

案例正文：

曲美家居并购 Ekornes ASA：是否是桩好生意？¹

摘要：并购是企业资本运作的主要方式之一，企业通过并购吸引先进技术、促进资产重组、实现规模扩张。并购也是一项复杂的系统工程，融资是前提，具体实施是关键，后期整合以挖掘双方的协同效应是最终目标。在家具行业竞争激烈和制造业自动化转型升级的时代背景下，曲美家居通过并购来实现技术的升级和海外市场的拓展。本案例介绍了曲美家居并购挪威国宝级家具制造企业 Ekornes ASA 的详细过程，列举了曲美运用的多种融资手段，分析了其在后期整合发展中可能面临的机遇和挑战。本案例旨在通过分析曲美家居的海外并购历程，为中国企业海外并购提供借鉴和相关理论支撑。

关键词：曲美家居；海外并购；整合风险；协同效应

0 引言

据路孚特数据显示，近一年来中国企业海外并购的交易数量、总金额呈下降趋势，2019 年上半年并购总额为 194 亿美元，同比下降 72.8%；交易数量由 400 件下降至 250 件。最近几年，中国企业的海外并购被称为“人傻钱多”，许多交易的成交金额明显高于项目的价值。2018 年 5-9 月，曲美家居进行了一次规模庞大的海外并购，并购对象为从事高端摇椅生产、资本规模约为其两倍的挪威国宝级企业 Ekornes ASA，其生产的家居产品在全球范围内有很高的知名度。从联合华泰紫金发出现金收购要约开始，到完成要约交割结束，曲美家居采取多种资本运作手段，最终成功收购了享誉世界的高端家具制造企业，为其品牌影响力的提升和全球化战略布局开辟了道路。但是，此次并购也给曲美家居带来了一系列的挑战，从并购之前填补巨大的资金缺口到并购之后面临着巨额商誉贬值、业绩亏损、营运效率低下等诸多问题。曲美家居能否通过海外并购实现技术升级、产品创新和市场开拓，这值得我们期待。

1.本案例由山东农业大学经济管理学院的王洪生、魏超、华东理工大学经济管理学院陈万思（通讯作者）、山东农业大学经济管理学院吕采霏、田冉撰写，作者拥有著作权中的署名权、修改权、改编权。

2.本案例授权中国管理案例共享中心使用，中国管理案例共享中心享有复制权、修改权、发表权、发行权、信息网络传播权、改编权、汇编权和翻译权。

3.由于企业保密的要求，在本案例中对有关名称、数据等做了必要的掩饰性处理。

4.本案例只供课堂讨论之用，并无意暗示或说明某种管理行为是否有效。

1 曲美家居跨国并购的背景

在国内制造业创新驱动发展的背景之下，家具行业转型升级成为未来的发展趋势。当前，国内家具市场竞争激烈，人们对家具产品的个性化需求越来越重视，部分家居企业为求市场份额、制造技术、营销手段等更上一层楼，先后瞄准了海外市场，借助并购海外企业实现全方位的转型升级。

1.1 家居行业转型升级

随着环境保护压力的增大和劳动力成本的上升，小型家庭作坊式的家具厂越来越少，如何从单机模式升级到自动化模式是规模化家具企业面临的迫切问题。同时，家具产品的营销渠道也随着网络电商和移动终端的普及，迎来了多元化发展的关键时期，单纯依靠线下营业网点的销售模式，成本高、销量少，自建网络销售平台或借靠电商平台进行销售将会成为未来销售渠道的主流。

德国制造业的“工业 4.0”有两个关键的形式：“智能工厂”及“智能生产”。其一，借助“智能工厂”来开发高度智能化的生产系统和生产设施；其二，借助机器人技术、3D 技术、信息化物流管理技术来实现企业的无人化生产。家具企业的“工业 4.0”模式是指将生产、加工、包装等流程与大数据、云计算、物联网等新兴技术相结合，实现无人化、全自动化、柔性化的全产业链生产，以此来满足消费者个性化的需求，有助于实现生产者和消费者关于产品信息数据的互联互通，重塑生产方式。这将是家居行业未来转型发展的方向。

1.2 家具产品需求放缓

在中央抑制“炒房”精神的指导下，各地陆续出台了一系列控制房价过快上涨的政策，全国房地产市场逐渐降温，新房的建设速度放缓、销售速度也逐渐下降。我们可以看出 2012 年以来商品房销售面积呈现逐渐上涨趋势，但是增速有高有低（见图 1）。2018 年，由于严格的房地产调控政策和“中美贸易摩擦”的影响，全年商品房销售面积约 17.14 亿平方米，增长速度降至 1.60%^①。随着消费者新房购买量的下降，其对家具产品的需求也随之减少，家居行业上市公司收入增速放缓、股价走势普遍偏弱。此时，若家居企业仍坚持固有的生产模式和品牌的话，未来的发展空间会被进一步压缩，利润会进一步降低，家居企业亟待从研发、生产、销售等各个环节进行全面的转型升级。

① 数据来源：2019 年中国家具行业市场现状及发展前景分析。
<https://bg.qianzhan.com/report/detail/459/190527-f1e2b087.html>



