



借力并购，赢来转机

浅析八大并购案例的成功经验



波士顿咨询公司（BCG）是一家全球性管理咨询公司，是世界领先的商业战略咨询机构，客户遍及所有地区的私人机构、公共机构和非营利机构。BCG与客户密切合作，帮助他们辨别最具价值的发展机会，应对至关重要的挑战并协助他们进行企业转型。在为客户量身定制的解决方案中，BCG融入对公司和市场态势的深刻洞察，并与客户组织的各个层面紧密协作，从而确保我们的客户能够获得可持续的竞争优势，成长为更具能力的组织并保证成果持续有效。波士顿咨询公司成立于1963年，目前在全球50个国家设有90多家办公室。欢迎访问我们的网站：www.bcg.com了解更多资讯。

借力并购，赢来转机

浅析八大并购案例的成功经验

范乐思 (LARS FÆSTE)

IB LÖFGRÉN

TUUKKA SEPPÄ

JONAS CUNNINGHAM

NIAMH DAWSON

DANIEL FRIEDMAN

RÜDIGER WOLF

并购绝非易事，特别是当交易涉及到业绩欠佳、亟待扭亏为盈的资产时。无论是因为枝节问题还是全面危机，平均约有40%的并购需要实现业绩扭转的目标。由于目前市场上的并购估值水平处于历史高位，企业必须支付更高的价格才能达成交易。面对这种局势，领导者需要采取一种高度结构化的方法来加大自己的胜算。

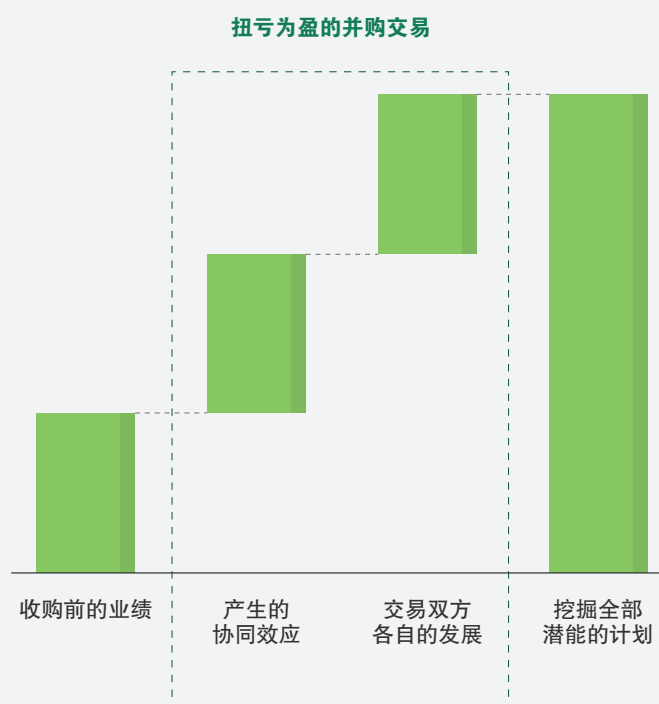
最近，我们分析了一些成功扭亏为盈的大型并购案例——这些交易的目标企业就营收而言至少是买方企业的一半，但利润率却比行业中值至少低30%。我们的关键发现是：这些大型并购交易可以跟那些无需扭亏为盈的小型并购交易一样成功。然而，从结果上看，前者存在更大的变数。换言之，大型并购交易的风险更大，潜在回报也更高。至关重要的是，我们通过分析总结出了让并购交易为企业赢来转机的四大秘诀。

1. 买方企业利用“挖掘全部潜能”的方法找出所有可能改进的领域。这种方法并非仅仅对目标企业进行简单整合以实现最显而易见的协同效应，而是致力于改善目标企业现状，全方位实现协同效应，同时借机对收购方进行必要的升级（参阅下图）。

2. 此类买方企业对并购将如何创造价值有着清晰的认识，他们通常会采取一种全方位的结构化方法：

- 首先通过速赢增加利润，为并购后整合提供资金支持，其中最典型的方式就是通过重组后台运营降低成本、提高效率。
- 随后，重心从削减成本转向促进增长，以取得中期成功。收购方重新规划投资组合，出售部分业务部门和资产，收购其他契合战略方向的资产。

