

分类号 F23/1057  
UDC 0006042

密级 公开  
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 基于哈佛分析框架下的企业并购协同  
效应研究 ——以海尔并购 Candy 为例

研究生姓名: 雷倩

指导教师姓名、职称: 李培根 教授

学科、专业名称: 会计硕士

研究方向: 注册会计师

提交日期: 2024年6月13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： 雷倩 签字日期： 2024. 6. 2  
导师签名： 李培根 签字日期： 2024. 6. 2  
导师(校外)签名： 郑志刚 签字日期： 2024. 6. 2

## 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： 雷倩 签字日期： 2024. 6. 2  
导师签名： 李培根 签字日期： 2024. 6. 2  
导师(校外)签名： 郑志刚 签字日期： 2024. 6. 2

**Based on the enterprise merger and  
acquisition collaboration under the  
framework of Harvard analysis  
Effect study- -Take Haier's acquisition of  
Candy as an example**

**Candidate : Lei Qian**

**Supervisor: Li Peigen**

## 摘 要

改革开放以来,基于相关政策的扶持,我国家电企业不仅在国内市场上取得了长足的发展,而且在国际家电市场上的地位也日渐提升,但不可否认伴随着发展接踵而来的是家电市场日益激烈的竞争,激烈的市场竞争给不少企业带来了负面影响。为了克服竞争给企业带来的负外部性,提升企业的整体实力,许多有实力的家电企业开始借助自身以及外在的有利条件,试图通过并购来规避当前市场的竞争,巩固企业的市场地位,提升企业的整体实力。海尔作为我国家电行业的龙头企业,早在 2019 年并购意大利 Candy 之前就已经开展了数次的跨国并购,且从并购以后的绩效表现来看都取得了不同程度上的成功。数次成功经历并非偶然,与其在并购过程中所积累的丰富经验密不可分,这些积累的经验在此次并购活动的开展中也发挥了积极作用,故本文研究海尔并购意大利 Candy 的并购协同效应具有一定的现实意义。

基于以上考虑,本文依托哈佛分析框架这一理论基础,在对理论内容、并购双方情况交代清楚的前提条件下,对海尔跨国并购意大利 Candy 的协同效应,根据哈佛分析框架的四个层面进行了定性与定量的分析说明,其中在分析财务协同效应的过程中除了分析企业传统的四大能力以外还引入了 EVA 指标以及熵值法来进行更加详细的分析,从分析的结果来看,海尔并购意 Candy 之后基本取得了并购协同效应,其盈利能力、运营能力、发展能力以及市场地位都得到了进一步的提升,从 EVA 指标角度的分析计算结果也证实此次并购提升了企业价值,结合熵值的计算结果更进一步说明了海尔并购意大利 Candy 之后的多维度协同效应。在本文最后针对此次并购协同效应分析的有关结果,对海尔实现并购之后的整合活动提出了一些具体的建议,希望在帮助海尔优化整合的同时,带给其他意图实施跨国并购的同行业企业启示。

本文使用哈佛分析框架对海尔并购意大利 Candy 的并购协同效应进行研究,补充了哈佛分析框架在家电行业的应用案例,同时对此次并购协同效应进行了多维度的综合分析评价,希望为海尔未来的发展提供更加行之有效的建议,实现企业的长远发展。

**关键词:** 哈佛分析框架 并购 绩效评价 EVA 熵值法

## Abstract

Since the reform and opening up, with the support of relevant policies, China's home appliance enterprises have not only made significant progress in the domestic market, but also gradually improved their position in the international home appliance market. However, it cannot be denied that with the development, the increasingly fierce competition in the home appliance market has brought negative impacts to many enterprises. In order to overcome the negative externalities brought by competition and enhance the overall strength of enterprises, many powerful home appliance companies have begun to use their own and external favorable conditions, attempting to avoid current market competition through mergers and acquisitions, consolidate their market position, and enhance their overall strength. Haier, as a leading enterprise in China's home appliance industry, had already carried out several cross-border mergers and acquisitions before its acquisition of Candy, Italy in 2019, and achieved varying degrees of success in terms of performance after the merger. Several successful experiences are not accidental, and they are closely related to the rich experience accumulated during the merger and acquisition process. These accumulated experiences have also played a positive role in the development of this merger and acquisition activity. Therefore, this article has certain practical significance to study the synergistic effect of Haier's acquisition

of Candy in Italy.

Based on the above considerations, this article relies on the theoretical foundation of the Harvard analysis framework, and under the premise of clear explanation of the theoretical content and the situation of both parties in the merger and acquisition, conducts a qualitative and quantitative analysis of the synergistic effect of Qingdao Haier's cross-border acquisition of Candy, Italy. According to the four levels of the Harvard analysis framework, in the process of analyzing the financial synergistic effect, in addition to analyzing the traditional four capabilities of the enterprise, EVA indicators and entropy method are also introduced for more detailed analysis. From the analysis results, it can be seen that after Haier's acquisition of Candy, Italy, the merger and acquisition synergy effect has been basically achieved, and its profitability, operational ability, development ability, and market position have been further improved. The analysis results from the perspective of EVA indicators also confirm that this merger and acquisition has enhanced the enterprise value, The calculation results combined with entropy further illustrate the multidimensional synergistic effect of Haier's acquisition of Candy, Italy. At the end of this article, based on the results of the analysis of the synergies of this merger and acquisition, some specific suggestions are proposed for Haier's integration activities after the merger and acquisition. It is hoped that while helping Haier optimize integration, it

can provide inspiration to other industry peers who intend to implement cross-border mergers and acquisitions.

This article uses the Harvard analysis framework to study the synergy effect of Haier's acquisition of Candy, Italy, and supplements the application case of the Harvard analysis framework in the home appliance industry. At the same time, a multidimensional comprehensive analysis and evaluation of the synergy effect of this acquisition are conducted, hoping to provide more reasonable suggestions for Haier's future development and achieve long-term development of the enterprise.

**Keywords:** Harvard Analytic Framework for Performance ; Evaluation of Mergers Acquisitions ; EVA ; Entropy Method

# 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 相关研究综述	3
1.2.1 并购绩效的国内外研究综述	3
1.2.2 哈佛分析框架的国内外研究综述	4
1.2.3 文献评述	5
1.3 研究内容以及方法	6
1.3.1 研究内容	6
1.3.2 研究方法	6
<b>2 相关概念与理论基础</b>	9
2.1 并购相关概念	9
2.1.1 企业并购	9
2.1.2 并购绩效	10
2.1.3 并购协同效应评价方法	10
2.2 并购协同效应	11
2.3 哈佛分析框架	12
2.3.1 哈佛分析框架概述	12
2.3.2 哈佛分析框架具体内容	13
<b>3 海尔并购意大利 Candy 案例简介</b>	15
3.1 并购背景	15
3.1.1 市场发展受限，行业需要转型	15
3.1.2 国内竞争激烈，急需开拓海外市场	15
3.2 并购双方概况	16
3.2.1 海尔	16
3.2.2 意大利 Candy	17

3.3 并购流程.....	17
<b>4 海尔并购意大利 Candy 的协同效应分析.....</b>	<b>18</b>
4.1 并购活动战略协同分析.....	18
4.1.1 并购动因分析.....	18
4.1.2 家电行业五力模型分析.....	19
4.1.3 海尔发展战略分析.....	20
4.2 并购活动会计协同分析.....	22
4.2.1 海尔资产结构分析.....	22
4.2.2 确定关键会计项目.....	22
4.2.3 关键会计项目分析.....	24
4.3 并购活动财务协同分析.....	28
4.3.1 并购前后财务绩效分析.....	28
4.3.2 EVA 分析.....	35
4.3.3 基于熵值法的并购协同效应分析.....	44
4.4 并购活动前景分析.....	50
4.4.1 行业前景分析.....	50
4.4.2 企业前景分析.....	51
4.4.3 海尔并购后的风险预测.....	51
<b>5 关于海尔实现并购后的优化整合建议与启示.....</b>	<b>54</b>
5.1 优化整合建议.....	54
5.1.1 战略层面.....	54
5.1.2 会计层面.....	54
5.1.3 财务层面.....	55
5.1.4 前景层面.....	56
5.2 启示.....	57
5.2.1 选择恰当的并购对象.....	57
5.2.2 确定恰当的交易支付方式.....	57
5.2.3 实施有效的并购整合.....	57
<b>6 研究结论与不足.....</b>	<b>59</b>

---

6.1 研究结论.....	59
6.2 研究不足.....	59
<b>参考文献</b> .....	60
<b>致谢</b> .....	64

# 1 绪论

## 1.1 研究背景及意义

### 1.1.1 研究背景

2019 年底突如其来的新冠肺炎对世界各国经济造成严重负面影响，国内经济开始衰退。同时近年来，随着中国家电行业多年发展，逐渐进入成熟阶段，同行之间的竞争日趋激烈，市场需求也趋于饱和，消费者购买力下降，导致国内家电行业发展持续低迷。与此同时，中美贸易战所导致的国际形势对我国家电产品的出口贸易也产生了显著的不利影响。在面临内忧外患的背景下，如何扩大市场规模、提高市场份额、增强企业竞争力，成为中国家电企业需要面对的发展挑战。

近年来，由于政府对家电行业发展的的大力支持，以及家电企业自身发展能力的提升，企业实力明显增强，客观上具备了实施跨境并购的条件；与此同时，中国政府批准跨境并购的条件正在逐步放宽，为家电公司实施跨境并购提供了有利条件。在内外部力量的共同影响下，中国家电公司正试图通过跨境并购实现双方优质资产、技术、市场等资源的共享和整合，同时扩大业务范围，利用市场的新增长潜力来应对当前形势的威胁。不可否认，与内部扩张模式相比，并购发展模式具有一定的优势，但也存在一些不可避免的问题，主要集中在并购后业绩表现不佳，这主要是由于企业在并购后无法很好地整合所导致的。因此，选择在并购整合方面表现良好的公司，并分析和评价其并购行为，可以为其他同行业的公司提供一些启示，帮助它们更好地实现跨境并购目标，解决家电行业的发展问题。

之所以选择海尔从意大利收购 Candy 作为案例分析，一方面是因为海尔经过多年的发展，在中国国内家电产业中已经确立了一定的市场地位，是中国国内家电产业的领军企业。与此同时，海尔在前几年已经成功地进行了几次跨境并购，积累了丰富的跨境并购经验。这些成功经验也为海尔顺利收购意大利 Candy 奠定了基础。研究海尔收购意大利 Candy 的协同效应，可以为同行业的其他公司提供启示；另一方面，哈佛分析框架必须使用相关的财务数据进行会计和财务分析，海尔对意大利 Candy 的收购属于控股合并，相关数据可以通过海尔的合并财务报表获得，在一定程度上使得研究具有可操作性。基于此，本文选择海尔收购 Candy 作为分析案例，结合哈佛分析框架这一理论基础，对

其并购后实现的协同效应进行分析并评价，将并购过程中的优点进行揭示，对存在的不足也进行阐释，旨在帮助我国家电企业更好的实现“出海”目标。

### 1.1.2 研究意义

#### (1) 理论意义

并购作为企业扩张发展的一种选择最早出现在西方发达国家的公司，这就不难理解现存的对并购相关理论的研究主要是基于西方发达国家公司的实证案例，由于我国在制度体制、企业环境、文化氛围等方面与西方国家存在显著差异，导致现有的理论无法对我国企业实施跨国并购提供一定的指导意见。况且随着中国市场经济体制的不断完善，中国企业跨国开展并购活动不可避免，这种情况下就迫切需要能够对我国企业开展跨国并购进行指导的本土理论研究以及案例分析的出现。因此，本文以我国本土企业海尔跨境收购意大利 Candy 公司为典型案例进行深入分析，对我们研究跨境并购的协同效应具有一定的理论价值；另一方面，本文运用哈佛分析框架研究了并购的协同效应，具体是从公司发展战略、会计政策和会计估计、财务指标分析和发展方向等方面分析了海尔并购意大利 Candy 的协同效应，增加了哈佛分析框架关于并购协同效应的研究内容和案例，结合哈佛分析框架并且使用并购前后的相关数据，全面反映并购协同效应，有助于全面评估公司并购的整合效应，探索新的研究思路，评估相关理论在该领域的适用性。

#### (2) 现实意义

在经济全球化的背景下，越来越多的企业从事跨境并购活动，利用跨境并购扩大规模、增强实力。但疫情的爆发让大多数公司在并购过程中变得谨慎小心，海尔在我国家电市场上的地位有目共睹，其利用自身已经具备的优势先后于 2011 年和 2016 年，分别完成对日本三洋电机、美国通用电气的并购，这些并购活动的实现为海尔积累了丰富的跨境并购经验，海尔在意大利收购 Candy 取得成功并非偶然。因此，深入研究并且分析海尔并购意大利 Candy 的并购协同效应表现可以为中国家电行业其他企业进行跨境并购提供相关参考和经验，促进中国家电行业的长期发展。

## 1.2 相关研究综述

### 1.2.1 并购绩效的国内外研究综述

#### (1) 国外研究现状

因为国外的并购活动开始比较早，所以导致国外对并购绩效的研究是比较早的，最早曾经 P Brews (1987) 就通过对南非企业并购绩效表现进行研究发现，企业并购的结果无非就是两种，一种是并购促进企业长远发展，另一种是并购威胁企业生存，而成功的兼并和收购需要管理者事先进行仔细的规划，然后进行有效的整合；随后 Hennart (1993) 提出，依靠公司财务报表中的关键财务指标来评估并购的长期业绩很容易导致人为操纵的嫌疑，而并购后的长期跟踪可以在一定程度上淡化财务报表中人为操纵利润的可能性；随后，Anup、Agrawal 等 (1996) 采用财务指标法对多笔并购交易进行了大样本实证研究，研究结论表明，股东权益在并购前后没有发生什么实质性变化；Schuller (2004) 在文章中提出，通过并购前对并购企业充分进行了解，在并购后的整合活动中小心谨慎，就可以减少并购给企业带来的风险。Jeffery S.P、Thomas J.H (2004) 则一致认为，某项战略资源对企业的发展影响短时间内无法通过报表进行清晰显示，并购后对战略资源进行长时间的关注是必不可少的。Kendall (2008) 认为评价非财务因素和财务因素对企业并购的影响不分伯仲，应该尽量做到一视同仁。基于此，Mantecn Tomas (2009) 指出哈佛框架相比较于传统的财务分析方法而言可以更全面、更准确地衡量企业并购所产生的协同效应。随后学者 Yang、Hyland (2012) 也认为与企业并购相关的难以量化的资产，如先进的生产技术、专利技术和和管理技术，其价值不容忽视，应从战略角度进行业绩评价以供企业长期考虑。近年来，Neelam (2015) 等学者通过比较多家精选层公司并购前后 14 项核心比率指标的变化发现，合并后参与公司的盈利能力显著提高，给股东带来了更大的回报。Jaemin Lee、Joon Mahn Lee (2019) 等对美国 500 强公司进行了实证研究，考察了联盟和并购的绩效反馈如何影响他们的选择；Richard Croucher Keith W、Geoffrey Wood (2020) 等研究了并购之后经理人员对企业绩效的感知；Jindal-Priya Mittal Amit (2022) 利用印度银行业进行了实证分析，旨在指出文化适应对新员工行为和并购绩效的中介作用；Kukreja Sakshi Maheshwari Girish Chandra Singh Archana (2023) 研究了母国-东道国距离对跨境并购绩效的影响。

#### (2) 国内研究现状

最初，国内学者于成永（2012）通过研究发现，并购是企业获得专利技术的重要手段之一，因此有必要重视专利技术等无形资产的价值评估；王霞、饶颖颖（2013）以及蔡宁（2019）几位学者敏锐注意到，跨境并购必然会产生文化差异，而这些文化差异对企业并购后的绩效表现也会产生影响，因此在并购后整合的过程中也应该关注对文化的整合；随后陈剑、章华强（2013）认为，如果收购公司在实施合并之前能够充分收集目标公司的行业发展前景、行业前景、政策前景等方面的信息，那么合并将产生积极的价值效应，反之亦然；周绍妮、文海涛（2013）在前人研究的基础上，进一步研究了并购动机对并购绩效的影响，并根据“发展阶段-并购动机-绩效评价”的原则顺序构建了并购绩效评价机制；严兵、李辉、李雪飞（2014）认为，由于传统绩效评价指标体系的弊端，有必要采用多维视角对企业并购进行评价；宋义兵（2018）认为，并购对公司的影响最终会体现在公司的股价上，公司的股价可以在一定程度上反映并购整合的有效性。叶露（2019）在文中指出哈佛分析框架下的会计分析可以帮助企业识别出对公司业绩表现影响比较大的报表项目，对这些报表项目进行分析可以发现并购活动存在的不足，借助这些分析结果对企业进行前景分析就会更加具备针对性；关慧明、刘力钢（2020）则一再坚持用传统四大能力指标对并购绩效进行分析评价，分别对目标公司的四大能力存在的问题进行说明；张洽、许煜可、曹玉臣（2023）研究了儒家文化对企业并购绩效存在的影响；学者吴世农、胡舒婷、周昱成（2024）研究了税收信用评价、企业声誉效应与企业并购之间的关系，并对它们之间的关系进行了实证检验。

