有限公司，是国药集团旗下的全资子公司，主要业务是以医药行业为中心，开展一系列金融服务，例如资金融通、股权投资等。医药健康行业存在较高的技术门槛，一般的金融机构对于医药行业的发展特点、研发特点、投融资需求等，了解不够深刻，更为需要专业的金融投资者为其提供支持。而国药投资则是专门的医药健康领域的金融投资机构，更加了解医药企业的金融需求，能够为其提供专业的金融服务，在医药行业的金融服务方面独具优势。另外国药投资一定程度上能够调用国药集团的医药产业链平台资源，能够为合作对象和主要客户提供在信息、中介、管理、产业布局等多方面的支持，从而使国药投资与客户的金融合作发展为一种更为亲密的战略合作关系。

2010 年国药集团成立了专门的投资部门也是国药投资的前身，积极开展医药行业的金融业务，包括为国药集团收购山西威奇达、新疆制药、青海制药等知名公司，2016 年后国药投资从国药集团中独立出来，专门从事医药领域的企业投资业务，投资的维亚生物、海尔生物均已经实现上市，其管理的资产规模已经超过 200 亿元，未来也会坚持“做专业的医药大健康产业投融资公司”战略定位，并力图发展为国内领先并具有国际竞争力的医药产业投融资公司。

## 3.3 九强生物引入战略投资者的动因分析

### 3.3.1 应对快速增长的资金需求

2011 年至 2020 年间全国的体外诊断市场规模增长状况如图 3-3 所示，能

够发现国内的体外诊断市场规模，总体表现出了快速增长的趋势，即使在相对较慢的 2012 年增速也达到了 15.7%。从 2012 年到 2021 年的 10 年间，体外诊断市场规模从 177 亿元增长至 1243 亿元，预计未来几年体外诊断市场将仍然继续保持增长，2022 年，我国体外诊断市场将达到 1460 亿元的市场规模，到 2024 年，将达到 2000 亿元的市场规模。国内的老齡化加剧，资本的介入，居民健康意识的提高，这些都是给体外诊断市场注入的强心剂。

