

分类号 \_\_\_\_\_  
U D C \_\_\_\_\_

密级 \_\_\_\_\_  
编号 10741

兰州财经大学

LANZHOU UNIVERSITY OF FINANCE AND ECONOMICS

硕士学位论文

(专业学位)

论文题目 立讯精密连续并购绩效研究

研究生姓名: 范润丽

指导教师姓名、职称: 万红波 副教授 徐敬瑜 高级经济师

学科、专业名称: 会计硕士

研究方向: 注册会计师

提交日期: 2022年6月1日

## 独创性声明

本人声明所提交的论文是我个人在导师指导下进行的研究工作及取得的研究成果。尽我所知，除了文中特别加以标注和致谢的地方外，论文中不包含其他人已经发表或撰写过的研究成果。与我一同工作的同志对本研究所做的任何贡献均已论文中作了明确的说明并表示了谢意。

学位论文作者签名： 范润丽 签字日期： 2022年6月2日

导师签名： 石红波 签字日期： 2022年6月4日

导师(校外)签名： 石红波 签字日期： 2022年6月6日

## 关于论文使用授权的说明

本人完全了解学校关于保留、使用学位论文的各项规定，同意（选择“同意”/“不同意”）以下事项：

- 1.学校有权保留本论文的复印件和磁盘，允许论文被查阅和借阅，可以采用影印、缩印或扫描等复制手段保存、汇编学位论文；
- 2.学校有权将本人的学位论文提交至清华大学“中国学术期刊（光盘版）电子杂志社”用于出版和编入CNKI《中国知识资源总库》或其他同类数据库，传播本学位论文的全部或部分内容。

学位论文作者签名： 范润丽 签字日期： 2022年6月2日

导师签名： 石红波 签字日期： 2022年6月4日

导师(校外)签名： 石红波 签字日期： 2022年6月6日

# **Research on the performance of continuous M & A of Lixun precision**

**Candidate :Fan Runli**

**Supervisor:Wan Hongbo Xu Jingyu**

## 摘 要

电子元件是支撑整个信息技术行业健康发展的重要基础,亦是保证整个产业链稳定发展的重要关键。电子元件主要应用在智能终端、车辆电子设备、5G 通讯、物联网以及航天科技、军用生产设备等领域。基于电子元件在各个领域的重要性不断凸显,国家对电子元件行业的高质量发展给予高度重视。2020 年,我国电子元件产销规模都居世界首位,但是整体行业依旧“大而不强”,行业中大多为中小企业,难以形成规模效应。在这种背景下,立讯精密依托连续并购的战略布局,整合行业中优质资源,经过不断发展成为行业里的龙头企业。

首先,本文以立讯精密为研究案例,通过公开信息整合其 2010 年至 2021 年的 16 起并购事件,分析驱动公司进行连续并购实现规模扩张的原因。其次,依据事件研究法的相关理论及方法分析探讨立讯精密实施连续并购的短期绩效,并对其整合效果从财务绩效角度和非财务角度进行研究,总结其成功的经验。最后,总结文章的研究结论及启示,这对于行业内的其他公司实施并购提供可借鉴的经验。

经过本文的研究,发现立讯精密实施连续并购的动因是获取先进的技术、拓展业务布局以及增强协同效应。在并购实施完成后,立讯精密对并购标的进行了强有力的整合。通过对其短期并购绩效的研究可知,投资者对立讯精密 70%的并购事件持乐观态度。通过财务指标分析法,发现企业发展能力以及盈利能力明显优于行业均值,营运能力持续向好,短期偿债能力略有下降。非财务绩效方面,立讯精密通过连续并购,横向拓展了产品的种类,获得了国内外的优质客户,技术研发能力得到加强。此外,总结文章的研究结论,提出充分做好并购前期的准备、依托产业需求进行并购、注重并购后期的整合这三点启示,为行业内其他企业并购提供参考。

**关键词:** 连续并购 并购绩效 并购后整合效应

## Abstract

Electronic components are not only an important foundation to support the healthy development of the whole information technology industry, but also an important key to ensure the stable development of the whole industrial chain. Electronic components are mainly used in intelligent terminals, vehicle electronic equipment, 5g communication, Internet of things, aerospace science and technology, military production equipment and other fields. Based on the increasing importance of electronic components in various fields, the state attaches great importance to the high-quality development of electronic components industry. In 2020, the production and marketing scale of electronic components in China ranks first in the world, but the overall industry is still "large but not strong". Most of the industries are small and medium-sized enterprises, which is difficult to form a scale effect. In this context, relying on the strategic layout of continuous M & A, Lixun precision integrates high-quality resources in the industry and has continuously developed into a leading enterprise in the industry.

This paper takes Lixun precision as a research case, integrates its 16 M & A events from 2010 to 2021 through public information, and analyzes the reasons driving the company to realize scale expansion

through continuous M & A. Secondly, according to the relevant theories and methods of event research method, this paper analyzes and discusses the short-term performance of Lixun precision's continuous M & A, studies its integration effect from the perspective of financial performance and non-financial, and summarizes its successful experience. Finally, it summarizes the research conclusions and Enlightenment of the article, which provides reference experience for other companies in the electronic component industry who want to optimize their product structure, expand their company scale and enhance the wealth of shareholders through M & A.

Through the research of this paper, it is found that the motivation of Lixun precision's continuous M & A is to obtain advanced technology, expand business layout and enhance synergy. After the implementation of M & A, Lixun precision has carried out strong integration on the subject matter of M & A. The research on its short-term M & a performance shows that 70% of the M & A events of Lixun precision are M & A, and investors are optimistic about its market expectation. Through the financial index analysis method, it is found that the development ability and profitability of enterprises are significantly better than the industry average, the operation ability continues to improve, and the short-term solvency decreases slightly. In terms of non-financial performance, through continuous M & A, Lixun precision has horizontally expanded

the types of products, obtained high-quality customers at home and abroad, and strengthened its technology R & D capability. In addition, it summarizes the research conclusions of the article, and puts forward three enlightenment: making full preparations for M & A in the early stage, relying on industrial demand for M & A, and paying attention to the integration in the later stage of M & A, so as to provide reference for M & A of other enterprises in the industry.

**Keywords:** Merger and Acquisition; Acquisition performance; Post merger integration effect

# 目 录

<b>1 绪论</b> .....	1
1.1 研究背景及意义.....	1
1.1.1 研究背景.....	1
1.1.2 研究意义.....	2
1.2 国内外研究现状.....	3
1.2.1 连续并购的定义.....	3
1.2.2 连续并购动因理论.....	3
1.2.3 连续并购绩效的相关研究.....	5
1.2.4 文献述评.....	6
1.3 研究内容与研究方法.....	7
1.3.1 研究内容.....	7
1.3.2 研究方法.....	7
<b>2 相关概念和理论基础</b> .....	9
2.1 连续并购的相关概念.....	9
2.1.1 并购绩效的含义.....	9
2.1.2 连续并购的界定.....	9
2.2 连续并购绩效的理论基础.....	10
2.2.1 协同效应理论.....	10
2.2.2 多元化理论.....	11
2.2.3 市场势力理论.....	11
2.3 连续并购绩效的影响因素.....	12
2.3.1 连续并购目标公司.....	12
2.3.2 连续并购支付方式的选择.....	12
2.3.3 连续并购类型.....	12
2.3.4 并购后的整合.....	13
2.4 连续并购绩效的分析方法.....	14

2.4.1 事件研究法	14
2.4.2 财务绩效分析法	14
<b>3 立讯精密连续并购案例介绍</b>	<b>15</b>
3.1 电子元件行业发展现状	15
3.2 立讯精密公司简介	16
3.2.1 基本情况	16
3.2.2 主营业务介绍	16
3.2.3 战略布局	16
3.3 立讯精密连续并购实施过程	17
3.3.1 连续并购事件	18
3.3.2 主要并购标的介绍	19
3.4 立讯精密连续并购动因分析	21
3.4.1 获取先进技术	21
3.4.2 拓展业务布局	22
3.4.3 增强协同效应	22
<b>4 立讯精密连续并购绩效分析</b>	<b>24</b>
4.1 连续并购短期绩效分析	24
4.1.1 样本案例的选择	24
4.1.2 短期绩效窗口期的选择	25
4.1.3 超额收益率与累计超额收益率的计算及分析	25
4.1.4 平均超额收益率和累计平均超额收益率的计算及分析	27
4.2 连续并购长期绩效评价	31
4.2.1 盈利能力分析	33
4.2.2 营运能力分析	37
4.2.3 偿债能力分析	40
4.2.4 成长能力分析	42
4.3 非财务绩效评价	45
4.3.1 产品结构优化	45
4.3.2 优质客户增加	47

---

4.3.3 研发能力增强 .....	48
<b>5 研究结论与启示 .....</b>	<b>50</b>
5.1 研究结论 .....	50
5.2 启示 .....	51
<b>参考文献 .....</b>	<b>53</b>
<b>后记 .....</b>	<b>57</b>

# 1 绪论

## 1.1 研究背景及意义

### 1.1.1 研究背景

电子元件是支撑整个信息技术行业健康发展的重要基础，亦是保证整个产业链、供应商稳定发展的重要关键。电子元件主要应用在智能终端、车辆电子设备、5G 通讯、物联网以及航天科技、军用生产设备等领域。基于电子元件在各个行业的重要性不断凸显，国家对电子元件行业的高质量发展给予高度重视。目前我国电子元件领域部分核心技术受到欧美等发达国家实施的科技制裁，面对这种科技领域“卡脖子”的现状，国家积极出台相关政策，为电子元件行业的高速发展提供政策保障。2021 年 1 月，相关政府部门为促进我国电子元器件行业实现产业升级，颁布出台了一系列的指导行动计划。行动计划的发布促进我国电子元件企业向高端电子科技领域突破发展，同时这有利于我国国民经济实现高质量发展。

立讯精密所处的连接器行业是电子元件重要的细分行业，从行业整体来看，连接器行业市场周期性不明显，同时全球连接器市场规模不断扩大。2020 年，全球电子连接器行业的营收规模达 734 亿美元，相较于去年增幅约为 6.84%。其中，我国大陆地区的市场规模占全球连接器市场总体规模的 31.4%，是排名首位的连接器的销售市场。我国营收规模相较于去年增加 8.4%，达到 227 亿美元。近几年全球新兴应用市场焦点逐渐由往年热门的智能手机等电子产品开始向智能家居设备、可穿戴设备、电动汽车等领域转移，随着应用领域的研发技术不断升级和产品更新换代速度逐步加快，给连接器市场等上游供应商带来新的上升空间，国内市场前景广阔。

立讯精密于 2010 年在深交所上市。上市初期，立讯精密的产品结构单一，仅有电脑连接器业务，业务线比较简单。从上市以来立讯精密依托连续并购不断丰富自身产品线，带动业绩增长。2011 年收购昆山联滔之后成为其第一大股东，跻身苹果产业链；2012 年、2013 年成功收购源光电装、德国 SuK 进入日系和德

系汽车的供应链；2014 年布局可穿戴的设备领域并购丰岛电子，2016、2017 年布局声学领域收购美特以及美律公司。通过这一系列的并购，立讯精密逐步将连接器业务从电脑拓展到消费电子和汽车电子领域，2020 年立讯精密年报显示，消费电子对其营收贡献为 88.45%，而其上市初期主营的电脑连机器产品营收占比仅为 4%。立讯精密通过外延式并购实现业务多元化，成为一站式解决方案供应商。此外，立讯精密逐步巩固由并购所获得的大客户的关系，从而提高市场份额、实现业绩的高速成长。连续并购对公司的业绩增长是功不可没的。

## 1.1.2 研究意义

本文选择电子元件行业的连接器龙头立讯精密为论文的研究标的公司，通过公开信息整合其 2010 年至 2021 年的 16 起并购事件，分析其大规模进行连续并购的动因，并对其整合效果从财务绩效角度和非财务角度进行分析，总结其成功的经验，这对于同处于电子元件行业中的其他想要通过并购这一策略来实现产品结构优化、扩张规模、提升股东财富的公司，提供了一定的参考价值。

### （1）理论意义

目前现有的研究大多集中于单个、独立的并购事件研究，针对于电子元件行业进行长期、连续的并购案例研究较少。现有的研究中，部分学者主要对并购发生的动因以及其后期整合的绩效进行实证研究。本文以电子元件行业的代表企业立讯精密为研究对象，希望通过研究其连续并购的财务绩效和非财务绩效，丰富现有的连续并购动因和绩效研究。

### （2）实践意义

我国电子元件行业竞争激烈，企业“大而不强”问题显著，核心技术的稀缺使得很多企业为获取优势的技术资源，往往会选择在现有领域具有一定实力的企业进行并购。很多企业大量盲目的高溢价并购，使得商誉不断累积的同时后期并没有进行有效的整合，出现大量计提商誉减值，影响企业业绩的现象。立讯精密业绩和市值不断增加，大规模连续并购为其提供助力。立讯精密商誉较少，企业以极低的成本进行连续并购同时通过后期强大的整合能力，将并购得来的新业务不断打造为企业的明显业务。从立讯精密成功的连续并购案例出发，分析怎样使得连续并购发挥其最大的价值，实现企业的产业升级。

## 1.2 国内外研究现状

### 1.2.1 连续并购的定义

国外研究学者 Schipper 与 Thompson, 在 1983 年第一次明确提出“Acquisition Programs”——“收购计划”。随着收购频次的日益增多, 研究者将其再次命名为连续并购, 即为在一段时间里, 企业持续推进的并购事项。不断有研究学者试图从并购持续的时间以及并购的频次这些视角去定义连续并购, 但是, 由于学术界难以对这两个视角形成统一的共识, 所以连续并购的界定没有严格的标准。

国外的学者的相关研究成果有: Croci 和 Petmezas (2005) 通过对 1990 年至 2002 年的样本进行筛选, 根据研究分析所得到的结果: 连续并购应界定为一个企业三年间实现的收购数量不小于五次。

国内的学者的相关研究成果有: 韩立岩等 (2007) 通过实证研究, 将其界定为企业 5 年内兼并活动大于 2 次。吴超鹏等 (2008), 通过筛选 1997—2005 年满足相关标准的上市企业, 结果为只要在此时间区间内完成过大于一次的并购活动, 都可称之为连续并购。杨君慧 (2012) 引入了 DHS 模型, 以中国上市公司在进行连续并购后所形成的市场业绩与财务绩效为主要变量, 同时参考了国外相关的研究方法, 从国内目前的并购市场入手, 对连续并购给出了严谨的界定, 连续并购即为在一年之间发生多次的兼并活动, 同时规定多次兼并活动的时间间隔不大于两年, 并且历次的收购活动都应具有相关的联系。

基于当前关于连续并购的时间区间以及收购频次没有统一的标准, 所以很难对其精准界定。本文借鉴目前国内学术界关于连续并购的相关定义, 把三年内成功并购次数超过 5 次的称为连续并购。

### 1.2.2 连续并购动因理论

随着资本市场的日益完善, 很多公司利用连续并购这一策略扩张企业规模, 这表明连续并购对一些公司而言是实现不断发展的一种战略, 所以, 国内外研究者也在进一步地深入研究驱动公司连续并购的原因。

国外学者对连续并购的动因做出了如下研究：从经济和行业背景角度，Jai deep Anand 等人(1997)指出政府在宏观方面的政策、科学研究的不断进步等因素的改变会对公司所立足的行业环境产生重要的影响，从而加快公司开展大规模收购活动的速度。Harford(2004)的结论指出：政府宏观政策、技术革新将会促使公司频频并购；从公司视角，Andrei Shleifer 等(2003)指出在金融市场上估值较高的企业更有动力开展并购交易，进而促使企业经过持续的兼并活动获得高速发展的机遇，相应的，资本市场上对其股票价格估值较低的企业更容易成为被收购的目标。Jensen(2004)同样指出，对企业过高的估价往往会对企业的兼并策略产生较大的影响，对估值较高的企业管理者而言，为维持目前金融市场上看好企业的发展前景，企业管理层往往会采持续兼并的方式来稳定当前资本市场对其的估值，尽管这种并购可能并不会为企业带来收益；从管理层角度，Core(1999)实验结果表明，企业的管理人员某种程度上期望企业通过兼并扩大公司规模，从而提高自己加强企业资本运作的机会促进了企业的发展，而管理者也相应的得到更高薪酬。Malmendie 和 Tate(2005)通过调研对拥有股票期权的管理人员进行连续投资的次数，并把拥有期权的数量作为管理人员自信的衡量的标准，从而得出更自信的管理人员，其企业的收购次数越多；从市场势力角度，Kim 和 Vi jay Singal(1993)研究发现，公司可以通过上下游的兼并活动进行业务链的延伸，提升公司的市场地位。

国内学者对连续并购的动因做出了如下研究：从经济和行业背景角度，张旭(2012)则在调研当前对国有企业收购主要动机的过程中认为，国家政府推动才是最重要的动因，政府所颁布以及推行的相关文件是国有企业收购的主要原因。翟育明等人(2013)的结论表明由于科学技术的不断提升，国内公司会通过技术兼并来提升自己的技术研究能力，同时可以看出公司通过兼并所获得的科技资源相较于企业自身独立研究获得的技术来说更为完善。从管理层角度，翟爱梅和张晓娇(2012)通过对2007年至2011年在国内资本市场开展收购活动的上市公司进行调研，提出了企业管理人员的过度自信与企业的并购次数呈现了明显的正向关系。许敏、王雯(2018)等研究人员表明，偏好风险的企业管理人员，越是偏向于进行收购活动，管理层有充分的实力掌握优质资源，依托收购活动提高公司品牌价值。从学习效应角度，李捷瑜等(2017)指出企业收购频次越多，并购发生的时间间隔

