

案例正文：

安踏：步步为营，跨国并购梦成真¹

0 引言

随着我国经济的不断发展和一带一路倡议的实施，国内众多企业在逐步发展中开始实施“走出去”战略，无论是跨国并购数量还是交易总额都在迅速增长。

安踏作为中国运动服装品牌也加入了并购热潮。12月7日，安踏发布官方公告，由安踏体育携手方源资本、Anamered Investments 及腾讯等组成的财团正式向芬兰体育用品集团亚玛芬（Amer Sports）发出了收购邀约，意图收购亚玛芬集团所有股份。如果该收购能够顺利完成的话，将成为中国服装行业历史上最大一笔并购案。

随后，安踏集团董事局主席丁世忠向全体安踏员工发了一封内部信。丁世忠表示，这是其创业到今天所做的份量最重的一次决定，他和团队经过长时间的调研，对亚玛芬团队的专业能力给予一致的好评。而此次收购，是安踏集团走向全球化战略的重要一步，也是继安踏收购意大利运动品牌斐乐后的又一重大并购，安踏并购斐乐后销售额与净利润已经多个季度保持双位数增长，那么安踏收购 Amer Sports 会不会如此顺利？

1 双雄聚首：交易主体基本情况介绍

1.1 中国安踏鞋业有限公司

安踏（福建）鞋业有限公司于1991年在福建省晋江市成立，经过近30年的发展，安踏已经成为国内体育用品品牌的领跑者。2009年5月9日时任国务院总理温家宝在视察安踏时曾给予高度评价，称“安踏为中国制造升级到中国创造探索出一条具备自身特色的道路”。安踏近三十年的成长之路可以分成以下四个阶段。

第一阶段：成立初期，实施单一品牌战。在1991年安踏成立时，其主要是

1. 本案例由山东农业大学经济管理学院的王洪生、华东理工大学商学院陈亮（通讯作者）、山东农业大学经济管理学院田静怡、张秀娟撰写，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。

为 OEM 公司生产运动鞋，并同时试图开拓国内市场分销渠道。1997 年，安踏开始建设 VI 系统，逐步规范商标识别的使用，实施品牌战略。1999 年安踏推出品牌口号：“我选择，我喜欢”，并与中国国家乒乓球队签订协议，迅速提高品牌认知度。

第二阶段：不断扩张，推广产品多元化与品牌国际化站。2001 年，北京安踏东方体育用品公司成立，这标志着安踏产品多元化与品牌国际化的发展战略的正式实施；此后，安踏从运动鞋生产逐渐向运动服装、运动配件等产品领域扩展，由单一的运动鞋生产商转变为综合体育用品生产与销售公司。除了产品多元化，安踏也开始推动品牌的国际化。从 2004 年开始，安踏公司陆续在新加坡、希腊、匈牙利等国家或地区开设安踏专卖店；并在欧洲各国结交合作伙伴，希望以此为窗口全面拓展欧洲市场。

第三阶段：大肆布局线下，进军零售业务。随着产品线的日益丰富和品牌战略的打响，安踏开始大力布局线下，发展零售业务。2006 年，安踏公司推出全新品牌口号：Keep Moving(永不止步)；同年 10 月，投资成立上海锋线有限公司，全面进军体育用品零售业务，在全国各地直接经营或间接管理安踏零售店铺四千余家。2007 年，安踏公司在联交所上市，按照融资计划，其将投资 11 亿港元用于市场推广，5.5 亿港元用零售业务扩张，4.4 亿港元发展区域销售办事处，2.5 亿港元扩展鞋类产品生产。

第四阶段：频繁收购，开启多品牌战略。2009 年，安踏收购意大利著名运动品牌 FILA（斐乐），开始探索多品牌战略。在被安踏收购后，常年处在低谷的斐乐实现了逆袭，去年的销售额突破百亿元，成为安踏的业绩增长引擎，助力安踏成功登上国内第一运动品牌的宝座。2014 年，签约 NBA；2015 年，安踏完成对 SPRANDI 的收购，该公司曾是英国户外休闲及登山运动品牌；2016 年，斥资 1.5 亿元收购高端滑雪品牌 DESCENTE 的中国区业务，提出“单聚焦、多品牌、全渠道”的发展战略；2017 年，全资收购童装品牌 KINGKOW；并同年成立合资公司，在中国经营户外品牌 KOLON SPORT。2018 年，首次合作职业足球俱乐部，深入推进“单聚焦、多品牌、全渠道”的发展战略；2018 年至今，收购 Amer Sports，进一步迈向高端运动服饰市场。其实，2011 年行业危机时丁世忠就说过“收购兼并是安踏很重要的发展战略。”在 2014 年，安踏的销售额得到急速增长，突破 100 亿²；2015 年，丁志忠看到多元化的消费趋势，决定再次转型，正式确立集团“多品牌”战略，开始迈向高端市场。