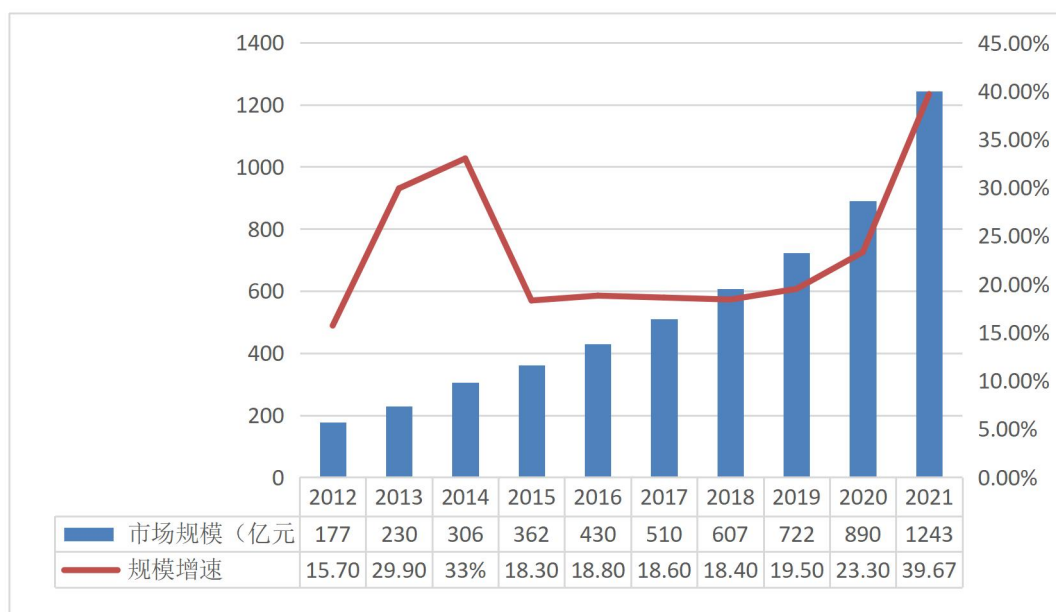


图 3-3 2011~2020 年中国体外诊断市场规模变动

资料来源：智研咨询

为了不断满足市场快速增长的需求，九强生物需要扩大研发和生产规模，向市场提供更多优质的产品和服务。扩大经营规模的方式有很多种包括企业并购、扩大生产投资、扩建营销渠道等，但这些都离不开大量的资金支持。截止到 2019 年底九强生物的资金储备仍然相对薄弱，持有货币资金仅为 2.26 亿元，从后续九强生物并购迈新生物的实践来看，九强生物需要融资 20 亿元，仅靠企业内部融资远远难以满足企业扩张的资金需求。九强生物主要有两种融资方式，一是通过银行借贷获取大笔的资金，从而实现企业扩张。从银行借贷 20 亿元按照 5% 的借贷成本计算，每年九强生物需要支付 1 亿元的利息，而九强生物在 2019 年的归属净利润仅为 3.32 亿元，银行借贷会使九强生物背负较高的利息成本，给企业带来额外的经营压力。九强生物也可以选择证劵市场进行股权融资，但如果引入过于强势的投资者，可能会大大影响九强



生物原有的治理结构，导致九强生物内部的决策混乱。因此九强生物本身便有选择股权投资者进行股权融资的倾向。

### 3.3.2 应对不断激烈的行业竞争

体外诊断市场规模在不断扩张，也刺激着行业内企业数量及规模的增长，体外诊断市场的竞争也在日益激烈，主要体现在两个方面。

第一，体外诊断市场内的企业数量呈现出了快速增长的趋势。2015年时Kalorama咨询公司对中国体外诊断的市场进行了广泛调研，当时中国的体外诊断企业共有600家，2018年，这一数量已经达到了1000家，可以看出，市场规模的增长速度远低于企业数量的增长速度，快速提升了医药制造行业的市场竞争激烈程度。

第二，综合实力相对强劲的竞争对手正在快速成长。国内的万泰生物、万孚生物、基蛋生物、东方生物、圣湘生物都是国内从事体外诊断产品研发与销售的上市公司，其中有三家为2020年上市。说明越来越多实力强劲的体外诊断公司谋求上市，以期通过资本市场实现更大的发展。这些新进竞争者研发生产能力强、融资便利，对九强生物而言构成了直接竞争。

除此之外，以赫芬达尔—赫希曼指数（HHI指数）对医药制造行业的产业集中度进行测算。HHI指数主要用于市场份额变化的计量，指的是各竞争主体总资产百分比或行业总收入的平方和，也就是市场中厂商规模的离散度。在产业市场测量指标中，赫芬达尔指数是比较好的一个，受到了学术界与政府管制部门的广泛使用。HHI值越大，表明市场集中度越高。其具体测算中需要首先获取竞争对手的市场占有率，对于过小的竞争对手可以选择忽略，对市场占有率进行平方，最后累加得到的平方值。具体计算步骤如下：

$$HHI = \sum_{i=1}^N (X_i / X)^2 = \sum_{i=1}^N S_i^2 \quad (\text{公式 3-1})$$

上式中， $X$ 表示市场的总规模； $X_i$ 表示*i*企业的规模； $S_i = X_i / X$ 表示第*i*个企业的市场占有率； $n$ 表示该产业内的企业数。现阶段学术界对于企业所占行业市场份额的计算方式主要有如下四类：

HHI\_A 利用单个公司主营业务收入计算其所占行业市场份额。其中， $X_i$

是单个公司的主营业务收入， $x$  是该公司所处行业的主营业务收入， $(x_i/x)$  即为该公司市场份额。即行业内单个公司的营业收入与行业总营业收入比值的平方累加。

