

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 连续并购企业估值方法优化问题研究
——以美的集团为例

研究生姓名: 骆玉竹

指导教师姓名、职称: 胡凯 教授

学科、专业名称: 资产评估硕士

研究方向: 企业价值评估与企业并购方向

提交日期: 2024年6月1日

独创性声明

本人声明所呈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在论文中作了明确的说明并表示了谢意。

学位论文作者签名：骆玉竹 签字日期：2024.6.1

导师签名：胡弘 签字日期：2024.6.1

导师(校外)签名：陈伟 签字日期：2024.6.1

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：骆玉竹 签字日期：2024.6.1

导师签名：胡弘 签字日期：2024.6.1

导师(校外)签名：陈伟 签字日期：2024.6.1

Research on Optimization of Valuation Methods for Successive Mergers and Acquisitions -- A Case Study of Midea Group

Candidate : Luo Yuzhu

Supervisor: Hu Kai

摘 要

企业通过并购能够获得专利技术、品牌渠道等资产，从而提升自身的综合竞争力，越来越多的制造业企业在并购成功后进行连续并购的趋势增强。但是一定时期内进行多次并购活动会导致企业价值的波动。目前我国针对连续并购企业价值的研究较少，常用的传统估值方法对企业价值大多偏向整体分析，并不适用于评估连续并购后产生多个业务分支的企业价值。企业通过连续并购可以形成具有多元化特征的商业模式，产生复杂的协同效应，影响企业的盈利、价值创造，从而影响企业价值。因此，可以将商业模式分析融入企业估值方法，对传统的估值方法进行优化，使连续并购企业价值评估贴合企业的内在价值。

美的集团是通过连续并购实现商业模式变革的代表性企业，本文选取美的集团为典型案例，应用修正的分部估值方法对其企业价值进行评估。文章对美的集团美的集团并购活动进行梳理和分析。对比分析传统方法计算得出美的集团价值，分析传统方法的不足，并提出优化方案——根据美的集团连续并购后形成的商业模式进行业务模块划分和协同价值影响因素的确定，根据各业务模块的业务活动特征及行业特征选择合适的评估方法，在分别评估各业务板块的价值后，估算美的集团业务模块之间产生的协同效应。最后，对美的集团连续并购对企业内在价值的影响进行综合评价，验证其对传统估值方法的优化作用。

通过研究，本文可以得到以下结论：首先，运用商业模式分析企业，可以得到企业业务特征以及各业务板块的协同价值的主要影响因素，用以确认各业务板块之间协调关系系数的调整。其次，融入商业模式分析优化后的分部估值方法灵活性、包容性强的特点比一般的传统方法更加适合连续并购后业务趋向多样化的企业，既减少了单一评估方法与部分业务板块契合不足所造成的误差，又体现了企业业务板块之间的协同价值。通过对连续并购资产相关度分析，针对涉及业务进行调整，相比于传统的成本法、市场法和收益法，加入了对企业连续并购经济活动的考虑，让评估的价值更加贴合企业的内在价值。最后，使用修正分类加总的方法要针对企业业务行业的特征，同时，要注意企业的业务与被评估企业的业务板块相似，但不可与其他业务板块相重合，以免造成更大的误差。

关键词：连续并购 商业模式 修正分类加总方法 企业价值评估

Abstract

Through mergers and acquisitions, enterprises can obtain patented technology, brand channels and other assets, thereby improving their comprehensive competitiveness. More and more manufacturing enterprises have a growing trend of continuous mergers and acquisitions after successful mergers and acquisitions. However, multiple mergers and acquisitions in a certain period of time will lead to the fluctuation of enterprise value. At present, there are few researches on the value of enterprises in continuous mergers and acquisitions in China, and the traditional valuation methods commonly used tend to analyze the value of enterprises as a whole, and are not suitable for evaluating the value of enterprises with multiple business branches after continuous mergers and acquisitions. Through continuous mergers and acquisitions, enterprises can form business models with diversified characteristics, produce complex synergies, affect the profits and value creation of enterprises, and thus affect the value of enterprises. Therefore, business model analysis can be integrated into the enterprise valuation method, and the traditional valuation method can be optimized to make the value assessment of continuous mergers and acquisitions fit the intrinsic value of enterprises.

Midea Group is a representative enterprise that realizes the change of business model through continuous mergers and acquisitions. This paper selects Midea Group as a typical case and applies the modified segment valuation method to evaluate its enterprise value. This paper combs and analyzes the merger and acquisition activities of Midea Group. Compare and analyze the value of Midea Group calculated by traditional methods, analyze the shortcomings of traditional methods, and put forward an optimization plan -- divide business modules and determine the influencing factors of synergistic value according to the business model formed after continuous mergers and acquisitions of Midea Group, and select appropriate evaluation methods according to the business activity characteristics and industry characteristics of each business module. After assessing the value of each business segment separately, the synergies between the business modules of Midea Group are estimated. Finally, the paper makes a comprehensive evaluation of the influence of Midea Group's continuous mergers and acquisitions on the intrinsic value of enterprises, and verifies its optimization effect on the traditional valuation method.

Through the research, this paper can draw the following conclusions: First, by analyzing the enterprise with the business model, we can get the main influencing factors of the enterprise's business characteristics and the synergistic value of each business segment, so as to confirm the

adjustment of the coordination coefficient between the various business segments. Secondly, the division valuation method with optimized business model analysis is more flexible and inclusive than the traditional method, which is more suitable for enterprises with diversified business after successive mergers and acquisitions. The revised segment valuation method based on the enterprise business model reduces the error caused by the lack of fit between a single evaluation method and some business segments, and reflects the synergistic value between the enterprise business segments. Through the analysis of the correlation degree of assets in successive mergers and acquisitions, the business involved is adjusted, compared with the traditional cost method, market method and income method. It also takes into account the economic activities of continuous mergers and acquisitions of enterprises, so that the value assessed is more in line with the intrinsic value of enterprises. Finally, the modified classification summative method should be based on the characteristics of the business industry of the enterprise. At the same time, it should be noted that the business of the enterprise is similar to the business plate of the enterprise being evaluated, but it should not overlap with other business plates, so as to avoid greater errors.

Keywords: Continuous mergers and acquisitions ; Business model ;
Modified classification summing method; Enterprise value assessment

目 录

1 绪论	1
1.1 研究背景.....	1
1.2 研究目的.....	2
1.3 研究意义.....	3
1.3.1 理论意义.....	3
1.3.2 现实意义.....	3
1.4 国内外研究现状.....	3
1.4.1 关于连续并购概念.....	3
1.4.2 关于连续并购的动因.....	4
1.4.3 关于连续并购对企业价值的影响.....	5
1.4.4 关于商业模式与企业价值的相关研究.....	5
1.4.5 企业价值评估研究.....	6
1.4.6 文献述评.....	8
1.5 研究内容.....	8
1.6 研究方法与技术路线.....	9
1.6.1 研究方法.....	9
1.6.2 技术路线.....	10
1.7 本文可能的创新点.....	11
2 理论基础	12
2.1 规模经济理论.....	12
2.2 协同效应理论.....	12
2.3 多元化理论.....	13
2.4 传统估值方法分析与评价.....	14
2.4.1 传统企业估值方法.....	14
2.4.2 传统企业估值方法总结.....	15
3 美的集团连续并购案例介绍	16

3.1 美的集团简介	16
3.2 美的集团连续并购过程概述	17
3.2.1 美的集团并购东芝家电	17
3.2.2 美的集团并购 Clivet	18
3.2.3 美的集团并购 Eureka	18
3.2.4 美的集团并购 KUKA	18
3.2.5 美的集团并购 Servotronic	19
3.3 美的集团并购动因分析	19
3.3.1 促进战略实施	19
3.3.2 适应市场	19
3.3.3 共享优质资源	20
3.3.4 分散风险	20
3.4 美的集团连续并购影响分析	20
3.4.1 连续并购对资产结构的影响	21
3.4.2 美的集团连续并购资产相关度分析	24
3.4.3 美的集团连续并购对企业价值的影响	25
4 连续并购下美的集团价值评估	26
4.1 传统评估方法估值结果比较分析	26
4.1.1 市场法	26
4.1.2 收益法	26
4.1.3 传统评估方法估值比较分析	28
4.2 连续并购下企业估值方法的优化方案	28
4.2.1 美的集团商业模式分析	29
4.2.2 连续并购下企业估值方法的优化方案设计	35
4.3 优化方案下美的集团企业价值评估	38
4.3.1 暖通空调业务	38
4.3.2 家用电器业务	40
4.3.3 机器人与自动化业务	43
4.3.4 美的集团各业务板块间协同效应	45
4.3.5 相关系数调整	47

4.3.6 美的集团综合评估值的计算	48
4.4 评估结果分析	48
4.4.1 美的集团企业价值评估评价	48
4.4.2 敏感性分析	48
5 结论、不足与展望	50
5.1 研究结论	50
5.2 研究不足与展望	50
参考文献	52
后记	56

1. 绪论

1.1 研究背景

21 世纪资本研究院联合联储证券并购研究中心发布《A 股并购市场 2022 年总结及 2023 年预判》，报告中指出 2022 年中国并购的交易量占全球并购市场的 22%，交易额占全球市场的 15%，可见中国在全球并购市场中的影响力越来越大。2022 年 A 股上市公司全年开展的并购重组交易共计 6832 次，较前两年均有所增长，市场活跃度显著提高。从交易数量上看，2022 年交易总数量的 44%——1961 起资产收购交易由 904 家市值百亿以上的上市公司发起，这 904 家上市公司占 A 股市值百亿级上市公司总量的 56%，较 2021 年同比提高了 10 个百分点，这体现了大市值上市公司的角色越来越重要，成为 A 股并购市场的重要支柱。从交易规模上看，中国并购交易总额跌至 4858 亿美元，为自 2014 年以来的最低水平，且经分析发现若没有 35 宗国企改革超大型交易积极影响，降幅将接近 25%。从以上两个角度都可以看出中国并购市场具有头部集中化的特点。并购市场还有另一个重要特征——以“战略合作”为目的的并购活动数量占比逐年升高，2022 年达到 43%。虽然近几年中国并购市场的交易规模下降，但 2023 年全面注册制的实施、多项政策法规的颁布对资本市场的影响，预期 2023 年中国并购市场在多重积极因素影响下或呈现循序渐进的稳步复苏态势，贝恩公司发布的《2023 年全球及中国并购市场报告》中也提到交易方对 2023 年的交易市场展现出高度信心，高达 80% 的受访企业高管将并购视为业务战略的核心。华泰联合证券研报显示，在强化监管、防范风险的背景下，预计 2024 年 A 股并购重组市场在稳健前行的同时，有望扭转近年遇冷趋势，产业并购实现复苏。在活跃的并购市场中也发生了大量连续并购事件，根据数据统计，2010~2019 年间进行 2 次及以上并购活动的中国上市公司有 1500 多家。随着中国并购市场显示出头部集中化的趋势，大型企业出于战略合作的连续并购活动将对资本市场产生更大的影响。

然而，从近年来我国发生大量的连续并购活动来看，既有通过连续并购实现资源优化配置，最终提升企业价值的企业，也有进行连续并购反而产生巨大损失，导致内在价值下降的企业，比如全通教育、天神娱乐等企业未结合战略选择财务连续并购，导致企业盈利能力出现问题，造成资本市场价值波动，甚至还会处于每股净资产呈负值的状态，造成企业价值削减。因此，需要正确衡量连续并购为

企业带来的收益与风险，客观地认识连续并购对企业价值的影响。

企业进行连续并购的趋势增强，会引起企业价值的波动。而企业对自身价值的误判会影响企业的融资、投资活动以及企业日常价值管理。若低估企业价值则会导致企业在资本市场没有足够的融资条件及优势，对融资不利。若高估企业价值将会使资本市场中投资者做出错误决策，甚至产生连锁反应，导致宏观经济市场波动。企业不能正确识别自身的收益与风险，对价值产生错误认知，也会使其做出错误的发展决策，对自身的价值管理活动不利。同时，连续并购会影响企业的资产结构，对企业的价值影响是长期、动态且综合的。现有常用的传统评估方法主要是将连续并购企业视为整体，较少考虑连续并购的资产相关度以及其对企业资产结构的影响，对于连续并购之后企业的业务特征考虑也不够充分，无法充分衡量连续并购对企业价值的综合影响。可见连续并购企业的估值无论是对企业自身还是资本市场都十分重要，可是现有常用的估值方法并没有突出连续并购其的价值创造，因此，需要结合企业连续并购的特征，对传统的企业价值评估方法进行优化，正确评估连续并购企业的价值。

就并购市场行业分布而言，再融资仍主要向制造业倾斜，但是并购市场中制造业并购呈现出并购数量多，失败率也较高的特点。制造业是现代工业体系的重要组成部分，对国民经济发展发挥重要作用。但是我国传统制造业在全球价值链长期处于中低端，众多国家将制造转移到其他发展中国家。现如今，我国致力于高质量发展，我国传统制造业面临的形式越来越严峻，不仅受到发达国家的压力而且同其它发展中国家竞争激烈。在产业升级压力的持续作用下制造业的并购行为呈现出密集、连贯且结构化的特点。美的集团是制造业中连续并购成功的代表性企业，因此，本文以美的集团为典型案例，通过探讨美的集团在连续并购过程中的并购动因、连续并购的特征和连续并购行为对美的集团企业价值的影响，从而得出估值方法优化方案，评估美的集团连续并购后的企业价值。

1.2 研究目的

相比于其他企业，制造业企业连续并购的趋势更加明显，但是连续并购给企业价值带来的影响并非总是正向。本文主要选取制造业中的突出企业——美的集团为研究案例，综合分析其 2016 至 2017 年的连续并购活动的动因，探索连续并购为企业带来的特定收益，并针对这种动态、长期的收益风险影响进行思考与分

析，探究企业价值评估方法的优化方向，为传统企业估值方法对连续并购企业估值误差较大、针对性不强的问题提供解决方案，希望给其他准备连续并购的企业带来启发。

1.3 研究意义

1.3.1 理论意义

多年来我国针对并购的价值评估大多集中在并购过程中对目标企业价值的评估，对实施连续并购企业的价值评估较少，并且国内现有针对连续并购的研究大多是采用实证研究法，探究连续并购的影响因素等。本文研究美的集团连续并购后的企业价值，丰富了对连续并购企业的相关研究。采用案例分析，对连续并购企业价值估值方法进行探索，并将优化的方法应用于案例企业估值，是对连续并购企业价值估值方法的应用创新。

1.3.2 现实意义

连续并购在一般观念中是企业并购中能够让企业在激烈竞争中实现跳跃式发展的优选方式，但实证研究发现并没有众多企业选择连续并购的方式扩大企业的规模和影响力。这是因为连续并购在带来众多可见增长的同时也面临着高风险，企业连续并购后可能会陷入危机，导致企业价值缩水，甚至失去持续经营的能力。本文以美的集团为典型案例，探究企业的特定经济活动对企业价值的影响，通过对企业连续并购的动因、结果进行分析，探究科学的估值方法，验证估值方法对连续并购企业价值评估的适用性，为美的集团今后并购战略的实施提供参照。美的集团作为制造业代表性企业，通过对该企业进行研究所得出的估值方法优化方案可以在制造业中推广，促进其他连续并购企业采用科学估值方法评估企业价值。

1.4 国内外研究现状

1.4.1 关于连续并购概念

并购是兼并与收购的统称，而连续收购是指企业在短时间内进行多次并购活动。在 Schipper 和 Thompson（1983）讨论并购法规对股东财富影响的文章中首次出现连续并购的概念。他们将连续并购定义为在三年之内企业的兼并收购行为超过三次，并且连续并购行为是依照一定的计划，这个计划可以由数个相关或不相关的单一并购方案所组成。之后许多学者对连续并购进行界定，目前尚未形成

统一标准。界定连续并购的指标主要是时间和次数,国外的学者包括 Fuller(2002)等、Matthew 等(2008)、Billett 等(2008)以及国内的学者韩立岩等(2007)、吴超鹏等(2008)分别将连续并购的时间设定为三年、五年,而发生次数分别为两次至五次不等。随着研究的深入,界定连续并购的方式也呈现出多样化的趋势。周爱香(2008)在研究连续并购的可预测性研究中将间隔三年以内、连续三年、五年的并购行为归为连续并购,还用四大类别熵,即:支持型熵、压力型熵、还原型熵、氧化型熵区别连续并购与间隔并购的差异。毛雅娟(2011)采用离散型变量——并购频率变量和并购次序变量衡量连续并购现象。张岚等(2018)认为对我国的连续并购动因的研究需要一个更短、且更具时效性的“窗口期”,并且采取连续并购行为的二元变量将在窗口期内并购行为发生至少两次的现象赋值为1。张晓旭等(2021)在研究连续并购的同伴效应与企业内部控制的影响时对连续并购公司选取标准不仅在并购次数方面进行筛选,对并购的金额也进行限定。

