



(2024 年第 14 期，总第 197 期)

中国证券投资基金业协会

2024 年 12 月 13 日

## 我国并购基金典型案例研究

### ——并购基金课题成果之三

**【编者按】**并购重组是培育新质生产力的有效手段。并购重组的开展过程，是生产要素的重新配置过程，也是金融资本的运用和配置过程。在并购贷款、并购债券、并购基金等金融工具当中，并购基金既能提供直接的资金支持，又能通过存量股权受让主导企业整合，因此并购基金的效能发挥不仅有助于微观企业个体的成长壮大，也对宏观并购重组市场的活跃起到至关重要的作用。

为此，协会开展《我国并购基金发展趋势与效能研究》课题，梳理并购基金的理论研究与实践发展情况，结合案例深入剖析中美并购基金运作特点与效能发挥机制，研判我国并购基金的未来发展机遇及挑战。本文为课题成果之三，主要介绍了信宸资本成立平台企业嘉信立恒、招商局资本收购天津药物研究院、爱尔眼科并购成长三则实践案例，供大家参阅。

## 一、信宸资本成立平台企业嘉信立恒案例分析

嘉信立恒是信宸资本于 2018-2023 年间先后收购 7 家专注于不同领域的设施管理企业整合而成的综合设施管理平台。目前，嘉信立恒是中国排名前三的独立设施管理供应商，在全国 200 多个城市拥有超过 3 万名员工。



图 1 嘉信立恒示意图

### (一) 收购背景

信宸资本在研究我国物业行业现状、分析细分行业综合设施管理行业发展前景后认为，一是我国物业市场将从快速扩张过渡到存量提效管理。2017 年后城镇化率增速放缓，物业市场的重心开始向存量市场的提质增效转移，业主对物业服务的专业度要求逐渐提高，市场对综合设施管理供应商的需求不断增长。二是综合设施管理成为物业行业发展的重要方向。综合设施管理（Integrated Facility Management, IFM）是将工作空间所需的物业资产、家具设备、工作流程和人员等要素整合在一起进行管理的综合性空间服务体系。目前 C 端客户的社区增值服务与 G 端政务客户的城市服务日益饱和，关注 B 端客户多元服务场景的 IFM 是物业行业未来发展

方向。三是行业分散度高，潜藏着大量的平台式收购机遇。目前，我国物业管理市场集中度处于较低水平，大量 IFM 企业仍处于成长摸索阶段，龙头企业数量不多，存在大量的并购机会。四是通过并购打造综合平台是 IFM 行业做大做强的重要路径。作为物业行业细分赛道的 IFM 行业，在单位面积服务价格难以显著提升时，增加管理面积成为增加营业收入的主要推动因素，同时由于其服务专业性更强，IFM 在并购时更倾向于选择细分领域或特定区域的龙头企业，通过“掐尖式”并购，实现业务的跨越式发展。

## **（二）整合情况**

设立平台企业嘉信立恒后，信宸资本花了 18 个月的时间对平台上的各个标的企业进行整合，将嘉信立恒成功打造成一家规模化、专业化的全新平台型企业。

**吸纳标的企业创始团队，组建专业化管理团队。**嘉信立恒成立后，在核心团队建设上，将所并购标的的创始人、CEO 等关键人员吸纳进来，搭建了一个由标的原创始团队和信宸资本专业化团队相结合的管理层结构。作为控股股东，信宸资本在嘉信立恒的管理中致力于“补位不越位”，补位补的是股东的支持，但是不越位代替管理者做决策。

**进行组织变革，优化人才领导力体系。**2020 年下半年，信宸资本主导嘉信立恒组织变革，通过多次访谈总结问题，优化流程，完成组织架构升级优化和人力资源提质增效。

**运用数字化工具，构建全流程数字化体系。**信宸资本注重数字化建设，对嘉信立恒先行启动了人力、财务、销售多板块的数字化，随后又推动涵盖供应链、信息流、大数据呈

现等板块的组织数字化变革。借助数字化工具，各个信息化板块的孤岛被连通，在管理端和成本端均实现了提效增质。

### **（三）案例小结**

信宸资本成立平台企业嘉信立恒案例比较充分地体现了我国市场环境下并购基金的价值发现和价值创造作用，同时也对创业者控制权的转让做出了探索。

**价值发现方面**，信宸资本敏锐抓住了中国物业行业转型期机遇，挖掘到综合设施管理这一细分行业的并购机会。第一家并购的斯卡伊，被并购前年收入约为 3.6 亿元人民币；不到五年的时间，包括斯卡伊等七家企业在内的嘉信立恒年收入就达到了 28 亿元人民币。