挖掘全部潜能的计划包括交易双方的协同和提升



来源：BCG 分析。

- 最后一步是投资未来。收购方通常专注于开展数字业务，利用人工智能升级流程，投资研发以确保长期增长，并扩大企业利润。

3. 成功的收购者具备严密敏捷的执行力。早在交易落地之前，他们就着手规划蓝图，以保证在兼并后首日就可以开始实施，与并购后整合的核心要素以及扭亏为盈的项目无缝衔接。收购方尤其重视在计划中树立明确的时间表和目标，以保障关键的整合和改进步骤如期完成。在整个过程中，他们都尽可能快速地开展行动，把速度看作战友。此外，他们有足够的信心公布目标，并系统地汇报工作进展。

4. 成功的收购者会提前解决文化问题，重新定义企业的合作、责任落实和利润。文化往往难以量化或总结，但对于并购后塑造企业业绩又至关重要（参阅BCG于2016年1月发布的聚焦报告《Breaking the Culture Barrier in Post-Merger Integrations》）。

以下案例研究阐释了上述四个原则。这些案例明确地证明：凭借并购来扭转局势可能很艰难，但如果方法得当，也能为企业赢来重大机遇。

汽车：标致雪铁龙集团 + 欧宝

标致、雪铁龙、沃克斯豪尔和谛艾仕的母公司标致雪铁龙集团在2008年金融危机之后一直处于困境。企业超过三分之二的产品都销往欧洲市场，可后者的需求恢复起来尤为迟缓。在2012年和2013年分别亏损54亿美元和25亿美元之后，标志集团达成协议，分别以8.7亿美元的价格向中国东风汽车集团和法国政府各出售14%的股权。获得这笔资金后，标致集团在2014年启动转型计划。作为该计划的一部分，标致雪铁龙集团从通用汽车手中收购了欧宝（Opel），该品牌自1999年以来已累计损失约190亿美元。此交易于2017年8月达成。

转型计划蕴含着一个强劲的增长因素，即专注于强化品牌。通过减少在售车型的种类、提供更具吸引力的租赁服务（可能要归功于公司更加强大的金融服务能力）以及控制打折力度，集团开启了强大的销售攻势。成本效率是另一个重要因素。限制车型种类可以降低整个集团的复杂性，从而降低制造和研发的成本。在减少车型种类的同时扩大规模，可以简化采购流程并增强与供应商谈判时的话语权。

2018年上半年，转型计划持续发力，帮助欧宝恢复盈利，并带动整个集团的利润率节节攀升。

总体而言，标致雪铁龙集团的毛利率自2013年以来上涨了35%。同期，集团已经从亏损回升至6%的息税前利润率，与通用汽车等竞争对手齐头并进，并领先于现代和起亚。也许，最令人印象深刻的是该公司的市值增幅超过700%。总而言之，这次转型使标致雪铁龙集团重新成为全球业绩最佳的汽车制造商之一。



买方企业有着清晰的逻辑，严密敏捷的执行力，并未雨绸缪，提前着手文化整合。



筹集的资金使标致雪铁龙集团有能力从通用手中收购欧宝，并在一年内获利。

峰回路转之秘诀：标致雪铁龙集团通过筹集资金来启动转型计划。募集到的资金使其有能力收购通用汽车旗下的欧宝，迅速遏制住急剧飙升的财务亏损，并在收购后一年内开始盈利。

生物制药：赛诺菲 + 健赞

2009年，法国制药公司赛诺菲（Sanofi）正在酝酿一场收购。旗下许多产品的专利保护开始到期，该公司希望将重心从传统药物转向生物制剂。一个潜在的收购目标就是美国健赞公司（Genzyme）。

健赞公司在2000年至2010年间发展迅猛，但由于两个工厂在制药环节出现问题，导致生产停滞、产品组合中的关键药物出现短缺。健赞公司的销售额大幅下滑，美国食品和药物管理局对其开出了罚单，投资者们纷纷呼吁健赞公司整改。但该公司的许多特质仍然与赛诺菲的需求相匹配，其中包括利润丰厚且不存在专利断崖风险的罕用药业务，以及辉煌的创新历程。最终，赛诺菲斥资200亿美元收购健赞（折合每股74美元），这大致是健赞公司在出现生产问题之前的价值。