## 1.2.2 哈佛分析框架的国内外研究综述

### （1）国外研究现状

哈佛大学 K.G.Palepu、P.M.Healy、V.L.Bernard（2000）三位教授在结合前面无数学者的研究基础上，首次提出了哈佛分析框架这一具体理论；随后，Streiner DL（2015）认为哈佛分析框架弥补了传统财务分析存在的不足，是一种比较科学先进的分析方法，肯定了其在财务分析上的优势地位；Feroz E H、Kim（2016）在讨论现有的财务分析框架在企业并购绩效评估中是否具有普遍适用性时坚定认为，基于目前哈佛分析框架在我国各行各业的不同企业上利用的普及程度，哈佛分析框架具有相应的普适性；Damith Gangodawilage（2017）进一步指出哈佛分析框架在评估企业并购协同效应方面的优越性；Meng Xie（2020）在一次外语会议上进一步肯定了哈佛分析框架相对于传统分析框架的优越性；Jingran Li、Hiaojiao Li（2023）在具体案例研究的基础上，研究了哈佛分析框

架在汽车领域的应用。

## （2）国内研究现状

基于哈佛分析框架所拥有的先进性和普适性，我国学者积极将其引入到国内科研相关领域。黄世忠（2007）在其著作《财务报表分析：理论、框架、方法和案例》中首次详细介绍了哈佛分析框架这一理论工具并将哈佛分析框架明确引入中国科研市场；苏新尧（2018）运用哈佛分析框架这一理论工具对案例公司华润三九进行了相关的分析，基于分析的相关结果从战略高度对企业的发展给出了有针对性的建议；黄睿、陈昀、王志敏（2020）一度运用哈佛分析框架分析了在制造与互联网深度融合时代背景下小米公司所取得的成就以及存在的问题，针对问题的解决给出相应的建议；之后李倩、胥朝阳（2020）运用哈佛分析框架对新能源电池企业宁德时代进行了研究分析，目的是在解决宁德时代问题的同时为新能源电池行业发展提供了宝贵的建议；于铭、孙少仿（2021）运用哈佛分析框架对案例企业海尔集团进行了财务分析，并对分析中发现的问题提出了合理化建议；张浩、赵宇恒（2021）基于哈佛分析框架对百川集团的财务报表进行了分析，发现了百川集团财务报表中暴露出的问题；张庆（2023）基于哈佛分析框架对华润三九进行了财务研究，并结合企业现状提出了发展建议。

### 1.2.3 文献评述

综上所述，无论是国内研究还是国外研究都已经实现了对并购绩效的研究从以往关注财务指标到关注综合能力的转变，开始对非财务指标的绩效评价越来越重视，哈佛分析框架在这一过程中所表现出来的优越性是比较显著的，具体主要表现在哈佛分析框架将可分析工具进行了有效的整合，使得我们在对一个公司进行案例分析时不再局限于某一个方法或者是某一个方面，我们的分析可以多角度同时进行，这就使得我们对案例公司的分析更加的全面具体。通过将哈佛分析框架引入我国并且应用到对具体的案例公司进行财务分析，给我国的相关行业发展带来了一些有价值的信息。随着对哈佛分析框架认识的不断深入，我们也开始逐渐应用哈佛分析框架对企业跨国并购的协同效应进行分析评价，目的是更好的发挥哈佛分析框架的优势所在。

不可否认的事实是，整个家电行业的发展已经进入成熟阶段。在这种情况下，实力雄厚的家电企业纷纷选择走出国门，引发了家电行业的跨境并购浪潮。然而，在并购过程中不可避免地会出现一些问题，公司内部的讨论足以进行并购前的分析和可行性研究，但对并购后的协同效应方面关注不足。因此，本文选择海尔收购意大利 Candy 作为

案例研究，从海尔合并财务报表分析的角度出发对相应的数据进行分析。同时，运用哈佛分析框架，结合海尔并购前后的相关数据，分析企业并购后的协同效应，为同行业其他公司的并购整合提供一些参考建议，帮助更多家电企业实现并购目标，促进行业发展。

## 1.3 研究内容以及方法

### 1.3.1 研究内容

全文共分为六个部分，主要内容如下：

第一部分内容为绪论，首先主要交代了研究背景及研究意义，其次通过研究综述对国内外的相关研究现状进行了归类整理，最后说明了文章的主要研究内容及采取的研究方法。

第二部分内容为相关概念与理论基础，首先对并购的相关概念以及分类进行了简单的说明，其次介绍了并购协同效应的相关内容，最后对哈佛分析框架这一本文的理论基础进行了介绍。

第三部分内容为海尔并购意大利 Candy 的案例简介，简单说明了并购发生的背景以及并购双方的情况、并购实施的过程。

第四部分内容为海尔并购意大利 Candy 的协同效应分析，依据哈佛分析框架的四个维度，从多方面对海尔并购意大利 Candy 的协同效应进行了较为详细的分析，同时也结合 EVA 指标以及熵值法进行了相关数据的计算。

第五部分内容为海尔实现并购后的优化整合建议与启示，根据第四部分分析过程中的表现，对海尔并购意大利 Candy 整合方面提出建议，同时也给同行业其他企业并购提供了一些参考和启示。

第六部分内容为研究结论与不足，通过对海尔并购意大利 Candy 协同效应进行分析，得出总体的研究结论，对研究过程中的不足也进行了说明。

### 1.3.2 研究方法

(1) 文献研究法。主要从学校图书馆馆藏、图书馆期刊、图书馆论文库、中国知网以及其他与专业相关的书籍中寻找论文所需要的文献资料，对现有所掌握的文献进行系统梳理、对基本理论进行阐述，理清研究脉络、思路和方法。

(2) 案例分析法。主要是对具体案例进行分析研究，从而得出研究结论。文章通过对海尔并购意大利 Candy 后的协同效应进行分析发现其在并购整合过程中的亮点，对亮点进行揭示。

(3) 定性与定量分析结合法。论文对海尔跨国并购意大利 Candy 的战略层面和前景层面进行了定性的分析；对海尔并购意大利 Candy 的会计层面与财务层面进行了定量的分析。

(4) 比较分析法。主要将海尔的相关指标与同行业的其他企业进行对比，发现其中存在的差异，具体分析差异出现的原因。

结合本文的研究内容及研究方法，本文的结构框架图大致如下：

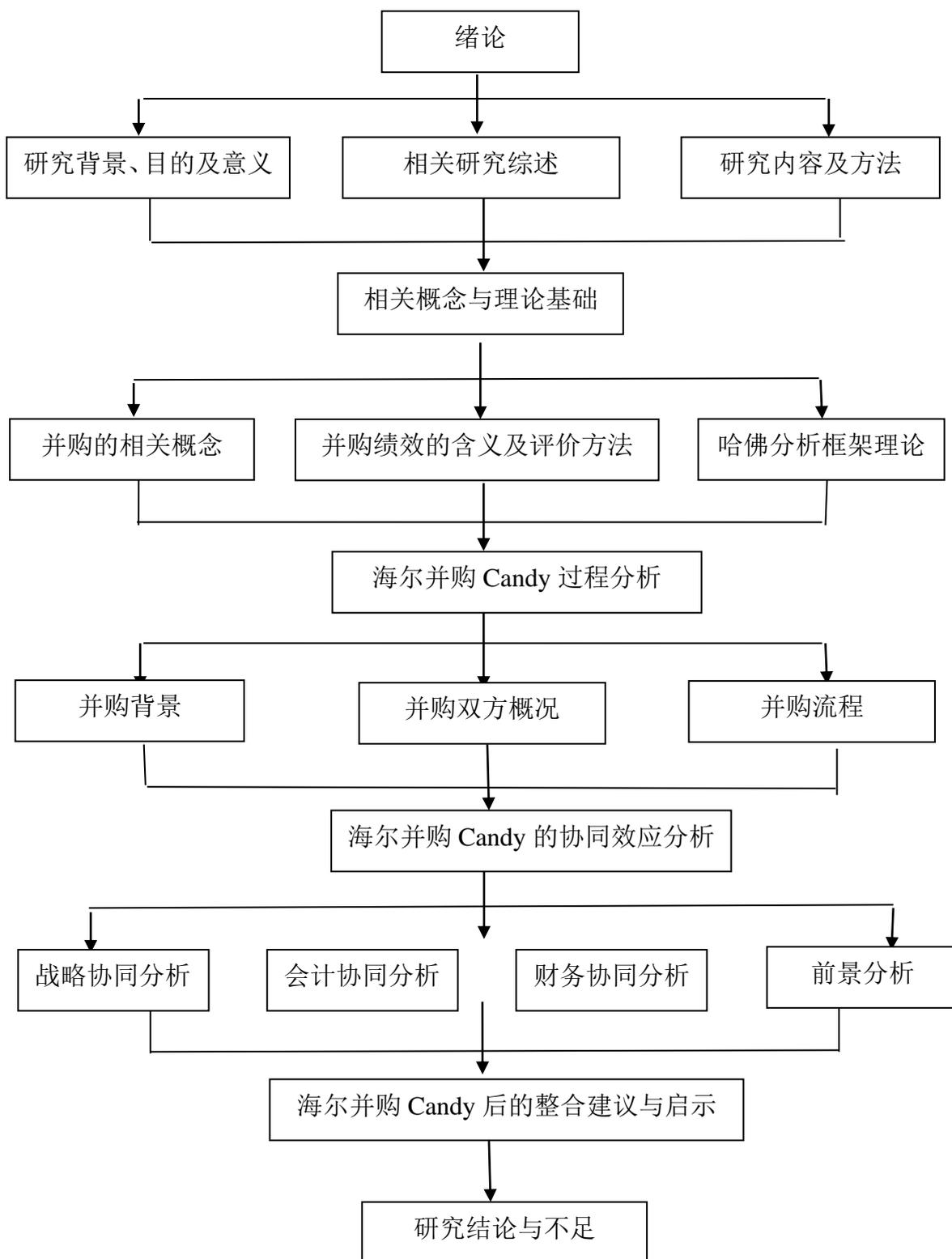


图 1.1 技术路线图

## 2 相关概念与理论基础

### 2.1 并购相关概念

#### 2.1.1 企业并购

对“并购”一词的界定相对比较宽泛，一般涉及公司控制权转让的各种形式的有关所有权方面的交易行为通常都可以称之为并购。通常并购是指“兼并”和“收购”，两个或两个以上公司通过合法手段进行并购重组的交易行为通常称之为兼并，这种行为的特点是一方必须注销法人资格，只有一方继续保持法人资格从事企业活动。收购是指一家公司购买另一家公司的资产、股份等以获得控制权的商业活动。收购可根据收购对象的不同具体分为资产收购和股份收购。由于兼并和收购的概念界限不是十分清晰，所以很多时候业界将二者合并称其为“并购”，并购根据分类标准的不同可以具体划分为以下类型：

首先，根据并购双方所处行业以及所处生产链阶段的不同，并购可分为三种不同的类型：横向并购、纵向并购和混合并购。横向并购是指身处相同行业、相同领域、经营业务具备相似性的两家公司为了实现扩大业务规模、追求规模经济的目标所开展的并购活动。纵向并购则是指两家公司可能存在生产链上的上下游关系，出于密切彼此之间关系或者是联合降低成本的目标所进行的并购活动，纵向并购的企业往往经营不具备相似性，但是可以在产品生产或者是市场营销方面加强彼此之间的联系，纵向并购也可以增强企业对市场的控制力。混合并购大多是指企业既为了获得规模经济，又致力于增强对市场的控制力而采取具有双重目的的并购活动。其更多是出于实现企业经营多元化从而分散经营单一业务所产生的风险的目标。

其次，根据并购对价的支付方式有所不同，主要可以将并购分为现金支付并购、股权支付并购和混合支付并购。现金支付是一种比较快捷高效的支付方式，也是日常企业最常用的支付方式。然而，使用现金支付可能会给企业带来财务困难，增加企业财务链断裂的风险；股权支付并购是指收购方通过股权交易市场取得另一被收购公司的部分或者是全部股权，从而实现收购方对被收购方控制的目的，这种方法可以避免企业的财务困难，但同时会导致企业股权结构和控制权的分散化，给企业带来风险；所谓“混合并购”，是指一项并购活动中同时存在现金支付和股权支付两种不同形式的对价支付方式

的并购活动，如果应用得当，这种方法可以实现两者优势的结合，增强并购的可操作性，并一定程度上降低与并购相关的风险。

最后，根据被收购方对并购活动所持的态度来划分，可以将并购活动分为善意并购和恶意并购。善意并购是指收购方在并购事先与被收购的目标公司进行一致协商，并就整个交易计划和并购细节达成一致的过程，整个过程进行得比较顺利；恶意并购是在被收购方的管理层不知道收购方合并意图或者是在被收购方管理层明确反对收购方实施并购活动时，收购方一意孤行执意收购被并购公司的并购活动。因为在恶意收购过程中被收购管理层存在抵触情绪，尽管可能并购活动仍旧实现，但是这种情况下被收购公司管理层可能会脱离原公司，导致收购方人才流失，降低并购的效果。

### 2.1.2 并购绩效

并购绩效通常是指对某次并购活动所产生的业绩表现进行评估，主要从两个方面对并购绩效进行评价：财务层面和非财务层面。以往对并购绩效的评价大多数集中在财务层面，对非财务层面的关注度不够，但是近年来不少并购活动的业绩表现说明，并购后企业的非财务绩效对企业的影响是更加深远的，应该得到研究者的重视，这些论断使得现阶段的绩效评估分别从财务和非财务两个层面对某个公司并购活动所产生的绩效表现进行评估，通过对并购前后相关指标变化来说明并购活动是否发挥了应有的作用，是否实现了预设的目标和业绩要求，以此来对并购活动做出评价。

### 2.1.3 并购协同效应评价方法

#### （1）财务指标法

财务指标法是指通过分析目标公司的财务数据来评估公司财务状况的方法。这些财务数据包括公司的收入、费用、资产、负债、利润等。基于这些数据，分析者可以计算出一系列财务指标，以评估企业的盈利能力、偿债能力、运营能力等方面能力。财务指标法是企业财务分析的核心方法之一。财务指标法虽然具有量化、直观、可视化、高效等优点，但也存在一些弊端：首先，数据来源比较单一。基于财务指标法的数据都来自企业的财务报表，因此该分析方法对企业财务报表的准确性要求很高。其次，缺乏细节。财务指标法是从财务报表中提取的数据，这些数据大多数是一种综合性比较强的数据，因此无法提供详细信息，只能反映企业的整体财务状况。再次，财务指标法不能完全反

映企业所处的状态。因为企业的经营状况不仅由财务报表中的数据来决定，还受到许多因素如市场环境、竞争对手、管理团队等的影响。最后，财务指标法只分析现有数据，无法预测企业未来的发展趋势，对分析者的帮助比较局限。

### （2）经济增加值模型

EVA 即经济增加值模型是基于剩余收益概念逐渐发展起来的一种新的价值估值模型。其资本理念是，投资者投资某项目所获得的回报必须至少等于投资者投资市场上类似风险投资回报的收益率。EVA 指标更多强调的是公司决策和股东财富之间的关系，因为其主要是以股东财富是否增加来衡量企业决策的正确性，目标比较唯一，避免了公司在采取决策时陷入多目标的决策行为怪圈，导致公司决策混乱；同时 EVA 指标强调利润的增加并不代表企业价值的提升，这种观点可以一定程度上避免管理层短视的行为，避免管理层为了短时间内追求公司利润的增长而采取对公司长远发展不利的决策。由于 EVA 指标所具备的上述优点，其在财务绩效衡量方面的优越性也不言自明，采用 EVA 指标来衡量企业并购的协同效应可以在一定程度上弥补传统财务指标衡量所存在的一部分缺陷，帮助分析者更加客观有效的分析目标公司并购协同效应。

### （3）熵值法

熵值法是一种用于对多个指标进行综合评价的方法。它可以根据不同指标的熵值为其分配不同的权重，然后对不同的指标进行加总求和，以获得相对全面的评价结果。熵值法的优点之一是可以避免主观因素的影响。这是因为熵值法是根据数据本身的特点分配不同的权重，而传统的评价方法则会选择专家打分或者是主观赋值等方式来确定指标的权重，这种赋值方式避免了很多主观因素对指标计算精确度的影响；其次，熵值法可以有效地处理指标之间的相关性。在实际问题中，不同指标之间可能存在一定的相关性，这可能对综合评价结果产生或多或少的影响，熵值法可以通过对指标进行相关性分析来降低这种影响，从而提高综合评价的准确性。

## 2.2 并购协同效应

并购协同效应是指并购之后所实现的“1+1>2”的效应，主要是说两家公司通过开展并购活动所实现的企业能力提升大于其未实现并购活动之前双方企业各自能力提升之和，也就是说企业并购的协同效应并不是双方企业各自取得提高的简单求和。并购活动带来的协同效应具体表现在管理协同、经营协同以及财务协同方面。

管理协同效应主要指的是并购活动给企业管理效率方面的提升以及这种提升给企

业带来经济效益的变化。并购双方在事前其管理效率存在差异性，这种差异性导致效率高的企业并购效率低的企业，在实现并购之后效率低的企业其管理效率往往会有所提升，二者之间的管理协同效应也就顺理成章的实现。

财务协同效应是指在企业并购活动发生后，收购方在获得被收购企业所有权的同时也获得了其自由调度被收购企业资金的权力，被收购企业可能因为地区优势拥有比较多的低成本资金，这些资金在被收购企业被用于报酬率不高的项目，导致资金使用效率不高，但是收购完成后这些资金就可以重新分配用于投资回报比较高的项目，提高资金的使用效率，对并购企业而言也是一样的道理，这样可以使双方的财务协同效应发挥最大的效果。

