

案例题目：**机会与风险同在，美的跨国并购库卡**

摘要：2016 年，美的集团“一掷千金”高价收购库卡公司，交易完成后美的成为库卡最大股东，双方签署《投资协议》，然而美的收购库卡后，库卡业绩一路下滑，备受投资者诟病。直至 2021 年 11 月底，美的集团发布公告称拟全面私有化库卡，但双方签署的有效期为七年半的《投资协议》尚在有效期内，如今提出私有化，引起了资本市场广泛关注。本案例以我国资本市场上 2015 年左右开始的并购潮为背景，借助美的集团并购库卡公司的事件，探讨企业跨国并购的动因及跨国并购中可能存在的机遇与风险，引导学生评价跨国并购后的企业的协同效应及业绩表现。并借助美的集团私有化库卡公司的事件，探讨美的提出私有化的动因及私有化中可能面临的挑战，引导学生思考美的未来发展问题。

关键词：美的；库卡；跨国并购；风险

Title: Step By Step, Midea Group Acquired Germany Kuka

Abstract: Midea Group acquired Kuka Company at a high price in 2016. After the transaction was completed, Midea became the largest shareholder of Kuka. The two sides signed an investment agreement. However, after the acquisition of Kuka by Midea, Kuka's performance continued to decline and was criticized by investors. Until the end of November 2021, Midea announced that it intends to fully privatize Kuka. But the two sides signed the valid period of seven and a half years "investment agreement" is still in effect. Now proposed privatization, has caused widespread concern in the capital market. This case is based on the M&A wave that started around 2015 in our capital market, and based on the event of Midea's M&A of Kuka, it discusses the motivations of transnational M&A and the possible opportunities and risks in transnational M&A. Guide students to evaluate the synergistic effect and performance of enterprises after cross-border mergers and acquisitions. Based on the event of Midea's privatization of Kuka, this paper discusses the motivation of Midea's privatization and the challenges. It may face in the privatization process. Guide students to think about the future development of Midea.

Key words: Midea Group; Kuka Group; Cross-border M&A; Risk

案例正文：

机会与风险同在，美的跨国并购库卡¹

0 引言

2015 年前后，我国经济快速发展，各行各业中优质企业层出不穷，市场竞争进入白热化，想通过并购减少同业竞争、多元化发展的企业数不胜数。然而我国市场有限，许多领先企业已经不满足于现有国内市场，纷纷把并购目标投向技术、管理领先的发达国家。因此，频繁的并购与高溢价的收购在全球范围内展开了一场没有硝烟的跨国并购战争。近几年我国市场环境复杂多变，不可控因素持续增多，被并购企业业绩未达预期的并购案例数不胜数，许多管理不善的企业相继暴雷，而且高溢价的并购导致如今需要巨额商誉减值的企业数量明显增多，使得企业中的利益相关者对过去的并购方案存在较大质疑。在此种情形下，美的集团高价并购后库卡后再次提出私有化库卡，这一举措不免引起资本市场广泛的关注。本案例以美的集团并购德国库卡为例，探讨跨国并购过程中企业会面临哪些风险与挑战，这对企业未来的发展又会产生怎样的影响？

1 交易主体简介

1.1 美的集团股份有限公司

美的集团股份有限公司在我国佛山顺德成立，是以提供多元化的产品与服务为主的企业。公司业务所涉领域繁多，多样化的产品遍布海内外，在世界拥有 200 多家下属公司、建立了 30 个产品研发中心、现有员工超 16 万人，建立的 30 个研发中心就有超半数的研发基地坐落在海外，拥有海外员工多达 3 万人，结算所涉货币达 22 余种。美的集团从成立到现在，已经过去了半个多世纪，公司通过多年的商业拓展与市场布局，早已从佛山顺德的一个小企业发展成为了享誉海内外的多元化跨国集团。美的集团在其各业务领域中都建立了自己独特的优势品牌，如图 1 所示。其中，包含并购所得的机器人及自动化板块中的库卡品牌，其主要为企业提供工业机器人、物流自动化系统等系统解决方案。