1.4.2 关于连续并购的动因

连续并购的动因分析主要可以从三个视角分析——企业自身、管理层和外部环境影响。Williamson(1987)采用交易成本理论研究认为资产专用性的作用越强企业可以采用纵向并购的方式对产业链进行完善,减少成本。Anand 和 Delios(2002)认为连续并购的动因之一是企业技术和营销能力之间的差距,企业会为了提高自身竞争力而进行多次并购。Grinstein.Y 和 P.Hribar(2004)研究认为管理层使用决策权力获得并购奖金是连续并购的主要驱动因素。Meyer-Doyle(2019)等采用泊松多层次模型研究发现相比于公司效应,CEO 效应更能解释收购行为。Hien Thu Nguyen(2012)等通过分析美国 3520 起国内并购的样本,发现 73%的并购与市场时机有关;59%与代理动机和/或傲慢有关;3%与工业和经济的冲击有关。

郭冰等(2011)研究认为并购经验、绩效和企业的股权结构都会影响连续并购的概率。翟爱梅和张晓娇(2012)通过实证分析发现当企业现金流充裕时,管理者的过度自信对企业的并购决策产生了更加显著影响。张岚等(2018)研究发现首次跨地域或跨行业的并购经验容易引发企业的连续并购行为。孙焯等(2020)先研究发现企业出于修正成长机会的原因进行连续并购,后基于组织印记理论和资源基础理论研究发现上市公司的连续并购行为受到其成立时期经济景气程度

的影响。

1.4.3 关于连续并购对企业价值的影响

连续并购对企业价值的影响有正向也有负向。对大多数管理层而言，连续并购能提升企业价值。Fowler 等（1989）以制造业为主开展研究，发现并购次数越多，企业绩效也会相应提升，即连续并购能够提升企业的获利能力，提升企业的价值。Duncan（2001）研究连续并购对企业价值的影响是否存在地域差别，研究表明在政策较为宽松的地区的连续并购对企业价值产生正向影响。Sergey 等（2015）则是针对宏观经济环境差异进行研究，结合这两位学者的研究结果可知，政策宽松地区且宏观环境向好时连续并购会更加有效提升企业价值。胡挺（2013）认为并购行为创造的价值本质上是企业通过连续并购获得的并购能力从而使企业产生协同效应。

连续并购会对企业价值造成消极影响。Lee 等（1998）的研究认为企业并购次数与并购方的利润水平呈负相关，并且对地区差异进行进一步分析发现当连续并购发生在同一地区时，连续并购与企业价值负相关的关系更加显著。吴超鹏等（2008）经过分析发现，首次并购产生正面效应的企业，其后续并购成功的几率反而下降，并且如果企业管理者没有学习总结出并购经验，那么公司连续并购的绩效将会逐次下降。因此，企业即使进行连续并购也可能由于经验不足、次数过多而导致企业价值无波动甚至下降。

1.4.4 关于商业模式与企业价值的相关研究

对商业模式的研究，国内外的学者研究结果较为统一。1996年，Copeland 等人在其所著的《评估》一书中分析了商业模式与企业价值之间的关系，认为企业价值驱动因素可以分为三个层面——投资资本回报率，基于经营单位的角度能够识别出价值驱动因素和基层的操作性价值驱动因素。Johnson 等（2008）研究认为成功的商业模式可以重塑行业，促进行业的成长。Zott 等（2011）归纳分析之前学者的文献得出结论：商业模式促进了企业对价值创造和价值获取的双重关注，企业与其合作伙伴共同创造价值。Verhoef 等（2019）构建了一个关于数字模式在推动市场、竞争和企业变革中的核心作用的概念模型，并假设新的数字商业模式将对市场和企业产生直接影响，这种影响在商业模式成功时会十分剧烈。

潘柳榕（2023）通过实证检验证明相同技术进步路径介入条件下，效率型和

新颖型的商业模式对企业价值创造能力的提升显著。杨德明等（2018）研究针对传统企业“互联网+”进行实证研究，结果证明“互联网+”模式通过“差异化”这个中介变量，显著提升企业的业绩。纪慧生等（2010）指出商业模式是企业价值创造的商业逻辑，商业模式和企业运营系统同样重要，都是企业价值创造系统。刘运国等（2023）研究在线教育商业模式对企业价值的影响，研究发现“高途”的商业模式对其价值创造能力（资本运营能力、发展能力和盈利能力）存在正向作用，进而实现企业价值创造的提升。蔡春花（2022）进行上市企业实证研究发现商业模式数字化中的用户数字化与企业扩大规模的潜在能力成正相关。贺正楚等（2023）研究证明短期内的商业模式数字化转型制造企业创新效率产生正向影响。王亮等（2023）研究发现商业模式中的价值获取能力是上市传媒企业产生高绩效的必要条件。程宣梅等（2022）研究认为企业为客户传递和创造更多、更高质量的价值可以通过创新商业模式，创新的商业模式能够提升企业的竞争优势，同时优先抢占行业机遇。商业模式创新对企业绩效的影响成正相关，商业模式创新力度与企业价值创造的成效同向变化。王健（2021）实证研究发现“互联网+”商业模式中社会化、锁定、定制和专注与零售企业价值创造的正相关关系显著。王东升等（2021）基于阿里巴巴单案例研究发现资源配置决定了资产账面价值，盈利驱动决定了经济价值，资产账面价值与经济价值共同驱动企业价值。

1.4.5 企业价值评估研究

对企业价值评估的研究，国外学者对企业价值的研究开始较早。Fisher（1906）首次提出企业的投资会产生长期的收益，所以企业的价值评估可以采用将未来预计可能产生的收入折回到最初时点进行计算的方法。Modigliani 和 Miller（1958）在其所发表的《资本成本、公司理财与投资理论》中探讨了企业投资决策和融资决策与企业价值之间的相关性，认为企业价值的大小主要取决于投资决策。之后二人又提出著名的资本结构理论（MM 理论）。Sharp（1964）提出了经典的“资本资产定价模型”（CAPM），并将其与企业证券价格结合预测企业的价值。Black 和 Scholes（1973）将期权引入到定价模型中，基于无套利理论导出了期权的理论估值公式，并推广于普通股、公司债券和认股权证等公司负债评估，此定价模型广泛运用于企业价值评估研究。思腾斯特咨询公司（1991）使用了经济附加值（EVA）概念，经济附加值以股东利益最大化经营目标为基础，表示的是一个公

司扣除资本成本后的资本收益。Ortega 等（2020）针对非上市公司进行研究认为传统的 WACC 与企业价值评估的贴现率不相关，并提出基于随机资金成本在传导上有所不同的广义矩方法。

国内外学者不断引入新的理论，对基础方法进行不断地改良修正，使企业价值的评估值不断趋近于企业的实际内在价值。程凤朝等（2013）对 2009 至 2011 年上市公司并购重组案例进行实证分析，证据表明不能将评估绝对值作为交易定价的唯一依据，应当向价值区间转变。郭崇（2018）引入分段预测和情景分析对我国周期性行业企业价值进行评估。孙永生等（2019）采用自由现金流折现模型分别评估并购双方并购前后的价值，探讨企业并购协同价值的大小。王厚明等（2020）采用不同方法评估目标企业东芝映像的价值，并且计算并购溢价率，对比分析发现现金流折现法是最符合并购溢价情况。

王巍（2000）认为网络经济的核心是网络的价值评估，而商业模式决定了网络价值评估的基础，其决定了对网络价值评估方法的差异。盛青（2008）在采用相对评估方法（也称市场比较方法）研究我国券商类上市公司价值评估是提到了混合评估法，对规模较大、业务多样，同时各种业务的风险和增长情况各不相同的大公司在进行价值评估时需要对不同的业务类别应用不同的评估方法，然后将不同方法得出的结果汇总得出总的公司价值。刘运国等（2022）为评估互联网金融企业价值以蚂蚁集团为例，分析其行业属性和商业模式，并使用修正后的分类加总估值法即按照业务板块划分后依据业务特性分别采用相适应的方式评估其价值，后计算协同价值，最终加总估算蚂蚁集团的企业价值。

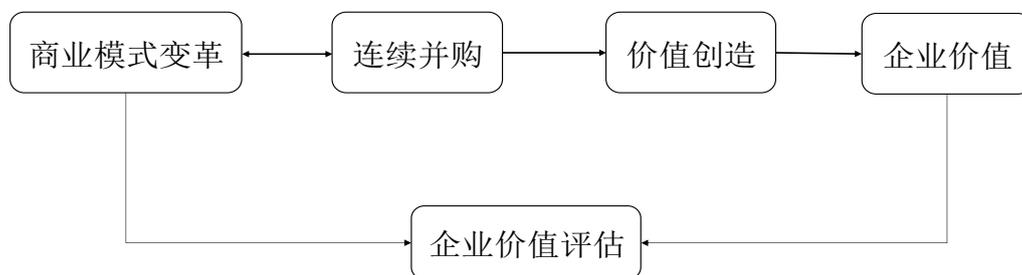


图 1.1 连续并购与企业价值评估逻辑关系图

1.4.6 文献述评

连续并购的概念由国外学者首次提出，但是并没有规定统一的标准，后续国内学者在对企业并购行为进行研究时也采用不同的指标界定连续并购。虽然中外国家的学者在进行研究时对连续并购有不同的定义，但都认为连续并购是在一定时间内多次发生的并购行为，与单次并购有着明显的不同，其大多是基于战略目标，并且并购活动相互关联。因此，连续并购要与孤立交易有所区分，也不能与一般企业的估值混为一谈，要针对此经济活动进行分析，寻找适合的估值方法。

连续并购的动因主要包括企业自身、管理层和外部环境影响。企业基于自身战略目标的连续并购将会生成与战略相呼应的商业模式。商业模式是企业价值创造的主要逻辑，成功的商业模式能够激发企业创造价值的潜力，企业的盈利、价值创造，对企业价值产生正向影响。

由于资本市场发展的差异，国外学者对企业价值要早于国内，早期主要是发展企业价值评估的基本理论和构建企业价值评估的基础模型，现今企业价值评估用到的模型大多源自于此。而后国内外学者不断引入新的理论，对基础方法进行不断地改良修正，使企业价值的评估值不断趋近于企业的实际内在价值。对于业务复杂的大型企业多采用分部估值的方法。但是对于连续并购企业价值评估方法并没有针对性的改良，大多是分析传统方法的适用性，将传统方法直接用于连续并购企业价值评估。

通过对文献的梳理，本文认为完善商业模式可以是企业连续并购的动因之一，同时，企业以完成战略目标为目的的连续并购也会导致商业模式的转变。商业模式的改变会产生复杂的协同效应，影响企业的盈利、价值创造，从而会影响企业价值。但是现在常用的企业估值方法企业的大多是传统估值方法，这些估值方法对连续并购这种经济活动并没有足够的针对性，没有体现企业的商业模式变化，所以直接使用传统估值方法评估连续并购企业价值的估值结果并不准确。因此，本文将商业模式分析融入企业估值，总结出连续并购企业价值的特征，并结合这些特征对传统的估值方法进行优化。

1.5 研究内容

本文先介绍了连续并购企业价值研究的背景以及意义，并且对有关连续并购、商业模式和企业价值评估的文献进行回顾。基于现有的研究成果，分析连续并购、

商业模式和企业价值之间的关系，为后文奠定理论基础。之后对案例企业进行分析，包括企业并购事件整体回顾、连续并购对企业资产结构的影响以及企业进行连续并购之后所形成的商业模式。总结案例企业的商业模式特征，得出其企业价值评估中相应调整系数，设计连续并购企业价值评估的优化方案，使估值结果尽可能贴近企业实际情况，从而使评估结果更加准确。

本文一共分为五个部分，详细内容如下所示：

第一部分是绪论，主要阐述了连续并购企业价值评估的研究背景和研究意义，对连续并购概念、连续并购动因、连续并购对企业价值的影响、商业模式与企业价值相关研究以及企业价值评估研究五个方面的国内外研究进行总结、述评。最后介绍研究内容、研究方法及技术路线和创新点。

第二部分是理论基础，主要是对企业价值的相关理论进行阐述说明，包括规模经济理论、协同效应理论、多元化理论以及对传统企业价值评估方法的总结，为本文的后续的案例研究奠定良好基础。

第三部分是美的集团连续并购案例介绍，主要包括美的集团概况的介绍、美的集团连续并购事件的回顾梳理和对美的集团连续并购对企业资产结构的影响以及美的集团连续并购对企业价值的影响分析。

第四部分是对连续并购下美的集团价值评估。对比分析美的集团连续并购下传统企业估值方法，总结传统估值方法的不足之处。之后详细分析美的集团的商业模式，基于连续并购之后美的集团的商业模式的特征，设计连续并购企业价值评估方法的优化方案，并将优化后估值方法应用于的美的集团价值评估。之后对美的集团连续并购对企业内在价值的影响进行综合评价，验证商业模式分析的融入对传统方法优化作用。

第五部分是结论、不足与展望。结合论文研究的整体内容，得出研究结论，分析研究中的局限性以及对未来相关研究进行展望。

1.6 研究方法与技术路线

1.6.1 研究方法

(1) 文献分析法

文献分析法主要通过对文献搜集、鉴别、整理与研究，形成科学的认识。通过梳理连续并购、商业模式和企业价值的相关文献，得出连续并购、商业模式与

企业价值之间的关系，进而发现商业模式分析可以在连续并购企业价值评估中进行应用，总结商业模式分析在连续并购企业中的适用性和可行性。

(2) 案例研究法

案例研究法是指选择研究对象，针对研究对象系统收集数据和资料进行研究。本文选择近年来进行连续并购并且连续并购完成后商业模式发生明显变化的企业——美的集团作为案例企业，对美的集团进行应用商业模式分析，从而设计连续并购企业估值方法优化方案，最终，并对估值结果的合理性进行评价，验证与商业模式分析相结合是否有利于连续并购企业价值评估。

1.6.2 技术路线

本文基于现有文献和对美的集团并购活动的分析，发现美的集团连续并购的原因主要是完成企业总目标和实施多元化战略，相关资产之间相互作用，美的集团也因此生成了具有多元化特征的商业模式。通过对美的集团进行商业模式分析，发现其不仅表现业务多元化的特征，而且十分重视客户价值，以用户为中心生成协同价值。因此在基于商业模式分析构建优化的连续并购企业估值模型时应当以分部估值法为基础用以体现业务多元化的特征，同时要以用户价值作为主要指标衡量企业连续并购的协同效应。

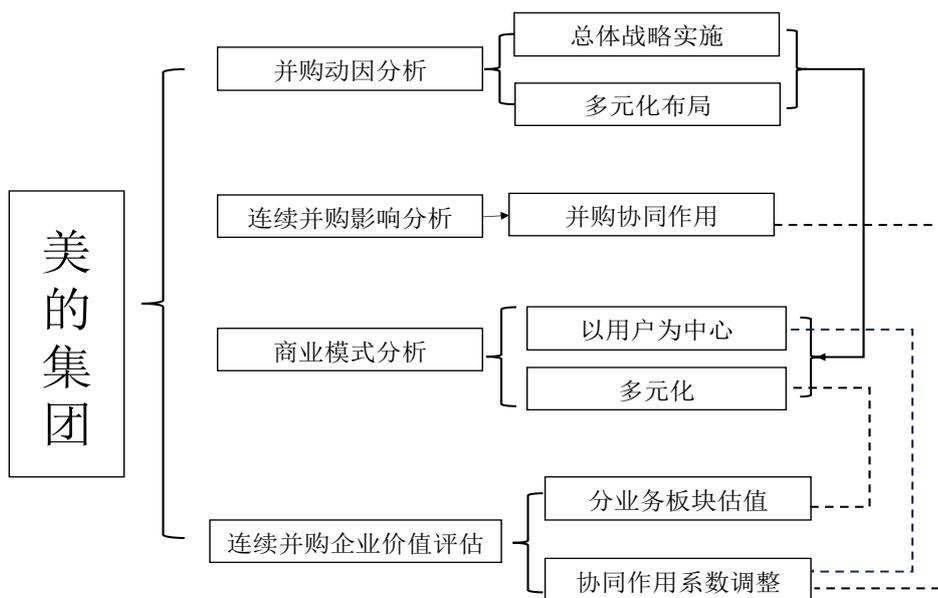


图 1.2 技术路线图

1.7 本文可能的创新点

研究对象。企业价值评估涉及广泛，但目前针对连续并购企业价值评估研究较少，本文将连续并购企业作为研究对象，研究其评估方法的优化，将商业模式分析应用于连续并购企业价值评估，验证其适用性。

研究的视角。现有企业价值评估多基于财务报表数据，但是商业模式是企业的获利方式组合，也体现了企业价值。基于现有文献对商业模式与连续并购企业价值评估方法相结合研究不足的现状，本文从企业商业模式的视角，对其与企业价值评估相结合进行研究，总结出商业模式分析应用于企业价值评估的思路。

2. 理论基础

2.1 规模经济理论

亚当·斯密认为规模经济以专业化作为动力，依据劳动来分配工作，实现物尽其用。新古典经济学派对规模经济的研究重点为边际成本，制度经济学则是以交易费用为切入点对规模经济进行阐释。传统的规模经济理论主要是指规模报酬递增，属于一种规模报酬。但是，传统的规模经济理论实质上是单个企业内部的技术经济规模。同时传统规模经济理论的一些假设并不适应现在的企业发展情况，如以同比例增加投入要素、技术水平不变等。后来发展的聚集经济理论、范围经济理论和交易费用理论等完善了传统的规模经济理论。

