

## 摘要

近年来，我国中医药产业的发展已逐渐从重视规模转向规模与质量并重的高质量发展阶段。因此，如何更精确、合理地分析中药企业的价值创造逻辑并进行价值评估变得尤为重要。由于中药企业所属行业发展迅速，但中药企业的价值评估案例较少，因此亟需补充相关研究，探索如何准确得对中药企业进行估值。

本文首先从选题背景及研究意义入手，介绍本文研究的理论意义与实践意义，进而介绍传统企业价值评估模型及超额收益增长模型（AEG）的发展，确定本文的研究路线及研究框架，通过对比我们分析了基于传统估值模型对中药企业价值评估的局限性以及 AEG 模型的适用性，在此基础上引入 AEG 估值模型并构建适用于中药企业的 AEG 估值框架，以以岭药业为案例，对其进行经营分析及模型构建，并预测了相关重要参数，进而得到了基于 AEG 估值模型的以岭药业企业价值，评估结果是每股价值 32.58 元，误差为 10.47%。为 AEG 模型在中药企业中的应用前景提供了参考。

最后将评估结果与市场法、FCFF 模型估值结果进行对比，得出 AEG 估值模型更适用于中药企业价值评估的结论，通过全文理论整理和案例分析后，明确了 AEG 估值模型能够对准确评估中药企业提供帮助，并对企业管理者、投资者及监管者具有实际的研究意义。

**关键词：** 中药企业；企业价值评估；AEG 估值模型

## Abstract

In recent years, the development of Chinese medicine industry has gradually shifted from the emphasis on scale to the high quality development stage of both scale and quality. Therefore, how to analyze the value creation logic of Chinese medicine enterprises more accurately and reasonably and evaluate the value becomes particularly important. Due to the rapid development of the industry to which Chinese medicine enterprises belong, but there are few cases of value evaluation of Chinese medicine enterprises, it is urgent to supplement relevant studies and explore how to accurately evaluate Chinese medicine enterprises.

This paper starts with the background of the topic selection and research significance, introduces the theoretical and practical significance of this study, and then introduces the development of traditional enterprise value evaluation model and excess return growth model (AEG), and determines the research route and research framework of this paper. By comparison, we analyzed the limitations of traditional valuation model on the value assessment of TCM enterprises and the applicability of AEG model. On this basis, we introduced AEG valuation model and built AEG valuation framework suitable for TCM enterprises. Taking Ling Pharmaceutical as an example, we conducted business analysis and model construction for it, and predicted relevant important parameters. Then the enterprise value of Yiling Pharmaceutical based on AEG valuation model is obtained. The estimate is 32.58 yuan per share, with a margin of error of 10.47%, which provides a reference for the application prospect of AEG model in Chinese medicine enterprises.

Finally, the evaluation results were compared with the valuation results of market method and FCFF model, and the conclusion was drawn that AEG valuation model was more suitable for the value assessment of TCM enterprises. After the full paper theoretical summary and case analysis, it was clear that AEG valuation model could provide help for the accurate evaluation of TCM enterprises, and had practical research significance for enterprise managers, investors and regulators.

