全球并购行业趋势

后疫情时代，投资人将面对激烈竞争



2021年2月

概览（1/2）

并购活动正在加速。随着估值水平不断走高，大量资本入场，企业必须密切关注基本面，以创造价值。

- 许多迹象表明，未来6至12个月可能是并购交易的密集期。未直接受到新冠疫情冲击的公司手握资金筹码：超过7.6万亿美元的现金和有价证券，而市场利率处于历史最低水平。新冠疫苗陆续上市增强了CEO、投资人和消费者三方的信心，被压抑的需求可能随之释放。对于面临困境的公司来说，接受并购或是不可避免的。而对于其他公司，要想尽快弥补技能、资源和技术方面的差距，并购交易可能是最快、最好的途径。
- 全球并购活动的阻力依然存在。仍在蔓延的新冠疫情会继续引发经济停摆。高失业率可能会降低产品和服务需求。全球贸易摩擦、监管压力和美国总统换届都带来不确定性。高效的IPO渠道为股东实现退出提供了除并购交易外的选择。不同行业和地区的经济复苏可能并不均衡。
- 然而总体而言，机遇和转型将成为2021年交易市场的关键词，对于一些公司来说，竞争可能会很激烈。新冠疫情和地缘政治的发展已经让大多数公司形成共识，这推动了2020年下半年并购交易数量和交易金额上升，尤其是数字和技术资产。道琼斯指数、纳斯达克指数、标准普尔500指数、上证指数和日经225指数都处于或接近历史高位。IPO表现十分活跃，例如美国外卖服务提供商DoorDash首日收盘价高出其初始挂牌价86%[1]，全球房屋短租服务供应商Airbnb首日收盘涨幅超过112%[2] 。

[1] Erin Griffith, 'DoorDash Soars in First Day of Trading', New York Times, 9 December 2020, accessed 13 January 2021, https://www.nytimes.com/2020/12/09/technology/doordash-ipo-stock.html
[2] Luisa Beltran, 'Airbnb Stock Closes at $144 After Pricing IPO at $68 a Share', Barron's, 10 December 2020, accessed 13 January 2021, https://www.barrons.com/articles/airbnb-prices-ipo-at-68-a-share-raising-3-5-billion-51607560437

概览（2/2）

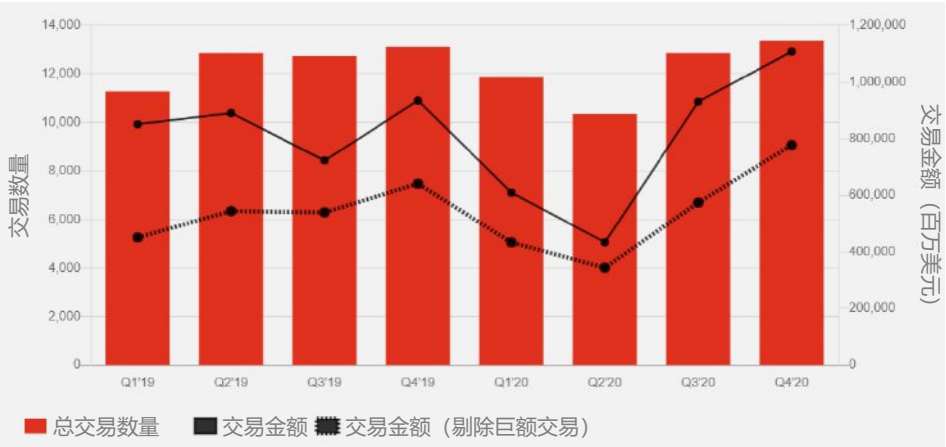
- 经历了动荡的一年后， 2021年并购交易可能呈现以下特征：资产估值进一步两极分化、数字和技术资产交易加速以及环境、社会和治理（ESG）绩效问题更受关注。
- 数字和技术资产估值高企，投资竞争激烈，投资人不得不采取更主动和更激进的方式来收购意向资产。而因经济结构变化导致商业模式不可持续的资产可能面临以低估值被抛售，尤其是受新冠疫情负面影响较大的资产，以及因经济结构变化导致商业模式不可持续的资产。
- 其他预计会对估值和并购产生连锁反应的因素包括：重组活动增加和IPO市场持续火爆。通过特殊目的收购公司（SPAC）筹集资金的方式影响尤大。