经营协同效应是指由于并购双方在生产经营资源上存在一定的互补性，存在规模经济或范围经济效应，从而使两个或两个以上企业合并成一个企业时可以增加企业收入或者是减少企业成本，从而提升企业的经济效益。并购之后双方企业的生产经营活动的效率也会得到相应的加强，促进规模经济的形成，从而改善企业的经营效率，提高了企业的经济效益。

## 2.3 哈佛分析框架

### 2.3.1 哈佛分析框架概述

传统的财务分析方法主要借助企业财务报表中的所反映的历史信息衡量企业开展并购对企业绩效表现的影响。但是财务报表中的数据虽然经过审计具备了一定的真实性，但是还是存在人为操纵的可能性，真实性存疑；同时因为财务报表的数据反映的是企业过去的经营情况，现阶段企业所面临的环境可能也会有所不同，这些客观因素导致分析者利用这些陈旧且客观性存疑的数据进行财务分析无法帮助分析者真正了解某企业的现实情况，此时哈佛分析框架的出现一定程度上缓解了分析者的担忧和疑虑。哈佛分析框架从四个维度对企业的绩效表现进行定性与定量的分析，同时对企业的前景发展面向未来进行预测，帮助分析者更加全面的分析并购活动。

哈佛分析框架理论提出于本世纪初，该理论认为，对某个企业进行财务分析首先应该从公司战略的角度出发，从战略高度对企业所处的环境进行定性的说明，紧接着通过会计分析中所确定的关键报表项目所实施的分析来定量分析企业主要财务报表项目所存在的问题，随后结合财务指标分析来对企业财务方面的表现具体分析，结合定量分析

所得对企业的发展前景进行合理的预测，力求为公司未来发展指明方向。哈佛分析框架得精妙之处就在于其所拥有得四个维度的分析不是割裂的，相反这四个方面相互支撑，层层递进，相互验证共同作用于企业分析活动中，因为其所表现出的一系列优点被广泛应用于对不同企业的财务分析以及对并购绩效评价之中。

### 2.3.2 哈佛分析框架具体内容

#### （1）战略分析

战略分析可以从相对比较宏观的角度对目标公司进行相应的分析，首先通过 PEST 分析出某个公司所面临的宏观环境，之后结合产业环境分析概括出企业所面临的产业阶段以及所处市场环境，最后根据企业自身能力分析来挖掘公司现有的资源和能力以及可供选择的企业战略。例如，战略分析中的产品生命周期理论可以通过分析企业不同产品所处的生命周期，对应不同的战略选择，采取不同的发展战略，也可以在此基础上判断企业当下所选战略是否合理。战略分析中所涉及的分析方法大多数比较综合，分析的方面和维度更广，可以帮助使用者清晰的认识企业的发展近况以及发展前景等。

#### （2）会计分析

通常情况下会计分析的侧重点在于评价某个企业所采取的会计政策是否符合企业的实际情况，所做出的会计估计是否有合理的证据支持，财务报表所反映的财务信息是否真实可靠。通过利用会计分析的结果，信息使用者可以根据已经反映的信息来推断尚未在财务报表中所反映的信息。在日常操作过程中，分析者通常根据目标公司的实际情况以及所处的行业选择最具代表性的报表项目，对其并购前后的变化情况进行分析，发现其存在的不足，以此来推断企业整体的情况。

#### （3）财务分析

对目标公司四大能力进行分析是进行财务分析的主要目的，通过对分析结果评价企业的绩效，从整个企业角度出发，将企业财务分析的结果与企业所采取的经营策略以及发展战略结合起来，使分析者更加清晰的认识到目前公司所处的竞争环境，根据指标数据对企业未来的发展提供一定的建议，为前景分析奠定数据基础。

#### （4）前景分析

在哈佛分析框架中的前景分析可以首先对行业的前景进行分析，根据行业发展的前景结合目标公司的特殊性来对企业发展的前景进行分析，前景分析的依据主要是基于前面对企业战略、会计、财务进行分析的结果来展开的，而对前景进行分析的结果又会对

企业未来的战略采取方面产生一定的影响，哈佛分析框架本身就是一个从战略分析出发再回归到战略制定的一个闭环框架，在整个闭环的过程中四个方面层层递进，相互支撑，共同对目标公司进行全方位多方面的分析，这是哈佛分析框架不同于传统分析工具的精髓之所在。

### 3 海尔并购意大利 Candy 案例简介

#### 3.1 并购背景

##### 3.1.1 市场发展受限，行业需要转型

由于互联网、大数据、云计算以及人工智能的发展，促使各种硬件之间的互联互通成为了可能，这就不免让传统制造业企业腹背受敌。这些变化给家电行业带来了前所未有的机遇和挑战。自 2015 年以来，海尔、美的、格力、长虹等家电行业巨头都公布了各自的智能家电系统。如今，中国智能家电的发展确实已经进入了第二阶段，智能电视、智能洗衣机等智能家电也已经得到广泛应用。消费者对智能家电的接受程度随着经济的发展越来越深入，未来家电市场也必然属于智能家电和白色家电，有相关数据显示，未来我国智能家电的销售额将呈现爆发式增长，有望突破 1.5 万亿元人民币。由于科技的进步导致消费者越来越信赖高附加值的家电产品，而这种类型的家电产品转型升级比较快，容易过时，因此在这种背景下，如果某个企业可以较早的进入智能家电市场，它将会占据有利地位，获得优于对手的竞争优势。作为家电行业的代表性企业，海尔近年来的发展势头出现明显下滑趋势，市场发展空间受到限制，为了巩固其市场地位和应对竞争对手的威胁，就不可避免地需要转型升级。在目前这种情况下积极布局转型升级，可以帮助海尔获得市场竞争优势，解决市场发展空间有限的客观问题。

##### 3.1.2 国内竞争激烈，急需开拓海外市场

2021 年前三季度，中国家电市场的零售额相较于 2020 年同比增长 7.7%，高达 5414 亿元，但是遗憾的是，这一数字与 2019 年疫情前数据仍旧存在比较大的差距，这表明家电行业如果想要完全恢复到疫情前水平仍旧需要一番功夫。由于疫情的影响，现阶段大多数家电企业库存积压严重，供过于求，价格优势不复存在，家电行业企业备受打击。新兴势力如华为、小米对智能家电市场虎视眈眈，也在积极布局，现阶段也开发出不同类型的智能家电产品。因为华为和小米公司本身属于高科技企业，技术开发水平优势明显，同时其基于手机消费所积累的粉丝量也比较大，其进入智能家电行业相对来说简单易行。在面对消费者锐减而生产者增加的双重压力下，家电行业的处境举步维艰。

不可否认，家电行业步入成熟期已经是板上钉钉的事实，国内家电市场趋于饱和，

消费者占据战略高地，生产者已经处于劣势地位。为了在激烈的竞争中谋求一席之地，我国家电企业不得不选择走出国门，在国际市场上寻求新的增长点。在国外市场，本土国家生产的产品更符合东道国消费者的青睐，如果选择在国外市场上销售母国所生产的产品，容易导致国外市场消费者的抵触情绪，引发不良后果。为了尽可能的降低开拓国际市场的阻力，海尔选择收购意大利 Candy 作为其进入欧洲市场的敲门砖是必然选择。

总之，面对内外部挑战，中国家电企业加快了走出去的步伐，行业内的并购活动屡见不鲜，实力雄厚的家电企业也正积极寻求新的市场和发展机遇。作为中国家电行业的领军品牌，海尔也正在积极适应环境的变化，加入跨境并购的浪潮，其先后收购了多家公司，收购完成以后海尔海外营业收入占比提升至 40% 左右，并购的协同效应也比较显著。因此，为了继续拓展海外市场，巩固其市场地位，2019 年海尔从意大利收购 Candy 也是海尔在拓展海外市场的同时推动企业转型升级的重要一环。

## 3.2 并购双方概况

### 3.2.1 海尔

海尔自 1984 年成立至今一直走在时代发展的前沿，是我国家电行业的领头羊。无论身处何种大环境，海尔一直以其卓越的品质、精湛的技术、贴心的服务作为其安身立命的根本，积极为消费者提供最佳的购物体验。在互联网时代，海尔坚持“人单合一”的价值引领模式，努力将消费者、创造者、生产者打造成为利益共同体，实现共同整体的利益最大化。在物联网时代，海尔敢为人先，率先在全球范围内建立了物联网生态品牌。如今时代，海尔作为全球家电行业生态品牌的领军人物，其企业目标诉求已经从为消费者提供具有竞争力的家电，转型升级到为消费者提供一整套智能家电，又发展到为消费者定制全套智能家居，最终，它将为不同类型的消费者提供定制具备个人特色的智能生活方式。

海尔集团旗下拥有 240 多家法人单位，在全球 30 多个国家建立了本土化的设计中心、制造基地和贸易公司。公司在全球市场中的员工总量超过五万人，重点发展科技、工业、贸易、金融四大支柱产业。2005 年，海尔的全球营业额达到了 1039 亿元（128 亿美元）。此外，海尔集团还拥有 4 家上市公司，在全球设立了 10 大研发中心、71 个研究院、35 个工业园、143 个制造中心和 23 万销售网络。海尔、卡萨帝、Leader、GE Appliances、Fisher&Paykel、AQUA、Candy 等是海尔的全球化高端品牌，同时海尔也是

全球首个场景品牌“三翼鸟”的拥有者。海尔集团还构建了全球引领的工业互联网平台卡奥斯 COSMOPlat 和大健康生态品牌盈康一生，其创业加速平台-海创汇已孵化 7 家独角兽企业、107 家瞪羚企业、175 家专精特新“小巨人”，这些成就展示了海尔公司在全球范围内的广泛影响力和强大的市场地位。

### 3.2.2 意大利 Candy

意大利 Candy 公司位于意大利北部，其公司创立于 1945 年，由于其成立到现在已经经历很长时间的的发展，该品牌在全球范围均有一定的知名度，其所生产的各种家电产品遍布全球范围，具有一定的消费者吸引力。意大利 Candy 公司最出名的产品模块是其洗衣机板块，洗衣机销售收入可以占据整个公司销售收入的一半左右。意大利 Candy 公司规模也比较大，旗下拥有多个知名的家电子品牌，共计在全球也有 47 家分公司，6 个大型产品生产基地和 2000 多个优质消费者服务中心，同时该公司人才储备也比较丰富，拥有 6000 多位专家为新产品的研发保驾护航。

## 3.3 并购流程

2018 年 9 月 28 日，海尔股份有限公司与意大利 Fumagalli 家族宣布，双方已达成协议，将合并海尔和 Candy S.p.A 公司的业务。根据该协议，海尔将投资 4.75 亿欧元，以进一步加速其在欧洲市场的发展，9 月 28 日下午，海尔召开第九届董事会第二十一次会议，会议审议通过了关于收购意大利 Candy 公司 100% 股份的公告，2019 年 1 月 4 日，该并购活动完成。

## 4 海尔并购意大利 Candy 的协同效应分析

### 4.1 并购活动战略协同分析

#### 4.1.1 并购动因分析

##### (1) 实现资源互补，获得协同效应

一方面，因为双方公司都从事家电产品的研发和生产，双方实现并购以后可以在产品研发、市场营销、销路扩展等多方面全方位展开合作，在合作的过程中双方各自所占有的资源可以相互融合，相互补充，实现优势资源互补。同时海尔和意大利 Candy 公司都是家电产业知名的企业，双方在各自国家市场上都具备相应的品牌影响力和忠实顾客群体，二者的并购可以将这种影响力更加扩大，渗透进入对方的市场消费群体中，同时引领全球家电行业向前发展。

另一方面，因为并购双方企业均是行业内的大公司，其生产经营以及操作系统都比较完备，双方各自拥有自己独立的操作系统，双方并购之后就可以将整个生产的链条进行整合，将生产经营活动安排在最适合开展的地方，利用各自国家以及地区优势，降低企业的运营成本，提高运营利润，实现各方面的协同效应。

##### (2) 巩固市场地位，开拓欧洲市场

近年来，由于市场上消费者对家电产品的需求减少，家电行业的发展速度有所放缓。此外，因为上述各种因素以及互联网行业的快速崛起迫使家电企业不得不转型升级以维持自身的市场地位，海尔作为家电行业企业也毫无例外。在欧洲的消费市场，意大利 Candy 的家电产品社会认可度比较高，海尔收购意大利 Candy 之后 双方强强联合不仅可以提高企业的市场竞争力，还可以将产品渗透到欧洲国家市场，是并购双方双赢的选择，海尔还可以与意大利 Candy 合作开发新产品并推向市场。在某种程度上，并购减少了竞争对手之间的竞争，扩大了市场规模，并能在一定程度上实现规模经济，建立行业进入障碍，保持其现阶段所拥有的有利市场地位。海尔还可以借助意大利 Candy 在欧洲市场上所积累的良好品牌形象和消费影响力，实现对欧洲市场的快速进入，在巩固市场地位的同时开拓欧洲市场。

##### (3) 提高运营效率，追求规模经济

海尔和意大利 Candy 都是目前家电市场上的大型企业，产品产量和对供应商的需求

都相对较大。实现并购后，由于双方产能整合，产量进一步扩大，所需的原材料、配件等也有所增加，可以提高企业对供应商的议价能力，利用集中采购的优势压制价格，帮助企业获得原料价格优势。此次并购活动完成以后，海尔的生产规模进一步加大，产品更多通过量产来实现，生产的效率提高，设备的利用率也会提升，这些方面可以一定程度上降低海尔的生产成本，提高企业对消费者的讨价还价能力，同时通过降低成本，可以增加企业的整体收入，从而提高企业的盈利能力。

#### 4.1.2 家电行业五力模型分析

##### （1）潜在进入者的进入威胁

家电行业的市场需求已经趋于疲惫，消费者购买力疲软，市场空间增长较慢，华为和小米也利用自身企业的优势积极布局智能家电市场，虽然高科技企业进入家电行业可以一定程度上带来新技术和新产品，但是也给传统家电行业企业带来了生存威胁。另外，国际知名品牌西门子、飞利浦也因为各种原因进入中国消费者市场，国内消费者拥有了更多的消费选择，导致国内许多企业腹背受敌。因此，海尔此次与意大利 Candy 合并，目的是将企业的业务重心转移到国外市场，规避国内市场上激烈的竞争。

##### （2）供应商的讨价还价能力

一般情况下，原材料对生产家用电器的重要性是不言自明的，经过调查研究发现，原材料价格约占家电生产总成本的 80%。据相关数据显示，海尔的原材料成本占总生产成本的 88.84%。不难看出，随着原材料价格的上涨，电器产品的价格也会相应上涨。原材料的价格在很大程度上决定了电器产品的销售价格。因此，提高供应商的议价能力直接关系到产品的定价，况且近年来国内家电行业竞争激烈，再加上疫情的影响导致消费者需求更低，家电市场供过于求，这导致海尔产品的售价持续下跌。随着供应商议价能力的提升，无形之中增加了海尔的生产成本，压缩了企业的利润空间。此次并购结束后，海尔可以吸收意大利 Candy 大量的优质资源和生产技术，提高企业的生产率，为企业保留利润空间。

##### （3）购买者的讨价还价能力

家电产品的发展已经进入成熟阶段，大多数公司都提供同质化的产品。消费者选择购买的主要焦点已经开始集中在产品价格上。市场本身也存在供过于求的现象，为买家提供了更多的选择。此外，外国企业也加入了中国家电市场，并开始提供更多的产品。消费者的选择空间进一步扩大，单纯的价格竞争已无法支撑企业的经营需求，要想在激

烈的竞争中生存，海尔必须注重产品的差异化程度和智能化配置。通过从意大利收购 Candy，海尔可以利用其现有的技术优势提高技术水平和研究能力，更好地满足消费者对智能化、高品质家电的需求。

#### （4）替代品的替代威胁

家电行业产品的替代品也在逐年增加，国外品牌进入中国市场加上国内高科技企业进入家电市场都在无时无刻的威胁国内传统家电企业的生存，海尔作为传统家电企业，自然也无法幸免，从海尔近几年的销售额不难看出，激烈的竞争导致企业销售额大幅下降，企业业绩表现不佳。因此，在这种关键时刻，海尔选择并购意大利 Candy 在规避行业竞争的同时利用意大利公司优质的生产技术来提高产品的附加值，生产不同于市场上现存的家电产品，降低替代品的替代威胁。

#### （5）产业内现有企业的竞争

随着越来越多的相关行业企业进入家电市场，需求者数量下滑而供应商不断增加，导致行业竞争激烈，这迫使家电生产者需要更高水平的技术以及更高效的营销手段来帮助家电企业获得消费者支持，满足消费者个性化的需求，形成自己企业独特的竞争优势。海尔并购意大利 Candy 可以在一定程度上减少现阶段产业内现有企业的竞争，降低竞争给企业带来的负外部性。

### 4.1.3 海尔发展战略分析

#### （1）实施全球化发展战略

2005 年伊始，海尔提出要尽快布局全球品牌发展战略，同时开始积极营销，向全世界推广品牌。目前海尔通过并购美国通用电气，日本三洋电机，自身成立卡萨帝等已经拥有多个知名品牌，产品一路销往东南亚、北美等多个国家和地区，此次并购意大利 Candy 可以帮助海尔进入欧洲市场，加速全球品牌发展战略布局。由此可见，海尔并购意大利 Candy 是其全球化战略布局的重要一环。从表 4.1 数据中也可以看出，海尔在意大利收购 Candy 后，对外收入占比稳步提升，逐渐超过国内收入占比，由此可见，本次收购对海尔实施全球化战略布局起到了一定的积极作用。

