

Research on the Impact of Mergers and Acquisitions on the Company's Brand Value

- Take Meinian Onehealth's Acquisition of Ciming Checkup as An Example

by

Hong Miu

A Dissertation Presented in Partial Fulfillment  
of the Requirements for the Degree  
Doctor of Business Administration

Approved July 2022 by the  
Graduate Supervisory Committee:

Benjamin Shao, Co-Chair

Tzu-Kuan Chiu, Co-Chair

Ker-Wei Pei

Qigui Zhu

ARIZONA STATE UNIVERSITY

May 2023

并购对公司品牌价值影响研究 —以美年健康并购慈铭体检为例

缪鸿

全球金融工商管理博士  
学位论文

研究生管理委员会  
于二零二二年七月批准：

邵保民，联席主席  
邱慈观，联席主席  
贝克伟  
朱启贵

亚利桑那州立大学

二零二三年五月

## ABSTRACT

In recent years, mergers and acquisitions between Chinese enterprises have continued to increase and their forms have gradually diversified. Adopt horizontal or vertical, or diversified mergers and acquisitions, the ultimate purpose is to promote the further rapid development of enterprises through effective mergers and acquisitions. This paper used case analysis focusing on the internal and external motivations of Mergers and Acquisitions (M&A), as well as sorting out the influence factors of brand value and the impact of M&A on brand recognition through the study of past cases.

In addition to the case study, this thesis also examines the financial impacts on the merger entities on the changes in market share, profitability, and Economic Value Added (EVA) value. The study also conducted post merger questionnaire survey analyze consumers' perceptions on service quality.

## 摘要

随着市场环境的日趋激烈，并购已经成为了一种扩大自身规模，增强核心竞争力，实现战略发展目标的重要方式，近年来我国企业之间的并购活动不断增多，形式也逐渐多样，无论是采用横向或纵向，还是多元化的并购，其最终目的都是通过有效的并购行为推动企业快速发展。尽管并购这种形式已经被企业家们运用的十分熟练，但由于每个企业所处的市场环境、并购的过程、采用的手段等都有所不同，每一次并购行为都有其自身的特点，对于一些较为典型的并购案例其并购经验值得其他的企业进行参考。

本文采用案例分析的模式，首先阐述了并购和品牌价值的概念，并介绍了市场上常见的并购类型以及并购的内部动因和外部动因。通过研究过往案例梳理出品牌价值的影响因素以及并购对品牌认知度的影响。

其次，以美年健康并购慈铭体检为例，介绍了美年健康和慈铭体检的基本情况，梳理了美年健康并购慈铭体检的整个过程，对美年健康并购慈铭体检所处的历史时期以及并购动因进行分析。

随后，通过财务指标研究法对美年健康并购前后的绩效变化进行分析，主要通过并购前后的市场占有率、盈利能力、运营能力和成长能力四个方面的变化来入手；然后通过分析 2014 年-2019 年美年健康 EVA 值的变化来分析并购前后美年健康企业价值是否实现增长。

接着，通过问卷调查形式来分析消费者对于美年健康的体检业务、体检服务以及并购情况的认知情况，以此来分析消费者眼中美年健康的品牌价值在并购前后的变化。同时通过托宾 Q 理论来间接评价美年健康并购前后品牌价值变化。

最后，本文对美年健康并购慈铭体检这一案例做出总结。根据研究案例自身情况，分析美年健康并购慈铭体检的成功之处，归纳出其中值得借鉴的地方。有助于为其他中国拟通过并购实现品牌价值飞跃的企业提供参考。

# 目录

	页码
表格列表 .....	ix
图表列表 .....	xii
章节	
一、绪论 .....	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 研究思路与内容 .....	3
1.2.1 研究思路 .....	3
1.2.2 研究内容 .....	4
1.3 研究方法与技术路线 .....	5
1.3.1 研究方法 .....	5
1.3.2 技术路线 .....	7
1.4 研究的创新之处 .....	9
二、理论基础与文献综述 .....	10
2.1 企业并购的概念与类型 .....	10
2.1.1 并购的含义 .....	10
2.1.2 并购的类型 .....	12
2.2 品牌价值概念及影响因素 .....	13

章节	页码
2.2.1 品牌价值概念 .....	13
2.2.2 品牌认知度的影响因素 .....	14
2.2.3 战略并购对品牌认知度的影响 .....	15
2.3 企业并购动因研究 .....	16
2.3.1 并购内部动因 .....	17
2.3.2 并购外部动因 .....	21
2.4 企业并购对品牌影响研究 .....	24
2.4.1 关于战略并购的研究 .....	24
2.4.2 关于品牌认知度的研究 .....	26
2.4.3 关于战略并购对品牌认知度的影响研究 .....	27
三、美年健康公司发展历程及并购概况 .....	30
3.1 健康体检行业发展现状及趋势 .....	30
3.1.1 健康体检行业发展现状 .....	30
3.1.2 民营健康体检市场竞争格局分析 .....	34
3.1.3 健康体检行业发展趋势 .....	35
3.2 并购双方背景介绍 .....	37
3.2.1 美年健康公司简介 .....	37
3.2.2 慈铭体检公司介绍 .....	40
3.3 美年健康并购慈铭体检的过程 .....	41

章节	页码
四、美年健康并购慈铭体检的动因分析 .....	45
4.1 内部动因 .....	45
4.1.1 获取高端品牌的资源来提升盈利与发展能力 .....	45
4.1.2 提升市场占有率抢占行业龙头地位 .....	46
4.1.3 提升企业效应，树立行业标杆 .....	47
4.1.4 降低运营成本获取规模效应 .....	48
4.2 外部动因 .....	49
4.2.1 解决存在的同业竞争问题 .....	49
4.2.2 慈铭体检 IPO 失利为美年健康提供了并购契机 .....	50
4.2.3 美年健康和爱康国宾的行业第一之争 .....	51
五、并购绩效分析 .....	54
5.1 财务指标分析 .....	54
5.1.1 市场占有率分析 .....	54
5.1.2 盈利能力分析 .....	55
5.1.3 运营能力分析 .....	59
5.1.4 成长能力分析 .....	61
5.2 基于 EVA 的协同效应分析 .....	64
5.2.1 EVA 的概述 .....	64
5.2.2 税后经营利润及资本投入的相关计算 .....	66

章节	页码
5.2.3 并购前后的经济增加值对比分析 .....	71
六、并购后品牌价值分析——基于消费者认知及行为变化 .....	74
6.1 方案设计及数据统计 .....	74
6.1.1 调查问卷设计 .....	74
6.1.2 信效度分析 .....	74
6.1.3 问卷的发放与填写 .....	75
6.2 消费者行为分析 .....	75
6.2.1 消费者需求及行为分析 .....	79
6.2.2 消费者评价行为分析 .....	86
6.2.3 消费者认知分析 .....	92
6.3 品牌价值间接评价 .....	98
6.3.1 高管访谈 .....	98
6.3.2 托宾 Q 理论 .....	102
七、结论与展望 .....	105
7.1 研究结论 .....	105
7.2 不足之处和研究展望 .....	107
7.2.1 不足之处 .....	107
7.2.2 研究展望 .....	108
参考文献 .....	110

A. 研究调查问卷.....115

## 表格列表

表格	页码
2-1 企业内部影响因素主要观点 .....	17
3-1 美年大健康发展历程 .....	39
3-2 美年健康前五大股东持股情况 .....	40
3-3 慈铭体检前五大股东持股情况 .....	41
5-1 企业经营协同效应指标 .....	54
5-2 美年健康盈利能力衡量指标变化情况（单位：%） .....	56
5-3 美年健康运营能力衡量指标变化情况（单位：次） .....	59
5-4 美年健康成长能力衡量指标变化情况（单位：%） .....	61
5-5 税后净经营利润计算表（单位：万元） .....	66
5-6 美年健康投入资本计算表（单位：万元） .....	67
5-7 2014-2017 年金融机构贷款基准利率（单位：%） .....	68
5-8 美年健康税后债务资本成本计算表 .....	69
5-9 美年健康税后债务资本成本 .....	69
5-10 2014-2017 年金融机构人民币存款基准利率 .....	70
5-11 2014-2017 中国 GDP 增长率 .....	71
5-12 美年健康权益资本成本计算表 .....	71
5-13 美年健康 WACC 计算表 .....	71
5-14 EVA 计算表 .....	72

表格	页码
6-1 克伦巴赫 A 系数 .....	75
6-2 KMO 检验 .....	75
6-3 人口特征与在美年大健康体检需求 P 值检验 .....	79
6-4 体检需求、体检内容、体检价格与是否第一次来的相关性 .....	80
6-5 体检需求与是否第一次来美年大健康体检交叉表 .....	80
6-6 体检需求与年龄、学历、职业的 P 值检测 .....	81
6-7 体检内容与体检价格交叉表 .....	82
6-8 人口特征与体检服务选择相关性 .....	83
6-9 年龄与体检内容的交叉表 .....	84
6-10 职业与体检内容交叉表 .....	85
6-11 新老消费者群体与体检内容的交叉表 .....	86
6-12 体检满意度差异分析 .....	90
6-13 满意度和再次选择以及推荐度的相关性检验 .....	90
6-14 满意度和再次选择的交叉表分析 .....	91
6-15 满意度和推荐度交叉表分析 .....	92
6-16 消费者对于美年大健康品牌认可度相关性分析 .....	93
6-17 品牌认可度与是否第一次来美年大健康交叉表分析 .....	93
6-18 年龄、文化程度、职业与是否知道并购事件的关联性检测 .....	94
6-19 是否知道并购事宜对消费者体检满意度影响对比 .....	97

表格	页码
6-20 知晓并购事件与消费者体检满意度皮尔逊相关性分析 .....	97
6-21 是否知道并购事宜对消费者认知影响对比 .....	97
6-22 知晓并购事件与消费者认知相关性分析 .....	98
6-23 美年健康 Q 值变化.....	103

## 图表列表

图表	页码
1-1 技术路线图.....	8
3-1 2017 年重点国家国民健康体检覆盖率情况（单位：%） .....	31
3-2 2011 年至 2019 年我国健康体检人次数（单位：亿人次） .....	32
3-3 2012-2018 年中国健康体检市场规模（单位：亿元） .....	32
3-4 2019-2024 年我国健康体检市场规模预测（单位：亿元） .....	33
3-5 2019-2024 年我国专业体检机构市场规模预测（单位：亿元） .....	34
5-1 截止 2018 民营体检市场三大企业门店数量对比（单位：家） .....	55
5-2 同行业可比公司营业净利率对比 .....	57
5-3 同行业可比公司净资产收益率对比 .....	58
5-4 同行业可比公司总资产周转率对比（单位：次） .....	60
5-5 同行业可比公司净利润增长率对比（单位：%） .....	62
5-6 同行业可比公司主营业务收入增长率对比（单位：%） .....	63
6-1 体检消费者性别情况 .....	76
6-2 体检消费者年龄情况 .....	77
6-3 体检人群的文化程度 .....	77
6-4 体检人群职业分布情况 .....	78
6-5 整体满意度 .....	87
6-6 体检科目设置满意度 .....	87

图表	页码
6-7 服务态度满意度 .....	88
6-8 体检环境满意度 .....	88
6-9 硬件设施满意度 .....	89
6-10 体检时间满意度 .....	89
6-11 品牌实力认可度 .....	95
6-12 服务提升认可度 .....	95
6-13 拥有更大市场份额认可度 .....	96

## 绪论

### 1.1 研究背景及意义

#### 1.1.1 研究背景

作为世界第一人口大国，中国大健康医疗产业发展前景极为广阔。随着人民收入水平持续提高，中产阶级规模不断扩大，城镇化推进，人口老龄化，疾病谱变化，环境污染与气候变化以及政府增加医疗卫生投入等，人民健康意识不断增强，健康需求规模将持续增加，健康需求日趋个性化、多元化和多层次性。据前瞻产业研究院发布的《大健康产业战略规划和企业战略咨询报告》数据显示，中国大健康产业尚处于开发初期，发展空间巨大。2017年大健康产业市场规模达 4.4 万亿元，2018 年大健康产业市场规模达 5.4 万亿元。预计 2020 年中国健康产业规模有望达 10 万亿元，2030 年有望达到 30 万亿元，成为全球第一大市场。

我国大健康产业由医疗性健康服务和非医疗性健康服务两大部分构成，已形成了四大基本产业群体：以医疗服务机构为主体的医疗产业；以药品、医疗器械以及其他医疗耗材产销为主体的医药产业；以保健食品、健康产品产销为主体的保健品产业；以个性化健康检测评估、咨询服务、调理康复、保障促进等为主体的健康管理服务产业。与此同时，健康领域新兴业态正在不断涌现，包括养老产业、医疗旅游、营养保健产品研发制造、高端医疗器械研发制造等。

就目前来说，国内食物安全问题严峻、慢病高发、空气污染等各种要素而引发的忧虑，以及富裕人群对健康生活需求的提高，给健康管理的发展提供了机遇。我国健康管理市场潜力巨大，健康管理产业未来发展空间巨大。

美年健康一直在我国的健康体检行业处于领先的位置。美年健康在 2004 年成立后就一直在不间断地进行行业内的并购，不停地扩大资本，逐渐在我国的专业体检行业占有一席之地。在此期间，美年健康取得了很好的经营成果，并且在 2015 年通过借壳江苏三友成功在深圳证券交易所上市。面对我国健康体检行业飞速发展以及同行业内竞争白热化的情况下，美年健康果断通过并购的方式来壮大自身的实力，不断地对行业内进行整合，逐渐在中国专业体检市场上占据主导地位。

在美年健康并购重组之前，国内已经出现了许多这样的先例，主要的形式就是通过连续并购同一行业中的类似企业，从而把企业自身的资源与被并购企业互补，实现整体的协同效应，这种并购模式就是近年在并购市场中发展来的产业性并购。美年健康作为国内新兴健康体检行业的翘楚，其成功的并购历程无疑成为健康体检行业发展的一座里程碑。

美年健康成功的战略并购不仅是为其未来发展提供道路，也象征着中国的健康体检行业迈出重要一步。因此，对美年大健康公司如何通过战略并购来提升自身品牌影响力的研究显得尤为重要。

### 1.1.2 研究意义

随着并购如火如荼地开展，其涉及的行业也越来越广泛，成为社会各界讨论的热点问题。企业通过并购可以扩大规模、降低成本、提高市场份额、实现多元化发展，最终达到调整组织结构、优化资源配置等目的。与此同时，我国的医疗行业也一直处于改革进程中，尤其是民营医疗企业作为整个医疗市场中的重要角色，在这一过程中也面临着巨大的挑战和机遇，民营医疗企业如何借助着并购热潮的东风更进一步的发展自然成为一个值得关注并研究的问题。

本文以民营医疗企业中的知名健康体检企业美年健康并购慈铭体检的案例进行分析。基于我国民营医疗企业当前的发展现状和今后的发展趋势，对美年健康并购慈铭体检的原因进行分析。以传统的财务指标分析法和 EVA 分析法，对财务数据进行客观的分析，来说明并购为其绩效变化带来的影响，同时用问卷调查法及托宾 Q 理论来间接讨论并购为其品牌价值带来的影响。对这一并购案例的深入研究，可以为行业中其他企业的并购活动提供参考，也可以为民营医疗改革发展的进一步推进提供借鉴。

## 1.2 研究思路与内容

### 1.2.1 研究思路

本文以美年健康并购慈铭体检的案例为研究对象，首先介绍了并购的含义、类型、品牌价值的概念以及其相关的理论概述，随后从并购的动因、并购行为对绩效的影响以及并购行为对品牌的影响三个方面入手回顾了国内外关于并购以及品牌价值的理论研究，并据此构建了文章的框架。

然后对选取的具体案例进行介绍，首先对案例主体美年健康与慈铭体检所处的健康体检行业进行了介绍，分析其现状与未来的发展方向，其次对并购美年健康进行介绍，最后详细介绍并购的过程。

在案例分析部分首先对其并购的动因进行探析，随后从市场占有率、盈利能力、运营能力、成长能力和发展能力四个方面对并购后的财务绩效进行分析，同时，从并购后的发展策略来分析其品牌认知度，通过 EVA 分析本次并购是否为其创造出更多的企业价值，然后设计问卷调查，直观的通过分析消费者对于美年健康的行为变化及认知变化来看其并购是否为其品牌价值带来提升，最后运用托宾 Q 理论评价其品牌价值。

最后，本文得出了结论，美年健康通过此次的并购的确提升了其盈利与发展能力，也使得品牌认知度获得提升，获取更多的品牌议价权。然后，根据结论给出了展望，民营企业在战略较灵活的前提下，可以选择通过战略并购来获取更多的市场资源以及市场地位，在中国目前各方面政策支持推动下，也希望国内越来越多的优秀企业可以通过合理的战略并购策略成为世界一流品牌。

### 1.2.2 研究内容

本文采用了案例分析与理论分析相结合的研究方法，理论分析方面，本文对国内外并购理论、品牌认知度理论和战略并购对品牌认知度影响的理论以及战略并购动因理论进行了梳理，在已有的研究基础上进行归纳，由此提出了战略并购对提升品牌认知度的影响的总结性理论。根据目前国内健康体检行业发展状况及特点，结合美年健康并购慈铭体检的案例，对并购前后的财务指标进行分析，同时分析品牌认知度影响，总结出本次并购所带来的成功经验，对以后我国产业性并购行为提供宝贵的建议。具体内容如下

第一章，绪论。主要论述了研究背景和研究意义，并对研究思路和研究内容进行介绍，同时梳理出本文的主要研究方法。

第二章，理论概念和文献综述。对本文所涉及的并购、品牌价值、品牌认知度等概念进行界定；并对并购动因、并购对品牌的影响两个方面的研究现状进行综述，以对研究并购对企业品牌价值影响提供借鉴。

第三章，美年大健康公司发展历程及并购概况。首先讨论当前我国健康体检发展状况以及发展趋势，梳理清楚美年健康并购慈铭体检时的市场格局。之后介绍美年健康和慈铭体检的发展历程以及美年健康并购慈铭体检的全过程，以此作为后续案例分析的支撑。

第四章，美年健康并购慈铭体检的动因分析。根据第二章的理论概念，介绍美年健康并购慈铭体检的内因和外因。

第五章，并购绩效分析。运用财务分析法、EVA 以来分析并购前后美年健康的绩效变化以及品牌价值的体现。

第六章，并购后品牌价值分析——基于消费者认知及行为变化。通过设计问卷调查及数据收集，研究美年健康的消费者在并购后的行为变化以及消费者对于美年健康的认知变化，从而分析并购前后美年健康的品牌价值体现。同时，使用托比 Q 理论间接评价美年健康品牌价值的变化情况。

第七章，结论与展望。第七章是本文的结论与展望，通过第六章的分析得出本次并购的确在短期内大幅的提升了美年健康的绩效以及品牌影响力，但也看出品牌价值的提升与企业所处历史时期非常相关，长期来看并购并没有为企业带来明显的品牌价值的提升。同时展望未来中国民营企业可以通过借鉴并以成功的战略并购策略提升品牌价值成为世界一流品牌。

### 1.3 研究方法与技术路线

#### 1.3.1 研究方法

##### 1. 文献研究法

通过在知网阅读有关文献、从图书馆查阅相关报刊书籍资料以及各类数据库中获取的数据，并结合国家统计局、证券交易所、新浪财经、巨潮以及企业官网等相关网站获得的内容，对并购动因还有绩效的相关理论进行了解，对我国企业间并购的现状进行有关研究。

同时重点阅读近年来国内外关于并购动因及绩效理论研究的成熟经验和成果，结合中国经济环境和企业实际以形成自己关于并购动因和绩效的认识。

## 2. 案例研究法

案例研究法是指通过选取市场中具有典型代表意义的案例进行研究，并从中得出具有一定借鉴意义和启示的研究方法。本文选取了民营医疗企业中美年健康并购慈铭体检的案例进行研究分析，由于并购方美年健康是民营医疗企业中具有代表性的大企业，因此，运用多种方法对美年健康并购慈铭体检进行分析，所形成的结论可以为民营医疗行业中其它企业的并购提供参考借鉴。

## 3. 会计指标法

会计指标法是通过并购事件发生前后年度相关财务指标的变化来评价企业绩效的定量分析方法，可以反映企业并购整合后的协同效应。相较于事件研究法衡量的是公司并购期间短期的股价变化，会计指标法的优点是能连续地、客观地评价并购前后企业绩效的变动情况，恰好与案例研究法形成互补。

## 4. 对比分析法

对比分析法：通过收集、计算行业和标杆企业的相关数据，在选定的关键财务指标上进行比较分析，有助于发现问题及得出结论。

## 5. EVA 分析法

EVA 体系认为投资者至少应获得其投资的机会成本，只有当会计利润大于资本成本，才有经济增加值，判断一个企业是否有投资价值的意义在于这家企业是否能够创造价值，经济增加值的持续增长意味着企业价值的不断增加和所有者权益的持续增长。

## 6. 问卷调查法

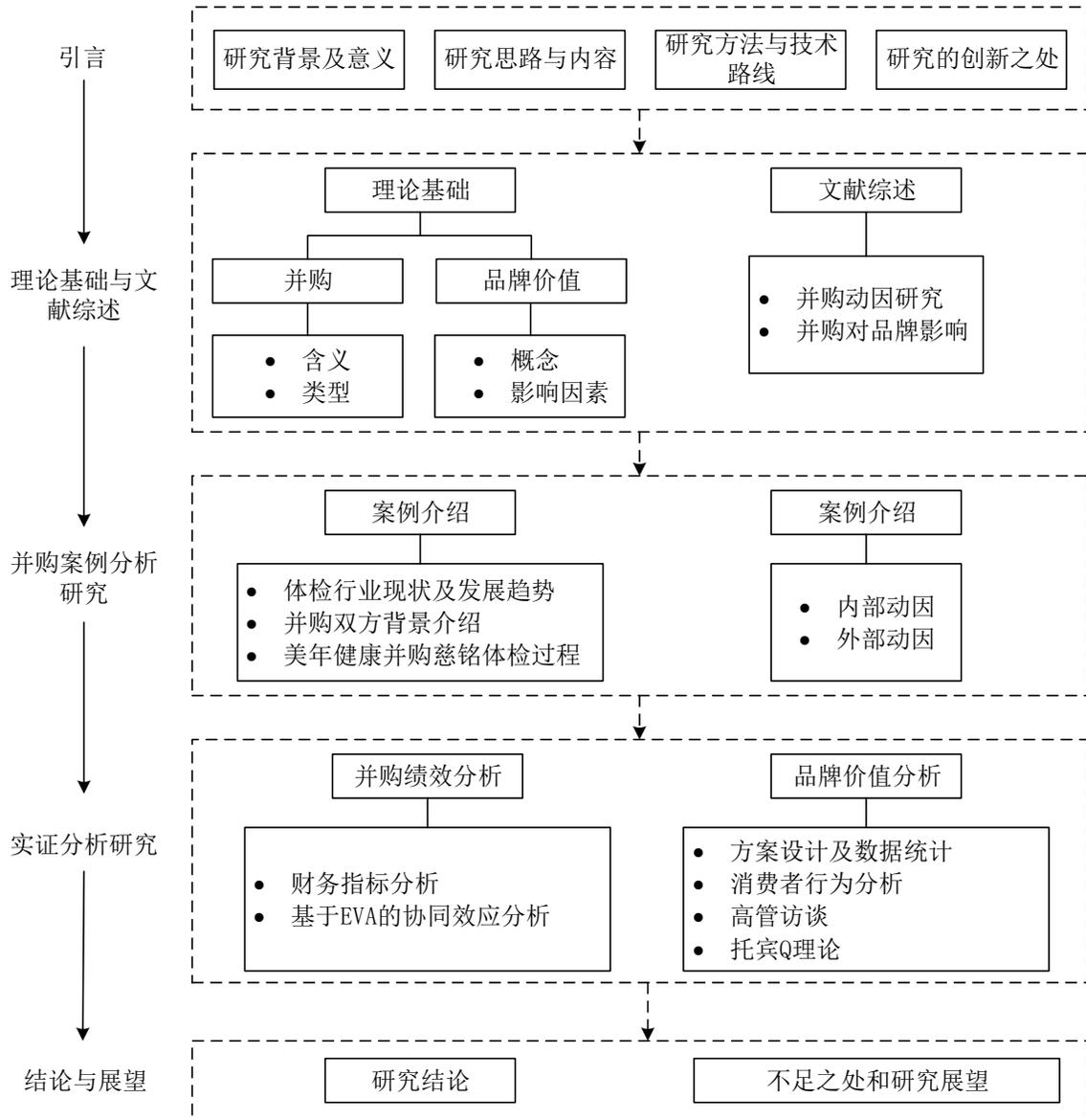
问卷调查法可以搜集到可靠的资料，更为直观的了解消费者对于某一事项的看法。本文通过问卷调查法研究分析消费者对于美年健康的品牌认知度、服务满意度以及对于并购的看法。因此可以抛开财务指标，从另一个方面更直观的反映美年健康在并购前后是否有品牌价值的提升。

## 7. 托宾 Q 值法

托宾 Q 值是指资本的市场价值与其重置成本之比。这一比例兼有理论性和实践的可操作性，沟通了虚拟经济和实体经济,在货币政策、企业价值等方面有着重要的应用。在货币政策中的应用主要表现在将资本市场与实业经济联系起来，揭示了货币经由资本市场而作用于投资的一种可能。

### 1.3.2 技术路线

图表 0-1 技术路线图



#### 1.4 研究的创新之处

本文以美年健康并购慈铭体检案例出发，来研究并购对体检健康企业的绩效以及品牌价值带来的影响。笔者在查阅已有的文献后发现，以往的关于并购的研究往往集中在并购后对企业绩效带来的影响，而针对品牌价值的影响，相应的文献较少，而针对于健康体检行业的品牌价值研究还是空白状态。

本文首先通过财务指标法研究了美年健康 2014 年-2018 年的财务指标，研究了其在并购期间及并购完成后市场占有率、盈利能力、运营能力以及成长能力的变化；随后运用 EVA 分析法研究美年健康 2013 年-2018 年品牌价值的变化，鉴于美年健康并购慈铭体检贯穿 2014-2017 年，故 2013 年与 2018 年的数据对比可以很好地看出并购带来的影响，这是之前的研究所不具备的；之后通过问卷调查法获取现阶段消费者对美年健康的行为变化以及认知变化，由于无法获取并购前的数据，因此只能通过消费者对于美年健康品牌的认可程度以及其对并购的认知程度来判断美年健康在并购后品牌价值的变化，而为了弥补这一缺陷，本文增加了与美年健康的高管访谈，从访谈中获知为什么要做同业并购、在并购中公司高管对于管理公司做出的各项决策、以及从公司高管角度来看为什么并购可以为美年健康带来品牌价值的提升；最后再通过托宾 Q 理论计算出计算美年健康 2013 年-2018 年的 Q 值，从侧面佐证并购前后美年健康企业品牌价值的变化情况。

本文不仅仅从财务指标方面，而是从多个方面研究并购对美年健康品牌价值带来的影响，其结果更具有说服力。

## 2.1 企业并购的概念与类型

### 2.1.1 并购的含义

并购又称兼并与收购（Mergers & Acquisition）。兼并（Merger）一般指两家或更多的公司合并为一家公司，通常是由一家占优势的公司吸收一家或更多家的公司。依照有关法律的规定，合并分为吸收合并与新设合并两类。吸收合并是指一家或多家企业被另一家企业吸收，兼并企业继续保留其合法地位，目标企业则不再作为一个独立的经营实体而存在，兼并企业收购目标企业的全部资产和负债。新设合并指两个或两个以上的企业组成一个新的实体，合并各方解散，原来的企业都不再以独立的经营实体而存在。从法律性质上讲，企业合并的本质是企业人格的合并。《大不列颠百科全书》（1999）对并购的解释为并购是两个或两个以上的相对独立的企业、公司合并组成另一家公司，通常是一家占优势的公司吸收一家或多家公司。《布莱克法律词典》（Black's Law Dictionary）指出兼并是指合并或联合的行为或事实，包括企业合并、控股、营业转让、收购、干部兼任、租赁等形式实现的一个企业对另一个企业的控制，或者是企业之间的联合。