“新冠疫情为公司提供了看清其未来的难得机会，尽管许多公司并不喜欢他们所看到的。对于这些公司，加快数字化和业务转型已成为当务之急，并购是实现这一目标的最快方式。合适的交易标的变得异常抢手。”

布莱恩・利维
普华永道全球交易行业主管合伙人
普华永道美国合伙人

并购活动与估值

全球并购交易数量和交易金额



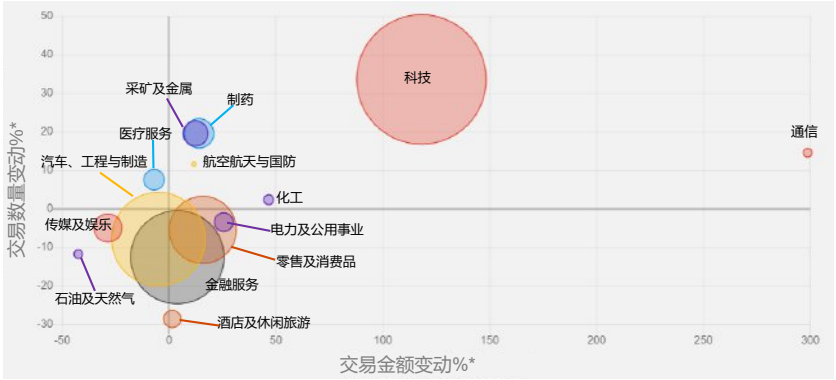
资料来源： Refinitiv, Dealogic及普华永道分析

- 正如我们在2020年下半年所看到的，资产估值仍然是并购成功的最大挑战之一，尤其是在交易节奏提速、竞争加剧的情况下。自2020年6月，各地区的交易数量都有所回升，这种强劲的趋势一直持续到年底。2020年第四季度的交易数量和交易金额同比分别增长了2%和18%。与2020年上半年相比，2020年下半年亚太地区及欧洲、中东和非洲地区（EMEA）以及美洲地区的并购交易金额增长均在17%至20%之间。

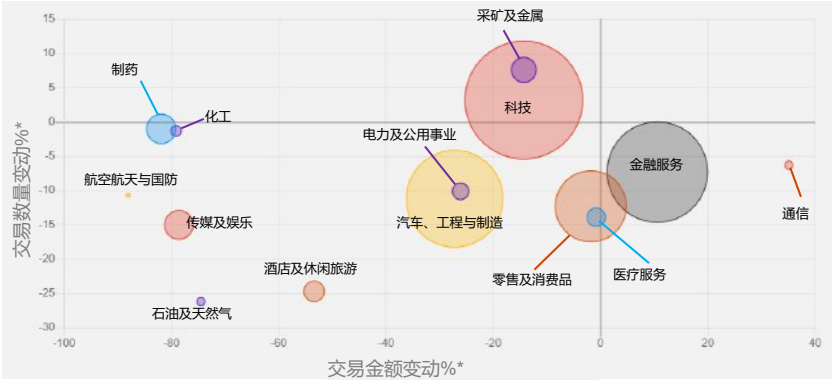
- 已披露的巨额交易（金额超过50亿美元的交易）数量大幅增加，推动了2020年下半年交易额的增长。 2020年第三季度有32宗巨额交易，第四季度有25宗巨额交易。2020年下半年披露的57宗巨额交易总交易额达到6, 880亿美元。相比之下， 2020年上半年只有27宗巨额交易，总交易额为2,660亿美元。

全球交易数量和交易额的变化

2020年下半年同比



2020年上半年同比



*百分比变动是根据上半年/下半年交易数量或交易金额与上年同期相比计算得出。圆形面积大小代表不同行业交易额规模。
资料来源： Refinitiv, Dealogic及普华永道分析

- 与上年同期相比，科技和电信行业在2020年下半年的交易数量和交易金额增长最多。

行业洞察（1/7） - 消费市场

- 投资组合的转换继续推动并购活动，大型零售商和快消品公司表现出韧性，继续专注于价值创造战略。企业通过并购交易实现收购不断增长的品类、渠道和市场，以及剥离非核心业务组成部分和计划退出非战略市场等目标。

- 加速发展的趋势包括数字化、直销、技术与店内体验的融合、无接触配送、支付方式多样化以及强调道德责任的供应链和品牌管理的ESG等方面。这些趋势正在为寻求获得业务韧性或收购行业颠覆者的企业创造更多交易活动机会。

