

案例正文：

破茧能否化蝶

——聚美优品私有化之路¹

摘要：2010年3月聚美优品前身团美网上线，同年9月份团美网正式全面启用聚美优品新品牌。此后聚美优品一直稳步发展：2013年12月全年销售额突破60亿元成为国内化妆品电商领域龙头老大，2014年5月在美国纽交所正式挂牌上市。聚美优品的发展并非一直一帆风顺。几个月前，聚美优品却宣布即将退市，一时间舆论铺天盖地，争议不断，引发社会各界广泛关注。聚美优品为何要进行私有化？聚美优品的私有化又将如何进行？本案例通过分析中概股回归这一趋势，深入探究聚美优品私有化原因，分析聚美优品私有化的利弊。

关键词：私有化；IPO；中概股；聚美优品

0 引言

2012年聚美优品的“陈欧体”广告曾一度风靡网络，其CEO陈欧的创业经历也成为了众人皆知励志典型。从2010年的化妆品电商“小学徒”团美网，到2013年行业巨头聚美优品，只用了短短不到三年时间，陈欧就带领他的团队不仅实现了品牌的升级，而且一跃成为行业龙头。企业的发展从来离不开资本力量的支持，聚美自然不例外。2014年5月，聚美优品众望所归在美国纽交所成功挂牌上市，成为赴美上市的“中概股”一员。辉煌或许只是对过往历史的评价，残酷确是当下真切的实际。上市后，伴随聚美优品的除了荣誉，还有不断的争议，假货门、财务门、离职门等各种麻烦接踵而至，赴美上市后的经营看似并不是那么顺利。与聚美相似，赴美上市的中国企业大也都遇到过类似的经营难题，许多企业纷纷选择退市回国上市，“中概股”回归嫣然成了历史的大势所趋。2016年2月17日晚，聚美优品宣布收到来自聚美优品CEO陈欧、红杉资本等递交的私有化申请，至此聚美优品的回归之路迈开了实质性第一步。

1.本案例由山东农业大学经济管理学院的王洪生、马融济、陈翼、林姿辰、国琳撰写，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。

私有化回归，是聚美优品对残酷现实的妥协，还是曲线救国的智慧？

1 创业：挥洒汗水，有梦无惧

1.1 为自己代言，光鲜耀眼

“你只闻到我的香水，

却没看到我的汗水；

你有你的规则，

我有我的选择；

.....

但那又怎样，

哪怕遍体鳞伤，

也要活得漂亮！

我是陈欧，我为自己代言！”

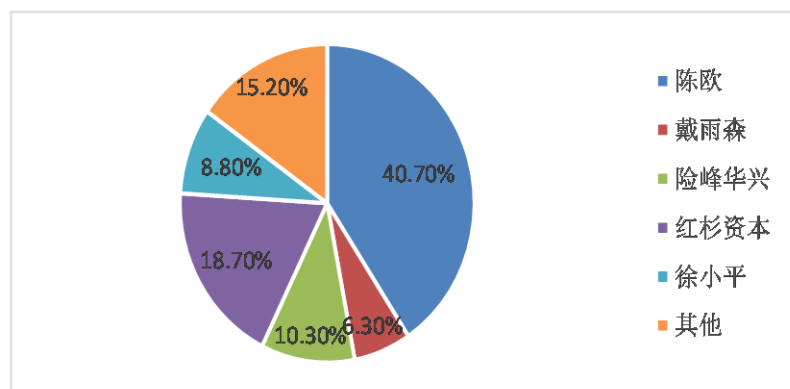
说到聚美优品，不得不从陈欧开始说起。2012 年，陈欧为公司拍摄的“我为自己代言”系列广告大片引起 80 后、90 后强烈共鸣，在新浪微博掀起“陈欧体”模仿热潮。在那个 1 分 39 秒的镜头中，陈欧扮演着一个仅仅因为太年轻而受到外界各种质疑、攻击、抹黑的创业者。结尾处，在镜中质疑、否定他的众人的映像前，他奋起拳击，将眼前玻璃击得粉碎，简单包扎后继续踩着玻璃碴前进。广告是艺术的表达，艺术是生活的升华。广告中的艰辛与顽强，或许就是对陈欧一手创办聚美优品最好的写照。“挫折不叫失败，它只是创业路上遇到的小插曲，是你路上的小石子，你可以把它踢开，也可以跨过去，只要不被绊倒就好。”陈欧曾这样评价自己的创业之路。