赛诺菲的管理层大刀阔斧，迅速采取行动：精简生产流程，开设新厂来应对药物短缺的问题，并简化运营以打破现有工厂的瓶颈。之后，赛诺菲将健赞公司的一些业务（包括肿瘤、生物外科和肾脏类产品）转到自家品牌旗下进行销售和推广。此外，赛诺菲对整个销售队伍瘦身，削减了约2,000人。

同时，健赞的研发线被并入赛诺菲，经过重新评估产品组合，有些研究项目被叫停，其他项目按新的优先次序重新排列。通过这些整合，健赞公司的成本下降约30%。此外，健赞公司的诊断部门被出售，欧盟和北美地区大约裁员8,000人。

这些举措立竿见影，卓有成效。总体而言，通过并购后的协同作用，企业削减了约7亿美元的成本。到2011年，该公司重回扩张模式，收入增长率达5%，并于2012年飙升至17%。虽然赛诺菲仅有约13%的收入来自健赞的产品，但这些产品已蓄势待发，有望带来强劲增长，它们让赛诺菲一跃成为罕见病治疗药物的全球领导者，并使其晋升为生物制剂市场的领军企业。

峰回路转之秘诀：赛诺菲在收购健赞公司时制定了一个大胆的目标，并以极快的速度重新进行战略定位，最终削减了成本，提高了营收。

健赞以极快的速度重新进行战略定位，最终削减了成本，提升了收益。

媒体：特许通讯公司 + 时代华纳有线 + 光明屋网络公司

2014年，占美国市场份额8%的有线电视运营商特许通讯公司（Charter Communications）发现自己在吸引多渠道订阅用户时面临激烈的竞争，这些用户不仅订购日趋重要的宽带业务，同时还捆绑订购各种服务。特许通讯公司危机四起，威胁不仅来自市场上其他多渠道视频供应商（包括直播卫星服务和大型电信公司），也来自互联网流媒体服务供应商，因为许多有线电视用户退订有线电视服务后，转而使用移动设备或其他设备来获取流媒体视频。

为了保住市场份额和利润，特许通讯公司于2015年斥资670亿美元收购时代华纳有线（Time Warner Cable）和光明屋网络公司（Bright House Networks）（分别占美国有线电视市场20.8%和3.6%的份额），进而大幅扩大用户群。此次收购使特许通讯公司成为美国第二大宽带运营商和第三大多渠道视频运营商。

交易达成后，特许通讯公司启动了大胆的转型计划，在三家公司的开支管理、产品开发、工程和IT等职能范围内实现大规模协同，并引入了统一的经营方式、定价和套餐标准。最重要的是，规模的扩大使该公司与内容供应商谈判时拥有更强的议价能力。通过扩大规模、提升销售和营销能力以及三家公司合体后带来更全面的有线电视信号覆盖，特许通讯公司展开了挖掘全部潜力的计划，不仅实现了协同，还加速了收入增长、产品开发和创新。这项计划改进了产品及服务，让定价决策更集中，运营更简化，进一步提升了企业的运营和资本效率。

特许通讯公司因此保持了并购前的增长势头和盈利能力。并购后，其收入以每年5.5%的速度增长，并于2017年达到420亿美元。此外，特许通讯公司在价值创造方面明显优于同行，从交易完成至2017年底，其年化股东总回报提升至289%。

峰回路转之秘诀：特许通讯公司在收购时代华纳有线和光明屋网络公司时采取了大胆的举措。管理层制定了全面计划以实现运营协同，并对新公司的产品和服务进行梳理。

工业设备：科尼 + 特雷克斯的MHPS业务

科尼公司（Konecranes）是一家全球工业和港口起重机设备和服务的供应商。几年前，为应对日益激烈的竞争，科尼竭力削减成本，谋求自身的有机增长。2016年，科尼公司收购了主要竞争对手美国特雷克斯公司（Terex Corporation）的物料搬运和港口解决方案（MHPS）业务。MHPS业务旗下有几类品牌能够与科尼公司的产品和服务实现互补，在技术和制造网络上也有很大程度的重合。

