

丹纳赫：不仅会并购，更精通整合

——国际环保巨头系列报告之十

行业深度

◆ **丹纳赫是全球最成功的实业型并购公司。**丹纳赫（Danaher）是一家以工业仪器及设备销售为主要业务的跨国科技公司，目前拥有30多家运营公司和多达6.7万名员工，2018年在财富500强中位列第162位，精益管理能力排名第二（第一是丰田汽车公司）。公司主要涉足四大细分行业：生命科学、诊断、牙科和环境与应用方案，且均在各细分领域占据重要位置；2018年公司营业收入为199亿美元，毛利率约为56%；多年来净利润稳中有升，2018年26.51亿美元；净利率稳定维持于12%至17.5%之间；且公司现金流情况表现优异。

◆ **并购是公司的DNA，原则是“行业第一、公司第二”。**公司在并购中遵循高度利基市场选择、持续增长且有细分市场地位的公司选择、DBS并购整合及投后管理、整体财务指标把控等原则，并结合不同时代的宏观经济情况、工业及生活消费变化，不断调整主要业务。具体来讲，并购选择是：(1) 特定利基市场下可理解的业务；(2) 能带来现金利润的可预测收入；(3) 有企业家精神并且经验丰富的管理团队。公司的并购及资本支出实际上充分考虑了经营、筹资情况，保证整体现金流充足；通过并购，公司较好的平衡了内生及外延业务增速以及战略发展等问题。

◆ **DBS是公司的灵魂，构建护城河，造就成功整合。**丹纳赫独特的商业系统DBS（Danaher Business System），不断推动着集团文化的发展和业绩的增长，并被全球其他企业所效仿，这也是并购驱动型公司能够长期向好发展的核心与经营的护城河。DBS为公司的战略制定以及问题的解决提供标准化流程帮助，且在创新、营销和并购整合中发挥更重要的作用；如公司收购Nobel Biocare完成后，应用DBS系统对其进行改造：包括产品及研发方案、市场及营销，精细化管理，进而使标的公司毛利增长逾70%，营业利润增长逾20%。

◆ **深受国际著名投资机构青睐，历史复盘启示成长股投资。**成长股投资应持续关注其行业壁垒和进入优势，公司应当通过经营建立并扩展护城河，不断的提升能力增加竞争优势，以实现公司价值增值，而非业务简单的组合以及不顾忌风险的恣意扩张。公司成长具有以下特点：(1) **商业模式清晰：**公司的策略是在高利基细分子行业中，寻找可收购公司；(2) **成长性，外延与内生的互补：**公司通过外延并购实现了业绩持续增长，内生业务可以为公司提供源源不断的现金流；(3) **独特管理经营的护城河：**通过DBS不断创新，优化营销，进行并购整合，创造附加价值；(4) **持续业绩增长，现金流优异：**收入和净利润持续增长、毛利率及净利率水平稳中有升，资产负债率控制较好，现金流可保障持续经营。

◆ **风险分析：**中国、美国的宏观经济政策、行业阶段、市场化程度、公司类型等均存在一定差异，丹纳赫公司发展仅起到参考借鉴作用，中国仪器设备、环保、其他成长或并购型公司的未来发展存在不确定性。

分析师

殷中枢 (执业证书编号：S0930518040004)

010-58452063

yinzs@ebscn.com

王威 (执业证书编号：S0930517030001)

021-52523818

wangwei2016@ebscn.com

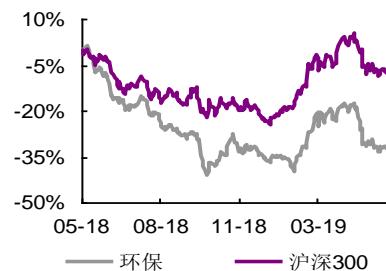
联系人

郝骞

021-52523827

haoqian@ebscn.com

行业与上证指数对比图



资料来源：Wind

相关研报

卡万塔：全球垃圾焚烧发电 NO.1——国际环保巨头系列报告之九

2019-07-02

Nalco：工业水处理药剂龙头的起与伏——国际环保巨头系列报告之八

2019-04-13

投资聚焦

研究背景

目前，市场对发达国家环保产业及上市公司的研究较少。我们通过国际环保巨头系列报告，搭建海外环保产业的研究框架，以弥补市场的研究空白。

严格意义上讲，丹纳赫是一家多平台发展的集团公司，并不能归类于某一细分领域，从整个公司的发展历程看，先进的并购方法、独特的管理经验以及对成长股投资的指导更有借鉴意义。因此，全面透彻地对公司进行分析，是一项具有重要投资研究价值的工作。