此外，信宸资本还挖掘到“双碳”政策给物业管理行业带来的机遇。2022 年下半年，嘉信立恒推出“零碳 IFM”概念，开发了一系列绿色能源管理解决方案，可将客户综合能源使用效率提高 40%以上。为进一步提高能源管理能力，嘉信立恒于 2023 年初收购了国内领先的暖通空调设备和能源管理服务提供商江苏天纳，利用其核心技术将制冷性能系数大幅提高，帮助客户节省 20-40%的能耗。

**价值创造方面**，一方面，通过数字化和 workflows 优化，嘉信立恒的物料成本降低了至少 10%。另一方面，嘉信立恒积极开拓新客户，提升业务服务能力。成立嘉信立恒后，通过组织变革、流程优化、数字化建设等工具，整合各被投企业的设施管理业务，将一个业务分布广、员工流动率高的劳动密集型产业打造成高效优质的专业设施管理龙头。嘉信立恒还注重每个区域和品牌之间的互相支持，以形成协同效

应。例如，借助旗下杜斯曼公司与香港的公立医院的丰富合作经验，成功开拓了北京的医院客户。

嘉信立恒还探索出一个创业者控制权转让的示范模式。并购基金推动家族企业职业化发展，扮演了“不缺位的职业股东”角色。在取得企业控制权后，信宸资本通过组织变革、激励计划等手段，将创业者们的管理者角色和股东角色有效分离，既保留家族企业的创业精神，又积极引入专业经理人才。被收购企业的创始人从单一的股东身份转变成“小股东+职业经理人”的身份，继续参与嘉信立恒的发展。

## **二、招商局资本收购天津药物研究院案例分析**

天津药物研究院始建于 1959 年，2000 年从中央事业单位转变为地方所属的全民所有制企业。2014 年，天津药研院引入董事会、管理层等现代企业治理结构，成为一家国有独资的公司制高新技术企业。招商局集团是国务院国资委下属中央企业，深耕交通、金融和地产三大核心产业领域。

### **（一）收购背景**

**公司利润水平不高。**改制为国有独资高新技术企业后不久，天津药研院遇到了研发成果市场价值转化率低的成长瓶颈。2015 年至 2017 年，虽然天津药研院的总资产和营业收入都呈现出逐年递增的趋势，但是受到人工成本、运营成本等诸多因素影响，利润水平不高。

**研发成果转化效益低。**天津药研院的研发技术力量已涵盖了整个药物研究领域，为社会输出了大量优秀的医药新产品，这些产品为目标服务公司带来的销售收入远远超过天津药研院转让技术获得的收入。药研院的管理层开始重视如何

提高研发成果转化收益、解决研发成果市场价值转化低的问题。

**研发创新和人才培养亟待加强。**天津药研院深知，现有体制机制难以满足自身发展的需求，要想保持长期竞争优势，必须改变体制机制，推动研发创新成果转化和培养并留住高端科研人才。2016年12月中央经济工作会议强调混合所有制改革是国企改革的重要突破口。天津市委市政府确立了天津市属国企混改思路，天津药研院属于混改范围。药研院的管理层也希望通过混改，引入新的战略投资者，打破国企相对僵化的机制，稳定科研团队；同时建立自己的销售团队，最大限度提高科研成果转化，打通科学研究与市场之间的联系。

## **（二）混改方案**

2018年5月25日，天津药物院的混改方案获得正式批复。5月29日，天津药研院混改项目在天津市产权交易中心挂牌交易，吸引近30家投资机构和医药产业集团投标，其中上海医药集团和招商局集团成为进入最后评估阶段的两家投标企业。大健康板块是招商局集团正在着力打造的第四大战略性业务板块，在“三医两康”——医药、医疗、医养、健康管理和康复等方面进行全面布局。医药创新研发能力是招商局集团最为重视并倾注多种资源打造的核心竞争力之一，而天津药研院一直以来是医药行业重要的研发力量，正好符合招商局对于医药行业的未来部署——将天津药研院作为自身医药产业的核心资产进行长期布局。正是由于对药研院的重视和长期规划，药研院的管理层最终选择与招商局