我国早期的立法中，更多的使用“兼并”这个词，之后开始使用合并、收购、并购等词语。

1989年国家体改委、国家计委、财政部、国有资产管理局发布的《关于企业兼并的暂行办法》对企业兼并的概念、原则、形式、程序、被兼并企业资产评估、被兼并企业产权转让收入归属、被兼并企业职工安置及兼并后企业的财政税收管理作了明确规定。给兼并下的定义是“企业兼并是指一个企业购买其他企业的产权，使其他企业失去法人资格或改变法人实体的一种行为，不通过购买方式实行的企业之间的合并，不属本办法规范”。

1996年财政部颁布的《企业兼并有关财务问题的规定》对此进行了修正，认为兼并是指“一个企业通过购买等有偿方式取得其他企业的产权，使其丧失法人资格或虽然保留法人资格但改变投资主体的一种行为。”而收购、兼并、重组等在公司法与证券法中收购有着特定含义。

1998年《企业改组改制中若干所得税业务问题的暂行法规》指出“吸收合并是指两个以上的企业合并时，其中一个企业吸收了其他企业而存续，被吸收的企业解散。新设合并是指两个以上企业并为一个新企业，合并各方解散。兼并是指一个企业购买其他企业的产权，使其他企业失去法人资格或改变法人实体的一种行为。合并、兼并，一般不须经清算程序。企业合并、兼并时，合并或兼并各方的债权、债务由合并、兼并后的企业或者新设的企业承继。”（纪宏奎，2014）。

中国证券监督管理委员会颁布的《上市公司收购管理办法》第二条指出“上市公司收购是指收购人通过在证券交易所的股份转让活动持有有一个上市公司的股份达到一定比例、通过证券交易所股份转让活动以外的其他合法途径控制一个上市公司的股份达到一定程度，导致其获得或者可能获得对该公司的实际控制权的行为”。

《中华人民共和国公司法》184条指出“公司合并可以采取吸收合并或者新设合并。一个公司吸收其他公司为吸收合并，被吸收的公司解散。两个以上公司合并设立一个新的公司为新设合并，合并各方解散。合并各方的债权、债务，应当由合并后存续的公司或者新设的公司承继”。有关重组的概念在相关法律法规中没有专门的界定，但是在学术界广泛使用，公司重组一般包括四种形式：扩张、售出（分离和剥离）、公司控制和所有者结构变更。而对资产重组的定义主要归纳为广义和狭义两种理解。狭义的资产重组中的资产含义是实

物资产，是指对公司资产进行出售、购买、置换或其他交易，导致公司资产结构、主营业务收入构成或盈利能力发生重大变化的事项。广义的资产重组所指的资产并非实物资产概念，而是指企业拥有或者控制的能以货币计量的经济资源，包括各种财产、债权和其他权利。它是公司各种财产、债权、股权等广义资产的组合，包括兼并、收购、分立、剥离、资产置换等活动。

通过上述定义可以看到，兼并、收购、重组等概念往往交织在一起，在这里统称“并购”，其中包含收购、兼并、重组等涵义。本文中对并购的定义为：企业为获取目标企业的全部或部分控制权，而运用自身可控制的资产（现金、证券及实物资产）去购买目标企业的控制权（股权或实物资产），并因此使目标企业法人地位消失或引起控制权改变的行为。

### 2.1.2 并购的类型

根据并购的功能与涉及的产业组织特征，可以将其分为三种基本类型：横向并购、纵向并购和混合并购。

横向并购是指发生在生产销售的产品相同或者类似的企业之间的并购，横向并购有助于集中市场，帮助并购方快速提升市场占有率，实现资源优化配置。近年来，受到全球性的行业重组浪潮的推动，行业在发展过程中对于横向并购的需求逐步增加，再加上我国政策与法律的支持，横向并购在我国的并购重组活动中已经占据主要地位。

纵向并购也称为垂直并购，是处于同一条产业链上下游之间的企业或是具有纵向协作关系企业之间的并购，根据被兼并对象在产业链上位置的不同又可以将纵向并购分为前方性纵向兼并和后方性纵向兼并，前者是被兼并方处于最终需求者方向，后者是被兼并方处

于原料阶段方向。纵向并购的目的是提高经济协作效益，当并购双方关系密切，可以相互连接时，二者的配合可以加速生产流程，缩短生产周期，节约资源和能源。

混合并购是指生产不同的性质与种类的产品的企业之间的并购。通过混合并购，企业可以扩大经营的范围，实现多角化经营，这样可以降低企业长期处于一个行业中的单一的经营带来的风险，提高企业的应变能力。

## 2.2 品牌价值概念及影响因素

### 2.2.1 品牌价值概念

品牌价值理论最早由 Aaker (1992) 提出，并认为品牌价值是品牌的灵魂，是企业资产的重要组成部分。基于品牌价值理论，Hirschman 和 Holbrook (1982) 指出品牌可根据其提供的实用功能和享乐功能属性分为实用价值和享乐价值两大类。与该划分方法相类似，张竹梅和吕巍 (2016) 认为品牌价值具有情感性和功能性，它是其功能利益和感知质量的综合，包含功能价值要素和非功能价值要素。Keller 和 Lehmann (2003) 将品牌价值纳入到资产的分析范畴，认为品牌价值属于基于市场的企业关系型资产。同样，Gelb 和 Gregory (2011) 基于财务管理视角，认为品牌价值是企业的一项无形资产，可以为企业创造更大收益。Kirk 等 (2013) 进一步指出，品牌价值是一项与股价直接相关且高于股票账面价值和盈余的企业无形资产。然而 Pakseresht 和 Mark-herbert (2014) 突破了对品牌价值已有的界定范畴，认为不能仅从股东价值最大化的财务要素来定义品牌价值，应从经济、环境和社会价值三方面综合测量品牌价值。张启尧和孙习祥 (2015) 立足于消费者视角，认为品牌价值是品牌在消费者心目中的综合形象，能够为品牌消费者带来更多的价值感受。

### 2.2.2 品牌认知度的影响因素

#### 1.品牌形象认知

从消费者层面来讲，品牌形象是其作出消费行为的决定性条件，优秀的品牌形象需要该品牌具有较高的知名度，独特的品牌个性以及良好的社会形象。在实施购买行为之前，消费者会进行相关产品的联想，而具有较高知名度的产品在这一环节具有较大的优势，通过对于产品的质量、服务水平和营销刺激等行为的联想，消费者更倾向于选择印象较为深刻的产品，这也体现出了塑造较高品牌知名度的重要性。

品牌个性是对其涵盖的系列产品人性化的体现，它赋予了产品一种拟人化的特质，通过对产品的不同市场定位和群体定位，使消费群体自动对自身需求与之匹配，这种个性不仅表达着事物所包含的特质和特征，更是对该事物拥有者性格的表达，所以对产品赋予个性的设计也是尤为重要的。

在社会形象方面，品牌要在特定群体中得到普遍的认可，消费者在实施购买行为后会从其所处的群体中接收到众多的信息，而这些信息也起到关键性作用，对于已发生的购买行为影响较小，对于今后的行为影响较大，如果品牌拥有良好的社会形象，在某群体中拥有一致的认可，这将为品牌打下更加坚实的基础。

#### 2.品牌价值认知

在对于某个品牌的价值认知层面，影响因素主要有对于产品的品质感知、使用中的直接收获和对于品牌的忠诚度几方面。

消费者对于一种品牌产品的品质判断，是建立在多种品牌的比较的基础上的，有了这种对照即产生了心目中的好坏之分，在进行了长期的接触和对比之下，消费者形成了对于

各个品牌产品品质的综合性判断。在与产品接触的过程中，消费者更注重相对不同价格间的不同产品的使用体验，在这一过程中对比自身的收获，相较于付出较少收获更多的品牌产品更易获得消费者的好感，这种对于直接收获的评价受到个人偏好不同和其主观判断的影响，这也是一个产生品牌与消费主题之间“友谊”的过程。这种关系的进一步延伸发展，成为对于品牌的忠诚度，而这种忠诚度又区分为仅体现在意识上的忠诚和会采取重复购买行为的忠诚两种表现形式。

总而言之，要获得较高的品牌认知度，就要从以上诸多的影响因素入手，从而获得消费者的认可，产生良好的市场反响和口碑，进而形成品牌优势，提升企业价值与核心竞争力。

### 2.2.3 战略并购对品牌认知度的影响

通过对已有研究理论的归纳，现将其从消费者层面、获取优质资源层面和品牌特性层面进行分类，并总结出了战略并购影射效应、品牌形象重塑和附加值提升效应三方面内容。

#### 1.战略并购影射效应

影射效应是建立在消费者对目标企业产品性能、价格、良好的企业形象等因素的感知而形成了良好印象的基础上的。在战略并购中，目标公司在产品、技术、企业形象等方面的综合能力强于并购方时，形成了“高”与“低”的对比。在实施并购后，目标企业所具有的优势会被消费者自发的影射到并购方身上，这种认识会产生消费者对产品的划界不清，但并不影响对于产品的选择。而在并购方提供资金优势，被并购方提供品牌优势的条件下，影射效应一方面可以实现各级市场的互补，另一方面也可以使双方品牌形象在各自的基础上得到很大程度的提升，这同样意味着品牌认知度较大的提升。

#### 2.品牌形象重塑

对于优于自身企业的目标进行并购，可使更优质的资源流入企业，而在获取了这些优质资源后，产品的自身品质将得到提升，这也使消费者获得了对于新产品品质的感知，而对于产品的重新认识，这是品牌重塑的开端。战略并购所收获的各类供销渠道增加了并购方的产销优势，这拓宽了其原有发展网络，起到了推广作用，而对于“低”并购“高”的事件本身，会引起社会的普遍关注，产生较大的影响力，乃至成为学者研究，街巷讨论的对象，而在研究与讨论的过程中达到了社会不同群体对于并购方企业品牌重新认识的目的，使品牌形象得以重塑，这种品牌价值的转移促成了并购方品牌价值的大幅提高，对品牌认知度产生了促进作用。

### 3. 附加值提升效应

当目标企业品牌产品拥有独一无二的资源优势时，使并购方企业品牌也具有了产生差异化的能力。这种赋予产品差异化的能力，在增强消费者体验的同时增强了品牌竞争力，使消费者获取了更多的产品附加值。而通过一个阶段的使用及验证，这种高附加值的产品将会得到更多消费者的认可。差异化也将使品牌拥有独特的个性，对于为购买该产品而体现自身对于个性展现的群体，该品牌将成为他们的首选目标，这种对于品牌形象及品牌价值的双重提升将对品牌认知度的提高产生更大的推动作用。

## 2.3 企业并购动因研究

国内外学者对企业并购影响因素的研究主要可以分为两类，一是企业自身的角度出发，从资源获得、企业战略、公司管理者自利行为、管理效率等角度来解释并购的发生；二是从外部环境的角度出发，把企业并购和外部宏观经济因素、资本市场环境、技术进步的等联系起来，试图从更大的视角来解释影响并购发生的因素。

### 2.3.1 并购内部动因

国外对于并购的影响因素研究主要集中在代理理论（Jensen and Meckling, 1976; Jensen, 1986; Shleifer and Vishny, 1989; Harford and Li, 2007; 张鸣和郭思永, 2007; 李善民、毛雅娟和赵晶晶, 2009; 李小燕和陶军, 2011）、交易费用理论（Goase, 1937; Williamson, 1998）、效率理论（Jensen and Ruback, 1983; 李青原等, 2011）、市场势力理论（Gensove and Mullin, 1998）、自大理论（Roll, 1986; Shefrin, 2007; 谢玲红、刘善存和邱菀华, 2011; 宋淑琴和代淑江, 2015）等。主要的研究观点如下表 2-1 所示。

表格 0-1 企业内部影响因素主要观点

理论	主要观点
代理理论	企业管理者仅拥有少量的公司股票或者公司股权分散，难以有效的激励管理层，容易产生代理问题。代理理论认为并购是缓解代理问题的一个重要措施，可以对现有管理层构成有效的威胁，降低代理成本，通过公平收购或者代理权争夺，公司现任管理者将会被代替。
交易费用理论	该理论认为，在适当的条件下，企业的组织成本有可能低于在市场上进行同样交易的成本。通过并购，资本市场得以内在化，通过统一的战略决策，使得不同来源的资本能够集中起来投向高盈利部门，从而大大提高资源利用效率。
效率理论	该理论侧重于对并购的协同效应分析，认为企业并购可以帮企业获得某种形式的协同效应，从而有利于企业提高经营业绩，降低经营风险，具有社会效益。
市场势力理论	该理论认为并购行为有利于企业在产业内部市场份额的增长，并通过减少竞争对手数量的方式来降低产业内部的竞争水平。所以说，并购行为本身有利于提高产业市场内部的垄断水平，有助于企业提高利润水平。
管理者自信	该理论认为公司高层管理人员的盲目自信可能会导致对自己的实际能力以及公司在未来的收益被高估的情况，很可能高估目标企业的真实价值和自己的能力，过度自信在并购收益较低、甚至不存在收益时仍然做出并购决策，最后使得收购企业股东利益受损。

数据来源：作者整理

随着环境的变化以及研究的深入，学者从更加细分的角度研究并购活动的影响因素，包括董事高管特征、地理因素、目标所在行业。Chen, Crossland 和 Huang(2016)基于社会认同理论研究发现，女性董事越多，企业的并购活动越少，同时企业并购活动的规模也越小。作者通过分析认为，上述结论之所以出现，是由于女性占比多的企业会有更为复杂的公司层决策、更为详尽的重大战略建议，而这种环境会增加企业的协作成本。

Ferris, Jayaraman 和 Liao (2018) 利用来自 69 个国家的 57349 宗并购交易，研究繁忙的董事会所作并购决策的特点和表现，研究发现相比于非繁忙的董事会，繁忙的董事会倾向于在新兴市场或海外市场进行并购，更加青睐于私人并购目标，在并购时同时使用现金和股票进行融资，追求多元化的并购，避免与多家竞购者成为目标。

Zhang 和 Hoskisson (2017) 基于社会比较理论和高阶理论的基本观点，以 1996-2010 年所有的美国企业为样本，使用双重差分回归与 OLS 回归研究发现相比颁奖之前，获奖 CEO 的竞争对手会在颁奖后进行大量和大额的并购活动；同时，竞争对手 CEO 与获奖 CEO 所在的企业产品相似度会正向调节这种关系，而且当竞争 CEO 获奖的可能性越大时，竞争 CEO 在获奖后进行的并购数量与并购金额就会越高。

Shi, Hoskisson 和 Zhang (2017) 基于恐惧管理理论与创伤后成长理论，使用美国上市公司 2002-2012 年 296 位独立董事过世的事件为研究样本，通过双重差分回归，研究发现独立董事的过世会导致 CEO 减少在独立董事死亡期间的并购活动，特别是较大的并购活动。独立董事的过世会使 CEO 重新评估他们的生活中的优先项目，并减少外在目标在决策中的重要程度。

Chakrabarti 和 Mitchell (2016) 用 1980 年至 2004 年美国 933 家建立在 1980 年以后的化工制造企业的 2476 起国内并购为研究样本, 使用 Logit 模型为统计方法, 研究发现比起不相关并购, 较远的地理距离会降低相关并购完成的可能性; 有关相关并购的经验越丰富, 地理距离对相关并购完成的可能性的降低越弱; 若并购方进入的区域的环境信息有相关, 相关并购在此环境中完成的可能性越大; 最后, 若并购方是次要的信息来源者, 则相关并购完成的可能性也会增大。

Chen, Kale 和 Hoskisson (2018) 通过 1997-2008 年并购市场的国内并购数据, 使用 Logit 模型, 研究发现并购方与潜在目标方的地理重叠程度越高, 并购配对的可能性越高, 并购方的规模会负向调节地理重叠与并购配对之间的关系。此外, 并购方企业的地理分散程度也会负向调节地理重叠与并购匹配建的关系, 双方的产品差异也会正向调节地理重叠与并购匹配间的关系。

Kaul 和 Wu (2016) 通过中国酿造企业 1998 年至 2007 年的所有并购活动为样本, 研究发现并购方在现有市场中选择潜在并购目标的可能性更大; 目标方的制造生产率越低, 被收购的可能性越大, 当目标方所在的市场与并购方现有市场是同一市场时, 目标方的制造生产率与被收购的可能性之间的逆向关系会增强; 同时, 当并购方并购的能力较强时, 目标方的制造生产率与被收购的可能性之间的逆向关系会被削弱。

Haleblian, Pfarrer 和 Kiley (2017) 基于 1991 年至 2008 年在财富 500 强榜单中至少出现过一次的 1388 家企业, 使用时间序列法研究发现高声誉企业会进行大量的、无关联并购以维持自身声誉。

Ozmel, Reuer 和 Wu (2017) 通过 1980 年至 2004 年目标方为科技型企业的并购数据, 研究发现并购方在目标方科技企业领域内过去并购目标方竞争对手的数量与并购该科技型企业的可能性呈正相关关系, 而当该领域内外生性的技术不确定性越高时, 或并购双方的技术距离越大时, 上述正相关关系更为显著; 另外, 目标方在其竞争对手中的显著程度与目标方科技企业被并购的可能性正相关, 而当该领域内外生性的技术不确定性越高时, 或当并购双方的技术距离越大时, 上述正相关关系也更为显著。

我国上市公司并购过程中存在显著的内部人(大股东、内幕人和经理人)获取非常规私人收益的可能, 基于中国的制度背景, 学者提出具有中国特色的并购动因解释。从政府干预, 政治关联出发, 提出地方政府的支持或掏空动机等 (Shleifer and Vishny, 2003; Fan, Wong and Zhang, 2014; 潘红波、夏新平和余明桂, 2008; 方军雄, 2008; 吴超鹏、叶小杰和吴世农, 2012; 王砚羽等, 2014), 从 CEO 政治晋升角度, 提出 CEO 政治晋升动机 (陈仕华等, 2015) 等。

在中国企业并购活动中, 并购双方的股东、管理层、员工、债权人和地方政府是主要并购利益主体, 这些并购利益主体的动机共同成为中国企业的战略并购驱动力。蔡庆丰、田霖和郭俊峰 (2017) 认为企业高管的政治关联层级与企业跨市并购的可能性呈现出显著的正向相关关系, 与跨省并购呈现出显著的负向相关关系。

可以看出国外对于并购内因的研究可谓是相当的丰富, 而我国由于资本市场起步较晚, 对于并购的研究也仅限于近 20 年内, 研究的内容相对较少。再加上我国有别于他国的市场经济体系以及监管体系, 国外的一些研究理论并不适用于我国的并购事件。

### 2.3.2 并购外部动因

企业并购和外部宏观经济因素、资本市场环境、技术进步等密不可分。Andrade et al.(2001)指出任何具有解释力的并购理论必须考虑企业所处制度环境的影响。有关宏观经济与并购关系的研究表明国内生产总值对并购有影响。Heidhues 和 Paul(2006)发现频繁的并购活动往往发生在经济繁荣时期。文章构建了一个包括设定的目标、收购价格和购买方预期实现协同收益能力的并购三因素模型，发现经济繁荣时并购活动增加。

中国资本市场起步较晚，并购发展缓慢。对于并购外部环境的研究并不多。张飞雁(2012)研究了宏观经济因素对我国并购市场的影响，认为 GDP 增长、通货膨胀率和股票收益率三个因素对中国并购市场有重要影响，唐绍祥(2007)对我国总体并购活动与 GDP 增长率、货币供应量、利率、股价及汇率的关联性进行了实证检验，结果表明经济周期和利率是我国并购浪潮形成的主要原因，而货币供应量、股价指数和汇率等因素虽然对总体并购活动有影响，但并不是显著的影响因素。

万良勇、梁婵娟和饶静(2016)通过对 2003-2014 年 A 股上市公司并购事件的研究发现上市公司的并购决策存在明显的行业同群效应，也就是说上市公司在做出并购决策时会明显受到同行业其他公司并购行为的影响，且具有相同产权性质的公司之间的同群效应更为明显。

刘莉亚、何彦林和杨金强(2016)研究发现生产率提高对国内并购和跨境并购都具有重要的促进作用。

贾镜渝和李文(2016)研究发现不同类型的距离对并购成败的影响具有差异，正式制度距离显著降低并购成功率，而知识距离却能提升并购成功率。

陈泽艺、李常青和魏志华（2017）研究发现负面报道显著提高了公司主动终止重组计划和重组方案未通过并购委员会审核的概率，进而提高了重组失败的概率；在重组过程中，不同时间段的负面报道对重组进展的影响不同，表现出了明显的时效性；如果市场上出现资产方面的不利的消息，则公司选择放弃并购行为的概率则会大大增加，而市场是出现定向方面的不利消息则会导致并购计划审核不通过的可能性大大提高。

有关资本市场与并购的研究认为企业外部经营环境并没有发生变化，大规模并购活动是由于企业价值估值错误所引发。Becketti（1986）考察了 1960-1985 年的并购活动情况，认为证券价格对并购的数量以及规模都具有显著的正向相关关系。Golbe 和 White（1993）发现 Tobin'Q 能够较大幅度的影响并购活动。Shleifer 和 Vishny(2003)提出股票市场价值（Stock Market Valuation）驱动并购活动。上述学者开始研究上市公司股票价格与企业的并购之间的具体联系。为了研究的便利，他们假设金融市场的效率为零，在这一假设的前提下，一些公司的股票价格可能会被错误的估计。另一方面，公司的管理层又对金融市场效率为零这种情况有着足够的了解。以及目标公司的高层管理人员缺乏远见卓识，愿意承认暂时以较高的价格评估股票这一情况。在这样的假定下，并购成为理性管理层利用无效率的股票市场进行套利的一种工具，繁荣的资本市场使得公司价值被高估，理性的管理层选择用高估的股票购买价值被低估的目标公司。因此，当某段时间上市公司价值被集体高估时，就会导致这期间并购活动频繁。

Rhodes-Kropf 和 Viswanathan(2004)考察了股票价值与并购浪潮关系，理性的管理者只知道自己是被高估或者被低估，但是并不能区分这种错误估价是来源于市场对所在行业本身的错误估价还是来源于市场对企业自身的错误估价。由于倾向于高估并购协同作用，

导致目标企业接受被高估的投标者的接管投标。与 Shleifer 和 Vishny(2003)所不同的是，他们认为目标公司并非目光短视接受价值被高估的股份，而是由于信息不对称问题，理性的目标公司倾向高估并购协同效应，所以在此期间他们会接受到更多的并购投标。

Dong 和 Ming(2011)认为公司的股票市场价值越大，并购活动就会更加的频繁。Kumar, Dixit 和 Francis (2015)利用 1990 年至 2006 年间 823 项收购的样本，发现股票市场对前一次收购的反应是公司收购决策一个重要的参照点。Bhagwat, Dam 和 Harford (2016)研究发现，市场波动性减少了并购的活动，特别是当市场波动较大、交易持续时间比较长或者较低目标比较大时。

由于中国和西方国家在制度背景方面的差异性，中国上市公司大部分是国有企业经过改制而来，代理问题非常复杂，国家所有权委托代理关系不顺、大股东侵占小股东利益和公司内部人控制现象并存，这也就使得中国并购与资本市场的关系更加复杂。

胡开春 (2007)认为股权分置对流通股东与非流通股东影响不同，提出了股票市场驱动 (SMDA) 的并购动机理论模型。王林元 (2011)研究表明资本市场的发展是并购的重要影响因素。他们用总市值、流通市值、证券化率描述资本市场，发现如果资本市场规模大、流动性强、融资便捷，则并购也会越多。安青松 (2010)分析我国资本市场上并购的发展趋势之后，认为并购过程中，价格发现机制、股份对价方式和公开披露信息等方面法律法规和具体操作的不断完善，可以为企业的并购起到积极的引导以及保驾护航的作用。宋文云和谢纪纲 (2012)发现行业冲击对并购浪潮的驱动作用不显著，股票市场时机显著驱动并购浪潮。Greve 和 Zhang (2017)分析了国家社会主义逻辑和新市场资本主义逻辑如何竞争影响中国企业的并购。

研究发现制度逻辑通过联盟的承诺影响企业并购决策，这些逻辑联盟的力量反映了所有权的外部权力来源和董事会代表的内部权力来源的权力平衡。研究还发现，随着中国经济转型过程中市场资本主义逻辑的确立，每个联盟的实力都发生了变化，投资者对并购交易持怀疑态度。

## 2.4 企业并购对品牌影响研究

### 2.4.1 关于战略并购的研究

并购活动由来已久，但真正意义上的以市场经济为背景的并购兴起于 19 世纪末期，至今已经历 6 次并购热潮，企业并购逐渐出现战略并购等分支概念，而企业并购理论研究也正是战略并购理论的根源所在。

关于企业并购理论，西方学者主要的研究成果有：Jensen（1969）提出的自由现金流假说认为，管理层决定的并购会使现金流得到有效利用，而不是优先进行权益分配，以此来增加企业的价值。Doukas and Traclos（1988）提出了并购并不能带来直接回报的观点，这也是传统的并购理论无法解决的。

Julian Birkinsha, Henrik Bresman, Lars Hakanson（2000）对学术界关于企业并购的研究进行归纳研究，并分为四个研究方向，分别是金融经济学方向、战略管理方向、组织行为学方向和过程导向方面。金融经济学方向主要以财务金融并购为研究核心，其观点是并购提升了企业价值，为股东带来更大的收益。战略管理方向主要以并购公司的绩效作为研究对象，认为并购产生的规模经济及协同效应对企业的发展起到推动作用。而组织行为学方向的侧重点是对于人员、文化方面的有效整合以此来实现有效的并购。在过程导向方

面的研究主要针对企业并购成效进行分析，以管理模式的变化和整合的程度来判别并购活动的效果，并从潜在创收能力的提升与否进行综合评价。

Lukas, Jeffrey J.Reuer (2012) 等提出，并购具有动态性和不确定性，并为此提出了一种价值评估方法。

JIANG Yujie(2014)以发展中国家的战略并购活动为研究对象，探讨了企业如何在并购中创造更高的价值。

Tal Avinadav, Tatyana Chernonog, Yael Perlman(2016)等人从并购风险的角度对并购事件进行了分析，分析表明，对于风险因素的考虑会导致不同类型的并购产生不同的结果。

随着中国市场化程度的加深，企业并购已不是西方国家的专属经济活动，国内对于企业并购的研究也在不断进行，其主要成果有：贾红睿、何新宇（2000）等学者在《企业并购理论研究进展》中对不同类型的并购进行研究，从水平及垂直并购理论两个方向，对并购行为和市场环境与并购效果的关系进行评述分析。

张维（2002）从并购动因研究、并购过程研究及并购效果研究三个方面对并购活动进行了概述及评论。

汤文仙、朱才斌（2004）在《国内外企业并购理论比较研究》中对国内外主要并购理论进行了总结归纳，并提出从宏观角度对企业并购进行研究的重要性，同时强调运用简单的市场模型研究的弊端，要利用已有更加可靠的方法对企业的长期收益问题展开研究。

李天博，齐二石（2017）等从并购后企业文化整合的层面进行了研究，从构建的文化整合模型中分析了影响整合的因素。

刘益军（2018）在《我国上市公司跨国并购风险问题研究》中，从文化风险、财务风险和违约风险三个方面对跨国并购存在的风险进行具体分析研究，并提出了相应的规避风险的对策和建议。

#### 2.4.2 关于品牌认知度的研究

品牌认知度主要包含品牌价值和品牌形象两方面内容，其概念来源于对品牌的研究，在西方学术界品牌价值方面的研究成果主要有：Lanno&Cooper（1983）提出了创建品牌更应遵循人性化进行处理，赋予其个性。Burleigh B.Gardner&Sardnery J（1995）在《产品与品牌》中指出，品牌不仅仅是一个标志，它具有即能符合顾客的理性需求，又能满足其情感需求的价值，这种价值应与其起到的差异性功能并重。邓肯和莫瑞蒂也发表了关于消费者与品牌之间的联系，并从知名度、可信度等 8 个维度对其进行分析。Hua-li CAI（2016）等介绍了对于品牌价值量化的需求，而开发出的品牌价值评估系统的重要性和实际作用。