也就越短。这说明了公司在收购过程中具有实践学习效应，同样公司的收购活动也深受其以往并购经验的影响，公司在前期兼并中所取得的成功经验也使得其在今后的收购中更加活跃；从市场势力角度，于明涛(2015)通过对大众报业公司跨地区联合收购案例的调研，指出了在中国传统报业公司遭遇互联网巨大冲击的情形下，公司为获得优秀的战略资产、促进行业融合、获得市场竞争优势，而展开一连串的收购活动。

### 1.2.3 连续并购绩效的相关研究

#### (1) 连续并购绩效的影响因素

国外学者对连续并购绩效的影响因素做出了如下研究：Rovit 等(2003)调查研究指出，公司并购交易次数超过 20 次的收购业绩情况显著优于并购交易次数小于 4 次的，同时一般情况下，公司前一次的成功收购也会使得以后的收购业绩情况更佳，这就意味着公司经过了多次收购之后，管理人员掌握了相应的成功经验，进一步增强公司持续并购的业绩情况。Doukas 和 Petmezas(2007)通过对企业持续兼并的绩效进行深入研究，指出公司数次收购获得的业绩增长不如单一收购获得的业绩增长，这是由于企业领导者认为收购的成功是因为其自身所具有的实力使然，从而更加过度自信，进而展开更多的收购活动。

国内学者对连续并购绩效的影响因素做出了如下研究：谢玲红等人(2011)的结论指出，当收购频次的逐渐增多时，若企业管理人员行为过度自信且其具有学习经验的行为，收购业绩呈现出先下降后上升的 U 型态势；若企业管理人员不存在过度自信行为同时具有学习经验行为，其收购的业绩表现出逐步下滑的趋势。此外，他还指出管理层的这两种行为无法影响到其公司业绩的表现，在对国内 2000 年至 2007 年企业的收购活动情况深入分析时，还指出无论企业管理人员是否具有这两种管理行为，国内公司并购的整体业绩显示出下降态势。余鹏翼与王满四(2014)通过运用多元回归模型对影响公司跨国并购绩效的因素展开实证研究，发现并购实施主体使用现金支付对企业绩效产生明显正相关的影响。葛结根(2015)则运用实证方法研究，分析了不同交易支付方式的选择对企业的长期绩效所产生的影响，并未能说明选择哪种交易支付方式才是最佳的，他认为企业为了获得最佳并购绩效，应针对目前公司的实际情况，选用当前最合适的交易支付

方式。朱红波(2016)深入探究了企业并购频次和管理者的并购经验对业绩水平的影响,对企业来说实施并购的次数多并不意味着企业的绩效就会好,随着收购频次的增加公司收购绩效先上升然后再下降,同时他也指出管理人员的学习行为越强,就能够在公司收购中获取更多的成功经验,企业绩效也会更好。嵇存海等(2018)通过研究支付方式的选择与企业兼并之后的绩效之间的关系,发现在其他变量稳定不变的前提条件下,与现金支付方式相比,并购主体公司使用股票进行交易支付能够取得更优的长期并购绩效。何任、甘入文(2019)等通过调查指出,过于自信的企业管理者所进行的并购活动,往往会使公司整体业绩降低。

## (2) 连续并购绩效的评价方法

国外研究者 Amor 和 Kooli(2016)的研究成果表明,公司首次对外公开发行股票之后,公司只实施一次并购所取得的绩效要优于同时期实施多次并购活动的绩效。Kishimoto 和 Goto(2017)研究了 1998-2013 年电力公司的并购活动,发现通过连续并购美国等国家的电力公司发电效率明显提升,其整体运营业绩也得到了改善。

国内研究学者夏扬,沈豪(2018)将均胜电子公司作为调研的案例,综合运用了事件研究法、指标分析法以及主成分分析法来分析均胜电子公司的并购绩效,研究结论表明均胜电子企业通过连续并购实现了业绩的不断增长,长期财务绩效明显优于所处行业的平均水平。邱红丽(2019)对所选案例公司从上市初期以来所有的并购活动展开深入研究,剖析持续的兼并收购下案例公司的长期以及短期业绩,通过采用事件研究法和主成分分析法,指出连续并购对案例企业的长、短期业绩均产生了积极影响。

## 1.2.4 文献述评

回顾国内外连续并购的相关文献,学者将研究的重心放在如何界定连续并购,驱动企业实施连续并购的原因有哪些,哪些因素可能会影响企业连续并购绩效,以及用什么方法来评价连续并购绩效等方面。

首先,连续并购的定义界定,一些研究者对兼并的时间区间以及收购频次的上划分较为严谨,他们普遍主张连续并购必须满足在三年之内收购企业的数量不少于 5 个,不过,相较之下,部分研究者对收购持续的时间和数量的划分上更为

宽松，他们对收购的时间区间不要求明确，主张只要并购的数量超过一次就可以将其定义为连续并购。由于学术界难以形成统一的共识，所以连续并购的界定没有严格的标准。其次，研究结果大多说明，驱动连续并购的因素有政府宏观政策、技术革新、经验学习效应、管理者过度自信、市场势力等。再次，多数学者指出，管理层行为影响并购的绩效，管理者行为主要有过度自信行为以及收购经验学习行为。部分研究者指出过度自信行为可能使得公司业绩下滑。支付方式的选择对并购也会有影响，现有的支付方式主要有通过现金、股票等进行支付。有些研究者提出，现金支付的方法会提升并购后的企业绩效。另有些研究学者提出选择股票支付方式比现金支付方式对企业绩效的提升更为有利。最后，多数学者运用事件研究法、财务指标分析法来分析连续并购对企业绩效的影响，部分研究者也会采用 EVA 法和主成分分析法等相对完善的评估方式进行分析。

## 1.3 研究内容与研究方法

### 1.3.1 研究内容

本文通过对国内外连续并购的前沿文献进行研究，对连续并购定义的界定以及驱动公司选择连续并购这一策略的原因进行总结，对连续并购绩效的评价方法进行分析选择。其次，分析电子元件行业的发展现状，选择电子元件行业的连接器龙头立讯精密为论文的研究标的公司，通过公开信息整合其 2010 年至 2021 年的 16 起并购事件，分析驱动公司进行连续并购实现规模扩张的原因。再次，依据事件研究法的相关理论及方法分析探讨立讯精密实施连续并购的短期绩效，并对其整合效果从财务绩效角度和非财务角度进行研究，总结其成功的经验。最后，总结文章的研究结论及启示，这对于同处于电子元件行业中的其他公司想要通过并购这一策略来实现产品结构优化、扩张其公司规模，提升股东财富提供可借鉴的经验。

### 1.3.2 研究方法

本文选取了以下几种研究方法来对立讯精密的连续并购绩效进行研究：

#### (1) 文献研究法

通过对现有的连续并购相关文献进行研读、整理，形成对该领域相关理论科学、详细的认识。深入研究现有的理论基础，全面总结、整理搜集到的文献，明确连续并购理论目前的研究前沿。

### （2）案例分析法

本文选择电子元件行业的立讯精密作为案例研究公司，通过公开信息整理介绍立讯精密 2010 年至 2021 年连续并购的 16 起并购标的。借助相关理论深入剖析其连续并购的动因，并依据其他方法获取案例研究所需的数据指标，从而分析连续并购是否有助于企业业绩的增加，进而得出结论。

### （3）事件研究法

本文分析立讯精密短期并购绩效，通过设置一定的条件筛选出符合条件的并购事件，通过事件研究法计算并得出数据，从而反映其短期绩效以及市场对案例公司连续并购的预期反应。此外，依据事件研究法的理论基础，将并购事件依据并购类型以及并购金额进行分类，来分析投资者对并购结果的预期。

### （4）财务指标法

财务指标法是研究企业并购绩效的常用方法，本文从获利、偿债、营运以及发展能力四个角度进行分析。此外，本文同时选择了立讯精密所处电子元件的行业均值进行横向的分析。

## 2 相关概念和理论基础

### 2.1 连续并购的相关概念

#### 2.1.1 并购绩效的含义

并购绩效是指通过协同各个并购标的,以达到整合的目标,从而会产生一定的经济效果。这种经济效果可以分为宏观方面与微观方面。宏观方面一般来讲是指收购活动对宏观态势、产业未来布局等的影响,这种影响通常是指并购规模较大、影响长远的并购事件所能够产生的经济效果。而微观方面落脚在公司自身,主要研究收购事项给公司经营带来的经济效果,包括实施并购的主体公司达成其收购目标、收购双方的协同效应效果、公司资源配备效益的提升、公司产业结构有所完善、公司的综合实力增强等。

按照并购绩效考核期限长短的差异,可将其分为短期绩效以及长期绩效。短期绩效通常是企业在当前合并和收购期间主要当事方对合并和收购活动的反应;长期绩效则是并购业务进行后对公司运营情况的长远评价。具体来说,因为并购对公司的影响是多方面的,既包含对财务业绩的评价,也包含对公司产品、渠道、客户、发展能力等非财务层面的影响。所以并购绩效既包含财务业绩,也包含非财务业绩。财务业绩所表示的,是指并购活动对公司运营业绩与效益的影响,是客观可以衡量的。非财务绩效指的是并购对企业市场竞争力的影响,难以准确衡量。

#### 2.1.2 连续并购的界定

连续并购的概念来源于 Schipperand 等学者,他们认为连续并购是由多个不同的并购业务所组成的复杂事件。国际学界在很长一段时间对连续并购的概念各执一词,不过关于在收购的持续时间和频次上没有同一的标准。但是绝大多数的研究者都赞同 Fuller et al 的看法,即把在收购的频次在短期内出现五个以上就可以称之为连续并购,同样,我们国家的研究者如周爱香等人看法也和他相同,认为在较短期内所进行的多次收购才能称之为连续并购。然而,因为社会环境和

宏观经济原因的不同，研究者们对于连续收购仍然没有产生一致的看法。所以经过检索国内外的有关论文，同时以我们国家当下的持续收购状况为背景，将本文中对于持续并购的概念设定为在三年内有五次以上的并购事件称之为连续并购。

## 2.2 连续并购绩效的理论基础

### 2.2.1 协同效应理论

协同效应最先是由 Hermann Haken 指出的，社会中存在的各个单体之间能够借助一种联系产生出协作的关系，对于整个公司来说也是这样。公司经过并购整合，可能得到预期的业绩比在整合之前双方各自的绩效之和高，也就是所谓的“1+1>2”的效果。安德鲁·坎贝尔等（2000）指出，协作是经营成功的公司能够将自己成功的经验运用到另一家公司。蒂姆·欣德尔（2004）进一步充实了坎贝尔等人的看法，认为公司经营战略协同效应不但能够借助有形资产达到，而且还能够借助公司的无形资产来达到，比如营销渠道、新产品开发技术等等。人们所知道的公司协调作用大多集中在经营、财务、管理等方面。

经营协同是指双方企业在经营的过程中实现彼此配合，提升产品效益，营运竞争能力也得到了增强。一方面，企业的并购可以实现技术开发和营销渠道的共同使用，这极大程度降低了企业的开发费用和营销成本。另一方面，并购会使得公司规模的增加，生产率提升，从而降低摊销到产品上的单位固定成本。

财务协同认为，由于并购双方在并购前有着完全不同的财务体系，并购重组会导致资金在两个机构之间进行再分配，资金雄厚的并购方可以弥补资金的不足，从而减少融资成本，提高资金利用效率。在实际生活中，企业间的合作往往是在不对称信息下进行的，这种不对称信息的存在导致了企业间的资金不能很好地进行配置。资金的协同作用也可反映在现金的相互配置中，从而避免现金流的浪费，并将盈余资金用于增加企业价值的业务中去。

管理协同是指并购整合后，经营成熟的公司将其良好的经营管理经验运用到并购标的公司中，从而实现公司整体工作效率的提升，管理能力的不断强化。

## 2.2.2 多元化理论

Ansoff 于 1957 年主张产品多元化运营,他主张这种运营是通过发展新商品而进入的新领域。后来由 Rumel 于 1974 年开始提出多元化这一理论,他主张多样化经营的实质是将公司经营范围拓宽从而进入新的领域,并强调通过培养新的竞争优势促进现有行业的发展。多元的经营方式可以减少行业变动所可能造成的风险,因为公司并不局限在单一的经营领域内,在公司原有的经营领域遭遇到风险的时候,新的经营领域就能够具备发展契机,可以帮助公司分散经营风险。此外,多样化经营方式也减少了进入壁垒,当公司原来的行业的收益不再增加时,多元化的经营可以使得新兴行业带来收益。同时从原来行业积累的资金又可以快速投资新产品,这就可以使公司的产品生命周期也出现了新的增加,不过多样化经营方式也在企业管理领域方面存在着挑战,更多的子公司,企业的管理层之间如何配合也就大大增加了困难,此外,由于面临着未知的新市场,并购很可能会给已经进入成熟期的行业造成危险,同时由于公司过于集中在新兴行业的迅速发展,对原有行业的正常运营很可能会失去人员,物力上的保障,从而导致公司对长期形成的新产业逐步失去优势,进而也可能造成新公司的资金紧张,进而造成倒闭的情形。

## 2.2.3 市场势力理论

1967 年美国学者 Comanor 第一次提出市场势力理论,他认为企业兼并活动有助于公司迅速扩张其经营规模,从而扩大公司在行业中的市场势力。市场势力理论还指出,借助企业兼并活动,公司可以进一步增强自己对市场的支配地位。兼并生产同类产品的其他公司能够将市场集中程度较小的产业资源进行更好的整合,不但增加了优势公司的经营规模,同时还能够取得市场垄断地位。此外,还可以提高制约其他公司进入的产业壁垒,从而减轻了行业的竞争压力。因此,巨大的市场势力以及市场的垄断地位驱动着企业推动实施并购。公司在连续收购与整合的过程中,按照公司前期发展战略规划的指引有的放矢的动态调节资源,既有助于进行成本最优配置,也能够提升公司的业绩,从而促进公司的发展能力逐步增强。

## 2.3 连续并购绩效的影响因素

### 2.3.1 连续并购目标公司

根据分析并购主体与并购标的的经营范围以及所处于的产业链,可以将收购过程可划分成横向、纵向与混合收购三种类型。在产业的融合过程,中小规模收购更能够彰显整合资源的优势,当并购规模较大时,企业并购整合的能力和效果会受到抑制。在战略并购中“大吃小”的并购战略往往比“强强联手”的并购带来的整合效果以及绩效要好。实施并购的主体公司规模越大,所能提供的资源也更多,经营管理能力相对来说更好,企业兼并整合所需的费用更低,因此能够带来良好的业绩。而相比于非同一行业的并购,与相邻产业或业务关联性较高的企业进行整合,更能够帮助并购主体节省成本,从而提升整体并购绩效。行业内部竞争加剧,兼并有助于降低同业竞争,从而产生了规模效应。此外,同行业的内部经营管理经验与技术技能转换门槛降低,减小了收购后的实现业务协同的成本,并购绩效表现良好。

### 2.3.2 连续并购支付方式的选择

并购中的主要支付方式包括货币支付和股权支付。

并购事件选用现金支付,其好处就是这种交易方式不会转移并购主体公司的控制权,向资本市场传递了公司当前资金流充足、股价被低估的正面信息。弊端在于一旦不考虑公司真实运营状况,盲目的选择现金支付的方式,将会造成资金流的不足,公司后期可能通过追加借款来还款,财务风险较大,不利于公司对被并购方进行整合。

并购事件通过股权的支付,其好处就是能够保留公司的货币资金以及优良的资本,从而减少了企业的财务风险,也便于企业对并购标的进行整合。弊端就是其支付过程较为繁琐、费时间、向外界传达了股价被高估的消极信息。

### 2.3.3 连续并购类型

根据实施并购前并购双方的主体业务内容和业务类别,可以将企业并购区分

为横向并购、混合并购以及纵向并购。

横向并购一般是指在行业内部并购主体对同行业的竞争者所实施的兼并。对于并购主体公司来说，横向并购通常有两种优势：其一，可以减少学习成本；其二，就是获得规模经济所产生的经济效果。纵向收购，是指并购产业链上下游的企业。纵向并购可以整合上游供应商和下游需求方的优势资源，共同形成纵向一体化的专业级企业，从而降低上下游之间的交易成本，同时减少市场风险。混合并购，是指收购方兼并并购标的时，对并购标的所处的行业或者产业链进行既有横向又有纵向的混合并购，混合并购多出现在采取多样化经营策略的公司之间。

通过并购，并购主体公司能够迅速进军其并购标的所处的各市场细分领域，从而获得被并购公司现有的产品市场、营销渠道、开发团队等，从而降低其进入各产品市场的学习成本。并购完成后，并购主体将协同现有的优质资源，通过调整产业架构，进一步提高市场占有率，并预计将能够达到产品销量增长、市场评估增加等的规模经济效果。

### 2.3.4 并购后的整合

并购整合，是指并购多方在经营管理、产品、企业文化、财务以及企业各种优势资源等方面的有效协同，强劲的整合能力将有助于公司实现其战略布局，提高公司的经营业绩。对企业并购整合的绩效的评价划分为以下两种：

#### (1) 按市场层次和公司层面分类

市场层面绩效：收购活动始终围绕着提高公司价值，并取得市场势力而进行。企业并购活动影响了公司的运营活动，企业收购合并效果直接影响了公司的整体运营效果，而公司内部对企业并购以及公司后期整合的期望则以公司市值波动反映，因此利用事件研究法可对公司各层面业绩做出深入探讨。

