

Research on the Motivation and Effect of the Reverse Mixed Reform in Zhejiang Conba Pharmaceutical Co., Ltd

Hao Li

East China Jiaotong University, Nanchang, Jiangxi, 330000, China

Email: 2510676976@qq.com

Abstract

With the advancement of mixed ownership reform, private enterprises in China's capital market have begun to introduce state-owned capital to carry out "reverse mixed ownership reform". However, at present, the "reverse mixed reform" is still in the exploratory stage, and the theoretical system is still incomplete. In view of this, this paper takes the introduction of Zhejiang Traditional Chinese Medicine and Health Industry Group (hereinafter referred to as "Zhejiang Traditional Chinese Medicine Group") as an example to analyze the motivation and effect of Zhejiang Conba Pharmaceutical Co., Ltd.'s "reverse mixed reform". Through the introduction of state-owned strategic investors in the same industry, Zhejiang Conba Pharmaceutical Co., Ltd. can make up for the shortcomings of its corporate governance of "one dominant share"; Second, it can bring capital, technology and other resource advantages to the company for strategic transformation. The impact of introducing state-owned assets into Zhejiang Conba Pharmaceutical Co., Ltd. provides experience and enlightenment for pharmaceutical private enterprises in the introduction of state-owned capital.

Keywords: Reverse Mixed Reform; Company Performance; Zhejiang Conba Pharmaceutical Co., Ltd.

康恩贝逆向混改的动因及效果研究

李昊

华东交通大学，江西南昌 330000

摘要：随着混合所有制改革的推进，我国资本市场中的民营企业开始引入国有资本进行“逆向混改”。但是目前“逆向混改”仍然处于探索阶段，理论体系尚不完整。鉴于此，本文以康恩贝引入浙江省中医药健康产业集团（下文称“浙江省中医药集团”）为例，分析康恩贝“逆向混改”的动因及其效果。康恩贝通过引入同行业国资战略投资者，一是可以弥补康恩贝“一股独大”的公司治理缺陷；二是能为康恩贝进行战略转型带来资金、技术等资源优势。康恩贝引入国资产生的影响为医药民营企业在引入国有资本时提供了经验和启示。

关键词：逆向混改；公司绩效；康恩贝

引言

2013年11月十八届三中全会发布的《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》首次明确提出积极发展混合所有制经济，并指出公有资本与非公有资本交叉持股、相互融合的混合所有制经济是我国基本经济制度的重要实现形式。混合所有制改革是双向的，可以是以国有企业为改革主体的“正向混改”，也可以是以民营企业为改革主体的“逆向混改”。曹越等认为当国有股与非国有股形成混合股权结构产生制衡效应时，才能显著提升内部控制质量^[1]。丁华等认为实施混合所有制改革对企业财务绩效提升具有正向驱动作用，并且前五大股东中非国有股东持股比例之和越高的企业财务绩效水平越高^[2]。李向荣等通过实证发现股

权混合度与企业绩效之间呈现倒“U”型关系，最低点为 0.5650^[3]。刘莉等认为进行混合所有制改革的国有企业会显著提高其企业价值^[4]。苏子豪等认为混改有利于企业降低债务资本成本^[5]。本文以浙江省中医药健康产业集团（下面简称为“浙江省中医药集团”）入股康恩贝股份有限公司的“逆向混改”为例，深度解析了康恩贝混改的动因，然后从财务绩效和非财务绩效两个方面对公司混改的影响进行分析，希望为我国医药民企以及其他民企引入国资混改提供一定的经验及参考。

