



在中国企业走出去的浪潮中，严格的并购规则预示着更好的结果

随着中国企业在境外开展收购交易的数量越来越多，他们逐渐认识到细节决定成败，一些关键的细微差别能够助力交易取得成功

作者：梁霭中、周浩、蔡晴

梁霭中先生是贝恩公司全球合伙人、亚太区兼并购业务主席，常驻上海分公司；**周浩**先生是贝恩公司全球合伙人、大中华区兼并购业务主席，常驻香港分公司；**蔡晴**女士是贝恩公司全球合伙人，常驻多伦多分公司。

在中国企业走出去的浪潮中，严格的并购规则预示着更好的结果

内容概览

- ▶ 中国企业利用境外并购来获取能够帮助他们制胜国内市场或者在海外特定行业获得领导地位的能力
- ▶ 2015-2017年，中国占亚太地区境外并购交易的比例超过40%，但是在2018年上半年这一比例有明显下降
- ▶ 以GDP占比衡量，中国的海外并购支出仅为日本的一半
- ▶ 中国企业在海外并购方面的经验越来越丰富，他们的关键能力也日益发展成熟，例如制定清晰的投资主题、尽职调查以及并购后整合

中国企业的境外并购目前正处于第三阶段。在第一阶段，绝大多数境外并购交易为获得自然资源储备，第二阶段主要是引进品牌、技术以及其他能力，中国企业能借此提升自身在国内市场的业务地位。如今进入第三阶段后，中国企业在着手展开境外并购时，通常旨在帮助自身实现制胜国内和输出海外市场的双重目标，在支持自身提升国内竞争地位的同时，为全球扩张做好准备，特别是在其他发展中市场（图1）。

在最新阶段，借助境外并购，中国企业得以在巴西、印度和印度尼西亚等国获得公用事业、建筑和互联网业务的市场份额，并将继续保持良好的发展势头。但是，2018年上半年境外交易总额为220亿美元，较2017年同期的567亿美元和2016年上半年的1187亿美元大幅下降。

贝恩认为，并购交易的减少受到诸多因素的影响，包括货币贬值、以及企业对于中美贸易摩擦可能会对国内企业盈利及其在美国市场发展机会产生不利影响的担忧。此外，对美国、德国、澳大利亚和其他市场的投资限制以及中国政府对境外投资的严加管控，均对并购交易产生了不利影响。

尽管2018年上半年交易数量有所下降，但根据贝恩的分析，中国在2015-2017年的境外并购活动占亚太地区活动总数的比例超过了40%，而且以获得全部和控股股权为目标的交易数量大幅增加（图2及附录）。具体来说，2016-2017年（第三阶段）目标获得100%控股权的中国境外交易的数量比2013-2015年（第二阶段）的数量翻了一番，目标获得50%至100%所有权的交易数量增加了三倍多。

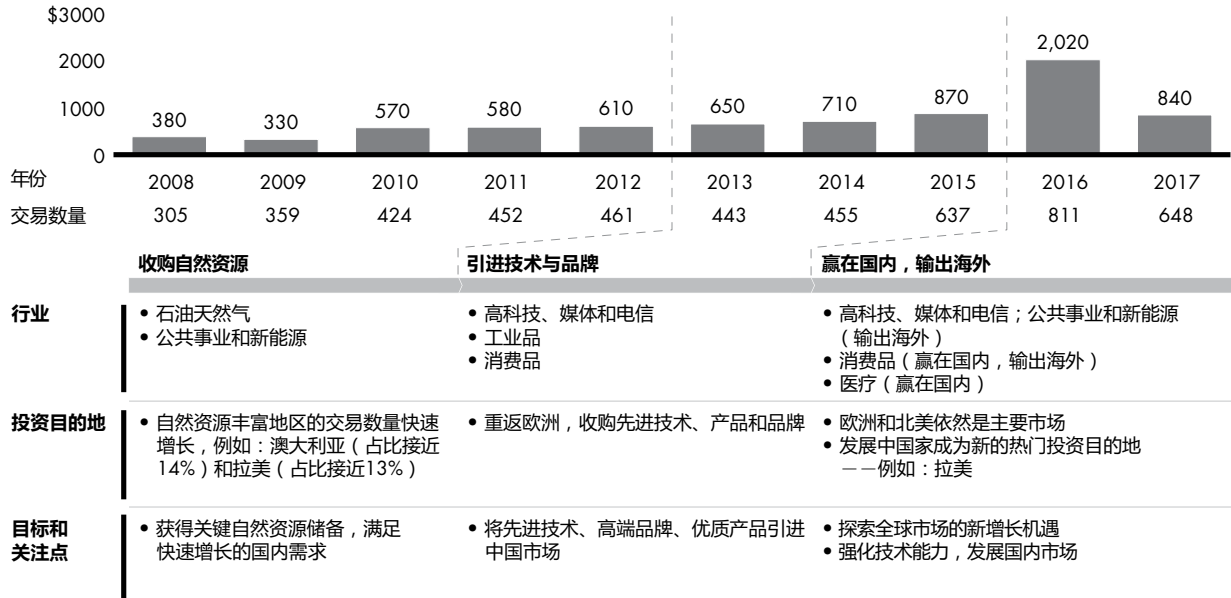
另一个重要演变是私营企业完成的境外收购数量的增长速度远快于国有企业。我们预计，由获取新能力和进入全球市场两大目的推动的境外并购将在短期内取得强势发展（图3）。另外，中国企业还拥有着大量的境外并购机会。经统计，以GDP占比衡量，中国的海外并购支出仅为日本的一半。