在品牌形象方面的研究成果主要有：Brand Image（1960）首先提出了品牌形象理论，他认为品牌形象是通过长期的产品与消费者之间的互动而建立起来的，品牌形象可以涵盖产品的性能、价格等诸多方面，好的品牌形象在很大程度上决定了消费者的决策。Keller（1993）提出基于顾客的品牌资产理论，简称 CBBE 模型，该模型以认知心理学的“关联网络记忆模型”为基础，首先由顾客心目中的品牌知识激活目标品牌形象，而后通过品牌认知度环节进行传递，形成品牌记忆，这种记忆将对消费者购买相关产品的决策起到重要影响。Goh Mei Ling（2012）以 Facebook 为例，研究了品牌形象在品牌资产中扮演的重要角色。

在国内，学者也针对品牌认知度中的品牌价值因素进行了研究，其主要成果有：王新新（2000）认为品牌价值体现在品牌与消费者或一个企业的关系上，这种关系是超越其所代表产品实际价值的存在。余明阳（2010）认为品牌价值在资产视角下、顾客视角下和利益相关者视角下是有区别的，但不能进行单方面的对任何一种视角下的理解进行否定，而利益相关者视角下的解读较为全面，在这个角度讨论是比在消费者角度进行研究更科学的做法，其利益相关者也包含竞争对手，所以他强调，推动品牌价值的提升，更需要注重对于除消费者外的利益相关者的研究。张竹梅,吕巍(2016)从消费者的角度运用行为经济学理论，从消费者偏好、情感等不同维度进行研究，并得出了品牌价值的主要影响因素。

在品牌形象方面，国内学者围绕这一因素展开研究。其主要的研究成果有：关辉(2007)认为品牌形象是消费者购买决策中的又一要素，塑造良好的品牌形象可以使品牌更具竞争力。李晓艳、袁险峰（2012）对已有品牌形象理论进行了总结概括，并提出了基于产品维度和消费者维度的品牌形象测量方法。王海忠，李骅熹（2017）等从国家策略层面进行研究，对中国品牌到国际化品牌进程中政策的重要性进行了分析，强调了政策的重要性并给出了相应的策略建议。

#### 2.4.3 关于战略并购对品牌认知度的影响研究

随着我国市场经济的不断完善和经济全球化的发展趋势，并购活动将会具有持续性，而这种持续性也使得国内外学者对于战略并购对品牌认知度的影响研究愈加重视，基于品牌认知度的影响因素，在并购对品牌形象和品牌价值的影响两方面进行总结。

国外学者的主要研究成果有：Ettenson and Knowles（2006）经过对 200 余个大型并购案例的调查发现，大多数公司持有的态度是统一的，他们认为品牌是其最大的资产，品

牌的背后隐藏着大量对其品牌具有较高认知度的群体。Pavel and Ecerett (2006) 从品牌的不同市场定位分析了并购对品牌价值产生的影响。其结论是：高端产品与普通产品的结合对形成规模经济起到推动作用，但不排除导致消费者对品牌认知的划界不清问题。Kumar and Blomqvist (2010) 认为并购将导致品牌价值的转移，要制定适合自身企业的品牌战略，并在战略决策中对预期收益进行综合考量，以此为基础制定周密的品牌价值转移计划。Kotler and Armstrong (2008) 提出获得优质的品牌对提高产品的附加值和认知度是起到关键性作用的。Hsiang-Ming Lee, Ching-Chi Lee and Cou-Chen Wu (2011) 从品牌形象角度分析了价值转嫁的效果，其研究结论是：目标企业的品牌形象良好，则主并购方企业的品牌形象将得到很大程度的提升。

在我国针对战略并购对提升品牌认知度的影响研究成果相对较少，其主要的研究成果有：黄韞慧、施俊琦 (2009) 指出，外企实施对国内企业的并购时，仅从被并购方为民族企业角度来看，消费者减少了对于并购后原民族品牌产品的购买，这项研究是建立在高独立自我个体的国人角度展开，也对外企将获得的外界对其企业能力、品牌认知度的提升进行了预估。何浏、王海忠 (2011) 等人提出，并购品牌形象较高的企业可以有效提升主并购方企业的综合形象，包括品牌认知度的提升。横向并购将取得比多元化并购更好的提升消费者对主并购方公司产品、品牌联想的效果。王晓玉、汪俊 (2017) 从信息整合的基础出发，对国内企业实施海外并购后，品牌国际化形象的提升模型进行了验证，并得出了实现提升效应的几方面因素。

文献评述综上所述，国内外对企业并购的动因基于效率理论、代理成本理论、交易成本理论，信号理论、市场优势理论、掏空理论、价值低估理论等。对于并购后品牌价值，

学者没有达成一致的意见，有学者认为并购后品牌价值提升，也有学者认为并购后品牌价值下降，还有学者认为并购后品牌价值没有得到显著改变，对公司业绩影响不大，而企业采取不同的并购方式取得并购绩效也是不同的。

20 世纪 60 年代国外并购价值增值的研究主要围绕着企业进行并购活动是否可以增加企业的价值，为企业中那些利益相关者增加价值以及价值如何能增加等方面进行探讨，主要是利用财务数据，运用统计分析的方法进行分析；70 年代后则运用剩余分析法

（Residual Analysis）同时也叫作基于事件的方法；80 年代后，则关注于企业价值如何被增加，着重于小样本数据、个例案件的研究分析；影响公司价值的因素不仅仅是利润率、投资回报率等这类财务指标，还包括社会责任、人力资源管理以及资本结构、资本成本、利益相关者关系等因素。

本人认为并购对企业会带来正负两种方面的影响，一场失败的并购不仅不会给公司创造价值反而很有可能拖累公司业绩或者致使公司亏损破财；而一个成功的并购事件会从协同效应、规模经济和市场力量三个方面给企业带来价值，虽然三个方面产生的因素各不相同，但是各个因素之间又是相互促进包容的。

## 美年健康公司发展历程及并购概况

### 3.1 健康体检行业发展现状及趋势

#### 3.1.1 健康体检行业发展现状

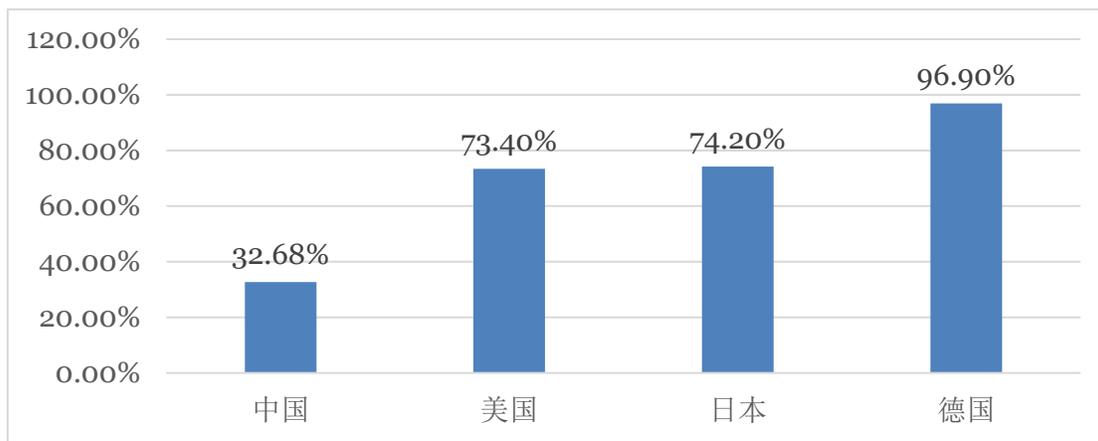
全球健康检查发展最早始于1908年美国士兵体检；1970年国际健诊学会于美国成立。国际健诊学会（IHEA）分为3个区域：北美洲和南美洲为一个区域；欧洲、非洲、中东为一个区域；亚洲和澳洲为一个区域。

根据2009年卫生部《健康体检管理暂行规定》的定义，健康体检是指通过医学手段和方法对受检者进行检查，了解受检者健康状况、早期发现疾病和健康隐患的诊疗行为。具体来讲，健康体检包括收集健康信息、建立健康档案、评估预测健康走向、制定并实施健康计划及健康跟踪管理等。

近几年来，随着国民经济的发展，人民生活水平随之提高，对于健康管理的意识也在不断增强，越来越多的人逐渐了解到健康检查的必要性，不再像以前一样只有在疾病暴露时才会检查而是将其作为一项刚性需求定期体检，这促进了医疗服务市场的快速成长。健康体检行业作为医疗服务的重要分支，未来的市场发展还存在巨大的潜力。

尽管当前国民健康管理意识不断增强，但相较于发达国家而言，我国的体检覆盖率仍旧较低。根据数据统计，2017年，中国的体检覆盖率仅为32.68%，而美国、日本都超过73%，德国更是超过95%，均远远高于中国的体检覆盖率，这表明我国的体检覆盖率有着持续提升的空间。

图表 0-1 2017 年重点国家国民健康体检覆盖率情况（单位：%）

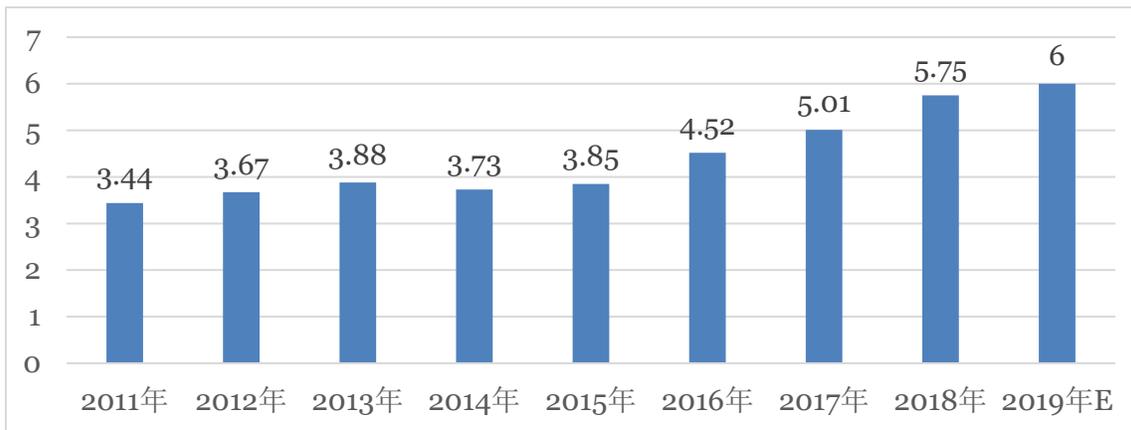


数据来源：前瞻产业研究院整理

人们的消费能力是影响健康体检消费需求的重要因素。近年来，我国经济发展势头良好，人均可支配收入及消费能力逐年提高；随着城镇居民健康意识的逐步增强，居民的健康消费需求大幅增长，人均医疗保健支出自 2000 年起大幅增加，个人客户在体检客户结构中的比例逐年增加，有力的推动了健康体检行业的发展。

近几年，国民生活水平提高、健康观念深入人心，以及消费升级，国民健康体检行业的市场需求旺盛，呈现井喷发展的趋势。从健康体检人次数来看，健康体检人次从 2011 年的 3.44 亿人次增长到 2018 年的 5.75 亿人次，占总人口的 42%，年复合增长率约为 6.63%。据前瞻预计，2019 年全年，我国健康体检人次将首次达到 6 亿人次。

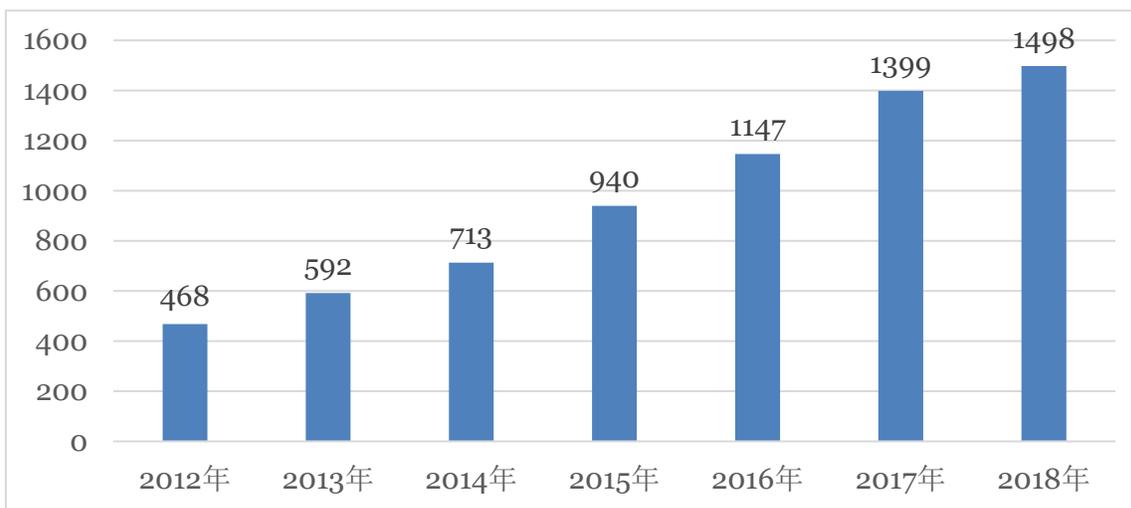
图表 0-2 2011 年至 2019 年我国健康体检人次数（单位：亿人次）



数据来源：前瞻产业研究院整理

2016 年我国体检市场规模已经超过 1100 亿元，2017 年市场规模突破 1300 亿元，2018 年全年，健康体检市场规模达到 1498 亿元。随着人们对健康的日益重视以及体检人次的增加，我国健康体检市场前景巨大。

图表 0-3 2012-2018 年中国健康体检市场规模（单位：亿元）

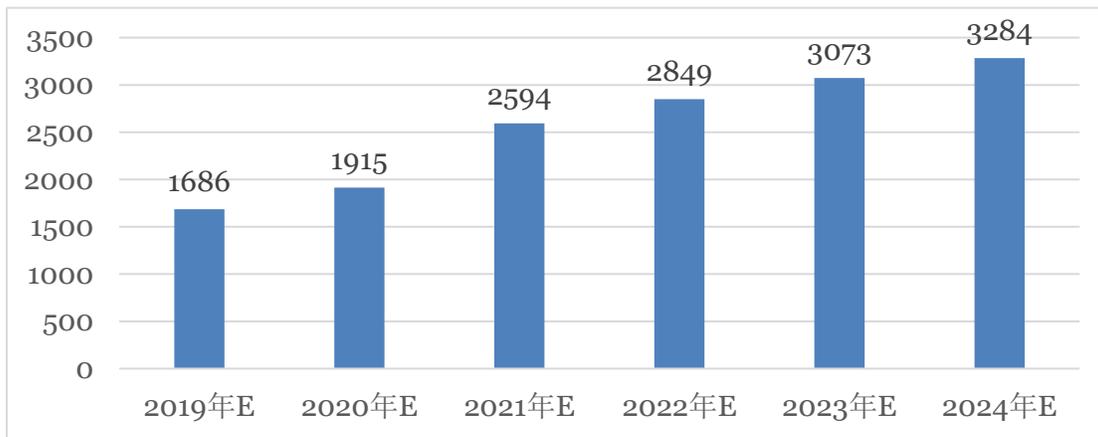


数据来源：前瞻产业研究院整理

美国健康体检与健康管理研究人员经过 20 多年的研究，得出了健康体检与健康管理的“90%vs10%”规律，即通过健康体检和健康管理，90%的个人和企业的医疗费用会降低到原来的 10%；而未做健康体检和健康管理的 10%的人，医疗费用比原来上升 90%。可见，健康体检可以有效节省医疗费用支出。而目前我国的医疗模式是：90%的医疗资源集中于疾病的中晚期治疗阶段，中晚期病人比例高，是看病贵的一个重要因素。国家实行的新医改旨在解决看病难及看病贵的难题，定期的全面健康体检可以早期发现疾病，是解决看病贵的根本途径。

与医院诊疗服务相比，体检服务可以说具有“低投入、高回报”的特点；同时，由于目前健康体检不属于基本医疗范畴，尚未纳入基本医疗保险报销范围，因而，健康体检机构基本上是社会资本投资的盈利性医疗机构；体检服务的特点也决定了其“低竞争、高利润、稳发展”的经营特点，吸引着越来越多的投资者，形成了一个“黄金投资区”，成为一个新的投资热点。据前瞻预计，2019 年，我国健康体检市场规模将达到 1686 亿元，到 2024 年，市场规模达到 3284 亿元。

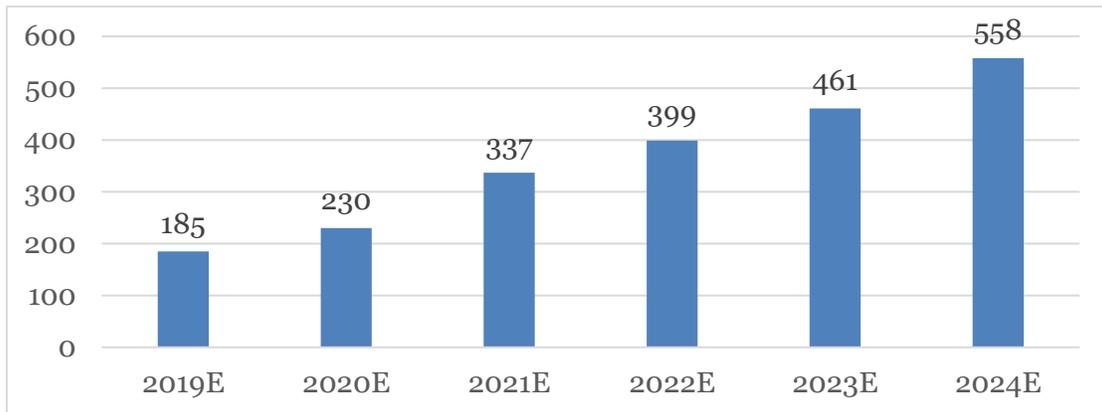
图表 0-4 2019-2024 年我国健康体检市场规模预测（单位：亿元）



数据来源：前瞻产业研究院整理

与公立医院相比，民营健康体检机构能提高更加人性化、个性化、专业化的医疗服务及更好的医疗环境。预计在未来的 5 年，民营健康体检机构仍会保持较高的增长趋势。据前瞻预计，2019 年，专业体检机构市场规模达到 185 亿元，到 2024 年，规模达到 558 亿元。

图表 0-5 2019-2024 年我国专业体检机构市场规模预测（单位：亿元）



数据来源：前瞻产业研究院整理

### 3.1.2 民营健康体检市场竞争格局分析

从政策扶持来看，2009 年 3 月，国务院出台《关于深化医药卫生体制改革的意见》，提出要积极促进非公立医疗卫生机构发展，形成投资主体多元化、投资方式多样化的办医体制。2010 年 5 月，《关于鼓励和引导民间投资健康发展的若干意见》出台，指出要支持民营医疗机构承担公共卫生服务、基本医疗服务和医疗保险定点服务。2010 年 11 月，另一份文件出台，《关于进一步鼓励和引导社会资本举办医疗机构的意见》要求放宽社会资本举办医疗机构的准入范围，鼓励社会资本进入医疗服务领域。私立医院受制于医生多点执业的实际操作难度，增长受限。但体检没有医生的限制，不需要承担诊断与药物流通功能，很快发展起来。

2004年，原解放军总医院肿瘤内科主治医师韩小红创立了慈铭体检，张黎刚创立了爱康网，俞熔创立了上海天亿（后更名为美年大健康产业）；2007年，爱康网与上海国宾体检合并为爱康国宾；2011年，美年大健康产业与沈阳大健康合并，成为美年大健康，与爱康国宾、慈铭体检形成民营体检“三巨头”的竞争格局；2011-2014年，民营体检连锁市场在一系列合并后起步，格局分散，慈铭体检、爱康国宾、美年大健康三者都以“自建+并购”的方式抢占市场。

2014年，慈铭IPO失败后，美年与慈铭签订收购协议，分两批收购慈铭股份；2017年7月，证监会并购重组委工作会议，美年大健康收购慈铭体检的交易获无条件通过，美年大健康与慈铭体检持续了三年的并购落下帷幕。民营体检市场原本美年大健康、慈铭体检、爱康国宾“三国鼎立”的局面，随着美年大健康收购慈铭体检变为了“二元对立”。

2018年3月，阿里巴巴集团和马云的云锋基金联合向爱康国宾提出收购提议，进行私有化。目前，这一私有化要约已经完成，双方最终执行的收购价格为20.6美元/股，对应88亿元人民币的私有化估值。

### 3.1.3 健康体检行业发展趋势

随着目前人们对于体检消费需求逐渐增多，对其质量的要求也在不断提高，未来健康体检行业的市场将持续扩大，随之而来的竞争也会更加激烈，民营体检只有不断提高自身实力才可以在激烈的竞争中立于不败之地。健康体检行业未来的发展趋势将从以下三个方面来具体描述。

第一，与公立医院实行差异化发展。当前中国的体检服务主要由公立医院进行，但是随着生活水平、人们对于服务的差异化与多样化的追求逐渐提高，民营体检将会突显其优势。

尽管公立医院具有较高的健康管理与诊断水平，但是在公立医院内，病人人数过多会导致等候时间长，服务人员不足，此外，有些医师服务态度不好，这会给病人带来不好的就医体验。而民营专业体检机构往往服务环境好，服务人员多，免于排队，并且当前民营体检机构推出了针对不同需求群体的家庭医生服务以及VIP会员服务，这些差异化的服务可以针对个体情况做出具有针对性体检服务，能适应中产阶级日益提升的体检需求。因此，随着体检服务的个性化、定制化逐渐增多，专业体检机构所占比例逐步增加。

第二，加强民营体检行业内规范化建设。民营体检行业发展到目前，国家已经推出了一些措施来加强行业内的监管，但是依旧还存在着一些问题亟需解决，其中就是比较突出的就是在我国健康体检行业的体系仍处在建设初级阶段的情况下，需要加强行业的规范化建设。目前并没有专门的规章制度与审核标准，健康体检市场门槛很低，只要满足了该体检中心是专业的和从事检查的医疗人员具备行医证与资格证这两个要求就能被允许成立体检中心进行服务，这造成近两年来健康体检行业乱象频发，也引发了社会的关注。2018年10月，国家卫生健康委发布了《关于进一步加强健康体检机构管理促进健康体检行业规范有序发展的通知》，要求各级卫生健康行政部门要依据通知中的规定与标准严格把控体检机构的准入门槛，加强监管，对违法违规行为依法依规严肃处理，这有助于行业内企业进入良性竞争、健康发展，不断规范体检机构，淘汰低劣企业，净化体检市场。

第三，由常规的健康体检过渡到综合的健康管理。当前的健康体检的服务较为单一，仅停留在检查身体阶段，无法满足体检结束之后的跟踪需求，因此未来将由常规的健康体检过渡到综合的健康管理，并且，随着当前医疗领域逐渐形成互联网化的趋势，例如目前爱

尔眼科的经营模式，在未来健康体检服务行业将以营销、渠道、运营和产品互联网化为主要手段与互联网融合发展。

体检行业虽然正在酝酿并形成着超过十万亿的巨大蓝海市场，但是市场集中度低的问题仍是阻碍着民营专业体检行业发展的桎梏。专业体检行业要想更进一步发展，就必须将实力不足、经营不规范的机构淘汰。因此，民营专业体检行业内整合的需求将会越来越大。

## 3.2 并购双方背景介绍

### 3.2.1 美年健康公司简介

2004 年，美年健康成立并将总部设在上海。2011 年美年健康与沈阳的大健康宣布合并，合并之后的美年大健康产业（集团）有限公司成为了集健康体检、健康咨询与管理于一体的健康连锁经营机构，旗下主要拥有美兆健康、慈铭体检、美年大健康、慈铭奥亚健康管理医院这四大健康品牌体系。

美年健康目前在全国拥有的门店达 600 余家，这些门店以我国一、二线城市为经营核心，并逐步向三四线城市扩散渗透，目前美年健康的门店网络覆盖了全国 32 个省、200 多个全国主要城市。美年健康除了在门店数量上大举扩张外，还加强了医疗队伍的建设，当前美年健康的医疗服务团队拥有的专家及医护人员数量有 40000 余人。2016 年，美年健康为将近 1500 万人提供了健康体检服务，2017 年其健康体检的服务人数达到了 2000 万人次，美年健康因此也成为 A 股市场中大健康和医疗板块当之无愧的影响力卓著的上市公司。

美年健康以庞大的客户人群为基础，借助其海量的健康数据库以及布局全国的门店，形成了健康管理、健康检查、健康风险评估和医疗保障的计划、执行、检查、调整四位一体

的服务闭环。美年健康首创了三级质量控制和 36 小时报告体系，此外，美年健康对于慢性病管理、远程医疗协助、基因问题检测等方面提供多种增值服务。美年健康还运用机器人胶囊胃镜、低剂量螺旋 CT、超导核磁共振的 3650 精确体检来提升整个企业的医疗服务质量。美年健康正在致力于打造一个健康产业生态圈，在不久的将来，美年健康将会引领我国健康体检产业的发展。

表格 0-1 美年大健康发展历程

事件	年份	事件
大健康创立，成为东北地区首家专业体检机构	2005	
上海小木桥旗舰店开业	2006	境外资本投入，开启连锁的运营方式
上海陆家嘴长航店开业，服务人次超过 3 万	2007	开发健康管理数据平台，打造信息化健康管理
向一、二级城市布局，服务客户人次超过 15 万	2008	达成北方五省的战略布局
与美国的 Swedish Medical Center 达成合作协议	2009	向二、三线城市纵深发展；
	2010	形成以 23 家体检中心为依托的健康管理服务网络
合并成为中国具有领先地位的专业体检及医疗服务集团	2011	
凯雷投资集团的入股	2012	并购瑞格尔体检；
中国平安战略入股；中法基金投资入股	2013	
拥有 100 多家体检中心和超过 10000 名的专业医疗服务团队	2014	实现年度体检人次 500 万；
借壳江苏三友成功在 A 股上市	2015	成功持有慈铭体检股份，实现行业间的产业联盟；
收购高端个人健康管理机构美兆医疗	2016	实现了从大众体检到高端诊疗的全面覆盖
	2017	完成对慈铭体检的全部收购，实现多层次、多品牌的战略规划
拥有 600 家门店，年体检人次 3000 万人次	2018	参股艾迪康、并购美因基因，推出美年好医生，进入体检 3.0 时代
阿里巴巴战略入股	2019	

数据来源：美年大健康官网整理

美年健康成立后经历了十二次增资与七次股权转让，截止到 2015 年 12 月，美年健康前五大股东持股情况如表 3-2 所示：

表格 0-2 美年健康前五大股东持股情况

	股东名称	持股份额（股）	持股比例（%）
1	上海天亿投资集团有限公司	99,000,000	14.78
2	上海天亿资产管理有限公司	68,302,437	10.20
3	上海美馨投资管理有限公司	63,654,000	9.50
4	北京凯雷投资中心（有限合伙）	61,615,749	9.20
5	北京世纪长河科技集团有限公司	56,352,000	8.41

数据来源：上市公司年报

### 3.2.2 慈铭体检公司介绍

慈铭健康体检管理集团有限公司是一家以健康体检为主营业务的股份制医疗连锁机构，也是中国第一家私立健康连锁体检机构。2004年，慈铭体检的创始人胡波、韩小红夫妇和北京聚隆迪投资有限公司将北京慈济门诊部和位于亚运村、积水潭和世纪城的三家公司进行整合，组建了慈铭体检的前身北京慈济，成为中国第一家私立健康连锁体检机构，并在这一领域独占数年。在2005年至2009年期间，慈铭体检先后进行5轮融资，金额约2.38亿元。

慈铭体检在长期的经营管理中探索到了最适合自己的管理模式即“集团化管理，连锁式经营”，在管理中坚持实施统一流程体系、采购配送、培训体系、品牌标识、财务核算与战略制定的原则，保证业务运行的标准与规范。除此之外，慈铭体检是国内第一家通过了ISO9001质量保证体系标准的专业体检机构，其管理层通过构建三级质量管理组织并在整个体检流程内实施质量管理岗位责任制来全方位防控质量风险，保证了其品牌质量的声誉度。

自 2004 年成立以来，慈铭体检一直在发展壮大自身规模，其经营范围由最初的华北地区拓展至全国多个省份的中心城市，包括北京、广州、深圳、上海与成都等，全国范围内的健康体检网络也基本建立，辐射范围覆盖至东北、华北、华中、华东、华南、西南区域。慈铭体检十多年来专注于健康体检行业，已经在该领域内拥有了较高的品牌信誉度，赢得了众多客户的满意与支持。