表 4.1 2018-2022 年年海内外主营业务收入占比情况

单位：元

	国内营业收入	占比	国外营业收入	占比
2018 年	106,368,759,896.57	57.94%	77,199,906,200.84	42.06%
2019 年	106,643,054,818.57	53.12%	94,118,928,438.00	46.88%
2020 年	107,678,156,386.81	51.34%	102,047,664,712.63	48.66%
2021 年	112,316,894,142.15	49.36%	115,239,249,476.02	50.64%
2022 年	116,754,660,544.84	47.95%	126,758,903,125.89	52.05%

资料来源：海尔智家 2018-2022 年年报

## (2) 提升品牌附加值

一个企业的品牌价值能够有效地展示其核心竞争力，海尔从意大利收购 Candy，在一定程度上提升了海尔的品牌价值，在提升整体价值的同时帮助公司实现了走向世界的目标。从表 4.2 的数据不难看出，海尔的品牌价值在 2019 年至 2020 年间有了显著的提升，同时海尔还利用自身品牌优势，大力推进高端品牌建设，推动海尔品牌向高端转型。近年来，海尔积极推动旗下高端品牌卡萨帝在线销售渠道的拓展。如今，卡萨帝的品牌知名度大大提高，2019 年海尔在意大利收购 Candy，可以帮助海尔成功进军欧洲高端市场。

表 4.2 2018-2022 年海尔品牌价值排名

	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年
排名	41	41	8	3	2

资料来源：互联网搜集整理

综上所述，海尔在并购意大利 Candy 之后，开始不再仅限于以往的基础生产线，产品也不再是过去的传统家电产品，开始逐步向高端化布局，在帮助企业提供公司价值的同时，提升企业品牌知名度，最终实现企业预设的并购效果。

## 4.2 并购活动会计协同分析

### 4.2.1 海尔资产结构分析

通过资产负债表中资产和负债的占比情况来对海尔总体财务状况进行初步分析，根据表 4.3 数据可以发现，2018 年企业流动和非流动资产在总资产中所占比例分别为 56.55%、43.45%，2019 年分别为 53.64%和 46.36%，2020 年分别为 56.15%和 43.85%，2021 年分别为 56.84%和 43.16%，2022 年分别为 55.28%和 44.72%，从中可以发现海尔流动资产占比比较稳定，均在 55%左右，占比相对比较合理，而 2018-2022 年流动负债占比分别为 71.78%、78.07%、80.82%、91.51%和 84.06%，可以发现流动负债占比一直比较高，原因在于海尔采用举债并购的方式，使得企业负债偿还压力增大，进而导致企业偿债能力有所降低，从这点来看，海尔存在一定的财务风险。

表 4.3 海尔 2018-2022 年资产和负债的占比情况

	流动资产占比	非流动资产占比	流动负债占比	非流动负债占比
2018 年	56.55%	43.45%	71.78%	28.22%
2019 年	53.64%	46.36%	78.07%	21.93%
2020 年	56.15%	43.85%	80.82%	19.18%
2021 年	56.84%	43.16%	91.51%	8.49%
2022 年	55.28%	44.72%	84.06%	15.94%

资料来源：海尔智家 2018-2022 年年报

### 4.2.2 确定关键会计项目

通过整理海尔 2018-2022 年资产情况表以及基于海尔属于家电制造业的考虑，其资产构成符合制造业企业的特点，根据海尔资产负债表的数据可知，海尔的应收账款、存

货、货币资金、固定资产项目金额较大、占比也较高，这就使得其对海尔并购前后的财务状况影响较大，故选择固定资产、存货、应收账款、货币资金作为关键会计项目进行详细分析。

表 4.4 海尔资产的变化

单位：百万

	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年
货币资金	37,456.36	36,178.82	46,461.33	46,097.33	54,138.82
交易性金融资产	1,775.65	308.14	2,165.19	2,786.08	519.81
衍生金融资产	96.72	19.16	77.84	79.82	183.19
应收账款	10,431.19	11,015.87	15,930.02	14,625.26	15,913.69
预付账款	594.56	1,272.92	765.43	863.75	1,120.76
其他应收款	1,393.75	1,885.98	1,389.76	1,957.89	2,380.93
存货	22,377.19	28,228.60	29,446.97	39,913.95	41,542.71
持有待售资产	144.09	-	-	-	-
其他流动资产	5,079.88	6,985.97	3,283.8	3,928.79	4,692.52
流动资产合计	94,260.33	100,547.14	114,247.59	123,912.09	130,382.54
可出售金融资产	-	-	-	-	1,034.22
长期应收款	245.79	307.59	330.59	308.99	305.07
长期股权投资	13,966.48	20,460.76	21,567.66	23,200.88	24,527.80
其他权益工具投资	1,400.32	1,395.96	2,659.03	4,848.71	5,851.88
投资性房地产	30.88	29.4	28.39	24.96	25.68
在建工程	3,873.49	2,391.36	3,596.90	4,183.26	4,094.68
固定资产	17,319.63	21,180.05	20,895.50	22,308.01	27,158.85
使用权资产	-	2,755.07	2,839.86	2,734.68	3,795.23
无形资产	9,209.24	10,687.07	10,017.87	9,550.38	10,505.88
开发支出	538.38	193.29	167.75	227.89	154.48
商誉	21,155.55	23,351.73	22,518.46	21,827.10	23,643.60
长期待摊费用	230.76	437.59	455.74	589.14	759.88
递延所得税资产	1,815.62	1,578.90	2,208.30	1,857.45	1,722.22

续表 4.4 海尔资产的变化

	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年
其他非流动资产	2,325.69	1,843.77	1,925.70	2,164.38	1,880.74
非流动资产合计	72,439.21	86,907.09	89,211.91	93,829.05	105,459.71
资产合计	166,699.54	187,454.24	203,459.50	217,741.13	235,842.25

资料来源：海尔智家 2018-2022 年年报

表 4.5 海尔主要资产的占比情况

	固定资产	存货	应收账款	货币资金
2018 年	10.39%	13.42%	6.26%	22.47%
2019 年	11.30%	15.06%	5.88%	19.30%
2020 年	10.28%	14.47%	7.83%	22.84%
2021 年	10.26%	18.33%	6.73%	21.09%
2022 年	11.52%	17.61%	6.75%	22.96%

资料来源：海尔智家 2018-2022 年年报

### 4.2.3 关键会计项目分析

#### (1) 应收账款分析

应收账款是企业的主要资金来源之一。如果不及时回收，将导致企业不良资产增加，从而引发金融危机，对公司的持续经营能力产生重大负面影响，因此，应收账款能否成功回收是企业在持续经营中面临的一个重要问题。由表 4.7 可知海尔实施 2019 年并购后，其应收账款快速增长，公司应收账款规模持续扩大。同时，随着公司资产规模的扩大，应收账款实际占比有所下降。这并不能说明海尔的应收账款政策和管理是有效的。2020 年，应收账款大幅增加，主要是由于疫情的不可控影响，导致海尔的现金流能力下降。尽管这种情况在 2021 年有所改善，但仍无法恢复到合并前的水平。基于这些情况，海尔仍然应该对应收账款进行更有效的管理，提高信贷标准，尽可能降低信贷销售额的比

例，提高现金销售额的比例。

表 4.6 2018-2022 年海尔应收账款的具体内容

单位：百万

	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年
一年以内	10,363.42	10,948.68	15,866.29	14,782.90	15,983.20
1-2 年	76.48	274.14	229.62	375.66	744.57
2-3 年	103.36	98.67	91.67	78.86	249.91
3 年以上	136.03	139.30	184.13	135.77	129.30
应收账款余额	10,879.29	11,460.79	16,371.71	15,373.19	17,106.98
坏账准备	345.79	444.92	441.68	742.17	1,193.29
应收账款净额	10,533.50	11,015.87	15,930.02	14,631.02	15,913.69

资料来源：海尔智家 2018-2022 年年报

此外，根据表 4.6 海尔应收账款账龄分类可以发现，一年内的应收账款占应收账款总额的绝大多数，而账龄较长的应收款相对较少，这说明海尔应收账款的基本结构是比较合理的。从这个角度来看，海尔的应收账款管理是有效的，坏账损失的风险可能不会太高。但 2022 年坏账准备的突然增加表明，海尔整体仍存在一定的坏账损失风险，需要在日常生产经营过程中持续关注，防止坏账真正发生。

表 4.7 海尔应收账款分析

	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年
应收账款增长率	-16.20%	5.61%	44.61%	-8.15%	8.81%
应收账款/总资产	6.26%	5.88%	7.83%	6.73%	6.75%
营业收入增长率	15.11%	9.52%	4.46%	8.50%	7.22%

资料来源：海尔智家 2018-2022 年年报

对应收账款增速的分析显示，海尔 2019 年和 2022 年的应收账款增长率略高于营业收入的增长率，这间接反映出海尔的销售和收款能力需要进一步提高，伴随着应收账款而来的还有坏账准备，这一点在海尔的合并财务报表相关数据中有所体现，虽然坏账准备是一种潜在的可能性，从货币资金的分析可以看出，海尔有充足的货币资金，企业发展的资金压力不会太大，但是如果不对应收账款实施有效的管理，坏账风险就会增加，影响企业长久稳定的经营。因此，海尔需要在对应收账款实施更加有效的管理，以防止应收账款出现坏账损失的可能。

## （2）存货分析

库存积压严重是目前家电行业企业的通病，海尔也毫无例外。究其原因主要是因为一方面宏观经济形势不景气，国民经济形势也不稳定，房地产行业销售不力，整个市场死气沉沉，消费者对家电产品的需求也在减少，对于海尔来说，存货增加也处于情理之中；另一方面，由于并购的实施，Candy 在意大利的存货也被纳入合并财务报表的会计范围，导致双方积压的库存一起出现在合并财务报表中，使存货积压情况更加恶化。从这两个方面来看，海尔应加大存货管理力度，尽早将累积存货卖出，防止存货跌价准备出现。

表 4.8 海尔存货分析

	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年
存货（百万）	22,377.19	28,228.60	29,446.97	39,863.17	41,542.71
存货/总资产	13.42%	15.06%	14.47%	18.33%	17.61%
存货周转率	8.16	7.93	7.27	6.57	5.98

资料来源：海尔智家 2018-2022 年年报

存货周转率的计算公式是企业的营业收入除以存货平均余额，在营业收入保持正常变动时，如果企业的存货越多，存货周转率就会变得越低。根据表 4.8 可知在海尔并购意大利 Candy 之后海尔的存货数量不断的上升，营业收入的增长并没有匹配存货的增长导致存货周转率不断的下降，存货周转效率降低，给海尔的存货管理带来了一定的困难，海尔在之后的并购整合过程中应该关注存货所面临的状况，必要时通过降

价等手段实现存货的出手。

### (3) 货币资金分析

由表 4.9 得出从货币资金的存量来看，海尔的货币资金总体上是稳中有升的。2019 年至 2020 年货币资金的大幅增加主要是由于海尔收购了意大利 Candy 公司，该公司被纳入合并财务报表，导致货币资金大幅增加。但不可否认的是，合并后其总资产也有所增加，因此比例方面的增加并不太显著。尽管海尔的货币资金在 2021 年经历了短暂的下跌，但在 2022 年又恢复了增长趋势，由此可见，本次并购对海尔货币资金的影响相对较小，海尔的货币资金总体上是安全的，可以按照惯例正常管理。如有必要，海尔可以将手中剩余的货币资金用于增加投资或者是偿还债务，提高资金使用效率，降低货币资金的机会成本。

表 4.9 海尔货币资金分析

单位：百万

	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年
货币资金	37,456.36	36,178.82	46,461.33	45,857.17	54,138.81
总资产	166,699.54	187,454.24	203,459.50	217,459.49	235,842.25
占比	22.47%	19.30%	22.84%	21.09%	22.96%

资料来源：海尔智家 2018-2022 年年报

### (4) 固定资产分析

据表 4.10 可知，2018 年至 2019 年间，海尔的固定资产实现了显著增长，主要是由于控股权合并后，意大利 Candy 的固定资产被纳入合并财务报表。但从固定资产占比来看，海尔固定资产在总资产中所占比重相对稳定，没有明显波动，说明海尔集团固定资产质量相对稳定，保持固定资产的稳定增长有利于海尔公司开拓海外市场。但不可否认的是，固定资产的增加也面临着固定资产减值准备的增加，这从海尔披露的年报数据中可以看出。从固定资产减值准备的增加来看，海尔的固定资产管理似乎只是流于形式，并没有具体的措施落实，这就要求海尔在未来管理中落实具体责任，努力实现固定资产增加带来的正价值最大化。

表 4.10 海尔固定资产分析

单位：百万

	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年
固定资产	17,319.64	21,180.06	20,895.50	22,307.09	27,158.35
总资产	166,699.54	187,454.24	203,459.50	217,459.49	235,842.25
占比	10.39%	11.30%	10.28%	10.26%	11.52%

资料来源：海尔智家 2018-2022 年年报

### 4.3 并购活动财务协同分析

#### 4.3.1 并购前后财务绩效分析

##### (1) 盈利能力分析

由表 4.11 可知 2020 年，海尔的总资产净利润率有所下降，盈利能力有所下降。主要原因是，一方面，海尔此次收购依赖于一些银行贷款，这种类型的收购不仅减缓了海尔的利润增长率，而且导致资本扩张速度快于利润增长速度，两者距离比较大导致；另一方面，由于疫情，企业通过混合销售创收的能力受到限制，因此，这就要求海尔在进行资本扩张并购的同时，不断提高自身发展水平，创造新的收入增长点，提高获利能力，最终提高盈利能力水平。

表 4.11 海尔 2018-2022 年盈利能力的具体指标分析

	总资产净利润率	营业毛利率	销售净利润率	权益净利润率
2018 年	6.03%	29.00%	5.33%	18.98%
2019 年	6.94%	29.83%	6.14%	20.42%
2020 年	5.79%	28.03%	5.40%	17.01%
2021 年	6.28%	31.23%	5.81%	17.72%
2022 年	6.50%	31.33%	6.05%	16.74%

资料来源：海尔智家 2018-2022 年年报

除 2020 年外，海尔的营业毛利率一直在稳步增长，部分原因是海尔收购意大利 Candy 家电可以获得意大利 Candy 家电的消费者和市场份额。同时，海尔在意大利收购 Candy 家电后，还可以进行集中采购，实现对供应商的压价，海尔的生产成本就会逐步降低，可以实现海尔的营业毛利率的提高，这也表明海尔从意大利收购 Candy 家电在一定程度上提高了公司的盈利能力。

根据数据显示海尔 2020 年的销售净利润率也有所下降。这是因为一方面，海尔在并购过程中借了外债，需要支付大量利息，利息费用的增加导致企业财务费用增加，进而导致净利润下降，销售净利润率增速放缓。与此同时，疫情导致海尔的销售受挫，导致收入减少，销售净利润率面临不可避免地下降；另一方面，并购后企业整合需要大量的人力、物力、财力，这些投入不免导致海尔的净利润增长率趋于平缓，海尔的盈利能力下降。幸运的是随着并购后整合活动步入尾声，2021 年海尔的销售利润率开始回暖，由此不难看出，对于企业并购而言，并购后公司相关指标的波动在所难免，但是采取适当的整合方式，可以在后期稳定变化，保持企业的盈利能力，否则将导致公司销售净利润率下降。

2019 年海尔并购意大利 Candy 之后，其盈利能力指标大多数达到了近几年的巅峰状态，这是因为海尔实现并购以后，生产规模再次扩大，规模经济效果有所体现，企业生产成本降低，利润增加，相关比率就会有所增加，这也从侧面反映出此次并购的协同效应。

表 4.12 2018-2022 年海尔的权益净利率与行业企业对比

	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年
海尔	18.98%	20.42%	17.01%	17.72%	16.74%
美的	23.42%	24.22%	23.50%	22.06%	20.61%
格力	16.55%	24.12%	19.37%	20.52%	23.36%

资料来源：各企业财务报表数据

根据表 4.12 数据显示与其余同行业的两家企业对比可以发现，海尔的权益净利率一直是比较低的，这主要是因为海尔的主营业务是冰箱以及洗衣机等，而美的，格力的空调板块比较好，洗衣机和电冰箱的利润率相较于空调来说比较有限，因此主营业务带来的利润有限，权益净利率也就低于其他两家。并购实现以后海尔的权益净利率实现了短

暂的增加，但是在 2020 年因为疫情等原因仍旧出现了下降，随后的几年也没有回到并购前 2018 年的水平，从这一点上来看，海尔需要积极调整战略布局，以求实现权益净利率的提升，降低与同行业公司之间的差距。

与同行业的其他两家公司相比，可以发现海尔的净资产利润率一直相对较低。这主要是因为海尔的主营业务是冰箱和洗衣机，而美的和格力的空调板块更好，与空调相比，洗衣机和冰箱的利润率相对有限，因此主营业务带来的利润有限，净资产利润率也就低于其他两家公司。并购后，海尔的权益净利率实现短暂上升，但由于疫情等原因，2020 年继续下降。在随后的几年里，它并没有恢复到 2018 年并购前的水平，从这个角度来看，海尔需要积极调整战略布局，以实现权益净利率的提升，缩小与行业同行的差距。