合作。

2018年6月，招商局资本注册成立天津招商天合医药科技发展合伙企业（有限合伙），控股股东为招商局健康产业投资有限公司。2018年8月6日，招商局资本以约14亿的对价，获得天津药研院65%的股份（见图2）。

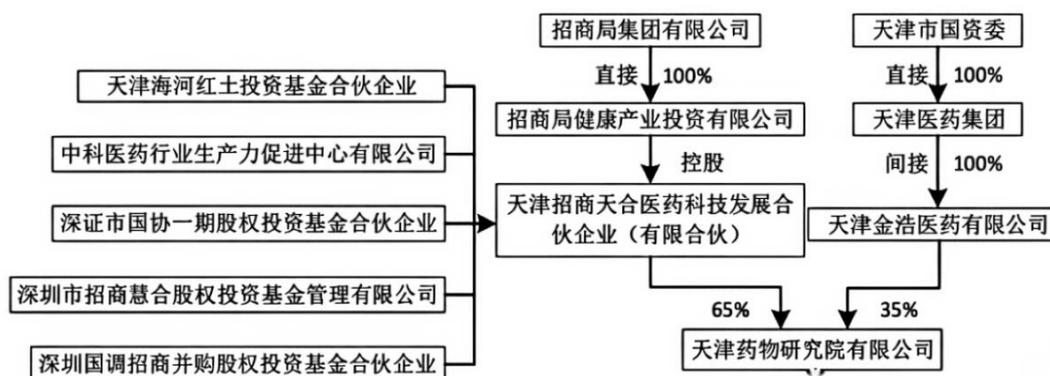


图2 混改后药研院股权结构图

### （三）整合情况

控股药研院后，招商局资本联合招商局健康组建了专门团队，开始对天津药研院的整合。

一是驻派高管，组建管理层团队，注入招商局文化。招商局资本控股后不到两个月，天津药研院就选举产生了新一届董事会和监事会。董事会中招商局董事代表5位，天津医药集团董事代表3位，此外还有1位职工董事。招商局资本在完善天津药研院治理结构的同时，积极促成双方文化融合。天津药研院开展了“走进招商局”系列活动，让药研院全体人员感受到招商局资本坚定不移地走市场化道路、着力将天津药研院打造成为中国一流的研发型制药企业的决心，为后期的组织结构调整、人员选调打下了良好的基础。

二是以财务资源整合为抓手，推动公司架构重组。财务资源的整合是影响天津药研院发展的一个重要因素。混改

前，药研院下有 10 个法人单位，生产、销售和一部分研发职能作为子公司独立运营，母公司对子公司的管理缺乏统一战略指导和监管，各个子公司对局部利益的追求使得整体产业链优势未能充分发挥。混改后，依托财务中心，按照扁平化、一体化管理的思路，实现了财务和人力资源的集团化管控。同时，天津药研院利用市场机制引入专业销售团队，充分实现公司经营后向一体化，将原先公司研发的新产品转让给其他医药公司取得收益的模式转变为自研自销模式，最大化研究成果的市场转化价值，为后续新产品的持续研发提供了资金条件。

**三是战略梳理，聚焦重点优势的领域，推动创新药投入。**招商局资本对天津药研院的战略发展进行了重新定位，着力打造新药研发、技术服务、生产销售三大核心业务板块，形成药物发现研究、临床前研究、临床研究、产业化上市营销四大配套体系。研发占到总收入的比例从过去的不到 4% 上升至 15%，将科研布局扩展至生物技术及生物药的科研与技术服务，成立了专业的生物技术研究部门，在干细胞治疗、抗体、多肽、抗病毒药物研发等方面开展创新研究，积极打造国内领先的生物技术研究和服务平台。

混改后，天津药研院实现了资产总额的增长和资产结构的优化，资产负债率持续改善。2018 年末，资产总额达 24 亿元，比 2017 年末增长 76%。

#### **（四）案例小结**

招商局资本收购天津药物研究院案例充分体现了并购基金在混合所有制改革中效能发挥的关键点。

**混改目标定位对并购基金能否介入至关重要。**在天津药研院的初期混改方案中，要求混改引入的投资者是了解医药行业发展特点的专业投资机构；但在后续混改推进过程中，不再考虑纯财务型的投资机构，而是要求以实体公司或者实体公司组建的投资基金为主。混改目标定位为招商局资本入围提供了有利契机。