交易达成前，科尼拟定了雄心勃勃的挖掘全部潜能的计划，旨在通过降低成本和开创新业务，在三年内实现约1.6亿美元的成本协同。这意味着合并后的企业预期财务表现要提升70%。该计划涵盖了科尼和MHPS所有主要的业务和职能。

作为交易落地前规划的一部分，科尼的领导层设计了一套全面的转型计划，并购完成后即刻启动。该计划详实全面，涵盖了所有业务部门和职能：

- 通过增加销量来减少采购支出
- 整合服务网点
- 统一技术标准和平台
- 关闭部分生产基地

特许通讯公司制定了全面计划以实现运营协同，并对新公司的产品和服务进行梳理。

科尼以收购MHPS为催化剂，充分挖掘企业在并购后的潜能。

- 简化公司职能
- 采用更高效的流程
- 优化营销策略
- 确定新的收入增长点

完整的转型计划包括九大工作模块的350项具体举措，问责清晰，与整体组织架构保持一致，并将计划带来的影响力直接量化为财务表现。但从本质上讲，许多举措仍然非常复杂，因此扎实的规划、严格的项目管理和汇报路线都至关重要。

科尼还对两家公司的企业文化现状进行全面评估，勾勒合并后的目标文化。全面的文化发展和沟通计划成为合并初期的亮点。

公司在季度业绩电话会议中，向投资者汇报计划的实施进展情况，这项三年计划在实施两年后已经达到或超越预期目标。亮眼的业绩赢得了投资者的赞誉，公司股价较公布收购时上涨超过50%。

峰回路转之秘诀：显而易见，竞争对手之间的强强联合可以使企业从协同效益中创造价值，但是管理层却采取了更为雄心勃勃的方式，将交易当作全面挖掘企业并购后潜能的催化剂。实现——并经常超越——业绩目标可以极大地拉动企业股价上涨。

零售百货：Coop Norge + ICA Norway

在2014年度挪威最具竞争力的综合型零售百货企业排行榜中，Coop Norge位列第三，占据22.7%的市场份额。但该公司面临两大竞争对手的重大战略挑战，这两家企业可以凭借规模优势在开设新门店时从供应商那里争取更优惠的价格。而ICA Norway是一家规模较小、处境艰难的公司，2014年收入21亿美元，营业亏损超过5,700万美元。一笔收购交易让ICA Norway迎来转机。Coop希望通过收购ICA成为挪威第二大杂货零售商，从而强化采购和物流的规模经济。从战略角度看，ICA在挪威的门店网点与Coop现有的网点具有很高的契合度，二者可以形成良好互补。

收购完成后，Coop重整了ICA所有的超市和折扣店，集中推行少数制胜模式，并充分利用采购、物流、门店运营等方面的进步和协同效应。Coop的折扣品牌Extra在市场上已经呈现良好的发展势头，在Coop收购ICA Norway交易后更是加速发展。

整合时的旗开得胜为企业营造出强劲势头和力争成功的文化氛围。

企业整合和品牌重塑在ICA内部培养了自豪感和发展动力，也拉动了收购方Coop的营收增长和财务业绩。Coop的市场地位升至第二，实现全新的规模效应，并在收购完成后的八个月内实现了87%的预期目标，两年后达到96%。由于公司坚持已有的门店策略，其能够继续借鉴以往有益的经验，并恪守长远愿景不动摇。Coop的营业利润增长约2.7亿美元，从2015年损失1.6亿美元的惨淡业绩转变为2016年盈利1.06亿美元的喜人局面。在此期间，Coop创收接近60亿美元，增长10.7%。其中，ICA门店占7.8个百分点，Coop现有门店占2.9个百分点。

峰回路转之秘诀：整合时的旗开得胜为企业营造出强劲势头和力争成功的文化氛围，使合并后的企业能够在竞争激烈的市场中实现收入和利润双丰收。

造船：迈尔船厂 + 图尔库船厂

2010年初，全球造船行业经历显著下滑，部分原因是市场对船舶的需求量出现萎缩。这导致许多造船厂（包括主营相对小众的游轮和轮渡业务的芬兰图尔库船厂）遭遇现金流危机。当图尔库的母公司STX Finland在2014年濒临破产时，芬兰政府（持有STX股份）开始为其寻找新的所有者。欧洲领先的造船商德国迈尔船厂（Meyer Werft）认为图尔库具有盈利潜力，并于2014年9月收购了该船厂70%的股份。作为交易的一部分，图尔库保证争取到两个全新的游轮项目。确认拿到项目后，迈尔船厂又一举拿下剩余的股份，成为了图尔库的唯一所有者。