- 2021年，资金面的高流动性预计将继续推动并购活动的开展、合伙和协作关系的建立，更多数量IPO的出现，以及消费市场重组活动的增加。



行业洞察（2/7） - 能源、公用事业及资源

- 向净零排放的转变继续对能源、公用事业及资源（EU&R）行业产生重大影响，这也是并购交易活动和资本入局该行业的关键驱动力。
- 新冠疫情对不同地区和行业的影响不尽相同，经济复苏情况也各不相同。油价冲击继续影响石油和天然气产业价值链，具体表现为资产出售、撤资或关停。下游资产和海上钻井公司首当其冲。我们预计勘探和生产资产很快受到类似影响，油田服务紧随其后。
- 降低碳排放的复杂性和经济复苏的不对称性，将为技术领域的合伙和投资创造机会。并购可能在其中起关键作用。



行业洞察（3/7） - 金融服务

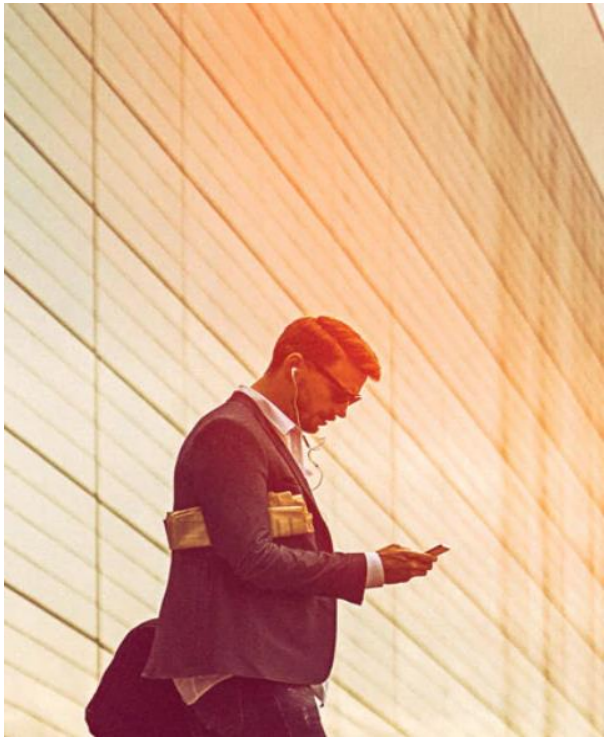
- 低利率、监管措施、数字化、向替代供应商和平台转移，以及新冠疫情对经济影响的持续扩大，预计将提高2021年金融服务业并购活动水平。金融服务公司如果能够利用这些因素加强其市场地位，将受到积极影响，而那些需要作出反应，甚至重组其业务的公司将受到负面影响。

- 在银行业，我们预计，深受新冠疫情影响的银行将采取措施改善资产负债表状况，并通过处置非核心业务或不良资产、投资组合和业务板块等措施，着力优化资本充足率，这将使交易活动进一步获得动力。买方亦存在许多机会，银行和其他金融机构等战略投资人正寻求战略性和投机性的并购，资金充足的私募投资人也不断在寻找投资机会。

- 结构性盈利压力将推动高度分散的金融服务业整合。银行、保险公司和资产管理公司将在富有挑战性的低利率环境中继续寻求收益的同时，重点关注可以实现业务规模化或进一步发展其商业模式的并购机会。金融科技公司将继续吸引投资人注意，成为助力数字化商业模式转变的合作伙伴，或者成为企业投资组合的一部分。

- 为了实现规模经济和稳定盈利，资产管理行业集中度可能会进一步提升。收费和毛利的透明度以及压力不仅会促使公司内部实施优化措施以降低成本，还会导致收购和合并的发生。在战略投资人和私募股权投资人的合作下，这些交易旨在提升运营平台的便捷性和效率。我们预计，投资人将对机器人咨询顾问和基于算法的智能投资顾问等新技术产生兴趣。此外，投资人将增加对某些资产的配置，如另类投资、基础设施基金和专注于ESG的基金。

