

横向并购促效与公司治理优化

——以美的集团换股吸收合并小天鹅为例

陈 玲

北京印刷学院经济管理学院，北京

收稿日期：2026年4月15日；录用日期：2026年4月29日；发布日期：2026年6月16日

摘 要

随着中国家电行业进入成熟期，龙头企业利用资本运作优化治理结构并提升运营效率成为重要课题。本文以美的集团换股吸收合并小天鹅为例，探讨在已实现控股的基础上，通过吸收合并化解同业竞争并实现资源深度整合的路径。文章系统分析了合并动因、换股定价机制及异议股东保护措施，并结合财务指标与业务表现验证了交易的战略必要性。研究发现，此次合并有效推动了企业管理整合与运营效率提升，为面临类似治理困境的集团型上市公司提供了实践参考。

关键词

换股吸收合并，美的集团，小天鹅，同业竞争

Efficiency Promotion of Horizontal M&A and Corporate Governance Optimization

—A Case Study of Midea Group's Share Swap Merger with Little Swan

Ling Chen

School of Economics & Management, Beijing Institute of Graphic Communication, Beijing

Received: April 15, 2026; accepted: April 29, 2026; published: June 16, 2026

Abstract

As the Chinese home appliance industry enters a mature stage, optimizing governance structures and enhancing operating efficiency through capital operations has become a critical task for industry leaders. Taking Midea Group's merger by absorption of Little Swan through a share swap as a case study, this paper explores the approach of resolving horizontal competition and achieving deep

resource integration through mergers on the basis of existing control. The article systematically analyzes the merger motives, share swap pricing mechanisms, and protection measures for dissenting shareholders, while verifying the strategic necessity of the transaction through financial indicators and business performance. The findings indicate that the merger effectively promoted management integration and operational efficiency, providing a practical reference for group-style listed companies facing similar governance dilemmas.

Keywords

Merger by Absorption through Share Swap, Midea Group, Little Swan, Horizontal Competition

Copyright © 2026 by author(s) and Hans Publishers Inc.

This work is licensed under the Creative Commons Attribution International License (CC BY 4.0).

<http://creativecommons.org/licenses/by/4.0/>



Open Access

1. 引言

1.1. 研究背景

中国家电行业经过四十余年的发展，已由高速增长阶段进入成熟期，市场竞争重心也随之发生转变。企业间的竞争不再局限于产品性价比或渠道规模的单一维度，而是转向品牌矩阵构建、技术研发能力、智能化布局以及全价值链运营效率的综合效能竞争。在此环境下，横向兼并重组成为龙头企业巩固市场份额、优化资源配置并寻求业务增量的重要战略路径。

然而，与跨行业并购不同，中国资本市场存在较为特殊的集团内多上市平台并存现象。同一集团下多个上市主体业务重叠，不仅易导致内部管理成本增加与资源浪费，更面临同业竞争的监管合规风险，这成为制约大型集团企业治理效率提升的主要障碍。

1.2. 研究问题与研究意义

美的集团吸收合并小天鹅(2018~2019年)是解决上述治理难题的代表性案例。在交易实施前，美的集团已持有小天鹅 52.67% 的股权，处于绝对控股地位。在此背景下，美的集团进一步推动子公司退市并整合为单一主体的行为，引发了学术界与实务界的广泛关注。本文核心研究问题包括：美的集团推动此次吸收合并的内在动因及其战略指向；选择换股吸收合并这一交易结构的逻辑及其定价机制的合理性；异议股东保护机制的设计及其在平衡利益相关者诉求中的作用；合并后对同业竞争问题的解决程度，以及由此产生的财务绩效提升与战略协同效应。通过对该案例的深入剖析，本文旨在揭示龙头企业在行业成熟阶段，如何利用资本运作手段化解内部治理难题、提升组织运营效率。这不仅有助于丰富我国换股吸收合并的相关研究，也为其他面临多平台整合困境及同业竞争问题的上市公司提供实践参考。

2. 文献综述

企业并购作为资源优化配置和推动产业转型升级的重要战略手段，其价值创造机制和绩效表现一直是学术界关注的核心议题。近年来，随着中国资本市场的发展和并购实践的丰富，学者们围绕协同价值分配、融资制度效能、企业转型实践以及换股合并的机制与挑战等维度进行了深入探索。在并购动因与价值创造机制方面，陈蕾等(2025) [1] 基于资源编排理论构建了协同价值分配框架，提出并购双方的资源