**混改更重视并购基金的管理赋能和价值创造能力。**对于出让国资控制权的混改，往往不是价高者得，国资以及混改公司的管理层应重视新股东对公司的影响和支持。招商局资本控股后，天津药研院不仅完善了现代公司治理能力，还与招商健康紧密合作，汇集药代动力学、药效学和毒理学三大学科优势专注 CRO 业务，拓展了天津药研院的产品体系和盈利空间。

**并购基金与原管理团队的磨合沟通是混改成功的关键。**国企作为混改标的，往往会在条款中对并购后裁员进行一定限制。例如，天津药研院要求新进入的大股东五年内不得以非员工本人原因与员工解除或终止劳动关系。这样的约定在一定程度上束缚了并购基金在投后剥离非核心资产时的整合力度。招商局资本控股后，选择由药研院原董事长担任混改后的 CEO，在协调整合药研院组织结构和资源配置方面兼顾了并购双方的利益，取得较好效果。

### **三、爱尔眼科并购成长案例分析**

#### **（一）并购背景**

爱尔眼科成立于 2003 年，于 2009 年在深圳证券交易所创业板上市，是国内第一家上市的医疗服务企业。从 2011

年开始，爱尔眼科确定分级连锁的发展战略，通过新设医院和收购医院推进全国连锁布局，计划 2019 年底前在全国百分之六十以上的省份实现爱尔眼科医院的布局，由此产生大量的资金需求。因此，爱尔眼科发起设立“上市公司+PE”模式的并购基金，准备通过并购来实现集团的规模扩张。同时爱尔眼科颁布实施了合伙人计划，筛选符合条件、具有一定资格的核心技术人才和核心管理人员作为合伙人股东，与爱尔眼科共同投资到新医院中。

2014 年，爱尔眼科发布公告，计划以自有资金 2000 万元和深圳前海东方创业金融控股有限公司（以下简称东方金控）联合发起深圳前海东方爱尔医疗产业并购基金（以下简称前海东方），基金规模 2 亿元，东方金控作为 GP 出资 670 万，其余资金向其他 LP 募资。并购基金投资与眼科医院相关的标的，基金对标的医院的持股比例在 51%以上，以实现对标的医院的控股。在基金培育标的过程中，爱尔眼科作为 LP 不参与基金管理和标的公司经营，但负责对并购标的进行培训和技术支持，GP 负责对标的进行规范化培育、提前熟悉爱尔眼科的运营模式。爱尔眼科对达到预期经营业绩的合规并购标的拥有优先并购权（见图 3）。