截止到 2014 年 11 月慈铭体检被收购之时，前五大股东持股情况如表 3-3 所示：

表格 0-3 慈铭体检前五大股东持股情况

	股东名称	持股份额 (股)	持股比例 (%)
1	北京健之康投资咨询有限公司	43,232,994	36.02
2	北京鼎晖创业投资中心（有限合伙）	30,427,766	25.36
3	深圳天图兴瑞创业投资有限公司	7,414,266	6.18
4	王强	6,969,282	5.81
5	天津鼎晖股权投资一期基金（有限合伙）	5,783,127	4.82

数据来源：慈铭体检项目估值报告

### 3.3 美年健康并购慈铭体检的过程

#### 1. 慈铭体检 IPO 失利创造合作机会

韩小红作为慈铭体检创始人，一直以来的心愿就是把慈铭体检发展上市，成为“中国体检行业第一股”。慈铭体检自 2009 年就启动了第一次上市，2012 年时已经完成 IPO 申报工作，并于当年 7 月过会。在当时，一家独大的慈铭体检作为中国第一家私立健康连锁体检机构本应很有希望达成上市心愿，但令人出乎意料的是，当年 11 月，慈铭体检在 A 股的 IPO 突然被迫停止并推迟，时隔两年后在 2014 年才得到重启，然而这次慈铭体检冲刺 IPO 再次搁浅。经过两次冲击 IPO 失败，慈铭体检开始显现出颓势。2014 年下半年，中国民营

体检行业的先行者慈铭体检的创始人韩小红决定放弃独立 IPO，寻求间接上市途径，韩小红认为与同行业并购后产生的协同效应更大，拒绝了其他前来洽谈的公司，作为当时同行业巨头之一的爱康国宾也对慈铭体检伸出了橄榄枝，但经过考量最终选择了美年健康作为并购对象。

## 2. 美年健康联合并购基金过桥收购锁定交易对象

美年健康对慈铭体检的收购自 2014 年开始至 2017 年收购完成，大致分为两步，首先通过过桥资金收购锁定交易对象，然后再收购剩余股份，其中第一步是由指定的第三方过桥收购慈铭体检部分股份，然后通过增资方式取得收购资金后，再从第三方购买部分股份。

2014 年末，深圳前海瑞联二号投资中心斥资 10 亿元收购慈铭体检 27.78% 的股权，成为慈铭体检第二大股东。2015 年 2 月，天亿资管、中卫成长、胡波等股东向美年健康增资 10 亿元，同月美年健康又以大约 10 亿元向深圳前海瑞连二号投资中心现金收购慈铭体检 27.78% 的股权，至此美年健康完成了对慈铭体检部分股份的收购。

采取这种方式的原因是通过观察美年健康的财务报告可以发现，截至 2013 年 12 月 31 日美年健康仅持有自有资金 3.2 亿元，而慈铭体检股份的出售价格为 36 亿元，二者相差甚远，而瑞联二号通过以第三方中介的身份参与其中，可以快速完成对慈铭体检的入股，解决美年健康当前的资金困境，同时可以锁定交易对象。在当今这个行业竞争十分激烈的时代，若是不能先于对手抢占市场先机，就会在竞争中处于被动状态，美年健康通过这种交易结构的设计以优先于爱康国宾的速度抢占了体检行业的发展先机，在后来与爱康国宾的竞争中取得优势。

而慈铭体检原股东之所以选择出售 27.78%的股权也是经过了方案设计后的结果。美年健康此时正值借壳江苏三友之际，借壳能否成功结果尚未可知，若是此次一次性购买较多的股份，一旦借壳失败不仅胡波、韩小红夫妇无法维持其实控人地位，慈铭体检也会受到一定波及，未来的发展将会更加艰难。慈铭体检控股股东北京健之康业投资咨询有限公司持股 36.02%，此次交易方案为所有的原股东除控股股东出售所持股权的 20%、高管韩圣群出售自有全部以及北京东胜康业投资咨询有限公司未出售外，其他股东均出售所持股权的 30%，合计将慈铭 27.78%的股权出售给前海二号，前海二号成为慈铭第二大股东。此种股权出售的方案确保控股股东仍能持有 29%的股权，略高于前海二号，仍旧维持其控股地位，胡波、韩小红夫妇实际控制人地位得以保全，也可以降低未来可能因为美年健康借壳失败带来的风险。

### 3. 遭遇法律风险引发收购事项停滞

2016 年 3 月，美年健康公布重组预案，拟通过发行股份的方式从慈铭体检实控人手中购买剩余的 72.22%的股权，然而重组方案一经推出，就遭到了爱康国宾关于美年健康收购慈铭体检违反《反垄断法》的举报。爱康国宾的法律顾问认为在美年健康收购慈铭体检的过程中，涉及的经营者集中申报营业额超过法律规定的 20 亿元人名币，并且 2015 年美年健康与慈铭体检在双方中国境内的营业额均超过 4 亿元人民币的情况下，并未向商务部反垄断局进行申报。美年健康在 2015 年的营业收入为 21 亿元，慈铭体检在 2015 年的营业收入为 10.15 亿元，二者在 2015 年的营业收入之和已经超出了需要进行反垄断申报的营业数额。

在美年健康收购慈铭事件遭到反垄断举报后，商务部开始对其进行反垄断审查，由于美年健康无法在商务部要求的期限内回复一次反馈意见，因此本次美年健康对于慈铭体检剩余股权的收购被动中止。

#### 4. 经过主管部门批准收购剩余股权完成并购

2017年4月，商务部经过调查认定美年健康购买慈铭体检的股权在相关体检行业市场不构成垄断，但对其下发了《行政处罚告知书》，认定该行为属于未依法申报违法实施的经营者集中，但是并不具有排除、限制竞争的效果。商务部根据《反垄断法》第四十八条、第四十九条与《暂行办法》第十三条规定，对美年健康处以30万元罚款的行政处罚。尽管美年健康在收购慈铭体检后，在民营体检领域内的市场份额占据了大半，但这并未将公立医院的体检领域考虑在内，如果将其囊括在总体体检行业内，美年健康与慈铭体检的市场份额还未占到体检行业的4%，这是商务部认定美年健康收购慈铭体检不构成垄断的主要原因。

接受了商务部的行政处罚后，美年健康在2017年5月2日向证监会申请恢复重组审查，对慈铭体检剩余72.22%的股权得以继续推进。2017年6月15日，美年健康在公告中宣布将通过非公开发行1.5亿股股份与现金支付3.50亿元的方式购买慈铭体检72.22%股权。

从2014年双方计划开展合作，到2015年美年健康创始人联合并购基金开展第一阶段的收购工作，再到2016年遭到举报收购中断，最后到2017年第二阶段收购终于获批为止，历经了四年时间美年健康的前期收购工作终于落下帷幕。

## 美年健康并购慈铭体检的动因分析

### 4.1 内部动因

#### 4.1.1 获取高端品牌的资源来提升盈利与发展能力

美年健康早在 2014 年开始就已经在门店数量上在三巨头之间获得领先地位，随后更是发展十分迅猛，数量上使得行业内的另外两大竞争对手望尘莫及，但尽管如此，门店数量的快速扩张并未给他带来盈利上的较大提升，如果不能增加自身盈利能力反而会因为门店过多而造成成本的激增，因此，盈利能力的提升成为了美年健康亟需解决的问题。

美年健康 2014 年开始就在门店数量上超越了爱康国宾，但是爱康国宾在收入上却大大超出美年健康，这一方面是因为美年健康的体检中心有许多在二三线城市，而爱康国宾的客户集中于一二线大城市，收入水平高；另一方面是尽管双方的主要收入来源都是机构和团体客户，但是爱康国宾的平均客单价却大大超出美年健康，而这又是因为爱康国宾的体检中心的主要设备价格超出美年健康，并且爱康国宾早就形成了针对各个目标人群的品牌，爱康旗下的三个品牌，爱康国宾、爱康卓悦及爱康君安分别对应了不同的目标人群，爱康君安定位五星体系，爱康卓悦定位四星标准，爱康国宾服务于大众。而美年健康 2014 年之前仅仅开拓出中低端市场，这极大影响了美年健康盈利与发展的能力。

被并购方慈铭体检经过多年发展，建立的体检服务网络在国内的几大主要城市的分布已经比较完善，健康体检品牌在全国的影响力也在不断扩大，拥有较高的客户满意度、社会信誉度和品牌知名度。慈铭体检旗下的慈铭奥亚主打高端领域的体检，通过此次的并购，美年健康可以获取慈铭体检在中高端领域内的市场，从而提高其盈利与发展能力。

#### 4.1.2 提升市场占有率抢占行业龙头地位

美年健康和慈铭体检在民营健康体检行业中均名列前茅，两者联盟很有可能改写健康体检行业的版图布局。从经营情况上来说，美年健康是目前国内门店数量最多、分布范围最广泛的健康体检机构，美年健康与慈铭体检的珠联璧合势必会扭转健康体检行业的“乾坤”，这是由于美年健康和慈铭体检都是以连锁方式运营的，因此即使是合并，双方也可以继续原先的运营方式不会产生冲突，这也减少了双方并购后的整合风险。另外，美年健康和慈铭体检的事业版图将达成战略性的互补，在业务经营上产生放大效应。从财务角度上来说，慈铭体检经历了五年的坎坷上市之路，最终不但没能成功上市，财务状况也受到了牵连。而美年健康则是另辟蹊径，通过借壳上市的方式成功在 A 股着陆，并且在上市之后一路高歌猛进，通过实施一系列的并购活动使得企业规模快速扩张的同时财务状况也表现良好。因此，美年健康并购慈铭体检对于双方来说可以形成互补，在资源、市场规模以及财务状况的效应上都达到最大化。

同是健康体检行业中的知名企业，两家企业在发展的过程中形成了各自的优势与专长。并购后对于资源的整合则能让两家企业的优势融合，并且能发挥资源优势进一步拓展新的市场空间。有新闻报道称，美年健康在并购慈铭体检后两大品牌将会走差异化发展路线。美年健康将延续传统的健康体检经营项目，而慈铭体检则会转向发展健康体检的下游产品，比如医疗大数据平台建设、医疗领域投资等。同时，美年健康在保持原有优势区域的基础上，将布局重点放在了对三四线城市健康体检产业的建设上，慈铭体检则是继续巩固提升其在北京等传统区域的优势。

2017年，发改委又出台了推进我国产业集群政策，美年健康的一系列并购整合活动恰恰也是对国家政策的积极响应。与此同时，美年健康还计划建立健康医疗管理的新模式，将传统的线下体检拓展到线上线下相结合的移动医疗。美年健康与慈铭体检结合之后，未来的发展趋势势必会受到各方的期待。

#### 4.1.3 提升企业效应，树立行业标杆

我国的医疗服务行业自二十一世纪初向资本市场放开以来，民营医疗行业迅速蓬勃发展起来，尤其是在我国爆发几次全国性的流行性传染疾病之后，健康体检产业更是在一夜之间就成长起来。当年的健康体检市场几乎被美年健康、慈铭体检、爱康国宾三家占据，而美年健康在收购慈铭体检后，将会占据民营体检行业最大的市场份额，成为健康体检行业的“大哥”，健康体检行业持续已久的三国鼎立局面也将变成美年健康和爱康国宾的两雄相争。

并购慈铭体检之后的美年健康在门店数量上将成为当之无愧的行业第一。慈铭体检作为我国最早把私人体检这一概念引入的健康体检企业，同样也是我国健康体检市场中最早进行市场化的代表企业，经过十余载的深耕细作，积累了大量的客户资源及体检数据。而这些体检数据对于慢性病的研究甚至是个人健康管理来说价值不言而喻。

2015年美年健康并购慈铭体检的消息一经传出，市场反响剧烈。彼时的慈铭体检已经在全国20多个大中城市建立起健康服务网络，拥有19家子公司、80余家的直营及加盟体检中心。美年健康则拥有200多家的健康体检服务网点，每年服务人次达到了900万。双方合并之后，无论是门店数量、医务人员数量还是服务人次都会实现重大突破，形成健康体检市场独大的格局。美年健康虽然在门店数量上成为首屈一指，然而营业额却还是屈

居于爱康国宾。究其原因，主要还是在于双方不同的市场定位，爱康国宾主攻高端市场，美年健康则是在中低端市场排阵布局，然而高端市场相比较于中低端市场的盈利能力更强，高端市场每一笔业务所获得的回报率甚至是中低端市场的 2-3 倍。慈铭体检在其经营后期也开始向高端市场进军，开发了多项针对高端市场的医疗项目，并成立了专门面向高端市场的奥亚健康管理医院。美年健康在并购慈铭体检后就可以弥补其在高端市场占有率空白的劣势，对于其打造低、中、高全覆盖的体检市场以及行业竞争力的提升都将大有裨益。

慈铭体检自行开发的健康管理软件“记健康”凭借着大数据智能分析和专业丰富的医疗资源，采用 O2O 的医疗模式，打造成为了用户的私人贴身健康管家。目前，每年都会有三千多万的健康数据存入记健康的数据存储库中。在未来的几年时间里，记健康还要将数据的容量拓展至一亿。除此之外，记健康还会进一步将医疗项目进行细分，对每一领域都通过和国际知名的医疗团队合作来打造出更科学有效的产品，记健康还计划通过对接医药产品、医疗机构以及多元化的服务模式和业态来形成医疗行业的生态链。记健康的开发与完善，将成为我国乃至世界的移动医疗产业的新标杆。

当今时代，各个行业都在激烈的竞争中谋求自身的发展空间，而强强联合也成为一种趋势和潮流。对于美年健康来说，借助慈铭体检良好的品牌知名度与广泛的影响力，美年健康的企业效应将会大大提升。美年健康与购慈铭体检的联合，也意味着我国在健康管理以及医疗预防方面将会有更大的突破和作为。

#### 4.1.4 降低运营成本获取规模效应

体检行业的商业模式和经济型酒店很像，都是重资产投入行业。首先需要租赁物业装修体检场地，然后需要购买设备，聘请专业医生和服务人员，一切条件齐备之后需要销售

去获得客户来中心体检获得收入。一个专业体检公司收入的增长主要靠价格增长、单中心人数增长和体检中心数量扩张来实现。单价增长是循序渐进的，年增幅一般在 10%以内，单中心的人数增长也有天花板，爱康国宾一个中心的日最高接待人数规模是 350 人；所以，最快的规模扩张方式是体检中心门店数量的增长，这又可以通过自建和收购两种方式实现。

美年健康如果仅通过自身的投入方式来扩张规模，不仅体检中心的成立时间长花费的时间长并且在资金、人员、运行等各个方面都需要耗费大量的精力，而慈铭体检经过数十年的发展已经拥有了完整的运营体系，门店所处的地区主要分布于一、二线城市，正好可以与美年健康的地区分布形成互补，省去了开拓市场所需要的时间与精力。并且双方拥有着各自的一套从采购到营销的系统，未来可以在多个方面形成规模效应，降低运营成本。

## 4.2 外部动因

### 4.2.1 解决存在的同业竞争问题

美年健康与慈铭体检同属于健康体检领域内的领先者，二者在一些层面上存在着同业竞争问题。

首先，二者都属于医疗行业中的健康体检领域，销售模式都是团检个检相结合，客户订单中团检订单占据多数，个检订单占据少数。双方在订单检测内容方面有着一定程度的重合，服务类型也有相似之处，这造成了客户的分流与业务人员的流动，对于双方都存在一定影响。

另外，在本次交易发生之前，美年健康与慈铭体检的实际控制人同为俞熔先生，这构成了同一控制人控制下的同业竞争，在剩余股权完成收购之后，慈铭体检将成为上市公司全资子公司，有助于解决双方存在的同业竞争问题。

最后，尽管双方主要的营业地区并不相同，但是在美年健康“重点城市与全国市场布局”的发展战略以及“加强一线城市市场占有率，巩固和完善二、三线城市布局，适时发展四线城市网点”的区域发展战略指导下，美年健康未来将在一、二线城市重点布局，这会导致与慈铭体检的竞争增强，如果可以完成对慈铭体检的并购就可以避免在将来可能会造成的地域同业竞争问题，使双方协作共同发展。

#### 4.2.2 慈铭体检 IPO 失利为美年健康提供了并购契机

2005 年，投资机构鼎晖、平安创新等 PE 机构开始进入慈铭体检，对慈铭进行投资后一直等待上市机会后退出，但是慈铭体检漫长的上市之路让他们难以再继续等待下去，急于寻求退出慈铭体检，2014 年 1 月，慈铭体检发布招股意向书，拟公开发售股份约 3700 万股，这部分股份正好对应慈铭早期的投资机构平安创新、鼎晖等所拥有的股份数量，创始人面对早期投资机构退出的压力也不得不开始为慈铭体检寻找新的合作伙伴。

纵观慈铭体检的发展过程，2009 至 2011 年间的慈铭体检处于整个发展阶段的高速时期，几乎可以保持每年 30% 的业绩增长，而自 2013 年开始，该公司营业收入开始下降并且降幅逐渐增加，净利润的增长也十分有限。根据慈铭体检 2013 年的季度报表显示，前三个季度的营业收入出现明显下滑，且净利润较上年同期下降了 1787.77 万元，同比降幅达 34.95%。除此之外，从各地营业表现来看，在慈铭体检当时拥有的 12 家分公司中，除北京分公司净利润实现增长并达到千万元以上，广州、上海、深圳、天津净利润均为负数。当时企业内期末现金及现金等价物不断减少也释放出企业资金不足的信息，慈铭体检迫切需要募集足够的资金来扩建项目，增加门店维持经营。

慈铭体检之所以在民营体检领域内的竞争显现出颓势是因为在慈铭体检 IPO 遭遇挫折的 5 年正是体检行业发展最快的 5 年，主要竞争对手美年健康与爱康国宾在这 5 年内加速发展，美年健康获得众多投资机构的投资，并且凭借着雄厚资金的投入快速扩张规模，而爱康国宾同样不断有风投注资，建立了多家医疗中心并于 2014 年在美国纳斯达克上市，反观慈铭体检由于一直以来释放出的上市信号使投资者们望而却步，所获得的投资较少，与他们的差距逐渐拉开。

创始人韩小红考虑到此时继续等待上市会使得慈铭体检丧失更多机会，因此开始寻求其他上市途径，随着美年大健康找到了二三线市场的广阔发展空间，爱康国宾在一线市场的优势不断强化，慈铭体检面临的竞争压力逐渐增加。因此创始人韩小红决定放弃 IPO，与同行业寻求合作来使自己实现间接上市。

#### 4.2.3 美年健康和爱康国宾的行业第一之争

爱康国宾、美年健康、慈铭体检在各自的发展过程中，分别选择了不同的发展道路。爱康国宾 2014 年在纳斯达克 IPO 上市，也成为我国健康体检行业中第一个上市并且是海外上市的公司。美年健康借助江苏三友的上市资格，2015 年成功在 A 股上市。而慈铭体检虽然是三家体检公司中最早进行资本运作、筹划 A 股 IPO 的公司，但却遭遇了证监会对上市资格加强监管审核、IPO 暂停等一系列波折，在几番上市无果后转而寻求其他发展渠道。

2015 年 8 月，中概股在海外遭遇寒流，股价持续低迷，眼看着美年健康在实施了一系列的并购后市场地位直追爱康国宾。爱康国宾宣布启动私有化，意在回归 A 股市场，重新夺回被占领的市场，而此时的美年健康也没有停下扩张的脚步，通过和慈铭体检协商，双方达成了美年健康分两次全部收购慈铭体检的收购议案，美年健康的事业版图再一次扩大。

在美年健康与爱康国宾发展的过程中，双方也曾起过几次摩擦，第一次摩擦是在爱康国宾进行私有化的过程中，美年健康提出了以每股 22 美元的价格收购爱康国宾股份，这一价格比爱康国宾方面提出的每股 17.8 美元的报价溢价约 23.6%。爱康国宾的董事长张黎刚也就这一行为公开表示爱康国宾对一切试图影响爱康国宾发展、影响市场秩序的恶性竞争表示反对。他还坚定地表示爱康国宾有能力有信心保持独立发展，这对于市场的良性发展以及维护客户的利益都将是百利而无一弊的。第二次摩擦是在美年健康并购慈铭体检的过程中，爱康国宾曾实名举报美年健康的这一收购行为违反了反垄断法，虽然最后美年健康洗清了垄断的嫌疑，但是并购一度中断，美年健康的业绩也受到一定程度的影响。美年健康与爱康国宾的“战火”可谓一触即发。

在海外上市不到两年就意欲回归 A 股市场的爱康国宾，不难看出其目的所在。爱康国宾回归国内市场不仅能够获得更高的估值以及筹措更多的资金，还能和美年健康争夺健康体检行业第一的位置。虽然就目前的情势来看，爱康国宾的营业收入水平暂居第一，但美年健康在并购慈铭体检后，其营业收入水平也和爱康国宾不相上下。以并购前 2014 年的财报数据来看，美年健康的体检人数达到 528 万人次，爱康国宾仅有 360 万人次，但是爱康国宾的平均单价却有 531.39 元，基本上是美年健康的两倍。从两公司的市场定位来看，爱康国宾主要集中于高端市场，而美年健康则是重点发展中低端市场，至于慈铭体检则是更多的偏向中高端市场。也就是说美年健康在并慈铭体检之后，市场格局将不再仅限于低端体检市场，还要攻占高端体检市场。

对三家体检机构的市场估值进行比较可以发现，2015 年美年健康的市值达到了 360.43 亿元，爱康国宾的市值为 86.92 元，位列第三的慈铭体检的市值也达到了 37.76 亿元。而

爱康国宾的董事长也曾表示，爱康国宾的价值被严重低估，如果爱康国宾回归国内的资本市场，其市值将比现在翻三倍。

## 并购绩效分析

### 5.1 财务指标分析

并购的经营协同效应主要是通过并购完善企业的供应链和销售渠道，提高企业的销售收入。通过合并企业双方的资源互补，提升企业的盈利能力。而想要评价企业的经营协同效应，主要是通过企业的市场占有率、盈利性和成长性三个方面进行反映。具体指标如下表所示：

表格 0-1 企业经营协同效应指标

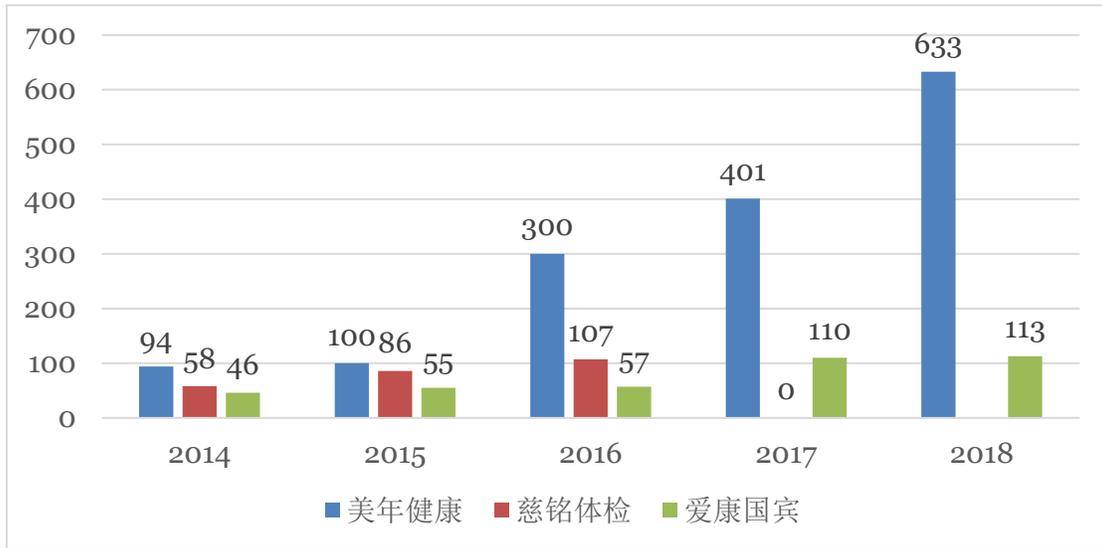
指标类型	计算公式
其他	市场占有率=该企业销售额/整个行业销售额
盈利性	销售净利率=净利润/销售收入
	净资产收益率=净利润/平均净资产
	总资产净利率=净利润/平均总资产
成长性	主营业务收入增长率=（本期营业收入-上期营业收入）/上期营业收入
	净利润增长率=（本期净利润-上期净利润）/上期净利润
	权益资本增长率=（期末所有者权益-期初所有者权益）/期初所有者权益

#### 5.1.1 市场占有率分析

通过查阅统计年鉴，2013 年我国接受医疗体检的人数超过了 38.83 亿人次，美年大健康只占到了整体接待人数的 0.89%，慈铭体检和爱康国宾分别为 0.55%、0.45%。虽然我国 2014 年我国体检行业市场规模 749 亿元，但是主要还是以公立医院为主，民营专业体检机构市场份额仅为 146 亿元，占体检市场规模的比例为 19.6%。美年大健康 2014 年营业收入为 14.31 亿元，在民营专业体检市场中的占有率为 9.7%。所以，虽然美年健康和慈铭体

检在整个市场中占比较小，但在专业健康体检市场占有率较高。截止到 2018 年底，美年大健康与慈铭体检、爱康国宾门店数量及分布情况如下：

图表 0-1 截止 2018 民营体检市场三大企业门店数量对比（单位：家）



数据来源：各企业年报整理

从图 5-1 中可以看出在美年健康并购慈铭体检之前，我国的专业健康体检市场还是三分天下的局面，美年健康和爱康国宾在行业内开始了激烈的市场份额的争夺。在收购了慈铭体检之后，美年健康在门店数量上占有明显的优势，并且解决了一个美年健康比慈铭体检同业竞争的问题，增强了对市场的控制能力，市场占有率呈现一个持续上升的趋势。

### 5.1.2 盈利能力分析

盈利能力是指企业获取利润的能力，也称为企业的资金或资本增值能力，通常表现为一定时期内企业收益数额的多少及其水平的高低。为了评价美年健康并购前后的盈利能力，本文主要选取了下面四个指标来进行分析：总资产净利率、净资产收益率、营业毛利率以及营业净利率。总资产净利率是公司净利润与平均资产总额的占比，反映的是公司运用自

有资产获得利润的水平，可以体现企业管理水平的高低，数值越高说明公司投入产出水平与费用的控制水平越高。净资产收益率是衡量上市公司盈利能力的重要指标，通过利润额与平均股东权益的比值来表现，体现了自有资本获得净收益的能力。营业毛利率是销售收入去除直接成本后的收入比率，而营业净利率则是在毛利润的基础上减去其他期间费用及损益的差与收入的比率。

表格 0-2 美年健康盈利能力衡量指标变化情况（单位：%）

年份	总资产净利率	净资产收益率	营业毛利率	营业净利率
2014	6.84%	9.75%	21.06%	10.18%
2015	6.39	8.83	47.95	13.62
2016	8.28	8.01	45.42	11.49
2017	5.08	9.04	46.87	10.09
2018	5.95	13.33	47.56	11.50

数据来源：国泰安 CSMAR 数据库

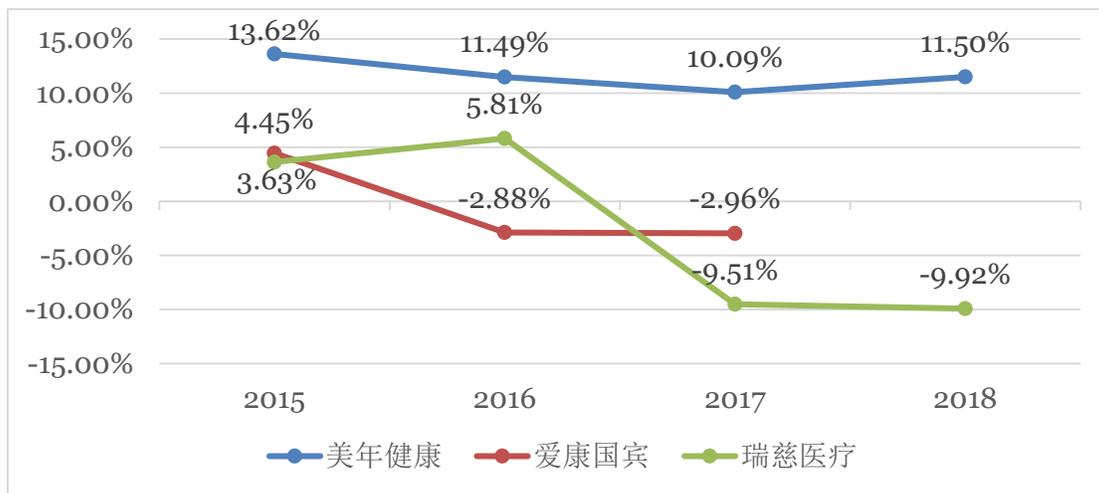
从表 5-1 中的美年健康并购前后的盈利能力财务指标可以看出，在 2017 年之前主要财务指标基本处于一种下降的趋势，而在并购完成后的一年有了较大的提升，尤其是净资产收益率提升比较明显。