图 1 2012-2018 年国内商品房销售面积的变化

资料来源：前瞻产业研究院

1.3 定制家具逆势增长

自 2011 年以来，定制家具市场的规模一直保持中高速增长速度，年均增长率一直保持在 20% 以上³（见图 2）。随着人们收入水平的提高，消费者越来越关注家具产品的个性化需求，对家居装饰的整体艺术越来越重视。与此同时，国内顾客愈来愈喜爱具备悠久的历史、精湛的工艺及较高的品牌知名度的海外高端商品，因此，海外高端家具进入中国市场，能够帮助国内经销商实现自身采购、生产、销售等全产业链的优化升级。

②数据来源：2019 年中国家具行业市场现状及发展前景，
<https://bg.qianzhan.com/report/detail/459/190527-f1e2b087.html>



图 2 2012-2018 年中国定制家具市场规模

资料来源：前瞻产业研究院

1.4 企业拓展海外市场

在国内消费升级和家具产品同质化严重的背景下，家具行业竞争日益激烈，行业内的无效竞争不仅会导致资源的无序配置，而且降低企业的利润。因此，培养企业的核心竞争力就显得尤为重要，而产品原创力的打造和升级有助于实现企业的差异化竞争。家居企业为了抢占国内市场份额和拓宽海外市场，均拟定了各自稳步发展的战略规划，最终目标应该是实现企业价值最大化和品牌形象影响力的提高。据国家统计局和中国海关总署的数据显示，2019 年上半年中国家具行业规模以上企业的主营业务收入为 3307.1 亿元，同比增长 2.3%，利润总额为 194.6 亿元，同比增长 4.3%。

2 双雄聚首：曲美家居和 Ekornes ASA 公司

曲美家居是国内一家大型的家具集团，技术成熟、产品设计新颖、营销渠道多样，产品的设计、生产、销售在国内家具行业中处于领先地位。Ekornes ASA 是挪威家具制造行业中的龙头企业，具有悠久的生产历史、精湛的制造工艺和享誉全球的知名品牌，其借助于“工业 4.0”的全自动化生产流程备受曲美的青睐。

2.1 曲美家居股份有限公司

曲美家居股份有限公司成立于 1993 年 4 月，总部位于北京市，法定代表人为赵瑞海。公司的主营业务是从事民用家具的设计、生产和销售。公司的经营理念是“设计创造生活”，传达“简约、时尚、现代”的生活理念。历经 20 多年的稳步发展，曲美家居已成为国内家具行业中集设计、生产、销售于一体的领先的大型家具集团。截止到 2018 年 12 月 31 日，公司实现营业收入 28.92 亿元，总资产为 72.87 亿元。

曲美家居作为国内具有创新和影响力的家居品牌，始终坚持“匠心”卓越，不断为中国人民创造更高品质的生活。公司产品类型主要有定制化家具、成品家具以及相关的家居饰品，销售的主要品牌有：北欧阳光、自在空间、古诺凡希、曲美 Living 家饰等

2015 年 4 月 22 日，曲美家居在上交所成功上市（简称：曲美股份，股票代码：603818），开盘即涨停，涨幅高达 43.99%（见图 3）。自 2014 年以来，众多国内大型的家居企业都向上交所发出了交易申请，并且处于等待上市的状态，曲美家居能在这么多企业中脱颖而出的原因到底是什么？



图 3 2015 年 4 月 22 日曲美家居在上交所上市

图片来源：曲美家居官网

相关专家认为，曲美在团队设计、ERP 系统建设、O2O 电子商务、提高产品环保标准等方面走在行业前列，曲美家居具有很强的创新性和原创力，其品牌形象较好，在业界树立了较好的口碑，同时产品设计多元化、现代化，符合当前的生活理念，因此，选择曲美上市是一件正确的抉择。

2.2 挪威 Ekornes ASA 公司

Ekornes ASA 成立于 1934 年，公司总部地处挪威的 Ikornnes，公司主要从事家具产品的设计和制造，主要生产沙发、办公椅、家庭影院座椅、床垫等。Ekornes ASA 是在家具生产行业中绝无仅有地采用机器人生产加工零部件的企业，每天生产约 1500 件沙发椅，全年产品无库存。1995 年在挪威奥斯陆证券交易所上市，具有多年的资本运作经验。公司的营业网点有 4000 多个，主要分布于在世界各大主要的家具市场，同时，公司拥有数千万的客户。

Ekornes ASA 公司旗下一共有四大主要品牌：一是 Stressless 品牌，其产品被誉为“全世界最舒服的椅子”，定位于全球高端市场；二是 IMG 品牌，其产品定位是为消费者生产高性价比的中端舒适椅产品；三是 Svane 品牌主要生产床垫产品；四是 Ekornes Contract 品牌，产品主要针对海航、酒店及办公家具市场。这四大品牌构成了针对于不同市场、不同地域、不同消费群体的品牌系列。

Ekornes ASA 的生产已经实现高度的自动化，生产效率大幅度提高，生产成本远低于同行业的其他企业，这为其提供了巨大的竞争优势。Ekornes ASA 在全世界有 9 家主要的生产工厂，同时，它是挪威境内最大的家具制造企业。Ekornes ASA 公司拥有极为先进的借助于数字化的生产设备和管理系统，采用“订单生产”和“批量生产”相结合的生产模式，主要生产环节依靠数控机器人实现了自动化，机器人的自动生产系统和信息化智能柔性加工系统大幅度提升了产品制造效率。与国内家居企业依靠手工操作来进行家具的打磨、喷漆等相比，国外的家居企业在这些基础环节上已经完全实现自动化