贡献度是确定协同价值归属的关键依据。徐经长和李博文(2022) [2]通过实证研究发现,重大资产重组中募集配套资金能够显著提升并购的短期市场反应与长期财务绩效,这一效应在民营企业和多元化并购中尤为突出。刘娇娆(2023) [3]以东山精密为例,揭示了制造业企业通过连续并购实现行业转型的路径,同时指出其带来的资产负债率上升等挑战。

在换股合并的交易机制与定价公允性方面,徐世国(2019) [4]在百视通合并东方明珠的案例中综合运用多种方法验证,发现实际换股比例 3.05:1 处于合理区间,并强调 L-G 模型法因综合考虑多重要素而更具科学性。在中小股东利益保护与公司治理优化方面,章帷儿(2020) [5]的研究表明,招商地产 B 股换股价格溢价达 102.71%,有效保护了 B 股股东权益。类别股东表决制度的引入防止了大股东的支配性作用。李治燕和周莹(2022) [6]进一步指出,换股合并能够有效化解关联交易与同业竞争问题,研究发现换股合并能在短期内能显著提升企业绩效,但长期影响存在不确定性。徐世国(2019) [4]发现百视通合并后短期指标提升,但长期盈利能力下降。章帷儿(2020) [5]则提示需通过盈利预测补偿协议等机制稳定市场预期,李治燕和周莹(2022) [6]强调深度资源整合对实现长期共赢的重要性。

在横向并购方面,现有研究已围绕动因、绩效、整合机制、创新效应及反垄断规制等形成系统成果。在治理与动因层面,刘佳和赵秀清(2024) [7]发现横向并购可有效消除同业竞争、降低内部治理损耗,推动成熟期企业由规模扩张转向效能提升。在财务绩效方面,孙梦慧(2025) [8]证实横向并购能改善营运、盈利与发展能力,但会抑制短期偿债能力;宋瑞琪(2025) [9]、徐伟航(2025) [10]则分别在电商、专精特新企业中发现,并购短期可提振营收与成本效率,但长期面临业绩兑现、偿债压力与商誉减值风险。在整合机制上,刘佳和赵秀清(2024) [7]基于资源行动视角指出,资源相似性与互补性决定整合模式,分别对应资源协奏与资源拼凑策略,进而实现差异化协同价值。在创新效应上,范立夫等(2024) [11]发现横向并购易因人力资本整合冲突降低创新效率,而技术人员股权激励可缓解该负面影响。在反垄断层面,马慧(2021) [12]提出数字平台横向并购存在市场界定难、竞争评估复杂等问题,需结合行业生命周期分类监管。综上,横向并购的价值创造依赖资源协同与深度整合,其效果受行业特征、支付方式、人力整合及监管环境共同影响。

综上所述,现有文献围绕并购价值创造、换股合并机制与横向并购实践展开系统研究,普遍认可并购在资源整合、治理优化与绩效提升中的作用,但绩效受整合效果、资本结构、股东保护等因素影响。横向并购的效果依赖资源协同与深度整合,需兼顾效率提升与合规监管,为本文研究提供了坚实理论基础。

3. 案例背景与合并动因

3.1. 合并双方概况

美的集团作为中国白电行业的领先企业,其规模与综合实力长期位居行业前列。自 2013 年实现集团整体上市后,美的完成了内部资产与业务的整合,构建了涵盖空调、冰箱、洗衣机及小家电等品类的完整产品体系。合并实施前,美的集团正处于从家电制造商向全球化科技集团转型的关键期,管理核心为效率驱动。通过推行“T+3”产销模式与事业部制改革,该集团旨在提升供应链响应速度并优化库存管理。小天鹅是中国洗衣机行业的专业化龙头企业。自 1997 年分别在 A 股和 B 股上市以来,其在市场中建立了较高的品牌知名度。小天鹅长期坚持聚焦战略,专注于洗衣机业务的研发与生产,并在滚筒洗衣机及变频技术等领域形成了深厚的专业技术积累。