企业的规模经济不仅表现为内部技术规模经济还有外部规模经济，企业的扩张会使企业内部组织的交易成本低于市场进行同等交易的成本。若企业能够取得较低的外部市场交易费用，便不需要规模扩张而是更倾向于产生组织分化，在这种情况下，企业可以通过外部市场交易出售企业组织内部多余的职能。与之相对的是，企业同样可以在外部市场进行交易达到聚集生产组织，达到提升企业的职能的目的，比如纵向一体化的合并或横向扩大的合并。虽然企业作为理性经济人有追求利润最大化的共同目标，更加倾向于达成规模经济，但企业达到的规模经济会受到多种制约和影响，这些制约主要是来自于市场容量、企业的管理能力、市场营销能力、财务实力等方面。因此，在一般情况下，企业的经济规模即使是处于同一行业也不应该是一致的，并且一个企业的规模经济也不是自始至终毫无变化的，而是随着企业发展而变化。

现代经济中企业资产占比与以往差别较大——有形资产占比下降，而无形资产的投入比例在上升，如企业研发、客户渠道等。企业通过并购可以扩大生产规模和取得生产要素，如先进的技术和机器设备等，同时生产经营管理的规模化能够节约成本从而使生产效率提高，即企业通过收购兼并实现规模报酬递增。市场的竞争压力需要企业进行研发活动，在复杂多样的交易对象中，企业规模扩张必须注意购并企业与被购并企业产品之间的关联性，选择正确的交易对象，最终达成企业规模经济。

2.2 协同效应理论

20 世纪 60 年代, 美国学者伊戈尔·安索夫首次提出经济中的协同理念, 将其定义为一个公司通过兼并收购另一家公司, 公司整体业绩好于两个公司原来的业绩的简单加和, 即取得“ $1+1>2$ ”的效果。协同效益具体可以分为三个方面, 分别为经营协同、管理协同和财务协同。

经营协同效应突出体现在横向并购和纵向并购中。并购通过资源互补达到最佳经济规模的要求, 能够降低生产成本, 最终提升企业生产经营活动的效率并且为企业带来效率的提高所产生的效益。经营协同效应的来源主要是两个: 首先是平摊部分具有不可分性的生产成本, 提高企业利润率, 其次是企业生产规模的扩大, 提高了劳动和管理的专业化水平。管理协同效应是指企业通过并购的双方通过互相交流、借鉴从而提高整体的管理水平, 充分利用剩余的管理能力, 对资源进行重新配置, 从而创造出更大的价值。财务协同效应是一种纯现金流量上的收益。首先, 企业并购产生的财务协同效应最直接的部分来自于不同的市场主体在对目标企业价值的判断上的差异。其次, 财务协同效应产生是由于税法、证券交易的内在规定以及会计处理方式等因素之间的相互作用。比如企业若想要实现企业间的税收协同效应、实现税收最小化, 可以通过并购进行整合, 消除企业税收方面的损失。若企业想要保证股东利益的最大化, 便可以通过并购活动迫使管理者调整其组织政策或解聘该管理者, 从而减少大量的自由现金流量而导致内部控制系统混乱和资源浪费。企业若通过并购进入新行业, 而这个市场是有税收优惠的行业, 如高新技术企行业, 就可以为企业带来财务协同效应, 减少企业税收。

企业通过并购达到资源互补的目的, 降低生产成本、提升企业生产效率、提高企业利润率, 从而提升企业价值。同时, 企业通过并购可以更大化地利用自身管理资源, 熟悉企业的管理者与熟悉市场的管理者合作, 影响企业的价值创造。

2.3 多元化理论

企业多元化经营战略最早出现在 1957 年的《多元化战略》中, 由安索夫提出。企业进行多元化经营的行为有多种理论可以对其进行解释, 主要包含交易成本理论、资源基础理论、资产组合理论和委托代理理论等。企业能够通过多元化经营将生产资源在不同市场之间进行转移, 提高公司的整个市场支配力, 从而形成一定的市场影响力。拥有过剩资源的公司会进行多元化, 以实现资源的有效利用。同时因为不同类型的资产可能适用于不同的税率, 所以多元化经营的企业可

以在税法允许的范围内合理避税。

多元化依据相关程度可以分为相关多元化和非相关多元化。相关多元化即是企业将与自身存在竞争关系企业作为目标企业，两者之间往往业务相似，产品相关，因此资源价值匹配度高，从而并购与现有业务之间能够产生协同效应，有效地提升企业的核心竞争力。非相关多元化是指目标企业的业务与企业现有业务之间关联度不高，业务之间无法做到资源共享，但是对于现有业务市场份额、增长点都不够理想的企业而言，进行非相关多元化并购不仅一定程度上能够降低企业的风险，还有利于企业创造新的利润，将有限资源投入非相关的业务中，可以减少风险和盈利水平的波动，并且跨行业尝试新的业务更加容易获得投资。

企业可以通过关多元化战略选择并购与自身在业务上具有关联性的企业，与现有业务之间可以相辅相成，扩张市场，提升企业的核心竞争力。同时，企业也可以进行非相关多元化并购，合理投资扩展新业务，提升企业价值。

2.4 传统估值方法分析与评价

2.4.1 传统企业估值方法

成本法，也称重置成本法。将企业视为各种生产要素的组合物，这种方法得出的企业价值是通过对企业各项资产的价值逐项评估，再将各项资产的评估价值加总而成的。成本法的核心是重置成本，它是指重新购置企业的各项资产所需要的全部成本。

市场法，也称相对价值比较法，该方法在企业价值评估中的运用就是先在市场上选出若干个相同或相似的参照企业，分析和比较被评估企业和参照企业的重要指标的可比性，通过对经营和财务数据进行分析，利用价值比率估测被评估企业的初步价值，再与被评估企业进行对比，作必要的修正和调整，最后确认被评估企业的企业价值。

收益法是通过估测被评估资产的未来预期收益及其现值来判断资产的价值。收益法的核心是衡量企业的持续盈利能力。收益法用于企业价值评估，首先是界定企业的收益，其次要对企业的收益进行合理的预测，最后，针对企业的收益预测选择合适的折现率将其折合成现值做出必要调整后得出企业的价值。

实物期权方法用于企业价值评估是对公司资产价值采用传统的评估方法评估，但注重识别公司拥有的投资机会、经营柔性和发展潜力的资产等，对这一部

分资产再用期权方法进行评估，最终两者之和为公司的全部价值。根据实物期权的类型选择合适的模型，目前主要有二项式模型和 B-S 模型。期权价值计算需要确定估价相联系系数，比如标的物的当前价值、执行价格、波动率、无风险利率和到期期限等。

2.4.2 传统企业估值方法总结

传统的企业价值评估方法将企业的业务视为整体，对于连续并购生成多元化特征商业模式的企业而言，传统的估值方法没有充分分析不同业务板块的差异，虽然在整体估值时考虑存在协同效应，但是并没有深入分析协同价值的基础来源，因此难以贴合连续企业进行估值。成本法多数情况下把企业价值看成是各个单项资产价值的简单相加，因此该方法的一个不足没有充分考虑企业的不可确指资产，忽略了企业的整体协同价值。对于进行战略连续并购的企业而言，其个体特点明显，市场法对商业模式创新、业务多元化的企业较难选取合适的可比对象。收益法对企业未来现金流量的预测较为笼统，其中相应折现率的确定含有较强的主观性。实物期权的方法虽然是动态的计算企业价值，但其计算复杂、假设条件较多。

3. 美的集团连续并购案例介绍

3.1 美的集团简介

1968年，美的集团成立于广东省佛山市。2012年8月27日，公司停牌，直至2013年4月1日复牌并发布重组草案。美的集团将旗下各业务集合，转移资本市场于2013年9月18日在深市上市。如今美的集团已经发展成为一家全球化科技集团，集智能家居、楼宇科技、工业技术、机器人与自动化、数字化创新五大业务板块为一体。目前美的集团主要发展家电制造业，主要家电产品包含空调（家用、商用和中央大型）、冰箱、吸尘器、取暖器等。在全球范围内打造60多个海外分支机构、35个研发中心和35个主要生产基地，产品销售至200多个国家和地区，形成了多品牌组合，主要包含美的、小天鹅、东芝、华凌、COLMO、Clivet、Eureka、KUKA、GMCC、威灵、菱王、万东等在内。

美的集团形成了完整的产业链，覆盖家电及暖通空调系统全产品线，负责关键部件与整机研发、制造和销售等。根据奥维云网数据，美的集团的系列产品在中国的七个品类中线上与线下的市场份额均为行业第一。这也与美的集团2022年在中国区域全面推进落实“数一”战略有密切关系。作为知名企业，美的集团拥有国内领先家电及暖通空调系统品牌。美的集团多年来建立的品牌口碑也是美的产品能够吸引大量消费者的原因之一，自2015年至2022年美的集团在brandZ最具价值中国品牌100强调查中的品牌价值和品牌排名，如图所示。

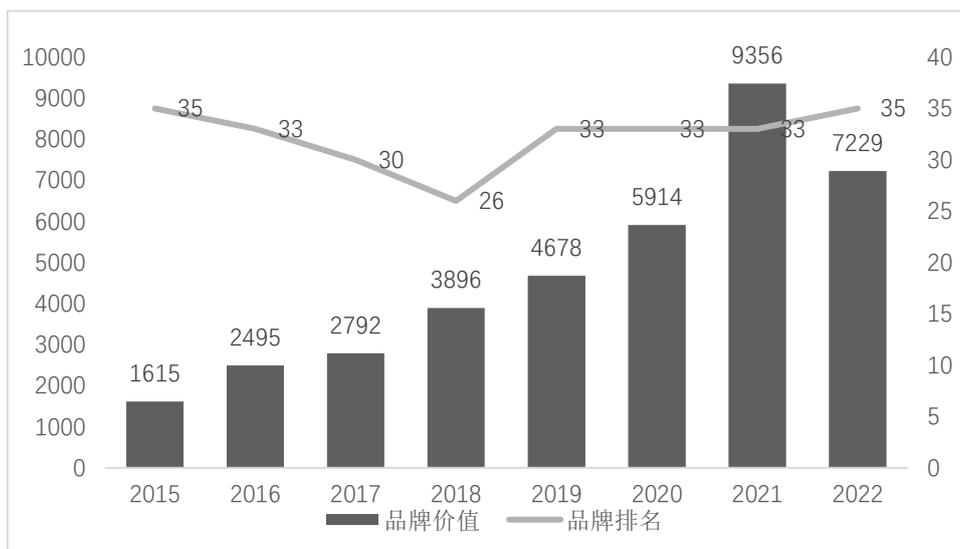


图 3.1 美的集团 brandZ 品牌价值和品牌排名

数据来源：brandZ 最具价值中国品牌 100 强榜单

美的集团的品牌价值一直稳步提升，到 2021 年达到最高点。同样在品牌方面，2019 年《财富》中国 500 强榜单中，美的集团排名第 36 位，连续 5 年蝉联同行业第一。集团具有品牌、行业领导地位和主要产品的优势，一方面使公司的产品组合全面且具有竞争力，另一方面多重优势也产生内部协同效应，提升公司在规模议价、品牌效应、用户需求挖掘及研发投入等方面的效率。

3.2 美的集团连续并购过程概述

成立至今，美的集团逐步发展成为家电行业的龙头企业，这巨大的成长与美的集团的并购历程密不可分。1999~2022 年美的集团发起十几起并购，不仅在国内占有大量市场份额，企业规模、业务范围持续扩大，企业资本增加，而且从国内市场走向国外市场，成功的开启了全球化战略布局，在国际上也具有一定的品牌影响力。

美的集团的不同并购阶段呈现出不同的特点。1999~2008 年，美的集团尚处于起步阶段，同大部分制造业企业一样，在初期美的集团并没有太多先进的技术并且研发能力相对薄弱，所以这个时期的美的集团从自己的起家产品电风扇出发，选择相似的行业领域，并购目标以空调电机领域企业为主。经过一系列并购突破市场进入壁垒，快速进入冰洗领域。2010~2011 年，这个时期的美的集团已经具有一定的品牌效应，在国内市场的行业竞争中有一定优势，但是随着国内市场竞争加剧，市场逐渐饱和，因此美的集团开始推进全球化布局。为了使企业迅速进入国际市场，这一阶段美的集团的连续并购以海外并购为主，同时为便于扩大市场，美的集团在多国建立生产销售基地。2016~2021 年，家电市场呈现出全球化、差异化、智能化的特征，此时美的集团调整了新的战略，除了夯实原有的家电市场外还拓宽了业务，通过并购进入机器人及自动化市场，实现从传统家电行业的向机器人及自动化转型，拓展产业结构。

本文选取了美的集团 2016 至 2017 年的 5 起并购事件，对美的集团的连续并购活动进行分析。

3.2.1 美的集团并购东芝家电

东芝电器作为日本的本土企业具有丰富的销售渠道及销售网点。2016 年美的集团宣布与日本东芝株式会社签署确定协议，将收购东芝生活电器株式会社 80.1% 的股权，并且通过下属控股子公司美的国际控股有限公司实现控股。为获得股权美的集团需支付 33 亿人民币，还需要承担东芝家电 250 亿日元的债务。

通过此次并购美的集团获得了东芝品牌全球授权 40 年、白色家电相关的专利 5000 多项以及东芝集团的市场、渠道和制造基地主要涉及日本、中国和东南亚市场。

3.2.2 美的集团并购 Clivet

Clivet 具有多品牌运营优势。Clivet 是意大利著名中央空调企业，不仅在意大利本地拥有 42 个销售办事处还在全球设置超过 40 个销售办事处，在俄、英、德、西、荷、印及阿联酋等国设有子公司，并且拥有大量售后服务合作伙伴。2016 年 6 月 21 日，美的集团与 Clivet 正式签署协议，收购 Clivet 80% 的股权。美的集团完成此次并购后，将获得国外市场优势并在销售、研发、品牌等方面与企业资源互补协同，有利于提升美的中央空调在欧洲市场的影响力及综合竞争力。

3.2.3 美的集团并购 Eureka

Eureka 在吸尘清洁电器领域地位突出。伊莱克斯是瑞典最大的家电制造商，而 Eureka 是其旗下的著名吸尘器品牌。2016 年 12 月 6 日，伊莱克斯出让绝大多数的 Eureka 资产给予美的集团，美的集团为此支付 6000 万美元，后续还会在美国聚焦更加盈利的品类，在创新和战略增长方面进行投资。收购老牌欧美家电巨头手中的品牌，无疑成为中国企业在全球生活电器市场谋求新突破的重要手段。对美的集团而言，并购伊莱克斯吸尘器品牌 Eureka，不仅能够快速的提升美的自身品牌，还能实现在美国市场的销售与分销。

3.2.4 美的集团并购 KUKA

KUKA 具有先进技术，尤其是在网络连接和服务机器人等方面。美的集团在此之前已经持有 KUKA 大约 13.5% 的股份，2017 年 1 月，美的集团提出要约收购，花费 292 亿元完成收购方案，并通过境外全资子公司 MECCA 持有 KUKA 94.55% 的股份。美的集团希望通过并购借助 KUKA 的机器人技术推动自身的智能化转型，不仅对家用电器的生产进行智慧赋能，帮助美的集团进一步升级生产制造与系统自动化，而且可以开拓机器人业务。与 KUKA 合作将联合开拓中国机器人市场——促进生成自动化制造解决方案，推广到全国制造企业，拓展美的集团 B2B 的产业空间。同时，KUKA 子公司瑞士格的物流设备和系统解决方案也将极大提升安得物流——美的集团子公司的物流效率，拓展第三方物流业务。2022 年美的集团公告以 80.77 欧元/股，合计人民币 10.5 亿元全面收购库卡剩余

股份并私有化。

3.2.5 美的集团并购 Servotronix

Servotronix 主攻自动化研发。Servotronix 是专注于开发和销售运动控制及自动化解决方案的以色列高新企业，主要产品为伺服驱动器，这与美的集团旗下公司威灵电机的主要产品伺服电机向呼应，两者相结合构成了完整的伺服技术系统。2017 年 2 月 9 日美的集团与 Servotronix 达成合作。美的集团称并购之后会与 Servotronix 共同探索未来发展机遇，对于自动化和智能制造技术方面将持续加大投入，支持产业链完善、协同，加强市场扩大力度，不断增强产品市场竞争力。

表 3.1 美的集团并购历程

并购时间	被并购公司	公司主要业务	并购目的
2016 年	日本东芝家电	家用电器	获得先进专利
2016 年	意大利 Clivet	空调	加快国际化进程
2016 年	美国 Eureka	吸尘器	加快国际化进程
2017 年	德国 KUKA	机器人及自动化	布局机器人领域的总装
2017 年	以色列 Servotronix	运动控制	拓展机器人产业

数据来源：美的集团年报

3.3 美的集团并购动因分析

3.3.1 促进战略实施

美的集团进行连续并购的动因之一是推动“333 发展战略”战略，即先用“3”年的时间，奠定产品基础。将企业资源用于提升产品质量，树立良好企业形象，以“质”服人。再用“3”年时间，成为本行业的翘楚。实施品牌战略，以产品实现领先、凭效率得以驱动。最后用“3”年时间，争取国际家电市场有一定地位。美的集团通过连续并购在印度、泰国等多个国家建设生产基地，致力于全球化经营，如今生产基地成熟且部署甚广可见美的集团扩张海外市场的决心。