在向通过并购实现“赢在国内、输出海外”的目标转变过程中，新的、更复杂的成功法则也随之而来。一些企业的并购交易已面临很大的挑战，即将变成供他人借鉴的警示录。中海油在收购上游自然资源方面投入过多，低估了油价波动带来的风险，最终以151亿美元的高价收购加拿大石油和天然气生产商尼克森。中国移动在2007年以4.6亿美元收购巴基斯坦第五大电信运营商

在中国企业走出去的浪潮中，严格的并购规则预示着更好的结果

图 1: 中国的境外并购正处于第三阶段——赢在国内，输出海外

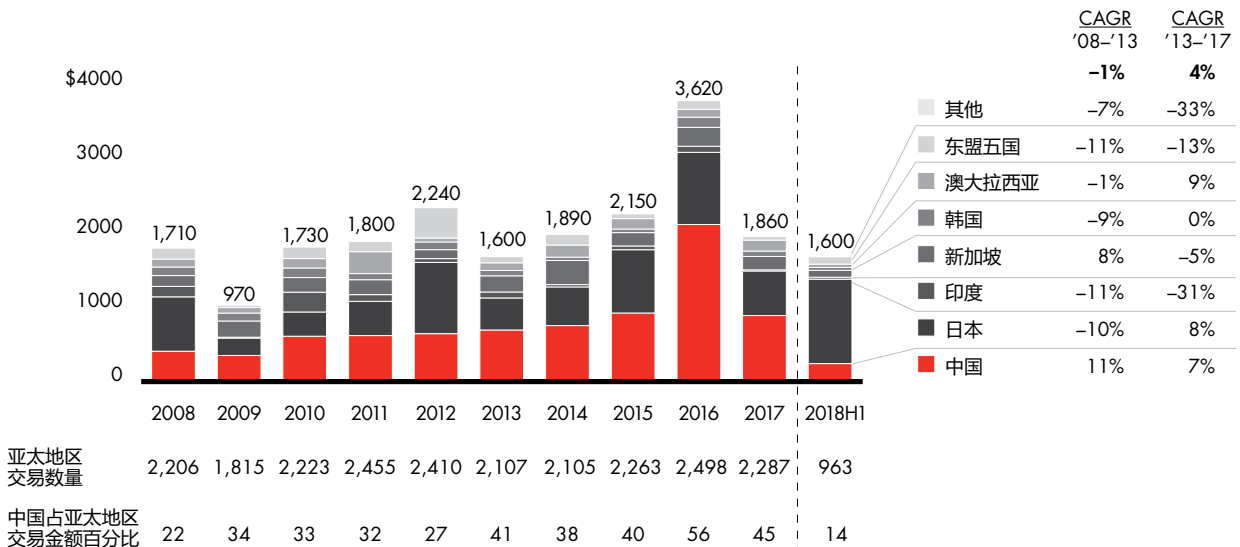
中国境外战略并购交易金额（亿美元）



注：交易金额仅包括已经公布的交易金额，而交易数量则包括所有发生的交易
资料来源：Dealogic；贝恩分析

图 2: 2015-2017年，中国占亚太地区境外并购交易的比例超过40%，但是在2018年上半年这一比例有明显下降

亚太地区境外战略并购交易金额（亿美元）



注：交易金额仅包括已经公布的交易金额，而交易数量则包括所有发生的交易；澳大利亚指澳大利亚、新西兰和巴布亚新几内亚；东盟五国指印尼、马来西亚、菲律宾、泰国和越南
资料来源：Dealogic；贝恩分析