² 资料来源：安踏集团年报

1.2 Amer Sports 是何方神圣？

来自芬兰的亚玛芬体育创立于 1950 年，并于 1977 年在纳斯达克北欧市场 NASDAQ OMX 上市。作为世界顶级体育器材品牌管理集团公司，亚玛芬体育致力于为广大业余运动爱好者以及专业运动员提供最先进的体育产品。同时，值得一提的是，亚玛芬还是著名的运动服装始祖鸟（Arc'teryx）的母公司。始祖鸟在冲锋衣这个品类中，绝对算的上是王者，1991 年成立于温哥华，2002 年，被 Adidas-Salomon 集团收购，2005 年又被卖给了芬兰的 Amer Sports 集团，成为该集团下属子公司。始祖鸟号称“户外服装里的爱马仕”，是高端户外品牌，其 Gore-Tex 超级防水面料更是具有业内顶级技术。Amer Sports 的产品线十分丰富，涵盖体育器材、服装、鞋类及配件，覆盖的体育项目包括网球、羽毛球、高尔夫、橄榄球、足球、棒球、篮球、高山滑雪、单板滑雪、越野滑雪、健身、自行车、跑步、登山和潜水等。

布局体育品牌业务 44 年的 Amer Sports 不仅在美国、中国、英国、日本、芬兰、加拿大、法国、奥地利、德国、瑞士等国家拥有全资子公司，还拥有超过 10 个细分领域的高端龙头品牌，他们均拥有独立运营团队，共有超过 8000 名员工。其中包括加拿大奢侈级户外装备品牌 Arc'teryx（始祖鸟）、法国山地户外越野品牌 Salomon（萨洛蒙）、美国网球装备品牌 Wilson（威尔逊）、奥地利滑雪装备品牌 Atomic、旗下自行车装备和服装品牌 Mavic、芬兰运动腕表等户外装备品牌 Suunto 和美国跑步机品牌 Precor 等。

2 野心初现：安踏并购 Amer Sport 背景

2.1 巨大的品牌资产收入囊中

经过几十年的高速发展，Amer Sports 现在是一家全球知名的综合性体育用品生产和营销跨国公司，旗下品牌产品线覆盖网球、羽毛球、高尔夫、高山滑雪、滑板、健身器材、自行车、越野跑装备、徒步装备及潜水等多种运动项目，形成了一个庞大且完备的品牌矩阵。

2017 年 Amer Sports 在 EMEA（欧洲、中东及非洲）、美洲、亚太区收入占比分别达到 43.7%、41.8%和 14.5%，和安踏立足中国的业务形成互补。不过，Amer Sports 的近况表现一般，巨大的品牌资产并没有完全发挥出效应。2017 年，Amer Sports 的净销售额增长 2%至 26.85 亿欧元，净利润下降 26%至 9300 万欧元。过往几年，Amer Sports 由于存在不定期的并购，其收入稳定增长，但利润变动非常大。其中，2017 年，Amer Sports 受到一次性无形资产剥离的影响，

出现了 4670 万欧元的非经常性损失，导致净利润出现了较大滑坡。过往 5 年 Amer Sports 的销售收入复合增速为 5%，净利润复合增速仅为 1%。其 2018 年的净销售额为 26.78 亿欧元，扣除 IAC 后的息税前利润为 2.31 亿欧元，整体看来业绩也并不是非常的理想。

根据 2017 年财报，Amer Sports 集团营收达到 26.852 亿欧元，仅增长 2.4%，营收增长速度已连续五年下滑。2015 年的营收增长为 13.7%，到了 2016 年营收增长断崖式下滑至 3.5%。2017 年营业利润增长 2.93%，归属于上市公司股东的净利润为 9330 万欧元，同比大减 26.5%。净利方面，Amer Sports 2017 年的净利率仅有 3.47%，低于耐克的 5.3%和阿迪达斯的 5.2%，更是和安踏惊人的 18.5% 形成鲜明对比。