从国内外营业收入占比情况分析表 4.13 可以发现，2018 年以来，海尔国内营收不断萎缩，这也符合中国家电行业进入成熟发展阶段的事实，需求不足和市场饱和使收入难以实现增长。与之相对应的是，海尔海外收入自 2018 年以来稳步增长，这间接反映出海尔选择收购意大利 Candy 在一定程度上实现了海外收入的增长，促进了海外市场的扩张，为公司争取了新的利润增长点，缓解了国内市场购买力不足的压力，并在一定程度上提高了公司的盈利能力。

表 4.13 2018-2022 年海内外主营业务收入占比情况

单位：元

	国内营业收入	占比	国外营业收入	占比
2018 年	106,368,759,896.57	57.94%	77,199,906,200.84	42.06%
2019 年	106,643,054,818.57	53.12%	94,118,928,438.00	46.88%
2020 年	107,678,156,386.81	51.34%	102,047,664,712.63	48.66%
2021 年	112,316,894,142.15	49.36%	115,239,249,476.02	50.64%
2022 年	116,754,660,544.84	47.95%	126,758,903,125.89	52.05%

资料来源：海尔智家 2018-2022 年年报

## （2）偿债能力分析

一家公司的偿债能力越高，就越有可能成功获得融资并及时偿还债务，如果一家公

司能够拥有充足的现金并及时偿还债务，就可以促进其长期运营，实现可持续发展。根据表 4.14 计算数据可以看出，海尔在 2019 年收购意大利 Candy 后，流动比率和速动比率都出现了不同程度的下降，反映出海尔在收购后的短期偿付能力有所下降，2019 年 1 月 4 日，随着并购活动的结束，海尔支付了此次并购 38.05 亿元的对价，这些资金一部分来自于银行贷款，一部分是海尔的自有资金，这就造成了上述局面，这种支付方式导致海尔的现金库存减少，进而降低了海尔的短期偿付能力。尽管数据显示海尔的短期偿付能力在 2022 年有所改善，但并未恢复到并购前的水平，海尔应更加关注公司的偿付能力，以防范潜在风险。

由于采用现金支付方式，海尔的总现金流有所下降，相应的现金比率也有所下降。幸运的是，在 2022 年，现金比率几乎恢复到了合并前的水平。此外，在产权比例方面，海尔在意大利收购 Candy 家电后，相应数值有短暂的增长，但没有太大变化。自 2020 年以来，产权率一直在持续下降，这表明 2019 年的产权率高是由于海尔的债务收购，增加了公司的负债。

表 4.14 海尔 2018-2022 年偿债能力的具体指标分析

	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年
速动比率	0.90	0.76	0.78	0.67	0.75
流动比率	1.17	1.05	1.04	0.99	1.1
现金比率	0.47	0.38	0.42	0.37	0.46
产权比率	1.73	1.68	1.78	1.68	1.49
资产负债率	66.93%	65.33%	66.52%	62.71%	59.84%

资料来源：海尔智家 2018-2022 年年报

海尔 2019 年资产负债率相较于前几年有所下降，这表明海尔并购意大利 Candy 一定程度上通过吸收其优质资产实现了公司长期偿债能力的提升，2020 年海尔的负债与资产比率上升主要是由于疫情的客观现实。尽管海尔在 2019 年收购意大利 Candy 期间产生了一些负债，但期末负债与资产比率并未因此而增加，但与 2018 年相比呈下降趋势。

这表明，从长远来看，收购产生的负债不会对公司的生产经营产生不利影响。这也从另一个角度反映出，海尔从意大利收购 Candy 后，在这段时间内实现了有效的业务整合。

表 4.15 海尔及同行业企业资产负债率对比

	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年
海尔	66.93%	65.33%	66.52%	62.71%	59.84%
美的	64.94%	64.40%	65.53%	65.25%	64.05%
格力	63.10%	60.40%	58.14%	66.23%	71.30%

资料来源：根据各企业 2018-2022 年财务报表计算

总体而言，除 2020 年外，由于疫情的特殊因素，海尔的资产负债率一直在下降，与其他两家公司相比相对较低。这不仅表明海尔在并购整合方面做得很好，也表明海尔一直在有效地管理其资产和负债，积极降低运营风险，提高其维持运营的能力。

### （3）营运能力分析

为了实现并购后的库存处置，海尔放宽了应收账款的回收期。但其结果是应收账款周转率下降，坏账损失日益严重。尽管海尔从意大利收购 Candy 家电有很多好处，例如实现了优质资源的共享，但这也导致海尔积累了大量的库存和固定资产。对于海尔来说，并购后的资源整合需要一定的时间，短期内难以快速消化积累的库存和固定资产，这意味着公司的运营能力无法在短期内得到提升。此外，由于 2020 年疫情的影响，提高营运能力的难度更加增大。然而，2021 年情况略有改善，固定资产、存货和总资产的周转率显著上升，这表明海尔在并购后积极采取措施促进双方的有效整合，并在一定程度上取得了良好的效果，其运营能力也得到了相应的部分提升。就海尔目前的流动资产周转率而言，自 2019 年以来一直在下降，主要原因是库存周转率和应收账款周转率下降所导致。

表 4.16 海尔 2018-2022 年营运能力的具体指标分析

	流动资产周转率	应收账款周转率	固定资产周转率	存货周转率	总资产周转率
2018 年	2.01	16.02	10.97	5.93	1.15
2019 年	2.06	18.72	10.40	5.57	1.13

2020 年	1.95	15.57	9.94	5.11	1.07
2021 年	1.91	15.57	11.01	6.86	1.13
2022 年	1.92	15.95	9.85	5.98	1.07

资料来源：海尔智家 2018-2022 年年报

根据表 4.16 可知，从 2018 年到 2020 年，海尔的固定资产周转率和存货周转率一直呈下降趋势，这表明海尔在收购意大利 Candy 后，产品销售和管理能力并没有明显提升。这是因为合并前家电行业处于成熟阶段，海尔库存积压已经较为严重，整体资产基数较大，其所吸收的 Candy 在意大利的资产也难以在短时间内消化，导致绩效指标表现不佳，海尔需要在日常生产经营活动中不断探索，降低存货跌价和固定资产减值风险。

自 2019 年海尔收购 Candy 家电以来，总资产周转率有所下降。这是因为海尔从意大利收购了 Candy 家电同时也获得了其资产的所有权。但从短期来看，海尔并未实现营业收入与总资产同步均衡发展，但从海尔总资产周转的速度和行业发展的趋势来看，两者是合理的。

表 4.17 海尔及同行业企业存货周转率对比

	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年
海尔	5.93	5.57	5.11	6.86	5.98
美的	8.86	9.62	9.60	8.92	7.52
格力	10.93	9.09	6.56	5.37	4.69

资料来源：根据各企业的财务报表计算

海尔的存货周转率介于美的和格力之间。虽然 2020 年受疫情影响大幅下降，但调整后的 2021 年实现了快速增长，随后在 2022 年再次下降。但仍高于合并前的水平。尽管合并前后海尔的库存周转率与美的和格力相比仍然较低，但差距正在逐渐缩小，总体而言，海尔的运营能力正在逐步提升，发展也在逐步稳定。

#### （4）发展能力分析

从表 4.18 数据中可以看出，2018 年海尔收购意大利 Candy 后，海尔总资产增速发

生了明显变化。这是因为在海尔收购 Candy 后，Candy 的资产被归为海尔自有资产，导致海尔的资产规模急剧增加，总资产的增长率也有所提高。但在受到疫情影响后，在 2022 年又有所下降和改善，但仍未恢复到并购前的水平。海尔未来需要继续关注。再看海尔的净利润增长率，在意大利收购 Candy 后，其净利润增长率有所提升，说明此次收购对净利润的贡献相当显著。海尔在意大利收购 Candy 后，开拓了欧洲市场，拓展了公司的销售渠道，在一定程度上可以实现公司的利润增长。

海尔的营收增长率和净资产增长率波动较大，稳定性较差。原因是多方面的，因为家电行业的成熟期是客观事实，企业的转型升级需要一定的时间。与此同时，疫情也对企业产生了重大影响。此外，宏观经济政策的调整导致购房需求减少，家电产品需求进一步萎缩，这些原因导致海尔发展能力不稳定，不仅影响到单个企业，也影响到整个行业，短期内，这种影响将继续存在，影响企业经营的稳定性。

表 4.18 海尔 2018-2022 年发展能力的具体指标分析

	总资产增长率	净利润增长率	营业收入增长率	净资产增长率
2018 年	10.06%	7.94%	15.11%	17.93%
2019 年	12.45%	26.24%	9.52%	17.88%
2020 年	8.54%	-8.20%	4.46%	4.80%
2021 年	6.86%	16.66%	8.50%	19.01%
2022 年	8.31%	11.34%	7.22%	16.54%

资料来源：海尔智家 2018-2022 年年报

表 4.19 显示与同行业的其他两家公司相比，海尔的总资产增长率并不是特别显著，但相对稳定，美的和格力的稳定性相对较差，经历了大起大落。稳定的资产增长有助于企业实现稳定的生产经营，减少生产经营过程中的一定不确定性，促进企业稳健发展。

表 4.19 海尔及同行业企业总资产增长率对比

	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年
海尔	10.06%	12.45%	8.54%	6.86%	8.31%
美的	6.29%	14.51%	19.35%	7.65%	8.92%
格力	16.81%	12.69%	-1.32%	14.45%	6.55%

资料来源：海尔智家 2018-2022 年年报

总体来看，海尔在意大利收购 Candy，在盈利能力、运营能力、偿债能力、发展能力等方面给公司带来了一定的积极影响；同时，通过海尔的有效整合，最大限度地发挥了两家公司的资源和优势互补性，为企业的发展带来了积极的影响。海尔需要在未来的运营过程中继续保持良好的业绩，持续关注存在的问题，并加以改进，以最大限度地发挥其并购协同效应。

### 4.3.2 EVA 分析

本文结合 2018-2022 年海尔的财务报表信息，在进行一定整理计算之后，计算了近几年企业的经济增加值，以此对并购协同效应进行评价，从而从多维度分析此次并购的协同效应，同时验证传统四大能力的分析结果。

EVA 的计算公式为：经济增加值=税后经营净利润-加权平均资本成本\*成本总额

税后经营净利润=营业收入-营业成本+研发费用的资本化金额+财务费用+少数股东权益+递延所得税负债本年增加额-递延所得税资产本年增加额+资产减值准备增加额-税收调整额

成本总额=总资产+少数股东权益+研发费用资本化金额-营业外收支税后调整额-递延所得税资产+递延所得税负债+资产减值准备期末值-在建工程-无息负债

加权平均资本成本=债务资本成本\*债务资本占比\*(1-所得税税率)+权益资本成本\*权益资本占比

Stern Stewart 认为，由于传统财务报表中存在信息失真的可能性，为了让 EVA 真正衡量企业价值创造，必须对会计报表中的相关数据进行一定的调整。调整 EVA 的目的首先是消除导致管理人员短期行为的因素，着眼于企业的长期发展；二是消除保守原则导致的会计信息失真，反映经济交易的本质；三是减少管理者调整利润的机会，真正反

映经营者的业绩。具体的调整事项如下：

(1) 调整资本化费用

资本化费用对企业的影响是长时间的，公司对于研发和广告方面的投入越多，企业短期利润表现越好，这二者之间的相关性不言而喻。资本化费用对税后经营净利润的影响=研发费用+广告费用-累计分摊，对成本总额的影响和对税后经营净利润的影响是一致的。具体的调整事项如下表所示：

表 4.20 海尔资本化费用调整

单位：亿元

	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年
研发费用	50.81	62.67	68.60	83.57	94.99
广告费用	286.53	336.82	336.42	365.54	385.98
资本化费用	337.34	399.49	405.02	449.11	480.97
平均每年分摊	67.47	79.90	81.00	89.82	96.19
累计分摊	67.47	147.37	228.37	318.19	414.39
NOPAT 影响	269.87	252.12	176.65	130.92	66.58
TC 影响	269.87	252.12	176.65	130.92	66.58

资料来源：海尔智家 2018-2022 年年报

(2) 调整财务费用

在计算 EVA 时所用到的利润是指息税前利润，所以计算时需要将利息调整加上；汇兑业务不是企业日常业务，其所产生的汇兑损益应该在计算过程中扣除。

表 4.21 海尔财务费用调整

单位：亿元

	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年
利息支出	14.65	17.47	13.27	7.12	9.84
汇兑损益	-1.78	-2.72	3.85	5.77	-3.72
NOPAT 影响	16.43	20.19	9.42	1.35	13.56

资料来源：海尔智家 2018-2022 年年报

### （3）调整营业外收支

营业外收支顾名思义是指企业日常生产经营活动以外的收入和支出，这类收支往往具有很大的未知性，因此而计算的企业利润也会缺乏客观性，所以应该进行相应的调整。

表 4.22 海尔营业外收支调整

单位：亿元

	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年
营业外支出	2.35	2.1	2.41	1.59	1.91
营业外收入	4.74	3.91	1.97	1.99	1.37
差额	-2.39	-1.81	0.44	-0.4	0.54
TC 影响	-1.673	-1.267	0.33	-0.3	0.405

资料来源：海尔智家 2018-2022 年年报

### （4）调整递延所得税资产和递延所得税负债

递延所得税差异主要是因为税法会计计量不一致所导致的，递延所得税资产虽然属于企业控制的资产，但是这部分资金的使用权已经让渡给税务部门，企业无法自由支配，与之相反的递延所得税负债虽然属于负债，但是其资金能够由企业自由支配，所以在计算经济增加值时应该重新调整。对递延所得税的调整如下表所示：

表 4.23 海尔递延所得税资产和递延所得税负债调整

单位：亿元

	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年
递延所得税资产	18.16	15.79	22.08	18.55	17.22
递延所得税资产本年增加	-0.79	-2.37	6.29	-3.53	-1.33
递延所得税负债	4.05	11.54	19.00	21.22	23.59
递延所得税负债本年增加	1.26	7.49	7.46	2.22	2.37
NOPAT 影响	2.05	9.86	1.17	5.75	3.7
TC 影响	-14.11	-4.25	-3.08	2.67	6.37

资料来源：海尔智家 2018-2022 年年报

### （5）调整资产减值损失

基于会计信息谨慎性原则，企业在编制财务报表时计提了资产减值损失，然而资产发生减值只是一种可能性，对资产减值准备的评判是根据评估者的主观判断所决定的，所以在减值准备的计提过程中并不是特别的客观，因此需要相应的调整。

表 4.24 海尔资产减值损失调整

单位：亿元

	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年
期末金额	7.60	-8.61	-13.36	-14.19	-15.00
变动额	1.04	16.21	-4.75	-0.83	-0.81
NOPAT 影响	1.04	16.21	-4.75	-0.83	-0.81
TC 影响	7.60	-8.61	-13.36	-14.19	-15.00

资料来源：海尔智家 2018-2022 年年报

### （6）调整在建工程

在建工程会耗用企业大量的资金，且占用的这部分资金回收期较长，因为长期占用企业资金却无法使企业及时获得应得的收入，无法提高企业利润，因此需要在调整时进行扣除。

表 4.25 海尔在建工程调整

单位：亿元

	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年
在建工程	38.73	23.91	35.97	41.83	40.95
TC 影响	-38.73	-23.91	-35.97	-41.83	-40.95

资料来源：海尔智家 2018-2022 年年报

### （7）调整无息负债

企业并不是所有的负债都有相应的利息，有些资金占用因为其既不是股权资本，也不是债务资本，不需要支付利息，所以这些资金占用不属于构成企业资本成本的部分，所以对于没有利息的负债需要在相应的会计调整，在计算 EVA 时应从成本总额中予以扣除。

表 4.26 海尔无息负债调整

单位：亿元

	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年
应付票据	196.26	193.09	212.36	250.23	250.91
应付账款	277.59	337.51	363.03	423.45	418.84
预收账款	0.15	0	0	0	0
应交税费	18.38	21.17	24.00	26.04	28.73
应付利息	1.05	0.49	0	0	0
其他应付款	126.86	151.56	170.56	175.24	175.12
应付职工薪酬	26.51	31.56	37.60	41.14	40.50
无息负债合计	646.8	735.38	807.55	916.1	914.1
TC 影响	-646.8	-735.38	-807.55	-916.1	-914.1

资料来源：海尔智家 2018-2022 年年报

## (8) 税收调整

EVA 指标的计算需要考虑所得税的影响，故使用税后营业利润。EVA 税收调整= 所得税费用+（资本化费用+财务费用+营业外支出-营业外收入+资产减值准备）\*（1-25%）

表 4.27 海尔 EVA 税收调整

单位：亿元

	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年
所得税费用	18.59	22.96	22.32	26.99	30.58
税率	25%	25%	25%	25%	25%
资本化费用	269.87	252.12	176.65	130.92	66.58
财务费用	9.39	8.93	11.96	6.86	-2.46
营业外支出	2.35	2.1	2.41	1.59	1.91
营业外收入	4.74	3.91	1.97	1.99	1.37
减值准备	1.04	16.21	-4.75	-0.83	-0.81
合计	277.91	275.45	184.30	136.55	63.85
税收调整	227.02	229.55	160.55	129.40	78.47