**Key Words:** Chinese medicine enterprise; Enterprise value evaluation; AEG valuation model

# 目录

|                                     |    |
|-------------------------------------|----|
| <b>第一章 绪论</b> .....                 | 1  |
| 第一节 选题背景及研究意义.....                  | 1  |
| 一、选题背景.....                         | 1  |
| 二、研究意义.....                         | 1  |
| 第二节 文献综述.....                       | 2  |
| 一、企业价值评估方法研究.....                   | 2  |
| 二、AEG 评估模型的应用研究.....                | 4  |
| 三、文献述评.....                         | 5  |
| 第三节 研究方法与技术路线.....                  | 5  |
| 一、研究方法.....                         | 5  |
| 二、技术路线.....                         | 6  |
| <b>第二章 中药企业估值模型的选取</b> .....        | 8  |
| 第一节 中药行业的发展现状与特点.....               | 8  |
| 一、中药行业产业链简析.....                    | 8  |
| 二、中药行业市场规模.....                     | 10 |
| 三、中药行业发展特点.....                     | 10 |
| 第二节 传统评估方法适用性分析.....                | 12 |
| 一、成本法适用性分析.....                     | 12 |
| 二、市场法适用性分析.....                     | 12 |
| 三、收益法适用性分析.....                     | 13 |
| 第三节 AEG估值模型及其适用性.....               | 13 |
| 第四节 应用AEG模型的理论基础.....               | 13 |
| <b>第三章 构建中药企业价值评估的 AEG 模型</b> ..... | 15 |
| 第一节 AEG估值模型理论概述.....                | 15 |
| 一、AEG估值模型的基本理论.....                 | 15 |
| 二、AEG估值的理论基础.....                   | 15 |
| 三、AEG估值模型的实现路径.....                 | 17 |
| 第二节 构建AEG估值模型的实施框架.....             | 17 |
| 一、确定中药企业超额收益驱动因子.....               | 17 |

|   |           |
|---|-----------|
| 二、预测中药企业未来超额收益 .....                    | 17        |
| 三、判断中药企业适用的AEG风险折现率 .....               | 18        |
| 四、计算AGE估值结果 .....                       | 18        |
| <b>第四章 AEG模型应用于以岭药业的案例分析 .....</b>      | <b>19</b> |
| <b>第一节 以岭药业公司简介 .....</b>               | <b>19</b> |
| 一、以岭药业的基本情况 .....                       | 19        |
| 二、以岭药业超额收益驱动因子识别分析 .....                | 20        |
| <b>第二节 选择基于AEG模型的以岭药业价值评估关键参数 .....</b> | <b>21</b> |
| <b>第三节 以岭药业应用AEG价值评估的假设体系 .....</b>     | <b>23</b> |
| 一、永续增长视角的以岭药业财务报表重组 .....               | 24        |
| 二、收益预测假设 .....                          | 29        |
| 三、投资预测假设 .....                          | 32        |
| 四、筹资预测假设 .....                          | 34        |
| <b>第四节 以岭药业的AEG估值 .....</b>             | <b>34</b> |
| 一、以岭药业业绩报表预测 .....                      | 34        |
| 二、以岭药业基于AEG模型的两阶段估值 .....               | 37        |
| 三、基于AEG模型的以岭药业企业价值评估 .....              | 38        |
| <b>第五节 基于AEG模型的以岭药业估值结果分析 .....</b>     | <b>39</b> |
| 一、以岭药业AEG价值评估的其他估值方法的对照组检验 .....        | 39        |
| 二、以岭药业价值评估结果对比 .....                    | 40        |
| <b>第五章 研究结论及启示 .....</b>                | <b>42</b> |
| <b>第一节 研究结论 .....</b>                   | <b>42</b> |
| <b>第二节 研究启示 .....</b>                   | <b>42</b> |
| 一、企业发展方向 .....                          | 42        |
| 二、投资决策方向 .....                          | 43        |
| 三、行业发展方向 .....                          | 43        |
| <b>参考文献 .....</b>                       | <b>45</b> |
| <b>致谢 .....</b>                         | <b>48</b> |

## 第一章 绪论

### 第一节 选题背景及研究意义

#### 一、选题背景

近年来，我国中药市场的发展势头强劲。根据最新统计，自2017年至2020年，中药市场规模从673亿元稳步攀升至737亿元，年均复合增长率稳稳站在了3.1%的高位。而到了2021年，这一数字更是跃升至753亿元，显示出中药市场的巨大潜力和活力。

面对如此庞大的市场规模，如何对中药企业进行科学、合理的价值评估，以及如何帮助投资者更加精准地洞察企业的潜在价值，已然成为当前亟待解决的课题。这不仅要求我们深入钻研中药企业的价值特性与发展规律，更需要我们充分发挥宏观政策的导向作用和资本投入的杠杆效应，为中药企业的稳健成长提供坚实的支撑。

为此，我们需要全面审视中药企业的资源禀赋、技术实力、市场竞争力等多方面因素，构建科学、全面的评估体系。同时，也要积极引导投资者理性看待市场波动，深入挖掘企业的长期价值，实现中药市场的可持续发展。