截至 2017 年底，Amer Sports 在全球 34 个国家和地区拥有 288 家品牌零售店，其中有一半由当地独立的合作伙伴运营，并有 20%是折扣店。2017 年，Amer Sports 开设了 21 家新店，同时也关了 20 家店。2016 年，Amer Sports 关了 45 家门店，新开设 39 家。可以看到，Amer Sports 的门店数扩张目前处于基本停滞状态。并且，Amer Sports 的美洲业务在 2017 年基本没有增长，在 2018 年前三季度还出现 5% 的下滑。（详见图 1：Amer Sports 三大业务近三年增长情况）

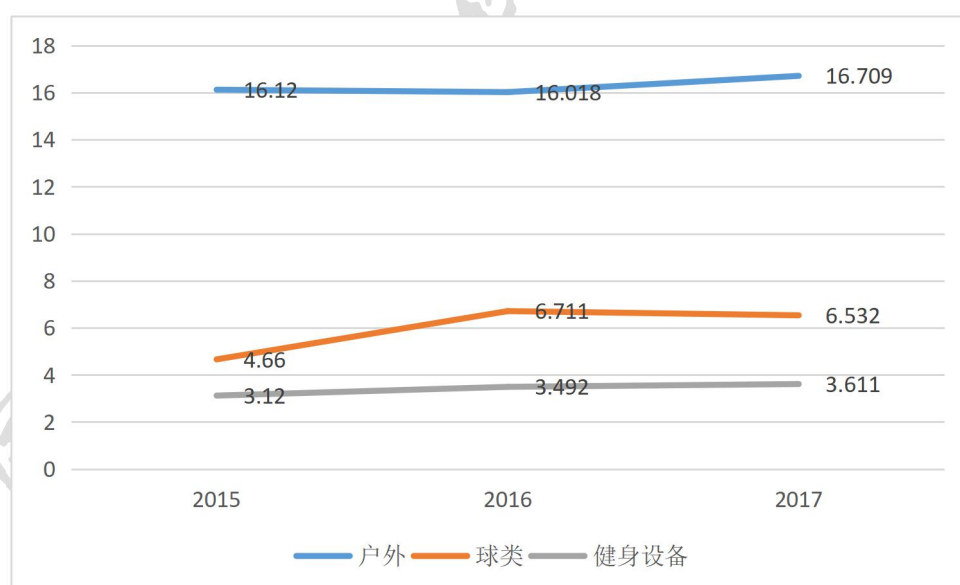


图 1 Amer Sports 三大业务近三年增长情况³

然而，这些实力强悍的品牌，此前在中国的并没有释放出应有的实力。几年前，Amer 在中国没有一家线上商店、没有零售渠道，更谈不上知名度。Amer Sports 公司 CEO Takala 曾说，希望在未来几年里中国区的销售能够翻倍，甚至

³ 资料来源：Amer Sport 公司年报；国家统计局

三倍增长。而能帮助它达成这个愿望的，在中国来说，只有安踏。

2.2 国际化运营梦之队

安踏创始人丁世忠曾说过，“不做中国的耐克，要做世界的安踏”。然而，有人说，安踏作为一个土生土长的中国公司，如何能够在全球范围内运营 Amer Sports 旗下十多个品牌？对此安踏做出了如下回答：

首先，完成收购后亚玛芬体育将重新设立独立于安踏体育以及其他投资者财团成员的新董事会。投资者财团现已邀请亚玛芬体育现任总裁兼首席执行官 Heikki Takala 及其主要管理团队继续领导公司的业务运营。这意味着品牌的国际化运营框架不会被打破。

其次，腾讯(00700)作为投资财团中的一员，将致力于打造智慧零售“二楼”计划。在腾讯先进技术和庞大社交用户群的有力支撑下，能够助力亚玛芬体育和安踏体育通过大数据、人工智能等技术提高运营效率，捕捉未来的增长机遇。

最后，安踏想做出高值感的品牌，也拥有高值感的人才和团队。安踏集团在美国、日本、意大利、韩国、中国香港建立设计中心，国际化人才由 16 个国家超过 200 人的外籍员工组成，23% 公司高级管理人员有国际化背景。未来，安踏体育这支中西融合的人才团队将成为集团有效运营海外市场及品牌的重要保证。

2.3 强大的多品牌运营能力

与国内其他体育品牌不同，安踏是一家能够化腐朽为神奇的公司。比如，意大利品牌乐途被李宁(02331)收购后，依然连年亏损；贵人鸟也拿下美国品牌 AND 1 后石沉大海。FILA 作为一个全球知名的意大利百年老牌，在百丽国际接管时期，在中国基本上没什么存在感——FILA 进入中国两年，就亏损了 1096 万。但随着安踏把自己的销售渠道资源和销售运营团队分享给 FILA，FILA 从经销商手中收回门店，改为直营模式，进行扁平化管理。直营的模式带来的就是毛利率的显著提升，对整个终端有着非常强的控制能力。