¹ 1. 本案例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. 本案例仅供课堂讨论之用，并无意暗示或说明某种管理行为是否有效。

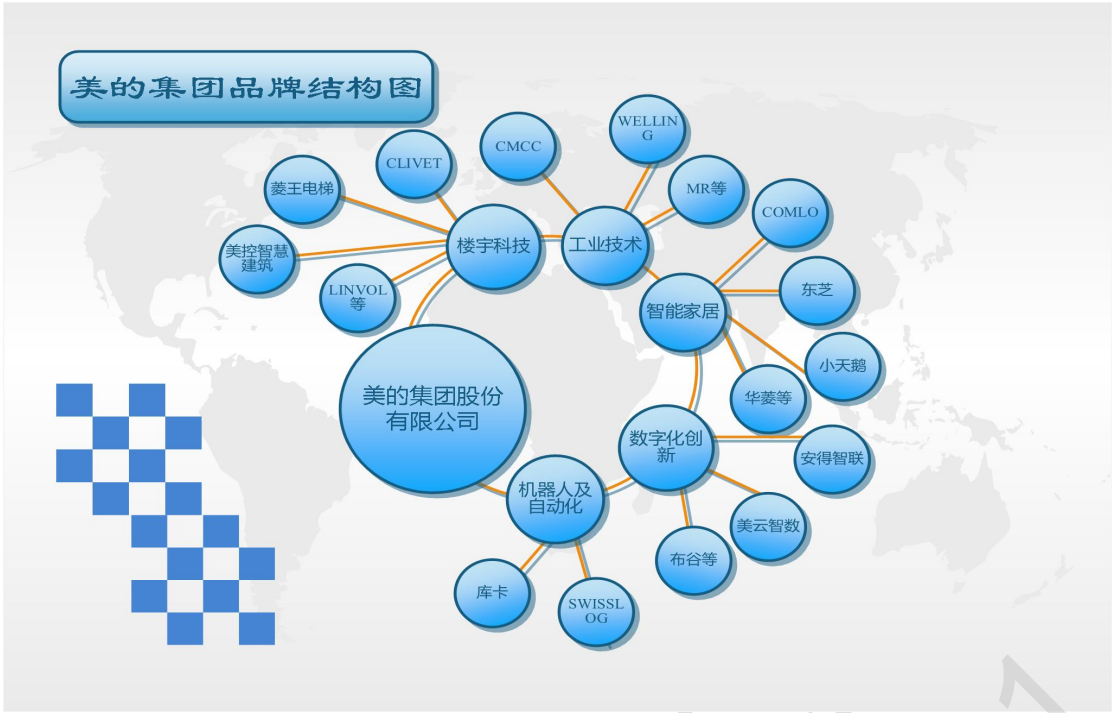


图 1 美的集团主要业务概况²

这些年来美的多次开展并购业务，布局多元化战略，除了收购库卡公司外，美的集团在 2015 年前后收购了不少品牌，例如，Clivet、东芝、伊莱克斯等公司，可谓是并购浪潮的积极参与者，如表 1 所示。

² 来源：美的集团官网 <https://www.midea.com/cn/>

表 1 美的集团海外合资并购概况³

日期	事件	目的
2015 年	与博世成立合资公司，在美的合肥生产基地生产多联机，输出到欧洲。	打开欧洲市场。
	与希克斯成立合资公司。	提升中央空调制造水平。从品质、智能化等方面提升美的国际竞争实力。
	与日本“安川电机”在中国的独资子公司签约设立两家合资公司，进军机器人产业。	提前布局国内服务机器人领域，做好技术积累。
	与酷晨合资，美的 60%，酷晨 40%，内销为主，最高端，酷晨研发制造。中高端、中低端生产转到中国，彼此共享电饭煲技术。	争夺国内高端市场。
	收购东芝家电，40 年品牌授权，5000 项技术。	获得日本市场的技术、渠道。
2016 年	收购 Clivet 80% 股权	美的与 Clivet 互补性的资源和优势将在产品、市场、供应链以及制造等方面产生巨大的协同效应。
	收购伊莱克斯 Eureka	快速提升美的在美国市场的销售与分销。
2017 年	收购以色列高创 Servotronic	在收购库卡公司的基础上，进一步补充了机器人产业链。
	美的与伊莱克斯成立合资公司，引入 AEG。合资公司由美的控股	提升自身产品定位。