陈欧 16 岁便远赴新加坡留学，并在亚洲著名学府南洋理工大学获得全额奖学金。2007 年，他以高分考入商界名校斯坦福大学攻读 MBA。也正是在斯坦福求学期间，他结识了未来创业中的“左膀右臂”戴雨森以及天使投资人徐小平。在国外打拼多年的经历让陈欧感觉到了中国在商业领域的欠缺，因而归国创业成了他毕业后的首选。就这样，陈欧在斯坦福大学 MBA 毕业后的第三天踏上了归国创业路。

陈欧及时而又准确地发现国内美妆行业在电商方面的不足，创办了“团美网”，也就是聚美优品的前身。团美网上线后，业绩出人意料地好，不到 5 个月注册用户突破 10 万。2010 年 9 月，团美网更名为聚美优品，寓意“聚集美丽、成人之美”。同年公司销售额达到 2000 万元。2011 年 3 月，公司成立不到一年

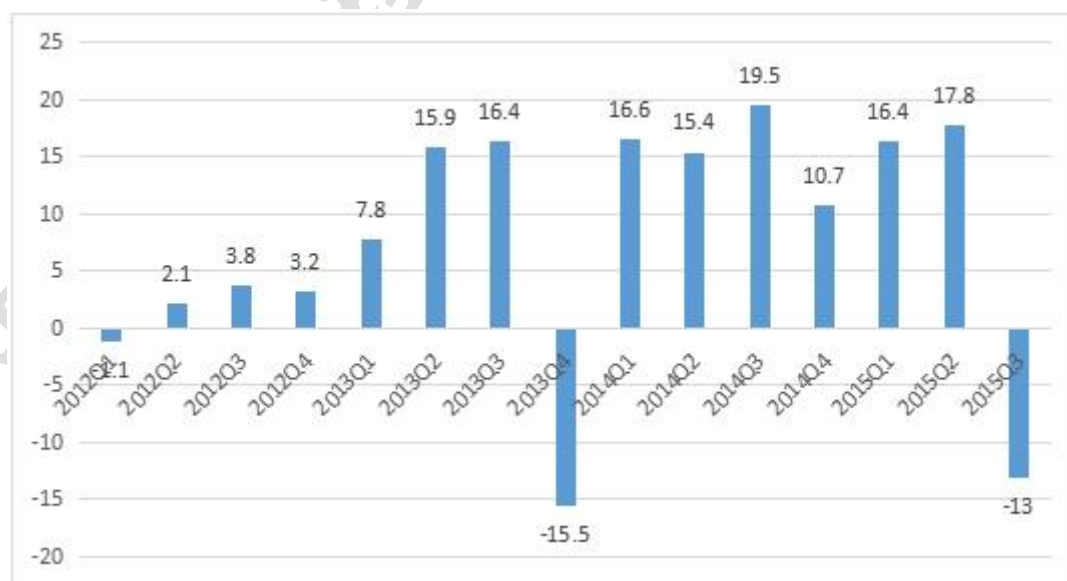
总销售额突破 1.5 亿，同时也获得了来自红杉资本千万美元级别的投资。5 月，聚美优品转型为团购外表的化妆品 B2C 网站。这便是陈欧与他的公司最初的故事。表一展现了聚美优品的发展历程。图一是公司成立初期主要股东及其股权结构构成。

表一 聚美优品发展历程	
2010 年 3 月	聚美优品前身团美网上线
2010 年 10 月	聚美优品月销售额突破 1000 万元
2011 年 3 月	聚美优品年销售额突破 5 亿
2011 年 6 月	聚美优品商城上线
2013 年 12 月	全年销售额突破 60 亿元
2014 年 5 月	聚美优品成功在纽交所挂牌上市，股票代码“JMEI”
2014 年 6 月	低调上线跨境电商网站海外购
2014 年 9 月	全力打造海外购，并在首页开通独立频道
2015 年 4 月	推出母婴频道，专注打造跨境母婴业务
2016 年 2 月	聚美优品宣布收到私有化要约