如今，FILA 已经成为安踏集团旗下第二个年销售额破 100 亿的单品牌。这个数字至今仍是李宁、361 度(01361)、特步(01368)等国内品牌无法企及的。

2.4 北京奥运，又一个发展大契机

诚然，安踏本次是通过高杠杆进行收购的，被外界诟病风险过高。但高风险的背后是高收益，更何况四年一度的奥运会将再次来到北京，为以安踏为首的中国运动品牌带来前所未有的发展契机。

十年前，在 2008 年北京奥运会开幕式现场，安踏 CEO 丁世忠就告诉自己：

一定要让安踏品牌走向世界!就是这个梦想,让安踏成为全球市值第三的体育用品公司,也让安踏品牌成为 2009-2024 年中国奥委会和 2022 年北京冬奥会的合作伙伴。上次北京夏季奥运后,安踏从众多国产运企业中脱颖而出。这次 2022 年北京冬奥,安踏将借助对亚玛芬体育的收购,进一步夯实了“单聚焦、多品牌、全渠道”的战略,在全球体育品牌中脱颖而出。

3 步步为营,并购实施过程

2018 年 9 月 12 日,安踏发布公告称,向 Amer Sports (亚玛芬)发出初步收购意向。

3.1 长袖善舞,组财团要约收购

2018 年 12 月 7 日,由安踏体育、方源资本、腾讯以及 Anamered Investments (加拿大瑜伽服装公司 Lululemon 的创始人 Chip Wilson 持有的投资公司)组成的投资者财团,现金要约收购 Amer Sports 所有已发行及发行在外的股份,并且为要约收购成立了芬兰私人有限公司,由 JVCo 间接全资拥有,通过股权注资,安踏将拥有约 57.95%的股份,FV Fund (方源资本)将拥有约 21.4%的股份(有限合伙人 Fountain Vest SPV 将间接拥有 15.77%,腾讯将间接拥有 5.63%),Anamered Investments 将拥有 20.65%的股份。而安踏在本次收购之前已间接拥有 Amer Sports 约 1.4%的股份。目前双方通过的每股要约价格为现金 40 欧元,较其 3 个月不受干扰成交量加权平均交易价格溢价 43%,总要约收购价值约为 46 亿欧元(按今日汇率约 360 亿人民币)。

安踏方面表示,该要约定价主要参考了亚玛芬体育的市场定位、过往业务和财务表,并对其未来的经营前景和财务状况进行了预估。Amer Sports 主席 Bruno Sälzer 表示:“投资者财团的要约价格较我们的股价有大幅现金溢价,这对我们的股东来说极具吸引力,我们认为这符合公司股东的利益。”据公告显示,为要约收购成立的 JVCo 则为 Anta SPV 全资拥有,而 Anta SPV 又是安踏直接全资的投资公司,由此可见,在本次收购中,安踏实实在在占据着主导地位,收购成功后也将拥有超过半数的股权,对 Amer Sports 将会拥有相对控制权。

3.2 融通资金,打通并购要脉

在 2018 年 9 月份,安踏发布公告称将携手包括腾讯在内的其他投资方组成的财团,按照每股 40 欧元的价格,共 46 亿欧元(约合 371 亿元人民币)以现金的方式收购 Amer Sports 全部股权,但是据相关资料显示,此次投资者财团将根据 JVCo 持股比例向 JVCo 总计注资 26.63 亿欧元,其中安踏体育、Anamered Investments、Fountain Vest SPV 和腾讯将分别注资 15.43 亿欧元、5.5

亿欧元、4.2 亿欧元和 1.5 亿欧元。

投资者财团同时将进行债务融资合计 30 亿欧元，其中包括 13 亿欧元 5 年期贷款（JVCo 为借款人）以及 17 亿欧元 7 年期无追索权贷款（Amer Sports 为借款人），共募集的 56.63 亿欧元将用于以下几个方面：投资者财团将以 40 欧元/股的价格收购 Amer Sports 所有股份，对价总计 46 亿欧元；偿还 Amer Sports 债务 9.5 亿欧元（约合 72.11 亿元人民币）；其余将用于支付财务费用和其他交易费用。交易顺利完成后，Amer Sports 将作为独立于安踏的独立公司继续运行，由投资者财团代表构成独立的董事会，同时投资者财团已要求 Heikki Takala 先生（Amer 目前董事长和 CEO）及其主要主管继续管理公司。Amer Sports 在新的股权结构下，管理团队将按照董事会的战略方向自主执行业务计划。