1 案例介绍

1.1 康恩贝概况

浙江康恩贝制药股份有限公司由 1969 年创立的兰溪云山制药厂发展而来，康恩贝在 1992 年成为浙江省内首批股份制改革试点企业，于 1999 年正式更名为浙江康恩贝制药股份有限公司。2000 年，康恩贝改制为民营企业后启动 IPO，并于 2004 年正式在上交所挂牌上市。在资本市场获得了资金之后，康恩贝加快了发展的脚步。在 2005-2015 的十年中，康恩贝进行了大规模的同业横向并购，如 2005 年收购上海安康医药有限公司，2009 年完成控股江西施康中药股份有限公司等。通过一系列的并购，康恩贝实现了自身产业的完善与发展，已经连续多年跻身全国中成药企前十榜单，成为浙江范围内数一数二的医药类企业。

1.2 浙江省中医药集团概况

浙江省中医药集团是国内首家省属中医药健康产业投资发展平台，由浙江省政府批准，通过浙江省国贸集团在对现有中医药健康产业资源的基础进行整合而成。浙江省中医药集团目前有饮片、奥托康、华辰等 6 家子公司，并持有英特集团、英特药业、海正药业、金陵药业和浙江交科股权。浙江省中医药集团为省级中医药健康产业投资发展平台，其主要产业为药材种植、中药研发制造、中医药文化产业、中医医疗康复养老等领域。

1.3 混改过程

康恩贝在 2020 年 4 月 2 日发布的《战略合作暨股权转让意向协议》公告指出，浙江省国资委旗下的全资子公司浙江省中医药集团将获得康恩贝的 20% 的股权。如果成功交易，那么浙江省中医药集团将获得康恩贝的实际控制权，康恩贝也就成为浙江省国资委控制的上市公司。在 2020 年 5 月 30 日，康恩贝发布了《股份转让协议》，这份协议明确了浙江省中医药集团需支付的对价以及支付的方式。最终在 2020 年 7 月 3 日，康恩贝发布公告显示，浙江省中医药集团获得康恩贝 20% 的股权，从此以后康恩贝将以国有控股企业的身份进行发展。

2 混改动因分析

2.1 改善经营困境

2019 年底新冠疫情对处于医药行业的康恩贝是一次巨大的机会，但也由于疫情的原因，外部环境越来越不稳定，使得本应在新冠疫情下迅速发展的医药行业，却由于供销端受到影响而向下发展。在疫情的推动下，国家对医药行业的管控愈发严格，许多的仿制药被淘汰，大规模使的一些子公司出现了许多因其产品缺乏竞争力而失去市场的情况，最为突出的则是贵州拜特公司用的医药集采策略也使得医药企业之间的产品价格战愈发激烈，而部分医药产品的原材料出现不同幅度的上涨，也是使得医药企业各类产品的毛利率都出现了不同幅度的下，加剧了医药企业的困境。

其次，对于康恩贝内部来说，不断增加的经营风险也是一颗不定时炸弹。之前康恩贝热衷于大规模的横向并购，使得企业产品的竞争力不够，由于近年来不断变化的外部环境，康恩贝并购。据数据资料整理得到，由于贵州拜特公司的主产品在 2019 年失去市场，导致康恩贝计提了 7.4 亿的商誉减值。对于康恩贝

来说，传统的通过横向并购来提升企业规模的集群效应已经不再适用，集中力量加速主业中成药的研发才是发展之路，同时增强企业本身的创新能力也刻不容缓。

2.2 公司存在“一言堂”

康恩贝在混改前的前两大股东为康恩贝集团（实控人为胡季强）和胡季强，共控股 33.12%，存在一股独大现象。胡季强拥有康恩贝控制权，这使得公司对董事会监管权的缺失，不仅使公司易受实控人胡季强个人因素影响致使决策失误，而且容易损害中小股东的权利和利益，不利于公司未来的经营发展。