资料来源：海尔智家 2018-2022 年年报

## (9) 调整后的税后净利润和总成本

税后经营净利润=营业利润+资本化费用+财务费用+少数股东损益-递延所得税资产  
 本年增加-递延所得税负债本年增加+资产减值准备-EVA 税收调整

表 4.28 海尔税后经营净利润 NOPAT 调整

单位：亿元

	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年
营业利润	113.91	144.49	135.98	158.76	178.44
资本化费用	269.87	252.12	176.65	130.92	66.58
财务费用	9.39	8.93	11.96	6.86	-2.46
少数股东损益	23.3	41.28	24.46	1.50	0.21
递延所得税资产本年增加	-0.79	-2.37	6.29	-3.53	-1.33
递延所得税负债本年增加	1.26	7.49	7.46	2.22	2.37
资产减值准备	1.04	16.21	-4.75	-0.83	-0.81
EVA 税收调整	227.02	229.56	160.55	129.40	78.47
NOPAT	192.54	243.34	184.93	173.56	167.19

资料来源：海尔智家 2018-2022 年年报

成本总额=总资产+少数股东损益+资本化费用+（营业外支出-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+资产减值准备-在建工程-无息负债

表 4.29 海尔总成本 TC 调整

单位：亿元

	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年
总资产	1667	1874.54	2034.59	2174.59	2358.42
少数股东损益	23.3	41.28	24.46	1.50	0.21
资本化费用	269.87	252.12	176.65	130.92	66.58
营业外收支税后调整	-1.67	-1.27	0.33	-0.3	0.41
递延所得税资产	18.16	15.79	22.08	18.55	17.22
递延所得税负债	4.05	11.54	19.00	21.22	23.59
资产减值准备	7.60	-8.61	-13.36	-14.19	-15.00

在建工程	38.73	23.91	35.97	41.83	40.95
无息负债	646.8	735.38	807.55	916.10	914.10
TC	1266.88	1394.53	1376.07	1337.26	1461.94

资料来源：海尔智家 2018-2022 年年报

#### (10) 加权平均资本成本计算

债务资本成本：短期借款一般是指借款时间在一年以内的借款，这部分资金的利率可以参照 2015 年人民银行公布的一年内贷款利率 4.35% 进行计算，长期借款则参照一年至五年期基本贷款利率 4.75% 计算。故税前债务资本成本=4.35%\*短期借款所占比例+4.75%\*长期借款所占比例

表 4.30 海尔债务资本成本计算

	单位：亿元				
	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年
短期借款	62.99	85.85	76.88	112.26	96.43
长期借款	155.41	132.76	118.21	30.39	135.91
借款总额	218.4	218.61	195.09	142.65	232.34
短期借款比例	28.84%	39.27%	39.41%	78.70%	41.50%
长期借款比例	71.16%	60.73%	60.59%	21.30%	58.5%
税前债务资本成本	4.63%	4.59%	4.59%	4.35%	4.58%

资料来源：海尔智家 2018-2022 年年报

权益资本成本的计算则参照资本资产定价模型来确定，即  $Re=Rf+(Rm-Rf)*\beta$

其中：无风险利率选择一年期国债利率确定，市场风险溢价参照国内生产总值 GDP 的增长率确定， $\beta$  系数数据从国泰安数据库中进行查询。

表 4.31 海尔 2018 年-2022 年权益资本成本

	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年
无风险利率	2.60%	2.36%	2.75%	2.5%	1.98%
市场风险溢价	10.49%	7.31%	2.3%	8.4%	3%
$\beta$ 值	1.075682	1.084358	1.18302	1.31963	1.14589
权益资本成本	13.88%	10.29%	5.47%	13.58%	5.42%

资料来源：海尔智家 2018-2022 年年报

加权平均资本成本=债务占比\*税后债务资本成本+权益占比\*权益资本成本

表 4.32 海尔 2018-2022 年加权资本成本

	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年
债务资本占比	66.93%	65.33%	66.52%	37.29%	40.16%
权益资本占比	33.07%	34.67%	33.48%	62.71%	59.84%
税前债务资本成本	4.63%	4.59%	4.59%	4.35%	4.58%
权益资本成本	13.88%	10.29%	5.47%	13.58%	5.42%
税率	25%	25%	25%	25%	25%
WACC	6.91%	5.82%	4.12%	9.73%	4.62%

资料来源：前文统计和计算结果

#### (11) 并购前后 EVA 的计算

表 4.33 海尔 2018-2022 年经济增加值 EVA

单位：亿元

	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年
NOPAT	163.89	214.15	156.28	144.90	138.27
TC	1266.88	1394.53	1376.07	1337.26	1461.94
WACC	6.91%	5.82% <sup>1</sup>	4.12%	9.73%	4.62%
EVA	76.34	132.99	99.58	14.78	70.73

资料来源：海尔智家 2018-2022 年年报

#### (12) EVA 变化趋势

从 EVA 曲线的变化可以看出，2018 年海尔的 EVA 仍处于相对较低的水平，2019 年海尔与意大利 Candy 家电合并后，海尔从意大利 Candy 家电吸收了优质技术，开拓了欧洲市场，吸收了人力、物力和财力资源，扩大了市场份额，增加了销售额和收入，公司的利润也有一定的增长，税后净营业利润有所增加。因此，EVA 在合并当年实现了快速增长。然而，从 2020 年到 2021 年，EVA 迅速下降，主要是由于 2020 年新冠肺炎的影响。此外，随着家电市场多年的发展，消费者需求日益饱和，导致家电市场需求低迷。

同时，消费者购买力不足，家电市场竞争激烈，导致 2020 年海尔营业收入下降，从而导致海尔 EVA 价值大幅下降。2022 年，这一趋势得到了遏制，尽管尚未达到顶峰，但正朝着积极的方向发展。

根据同年海尔收购意大利 Candy 家电 EVA 价值的快速增长，海尔的收购带来了税后净营业利润的增长，提高了企业的经济效益和综合业绩，也提高了企业内部价值，因此，剔除 2020 年新冠肺炎疫情对家电企业的负面影响，海尔此次收购是成功的。

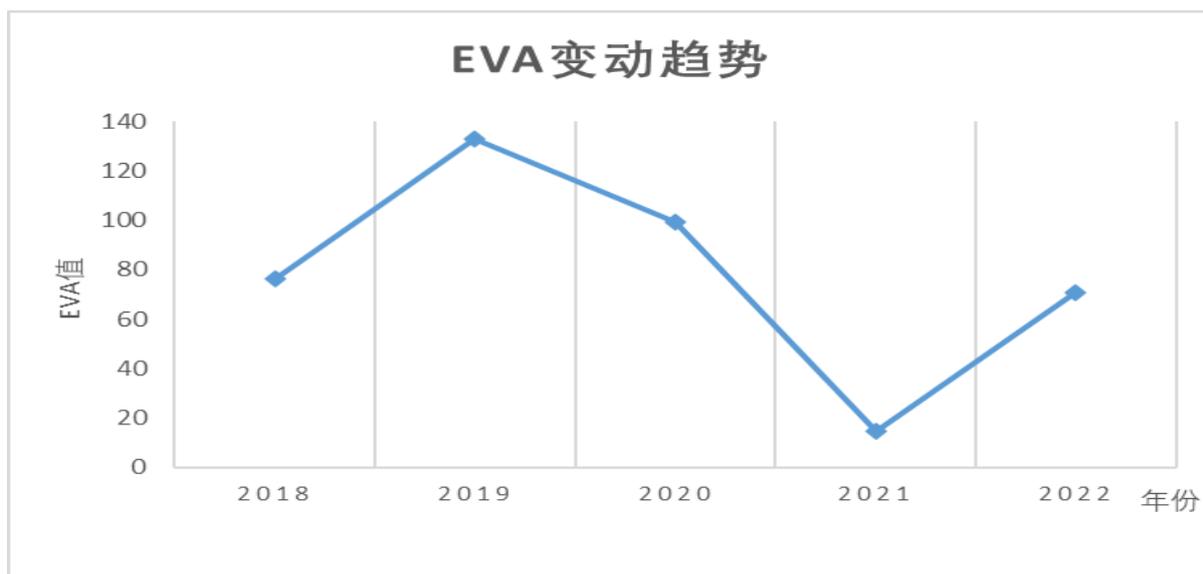


图 4.1 EVA 变化趋势

### (13) EVA 报酬率

从下图中可以看出，海尔 2018-2022 年 EVA 报酬率均大于 0，在 2019 年实施并购以后，EVA 报酬率出现了大幅度的增长，EVA 回报率从 2018 年的 6.1% 上升到 9.27%，增幅显著，这不仅说明此次并购给企业带来了正向价值，同时随着整合活动的深入，早期企业对研发费用的投入也取得了回报，进一步提高了公司的 EVA 回报率。

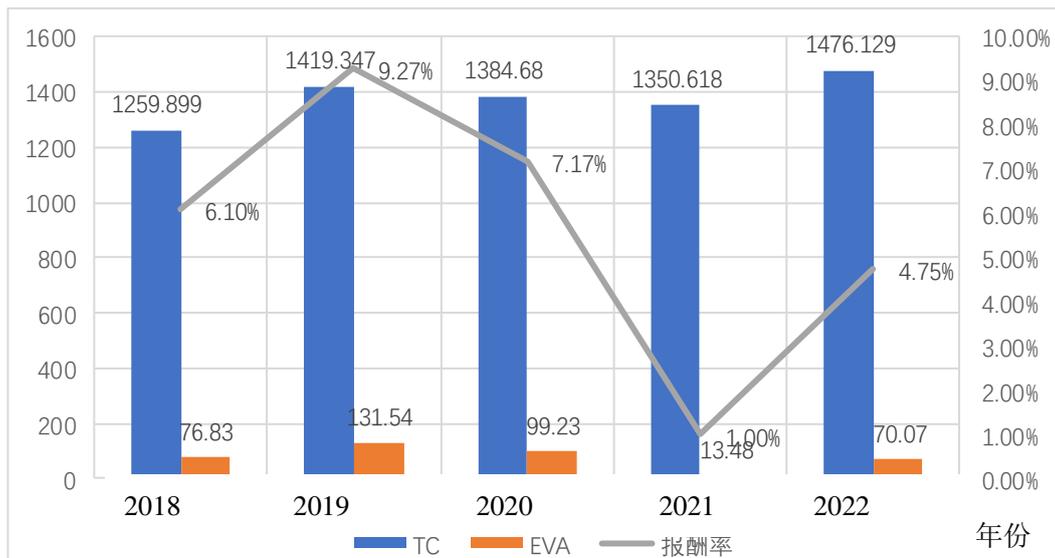


图 4.2 EVA 报酬率

### 4.3.3 基于熵值法的并购协同效应分析

熵值法是一种多指标决策的客观权重确定方法，它通过计算指标的信息熵来确定各指标权重，熵值法可以用来判断某个指标的离散程度，离散程度越大，二级指标对综合评价的影响越大。

#### (1) 具体计算步骤

第一步：标准化处理

正向指标:

$$y_{ij} = \frac{x_{ij} - x_{\min}}{x_{\max} - x_{\min}} \tag{4-1}$$

负向指标:

$$y_{ij} = \frac{x_{\max} - x_{ij}}{x_{\max} - x_{\min}} \tag{4-2}$$

第二步：计算第 i 年第 j 项财务指标值所占的比重

$$p_{ij} = \frac{y_{ij}}{\sum_{i=1}^b y_{ij}} \tag{4-3}$$

第三步：计算第 j 项指标的熵值

$$e_j = \frac{1}{\ln b} \sum_{i=1}^b p_{ij} \ln p_{ij} \tag{4-4}$$

第四步：计算第 j 项指标的差异性系数

$$g_j = 1 - e_j \tag{4-5}$$

第五步：计算指标的熵值

$$w_j = \frac{g_j}{\sum_{i=1}^a g_j} \tag{4-6}$$

(2)并购协同效应评价体系的应用

a. 原始数据指标

本文拟选取与并购协同效应相关的多个财务指标进行分析，分别对海尔并购 Candy 所产生的有关经营、管理和财务方面的协同效应进行分析。

表 4.34 并购协同效应评价的原始财务数据指标

一级指标	二级指标	三级指标	2018	2019	2020	2021	2022
经营协同	发展能力	营业收入增长率 X <sub>1</sub>	15.11	9.52	4.46	8.50	7.22
		净资产增长率 X <sub>2</sub>	17.93	17.88	4.80	19.01	16.54
		净利润增长率 X <sub>3</sub>	7.94	26.24	-8.20	16.66	11.34
		总资产增长率 X <sub>4</sub>	10.06	12.45	8.54	6.86	8.31
	盈利能力	权益净利率 X <sub>5</sub>	18.98	20.42	17.01	17.72	16.74
		总资产净利率 X <sub>6</sub>	6.03	6.94	5.79	6.28	6.50
		销售净利率 X <sub>7</sub>	5.33	6.14	5.40	5.81	6.05
财务协同	短期偿债能力	流动比率 X <sub>8</sub>	1.17	1.05	1.04	0.99	1.10
		速动比率 X <sub>9</sub>	0.90	0.76	0.78	0.67	0.75
	长期偿债能力	产权比率 X <sub>10</sub>	173	168	178	168	149
		资产负债率 X <sub>11</sub>	66.93	65.33	66.52	62.71	59.84
管理协同	费用控制	销售费用率 X <sub>12</sub>	15.63	16.78	16.04	16.11	15.85
		管理费用率 X <sub>13</sub>	4.54	5.04	4.79	4.61	4.45
		成本费用利润率 X <sub>14</sub>	6.88	7.85	7.02	7.47	7.87
		研发费用率 X <sub>15</sub>	2.78	3.12	3.27	3.93	4.19
	营运能力	总资产周转率 X <sub>16</sub>	1.15	1.13	1.07	1.13	1.07
		应收账款周转率 X <sub>17</sub>	16.02	18.72	15.57	15.57	15.95
		流动资产周转率 X <sub>18</sub>	2.01	2.06	1.95	1.91	1.92
		存货周转率 X <sub>19</sub>	5.93	5.57	5.11	6.86	5.98

资料来源：海尔智家 2018-2022 年年报

b. 标准化处理

对需要进行计算的指标进行无量纲化处理，得到的结果如下表所示：

表 4.35 标准化处理后的财务评价指标

	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年
营业收入增长率 $X_1$	2	1.48	1	1.38	1.26
净资产增长率 $X_2$	1.92	1.92	1	2	1.83
净利润增长率 $X_3$	1.47	2	1	1.72	1.57
总资产增长率 $X_4$	1.57	2	1.3	1	1.26
权益净利率 $X_5$	1.61	2	1.07	1.27	1
总资产净利率 $X_6$	1.21	2	1	1.43	1.62
销售净利率 $X_7$	1	2	1.09	1.59	1.89
流动比率 $X_8$	2	1.33	1.28	1	1.61
速动比率 $X_9$	2	1.39	1.48	1	1.35
产权比率 $X_{10}$	1.17	1.34	1	1.34	2
资产负债率 $X_{11}$	1	1.23	1.06	1.60	2
销售费用率 $X_{12}$	2	1	1.64	1.58	1.81
管理费用率 $X_{13}$	1.85	1	1.42	1.73	2
成本费用利润率 $X_{14}$	2	1.02	1.86	1.41	1
研发费用率 $X_{15}$	1	1.24	1.35	1.82	2
总资产周转率 $X_{16}$	2	1.75	1	1.75	1
应收账款周转率 $X_{17}$	1.14	2	1	1	1.12
流动资产周转率 $X_{18}$	1.67	2	1.27	1	1.07
存货周转率 $X_{19}$	1.47	1.26	1	2	1.50

资料来源：Excel 整理计算所得

c. 计算第  $i$  年第  $j$  项财务指标值所占的比重

表 4.36 财务指标比重

	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年
营业收入增长率 $X_1$	0.281151	0.207365	0.140576	0.193902	0.177006
净资产增长率 $X_2$	0.221898	0.221492	0.115332	0.230663	0.210616
净利润增长率 $X_3$	0.189311	0.257804	0.128902	0.221948	0.202036
总资产增长率 $X_4$	0.220467	0.280411	0.182343	0.140206	0.176574

权益净利率 $X_5$	0.231521	0.287837	0.154478	0.182245	0.143919
总资产净利率 $X_6$	0.166667	0.275779	0.13789	0.196643	0.223022
销售净利率 $X_7$	0.132137	0.264274	0.143556	0.21044	0.249592
流动比率 $X_8$	0.276923	0.184615	0.176923	0.138462	0.223077
速动比率 $X_9$	0.277108	0.192771	0.204819	0.138554	0.186747
产权比率 $X_{10}$	0.170854	0.19598	0.145729	0.19598	0.291457
资产负债率 $X_{11}$	0.145376	0.178183	0.153783	0.231905	0.290753
销售费用率 $X_{12}$	0.2489	0.12445	0.204531	0.197066	0.225052
管理费用率 $X_{13}$	0.231007	0.125002	0.178004	0.215984	0.250004
成本费用利润率 $X_{14}$	0.274544	0.140083	0.255137	0.192964	0.137272
研发费用率 $X_{15}$	0.135063	0.167637	0.182008	0.245167	0.270125
总资产周转率 $X_{16}$	0.266667	0.233333	0.133333	0.233333	0.133333
应收账款周转率 $X_{17}$	0.182463	0.319311	0.159655	0.159655	0.178915
流动资产周转率 $X_{18}$	0.238095	0.285714	0.180952	0.142857	0.152381
存货周转率 $X_{19}$	0.203162	0.174704	0.13834	0.27668	0.207115