³ 来源：雪球，作者：猿目 <https://xueqiu.com/1365273569/122428216>

1.2 库卡系统有限公司

1898 年，库卡系统有限公司在德国成立。自成立以来，库卡公司一直将生产高端汽车，占领高端产品市场作为公司生产经营的主要目标，尽心尽力的为每一位消费者提供策划、设计、研发、生产、装配及售后咨询等一条龙的高端车定制服务。公司品牌越做越大，开始向海外发展，于 2000 年在我国国内建立第一家子公司。总的来说，库卡公司业务主要分为三大板块，如图 2 所示。每个版块所涉业务各不相同，都在库卡集团的整体发展扮演着至关重要的角色。其中，企业中的各种产品的研发创新与自动化解决方案主要依赖于瑞士格板块；自动化机器人的生产与制造主要依赖于企业中的机器人板块；系统板块则从事企业工厂价值链自动化制造系统的策划与制造。

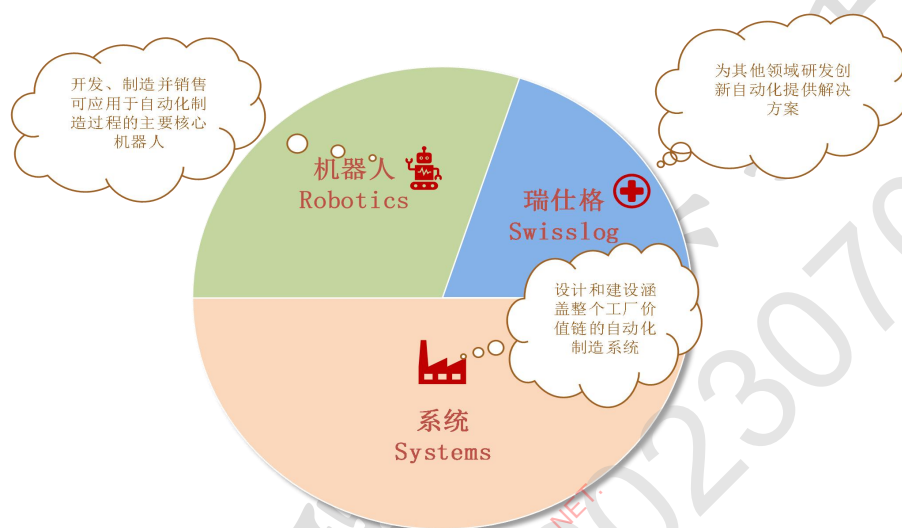


图 2 库卡公司主要业务概况⁴

⁴ 来源：库卡网站 www.kuka.com 按营业收入金额安排比例

2 收购过程回顾

2.1 早期收购

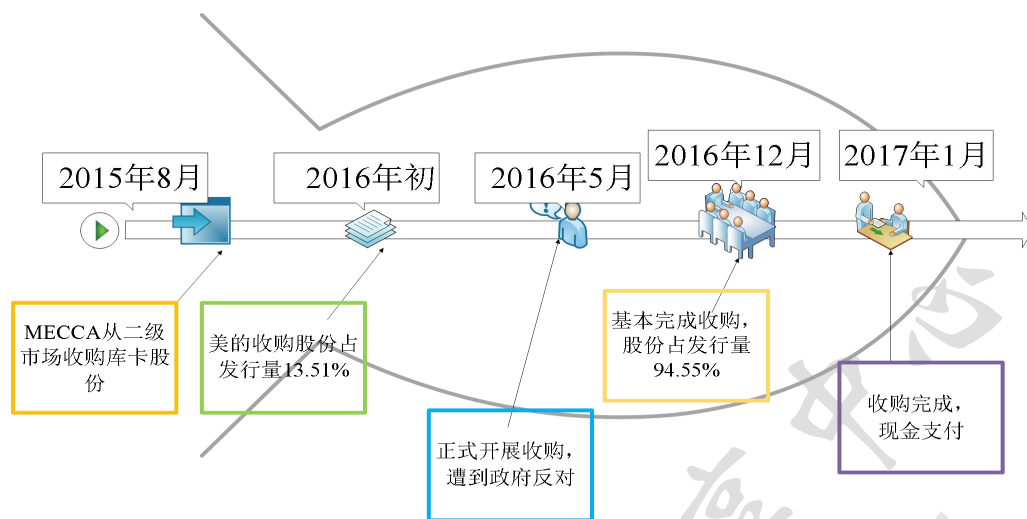


图3 早期收购进程图⁵

如图3，2015年8月，美的集团子公司MECCA应总部要求，从二级市场收购库卡公司股份。时隔半年，美的集团已经拥有德国库卡发行股份总量的10%，一跃成为库卡公司的第二大股东，这一收购行为，算是打响了美的收购库卡的第一枪。