表 1 国资入股前康恩贝前十大股东资料

股东名称	股东性质	持股比例（%）	持股数量（股）
康恩贝集团有限公司	境内非国有法人	26.52	707,248,411
胡季强	境内自然人	6.60	176,079,085
中国证券金融股份有限公司	国有法人	4.38	116,847,002
华润信托·汇祥增利 53 号单一资金信托	其他	1.19	31,855,500
香港中央结算有限公司	其他	0.89	23,616,171
陈丽君	境内自然人	0.88	23,383,600
浙江大华投资发展有限公司	境内非国有法人	0.86	23,000,000
中央汇金资产管理有限责任公司	其他	0.67	17,905,050
中证 500 交易型开放式指数证券投资基金	其他	0.67	17,791,273
华润信托·韶夏增利 54 号单一资金信托	其他	0.55	14,653,269

2.3 建立政企关联

民企在向银行借款时，由于其所有制身份，常常受到信贷歧视，难以轻易获得资金支持。但当民企与政府单位建立合作关系后，一是可以通过借助政府的资金储备用于自身发展，二是可以让政府为民企的信用进行背书，增强民企的公信力，让银行相信民企在于政府合作后能够及时还款，甚至于给予民企额外的贷款额度以缓解企业的融资困境。医药行业的客户主要是医疗机构以及医院，而在我国，这些客户普遍由政府进行调配，因此国企对康恩贝的背书拓宽了其业务渠道。康恩贝通过引入国资不仅可以借助政府来拓宽自身的融资渠道，而且可以借助国有企业的良好形象带动企业自身的品牌发展，增强民众对本公司产品的信心，以此来扩大自身在市场的影响力。

3 混改效果分析

3.1 财务指标分析

3.1.1 盈利能力

医药行业的毛利率大概在 0.4-0.8 之间，混改前康恩贝的盈利能力在同行业中算是中上游水平。由图 1 可知，在康恩贝实行混改的 2020 年，公司的销售毛利率骤降 0.1，这主要是由于在全球疫情这个大背景下，医药产品的原材料的成本不断上升。但在混改结束后，销售毛利率减速减缓，在 2023 年的半年报中上涨了 0.4。此外，康恩贝资产报酬率、净资产收益率在 2019 年跌至负值，但在混改后一路飙升至 0.21 和 0.33，这有一方面是由于混改后使得康恩贝的净资产总额降低。

3.1.2 偿债能力

由图 2 可知，自 2020 年进行混改后，康恩贝的流动比率、速动比率逐年上升，至 2022 年分别达到 1.93

和 1.53，这说明企业在混改后实施的战略收缩，提升了企业资产的流动性，一定程度的改善了财务问题，使企业具有更强的短期偿债能力。公司资产负债率在混改后逐年下降，一直降到 2021 年的 0.32，后面有些许小回升，这说明公司的长期偿债能力也在提升。这主要是因为混改后的国有资本提供了大量资金支持，让康恩贝偿还完不少短期和长期债务，2018 年公司的负债总额高达 49.83 亿，到 2022 年只剩下 36.06。