3 时不我待：曲美家居面临的机遇

在曲美进行战略转型和公司海外业务拓展之际收购 Ekornes ASA，目的主要是实现双方家具产品的品牌影响力协同、制造产业链协同以及产品力协同。并购完成并不意味着最终的胜利，能否不断挖掘出并购双方在产品研发、产品营销渠道以及“产销一体化”服务等方面的协同效应，进而实现曲美与 Ekornes ASA 的共同增长，才是本次并购的初始愿景和最终目标。

3.1 全自动化生产，产品转型升级

曲美家居是家具制造行业内，极为少数地同时拥有成品家具订单式生产能力以及定制家具柔性生产能力的企业，公司依据智能化、专业化和信息化的制造体系，实现“在线接单、在线交单、送货上门”的全智能流程，下属的八大工厂按照总部的分工要求进行不同的原材料加工和产品的生产、包装。与此同时，Ekornes ASA 公司拥有高度自动化的家具产品生产线，并借助智能机器人自动生产系统和全信息化的柔性加工系统，大幅提升了家具产品的制造效率和销售速度。通过

此次并购整合，将“订单化”生产和“全自动化”生产相结合，充分发挥双方的优势并弥补各自的弱项，不断提高产品研发、生产的效率。

3.2 抢占国内市场，加速曲美国际化

目前，曲美公司在全国各地拥有完备的经销商和营业网点，并且曲美公司依托互联网进行线上营销的能力也在家具行业内处于领先水平同时营业网点内设置 3D/VR 消费体验场景，让客户更直观地去感受产品的特色和性能。在后期的并购整合过程中，曲美家居应与 Ekornes ASA 公司共享国内现有的渠道资源，改造升级互联网营销方案，使 Ekornes ASA 的中高端产品更好地迎合中国消费升级和互联网零售的发展趋势。

曲美家居董事长赵瑞海表示：“第一，缺乏创造出口渠道的能力；第二，对国际市场的了解程度不够。中国的家具产品不一定适销全世界，所以我们通过并购借助于 Ekornes 的渠道来解决我们出口的问题。出口这个渠道如果我们自己建，10 年我们也建不起来。”因此，本次并购将是曲美家居开拓海外市场绝佳的机遇，借助 Ekornes ASA 公司丰富的国际销售经验，制定适合曲美的国际化营销方案，不断开拓海外市场，加快公司全球化战略布局

3.3 经营协同效应，实现规模经济

依据并购的相关理论，两家公司的合并会带来更大的定价权或者购买权。曲美家居和 Ekornes ASA 同属于家具制造行业，并且近年来家具行业竞争程度激烈，企业的规模和技术越来越成为决定其定价能力的关键因素。曲美家居和 Ekornes ASA 并购整合之后，势必会扩大原有企业规模，不管是在国内市场还是国际市场，可以在一定程度上提高了市场集中度，实现定价权提高带来的收益。不过，并购之后如果形成了更加垄断的市场结构，造成行业定价紊乱，那么监管当局会对企业采取相关的处罚措施。因此，通过并购的经营协同效应来提高曲美家居的定价能力是有一定限度的，管理层要在法律允许的范围内进行定价，实现企业的稳定发展。

3.4 全面整合资源，推动战略升级

通过对 Ekornes ASA 的并购，推行“曲美+战略”，继续拓宽企业深度和宽度，不断增加企业的经营业绩和市场份额。“曲美+深度”是指曲美现有业务的深度和精炼，以建立中国市场的深度战略。曲美商业模式的深耕细作可以全面提高经营管理质量和工作精细化水平，这是曲美商业精细化管理的提升，是与中国经济发展的转型升级同步。“曲美+宽度”意味着在品牌、产品、渠道、生产能力和供应链上充分发挥“曲美+ Ekornes ASA”的协同作用，赋予双方业务以创新能力，同时，创新曲美全球化的发展思路，进行全球市场战略升级。

4 棋逢对手：实施并购

企业成长是并购行为的最基本动机之一，通过并购利用其现有的各种资源，实现在原有或者新行业内的扩张和转型升级。并购是一项复杂的系统工程，并购之前需要获得相关部门的决策审批，并且要运用多种手段融入充足的资金来支持企业并购的过程。同时，还要做好尽职调查，充分了解并熟练运用海外的法律法规和市场规则，按部就班，保证并购的顺利实现。

4.1 尽职调查，分析目标企业实际情况

尽职调查是指并购企业在与目标企业达成初步的并购意向之后，并购企业对目标企业一切与本次并购活动有关的事项，进行现场调查、资料分析、讨论论证等的一系列活动。并购调查的内容应包括：目标企业的背景与历史，企业所在的产业，企业的营销方式、制造方式、财务资料与财务制度，企业的战略规划等各种相关的问题。

由于曲美家居并购 Ekornes ASA 属于跨国并购，对目标企业所在国家和地区的法律制度、市场规则、税费情况等不了解，因此，尽职调查对曲美家居来说尤其重要。曲美家居在实施此次并购之前，首先对欧洲和瑞士的市场规则、法律环境等进行了调查，将涉及到并购相关的法律制度加以学习和研究，保证本次并购过程中的相关交易和活动完全符合法律要求和市场规范。对 Ekornes ASA 公司进行了包含财务、法律、文化、市场、技术等在内的尽职调查，不仅为并购活动的可行性提供依据，也能为并购融资需求的确定、交易架构的设计、交易对价的支付方式和关键交易条款的设计提供重组依据。