HHI\_B 对于市场份额的计算是通过单个公司所有者权益的账面价值进行的。其中， $x_i$  是单个公司所有者权益的账面价值， $x$  是该公司所属行业的所有者权益的账面价值， $(x_i/x)$  即为该公司的行业市场份额。（所有者权益的账面价值取资产负债表中的“所有者权益合计”）。即为行业内的单个公司的所有者权益合计与行业内所有者权益合计比值的平方累加。

HHI\_C 通过单个公司总资产对其行业市场份额进行计算。其中， $x_i$  是单个公司的总资产， $x$  为该公司所属行业的总资产， $(x_i/x)$  即为该公司行业市场份额。即为行业内的每家公司的总资产与行业总资产合计的比值的平方累加。

HHI\_D 利用单个公司营业收入对行业市场份额进行计算。其中， $x_i$  是单个公司的营业收入， $x$  是该公司所属行业的营业收入合计， $(x_i/x)$  即为该公司的行业市场份额。即为行业内单个公司的营业收入与行业营业收入比值的平方累加。

本文利用上述公式及不同的计算方式对 2012 年至 2021 年近十年的医药制造业的行业集中度 HHI 指数进行测算，并将计算结果统计如下。

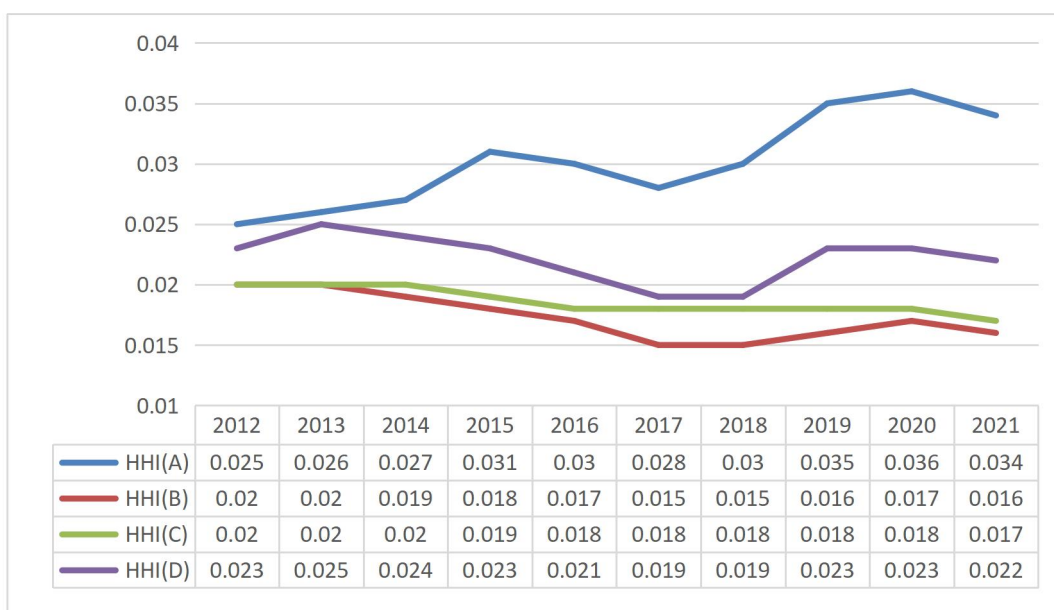


图 3-4 2012 年-2021 年医药制造业 HHI 指数

数据来源：根据公式计算整理

通过上图可以发现，我国医药制造业的 HHI 指数整体呈波动式变化，虽然在 2017 年及 2018 年有所下滑，但在 2019 年开始又呈现反弹，行业集中度加高。大量的中小企业进入体医药制造行业及体外诊断市场，他们凭借价格优势与九强生物的中低端产品形成竞争，而部分实力强劲的竞争对手也积极上市，借助资本市场力量扩大生产研发规模，与九强生物的中高端产品产生直接竞争。九强生物面临的行业竞争愈发激烈，需要及早采取措施提升自身竞争力。引入实力强劲的战略投资者，为企业发展带来资金、技术、渠道等方面的支持，提升企业的市场竞争力，是九强生物应对行业竞争的有效手段。