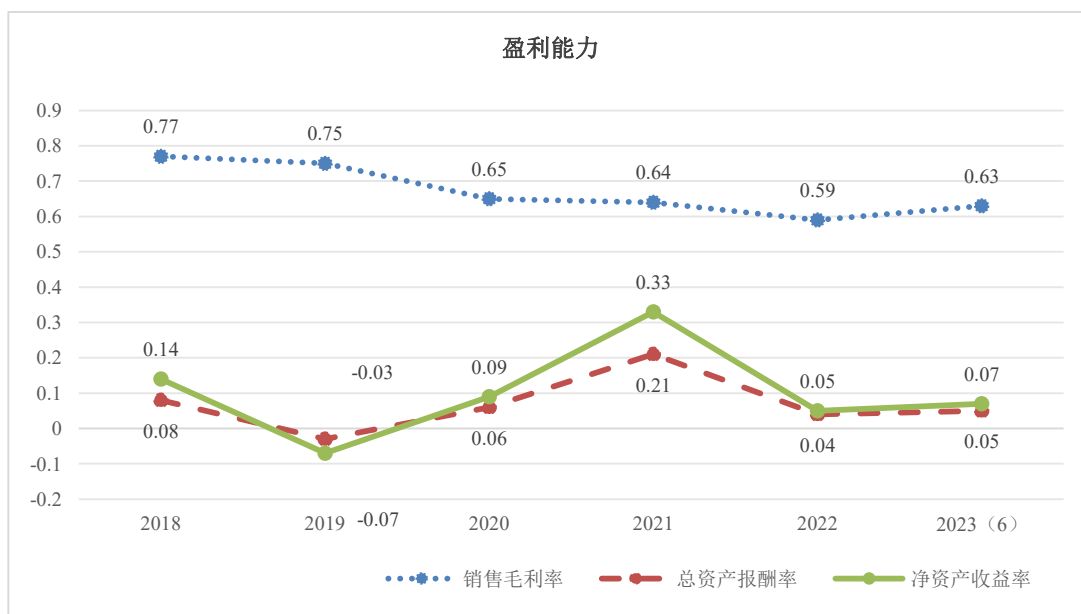


图1 康恩贝 2018 年-2023 年 6 月盈利能力分析

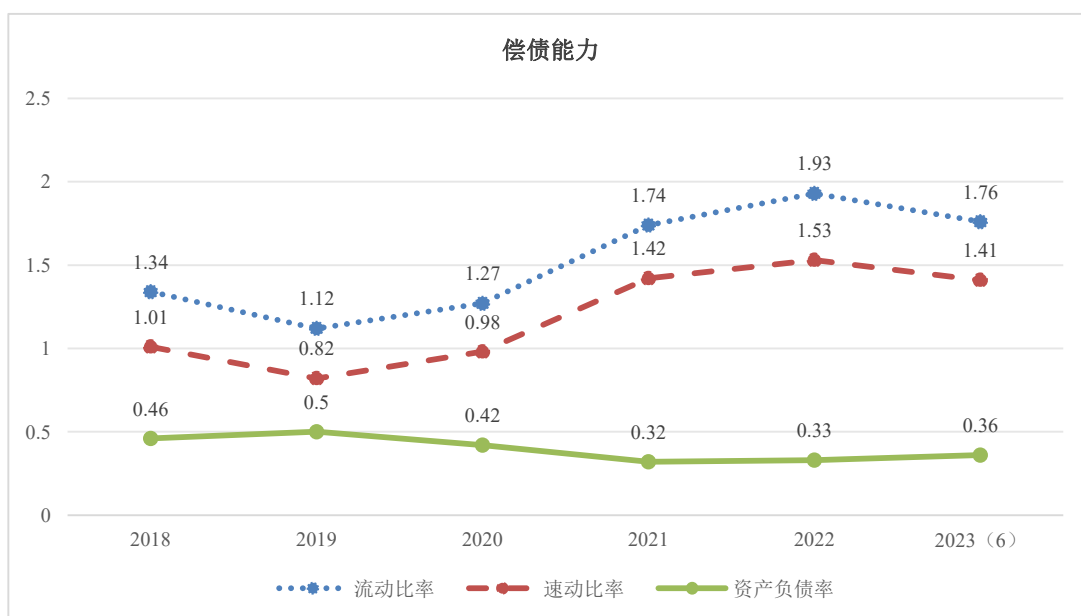


图2 康恩贝 2018 年-2023 年 6 月偿债能力分析

3.1.3 营运能力

由于医药集采和疫情的影响，康恩贝的很多产品在 2019 年产生滞销，这导致了巨大的库存压力以及在销售上位于被动的地位，使其当年存货周转率和应收账款周转率分别为 1.38 和 4.46 的历史低点。在混改后的 2020 年和 2021 年中，公司的组织架构经过调整并在国资方董事的要求下，加快应收货款的收回，这使得两项指标都回到了相对历史高点 2.54 与 7.24，说明公司之前积压的一些商品库存和部分尚未收回的应收账