- 相比之下，财富管理行业集中度较高。随着现有集中度得到巩固，预计全球范围内该行业在2021年的并购活动将减少。



行业洞察（4/7） - 医疗行业

- 医疗行业对投资人来说仍然是一个有吸引力的行业，我们预计交易将保持活跃。
- 数字化技术的应用正促使大型制药企业重新聚焦以创新为导向的价值创造，而医疗服务行业朝着消费者需求驱动的方向迈进。
- 新冠疫情下有人成功也有人失败。成功的疫苗厂商将利用现金和市场地位重塑竞争格局，而某些提供较少产品和服务类别的私立医院、诊所和医疗器械公司，可能会经历整合和重组。
- 与应对新冠疫情相对和面向未来的医疗设备、疫苗、治疗和诊断的公司，预计其价值创造故事仍然具有吸引力，因此将成为收购和合作的热门标的。



行业洞察（5/7） - 工业制造与汽车

- 在全球许多地区，政府加码支持计划，缓解了疫情对工业制造与汽车（IM&A）行业内的影响，但对未来几年市场需求不明朗的行业，如商用民用航空，供应商仍然面临严重担忧。

- 合并和纵向合并战略也是主要考虑事项之一。一些规模较小的供应商正在评估加速转型的挑战，尤其在汽车行业。大型制造企业正考虑通过纵向合并，扩大其在价值链中的覆盖。

- 并购活动的另一个热点将是那些让企业获得创新技术、帮助它们跟上行业趋势、法规和ESG承诺的标的公司。相关技术因行业而异，但包括电池、自动驾驶汽车、添加剂制造、绿色技术材料，以及监控和报告ESG绩效的工具 （特别是围绕能源使用、供应链韧性、健康和安全）。近期这在建筑材料行业引发了极大的兴趣。



行业洞察（6/7） - 私募股权基金

- 我们预计私募股权基金（PE）公司在重新平衡投资组合时，将继续积极参与收购和剥离。私募股权公司也可能会保持对替代性资本来源的兴趣，比如SPACs，因为它们利用了当前的IPO市场条件。

- 资金青睐那些在经济低迷不确定时期有可靠投资业绩，以及那些证明了有能力带领被投公司成功实现转型的投资机构。

- 产业收购者和其他私募投资人的强烈交易意愿推高了资产估值，可能会劝退一些私募基金的投资决定。但我们预计，在以技术为商业模式核心的交易上，投资机构间的竞争将依然十分激烈。

- 对于受新冠疫情打击最严重或商业模式迭代最快速的行业，我们预计，私募机构将利用这个机会收购不良资产或经营承压卖方的其他资产。

- 私募机构继续从利用财务杠杆和降低企业成本的传统模式，转向更主动和更创新的业务模式。私募机构正在尝试以创造协同效应和诸如数字转型、脱碳和战略重新定位等创新手段，来应对通过传统方式获得过高的资产估值，实现倍数扩张。

- 有限合伙人和潜在投资人继续关注ESG问题，并越来越关注净零排放，这对投资决策和估值产生前所未有的影响。随着传统私募股权机构纷纷放弃碳排放密集型业务，一种新的次级资产类别可能会出现，这可能会为其他私募机构创造交易机会。



行业洞察（7/7）- 科技、传媒及通信

- 新冠疫情爆发后，科技、传媒及通信(TMT)行业的某些细分领域仍然可能对投资人具有高度吸引力，例如具有经常性收入的电信、数字基础设施、游戏、视频和音乐流媒体、技术软件和服务、远程医疗、医疗IT、数字支付和金融科技。

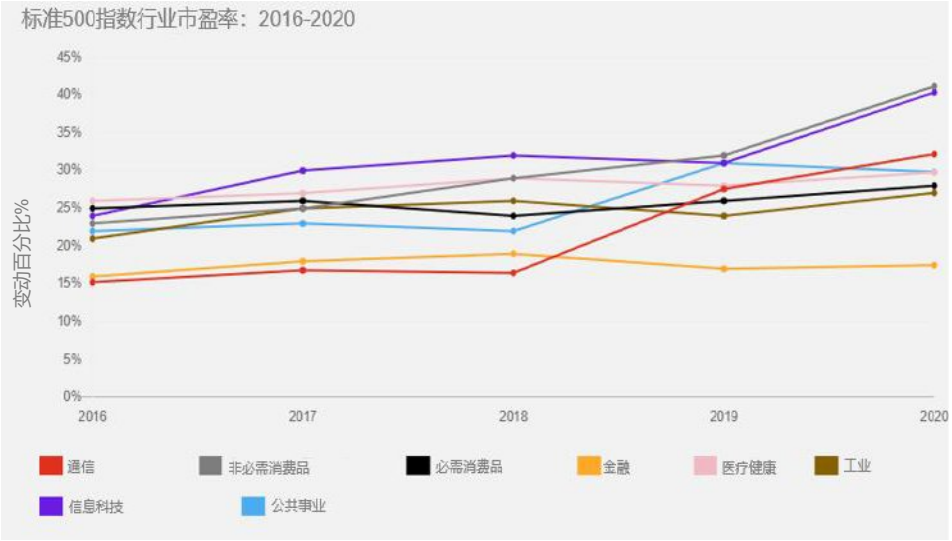
- 新冠疫情已经成为我们预见未来趋势的催化剂，比如远程办公的兴起。因此，随着云计算加速发展，预计科技领域，特别是软件即服务(SaaS)领域将保持强劲势头。