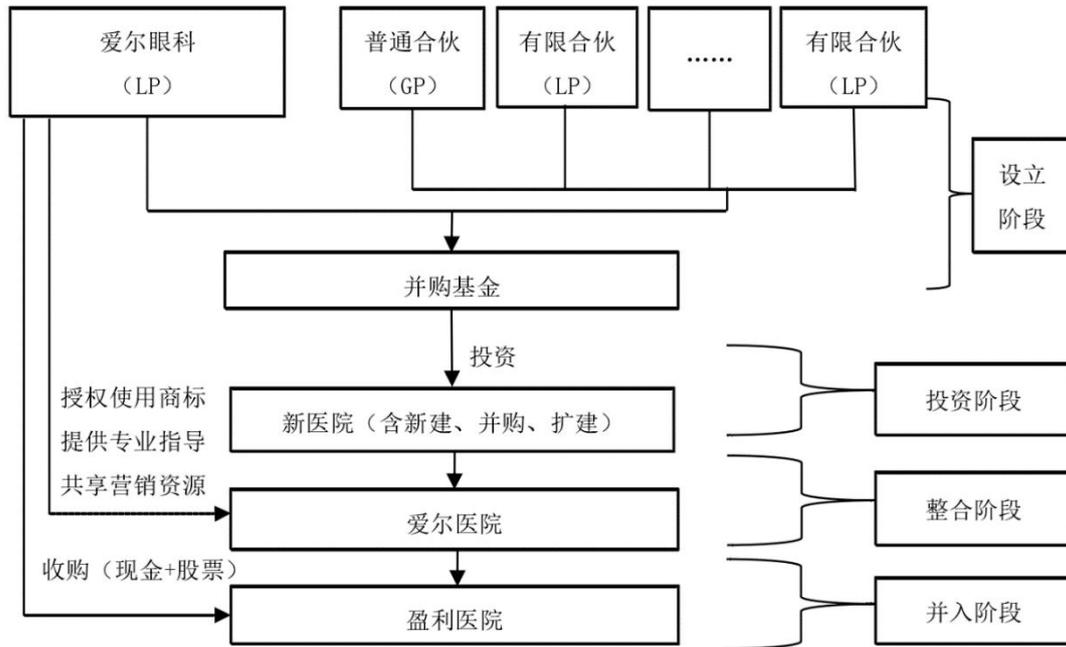


图3 爱尔眼科与PE合作并购基金运作示意图

从财务上看，并购基金成立后，爱尔眼科只持有并购基金的部分股份，且没有决策权，不会合并报表。同时，爱尔眼科将这部分基金投资记在了其他非流动金融资产下，用成本法进行核算，所以这段时间，基金持有的标的医院的经营波动不体现在金融资产下，其盈亏也不会影响爱尔眼科的利润表现。这种提前培育的方式，避免了前期孵化可能给上市公司带来的财务风险，能够提前发现标的医院的潜在风险并及时解决，为之后并购整合做好准备。

从资金占用上看，每只并购基金中，爱尔眼科的出资比例不到20%，按照预期完成在地县级布局所需的50亿元资金需求估算，爱尔眼科只需出资10亿元左右。这种方式极大缓解了爱尔眼科的资金压力。

## （二）成长概况

从2014年开始，爱尔眼科联合多家私募投资机构设立产业投资合伙企业。截至2021年12月，爱尔眼科设立的11

只专门用于收购眼科医院资产的并购基金，见表 1。

表 1 “爱尔眼科+PE”型并购基金汇总

并购基金名称	成立日期	募集规模 (亿元)	爱尔眼科 出资比例 (%)	GP	GP 出资 比例 (%)	存续期限 (年)
前海东方	2014.03.17	2	10	东方金控	3.33	3+1
中钰基金	2014.12.21	10	9.8	中钰创投	0.2	5+2
安星基金	2016.05.23	10	19	前海安星	0.1	5
亮视交银	2016.11.30	20	19.5	锦傲投资	0.05	5
亮视长银	2017.12.26	10	19	前海安星	0.1	5
亮视长星	2018.10.27	10	19	前海安星	0.1	5
远翔天祐	2019.7.11	8	19.875	远旭投资	0.0125	5
亮视晨星	2019.08.22	10	19	前海安星	0.1	5
远澈旭峰	2020.08.28	6.2	19.3	远旭投资	0.016	5
远澈旭峰	2020.08.28	6.2	19.3	远旭投资	0.016	5
亮视中星	2021.01.15	10	19	投中资产	0.1	5
亮视远筑	2021.11.26	5	19.98	繁菁投资、 投中筑壹	0.22	5

在并购基金的支持下，爱尔眼科开始了高速扩张。2017年，公司首次完成“上市公司+PE”并购模式全闭环运行，公司非公开发行募集 17.2 亿元，用于支付并购基金孵化完成的九家医院的收购款。医院并表后，进一步增强上市公司盈利能力，当年爱尔眼科在华南、华东等地区主营业务收入增长明显。2018 年，直接并购陇西爱尔、内江爱尔等六家眼科医院。2019 年，爱尔眼科将并购基金旗下的 26 家医院注入天津中视信公司，再以发行股份方式购买天津中视信 100% 股权。

截至 2022 年第三季度末，爱尔眼科投资的并购基金里已经储备了 347 家眼科机构（地级市及县级医院为主），爱尔眼科体内外共有眼科机构 671 家；较 2014 年初成立并购基金时增加近 600 家。爱尔眼科的营业收入也从 2014 年的 24 亿元增至 2022 年 Q3 的 130.5 亿元，同期归母净利润也从

3.1 亿元增至 23.6 亿元。

### (三) 基金退出

前海东方并购基金成立于 2014 年 3 月，基金规模 2 亿，爱尔眼科作为 LP 出资 2000 万。2016 年 12 月，爱尔眼科发布公告，宣布与湖南中钰爱尔眼科医疗产业投资合伙企业（有限合伙）（即并购基金“中钰基金”）及深圳前海东方爱尔医疗产业并购合伙企业（有限合伙）（即并购基金“前海东方”）签署了股权转让协议。根据该协议约定，爱尔眼科收购前海东方持有的东莞爱尔 75% 股权、泰安爱尔 58.70% 股权、太原爱尔 90% 股权、佛山爱尔 60% 股权、九江爱尔 68% 股权、清远爱尔 80% 股权、湖州爱尔 75% 股权；以及中钰基金所持有的沪滨爱尔 70% 股权、朝阳眼科 55% 股权。收购价格共计为 58,012.80 万元，其中支付前海东方 33,403.70 万元，支付中钰基金 24,609.10 万元（见表 2）。