款得到了解决。2018—2021 年期间，公司的总资产周转率较为稳定，但之后却急剧下降，2023 年 6 月仅为 0.34，仅约为 2018 年的一半。这一方面是因为公司最近几年的营收不太理想，另一方面也反映出公司运营方面存在低效、浪费的现象，省国贸集团在混改后也没有重视这方面的问题，对公司当前的生产环节的调研不够充分，后续也没有一些加强对资产管理的操作，使得公司资产的利用率偏低。

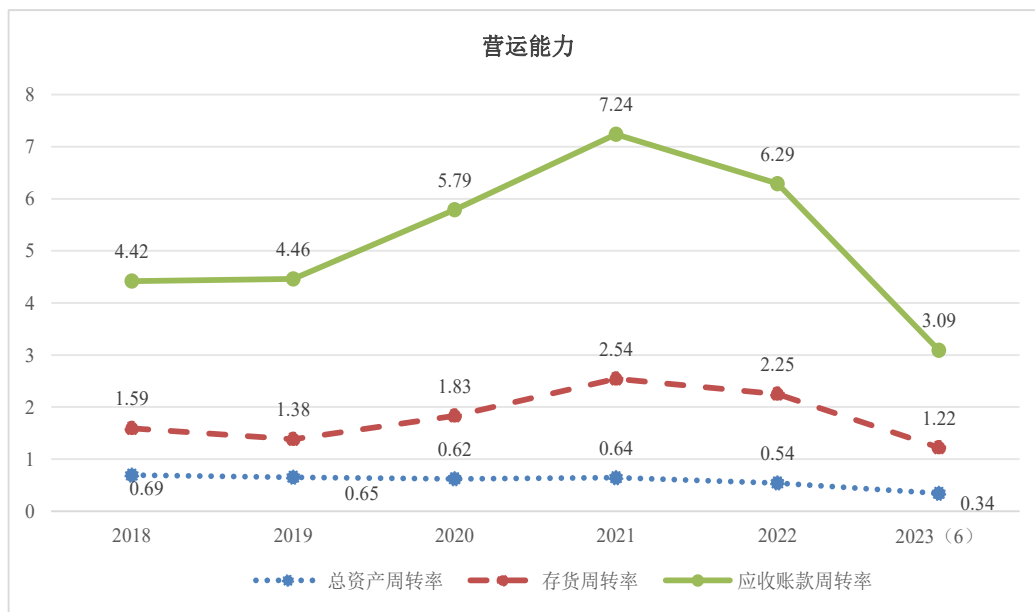


图 3 康恩贝 2018 年-2023 年 6 月营运能力分析

3.1.4 成长能力

由图 4 可知，2018—2023 年 6 月，康恩贝的主营业务收入增长率以及总资产增长率的波动较小，且二者的变化趋势也类似。但净利润增长率在 2021 年达到 3.43 的高点，2022 年却跌到了-0.78。公司对于 2021 年净利润大幅增长的解释为 2021 年底转让子公司珍视明 42% 股权所带来的大额投资收益，说明混改对于康恩贝的成长能力影响有限。

