

双成药业并购事件市场反应与真实价值偏差研究

黄颖

广西财经学院

DOI:10.12238/ej.v8i4.2506

[摘要] 双成药业发布并购预案后,市场反应强烈,股价持续飙升,投资者普遍持乐观态度。然而,研究发现,被并购方奥拉股份近年业绩表现不佳,与市场预期存在明显偏差。此外,通过事件研究法分析股价超额收益率,结果显示双成药业股价在并购预案发布前已出现异常波动,且在公告发布前一天波动尤为剧烈,此次并购存在股价炒作的风险,进一步表明并购事件中市场反应与真实价值之间存在偏差。因此,本文认为双成药业股价的飙升更多反映了股市投资者的市场情绪与投机行为,而非并购事件本身带来的真实价值提升。

[关键词] 双成药业; 奥拉股份; 企业并购; 事件研究法; 超额收益率

中图分类号: F27 **文献标识码:** A

Study on market reaction and real value deviation of shuangcheng Pharmaceutical industry

Ying Huang

Guangxi University of Finance and Economics

[Abstract] After Shuangcheng Pharmaceutical released the merger and acquisition plan, the market reacted strongly, and the stock price continued to soar, and investors were generally optimistic. However, the study found that the performance of the acquired party ora shares in recent years is poor, and there is a significant deviation from the market expectations. In addition, through the event research analysis price excess yields, the results show that double into pharmaceutical shares before the merger and acquisition plan has abnormal fluctuations, and the day before the announcement is particularly volatile, the risk of the merger price speculation, further shows that the market reaction and the deviation between the real value. Therefore, this paper holds that the surge of the stock price of Shuangcheng Pharmaceutical more reflects the market sentiment and speculative behavior of the stock market investors, rather than the real value increase brought by the merger and acquisition event itself.

[Key words] Shuangcheng Pharmaceutical; Ola shares; mergers and acquisition; event research; excess yield

引言

今年9月,证监会发布了“并购六条”,提出支持运作规范的上市公司围绕产业转型升级、寻求第二增长曲线等需求开展符合商业逻辑的跨行业并购,引导企业跨界并购走向产业逻辑,支持资源向新质生产力领域聚集^[1]。新周期下,并购重组日益成为推动产业整合与转型升级、优化资源配置、加速上市公司高质量发展的重要途径,也是培育和发展新质生产力的有效手段。海南双成药业股份有限公司(简称“双成药业”)于2024年8月27日宣告并购宁波奥拉半导体股份有限公司(简称“奥拉股份”),在复牌后27个交易日日内斩获24个涨停板,区间累计涨幅近7倍,总市值达到159亿元。然而,这场并购行为究竟是双成药业寻求第二增长曲线实现自我救赎,还是借并购重组之机炒作股价?本文旨在通过案例分析法及事件研究法,探究双成药业发布并

购奥拉股份预案后的市场反应与真实价值之间的偏差,以期为投资者、企业和监管机构提供有益的启示和建议。

1 并购背景及动因

1.1 并购双方概述

1.1.1 并购方

双成药业是一家以化学合成多肽药品为特色的医药企业,专业从事化学合成多肽药品的生产、销售和研发,产品线涵盖多个化学合成多肽药物和其他治疗类药物。其核心产品包括多种注射用药物和原料药,其中较为知名的有注射用胸腺法新和注射用生长抑素等。

1.1.2 被并购方

奥拉股份是一家专注于以时钟芯片为主的模拟芯片及数模混合芯片的研发、生产及销售的平台型模拟集成电路设计企业,

是境内少有能与思佳讯、瑞萨电子、TI、微芯科技等同行全球知名公司在高性能去抖时钟芯片领域直接竞争的芯片设计企业。目前,公司产品线已扩张至时钟芯片、电源管理芯片、传感器芯片、射频芯片四大类。产品与服务广泛应用于5G通信、数据中心、工业控制及汽车电子等关键领域。

1.1.3 二者联系

奥拉股份是由双成药业的实际控制人王成栋及其子Wang Yingpu所控制的企业。双成药业的前两大股东分别为:海南双成投资有限公司(持股32.92%)和Hsp Investment Holdings Limited(持股15.58%),王成栋及其子Wang Yingpu分别直接持有这两家企业的100%股权,二者合计间接持有双成药业48.77%的股份,为双成药业的实际控制人。同时,王成栋及其子通过Hong Kong Aura Investment Co.Limited、宁波双全创业投资合伙企业(有限合伙)以及Ideal Kingdom Limited合计控制了奥拉股份57.52%的股份。本次交易主要交易对方包括香港奥拉投资、宁波双全,预计构成关联交易,构成重大资产重组,其实际控制人并未发生变化。

1.2 并购事件过程

2024年8月27日晚间,双成药业发布拟收购奥拉股份公告,公司筹划重大资产重组停牌10个交易日。9月10日晚间,双成药业公布了《发行股份及支付现金购买资产并募集配套资金暨关联交易预案》,拟通过发行股份及现金支付的方式收购奥拉股份的全部股权,并完成配套资金的募集。

