

Analysis of M&A Risk of Internet Enterprises

—Take the Acquisition of New Classics Media by China Literature Group as an Example

Wuping Zuo

East China Jiaotong University, Nanchang, Jiangxi, 330013, China

#Email: 2569128320@qq.com

Abstract

Due to their fast-changing products, Internet enterprises usually need to use mergers and acquisitions to expand their own advantages, lay out the industrial chain, and integrate market resources. Although cross-bank mergers and acquisitions of Internet enterprises occur from time to time, the success rate of mergers and acquisitions is not optimistic in the environment of continuous rise in M&A consideration. In order to deeply explore the impact of financial risk analysis and prevention on the success of M&A of Internet enterprises, the typical case of China Literature Group's acquisition of New Classics Media was selected to study and analyze the financial risks in the three business stages, i.e., before, during, and after the M&A. It was found that the M&A had early valuation risk, mid-term payment risk, late financial integration risk and goodwill impairment risk. Finally, the preventive measures and enlightenment applicable to Internet enterprises were put forward.

Keywords: Internet Enterprises; M&A; Financial Risk

互联网企业并购风险分析

——以阅文集团并购新丽传媒为例

左武平

华东交通大学，江西南昌 330013

摘要：互联网企业由于其产品更迭速度快，通常需要使用并购手段扩大自身优势，布局产业链，整合市场资源。尽管互联网企业跨行并购时有发生，但在并购对价持续上涨的环境下，并购成功率并不乐观，并购的财务风险影响十分突出。为深入探究互联网企业财务风险分析和防范对并购成功的影响，本文选择阅文集团并购新丽传媒这一典型案例，对并购前中后三个业务阶段的财务风险进行研究分析。研究发现，此次并购存在前期估值风险、中期支付风险和后期财务整合风险和商誉减值风险，并对比提出适用于互联网企业的防范措施和启示。

关键词：互联网企业；企业并购；财务风险

引言

当下互联网蓬勃发展，互联网企业为保持竞争优势，纷纷采取了并购方式来实现企业多元化发展。按照并购协同效应理论，并购后双方企业可以在经营状况和市场规模两方面得到加强^[1]，但现实中却是并购后所蕴藏的风险使得企业伤筋动骨，不但未达到预期目标，反而出现了亏损。从几年来失败案例来看，大多是由于未重视财务风险而使得企业陷入困境。加强并购前中后的风险防范，是当下互联网企业并购时所需要的。本文以阅文集团并购新丽传媒为例，通过分析并购前中后三个时段中不同的财务风险类型，剖析其形成原因，针对可能存在的风险对提出相应的防范措施，提高企业抗风险能力。

1 互联网企业并购特点与财务风险

1.1 互联网企业并购基本情况

如图 1 与图 2 所示，2014 年至 2018 年，互联网企业并购数量及并购金额呈现波动状态，而出现该现象的原因有两个：一是由于互联网巨头体量大，拥有更多市场资源，通常会选择通过并购手段蚕食小规模企业，逐步清理整个互联网市场；二是可以通过并购其他类型企业扩张不同收入渠道，增加营业收入。