### 3.3.3 实施增长型发展战略的客观需求

在 2019 年九强生物提出了公司发展的三年目标，即巩固公司在体外诊断，尤其是生化诊断试剂领域的龙头地位，并进一步提升产品的国内占有率。在此基础上进一步强化企业的研发创新能力。另外九强生物还提出了为了完成企业发展目标所实施的手段，即通过并购的方式完善九强生物在体外诊断领域的产品体系，推进公司成为体外诊断全产品线的供应商<sup>1</sup>。可以发现九强生物提出了增长性的发展战略，并试图通过企业并购的方式推动企业规模增长和企业产品体系的完善。但企业并购需要大量的资金支持，仅通过自有资金，九强生物并购的资金需求无法得到满足，所以引入战略投资者进行股权融资推进企业并购成为了九强生物现实的选择。

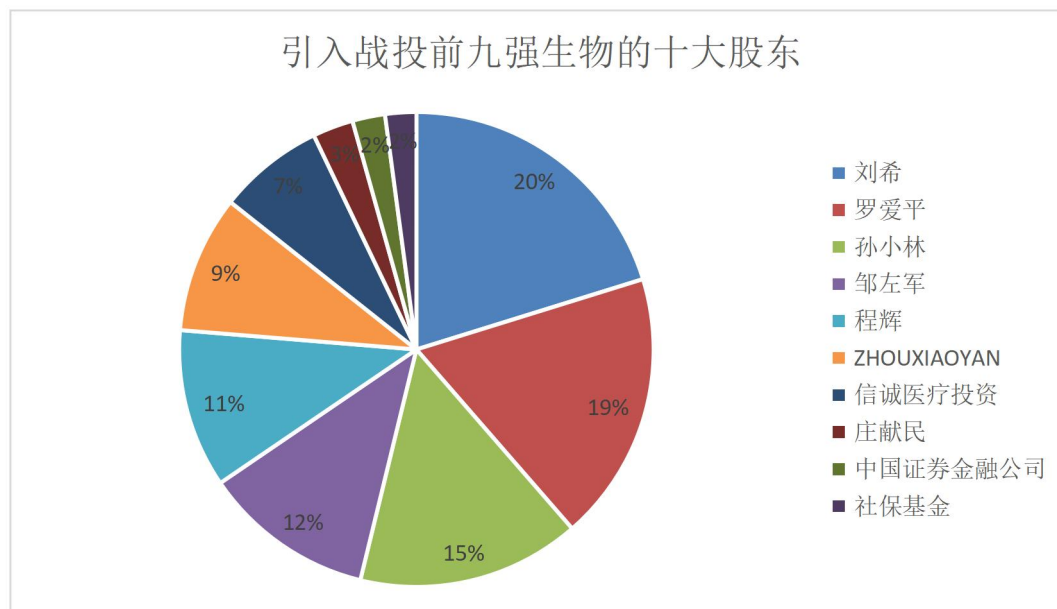
九强生物进行股权融资主要面临两个阻碍：第一，九强生物的股权结构相对分散，如表 3-3 所示，持股最高的股东为自然人刘希持股，比例仅为 13.35%，大股东对于公司的控制力相对较少。如果引入作风过于强势的战略投资者成为大股东，则可能会因为新大股东的风格问题与原有的股东形成冲突，不利于九强生物的公司治理。第二，九强生物对战略投资者有着较高的要求。北京引入战略投资者不仅仅是为了满足自身的资金需求，更希望借助引入战略投资者推进自身产品体系、研发体系和销售体系的进步。2020 年时受新冠疫情影响，国内医药企业的市场估值进入牛市，从市场交易的角度，九强生物需要花费较高的代价才能够获得目标公司的股权。但如果战略投资者作为