公司层面绩效：收购合并通过影响公司的运营绩效进而影响到收购业绩。公司在收购整合前后的各种财务指标体现了收购活动对公司运营绩效和公司品牌价值的影响。

#### (2) 按并购整合后期限的长短划分

期限按时间持续的长度可区分为短期与长期。文章所考察的短期业绩指在收购事项第一次公开发布日前及后一段时间内所形成的企业业绩，而长期绩效指企

业并购整合后较长一段时间区间内的经济影响。

## 2.4 连续并购绩效的分析方法

### 2.4.1 事件研究法

事件研究法作为一个评估某一重大事件对企业股票价值所产生影响的方法，已广泛地被运用在对企业并购绩效的研究当中。事件研究法以市场的有效性为假定前提条件，认为股价是除了对公司内部历史信息的客观反映，还是展现投资者对企业所有公开信息的态度。事件研究法的思路是对比某一事件发生前后的投资收益率的变化，如果发生该事件产生的投资收益率高于不发生事件时产生的投资收益率，表示股票价格迅速吸纳了公司公开信息，且代表市场对企业发生的该起并购事件持看好态度。

实际收益率反映了异常事件出现时的现实投资回报率，假设在未出现该事件情形下的现实投资收益为市场收益，则实际收益率与金融市场的指数收益率的差值为超额收益率。在该事件所影响的窗口期内，每一个交易日的超额收益率的累积就是累计超额收益率。如果最后确定的超额收益率与积累超额收益率的值大于0，则表示此次并购活动市场认为其预期表现较好，为企业创造了价值。若超额收益率与积累超额收益率的值都小于0，则表示此次兼并活动并未产生正面影响。事件研究法被广泛运用于衡量并购重组、股利分配等重大事项的决策。

### 2.4.2 财务绩效分析法

公司的财务业绩分析一般会对其营运水平、获利能力、偿债水平以及发展能力进行分析。

这四种能力中，营运能力分析公司对各项资产配置的效果，用存货周转率、应付账款周转率、总资产周转率等来评价；获利能力反映了公司投入资产赚取现金的能力，主要可以用净资产报酬率、销售净利率等经济指标来加以判断；而偿债能力用来反映了公司的财务风险，利用流动比率、速动比率、资产负债率等进行分析。发展能力用来体现企业扩张规模的潜在能力，可以用营业收入增长率、总资产增长率等指标进行分析。通过结合上述大量财务指标来分析企业的绩效。

### 3 立讯精密连续并购案例介绍

#### 3.1 电子元件行业发展现状

近年来，由于下游市场如消费电子、汽车电子市场的快速发展，带动了整个电子元件行业的高速发展。通讯电子、物联网等终端产品需求的不断扩大，打开了我国电子元件及制造电子元件的专用材料的市场。5G 技术应用范围的拓展及消费电子领域技术的不断升级为电子元件行业带来旺盛的需求，新能源汽车的广泛应用及汽车电子化率的提升，为电子元件打开新的需求空间。我国的电子元件工业体系日趋成熟，在国际市场上占据重要地位，电子元件产业链已基本完整，国内的产量及销量规模位居全球首位。



资料来源：Wind

图3.1 2015-2020年中国电子元件行业年销售增长图

从上图 3.1 可知，2015-2020 年销售额平均增长率为 4.7%，2020 年国内电子元件产业销售规模达到 18831 亿元。电子元件行业中企业数量超过一万家，在部分领域已达到国家先进水平。

由于疫情的影响，全球电子行业遭遇严峻挑战。国内的疫情防范得力，使电子制造业得以快速复工复产。与之相对应的国外疫情迟迟未能得到有效控制，导致了众多电子制造厂商开工率不足，以至于供需失衡。订单转嫁到国内，叠加国产化进程，国内电子产业在呈现产销两旺的局面。同时随着日本电子元件企业产

业升级，逐步退出中低端市场，推动部分企业向中国转移。

虽然中国已经成为全球电子元件第一大生产国，但就目前从我国电子元件行业整体情况来看，龙头企业匮乏，大多数企业依旧以生产中低端产品为主，行业内企业的整体研发实力偏弱。与发达国家相比，我国电子元件行业显著出现“大而不强”的现象，研发实力在基础材料研究、制造工艺等方面的较弱，难以实现高端产品的产业生产，尤其是高端电子元件距发达国家还有很大差距。同时，在电子元件行业中小企业数量占比最大，集中度低难以形成规模效应，大多数企业未实现智能化生产，自动化水平低。此外，国外龙头企业垄断高端产品的研发专利壁垒，我国难以突破技术壁垒。

## 3.2 立讯精密公司简介

### 3.2.1 基本情况

立讯精密工业股份有限公司(以下简称“立讯精密”),成立于2004年5月,2010年在深圳证券交易所成功挂牌上市。自2010年上市以来,立讯精密营收年复合增长率达50%以上,至2020年末,公司的营收规模从10亿元增至925亿元,净利润增长至74.91亿元,是国内连接器行业的龙头企业。

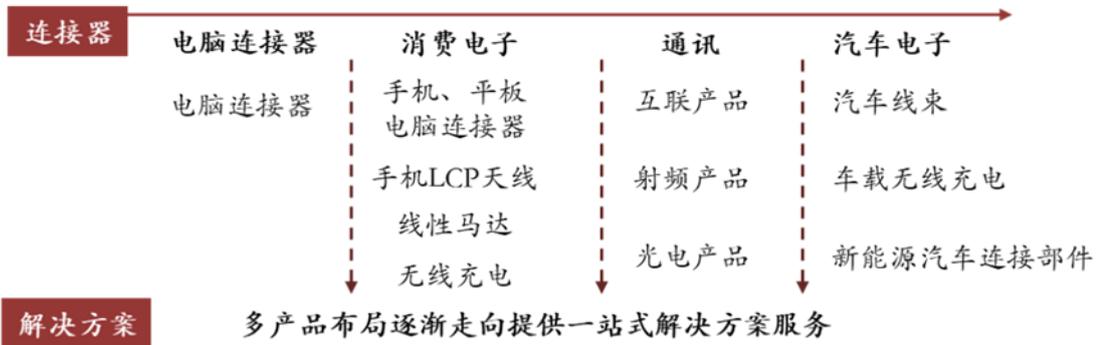
### 3.2.2 主营业务介绍

立讯精密作为一家科技型制造企业,从上市初期主营生产单一的电脑连接产品,经过不断的发展,其业务范围逐步综合覆盖零组件、模组及配件类产品。其产品在世界许多关键领域广泛应用,如电脑及周边产品、消费电子领域、通讯、汽车和医疗等。部分核心产品优势明显,市场份额占比较大,产品涵盖面广。此外,公司不断垂直整合,优化其产品机构,拓展新的产品市场,确立了连机器行业的优势地位。

### 3.2.3 战略布局

立讯精密2010-2020年之间不断发展,垂直一体化布局于消费电子、通信、

汽车、医疗等领域，产品包括电子组件、模组与系统组装。立讯精密一直坚持着“老产品新客户，老客户新产品，老产品新市场”的公司战略，与公司实行的横向品类扩张和纵向一体化战略相匹配。即通过连续并购的方式实现横向品类的扩张，优化公司的产品结构，再把新并购的产品切入到老客户的产业链中，深挖与原有客户的合作潜力，积极开拓新的合作空间。同时，公司积极将成熟优良的产品推广出去，寻求拓展到新的优质客户、新的市场领域（如汽车电子、通讯、医疗、电脑等领域）。



资料来源：Wind

图 3.2 立讯精密战略布局

通过纵向一体化和横向品类扩张，立讯精密如图 3.2 所示，在每一个细分领域内的众多产品布局走向一站式解决方案供应商，成为产业链中的精密制造大平台。通过覆盖更多的产业链环节，实现自身的战略布局提升市场竞争力，帮客户降低产品成本的同时，也增强了客户的粘性。

### 3.3 立讯精密连续并购实施过程

立讯精密自 2010 年上市以来，为加强连机器主业的市场占有率展开了一系列的横向并购，而后随着市场需求不断变化，其下游客户产品不断创新，电子元件行业市场利润增长点不断调整，公司战略目标转变为实现公司的“整机+核心零部件”的双线战略，为实现公司多元化发展，垂直一体化布局于消费电子、通信、汽车、医疗等多个领域，立讯精密进行了扩充商业板块的纵向并购。

### 3.3.1 连续并购事件

立讯精密为实现自身战略目标，开始较大规模、较频繁地并购。根据公开资料整理汇总，立讯精密自 2010 至 2021 年之间一共并购了 16 次，根据本文对连续并购界定来看，立讯精密满足连续并购定义。本文对立讯精密在深交所披露的公告进行整理，按照时间顺序对立讯精密自 2010 年上市以来至 2021 年的并购事件进行了统计。表 3.1 中列举了立讯精密每一次并购事件被并购方的基本信息。

表 3.1 立讯精密自 2010 年上市以来的并购事件汇总

首次披露日	交易标的	股权转让比例 (%)	币种	交易总价值 (万元)	并购类型
2021-1-29	日铠电脑配件有限公司	50.01	人民币	600,000.00	纵向并购
2020-07-18	纬新资通(昆山)有限公司	100	人民币	330,000.00	纵向并购
	纬创投资(江苏)有限公司		人民币		
2018	光宝相机事业部	100	美元	36,000.00	纵向并购
2017-02-24	惠州美律	51	人民币	6,984.30	纵向并购
	上海美律	51	人民币	125.34	纵向并购
2016-7-19	美特科技(苏州)有限公司	51	人民币	53,000.00	纵向并购
2014-03-04	丰岛电子科技有限公司	100	人民币	6,000.00	纵向并购
2014-03-04	昆山联滔电子有限公司;	40	人民币	60,000.00	横向并购
2013-12-31	博硕科技(江西)有限公司	25	人民币	9,483.00	纵向并购
2013-10-25	SuK Kunststofftechnik GmbH	100	欧元	400	横向并购
2013-05-18	深圳市科尔通实业有限公司	25	人民币	3,680.00	横向并购
2012-08-04	珠海双赢柔软电路有限公司	100%	人民币	11,800.00	横向并购
2012-4-10	福建源光电装有限公司	55%	人民币	9,751.33	横向并购
2011-8-03	深圳市科尔通实业有限公司	75%	人民币	7,500.00	横向并购
2011-4-19	ICT-LANTO LIMITED	100%	美元	205.00	横向并购
2011-04-19	昆山联滔电子有限公司	60%	人民币	58,000.00	横向并购
2010-11-27	博硕科技(江西)有限公司	75%	人民币	16,800.00	纵向并购

资料来源：立讯精密 2010—2020 年年报及公告

纵观立讯精密 2010—2021 年的 16 起并购事件，呈现出先横向并购再纵向垂直整合的特点。2011—2013 年为加强连接器主业，立讯精密以横向品类扩张为主，扩大企业规模，抢占国内连接器市场。2014—2021 年，为发展为一站式解决方案的供应商，整合上下游资源，实现产业全面布局，通过覆盖更多的产业链环节，

立讯精密成为产业链中的精密制造大平台。

### 3.3.2 主要并购标的介绍

#### (1) 博硕科技（江西）有限公司

2010年立讯精密以1.68亿元并购对价并购博硕科技75%的股权，2013年又以9500万元并购对价收购其余的股权。博硕科技公司成立于2008年3月20日，是华硕公司旗下和硕集团的子公司，其主要经营业务是生产、销售各类电线电缆、塑胶抽粒、塑胶五金等制品。立讯精密的上游原材料主要是由博硕科技提供，博硕科技的线缆业务是立讯精密开展各项业务的基础。将博硕科技纳入立讯精密的商业版图，可以增强其自身制造线束的能力同时提升其原本较弱的接单能力，切入相关的供应链中；同时博硕科技背靠华硕科技有强大的客户资源，立讯精密通过并购可以获得这些稳定的客户资源。

#### (2) 昆山联滔电子有限公司

2011年立讯精密并购昆山联滔电子有限公司60%股权及其境外接单中心ICT-LANTO LIMITED。2014年，又花费6亿元收购剩余40%股权。昆山联滔成立于2004年4月23日，其主营业务有连接器以及电脑相关的周边设备等。昆山联滔位于华东是汽车工业和通讯领域制造密集的地区，集群效应突出，同时由于昆山联滔其自身拥有较强的研发能力和良好的生产管理模式，所以昆山联滔的核心产品在市场具有明显优势地位，大客户对其生产的产品认可度较高。此外，联滔电子在连接器行业发展数年，具有技术优势和良好的品质控制能力，其终端品牌的客户为苹果、戴尔、微软、联想、索尼等。并购联滔电子立讯精密顺利切入苹果产业链，成为苹果公司所需线束的主要供应商。

#### (3) 珠海双赢

2012年9月，立讯精密以1.2亿元的并购对价并购珠海双赢100%股权，并在此后几年中不断增资。珠海双赢成立于2004年，主要生产和销售单、双面、多层柔性电路板。随着国内智能手机市场的不断发展，柔性电路板的需求也随之旺盛。珠海双赢借此不断开拓市场抢占市场份额，生产的柔性电路板是联想、华为等国内手机知名品牌的主要供应商，取得良好的市场地位，市场前景广阔。

立讯精密与珠海双赢同属于连接线行业，立讯精密通过横向并购珠海双赢进

一步拓展业务范围，并购柔性印刷电路板这一可以业务可以将立讯精密原有的 PC 端业务向手机产业延伸拓展。结合市场的需求立讯精密整合 PC 端和手机业务的发展，优化产品结构。同时并购珠海双赢可以提升公司一站式供应能力，满足客户多样的采购需求，使得 PC 端与手机市场的占有率上产生一加一大于二的倍数效果，增加客户黏性。

#### （4）福建源光

2012 年 6 月，立讯精密支付现金 9556 万元作为交易对价购买亚明电器持有的福建源光电装 55% 的股权，切入汽车线缆领域。生产制造汽车组合线束、塑胶配件等零部件是福建源光电装主要的业务范围，福建源光的大客户是世界第二大线束生产商住友电装株式会社。此次收购有助于绑定住友电装，进入日系汽车线束供应链，为后续公司在线束领域布局积累经验。

#### （5）SuK Kunststofftechnik GmbH

2013 年，立讯精密以 400 多万欧元的并购对价收购德国人持有的 100% 股权，其经营业务主要是生产和销售门锁等塑胶件，是德系汽车的核心供应商，SuK 在汽车精密塑胶领域具有成熟的生产技术。收购 SuK 之后，拿到为奔驰、宝马等德系车企提供汽车电子相关配件的供应商资质，进一步扩大客户网络。同时还可以加强与国际知名企业的合作。

#### （6）丰岛电子科技有限公司

2014 年立讯精密并购丰岛电子 100% 股权，并购对价为 6000 万。立讯精密布局可穿戴设备领域并购苏州丰岛，苏州丰岛自身具有核心零部件的自制能力以及立讯精密所需的塑胶外观件和金属外观件。立讯精密并购丰岛电子实现部分零件的自产，延长产业链。同时，苏州丰岛与立讯精密子公司昆山联滔地理位置相邻，可以配合昆山联滔实现大客户的需求，整合公司资源，助力昆山联滔实现产品的零件自制能力。此外，由于可穿戴设备等科技产品终端市场的不断发展，并购丰岛电子可以使得公司的产品体系更加多元，加强立讯精密在供应链体系所处的核心地位。

#### （7）惠州美律和苏州美特

苏州美特、惠州美律、上海美律、三家企业皆为台湾美律实业下属子公司。台湾美律实业创立于 1975 年，多年来深耕于声学领域，积累了丰富的技术开发

能力及精密生产经验,是世界知名的电声领导供应商。美律实业的产品范围涵盖了耳机、话筒、扬声器、辅听器及电池等,而使用范畴则涵盖了移动通讯、影音娱乐、计算机周边、智能家居和医疗设备等日常应用领域。立讯投资 5.3 亿取得美特科技 51%的股权,2017 年立讯精密投资收购 5.9 亿取得美律 51%的股权。苏州美特和惠州美律是美律实业旗下主要制造基地,主营业务为扬声器、免除听筒麦克风等声学产品,上海美律为美律实业主要的接单中心。

立讯精密在 2014 年切入声学领域,电声器件的生产和销售随着市场需求的不断扩大而快速发展,同时并购美律使得立讯精密增强电声器件的微型化能力,同时通过并购美律,立讯精密切入国内声学模组和声学器件供应链,获得苹果等客户资源,成为苹果声学供应商。

#### (8) 纬新资通和纬创投资

2020 年,立讯精密以 33 亿元的并购对价收购纬创两家子公司 100%股权。收购的标的公司与富士康、和硕为苹果公司生产手机。纬新资通以及纬创投资的主要业务是 iPhone 手机的代加工,其营业范围主要有:制造笔记本电脑、苹果手机等电子信息产品及其相关零组件。立讯精密并购纬新资通和纬创投资后,进入智能手机系统代工供应链,获得手机代加工业务的市场,将整合立讯精密现有业务产生有效协同,契合立讯精密对智能手机、可穿戴设备等消费电子模块的长期战略布局,拓宽公司现有产品的销售渠道,提升连机器、无线充电、声学、天线等零组件的整机垂直整合。

### 3.4 立讯精密连续并购动因分析

#### 3.4.1 获取先进技术

立讯精密在上市初期,技术研发能力弱,与国外高端电子元件产品制造商相比,在基础材料研究、精密工艺制造等领域存在着较大的差距。由于电子元件精密件的关键技术领域技术壁垒高,薄弱的核心技术能力制约着企业的发展。由于精密件、模组等电子元件核心的技术很难仅凭自身的研发能力短期内突破,但为抓住消费电子市场迅猛发展的机遇,立讯精密制定明确的战略布局,以谋求高质量的发展路径。分析立讯精密的 16 起并购事件可以总结出,其在并购标的得选