美年健康的总资产净利率呈现一种上下波动的状态，在 2017 年下降较多，这是因为在 2017 年公司在并购慈铭体检后新增了体检中心并且购买了大型设备，在建工程的规模也较上年有所增加，积极扩张的同时期间费用也在大幅增加，因此虽然净利润较上年提升了 73.28%，仍旧造成总资产净利率的下降，这表明尽管总资产有所提升，但对于总资产的运营并未进行有效管理，但在并购后的 2018 年总资产净利率开始提升说明企业对总资产运营管理的水平开始提升，并购后进行了有效的整合。净资产收益率则是先下降后上升的趋

势，但对比 2014 和 2018 的数据明显可以看出净资产收益率的增长幅度是相当可观的，同时净资产收益率也是衡量企业价值的核心数据，充分说明了并购后美年健康的盈利能力有了大幅的增长。

营业毛利率作为一种衡量产品或行业的盈利与竞争能力的指标，从表 5-1 中可以看出美年健康的营业毛利率在 2015 年出现激增后之后几年均处于持平的一个阶段，而 2016-2018 正是美年健康扩张最快的速度，门店数量从 2015 年的 100 家增长至 2018 年的 633 家，而大量的门店增加则意味着成本的增加，新的体检中心往往有 1-2 年的孵化期，在此期间可贡献利润较少，美年健康能在此期间保持营业利润不出现较大下降正是由于新增的门店一大部分来自于并购的慈铭体检，而该部分门店可以贡献稳定的现金流，也说明本次并购给扩张期的美年健康所带来的价值。同理，净利率在 2015 年出现激增后也保持一个平稳的态势，表明美年健康成本控制做的很好。

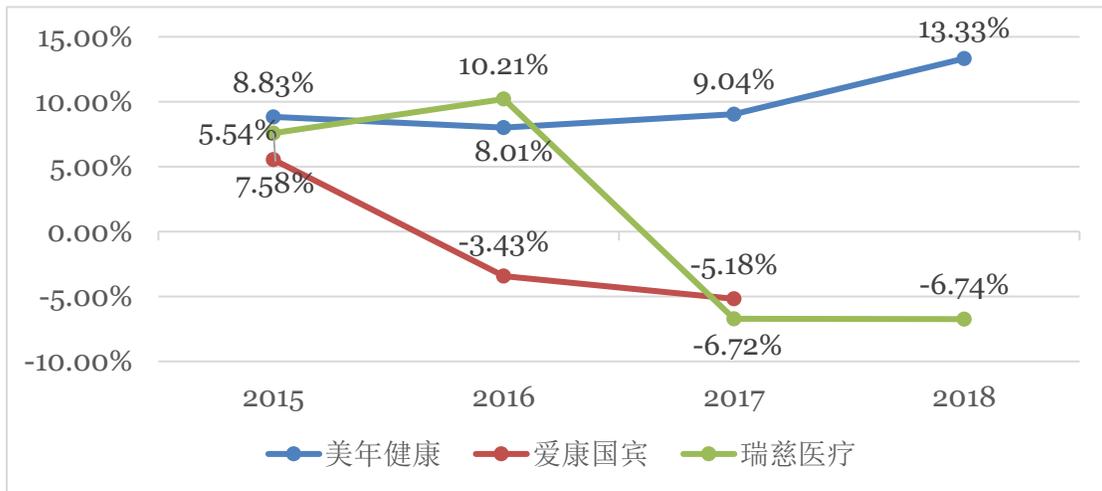
图表 0-2 同行业可比公司营业净利率对比



数据来源：网易财经及新浪财经数据整理统计

在与同行业进行对比分析的过程中选取了营业净利润率和净资产收益率两个指标进行对比，因为这两个指标是衡量企业盈利能力最重要的指标。图 5-2 中通过对比同行业爱康国宾与瑞慈医疗的盈利能力发现美年健康的盈利能力一直处于领先地位，在完成并购的 2017 年有着小幅度下降，这是因为慈铭业绩并表所带来的影响，慈铭体检的盈利能力不及美年健康，通过慈铭体检公司审计报告计算后可知慈铭体检的营业净利润率为 8.45%，略低于美年健康，因此造成美年健康的营业净利润率略微下降，但并购完成后美年健康拿出募集到的流动资金帮助慈铭体检建立体检中心门店，有了资金的支持慈铭体检的盈利能力快速提升使得 2018 年美年健康的营业净利润率又回归增长。

图表 0-3 同行业可比公司净资产收益率对比



数据来源：网易财经及新浪财经数据整理统计

从图 5-3 可以看出相比同行业爱康国宾与瑞慈医疗，美年健康的净资产收益率居于较前列，除了在 2016 年被瑞慈医疗超越，在 2017 年并购慈铭完成后净资产收益率又回到了领先地位并且在 2017 与 2018 年连续上升这表明并购慈铭体检提升了其净资产收益率，相比较之下爱康国宾与瑞慈医疗从 2017 年营业净利润率与净资产收益率就开始下降，并且下降

幅度较大，这表明了并购慈铭体检成为行业龙头所带来的优势，使其与同行业公司之间的差距进一步拉大。

总体而言，美年健康通过并购慈铭体检使得盈利能力有着较大提升，进一步拉开与同行业之间的距离。

### 5.1.3 运营能力分析

运营能力指的是公司和企业利用现有资源创造财富的能力即一个公司能否以尽可能少的资源获得更多利润。本次对美年健康的运营能力进行分析主要选取应收账款周转率、固定资产周转率以及总资产周转率三个指标，因为基于民营体检行业的特征，每年的第四季度属于体检行业的业务高峰期，而当年第四季度所确认的收入会在次年第一季度回款，因此年末应收账款金额较高在总资产中占比大，并且体检行业属于重资产型行业，运营需要大量的门店与体检设备，近两年由于体检中心数量的不断增加，其固定资产所占比重也越来越大，而总资产周转率可以从总体上反映其资产总体的运用效率，因此选取这三个指标用于分析。

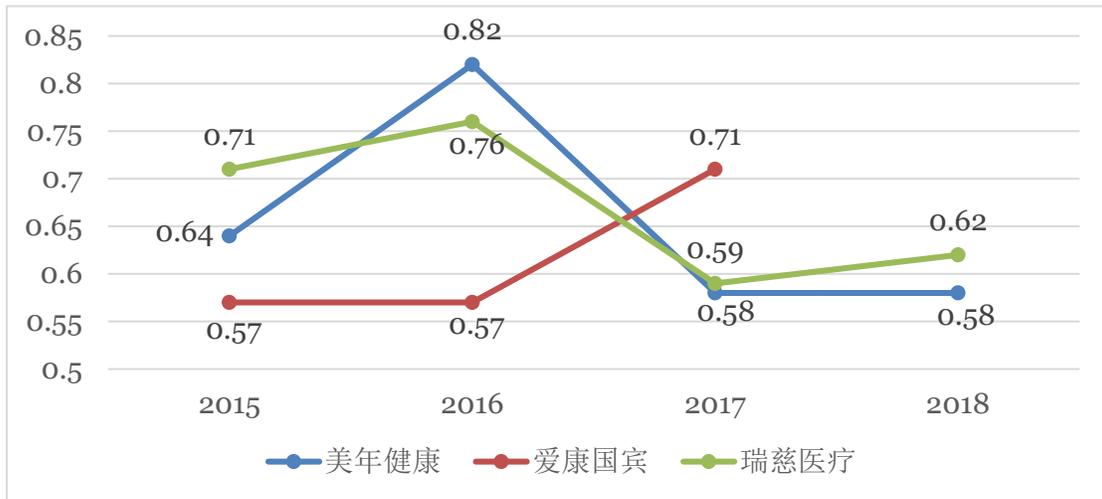
表格 0-3 美年健康运营能力衡量指标变化情况（单位：次）

年份	应收账款周转率	固定资产周转率	总资产周转率
2015	4.85	4.01	0.64
2016	6.14	5.53	0.82
2017	5.12	4.08	0.58
2018	4.99	3.82	0.58

数据来源：国泰安 CSMAR 数据库

从表 5-2 中可以看出在 2016 年的三项指标达到了最高值之后在并购后的 2017 年与 2018 年数据发生回落，但 2018 年的下降幅度相对于 2017 年来说很小。这说明 2018 年企业总体的运营能力得到了改善。应收账款周转率的下降从一定程度上说明为了获得更多收入，美年健康给一些企业客户更长的账期，因为营业收入的主要增长渠道来自于企业团检订单的增加，这直接说明了美年健康的议价能力有了较小幅度的下降，在 2018 年虽然继续下降但下降的幅度已经有了改善，这说明美年健康已经在逐步增强自身对于应收账款收回的能力与速度。固定资产的周转率在缓慢降低是因为由于并购造成固定资产大幅增加，还无法产生应有的经济效益，但是从表中的固定资产周转率的变化可以看出虽然在 2016 年开始固定资产周转率呈现一个缓慢下降的状态，但是下降的幅度变缓，这说明企业已经在慢慢消化并购而来的固定资产，提高对他们的利用效率。

图表 0-4 同行业可比公司总资产周转率对比（单位：次）



数据来源：网易财经及新浪财经数据整理统计

本文在图 5-4 中将美年健康的总资产周转率与同行业的其他公司进行对比，因为总资产周转率总体反映其营运能力的变化，发现相比同行业而言其总资产周转率较低，这主要

是由于固定资产和应收账款在总资产中占据了较高的比率，受到他们的影响，总资产周转率有了较小幅度的下降，但是从图中也可以观察到其总资产周转率在并购完成之后的 2018 年其下降幅度降低，这说明在并购后的一年的整合期内，美年健康增强了对资产的利用效率。综上所述，美年健康并购慈铭体检的营运能力在并购完成当期由于规模快速扩大导致整合程度不够，资产利用效率低，但是在并购完成的后一年其下降幅度变缓，营运能力得到改善。总体而言，其营运能力相较 2016 年下滑，这提示美年健康在快速扩张的同时要注意整合资源，提高资产利用效率。

#### 5.1.4 成长能力分析

成长能力指的是企业扩大规模、壮大实力的潜在能力，通过对成长能力的分析可以看出企业未来的发展趋势与发展潜力。本文主要选取了以下三个指标来对美年健康并购后的发展能力进行分析：总资产增长率、净利润增长率和营业收入增长率。这三个指标的计算方式都是当年的增长额与年初数值的比率。总资产增长率反映企业本期资产规模的增长情况，表明企业一定时期内资产经营规模扩张的速度。净利润增长率反映的是企业的经营效益，数值越大代表企业盈利能力越强。营业收入增长率反映企业营业收入的增减变动情况。该指标值越高，企业的市场前景越好也越强大。

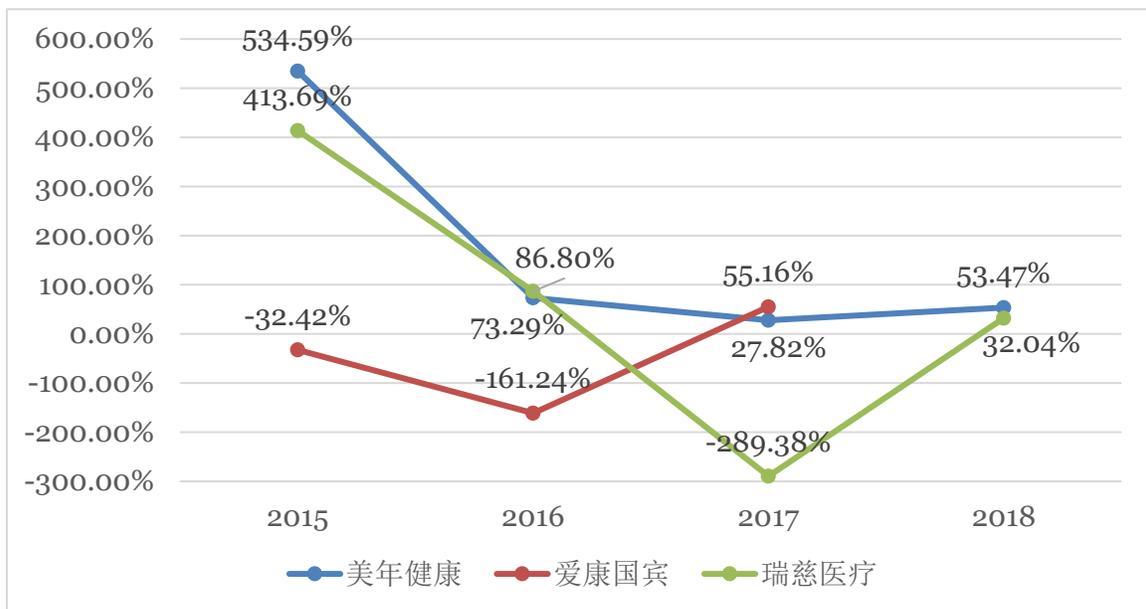
表格 0-4 美年健康成长能力衡量指标变化情况（单位：%）

年份	总资产增长率	净利润增长率	营业收入增长率
2015	110.48	534.59	201.93
2016	33.67	73.29	105.29
2017	38.44	27.82	45.62
2018	29.59	53.47	47.64

数据来源：国泰安 CSMAR 数据库

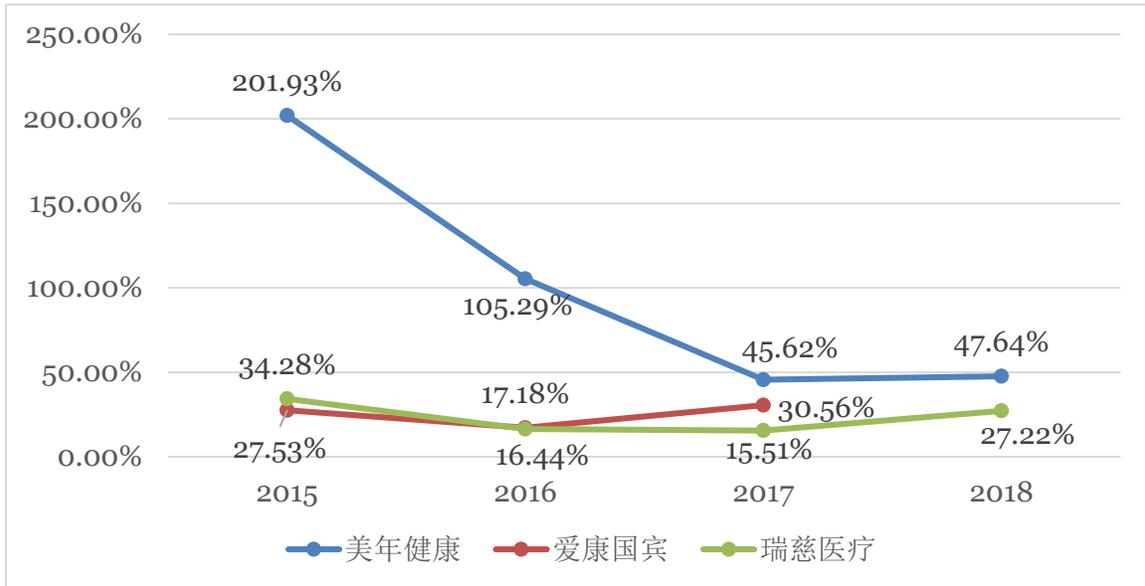
从表 5-3 中可以看出，美年健康的三个成长能力指标都在 2015 年达到了峰值，这是因为在 2015 年美年健康成功借壳江苏三友实现了借壳上市，之后绩效得到了大幅增加，而在 2016 年开始这三个指标数值出现了下降，随着营业收入的增加，增长率下降是企业发展的正常情况，但美年健康在 2018 年依旧保持一个较高的增长率。

图表 0-5 同行业可比公司净利润增长率对比（单位：%）



数据来源：网易财经及新浪财经数据整理统计

图表 0-6 同行业可比公司主营业务收入增长率对比（单位：%）



数据来源：网易财经及新浪财经数据整理统计

从图 5-5 与图 5-6 中可以看出，在经过并购的当年企业的净利润增长率与营业收入增长率都有着较为明显的下降，这主要是因为慈铭体检当年的并表带来的，慈铭体检在被收购之前的盈利能力相对于美年健康而言相差较多，而且由于前一年的高速增长，使得增长率难以维持较髙程度的增长。

美年健康并购慈铭体检后的净利润增长率略微下降但仍在行业内维持较高水平，在 2016 年之后略微下降是因为企业处于扩张期花费了产生了较高的销售费用，主要包括营销人员费用、广告宣传费以及业务拓展费。这影响了盈利水平的快速增加，导致净利润增长率下降。在 2018 年净利润增长率又有了大幅度增长，一方面是因为在本年并购慈铭体检的规模效应开始突显，销售费用率与管理费用率都下降了，并且并购慈铭体检给美年健康带来了品牌影响力的提升以及获取了高端产品与客户资源使得盈利能力提升。另一方面是因

为 2018 年 3 月收购了美因基因所带来的并表利润的增加。总资产增长率在 2016-201 年间波动变化，呈现先增加后减少的趋势，总体而言变化不大。

在与同行业对比之后可发现，美年健康的成长能力一直处于同行业之间的领先者，除了在并购当年有所下降以外，在经过整合之后其成长能力又有了一定程度的提升。

综上所述，美年健康并购慈铭体检之后其成长能力提升，主要是规模效应导致费用成本下降并且获得了慈铭体检的资源导致品牌影响力增加，盈利能力提升是这二者共同引导的结果。

## 5.2 基于 EVA 的协同效应分析

当前普遍认为，财务指标对比法主要是根据企业所公示的财务报告，选取其中的几个核心的财务指标进行并购前后的对比分析，从而通过这些财务数据得出并购的协同效应。财务指标分析法的缺陷是企业自身的财务数据不具有可靠性，正是因为目前的企业可能会操控会计数据，所以只能通过财务指标法做出一定的定性分析。因此，本文将运用经济附加值法（EVA），通过分析计算企业的并购前后是否创造价值，从而来定量地判断美年健康此次的并购是否实现了协同效应。

### 5.2.1 EVA 的概述

EVA 方法通过把投入的资本成本从税后营业净利润里扣除，弥补了传统财务分析法的缺点，从而能够更可靠地算出并购的协同效应。即不像传统的方法忽略了股东成本，EVA 方法考虑了所有资产的资本成本因素，因此能够更真实地反映企业的经济效益。

EVA 的计算方法如下所示：

经济附加值（EVA）=税后净经营利润-投入资本\*资本成本

为了确保美年健康并购前后的 EVA 计算正确，要从会计利润和投入资本两方面着手进行相应的调整。EVA 可调整的项目有很多，严格来说有二十几项，但目前学术界常用的调整项目有以下几项：

#### （1）递延税项

递延税项是由于按照会计准则规定确定的账面价值和按照税收计算的计税基础之间的差异所导致的，所以在调整税后经营利润时，应该加上可能发生的递延所得税费用，在资本成本中扣除可能发生的递延所得税费用。

#### （2）财务费用

由于在传统会计核算和理论核算中对于利息费用计入项目的差异，可能造成期间费用与资本成本多次计算的后果。因此，进行调整的具体方法为税后净利润加上财务费用。

#### （3）在建工程

由于未完工的项目并不会产生收益，所以会导致企业资本成本的提高，所以需要把在建工程从企业的资本投入中扣除。

#### （4）资本化费用

包括广告费和研发支出，因为这些费用一次性地加总到企业的当期损益之中，所以需要这部分资本费用加回到税后经营净利润中，在投入成本中也需要加回这些资本化费用。

#### （5）各种资产计提的准备金

计提准备金制度会低估企业的实际税后经营利润和投入成本，所以需要把这些准备金加回。

## 5.2.2 税后经营利润及资本投入的相关计算

### 1. 税后净经营利润

税后净经营利润=税后净利润+财务费用+资本化费用+少数股东损益+各种资产计提的准备金+递延所得税负债-递延所得税资产

表格 0-5 税后净经营利润计算表（单位：万元）

项目/年份	2014	2015	2016	2017	2018
税后净利润	14,562.24	28,616.02	37,861.55	69,432.62	97,278.65
加：财务费用	712.31	1,988.13	4,032.91	11,120.08	24,576.19
少数股东损益	551.23	2,588.68	3,960.5	8,052.61	15,213.82
研发费用	243.09	253.77	224.77	397.53	3,779.76
广告宣传费	3,465.06	3,523.43	5,281.17	9,703.00	12,045.45
各种资产计提的 准备金	331.14	514.50	1,299.00	4,797.74	7,406.03
营业外支出	76.52	42.44	202.31	630.98	1,810.90
递延所得税负债	54.81	128.64	1,110.92	1,866.30	4,941.41
减：递延所得税资产	4526.36	3,973.15	3,838.84	7,734.74	8,303.32
营业外收入	474.50	165.24	404.06	405.37	471.97
调整后的税后净经营 利润	14,995.54	33,517.22	49,730.24	97,860.75	156,466.02

数据来源：企业年报整理

### 2. 投入资本

投入资本=债务资本+权益资本

=(短期借款+一年期的非流动负债+长期借款+长期应付款)+(股

东权益合计+少数股东权益+各种资产计提的准备金+资本化费用

+递延所得税负债-递延所得税资产-在建工程)

表格 0-6 美年健康投入资本计算表 (单位: 万元)

项目/年份	2014	2015	2016	2017	2018
短期借款	19,280.00	47,850.00	83,000.00	114,442.93	241,806.57
加: 一年到期的	3,890.00	6,483.90	15,672.35	40,877.03	87,848.27
非流动负债					
长期借款	449.09	8,637.99	24,513.52	60,330.05	135,355.61
长期应付款	5,994.45	3,392.30	5,028.90	9,185.10	10,055.26
调整后的债务资	29,613.54	66,364.19	128,214.77	224,835.11	475,065.71
本					
股东权益合计	142,211.27	305,639.18	331,262.91	649,652.74	656,616.02
加: 少数股东权	7,217.79	18,513.61	27,129.50	40,634.47	72,950.69
益					
研发费用	243.09	253.77	224.77	397.53	3,779.76
广告宣传费	3,465.06	3,523.43	5,281.17	9,703.00	12,045.45
各种资产计提的	331.14	514.5	1299	4,797.74	7,406.03
准备金					
递延所得税负债	54.81	128.64	1,110.92	1,866.30	4,941.41
减: 递延所得税	4526.36	3,973.15	3,838.84	7,734.74	8,303.32
资产					
在建工程	7,539.74	6,409.58	5,030.79	8,658.09	6,860.49
调整后的权益资	141,457.06	318,190.40	357,438.64	690,658.95	742,575.55
本					
投入资本总额	171,070.60	384,554.59	485,653.41	915,494.06	1,217,641.26

数据来源: 企业年报整理

### 3. WACC 计算

加权平均资本成本率 = 债务资本权重 × 债务资本成本 + 股权资本权重 × 股权资本成本

#### (1) 债务资本成本

通过对美年健康债务资本的分析来看，主要包括短期借款、长期借款和债券融资三个部分，因为很难直接计算出不同的债务资本的成本率，所以本文借助中国人民银行公布的贷款利率的加权平均值来估算成本率。

表格 0-7 2014-2017 年金融机构贷款基准利率（单位：%）

调整日期	1 年内	1-5 年	5 年以上
2014.11.22*	5.6	6	6.15
2015.03.01	5.35	5.75	5.9
2015.05.11	5.1	5.5	5.65
2015.06.28	4.85	5.25	5.4
2015.08.26	4.6	5	5.15
2015.10.24	4.35	4.75	4.9
2016.1.1	4.35	4.75	4.9
2017.1.1	4.35	4.75	4.9
2018.10.1	4.35	4.75	4.9

数据来源：中国人民银行公开资料

表格 0-8 美年健康税后债务资本成本计算表

项目/年份	2014	2015	2016	2017	2018
一年内到期的非流动负债占比	13.13%	9.77%	12.22%	18.18%	18.49%
短期借款占比	65.10%	72.10%	64.74%	50.90%	50.90%
短期贷款年均利率	5.6%	4.98%	4.35%	4.35%	4.35%
长期应付款占比	1.51%	5.11%	3.92%	4.09%	2.12%
中长期贷款年均利率	6%	5.38%	4.75%	4.75%	4.75%
长期借款占比	20.24%	13.02%	19.12%	26.83%	28.49%
长期借款年均利率	6.15%	5.53%	4.9%	4.9%	4.9%
税前债务资本成本	5.71%	5.07%	4.47%	4.51%	4.52%

数据来源：企业年报计算整理

从美年健康的财务报表中可以解到其实际所得税率为 15%，从而可以计算的出税后债务资本成本，即如下表所示：

表格 0-9 美年健康税后债务资本成本

项目/年份	2014	2015	2016	2017	2018
税前债务资本成本	5.17%	5.07%	4.47%	4.51%	4.52%
所得税率	15%	15%	15%	15%	15%
税后债务资本成本	4.86%	4.31%	3.80%	3.83%	3.84%

数据来源：企业年报计算整理

## (2) 股权资本成本

本文将使用 CAPM 模型来确定企业的股权资本成本，计算公式为：

$$R = R(f) + \beta \times [R(m) - R(f)]$$

其中， $R(f)$ 表示无风险收益率， $[R(m)-R(f)]$ 表示市场风险溢价， $\beta$ 值表示该股票的风险系数。由于我国居民对储蓄的偏好且通常情况下不会有风险发生，因此在本文中选取三年期银行存款利率作为市场的无风险收益率。

表格 0-10 2014-2017 年金融机构人民币存款基准利率

调整日期	三年期定期存款基准利率
2012.07.06	4.25
2014.11.22	4.00
2015.03.01	3.75
2015.05.11	3.50
2015.06.28	3.25
2015.08.26	3.00
2015.10.24	2.75
2014 年年均利率	4.13
2015 年年均利率	3.38
2016 年年均利率	2.75
2017 年年均利率	2.75
2018 年年均利率	2.75

资料来源：中国人民银行公开资料

$\beta$ 系数是用来衡量该公司相对于整个市场的波动性，在本文中采用了 wind 资讯中美年健康 2014-20179 年的贝塔系数。 $[R(m)-R(f)]$ 是指市场的风险溢价，关于其计算将参考国内外学者的做法，使用我国 GDP 的增长率作为市场风险溢价。

表格 0-11 2014-2017 中国 GDP 增长率

年份	2014	2015	2016	2017	2018
GDP 增长率	7.4%	7.04%	6.85%	6.95%	6.75%

数据来源：中国人民银行公开资料

通过以上的分析资料，可以得出以下数据：

表格 0-12 美年健康权益资本成本计算表

	2013	2015	2016	2017	2018
R(f)	4.13%	3.38%	2.75%	2.75%	2.75%
[R(m)-R(f)]	7.4%	7.04%	6.85%	6.95%	6.75%
$\beta$	0.0621	0.0621	0.0621	0.0621	0.0621
R	4.59%	3.82%	3.18%	3.18%	3.17%

### (3) 加权平均资本成本

企业的投入资本=债务资本+权益资本  
 加权平均资本成本率=债务资本权重×债务资本成本+股权资本权重×股权资本成本

表格 0-13 美年健康 WACC 计算表

项目/年份	2014	2015	2016	2017	2018
债务资本权重	17.31%	17.26%	26.40%	24.56%	39.02%
债务资本成本	4.86%	4.31%	3.80%	3.83%	3.84%
股权资本权重	82.69%	82.74%	73.60%	75.44%	60.98%
股权资本成本	4.59%	3.82%	3.18%	3.18%	3.17%
WACC	4.64%	3.90%	3.34%	3.34%	3.43%