---

<sup>1</sup> 资料源于 2019 年九强生物公司的年度财务报表

中间方从中撮合，可能更有利于九强生物实现对目标企业迈新生物的并购。

结合以上分析，九强生物需要引入资本实力较为雄厚，同时在医药行业具有较高影响力和声望的战略投资者，才能够帮助九强生物更好地实现其发展战略。最终九强生物选择了国药集团旗下的投资公司国药投资为战略投资者。



资料来源：九强生物 2019 年上市公司财务报表

图 3-5 引入战投前九强生物的十大股东

### 3.4 九强生物引入战略投资者的过程

交易双方于 2019 年 12 月 9 日签署《北京九强生物技术股份有限公司与中国医药投资有限公司关于非公开发行 A 股股票的股份认购协议》，本次非公开发行股数不超过 100,357,588 股，国药投资拟通过现金的方式进行认购。根据本次发行的股份数量上限进行测算，完成非公开发行后，上市公司总股本为 602,145,531 股，通过认购，国药投资持有股份 100,357,588 股，占总股本的 16.67%。

截至 2020 年 6 月 30 日，九强生物前五大股东持股情况如表 3-2 所示。

表 3-2 九强生物引入国药投资前后的股权结构

股东名称	引入国药投资后			引入国药投资前		
	持股数量	持股比例	排名	持股数量	持股比例	排名
国药投资	8721	14.81%	1	--	--	--
刘希	6701	11.38%	2	6701	13.35%	1
罗爱平	6090	10.34%	3	6090	12.14%	2
孙小林	5039	8.56%	4	5039	10.04%	3
邹左军	3876	6.58%	5	3876	7.72%	4

资料来源：九强生物 2019 年上市公司财务报表

国药投资参与本次非公开发行为上市公司与潜在持有上市公司 5%以上股份的股东之间的交易，构成关联交易。国药投资在公告中明确表示，公司与九强生物不存在相同或类似的业务，因此，本次非公开发行后，同业竞争问题是不会在双方之间产生的。为此，国药投资专门出具了在公告中，《关于与上市公司避免同业竞争的承诺函》，对未来可能出现的同业竞争予以避免。

2019 年 8 月 22 日，九强生物发布了《关于拟筹划重大资产重组的提示性公告》，对引入国药投资后的经济活动做了明确，表示双方将共同出资收购福州迈新生物技术开发有限公司（以下简称“迈新生物”），作为我国肿瘤病理免疫组化诊断试剂的领先者，迈新生物一直深耕于肿瘤诊断领域。因此，收购迈新生物能够帮助九强生物实现新领域的布局。借助于国药投资各个方面的支持，九强生物对于迈新生物的收购计划已经成功实现。第一次 23%的股权过户于 2020 年 9 月 15 日完成，同年，第二次 42.55%的股权过户于 9 月 30 日完成，相关工商变更手续已经完成，迈新生物正式成为企业的控股子公司。

2021 年 2 月 10 日，九强生物、国药投资与南京金斯瑞诊断技术有限公司（以下简称“金斯瑞”）成功签订了三方框架战略协议。在医疗器械领域，金斯瑞的资源十分丰富，这一框架协议达成后，金斯瑞与九强生物实现了战略性合作关系的建立，通过资源优势的互补，进一步促进相关产品的产业化发展，充分发挥协同效应，使企业获得更多的商业价值，实现双方的共赢。

## 4. 九强生物引入战略投资者的经济后果

协同效应理论能够较好地解释企业引入战略投资者后，双方通过友好的协作发挥出更好的作用，因此本文参考协同效应理论，分别从财务协同效应、市场协同效应和管理协同效应三个方面。在财务协同效应方面主要采用财务指标和 EVA 模型描述九强生物引入战略投资者后的中期和长期经济后果，在市场协同效应方面主要从产品结构、市场份额、企业品牌 3 个方面描述九强生物引入战略投资者后的经济后果，在管理协同效应方面主要使用管理费用和销售费用变动描述引入战略投资者后的经济后果。