择都倾向于具有深厚的研发背景以及较高精密制造工艺。立讯精密通过连续并购跨过技术壁垒，同时获得被并购企业的研发人员及科研能力。通过不断的发展，立讯精密拥有国内领军的研究及智能创造团队同时在全球多地创立研发生产以及制造工艺平台。

### 3.4.2 拓展业务布局

立讯精密在上市初期，主营电脑连接器业务。2010年并购昆山联滔，对上游供应商有效的整合使得其制造能力的不断发展，立讯精密的电脑连接器市场占有率高，成为电脑连接器的龙头精密制造企业。但随着电脑连接器市场日趋饱和，PC端消费需求的降低，使得立讯精密需要不断横向拓展产品品类，完善业务布局。随着消费性电子、可穿戴设备市场的旺盛，立讯精密乘势而为，通过连续并购布局其产品结构。立讯精密依据自身的业务战略及下游客户的产业需求进行切实的并购，在并购前期就搭建负责并购的专业团队，对并购标的进行深入广泛的研究。通过并购科尔通布局通讯电子及精密件领域；并购苏州丰岛，将业务拓展至可穿戴领域；收购台湾美律实业的三家子公司苏州美特、惠州美律等，布局电声器件业务；并购纬创，获得苹果手机的代加工能力。随着业务布局的不断完善，立讯精密产品端开始覆盖消费性电子领域、通讯电子领域以及汽车电子领域。产品的多元化不仅让立讯精密成为一站式解决方案供应商，同时使得立讯精密业绩不断提升。

### 3.4.3 增强协同效应

立讯精密自身拥有行业内精良的管理团队，管理人员的运营管理能力强，在并购的过程中，立讯精密充分发挥这一优势。通过明确的并购战略以及充分的并购前期准备，立讯精密以强大的整合能力对并购标的的厂房、人才、科研能力进行有效整合，协同效应发挥明显。

立讯精密2011年并购昆山联滔，在横向领域迅速整合其生产、研发能力，成为线缆及连接器领域的龙头。2017年收购台湾美律实业的三家子公司布局入音频电声器件领域，立讯精密迅速将其已有的精密制造能力与台湾美律实业成熟的声学技术整合，成为大客户苹果公司 Air pods 主要的供应商。立讯精密充分

发挥连续并购的协同效应，整合连续并购获得的新业务，再通过其行业领先的精密制造能力将并购的新业务打造成为新的明星业务。同时不断降低经营成本，提高产品良率，提升订单响应速度，促进企业业绩的增长。

## 4 立讯精密连续并购绩效分析

### 4.1 连续并购短期绩效分析

#### 4.1.1 样本案例的选择

本文依据事件研究法对立讯精密的短期绩效进行分析,计算其在并购发生日前后几天内的实际收益率减去市场收益率的数值,即为超额收益率。如果最后确定的超额收益率与累计超额收益率的值大于 0,则表示此次并购活动市场认为其预期表现较好,为企业创造了价值。若超额收益率与累计超额收益率的值都小于 0,则表示此次兼并活动并未产生正面影响。

立讯精密 2010 年实现上市,通过设置表 4.1 所列式的筛选条件,对立讯精密 2010 年至 2021 年在股票交易所披露的并购事件公告进行筛选。

表 4.1 连续并购分析样本案例筛选条件

序号	筛选条件
①	并购标的物为目标公司股权;
②	并购事项必须在深交所公开发布并购公告。
③	对于同一交易日公布的多个并购计划,视为一次并购事件。
④	对于同一个目标企业的多宗股权并购只选取第一次并购交易。
⑤	并购交易金额大于 1,000 万人民币

数据参考自锐思 (RESSET) 金融研究数据库和深圳证券交易所,经过对表 4.1 所示的 16 起并购事件的筛选分析,得出表 4.2 所列示的并购事件案例,同时这 10 起并购事件并非关联交易。

表 4.2 连续并购事件的并购标的

首次披露时间	并购事件	并购标的
2010-11-27	事件 1	博硕科技 (江西) 有限公司
2011-04-19	事件 2	昆山联滔电子有限公司
2011-8-03	事件 3	深圳市科尔通实业有限公司
2012-4-10	事件 4	福建源光电装有限公司
2012-08-04	事件 5	珠海双赢柔软电路有限公司

续表 4.2

首次披露时间	并购事件	并购标的
2014-03-04	事件 6	丰岛电子科技有限公司
2016-7-19	事件 7	美特科技（苏州）有限公司
2017-02-24	事件 8	惠州美律
2020-07-18	事件 9	日铠电脑配件有限公司
2021-1-29	事件 10	纬新资通(昆山)有限公司

资料来源：立讯精密并购公告

#### 4.1.2 短期绩效窗口期的选择

在本案例运用中，事件指的是立讯精密公开发布的并购公告，以立讯精密首次公告日作为并购事件日。为探讨连续并购事件对立讯精密股价的影响的程度，有必要设定连续并购对股票价格的影响的研究时间期限，事件窗口期就是并购事件影响股价的时间段。在对事件窗口的设置时进行折衷考虑，若选择较长的窗口期，可以得到其较为长远、全面的影响，但同时也会存在其股价变动还会受到公司其他重大事项影响，并不一定是只是并购驱动股价的变动。所以，在本文中为了避免较长窗口中其它重大事件的影响，将窗口期选择为（-5，+5）。

#### 4.1.3 超额收益率与累计超额收益率的计算及分析

通过对案例研究法的三种方法的理论基础进行研究，本文使用市场调整模型法研究对连续并购的超额收益率进行计算。使用数据参考于锐思（RESSET）金融研究数据库，通过在该数据库中获得并购窗口期中立讯精密的日收益率，以及在该窗口期时效中的市场指数收益率来进行计算。日实际收益率( $R_{it}$ )即表示立讯精密在第  $t$  日的实际收益率， $R_{mt}$  代表第  $t$  日的相关市场指数收益率。通过对市场指数的分析以及立讯精密公司在行业所处的实际情况，本文选用是沪深 300 指数日收益率做为市场指数收益率。超额收益率的计算公式如下：

$$AR_{it} = R_{it} - R_{mt}$$

##### （1）计算累计超额收益

市场对并购事件的预期可以通过累计超额收益率来反映，将事件窗口期（-5，+5）中所有并购事件的超额收益率进行加总，获得累计超额收益率的数值，其计

算公式为：

$$CAR_{it} = \sum_{-5}^{+5} AR_{it}$$

表 4.3 并购标的累计超额收益率

首次披露时间	并购事件	并购标的	股权比例	累计超额收益率 (CAR)
2010-11-27	事件 1	博硕科技（江西）有限公司	75%	0.0741
2011-04-19	事件 2	昆山联滔电子有限公司	60%	0.2397
2011-8-03	事件 3	深圳市科尔通实业有限公司	75%	0.1007
2012-4-10	事件 4	福建源光电装有限公司	55%	-0.0046
2012-08-04	事件 5	珠海双赢柔软电路有限公司	100%	0.0665
2014-03-04	事件 6	丰岛电子科技有限公司	100%	0.1511
2016-7-19	事件 7	美特科技（苏州）有限公司	51%	-0.0032
2017-02-24	事件 8	惠州美律	51%	0.0179
2020-07-17	事件 9	纬新资通（昆山）有限公司	100%	0.0199
2021-1-28	事件 10	日铠电脑配件有限公司	50.01%	-0.1297

根据表 4.3 我们可以看出，市场投资者对于立讯精密发生的 10 起并购事件的反映并不一致。在所选定的事件窗口期内，如图 4.1 所示，共有 7 例并购事件的 CAR 大于 0，占总并购事件的 70%，提升了公司股东的价值；3 例并购事件的累计超额收益率小于 0。并购事件表现较为突出的是昆山联滔电子有限公司和丰岛电子科技有限公司。从交易的累计超额收益率的变化趋势可反映出，并购事件绩效的浮动较为明显，数据显示，投资者对于日铠电脑配件有限公司这项金额较大的并购不够看好，该现象可能由于交易对价放大了该起并购事件对于短期绩效的影响。但总体而言，立讯精密连续并购创造了一定市场价值，股东财富有得到提升。

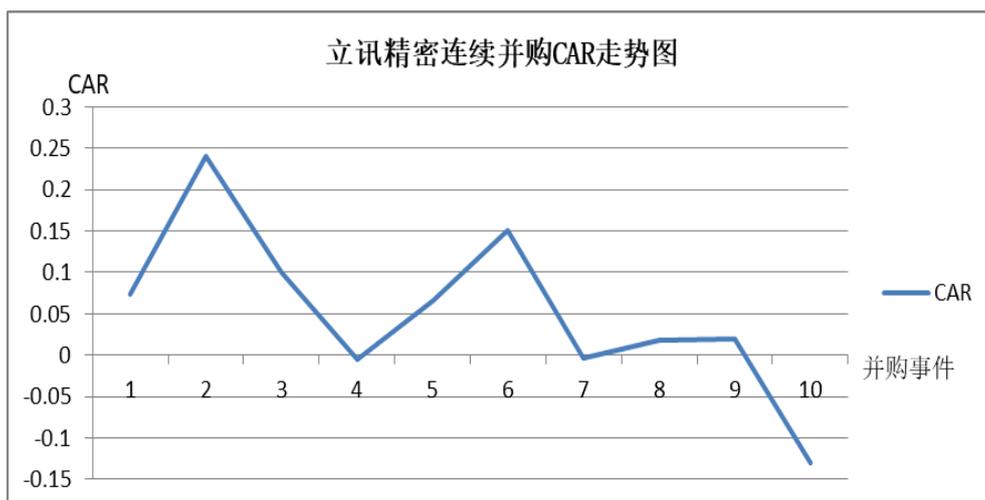


图 4.1 立讯精密连续并购 CAR 走势图

#### 4.1.4 平均超额收益率和累计平均超额收益率的计算及分析

通过累计计算在窗口期内各个交易日的 AR 与 CAR，得到表 4.4。

表 4.4 AAR 及 CAAR 计算结果

窗口期	AAR	CAAR
-5	0.00962	0.00962
-4	0.00954	0.01916
-3	-0.009	0.01016
-2	-0.01132	-0.00116
-1	0.01661	0.01545
0	0.0237	0.03915
1	0.02443	0.06358
2	-0.00757	0.05601
3	0.00631	0.06232
4	-0.00086	0.06146
5	-0.00822	0.05324

通过表 4.4 以及图 4.2，展示所选取并购事件在事件窗口期内，平均超额收益率的变动。观察可发现，其 AAR 值在并购宣告日前两日开始出现 AAR 大幅增长趋势，表明并购消息可能提前泄密，致使公告日之前就出现增长。随后，在并购宣告当日平均超额收益率增长率达 42.7%，出现较大幅度增长，说明并购公告披

露日并购事件市场反响较好，投资者对投资事件持积极态度。在第二天 AAR 出现小幅增长之后出现下降趋势且下降幅度明显。在并购交易发生的第二日 AAR 值出现明显的下跌，下跌成负值，这也使得 CAAR 由持续大幅增长转为小幅下降。从信息首次披露日前后来看，CAAR 值出现明显上升，并持续为正值，说明连续并购事件为公司带来财富效应。

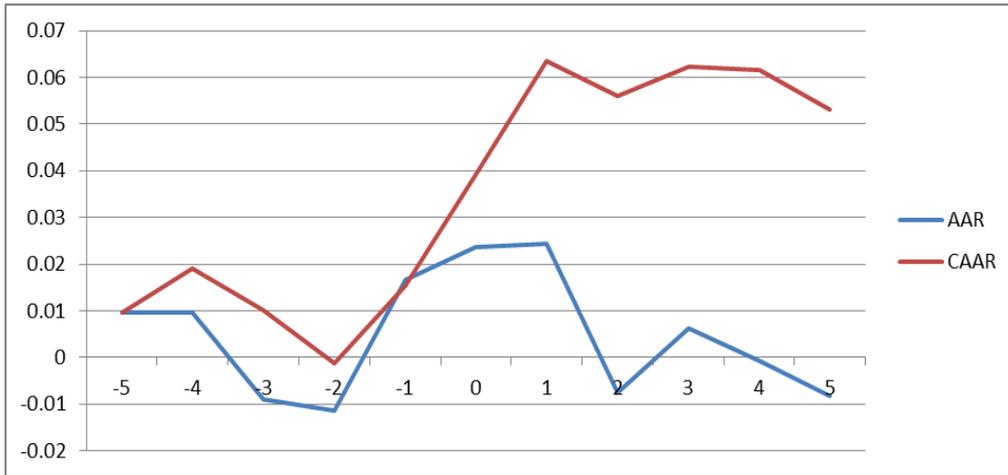


图 4.2 AAR 及 CAAR 走势图

#### (1) 按并购方向分析短期绩效

2010 年立讯精密上市时其业务线比较简单，主要是生产电脑连接器产品，从上市以来立讯精密依托连续并购不断丰富自身产品线，带动业绩增长。从 2010 年至 2013 年主要以横向并购为主，通过兼并收购横向扩张其业务种类，增加企业规模同时提高立讯精密的市场占有率。从 2014 年至今立讯精密通过纵向并购，逐步将连接器业务从电脑拓展到消费电子和汽车电子领域，不断扩张其产业链规模，增强其在供应链中的能力。

通过对经过筛选的 10 家并购标的公司进行分类，可分为两组：第一组横向并购包含同以生产连接器为主业的 4 家公司，第二组纵向并购，包含 1 家上游的原材料供应商以及 5 家下游公司，比如代加工、组装公司等。

表 4.5 AAR 及 CAAR 计算结果

窗口期	AAR (1 组)	AAR (2 组)	CAAR (1 组)	CAAR (2 组)
-5	0.020575	0.0023166	0.020575	0.002317
-4	-0.01665	0.027	0.003925	0.029317
-3	0.005975	-0.0189833	0.0099	0.010333
-2	-0.008775	-0.0130166	0.001125	-0.00268
-1	0.032325	0.0061333	0.03345	0.00345
0	0.02435	0.0232666	0.0578	0.026717
1	0.02385	0.0248166	0.08165	0.051533
2	-0.0154	-0.00235	0.06625	0.049183
3	0.02045	-0.0031166	0.0867	0.046067
4	0.00485	-0.0046666	0.09155	0.0414
5	0.009025	-0.0197166	0.100575	0.021683

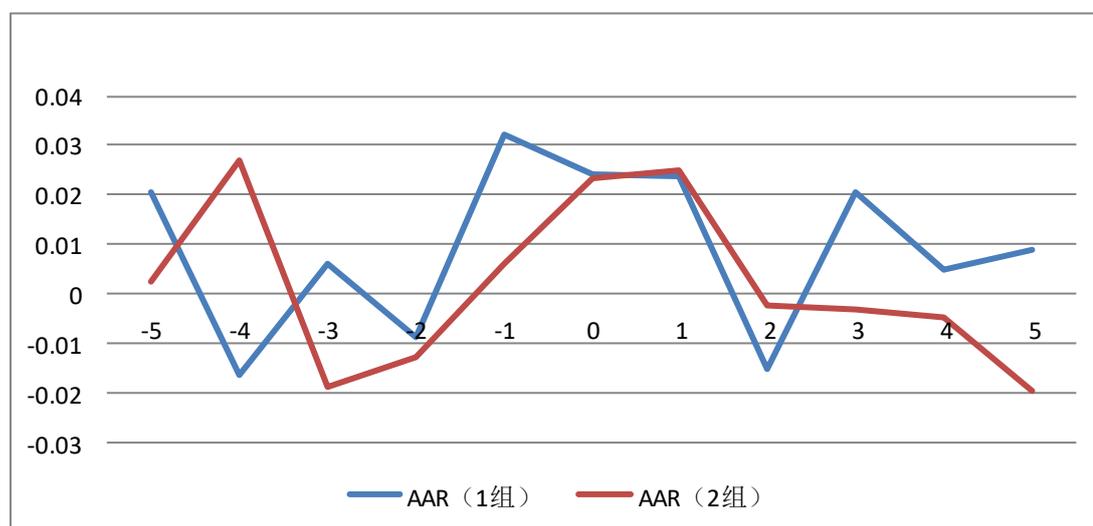


图 4.3 1 组与 2 组的 AAR 走势图

由表 4.5 可知，第一组和第二组在事件窗口期结束 CAAR 均为正数，且第一组的 CAAR 显著大于第二组。通过图 4.3 可以观察出在并购宣告两前两日开始第一组和第二组的 AAR 有明显上升且第一组上升幅度大于第二组，相较于纵向并购市场对横向并购的市场前景更为看好，在并购事件宣告当日到第二日两组的 AAR 趋势线几乎重合，之后第二组的 AAR 呈现梯形下降趋势而代表横向并购的第一组呈现波动上升的趋势。通过对横向和纵向的 CAAR 和 AAR 比较分析可以得出，横向并购的短期并购绩效优于纵向并购，市场看好连接器相关产品的发展前景，同时也对纵向并购中的几起大额并购能否与企业自身形成良好协同，增加股东财富