#### 二、研究意义

##### （一）理论意义

中药企业的价值评估在行业内研究较少且传统的估值方法在评估中药企业价值时存在许多漏洞。因此需要探索更成熟、准确的评估模型。AEG评估模型在其他行业的应用已有案例，但在中药企业价值评估的研究中仍较为稀缺。本文旨在通过结合传统企业估值理论，运用AEG估值模型，对中药企业的价值进行准确得评估。

本文将分析AEG估值模型对中药企业估值的应用情况，构建适用于中药企业的AEG估值模型作为评估工具。结合具体的中药企业案例进行分析。通过该模型，我们可以深入研究案例企业价值创造的特点，并分析AEG估值模型在中药企业价值评估中应用的准确性，以期完善中药企业价值评估的理论体系，并深化对企业价值构成的理解。

通过本文的研究，希望能够丰富中药企业评估的案例分析，为基于AEG估值模型评估中药企业的应用提供支持。并且本研究将补充现有估值理论的实践，为中药行业的企业价值评估提供更为全面和准确的指导。

### （二）实践意义

随着中药市场的持续扩张，中药行业内的企业并购重组活动越发频繁。许多企业通过上市来筹集融通资金，进而谋求企业的价值增长空间。在这一背景下，中药企业的相关利益人，都对能够准确评估中药企业价值提出了迫切需求。AEG估值模型的天然理论优势正好弥补了传统评估模型的不足，进而科学合理使中药企业价值评估更加科学、合理、准确，并为中药企业未来开展上市、并购重组、融资筹资等经济活动提供重要参考和理论支撑。

因此，利用AEG估值模型对中药企业进行评估，不仅具有理论价值，更具有现实意义。它不仅能够为各方提供准确的企业价值评估结果，还能推动中药行业的健康发展，实现企业的长期稳定增长。

## 第二节 文献综述

### 一、企业价值评估方法研究

企业价值评估一直是财务和经济学领域的重要议题。国内多位学者在这一领域进行了深入的研究，并提出了不同的评估方法和观点。企业价值评估的理论最早由Miller和Modigliani（1958）年提出。该理论通过确定企业资金来源与企业价值之间的关系，检验了企业各项因素对企业价值的影响。该理论认为，在完美的资本市场中，企业的市场价值与其资本结构无关，而只取决于其预期收益。这一理论为企业价值评估提供了基本的理论框架。

Irving Fisher在其文章《The Nature of Capital and Income》（1906）中揭示了资本与收入的关系，研究表明预期收入与当前资本之间存在紧密联系。Fisher再一次发表文章（1930）提出了新的核心观点：公司未来现金流量通过以一定利率贴现后，即为公司的实际价值。Miller和Modigliani（1958）在其文章中提到：企业的整体价值与其资本结构和公司内部股利分配机制无关，只有对投资进行不同组合才能真正决定企业价值。于是Miller和Modigliani提出了现金流量折现模型（即MM模型）。

William Sharpe (1964) 在其文章中首次提出了资本资产定价模型即我们常用的CAPM模型, 为投资者提供了新颖的贴现率计算模型, 该模型强调投资报酬率主要由两部分组成: 市场无风险报酬率和风险溢价。这一模型为后来的企业价值评估提供了理论基础。Alford (1992) 则在运用市场法进行企业价值评估时, 提出如果要精确划分可对比企业, 则需要深入分析企业的总资产状况和权益回报率 (ROE), 才能提高评估的准确性。Olson (1995) 提出了剩余收益模型, 他强调了企业的盈利水平、股利发放等因素对企业价值的影响。根据这一模型, 企业价值主要由权益账面价值和未来超额收益的折现值构成。这一公式不仅突显了权益成本在企业价值评估中的重要性, 还为后来的AEG模型提供了计算基础。