### 4.1 基于财务指标的经济后果分析

参考张红梅（2020）、黄玲（2020）在企业引入战略投资者经济后果的财务方面评价方式，本文分别从企业的盈利能力、偿债能力、营运能力和发展能力 4 个方面分析九强生物引入国药投资后的经济后果。为了能够客观展示九强生物引入国家投资后财务状况的变动，本文引入医药制造业行业均值进行横向对比。其次，九强生物的产品主要集中在体外诊断的生化诊断方面，最主要的竞争对手是迈克生物和利德曼，三家企业的平台特点、产品定位都有较高的相似性，其中迈克生物的市值水平与九强生物相当，因此本文选择迈克生物作为九强生物的横向比较对象。迈克生物的营收规模明显高于九强生物，为了实现两家公司财务状况的有效比较，本文主要使用财务比率指标描述两家公司在 2017 年到 2021 年间的财务状况变动。

#### 4.1.1 盈利能力分析

企业通过现有资产进行利润创造的水平可以通过盈利能力反映出来，盈利能力越好，意味着企业可以创造更高的股东收益。本部分内容将从九强生

物引入国药战略投资者后与自身的对比，同时选取迈克生物及医药制造行业均值指标，分析其引入战略投资者后对盈利能力的影响。第一部分，基于营收规模、主营业务利润水平提升的维度对九强生物引入战略投资者后进行纵向对比，因此该部采用的指标是营业收入，和营业利润。第二部分，对九强生物引入战略投资者后的盈利能力变化进行横向对比，选择的分析指标为净利率与总资产报酬率。

### （1）纵向对比

**表 4-1 九强生物 2017~2021 营业收入 单位：万元**

指标/年度	2017	2018	2019	2020	2021
营业收入	69427.74	77417.82	84086.17	84811.85	159938.44
同比	-	11.51%	8.61%	0.86%	88.58%

数据来源：choice 数据库

2019年8月22日九强生物公布的与国药联合收购福州迈新生物已经暗示了将有更深层次的合作（成为战略投资者），这实际上可以视作战略合作的第1波。2020年7月国药正式成为九强生物最大股东，战略投资者的身份下不过半月、2021年8月3日，国药将自己持有的30%迈新股份卖给九强生物。

迈新生物是国内较早一批集病理诊断试剂和自动化染色仪器的研发、生产、销售以及临床病理检测服务为一体的生物医药高新技术企业。迈新生物主要产品包括免疫组化染色试剂、仪器以及相关配套试剂和耗材，产品主要用于临床诊断，服务于病理科日常诊断工作。2019年的实施重大资产收购时，迈新生物原股东承诺2020年和2021年迈新生物的净利润将分别不低于1.43亿元、2亿元，合计不低于3.43亿元。实际上2020年迈新生物实现营业收入4.73亿元，净利润1.54亿元。2021年1~6月，迈新生物营业收入和净利润2.95亿元、1.25亿元。其中，迈新生物的收入占上市公司（九强生物）当期营收的比例为36.5%，且其净利润水平已经接近去年全年。

由上表4-1可知，2021年在引入国药作为战略投资者后，在其资金的支持下，迈新生物正式并表九强生物，营业收入当年高达15.99亿元，占过去4年2017年到2020年营业收入的50.66%，营收规模、市场份额提升极为明显。可以说从第1轮的战略合作到国药成为战略投资者，其成就九强生物做大做强的初衷从未改变，九强生物也从这次引入战略投资者中，得到了切实利益。

表 4-2 九强生物 2017~2021 营业利润和毛利率

指标/年度	2017	2018	2019	2020	2021
营业利润（万元）	32362.32	34727.67	37775.35	15304.53	53587.33
同比	-	7.31%	8.78%	-59.49%	250.14%
毛利率	72.04	68.71	68.77	61.49	72.07
同比	-	-4.62%	0.09%	-10.59%	17.21%