在中国企业走出去的浪潮中，严格的并购规则预示着更好的结果

Paktel时，由于缺少明确的投资主题等多种原因，导致收购的效果不甚理想，且中国移动后续认识到潜在协同效应十分有限。此外，收购方还高估了Paktel的估值，并且未能发现基础设施建设成本昂贵等当地市场独有的特征。

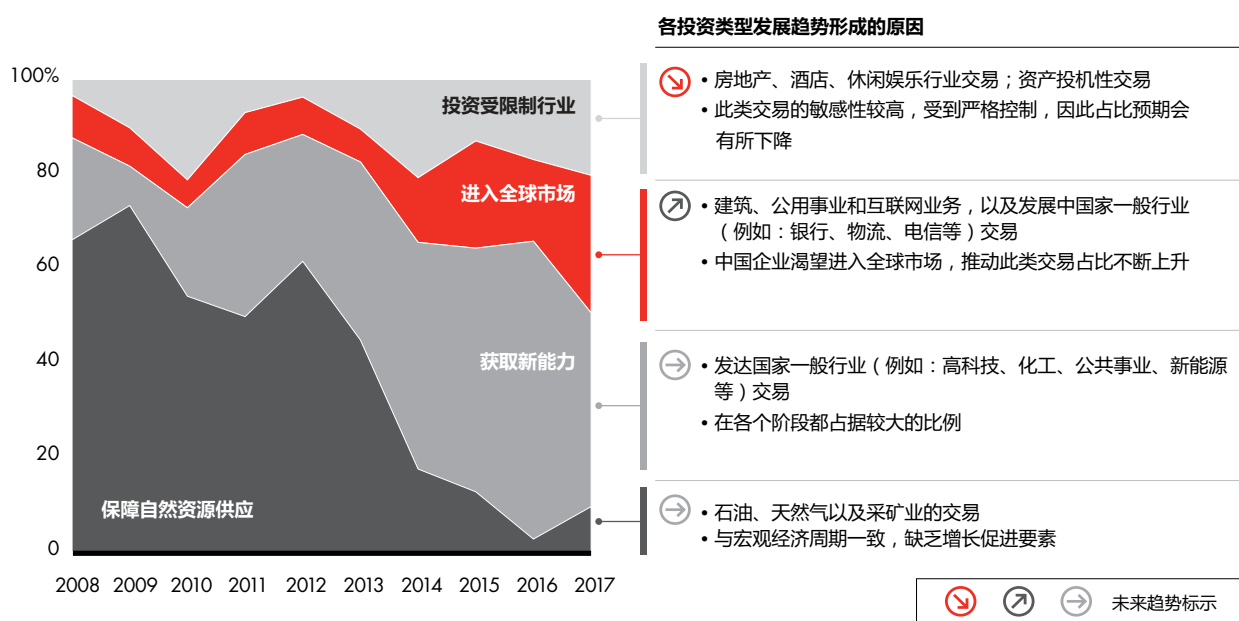
不过，越来越多的中国企业如今认识到如何通过应用更严格的收购规则来避免此类错误。例如，在上海复星医药隶属的集团公司于2015年收购美国生物制药公司Ambrx后不久，复星为Ambrx任命了新的首席执行官和首席科学官，两人均具有丰富的美国和中国市场经验，并且能够灵活应对处理大多数境外交易中常见的跨国文化问题。战略性地利用此次交易增强两家公司的新产品研发能力是此次交易中的重要考量因素之一。复星为Ambrx提供研发资源（财务和临床试验基地），同时通过能力共享从Ambrx公司获益。