### 5.2.3 并购前后的经济增加值对比分析

EVA 的计算方法如下所示：

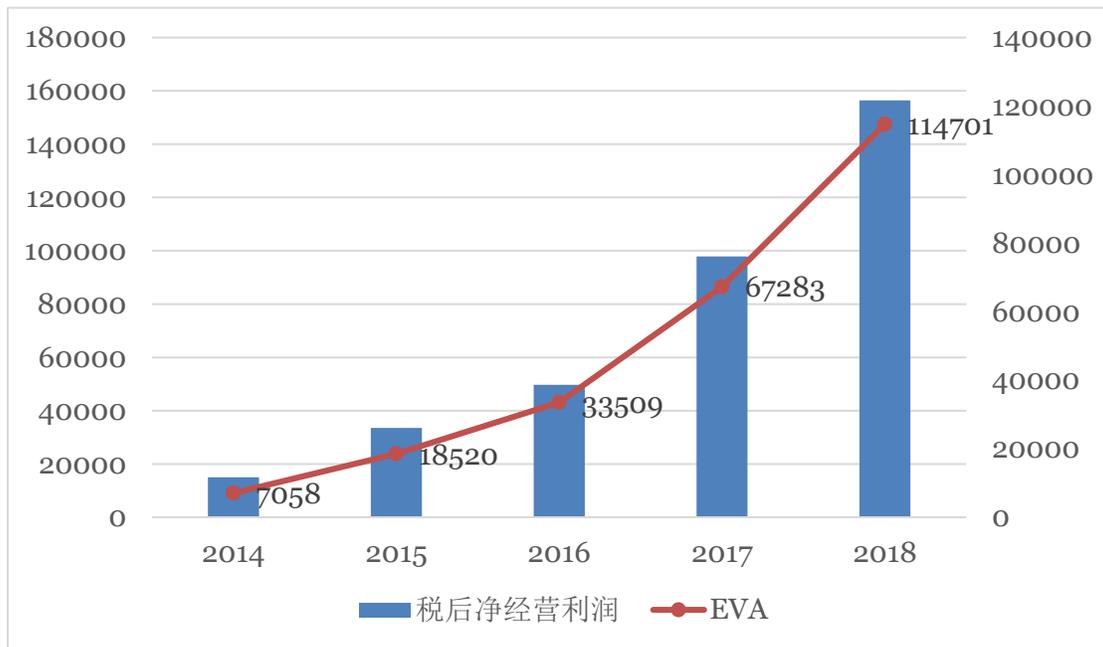
经济附加值（EVA）=税后净经营利润-投入资本\*资本成本

可以计算出历年美年健康的 EVA，如下表所示：

表格 0-14 EVA 计算表

项目/年份	2014	2015	2016	2017	2018
税后净经营利润	14,995.54	33,517.22	49,730.24	97,860.75	156,466.02
投入资本	171,070.60	384,554.59	485,653.41	915,494.06	1,217,641.26
WACC	4.64%	3.90%	3.34%	3.34%	3.43%
EVA	7057.86	18519.59	33509.41	67283.24	114700.92

图 5-7 美年健康 EVA 值



在本次合并之前，美年健康 2014 年的 EVA 值为 7058，而美年健康并购慈铭体检期间的 2015-2017 年的 EVA 值呈现出一个增长的形式，在并购完成后的 2018 年最高达到 114701。可以看出在并购开始后的 4 年里，美年健康的企业价值呈现出一个良好的增长形势。若非并购慈铭体检，靠美年健康自行开店虽然收入会有一些的增长，但大部分的成本费用将使

得税后净经营利润下降，正是由于并购为其带来的品牌价值的提升，使其在开新店时可以更快的做到现金流回正，保证了税后净经营利润的增长，EVA 的增长可以说明并购的确为企业品牌价值带来了提升作用。

## 并购后品牌价值分析——基于消费者认知及行为变化

上一章笔者通过财务方面指标来分析并购前后企业绩效的变化，本章笔者将抛开企业财务指标，采用问卷调查法来分析实际消费者对于美年健康的行为变化以及认知变化。

### 6.1 方案设计及数据统计

本文通过研究消费者认知及行为在并购前后的改变来研究并购是否可以提升美年大健康品牌价值。

#### 6.1.1 调查问卷设计

通过和体检中心的业务负责人以及行业专家的进一步交流与讨论，听取多方面专业意见后，对问卷题项进行了设计和完善。针对消费认知及行为最终设计了问卷的题项，形成包括人口统计特征、消费行为特征、体检满意度、并购了解情况等四大部分的调查问卷（见附录一），满意度采用了 5 级李克特量表（非常不满意、不满意、一般、满意、非常满意），并赋值 1、2、3、4、5。在问卷的设计上，以封闭式问题为主。同时，由于受访者自身对题目中的评分标准有差异，因此在设计过程中，对不同的选项都加以语言的细化与修正。

#### 6.1.2 信效度分析

在数据处理前必须对问卷的区分效度进行检验。经过单个样本检验可得 23 个题项的系数显著性水平均达到 5%，说明具有较好的区分度，故皆可保留应用。

同时分别使用克伦巴赫  $\alpha$  系数法和 KMO 检验法来检测本次问卷调查的信效度。本次问卷调查的信效度如下：

表格 0-1 克隆巴赫  $\alpha$  系数

可靠性统计	
克隆巴赫 Alpha	项数
.799	21

表格 0-2 KMO 检验

KMO 和巴特利特检验		
KMO 取样適切性量数		.868
巴特利特球形度检验	近似卡方	29896.046
	自由度	253
	显著性	.000

从表6-1和表6-2中可以看出，克隆巴赫 $\alpha$ 系数和KMO检验值分别为0.799和0.868，表明该调查问卷的各度量项目之间存在高度的内在一致性，信效度水平较高，即调查使用的问卷具有良好稳定的同质信度。

### 6.1.3 问卷的发放与填写

本次调查问卷分别选择向位于北京、上海、深圳、武汉、成都、西安、南京、沈阳、呼和浩特、青岛的 10 家美年大健康体检中心的受访体检者发放。每家体检中心计划发放 150 份调查问卷，实际发放调查问卷共计 1378 份；调查表格由专业受访者进行匿名填写、访谈信息由数据采集员根据被访对象口述情况进行填写，从而保证数据的尽量准确性。本次回收完整问卷 1301 份，有效问卷 1212 份，有效率为 93.14%。

## 6.2 消费者行为分析

### 6.2.1 消费者人口统计特征

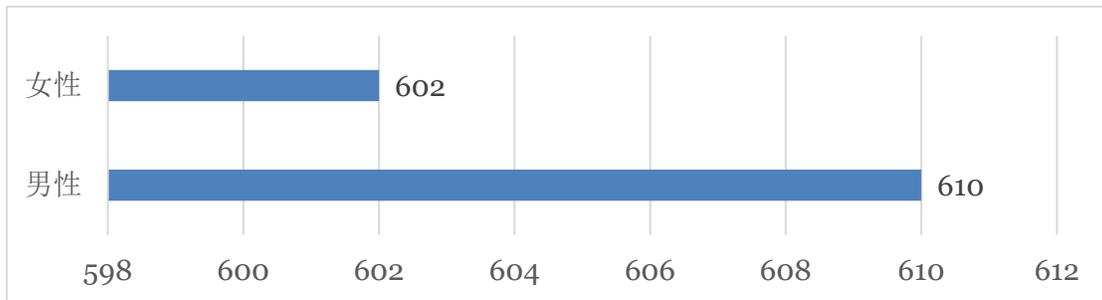
为了全面真实的了解消费者对于美年健康品牌的实际认可程度，我选择了位于北京、上海、广州、深圳、武汉、成都、西安、郑州、大连、呼和浩特的 10 家美年健康体检中心，以在其中体检的客户为对象，通过随机抽样的方式来应用问卷调查进行分析。

每家体检中心发放问卷调查 150 份，回收的实际有效的调查问卷共计 1212 份，主要通过性别、年龄、学历、职业来描述体检消费者的人口统计特征。

### 1. 性别

根据医学研究，不同性别的人群的健康状况是不一样的，对待治疗、旅游以及旅游的看法也是不同的。本调查样本数据统计的性别情况如图 6-1。

图表 0-1 体检消费者性别情况



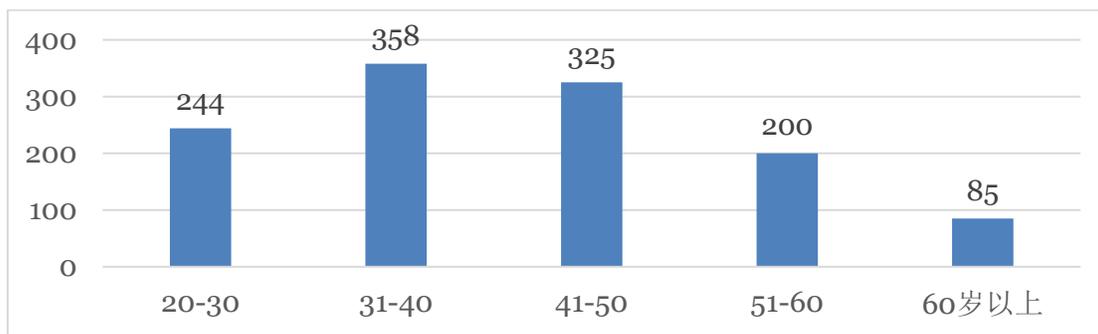
从图上看比例接近 1:1，样本数据从性别比例上看，男性 610 人，占总人数的 50.33%；女性 602 人，占 49.67%。

这反映出性别这一人口学特征对于体检消费行为的影响并不明显。

### 2. 年龄

随着年龄的增长，人体机能逐渐下降，健康成为中老年人最为关注的问题之一，从而使人们对体检的重视与体检行为的发生。

图表 0-2 体检消费者年龄情况



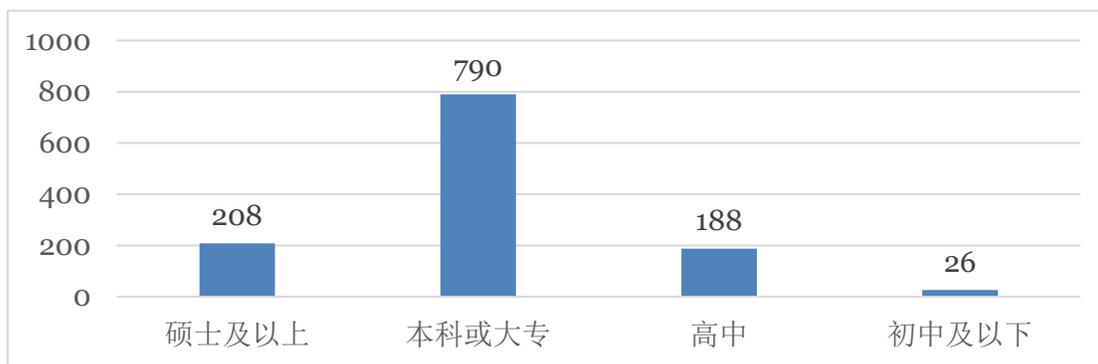
从图 6-2 可以看出，样本数据中年龄处于在职期的体检人员占据了绝大多数，包含 20-60 岁的群体，特别以中青年为主。这与现在健康体检较多是由单位付费，多以员工福利的身份出现的现象相符。而我国老年人由于观念以及身体条件的因素，多不爱体检，如有必要也是选择离家较近的公立医院进行体检检查。所以本次调查中，60 岁以上的人群占少数。

上述数据也表明年龄这一人口特征对于体检尤其是专业体检机构消费行为具有明显的影响作用，针对特定年龄制定特定的体检营销策略可能会为公司品牌影响力带来更好的提升。

### 3. 文化程度

文化程度越高，对自己健康问题的判断越准确，对体检、治疗等的重要性更清楚，更愿意付诸行动。

图表 0-3 体检人群的文化程度



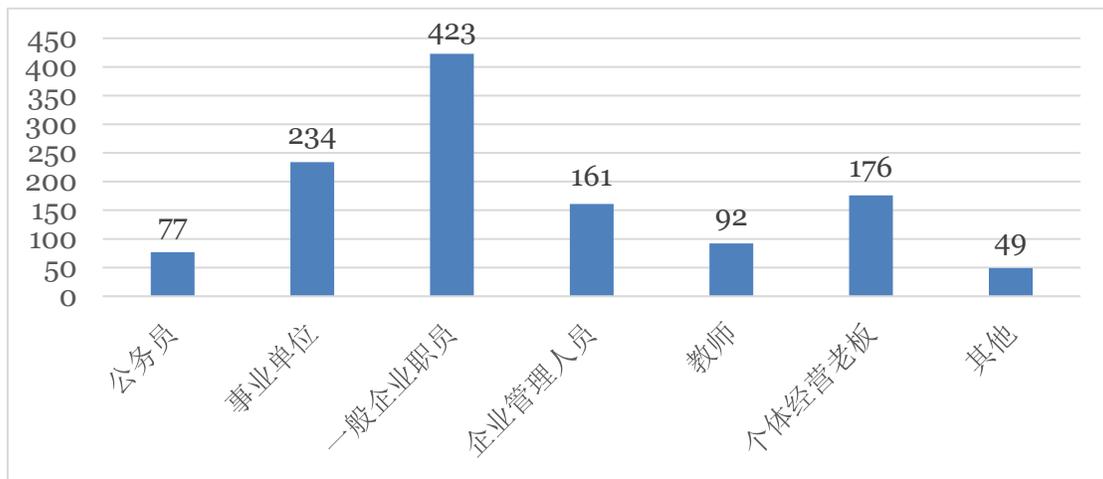
从图 6-3 可以看出来，选择专业体检机构的体检人群文化程度普遍集中在大专及以上，整体来看高学历占的比重较大，一定程度上反应，文化程度越高的，体检意识越强，说明受教育程度越高自我保健意识越强。

这说明文化程度对于体检消费行为具有极大影响，一定程度上是基于文化程度的提升带来健康素养的提高，同时高学历的人对于环境、服务等有较高的要求，也是其选择专业体检中心的重要原因。

#### 4. 职业

在我国，职业一定程度是与知识文化、医疗福利相挂钩。越高等的职业可能会因日常工作繁忙而安排在节假日或特定时间进行体检，而保障性越强的职业，可能会有固定的体检福利。

图表 0-4 体检人群职业分布情况



从图 6-4 看，样本数据中体检群体的职业情况分布与我国参加体检群体的分布趋势大致相同，因为职业决定了医疗福利水平，事业单位职员、公务员、教师等工作单位及地点相对稳定的消费者更有意愿参加异地体检，这很可能得益于工作单位的健康保障制度的确立。

在总体调查样本中，一般企业职员占了最大的比例，为 34.9%，其次才是事业单位职员、企业管理人员；而教师以及其他工作人员进行体检的比例最低。

表 6-3 为人口特征与体检需求的 P 值，以此来说明各特征与在美年大健康体检需求的显著性。

表格 0-3 人口特征与在美年大健康体检需求 P 值检验

	性别	年龄	最高学历	职业
P 值	0.818	0.000**	0.000**	0.000**
相关性	不相关	显著相关	显著相关	显著相关

注：\*\*为 0.05 显著相关

通过表 6-3 可以看出，除了性别对于体检需求没有相关性以外，年龄、最高学历、职业均与在美年大健康体检存在显著相关特征。

### 6.2.2 消费者需求及行为分析

研究并购行为是否会对品牌价值起到提升作用，可以将并购前后的消费者行为数据进行对比，通过分析消费者在选择决策上是否有需求的变化来判断并购是否对品牌价值起到提升作用。但由于现在已经无法获取并购前的消费者行为数据，所以本文通过收集并购后的消费者行为数据，通过分析这些数据来研究并购是否对品牌价值产生影响。

#### (1) 消费者需求分析

表 6-4 为消费者是否第一次来美年大健康体检与体检需求、体检内容选择以及体检价格之间的相关性情况。

表格 0-4 体检需求、体检内容、体检价格与是否第一次来的相关性

皮尔逊相关性	体检需求	体检内容	体检价格
是否第一次体检	.059*	.067*	.051
	显著相关	显著相关	不相关

\*. 在 0.05 级别（双尾），相关性显著。

从表 6-4 中可以看出，是否第一次来美年体检与体检需求、体检项目在 95%的置信区间显著相关，而与体检价格均没有明显相关性。

消费者是否是第一次来美年大健康体检对于其的体检需求是有较大影响的。表 6-5 为两者的交叉表。

表格 0-5 体检需求与是否第一次来美年大健康体检交叉表

是否第一次 来美年大健 康体检		体检需求			合计
		公司或单位组织	定期主动体检	最近身体有异样	
是	计数	238	77	37	352
	比例	67.61%	21.88%	10.51%	100.00%
否	计数	453	378	29	860
	比例	52.67%	43.95%	3.37%	100.00%
总计	计数	691	455	66	1212
	比例	57.01%	37.54%	5.45%	100.00%

从表 6-5 中可以看出无论是否是第一次来美年大健康体检的消费群体，由公司或单位组织来参与体检的始终占据着最大的比例，这与美年大健康团检业务大于个检业务的事实是相吻合的。

但同时可以看出，第二项定期主动体检的消费群体，在美年大健康的老客户中占比要比新客户占比上升 22.07%。这个可以解释为有较多的客户在美年大健康体验过体检服务后，更愿意在美年大健康自费定期体检服务。同时为确保这一结论不是因新老消费者的成分不同而造成的，本文对新老消费者与年龄、职业、最高学历之间的关联性进行检测。表 6-6 显示出如下结果：

表格 0-6 体检需求与年龄、学历、职业的 P 值检测

P 值	年龄	学历	职业
是否第一次来体检	0.123	0.266	0.655

从表6-6可以看出，来美年大健康参与体检服务的新老消费者群体在年龄、学历和职业上并无显著相关性，基本可以判断其成分比例大致相同。之所以更多的消费者愿意再次来美年大健康进行健康体检，说明消费者认可美年大健康体检的。

## （2）消费者决策分析

为进一步通过消费者行为来分析对于并购后品牌价值的影响，本文还通过分析不同年龄段、不同学历、不同职业与体检项目和付费金额之间的关系，来研究消费者针对美年大健康体检服务的需求有什么趋势以及变化。而体检内容与体检价格之间应该有紧密的联系，通过SPSS相关性分析得出两者之间的皮尔逊相关性系数为0.467，在0.01级别（双尾）相关性显著。表6-7为两者之间的交叉表。

表格 0-7 体检内容与体检价格交叉表

体检内容		体检价格				总计
		800 元以下	800-1500 元	1500-3000 元	3000 元以上	
常规体检	计数	484	249	28	3	764
服务	比例	63.35%	32.59%	3.66%	0.39%	100.00%
单项体检	计数	45	53	11	2	111
服务	比例	40.54%	47.75%	9.91%	1.80%	100.00%
定制化体	计数	0	20	163	154	337
检服务	比例	0.00%	5.93%	48.37%	45.70%	100.00%
总计	计数	529	322	202	159	1212
	比例	43.65%	26.57%	16.67%	13.12%	100.00%

从表6-7可以看出，常规体检服务和单项体检服务（专项检查）的价格主要集中在800-1500元，有少量的1500元以上的体检服务项目；而定制化体检服务（主要包括基因检测、癌症检测以及消费者个性化体检服务等）的价格主要集中在1500元以上，有少量的800-1500元检测项目。

表6-8是年龄、学历、职业与体检项目选择以及付费金额之间的相关性。

表格 0-8 人口特征与体检服务选择相关性

皮尔逊相关性	体检服务选择	
	体检内容	体检价格
年龄	.121** 显著相关	.095** 显著相关
学历	.056 不相关	.020** 显著相关
职业	.267** 显著相关	.202** 显著相关

\*\* . 在 0.01 级别（双尾），相关性显著。

从表6-8可以看出，年龄、职业与体检服务选择显著相关，而学历与体检内容没有明显相关性，但却与体检价格有明显相关性，这主要是因为学历与职业有较强的关联性，而学历与体检内容的P值为0.053，十分接近0.05级别显著相关，所以在体检价格上表现出显著相关的特性。鉴于体检内容与体检价格存在显著相关性，故本文后续将重点研究年龄、学历、职业与体检内容的关系，也能间接反映其与体检价格的关系。

表格 0-9 年龄与体检内容的交叉表

年龄		体检内容			总计
		常规体检服务	单项体检服务	定制化体检服务	
20-30 岁	计数	179	22	43	244
	比例	73.36%	9.02%	17.62%	100.00%
31-40 岁	计数	225	28	105	358
	比例	62.85%	7.82%	29.33%	100.00%
41-50 岁	计数	203	23	99	325
	比例	62.46%	7.08%	30.46%	100.00%
51-60	计数	120	23	57	200
	比例	60.00%	11.50%	28.50%	100.00%
60 岁以 上	计数	37	15	33	85
	比例	43.53%	17.65%	38.82%	100.00%
总计	计数	764	111	337	1212
	比例	63.04%	9.16%	27.81%	100.00%

从表6-9可以看出各个年龄阶段，选择常规体检服务的人数最多，选择单项体检服务的人数最少。这是因为大部分美年大健康的体检群体为团检客户，也就是公司或单位组织的体检，而这部分体检往往选择的是客单价较低的常规体检服务项目。同时也可以看出，随着年龄段的上升，选择定制化体检服务的人数呈现出上升趋势，也充分的说明了我国人群随着年龄增加身体中的毛病会逐步增多，常规体检服务的项目可能并不能满足每一个人的需求。

表格 0-10 职业与体检内容交叉表

年龄		体检内容			总计
		常规体检服务	单项体检服务	定制化体检服务	
公务员	计数	55	7	15	77
	比例	71.43%	9.09%	19.48%	100.00%
事业单位	计数	182	19	33	234
	比例	77.78%	8.12%	14.10%	100.00%
一般企业职员	计数	328	43	52	423
	比例	77.54%	10.17%	12.29%	100.00%
企业管理人员	计数	38	1	122	161
	比例	23.60%	0.62%	75.78%	100.00%
教师	计数	70	8	14	92
	比例	76.09%	8.70%	15.22%	100.00%
个体经营老板	计数	70	11	95	176
	比例	39.77%	6.25%	53.98%	100.00%
其他	计数	21	22	6	49
	比例	42.86%	44.90%	12.24%	100.00%
总计	计数	764	111	337	1212
	比例	63.04%	9.16%	27.81%	100.00%

从表6-10中看出，大部分职业人群依旧选择常规体检服务为主，只有企业管理人员和个体经营老板选择定制化服务较多。这也与现实中企业管理人员福利待遇相对较好以及与个体经营老板都属于高收入人群，所以更愿意在体检内容上选择适合自己的体检项目。其他职业中主要是一些农村务工者以及学生，大部分均没有公司或单位为其提供体检服务，只能自费参加健康体检服务，而其对于体检的意识相较于其他职业较弱，更多是由家里子女或父母安排体检，所以相对来说选择常规体检服务比例较低。

从表6-9和表6-10中并不能明显看出各年龄段或各职业人群在体检内容上面选择的差异性。所以本文继续选择研究新老客户消费者群体与体检服务的关系，并通过对比来看消费者的决策行为是否发生改变。

表格 0-11 新老消费者群体与体检内容的交叉表

是否第一次来体检		体检内容			总计
		常规体检服务	单项体检服务	定制化体检服务	
是	计数	242	23	94	359
	比例	67.41%	6.41%	26.18%	100.00%
否	计数	499	94	260	853
	比例	58.50%	11.02%	30.48%	100.00%
总计	计数	741	117	354	1212
	比例	61.14%	9.65%	29.21%	100.00%

从表6-11可以看出，虽然不论新客户还是老客户，选择常规体检服务的人群比例还是最高的，但是明显可以看出老客户选择单项体检服务和定制化体检服务的比例有显著的上升。与表6-9、表6-10的数据进行对比也可以说明更多的消费者愿意留在美年大健康进行健康体检服务。也从侧面的反映了消费者对于美年大健康品牌的认可。

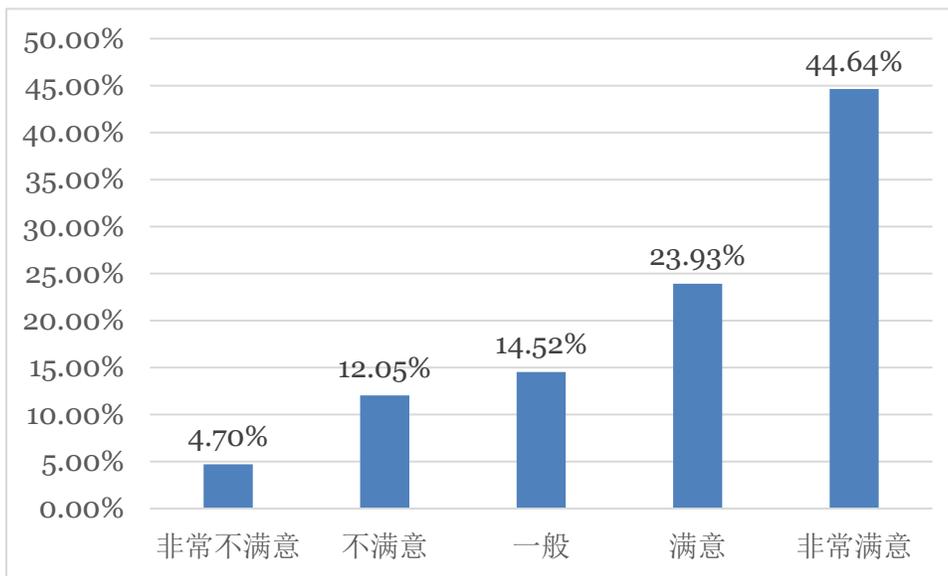
### 6.2.3 消费者评价行为分析

#### 1. 满意度分析

通过对于健康体检服务的整体、体检项目设置、服务态度、体检环境、硬件设施、体检时间几个方面来衡量消费者对于美年大健康的整体满意度。

##### (1) 整体满意度

图表 0-5 整体满意度



从图 6-5 中看出，消费者对于美年大健康的体检服务整体满意度较高，“非常满意”的数量达到了 44.64%。这也是更多消费者愿意在美年大健康继续进行体检服务的原因。

(2) 体检项目设置

图表 0-6 体检科目设置满意度

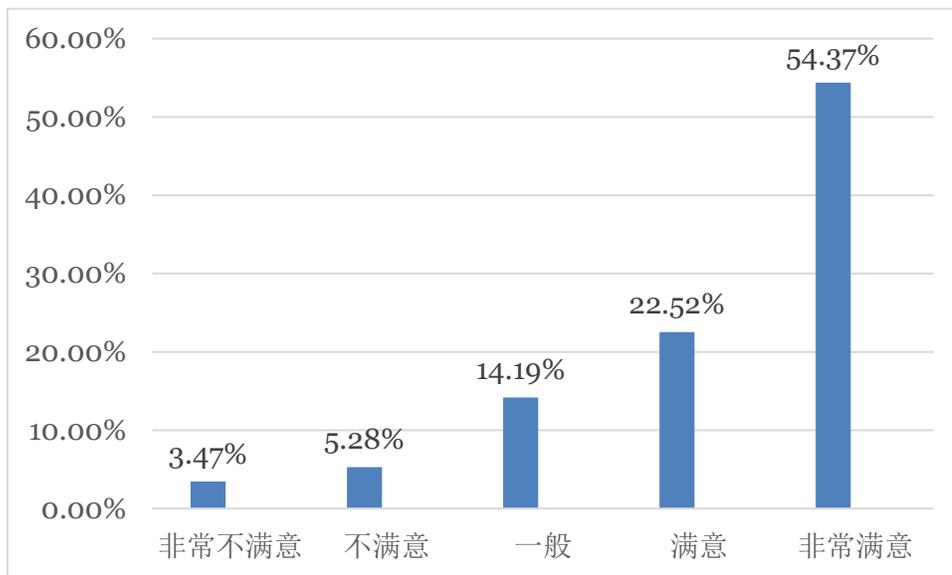


表 6-6 说明美年大健康的体检科目设置能满足消费者的需求，“非常满意”达到了 54.37%。也说明美年大健康的体检科目设置较为合理和人性化，能符合大部分消费者的要求。