投资人持观望态度。

## (2) 按并购总价值分析短期绩效

交易总价值通常可以反映并购标的规模及并购方对其未来的看好程度。通常认为交易规模越大更容易产生规模经济效益为企业带来成本优势。但交易规模越大，并购后整合工作难度也更大，所消耗的管理成本也更高。在实证分析中，部分研究认为企业并购绩效与并购的交易价值呈反比。学者在进行跨国并购研究中发现，并购标的价值越大，所要求的就越多，并购所涉及的环节也越复杂。因此，本节对立讯精密并购的交易价值对短期绩效的影响进行探讨。本节将并购标的按照交易价值的大小分为两组，A组集合了交易价值大于或等于5亿元的标的，包含4起并购事件；B组集合了交易价值小于5亿元的并购标的，包含6起并购事件。

表 4.6 AAR 及 CAAR 计算结果

窗口期	AAR (A 组)	AAR (B 组)	CAAR (A 组)	CAAR (B 组)
-5	-0.00663	0.0205	-0.00663	0.0205
-4	0.016575	0.0049	0.00995	0.02535
-3	-0.01455	-0.0053	-0.0046	0.02005
-2	-0.01248	-0.0106	-0.01708	0.0095
-1	0.014025	0.0183	-0.00305	0.027833
0	0.03505	0.0161	0.032	0.043967
1	0.0195	0.0277	0.0515	0.071683
2	-0.00448	-0.0096	0.047025	0.06205
3	0.010975	0.0032	0.058	0.06525
4	-0.00735	0.0035	0.05065	0.068717
5	-0.01898	-0.0011	0.031675	0.067667

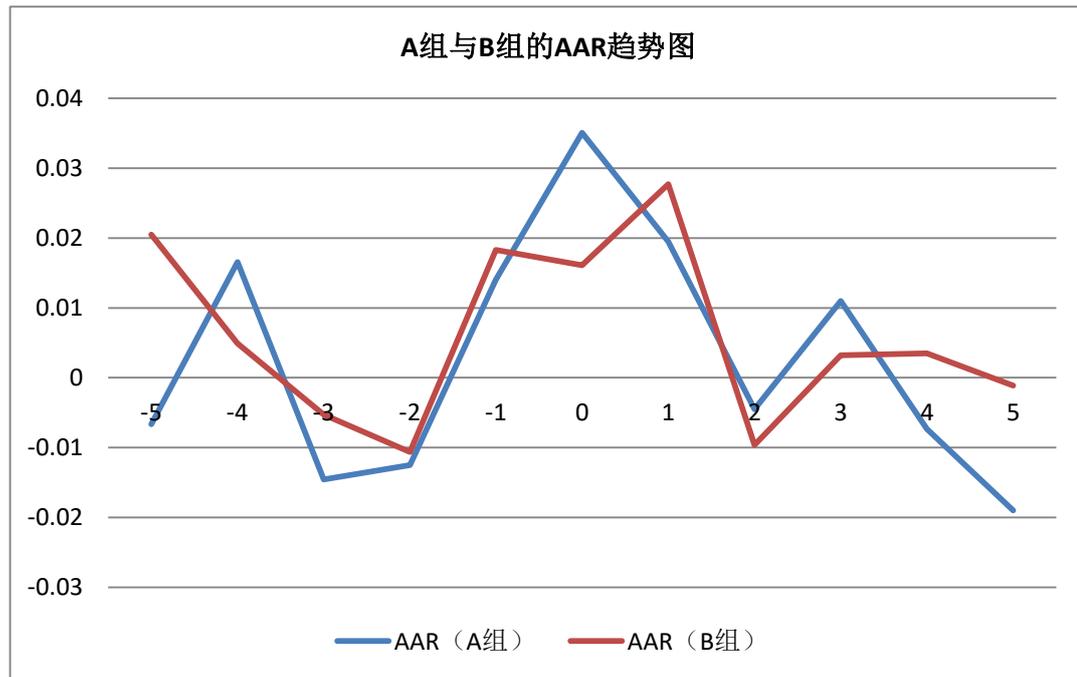


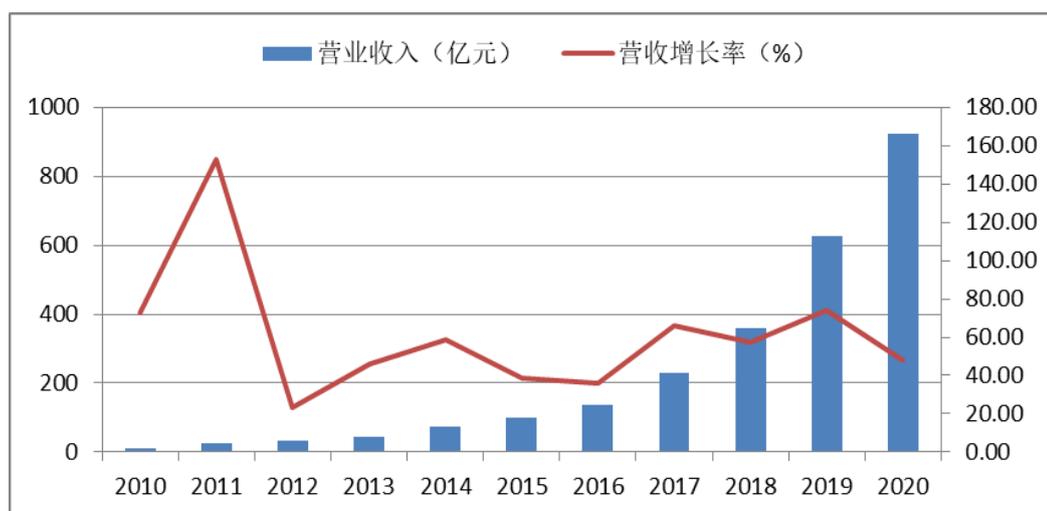
图 4.4 A 组与 B 组的 AAR 走势图

由表 4.6 可知, A 组和 B 组在事件窗口期结束 CAAR 均为正数, 且 B 组的 CAAR 显著大于 A 组。通过图 4.4 可以观察到在并购宣告前两日开始 A 组和 B 组的 AAR 有明显上升且 A 组上升幅度大于 B 组, A 组的 AAR 在并购当日达到峰值表明投资者对大额并购是持乐观的态度, 但在之后的窗口期里陡然下降, 在公告后第二、四、五天均为负值。反观 B 组 AAR 的涨跌较为和缓, 在并购公告次日 AAR 达到峰值, 之后仍有下降, 但下降幅度小于 A 组, 之后出现增长趋势, 市场投资者对 B 组即并购金额较小的一组其投资预期较为稳定, 短期并购绩效优于 A 组。

纵观立讯精密在 2010-2021 年间发生了多起并购, 在此期间大部分的并购事件的 CAR 都为正, 可以反映出立讯精密的连续并购通过其有效的资本运作为公司股东创造了财富。依此来看, 连续并购对企业的短期成果产生一定程度的积极影响, 但这种积极作用的持续影响, 还需通过长期绩效进行分析。

## 4.2 连续并购长期绩效评价

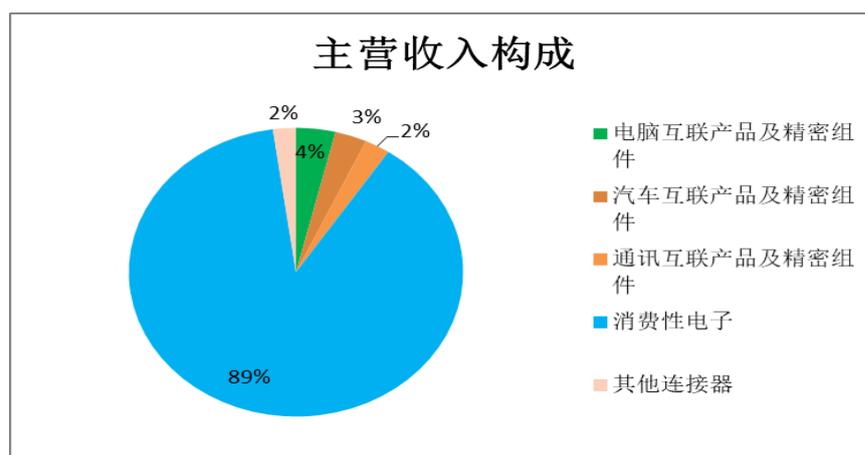
如图 4.5 所示, 立讯精密自 2010 年上市以来, 营收规模扩大了 92 倍, 营收复合增长率为 57%, 营业收入从 2010 年的 10.11 亿元, 短短四年间于 2015 年就达到 101.39 亿元, 2020 年营业收入规模达到 925 亿元。



数据来源：Choice 金融终端

图 4.5 立讯精密 2010—2020 年销售收入及增长率图

2010 年立讯精密上市时其业务线比较简单，主要是生产电脑连接器产品。通过 2010 年至 2021 年 16 起连续并购的成功，立讯精密逐步将连接器业务从电脑拓展到消费电子领域和通讯精密组件领域，如图 4.6 所示，2020 年立讯精密消费电子对其营收贡献为 88.45%，而其上市初期主营的电脑连机器产品营收占比仅为 4%。



数据来源：Choice 金融终端

图 4.6 2020 年立讯精密主营业务收入构成

通过连续并购而新进入的消费电子、汽车互联、通讯互联等领域收入规模大

幅增加支撑着企业业绩的不断发展。其中，消费电子业务收入规模从 2015 年的 44.16 亿元，大举跃升至 2020 年度的 818.18 亿元，该业务板块 5 年间收入规模翻了近 18 倍，收入占比从 43.56% 大幅跃升至 88.45%。通讯互联业务和汽车互联产品的收入规模也在稳步增长，通讯电子产品收入从 2015 年的 7.03 亿元，提升至 2019 年的 22.65 亿元，5 年间收入翻了超 3 倍；汽车电子从 2015 年的 8.42 亿元，提升至 2020 年的 28.44 亿元，4 年间收入也翻了近 3 倍。立讯精密通过连续并购进入新的业务领域同时以强大的并购整合能力，提高业务协同能力，助力企业营业收入的高速增长。

为具体分析连续并购对立讯精密长期绩效的影响，本文运用财务指标方法对立讯精密 2010 年至 2020 年财务数据进行分析。

#### 4.2.1 盈利能力分析

通过盈利能力的分析可以判断公司所投入资产获得利润的能力，是利益相关方了解公司经营状况的主要数据。盈利能力分析同时可以帮助投资者做出最优的投资决策。公司盈利水平越高，创造的利润越多，反映企业经营能力越强。盈利能力也可以用来分析公司是否通过并购获得经营协同效应。立讯精密的盈利能力指标数据如表 4.7 所示：

表 4.7 2010—2020 年 盈利能力指标 单位:%

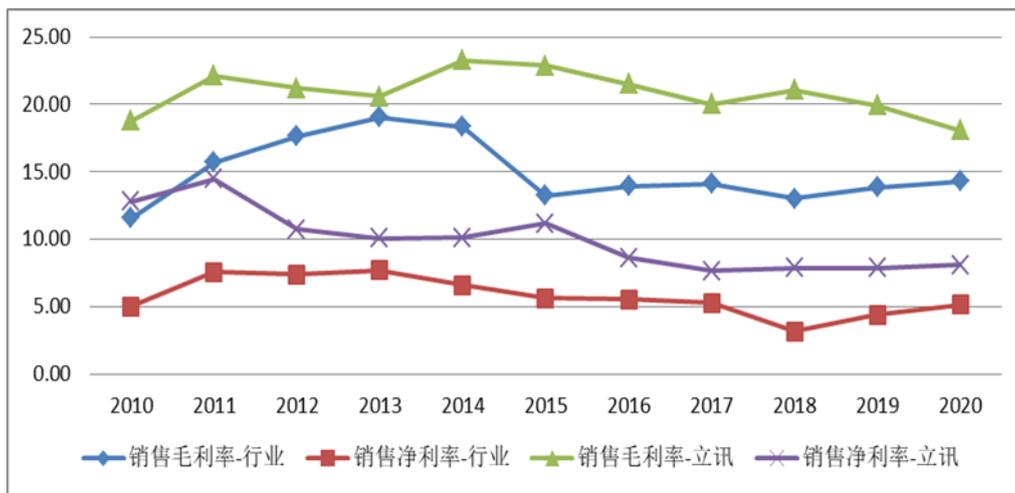
	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
销售毛利率	18.77	22.11	21.20	20.57	23.29	22.88	21.50	20.00	21.05	19.91	18.09
销售净利率	12.81	14.45	10.74	10.06	10.12	11.16	8.59	7.66	7.85	7.88	8.10
净资产收益率	11.79	14.78	13.52	15.55	18.24	21.32	13.79	13.98	19.15	26.34	29.86

数据来源：Choice 金融终端

##### (1) 销售毛利率

立讯精密通过连续并购，横向拓展业务品类，经营范围逐步丰富，使得销售收入逐年增加。从图 4.7 可以看出，从 2010 年至 2020 立讯精密的销售毛利率和

净利率均显著高于行业均值，说明立讯精密通过连续并购获得一站式供应能力，产品在连接器行业具备较好的竞争优势，核心产品竞争优势明显。同时也可以看出从 2010 年到 2020 年立讯精密的毛利率稳定保持在 20% 左右，均低于 25%，从其较低的毛利率水平可以看出立讯精密所处的产业链环节竞争激烈。2010 年至 2014 年，通过横向并购，扩大企业规模，整合效果的初步显现，立讯精密毛利率波动上涨。



数据来源：Choice 金融终端

图 4.7 2010—2020 年立讯与行业的盈利指标

2015 年至 2020 年立讯精密通过连续并购业务向下游产业中的模组、声学以及整机组装的进一步延伸，与其大客户苹果公司的业务进一步绑定，立讯精密依托并购的子公司不断提高产品的生产效率再加之企业优秀的精密制造与管理能力承接到苹果公司 Air Pods 这一业务。至 2020 年在立讯精密消费电子占营业收入的比重达 88%，消费电子业务包括 Air Pods、Apple Watch 的代工业务，还有 iPhone12 马达等精密组件。从 2016 年起全球手机销量连续四年不断下滑同时大客户苹果公司产品创新能力也出现下滑，处在苹果产业链中立讯精密的盈利能力也受到影响。此外，上游芯片供应短缺、公司主要原材料铜、铝等大宗商品持续大幅涨价，汇率变动、人工成本上升等因素使得立讯精密毛利率出现下滑。根据立讯精密 2020 年年报显示企业外销出口收入占总营收的 91.94%，由于 2020 年疫情的持续反复，国际运输成本上升等因素，毛利率相较于 2019 年下降近两个百分点。

## (2) 销售净利率

从图 4.7 可以看出，立讯精密销售净利率自 2010 年至 2020 年均显著高于行业均值。由于公司的客户资源稳定，第一大客户的销售额占企业总营收的 69.02%，公司与大客户深度绑定且常年保持着良好的合作关系，所以销售费用支出较少，销售费用的增加幅度小于营收的增长幅度。从表 4.8 可以看出立讯精密的销售费用率在逐年降低；管理费用的增加幅度小于营收的增长幅度，是因为随着公司生产规模的不断扩大，企业管理层在不断提升管理效率；从 2016 年开始公司借款持续增长，使得财务费用增加，但 2010-2020 年财务费用率均未超过 1%。结合上述分析，立讯精密费用管控能力强，销售、管理（不计研发费用）和财务费用均处于行业较低水平。

表 4.8 2010—2020 年期间费用率

单位：%

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
销售费用率	0.80	1.16	1.74	1.76	1.76	1.65	1.67	1.38	1.08	0.80	0.52
管理费用率	3.72	3.81	6.26	7.46	8.99	9.07	9.61	9.28	2.51	2.44	2.66
财务费用率	-0.01	0.53	0.32	1.36	0.71	-0.36	0.26	0.89	0.84	0.53	0.98

数据来源：Choice 金融终端

表 4.9 2010—2020 年研发投入金额

项目	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
研发投入 金额（亿 元）	0.16	0.62	1.18	2.04	4.04	5.82	9.32	15.42	25.15	43.76	57.45
研发投入 占应收比 （%）	1.58	2.41	3.74	4.46	5.54	5.74	6.77	6.76	7.01	7	6.21

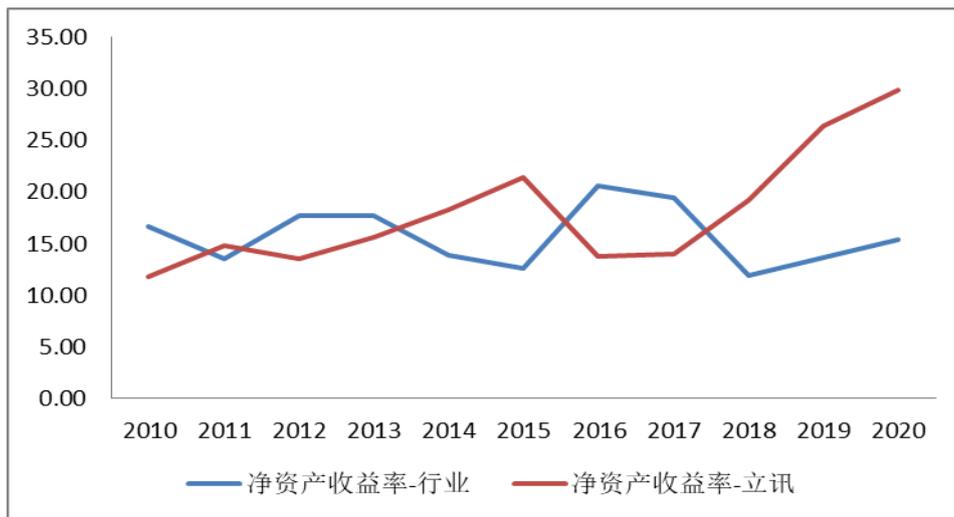
数据来源：Choice 金融终端

立讯精密销售净利率从 2010 年至 2020 年连年下降，除了由于销售毛利率下降之外，另一个原因是研发投入持续增加。

由表 4.9 可以看出立讯精密对研发能力十分重视,为谋求企业盈利能力和质量的不断提升,公司不断增加其研发投入,2018 年的研发费用是 25.15 亿元,2019 年和 2020 年研发费用支出为 43.76 亿元和 57.45 亿元,同比增幅分别为 74.08% 和 31.28%。此外,立讯精密将公司研发费用一次性列为当期费用,不做资本化分年摊销,不虚增当期利润。研发费用的快速增加虽然影响当期利润,但从公司的长期发展视角来看,其有助于增加企业核心竞争力,为公司的持续快速发展提供了科技基础。