3.2. 历史渊源：从控股到合并

美的集团与小天鹅的产权关系始于 2008 年。彼时,美的集团通过收购无锡国联集团持有的 24.01%

股权¹，正式成为小天鹅的控股股东。此举标志着美的集团在洗衣机领域开启了双品牌战略布局。在控股后的十余年间，尽管双方在资本层面存在隶属关系，但小天鹅作为独立的上市主体，始终维持着法人地位及独立的运营模式。期间，美的集团对小天鹅实施了管理经验输出与业务赋能。然而，美的集团原有的洗衣机业务也在其资源支持下持续增长，并拥有独立的研发、生产与销售体系。这种双上市平台并行运行的模式，虽然扩大了市场覆盖范围，但同时也逐渐暴露出内部治理效能低下及效率瓶颈等问题，为后续的吸收合并提供了动因。

3.3. 合并的核心动因：解决内部治理与运营瓶颈

美的集团在早已控股的情况下，仍坚持推进合并，其动因是多层次的，但解决同业竞争是其最核心且最迫切的诉求。

3.3.1. 彻底解决同业竞争的合规诉求

合并前，美的集团洗衣机事业部与小天鹅股份有限公司作为两个独立的业务平台并存。这种结构违反了美的集团在 2008 年控股小天鹅时作出的避免同业竞争承诺，构成了公司治理中的合规风险。在 A 股监管框架下，同业竞争易引发监管问询，并可能损害中小股东利益，对美的集团的治理声誉和长期发展造成不利影响。

3.3.2. 打通效率壁垒的管理诉求

两个独立的上市公司主体，使得美的集团在洗衣机业务板块内部承受着严重的管理内耗与资源浪费。具体表现为：在研发层面，双方各自维持独立的研发团队，在电机、智能控制等核心技术领域存在重复投入，难以形成研发合力。在采购层面，由于采购渠道未能整合，双方无法通过统一订单实现规模议价，推高了原材料采购成本。更为关键的是在销售层面，“美的”与“小天鹅”品牌在终端市场及电商平台存在直接竞争，导致营销资源分散并互相侵蚀市场份额，削弱了集团整体竞争力。

3.3.3. 优化品牌定位的战略诉求

合并前，两个品牌在中低端市场重叠度较高，导致消费者认知模糊，集团资源难以精准投放。通过此次合并，美的集团实现了洗衣机产品线的品牌矩阵重构。这使得集团能够清晰地规划出不同的品牌定位：将“美的”品牌主打性价比和智能物联，覆盖大众市场；将“小天鹅”品牌提升并聚焦于专业技术与中高端市场；同时，集团旗下的高端品牌“COLMO”则专攻 AI 高端智能化领域。这种差异化的品牌分层策略，有效消除了内部竞争，提升了品牌合力与市场响应速度。

4. 合并方案设计与实施

2018 年 10 月，美的集团与小天鹅发布公告启动合并方案。该方案设计的核心在于定价的公允性以及对中小股东利益的保护机制。

4.1. 交易结构：换股吸收合并

本次交易采用换股吸收合并模式。美的集团作为合并主体，向小天鹅除自身及全资子公司 TITONI 持有的份额外的全体 A 股和 B 股股东定向发行 A 股股票，用于交换其持有的小天鹅股份。交易完成后，小天鹅终止上市地位并注销法人资格。小天鹅的所有资产、负债、业务及员工队伍全部并入美的集团，实现业务整合与所有权统一。

¹数据来源：2008-02-28《广东美的电器股份有限公司资产收购公告》。

<https://www.cninfo.com.cn/new/disclosure/detail?plate=szse&orgId=gssz0000527&stockCode=000527&announcementId=37608703&announcementTime=2008-02-28%2006:31>

4.2. 方案核心：定价与换股比例

换股比例是本次交易的关键环节，直接影响双方股东的利益分配。定价依据定价基准日前 20 个交易日的股票交易均价，最终确定的换股比例为：1 股小天鹅 A 股对应 1.2110 股美的集团 A 股；1 股小天鹅 B 股对应 1.0007 股美的集团 A 股。按此方案计算，小天鹅 A 股换股价格为 50.91 元/股，较停牌前收盘价溢价约 10%。该溢价设计旨在保障中小股东的投资价值，并提高其对合并方案的支持度，为股东大会的通过提供保障。