3.3.2 适应市场

美的集团进行连续并购也为了适应当下智能化发展。如今，各行业机器人自

自动化趋势渐渐突显出来，而率先进入新兴领域的企业将会率先抢占市场资源、占有大量市场份额，获得一定的竞争优势。为适应新变化，同时提高自身的可持续竞争力，美的集团在新领域享有良好声誉且是行业的佼佼者的 KUKA 和 Servotronic 作为自己的并购目标，作为自己拓展自动化市场的桥梁。

3.3.3 共享优质资源

美的集团通过连续并购可以享受优质资源共享的好处。通过相继跨国并购美的集团获得了优势资产，而这些优质资产大部分很难依靠企业自身发展快速获得。日本、中国和东南亚的市场、渠道和制造基地，大量售后服务合作伙伴以及技术专利，多品牌运营优势等等，一系列的连续并购，让美的集团取得了多样化外部资源，不仅丰富了企业资源，而且对这些资源进行整合，还可以获得协同效应，提升企业核心竞争力以及长期获利能力。美的集团没有单一依靠外部市场，而是主动并购获得优势资产，凝结成以知识为基础、具有企业特性且不易流失的动态企业发展能力。连续并购获取并整合资源也能让企业获得经验，使其快速适应今后市场上可能出现的动荡变化。

3.3.4 分散风险

美的集团连续并购符合多元化战略，能够分散企业经营风险。若产品单一化，那么便会被市场限制，面临市场饱和的困境。相较于原有的产品布局，美的集团通过横向并购和纵向并购实现多元化发展，横向并购主要是经营电器的东芝、经营空调的 Clivet 和主营吸尘器的 Eureka，它们与美的集团原有的产业相关。纵向并购主要是机器人自动化的 KUKA 和 Servotronic，能够给企业的生产赋能，推动企业转型。同时，多元化布局一定程度上能对冲消费者对产品需求偏好的转变对企业的发展的影响。通过连续并购实现非相关多元化战略，便于本企业某类产品市场饱和时，在其他业务市场中寻求新利润，分散企业依托单一产品的经营风险，促进企业的长期发展。

3.4 美的集团连续并购影响分析

美的集团在 2016 至 2017 年连续并购过程中投入大量资本，公司资本增幅扩大，在此期间股价主要呈现上升趋势。

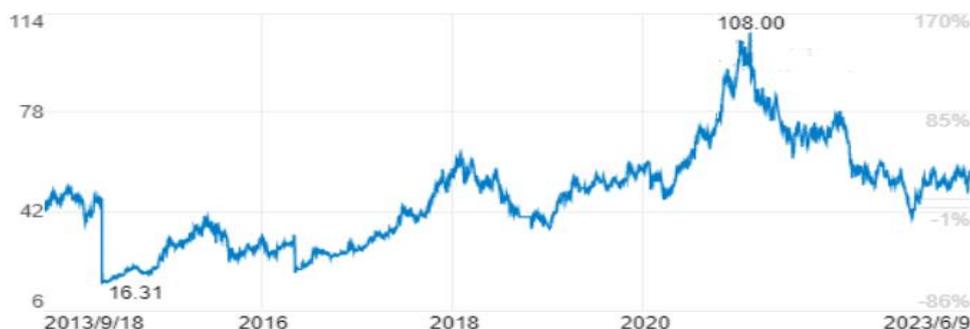


图 3.2 美的集团股价波动

数据来源：巨潮资讯网

3.4.1 连续并购对资产结构的影响

美的集团的连续并购几乎都属于现金并购，收购资金主要来源为银团借款和公司自有资金。其中，美的集团收购 KUKA 和 Clivet 的美元有 21 亿来自于全资境外子公司 Mecca 自有资金，其余来自于海外借款。现金的用途主要可以分为营运资金和资本运作两个部分。营运资金对企业的盈利能力产生影响，主要表现为流动资产的流动性。连续并购将影响资产结构，从而对企业的经营效率产生影响。

表 3.2 美的集团合并报表资产结构指标

年度	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
流动比率	1.18	1.30	1.35	1.43	1.40	1.50	1.31	1.12	1.27
速动比率	0.98	1.15	1.18	1.18	1.18	1.28	1.14	0.91	1.04
资产负债率	61.98%	56.51%	59.57%	66.58%	64.94%	64.40%	65.53%	65.25%	64.05%
净资产收益率	29.49%	29.06%	26.88%	25.88%	25.66%	26.43%	24.95%	24.09%	22.21%
总资产周转率(次)	0.853	0.918	0.863	0.988	1.023	1.156	1.068	1.119	1.31
存货周转率(次)	5.196	6.294	6.495	6.375	6.369	8.008	8.868	8.062	6.994
应收账款周转率(次)	11.02	11.83	10.99	10.05	8.608	9.772	7.206	5.569	5.837
资产净利率	10.72%	10.94%	10.59%	8.89%	8.46%	8.94%	8.31%	7.75%	7.36%
留存收益率	91.06%	94.53%	91.92%	93.15%	94.04%	95.53%	100%	98.58%	99.05%
权益净利率	29.49%	29.06%	26.88%	25.88%	25.66%	26.43%	24.95%	24.09%	22.21%

数据来源：美的集团年报

美的集团的流动比率和速动比率均显示良好，呈上升趋势，连续并购后两个指标均大于 1，显示出美的集团较好的短期偿债能力。流动比率在连续并购后有一定的增长幅度。速动比率较流动比率呈现的变动更加明显，2015 年之前速动比率仅在 1 左右，但在 2016~2017 年连续并购期间几乎无变动，2019 年出现大

幅度上升。2020 至 2021 年因疫情影响，流动比率和速动比率同时下降。美的集团连续并购支付大量资金但是比率变动不大，主要是因为美的集团货币资金基础较好，资金灵活性能保证企业日常运营的稳定，为短期负债的财务费用提供了基本保证，对流动负债增加的进行缓冲，表明美的集团为进行这次连续并购活动做了充足准备。

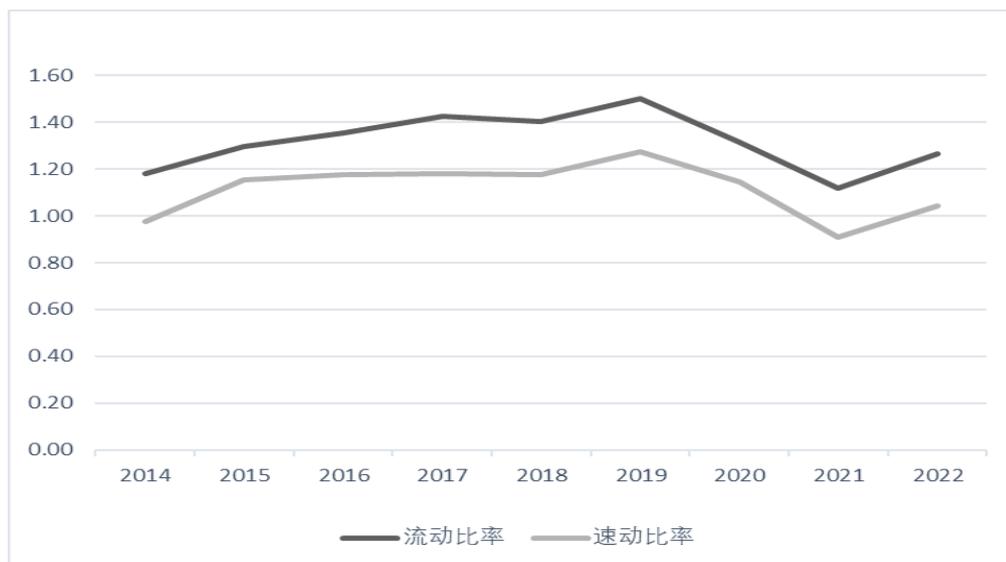


图 3.3 流动比率和速动比率变化图

美的集团在资产负债方面较为稳定，但在连续并购期间资产负债率大幅度上升，在此期间美的集团资产方面的变动较大，负债总数额一直扩大，这主要是因为美的集团为支付连续并购活动的大量费用，不仅现金资金大量流出而且进行大额银团借款，导致资产大幅减少而负债大幅增加。但是连续并购后期，美的集团的资产负债率开始下降并保持相对稳定，说明并购时造成的经营情况波动得到稳定，负债总额减少。但在连续并购结束之后美的集团仍属于高资产负债率，这会抑制企业的长期负债能力。对此，美的集团应引起重视，保证可持续发展、均衡发展。

净资产收益率与企业的股东价值、增值能力呈正相关。如表 3.2 所示，美的集团的净资产收益率在并购过程中呈现下降的趋势，并购之后在 2019 年略有上升，但总体而言美的集团的净资产收益率还是呈现下降的趋势。总体原因是美的集团进行连续并购后企业规模和资产结构发生改变，因此，美的集团应当重视

集团内资产配置效率。

如表 3.2 所示，结合总资产周转率、存货周转率和应收账款周转率分析美的集团的流动资产周转。连续并购发生之前，美的集团流动资产周转表现为下降，表示经营效率不理想。在发生连续并购后，美的集团的流动资产情况出现好转的迹象。但后续又产生波动，可以分析得出连续并购对美的集团资产周转率并没有足够长久的积极影响，从而可以推测出美的集团对于并购后的资产整合不足，没有充分发挥效用。

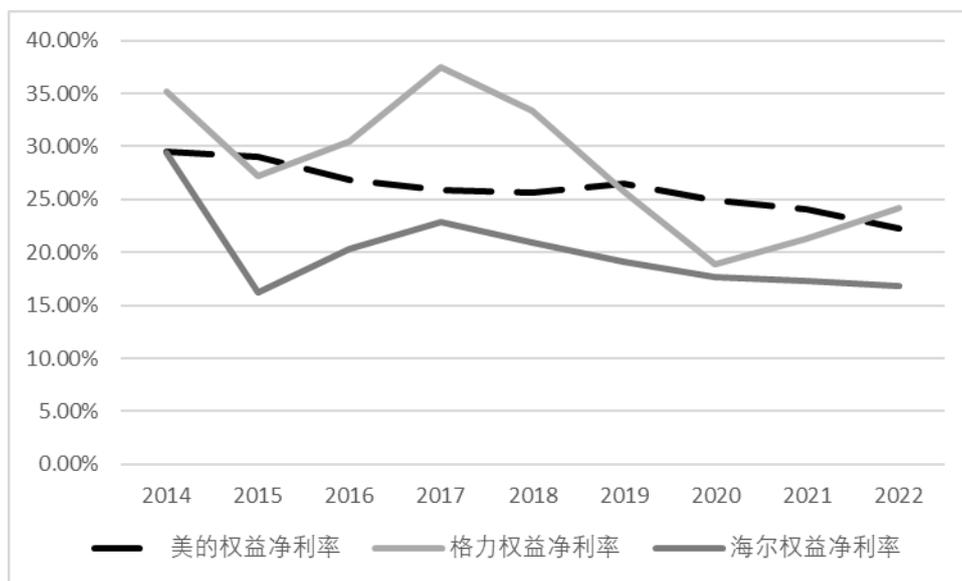


图 3.4 权益净利率变化图

由于 2015 年国内宏观经济环境低迷的影响，美的集团权益净利率在 2015 年表现为下滑。2016 至 2017 年权益净利率保持在 25% 以上，但总体呈下降趋势，从 2018 至 2019 年表现为缓慢上升，说明连续并购对于美的集团还是存在正向的影响，但还是要关注下降的原因，要保持财务战略稳定。从横向数据的角度分析，与长期竞争对手海尔、格力比较，近年来美的集团的权益净利率均高于海尔，但除 2015、2020 年外均低于格力，整体波动表现较为平缓，而 2020 年数值在三者中最高，表明美的集团利用净资产获利的能力稳定，盈利水平比较理想。

表 3.3 美的集团资产比重

年度	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
长期资产比重	28.15%	27.54%	29.30%	31.56%	30.72%	28.30%	32.94%	35.86%	38.22%
产权比率	1.63	1.30	1.47	1.99	1.85	1.80	1.90	1.88	1.78

数据来源：美的集团年报

通过计算 2014 至 2022 年长期资产比重可以看出，美的集团长期资产比重表现为上下波动，但总体为上升趋势，而在连续并购完成当年，自于对外并购的商誉占长期资产的比重高达 37%。

美的集团的产权比率在 2014~2017 年不断上升。在 2016 年和 2017 年两年有大幅增加，美的集团整体表现为积极利用财务杠杆。2015 年和 2016 年产权比率发生变的原因是公司发债，美的集团子公司美的投资发展有限公司于 2016 年 6 月 3 日发行为期 3 年的 7 亿美元公司债券，但连续并购的借款主要来源为银团借款，故债券融入资金并没有用于长期股权的投资。连续并购之后，2021 年 3 月 29 日，美的集团发行 2021 年度第一期超短期融资债券，2022 年 2 月 16 日，美的集团发行有担保票据，2027 年到期。自第二次上市之后，美的集团仅在 2015 年和 2019 年增发新股，连续并购之后增发新股主要目的是通过换股吸收合并无锡小天鹅。可见美的集团的主要融资方式是发行债券。

3.4.2 美的集团连续并购资产相关度分析

对于同处于 A 股市场的并购，由于双方都用 A 股指数衡量基础，且成分股有交叠的现象，所以整体呈现出来的相关性较高，这也证明同类交易市场之间，分散效果比较差。而且并购主要集中在一两个行业，无法实现配置效果，对相关性较低的大类资产进行组合配置，才能真正实现风险对冲效果。美的集团的一系列连续并购，都是属于跨国并购，与中国市场分散效果较好，有利于减小风险，实现资源配置的目标。

美的集团在考虑并购对象时，充分考虑了企业今后的发展规划，使自己的业绩不断提高。跨国并购不仅让企业实现“走出去”，同时也有助于企业整体战略实施，促进企业发展。被并购的五个企业，在全球相关行业中都属于知名品牌，具有良好口碑，且都拥有良好销售、研发资源。东芝电器具有丰富的销售渠道及销售网点；KUKA 在网络连接和服务机器人等方面具有优良的技术资源；Clivet 具有多品牌运营优势；Eureka 在吸尘清洁电器领域地位突出；Servotronic 致力于

自动化方面的研究发展等。通过连续并购，美的集团取得了多样化外部资源，丰富了企业生产要素，而且连续并购也能获得整合经验、协同效应，强化企业获利能力。

3.4.3 美的集团连续并购对企业价值的影响

连续并购企业的价值创造体现在企业市场拓展方面。企业可以通过连续并购上下游关键企业、健全产业链，从而提升企业市场占有率和扩大企业的规模。若是并购的企业能够提升企业产品生产的质量，那么在提升企业知名度获取大量新客户的同时还可以提升客户的忠诚度。同时，企业通过连续并购能够吸收目标企业管理方面的经验以及技术创新方面的成果和优势，从而提升自身的内部管理水平 and 研发能力，增强企业的整体实力，提升企业的价值。

主要分析美的 2016 至 2017 年的连续并购行为，2016 至 2017 年美的集团先后并购了意大利 Clivet、东芝家电、德国 KUKA、美国 Eureka 和以色列 Servotronic，在 2016 年之前美的集团的年报经营情况分析仅有大家电与小家电的区分，2017 年完成一系列连续并购之后起美的集团的年报经营情况分析中开始细分业务板块——暖通空调业务、消费电器业务和机器人与自动化业务。结合被并购公司的主营业务，可以看出美的集团连续并购行为对企业的业务板块有重大影响影响。

美的集团并购国外企业意大利 Clivet 有助于企业向欧洲开拓市场、加快国际化进程，扩张了原大家电业务分离出暖通空调业务板块。美的集团并购东芝家电和美国 Eureka，用以获取先进专利以及加快国际化进程，加强了原有的家电业务。美的集团并购德国 KUKA 和以色列 Servotronic，用以拓展新业务——机器人及自动化，布局机器人领域的总装。

4 连续并购下美的集团价值评估

4.1 传统评估方法估值结果比较分析

运用传统的企业价值评估方法对美的集团进行估值。由于美的集团属于上市公司，且资产基础法仅是资产负债表中资产负债加和，难以获取详细的表外数据，导致评估结果偏差较大，故主要选用上市公司价值评估的常用估值方法——市场法和收益法。

4.1.1 市场法

由于美的集团属于制造业，市场法即采用适用于制造业的市盈率估值模型，并选用与企业整体特征相似的企业——海尔智家，盈利预测则选择将暖通空调、消费电器和机器人与自动化的盈利预测相加，企业价值估值模型如式（1）所示：

$$V = P \times PE_{\text{可比}} \quad (1)$$

由于截至写作之日美的集团 2023 年年报尚未披露，故对美的集团 2023 年利润进行预测，结合海尔智家上市以来的平均市盈率约为 14.22 进行计算。

表 4.1 美的集团主营业务盈利预测（单位：亿元）

年度	2018	2019	2020	2021	2022	2023E
营业收入（亿元）	255.64	296.83	314.93	332.81	347.63	362.99
净利润率	8.34%	9.09%	9.68%	8.50%	8.67%	8.67%
净利润（亿元）	216.50	252.77,	275.07	290.15	298.10	314.62