张先治在其文章《论以现金流量为基础的价值评估》(2000)中提到企业价值的计算需要确定股利、净利润、息税前利润和净现金流量等指标, 这是一种相对理想的方法。张成慧、刘黎清发表文章《浅议收益现值法评估企业价值可能出现的问题及对策》(2004)则强调了企业价值评估需要基于企业财务历史数据和现状的收入预测, 特别是对未来销售收入、销售费用和支出、营业税金等指标的预测。纪益成在其文章《收益法及其在企业价值评估中的相关问题研究》(2008)指出, 如果收益期为有限值的情况下, 不能将模型粗略估算为无限期, 否则会使企业价值的评估结果偏低。另外他还提出在有限收益期评估中应着重分析期末资产残值。颜焰熊、李小健、姚利丽在其文章《企业价值评估方法浅析》(2011)提出剩余价值模型由于过于依赖企业会计数据, 受人为因素影响这可能导致企业估值与实际价值存在较大差距。任善英在其文章《浅析企业价值评估的FCFE模型方法》(2011)认为股权自由现金流贴现模型适用性较为广泛, 能应用于不同行业的企业。李勇、李鹏发表文章《转型经济中公司资本结构对企业价值有影响吗?》(2013)提到, 上市公司企业价值的提升主要由资本结构和股权集中度影响。王成利在其文章《收益法在企业价值评估应用中的几个问题》(2015)指出, 收益法是我国当前企业估值的最重要也是首选方法, 但由于该方法存在主观性过强的问题, 可能会受到人为因素的影响, 导致结果偏离。唐莹在其文章《CAPM模型构建中无风险报酬率的选择与修正》(2017)指出, 如果企业估值时国债与CAPM模型采用的无风险资产相似性增加, 那么将无风险回报率确定为国债利率是合理可行的。王进江, 孙建忠在其文章《企业并

购成交价格与市场价值的数量关系研究》中提到应将协同效应、业绩对赌、谈判能力等因素作为成交价格在市场价值评估的基础，并确定了协同效应减值因素扣除的相对比例、业绩对赌协议的价值和谈判能力等指标的具体量化框架和公式。胡焦镔(2022)探索了医药企业价值评估与跨国投资研究的关系，并提出应将为实体价值与期权价值之和作为医药企业的价值来源。

## 二、AEG 评估模型的应用研究

Ohlson和Juettner在其文章《Expected EPS and EPS Growth as Determinants of Value》(2005)开拓了剩余收益估价模型的应用路径，提出了Ohlson-Juettner模型。该模型的技术路线是通过调整传统的账面价值，使其更贴近市场价值，构建了超额收益增长模型。这一创新使得企业价值评估更加精准地聚焦于市场导向，为投资者和企业提供了更加符合市场实际的价值评估工具。陈力农发表了《公司分析与价值评估》(2008)深入剖析了公司权益价值的构成，他强调公司的权益价值主要由预期的超额收益折现值和账面价值构成。另一方面，王丽南和于晓红发表文章《基于RIV和AEG模型的公司价值研究》(2008)针对AEG估值模型和RIV估值模型做出对比，发现AEG估值模型更注重每股益，而非账面价值，并且综合考虑了收益增长率和资本成本。郭得存和吕月英(2010)进一步指出，AEG估值模型使用资本化收益和预期的收益率来预测公司的未来盈利能力。他们以此为基础，运用这两种模型对北京银行的流通股价格进行了深入评估。刘折等人(2012)则指出，在中国这样大多数公司股利分配不稳定且不连续的资本市场中，贴现超额收益估值模型可能更为适合。Stephen H Penman的文章《Discussion of "OnAccounting-Based and "Expected EPS and EPS Growths Determinants of Accounting Studies》(2013)深入研究了AEG估值模型的应用，提出只有资产带息收益的增长率高于股东所期望的回报率，资产价值才能高于收益再投资价值。这一观点不仅为投资者和企业在进行价值评估时提供了新的视角和准则，还进一步丰富了企业价值评估的理论和实践。Penman的研究不仅深化了我们对AEG估值模型的理解，还为企业价值评估领域的发展注入了新的活力。刘桂良，张洒洒，席猛，王雷发表文章《多期超额收益法下客户资源价值评估之改进》(2017)详细分析并确定了多期超额收益法中的客户流失率、客户资源贡献率等关键参数，并提出了基于客户信用分类的