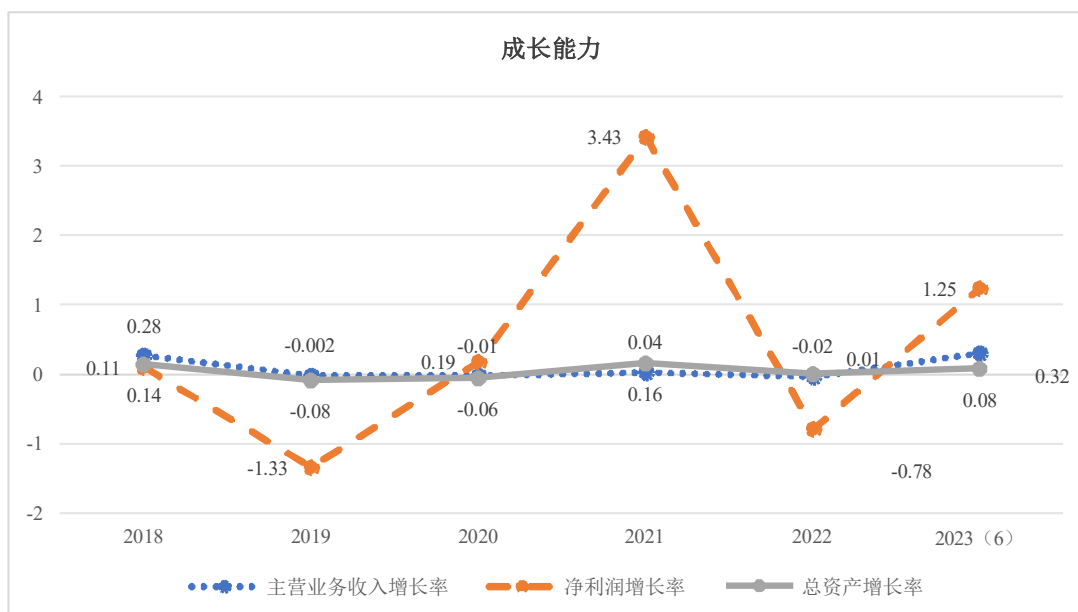


图 4 康恩贝 2018 年-2023 年 6 月成长能力分析

3.2 非财务指标分析

3.2.1 优化公司治理

混改前的康恩贝股权结构呈现“一股独大”的特点，但混改后，浙江省中医药集团的加入打破了康恩贝股权一家独大的局面，并取而代之成为控股股东，胡季强及其实控的康恩贝集团为第二大股东。康恩贝股权结构呈现出股权多元化景象，为后续公司管理结构的优化打下了基础，如表 2 所示。

表 2 康恩贝混改前后大股东持股比例

股东名称	混改前			混改后		
	胡季强	浙江省中医药集团	康恩贝集团	胡季强	浙江省中医药集团	康恩贝集团
持股比例 (%)	6.6	0	26.52	6.6	20	6.52

混改后的康恩贝在公司治理上最大的变化就是管理层，国有资本的代表们加入了董事会使得董事会结构发生本质上的改变。从董事会席位来看，浙江省中医药集团有 4 名董事，而康恩贝只有 3 名董事，后面加入了 4 位独立董事，因此在这方面来说国资方占据优势地位。康恩贝的董事长虽然还是原大股东胡季强，但此时公司的相关决策需要多方同意才得以实施，这不仅实现了股权制衡，保证了公司相关决策的合理性；而且有效防止了大股东的掏空以及合谋等危害利益相关者的行。康恩贝的新一届监事会主席由浙江省中医药集团任命，成员中有康恩贝代表也有新设置的职工代表，这样的管理结构既保障了大股东权利，又维护了利益相关方的权益，有效防止监事会进行利益包庇等行为，确保企业健康运行。混改后的监事会成员如表 3 所示。

表 3 康恩贝混改后的监事会成员

姓名	职务	代表方
胡季强	董事长,法定代表人,董事	康恩贝
罗国良	总裁,董事	康恩贝
应春晓	副董事长,董事	省国贸
袁振贤	副总裁,董事	康恩贝
谌明	副总裁,董事,财务负责人	省国贸
程兴华	董事	省国贸
汪洋	董事	省国贸
吴永江	独立董事	-
董作军	独立董事	-
刘恩	独立董事	-
吕久琴	独立董事	-
尹石水	监事会主席,监事	省国贸
吴仲时	监事	康恩贝
叶剑锋	职工监事	职工代表

3.2.2 拓宽资金来源

由于康恩贝前几年的迅速扩张，并购所需的资金由外部融资的方式筹集，这使得短期借款及长期借款剧增。2018—2019 年，康恩贝短期借款迅速超过债券的金额，成为其短期融资主要方式。长期多次大规模的融资策略，一是加重了康恩贝的融资负担，二是使得公司对高息的银行资金依赖加重。但康恩贝进行混