4.2 进行市场估值，确定融资计划

2018 年 1 月 30 日，曲美家居股份有限公司获得了国家发改委出具的《曲美家居（上海）有限公司收购挪威家居制造商 Ekornes 100% 股权项目的确认函》。在正式收购之前，曲美家居委托上海东洲资产评估公司对 Ekornes ASA 进行估值。据估计，截止到 2017 年 12 月 31 日 Ekornes ASA 公司全部股东的权益价值为 53.6 亿挪威克朗。2018 年 6 月 27 日，曲美家居取得《境外投资项目备案通知书》。2018 年 7 月 2 日，曲美家居召开了临时股东大会，本次会议主要是对《关于进一步向相关金融机构进行融资的议案》和《关于进一步提供担保的议案》两项议案进行审议和决定，最终股东大会通过了这两项议案，为本次并购融资奠定了好的基础。2018 年 7 月 13 日，曲美家居股份有限公司获得了《企业境外投资证书》，此证书由上海自贸区管理委员会颁布，为曲美开展海外并购提供了依据。至此，曲美家居完成了在交割之前全部的法定决策和审批程序。

经过多方的慎重考虑，曲美家居采取多元化的融资方式为本次并购筹集资金，

一是为了减小筹资风险，避免因采取一种筹资方式导致的财务风险剧增；二是为了减少财务压力，通过非公开发行股票的方式募集资金和采用 IPO 募集资金支持，可以提高筹资效率，增加优质资金。曲美最终决定以现金要约为本次交易的收购方式，按照同期的汇率计算，收购价格大约为每股 139 挪威克朗。如果 Ekornes ASA 公司的股东全部接受了曲美的收购要约，那么总交易额大约为 51.28 亿挪威克朗，折合人民币 40.63 亿元。本次交易的融资手段主要包括：股东（公司实际控制人）借款、国内外银行贷款、公司自有资金支持以及非公开发行股票募集资金等。

（1）股东（公司实际控制人）借款

2018 年 5 月 23 日，曲美家居董事会同意公司的实际控制人赵瑞海、赵瑞宾和赵瑞杰为收购 Ekornes ASA 公司提供 15 亿元人民币的借款，这三人提供的借款实为质押融资所得，其目的是用于收购 Ekornes ASA 项目。质权人均为华泰系旗下华泰证券及华泰资管。截止到交易完成，公司的实际控制人赵瑞海、赵瑞宾、赵瑞杰分别进行了三次质押式回购，日期分别为：2018 年 6 月 25 日、6 月 27 日、8 月 7 日，他们将各自所持有的部分流通股，分别向华泰证券股份有限公司和华泰证券（上海）资产管理有限公司质押了 8.06%、6.21% 和 15.99% 股份，共获得 15.448 亿元现金。经过一系列的质押融资，公司实际控制人赵瑞海先生、赵瑞宾先生、赵瑞杰先生质押公司股份的累计如下：

表 1 股东质押公司股份情况

股东	持有公司股份 (万股)	占公司股本比	累计质押公司股份(万股)	占所持有公司股份比	占公司总股本比
赵瑞海	16048.32	32.65%	13620	84.87%	27.71%
赵瑞宾	15706.8	31.96%	13922.6	88.64%	28.33%
赵瑞杰	3524.4	7.17%	3524.4	100.00%	7.17%
合计	35279.52	71.78%	31067	88.06%	63.21%

资料来源：东方财富网

（2）境内外商业银行贷款

曲美家居与招商银行上海分行就本次海外收购签署了《并购贷款合同》，招商银行向曲美家居提供海外并购贷款，总额不超过 18 亿元人民币。本次并购贷款的信用担保方为公司的实际控制人赵瑞海、赵瑞宾以及持股 5% 以上的股东赵瑞杰。同时，将公司的部分土地、房产等不动产作为本次贷款的抵押担保。除此之外，挪威境内的银行 SpareBank1SR-Bank ASA、SpareBank1SMN、SpareBank 1

Østlandet 在自愿要约阶段和强制要约阶段分别提供了 16.46 亿挪威克朗和 6.8 亿挪威克朗的贷款承诺函。

（3）公司自有资金

根据曲美家居的财务报表显示，截止到 2018 年 4 月份，公司内部的资金余额为人民币 7.75 亿元，公司的总资产为 20.42 亿元，其中，应收账款余额和固定资产余额分别为 1.10 亿元和 5.43 亿元。公司为了保证本次海外并购资金的充足，决定将一部分自有资金用于收购 Ekornes ASA 公司。同时，曲美家居 2017 年年报显示，其资产负债率为 22.49%，账务风险小，杠杆率较低，公司土地、房地产、生产设备等主要资产均未被抵押或质押。

（4）IPO 募集资金支持

曲美家居为了筹集足额的资金用于本次并购，经董事会讨论决定，将尚未使用的、总额为 2.68 亿元（2.35 亿元及全部利息 0.33 亿元）用于支付要约收购 Ekornes ASA 股份的部分要约款，以此来提高筹集资金的效率，并在一定程度上保证筹集资金的优质性。

（5）非公开发行募集资金

为了进行海外并购，曲美家居经董事会审议决定，通过非公开发行股票的方式筹集资金。非公开发行股票募集的资金总额预计不超过 25 亿元，将扣除相关费用后的资金净额，用于向挪威奥斯陆证券交易所的全体股东支付现金收购要约款，曲美家居非公开发行股票与本次重大资产购买交易独立实施。