### (3) 净资产收益率

净资产报酬率是指净利润和平均所有者权益的比值,它是企业利用自有资本赚取利润的能力。净资产报酬率是评价企业收益性能力及企业运营能力的综合指标。



数据来源: Choice 金融终端

图 4.8 2010—2020 年立讯与行业的净资产收益率

根据图 4.8 可以发现,2010 年至 2017 年,立讯精密和行业的净资产收益率波动变化。从 2017 年开始立讯精密的净资产收益率大幅提升,且增速较快,到 2020 年其净资产收益率明显高于行业平均的净资产收益率。立讯精密的净资产收益率从 2017 年的 13.79% 上升到 2020 年的 29.86%,是由于立讯精密并购台湾美律实业旗下的三家子公司,切入声学领域,2017 年 TWS 耳机市场需求旺盛, AirPods 的出货量激增,使得立讯精密盈利能力增强;同时权益乘数呈上升趋势。

此外，立讯精密总资产周转率从 2017 年的 0.95 上升到 2020 年的 1.55，并购之后营运能力的不断提升，也使得净资产收益率逐年增加，立讯精密的盈利能力在连续并购之后得到明显提升。

#### 4.2.2 营运能力分析

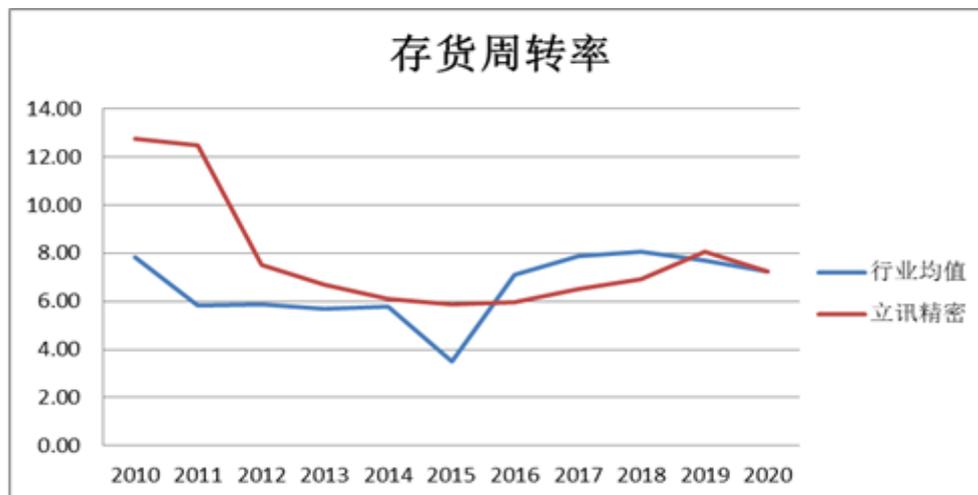
营运能力可以反映立讯精密的各项资产经营使用效率。文章选取应收账款周转率、存货周转率、固定资产周转率和总资产周转率这四个指标。立讯精密的指标如表 4.10 所示，通过分析这四个指标周转率的波动，分析立讯精密的营运能力。此外，也可以通过这四项指标来分析立讯精密并购的整合能力。

表 4.10 立讯精密的营运能力指标

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
存货 周转率	12.7	12.4	7.50	6.68	6.09	5.86	5.95	6.53	6.90	8.05	7.25
应收账款 周转率	2.89	3.46	2.85	3.12	3.61	3.87	3.52	3.78	3.89	5.10	6.75
总资产 周转率	0.78	0.96	0.86	0.90	0.92	0.95	0.85	0.95	1.13	1.46	1.55

数据来源：Choice 金融终端

##### (1) 存货周转率

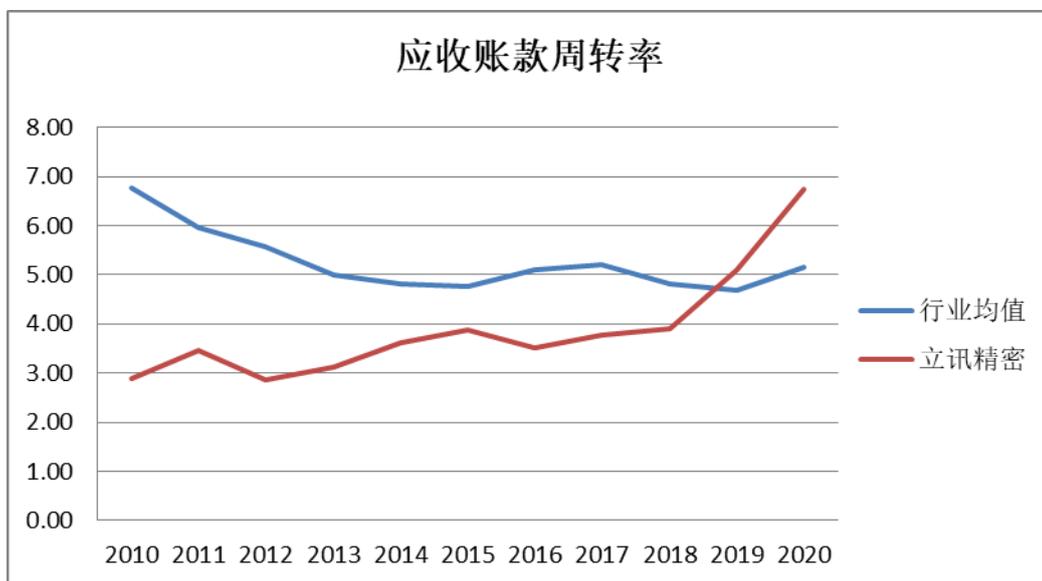


数据来源：Choice 金融终端

图 4.9 2010—2020 年存货周转率

从图 4.9 可以看出，立讯精密存货周转率整体优于行业存货周转率。其存货周转率大体呈现出先下降后回升的特点。2010 年至 2012 年立讯精密存货周转率显著高于其他年份，是因为立讯精密刚开始横向并购，公司体量较小，主营电脑连接器业务，2012 年营收 31.47 亿元，与 2020 年 925 亿营收相比，营业收入规模小，企业存货周转速度快。2011 至 2014 年立讯精密进行了 8 起并购，联滔电子、福源光电装等连接器企业的横向有效整合，以及切入苹果产业链。2014 年并购丰岛电子，2017 年并购惠州美律和苏州美特进入声学领域，从苹果公司承接到 Air Pods 的代加工业务，2018 年成为苹果 Air Pods 耳机的主要供应商，2019 年立讯精密占到 Air Pods 出货量的 60%—65%，同时独占 Air Pods Pro 的出货量。随着苹果耳机市场需求的激增，公司存货增加主要是业绩增加备料增加所致。随着存货的进一步释放，立讯精密持续关注其存货管理水平的提高，不断增强其存货变现的能力。

#### (2) 应收账款周转率



数据来源：Choice 金融终端

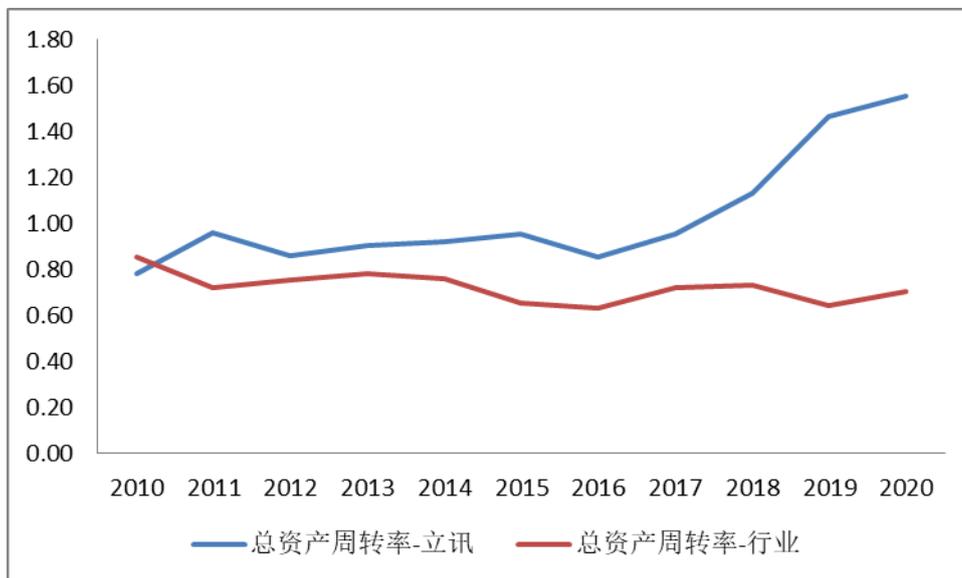
图 4.10 2010—2020 年应收账款周转率

如图 4.10 所示，2010 年至 2020 年公司的应收账款周转率在逐年波动增加，2018 年至 2020 年应收账款周转率增速明显且 2019 年应收账款周转率超过行业

均值，2020 年公司应收账款周转率明显比行业平均水平要高。

立讯精密自 2011 年并购昆山联滔切入苹果产业链，业务的不断拓展并且与苹果公司进行深度绑定。由于立讯精密的第一大客户是苹果公司，其在产业链中话语权极强，供应商在苹果面前往往较为弱势。在“果链”中的立讯精密相较于苹果公司议价能力较弱；同时行业竞争激烈，立讯精密为抢占客户资源，给予客户的信用期较长。随着立讯精密持续管控应收账款财务指标，不断优化客户回款结构，其应收账款的周转速度不断加快。但从行业整体的应收账款周转率来看，立讯精密周转率还是较慢的，需要加强对应收账款的管理。

## (2) 总资产周转率



数据来源：Choice 金融终端

图 4.11 2010—2020 年总资产周转率

从图 4.11 可以观察到，电子元件行业的总资产周转率波动不大，且其指标较为稳定。从 2010 年至 2020 年立讯精密的总资产周转率逐年增加，2010 年立讯精密总资产周转率较低，但在其进行连续并购之后，从 2012 年开始高于行业总资产周转率的平均水平，从 2017 年开始其差距逐年在扩大。通过分析这 10 年的数据可以发现，立讯精密总资产回收速度快，变现能力强，说明立讯精密在采取外延式的并购之后，企业营运能力增强。

### 4.2.3 偿债能力分析

表 4.11 立讯精密偿债能力指标

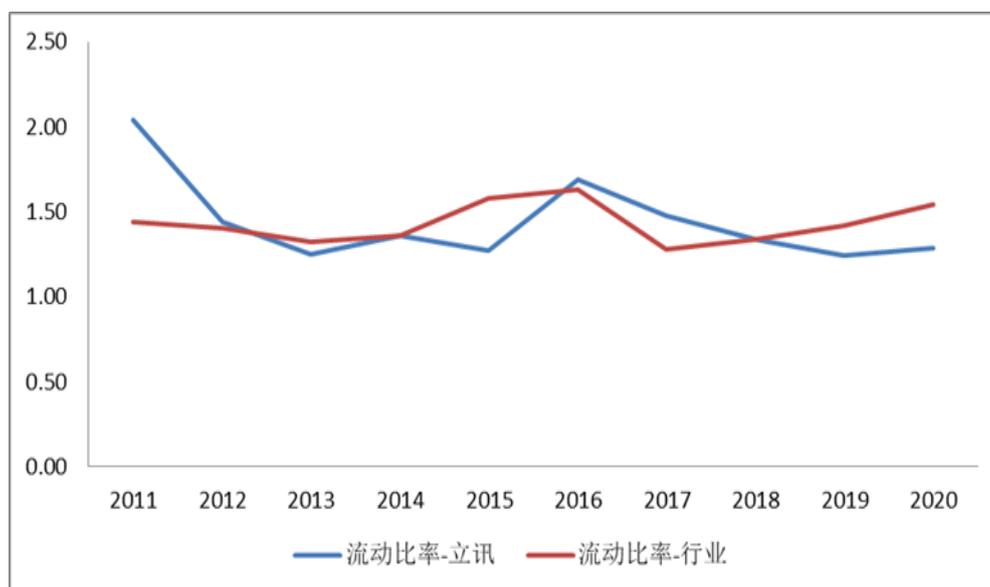
单位：%

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
流动比率	5.64	2.04	1.44	1.25	1.36	1.27	1.69	1.48	1.34	1.24	1.29
速动比率	5.43	1.81	1.16	1.00	1.09	1.00	1.44	1.19	1.07	0.93	0.90
资产负债率	16.45	33.04	37.34	49.11	48.78	49.26	42.11	48.21	54.24	55.95	55.86

数据来源：Choice 金融终端

从表 4.11 可以看出 2010 年立讯精密的速动比率和流动比率明显高于其他年份，这是由于 2010 年企业在深交所上市，募集到大量的资金，账面上货币资金数额巨大，使得其流动比率和速动比率较大。随着其并购战略的推进，超募资金已不能满足企业的投资需求，企业通过借款等渠道筹措资金，企业资产负债率逐年上升。

#### (1) 流动比率



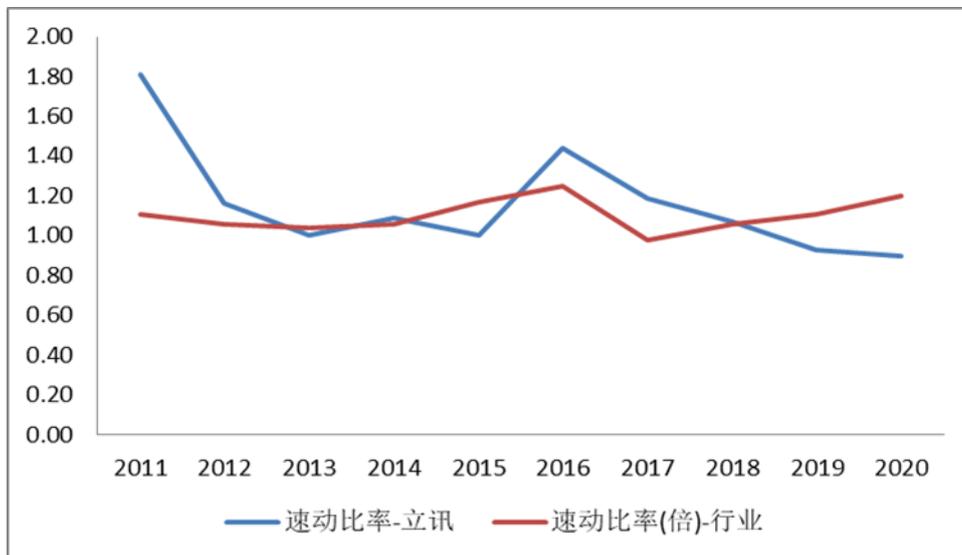
数据来源：Choice 金融终端

图 4.12 2010—2020 年流动比率

从图中 4.12 可以看出, 2011 年至 2020 年立讯精密的流动比率波动范围小, 与行业均值相差不大。2011 年至 2013 年流动比率小幅降低是由于企业在这三年间, 企业为实现横向业务品类的扩张进行了 7 次并购, 花费了大量的货币资金; 2014 年出现流动比率的小幅提升是由于立讯精密通过非公开发行股票的方式募集了 20 亿元的货币资金。2016 年流动比率变动是主要因为立讯精密在该年募集 10 亿资金用于生产线的扩建。

### (2) 速动比率

从图 4.13 可以看出, 立讯精密 2011 年至 2020 年速动比率波动不大, 与行业均值基本持平。因为公司在上市的前三年内推进了 7 件并购事项, 消耗了大量货币资金使得 2010 年至 2013 年速动比率出现波动下降。由于 2014 年和 2016 年立讯精密增发新股募集到大量货币资金使得 2014 年至 2016 年速动比率出现小幅上涨。2017 年至 2020 年速动比率波动下降, 是由于企业业绩的持续增加, 应付账款等短期负债的规模上涨幅度较大 2019 年和 2020 年涨幅分别为 73.46%和 33.19%, 2020 年立讯精密应付账款规模达 230.52 亿元。