### (3) 服务态度

图表 0-7 服务态度满意度

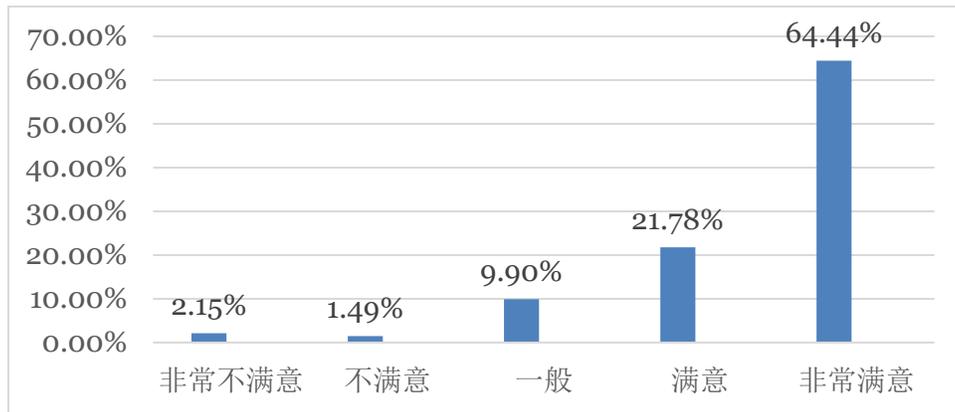


表 6-7 表示服务态度的满意程度尤为突出，这也是专业体检机构与医院体检最大的区别。可以看出美年大健康在这一方面做的非常好。

### (4) 体检环境

图表 0-8 体检环境满意度

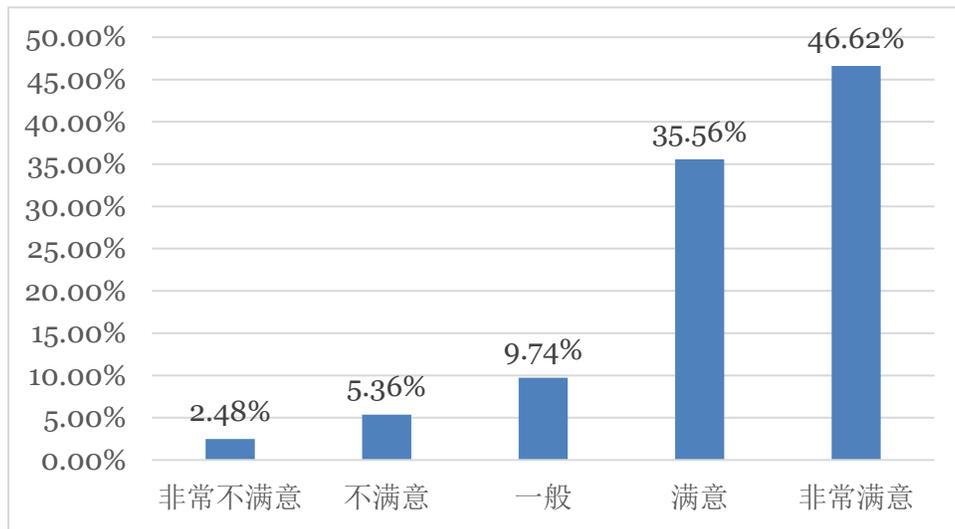


表 6-8 说明美年大健康的体检环境整体较为满意，但相较于上面两项，该数据偏低，说明消费者对于体检环境的要求较高，美年大健康应该更加注重这一方面的加强。

(5) 硬件设施

图表 0-9 硬件设施满意度

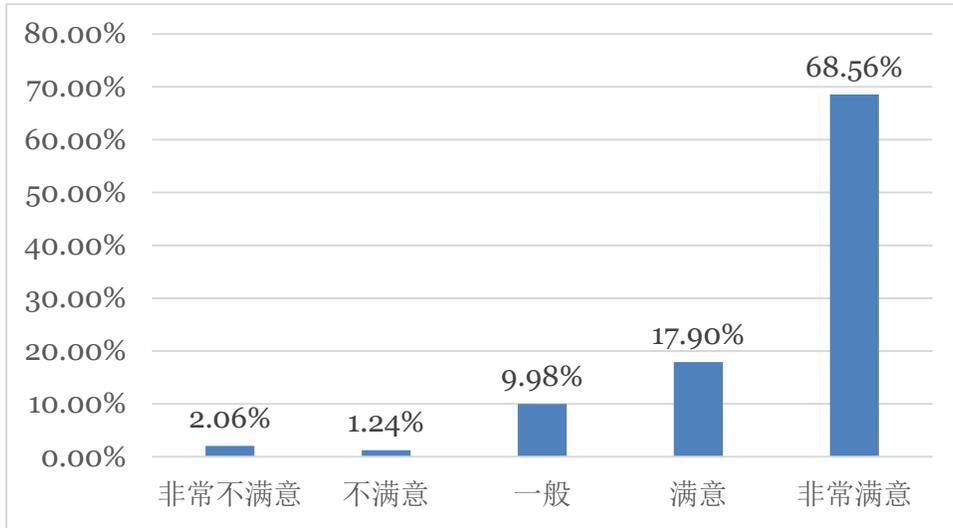


表 6-9 说明美年大健康的体检设备还是十分先进的，这与民营体检中心设备选用好、更新快的情况相符。

(6) 体检时间

图表 0-10 体检时间满意度

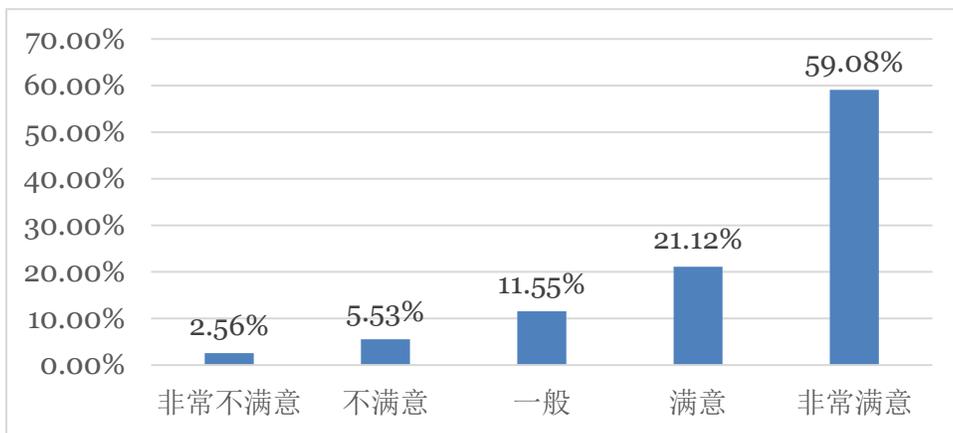


表 6-10 说明美年大健康的体检服务流程较为人性化。民营体检中心作为专业的体检机构，线性的体检流程设计是普通医院所无法比拟的。

### (7) 体检满意度差异分析

表格 0-12 体检满意度差异分析

项目	整体满意度	科目设置	服务态度	体检环境	硬件设施	体检时间
平均值	4.03	4.19	4.31	4.16	4.32	4.11

从表6-12中看出，消费者者对于健康检查的各环节或因素的评价都介于4~5之间，即对各因子的评价满意度中等偏上，且都高于平均水平，总体满意度评价为4.03。

### 2. 相关性分析

假定消费者的体检满意度对再次选择以及推荐度有影响，进一步的分析就此展开，两者之间是否有关联，关联的程度又如何？根据表6-13，得出推荐度和满意度的相关性检验结果显示两者之间相伴概率值 $P < 0.01$ ，表明在置信度为0.01时，体检满意度与推荐度之间存在显著的相关性因此，为进一步来分析满意度与两者存在何种相关关系，本文采用交叉法。

表格 0-13 满意度和再次选择以及推荐度的相关性检验

		再次选择	推荐度
整体满意度	皮尔逊相关性	.871**	.886**
	Sig. (双尾)	0.000	0.000

\*\* . 在 0.01 级别 (双尾)，相关性显著。

数据表明：随着消费的满意度提高，再次选择在本体检品牌体检的消费者人数和“会”推荐的消费者人数不断增加，与此同时，选择不一定和不会的比例不断降低，说明消费者对体检的满意度越高，越倾向于再次选择该品牌或推荐该品牌。这十分有助于于发潜在的

体检消费者，一定程度上说明了目前美年大健康体检的群体尤其是个检用户还是以体检的体验满意情况来衡量体验服务，并以此来决定是否推荐周边人来进行体检服务，满足消费者的健康检查需求是刺激目标群体做再次选择和推荐的关键。

表格 0-14 满意度和再次选择的交叉表分析

再次选择		满足需求					总计
		非常不满意	不满意	一般	满意	非常满意	
非常不满意	计数	35	0	0	0	0	35
	比例	100.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	100.00%
不满意	计数	30	78	0	0	0	108
	比例	27.78%	72.22%	0.00%	0.00%	0.00%	100.00%
一般	计数	9	35	98	49	30	221
	比例	4.07%	15.84%	44.34%	22.17%	13.57%	100.00%
满意	计数	0	0	0	107	186	293
	比例	0.00%	0.00%	0.00%	36.52%	63.48%	100.00%
非常满意	计数	0	0	0	34	521	555
	比例	0.00%	0.00%	0.00%	6.13%	93.87%	100.00%
总计	计数	74	113	98	190	737	1212
	比例	6.11%	9.32%	8.09%	15.68%	60.81%	100.00%

表格 0-15 满意度和推荐度交叉表分析

再次选择	推荐度					总计	
	非常不满意	不满意	一般	满意	非常满意		
非常不满意	计数	35	0	0	0	0	35
	比例	100.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	100.00%
不满意	计数	50	58	0	0	0	108
	比例	46.30%	53.70%	0.00%	0.00%	0.00%	100.00%
一般	计数	22	67	98	26	8	221
	比例	9.95%	30.32%	44.34%	11.76%	3.62%	100.00%
满意	计数	0	0	0	108	185	293
	比例	0.00%	0.00%	0.00%	36.86%	63.14%	100.00%
非常满意	计数	0	0	0	49	506	555
	比例	0.00%	0.00%	0.00%	8.83%	91.17%	100.00%
总计	计数	107	125	98	183	699	1212
	比例	8.83%	10.31%	8.09%	15.10%	57.67%	100.00%

#### 6.2.4 消费者认知分析

从消费者行为以及评价分析中已经可以看出，消费者选择美年大健康进行体检服务的核心需求。为了更加了解消费者对于美年大健康这个品牌的认知，笔者在问卷中加入了几个对于消费者认知的题目，以此来研究美年大健康这个品牌并购慈铭体检后在消费者心中的价值如何。

##### (1) 品牌认知度分析

一个品牌知名与否在于在其所属行业，消费者对其的知晓程度。例如说到运动品牌，更多的人脑中可能直接会想到耐克或者阿迪达斯，说明了这两个品牌在运动产品领域对于消费者产生了十分深远的影响，也充分的说明了消费者对于这两个品牌的认可。

为了了解消费者对于美年大健康品牌的认可程度，笔者在调查问卷中设置了一个问题：“提到专业健康体检机构，我首先会想到美年大健康？”。通过对这个问题的分析，来研究美年大健康在消费者心中的地位到底如何。表 6-15 为该题项与年龄、文化程度、职业以及是否第一次来美年大健康体检的相关性分析。

表格 0-16 消费者对于美年大健康品牌认可度相关性分析

首先想到美年大健康	年龄	文化程度	职业	是否第一次来美年
皮尔逊相关性	0.006	0.012	-0.001	.233**
Sig. (双尾)	0.825	0.676	0.978	0.000

\*\*：在 0.01 级别（双尾），相关性显著。

表 6-15 可以说明，消费者对美年大健康的品牌认知程度与其是否是第一次来美年大健康体检在置信度 0.01 级别显著相关。表 6-16 为两者的交叉表分析。

表格 0-17 品牌认可度与是否第一次来美年大健康交叉表分析

是否第一次来 美年大健康		品牌认可度					总计
		非常不满意	不满意	一般	满意	非常满意	
是	计数	5	7	45	92	203	352
	比例	1.42%	1.99%	12.78%	26.14%	57.67%	100.00%
否	计数	0	1	38	166	655	860
	比例	0.00%	0.12%	4.42%	19.30%	76.16%	100.00%
总计	计数	5	8	83	258	858	1212
	比例	0.41%	0.66%	6.85%	21.29%	70.79%	100.00%

从表 6-16 中可以看出，无论是否第一次来美年大健康的消费者，大部分均在提到专业体检中心的时候首先想到该品牌，这说明美年大健康品牌在消费者心中有着很高的认可度。

同时可以看到，美年大健康的老客户对于该品牌的认可度相较于其新客户更高，也说明美年大健康提供的体检服务可以满足大部分消费者需求，同时加强其在消费者心中的地位。

## （2） 并购认知分析

为了更直观的了解并购对美年大健康所带来的影响，笔者在调查问卷尾部关于并购设置了 4 个题项来了解普通消费者对于美年大健康并购慈铭体检的认知。

在调查的 1212 人中，只有 282 人表示知道美年大健康并购慈铭体检，这与笔者之前所想的是相同的。普通消费者，如果不是行业内的人或专业的投资人员，对于这件事情的认知度还是较低的。为此我研究了年龄、文化程度、职业与知晓该并购事项的关联性（表 6-17）。

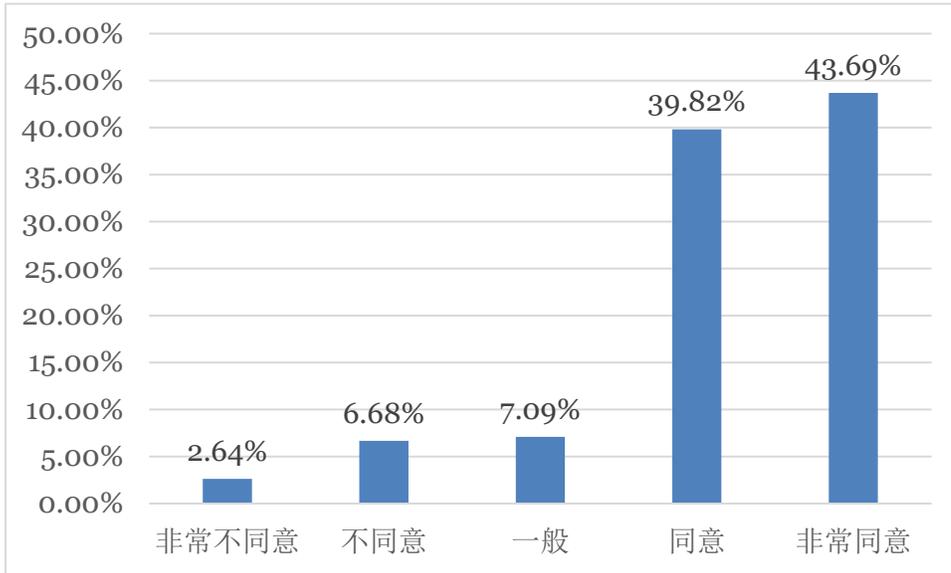
表格 0-18 年龄、文化程度、职业与是否知道并购事件的关联性检测

知道并购事件	年龄	文化程度	职业
皮尔逊相关性	-0.022	-0.004	-0.041
Sig. (双尾)	0.446	0.878	0.152

表 6-17 说明是否知道并购事件与年龄、文化程度、职业均不存在显著相关性，这与笔者所想基本一致。也说明普通消费者对于品牌的认知其实并不是直接依靠并购事件。

本文针对消费者研究其是否认为并购会为品牌带来实力的提升、并购会使得品牌为消费者提供更好的服务以及并购会促使品牌在其领域拥有更大的市场份额。

图表 0-11 品牌实力认可度



从图 6-11 可以看出，在知道并购事件的消费者中，大部分都会认为并购会增加品牌的实力。

图表 0-12 服务提升认可度

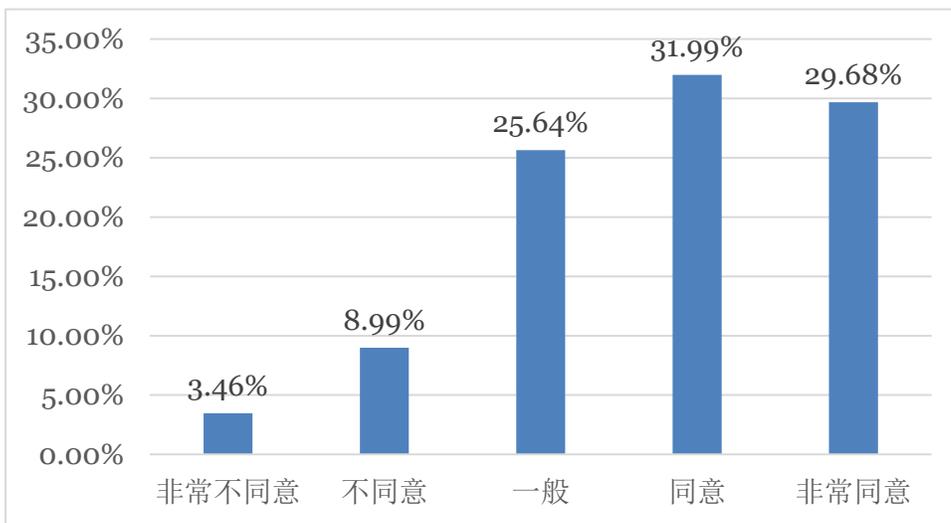


图 6-12 说明，虽然大部分消费者认可并购会使得品牌提供更好的服务，但是整体比例较上一项数据明显下降，也说明知道并购的消费者也明白并购并不会对于品牌提供更好的服务其决定性作用。

图表 0-13 拥有更大市场份额认可度

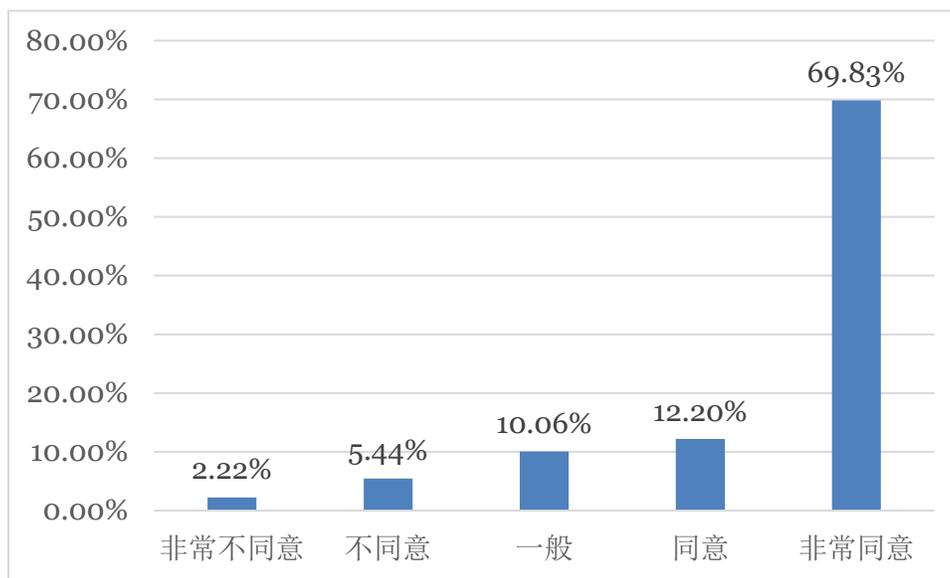


图 6-13 说明，大部分消费者还是相信并购可以使得品牌拥有更大的市场份额，而当占据行业中绝对市场份额的时候，其品牌价值可以得到最大的实现。

综上所述，根据本文的研究可以发现，在美年大健康体检的消费者群体更多是年龄正值青壮年、文化程度较高以及企事业单位的职员群体。年龄更大、职位更高的消费者更愿意选择价位更高的体检服务项目。而消费者对于体检的满意程度直接决定了其是否愿意再次购买体检服务以及是否愿意推荐他人。

同时为了更加明确是否是由于并购行为才使得消费者产生上述认知，笔者分别计算知道并购事宜以及不知道并购事宜的消费者体检满意度，通过对比两者的分数差异，来判读消费者产生认知的原因。

表格 0-19 是否知道并购事宜对消费者体检满意度影响对比

是否知晓并购	整体满意度	科目设置	服务态度	体检环境	硬件设施	体检时间
是	4.15	4.41	4.48	4.35	4.49	4.32
否	3.85	4.11	4.26	4.10	4.26	4.05

从表 6-18 可以看出，知晓并购事件的消费者在每一项满意度上的打分均高于不知晓并购事件的消费者。为了确保上述数据的差别是否是由于并购所致，本人对上述数据进行了相关性分析，具体结果如表 6-19 所示：

表格 0-20 知晓并购事件与消费者体检满意度皮尔逊相关性分析

知晓并购事件	整体满意度	科目设置	服务态度	体检环境	硬件设施	体检时间
皮尔逊相关性	.170**	.170**	.155**	.163**	.171**	.179**
Sig. (双尾)	.000	.000	.000	.000	.000	.000

从表 6-19 中可以看出，知晓并购事件与 6 项满意度评价均显著相关，说明消费者对于并购事件的认识会直接影响其对于体检满意度的评价。知道并购事件的消费者更倾向于信任美年健康的服务，故而平均打分较高。可以说是并购事件使得美年健康的品牌价值在消费者心中得到了提升。同时针对并购是否能为企业增加实力、提升服务质量以及增长市场占有率，笔者也将两者进行对比，对比结果如下表：

表格 0-21 是否知道并购事宜对消费者认知影响对比

是否知晓并购	并购能增加实力	并购能提升服务质量	并购能增加市场份额
是	4.24	3.82	4.50
否	4.13	3.74	4.40

从表 6-20 也可以看出，在三项评分上，依旧是知晓并购事件的消费者打分较高。本人同样做了知晓并购事件与三项消费者认知的相关性分析，结果如下表：

表格 0-22 知晓并购事件与消费者认知相关性分析

知晓并购事件	并购能增加实力	并购能提升服务质量	并购能增加市场份额
皮尔逊相关性	.045	.037	-.040
Sig. (双尾)	.118	.195	.165

表 6-21 可以看出，是否知晓并购事件与消费者对于并购的认知并无显著相关性，说明是否知晓并购事件，并不影响消费者对于并购的看法。而从表 6-20 也可以看出，消费者基于并购带给企业的影响的三项打分中，评分还是相对较高的，也说明消费者更加倾向于认为并购能为企业带来正向的影响。

上述研究，无论是消费者需求分析、消费者评价分析以及消费者认知粉嫩系，均充分的说明了美年健康作为体检行业的龙头企业品牌，其品牌影响力以及品牌价值是得到消费者的认可的。但是通过对比知晓并购事宜和不知晓并购事宜的消费者对于体检满意度以及对于并购对企业带来的影响来看，虽然两者之间的差别不大，但每一项单项均是知晓并购事宜的消费者打分更高，充分的说明美年健康通过并购慈铭体检，在消费者心中的品牌价值是提升的。

### 6.3 品牌价值间接评价

#### 6.3.1 高管访谈

由于问卷调查中所获得的数据均为并购后的数据，无法得知并购前的数据，为了弥补这一缺陷，笔者针对美年健康的高管做了一些访谈，来了解在并购过程中美年健康的管理层有什么举措，这些举措又是如何帮助美年健康提升品牌价值。

##### 1) 跑马圈地，美年健康抢占市场龙头地位

美年健康成立于 2004 年，真正发力的时间是从 2011 年开始，而且在 2015 年就成为行业第一，布局在 2016 年开始远超竞争对手，2017 年已很少有人再问是否有第二个美年这样的问题。最主要的原因就是美年健康很早就确立了跑马圈地的思路，而且相比于其他体检品牌，其执行的最彻底。

而跑马圈地需要大量的资金支持，这点俞熔董事长有非常大的优势，也使得在发展早期，美年健康的融资能力是所有体检品牌中最强的，其在上市前经历过 10 几轮融资，总融资金额接近 20 亿。

## 2) 并购过程中高管零流失，多品牌齐头并进

美年健康在并购慈铭体检的过程中做到了高管零流失，不仅是慈铭体检，自 2011 年以来，美年健康并购的所有企业没有一个团队离开。在产业并购中，俞熔董事长总结了自己的体会，协同、时机、团队、工具八个字非常重要，其中最重要的是新老业务的协同共振，正向循环提升。他告诉笔者，“这样的逻辑一旦形成口碑效应，信任成本大幅度降低，大家很容易进入实质性合作状态，合作空间越来越好，合作层次也越来越高。”

美年健康并购慈铭体检依旧保留了慈铭体检的品牌，执行多品牌战略经营，大众品牌美年健康、慈铭体检，中端品牌慈铭奥亚，高端品牌美兆体检，不同的品牌定位市场不同，满足了不同层次健康人群的需求。同时，美年健康依托母公司天亿集团为其赋能，天亿集团旗下有专注于医疗大数据的优健康，有专门做胶囊胃镜的安翰公司，有专注于基因检测美因基因等等。在并购后，天亿集团同样将相同的资源赋能于慈铭体检以及美兆体检，丰富其体检内容，以此来提高体检客单价，获取更多的现金流。

## 3) 互联网时代，获取数据尤为重要

美年健康通过不断地并购使得其门店遍布全国 28 个省市自治区超过 200 个城市，年检量超过 2000 万人次。使得其可以获得中国各个区域不同人群的居民的健康数据，这是其他任何民营体检品牌所不具备的能力。而其通过研究这些数据，可以针对不同区域不同人群提供有针对性的体检服务，使其不同区域的体检中心所提供的产品与当地其他体检品牌呈现出差异化，可以更进一步巩固自身的品牌优势，同时可以进一步提高自身的议价能力，提高平均客单价。

俞熔董事长说他很早就注意到数据的重要性，他也明白只有行业第一才能获得更多的资本青睐以及资源倾斜。所以他才会在公司发展前期不遗余力的跑马圈地，扩张美年健康的版图。而且行业第一和行业第二的价值是天差地别的，无论是二级市场的估值或是消费者对品牌的认可。而在上市以后，除了并购慈铭体检，美年健康鲜有同业并购，也是因为以目前的版图来看，在数据样本获取上已经足够，后续更多的是针对已获取的数据深入研究。而并购慈铭体检，则是由于其在 2012 年之前是中国最大的体检中心，其所能提供的数据样本是其他小型体检中心所不能比拟的。这也是为何美年健康后续依旧想并购爱康国宾和瑞慈体检。

数据不仅能为体检中心客单价提升带来帮助，其本身就有较大的价值。以美因基因的数据为例，其数据不仅是样本数据，更包含了样本的表征数据，其数据更完整。2016 年 7 月，美年健康以自有资金 224 万购买天亿资管持有的好卓数据 20% 股权。好卓数据开发的手机端 APP 在美年健康全国体检网点上线，为客户提供电子化体检报告单阅读、健康管理、健康咨询等增值服务。

优健康基于 3000 万精准体检用户数据不断扩增累加，通过体检报告了解用户健康体征，挖掘用户健康数据，构建中国最大的医疗健康领域精准服务平台，为终端用户提供个性化定制医疗服务或产品。优健康平台将提供多元的产品，主要包括健康体检、个性基因检测、保健商品、医疗器械等，2017 年产品数量已超过 3000 项。供应商包含体检中心、医疗机构、健管服务商、中医服务、健康电商平台、保险服务、等 10 多个领域，未来重点优质商户全覆盖。依靠大数据，进一步挖掘分类客户群里的内在需求，有针对性地制定细分套餐、健康管理、慢病管理等后续服务，是美年健康下一步的目标。优健康通过美年超过 600 家遍布全国的体检网点打通线上线下的服务对接，解决部分第三方健康服务商及互联网医院/医生集团的线下检查需求，构建健康服务流程闭环。

足够大的数据量、和精细化的数据管理，是打造健康医疗服务闭环网络的要素。随着体检人次的增加，美年健康将成为国内最大的医疗服务集团供应商，大数据的变现已经在逐步体现到人均单价的提升。未来，公司将依托大数据的累积实现跳跃式发展。