图一：股权结构图

从一家并不起眼网站一路成长，聚美优品的蜕变之路也是可圈可点，聚美优品稳定的盈利能力在电商行业中并不多见。在各大电商巨头纷纷启动赴美上市的大背景下，聚美优品凭借一份不错的业绩在行业中站稳了脚跟。聚美优品招股书显示，2013 年净交易总额达到约 8.1 亿美元，净利润达到约 5800 万美元。以交易总额来衡量，聚美早在 2013 年便已在国内化妆品电商领域排名首位，市场份额高达 22.1%。图一展现了聚美优品 2014 第四季度到 2015 年第三季度净利润情况。2012 年 Q2，投入运营不久的聚美优品就实现了 210 万美元的净利润，这在电商领域是个奇迹。2013 年 Q4 的 1550 万美元亏损，因上市前计提 3000 多万美元股权激励所致。按照非 GAAP 算法，从 2012 年 Q3 到 2015 年 Q2，聚美优品连续 13 个季度保持盈利。



图二：聚美优品净利润（单位：百万美元）

1.2 赴美上市，风光无限

资本市场一直是企业融资的重要手段，也是企业彰显发展实力的重要措施。特别对众多的科技型企业而言，上市俨然成为快速成长的必经之路。一方面，上市能够帮助企业迅速在资本市场获得长期资金支持，尽管存在苛刻的上市要求和较高的上市费用，股票市场依然还是能够为企业筹得大量长期稳定资金的重要渠道，成为企业持续发展的保障。另一方面，科技型企业萌芽期投入相对较大，风险相对较高，天使投资是其获得资金支持的主要方式，但随着企业不断发展壮大，天使投资人需要企业通过被并购或上市等形式实现投入资本的增值，从而客观上促进了科技型企业的上市“热潮”。

随着聚美优品的业绩一直持续高速增长，其上市融资的呼声也越来越高。但在那个交易市场上市融资是企业所必须斟酌考虑的。A股上市、港交所上市和赴美上市是主要的大多数企业主要上市融资渠道。在大陆A股上市需要对企业盈利等要求较高，对聚美优品之类的新兴科技型企业来说，无法满足上市要求而无法在A股完成上市。在香港和美国等发达资本市场上市门槛较低，对初创型的科技企业难度较低。但港交所上市溢价往往低于赴美上市，因而赴美上市成为聚美优品等一大批中国科技企业热衷的不二之选。

1.3 光鲜之外，困境重重

光鲜亮丽的背后，总有苦楚与坎坷。聚美的成长并非一帆风顺。从成立伊始，关于假货的指责就一直围绕公司左右，不仅拖累了经营业绩还使得品牌形象大打折扣。美妆行业的特殊性，让聚美解决假货问题的举措进行得并不顺利，一直以来聚美优品也没有找到有效解决假货问题的根本途径，假货传闻仍然时有曝出。



排名	电商平台	排名	电商平台
1	天猫国际	11	蜜芽宝贝
2	京东全球购	12	小红书
3	亚马逊海外购	13	蜜淘
4	Amazon	14	Ashford
5	聚美优品	15	Drugstore
6	Ebay	16	GNC
7	6pm	17	海淘城
8	iHerb	18	保税国际
9	考拉海购	19	ASOS
10	洋码头	20	Hal360海外购

图三：跨境购物平台渗透率排行

一方面是假货传闻的困扰，另一方面则是来自竞争对手的巨大压力。跨境电商行业竞争越发呈现白热化，而聚美优品的处境似乎并非那么乐观。来自返利网的统计数据（图二），跨境电商平台中天猫国际、京东全球购、亚马逊海外购的渗透率位居前三，Amazon 位居第四，聚美优品只能排名第五。转型跨境电商曾被寄予厚望，被认为是公司转型的关键之举，但长期不温不火的市场表现让聚美优品只得寻找盈利模式的再次突破，母婴品类成了新的着力点。作为一个母婴市场的后来者，在与苏宁红孩子等母婴“独角兽”的竞争中颇显尴尬。“前有狼，后有虎”，聚美优品的发展困境也使得资本市场忧心忡忡，公司股价频频下跌。2014 年 5 月 16 日，聚美优品正式在纽交所挂牌时，开盘价 27.25 美元，上市首日最高股价曾达到 28.28 美元。按照开盘价计算，聚美优品市值约 38.695 亿美元。而当前市值 8.78 亿，相比之下缩水近 30 亿。图三展示了聚美优品 2015 年的股价走势。