该公司在更名为迈尔图尔库船厂（Meyer Turku Oy）后，开始整合船厂的运营，并在开发、采购和其他支持职能方面寻求协同。在交易开展之前就对新订单展开谈判，如此一来，迈尔船厂可以填补图尔库的产能缺口，从扩大的规模中获益，几乎即刻就能开始提升盈利能力。至关重要的一点是，这笔交易有助于重建员工之间的信任，并将信任延伸至其他重要的利益相关方，如客户和银行。这种信任对于一个依赖少量大单交易的行业而言至关重要，而且迈尔船厂从一开始就通过贯彻诺言来推行这种信任。

接下来，迈尔船厂着手规划长期增长：增加资本开支以提高产能和盈利能力——并投资于新的起重机、客舱生产、新的钢材存储和预处理工厂，同时对现有设备进行现代化改造。该公司还与图尔库大学合作开展了一个联合研发项目，以便在船舶的生命周期中（从原材料到制造流程等）开发出更多可持续的业务。2018年，该公司雇佣了500名新员工，其中一部分用于替代退休员工。

从结果上看，公司收入从2014年的5.9亿美元增加至2017年的9.7亿美元，年增长率超过18%。公司的利润率也从收购交易时的负5%提高至2017年的4%。迈尔图尔库船厂现在的订单稳定至2024年，其生产力也在节节攀升。

峰回路转之秘诀：除了改善公司运营，迈尔船厂还通过履行承诺和坚定地开展长期投资来增进员工与客户的信任。



迈尔船厂通过履行承诺来增进员工和客户的信任感。

零售：欧迪办公 + OfficeMax

2013年初，欧迪办公（Office Depot）和OfficeMax面临相似困境：在线零售商正在冲击他们的业务。两家公司就合并达成协议，通过降低销售成本、整合职能部门减少管理费用、消除分销和销售部门冗余，最终实现协同。

由于这两家公司在合并中地位均等，而非一方收购另一方，因此一些决策在交易达成前很难敲定（例如，合并后的公司将使用何种IT系统以及总部地点设在哪里）。但两家公司的管理层能够清晰地确立协同效应目标，并在交易达成前六个月内开始规划整合。这两家公司还创建了整合管理办公室（IMO），专注于处理那些对业务连续性至关重要的领域，确定哪些部门将要合并而哪些部门需要维持现状。



极为周密的整合计划让欧迪办公和OfficeMax超额完成了成本节约目标。

整合管理办公室为15支整合团队编制了工作手册，涉及财务、营销、供应链和电子商务运营，并为整体工作制定了沟通、人才管理和变革管理方面的计划。该办公室将所有重大决策分为两类：可在并购结束前敲定的事项（即指导委员会意见一致的事项）以及在并购结束前无法敲定的事项。对于第二类决策，整合办公室梳理出两到三个最佳方案以待进一步斟酌。至关重要的是，整合管理办公室制定的缜密计划包含了企业在合并后前三年的发展路径图，这有助于整合企业各项职能并厘清相互依赖关系。

上述一切准备工作使两家公司在交易达成后第一天就能够立即开启整合。几周内，他们就为合并后的公司选出了新的领导团队、总部地址和IT平台。该组织在短短两个月内完成了大规模重组——整合效率奇高，最终惠及约9,000名员工。

最重要的是，顺利的整合过程使公司能够非常严密地挖掘更多的协同效应，并且比预期完成得更快。例如，他们可以在保留大多数关键客户的情况下整合电子商务业务。在合并达成后的第一年，该公司节约下来的成本接近管理层原定目标的三倍；合并后新公司的成本节约达50%以上。总而言之，合并释放了大约7亿美元的价值，使新公司处于更有竞争力的地位。