资料来源：Excel 整理计算所得

#### d. 计算各指标的差异性系数及熵值

表 4.37 各指标的差异性系数及熵值

	$e_j$	$g_i$	$w_j$
营业收入增长率 $X_1$	0.983804	0.016196	0.044675
净资产增长率 $X_2$	0.983866	0.016134	0.044503
净利润增长率 $X_3$	0.985344	0.014656	0.040426
总资产增长率 $X_4$	0.982858	0.017142	0.047284
权益净利率 $X_5$	0.978576	0.021424	0.059097
总资产净利率 $X_6$	0.982659	0.017341	0.047834
销售净利率 $X_7$	0.976842	0.023158	0.063878
流动比率 $X_8$	0.983166	0.016834	0.046434
速动比率 $X_9$	0.984789	0.015211	0.041959
产权比率 $X_{10}$	0.982135	0.017865	0.049279

续表 4.37 各指标的差异性系数及熵值

	$e_j$	$g_i$	$w_j$
资产负债率 $X_{11}$	0.97779	0.02221	0.061264
销售费用率 $X_{12}$	0.985317	0.014683	0.040503
管理费用率 $X_{13}$	0.98372	0.01628	0.044908
成本费用利润率 $X_{14}$	0.974748	0.025252	0.069654
研发费用率 $X_{15}$	0.980526	0.019474	0.053716
总资产周转率 $X_{16}$	0.974818	0.025182	0.069461
应收账款周转率 $X_{17}$	0.974667	0.025333	0.069878
流动资产周转率 $X_{18}$	0.977753	0.022247	0.061365
存货周转率 $X_{19}$	0.984091	0.015909	0.043882

资料来源：EXCEL 计算所得

表 4.38 并购协同效应测算结果

一级指标	二级指标	三级指标	
经营协同 0.347697772	发展能力 0.176888487	营业收入增长率 $X_1$	0.044675
		净资产增长率 $X_2$	0.044503
		净利润增长率 $X_3$	0.040426
		总资产增长率 $X_4$	0.047284
	盈利能力 0.170809285	权益净利率 $X_5$	0.059097
		总资产净利率 $X_6$	0.047834
		销售净利率 $X_7$	0.063878
财务协同 0.198935958	短期偿债能力 0.088393056	流动比率 $X_8$	0.046434
		速动比率 $X_9$	0.041959
	长期偿债能力 0.110542902	产权比率 $X_{10}$	0.049279
		资产负债率 $X_{11}$	0.061264
管理协同 0.45336627	费用控制 0.208780744	销售费用率 $X_{12}$	0.040503
		管理费用率 $X_{13}$	0.044908
		成本费用利润率 $X_{14}$	0.069654
		研发费用率 $X_{15}$	0.053716

	营运能力 0.244585526	总资产周转率 $X_{16}$	0.069461
		应收账款周转率 $X_{17}$	0.069878
		流动资产周转率 $X_{18}$	0.061365
		存货周转率 $X_{19}$	0.043882

资料来源：经 EXCEL 测算所得

根据表 4.38 中计算结果显示，经营协同测算结果 0.3476、管理协同效应的测算结果分别为 0.4534，财务协同测算结果 0.1989，根据结果显示，企业并购之后财务协同方面需要加强。

在衡量经营协同效应时，选择从发展能力以及盈利能力方面进行具体分析，尽管受到疫情的影响导致海尔的发展能力和盈利指标下降，但海尔在随后的生产经营过程中采取了积极措施，调整了相关业务布局，在一定程度上实现了指标回升，从单项指标表现来看，权益净利率以及销售净利率对经营协同效应的影响比较显著。

在财务协同方面，海尔并购后，短期偿债能力主要从正向指标流动和速动比率两个方面进行衡量，这两项指标在 2019 年有所下降。尽管在接下来的几年里有所改善，但它们还没有达到合并前的水平，这是因为海尔在并购期间的资金有一些贷款，导致短期偿付能力下降。长期偿付能力指数中的资产负债率呈下降趋势，表明海尔的负债管理能力不断增强，并且从二级指标来看长期偿债能力对海尔的财务协同效应的影响比短期偿债能力更加明显。

在管理协同方面，海尔并购后的大部分运营费用有所下降，管理费用和销售费用指标也有所下降，表明海尔在运营成本管理方面有了显著改善。与此同时，其研发支出的比例一直在增加，这表明海尔在意大利收购 Candy 后，对研发的关注度更大了。从运营能力来看，海尔在收购意大利 Candy 后，各项运营能力指标均出现不同程度的下滑，这主要是因为海尔在收购意大利 Candy 后，将其全部资产纳入了海尔合并财务报表的计算范围。此外，2020 年疫情的影响导致库存积压和应收账款回收困难，尽管海尔在随后的整合过程中注意到了这些方面，但一些指标并没有恢复到收购前的水平，而且从二级指标来看，海尔的营运能力对其管理协同效应的影响更为显著。

综上所述，熵值法的计算结果印证了之前传统四大能力指标分析结果以及 EVA 指标计算结果，抛开疫情因素以及宏观环境影响，单纯就并购活动表现而言，此次并购好的取得了一定的成功。

## 4.4 并购活动前景分析

### 4.4.1 行业前景分析

首先，受疫情因素影响，居家办公这种新兴办公方式出现，这种办公方式影响了消费者的消费习惯，在家工作时，消费者喜欢在家享受更加舒服的生活条件，在家电选择上，也更加倾向于智能化产品，因此，小米、华为的智能家电迎合了消费者都需求，开辟了家电产业发展的新赛道，成为未来家电企业发展的重要方向之一。此外，经历四十多年的发展，家电行业市场饱和，家电企业只有扩大海外市场，才能实现长远发展，从内需到出口的转变也是未来家电企业的必由之路。

其次，绿色环保也是家电行业的重要发展方向之一。随着环保意识的提高和全球气候变化等问题的凸显，消费者对绿色环保的需求也在逐步增加，这意味着家电企业在产品设计和制造过程中减少能源消耗和二氧化碳排放，要求选择尽可能减少、节能和保护环境的材料，例如推广节能家电，使用环保材料，为产品回收和再利用提供渠道是绿色环保的可选途径。因此，未来家电行业将越来越重视环境保护，通过技术创新和可持续发展促进行业健康长期发展，这就要求海尔在原材料采购和某些加工过程中尽可能选用环保材料，不断优化升级产业链，降低能耗。

再次，个性化定制也是家电行业的发展趋势之一。随着消费者需求的多样化和消费者个性化定制需求的增加，家电企业必须提供更多个性化的产品和服务，才能获得更多的消费订单。为了通过定制和个性化设计来突出其差异性，公司可以设计智能冰箱，根据用户的饮食习惯和偏好提供定制食谱，以及智能空调，可以根据室内温度自动调节温度。这些个性化定制的产品和服务将成为家电行业收入增长的重要驱动力之一。海尔已开始生产定制化产品，并将在后续开发过程中继续关注客户需求，满足不同客户的需求，提高客户满意度，应对行业竞争。

最后，跨界融合的出现成为家电行业发展的新机遇。随着技术的进步和发展，家电行业与其他领域的融合越来越顺利。例如，家电企业与互联网公司的合作，智能家居平台与房地产开发商的合作可以实现互联网与房地产的跨界融合，通过共享资源、整合服务、提供一体化服务，扩展家电行业的市场空间，挖掘家电行业新的商业模式。未来随着技术和消费需求的不断转型升级，家电行业可以继续探索更多跨界合作机会，推动行业进一步创新发展。

总体来看，家电行业未来发展前景广阔。随着人们生活水平的提高和消费者态度的改变，消费者对产品质量、智能化和环保的需求将继续增加。此外，经济全球化和中国城镇化进程的加快也带动了家电企业的发展。尽管家电行业可能面临激烈的市场竞争、快速的技术变革和日益增长的环境需求，但它可以通过不断的技术创新和提供更好的产品和服务来满足不同的市场需求。未来家电行业有望继续实现稳定增长，向智能化、环保化、个性化转型，为人们的生活带来更多便利和舒适。

#### 4.4.2 企业前景分析

首先，对海尔发展战略的分析表明，海尔在品牌竞争力方面具有绝对的竞争优势。在此背景下，海尔应加快构建高端品牌战略，提升海尔产品在消费者心目中的层次地位，提高国内市场占有率。与此同时，近年来，海尔智能家居继续收购海外业务，并在多个国家开展本地业务，这种商业策略可以提高公司在国外市场的市场份额。此外，海尔智家目前正处于生态品牌战略阶段，该公司目前正在制造智能化和数字化产品，这些产品正在逐步进入家电行业。但是许多科技公司为了占领智能家居市场，开发出如小米智能家居和华为智能客厅，这将对海尔智能家居产生影响。因此，实施绿色品牌战略需要企业加大研发力度，推出更多更好的智能家居产品来满足消费者的需求是海尔目前应该持续关注的。

其次，环境问题的出现是家电企业不能忽视的客观存在。海尔集团自成立以来，始终高度重视环境保护，致力于打造绿色环保的低污染企业。海尔集团未来将继续加大环保投入，推出更多更具环保价值的产品，为中国乃至全球环保事业的发展做出更大贡献。

最后，经过多年的发展，海尔集团已成为全球知名的家电制造商之一。从近年来频繁的跨境并购可以看出，公司将进一步加强在国际市场的布局，进一步拓展海外市场和业务。同时，海尔集团积极参与国际合作，推动技术创新，推动全球家电产业发展。

总之，海尔集团公司是一家充满活力和创新精神的企业。公司未来将继续秉承“创新、务实、高效、负责”的企业精神，不断追求并为消费者提供更好的产品和服务，在满足消费者需求的同时促进企业发展。

#### 4.4.3 海尔并购后的风险预测

Z-score 模型是由美国纽约大学知名教授 Edward Altma 所创立，该模型主要是用来

衡量企业的破产风险的，当 Z 值介于 1.23-2.9 之间时处于灰色区域，Z 值大于 2.9 时企业不存在破产风险，Z 值小于 1.23 时企业会发生破产，需要注意的是，以上数值仅供参考，企业是否会破产往往是多方面的因素导致，不能单纯被数字左右。

表 4.39 Z-score 模型结果解读

Z 值	企业状态	可能结果
$Z < 1.23$	企业经营不善，持续经营能力受到威胁	破产可能性比较大，破产风险比较高
$1.23 < Z < 2.9$	灰色区域	存在破产风险，但是无法具体判断是否存在财务危机，无法判断企业是否会破产
$Z > 2.9$	企业经营良好	破产风险很小，几乎可以断定企业未来一定期间不会发生破产

资料来源：互联网搜集

$$Z \text{ 值的计算方式为: } Z = 1.2X_1 + 1.4X_2 + 3.3X_3 + 0.6X_4 + 0.999X_5 \quad (4-7)$$

其中： $X_1 = (\text{流动资产} - \text{流动负债}) / \text{总资产}$ ，该比率计算数值越高，企业的财务风险就越大。

$X_2 = \text{未分配利润} / \text{总资产}$ ，该指标越大，企业的利润水平和资产利用效率就越高。

$X_3 = \text{息税前利润} / \text{总资产}$ ，该指标数值越大，企业的投入产出效率越高，盈利能力越强。

$X_4 = (\text{股票市值} * \text{股票总数}) / \text{总负债} = (\text{优先股市值} + \text{普通股市值}) / \text{总负债}$ ，该指标不宜过大，否则表明企业出现债务偿还困难。

$X_5 = \text{营业收入} / \text{总资产}$ ，该指标数值越大，表明企业的市场份额占比越高，销售能力越强。

表 4.40 海尔 2018-2022 年 Z 值计算

	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年
总资产	1666.99	1874.54	2034.60	2177.41	2358.42
总负债	1115.69	1224.64	1353.66	1367.77	1411.29
净营运资本	141.78	49.37	48.46	-11.89	117.51
未分配利润	268.6	324.68	384.45	479.07	579.77

息税前利润	125.68	155.24	171.96	152.74	239.12
股票价值	844.49	1230.17	2422.10	1663.76	1760.33
营业收入	1,833.16	2,007.61	2097.23	2275.56	2435.14
X <sub>1</sub>	0.08505	0.02634	0.02381	-0.00546	0.04983
X <sub>2</sub>	0.16113	0.17321	0.18896	0.22002	0.24583
X <sub>3</sub>	0.07539	0.08281	0.08452	0.07015	0.10139
X <sub>4</sub>	0.75692	1.00452	1.7893	1.2164	1.24732
X <sub>5</sub>	1.09968	1.07099	1.03078	1.04508	1.03253
Z 值	2.12917	2.22001	2.67536	2.30685	2.51843

资料来源：根据海尔 2018-2022 年年报整理、国泰安数据库

根据表 4.40 数据计算结果可知，海尔的 Z 值 2018-2022 年一直处于灰色区域，具有一定的破产风险。虽然在 2019 年并购意大利 Candy 前后的 Z 值都处在灰色区域，但是相对于 2018 年并购之前的数据显示，其后面年份的 Z 值都是有不同程度上的提高，破产风险变化不大，因此，可以推断出海尔可以持续经营下去，短期内不会有破产风险，但是经营和财务方面状况不够稳定，偶有波动，管理者需要对企业未来发展战略采取有效措施，必要时转变企业经营方式，力争转危为安，改善目前的经营状况。

## 5 关于海尔实现并购后的优化整合建议与启示

### 5.1 优化整合建议

#### 5.1.1 战略层面

海尔集团一方面实施差异化竞争战略，不断丰富自身产品的体系，逐渐形成全品类供应体系，由此应对国内经济持续走低、家电市场竞争日趋激烈、产品饱和、政治支持减弱等因素对企业的影响；另一方面，通过对外并购逐步整合国内外市场资源，构筑全球化发展布局，海尔集团也在积极实施全球化战略。虽然海尔集团的发展战略得到了有效实施，公司的规模和收入也有了一定的增长，但仍存在核心技术不高、产品多而不精、产品全而不优等问题，这说明海尔集团的战略扩张有一定的盲目性，全球化战略的实施也相对困难，并购后企业资源的整合也需要加强。因此，海尔集团应进一步优化企业发展战略，实施已经在推进的相关发展战略，加强并购后相关资源的整合，积极挖掘实现并购战略方面的协同效应。

#### 5.1.2 会计层面

##### （1）加强应收账款管理

根据前文的分析结果，海尔的应收账款在并购之后迅速增长，这主要是因为海尔在并购意大利 Candy 之后吸收了其原有的应收账款，为了尽可能减少库存，海尔不得不在短时间内采取信贷销售政策以减少库存积累，这样一来，海尔的应收账款就会增加，相应的应收账款准备金也会增加，虽然应收账款账龄比较长的占比较少，但是也存在一定的风险，需要海尔在日后的并购整合过程中进行关注，从应收账款管理的角度来看，海尔应该在未来的销售过程中促进现金销售，减少信贷销售的份额，同时，加大对信贷客户信誉和偿债能力的评估，尽可能减少不必要的坏账损失。

##### （2）加强存货管理

根据会计质量分析中对于存货会计估计的整理，可以看出 2018 年至 2022 年，海尔存货积压严重，尤其是 2021 年，存货比率增长过快，导致存货周转率下降，资金回笼缓慢，造成短时间内资金链断裂，影响正常的生产经营。同时，企业库存积压严重，增加了库存管理成本，不利于提高企业的盈利能力。此外，如果产品更新速度快，企业库

存下降的风险也会增加，这些表现也表明，海尔的产品销售计划和生产计划没有很好地协调，需要采取措施来改善和降低库存积压和贬值的风险。海尔可以在保证坏账风险不超标的前提下加大赊销的比例，以此来降低存货积压。

### （3）加强货币资金管理

由于海尔并购意大利 Candy 之后将其货币资金纳入合并财务报表的范围，造成海尔货币资金的大量增加，这表明海尔有必要提高对货币资金的管理水平，加强货币资金利用效率。虽然基于偿债能力的分析角度，货币资金越多，偿债能力就越有保障，但是也说明了货币资金的大量闲置，丧失了货币再投资所带来的收益，所以海尔可以考虑一方面将闲置资金用于扩大投资，充分利用货币资金，另一方面也可以用来偿还债务，以此来提高资金的使用效率。

### （4）加强固定资产管理

固定资产的增加势必会带来固定资产减值准备的增加，并购后海尔固定资产减值准备逐年递增，这说明海尔的固定资产管理体制不太完善，存在缺陷，对资产管理责任的承担尚未责任到人，甚至存在不重视固定资产管理的嫌疑，因此海尔应及时完善固定资产信息管理系统，尽量做到及时更新固定资产相关数据，力求更好的防范固定资产出现减值的可能性，更加有效的提高对固定资产的利用率。

## 5.1.3 财务层面

### （1）提高短期偿债能力

海尔在 2019 年并购意大利 Candy 之后，无论是流动比率还是速动比率都有不同程度的降低，这反映出海尔在并购之后的短期偿债能力有所下降，这主要是因为海尔并购意大利 Candy 选择现金支付方式来并购，并购所需支付的现金一部分是企业自有资金，另一部分来自银行贷款。这种支付方式导致海尔的现金余额下降，进而降低了海尔的短期偿付能力。海尔应在未来的整合过程中继续关注其短期偿付能力表现，特别是海尔可以通过优化供应链和加强库存管理来减少库存周转周期，提高公司的偿债能力，或者通过优化生产流程、压低供应商价格以减少不必要的费用等方式实现降低运营成本，提高企业短期偿债能力；同时加强应收账款与应付账款的管理，及时收取客户款项并合理安排付款时间，改善现金流状况并提高偿债能力。