改引入国资后，不仅获得政府的大量资金支持，解决现金流危机；而且有了政府作为合作伙伴，银行等机构对公司的信赖度增加，降低了融资成本并且增加了融资额度，从而减小了公司的融资压力，为公司未来实施经营战略提供了充足的资金支持。自 2019 年后，康恩贝短期借款在大幅度下降，回归健康水平；2022 年，康恩贝成功与中国银行以远低于市场利率的 2.8% 超低利率获得短期融资；康恩贝银行授信总额度从 2019 年的 36 亿元上升至 2021 年的 49.43 亿元。

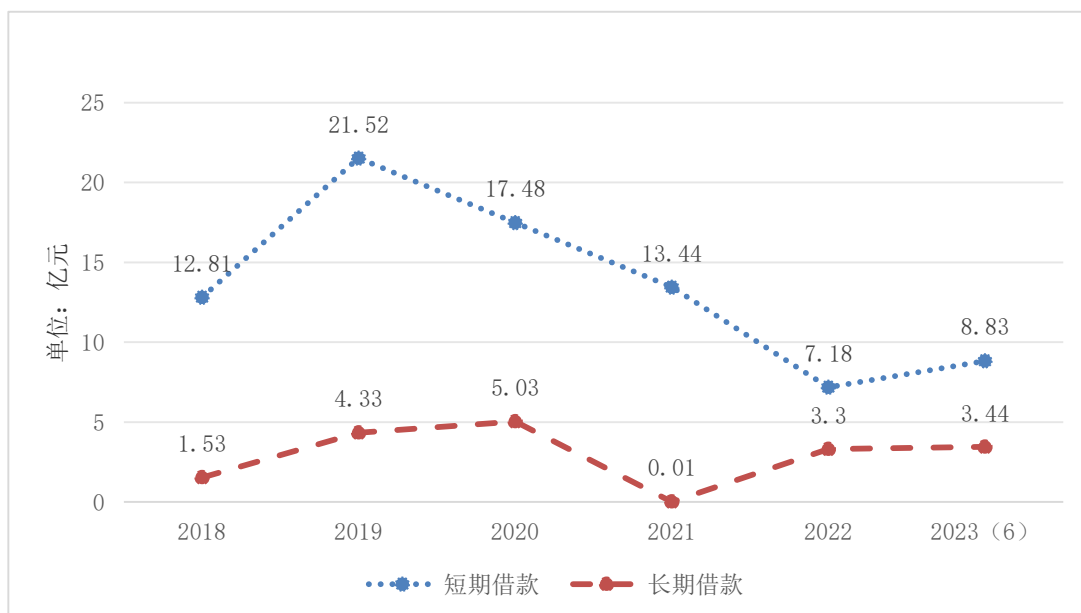


图 5 康恩贝 2018 年-2023 年 6 月短期借款和长期借款分析

3.2.3 增强创新能力

康恩贝引入浙江省中医药集团后，在其资金的支持下，公司加大对大品牌、大品种创新药的研发投入。如图 6 所示，康恩贝在 2021 年混改期间的研发费用增加了 0.18 亿元，比上期增长 9.73%。研发费用占营业收入的比例在 2018-2022 这五年间不断增加，于 2022 年达到 3.27% 的高点。