2016年5月，美的集团高层经协商一致决定，正式拉开收购德国库卡的帷幕，发出正式收购要约，并在官网发布公告称此次对库卡集团股份的收购不低于其发行股数的30%。对涉及高、精、尖技术的敏感性行业展开跨国并购往往容易引起被并购国家的恐慌，因此，此项并购实施以来德国和欧洲政府及公众都表达了强烈的不满，德国联邦经济兼能源部部长在美的收购库卡前期就强烈呼吁德国或欧洲企业合力组成新的收购联盟，打破美的并购库卡的战略计划。与此同时，德国总理在已知经济部行动的情况下，却强调是“企业的决定”。此时的德国《对外经济条例》还没有那么严苛，联邦德国原则上尊重经贸自由，美的收购库卡最终圆满谢幕。

站在本国经济利益的角度，德国政府自然不情愿国内知名企业库卡集团被中国公司美的掌控，更怕本国先进机器人技术被美的吸收，在收购过程中设置了重重关卡来阻止此次收购的开展，德国政府的一系列操作，使美的对库卡的收购历经了许多波折。这也使美的集团意识到，纠缠越久收购面临的困难就会越多，不如一次抬高并购价格，彻底摆脱竞争对手。通过多方努力，公司于2016年8月

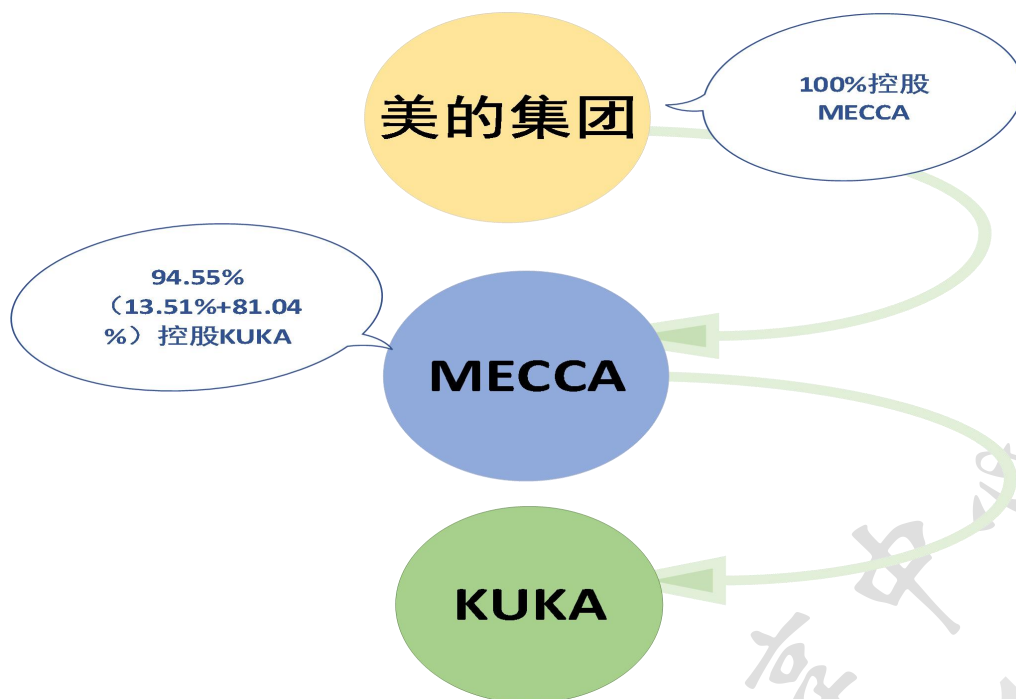
⁵ 美的收购库卡事件追踪：<http://news.ca168.com/201707/80202.html>