让我们看看其他两家中国境外并购的新领军企业是怎么做的呢？

网约车公司滴滴出行在境外并购的前两个阶段表现出异乎寻常的谨慎态度。公司在投资主题中阐明了充分的战略原因，然后进行了严谨的尽职调查。

图 3: 在获取新能力和进入全球市场两大目的推动下，预期境外并购在短期内能取得强势发展

中国境外并购交易金额（按投资类型划分）



注：交易金额仅包括已经公布的交易金额
资料来源：国际货币基金组织；Dealogic；贝恩分析

在中国企业走出去的浪潮中，严格的并购规则预示着更好的结果

在过去，许多中国收购企业认为必须完全掌控被收购公司的管理层，或是至少保持较高的影响力。但现在，领先公司采取了更成熟的方法。

滴滴首先制定了全球扩张战略，筛选目标扩张市场，做出并购决定，随后确定了潜在目标公司和清晰的投资主题。在选择巴西作为首个进入的国际市场前，首先进行了全面的尽职调查。滴滴利用内外部资源，评估了巴西共享出行公司99的业务管理能力，以及品牌知名度、用户基础、运营效率和政府关系。这轮评估为滴滴在2017年的试水铺平了道路：收购了99公司的少数股权，并建立了战略合作关系。严格的尽职调查和谨慎的并购方法有效地提高了初期投资的成功几率，在一年内，滴滴又出资10亿美元收购了该公司的剩余股份，为其进入墨西哥市场打下了良好的基础。

在中国境外并购的新发展阶段，另一个重大进步体现在投后管控力度。在过去，许多中国收购企业认为必须完全掌控被收购公司的管理层，或是至少保持较高的影响力。但现在，领先公司采取了更成熟的方法。例如，服装企业山东如意科技集团学会了使用更为宽松的管控模式。根据董事长邱亚夫的理念，如意在被收购公司的董事会占据席位，审批年度和协同目标，而且通常会保留品牌管理团队。接下来，这家快速增长的服装公司着手把收购的品牌引入中国市场，通过全渠道推广（尤其依赖天猫），协助品牌扩张至二三线城市和其它亚洲市场。

上述方法适用于如意的大部分并购项目，但在不同情况下，需要采用更有力的整合方法。比方说，在发达市场收购一家科技公司，并将技术带回中国。

除了缜密的并购整合之外，如意还建立了系统化的方法，在积累并购经验的同时稳步发展其业务。如意首先收购了日本和韩国的小型时尚品牌，试验和学习如何把这些品牌带到中国。随后收购了欧洲轻奢品牌，比如法国SMCP。在这些收购收到满意的效果后，又收购了瑞士Bally等更高端的奢侈品牌。如意总计投资了50多亿美元，建立了一个强大的服装品牌组合。

此外，如意通过多种方式提高市场预期。比如，利用先前收购的Renown等时尚品牌的网络，协助SMCP扩大其销售网络。作为一家棉纺生产企业，它帮助SMCP获得更优惠的采购条件，稳定了生产。这种系统化的方法对于如意非常有效，成为全球前三的时尚集团，成为中国的LVMH一直都是如意的梦想，而它现在正在快速向这个目标迈进。

在中国企业走出去的浪潮中，严格的并购规则预示着更好的结果

致胜模式

滴滴、如意和其它领军企业树立了中国境外并购的新标准，改写了成功法则。我们注意到了三个方面的变化。

更多的中国收购企业寻求一定的交易频率和规模。一项基本法则没有改变，贝恩从以前的广泛并购调查中发现，只有当并购交易达到一定频率和规模时，才能为企业创造最大价值，任何地方的企业都是如此。这一发现在贝恩对不同行业和地区的后续研究中均得到了验证。中国收购方企业也正在认识到这一点。

我们对2013-2017年开展过并购交易的700家中国公司进行了绩效分析。这些公司的平均股东总回报（根据股价变化和现金股息计算得出）为11.6%（图4）。经常进行规模性并购的企业，也就是我们所说的“登山家”，表现更为出色，平均股东总回报高达18.6%。这样的公司包括健合集团、七星云集团、携程和山东如意科技集团。登山家们从每一次的并购中学习经验教训，并借鉴到以后的并购中。

收购双方应该共同制定整合方案，这点非常重要。正是意识到了这一点，医学影像公司迈瑞医疗在收购美国Zonare公司之后，组建了一支整合管理团队，中美双方代表各占一半，这个措施有效地推进了整合执行。同样地，健康产品公司健合集团学到的是，应该招募具有全球经验的专业并购人才，关注收购品牌之间的渠道和分销协同效应。得益于此，健合集团在2012-2017的年化股东总回报达到了18%。

更多的中国收购企业建立了可复制的境外并购模式和成熟的能力。山东如意集团树立了可复制境外并购模式的标准。公司原本是一家地区性的毛纺、棉纺和服装生厂商。从2010年起，在一个专业团队的帮助下，如意收购了10多家公司，围绕纺织和服装产业链进行整合。比如收购澳洲上游企业Lempriere Wool，确保高端原材料的供应，引入棉纺技术。通过并购上游企业，如意也提高了在棉纺技术方面的声誉，在全球高端市场赢得更多份额，为进一步渗透奢侈品牌发挥重要作用。