- 半导体行业的整合可能会继续，包括中高速发展的5G、数据中心、云计算、工业物联网和汽车领域。我们预计2021年这些领域的交易将保持活跃。

- 市场对光纤、基站、设备和技术等5G产品的需求将继续推动电信行业2021年并购活动的交易量。



新冠疫情的惊人影响



注：市盈率按市值/正常每股收益计算，并以每年的中位数表示。
资料来源：S&P Capital IQ和普华永道分析

- 交易定价可能比新冠疫情出现之前更为复杂。从历史上看，通常全球经济震荡会导致估值走低，我们原先预计疫情后也会出现这种情况。同时，与规模较小的公司相比，规模较大的公司的市盈率通常较低，因为投资人对其盈利增长和潜在价值创造的预期会打折扣。

- 然而，由于全球股市的反弹、充足的资本和大量投资人竞相交易，估值水平正在飙升。新冠疫情使得大公司在市场上获得估值溢价。不仅科技行业是这样，其他行业也是如此。事实上，疫苗的推出正在恢复人们对经济的信心、提高对增长率和利润率上升的预期，从而使估值倍数进一步提高。通常情况下，经济走强会给利率带来上行压力并促使估值走低。但多数经济学家预计低利率或将持续一段时间。美联储去年12月份的通告也支持了这一预期。

- 根据标准普尔500指数数据，大多数行业在过去五年的市盈率都有所增长。那么估值是不是越来越高了呢？交易时市场通常会给出目标股价20%-30%的溢价，不过最近达成的一些交易溢价要高得多。例如，2020年9月Gilead斥资210亿美元收购生物科技公司Immunomedics，溢价高达108 %[3]；Salesforce以277亿美元的价格收购了通讯公司Slack Technologies，这比谈判公开前的收盘价高出50%[4]。

[3] Cara Lombardo, 'Gilead reaches $21 billion deal for Immunomedics', MarketWatch, 13 September 2020, accessed 13 January 2021, https://www.marketwatch.com/story/gilead-reaches-21-billion-deal-for-immunomedics-2020-09-13
[4] Aaron Tilley, 'Salesforce Confirms Deal to Buy Slack for $27.7 Billion', Wall Street Journal, 1 December 2020, accessed 13 January 2021, https://www.wsj.com/articles/salesforce-confirms-deal-to-buy-slack-for-27-7-billion-11606857925

“万物数字化” 提速

- 数字化转型仍然是许多公司的首要任务。疫情导致人们活动范围限制在家庭周围，支持远程办公、教育、购物和娱乐的基础技术变得至关重要。这种快速增长的市场需求使大多数公司倾向于采用购买而非自建的策略。这加剧了获取所需基础设施的竞争，拉升了资产估值水平。
- 在普华永道最近一项调查中，76%的商业领袖表示，他们计划为数字化转型配置更多资源，特别是在数据分析、自动化、云计算、客户体验以及产品和服务转型方面。此外，53%的受访者表示，他们将在并购活动中投入更多资金，以实现其关键战略。可能正如人们预期，想要收购更多数字资产会导致更激进的做法，这就要求投资人更加自律，避免出价过高。



更加激进的成交（1/2）

- 虽然较高的估值通常意味着较高的风险并让投资人作出更慎重的选择，但目前并购交易对优质资产的竞争愈发激烈，出价也越来越高。投资人迫切的投资意愿（尤其是对数字和技术公司，以及具有变革性和有行业颠覆影响力的公司）催生了要不惜一切代价赢得胜利的紧迫感，交易节奏随之加快。