先后获得中国商务部反垄断局与德国联邦经济事务和能源部的审批并满足美国反垄断审查交割条件。此外，本次要约收购尚需通过欧盟、俄罗斯等国家的反垄断审查。历经 7 个多月，美的集团的收购要约终获审批。在 2016 年 12 月 30 日，美的基本完成对库卡公司的并购。在此次收购前，美的集团下属公司 MECCA 公司已经持有库卡集团发行股份总量的 13.51%，收购完成后，美的集团将获得库卡集团发行股本的 81.04%，占库卡集团已发行股本比例的 94.55%，如图 4 所示，美的集团成为库卡最大的股东。此次收购，美的收购库卡集团股份总计 32,233,536 股，每股价格为 115 欧元，共计花费 37.07 亿欧元，折合人民币 292 亿元，全部以现金方式支付，完成最后的收购交割工作。

美的集团为了此次收购的顺利开展，多次退让，最终以每股 115 欧元的高价收购并与库卡签署了一系列具有约束效用的《投资协议》，协议签订后美的集团除了获得库卡股权外，几乎一无所获。库卡公司业务保持独立，美的无权插手库卡公司的内部管理和技术研发，保证对库卡的品牌及其专利技术的完全尊重，承诺绝不泄露商业机密，不会对库卡集团进行裁员，与此同时助力库卡在中国区域发展。

这次收购也使得中国在德国的并购总额从 2015 年的 12 亿欧元激增至 2016 年的 110 亿欧元，是德国在华并购额的三倍之多⁶，引起德国政府与公众的强烈恐慌。其中，美的集团对德国库卡的并购更是触及了德国政府最为敏感的自动化行业，直接导致德国立马展开了对国家《对外经济条例》的第九次修正。修正后的《对外经济条例》规定，当欧盟以外的国家通过并购可以掌握德国关键技术以及与安全相关技术企业股份超过 25% 时，德国政府可以以“对公共秩序的威胁”为由并购公司的对收购行为严加审查，甚至可以阻止收购，原有的并购评估时间也从两个月延长到四个月。

⁶ 来源：CCTV 节目官网：2016 年中企在德并购数量金额破纪录 <http://tv.cctv.com/2017/01/12/VIDEcblm7zTrLkkJdMJouF8t3170112.shtml>

图4 非同一控制下企业合并⁷

2.2 私有化

在美的正式要约收购库卡当年，即 2016 年，库卡股价高达 256 欧元每股，之后股价急转直下，到 2020 年只有 22.5 欧元每股，缩水了十余倍。而且近年，疫情快速蔓延全球经济环境发生重大改变，停工停产、居家办公成为了疫情时期的主要特征，消费者居家隔离，C 端客户的生意越来越不好做，不少企业都遭受重创，库卡股价持续低迷。从 2021 年上半年度财务报表中可以看出⁸，美的集团也难逃收入增速变缓、股价低迷的情况。在这种背景之下，美的没有停止向海外市场拓张的脚步，在 2021 年 11 月，提出私有化库卡的战略计划。库卡也称，美的集团提交的收购少数股东股份的请求将在公司 2022 年股东大会上得到批准。

美的高层认为，此时私有化库卡可大幅降低美的的现金流出，短期来看对美的的业绩影响不大⁹，虽然最近库卡市值略有回升，但这种程度的回升对美的的整体的现金流影响也并不大。尚且目前美的已拥有库卡股权 94.55%，距将其全面收购还需股本 5.45%，美的自然不会错过这个大好时机。为了私有化库卡，美的集团在 2021 年年底将公司组织战略升级为五大事业群，将工业技术、楼宇科技、机器人与自动化、数字化创新领域等 B 端商家业务纳入企业未来重要发展方向。