3.3 迎难而上

安踏要完成此次收购，不仅需要监管审批通过，还需要得到 90% 以上 Amer Sports 已发行股东（在完全摊薄基础上）的认可。“90%”以上的通过率，对于安踏与方源资本而言，无疑是一道需要迈过的坎。据 Amer Sports 2017 年年报显示，持有 10 万股以上的股东有 58 家，持股比例共计 81.3%，其第一大股东 Keva 持股比例为 4.62%。这一串数字意味着 Amer Sports 股权结构较为分散，这在给安踏提供了潜在收购机会的同时，也使得收购谈判的难度大大增加。

2018 年 12 月 7 日，Amer Sports 有四个主要股东已不可撤销地承诺，在符合某些常规条件的情况下接受要约收购，合计约占亚玛芬体育已发行股份及投票权的 7.91%。此外，持有 4.29% 的已发行股份及投票权的股东 Maa-javesiteknii kan tuki r.y. 表示看好此次要约收购。

3.4 收购延期，始祖鸟母公司还不是囊中之物？

2019 年 2 月 21 日，安踏发布公告称，根据要约收购的条款及条件，要约人决定延长要约收购期至 2019 年 3 月 7 日，同时要约收购中其他条款及条件保持不变。

根据要约公告可以看到，在要约收购的条款中规定在经相关监管机构的批准后要约人可以随时延长要约期。当前要约人已获得该通函所载的主管机构的批准，同时进一步收到澳洲外国投资审查委员会、欧洲委员会及土耳其竞争委员会有关要约收购主管机构批准。但墨西哥联邦经济竞争委员会的批准程序正在进行中。

对此，安踏相关负责人独家回复记者表示，当前收购进程皆合乎要约收购条款，并已经通过中、俄、美、加等国的反垄断审批。同时，除了墨西哥之外

本次收购要约也获得了欧洲、澳洲和土耳其等国家或地区当局批准。为了确保股东及其他各方均能有足够的时间获得通知，所以公司决定延长要约期，但当前仍在整体收购的预期时间之内。

4 走出国门：安踏的后续发展

2019年2月25日，安踏收到墨西哥联邦经济竞争委员会有关完成要约收购的必要批准。至此所有相关领导机构的批准都已拿到，要约条件皆已达成。对于安踏来说，完成本次收购是其走出国门进行出海的重要一步，在品牌多元化的发展之路上，安踏借助 Amer Sports 在国际市场的扩展开始逐步进行。但同时，安踏也必然会面临更大挑战和困难。

4.1 并购整合中的机遇与挑战

经过五个多月的精心部署和协商谈判，安踏最终如愿以偿收购 Amer Sports。但是，在并购完成后，如何顺利完成整合，实现企业利润的最大化，对安踏来说也是一个难题。

为使此次收购产生“1+1>2”的效果，安踏需要在企业文化、公司品牌、人力资源以及战略整合等方面进一步磨合调整。首先，安踏与 Amer Sport 在企业文化与国家文化的双重差异影响下，不论是经营思想、价值观念还是工作态度、管理方法都形成了一定的文化冲突。因此，如何将不同企业的文化拆分、合并，谋求“共识”，提高并购企业员工的归属感和责任心，是安踏面临的第一道难关。其次，虽然安踏在国内数十年稳扎稳打，成为体育用品业的佼佼者，但其国际知名度远低于全球知名体育用品跨国公司 Amer Sports。因此，如何通过此次收购进行品牌整合，开拓海外市场，迈出自己国际化的坚实一步，是安踏面临的第二道难关。再次，整合过程中，“人”的问题至关重要，关系到企业的发展动力与可持续性。若企业人力资源整合不当，很可能导致人才流失、高管跳槽、员工辞职等不利于企业稳定经营的现象发生。因此，如何合理整合双方企业的人员架构，调整薪酬福利体系和职级管辖范围，是安踏面临的第三道难关。最后，为解决企业的经营范围、发展道路和方向问题，安踏需要进行战略整合。但在保证企业并购整合后仍能与外部环境保持动态平衡的前提下，如何结合双方现有的资源优势，制定科学可行的战略整合措施，是安踏面临的第四道难关。