故采用市场法估算美的集团计算企业价值=314.62×14.22=4,473.86 亿元

4.1.2 收益法

收益法选用经济利润折现模型，即 EVA 模型，估值模型如式（2）所示：

$$V = IC_0 + \sum_{t=1}^n \frac{IC_{t-1} \times (ROIC - WACC)}{(1+WACC)^t} \quad (2)$$

NOPAT 为税后经营净利润，通过对其数据进行调整减少企业管理者对利润操纵所产生的影响，以更好地反映企业价值。具体调整公式为：税后净营业利润 =（净利润+财务费用+所得税费用）×（1-T）+少数股东损益+研发费用+递延所得税负债-递延所得税资产-税后非经常性损益。调整后的 2018 至 2022 年税后经营净利润数值如表 4.2 所示。

表 4.2 美的集团调整后税后经营净利润（单位：亿元）

年度	2018	2019	2020	2021	2022
财务费用	182.30	223.16	263.80	438.61	338.75
净利润	2,165.04	2,527.71	2,750.65	2,901.54	2,981.02
所得税费用	412.26	465.20	415.70	470.22	514.57
少数股东损益	141.96	106.59	28.36	44.17	25.67
研发费用	837.72	963.81	1,011.87	1,201.49	261.85
税后经营净利润	3,049.39	3,482.46	3,612.84	4,103.44	3,163.28

通过对企业的递延所得税资产、递延所得税负债等对公式进行进一步的调整，具体计算公式为：调整后的投入资本总额=所有者权益+短期借款+长期借款+一年内到期的长期借款+应付债券+研发费用资本化金额+各种资产减值准备（坏账准备、存货跌价准备、固定资产减值准备、无形资产减值准备）-在建工程+营业外支出×（1-所得税税率）-营业外收入×（1-所得税税率）-递延所得税资产+递延所得税负债。

调整后的 2018 至 2022 年投入资本总额数值如表 4.3 所示。

表 4.3 美的集团调整后投入资本总额（单位：亿元）

年度	2018	2019	2020	2021	2022
投入资本	1,019.82	770.42	682.99	1,024.74	1,015.27

计算加权平均资本成本作为折现率，计算公式如式（3）所示：

$$WACC = K_e \frac{E}{E+D} + K_d \frac{D}{E+D} \quad (3)$$

权益资本成本采用股权资本成本表示，其中无风险收益率选用中国人民银行授权全国银行间同业拆借中心公布贷款市场报价利率（LPR）5 年期以上 LPR 为 4.2%，风险溢价选用了风险溢价选用于每年国内生产总值的增长率 5.2%。故美的集团美的集团权益资金成本为 $4.2\%+1.3 \times 5.2\%=10.96\%$ 。债务资本成本采用美的集团 2022 年债券基本情况中的 2.88%，故美的集团的加权平均资本成本= $64.83\% \times 2.88\%+35.17\% \times 10.96\%=5.72\%$

经济利润是企业经济收入减去经济成本后的差额，计算公式为经济利润=（投入资本回报率-加权平均资本成本率）×投入资本额。通过计算高速增长期和稳定增长期的未来 EVA 值，2023 至 2027 年高速增长期的 EVA 预测结果如表

4.4 所示。

表 4.4 美的集团 EVA 预测结果（单位：亿元）

年度	2023	2024	2025	2026	2027
EVA	266.00	273.98	282.20	290.67	299.39

结合了宏观经济运行预期即 GDP 预期为 5%，本文设永续增长率为 3%，2027 年之后为永续期，根据公式（2）计算美的集团价值如下所示：

$$V = 266.00 + \frac{273.98}{1+5.72\%} + \frac{282.20}{(1+5.72\%)^2} + \frac{282.20}{(1+5.72\%)^3} + \frac{290.67}{(1+5.72\%)^4} + \frac{299.39}{(1+5.72\%)^5} + \frac{299.39 \times (1+3\%)}{(5.72\% - 3\%) \times (1+5.72\%)^5} = 10,074.54 \text{ 亿元}$$

4.1.3 传统评估方法估值比较分析

运用不同估值方法对美的集团估值结果如表 4.5 所示。

表 4.5 美的集团估值结果

估值方法	估值结果（亿元）	偏差程度
市场法	4,473.86	16%
收益法	10,074.54	161%

通过对比分析可知，传统的企业价值估值方法中市场法偏差较小，但是企业价值比率选取调整难以统一、精确和详尽，导致偏差程度大于修正的分部估值法估值结果。收益法中企业的未来长期的预测较为困难，导致偏差较大。修正的分部估值法针对不同的业务选取与之特征对应的评估方法，结合商业模式分析更加贴合企业的获利结构，从而更加能准确反映企业真实价值。

4.2 连续并购下企业估值方法的优化方案

对于连续并购企业而言，企业估值可以从企业的动因、达到的结果进行分析，对于类似于美的集团通过连续并购达成多元化商业模式的企业，其估值可以通过关注三个方面来进行：首先是企业的自身情况，如生命周期的时期、行业地位等，其次是企业各业务的风险以及所处的行业环境，最后是通过对该企业的商业模式分析得出的企业业务间的协同效应的主要影响因素。

4.2.1 美的集团商业模式分析

(1) 价值主张

“科技尽善，生活尽美”是美的集团的企业愿景，“联动人与万物，启迪美的世界”是集团的使命，“敢知未来——志存高远、客户至上、变革创新、包容共协、务实奋进”是集团的价值观，“高质量发展与卓越运营”是集团的经营管理规范。

美的集团明确以“用户为中心”的价值主张，并对目标进行战略变革，进行商业模式转型。美的集团为了给用户以及企业创造更大的价值，构建全方位开放式创新体系，商业模式也由朴素的利润导向逐渐发展为广泛的价值导向。美的集团成立了能够使用环境模拟消费者真实情况的用户研究室，并且深入拜访调研和大数据有针对性地分析用户数据，最终将关于用户的研究成果作为产品研发与改进的指导意见，应用于每一个环节，如产品策划、产品开发、产品测试等，这种方式改善了主营产品体验电商差评现象。美的集团打造了家电用户的自助服务平台——美的服务，该平台集成服务功能包括：安装、维修、家电深度清洗、在线客服等，同时为用户提供自助查询服务，用户可以查询常用信息，包含网点、说明书、电子发票等。美的服务平台的核心目标是解决用户最关心的问题，将有关客户的服务派工及评价管理进行数据化、透明化，并且对收集到的数据进行分析，用以预测用户服务需求的趋势，从而调动集团的资源并进行人员分工安排，形成动态调整的机制以便迅速及时响应服务。

作为家电行业的龙头企业，美的集团的用户跨度很大。美的集团不同的业务针对的客户类型也不尽相同。美的华凌公司针对的年轻群体，美的集团集团主品牌针对的是新中产消费群体，COLMO 针对的是高端市场，楼宇科技和机器人业务针对的是 B 端客户群体。消费者特点总体为需求消费，受众多为年轻群体，主打性价比。

(2) 价值传递

美的集团进行平台化建设，让产业立体化、网络化，形成开放式生态圈。平台化是包括美的在内的各类大型科技制造企业组织改造的选项之一，是发展生态的通用手段。美的集团直接面向消费者，构建线上网络商城与线下全方位、立体化的专营店互融的价值传递体系。

(3) 价值创造

行业地位与产值的优势为美的集团带来丰厚的利润积累，为确保创新能够满足用户日益增长个性化需求，美的集团不断增加研发创新的资金投入，并且持续提高内外部资源的协同交流效率。2014~2019年，美的集团将的产品规模化经验运用于研发规模化，在创新研发方面的资金投入逐年增加，累计超过四百亿元。美的集团建立了三十多个研发中心分别分布在国内外十二个地区，形成创新研发网络遍布全球，具有强大的行业竞争力。美的集团于2015年底正式设立企业开放式创新平台——“美创平台”。“美创平台”体系主要由众创平台、全球情报系统、需求与解决方案和项目孵化四大板块组成。其中，众创平台版块是创新体系中的核心，其作用主要是汇集大众智慧，形成创意并发布，建造创新资源库。然后是全球情报系统版块，该版块在全球范围内收集情报，把握项目研发的前沿信息与一手资料，形成内部知识交流共享网络。为了促进项目的创新设计成功孵化设计了需求与解决方案版块，主要解决如何实现线上概念的线下具体化对接的问题，疏通对接障碍。最后是“美创平台”体系的最终输出与价值实现的端口——项目孵化版块，主要作用是进一步帮助加速内部创新研发项目以及全球已有待落实研发项目的落地。截至2022年底，美的已累计获得3项国家科技奖、340余项省部级科技奖和280多项国际领先/先进成果鉴定。美的集团研发投入如图所示。

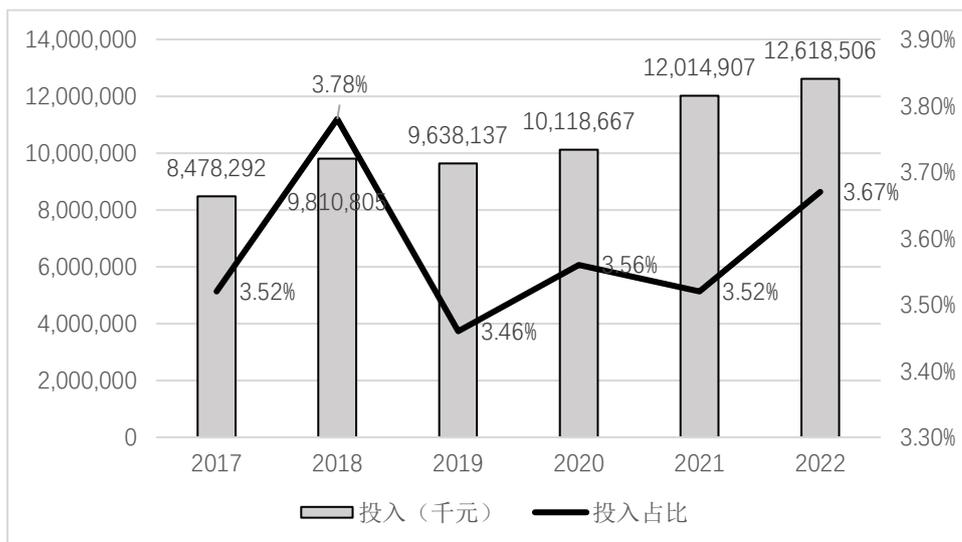


图 4.1 美的集团研发投入

数据来源：美的集团年报

美的集团前期创新平台建设已经取得一定成效，2018年美的集团的创新投

入占比猛然提升，可能是因为美的集团进入机器人与自动化的行业，对其进行研发投入。后续 2019 至 2021 年研发投入占比较低可能是因为疫情影响。但 2022 年能够及时稳定在先前的水平，可见美的集团对研发创新的投入较为稳定。过去 6 年，美的集团持续的研发投入让其有了创新上的收获。研发投入逐年提高，研发人数在疫情期间也有增加，博士人数大幅增加，各事业部和经营单位的人才，结构改善也很明显。美的多年以来的研发投入让现在的美的集团能够有底气进行新的战略选择，未来五至十年，美的集团将选择科技领先的战略路线。

美的集团的成本控制方面可以看出 2018 至 2022 年集团一直在降低成本支出，营业成本的结构也较为稳定，美的集团属于制造业，其制造业的特征能够在成本结构中体现出来。美的集团的成本主要构成为原材料、人工工资，可以表明美的集团的生产过程自动化的程度有待提高，同时美的集团的能源成本占比较少，体现积极响应国家政策，进行节能生产。美的集团营业成本的影响因素主要为原材料的价格变动，并且主要是大宗及汇率的影响。对此，美的集团采取了衍生品套期保值、优化供货结构、拓展全球资源池和提升规模制造生产效率，进而提升毛利率。

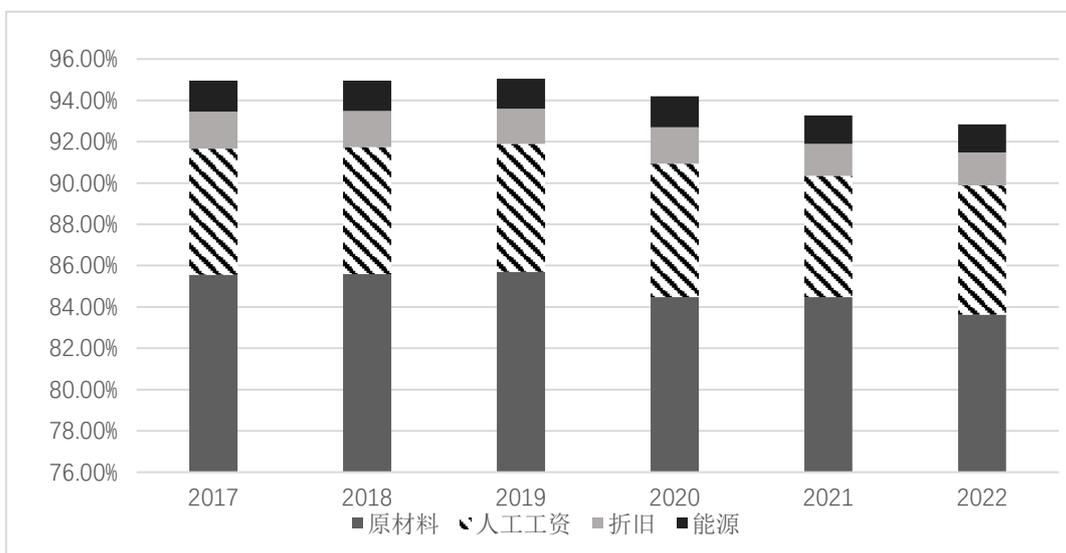


图 4.2 美的集团成本构成

数据来源：美的集团年报

(4) 价值获取

为加速转型、实现转型手段的全面数字化和智能化，美的集团坚持数字化改

造理念，并贯彻落实到全价值链的各个环节，深化数智技术的运用，用新技术覆盖一系列创造价值的增值活动，包括产品研发、产能计划、订单收集、原料采购、柔性制造、质量追溯、物流服务、安装售后等。美的集团还推动业务模式变革。

“T+3”业务模式即依托产业链数字化优势，最大限度地压缩订单获得（T）、原料安排（T+1）、生产制造（T+2）、出厂上市（T+3）的周期到十六天，达到行业领先水平，并以此为优势进一步打通、优化全价值链。美的集团探索倒逼式的内部变革，为优化客户体验，不仅打造全覆盖 C2M 客户定制模式全价值链，而且搭建全球客户全流程参与的“服务+互联网”平台，让产品从设计到终端销售的各个流程步骤都与客户联动、有客户参与，以需定产。美的集团的收入分析如图所示。

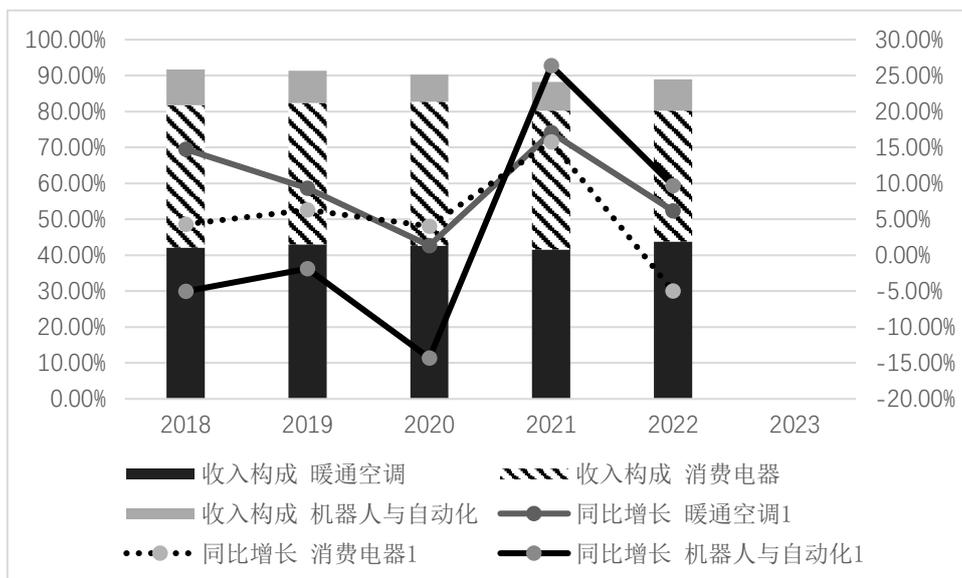


图 4.3 美的集团收入构成

数据来源：美的集团年报

由图可知，美的集团的收入结构十分稳定，在 2018 至 2022 年期间一直是 4:4:1 的结构，机器人与自动化的占比较少是因为美的集团 2018 年才进行机器人与自动化的并购活动，进入机器人与自动化行业。同时，收入同比增长率波动最为明显的也是机器人与自动化业务。2021 年之前，机器人与自动化的收入增长率一直为负值，可能是初步进入新行业面临一定的进入障碍，导致收入下降，2021 年之后该业务的收入增长率上涨超过暖通空调和消费电器，可见机器人与自动化