- 激烈的竞争使得一些买方试图在交易过程中走捷径，甚至会以先发制人的出价跳过拍卖过程。不管这意味着减少尽职调查时间，原封不动地接受目标预测，还是预先同意尚未签署的交易条款，买方为达成交易而作出的妥协都会带来风险。对于那些以技术为导向、具有创新或颠覆性商业模式的公司来说，在这个炙手可热的市场中，公司反而应当专注于不断打磨自身优势以赢得某些关键交易机会。除此之外，买方需要重新审视新冠疫情之前关于战略适当性、价值创造和组织相容性的假设，以确认交易的合理性。董事会和投资委员会若想创造长期价值，则需要了解新冠疫情和ESG对交易的影响。

“市场上的资金如此充裕，好的公司要价也越来越高，很多最终也要到了高价。我相信如果这种情况持续下去，那么对于成功的并购而言，现在比以往任何时候都更需要加倍重视价值创造。”

马尔科姆·劳埃德
普华永道全球交易主管合伙人
普华永道西班牙合伙人

“对投资人来说，当前环境下营收高速增长的重要性和难度越来越高。新冠疫情影响仍在不断显现之际，识别其在长期将导致的行业结构性变化更具有挑战性。”

阿拉斯泰尔·里默
普华永道全球交易战略主管合伙人
普华永道英国合伙人

更加激进的成交（2/2）

交易中的原则

- 这不是我们第一次看到这种程度的繁荣。20世纪90年代末，企业同样面临着巨大的不确定性、颠覆传统的技术革新以及并购交易的激烈竞争。许多企业都竞相收购数字业务，即使是那些未经证实的商业模式或尚未产生收益的业务。最终在2000年科技泡沫破灭时，那些以过高价格成交的标的公司估值一泻千里。但我们认为今天的市场是不同的，因为当今的企业拥有已被证明的商业模式和广泛的客户群体，已产生了收入甚至利润。如今企业面临的挑战是，在一个快速增长和颠覆的时代，如何实现规模增长。

- 成功交易的基本原则没有改变。那些制定了清晰战略、筛选出符合战略目标的标的公司，并与其管理层建立起良好关系的企业，可以加快收购进程并从交易中创造价值，无论这些交易是传统的并购、还是合资或者联营。

充分尽职调查的重要性

- 从尽职调查的角度来看，投资人需要考虑新冠疫情如何影响标的公司的财务报表，以建立一个用于估值的可靠的基准税息折旧及摊销前利润（EBITDA）。但评估标的公司的财务预测甚至比评估新冠疫情对历史收益的影响还要困难。好消息是，自律的投资人正在进行充分的尽职调查，包括对大量商业、运营和财务变量的详尽情景分析。

- 只要买方有明确的价值创造战略，为并购支付高价，即使是高于当前市值，也并不一定意味着出价过高。除了考虑价值的财务来源外，投资人越来越多地将价值归因于非传统来源，如标的公司的韧性和交易目的。例如，新冠疫情证明了具有韧性的供应链的价值。ESG因素也在改变企业的估值方式及对投资人的吸引力。

精明的投资人如何避免多付溢价

- 最终，成功不是取决于公司收购了什么，而取决于完成收购后做什么。收购计划必须与公司的总体战略相一致，进而创造增值。普华永道的研究表明，拥有成熟的商业战略和并购计划~~并~~着眼于长期价值创造的公司将获得成功，在竞争中胜出。

- 交易和税务架构有助于将特定风险敞口降至最低。买方和卖方之间的估值差距，通常由标的公司能否实现其财务预测的不确定性造成。这可以通过多种交易结构的选择得以有效解决，包括盈利分成、首期交割获得少数股权，并在以后收购剩余股权或以买方股权作为交易对价的一部分。这些交易架构有助于使买卖双方利益一致，并为卖方提供分享潜在收益的机会。

“疫情迫使公司重新评估其战略地位，重新思考运营，重新调整对增长的期望并修改长期愿景，而这一切似乎都在以惊人的速度进行。”