此外，如意收购了下游服装和时尚企业（比如英国Aquascutum品牌和香港利邦品牌），从而扩展在中国的渠道，并提高知名度，确保在每次收购中汲取的经验教训，可以复制到未来的收购中。如意的可复制模式包括与第三方合作开展尽职调查，聚焦整合协同效应，无论是在供应链还是市场领域。可

有一点是不变的：并购只有达到一定频率和规模时，才能为企业创造最大价值，世界任何地方的企业都是如此

在中国企业走出去的浪潮中，严格的并购规则预示着更好的结果

复制模式的主要特点是保持被收购公司的运营模式大体不变，并留住关键员工。这个模式的效果十分显著：凭借频繁并购的战略，如意的股价在过去五年翻了一倍。

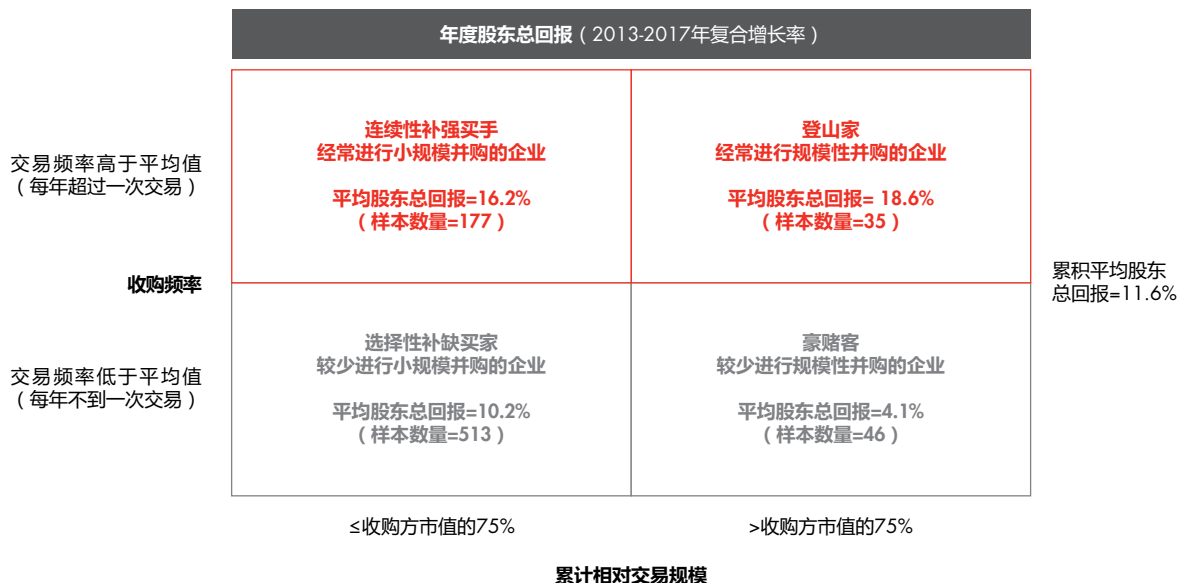
越来越多的中国企业开始提升自己的兼并购能力，以便在进入全球市场时能够应对复杂的环境。

其中领军企业表现得尤为突出，即使在面对不同类型交易愈发复杂的要求时也游刃有余。一般来说，境外并购交易按照目的来分有四种类型：收购自然资源；引进技术和品牌；进入发展中国家市场；帮助进入发达国家市场。不同类型的交易所要求的能力也大不相同，企业需要提升各方面能力来应对不同的需求。

让我们来看看两个极端的例子：收购发展中国家的自然资源通常需要相对水平较低的商业尽职调查，也无需很大的整合力度；而收购发达国家的技术并将其带回中国则完全相反：首先需要进行尽职调查来确定这项技术在中国是否有市场；收购完成后，将一家发达国家的企业整合至中国也是一个充满挑战的过程，其中一大挑战便是关键人才的流失。

国有企业华润集团在将收购的放射治疗中心带入中国时就曾遭遇这样的情况。一开始华润集团也深知过程不会简单：首先它要分析这些治疗中心在中国的市场潜力，当尽职调查结果表明潜力巨大之后，华润集团随即开始寻找目标，最终与澳大利亚银行麦格理集团合作，以约7亿美元的价格收购了GenesisCare公司。然而收购完成之后华润集团却面临着一个巨大的挑战：即需要制定一个能够同时让澳大利亚管理层、中国股东和董事会满意的收购后价值创造方案。