1.3 并购动因

随着国家对医药行业的关注度不断提高、监管力度不断加强,药品审批、质量监管、药品招标、公立医院改革、医保控费、两票制、药品集中带量采购等系列政策措施相继推行,双成药业所处的多肽市场受到冲击,营业收入及净利润持续下滑,业绩增长乏力,未来业绩增长存在不确定性^[2]。

双成药业于2012年登陆深市主板,上市已有10余年。如图1所示,双成药业自2016年出现上市后首亏,其业绩便一蹶不振,虽在2017年、2019年、2022年实现盈利,但归母净利润远低于2016年以前,且其余年份均处于亏损状态。2023年,双成药业归母净利润再次由盈转亏,亏损金额达0.51亿元,与2022年相比下滑幅度更为显著。

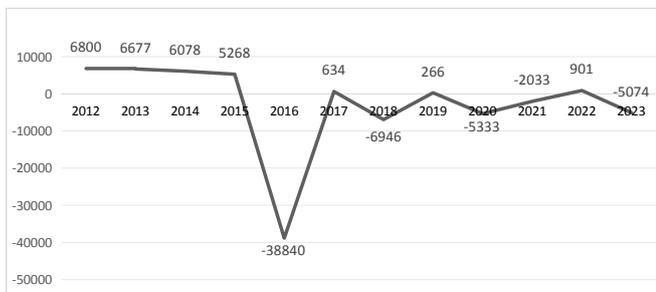


图1 双成药业2010-2023年归母净利润(万元)

表1显示,2024年上半年,双成药业业绩持续恶化,实现营收0.95亿元,同比下降三成;归母净利润为-0.17亿元,同比由盈转

亏。公司毛利率为61.76%,同比下降9.58%;净利率为-25.52%,较上年同期下降24.92%。根据深交所最新的退市规定,营收低于3亿元、净利润亏损的主板企业,将面临退市风险。目前双成股份已经处于财务类强制退市边缘,如果下半年的经营业绩依然不及预期,将面临退市危机。公司亟须调整业务结构、推动业务转型,寻求新的利润增长点,提高持续经营能力。

表1 双成药业2024年中报主要财务指标

主要指标	数值	同比	主要指标	数值(万元)	同比
毛利率	61.76%	-13.44%	营业总收入	9489.26	-31.74%
销售净利率	-25.52%	-4148.23%	净利润	-2421.98	-2799.90%
净资产收益率(ROE)	-3.66%	-316.57%	归母净利润	-1694.62	-292.78%
总资产报酬率(ROA)	-2.42%	-610.62%			

在此情况下,双成药业收购奥拉股份看似是借助上市公司股东的资源优势,将实控人所控制的优质半导体资产注入上市公司,提高公司的资产质量及可持续经营能力,然而,奥拉股份在收购预案中传递的光鲜业绩,背后另有隐情。

2 被并购方奥拉股份业绩评价

奥拉股份曾在科创板IPO申请中因持续亏损等问题受到监管机构的关注,并在2024年5月底终止了IPO申请。然而,在2024年前7个月,奥拉股份成功扭亏为盈,净利润高达3.07亿元,双成药业及实控人选择在这一潜在收入高光期展开收购运作,引发了市场的强烈反应,但研究发现奥拉股份的真实业绩表现不佳,与市场反应存在偏差。

2.1 持续的亏损性经营问题

奥拉股份在近几年虽实现了营收的持续性增长,但净利润却连续亏损。公司称亏损的主要原因是实施股权激励而确认的大额股份支付费用所致。研究发现,奥拉股份在2020年末对员工进行了大额股权激励,由于股权激励价格低于公司股票公允价值,导致需要确认的股份支付费用总额达30.71亿元,该费用进行分期确认计入公司经常性损益。而剔除该股份支付影响后,公司2021-2023年的净利润分别为0.98亿、0.68亿元、0.35亿,仍然呈现逐年递减趋势(如图2)。

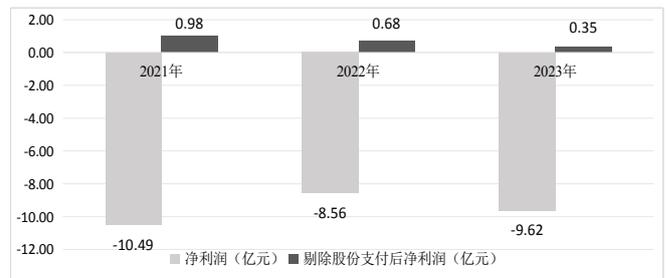


图2 奥拉股份2021-2023年净利润

2.2 盈利的可持续性不佳

奥拉股份虽在2024年前7个月业绩成功扭亏为盈,净利润高达3.07亿元,但此次业绩暴增或存在较强的偶然性和不可复现性,此次盈利不具有可持续性。奥拉股份2023年、2024年前7个月的营业收入分别为4.72亿元、5.38亿元。其中营业收入主要来源于与北美半导体公司SiTime达成的一项时钟芯片IP授权交易,奥拉股份上述业绩中分别有54.45%、91.45%的收入来自这笔IP一次性交易。剔除该笔交易影响,目前披露的奥拉股份2024年前7个月的收入将缩水超9成。此外, SiTime所带来的收入主要集中在前3年,尤其是2024年的固定对价付款几乎是2023年与2025年的2倍,不考虑可变对价的部分,分期支付的固定对价呈现“一次性”收入的特点,拉股份2024年业绩暴增存在较强的偶然性和不可复现性,未来能否维持这一增长势头仍存在不确定性。