布莱恩・利维
普华永道全球交易行业主管合伙人
普华永道美国合伙人

ESG、重组、IPO和SPAC对未来并购活动的影响

投资人还应高度重视以下可能会对潜在标的公司作投资决策和估值产生影响的因素：

ESG

- 考虑并购的企业领袖、政府和投资人都在密切关注ESG因素。社会和投资界越来越认同解决可持续发展和气候变化问题的必要性。
- 2020年，越来越多的国家和公司（包括普华永道在内）承诺减少碳排放并宣布“净零排放”目标。多家银行、机构投资人和私募基金承诺调整其战略方向，通过ESG视角评估现有和未来投资。这些承诺将影响所有行业。我们观察到**投资人加大了对能源和可再生能源的配置力度**，并减少了对碳密集型资产的投资，以更可持续的方式管理价值链。
- 工资不平等、多样性和包容性、公共安全以及隐私等社会问题也是人们更加关注的话题。很明显， ESG正在以企业宗旨和使命的形式被构建到企业的核心之中，成为影响投资决策和企业价值的因素。

重组

- 企业迅速将注意力集中在流动性、贷款延期和政府救济措施上，如贷款担保、带薪休假、免税期和延期破产。提前采取行动使许多地区和行业面临的实际困境小于预期。尽管这些措施可能缓解了重组和扭转困境的压力，但我们预计，**一旦措施结束，重组活动将大幅增加。**在美国，破产法第11章为企业重组业务提供了框架和保障，2020年美国企业破产数量多于2010年以来的任何一年。非必需消费品、工业和能源行业都经历了较多的重组交易[5]。

IPO和SPAC

- 从历史上看，IPO市场会与并购市场竞争，因为资本市场为投资人提供了更多的退出方式。 2020年下半年，投资人对创新型、高增长技术型企业的需求使一大批公司成功登陆资本市场。在2020年第三季度，全球481宗IPO共筹资1,223亿美元，超过前两个季度的总和。**2020年第四季度的表现好于第三季度，全球共有528宗IPO共筹资1,290亿美元。**
- 在2020年，SPAC筹集的资金约700亿美元，**占美国所有IPO筹资总额的一半以上**。私募基金在最近的SPAC热潮中扮演着重要角色，**SPAC被视为一个重要的替代资本来源**。我们预计2021年将有更多的SPAC融资活动，尤其是涉及电动汽车充电基础设施、电力存储和医疗技术等资产的交易。

“私募基金在历史上一直引领着交易市场——通过降低企业成本、有效利用周期、财务杠杆和高效的资本结构来创造价值。无论是通过直接征税或限制产出，还是通过投资人和消费者的减排需求，碳排放和其他ESG因素越来越被视为一种成本，私募基金有机会在这一新的价值创造领域发挥领导作用。”

威尔·杰克逊·摩尔
普华永道全球私募股权、不动产和主权基金主管合伙人
普华永道英国合伙人

[5] Tayyeba Irum, Chris Hudgins, ‘US bankruptcies surpass 600 in 2020 as coronavirus-era filings keep climbing’, S&P Global Market Intelligence, 15 December 2020, accessed 13 January 2021, https://www.spglobal.com/marketintelligence/en/news-insights/latest-news-headlines/us-bankruptcies-surpass-600-in-2020-as-coronavirus-era-filings-keep-climbing-61734090

联络我们

叶伟奇

普华永道中国购并交易服务主管合伙人

+852 2289 2199
waikay.eik@hk.pwc.com

黄耀和

普华永道全球跨境服务中国主管合伙人
普华永道中国购并交易服务市场主管合伙人
普华永道中国企业融资与并购部主管合伙人

+86 (21) 2323 2609
gabriel.wong@cn.pwc.com

钱立强

普华永道中国交易战略及行业主管合伙人

+86 (10) 6533 2940
leon.qian@cn.pwc.com

李明

普华永道中国内地及香港企业购并服务主管合伙人
普华永道中国中区并购咨询服务主管合伙人

+86 (21) 2323 3437
andrew.li@cn.pwc.com

刘晏来

普华永道中国内地及香港私募股权基金业务主管合伙人
普华永道中国北区并购咨询服务主管合伙人

+86 (10) 6533 8863
roger.liu@cn.pwc.com

施道伟

普华永道中国南部及香港并购咨询服务主管合伙人

+852 2289 2202
sam.tw.sze@hk.pwc.com

pwc.com

本文仅为提供一般性信息之目的，不应用于替代专业咨询者提供的咨询意见。

©2021 普华永道。版权所有，未经普华永道允许不得分发。普华永道系指普华永道网络中国成员机构，有时也指普华永道网络。详情请进入www.pwc.com/structure 。每家成员机构各自独立，并不就其他成员机构的作为或不作为负责。