图三：聚美优品股票 K 线图

陈欧在内部信中称，在目前的美股市场，聚美优品的市值被严重低估，进行私有化将有利于公司在转型期更灵活地做出更长远的决定，能让公司更好地应对战略转型和市场竞争。

除去聚美在国内面临的困境，纽交所挂牌也非一帆风顺。一方面，纽交所接纳聚美，允许它在那里募集资金，公司股东因此取得股权增值。但是天下没有免费的午餐，美国股市实行注册制，上市相对容易，且只要市场看好，即使暂时亏损的公司也能够得到认同。但事中及事后的监管却很严，对于信息披露的要求很高，再加上企业文化也不尽相同，所以和许多中概股一样，聚美优品在美国上市后未等过完“蜜月期”，就开始感到不适应了，日子过得并不太轻松。除了经常会受到监管部门的聆讯以外，也不时会被诸如“浑水”这样的以揭丑为业的公司炮轰与做空，并且还会陷入股东的诉讼之中，以致有的中概股在美国上市一段时间后，不得已主动选择退市。特别是前几年个别中概股被揭发存在财务造假以及治理结构不规范的问题，导致中概股在美国的美誉度下降，估

值也受到影响，总体受到美国投资者的冷遇。很多中概公司的大股东表示，在美国上市，最不适应的就是美国的市场环境，从而滋生了“围城”心理。另一方面，随着中国创业环境大为改善，特别是 2014 年以来，股市十分活跃，属于新经济范畴的企业股票在市场上往往能够获得很高的估值，同类企业在中国上市相比在美国上市，市值会高得多。这样一来，为了获得更高的估值，同时也为了有一个在其控制人看来比较能够适应的运作环境，不少中概股选择了回归。

2 回归：水土不服，前途未卜

2.1 分众回归，骨牌效应渐成

2015 年 9 月，七喜控股宣布，以截至拟置出资产评估基准日的全部资产以及负债与分众传媒全体股东持有的分众传媒 100% 股权的等值部分进行置换。具体来说，即为分众传媒 100% 股权作价 457 亿元，而七喜控股拟置出资产作价 8.8 亿元，置入资产与置出资产两者之间相差 448.2 亿元，而差额部分则由七喜控股以发行股份，支付现金的方式从众传媒全体股东处进行购买。这意味着，分众传媒借壳 A 股上市交易即将完成。早在 2014 年，当首次传出分众传媒将借壳宏达新材回归 A 股市场的消息时，“中概股回归第一股”的称号就落在了分众传媒的身上。而随着回归方案获得商务部同意，似乎意味着分众传媒的这一称号更加实至名归。

参考早前发布的年报，分众传媒回归后的业绩是非常引人瞩目的——在 2015 年，公司实现营业收入 862741.2 万元，比 2014 年同期增长了 15.07%，另一边，归属于上市公司股东的净利润 338914.2 万元，比 2014 年同期增长 40.35%，而 2016 年，分众传媒计划实现净利 44—46 亿元，同比增长有望超过 30%。在 2016 年 5 月 31 日，分众传媒首次涉足了体育行业，与方源资本携手成立了 4 亿美元的体育基金，进行着全新的业务布局，可以看见，回国后的分众正走在一条崭新的发展之路上。

2.2 前赴后继，回归已成趋势

除了分众传媒之外，更多的中概股也正在紧锣密鼓地准备着回归 A 股事宜，2016 年 4 月，在美国上市的国内视频网站公司优酷土豆完成私有化，亦即在美国证券市场退市。公司表示，他们计划在三年内实现在境内的资本市场上市这一决定，按照国内的通俗说法，便是中概股回归。在这之前，360 意欲回归的消息已经是人尽皆知了。而在 2014 年完成私有化的巨人网络，借壳世纪游轮实现在 A 股主板成功上市，更是成为焦点事件，引起了人们的广泛关注。根据统计数据，在海外上市的中概股，大约有一半已经表达了回归境内资本市