图 4: 与全球研究发现相一致，境外并购只有达到一定频率和规模时才能为中国企业创造最大价值



注：样本数量 = 771家企业；交易数量包括2013-2017年所有国内和境外战略性交易；累计相对交易规模=2013-2017年各年份交易规模与各年份前一年年底市值相对值的总和
资料来源：Capital IQ；Dealogic；贝恩分析

在中国企业走出去的浪潮中，严格的并购规则预示着更好的结果

在全球市场中，交易后整合的重要性越来越高，交易能否成功也取决于能否建立一套合适的治理架构以及能否将关键和非关键职能部门整合区分开来。当迈瑞收购Zonare公司的时候，它整合了供应链和销售渠道两大关键职能部门，对于重要性不如业务部门的后勤部门，迈瑞只是选择性地进行了整合。

越来越多的企业选择范围交易（即收购目标与收购方业务有关联但也有区别，此类交易可以帮助收购方进入新的市场、产品线或渠道）而不是规模交易（即收购目标和收购方业务重合度较高，此类交易可以帮助收购方扩张现有业务）。范围交易执行起来有些棘手，因为对于企业来说，传统的并购整合指导方针往往不再有用，需要收购方跳出条条框框，另寻他法（例如，选择性地整合重要的部门）。同样，管理多样化业务组合也比管理传统规模化企业难度要大。不过对于采用了正确的可复制模式的中国企业来说，范围交易可能实现非常不错的成果，即一段时间内更快的增速、更高的股东回报。

中国境外并购市场能否持续繁荣，取决于中国企业是否继续渴望通过并购获取新能力以强化他们在国内市场上的地位并在海外市场取得增长，从而确保在行业内的领先地位和竞争优势。在建立可复制模式的同时，中国企业还需着眼未来。无论在中国，还是其他地方，企业想要实现成功的境外并购，必须紧跟不断变化的全球市场环境及时调整、改变自身的兼并购战略。

首先需要进行尽职调查来确定这项技术在中国是否有市场；收购完成后，将一家发达国家的企业整合至中国也是一个充满挑战的过程，其中一大挑战便是关键人才的流失。

在中国企业走出去的浪潮中，严格的并购规则预示着更好的结果

相关文章：贸易摩擦时期的兼并购

《贸易摩擦让中国企业在美国的兼并购数量缩水一半》、《美中贸易局势紧张之际，高通放弃收购恩智浦交易》……每天媒体上的标题似乎都在透露一个消息：日趋紧张的贸易关系正在损害中国境外并购的未来。

世界上最大的两个经济体之间的紧张关系让中国企业不得不采取措施。我们经常听到的一个问题就是：我应当如何规划未来？答案分为两部分：短期战术性应对措施和长期战略性应对方法。

可以想象，在不久的将来并购美国企业的计划可能要搁置一段时间。比如：各行业的企业逐渐发现有必要获取技术能力来满足日趋增长的数字化颠覆技术需求。很多企业转向美国之外的欧洲和其他发达国家寻求适合的技术能力收购目标，以此作为短期的应对方案。但是，企业在制定兼并购战略时需要保持长远目光。就长期来看，中国企业需要坚持到底，针对不同场景来做出必要调整，在可能出现贸易摩擦的时间段内制定不同的应急方案。

在中国企业走出去的浪潮中，严格的并购规则预示着更好的结果

附录：中国企业在哪并购？

我们将中国企业海外并购分为三大阶段：第一阶段是2008至2012年（大多数交易为收购自然资源），第二阶段是2013至2015年（交易重点是输入技术和品牌），第三阶段是2016至2017年（交易重点是“赢在国内和输出海外”）。在对比了三个阶段700多笔交易后，我们有了如下发现：

医疗行业的境外并购增长尤为迅速。2016至2017年，医疗行业境外并购交易金额较2013至2015年增长了217%，达到所有行业平均增速的两倍以上。消费品和零售行业的境外并购交易金额增长135%。同时，医疗行业境外并购交易数量在增长了124%后也冠绝所有行业；高科技/媒体/电信行业的交易数量也有85%的增长（图5）。