4.2 国际体育运动品牌的竞争

安踏的国际化之路不仅受内部并购整合程度的影响，也受国际市场竞争环境的左右。此前，丁世忠指出，2008年的中国体育产业规模大约在1700亿左右，2016年达到约1.7万亿，并预计在2025年达到7万亿的规模。足以看出国

内体育产业市场规模的庞大，只是安踏、李宁、361 度和特步四大国内运动品牌虽然在国内早已得到消费者认可，安踏又以平民化大众价的销售方式，但与国外品牌阿迪达斯、耐克两大品牌而言似乎可比性没有那么高。

阿迪达斯 1949 年成立、耐克成立追溯到 1963 年，从成立时间上则远远早于安踏，所以在拥有充足时间和技术积累的阿迪、耐克两大品牌在市场定价中掌握住话语权。虽然近 30 年的发展历程让安踏逐渐在国内运动体育行业站稳脚跟，只是家庭小作坊起步的它在品牌内涵的积累方面难与前两者匹敌。随着国内市场对运动装备的时尚化和专业化需求在日趋提高，体育用品市场不再以品牌知名度作为消费导向，按照低中高端、运动类型、专业性能进行细分，反而消费者更愿意购买价位更高的国际品牌。因此，在零售变革时期，走出国门增强竞争力意味着在自身能力提升的同时，去收购一些拥有深厚技术积淀和更好消费者口碑的国际体育品牌或许是安踏转型变革的好机会。

4.3 国内服装品牌踏上出海之路

在国际品牌逐渐渗透国内市场，国内服装企业也将野心和目光转向海外市场，从他们的出海历程来看，海澜之家、李宁、太平鸟、特步、森马纷纷前后踏上出海行程。譬如海澜之家相继在马来西亚、新加坡和泰国建立门店；森马完成对法国高端童装企业 Kidiliz 的收购、旗下巴拉巴拉童装品牌正式进驻香港、在沙特阿拉伯开设首家店铺等；与天猫一起亮相纽约时装周并已经建立海外事业部的太平鸟。种种行动表明国内服装企业出海已经蠢蠢欲动且将是未来重新塑造自身的重要战略。

2011 年体育用品行业出现严重的库存危机，安踏并未幸免，从近六年营收数据来看，2013 年之后数据才开始有所上升。应该说，这期间安踏经历了一次生死存亡的转变，即从一个品牌批发型的公司向品牌零售型公司转变。当然，安踏较另外三大品牌营收居于前面，但从整体四大运动品牌业绩来看其增速均处于放缓态势，从 2017 年营收和营收增速来看，李宁相较另外两个品牌更接近安踏的数据，所以一直以来李宁也被视为安踏较大的国内竞对。而谈到出海，李宁作为“先驱”早早试验，安踏则迟迟没有大行动，这次或将是一次反转。

从李宁近年来国际市场收入数据看，收入波动明显并不稳定，且同比增速也相差悬殊；另外从其每年占李宁全部收入的比例来看，占比增速自 2010 年-2014 年稳步上升达到 3.0%，2015 年下滑后虽呈现上升趋势但仍不明显。李宁的整个国际市场收入似乎并没有达到理想水平。

而安踏体育此次将 Amer Sports 收入囊中，可以说其胃口之大和布局国际业务的‘野心’之大。但在瞬息万变的市场大环境下，安踏体育的国际化之旅能否走

的长远，还需看其如何发力。

5 尾声

安踏并购 Amer Sports 是迈向国际化的重要一步，在 2017 年安踏集团董事局主席兼 CEO 丁世忠曾提出“单聚焦、多品牌、全渠道”的发展战略，并进一步寻求与国际品牌合作的机会。同时，集团总裁郑捷在 8 月中旬的财报会上表示，安踏体育未来会更注意品牌收购，收购对象希望与安踏定位匹配的国际化运动品牌，并与安踏品牌互补，形成品牌和集团的共同国际化战略。安踏体育终于如愿，这家福建公司的全球化野心在此次收购 Amer Sports 中也暴露无遗。

（案例正文字数：8230）

启发思考题

1. 企业并购是实现高收益的重要举措。试分析安踏收购 Amer Sports 的主要动机？
2. 安踏采用了哪些融资方式以 360 亿人民币跨境并购的？JOVC 又在收购过程中扮演着什么样的角色？
3. 要约收购的基本规则是什么？基本流程是什么？协议收购和要约收购各自适用的情境和优缺点有哪些？
4. 安踏在成功收购 Amer Sports 后的并购整合过程中将会面临哪些主要风险？