数据来源：choice 数据库

基于上表 4-2 进一步对九强生物引入战略投资者前后的营业利润和毛利率变化进行分析可知，2017 年到 2020 年九强生物的主营业务利润 2018 年同比增长 7.31%、2019 年上升 8.78%，总体而言上升幅度较小。2020 年受新冠疫情影响营业利润同比下降了 59.49%。

营业利润总体下降的原因除了竞争激烈、市场份额受限外，主要是因为国家的医保政策改革全部采用集中采购以后对医疗服务费用总体控制成为新常态尤其是对检验收费项目不断规范、检验价格下行、再加上两票至阳光采购等政策的启动执行，压缩了流通环节，对体外检验行业毛利造成较大影响，毛利普遍下降，暴利时代一去不复返。九强生物的毛利率也从 2017 年的 72.04% 一路下跌到 2020 年的 61.49%。在新冠疫情和毛利率水平下降双重打击下，2020 年，九强生物的营业利润同比下降了 60%。

在引入战略投资者后的 2021 年营业利润高达 5.36 亿元，是之前 5 年中营业利润水平最高的 2019 年的 1.42 倍，主营业务利润水平的迅速爬坡，其中重大原因除了如上所分析的在引入国药作为战略投资者，帮助九强收购迈新生物带来的销售额增加以外，更为本质的原因在于国药这个国资背景的支撑下，利用其资源和统一协调能力，加强销售网络建设、提升品牌知名度、增加客户优先选择机会；将国药投资的优势地位充分利用起来，通过有效的手段，对其他产品线进行探索与开拓，从而实现进一步扩张。同时，加强研发部门与主管部门之间的交流沟通，根据市场需求的变动对研发工作进行适当的调整，密切关注相关的政策变动，促使注册效率得到提升。如此一来，也大幅增加了产品的市场适应度和快速注册能力；公司在大股东的协调下，可以加大原材料研发的投入，减少进口原料的使用，更多的使用资产原来，避免对进口原料过度依赖（相关数据分析见后文）最终，降低成本提升主营业务利