场的意图，其中的 1/3 已经开始筹划私有化。恰好与当年纷纷想方设法出海相反，如今，中概股回归已经成为一种潮流。

2.3 昔日风光，为何选择归国

中概股退市回归国内资本市场已经成为一个不争的事实。根据统计，仅 2015 年一年，在美国上市的宣布进行私有化的中国企业就有 38 家。而在 2016 年，回归的中概股更是越来越多，究其原因，主要有以下三大因素：企业内部的经营管理因素、市场环境因素、政策因素。

（一）业绩不佳引发信任危机

经历过 2013 年的大幅上涨之后，中概股市场从 2014 年下半年以来便开始一蹶不振，俨然成为“被遗忘的角落”。其中中概股的负面事件和自身问题对自身发展的影响不容小觑：做空机构发起了多次针对中概股公司的做空；在 2014 年第四季度业绩期中，行业龙头企业陌陌、新浪微博、百度、阿里巴巴、优酷土豆等多家中概股公司业绩表现不佳；另外，中概股企业在信息披露和公司治理方面的“水土不服”引发诉讼。

（二）环境不同导致水土不服

从美国市场的环境与中概股需要的发展不完全契合的这点看，中概股受美国的市场整体环境的影响很大。特别是 2014 年 9 月下旬美股市场剧烈波动直接导致了中概股的大幅回调。

A 股市场的蓬勃发展更成为了 A 股回归的巨大吸引力：品牌效应、知名度以及再融资功能，私有化回归顺势成为了中概股公司常态。而导致上述情形的最本质原因是中美投资者的构成和投资理念的不一样。在美国，投资者以机构投资者为主，而在中国则以散户为主。因此，在此背景下美国中概股公司私有化退市这一事件逐渐成为常态也就自然不足为奇。

（三）政策绿灯加速回归步伐

实际上，自从中概股回归兴起以来，监管层对其都是持鼓励的态度，也不断出台的一些具体的政策，为中概股的回归保驾护航。例如，在 2015 年 6 月 4 日，国务院常务会议就提出“推动特殊股权结构类创业企业在境内上市”，这有望突破目前约束普遍采用 VIE 结构的中概股公司回归 A 股的制度和政策上的约束；而在 2015 年 5 月 4 日，国务院发布的《关于大力发展电子商务加快培育经济新动力的意见》，提出要加大金融服务支持，研究鼓励符合条件的互联网企业在境内上市，并且放开外商投资电子商务业务的外放持股比例。这些政策将降低企业拆除 VIE 结构的难度，有望使得公司更容易地满足国内上市条件。这

些政策都体现了一个主要思想，那就是鼓励中概股回归。

3 私有化：艰难前行，争议不断

3.1 突遇亏损，真假难辨

2014 年 5 月，聚美优品正式登陆纽交所，成为赴美上市的有一家中国企业。上市后的第二季度，聚美优品就向资本市场交上了一份漂亮的财报。据聚美优品公开披露的财报显示，聚美优品 2014 年第二季度总净营收为 1.544 亿美元，比 2013 年同期的 1.088 亿美元增长 41.9%；归属于公司普通股股东的净利润为 1540 万美元，比 2013 年同期的 1000 万美元增长 53.6%，主要财务数据均优于市场预期。此后，聚美优品一直保持着高速增长势头，连续多个季度都呈现出两位数的同比增长。2014 年第三季度总净营收为 1.577 亿美元，同比增长 28.0%；归属于公司普通股股东的净利润为 1950 万美元，同比增长 88.6%。2014 年第四季度总净营收同比增长有所回落，但依然达到 18.5% 的高速。

2015 年，聚美优品营收再次实现高速增长。2015 年第一季度总净营收为 2.506 亿美元，比去同期的 1.549 亿美元大幅增长 61.8%；归属于公司普通股股东的净利润为 1570 万美元，同比增长 49.5%。2015 年第二季度，聚美优品的财务数据更是出现了爆发式的增长，令外界为之惊叹。聚美优品 2015 年第二季度总净营收为 3.081 亿美元，相较同期的 1.544 亿美元猛增 99.5%；归属于公司普通股股东的净利润为 1710 万美元，较同期的 1540 万美元增长 11%。2015 年第三季度，聚美优品的净营收为人民币 19 亿元，同比增长近 100%。但归属于公司普通股股东却出现首次亏损且数额巨大，达到人民币 8690 万元。