的发展具有潜力，美的集团选择进入该行业具有较好前景。根据奥维云网数据，美的集团的系列产品在家用空调、台式泛微波等七个品类中国内线上与线下的市场份额均为行业第一。

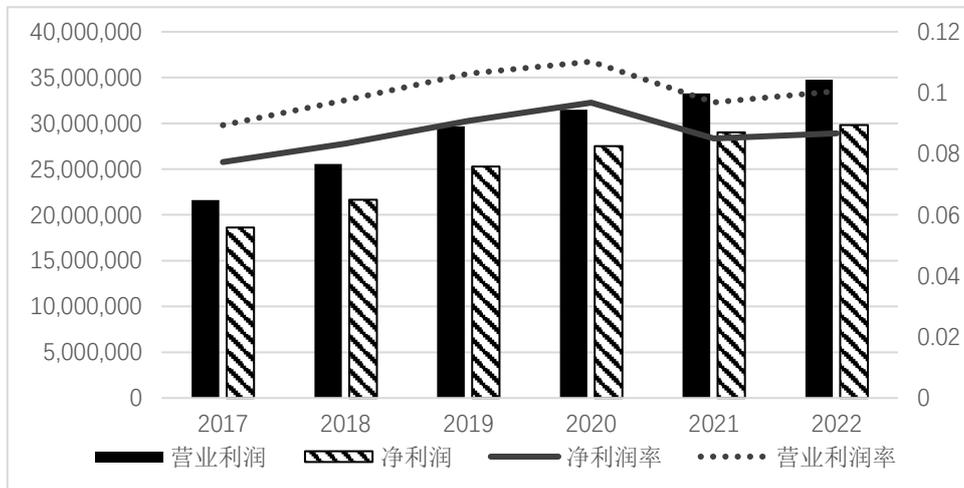


图 4.4 美的集团利润分析

数据来源：美的集团年报

2017 至 2022 年，美的集团的营业利润率和净利润率的变化趋势都与毛利率的相似，2017 至 2020 年的四项数据一直在稳步上升，可见美的集团一直以来的营业模式稳重求进。2021 年因疫情原因，为了促销进行产品降价导致美的集团的利润率下降。2022 年美的集团的利润率立刻上升同样也说明了美的集团的营业基础牢靠，能够在变动之后回升。

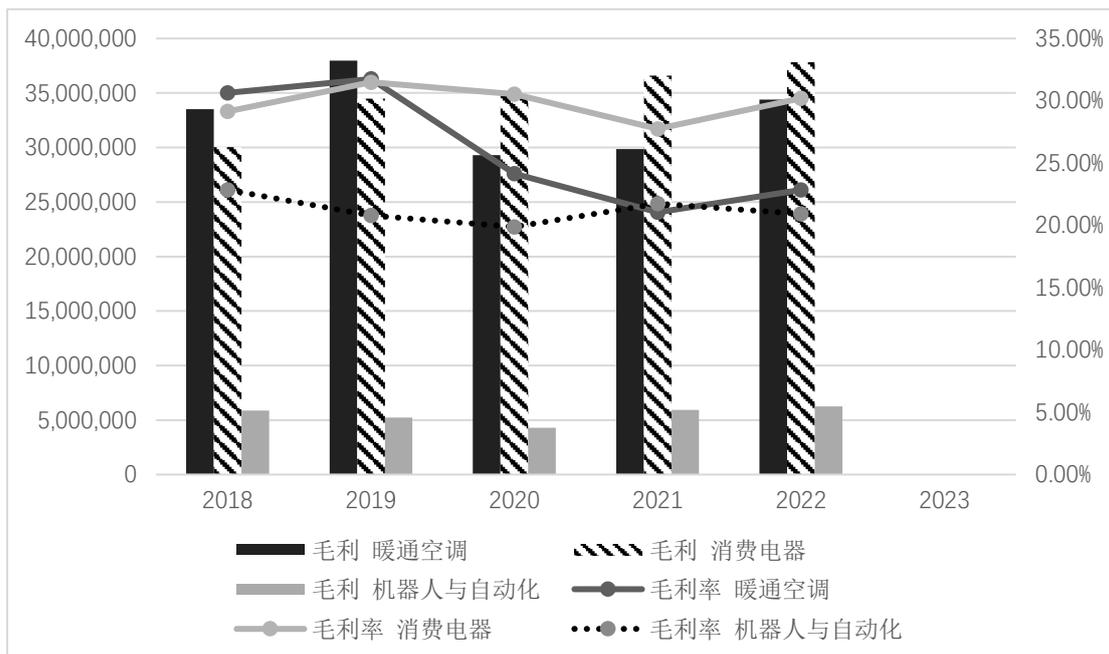


图 4.5 美的集团毛利率分析

数据来源：美的集团年报

2020 年美的集团暖通空调的毛利率明显下降，主要原因可能是当年美的集团着重布局暖通与楼宇事业部的 ToB 业务布局，大量投入导致交易成本增长速度快于收入增长速度，并且三项主要业务的毛利率同时下降，可见美的集团应用了新收入准则也可能是原因之一。2021 年美的集团的毛利率较上一年有些许下滑，主要原因可能是美的集团暖通空调业务的成本上升，但占收入的比例略有提升，可以推测出是业务的规模扩大，导致成本和收入同时上升。2022 年暖通空调的毛利率又有些微上升，应该是美的集团对该业务的成本规模及时进行了调整。另一个波动比较明显的是消费电器业务，2021 年消费电器业务的毛利率下滑，造成这个现象的原因可能是线下市场的份额占比下降。2022 年美的集团主要依靠提价、调整产品结构两种方式，消化原材料价格对毛利率的影响。

（5）商业模式分析总结

美的集团的商业模式不是设立初期即设定目标形成，而是随着企业的发展而变换。现在的美的集团致力于打造工业互联网，但是不同于一般以 ToC 业务为主的互联网企业，美的集团不同业务板块的重点并不相同，消费电器注重 ToC 业务，智能楼宇和机器人与自动化业务注重与 ToB 业务。在国内国际双循环和双

碳战略的背景下，美的集团保证自身“数一战略”的存量升级同时，把握住国产替代和产业升级的机遇，投入实现 ToB 业务增量创造，既着力发展机器人与自动化、楼宇科技、能源管理、智能出行等核心业务，还进一步推动数字化创新业务的转型升级，发展安得智联、美云智数、万东医疗以及美智光电等。

在销售方面，美的集团有线下的门店零售巡展，也有线上的小程序、APP 等，同时对于第三方平台等渠道美的集团看到了线上业务的成果，对可以提升终端销售效率的第三方渠道商保持开放合作的态度。

美的集团未来家电行业的业务重点是智能家居的业务，其主要针对 C 端用户搭建智能化场景，发掘用户运营和数据价值。为此，美的集团建立了 IoT 事业部，此事业部是集团的重要部门，是全屋智能解决方案核心运营平台和智能用户行为数据的关键来源，连通集团各事业部与经营单位，负责承接全面智能化战略。持续对云平台、美居 APP、智能连接模块、大数据和售后服务等进行优化，不断提升用户满意度，作为集团内新业务形态经营主体，探索以用户为中心的商业模式。打通全生态价值链。流量分发的逻辑大概遵循原则为 APP<应用商店端口<桌面端口<ROM 端口<OS 端口<硬件端口，美的集团的 IoT 事业部结合众多端口数据综合分析，打通了 APP、应用商店端口和硬件端口等。

综上所述，美的集团的商业模式中的业务类型多样、特征区别较大，不同业务面临的风险各有不同，形成的收益也不相同，并且美的集团也在进行数字化、智能化转型，较难找到可比公司参考，导致企业价值评估的复杂性提高。若不进行业务区分，统一评估将会造成企业估值结果的偏离。同时，美的集团合理处理客户数据所产生的协同对销售收入的促进效应影响重大，因此应当将“用户”作为衡量各业务之间协同效应的主要指标。

4.2.2 连续并购下企业估值方法的优化方案设计

(1) 以分部估值法为基础

基于美的集团的商业模式分析结果，本文认为要体现美的集团商业模式多元化的特征，需要在进行美的集团的企业价值进行整体评估时，针对不同业务采用不同的企业价值估值方法，以提高企业价值评估的准确度。美的集团的业务板块是分别处于不同行业，而各行业的发展情况不同，不能统一进行估值，否则会产生较大偏差，因此，美的集团的估值应当以分部估值法为基础，结合各业务行业

的特点进行估值，最终得到合理估值结果。

结合美的集团业务板块的特征选用不同的估值方法，首先需要对美的集团的业务活动进行分类。美的集团的业务活动可以分为五大板块：智能家居事业群、工业技术事业群、楼宇科技事业部、机器人与自动化事业部和数字化创新业务。然而，在这五类业务中，数字化创新服务主要是针对企业数字化转型，美的集团的营业收入和利润都来源于智能家居、工业技术、楼宇科技和机器人与自动化，因此本文分别对智能家居事业群、工业技术事业群、楼宇科技事业部和机器人与自动化事业部估值。同时，由于楼宇科技事业部主要收入为暖通空调，并且美的集团年报中披露划分为暖通空调、消费电器及机器人与自动化业务，故本文亦将业务划分为暖通空调业务、消费电器业务及机器人与自动化业务，并对其进行估值。

暖通空调业务和消费电器业务的属于一般制造业业务，故而采用收益法和市场法，即常适用传统制造业企业的价值评估方法。而机器人与自动化业务目前对科学技术发展的依赖程度仍较高，故采用高科技企业的评估方式——市场法。但由于各业务板块的公开的具体财务信息较少且难以获取，故本文针对三大业务板块均采用相较于其他评估方法对数据依赖较低的市场法进行估值。暖通空调和消费电器两大业务的业务模式比较成熟，获利能力比较稳定，故选用市场法中的市盈率估值模型；由于机器人行业属于新兴领域，未来仍能够高速增长，从而选用市场法的市盈增长比率估值模型对机器人与自动化业务进行估值。在分别评估三个业务板块的价值后，本文根据美的集团对各业务板块的持股比例将各业务板块的价值进行加权计算归属集团母公司的价值。

（2）衡量协同效应指标的选择

根据美的集团商业模式分析，可知美的集团生成的新商业模式还有一个重要特点就是以用户为中心，十分重视用户价值。因此，本文选择使用“用户”作为衡量各业务之间协同效应的主要指标，对业务板块的估值进行调整。对美的集团的业务深入分析发现机器人与自动化业务与消费电器、暖通空调业务的风险相差较大，IoT 事业部整合消费电器业务获取的用户数据，为用户提供更加精准的销售和服务提高客户的满意度，而暖通空调业务可以视为是消费电器业务的延伸。并且消费电器和暖通空调之间的协同效应是基于两者的交叉渗透，而不是相互独

立，消费电器和暖通空调业务的协同效应附着于两者之上，不应独立计算。

同时，连续并购企业价值评估还需体现企业连续并购的经济活动对企业价值的影响，而连续并购的主要特征为并购活动相关性更高，故应当考虑企业连续并购相关资产的相关度。根据前文的分析，可以发现美的集团连续并购最终分裂出三个业务板块，但是就相关性而言，主要是涉及电器制造和机器人自动化相关行业，所以本文认为消费电器与暖通空调同为电器制造行业应统一调整，机器人业务应单独调整。

(3) 美的集团企业价值评估模型构建

综合以上分析，本文构建的美的集团企业价值评估模型如式（4）所示

$$V=(V_1 \times R_1 + V_2 \times R_2) \times (\alpha + 1) \times (\beta_1 + 1) + V_3 \times R_3 \times (\beta_2 + 1) \quad (4)$$

$$V_1 = P_1 \times PE_{\text{可比}} \quad (5)$$

$$V_2 = P_2 \times PE_{\text{可比}} \quad (6)$$

$$V_3 = P_3 \times PEG_{\text{可比}} \times CAGR_3 \times 100 \quad (7)$$

V_1 表示暖通空调业务的价值； R_1 表示美的集团对暖通空调业务的持股比例； V_2 表示消费电器业务的价值； R_2 表示美的集团对消费电器业务的持股比例； β_1 表示消费电器业务与暖通空调和机器人与自动化业务之间的协同价值附着于暖通空调和机器人与自动化业务的比例； β_2 表示消费电器业务与暖通空调业务之间的协同价值附着于两者之上的比例； V_3 表示机器人与自动化业务的价值； R_3 表示美的集团对机器人与自动化业务持股比例； P 表示美的集团该业务板块的预期净利润； $PE_{\text{可比}}$ 表示可比公司的市盈率； $PEG_{\text{可比}}$ 表示可比公司的市盈增长比率； $CAGR_3$ 表示美的集团机器人与自动化业务板块未来5年的年均复合盈利增长率。

根据前文分析，选用“用户”相关指标估计协同效应。美的集团的商业模式和品牌效应使其消费电器业务与暖通空调和机器人与自动化业务三大业务板块之间产生了协同效应，消费电器业务还通过全行业解决方案的建设与推广，在楼宇科技、机器人与自动化以及其他创新业务等 ToB 领域开展协同销售。衡量协同效应的主要是用户数增长率、客户满意度和单位用户贡献收入增长率。

$$\alpha = \left(1 + \frac{\Delta \text{客户数量} \times \text{客户满意度}}{\text{客户数量}}\right) \times \left(1 + \frac{\Delta \text{客户消费额}}{\text{客户消费额}}\right) - 1 \quad (8)$$

除了品牌带来的协同效应，消费电器业务和暖通空调业务之间还有生产成本

之间的协同效应，美的集团内部生产的循环减轻了美的集团对外部的依靠，降低了生产成本。

本文借鉴 Fan 和 Goyal (2006) 的研究，基于中国投入产出表的数据与并购双方所属行业衡量并购资产相关性 (Correlation)。投入产出表矩阵中的数值 a_{ij} 代表部门 j 总产出需要部门 i 投入的价值， a_{ji} 代表部门 i 总产出需要部门 j 投入的价值； a_{ij} 与部门 j 总产出的比值为 V_{ij} ， a_{ji} 与部门 i 总产出的比值为 V_{ji} ， V_{ij} 与 V_{ji} 的最大值则代表并购资产相关性。除了使用国内的投入产出表计算比值以外，由于美的集团连续并购为跨国并购，所以加入国际投入产出调节，故并购资产相关性的计算公式如下：

$$\text{Correlation} = V_{\text{国内}} \times V_{\text{国际}} \quad (9)$$

β_1 、 β_2 为美的集团连续并购资产相关度的调整系数，该系数确定不仅要考虑国内外的差异，还应对行业重合的业务并购资产相关度应按照利润占比赋以权重，计算加权平均数。

$$\beta = \frac{P}{P_{\text{板块}}} \times \text{Correlation} \quad (10)$$

4.3 优化方案下美的集团企业价值评估

4.3.1 暖通空调业务

对于暖通空调业务，在国内市场和热泵产品的出口市场中美的中央空调的市场规模持续位于行业领先地位，市场占有率较高。产业在线 2022 年度的数据显示，美的中央空调在国内市场中的市场占有率继续保持第一，其中在多联机市场领跑国内品牌，市场份额超过 18%。

暖通空调业务属于美的集团的 ToB 业务。美的集团整体的各项业务在行业内的表现都较为突出，其中 B 端业务的业绩也显示出显著且快速增长的趋势。可是虽然 B 端业务的增长迅猛，但目前 B 端市场整体也仍有提升空间，仍有潜能尚未完全释放，未来的不确定性尚未消除。美的 B 端业务的盈利虽然比 C 端业务更加稳定，有发展空间，但其成长性并不如 C 端，相较于成熟的 C 端业务，其仍处在前期发展阶段，暂时或还不能为其带来大量的现金流，还需要投入大量的资金完善。

综上所述，美的集团的暖通空调业务市场占比高，且业绩增长快速，属于波士顿矩阵中的问题业务。评估暖通空调业务使用的是市盈率，影响市盈率的因素主要有股利支付率、无风险报酬率、销售净利率、资产周转率和资产负债率等，结合实际条件主要依据业务毛利率、市场份额，主营业务等选择可比公司。

根据艾肯网统计数据，2022 年国内暖通空调市场销售规模 200 亿元以上的品牌共有 2 个，分别是格力、美的，其中，格力的销售规模排名整体市场第一。格力电器为客户提供的系统解决方案主要针对气温控制领域，营造人工环境。主营业务涵盖低温冷冻设备、中央空调设备、节能制热设备、能源化工压缩/液化装备、精密铸件、智能仓储装备、氢能装备等产业集群。虽然格力公司的家用空调业务看似与美的集团的家用电器业务有重合，但美的集团财务报告提到美的集团的家用电器业务收入主要包含冰箱、洗衣机、厨房电器及其它小家电，因此格力公司家用电器与美的集团家用电器业务之间的重合可以消除。调研报告显示，2022 年在模块机市场中，格力稳居第一，市场占有率为 12.7%；在多联机市场中，格力遥遥领先，市场的占有率超过 20%；在单元机市场中，格力市场占有率 35.6% 同样位居第一；在工程项目市场中，格力也领先于其它所有品牌，以市场份额超过 15%。

2017 年至 2022 年，我国中央空调市场规模由 945 亿元增至 1060 亿元，复合年均增长率为 2.3%，预计 2023 年将增至 1075 亿元。Technavio 报告称 2020 年至 2025 年，全球暖通空调设备市场规模将增加 418.2 亿美元。该市场在 2021 年同比增长 2.89%，预计将增长预测期内复合年增长率为 6.15%。亚太地区将成为暖通空调设备最大的市场，到 2025 年将为市场参与者提供重要的增长机会。综上所述，对美的集团暖通空调业务进行盈利预测，预测结果如表所示。