图 1 2014-2018 年互联网企业并购案例数

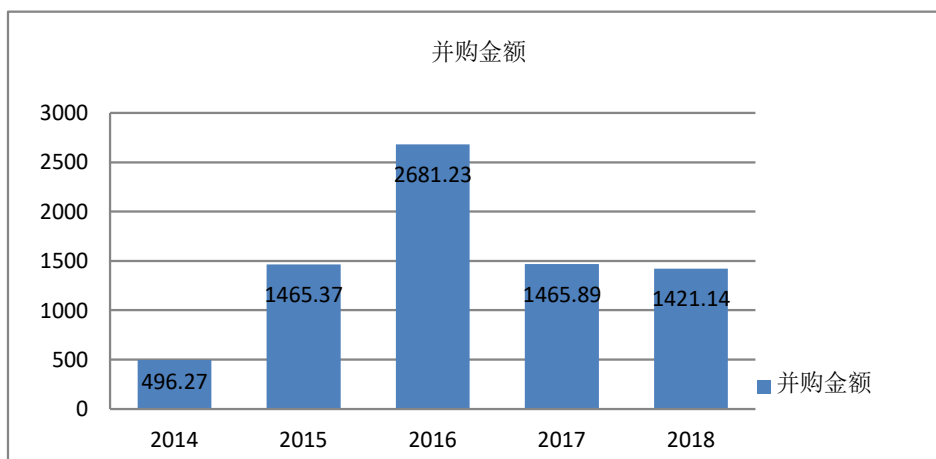


图 2 2014-2018 年互联网企业并购金额

1.2 互联网行业特殊性及其并购特点

互联网经济因其具有网络效应、规模效应、低成本高效率和创新高速等特殊特性，较之于实体经济，其发展更为迅猛，企业间竞争也更为激烈。因而在互联网企业并购上，一是大多进行跨行业并购；二是行业内相互并购，以促进资源整合，拉动整个社会的发展；三是多采用完全控股方式进行并购，因为并购方大都在市场中拥有一定地位，拥有充足的资金，为了发展需要，使用完全控股的方式并购规模不大且存在资金问题的中小型企业是最为简单的方法^[1]。

1.3 互联网企业并购财务风险

互联网企业并购财务风险指在并购过程中，进行财务行为的过程可能发生变化，甚至由于互联网大方向发生变动，可能对被并购企业的估值、支付方式、以及财务整合等决策时造成影响，形成财务风险^[1]。根据王亚影等^[1]提出的观点，其大致分为估值风险、支付风险与财务整合风险三类。

估值风险是由于两家企业信息资源不对等，被收购企业估值过高导致并购完成后经营压力过大的问题。

支付风险是指企业在并购时选择支付对价的方式不同带来的风险。一般有纯现金支付的现金支付、采用股权置换或支付的股票支付和现金、股权共同支付的混合支付三种。阅文集团并购时使用的是混合支付方式，一定程度上减少现金支付和股票支付的风险，但混合支付可能无法一次性完成整个支付过程，导致并购进度缓慢，影响并购完成后的财务整合。

财务整合风险是指由于并购完成后并购方财务整合不当，导致财务风险增加，难以做到并购前双方企业的战略发展规划，给企业经营带来重大挑战，甚至带来商誉巨额减值的风险^[1]。

2 阅文集团并购新丽传媒过程

2.1 阅文集团及新丽传媒概况

阅文集团是腾讯文学与盛大文学合并后于 2015 年成立的，其主要业务是在线付费阅读和扩大原创知识产权的价值，在整个网上阅读市场上具有很强的地位和竞争力，于 2017 年 11 月在香港证券交易所挂牌上市。

新丽传媒有限公司成立于 2007 年，是一家具有丰富影视行业经验的专业影视机构。其业务涵盖节目出版、娱乐营销和艺人经纪。近年来有《羞羞的铁拳》、《庆余年》等优秀作品，在影视行业中处于龙头地位。

2.2 阅文集团并购新丽传媒动因

2.2.1 提高阅文集团收入多样性

阅文集团虽是目前市场排名第一的网上阅读平台，用户付费阅读收入占全年收入的 92.38%，但据 2018 年报显示，其付费比例由 2017 年的 5.8% 降至 4.9%，在线阅读收入同比增速远远低于 2017 年的 132.53%，极大影响了阅文集团在付费阅读市场占比，再加上现阶段互联网用户付费阅读习惯尚未养成，使得在线阅读收入雪上加霜，亟需通过并购改善自身收入结构，提高收入多样性。

2.2.2 网络文学和影视一体化

由于目前中国的互联网已经朝着大娱乐的方向发展，各个平台都在积极布局，阅文集团收购新丽传媒正是基于网络文学和影视一体化的目标，整合市场资源，期望打造一个全国性的文娱综合平台，以突破当下网络文学发展的瓶颈。

2.2.3 阅文集团价值链延伸

2016 年，阅文集团力求通过自身丰富的网络文学 IP 与上下游产业建立新的合作空间，积极延伸市场价值链。通过鼓励创作、增强 IP 内容优势、使用大数据挖掘 IP 价值等方式，在并购新丽传媒后，其可将自身潜力延伸至上下游市场，完善 IP 价值链，挖掘新的市场价值，进而在娱乐文化行业布局上处于领先地位。

2.3 阅文集团并购新丽传媒过程

从 2012 年开始，新丽传媒申请 IPO 次数至 2017 年已达三次。最后一次 IPO 失败后，选择与腾讯合作，将 27.64% 价值 33.17 亿元的光线传媒股权出售给腾讯，腾讯一跃成为新丽传媒的第二大股东。2018 年 8 月，阅文集团正式收购新丽传媒，以总价值 155 亿元的现金和股票混合支付。新丽传媒成为阅文集团的全资子公司。