但需要注意的是，距离上次收购仅仅过去五年，美的集团官网就急于私有化库卡，致使之前并购双方签署的 2016 年 6 月生效，有效期为 7 年半的《投资协

⁷ 美的宣布已经完成收购德国库卡集团：<http://www.techweb.com.cn/it/2017-01-06/2468686.shtml>

⁸ 来源：美的集团 2021 年半年度报表 <https://www.midea.com/cn/Investors/reports>

⁹ 国泰君安 11 月 24 日研报指出 <http://stock.10jqka.com.cn/20211124/c634510716.shtml>

议》的有效性遭到业界以及法律界众多权威人士的质疑。如果协议有效，此次私有化库卡可能会使美的卷入司法案件，美的极有可能吃官司；如果协议无效，美的就要为库卡现有中小股东以及德国政府作出新的保证。就目前公布的资料可知，协议的效力大打折扣，美的提出私有化后就与库卡管理层制定了一套详细的新型的长期战略合作方案，即在 2025 年美的将集团的工作重心向库卡偏移，大力发展机器人自动化行业，大幅提升库卡集团在行业中的核心市场地位。同时美的做出保证，双方在 2016 年签订的《投资协议》中的其他条款在剩余期限内仍然有效。

3 收购后续

3.1 收购后业绩

美的收购库卡背后，是业绩下滑的财务风险与隐患。在美的与库卡交割完成后不久，即美的集团成为库卡最大股东的第一年，库卡业绩大幅下滑，利润断崖式下降，并且之后的几年持续低迷。如图 5 所示，库卡 2017 年财务报告显示，公司全年销售收入总额为 34.79 亿欧元，息税前利润为 13460 万欧元，比 2016 年下降了约 2060 万欧元；库卡集团 2018 财务报告显示，公司全年销售收入总额为 32.42 亿欧元，息税前利润仅为 9540 万欧元，相比去年下滑了 29%；库卡 2019 年财务报告显示，公司全年销售收入总额为 31.90 亿欧元，相比去年下滑了 1.6%，息税前利润为 4000 万欧元，下降了 5540 万欧元。库卡 2020 年息税前利润更是降到了-11320 万欧元。