4.3 确定交易结构，实施并购计划

（1）发出要约

2018 年 5 月 23 日，曲美家居股份有限公司、华泰紫金与挪威 Ekornes ASA 公司签署《交易协议》，曲美拟联合华泰紫金设立包括一家挪威投标公司的欧洲公司架构。本次收购为自愿现金要约收购，拟收购 Ekornes ASA 公司至少 55.57%（经充分稀释）的已发行股份。本次要约收购的要约人是一家根据挪威法律设立并注册的公司，名称拟为 Qumei Investment AS，由曲美家居和华泰紫金通过境外公司间接持股。通过境外子公司 Qumei Investment AS，向 Ekornes ASA 的全体股东发出购买其持有的已发行的公司股份的现金收购要约。在取得必要的监管审批后，曲美家居快速搭建起了收购架构，包括上海 SPV、卢森堡 SPV1、挪威 SPV1、挪威 SPV2。本次交易的具体架构（见图 4）。

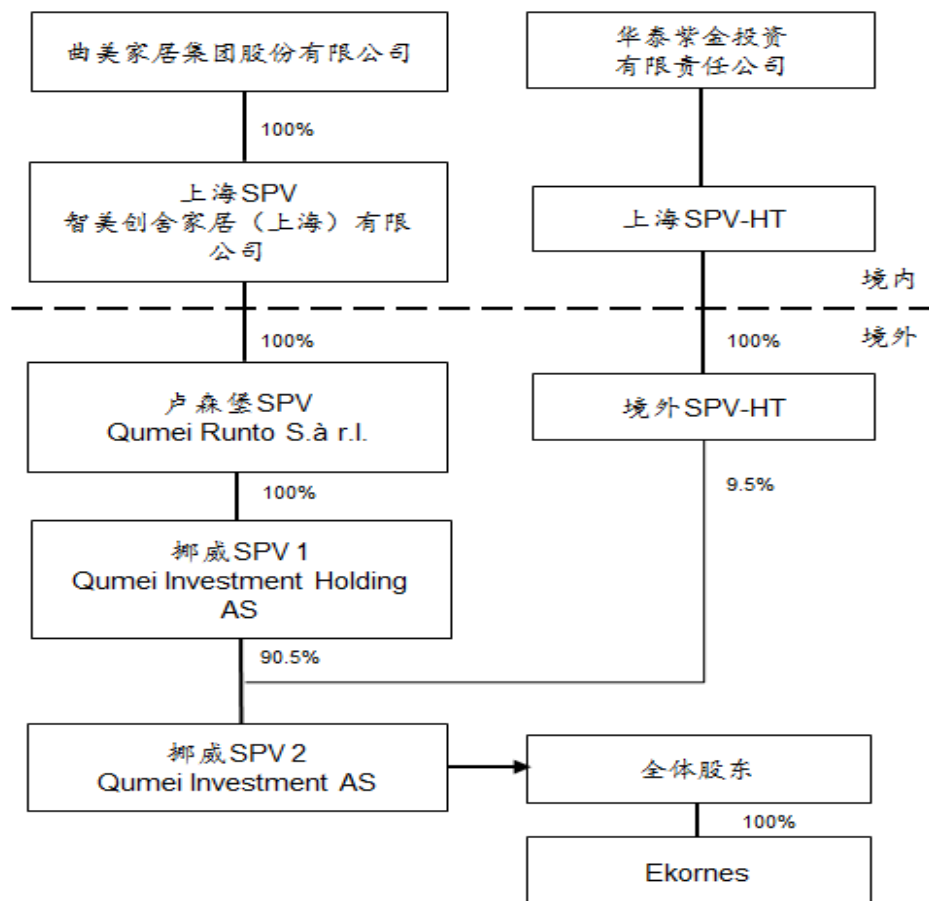


图 4 交易架构示意图

资料来源：《曲美家居重大资产购买报告书》

Ekornes ASA 公司 2017 年的营业收入约为曲美家居同期营业收入的 1.16 倍。截至到 2017 年底，Ekornes ASA 标的资产的交易价格约为曲美家居资产总额的 1.93 倍、占曲美家居资产净额的比例为 255.45%。因此，根据相关法律规定，本次交易构成曲美家居的重大资产重组。相关的计算比例如表 2 所示：

表 2 曲美家居和 Ekornes ASA 公司 2017 年度相关财务数据计算比例

单位：人民币万元

项目	Ekornes ASA 公司	曲美家居	交易价格	标的账面值与 交易价格孰高	占比
资产总额	179655.42	210360.28	406316.89	406316.89	193.15%
资产净额	84928.29	159057.22	406316.89	406316.89	255.45%
营业收入	243947.31	209717.62	---	---	116.32%

资料来源：东方财富网

曲美家居于 2018 年 4 月 25 日向上交所申请停牌不超过一个月，2018 年 6 月 14 日，曲美家居宣布公司股票复牌交易。2018 年 6 月 5 日，曲美家居股份有限公司向奥斯陆证券交易所 Ekornes ASA 公司的所有股东，发出购买其持有的已发行的标的公司股票的现金收购要约。