4.3. 异议股东保护：周密的现金选择权

为最大限度地保护在换股吸收合并中不愿继续持有合并后公司股票中小股东权益，方案设计了现金选择权机制。具体而言，对于小天鹅 A 股的异议股东，现金选择权的价格设定为 42.17 元/股(与定价基准日前 20 日均价持平)，并由美的集团的控股股东美的控股(而非上市公司美的集团本身)提供资金；而小天鹅 B 股的异议股东，其现金选择权则由第三方专业机构提供，价格为 33.50 港元/股。

这一设计的财务逻辑在于：由控股股东或第三方而非合并主体(美的集团)支付现金对价，避免了对上市公司经营性现金流的占用。这种安排在确保合并程序合规性的同时，维护了公司财务的平稳运行。

5. 合并绩效与协同效应评估

此次合并于 2019 年 6 月正式完成，小天鹅退市。从合并后几年的表现来看，其战略意图基本实现，协同效应显著。

5.1. 财务绩效：效率提升的证据

合并的短期效应是资产规模和营收的并表，但长期价值在于“提效降费”。本文对比合并前后美的集团的盈利能力和费用管控。

Table 1. Comparison of key financial indicators of midea group before and after merger (2017~2020)

表 1. 美的集团合并前后关键财务指标对比(2017~2020 年)

| 财务指标/年份 | 2017 年(合并前) | 2018 年(合并前) | 2019 年(合并年) | 2020 年(合并后) |
|-----------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| 营业总收入(亿元) | 2419.19 | 2618.20 | 2793.81 | 2857.10 |
| 归母净利润(亿元) | 172.84 | 202.31 | 242.11 | 272.23 |
| 毛利率(%) | 25.03 | 27.54 | 28.86 | 25.11 |
| 净利率(%) | 7.73 | 8.34 | 9.09 | 9.68 |
| 销售费用率(%) | 11.05 | 11.87 | 12.39 | 8.25 |
| 管理费用率(%) | 3.10 | 3.66 | 3.41 | 3.24 |
| 研发费用率(%) | 3.01 | 3.20 | 3.45 | 3.54 |

数据来源：美的集团 2017~2020 年度报告。

根据表 1 财务数据分析，2020 年即合并后首个完整会计年度的表现验证了此次交易在提升运营效率与管控期间费用方面的协同效应。分析的核心在于毛利率与净利率趋势的偏离：受原材料成本等外部因素影响，公司 2020 年毛利率由 2019 年的 28.86% 下降至 25.11%，但净利率却由 9.09% 上升至 9.68%，为四年内最高水平。这一财务表现主要归因于内部费用的显著优化，其中销售费用率由 2019 年的 12.39% 大幅降至 2020 年的 8.25%，管理费用率亦同步下降。数据结果证明，吸收合并有效消除了原双上市平台

在渠道、营销及管理环节的资源冗余，通过提升运营效率所释放的利润空间成功抵御了外部成本上涨的压力，实现了预期的整合价值。

5.2. 战略协同：从整合到融合

此次合并产生的战略协同效应主要体现在品牌、研发与供应链环节。在品牌维度，美的集团对洗衣机业务进行了整合重构，通过差异化定位消除了内部资源重叠：小天鹅专注于中高端专业化市场，维持其传统技术优势；美的品牌侧重于大众市场的智能互联与性价比；高端品牌 COLMO 则致力于 AI 智能化领域。在研发领域，小天鹅的研发体系并入美的中央研究院，实现了美的 IoT 技术与小天鹅核心洗衣技术的深度融合。在供应链层面，双方打通了采购平台，通过统一采购增强了对电机、芯片等核心零部件供应商的议价能力，显著降低了原材料成本，提升了整体运营效率。

6. 结论与启示

6.1. 研究结论

美的集团换股吸收合并小天鹅案例体现了成熟期企业由规模扩张向效能提升转型的战略路径。研究表明，合并的核心动因在于彻底消除同业竞争对治理效率的负面影响，并以此推动内部资源的深度重组以提升运营效率。在交易设计上，换股模式结合公允溢价与现金选择权机制，在保障中小股东权益的同时，维护了上市公司财务结构的稳健性。从合并后的财务指标与业务表现来看，期间费用率明显下降，研发、采购与销售端的协同效应显著，证明了该战略决策有效实现了预期的整合价值，为美的集团巩固行业领导地位奠定了基础。