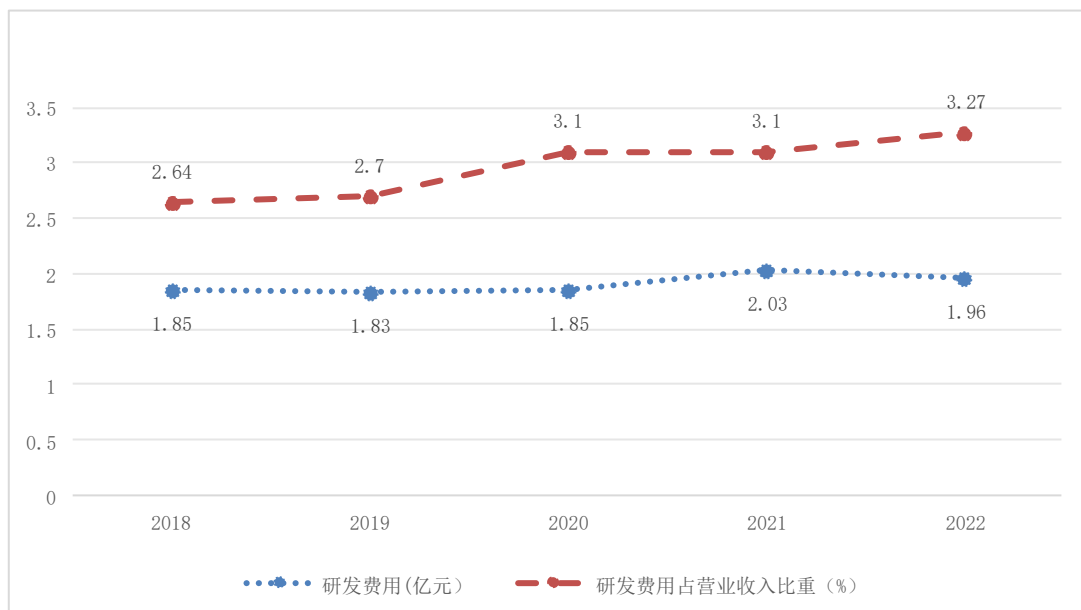


图 6 康恩贝 2018 年-2022 年研发投入变化情况

从授权专利总数看，2018-2019 年康恩贝年均专利授权数为 242 项，混改当年该指标首次突破 300 项大关，达到 320 项，2021 年增幅虽有所缩小，但相比混改前，仍具备数量优势。此外，康恩贝混改后进一步聚焦到更具有技术含量的发明专利上，2020 年新增发明专利 11 项，其中国际专利申请受理 1 项。截至 2022 年，康恩贝累计拥有 196 项发明专利。

表 4 康恩贝 2018-2022 年专利成果产出情况 单位：项

	2018	2019	2020	2021	2022
发明专利	163	170	181	188	196
新增发明专利	3	7	11	7	8
授权专利总数	239	290	320	339	364

4 结语

康恩贝通过“逆向混改”改善了经营状况，资金压力以及公司管理等问题。在公司治理问题上，康恩贝股权结构得到了优化，改变了其一股独大的股权结构，董事会和监事会人员进行了更新迭代。从财务绩效来看，康恩贝的偿债能力，营运能力和成长能力在混改后得到显著提升，盈利能力的提升虽然微乎其微，但超过医药行业的平均水平。从研发能力上看，康恩贝在混改后的研发投入增加，混改当年新增发明专利 11 项，与前几年相比提升较大。因此，康恩贝引入国资进行“逆向混改”的效果就目前来说还是较好的。

参考文献

- [1] 曹越,孙丽,郭天泉等.“国企混改”与内部控制质量:来自上市国企的经验证据[J].会计研究,2020,(08):144-158.
- [2] 丁华,杨莹.混合所有制改革对企业财务绩效的影响——基于内部控制质量的中介效应[J].会计之友,2022(22):136-143.
- [3] 李向荣;张洪宝.混合所有制改革与国企绩效提升——兼论国企的二次混改[J].经济问题,2021,(12):120-127.
DOI:10.16011/j.cnki.jjw.2021.12.018
- [4] 刘莉,任广乾,孙丰铭.混合所有制改革、国有股比例与企业价值[J].经济体制改革,2021,(01):100-106.
- [5] 苏子豪,贾荟宁,杨东赫.混合所有制改革降低国企债务资本成本了吗? [J].投资研究,2023,42(08):30-52.