欧洲和北美地区是中国企业境外并购最大的投资目的地，在交易金额和交易数量上两个地区都处于领先地位。拉美地区正在迎头赶上，现阶段该地区的交易金额增长了105%。

2008至2012年，无论是在发达国家还是发展中国家，石油天然气和采矿业都中国企业最大的收购目标（图6）。现在，这些资源型收购仅占中国境外并购的一小部分。2016至2017年，中国企业在发达国家市场的主要收购目标集中在高科技/媒体/电信、化工、消费品和零售等行业；而在发展中国家，中国企业并购最多的是公共事业和新能源领域的企业。

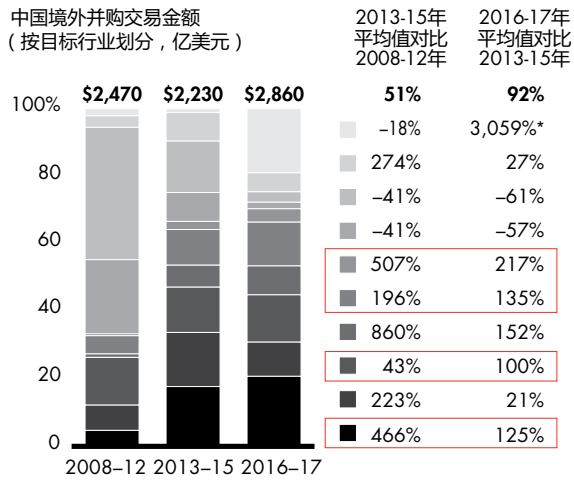
以控股为目的的交易数量在增多。2016至2017年，全部股权交易的数量增长了两倍有余；50%-100%股权交易的数量也增长了三倍还多；私营企业境外并购交易金额增速高于国有企业，在未来也会继续贡献更多的交易。

发达国家和发展中国家市场在交易类型上的差别越来越大。在发达国家中的收购交易大约有一半是范围交易，即可帮助收购方进入新市场、产品线或渠道的交易。相比之下，发展中国家的交易多为规模交易，即可帮助企业扩展现有业务的交易。领先的收购方根据交易类型量身定制兼并战略、尽职调查和整合方法。