阅文集团需在并购结束时以 100% 对价股与卖家之一的腾讯移动进行结算。除支付股票总对价约 53 亿元外；另外，目标公司即新丽传媒管理层的卖方，以 50% 现金和 50% 对价股进行结算，并按照利润补偿机

制下的延迟支付表进行支付，其经换算后总对价约为人民币 102 亿元。此外，新丽传媒与阅文集团签订三年对赌协议，即三年内的净利润将分别不低于 5 亿、7 亿和 9 亿。如果新丽传媒完成上述条件，阅文集团将在这三年来以 50% 现金和 50% 新股的方式逐步支付上述交易资金。

3 阅文集团并购新丽传媒并购财务风险分析

3.1 并购前估值风险分析

3.1.1 新丽传媒财务状况分析

(1) 新丽传媒盈利能力分析

衡量企业经营业绩的重要指标是盈利能力。前文提及此次并购中存在业绩对赌协议，正是因为阅文集团重点关注新丽传媒的盈利能力。由表 1 和表 2 可知，2014 年至 2017 年，新丽传媒业务主要集中于电视剧的出品和发行，营业收入呈上涨趋势，利润也相对应保持上升，毛利率同步平稳上升，其中 2014 年由于《女医明妃传》的制作费用较高导致毛利率下降。

表 1 新丽传媒盈利能力指标（单位：亿元）

项目	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年
营业利润	1.21	1.17	1.73	3.76
营业收入	6.53	6.55	7.44	13.85
毛利率	18.60	18.01	23.21	24.71
净利率	1.30	1.14	1.55	-

表 2 新丽传媒主营业务收入及构成（单位：亿元）

业务类别	2014 年		2015 年		2016 年		2017 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
电影	0.75	10.26%	3.73	56.95%	0.77	11.91%	2.64	36.21%
电视剧	6.68	89.74%	2.82	43.05%	5.76	88.09%	4.65	64.79%
共计	7.43	100%	6.54	100%	6.53	100%	7.29	100%

(2) 新丽传媒营运能力分析

在流动资产上，2014 至 2017 年间，新丽传媒持续扩张，流动资产呈上升趋势，年均占比在 90% 以上。公司主要以影视剧制作为主营业务，制作影视时所发生的设备、场地等支出主要依靠租赁，固定资产成本较少。存货主要为拍摄过程中的材料、道具和拍摄完成后的作品，所以新丽传媒主要呈现为“轻资产”模式，主要资产分布为货币资金、应收账款和存货。如表 3，存货和应收账款在新丽传媒流动资产中占比巨大。

表 3 新丽传媒流动资产占比（单位：亿元）

项目	2014 年		2015 年		2016 年		2017 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
应收账款	5.12	39.7%	5.75	38.97%	5.52	25.85%	7.94	45.90%
存货	4.79	36.71%	4.77	32.36%	11.39	53.32%	9.36	54.10%
流动资产合计	12.82	100%	14.75	100%	21.36	100%	17.30	100%

在存货周转率上，新丽传媒 2014 年存货周转率为 0.76，低于影视行业平均值 0.97，与业内顶尖的华谊兄弟 1.33 和华策影视 1.52 更是相差巨大，处于中游水平。在 2015 年和 2016 年逐渐减少，与行业平均值差距越来越大，甚至低于曾经超过的慈文传媒和欢瑞世纪，背后原因是其从 2015 年开始投入大量资金用于制作电视剧《如懿传》和电影《悟空传》，导致存货余额增加，而这两部影视作品制作缓慢，制作周期长，从而影响新丽传媒的存货周转率，2017 年由于两部作品成功上市，使得存货周转率大大提升。

表 4 存货周转率对比表（单位：次）

同行业公司	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年
慈文传媒	0.48	0.81	1.62	1.85
华谊兄弟	1.33	2.50	2.38	2.67
华策影视	1.52	1.31	1.97	2.14
欢瑞世纪	0.33	0.52	0.67	0.73
行业均值	0.97	1.51	2.03	2.16
新丽传媒	0.76	0.62	0.43	1.12

在应收账款周转率上，横向对比来看，新丽传媒应收账款周转率一直低于行业均值，应该凭借更好的市场口碑和品牌效应来增强资金回笼效率，进一步加强对应收账款的回收。纵向对比来看，其 2015 年应收账款周转率下降主要是因为《夏洛特烦恼》、《煎饼侠》等电影在 2015 年下半年发布，导致大量应收账款尚未收回，而这几部电影在当年应收账款占比重较大，因此在收回账款后 2016 年后周转率得到明显上升。