（2）自愿要约交割结算

2018 年 7 月 30 日，本次要约截止。2018 年 8 月 29 日，曲美顺利完成自愿要约交割结算，设立的境外子公司 QuMei Investment AS 持有 Ekornes ASA 公司 36288506 股的股份，占其总股本的 98.36%。根据挪威相关法律法规的要求，由于 QuMei Investment AS 在顺利完成自愿要约结算后，持有 Ekornes ASA 公司 90% 以上的股份，所以，曲美将其剩余股份进行强制性收购，Ekornes ASA 公司在挪威奥斯陆证交所退市。

（3）强制收购

自愿要约交割结算完成以后，通过对 Ekornes ASA 的公司的剩余股份进行强制收购，曲美家居的境外子公司持有 Ekornes ASA 公司 36892989 股的股份，占其总股本的 100.00%。至此，本次海外并购 Ekornes ASA 公司共支付对价 51.28 亿挪威克朗，境外子公司 QuMei Investment AS 已全部支付。2018 年 8 月 29 日起，Ekornes ASA 公司的 36288506 股股份已全部过户至 QuMeiInvestmentAS 名下。

5 并购及整合过程中面临的风险

事实上，虽然并购可能会带来协同收益，但是也会面临很多未知的风险，同时会对管理层提出更高的要求，因为他们需要经营更大规模的企业，需要确保大规模的收入能够带来与此相称的利润和股东收益。在后期整合过程中，风险与挑战会对企业的下一步发展带来很大的障碍，但也是检验一个企业的经营管理水平和战略定位能力的试金石。

5.1 产业结构调整，行业风险上升

在国家房地产调控、消费优化升级的趋势之下，国内家具行业发展面临诸多的风险。具体分为以下几方面：

原材料和人力成本上涨的风险。现有的家具生产需要大量的初级原材料和大量的劳动力，随着国家环保政策趋严，木材价格大幅度上涨，提高了公司的生产成本。同时，随着工资水平的提高和劳动力资源趋紧，人力成本上升会给公司带来巨大的挑战。

房地产市场调控趋紧的风险。为了抑制房地产商过度“炒房”、“卖房”，国家

的房地产政策将会更加严格，会进一步抑制投机性的购房需求，随着房地产市场的低迷，家具市场也会受到不利影响，家具行业整体营业收入会下滑。

产品质量安全和行业竞争加剧的风险。国家对产品质量安全的要求越来越高，产品可追溯性的标准将会在未来实现普遍化，这对家具行业的生产质量提出了不小的挑战。同时，在消费者需求增长发力的情况下，家具市场可能会利用价格战开展恶性竞争，以持续性降价的方式扩大销量，长此以往对整个行业的发展升级是不利的，而且会导致大型家具企业的营业收入和利润呈现逐渐下降的态势。

5.2 文化风险显现，人力资源整合面临难题

企业文化整合便是将不同的企业文化通过拆分、合并等方式进行融合，进而形成新的企业文化的过程。曲美家居是国内领先的大型家具企业，公司宣扬“简约、时尚、现代”的生活理念，产品的设计符合国内消费群体的偏好的需求，而 Ekornes ASA 作为国际知名的家具制造企业，主要从事高端座椅的生产，宣扬“高端、定制、轻奢”的理念。双方不仅面临着企业之间文化理念、经营愿景、价值观等的差异，还面临着国内外的文化差异和冲突。如果不能及时消除文化风险，极易对曲美家居并购之后的融合发展造成不良影响。

另外，并购完成之后，曲美家居和 Ekornes ASA 会面临组织架构、薪酬工资等方面差异，因此要对 Ekornes ASA 的管理人员进行一定程度的调整。而 Ekornes ASA 作为老牌高端家具企业，早已形成了成熟的内部组织架构，管理体系比较稳定，如果调理不当，极易造成员工反感、高层管理者离职等现象，致使人力资源流失，造成经营混乱。

5.3 经营业绩亏损，资产负债率高涨

并购完成之后，2018 年第三季度，曲美家居的营业收入为 16.9 亿元，同比增长 17.94%；而净利润为 0.95 亿元，与 2017 年第三季度相比减少 45.4%；现金流量净额为 1.03 亿元，也减少了近 45.27%。曲美家居在其 2018 年半年报中表示，因为并购费用、利息支出、合并对价分摊可辨认资产的折旧摊销、远期外汇合同公允价值变动损失增加等导致净利润下滑，同时受家居市场需求增速放缓与行业竞争日趋激烈的双重影响，曲美家居业绩增长开始面临较大压力。2018 年曲美家居全年营业收入为 28.92 亿元，同比增长 37.88%；净利润为-0.59 亿元，同比下降 124.04%。并且，在 2019 年第一季度报表中，曲美的营业成本增长了 113.07%，销售费用增长了 268.46%，管理费用增长了 410.44%。前文提到，曲美家居为海外并购筹集足够的资金，采取海内外银行贷款、股东借款等多种融资方式，导致企业债务压力剧增，资产负债率也出现大幅度的上升。2015-2018 年曲美家居公司的资产负债率变化，我们可以看出，曲美家居的资产负债率在海外并购之前一