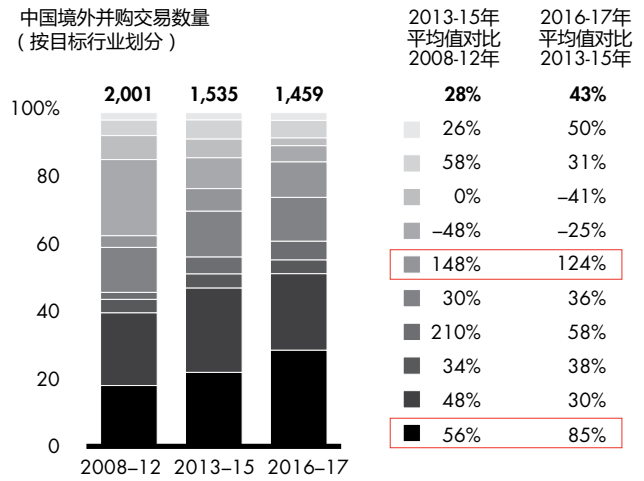
在中国企业走出去的浪潮中，严格的并购规则预示着更好的结果

图 5: 高科技、媒体和电信，公共事业和新能源，消费品和零售以及医疗行业引领增长

2017年，医疗行业境外并购交易金额增长217%



高科技、媒体、电信，医疗，化工行业的交易数量超过行业平均值

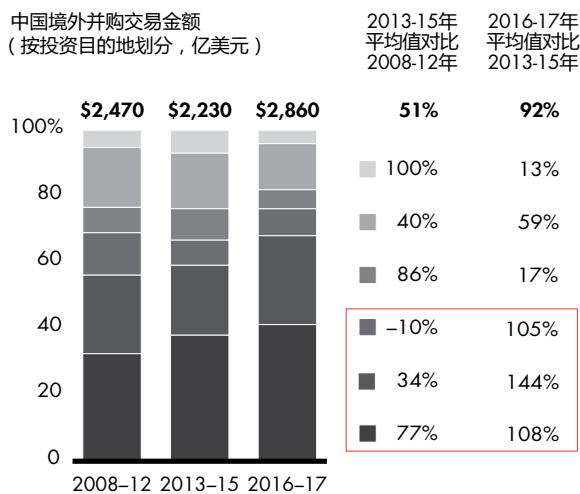


■ 高科技/媒体/电信 ■ 工业品 ■ 公共事业和新能源 ■ 房地产和服务 ■ 消费品和零售 ■ 医疗 ■ 采矿业 ■ 石油天然气 ■ 金融服务 ■ 化工

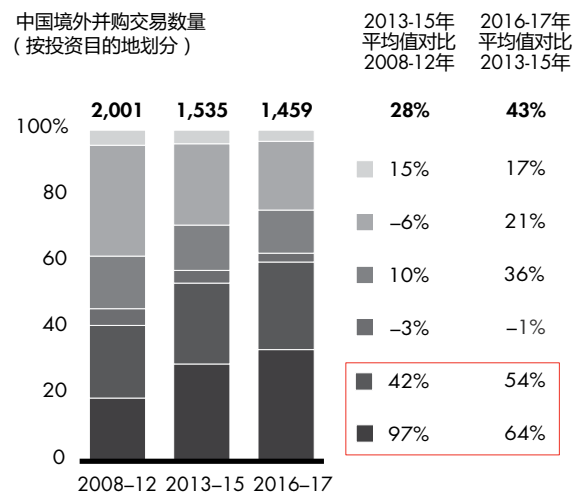
注：*表明2016年有一桩大交易且原本的基数较小；交易金额仅包括已经公布的交易金额，而交易数量则包括所有发生的交易
资料来源：Dealogic；贝恩分析

图 6: 欧洲和北美是最大的资本投资目的地，但拉美和其他发展中地区正在迎头赶上

2017年，欧洲和北美地区交易金额增长最快.....



.....交易数量也同样如此



■ 欧洲 ■ 北美 ■ 拉美 ■ 东南亚 ■ 亚太其他地区 ■ 非洲和中东

注：交易金额仅包括已经公布的交易金额，而交易数量则包括所有发生的交易
资料来源：Dealogic；贝恩分析

在中国企业走出去的浪潮中，严格的并购规则预示着更好的结果

在中国企业走出去的浪潮中，严格的并购规则预示着更好的结果

Shared Ambition, True Results

贝恩公司是一家全球领先的管理咨询公司，致力于为全球各地的商界领袖提供咨询建议。贝恩公司专注于为客户提供战略、运营、组织、兼并收购以及信息技术等方面的咨询服务。

我们针对每个客户的自身问题度身定制切实可行的方案，并在合作过程中向客户传授相关技能以确保变革顺利贯彻。贝恩公司成立于1973年，目前在全球36个国家设有57个办事处。我们具备深厚的专业知识，客户亦来自各个行业和经济领域。贝恩公司客户的业绩超出市场平均水平四倍之多。

是什么使我们在竞争激烈的咨询行业中脱颖而出

贝恩公司坚信管理咨询公司发挥的作用不应局限于提供建议方案的范畴。我们置身客户立场思考问题，专注于建议方案的落地。我们基于执行效果的收费模式有助于确保客户与贝恩的利益捆绑，通过与客户通力合作，以发掘客户的最大潜力。我们的战略落地/变革管理®（Results Delivery®）流程协助客户发展自身的能力，而我们的“真北”（True North）价值观指导我们始终致力于为我们的客户、员工和社会实现目标。

贝恩公司大中华区

1993年，贝恩公司成为在北京成立办事处的首家全球管理咨询公司，目前拥有北京、上海和香港三个办事处。贝恩公司在华的业务规模遍布40多个城市，涉及30多个行业。贝恩公司大中华区咨询团队已近两百人，兼具丰富的国内及国际工作经验。



欲了解更多信息，请查询 www.bain.cn 或关注微信/微博/知乎号：



阿姆斯特丹·亚特兰大·曼谷·北京·班加罗尔·波士顿·布鲁塞尔·布宜诺斯艾利斯·芝加哥·哥本哈根·达拉斯·迪拜·杜塞尔多夫·法兰克福
赫尔辛基·香港·休斯顿·伊斯坦布尔·雅加达·约翰内斯堡·吉隆坡·基辅·拉各斯·伦敦·洛杉矶·马德里·墨尔本·墨西哥城·米兰·
莫斯科·孟买·慕尼黑·新德里·纽约·奥斯陆·帕洛阿尔托·巴黎·帕斯·里约热内卢·罗马·圣弗朗西斯科·圣地亚哥·圣保罗·首尔
上海·新加坡·斯德哥尔摩·悉尼·东京·多伦多·华沙·华盛顿·苏黎世·利雅得·多哈