表 4.6 暖通空调业务盈利预测

年度	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
美的市场占比	15.06%	15.07%	15.19%	15.17%	15.12%
GDP 增长率	5.50%				
暖通空调收入（亿元）	1,599.53	1,685.87	1,793.97	1,909.01	2,032.34
销售增长率	6.19%	5.40%	6.41%	6.41%	6.46%
毛利率	8.68%	8.50%	8.36%	8.46%	8.54%
暖通空调利润 （亿元）	138.83	143.32	149.94	161.54	173.47

根据市场数据分析,美的集团暖通空调业务的市场占比基本与近年来数据持平,暖通空调市场的增长率与国家 GDP 的增长率相同,由于亚太市场将成为最大市场,故美的集团暖通空调业务仍有上升的空间,销售增长率基本围绕 2017 年至今的增长率平均数波动。

选取格力电器上市以来的平均市盈率作为价值比率,截至本文写作之日格力电器上市以来的平均市盈率为 16.35。

因此美的集团暖通空调业务的价值估值=138.83×16.35=1,957.50 亿元。

4.3.2 家用电器业务

美的集团的家用电器业务主要包含洗衣机、冰箱、厨房电器等大型家电以及其它小型家电。由于行业大环境发生变化,消费能力下行、房地产市场低迷、上游供应链紧张等,国内家电的销售规模并不乐观。中国家用电器研究院与全国家用电器工业信息中心联合发布的《2022 年中国家电行业半年度报告》显示,国内家电出口和内销规模均发生缩小的现象。出口方面,上半年家电行业出口规模为 2833 亿元,同比下降 8.2%;在国内市场,上半年家电行业国内销售规模为 3609 亿元,同比下降 11.2%。海外市场需求的下降,严重影响了国内家电出口,同时,国内家电市场出现家庭拥有量周期性饱和,现阶段家电的更新换代节奏也开始放缓,家电新增和更新需求开始持续下降。在早期,推广的同时辅以各类消费政策家电产品在我国一般家庭中快速普及,近几年来以电视、空调、冰箱等为主的大家电出现家庭保有量天花板,在城镇居民家庭更加近乎饱和。打破家电行业的天

花板主要是通过智能化提升家电功能效率和联合性，从而加快用户更新换代的速度。

美的集团虽然是制造和销售电风扇起家，后期致力于全面发展。与竞争对手相比，美的集团虽然也广为人知、产品矩阵非常丰富，但没有主要的代表性产品，而作为其竞争对手的海尔和格力，分别有冰箱和空调作为主要产品。美的集团旗下品牌十分繁多，虽然全方位的发展方式促进企业在较短时间实现快速发展，但后期的上升空间相较于有专一产品的企业较小，难以形成自己的核心竞争力，从而形成竞争壁垒。现在，虽然家电市场发展放缓，但美的集团在家电行业 C 端的消费电器业务板块保持长期良性发展，ToC 业务智能家居的增速不降。同时在高端市场其对全屋智能持续投入，品牌表现出强势发展，尤其是美的集团 COLMO 和东芝两大高端品牌表现良好。

综上所述，美的集团的消费电器业务市场占比较高，但增长速度较平缓，处于行业稳定成熟期，属于波士顿矩阵中的现金牛业务，评估消费电器业务使用的是市盈率，结合实际条件主要依据业务毛利率、主营业务等选择可比公司。

华帝股份公司自创立至今，始终专注于厨电领域，经过多年的技术积累、品牌沉淀与市场拓展，在品牌影响、创新研发、生产制造、营销建设等方面具有显著优势。公司主要从事研发、生产、销售厨电产品、家居定制等业务，产品线丰富，品类覆盖面广，产品品种涵盖吸油烟机、燃气灶、热水器、消毒柜、洗碗机、蒸烤一体、集成灶等厨房电器以及橱柜、衣柜、浴室柜等家居定制产品。公司拥有自主品牌和完整的研发、生产、销售体系，建立了良好的供应链合作伙伴关系以及较为完善的经销商管理体系。美的集团消费电器业务与华帝股份比较结果如图所示。

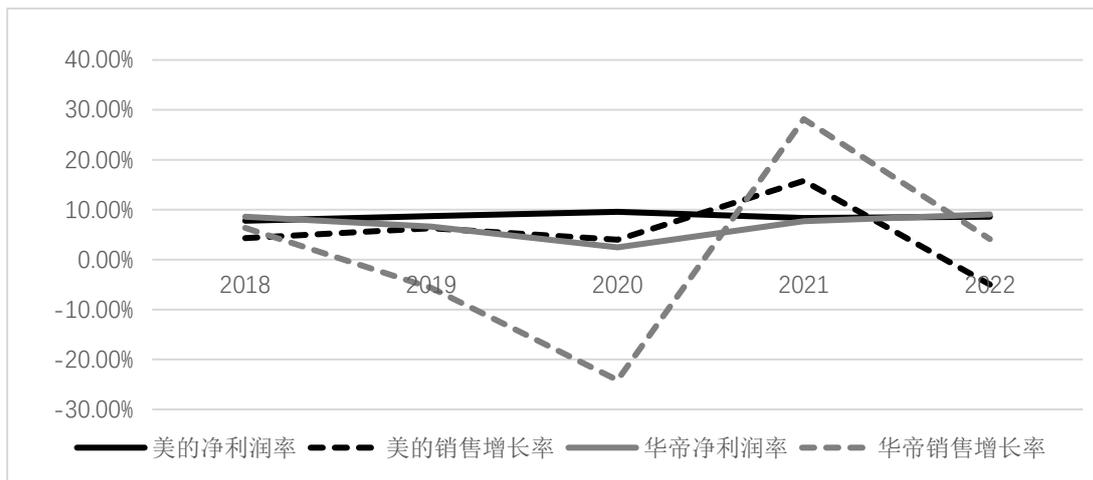


图 4.6 美的集团消费电器业务与华帝股份比较

数据来源：美的集团和华帝股份年报

虽然美的集团与华帝股份专攻的电器领域不同，但美的集团和华帝股份的注册、办公地址都是广东省，地域差距较小，并且美的集团的消费电器业务和华帝股份的业务都融合了智能家居情景模式，而且美的集团消费电器业务的毛利率、销售增长率与华帝股份公司的销售增长率趋势相似，净利润率重合度高，面临的风险相似，故本文选择华帝股份公司作为美的集团消费电器业务的可比公司。

根据行业分析，家电行业虽然多年发展处于行业的成熟期，行业的利润较为稳定、市场增速放缓，且已经形成了美的、格力和海尔三巨头的局面，2022年美的线上线下的市场份额分别为31.58%和33.52%。因此本文预测未来五年美的集团家电市场的份额保持小幅度增长，但保持在34%至36%之间。同时，家电行业现实具有技术密集的特点，技术发展快速，面临的技术不确定性增强。结合2023年日本排放核废水的相关新闻，美的集团旗下含有收购、合作的日本企业，社会舆论可能会对美的集团的消费电器业务造成一定影响，但同时可能会导致美的净水器的增长，根据美的集团过去应对重大突发事件的销售、利润表现，美的集团的良好品牌口碑能够有效缩短突发事件的作用时间以及减少突发事件的影响，所以美的集团消费电器业务的销售应当会在2023年下半年有所减少，但是对整年的销售、影响并不大。相关文件也有促进家居消费恢复和升级的倾向。综上所述，结合美的集团投资者关系活动记录表分析，美的集团消费电器业务在2023年将实现销售规模的小幅度增长。未来五年将持续小幅度增长。结合美的集团消费电器业务往期数据进行该业务盈利预测，预测结果如表所示。

表 4.7 消费电器盈利预测

年度		2023H2	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
家电市场规模 (亿元)	出口	2,967.00	5,994.09	6,395.69	6,886.03	7,224.21	7,468.36
	内销	3,711.00	7,709.10	7,971.21	8,210.34	8,505.91	8,837.64
同比增长率	出口	5.20%	6.70%	6.70%	7.67%	4.91%	3.38%
	内销	2.80%	2.80%	3.40%	3.00%	3.60%	3.90%
合计(亿元)		6,678.00	13,703.18	14,366.90	15,096.37	15,730.12	16,306.00
销售收入(亿元)		681.36	1,329.21	1,393.59	1,449.25	1,525.82	1,597.99
收入占比		10.20%	9.70%	9.70%	9.60%	9.70%	9.80%
净利润率		10.09%	10.45%	10.64%	10.44%	10.47%	10.42%
利润(亿元)		68.72	138.94	148.35	151.35	159.69	166.49

数据来源：美的集团年报

2023 年上半年，国内经济复苏还处于恢复性增长期，国内 GDP 同比增长 5.5%，家电行业的国内市场表现与宏观经济的走向基本一致，结合往期数据，估计美的集团消费电器业务销售增长率为 5.09%，净利润率为 8.6%。

选取华帝股份上市以来的平均市盈率作为价值比率，截至本文写作之日华帝股份上市以来的平均市盈率为 27.81。

因此美的集团消费电器业务的价值估值=138.94×27.81=1,601.98 亿元。

4.3.3 机器人与自动化业务

美的集团的机器人与自动化事业部主要针对未来工厂相关领域以及医疗、娱乐、新消费领域提供包括工业机器人、物流自动化系统及传输系统等相关解决方案。美的旗下库卡是世界著名的机器人制造商，美的集团制定目标，在未来两年内进一步加大投入，让美的集团机器人使用密度由 2022 年底的 500 台/万人增长到 700 台/万人。“中国制造 2025”被业内视为中国版本的“工业 4.0”，其主线就是深度融合信息技术与制造技术，为制造商和客户带来更高效、更低成本的解决方案，通过结合物联网技术、软件和大数据分析等新技术，使工厂生产机器能够实现高度互联，并且最终实现人机联合。

根据 2022 年度的《中国机器人产业发展报告》，我国机器人市场规模持续增长，且增长速度较快，2017 至 2021 年，我国机器人市场规模由 64 亿美元增长至 142 亿美元，复合年均增长率达 22%，预计 2023 年将增至 210 亿美元。现如今我国构建完成的机器人产业链的工作已经取得初步成果，在“机器人+”应用领域不断深入研究，中国工业机器人市场规模将持续扩大，预计到 2024 年超 110

亿美元。在工业机器人市场，2021 年我国工业机器人市场规模达 75 亿美元，同比增长 15.38%。“机器换人”带来工业机器人销量逐年新增，预计 2023 年我国工业机器人市场规模有可能达到 99 亿美元。综合以上数据，对美的集团机器人及自动化业务的盈利预测如下表所示。

表 4.8 美的集团机器人及自动化业务的盈利预测

年度	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
工业机器人市场规模（亿美元）	99.00	114.64	132.76	153.73	178.02
机器人市场规模（亿美元）	130.75	130.75	138.50	143.20	143.44
销售收入（亿元）	308.17	322.03	338.81	359.26	378.11
收入增长率	2.97%	4.50%	5.21%	6.03%	5.25%
毛利率	7.17%	7.31%	7.51%	7.50%	7.38%
利润（亿元）	22.08	23.53	25.46	26.94	27.91

从机器人分类来看，IFR 将机器人划分为工业机器人以及服务机器人。其中，服务机器人包括个人家用服务机器人和专业服务机器人，占比分别为 40%、19%。工业机器人占比 41%。高工业机器人产业研究所表示 2022 年度中国市场工业机器人国际厂商出货量 KUKA 排名第三，前五名分别是 FANUC（发那科）、YASKAWA（安川）、KUKA、AAB（阿西布朗勃法瑞）和 EPSON（爱普生）。

本文针对机器人与自动化业务选择的可比企业是拓斯达。拓斯达公司是国家高新技术企业、国家绿色工厂、广东省机器人骨干企业。拓斯达在创新研究方面重点投入，在广东省建有企业重点实验室、工程技术研究中心、博士工作站等人才及科研平台。公司入围多个技术榜单，如“2021 中国智能制造 50 强”、“2021 工业机器人 TOP50”等。公司以“让工业制造更美好”为企业使命，致力于研究底层技术，专注伺服驱动、控制器、视觉系统三大技术深入研究，注重智能设备核心，不断打磨工业机器人、注塑机、数控机床三大领域，围绕核心技术、综合企业资源打造智能硬件平台，针对制造业制定工厂整体智能化方案。公司在国内已累计服务超过 15000 家客户，包括立讯精密、伯恩光学、富士康、隆基绿能、晶澳科技、晶科能源、宁德时代、亿纬锂能、比亚迪等知名企业。拓斯达的同样位于广东省，企业给自身的定位是仍处于初创期，几条产品线都处于孵化和成长阶段，在制造能力、运营能力、盈利能力方面都还需要继续精进，这与美的集团近年来才进入机器人与自动化，需要进一步投入以精进能力的情况相适应。

截至本文写作之日拓斯达的市盈增长率（PEG）为 0.54，根据中投产业研究院发布的《2021-2025 年中国机器人产业投资分析及前景预测报告》预计，未来五年（2021 至 2025）机器人产业的年均复合增长率约为 15.80%，2025 年将达到 1463 亿元。

因此美的集团机器人与自动化业务估值=22.08×0.54×15.80%×100=188.40 亿元。

4.3.4 美的集团各业务板块间协同效应

（1）客户关系

美的集团以用户与客户为中心，提升零售能力发育和加速零售转型。通过组织变革有效支撑横向协同效率提升，实现“运中主战”和全品类深度融合，让方面的横向协同效率明显改善，特别是在渠道拓展、终端场景化等方面。美的集团不同业务端产品看似差异较大，但实际上，B 端业务和 C 端业务的内在联系十分紧密，在某些方面，美的集团的 C 端智能家居的能力圈通过延伸会触及到 B 端，甚至形成成熟的 B 端业务。美的集团除传统家电行业外，还通过全行业解决方案的建设与推广，在楼宇科技、机器人与自动化以及其他创新业务等 ToB 领域开展协同销售。ToB、ToC 业务的协同发展，也在一定程度上促进了其 ToB 业务的增长。明确的分工与合作能够给企业带来强大的协同效应，美的集团进行平台化建设实现了各业务板块的生态联动，让其相互影响、相互赋能，促进集团形成内部生产的自循环，减少了对外部的依赖，而且帮助其降低了生产成本，拓展了利润可提升的空间。美的集团推动业务从传统硬件产品组合向场景化解决方案转型升级，为改善业务价值链的整体盈利能力，公司强化线上与线下一盘货，ToB、ToC 一体化交付运营优势，针对 ToB 工程市场不断扩大集团的销售规模和品牌力，同时调整、优化了现有的客户、产品、业务结构等。

公司的主要高层经营管理团队成员都较为熟悉美的集团的运营机制发展，均为在美的经营实践中成长的职业经理人，具备丰富的管理经验和行业实践，在美的各单位的平均工作年限超过 15 年，深刻理解与洞察 ToC 与 ToB 相关行业，精准地把握产业运营环境及企业运营管理。同时，公司的机制优势为美的的全价值链高效卓越运营的能力与未来稳定持续发展奠定了坚实基础。2022 年，在 ToB 业务推进过程中，强化跨事业群（部）的横向协同，围绕信息互通、商机共享、渠

道共用和交付协作等方面的工作。在智能制造领域，美的工业互联网平台“美擎”融合美的旗下库卡、美云智数、安得智联、美的金融等八大矩阵，打造美的工业云生态，赋能全产业链数字化转型，依托“制造业知识、软件、硬件”三位一体特色，通过行业解决方案、工业软件、产业互联网。

智能化是突破家电市场天花板的重要路径，如今美的集团家用电器业务已经进入智能家居场景的布局，可见美的集团的用户量提升仍有进步的空间。客户的满意度提升能够提高用户的留存率，借此积累用户数量。依据公式（9）可得出，美的集团家用电器、暖通空调、机器人与自动化业务之间的协同价值。

表 4.9 美的集团协同价值 β

年度	2019	2020	2021	2022
客户数量	45,668.02	50,759.14	56,267.72	54,776.50
同比增长率	9.53%	11.15%	10.85%	-2.65%
客户满意度	97.50%	98.00%	98.10%	98.14%
营业收入（元）	254,286,134	256,694,589	301,026,573	305,846,997
协同价值（ β ）	7%	1%	19%	2%

数据来源：美的集团年报

由表可知，美的集团近年来的客户数量和客户满意度呈现较为明显的上升趋势。附着于暖通空调业务和机器人与自动化业务的比例为四年协同价值 β 的平均值= $(7\%+1\%+19\%+2\%) \div 4=7.36\%$ 。

（2）资产相关度

本文根据 2017 年的中国投入产出表和 2015 年国际间投入产出表（OECD）的数据计算美的集团连续并购资产的相关性。

美的集团所处行业属于家用器具生产，东芝电器所属行业为制造业，两者为同一行业，国内选用家用电器部门（部门代码：38086）计算比值，家用电器与总投入的比值， $V_{国内}=13942723 \div 107018191 \approx 0.13$ 。东芝电器为日本企业，故选用日本的投入产出表计算比值， $V_{国际}=769.3 \div 45060.3 \approx 0.02$ 。Clivet 为意大利企业，故选用意大利的投入产出表计算比值， $V_{国际}=3795.4 \div 363262.9 \approx 0.01$ 。Eureka 为美国企业，故选用美国的投入产出表计算比值， $V_{国际}=5,705.1 \div 246,719.5 \approx 0.02$ 。综上，美的集团并购东芝电器、Clivet 和 Eureka 的资产相关度分别为 0.026、0.013