在公布私有化决定前的最后一个季度财报，聚美优品主要财务数据却首次出现大幅度恶化，但亏损原因却语焉不详，也许这已经成为决定私有化前的重要“信号”。

3.2 一波未平，一波又起

2016 年 2 月 17 日晚，聚美优品宣布收到来自聚美优品 CEO 陈欧、红杉资本等递交的私有化申请，准备以每美国存托股（ASD）7 美元的价格进行私有化，该价格比最近十天的均价高出 27%，尚不足当初 22 美元 IPO 价格的三分之一。根据公告，以陈欧、戴雨森、红杉资本为主的买方财团占投票权的 90% 以上。陈欧在内部信中称，在目前的美股市场，聚美优品的市值被严重低估，私有化将有利于公司在转型期更灵活地做出更长远的决策，能让公司更好地应对战略转型和市场竞争。而对于私有化完成之后的规划，陈欧并没有透露。

从 2016 年 2 月 18 日开始，聚美优品的中小股东终于按捺不住，自发联合

集结，开始进行维权。2月25日下午，国内知名中概股投资机构“i美股”在官方账号中发布了一则“召集令”，征集在2016年2月17日之前购买聚美优品股票并因此遭受损失的投资者，并准备对聚美优品私有化这一事件进行诉讼。这家专业投资机构的高调入场，改变了散户抱团取暖的维权局面，也表明中小股东的不满已经引起了相关行业的关注。26日，聚美优品公关部人士表示，公司已经注意到了投资者联合维权一事，但截至目前公司并没有需要对外回应的信息。

早先因为低价私有化而引起市场广泛关注的聚美优品，在其2015年财报披露的关键时期，再次发布了一份公告。这份公告的内容是高孟和郑云声——聚美优品的两名联席首席财务官（CFO）——已向公司提交辞呈。而二者之一的联席CFO高孟的辞职文件在4月1日已经生效。公司两位关键人物——高孟、郑云生选择在私有化的关键时刻同时离职，曾让外界担心聚美优品的年报是否会推迟发布。但是，事实表明，这些对聚美优品的年报发布似乎没有产生任何影响——在2016年五一放假的前一天，聚美优品依然如期发布了2015年的公司年报。

2016年7月，一则名为“当当、聚美等商家因价格违法被罚”的新闻赫然出现在了几天财经新闻的头条上。通报显示，当当网上某些商家存在价格违法行为，如号称448元的白鸭绒在下单时变成了1299元。同样，聚美优品在销售女士挎包、化妆品、坚果、男鞋、洗发水、护肤品等产品时，同样存在价格违法行为，北京发改委对其经营方作出警告和罚款2万元的行政处罚。通报一出引起很多消费者的不满，众多消费者纷纷表示，自己在聚美优品消费时遇到过许多次类似情况，但是他们普遍认为，仅仅两万元的处罚金让他们很不满意也非常不解，此丑闻一出，聚美优品在众多消费者以及投资者中的信誉和形象再一次打了折扣。

即使遭遇重重阻挠，聚美优品的私有化仍在继续推进。除了成立特别委员会，对之前提出的私有化建议进行专门评估，聚美优品还重新分配了负责评估私有化事宜的专门人员，无论是任命赵巨涛为聚美优品的新晋董事，还是给授邵孝恒协助评估私有化一职，都体现了聚美优品对私有化要持续进行下去的决心。

3.3 如此执着，原因几何

从寻求融资功能提高的角度来看，聚美优品对于私有化的坚定是有理可循的——如果能成功的完成私有化并再次上市，它就可以顺利的摆脱目前面临的融资功能下降的困境，并获得新的发展。现在聚美优品的股价已由一开始2014

年上市时的 22 美元/股下降到了 2016 年 6 月的不足 5 美元每股。可以说聚美优品已度过了上市的高增长阶段，在未来短期的时间段内，业务增速潜力有限。为了规避上市功能退化和渠道阻塞，聚美优品可以借助有关机构的支持采取“上市-退市-再上市”的选择，通过先收购在外流通股进行私有化退市，转变企业架构，然后在异地谋求再次上市。通过这种方式，聚美优品能够吸引投资机构获得资本增值的新机会，掀起众多投资机构实施杠杆收购计划，同时中国 A 股市场有较高的市盈率和超募资金，私有化后的聚美优品若在上市的话可能获得更高的市场估值，这对未来聚美优品的长远发展也是一个不错的选择。