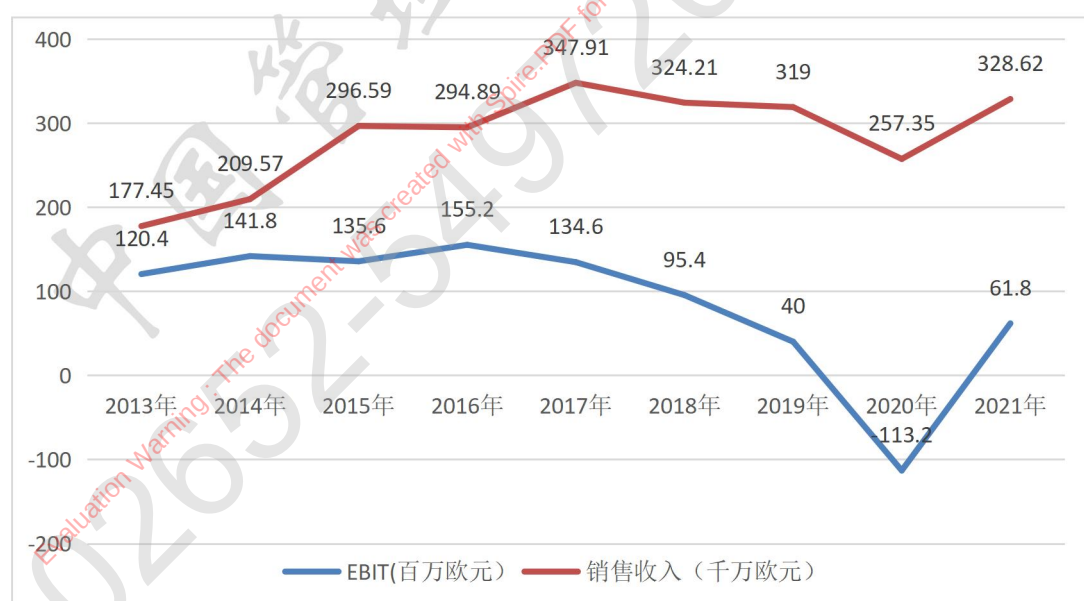


图 5 库卡公司 2013 年-2018 年业绩指标¹⁰

¹⁰ 来源：库卡网站 [//www.kuka.com/en-de/company/investor-relations/reports-and-presentations](http://www.kuka.com/en-de/company/investor-relations/reports-and-presentations)

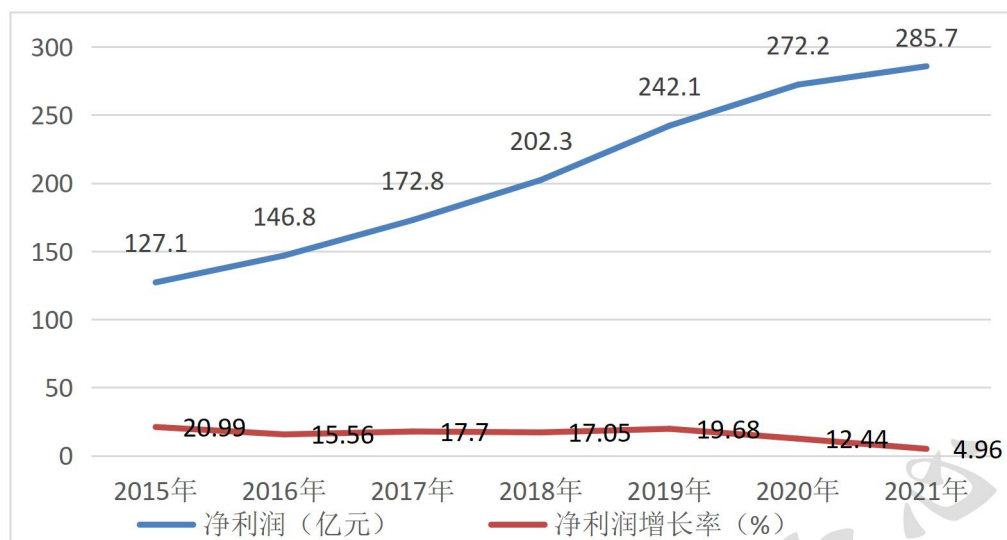


图6 美的集团2015年—2020年净利润及其净利润增长率¹¹

美的收购库卡后净利润虽在逐年增加,如图6所示,但由于库卡重要的下游市场汽车与电子行业的持续低迷,致使库卡并没有给美的带来预想的惊喜。例如:2020年美的财务报表显示,暖通空调业务和家用电器业务的营业收入总额和上年相比略有增长,分别为1.34%和4.02%,而机器人及自动化系统业务则和上年比下滑了14.3%。而美的集团整体业绩是增加的,其主要依赖于美的集团其他业务板块,但营业收入增长率的增加幅度在逐年降低,并购后的库卡公司并未给美的集团带来预期的利益,降低了它的整体盈利水平。而且近期,美的集团的其他业务也由于疫情等因素也出现了业绩下滑的情况。

在2016年美的收购库卡时,库卡股票每股收购价格为115欧元,现如今已经下滑到了73.4欧元每股,市值仅为29.2亿欧元。

3.2 收购后商誉处理

在并购浪潮中,许多大公司为了顺利展开并购,不惜高价购买被并购公司股份,付出巨大的商誉价值,例如:2020年的高伟达、2021年的众生药业等。

美的集团作为我国上市公司中的优质企业,也难逃巨额商誉的桎梏,并且其后续商誉的处理问题,也引起不少质疑。美的集团与库卡公司渊源的产生比我们想象的要早得多,但正式的收购要约发生在2016年,在那时美的想要通过并购拓展机器人市场,首先要从四个机器人制造商做出选择,分别是日本的发那科、安川电机、瑞士的ABB和德国库卡。但美的综合了规模、技术需要、公司匹配度、并购操作简易度等方面,最终选定了德国库卡。美的集团通过并购获得德国库卡公司约3761万股股份,支付股票交易对价高达292亿人民币,产生了巨额商誉。虽然并购对价由交易双方决定,非市场给出的公允价值,但外界一致认为