### （2）降低成本费用，提高盈利能力

与同行业的两家公司相比，海尔的权益净利率相对较低，主要是因为海尔生产的产

品利润率较低，同时生产产品所需要的原材料铜、铝、塑料和镀锌钢板等原材料价格呈上涨趋势，无疑增加了产品的制造成本，压低了海尔的利润率。海尔与 Candy 在意大利合并后，能够在不影响产品质量的情况下降低原材料价格，改善与供应商的谈判地位，追求最低的制造成本，从而提高公司产品的利润率。

#### 5.1.4 前景层面

##### （1）坚持创新发展战略，提高研发能力

首先，意大利 Candy 家电在业界一直以技术先进著称，并且拥有自己的研发团队，海尔在并购意大利 Candy 家电后，可以进行行业前沿技术的研发，提高自身科研能力以及科技创新能力，并基于自身技术优势，帮助企业获得差异化竞争优势，其次是随着时代的发展，消费需求也在升级，对于家电企业而言，只有不断满足消费者的需求，才能让企业持续性的经营下去。

其次，迫于互联网的快速发展以及大数据时代的来临的巨大压力，家电行业转型升级的难度是不可避免的，家电企业顺应时代发展，追逐互联网热潮，无可厚非，但需要注意的是，家居产品的最终购买者是客户，不同的客户在产品需求上可能或多或少存在差距。因此，家电行业转型升级和技术创新的出发点应该是满足客户日益挑剔的需求，在开发新的消费增长点的同时创造独特的产品，实现双赢。

最后，尊重人才，增加人才培养投入，产品创新的前提是拥有一支创新人才队伍，员工是企业力量和活力的源泉，加大创新投入，鼓励员工创新，营造重视创新的企业文化是必不可少的，平等对待被收购方拥有的人才储备，尽可能保持其原有的工作状态，尊重其科研成果，营造重视人才的文化氛围。

##### （2）推动品牌高端化布局

移动互联网时代的出现丰富了消费者进行购物渠道的选择，消费者可以通过形形色色的购物 APP 来实现自己购物的目标。在消费者目前的消费心理中，差异化已经超过了性价比，消费者更多的是希望自己购买的产品可以满足自己个性化的需求，这就要求海尔必须利用已经拥有的高科技技术，积极布局高端个性化品牌，尽可能满足消费者需求，占据市场有利地位。具体来说海尔要加强产品生产和售后服务监管，一方面要加大广告投入，拓宽广告投入渠道，使客户对所提供的差异化产品和服务有感知能力，要从客户的需求出发。对制造业企业来说尽管产品质量相当重要，但售后服务的重要性仍然不可小视。海尔要以消费者的个性化需求为中心，同时不断提升服务水平，对消费者的问

题及时处理和反馈，这样顾客购物满意，对品牌的忠诚度才会提升。

## 5.2 启示

### 5.2.1 选择恰当的并购对象

并购目标的选择是实施并购最重要的一个方面，选择合适的并购对象无论是对于企业的并购协同绩效的取得还是对企业战略的推进都是十分关键的。海尔的全球化战略已经在积极推进，海尔的品牌影响力以及产品知名度早已遍布东南亚、北美等多个国家和地区，早在并购意大利 Candy 之前就已经实施了多次跨国并购，从分析结果来看，欧洲市场进一步被打开，提升了品牌影响力。意大利 Candy 之所以成为能够成为海尔的收购对象，其自身优势不容忽视。该公司成立 70 多年，产品遍布欧洲市场，在欧洲市场享有良好的声誉和强大的影响力，具有竞争优势和庞大的客户群。海尔在并购意大利 Candy 之后能够凭借这些现有优势在欧洲市场站稳脚跟，实现并购互利共赢，随着并购之后整合活动的深入开展，海尔在欧洲市场上的影响力和竞争力有望进一步提高。

### 5.2.2 确定恰当的交易支付方式

选择合适的交易支付方式，在企业并购中，一般情况下需要支付的对价都比较高，这种情况下对价到底是选择现金支付还是股权支付或者是其他的支付方式对企业来说是十分必要的，同时支付方式会影响公司的偿债能力。开展跨国并购其对价的支付方式会受到诸多因素的影响，选择不同的对价支付方式会对企业资本结构以及财务能力产生不一样的影响，不同企业结合自身企业的经营特点以及战略规划来选择适合自己的对价支付方式，海尔在这次并购中选择现金支付，这种支付方式不会影响企业的资本结构，但并购完成后短期偿债能力持续下降，通过此前分析海尔的偿债能力可见一斑，这不利于企业的短期发展，不同企业在选择并购支付方式时应根据自身情况慎重考虑。

### 5.2.3 实施有效的并购整合

并购能否在一定程度上达到预期效果，取决于并购后整合活动的有效性。海尔并购后，双方有效整合了优质资源，提高了双方的竞争力。尽管大多数参与跨境并购的公司都面临着各种问题，具体而言并购后整合过程中可能会因为文化的观念的冲突，导致管

理人才的流失,从而导致企业经营不善。意大利公司在国家体制,市场环境以及文化习俗和经营方式方面与海尔公司存在明显的差距,海尔公司在并购之后的整合过程中必须关注这些差距对企业绩效的影响。所幸并购整合时海尔一如既往的选择轻度整合,保留意大利 Candy 公司以往的团队人才,工作习惯以及独立品牌,尊重企业的科研成果以及研发人才,同时保护其全体员工在意大利的合法权益,尽可能做到在整合活动中让双方满意。

## 6 研究结论与不足

### 6.1 研究结论

根据前文的分析可以发现，在此次并购完成之后，海尔实现了并购的协同效应。具体从以下方面来说：

在战略协同方面，海尔通过并购意大利 Candy 实现了双方资源的互补，巩固市场地位的同时开拓了欧洲市场，提升了企业的运营效率，实现了规模经济效应，增强了企业应对同行威胁的能力，推动了企业全球化战略布局。

在会计协同方面，从对关键会计项目进行分析发现，海尔在并购以后虽然应收账款余额增加比较明显，同时因为疫情原因导致的存货积压也比较严重，但在后期的计算分析中都有向好的趋势，只要在日常经营过程中持续关注即可，同时海尔的货币资金以及固定资产在并购之后并没有出现大幅的波动，整体对企业开拓海外市场是有利的。

在财务协同方面，经历此次并购以后海尔的盈利能力有所提升，偿债能力也有所增强，运营能力虽然出现一些问题但是在后续的整合过程中也积极的进行了克服，企业的发展能力也在后续的整合中有所提升，总体上在财务方面实现了并购所期望达到的效果，在对 EVA 的调整计算结果以及熵值法的计算结果也印证了并购对企业所带来的正向效应。

在前景分析方面，鉴于并购给海尔所带来的正向价值提升，结合目前家电行业所出现新的需求，对海尔未来的发展前景进行了展望，同时通过 Z-Score 模型对海尔未来遇到的财务风险做出预测，虽然处于灰色区域，但是有向好的趋势，一定程度上可以期待海尔在未来的发展中可以引领家电行业迈向智能化、个性化、多样化的道路。

### 6.2 研究不足

因为海尔并购意大利 Candy 发生于 2019 年 1 月 4 日，而在并购完成后不久就出现了疫情的影响，所以评估海尔并购以后的绩效也会受到疫情这一不可抗力因素的干扰，可能会出现双重因素导致并购绩效不理想的效果，由于各种限制条件的存在，目前还不能将二者对海尔的影响完全进行区分。

## 参考文献

- [1] Akdogan N, Ozturk C. A country specific approach to IFRS accounting policy choice in the European, Australian and Turkish context[J]. *Journal*, 2015, 5(1):60-81.
- [2] Anup Agrawal, Charles R, Knoeber. Firm performance and mechanisms to control a -agency problems between managers and shareholders[J]. *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 1996, 31(3):21.
- [3] Begenau J, Farboodi M, Veldkamp L. Big data in finance and the growth of large firm[J]. *Journal of Monetary Economics*, 2018, 97:71-87.
- [4] Damith Gangodawilage. Appropriateness of financial analysis framework in performance evaluation: A literature based review on IT industry [J]. *International Journal of Scientific & Engineering Research*, 2017, 8(5):1704-1705.
- [5] Eskandari M J, Miri M, Gholami S, et al. Factors affecting the competitiveness of the food industry by using porter's five forces model case study in Hamadan province, Iran[J]. *Journal of Asian Scientific Research*, 2015, 5(4):185-197.
- [6] Feroz E H, Kim. Business analysis & valuation: using financial statements, text and cases [M]. 2016(5):13-15.
- [7] Hennart, J.F. YR. Park, Green fields. Acquisition: The Strategy of Japanese Investors in the United States [J]. *Management Science*, 1993, 39(2):76-85.
- [8] Jeffery S. P. Thomas J. H. Mergers and acquisitions: Reducing M&A risk through improved due diligence[J]. *Strategy & Leadership*, 2004(20):45-56.
- [9] Ji Young Lim PhD, RN, MBA, Wonjung Noh PhD, RN. key components of financial analysis education for clinical nurses[J]. *Nursing & Health Sciences*, 2015, 17(3).
- [10] K.G. Palepu, P. M. Healy, V.L. Bernard. Business Analysis & Valuation: Using Financial Statement[M]. and Edition, South Western College Publishing, 2000.
- [11] Khairun Syafiza Khairuddin. Accountability in Financial Reporting: Detecting Fraudulent Firms[J]. *Procedia-Social and Behavioral Sciences*, 2014:145.
- [12] Khan U.A. Alam M. N. Alam S. A critical analysis of internal and external environment of Apple Inc.[J]. *International Journal of Economics, Commerce and Management*, 2015(6):955-961.
- [13] Kocmanova A, Pavlákova Dočekalová M, Simanavičienė Ž. Corporate sustainability

Measurement and assessment of Czech manufacturing companies using a composite indicator[J]. *Engineering Economics*,2017,28(1):88-100.

[14]Lynn K. Kendall, Incorporating price elasticity in financial forecasting models: From theory to practice and implementation[J]. *Journal of Education for Business*,2008,94(4):113-125.

[15]Mantecon Tomas. Mitigating risks in cross-border acquisitions [J]. *Banking&Finance*, 2009(5):47.

[16]Musinszki Zoltán,Gábor Béla Süveges.Strategic Decision-Making Supported by Traditional Financial Indicators[J].*Oradea Journal of Business and Economics*,2019,4(1):29-37.

[17]Neelam Rani, Surendra S, Yadav, P Kain. Financial performance analysis of mergers and acquisitions: evidence from India[J]. *International Journal of Commerce and Management*,2015,25(4).

[18]Nio Vesković.Financial Analysis of Serbian Companies Undergoing Privatization[J]. *The European Journal of Applied Economics*,2016,13(1).

[19]P. Brews. Corporate Growth Through Mergers and Acquisitions: Viable Strategy or Road to Ruin?[J]. *South African Journal of Business Management*,1987,18(1).

[20]Sadeh F,Kacker M.Quality signaling through ex ante voluntary information disclosure in entrepreneurial networks:evidence from franchising[J].*Small Business Economics*,2018,50(4):729-748.

[21]Schuller M, Turner A Global ambitions: Chinese companies spread their wings [J]. *China aktuell*,2005(4):3-14.

[22]Steven Isberg, Dennis Pitta. Using financial analysis to access brand equity *Journal of Produce & Brand Managemeng*,2013,Vol.22(1):65-78.

[23]Streiner D L. Figuring Out Factors: The Use and Misuse of Factor Analysis [J]. *A Guide for the Statistically Perplexed: Selected Readings for Clinical Researchers*,2015(1):102-105.

[24]Vanags J,Jirgena H. Application of PEST–SWOT method in strategic planning of agriculture[J]. *Journal of Agriculture Science*,2015:40-46.

[25]Yang, Hyland. Similarity in Cross-border Mergers and Acquisitions: Imitation, Unce

- rtainty and Experience among Chinese Firms, 1985-2006, *Journal of International Management*,2012(18):352-365.
- [26]Yoanita M, Wandebori H.Strategy formulation and implementation for PT. Multigar-men Jaya[J]. *Indonesian Journal of Business Administration*,2013,2(13):1627-1635.
- [27]Kukreja Sakshi, Maheshwari Girish Chandra, Singh Archana Interplay of cross country distance with cross-border M&A performance: an institutional perspective *Journal [J]Review of International Business and Strategy*. Volume 34 ,2024:24-39.
- [28]陈建, 章华强. 企业并购的价值创造机理分析基于资源竞争优势观 [J]. *江西社会科学*, 2013 (01) :201-204.
- [29]杜雪. 哈佛分析框架下的国有企业财务分析研究 [J]. *财会学习*, 2023 (13) :13-15.
- [30]关慧明, 刘力钢. 中国企业海外并购绩效评价—基于 A 股上市公司的海外并购案例 [J]. *河南社会科学*, 2020, 28 (07) :44-52.
- [31]黄睿, 陈昀, 王志敏. 哈佛分析在“互联网+制造”型企业中的应用—以小米集团为例 [J]. *财会通讯*, 2020 (10) : 92-96.
- [32]黄世忠. *财务报表分析:理论、框架、方法与案例* [M]. 北京:中国财政经济出版社, 2007:127-682.
- [33]蓝宇虹. 会计分析在企业管理中的应用研究 [J]. *财会学习*, 2021 (20) :76-78.
- [34]廖东声, 陈曦, 肖梦雨. 企业选择并购进入东道国市场的前因组态及绩效分析 [J]. *财会月刊*, 2023, 44 (11) :97-103.
- [35]宋义兵. 并购重组、并购环境与公司股价异动 [J]. *财经理论与实践*, 2018, 38 (06) :52-58.
- [36]苏新尧. “哈佛分析框架”在医药企业财务分析中的应用 [J]. *市场研究*, 2018 (02) :66-67.
- [37]王琦玥. 哈佛框架下 M 公司发展前景浅析 [J]. *财会学习*, 2019 (02) :150-152.
- [38]王书盈. 哈佛分析框架下青岛双星公司发展前景分析 [J]. *国经贸导刊 (中)*, 2021 (03) :144-146.
- [39]王霞, 饶颖颖. 企业并购的短期财富效应与绩效增长股份的案例研究 [J]. *华东师范大学学报 (哲学社会科学版)*, 政府主导的友谊股份吸收合并百联, 2013 (04) :137-143.
- [40]吴世农, 胡舒婷, 周昱成. 纳税信用评价、声誉效应和企业并购 [J]. *财会月刊*, 2024, 45 (04) :9-19.

- [41] 宣杰, 何依畅, 李珊珊. 供给侧结构性改革对冀东水泥经营活动影响研究——基于哈佛分析框架的应用[J]. 财会通讯, 2019(07):6-10.
- [42] 严兵, 李辉, 李雪飞. 中国企业海外并购:新特征及问题研究[J]. 国际经济合作, 2014(02):11-17.
- [43] 叶露. 从哈佛分析框架角度浅谈老板电器的 K 线走势[J]. 中国商论, 2019(11):89-90.
- [44] 于成永, 施建军. 技术并购、创新与企业绩效:机制和路径[J]. 经济问题探索, 2012(06):103-109.
- [45] 于铭, 孙少仿. 哈佛分析框架的海尔集团财务分析[J]. 商业文化, 2021(20):2.
- [46] 张浩, 赵宇恒. 基于哈佛分析框架的财务案例分析[J]. 商业会计, 2021(14):44-47.
- [47] 赵息, 陈佳琦. 创业板上市公司股权结构对并购绩效的影响[J]. 东北大学学报(社会科学版), 2016, 18(03):255-261.
- [48] 周绍妮, 文海涛. 基于产业演进、并购动机的并购绩效评价体系研究[J]. 会计研究, 2013(10):75-82+97.
- [49] 张庆. 哈佛分析框架下的华润三九财务研究——基于五家中药企业的比较分析[J]. 财会研究, 2023(06):46-50.
- [50] 张洽, 许煜可, 曹玉臣. 儒家文化对企业并购绩效影响研究[J]. 财会通讯, 2023(02):67-72.

## 致谢

行文至此，研究生三年已经接近尾声，学生时代即将结束。回顾这接近二十年的求学时光，有过欢乐，有过悲伤，有过清醒，有过迷茫，终于在这一刻，一切即将落幕，所有的经历都将成为漫长岁月的回忆。

时光如白驹过隙，回想初入校门的那一刻仿佛还是昨天，却不想已经过去了三年。三年时光犹如白驹过隙，在这三年里，有专业知识的积累，有生活阅历的丰富，有人生哲理的感悟，有专业能力的提升。到如今感慨，原来人生的所走的路，每一步都算数。

在这求学路上，首先感谢遇到的每一位老师和每一个同学。感谢老师们的倾囊相授，在课堂上的孜孜不倦的教诲，每一堂课都让人耳目一新。感谢同学们的彼此陪伴，虽然可能不一定记住每一个人的名字，但是都感谢他们的出现，感谢他们在我求学途中的温馨陪伴。

在即将步入社会的时刻，回想起过去的时光，满满的都是回忆。原来最幸福的时光也就是在学校的这些年，在即将离开学校的时刻，总有太多的不舍。在面对即将进入的社会时，还是会有很多的迷茫，但是相信在不久的将来，都可以轻舟已过万重山。

感恩过去，期待未来。在临近毕业之际，祝福所有的老师工作顺利，祝福所有的同学未来可期。希望在未来的人生岁月里，每一个人能遇到更美好的风景。我们顶峰相见。山水一程，三生有幸，后会有期。