润水平。

(2) 横向对比

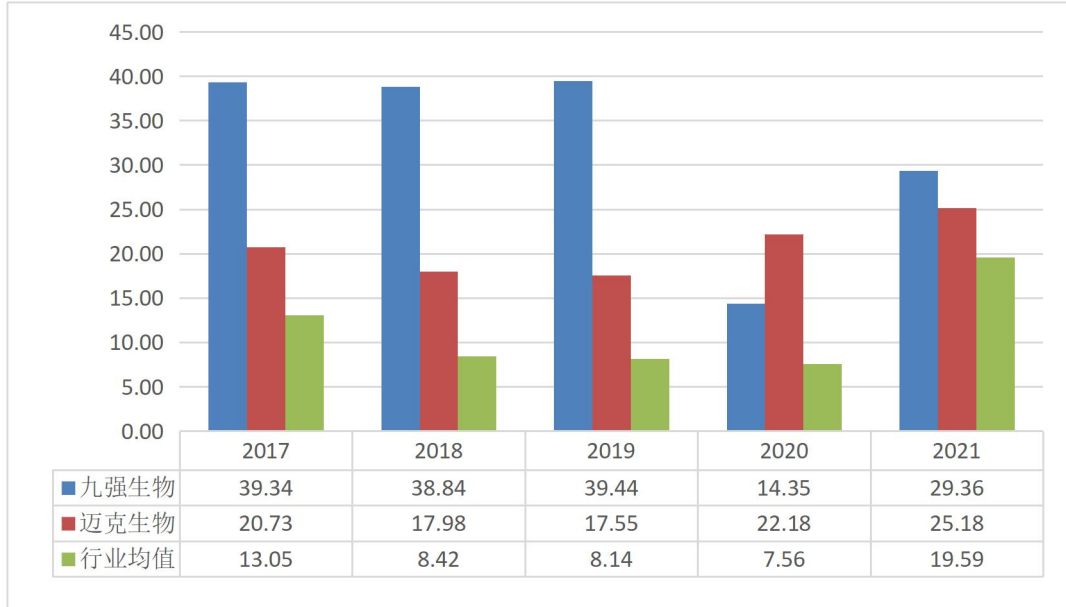


图 4-1 2017~2021 年九强生物净利率 单位：%

数据来源：国泰安数据库

九强生物与迈克生物、行业均值的比较结果如图 4-1 所示，由图可知在 2017 年到 2021 年间九强生物的主要竞争对手迈克生物以及体外检测的行业的净资产收益率整体呈现出了增长的趋势，而九强生物在引入国药投资的 2020 年之前，其净利率一直保持在 40%左右的高水平，而引入战略投资者并实施了并购活动后，净利率则出现了下滑的趋势，那么引入战略投资者并开展了对迈新生物的并购之后，九强生物 2020 年净利率大幅下滑，但下滑说明在国药的帮助下九强并购的新企业迈新生物一定程度拖累了九强生物吗？其实不然，结合九强生物的财务报表其他数据见下表 4-3：

表 4-3 九强生物 2017~2021 盈利能力及研发费用

指标/年度	2017	2018	2019	2020	2021
净资产收益率	19.06%	18.33%	16.60%	4.46%	12.05%
销售净利率	39.34%	38.84%	39.44%	14.35%	29.36%
销售期间费用率	23.48%	23.25%	22.97%	38.60%	36.86%
研发费用(万元)	5365.63	6103.71	7031.55	7905.55	12700.83
研发费用同比	-	13.76%	15.20%	12.43%	60.66%

由上表 4-3 可知，九强生物 2021 年净资产收益率和正常经营环境下的 2019 年相比下降了 27.41%、销售净利率下降了 25.56%，即企业的综合盈利能力较正常环境下有所下降。在 2021 年营业利润大幅度上升的情况下，出现了综合盈利能力指标下滑。主要原因是 2021 年九强生物的销售费用从 2019 年的 0.97 亿元暴涨到 3.34 亿元，由于收购迈新生物和销售员工工资上涨以及股权激励、业务推广增加等，致使销售期间费用率同比上涨了 60.47%，销售费用占毛利的比例增长至 28.96%；另外为了保持企业的核心竞争力，九强生物 2021 年在研发领域投下巨资，当年研发费用开支 1.27 亿元，是 2019 年增加了 1.8 倍。期间费用暴涨，净利润总额被大幅削弱，与 2019 年相比，销售净利率下降了 25.57%。

此外九强生物引入战略投资者是以定向增发的方式完成，导致 2020 年资本公积增加了 10.94 亿元，并使当年的股东权益比 2019 年增加了 14.53 亿元、2020 年股东权益比 2019 年增加了 73.7%；2021 年 10 月收购子公司福州迈新生物技术开发有限公司少数股东 30%的股权，与购买日持续计量的可辨认净资产公允价值相比，收购对价超过 30%的部分，冲减资本公积（股本溢价）69925 万元后股东权益比 2019 年仍然增加了 47.82%，因为净利润增长幅度低于股东权益的增长幅度，企业的净资产收益率 2021 年比 2019 年下降了 27.41%，由此导致在 2020 年度当年引入国药，九强生物净利率低于可比公司迈新，但随着九强生物股权激励、营销活动及研发活动的顺利开展，其引入战略投资者的利好将在未来逐步凸显。

#### 4.1.2 偿债能力分析

企业现有资产对债务的偿还能力可以通过偿债能力得到反映，资产负债率、流动比率、速动比率是反映偿债能力的常用指标，同时结合产权比率和公司现金流量表的部分项目。本节将对九强生物引入国药战略投资者后的偿债能力进行纵向对比，同时选取迈克生物及医药制造行业偿债能力均值指标，对九强生物引入国药战略投资者后的偿债能力进行横向对比。

以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文，请访问：<https://d.book118.com/256050214152010034>