表 2 爱尔眼科并购标的情况

并购基金	并购标的	获得标的股份占比	交易价格（万元）	2017 年 PE	2017 年 PS
前海东方	东莞爱尔	75%	9,847.50	13.34	2.79
	泰安爱尔	58.7%	3,013.66	19.44	1.85
	太原爱尔	90%	5,830.20	10.82	1.71
	佛山爱尔	60%	3,535.80	69.36	1.38
	九江爱尔	68%	3,106.24	18.28	1.74
	清远爱尔	80%	2,644.80	31.59	1.99
	湖州爱尔	75%	5,425.50	12.51	2.45
中钰基金	沪滨爱尔	70%	20,884.50	11.13	2.69
	朝阳眼科	55%	3,724.60	11.11	2.35

爱尔眼科以现金的形式分三次向并购基金支付价款，支付价款来自非公开发行股票募资所得。此次并购后，前海东方还持有恩施爱尔 74% 股份、宜春爱尔 75% 股份、桂林爱尔 80% 股份、无锡爱尔 62.86% 股份、凉山爱尔 60% 股份。

2018 年 12 月末和 2019 年 1 月初，爱尔眼科以自有资金

再次收购前海东方所持有的无锡爱尔、宜春爱尔和桂林爱尔的股份，分别支付 2074.38 万元、1800 万元和 4000 万元，累计支付 7874.38 万元。前海东方持有的恩施爱尔和凉山爱尔的股份转让给了爱尔眼科参与设立的另外两只并购基金——亮视晨星和远翔天祐，转让价格未披露。但仅从披露的爱尔眼科收购情况看，前海东方通过将控股眼科医院的股份转给爱尔眼科，已经累计收回资金 4.13 亿元。作为一只在 2014 年初成立的 2 亿基金，账面收益已经翻了一倍。

#### **（四）案例小结**

**设立“上市公司+PE”型基金，以相对少量资金撬动较大杠杆。**2014 年 3 月至 2022 年 9 月，爱尔眼科相继设立了 12 只产业并购基金，截至目前仍有 10 只并购基金存续，储备了大量的体外门店。在并购基金设立中，爱尔眼科一般持股/出资比例在 10%-20%，主要担任有限合伙人角色，没有投资决策权，将资本运作工作交给专业的投资管理公司。财务核算上，爱尔眼科前期一般通过其他非流动金融资产科目、以成本法进行核算，避免并购基金旗下医院前期亏损对上市公司业绩的影响。基金规模上，存续的 10 家并购基金合计规模 99.2 亿元，爱尔眼科合计出资金额为 19.1 亿元，占比 19.2%，以相对少量的资金撬动较大规模的杠杆。

**并购基金模式成效显著，上市公司实现加速扩张。**爱尔眼科连锁扩张主要分为三个阶段，其中 2003 年至 2009 年为第一阶段，即上市前的慢速扩张，此阶段受限于资金、品牌力等因素，平均每年仅新增 2-3 家医院；2009 年至 2014 年为第二阶段，上市之后资金相对充裕、叠加品牌效应增强，

扩张速度略有加快，该阶段体内门店平均每年新增约 7 家；2014 年开始推行并购基金模式后，扩张速度明显提速，2014 年至 2021 年体内门店平均每年新增约 34 家，体内外门店合计平均每年新增约 77 家。截至 2022 年 9 月，公司大陆体内门店数已达 324 家，体内外合计门店数达 671 家，并购基金里储备了 347 家门店。

**并购基金退出渠道明确，标的估值或有争议。**并购基金控股的医院度过孵化期，达到一定盈利、运营、内控等综合标准后，爱尔眼科会购买基金所持有的医院股份，基金的退出渠道在设立之时就已明确。但是这种模式下，爱尔眼科对并购标的的估值存在一定争议。

**【本文为中国证券投资基金业协会课题《我国并购基金发展趋势与效能研究》的成果之三】**