有观点认为，陈欧和他的聚美这一路走来着实不易，从开始的一句“我为自己代言”为人所知到在纽交所风光挂牌上市，却在上市不久后，就迅速陷入了假货纠纷，短短三个月市值缩水将近 35 亿。这一事件，导致聚美股价持续低迷，而国内的竞争压力在创业浪潮之下变得空前巨大，退市是不得已而为之。

但就私有化这一举措来说，它是一种公开市场的交易，如果有投资者认为报价过低，也可以出更高的报价进行竞争收购。在聚美优品的私有化过程中，虽然报价对比上市时来说有些低，但是从程序上来讲并没有什么问题，是符合法律规定的。即便面对激烈竞争的市场和多个强劲的对手，聚美依然保持着在各行业的领先地位，而且有让投资人满意的盈利能力。

但是聚美优品对外宣布私有化的消息之后，不管是媒体还是投资人，纷纷对聚美优品私有化的行为表示不满，为何聚美优品的私有化计划遭遇到如此激烈的反抗之声？这主要有几方面原因：

（一）私有化价格远低于发行价

2014 年 5 月，聚美优品在美国 IPO。公司以每股 22 美元的价格发行了 1110 万股美国存托凭证，上市首日股价最高达到 28.28 美元，此后经历波动后，聚美优品在 2014 年 8 月达到迄今以来的最高位，接近 40 美元。而 2016 年私有化的价格却只有 7 美元，这意味着若从上市初始就持有聚美股票，在将近两年时间里，该只股票不但没有给投资人带来收益，反而造成了高达 69% 的实质性亏损。

（二）私有化参照价格所取时间太短

聚美优品的私有化价格是 7 美元，是以前 10 个交易日收盘均价 5.53 美元为基础，溢价 26.6%。但是 10 个交易日时间太短了，而且有被操控的嫌疑。而聚美优品如果用前一个月的交易日收盘均价 6.5 美元为基础的话，溢价 26.6%，私有化价格则为 8.2 美元。而且聚美优品在 2015 年 Q2，保持了连续 13 个季度盈利，Q3 的亏损是因为上市计提 3000 多万美元股权激励所致。这也导致了有人认为聚美优品在 2015 都开始故意亏损，以便可以低价私有化。

（三）私有化聚美优品的成本并不高

2015年2月28日，聚美优品总股本为1.45亿股，主要股东合计持有1.04亿股，占比71.8%，合计投票权94%（由于陈欧、戴雨森持有的是附带高投票权的B类股票）。对照招股文件，陈欧、戴雨森、红杉基金、徐小平当时都没有持减。私有化买方包括陈欧、戴雨森和红杉基金，三家合共持有54.4%。而2015年2月28日三家合共持有56.6%，说明他们合共减持了2.2%（约320万股）。估计险峰华兴、银泰资本等早期投资机构亦有减持动作。

一个不能被忽视的细节是，聚美优品是一家实际注册地在开曼群岛，主要管理在中国，而在美国纽交所上市的电商企业。根据开曼群岛的相关私有化规则，公司特别委员会拥有超过66%的投票权就可施行私有化协议。

聚美优品私有化的总金额9亿美元，而收购在外流通股的成本约为2.52亿美元。而截至2015年9月30日，聚美优品持有现金和现金等价物总额为21亿元（约合3.322亿美元），短期投资总额为4.41亿元（约合6940万美元）。这些加起来超过4亿美元。其中并不包括聚美优品2.5亿美元（15.5亿人民币）战略投资宝宝树的资产价值。让中小投资人很无奈的是，收购方占聚美优品投票权90%以上，能保证私有化顺利推进。表二展现了聚美优品的股权结构。

表二 聚美优品主要股东持股情况

股东名称	持股数 (百万股)	持股比例	投票权
陈欧	50.89	35.1%	75.5%
戴雨森	7.91	5.4%	11.7%
红杉资本	23.40	16.1%	3.5%
徐小平	11.23	7.7%	1.7%
K2 基金	10.91	7.5%	1.6%
合计	104.35	71.8%	94%