直保持一个比较低的水平，2018 年由于收购 Ekornes ASA 公司，资产负债率激增至 77.73%，导致公司面临更大的财务风险（见图 5）。

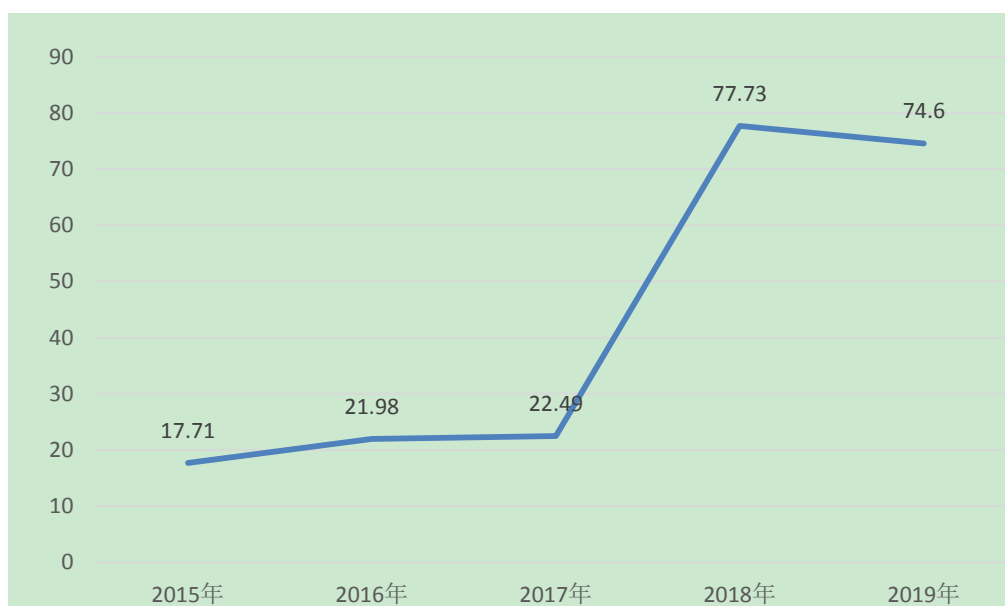


图 5 2015-2018 年曲美家居资产负债率 (%)

资料来源：《曲美家居重大资产购买报告书》

5.4 营运效率下降，13 亿商誉悬顶

收购 Ekornes ASA 之后，曲美家居的营运效率出现了明显下降的现象，并且存转率和应收账款周转率也出现了不同程度的降低。报表显示，2019 年上半年曲美存货周转率为 1.77，与去年同期相比下降了 45.71%；应收账款周转率也由 2018 年上半年的 6.86 下降至 4.76，营业周期也上升为 135.4 天。

另外，曲美家居在收购 Ekornes ASA 之前并没有形成商誉，但 2018 年末，曲美家居的商誉激增至 12.73 亿元，同期净资产为 16.23 亿元，商誉占比高达 78.46%。并且，2019 年以来曲美家居的商誉一直保持持续增长的态势，2019 年上半年年报披露的商誉为 13.1 亿元、净资产为 15.5 亿元，商誉占比持续上涨为 84.52%。有业内人士称：“很难对商誉的具体价值进行计量，净利润会随着商誉的减值受到很大的影响，同时，债务的不及时兑付也会导致商誉减值，进而对公司净利润产生不利影响”。

6 并购整合，“新曲美”扬帆远航

曲美家居海外并购 Ekornes ASA 是其吸引先进技术和经营理念，拓展海外市场的捷径，并购完成之后是否就意味着“战役”的成功？答案是否定的。并购交易完成仅仅是完成了法律、管理和财务方面的程序，而后期的整合才是海外并购的重头戏。在技术不断革新和行业竞争日趋激烈的背景下，曲美家居的整合过程面

临很多的机遇和挑战。

根据曲美家居披露出来的相关资料显示,并购完成伊始,曲美主营业务收入、资产负债率、商誉、净利润等,都因为巨额的并购费用出现了不同程度的恶化趋势,曲美家居管理层面临很大的压力,但是,经过一年多的发展,并购带来的转型升级逐渐显现,“新曲美”悄然完成蜕变,开始新的征程。

6.1 “曲美+”战略深入推进,经营业绩提振增长

曲美家居的长期战略目标是从制造品牌向商业品牌的升级,在并购整合过程中,曲美推动 Ekornes ASA 逐步进入曲美家居的商业渠道并保持独立的品牌价值,有效地促成双方旗下品牌相互协同效应。同时,公司深入推进“曲美+”战略,打造中国市场的深度与全球市场的广度,取得了良好的业务成果。



图 6 2014—2019 年曲美家居营收变化

数据来源：曲美家居 2017-2019 年报

据《曲美家居 2019 年年报》显示,2019 年公司实现营业收入 42.79 亿元,同比增长 47.99%;净利润 9765.81 万元,同比增长 239%,实现扭亏为盈。2019 年公司原有业务定制家具、成品家具、饰品及其他分别实现营业收入 7.26、8.51 和 1.29 亿元,分别同比增长 22.26%、下降 26.60%和增长 34.30% (见图 6)。并表 Ekornes AS 后,旗下 Stressless、IMG、Svane 产品分别实现营收 18.83、3.98、和 1.69 亿元,分别同比增长 157.98%、增长 177.04%、增长 211.80%。并购后,曲美家居的经营业绩在经历短暂的“阵痛”之后,实现了较快的恢复和增长。