峰回路转之秘诀：欧迪办公和OfficeMax成功合体以应对来自线上竞争者的威胁。极为严密的整合计划使合并后的新公司可以大幅削减成本，实际表现远高于预期目标。

能源：Vistra + 戴纳基电力公司

Vistra Energy是一家总部位于德克萨斯州的电力公司，业务覆盖美国12个州，为近300万客户提供能源，其中包括天然气、煤炭、核能和太阳能发电设备，发电能力约41,000兆瓦。该公司成立于2016年10月，当时它的前身刚刚从旷日持久的破产程序中走出来。

在破产程序结束时，Vistra对公司进行重组，整合过去分散的运营模式，建立核心的中央领导团队以及拥有共同目标的统一组织。新的治理模式有利于开展更为一致且缜密的公司决策，重视资本分配和风险管理。此外，管理层立即启动了转型计划，以降低整个公司的成本，提升业绩。

总而言之，该公司在没有牺牲服务水平和安全标准的情况下，成功削减了成本，每年息税折旧摊销前利润（EBITDA）增长近4亿美元，比原定目标高出了4,000万美元。与此同时，Vistra对新服务项目的投资（多数通过数字技术实现）提高了客户满意度。

2017年，Vistra宣布收购最大同行之一Dynergy，一跃成为美国最具竞争力的综合型电力公司。合并后的新公司取得了显著的协同成果，Vistra现有望每年新增5亿美元的息税折旧摊销前利润、近3亿美元的税后自由现金流收益、税金节约额达17亿美元。此次交易还使Vistra能够将业务延伸到美国国内的新市场，实现业务和盈利多元化，降低整体业务风险，为未来增长创造契机。

Dynegy 的加入也推动 Vistra 向更现代化的天然气发电厂转型。该公司开始着手收购位于德克萨斯州西部的大型燃气发电厂，并且还关闭了几个不盈利的燃煤发电厂。总之，Vistra 的发电来源已从大约三分之二的煤炭燃料发展到超过 50% 的天然气和可再生能源。

通过上述举措——成功转型后开展两次战略性收购——Vistra 希望能在激烈的行业竞争中不断为股东创造价值。

峰回路转之秘诀： Vistra 收购 Dynegy 后，既拥有了一个增长支柱，又得以将成本节约延伸至被收购的运营平台。

致读者

关于作者

范乐思 (Lars Fæste) 是波士顿咨询公司 (BCG) 资深合伙人兼董事总经理，常驻上海办公室。他是BCG转型专项和BCG TURN的全球负责人。如需联系，请致信 faeste.lars@bcg.com。

Ib Löfgren 是波士顿咨询公司 (BCG) 合伙人兼董事总经理，常驻赫尔辛基办公室。他是BCG TURN的核心成员。如需联系，请致信 lofgren.ib@bcg.com。

Tuukka Seppä 是波士顿咨询公司 (BCG) 资深合伙人兼董事总经理，常驻赫尔辛基办公室。他是BCG TURN中欧、中东和非洲地区的负责人。如需联系，请致信 seppa.tuukka@bcg.com。

Jonas Cunningham 是波士顿咨询公司 (BCG) 项目经理，常驻斯德哥尔摩办公室。他是BCG转型专项和BCG TURN的核心成员。如需联系，请致信 cunningham.jonas@bcg.com。

Niamh Dawson 是波士顿咨询公司 (BCG) 联席董事，是BCG在企业并购后整合、变革管理和文化方面最资深的全球专家之一，常驻伦敦办公室。如需联系，请致信 dawson.niamh@bcg.com。

Daniel Friedman 是波士顿咨询公司 (BCG) 资深合伙人兼董事总经理，常驻洛杉矶办公室。他是并购后整合专项的全球联合负责人和北美地区的负责人。如需联系，请致信 friedman.daniel@bcg.com。

Rüdiger Wolf 是波士顿咨询公司 (BCG) 合伙人兼董事总经理，常驻汉堡办公室。他是BCG转型专项和BCG TURN的成员。如需联系，请致信 wolf.ruediger@bcg.com。

如需获得有关BCG的详细资料，欢迎访问：www.bcg.com

如欲了解更多BCG的精彩洞察，请关注我们的官方微信账号，
名称：BCG波士顿咨询；ID：BCG_Greater_China；二维码：



©波士顿咨询公司2019年版权所有