3.3 新挑战，证监会新举措

2016年5月5日晚，“中概股回归”将叫停的传闻引爆了股市的大跌狂潮。5月6号，在证监会的发布会上，一个“正进行深入分析研究”的回应，更是一石激起千层浪，引起了业界的各种猜想。很多专家认为，考虑到在此之前监

管层曾经对红筹股回归提出了许多参考性的建议，所以这次回应的深层含义应该是规范为主，也就是说，对回归过程中可能存在的问题进行分析和解决，而不简单的叫停回归，让中概股“无家可回”。但是很多中概股投资者却对投资退出周期的拉长感到担忧。因为只在短短三个交易日里，在美国股市的中概股持续低潮，其中有代表性的数据如下：奇虎 360 跌 14%。当当跌 21%，欢聚时代和陌陌分别跌 22%和 25%，而世纪互联的累计跌幅竟高达 29%。

同时，亟待突破的现状也引起国内媒体的关注和报道。譬如在 2016 年 5 月 10 日的证券日报上，一篇题为《理性看待中概股回归》的文章里就探讨了中概股回归应注意的三个问题，文章认为中概股要回归，至少要理清以下两个基本问题：首先，要理性看待证监会的表态——此举的立足点是有国内资本市场的长远发展，因此既不是放任不管也不是不留后路，而是把中概股回归的路变窄些，铺的更平坦。其次，要认识到借壳上市也是发达国家的成熟市场的一种不可忽视的重组方式，它能够成为对当前 IPO 发行上市机制的有益补充，若能充分利用，一定会对市场产生巨大的积极作用。

就目前的情况来说，除了中星微电子、搜房网的“归家之旅”仍待监管部门下发“机票”，还有超过 30 个中概股的回归仍处于进行时。从 2015 年 1 月开始，42 家在美上市的中国公司陆陆续续发布私有化声明，但这些公司的过往业绩却不甚理想——单就去年至今正在私有化或者已经完成私有化的中概股公司里，近三年营收保持高速增长的并不多。奇虎 360、欢聚时代算是其中的佼佼者。而证监会突然高调地对中概股回归表明态度，也从某种程度上说明了大家对中概股公司回归这一现象表现出更加强烈的关注。但是，单就证监会的表态而言，不难看出这种持续对中概股回归研究、限制的做法，还是在为力量薄弱的中小股东着想，想让个体投资者蒙受尽可能小的损失。当然，最终目的不仅是让中概股回归的火焰安全的燃烧，更是为了让中概股回归 A 股市场重归理性化。

4 尾声

聚美优品的此次私有化，在陈欧看来，意义深远。“在经过谨慎的考虑后，基于对目前业务环境和资本环境的判断，我们做出了这个决策。我坚信，此时此刻的私有化决策，对公司，对我们每一个人，都有着里程碑一样的战略意义。”一边是美国股市的动荡，另一边则是国内资本市场极具吸引力的火热行情。面对这样两种截然不同的处境，也难怪聚美优品等一系列中概股会选择私有化。然而政府方面对中概股监管力度的加强以及对其回归限制政策的出台，无疑是给这股热潮浇了一盆冷水。这盆冷水或许可以让聚美放慢脚步，更为冷静地权

衡私有化的利弊，承担起企业的责任，更好的倾听中小股东的声音。面对重重障碍，聚美优品能否突出重围，浴火重生？我们期待它能为中概股回归带来新的惊喜。

（案例正文字数：9660）

Can the cocoon become butterfly

——The road for privatization of JMEI

Abstract:

In March 2010 TUANMEI which is the former of JMEI was officially launched, and in September of this year TUANMEI opened the new brand JMEI. After that JUMEI developed steadily: annual sales of the company of 2013 exceeded 6 billion yuan and become business leader in domestic market, JMEI officially listed on the NYSE in May 2014. However, the development of JMEI seems not very smooth all the time. Several months ago, JMEI announced that this company will withdraw from the stock market and this news aroused widespread concern in the community. Why JMEI decide to withdraw from NYSE? How to realize the privatization for JUMEI? This case analyses the trend that China concept stock returns to China's exchange market to learn the reason of JMEI's privatization, and also analyses the advantages and disadvantages of the privatization.

Key words: privatization; IPO; concept stock; JMEI