表 5 应收账款周转率对比表（单位：次）

同行业公司	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年
慈文传媒	1.33	1.17	1.84	1.91
华谊兄弟	1.72	2.36	1.98	2.13
华策影视	2.14	1.59	1.70	2.04
欢瑞世纪	0.84	0.87	1.01	1.16
行业均值	1.42	1.42	1.49	1.58
新丽传媒	1.32	1.02	1.28	1.37

3.1.2 并购前对新丽传媒估值偏高

在并购前，并购方通常会对被并购方进行价值估计，合理地进行价值估计才能使其并购成功。若公司估值过高，会大大增加公司并购费用，影响股价；若估值过低，被并购方很可能直接拒绝并购。而企业估值主要依靠公开的财务数据，但新丽传媒并未上市，尽管其有三次 IPO 申请，但并购中双方信息存在差异，因此无法进行合理估值，阅文集团开价 155 亿的并购价值，市盈利率高达四十倍，但盈利能力却远远低于市场同行业，存在过高估值的情况。而新丽传媒资金周转率也低于同行业公司，增加了股权变动带来的影响。

表 6 2017 年文化传媒业部分企业市盈率估值

企业名称	目标企业价值（亿元）	目标企业净利润（亿元）	市盈率
新丽传媒	154	3.78	41.12
华策影视	165.13	4.55	37.38

华谊兄弟	131.13	3.29	29.69
慈文传媒	62	4.18	15.27
欢瑞世纪	45.72	4.24	11.81
唐德影视	36.71	1.99	19.54

3.2 并购中支付风险分析

并购时，根据支付方式的不同可能出现的财务风险也有所不同，其中支付方式主要有现金支付、股票支付和混合支付三种。根据阅文集团公告，此次并购采取混合支付方式进行结算。

表 7 阅文集团 2015 至 2018 年资产流动性情况

	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年
存货	1.52	1.47	1.37	2.21	1.29
流动负债	13.87	15.59	16.57	17.63	65.95
流动资产	13.59	13.54	21.14	94.33	142.76
速动比率	0.86	0.76	1.18	5.21	2.13
流动比率	0.97	0.87	1.27	5.32	2.15

表 8 阅文集团 2014 至 2018 年现金占流动资产比例

	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年
流动资产	13.59	13.54	21.14	94.33	142.76
现金及其等价物	8.37	3.40	4.04	75.01	83.41%
占比	61.61%	25.16%	19.14%	79.51%	58.42%

从表 7 和表 8 可知，阅文集团流动资产始终大于流动负债，现金及其等价物占比较大，短期偿债能力良好。上文提到，新丽传媒通过业绩对赌，利用 3 年的利润条件约定 50 亿的现金对价。从表 9 可知，阅文集团连续五年经营活动现金流量稳固增长，并于 2017 年在香港上市，其在筹资活动中取得 70 亿资金，导致其 2017 年现金及其等价物爆发式上升，说明阅文集团拥有足够的资金完成此次并购。

表 9 阅文集团现金流量表

	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年
筹资活动现金流量	45.43	-0.63	3.59	67.24	-1.79
投资活动现金流量	-38.61	-6.45	-4.63	-4.32	-1.76
经营活动现金流量	1.08	1.97	1.85	8.85	9.17
现金及其等价物增加额	1.08	1.97	1.85	8.85	9.17
现金及现金等价物期末余额	7.90	-5.11	0.81	71.77	5.61

综上所述，阅文集团资金量充足，资产流动性强，但由于并购新丽传媒后需要拓宽自身平台和支持影视制作，需要大量资金，因此本次并购采用现金和股份混合支付的方式能在一定程度上缓解阅文集团资金压力，减少营运风险，提高自身应变能力，一定程度上减轻了全额支付现金方式产生的资金流动性问题。

3.2 并购后财务风险分析

3.2.1 并购后财务整合风险分析

对阅文集团而言，并购完成后财务整合的风险主要有两点，一是二者资金使用结构不同带来的风险，二是阅文集团拥有的 IP 价值如何与新丽传媒相互交融，从而产生多元化收益。

一方面新丽传媒由于影视业务资金回收期长的特性易导致资金链断裂；另一方面，阅文集团支付 50 亿现金，极大程度上耗尽了现金流，加之其日常运营所需资金，其面临的压力巨大。在新丽传媒的高负债性特点和阅文集团需要大量现金流的矛盾情况下，如何协调统一二者资金结构将给阅文集团带来巨大考验。