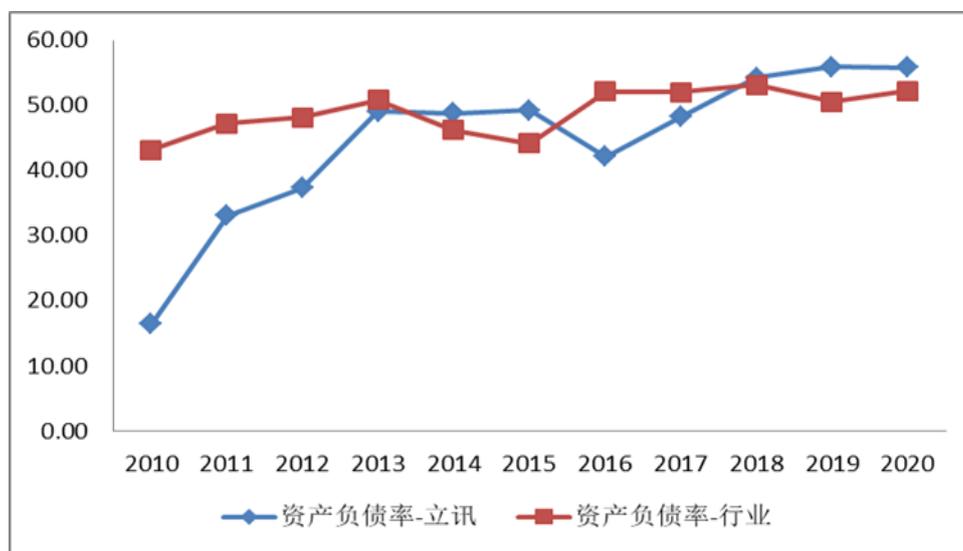
数据来源: Choice 金融终端

图 4.13 2010—2020 年速动比率

### (3) 资产负债率

从图 4.14 可以看出, 立讯精密资产负债率从 2010 年的 16.45%逐年增加至

2020 年的 55.86%。2010 年至 2013 年立讯精密资产负债率低于行业均值，呈现出快速增加的状态，从 2013 年开始立讯精密的资产负债率稳定浮动增加。立讯精密处于快速增长和高速扩张的发展阶段，连续的并购以及产品线的扩建对资金的需求不断增加，立讯精密通过借款等的融资方式满足企业的发展需要。此外资产负债率的增加还由于企业规模不断扩大，应付账款以及短期借款等流动负债规模的大幅增加导致的。通过与行业分析对比发现，虽然立讯精密偿债能力有所下降，但立讯精密的偿债风险较小。



数据来源：Choice 金融终端

图 4.14 2010—2020 年资产负债率

#### 4.2.4 成长能力分析

对于立讯精密成长能力分析主要从总资产增长率、营业收入增长率和净利润增长率等三个指标进行分析。通过将立讯精密 2010 年至 2020 年的指标数据与电子元件行业均值进行分析，从而对其成长能力做出判断。

表 4.12 立讯精密成长能力指标

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
营收同比增长率(%)	72.83	152.89	23.15	45.9	58.9	38.97	35.73	65.86	57.06	74.38	47.96
净利润同比增长率(%)	56.2	122.13	2.3	29.15	85.43	71.18	7.23	46.18	61.05	73.13	53.28
总资产同比增长率(%)	50.12	60.59	23.67	51.75	55.94	19.56	80.85	28.3	35.54	35.5	41.79

数据来源：Choice 金融终端

### (1) 营收同比增长率

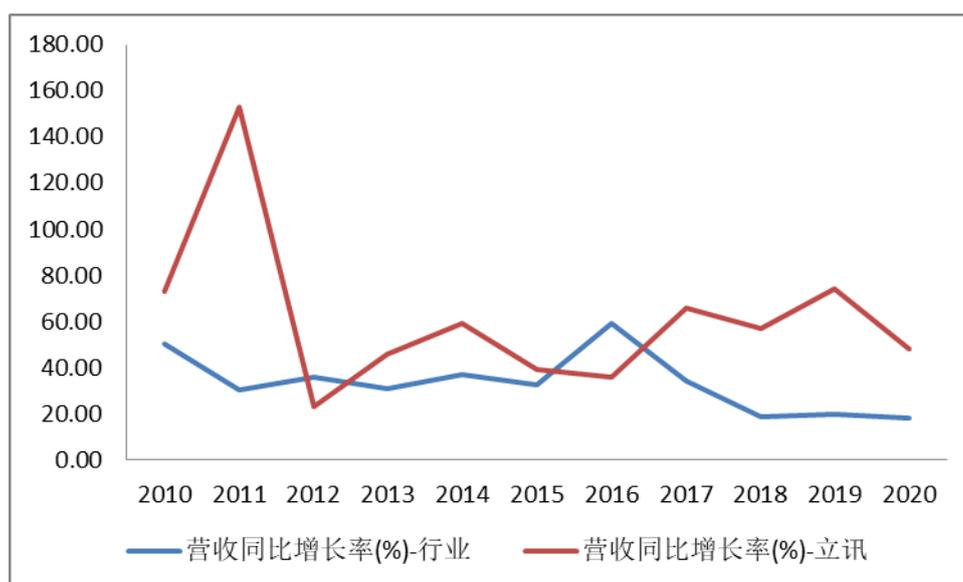


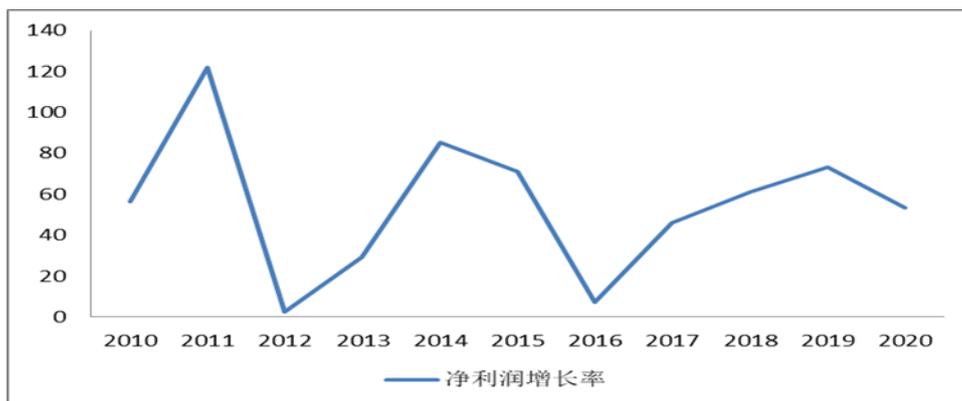
图 4.15 2010—2020 年营收同比增长率

从图中 4.15 可以观察到，2010 年至 2020 年立讯精密的营收同比增长率均为正值且总体来看优于行业平均的营收同比增长率，2010 年至 2012 年波动较大的原因是 2010 年公司上市，营收规模较小只有 10 亿左右，2010 年通过并购同处于连机器行业的博硕科技，使得企业加工制造能力增强，虽然出现 152.89% 的营收同比增长率，但此时立讯精密营收规模仍然较小。从 2012 年起立讯精密营收同比增长率逐年增加，在行业平均营收增长率从 2016 年到 2020 年持续下跌的背景下，立讯精密营收能力强劲，营收同比增长率持续走高，2020 年略有下降，

但在营收体量较大的前提下，营收增长率仍高出行业近 30%。总体来看，连续并购使立讯精密销售规模不断扩大，收入水平从 2010 年的 10.11 亿元大幅提升至 2020 年的 925 亿元，成长能力显著增强。

## （2）净利润增长率

从图 4.16 可以看出，从 2010 年至 2020 年公司的净利润同比增长率均大于 0，公司实现净利润的增长，同时其净利润增长率如图所示起伏波动较大。2012 年和 2016 年净利润增长率最低，在 10% 以内。2012 年净利润增长率下降是由于 2011 年并购的昆山联滔整合还未完成并没有增加营业收入，同时 2012 年立讯精密并购科尔通等公司管理等费用出现小幅上涨。2016 年立讯精密净利润增长率降低的原因有：一方面，客户需求放缓同时苹果公司对苹果产业链中的供应商压价，使得营业收入出现下滑；另一方面，公司为布局声学 and 天线领域，招聘大量研发人员和管理人员同时并购苏州丰岛等公司加大厂房设备的投入，成本费用的增加，同样影响当期利润的增加。2017 年至 2019 年利润增长率增速明显。2017 年积极探索与台湾美律实业合作，先后收购苏州美特、惠州美律等，切入大客户电声器件，从 2017 年开始代工苹果 Air Pods 耳机，企业营业收入规模进一步增大，同时积极控制公司的费用使得公司 2017 至 2019 年利润增长率连年稳步提升，2020 年由于疫情原因，公司出货量减缓，营业收入增速降低，同时由于公司积极拓展汽车精密件领域的市场，研发费用投入加大使得 2020 年利润增长率出现小幅回落。

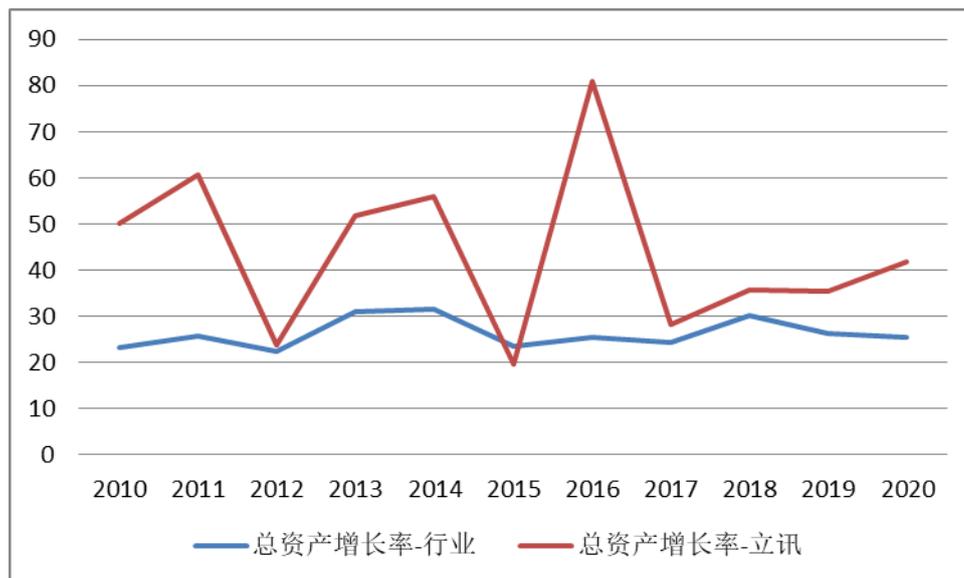


数据来源：Choice 金融终端

图 4.16 2010—2020 年营收净利润增长率

### （3）总资产增长率

从下图 4.17 可以看出，2010 年至 2020 年立讯精密的总资产增长率波动起伏剧烈，行业总资产增长率变动较为平稳。2011 年立讯精密总资产相较于去年增加 60.59%，由于并购昆山联滔，同时积极对连机器项目进行扩产，公司通过购买厂房和土地，设立公司在华南地区的制造基地。2014 年总资产增长率高是由于立讯精密为并购昆山联滔剩余股权，以及对消费性电子精密件相关生产线进行扩产，采用非公开发行股票的形式募集 20 亿元。2016 年立讯精密总资产增长率高达 80.85%，通过定向增发募集到 46 亿元资金，用于并购交易以及电声器件、USB Type-c、智能终端等 6 个项目的扩建项目。从 2017 年开始立讯精密总资产增长率趋于平缓，与行业总资产增长率增长趋势趋同。随着立讯精密连续并购的不断进行，立讯精密在国内多个地区布局生产制造基地，同时积极寻求在越南、印度等海外建厂，其成长能力不断增强。



数据来源：Choice 金融终端

图 4.17 2010—2020 年总资产增长率

## 4.3 非财务绩效评价

### 4.3.1 产品结构优化

2020 年，公司实现收入 925.01 亿元，较上年同期增长 47.96%；从业务板块

来看：电脑互联产品是其上市时期的主营产品，2015 年和 2020 年收入规模分别为 38.9 亿元、35.21 亿元，收入增长近乎停滞。通过并购新进入的消费电子、汽车互联、通讯互联等领域，营业收入规模增幅较大，2020 年消费电子业务营收占比为 88.46%，通讯互联业务占比为 2.5%。汽车互联产品占比为 3%，连续并购丰富了立讯精密的产品结构。

### （1）消费电子

2010 年立讯精密收购江西博硕，获得上游供应商业务，加强了立讯精密的线束制造能力，连接线产品业务进一步扩大。立讯精密的连接产品种类有 USB 接口连接器和 Type-C 连接器，2011 年收购昆山联滔，获得苹果 PC 端和 iPad 的连接器的制造能力，扩充了连接器产品的种类。2014 立讯精密收购丰岛电子科技，可穿戴设备领域的不断布局，Apple Watch 的加工制造丰富了消费电子中的终端产品品类。2016 年、2017 年并购美特、惠州美律以及上海美律获得制造苹果声学组件以及国内声学组件的能力，AirPods 等 TWS 耳机出货量的激增以及蓝牙耳机消费需求的旺盛，不仅推动立讯精密营收规模的大幅增长，同时使得立讯精密消费电子终端产品开始覆盖声学类产品。2018 年通过立景创新收购光宝 CCM 事业部，2020 年收购高伟电子，获得手机摄像头模组业务。2020 年通过收购纬创获得 iPhone 组装业务，消费电子产品进一步丰富。

通过上述连续并购，立讯精密消费电子终端产品覆盖声学类（TWS 耳机等）、智能生活类（5G 路由等）、智能终端类（可穿戴手表手环等）、计算机配件类（扩充坞，智能触控笔等）以及各类有线与无线充电配件等。公司基于消费电子精密制造核心能力为消费电子终端提供连接线、连接器、马达、无线充电、FPC、天线、声学 and 电子模块等产品，产品线丰富多元。

### （2）汽车互联产品及精密组件

公司从上市以来就对汽车电子领域进行布局，2012 年收购福建源光电装切入汽车线束领域，导入日系车企客户，多年发展技术积累助力公司产品和客户拓展，依托公司良好的客户渠道，公司的低压、高压、高速的线束得以迅速地进入国内外一线客户供应链。2013 年收购德国 SUK，SUK 生产的汽车门锁塑胶件主要供应奔驰、宝马等德系车企，立讯精密并购 SUK 丰富汽车结构件产品，切入德系汽车供应链。2018 年收购采埃孚旗下子公司 TRW 旗下全球车身控制系统事业部

(BCS) 获得汽车电子加工能力, 该事业部在车用开关、集成电子控制面板、转向轴控制系统、进入系统、传感器产品上市场排名优先, 并购 BCS 立讯精密拓展了汽车电子产品结构。2020 年立景创新获得 TS16949 资质, 后续可为立讯汽车事业部、整机厂、Tier 1 提供车载摄像头。

立讯精密已经在传统燃油汽车和新能源汽车领域进行了长达 10 年的布局, 形成了汽车线束 (发动机线束、汽车电子线束、底盘线束等)、汽车电器 (15W 车载无线充电模组、5V 充电等电源类产品)、连接器和结构件 (ECU 连接器、雨刮系统组件等) 以及部分新能源汽车相关部件等产品线。

### (3) 通讯互联产品及精密组件

在通讯设备与数据中心等领域, 立讯精密收购科尔通后获得通讯连接器和光线束生产能力, 并进入了华为、中兴通讯的供应链。公司通过数年的在通讯互联领域的技术深耕以及产学研一体的开发, 目前公司已经在部分细分的信息通信领域内实现了世界领先。通讯产品受益于 5G 基站建设和份额提升, 公司通讯精密件产品结构不断向整机产品以及通讯核心零部件拓展, 公司深度覆盖的产品有高速互联、光模块、散热模组、基站天线、基站滤波器等。

## 4.3.2 优质客户增加

立讯精密上市初期主要生产电脑互联产品, 原有经营范围单一类型, 使得其下游优质客户较少。随着立讯精密连续并购完善产品布局的同时, 客户结构也更加合理稳定, 与多个国内外知名终端品牌厂商和电子制造服务工厂建立合作关系。收购昆山联滔之后立讯精密获得苹果这一大客户。可穿戴设备、TWS 耳机、平板电脑等智能终端应用的兴起, 立讯精密并购丰岛科技、苏州美特等在消费电子、声学领域具有较强技术优势的企业, 以及并购光宝事业部和纬创等公司具备手机镜头模组制造能力和手机整机加工能力。通过不断丰富自身产品线, 消费电子产品端优质客户不断增加, 到 2020 年苹果、华为、三星、VIVO、小米、OPPO 全球手机六强都是其客户, 另外其消费电子产品同样覆盖索尼、谷歌、微软等国际知名龙头企业。立讯精密将逐步加强与大客户间的合作伙伴关系, 从而提升市场占有率, 并实现高速增长。

立讯精密收购福建源光电装获得加工制造汽车线束的生产能力, 导入日系车企客户, 收购德国 SUK, 获得德系汽车精密件的供应资质。立讯精密的汽车业务

主要有 BCS、立景创新两部分。公司在汽车业务的布局集中在汽车电气及互联产品。BCS 产品线主要集中在智能座舱、智能网连及自动驾驶。2020 年立景创新获得 TS16949 资质，主营车内外的摄像头模组等产品。

全球车身控制系统事业部（BCS）是立讯于 2018 年从德国采埃孚旗下的子公司并购获得的，BCS 客户资源优质，拥有福特、菲亚特、通用、大众、克莱斯勒等合作 50 年以上的全球知名品牌客户群，与日本丰田的合作时间也超过 25 年。此外，也开拓了宝马、戴姆勒、本田、标致雪铁龙、吉利、长安等新客户。近几年随着新能源汽车销量的逐步提高，立讯精密的新能源汽车产品制造基地也已相继建成，公司与蔚来等优质客户在新能源汽车领域不断加强合作。

目前，立讯在通信领域的互联产品已实现全覆盖，并进入诺基亚 5G 产品供应链，客户主要包括华为、中兴、Cisco、浪潮等。立讯的产品线非常广泛，同时在产品线上下游的布局非常清晰，其他连接器和其他业务产品覆盖国际一线的优质客户，如 Medtronic、Mindray、亚马逊、Belkin 和百思买。