和 0.026。Clivet 涉及暖通空调业务，东芝电器和 Eureka 涉及家用电器业务，结合上文美的集团暖通空调和消费电器的利润预测，可知美的集团的暖通空调和消费电器业务的连续并购资产相关度调整系数为 $\frac{138.83}{138.83+138.94} \times 0.013 + \frac{138.94}{138.83+138.94} \times (0.026 + 0.013) \approx 0.026$ 。

库卡和 Servotronix 同属于机器人行业，在国内的投入产出表中属于其他电气机械和器材部门(部门代码:38087)故计算比值, $V_{ij}=2165 \div 47354126 \approx 0.0002$, $V_{ji}=112798 \div 107018191 \approx 0.0011$, 故 $V_{国内}$ 为 0.0011。KUKA 为德国企业，故选用德国的投入产出表计算比值, $V_{ij}=3151.6 \div 271387.0 \approx 0.012$, $V_{ji}=3,966.0 \div 101,543.3 \approx 0.039$, 故 $V_{国际}$ 为 0.039。综上，美的集团并购库卡和 Servotronix 的资产相关度分别为 0.000000024 和 0.00000078。可以看出美的集团并购原行业相关企业的资产相关度明显高于跨行业并购的资产相关度。由于库卡和 Servotronix 仅涉及机器人与自动化业务，故不需要利润占比的权重调整。美的集团机器人与自动化业务的连续并购资产相关度调整系数为 $0.000000024+0.00000078=0.000000804$

4.3.5 相关系数调整

本文根据美的集团在各业务板块中的持股比例调整加总各个业务板块的计算价值结果。美的集团各个业务板块的主要持股比例如表所示。

表 4.10 美的集团各个业务板块的主要持股比例

公司名称	持股比例	公司名称	持股比例
家用电器业务		暖通空调业务	
美的智慧生活（上海）科技有限公司	90%	广东美的智联家居科技有限公司	90%
合肥市美的材料供应有限公司	90%	邯郸美的制冷设备有限公司	90%
广东美的集团芜湖制冷设备有限公司	93%	美的智慧生活（上海）科技有限公司	90%
重庆美的通用制冷设备有限公司	95%	广东美的暖通设备有限公司	90%
海南美智沧海电子商务服务有限公司	95%	机器人与自动化业务	
美的（杭州）电子商务有限公司	95%	美的机器人产业发展有限公司	80%
海南美的厨卫电器有限公司	95%	美的智慧生活（上海）科技有限公司	90%
海南美的国际物流科技有限公司	95%	美的集团（上海）有限公司	90%
芜湖美智空调设备有限公司	87%	美的（北京）科技集团有限公司	95%
广东美西科技有限公司	90%	贵州美的数港科技有限公司	95%

数据来源：美的集团年报

最终得出美的集团在消费电子业务板块持股约为 95%，暖通空调业务板块持股约为 90%，机器人与自动化业务板块持股约为 92%。但由于各业务板块的净利润已包含各子公司归属于美的集团的净利润，因此美的集团对各业务板块的持股比例皆为是 100%。

4.3.6 美的集团综合评估值的计算

本文根据美的集团在各业务板块的持股比例和协同价值溢价加总业务板块的价值。将上述计算得到的数据应用到公式（1）中，最终得出美的集团 2023 年 12 月 31 日的企业价值 = $(1957.50 + 1601.98) \times (1 + 7.36\%) \times (1 + 0.026) + 188.40 \times (1 + 0.000000804) = 4109.22$ 亿元。

4.4 评估结果分析

4.4.1 美的集团企业价值评估评价

美的集团的公开信息显示美的集团的总股本为 70.31 亿股，并且每股价格基本维持在 55 元左右，其最终在 A 股市场的市值约为 3867.05 亿元。本文的评估结果与美的集团的市值表现相差约 6%，处于 10% 以内，故可以认定本文的评估结果合理，因此修正的分类加总法能够有效评估连续并购美的集团的价值，具有一定的参考意义。

4.4.2 敏感性分析

对美的集团企业价值的计算结果进行敏感性分析。敏感性分析是从众多不确定因素中找出对目标效益指标有重要影响的敏感性因素，可以根据敏感性分析进行风险性控制，以降低投资风险。本文在此用双因素敏感分析法来研究在公司协同价值和净利润率同时发生变化时，公司市值表现的变化。其中，协同价值调整系数变动幅度与净利润率变动幅度均为 0.5%。幅度变动得到下表：

表 4.11 美的集团企业价值敏感性分析

协同价值/净利润率	7.75%	8.25%	8.75%	9.25%	9.75%	10.25%	10.75%
5.50%	2,936.84	3,126.31	3,315.79	3,505.26	3,694.74	3,884.21	4,073.68
6.00%	2,950.76	3,141.13	3,331.50	3,521.87	3,712.25	3,902.62	4,092.99
6.50%	2,964.68	3,155.95	3,347.22	3,538.49	3,729.76	3,921.03	4,112.30
7.00%	2,978.60	3,170.76	3,362.93	3,555.10	3,747.27	3,939.43	4,131.60
7.50%	2,992.52	3,185.58	3,378.65	3,571.71	3,764.78	3,957.84	4,150.91
8.00%	3,006.43	3,200.40	3,394.36	3,588.32	3,782.29	3,976.25	4,170.22
8.50%	3,020.35	3,215.21	3,410.08	3,604.94	3,799.80	3,994.66	4,189.52

由表可知，美的集团的企业价值随着协同价值和净利润率的增加而增加，故在公司价值估算过程中，对这两项指标预测的越合理准确，最后的估值结果也越具有参考性。

5 结论、不足与展望

5.1 研究结论

本文首先基于研究背景发现现有连续并购企业价值评估存在不足,没有充分体现连续并购企业的价值创造特点,通过对相关文献的梳理发现商业模式分析可以总结出连续并购后企业的业务模式以及业务之间协同效应的主要影响因素,能够优化传统企业价值评估方法,更加有利于连续并购企业价值评估。最后,将基于商业模式融入分析优化估值方案应用于美的集团企业价值评估,验证了商业模式分析对连续并购企业价值评估的优化作用,最后得出结论如下。

通过商业模式分析企业,可以更加清晰地梳理出企业获利的路径、盈利驱动,得到企业各业务板块的协同价值的主要影响因素,用以确认各业务板块之间协调关系系数的调整,从而得以修正分部估值法,使估值结果更加接近企业价值。

融入商业模式分析优化后的分部估值方法灵活性、包容性强的特点比一般的传统方法更加适合连续并购后业务趋向多样化的企业。基于企业商业模式的修正的分部估值法减少了单一评估方法与部分业务板块契合不足所造成的误差,体现了企业业务板块之间的协同价值。加入对连续并购资产相关度分析,针对其所涉及的业务进行调整,相比于传统的成本法、市场法和收益法,进一步的优化方法衡量了对企业资产特点,加入了连续并购经济活动的考虑,让评估的价值更加贴合企业的内在价值。

利用修正分类加总的方法进行企业价值评估时,要针对企业业务行业的特征并且考虑数据的质量和数量选择合适的评估方法。选择可比企业时要注意企业的业务与被评估企业的业务板块相似,不可与其他业务板块相重合,以免造成更大的误差。

5.2 研究不足与展望

本文将结合商业模式分析对传统估值方法进行优化,并应用与连续并购案例企业评估验证其实用性,但还存在以下不足。首先,针对不同业务板块之间的协同价值衡量本文基于商业模式分析选用了与用户相关的指标,但实际情况可能更加复杂,可以多种协同效应相互交叉结合。其次,本文研究过程中的数据大多来自企业公开披露的公告、年报信息和万德、国泰安等多种经济类数据库,由于条

件限制未能获取美的集团的一级数据,资料的缺乏导致针对业务板块估值是选取估值方法受到限制,后续可以采用更加适合业务板块的方法。并且由于本文选用的投入产出表中部门划分并不十分细致,导致连续并购资产相关度的针对性不够,还需要进一步细化。最后,大型企业在估值的过程中仍然进行对企业价值影响较大的经济行为的筹备,评估企业的价值难度加大,难以剔除其影响,以后可以采用更加先进的方法进行动态的分析估值。

随着互联网时代的发展,大数据、云计算等新技术为企业估值带来深刻影响,企业价值评估方法也会被不断地完善,未来大数据技术的应用能够更为精准地进行企业收益预测,进而减少对预测误差,还可以构建更加完整、复杂的调整体系,使得估值方法可用性更强、估值结果更加贴合企业内在价值。对于盈利预测还可以结合情景分析,囊括企业不同经营情况,让预测结果更加准确、全面。本文仅选用了部分企业指标进行调整,对可比企业数据的调整可以选用更加具体详细的调整体系。由于本文评估对象为中国本土企业,选用的数据也主要是中国 A 股市场的数据,未来评估可以依据企业特征扩大数据参考选取的范围,采用合理的调整系并进行相应的调整,得到可用数据。

参考文献

- [1] Anand J,Delios A.Absolute and Relative Resources as Determinants of International Acquisitions[J].Strategic Management Journal,2002,23(2):119-134.
- [2] Billett M T, Qian Y. Are Overconfident CEOs Born or Made? Evidence of Self-attribution Bias from Frequent Acquirers[J]. Management Science, 2008 (6):1037-1051.
- [3] Black Fisher, Myron Scholes.The Pricing of Option and Corporate Liability[J].Journal of Political Economy, 1973(04): 35-37.
- [4] Fuller K,Netter J,Stegemoller M. What Do Returns to Acquiring Firms Tell Us? Evidence from Firms that Make Many Acquisitions[J]. Journal of Finance,2002 (4):1763-1793.
- [5] FAN, H. J P, GOYAL, et al. On the Patterns and Wealth Effects of Vertical Mergers[J]. The Journal of Business, 2006, 2(79): 877-902.
- [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] Irving Fisher. The Nature of Capital and Income[M].New York: The Macmillan Co.1906Modigliani F, Miller M H.The Cost of Capital Corporation Finance and the Theory of Investment[J]. American Economic Review, 1958 (4):443-453.
- [8] Johnson.M.W,Christensen.C.C,Kagermann.H.Reinventing Your Business Model[J].Harvard Business Review,2008 (12):52-60.
- [9] Katherine Schipper,Rex Thompson. The Impact of Merger-Related Regulations on the Shareholders of Acquiring Firms[J]. Journal of Accounting Research,1983,21(1):184-221.
- [10] Meyer-Doyle P, Lee S, Constance E H. Disentangling the Microfoundations of Acquisition Behavior and Performance [J]. Strategic Management Journal, 2019, 40(11): 1733-1756.
- [11] Matthew T B, Qian Y. Are Overconfident CEOs Born or Made? Evidence of Self-attribution Bias from Frequent Acquirers [J]. Management Science, 2008, 54(6): 1037-1051.

- [12] Mahabubur Rahman, Mary Lambkin, SM Riad Shams. Cross-border Mergers and Acquisitions: Impact on Marketing Capability and Firm Performance[J]. Journal of General Management. 2021, (46): 129-143.
- [13] Nguyen H T, Yung K, Qian S. Motives for Mergers and Acquisitions: Ex-Post Market Evidence from the US [J]. Journal of Business Finance & Accounting, 2012, 39(9-10): 1357-13
- [14] Vayas-Ortega, Germania, Soguero-Ruiz, Cristina, Rojo-Álvarez, José-Luis, Gimeno-Blanes, Francisco-Javier. On the Differential Analysis of Enterprise Valuation Methods as a Guideline for Unlisted Companies Assessment: Empowering Discounted Cash Flow Valuation. [J]. Applied Sciences, 2020, 10(17)
- [15] Verhoef P C, Bijmolt T. Marketing Perspectives on Digital Business Models: a Framework and Overview of the Special Issue [J]. International Journal of Research in Marketing, 2019 (3): 341-349.
- [16] William F. Sharp, Capital Asset Prices. A Theory of Market Equilibrium under Condition of Risk [J]. The Journal of Finance, 1964(19): 425-442.
- [17] Zott, C, Amit, R, Massa, L. The Business Model: Recent Developments and Future Research [J]. Journal of Management, 2011(4): 1019~1042.
- [18] 蔡春花. 商业模式数字化与企业绩效——基于“互联网+”板块 259 家上市企业的实证研究[J]. 商业研究, 2022(02): 1-11.
- [19] 程凤朝, 刘旭, 温馨. 上市公司并购重组标的资产价值评估与交易定价关系研究[J]. 会计研究, 2013(08): 40-46+96.
- [20] 程宣梅, 杨洋. 破解数字化重构的商业模式创新: 战略柔性的力量[J]. 科技管理研究, 2022, 42(16): 111-118.
- [21] 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, 37(10): 124-134.
- [22] 郭崇. 周期性行业企业价值评估方法研究——以海螺水泥为例[J]. 财会通讯, 2018(29): 7-11.
- [23] 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(季刊), 2007, No. 26(04): 1185-1200.

- [24] 贺正楚, 潘为华, 潘红玉, 吴艳. 制造企业数字化转型与创新效率: 制造过程与商业模式的异质性分析[J]. 中国软科学, 2023(03):162-177
- [25] 胡挺, 陆昭怡. 并购能力与价值创造——工商银行连续并购东亚银行的经验证据[J]. 华东经济管理, 2013, 27(07):91-95.
- [26] 纪慧生, 陆强, 王红卫. 商业模式与企业运营系统[J]. 企业管理, 2010(04):94-96.
- [27] 李玉良. 并购后整合: 通过顾客价值创新创造价值[J]. 社会科学辑刊, 2009(03):21-24.
- [28] 刘运国, 梁瑞欣, 黄璐. 互联网金融企业价值评估研究——以蚂蚁集团为例[J]. 财会通讯, 2022(16):3-15.
- [29] 刘运国, 陆筱彤, 李婷婷, 高海燕. 在线教育商业模式对企业价值创造能力的影响研究——基于高途（跟谁学）的案例[J]. 财会通讯, 2023(10):3-10.
- [30] 刘建勇. 并购资产相关性、整合程度与业绩承诺实现[J]. 当代财经, 2023, (04):131-144.
- [31] 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.
- [32] 潘柳榕. 技术进步路径、商业模式创新与企业价值创造——以流通业上市公司为例[J]. 商业经济研究, 2023(04):150-153.
- [33] 盛青. 我国券商类上市公司价值评估探讨[D]. 复旦大学, 2008.
- [34] 孙永生, 肖飒. 企业并购中协同价值评估——以久其软件并购瑞意恒动为例[J]. 财会通讯, 2019(14):51-56.
- [35] 孙烨, 魏佰洋. 定价偏误、修正成长机会和并购动力[J]. 湖北社会科学, 2020(09):78-88.
- [36] 王东升, 贾嫫, 李琦, 任春敏. 平台商业模式企业的价值创造——基于阿里巴巴的案例研究[J]. 会计之友, 2021(13):28-35.
- [37] 王厚明, 孙春燕. 不同估值法下跨国并购目标公司估值分析[J]. 财会通讯, 2020(18):116-120.
- [38] 王健. “互联网+”商业模式下零售企业价值创造的影响因素[J]. 商业经济研究, 2021(13):30-33.

- [39] 王亮, 申玲玲. 商业模式如何影响上市传媒公司绩效? ——基于 NCA 和 QCA 方法的因素与机制研究[J]. 新闻大学, 2023(03):104-118+123.
- [40] 王巍. 商业模式, 交易与定价[J]. 财经界, 2000(09):54-55
- [41] 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+188.
- [42] 吴先明, 张玉梅. 国有企业的海外并购是否创造了价值: 基于 PSM 和 DID 方法的实证检验[J]. 世界经济研究, 2019(05):80-91+106+135-136.
- [43] 杨德明, 刘泳文. “互联网+”为什么加出了业绩[J]. 中国工业经济, 2018(05):80-98.
- [44] 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(天津财经大学学报), 2012, 32(10):102-114.
- [45] 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, 34(06):87-94.
- [46] 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.
- [47] 张晓旭, 姚海鑫, 杜心宇. 连续并购的同伴效应与企业内部控制[J]. 东北大学学报(社会科学版), 2021, 23(06):22-31.
- [48] 周爱香. 论连续并购与间隔并购样本的差异[J]. 价值工程, 2008, No.170(06):166-168.
- [49] 周爱香. 企业连续并购的可预测性研究——基于熵理论的分析[J]. 改革与战略, 2008(05):149-153.

后 记

值此论文完成之际，我应向我的导师、同学以及所有帮助过我的人致以诚挚的谢意。

本论文是在导师的悉心指导下完成的，同时，学院每个环节的审核和老师们每次提供修改意见也至关重要，为论文的完成保驾护航。学校严谨的治学态度，精益求精的工作作风，不仅让我更加严以律己，树立了学习目标、掌握了基本的研究方法，还使我明白了许多待人接物与人处事。

感谢关心我支持我的朋友们，感谢学校领导、老师们，感谢你们给予我的帮助与关怀，感谢学院三年来为我提供的良好学习环境，谢谢！