在并购后二者相互交融问题上，新丽传媒着眼现实，注重引发社会思考，而阅文集团旗下 IP 多为玄幻武侠，受众单一且粉丝效应突出。并购后二者能否能让融为一体，并取得观众认可带来营收增长，仍存在疑问。

3.2.2 并购后商誉减值风险分析

阅文集团在 2018 年以 155 亿元的价格收购新丽传媒，但根据并购前的估值来看，新丽传媒三次 IPO 申请上市无果，其企业价值和会计信息质量严重模糊，导致阅文集团严重高估的新丽传媒的企业价值。在并购前新丽传媒市盈率高达 40 倍，却并没有与之对应的盈利能力，而其偿债能力弱也加大了过高估值的风险，为如今的巨额商誉减值埋下了伏笔，间接导致 2020 上半年阅文集团利润大幅下降。阅文集团 2020 年上半年度报告中显示，其主营业务收入为 32.6 亿元，利润亏损 33.1 亿元，其中主要亏损为新丽传媒 2020 上半年的收入和业绩未达到预期目标，导致计提新丽传媒商誉减值 44.1 亿元。造成这一恶果正是由于前文提及的并购前估值过高带来的影响。

3.3 阅文集团并购新丽传媒财务风险总结

综上所述，阅文集团发生并购财务风险，其一是因为在并购前阅文集团未对新丽传媒做好尽职调查，过高估值，对新丽传媒的盈利能力过于自信。其二在支付并购对价时虽已考虑到财务风险问题选择现金和新股结合方式支付，但是过高估值带来的现金流问题仍旧显著；其三是并购结束后，由于双方企业环境不同导致财务整合也存在一定难度，巨额估值带来新丽传媒的商誉减值问题也逐渐突出。

4 结语

针对阅文集团并购新丽传媒案例，互联网企业并购中显现的问题也清晰可见。通过分析原因不难发现，互联网企业并购产生的风险是可以避免的。因此本文认为，互联网企业可以从以下几点进行借鉴：

并购前，互联网企业要合理确认企业并购动机，分析自身优劣势后充分考虑行业环境和市场环境等因素。同时在估值风险上，互联网企业应正确利用第三方评估机构，从财务和非财务方面综合评价，避免出现过低的估值导致并购失败或过高估值导致企业资金流不足，影响公司正常经营。

并购中，互联网企业根据实际情况，全面考虑自身因素和外部因素，结合不同的融资结构做出相对应的融资比例^[1]。考虑支付方式和融资结构，着重注意扩大融资的途径，确保不发生财务风险^[1]。

并购后，互联网企业要充分考虑企业整合问题，通过主营业务整合和调整内部组织等方式实现二者相互协调和监督，降低财务整合风险；要优化公司人员结构，减少大额商誉损失计提，注意防范商誉减值风险^[1]。

当然，单案例研究有其局限性所在，本文研究结论与启示有待更多案例或大样本数据检验。另外，并购后两家企业如何有效进行融合也是后续研究方向之一。

参考文献

[1] Marco Bade. The effects of mergers and acquisitions on the information production of financial markets[J]. Quarterly Review of Economics and Finance, 2016, 65 (6):113-116

- [2] 王志亮,孙盈盈.电商企业并购战略分析[J].当代经济,2018(21):94-97
- [3] 谷泽潭.关于企业并购中财务整合分析及风控探讨[J].财会学习,2020(15):29-30.
- [4] 王亚影.基于吉利并购沃尔沃谈跨国并购的财务风险与防范[J].会计之友,2014(14):74-76.
- [5] Robert. J. Borghese and Borgese. M & A from planning to integration[J].New York:Mc Graw-Hill, 2001(3): 51-82.
- [6] Karampatsas, N.Petmezas, D. and Travlos, N.G, 2014, Credit Ratings and the Choice of Payment Method in Mergers and Acquisition[J].Journal of Corporate Finance, 2014(25):474-493
- [7] 王成勇.论企业并购支付财务风险应对策略[J].财会通讯, 2010(02):153-154.
- [8] 童迎香,潘雅琼.互联网生态视角下企业并购财务协同效应研究——基于阿里收购饿了么的案例[J].财会通讯,2021(02):105-109.

【作者简介】



左武平（1999-），男，汉族，华东交通大学在读研究生，研究方向：财务管理。

Email:2569128320@qq.com