#### 4) 整合管理模式，引入流程化管理系统

美年健康早期发展基本由俞熔董事长一手抓，而随着并购越来越多门店，尤其在并购慈铭体检后，保留了原来的创始团队，管理层开始适度放权，培养中层干部。一方面是由于公司规模扩大后，每个人的管理半径有限，需要多人参与；另一方面是子业务越来越多，管理层并非每一块业务都非常专业，需要吸纳专业人才进入。

同时董事长将美年健康的“狼性文化”引入慈铭体检，使得各体检门店业务量持续上升。也将美年健康的全程管理业务运作模式拓展到慈铭体检，使其对相关数据信息的整理更加高效。

俞熔董事长表示，并购慈铭体检，除了其能为美年健康带来更多流量稳固龙头地位以外，更看重的也是慈铭体检作为美年健康之前国内最大的连锁体检中心，所能带来的健康数据以及信息。俞熔董事长说，美年健康的品牌价值从来不单单是作为连锁体检中心的价值，更多的是由美年健康作为流量入口，为健康产业上下游导流，而其作为流量入口所获得不同地区不同人群的健康数据，通过对这些数据的深入研究，可以科学有效的看出不同地区不同人群的健康状况，由此未来可采取更加有针对性的治疗诊断方案，这对于整个中国的生命健康事业都是不可多得的财富。随着未来检测手段的不断发展，新的检测技术层出不穷。每一项检测技术的初期拼的是技术，成熟后拼的是渠道。美年健康的渠道价值将继续体现在产业链延伸的各个环节中。而当美年健康可以统筹好这些渠道业务，才能真正体现出其品牌价值。

### 6.3.2 托宾 Q 理论

本段笔者将选择托宾 Q 理论，更进一步验证并购是否能为企业品牌价值带来提升。

经过 Summers (1981)、Hayashi (1982) 等人的发展和完善，托宾 Q 理论在实证分析中常被用作分析公司业绩、成长性和投资价值等的重要参考指标。品牌价值的提升应该会导致投资者对公司前景看好，从而伴随着公司价值的变化，因此通过计算 Q 值来分析并购后公司是否创造了有利价值，间接衡量市场对公司并购后品牌发展的认可。

1969 年托宾 (Tobin) 提出了一个著名的投资假说：企业资产的边际 Q 值，即新增资产预期利润净现值与重置成本的比率是决定投资的重要因素。根据托宾 Q 理论： $Q > 1$ ，说明企业创造的价值大于投入资产的成本，表明企业为社会创造了价值，是“财富的创造者”，企业应当进行投资； $Q < 1$ ，则浪费了社会资源，是“财富的缩水者”，企业应当出售资本； $Q = 1$ ，

企业应当保持原有的资本存量。若美年健康的 Q 值>1，则表明市场对并购后品牌发展的认可，品牌差异化营销成果显著，并为公司创造了有利价值；反之则为公司带来了不利价值，品牌融合没有获得市场的认可。

$Q = \text{市场价值} / \text{重置成本}$ 。上市公司市值可以使用股价\*总股本得出，但如果只使用每年 12 月 31 日的股价乘以总股本得出的市值容易出现极值，故本文计算美年健康的市值采用当年 12 个月股价平均值\*当年 12 个月平均总股本得出；另由于美年健康 2015 年才借壳江苏三友上市，所以 2015 年之前的市值无法以上述公式计算。

美年健康在 2013 年 7 月有过三次融资，分别为平安投资、凯雷投资、高益资讯，三次融资的平均估值约为 21.75 亿元，故 2013 年美年健康市值以该估值为准。2014 年 3 月 C 轮融资引入分享投资估值约为 23.54 亿元，故 2014 年美年健康市值以该估值为准。

重置成本用总资产的账面价值来度量。美年健康 Q 值计算公式： $Q = \text{市值} / \text{总资产账面价值}$ 。

表格 0-23 美年健康 Q 值变化

年份	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
美年健康 Q 值	1.13	1.11	3.23	2.55	2.31	3.06	2.72	2.93

数据来源：wind 和年报数据整理

从表 6-20 来看美年健康的 Q 值在并购前的 2013-2014 年保持在 1.1 左右，并在 2015 年达到极值 3.23，随后下降并于 2018-2020 年保持在 3 左右。可以看到并购前后美年健康的 Q 值有了一个极大的提升。而之所以于 2015 年达到极值是由于美年健康于 2015 年借壳江苏三友上市，借助上市的势头使得 Q 值达到巅峰。而由于美年健康并购慈铭体检并非一锤子买卖，而是整个贯通了 2015—2017 年，所以 Q 值在 2015-2017 之间出现波动也属于

正常现象，但即便 2016-2017 年 Q 值有所下降，也远远高于 2013-2014 年的 Q 值。充分说明市场对于美年健康价值的认可，也可以看出并购为美年健康企业价值带来了提升。

通过上述研究可以发现，无论是 EVA 协同效应分析或是问卷调查分析以及托宾 Q 理论分析，结果均证明并购后的企业品牌价值要高于并购前的品牌价值，EVA 协同效应分析和托宾 Q 值的结果尤为明显。

笔者查阅了一些以往的针对企业品牌价值的研究，在司马辰洸于 2008 年发表的《战略并购对品牌认知度的影响研究——以吉利并购沃尔沃为例》认为，吉利并购沃尔沃的确提升了吉利的品牌价值，在叶超于 2012 年 3 月发表的《并购对企业价值影响研究——苏宁并购分析》认为，苏宁并购乐购仕提升了苏宁的品牌价值，但是孙鹏于 2017 年 5 月发表的《并购对企业价值增值的影响研究——基于优酷并购土豆案例》认为，并购并不一定可以提升企业的品牌价值，甚至优酷并购土豆后品牌价值呈现出下降的趋势。

笔者认为，吉利并购沃尔沃，是中国自主品牌并购国际知名品牌，而且还是在中国并不擅长的汽车领域，所以造成较大的轰动，使得国人对于吉利的品牌价值有所提升。而苏宁并购日本乐购仕也是中国自主品牌并购国际品牌，并于处于发展中国家的中国消费者来看，国内能够有企业并购国外的企业，往往彰显了其强大的实力，从而更加认可其品牌价值。

而优酷并购土豆，则是国内两个视频网站企业的并购行为，互联网企业和实体企业有较大的差别，并购并不能使得市场规模快速的增长，视频网站的收入往往是靠付费服务以及广告，两者的并购并不能直接提升其市场规模以及市场议价能力，笔者更多认为本次并购是为了减小企业竞争所带来的成本。

## 结论与展望

在战略并购中，能否有效提升品牌认知度是衡量该次并购是否成功的重要标准。我国战略并购活动起步较晚，对于如何通过并购使品牌认知度得到提升的相关经验理论相对较少，这使主并购方企业在品牌认知度的提升策略方面产生困惑，而如果不能达到这样的目的，也就意味着主并购方仅能获得目标企业的部分资源，无法实现品牌认知度的有效提升。通过对于美年健康并购慈铭体检的案例分析，主要得出以下几点结论并提出几点建议，同时对未来研究进行了展望。

### 7.1 研究结论

#### 1. 获取市场占有率

通过战略并购可以快速扩大品牌市场占有率，尤其像美年健康并购慈铭体检，本身就是行业第一并购行业第二的行为。在并购后美年健康体检中心门店增加至 633 家，远远超过排名第二的爱康国宾的 100 家。充分的巩固了行业龙头的位置，同时门店数量的增加也为美年健康带来了更多的曝光度和知名度。对于企业是树立良好品牌形象有正面的帮助。单单过度快速的扩张会导致公司成本急剧上升，而使得利润下降，同时使得公司治理变得更加困难。尤其是涉及到生命健康的行业，均需要相关的专业许可证才可经营。而对于体检中心这种可以进行标准化复制的产业，并购可以使得企业直接获得较多的优质资产，减少新开门店的孵化期，可以在快速扩张增加收入的同时保证利润的稳定，而并购带来的品牌价值提升也可使其在新开门店时获得更多的消费者的认可，缩短其现金流回正的周期。

## 2. 获取产品资源

对于一种产品，人们先产生了对于其本身价值的了解，而后会对其品牌内涵进行定义，从而形成对于品牌的认识。目标企业的产品应具有差异化和个性化的特性，形成具有较强市场竞争力的差异化优势。而其产品也可以对主并购企业产品进行空白市场的补充。具有某种个性的消费群体，会对具有类似个性或差异化特性的产品情有独钟，主并购企业产品会被该消费群体重新定义，并对其自主赋予该特性，品牌是产品的代表，由此品牌价值和品牌形象得到了提升，品牌认知度得以提升。美年健康在并购慈铭体检前主要市场下沉在三四线城市的中低端市场，而慈铭体检的主要市场为一二线市场的中高端市场。美年健康并购慈铭体检后，全面覆盖中、低端市场，再加上其并购的高端体检中心美兆体检，美年健康可以全方位的服务不同年龄不同需求的消费者，其市场占有率进一步得到提升，间接使其品牌价值得到提升。

## 3. 拓宽渠道资源：

有效的利用渠道资源，实现对于品牌认知度的提升。并购后意味着原企业所有渠道的获取，供应渠道的增加可以使企业具有更强的供应商议价能力，销售渠道的增加可使企业具有更优质客户的选择权，无论哪种渠道都是企业品牌可以直接推广的重要路径，而在利益相关者的相互作用下，品牌形象与品牌价值发生转变，所以渠道对提升品牌认知度具有重要作用。

体检行业需要在品牌影响力、渠道建设、产品设计、客户服务方面进行协同发展，才能在行业竞争中处于领先优势，各公司可根据在行业的优劣势分析，弥补企业的短板。对于上市公司来说，可运用资本平台扮演产业整合者的角色，通过主动并购，快速弥补短板，在

竞争中取得主动局面。而规模较小的区域性体检企业，受限于发展瓶颈，也倾向于被整合。由于体检服务基本都拥有标准化服务流程，因此体检企业必须抢占市场占有率，这需要体检企业进行塑造品牌独特形象和培育公司管理团队，抓住消费群体的消费需求。而美年健康并购慈铭体检后，其门店数量以及市场规模已经远远超过爱康国宾，不仅获取了慈铭体检的客户资源，也降低了其之后的获客成本。

从美年健康并购的案例分析和文献综述可以看出，并购企业大都在并购期间享受估值溢价和超额收益，但长期看，由于外延整合带来盈利波动性较高，因此企业并购时需要充分考虑自身资金实力和战略规划，也需要充分了解目标企业，从而寻求有价值的并购，以实现经营、财务和管理上的协同效应。无论企业的并购动因是为了建立渠道优势还是加强品牌影响力，并购需要达到的最终目标都是实现  $1+1>2$  的协同效应，而非盲目并购。

## 7.2 不足之处和研究展望

### 7.2.1 不足之处

#### 1. 取样局限性

本次调查问卷取样的时间为并购结束之后，无法取得并购开始之前的样本数据，因此无法直接对比两个数据的差别来进行更直观的观察。

#### 2. 并购事件时间跨度较大

美年健康并购慈铭体检不是一锤子买卖，而是贯穿 2014-2017 年，在这期间美年健康完成了借壳上市、并购美兆体检以及其他一系列并购事件，2013-2018 年的数据变化是由于多个事件发生而综合导致的原因，单案例研究略显局限性。

#### 3. 研究方法的局限性

后续本人将尽可能的去了解美年健康在并购过程中以及并购前后在多品牌经营策略方面的举措。通过研究这些举措的变化带来的影响，来更深一步的研究并购对品牌价值的影响。

#### 4. 并购对品牌价值的后续影响

虽然 2013-2018 年，美年健康各项数据都在快速上升，但是本人了解到，2019-2020 年，美年健康的整体表现有了较大幅度的下降，这其中市场监管变化所带来的影响，但是否有并购带来的影响则不得而知，后续本人将针对这方面进行深入的研究，来确定这种类型的并购对品牌价值的影响是长期的还仅仅是一时的。

#### 7.2.2 研究展望

在通过战略并购提升品牌认知度的策略中，民营自主品牌企业管理模式更灵活，应变能力更强，拥有更大的优势，当今的国内民族品牌企业也具备打造国际化品牌的能力。从企业自身来说，由于激烈的市场竞争和利益的驱动，使得他们具备更好的创新发展能力、更高的生产效率。而企业利益最大化也不再是他们的唯一追求，他们承担起了更多的社会责任和义务，追求更高的社会价值。

在政策导向方面，国家对于民营企业的各项支持政策不断展开，为他们提供了更加公平的竞争环境和鼓励性措施，十九大报告也明确指出：要支持民营企业的发展和激发其在市场中的活力。那么兼具了自身活力、懂得企业商业价值和社会价值的重要性的民营自主品牌，在政策的鼓励下将会更具市场竞争力。

时至今日，我国在船舶、汽车、手机、纤维制品、黄金产量等十余个领域均处于世界第一位，进出口贸易总量早已成为世界第一。在良好的经济大环境下，在该方面理论及实践

的不断完善的条件下，通过战略并购来提升企业品牌认知度的策略会被更多的民营企业所使用，但并购后品牌整合不仅需要理论的指导更需要对实际操作进行研究并购与品牌整合具有非常明显的实践性有关品牌整合的理论只能产生于实践经验的总结。

通过美年健康并购慈铭体检的案例来看，短期内，美年健康的绩效以及品牌价值能力的确得到了突飞猛进的提升。但并不是说简单的并购就能为企业带来长期的绩效增加以及品牌价值增加。并购的时期和目标选择也是尤为重要的，美年健康并购慈铭体检正处在国家大力发展医疗健康产业的阶段，不得不说美年健康选取的并购时点能为企业更快的品牌价值增长，同时美年健康并购慈铭体检后其面向的客户群体更加的全面，使得生活在不同地方、拥有不同需求的消费者均能认识到其企业的品牌价值。

并购企业为提升企业价值，在并购前应该考虑选择并购与主营业务类型相关的企业、在并购中应该取得重大影响的持股份额、在并购后应该能够形成优势地位等。同时，并购后企业规模和人员短期内出现激增，企业管理难度增大。相应的采用单品牌还是多品牌共存如何选择，如果选择单品牌经营策略，则合并时不同企业文化之间的碰撞是否会带来核心人员的流失，采用多品牌战略如何差异化品牌竞争策略使得每个品牌都能从并购中获得益处，以上都是企业并购后亟待解决的问题。

希望民营企业能够切合自身实际状况，通过理性并购更好地提升企业价值，实现资源的整合，促进产业调整，早日引领中国民营企业品牌走向世界的舞台。

## 参考文献

- [1] Ahern, K. R. , & Harford, J. . (2014). The importance of industry links in merger waves. *Journal of Finance*, 69.
- [2] Ahern, K. R. . (2012). Bargaining power and industry dependence in mergers. *Journal of Financial Economics*, 103(3), 530-550.
- [3] Ahmad, Z. , Meng, J. , Khan, I. , Abdullah, M. , & Ghauri, T. A. . (2016). Examining mediating role of customer loyalty for influence of brand related attributes on customer repurchase intention. *Journal of Northeast Agricultural University (English edition)*, 23(2), 89-96.
- [4] Avinadav, T. , Chernonog, T. , & Perlman, Y. . (2016). Mergers and acquisitions between risk-averse parties. *European Journal of Operational Research*, 926-934.
- [5] Belderbos R. (2003). Entry mode, organizational learning, and R&D in foreign affiliates: evidence from Japanese firms *Strategic Management Journal*, 24(3), 235-259.
- [6] Berkovitch E, Narayanan M P. (1993). Motives for Takeovers. An empirical investigation[J]. *Journal of Financial & Quantitative Analysis*, 28(3), 347-362.
- [7] Blomstrom, M. , & Sjöholm, F. . Technology transfer and spillovers? does local participation with multinationals matter?. *Social Science Electronic Publishing*.
- [8] Borensztein, E. , Gregorio, J. D. , & Lee, J. W. . (1995). How does foreign direct investment affect economic growth?. *NBER Working Papers*, 45(1), 115-135.
- [9] Cai, H. L. , Fang, W. U. , Ning, J. R. , Kang, J. , Jiang, Y. W. , & Duan, Q. . Research and Development of Brand Value Evaluation Service Information System. 2016 International Conference on Computer, Mechatronics and Electronic Engineering (CMEE 2016).
- [10] Carvalho, L. V. . (2011). Brand mergers: examining consumer response to name and logo design. *Paulo Lencastre*.
- [11] Chen, S. , & Hao, T. . (2012). Region effects in the internationalization-performance relationship in chinese firms. *Journal of World Business*, 47(1), 73-80.
- [12] Chesbrough, H. . (2003). The logic of open innovation: managing intellectual property. *California Management Review*, 45(3), 33-58.

- [13] Damoiseau, Y. , Black, W. C. , & Raggio, R. D. . (2011). Brand creation vs acquisition in portfolio expansion strategy. *Journal of Product & Brand Management*, 20(4), 268-281.
- [14] Gussoni, M. , & Mangani, A. . (2012). Corporate branding strategies in mergers and acquisitions. *Journal of Brand Management*, 19(9), 772-787.
- [15] Honerkamp, V. . (2020). The Role of Emigrants in the Construction of a Destination Brand: A New Research Line [Summary].
- [16] Hsiang-Ming Lee, Ching-Chi Lee, & Cou-Chen Wu. (2011). Brand image strategy affects brand equity after m&a. *European Journal of Marketing*.
- [17] Huang, X. , & Ying, Z. . (2016). Strategic Entry Considerations and Their Impact on Investment Performance in the Australian Mining Industry. Palgrave Macmillan UK.
- [18] Jensen, M. C. , & Meckling, W. H. . (1976). Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure - sciencedirect. *Journal of Financial Economics*, 3( 4), 305-360.
- [19] Lambkin, M. C. , & Muzellec, L. . (2010). Leveraging brand equity in business-to-business mergers and acquisitions. *Industrial Marketing Management*, 39(8), 1234-1239.
- [20] Ling, G. M. , Tan, S. H. , Fern, Y. S. , & Lam, J. . A Case Study on the Brand Image towards the Usage of Facebook.
- [21] Oliveira-Castro, J. M. , Foxall, G. R. , Yan, J. , & Wells, V. K. . (2011). A behavioral-economic analysis of the essential value of brands. *Behavioural Processes*, 87(1), 106-114.
- [22] Scott, Lucas, Dyfed, \Fred\, Richards, & Mike, et al. (2012). High wire act: building brand value during an m&a transition. *Dmi Review*.
- [23] Yannan, Jin, Xiaole, Wu, Qiyang, & Hu. (2017). Interaction between channel strategy and store brand decisions. *European Journal of Operational Research*.
- [24] Yujie, & JIANG. (2014). M&a studies on the chinese automobiles : the management to pursue the co-existence and integration of different business models at the same time. *国際ビジネス研究*, 6(2), 49-62.

- [25] Seaman.以消费者为核心,加深用户品牌认知度[J].声屏世界·广告人,2017(12):114.
- [26] 才大颖.从国家经济安全视角解读《中国品牌战略发展报告(2016)》蓝皮书[J].中国科技信息,2017(02):89-90.
- [27] 崔冰.上市公司并购动机及其他因素对业绩影响研究[D].浙江大学,2006.
- [28] 董培.我国传媒行业上市公司并购绩效研究[D].河南大学,2014.
- [29] 董学力.互联网企业跨界并购财务风险分析与整合策略——以阿里集团并购优酷土豆为例[J].财会通讯,2017(11):96-100.
- [30] 杜文彦.浅议我国企业并购的动因,现状及对策[J].中国商论,2017(8):125-126.
- [31] 樊燕萍,张永安.战略并购内涵、动因及类型解析[J].中国流通经济,2013,27(04):44-48.
- [32] 冯根福,吴林江.我国上市公司并购绩效的实证研究[J].经济研究,2001(1):54-61.
- [33] 冯晓青.企业品牌战略及其实施策略研究[J].武陵学刊,2013,38(05):75-82.
- [34] 高晓娟.我国房地产业上市公司并购动因及风险研究——以中国恒大的并购潮为例[J].财会学习.2016(12):231-232.
- [35] 郭凯,刘海风.基于DEA的我国煤炭上市公司并购绩效研究[J].中国煤炭,2010(6):37-40.
- [36] 郭锐,陶岚,汪涛,周南.民族品牌跨国并购后的品牌战略研究——弱势品牌视角[J].南开管理评论,2012,15(03):42-50.
- [37] 贾红睿,何新宇,陈宏民.企业兼并理论研究进展[J].预测,2000(01):19-24.
- [38] 蒋廉雄,冯睿,朱辉煌,周懿瑾.利用产品塑造品牌:品牌的产品意义及其理论发展[J].管理世界,2012(05):88-108,188.
- [39] 科迪.红阳能源并购沈阳焦煤股份有限公司的动因及绩效研究[D].沈阳工业大学,2017.
- [40] 李宏先.上市公司并购绩效与其影响因素相关关系研究[J].经济科学,2015(1):34-38.
- [41] 李俊芸,夏传文.外资并购我国上市公司的动因及绩效研究[J].财经问题研究,2005(6):69-72.
- [42] 李天博,齐二石,李青.企业并购文化整合的演化博弈及动态仿真研究[J].软科学,2017,31(03):42-48.
- [43] 李欣.沃森生物并购绩效研究[D].湘潭大学,2017.

- [44] 刘磊.关于我国企业并购动因的分析[J].哈尔滨商业大学学报,2004(1):84-85.
- [45] 刘莉亚,何彦林,杨金强.生产率与企业并购:基于中国宏观层面的分析[J].经济研究,2016,51(03):123-136.
- [46] 刘笑萍,黄晓薇,郭红玉.并购类型与并购绩效的实证研究[J].金融研究,2009(3):135-153.
- [47] 陆国庆.中国上市公司不同资产重组类型的绩效比较[J].财经科学,2000(6):56-59.
- [48] 吕承超,孙曰瑶.多品牌战略内在机制的经济分析[J].经济经纬,2011(06):121-125.
- [49] 檀向球.沪市上市公司资产重组绩效实证研究[J].证券市场导报,1999(6):49-53.
- [50] 谭丽君.通过成功的战略并购,提升企业核心竞争力[J].企业导报,2013(17):150.
- [51] 汪涛,刘继贤,崔楠.以品牌并购建立国际品牌:基于后进国家企业视角[J].中国地质大学学报(社会科学版),2011,11(01):9-16.
- [52] 王海忠,李骅熹.提升“中国制造”国际品牌形象的国家战略[J].中山大学学报(社会科学版),2017,57(03):194-208.
- [53] 王军.亚洲经济合作成了全球乱局中一片亮色[N].上海证券报,2017-03-22(008).
- [54] 王晓玉,汪俊.跨国并购对本土品牌国际化形象的提升效应[J].软科学,2017,31(06):129-133.
- [55] 魏文美.我国上市公司并购动因浅析[J].财经理论与实践,2001(8):87-89.
- [56] 熊小可.阿里巴巴并购高德动因与财务效应分析[D].江西财经大学,2017.
- [57] 徐方芳.基于认知的品牌认知度测评[J].山东工业技术,2014(23):240.
- [58] 杨保军.知识管理、品牌进化与绩效的实证研究[J].中国流通经济,2016,30(05):62-71.
- [59] 杨洁,高丽红.中国企业跨国并购动因及效应分析[J].现代商贸,2011(16):18-23.
- [60] 杨楠.品牌国际化形象对消费者行为的影响[J].经济体制改革,2015(02):126-131.
- [61] 殷醒民.评欧盟的垂直限制政策[J].世界经济文汇,1999(04):36-40.
- [62] 余力,刘英.中国上市公司并购绩效的实证分析[J].当代经济科学,2004(4):68-74.
- [63] 余明阳,李启庚.品牌战略对企业价值的影响路径分析[J].上海管理科学,2013,35(05):1-5.

- [64] 余瑜,王建琼.中西方并购动因研究述评[J].西南交通大学学报(社会科学版),2015,16(01):107-111.
- [65] 袁安府,黄丹,邵艳梅.品牌价值提升影响因素研究[J].商业研究,2013(06):133-143.
- [66] 张达.中国上市公司海外并购绩效及影响因素的实证分析[D].上海大学,2014.
- [67] 张金杰.中国企业海外并购的新特征及对策[J].经济纵横,2016(09):61-67.
- [68] 张旭.中国企业海外并购动因分析及整合研究[D].西南财经大学,2012.
- [69] 张玉洁.跨国并购理论及战略思想研究——以中国交建海外并购战略为例[J].知识经济,2018(03):25-27.
- [70] 张晗.国有企业并购的动因及风险防范——国家电网并购许继集团的案例研究[J].经营管理者,2017(8):56.
- [71] 张焱,张锐,刘进平.品牌价值来源及其理论评析[J].预测,2010,29(05):74-80.
- [72] 郑勇军,苏立峰.基于战略并购理论的中国跨国企业培育[J].商业时代,2007(26):41-42+46.
- [73] 周少秋.大北农并购南京天邦绩效分析[D].沈阳农业大学,2017.
- [74] 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):79-82.
- [75] 祝文峰,左晓慧.公司并购中目标公司绩效问题研究[J].经济问题,2011(6):45-4

附录 A

研究调查问卷

您好！在此万分感谢您在百忙之中抽出宝贵的时间进行本次的问卷调查。这是一份关于“美年大健康品牌价值”的调查研究问卷。本问卷的目的是为了本人研究所设计的，因此，希望各位秉持认真诚恳的态度作答。本问卷不涉及商业机密或个人隐私，所有数据仅以汇总形式出现，绝不会向其他人公开。希望您仔细阅读每个选项并按照内心真实想法认真回答，感谢您热情的参与和支持！

## 一、 人口统计特征

### 1.您的性别

A.男 B.女

### 2.您的年龄？

A.20-30岁 B.31-40岁 C.41-50岁 D.51-60岁 E.60岁以上

### 3.您的学历？

A.硕士及以上 B.本科或大专 C.高中或中专 D.初中及以下

### 4.您的职业？

A.公务员 B.事业单位 C.普通企业职工 D.企业管理人员 E.学生 F.教师 G.医护人员 H.个体经营老板 I.其他\_\_\_\_\_

## 二、 消费行为特征

### 5.您是否第一次来美年大体检中心进行健康体检服务？

A.是 B.否

### 6.您本次体检的原因？

A.公司组织体检 B.定期主动检查 C.最近身体有异样

7.本次体检的付费主体是？

A.公司或单位赠送 B.自费

8.本次选择的体检服务内容是？

A.常规体检服务 B.单项体检服务 C.个性化体检服务

9.本次体检服务的费用大概是？

A.800 以下 B.800-1500 元 C.1500-3000 元 D.3000 元以上

### 三、 体检满意度调查

10.我认为美年大健康的体检服务能完全满足我的需求？

A.非常不同意； B.不同意； C.一般； D.同意； E.非常同意

11.我选择美年大健康是因为其体检服务内容十分丰富

A.非常不同意； B.不同意； C.一般； D.同意； E.非常同意

12.我选择美年大健康是因为其体检服务态度很好

A.非常不同意； B.不同意； C.一般； D.同意； E.非常同意

13.我选择美年大健康是因为其体检环境很优美

A.非常不同意； B.不同意； C.一般； D.同意； E.非常同意

14.我认为美年大健康很关注消费者的需求

A.非常不同意； B.不同意； C.一般； D.同意； E.非常同意

15.提到专业健康体检机构，我首先会想到美年大健康？

A.非常不同意； B.不同意； C.一般； D.同意； E.非常同意

16.在相同条件下，我会再次选择美年大健康进行健康体检服务？

A.非常不同意； B.不同意； C.一般； D.同意； E.非常同意

17.如果有机会，我会像身边的人推荐美年大健康的健康体检服务？

A.非常不同意； B.不同意； C.一般； D.同意； E.非常同意

四、 并购了解情况调查

18.您是否了解美年大公司的并购情况

A.是            B.否

19.我认为美年大健康的并购能够显著增加公司的实力？

A.非常不同意； B.不同意； C.一般； D.同意； E.非常同意

20.我认为美年大健康的并购壮大可以更好地为我们消费者提供服务？

A.非常不同意； B.不同意； C.一般； D.同意； E.非常同意

21.我认为美年大健康并购能促使其在民营健康体检领域拥有绝对的市场份额？

A.非常不同意； B.不同意； C.一般； D.同意； E.非常同意

答卷到此结束！非常感谢您对本次研究的支持！

敬祝健康！