### 4.3.3 研发能力增强

#### （1） 研发资本的投入

立讯精密不断整合连续并购所获得的资源，逐渐优化其生产结构，精密制造加工工艺的提升，使得立讯精密并购后的企业业绩呈倍数增长，但是立讯精密净利率低，所处行业竞争激烈，为持续企业业绩的增长找到新的利润增长空间，这就迫使立讯精密需加快技术研发，提升公司整体的技术水平和创新能力。立讯精密通过连续并购获得并购标的公司的核心技术以及重要的技术骨干，同时被并购方重视研发的企业理念被立讯所吸收，进一步促进立讯去增强企业的研发能力。

表 4.13 立讯精密研发金额与研发人员

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
研发投入金额 (亿元)	0.16	0.62	1.18	2.04	4.04	5.82	9.32	15.42	25.15	43.76	57.45
研发人员 数量(人)	311	772	926	1249	1685	1940	3382	5005	7263	12809	15154

数据来源：Wind

公司坚持技术导向发展战略,通过并购获得声学、模组、整机制造等方面的技术能力并不断提高其工艺制程能力,不断加大研发投入。从表 4.13 可以看出,2018 年公司的研发支出是 25.15 亿元,2019 年和 2020 年研发费用支出为 43.76 亿元和 57.45 亿元,同比增幅分别为 74.08%和 31.28%。截止 2020 年底,企业有 4200 余件专利申请,其中有效专利 2139 件,授权发明专利 320 余件。立讯精密通过不断地技术创新,既满足了客户多方面的需求,也实现企业业绩的不断提升。由此可见,技术创新已成为公司竞争优势。持续、稳定的研发投入不仅巩固立讯精密在行业所处的优势地位,也提高了公司在多变的宏观环境抵御风险的能力,为未来持续快速增长提供了技术支持。公司整体上的专利布局,主要倾向于连接器、电路板、TWS 耳机、扬声器等。

## (2) 人才队伍建设

立讯精密致力于为客户提供完整、一体化的一站式解决方案服务,通过连续并购立讯精密实现了多产品布局向提供一站式服务的转变。同时,公司将使命必达这一企业文化深度融合在企业科技研发创新方面,贯彻坚持人才兴业战略,持续完善企业人才队伍建设,健全人才储备机制,加大力度吸引优秀的技术人才充实企业的人才队伍建设。

如表 4.13 所示,立讯精密研发人员从 2010 年的 311 人增加到 2020 年 1.5 万人。公司通过连续并购不断整合了材料、自动化、电子信息、模具、企业管理等多个领域的人才,为公司的可持续发展储存人才资源。此外,企业不断完善职工晋升机制,为员工提供适当职业发展通道;同时,公司持续优化激励机制,通过平台和激励措施,积极对员工进行奖励,公司推出股权激励计划,向核心的技术骨干授予公司的股票期权。

## 5 研究结论与启示

### 5.1 研究结论

本文依据连续并购及绩效的相关理论,结合立讯精密通过并购事件实现其战略目标的连续并购行为,得出以下结论:

(1)对立讯精密的并购事件进行分析,得出其并购动因有获取先进的技术,拓展业务布局以及增强协同效应。立讯精密在上市初期主营电脑连接器业务,技术研发能力较弱,立讯精密为跨过电子元件精密件的技术此壁垒,谋求高质量发展进行了连续并购。同时,立讯精密通过连续并购满足横向业务拓展的需求,增加新的利润增长点,来实现业绩的稳步提升。此外,通过对并购标的生产线的改造,降低了经营过程中产生的成本,提高了良品率,协同效应增加。

(2)连续并购对立讯精密短期绩效带来正面效应。通过对立讯精密连续并购短期绩效的研究可知,立讯精密的并购事件中70%的并购,投资者对其市场预期持乐观态度。从并购方向的不同分析短期绩效可以发现,横向并购的短期绩效优于纵向并购的短期绩效,这是由于市场看好连接器精密件等相关产品的发展;对于纵向并购,投资人并不认为其能促进企业业绩的增长,增加股东财富。对并购事件按照并购金额的大小进行分析,发现并购交易金额大的并购业务,市场预期较差。分析其原因,由于并购交易的金额高,后期能否对复杂的并购业务进行有效的整合,非常考验管理团队的经验管理能力。同时,投资人对其并购的业务能否与公司的精密制造能力协同,从而为股东带来更大的价值持谨慎态度。

(3)外延式的并购使得立讯精密业绩不断增长。通过财务指标分析法,将立讯精密财务数据与行业均值进行对比得出,通过连续并购,拓展横向业务品类,企业发展能力以及盈利能力明显优于行业均值,立讯精密连接器行业龙头优势突出。营运能力方面,企业的应收账款周转率低于电子元件行业平均的周转率。由于立讯精密与大客户深度绑定,公司议价能力较弱,但在近两年其应收账款周转率稳定提升超过行业均值。偿债能力方面,立讯精密的偿债能力有所下降。

(4)非财务绩效方面,立讯精密通过连续并购,横向拓展了产品的种类,获得国内外的优质客户,技术研发能力得到加强。通过并购获得的消费性电子业务已经成为企业新的利润增长点,同时企业还具有通讯电子领域以及汽车精密件

等多元的产品结构；通过并购其他公司，还与其产业链上的优质客户建立长期合作关系；公司通过并购获得多个领域高端产品的研发人员，公司积极鼓励科技创新，发明专利数量在行业中位居前列。

## 5.2 启示

### （1）前期充足的准备是并购成功的关键

对并购标的实施并购之前，立讯精密积极搭建并购责任团队，对并购标的所处的行业进行调研，时刻把握市场的动态，全面梳理分析来自市场的相关信息以及消费者的需求，责任团队多次召开研讨会力求通过多次的沙盘演练来做出最优决策。此外，公司在实施并购之前做了充足的尽职调查，积极展开产业调研，评估标的公司的资产结构、客户资源、精密制造能力以及科技水平，从而使得立讯精密可以以较低的价格去并购行业中那些虽然运营效率较低，但具有优质客户和相关技术的精密制造企业。

### （2）依托产业需求进行并购

立讯精密所处的行业竞争激烈再加之其主营产品如消费性电子产品的更新换代速度较快，这就需要电子元件制造商快速应对市场的变化，抢占产品市场。为了快速跟进产品端的变化，这就迫使立讯精密等精密制造企业必须通过投资并购的方式快速获得自己所缺的制造工艺以及核心科技，满足其产业的需求。此外，为满足产业需求并购时，地理位置也是其考虑的因素，如并购苏州丰岛时，由于TWS耳机出货量较大，对立讯精密的生产能力提出了考验，苏州丰岛与立讯精密子公司昆山联滔的地理位置相邻，并购苏州丰岛可以提升昆山联滔实现产品的零件自制能力。

### （3）注重并购后期的整合

立讯精密将连续并购所得的企业进行深度整合，将其成熟的管理经验和公司制度运用到被并购公司，帮助并购标的公司实现生产线的改造、降低运营成本、提高产品的良品率、提高并购标的对客户订单的响应速度、提高关键大客户满意度，通过有效的整合增强了公司的协同能力。此外，多数被并购的公司是台系企业，这些公司的企业文化与立讯企业的经营理念相近，降低立讯精密的整合难度。立讯精密凭借其自身优秀的管理和运营能力，有效整合并购标的公司的核心科

技、优质客户、精密制造的生产力，从而形成了显著的协同效应。

## 参考文献

- [1] Anand J Singh H. Asset Redeployment, Acquisitions and Corporate Strategy in Declining Industries [J]. Strategic Management Journal, 1997(18): 99-102.
- [2] Croci.E.Why do managers make serial acquisitions? An investigation of performance predictability in serial acquisitions [D].SSRN Working paper, 2005.
- [3] Core J.E.,R.W.Holthausen,D.F.Larcker. Corporate governance, chief executive officer compensation, and firm performance[J]. Journal of Financial Economics, Vol.51, PP.371- 406 1999.
- [4] Doukas,J.Petmezas. Acquisitions, Overconfident Managers and Self-Attribution Bias [J]. International Journal of Quality &Reliability Management, Vol.8, PP21.2003,68(9):22-24.
- [5] Fuller K.Netter, J Stegemoller. What do returns to acquiring firms tell us? Evidence from firms that make many acquisitions [J]. The Journal of Finance, 2002,57(7):77-79.
- [6] Grinstein, Y. and P. Hribar. CEO compensation and incentives: Evidence from M&A bonuses [J]. Journal of Financial Economics, 2004, 73(1): 119-143.
- [7] Kim E. H., Singal V. Mergers and Market Power: Evidence from the Airline Industry [J]. The American Economic Review, 1993(83): 549-569.
- [8] Rayna Brown, Neal Sarma.CEO overconfidence, CEO dominance and corporate acquisitions [J]. Journal of Economics and Business, 2007, 59(5):53-56.
- [9] R.Ruback.Dodd P.,Tender offers and stockholder returns: An Empirical Analysis [J].Journal of Financial Economic,1977(5),351-374.
- [10] Schipper, Thompson. The impact of merger-related regulations using exact distributions of test statistics [D].ournal of Accounting Research,1983, 21(1).
- [11]陈仕华, 卢昌崇, 姜广省等. 国企高管政治晋升对企业并购行为的影响——基于企业成长压力理论的实证研究[J]. 管理世界, 2015 (09) : 125-136.
- [12]陈仕华, 姜广省, 卢昌崇. 董事联结、目标公司选择与并购绩效——基于并购

- 双方之间信息不对称的研究视角[J]. 管理世界, 2013(12):117-132+187-188
- [13] 曹立江. 我国上市公司并购绩效评价方法研究[J]. 中国国际财经(中英文), 2017(22):125-127.
- [14] 葛结根. 并购支付方式与并购绩效的实证研究——以沪深上市公司为收购目标的经验证据[J]. 会计研究, 2015(09):74-80+97.
- [15] 郭冰, 吕巍, 周颖. 公司治理、经验学习与企业连续并购——基于我国上市公司并购决策的经验证据[J]. 财经研究, 2011(10):124-134.
- [16] 顾晓敏, 孙爱丽. 并购重组与价值创造:目标公司的协同效应分析[J]. 财会月刊, 2015(34):10-17.
- [17] 郭冰, 吕巍. 公司治理, 经验学习与企业连续并购——基于我国上市公司并购决策的经验证据[J]. 财经研究, 2011年第10期, 第124-134页.
- [18] 高侠, 张双巧. 跨国并购财务风险与财务协同效应探析[J]. 会计之友, 2012(29):80-82.
- [19] 何邓娇. 企业并购绩效问题研究的方法与成果[J]. 会计之友, 2015(21):46-49.
- [20] 何任, 甘入文. 高校独董、管理者过度自信与企业并购绩效——来自我国民营上市公司的经验证据[J]. 财会月刊, 2019(01):40-48.
- [21] 韩立岩, 陈庆勇. 并购的频繁程度意味着什么——来自我国上市公司并购绩效的证据[J]. 经济学, 2007年第4期, 第1185-1200页.
- [22] 胡雪峰, 吴晓明. 医药企业并购战略对企业绩效的影响——基于我国上市企业数据的实证分析[J]. 世界经济与政治论坛, 2015(02):147-160.
- [23] 胡海青, 吴田, 张琅, 张丹. 基于协同效应的海外并购绩效研究——以吉利汽车并购沃尔沃为例[J]. 管理案例研究与评论, 2016, (06):531-549.
- [24] 胡林豪, 赵逸雯. 标的企业成长性、战略协同与主并企业并购绩效[J]. 财会通讯, 2017(18):104-107.
- [25] 嵇存海, 王琳, 王孟举. 高管持股、支付方式与并购长期绩效的研究[J]. 会计之友, 2018(23):46-50.
- [26] 李海燕. 中国企业并购后的整合问题探析[J]. 河南师范大学学报, 2016(06):129-133.

- [27] 李佳. 股权集中度、管理层过度自信与企业并购决策[J]. 金融论坛, 2016(09): 45-56.
- [28] 李捷瑜, 徐艺洁. 学习效应、业绩反馈与连续并购[J]. 南方经济, 2017(09): 103-117.
- [29] 刘莹, 丁慧平, 崔婧. 上市公司并购次序对并购绩效影响的实证检验[J]. 统计与决策, 2017(11): 185-188.
- [30] 门久久. 连续并购的绩效研究——基于华电国际的经验数据[J]. 会计之友, 2016(12): 91-97.
- [31] 马瑜堃, 高海梅, 李志学. 基于 DEA 计算的企业并购绩效差量评价模型研究[J]. 会计之友, 2012(04): 30-33.
- [32] 毛雅娟. 并购方高管动机与并购贷款的特殊风险控制——来自连续并购现象的经验研究[J]. 金融理论与实践, 2011(01): 61-65.
- [33] 聂弯. 并购对企业绩效的影响——以云南白药为例[J]. 企业经济, 2017(11): 55-61.
- [34] 潘爱玲, 邱金龙. 我国文化产业并购热的解析与反思[J]. 华中师范大学学报, 2016(05): 75-86.
- [35] 潘瑾, 陈宏民. 上市公司关联并购的绩效与风险的实证研究[J]. 财经科学, 2005(01): 88-94.
- [36] 潘颖, 聂建平. 基于因子分析的上市公司并购绩效差量评价[J]. 经济问题, 2014(01): 115-118.
- [37] 施继坤, 刘淑莲, 张广宝. 管理层缘何频繁发起并购: 过度自信抑或私利[J]. 华东经济管理, 2014(12): 84-90.
- [38] 吴超鹏, 吴世农, 郑方镛. 管理者行为与连续并购绩效的理论与实证研究[J]. 管理世界, 2008(07): 126-133.
- [39] 谢洪明, 章俨, 刘洋, 程聪. 新兴经济体企业连续跨国并购中的价值创造: 均胜集团的案例[J]. 管理世界, 2019, 35(05): 161-178+200.
- [40] 谢玲红, 刘善存, 邱苑华. 学习型管理者的过度自信行为对连续并购绩效的影响[J]. 管理评论, 2011(07): 149-154.
- [41] 许敏, 王雯. 高管风险偏好、并购特征与并购绩效[J]. 会计之友, 2018(15):

- 113-120.
- [42] 夏扬, 沈豪. 基于长短期窗口的民企连续并购绩效研究——以均胜电子为例[J]. 财会通讯, 2018(11): 3-8.
- [43] 于鸿鹰, 何青松, 何宗明等. 组织学习影响科技型企业连续并购决策的实证分析[J]. 科技进步与对策, 2018(11): 103-108.
- [44] 于明涛. 中国式分权下的文化企业跨地区连续并购研究——基于大众报业集团案例分析[J]. 东岳论丛, 2015(08): 175-183.
- [45] 余鹏翼, 王满四. 国内上市公司跨国并购绩效影响因素的实证研究[J]. 会计研究, 2014(03): 64-70+96.
- [46] 余瑜, 王建琼. 什么驱动了中国上市公司并购浪潮?[J]. 中央财经大学学报, 2013(09): 71-96.
- [47] 翟爱梅, 张晓娇. 管理者过度自信与企业并购决策及企业绩效之关系[J]. 现代财经, 2012(10): 102-114.
- [48] 张国昫. 文化产业上市公司并购风险研究——基于省广股份并购重庆年度的案例[J]. 财会通讯, 2016(11): 84-86.
- [49] 朱红波. CEO 经验学习、个性特征与企业连续并购绩效[J]. 财会通讯, 2016(30): 82-87.
- [50] 张岚, 范黎波, 鲍哥. 为什么企业会连续并购?——来自我国制造业企业的证据[J]. 财会通讯, 2018(30): 10-17+129.
- [51] 张龙, 刘洪, 胡恩华. 高管薪酬水平对企业并购行为影响的实证分析[J]. 软科学, 2006(05): 42-45.
- [52] 张双鹏, 周建. 企业并购战略的决策动因述评: 从理性预期到行为研究[J]. 外国经济与管理, 2018(10): 107-120.
- [53] 赵岩, 李佳宾, 黄良佳. 杠杆并购中负债水平对并购绩效敏感性研究——基于高管持股代理成本效应视角[J]. 会计之友, 2017(14): 79-87.
- [54] 翟育明, 刘海峰, 刘伟. 我国企业技术寻求导向的连续并购战略研究[J]. 国际商务研究, 2013(06): 87-94.
- [55] 章玉. 复星医药连续并购价值创造研究[D]. 北京交通大学, 2017.

## 后记

在这即将毕业的时刻，我有许多感慨，也有很多感谢的话想要说。

首先要感谢我的导师万红波老师，这三年来他对我提供了许多帮助和关心，万老师乐观的生活态度和严谨的治学理念让我明白了许多人生的道理。在他的指导下，我顺利地完成了三年的学业与毕业论文的撰写，衷心的感谢他！

还要感谢我最爱的父母，成长的路途中，真挚的感谢你们的爱与陪伴，感谢你们一直尊重并且支持我的选择，感谢你们给予我太多勇气和力量。在离开家的日子里虽然更加独立坚强，但每当我遇到烦心事时，与你们聊天后都会豁然开朗，你们永远是我强大的后盾！在今后的日子里，我也会好好努力回报父母，永远感恩！感谢我的姐姐，希望你一切如意，万事顺遂。

再次，真诚的感谢我的朋友们。感谢你们的一直爱我，包容我。与你们能相遇已是这世上最不可思议的事情，未来也要长长久久的陪伴着我呀。

最后要感谢我的舍友们，感谢你们的包容与照顾，我们像一家人一样度过了快乐的学生时代。感谢苏帆同学，朝夕相处三年，以后不常见的日子愿你天天开心。这三年的朝夕相处奠定了未来的陪伴，希望我们都能顶峰相见！