3 并购事件市场反应分析

本文采用事件研究法来评价双成药业发布并购奥拉股份预案后产生的市场反应,以双成药业复牌后的第一天,即2024年9月11日,作为事件日,对并购预案发布的市场反应进行实证研究,将事件窗口期确定为事件日前25个交易日和后25个交易日,连同事件日共计51个交易日, $T=(-25, 25)$, 即从2024年7月24日至2024年10月25日,以2024年1月22日至2024年7月23日阶段的日收益率数据为样本,节假日和停牌日不计算在估计窗口期和事件窗口期内,期间共120个交易日。根据事件研究法,对超额收益率(AR)、CAR的计算结果走势图如图3所示。

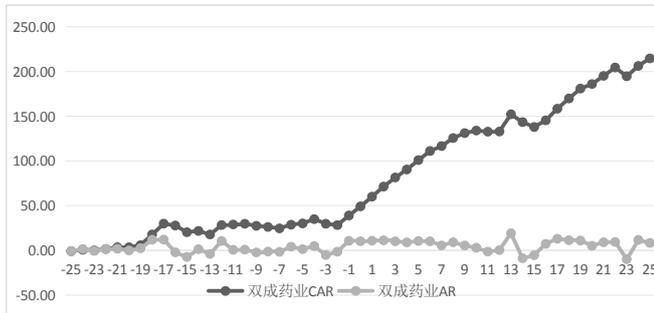


图3 双成药业窗口期超额收益率及累计超额收益率走势图

如图3所示,自事件日后,双成药业股价超额收益率平均水平保持在7%以上,累计超额收益率更是一路飙升,在事件日的后25天内,超额收益率累计至214%。累计超额收益率连续飙升充分表明双成药业并购奥拉股份得到了市场认可,表明此双成药业并购公告迎合了投资者需求,增强了市场对公司股票的信心。

然而,双成药业的超额收益率并非从事件日($T=0$)时刻开始出现正值,在大盘和医药股走势低迷且双成药业持续亏损的背

景下,早在事件日的前18个交易日时,股价便出现了异常波动,随后几天公司股价持续波动,股价也随之水涨船高。此外,在停牌前一日公司股票再度波动。股票的异常波动显然是有先知先觉的资金在抢筹,存在泄露并购消息的股价炒作风险,双成药业股价的飙升并非完全基于并购事件本身带来的真实价值提升,而是更多地反映了市场情绪与投资者的投机行为,进一步说明双成药业并购奥拉股份事件的市场反应与并购真实价值存在偏差^[3]。

4 结论

双成药业作为一家以化学合成多肽药品为特色的医药企业,近年来受到医药行业政策调整和市场环境变化的冲击,业绩增长乏力,甚至多次出现亏损。在此背景下,双成药业选择并购奥拉股份,希望通过注入半导体资产实现业务转型和业绩提升。然而,研究发现奥拉股份的真实业绩情况却与市场预期存在显著偏差。首先,奥拉股份虽然在近几年实现了营收的持续增长,但净利润却连年亏损,且盈利的可持续性不佳。其次,采用事件研究法分析了双成药业并购奥拉股份的市场反应。研究结果显示,双成药业股价在并购预案发布前已出现异常波动,且在公告发布前一天波动尤为剧烈,表明存在股价炒作的风险。此外,通过计算窗口期的超额收益率和累计超额收益率,本文发现双成药业股价在并购事件窗口期内获得了显著的超额收益,但这更多反映了股市投资者的市场情绪与投机行为,而非并购事件本身带来的真实价值提升。综上,本文认为双成药业并购奥拉股份的案例中,市场反应与真实价值之间存在显著的偏差。这种偏差主要源于信息不对称引发投资者对并购事件的过度乐观预期。因此,本文建议投资者在参与并购事件的投资决策时,应更加理性地分析并购双方的实际情况和市场环境,避免盲目跟风炒作。同时,监管部门也应加强对并购事件的监管和信息披露,保护投资者的合法权益。

[参考文献]

- [1]张本照,盛倩文.互联网金融企业的并购绩效考析[J].财会月刊(综合版),2016(10):46-51.
- [2]叶璋礼.中国上市公司并购绩效的实证研究[J].统计与决策,2013(07):165-168.
- [3]施文,高珂,孙慧芳.新兴行业并购、公司盈利能力与经营效率[J].会计之友,2019(04):77-81.

作者简介:

黄颖(2000—),女,壮族,广西河池人,硕士研究生在读,研究方向:企业财务与会计。