6.2. 理论贡献

本研究在并购理论、集团内部治理理论及同业竞争治理相关研究领域形成了一定的学术增量。在集团内部治理层面，本研究突破已有研究多聚焦于股权控制关系的分析视角，揭示出已实现控股的集团企业，通过换股吸收合并推动子公司退市并实现法人主体一体化，有助于减少多上市平台带来的治理冗余与内部协同损耗，为深化集团一体化治理效率研究提供了经验证据。在同业竞争治理层面，相较于现有研究多关注承诺履行、业务划分等缓解性措施，研究表明，横向换股吸收合并能够从主体与资产层面实现深度整合，对从根本上化解集团内部同业竞争问题具有理论参考价值。在横向并购价值创造层面，本研究补充了成熟行业中横向并购以效率提升为核心的价值逻辑，说明治理成本降低、运营协同优化、资源重复投入减少同样是重要的价值来源。在中小股东保护层面，本研究对市场化溢价换股与控股股东提供现金选择权相结合的交易安排进行分析，为集团内部整合场景下平衡各方股东利益、完善异议股东保护机制提供了理论借鉴。

6.3. 启示与局限

本案例为上市公司提供了多维度的管理启示：首先，解决同业竞争不仅是合规要求，更是降低内部损耗、释放管理红利的前提；其次，并购后的深度整合是决定成败的关键，美的集团通过在业务、财务及人事维度的快速融合，将协同潜力转化为了实际经营效益；最后，换股吸收合并作为产业横向整合的工具，能有效平衡降低交易成本与保护股东利益的需求。受限于研究视角，本文侧重于宏观维度的动因与绩效分析，对于合并过程中的组织架构调整、文化冲突及人员安置等微观挑战未能详尽探讨，这将是未来研究的重要方向。

基金项目

本文系会计专业学位产学研联合培养研究生基地建设项目(项目编号：21090126020)的研究成果。

参考文献

- [1] 陈蕾, 周锴, 董惠敏, 等. 基于协同价值分配的企业并购投资价值评估[J]. 财会月刊, 2025, 46(9): 61-66.
- [2] 徐经长, 李博文. 配套协同还是增发陷阱?——我国上市公司重大资产重组配套融资的并购绩效分析[J]. 中国人民大学学报, 2022, 36(5): 165-179.
- [3] 刘娇娆. 以转型升级为导向的制造业民企连续并购绩效研究——以东山精密为例[J]. 财会通讯, 2023(6): 112-118.
- [4] 徐世国. 上市公司换股合并中的换股比例与价值效应[J]. 财会通讯, 2019(29): 62-66.
- [5] 章帷儿. 企业换股合并过程对中小股东利益保护研究——以招商蛇口换股合并招商地产为例[J]. 财会通讯, 2020(2): 98-102.
- [6] 李治燕, 周莹. 换股合并下上市公司股票发行价格与换股比例探析[J]. 财会通讯, 2022(2): 126-130.
- [7] 刘佳, 赵秀清. 资源行动视角下钢铁企业横向并购协同价值创造研究——以宝武集团为例[J]. 财会通讯, 2024(22): 108-114.
- [8] 孙梦慧. 横向并购对企业绩效的影响——以物流行业为例[J]. 商业观察, 2025, 11(3): 56-60.
- [9] 宋瑞琪. 横向并购对上市公司盈利能力的影响研究——以壹网壹创并购上佰电商为例[J]. 全国流通经济, 2025(22): 173-176.
- [10] 徐伟航. 专精特新企业横向并购能否提升企业绩效——以泛亚微透并购大音希声为例[J]. 新会计, 2025(9): 57-61.
- [11] 范立夫, 廖询, 宋庆波. 横向并购能提高企业创新效率吗——基于员工激励的视角[J]. 宏观经济研究, 2024(9): 106-124.
- [12] 马慧. 数字经济背景下平台企业横向并购反垄断的困境与路径[J]. 中国流通经济, 2021, 35(12): 112-124.