¹¹ 数据来源:东方财富网 <https://data.eastmoney.com/bbsj/yjbb/000333.html>

美的对库卡估值过高，未来有很大可能要吃亏，美的却表示此次收购所涉事项均经过深思熟虑，战略执行没有发生偏移。

3.3 收购后协同效应

美的集团早在 2015 年就想要开始进行转型，提出“智慧家居+智能制造”战略。美的集团不断地向智能家电投入巨额资金，虽也收获了一些成果，但始终效果不大。美的集团在官网发布 2017 年财务报表的当天，还发布了一则公告，公告信中明确表示“要大力推动机器人和自动化领域的整合与业务拓展”计划，来践行企业的多元化发展的战略。

此时的库卡集团恰恰具有美的发展所需的机器人核心控制技术，同时还具备提供多领域创新自动化解决方案的业务模块瑞仕格。美的并购库卡后，将增加研发方面的投入，提升研究人员的占比，并且相信库卡的品牌价值，尊重库卡集团的技术成果，保证库卡关键技术人员的稳定，对库卡的运营有着完全的信任。

美的集团对库卡公司的并购加速了集团进军机器人行业的步伐，为其多元化道路扫清了许多障碍，但自并购以来，库卡公司低迷的业绩和并购库卡的高额商誉却成了美的集团盈利能力提升的阻碍。于是，美的集团在 2021 年 11 月决定拟私有化库卡。且美的集团总裁曾在公司股东大会上表示：“库卡近几年亏损的主要原因在于全球大范围疫情传播阻碍了市场经济的发展，相信在疫情得到控制后，机器人和自动化行业将会迎来曙光，目前各个领域都在积极参与自动化的改造，来减少制造中的人工成本，相信这一发展趋势将不断改善库卡的经营业绩。”

4 尾声

时至今日，美的集团已全面收购库卡，并实现了私有化的目标。但 2016 年美的收购库卡时双方达成了七年的投资协议。按照原本约定好的时间走向，美的即便有其他战略措施，也要等到 2024 年协议到期。如今美的不惜打破协议，也要提前私有化库卡集团。如前文所述，刚被收购后的库卡公司连续几年财报都不容乐观，业绩一路下滑，而美的想要的协同效应也没有实现，且随着美的以 B 端商家业务开拓市场的战略布局推进，集团对库卡的主导性自然要提升。

不过，即便是在拥有了库卡集团 94.55% 股份的此时，私有化库卡也存在着大量的风险与挑战。尚且不谈如何改变库卡公司业绩走向，就只是从当年美的高价收购的库卡的投资中收取回报，库卡公司就必须发挥出巨大的经济效益。

据美的集团发布的 2022 年半年报可以看出，美的集团营业收入总额为 1836 亿元左右，相比上年增长了 5.04%，增速明显放缓。从美的重点发展的 B 端商家业务来看，B 端商家业务合计收入为 420 亿元左右，同比增加 18%。但在库卡所

涉及的机器人与自动化业务上，收入为 122 亿元，同比只增加了 2.15%。未来，随着美的全面收购库卡、进一步完成私有化与整合，想要形成 1+1>2 的协同效应、收回收购时付出的成本，美的还有很长的路要走。

（案例正文字数：5626）

启发思考题

1. 美的集团跨国并购的动因有哪些？
2. 美的并购库卡的过程中将会面临哪些风险？
3. 美的集团并购库卡后采取了哪些整合措施，为什么要采取这些措施？效果怎么样？
4. 2021 年，美的与库卡签订了极具约束力的《投资协议》，立下了七年之约，为何还没有到时间，就打破原有协议急于私有化库卡？
5. 基于现有市场环境下，未来美的集团与库卡产生的协同效应如何？