客户资源价值评估改进方案才能避免模型局限性导致的评估失准。李永（2019）在他的研究中提出了一个新颖的观点，他认为公司的超额收益主要来源于潜在的无形资产，因此，企业应高度重视无形资产的管理和开发。针对AEG估值模型存在的一些问题，如影响因素多、收益年限界定困难以及计算复杂等，马尚（2019）进行了深入研究，他建立了灰色神经模型和马尔科夫链，对AEG估值模型进行了有效改进。然后他运用改进后的模型对泸州老窖的商誉进行了评估，这一研究为商誉价值评估的准确性和科学性提供了有益的借鉴。万倩茹（2022）将AEG估值模型应用于内容付费型公司进行价值评估探讨，对掌阅科技进行估值分析。李晶（2022）将AEG模型应用于医药企业价值评估研究，构建了适用于医药企业的AEG评估模型。为AEG模型应用于医药企业提供了参考。

### 三、文献述评

综上所述，企业价值评估是一个复杂且不断发展的领域。这些学者的研究成果为企业价值评估提供了多种方法和视角，从MM模型、CAPM模型到收益法、市场法，再到剩余收益模型，都为企业价值评估领域的发展做出了重要贡献。为企业价值评估提供了丰富的理论和实践指导。也为本文的研究提供了充分的理论依据。

AEG估值模型的理论发展已经较为成熟，并且应用和改进已有较多案例，Ohlson-Juettner模型和Setphen H Penman的研究成果为AEG模型应用于企业价值评估带来了重大的创新和突破，提高了企业价值评估的准确性和科学性，推动了企业价值评估理论和实践的不断f展。但是其应用范围较小，基于AEG估值模型对中药企业进行评估的研究较少，还需要进行补充。

## 第三节 研究方法与技术路线

### 一、研究方法

#### （一）文献归纳法

通过归纳大量资料，对企业价值评估的理论背景有了系统性的了解，这确保了研究的理论基础坚实且全面。同时，关注AEG估值模型的理论内容，使研究能够紧跟学术前沿，反映最新的研究成果，并为整个研究提供了坚实的理论

支撑。通过深入研究，明确企业价值评估的关键因素和变量，为后续案例分析提供了明确的方向和理论框架。

## （二）案例分析法

本文选取了以岭药业为例，以岭药业是中药行业中最具有代表性的企业之一，通过查阅资料我们分析了以岭药业的经营状态，包括其业务模式、投资情况等，同时对其财务状况进行整理，进而应用超额收益增长模型对其未来业绩进行合理预测，同时选取多种传统估值方法，通过评估结果对比分析出该模型的理论优势，对于拓展模型的应用范围和提高模型的实用性具有重要意义。

## 二、技术路线

本文研究按以下五个部分展开，第一章，绪论。介绍了本文的选题背景及研究意义，简述了传统企业价值估值理论的发展，归纳了AEG估值理论及模型的相关研究成果，明确了本文研究方法与技术路线。

第二章，中药企业估值模型的选取。主要介绍了中药行业的发展现状与特点，中药企业应用传统评估方法适用性分析，应用AEG模型评估中药企业的适用性及应用AEG模型的理论基础。为下文引入基于AEG估值模型的中药企业价值评估研究奠定基础。

第三章，构建中药企业价值评估的AEG估值模型。介绍AEG估值模型相关理论概述，然后确定AEG模型应用于中药企业价值评估的实施框架，指导后续的研究和案例分析

第四章，案例介绍。从以岭药业的基本情况出发，详细介绍估值案例及其发展背景，分析出AEG估值模型应用于以岭药业价值评估的相关参数及数据支持，然后进行估值分析，将以岭药业带入AEG估值模型进行估值研究，并针对案例估值结果与其他模型结果进行对比，最后得到总结评价。

第五章，研究结论与启示。在对案例公司进行分析的基础上，结合相关理论概述，总结梳理整个估值过程，得出研究结论，提出建议与研究展望。

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/576011031033011012>