6.2 “中国速度+Ekornes 技术”,曲美实现海外扩张

Ekornes 被并购之后之后,旗下多个品牌在曲美的产品矩阵、营销渠道、供应链等多个角度共同发力,全球化布局得以加速。2019 年,曲美家居海外营业

收入达 24.5 亿元，占比为 58.9%。并购 Ekornes 后，公司已经形成了曲美系列你+生活馆、居+生活馆、B8 全屋定制、万物及凡希品牌与 Ekornes 系列 Stressless、IMG 和 Svane 品牌的多元化矩阵。在门店扩张方面，曲美家居全年门店净增 1211 家，截止 2019 年末，全球门店布局达到 7641 家。其中，IMG 品牌在报告期内扩张迅速，全球范围内净增 1063 家，国内体验店超过 700 家。Ekornes 品牌的销售区域已覆盖欧洲、北美、亚太等主要大洲，在全球形成了超过 5000 个零售终端的全球零售网络并实现了生产自动化。曲美家居收购 Ekornes 实现了“中国速度+Ekornes 技术”的商业模式，“曲美家居正在借助 Ekornes 的全球化渠道资源、供应链资源和品牌资源，带动国内与海外业务协同增长。

表 3 曲美家具主营业务分行业情况

单位:元币种:人民币

主营业务分行业情况						
分行业	营业收入	营业成本	毛利率 (%)	营业收入比上年增减 (%)	营业成本比上年增减 (%)	毛利率比上年增减 (%)
家居	4,157,088,118.64	2,335,806,926.28	43.81	49.65	46.07	增加 1.38 个百分点
主营业务分产品情况						
分产品	营业收入	营业成本	毛利率 (%)	营业收入比上年增减 (%)	营业成本比上年增减 (%)	毛利率比上年增减 (%)
定制家具	725,997,948.48	392,775,435.22	45.90	22.26	16.10	增加 2.87 个百分点
成品家具	851,150,948.47	554,101,456.49	34.90	-26.60	-24.73	减少 1.62 个百分点
饰品及其他	129,451,017.90	101,416,701.54	21.66	34.30	35.32	减少 0.59 个百分点
Stressless	1,883,224,549.62	928,337,531.54	50.70	157.98	199.02	减少 6.77 个百分点
IMG	398,468,877.08	213,187,461.06	46.50	177.04	174.46	增加 0.50 个百分点
Svane	168,794,777.09	145,988,340.43	13.51	211.80	164.44	增加 15.49 个百分点

资料来源：曲美家居 2019 年财报

6.3 国内市场转型升级，红利效应明显

2019 年，受益于并购后的整合红利，Ekornes 中国市场高速发展。Stressless、IMG 双品牌带动下，中国市场步入超高速发展阶段。Stressless 品牌以独立招商、独立开店的发展策略快速在国内进行布局。公司针对国内家具市场的现状，对 Stressless 的经销政策、物流时效、市场政策等进行本土化升级，使各项政策更适合国内的市场情况，同店销售和招商速度均得到提升，全年国内收入增速接近 80%。IMG 品牌全网同价，以线上线下相结合的模式快速打开国内市场。2019 年，IMG 进入国内首年即实现盈利，全年销售额接近 6000 万元，截止年末在国内拥有超过 700 个体验点；与此同时，IMG 的品牌知名度也快速提升，“挪威宠”、“挪威躺”等产品因其高颜值、舒适性等特点，迅速在小红书、抖音等平台走红，受到许多年轻消费者的青睐。2019 年，在 Stressless、IMG 双品牌的驱动下，Ekornes 中国市场爆发式增长，销售额同比增速超过 200%，从目前的开店趋势、单店收入情况来看，2020-2021 年，Ekornes 中国区有望充分发挥整合的红利效应，延续

高速增长状态。

5 尾声

在新一轮中国企业海外并购周期的洗礼下，曲美家居如愿以偿“蛇吞象”收购挪威 Ekornes ASA 公司。从联合华泰紫金向奥斯陆证券交易所股东发出现金收购要约到 40 亿交割完成，曲美家居综合运用了多种融资手段和资本运作机制，最终将 Ekornes ASA 公司 98.36%的股权收入囊中。并购之后，曲美公司在商誉、业绩、运行效率等方面出现了一系列的问题，但是经过一年半的整合发展，双方在产品研发、自动化生产、营销渠道、国际化拓展等方面的协同效应正在不断地显现，曲美家居净利润扭亏转盈，主营业务收入不断增长。未来，对于这场“蛇吞象”的并购，曲美家居能否继续转型升级、扩大红利效应？中国企业海外并购将会何去何从？让我们共同等待时间的检验。

（案例正文字数：11828）

Is it a Smart Business? Case Analysis on QM Furniture's M&A on Ekornes ASA

Abstract:

Merger and Acquisition (M&A) is one of the major business operation methods. The company is able to introduce advanced technology, promote asset reorganization and realize business expansion through M&A. For an M&A, the precondition is finance, the key is implementation and the final goal is post-merger integration to achieve synergy. The intensive competition in furniture industry, coupled with the automation-oriented transformation in manufacturing, drives QM Furniture to realize its technology upgrade and overseas market expansion via M&A. Current paper introduced the case QM Furniture merged Ekornes ASA, a national level furniture company in Norway, in detail, listed various finance methods used by QM Furniture and discussed the potential opportunities and threats in post-merger integration. The paper, by analyzing the overseas M&A of QM Furniture, aims to provide practical evidence and theoretical contribution for M&A of Chinese companies.

Key Words: QM Furniture; overseas Merger and Acquisition; Industry 4.0; synergetic effect