我们的创新之处

- (1) 全面复盘了多年来公司并购历程，对公司并购策略和业务布局的变化进行深入分析；
- (2) 对公司独特的管理体系（DBS）进行分析，并举例说明其对公司战略、创新、营销及并购整合的积极作用；
- (3) 全面复盘公司股价，并对其中的机构投资者进行分析，提出可指导成长股投资的建议。

目 录

| | |
|----------------------------|----|
| 1、 全球最成功的实业型并购公司 | 4 |
| 1.1、 全球著名的工业仪器及设备集团 | 4 |
| 1.2、 各类品牌在细分市场具重要地位 | 7 |
| 1.3、 多年稳步增长且具有优异现金流 | 9 |
| 2、 DNA 所致，并购是发展主旋律 | 12 |
| 2.1、 自上而下策略，利基市场优先 | 12 |
| 2.2、 不断优化，并成为细分领导者 | 14 |
| 2.3、 公司重点并购事件的明细分析 | 19 |
| 3、 DBS 为护城河，造就成功整合 | 22 |
| 3.1、 公司独特的管理体系全球领先 | 22 |
| 3.2、 DBS 促创新、营销及并购整合 | 25 |
| 3.3、 股价历史复盘及资本市场奇迹 | 30 |
| 4、 风险提示 | 32 |

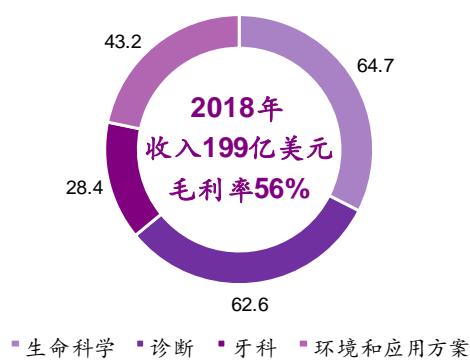
1、全球最成功的实业型并购公司

1.1、全球著名的工业仪器及设备集团

丹纳赫(Danaher)是一家以工业仪器及设备销售为主要业务的跨国科技公司，总部位于美国华盛顿，当前拥有 30 多家运营公司和多达 6.7 万名员工；2018 年，在财富 500 强中位列第 162 位。

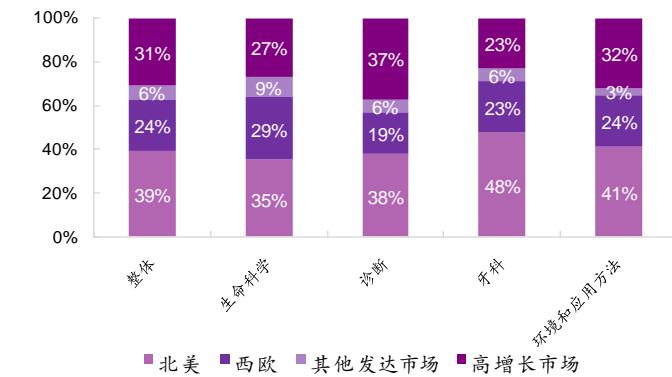
丹纳赫不仅会并购，更精通整合，已成为全球最成功的实业型并购公司，其精益管理能力在全球排名第二，仅次于日本的丰田汽车公司。公司最早起源于一家房地产投资信托公司 DMG，在 1984 年改名为丹纳赫后专注于制造业。当前，公司主要涉足四大细分行业：生命科学、诊断、牙科和环境与应用方案，并在这些市场上确立了领导地位，这很大程度归功于丹纳赫独特的商业系统 DBS (Danaher Business System)，这一持续改进的体系不断推动着集团文化的发展和业绩的增长，指导和考察着集团日常活动。

图 1：公司 2018 年营业收入及毛利率情况



资料来源：公司公告；单位：亿美元

图 2：公司 2018 年细分业务在不同市场销售情况

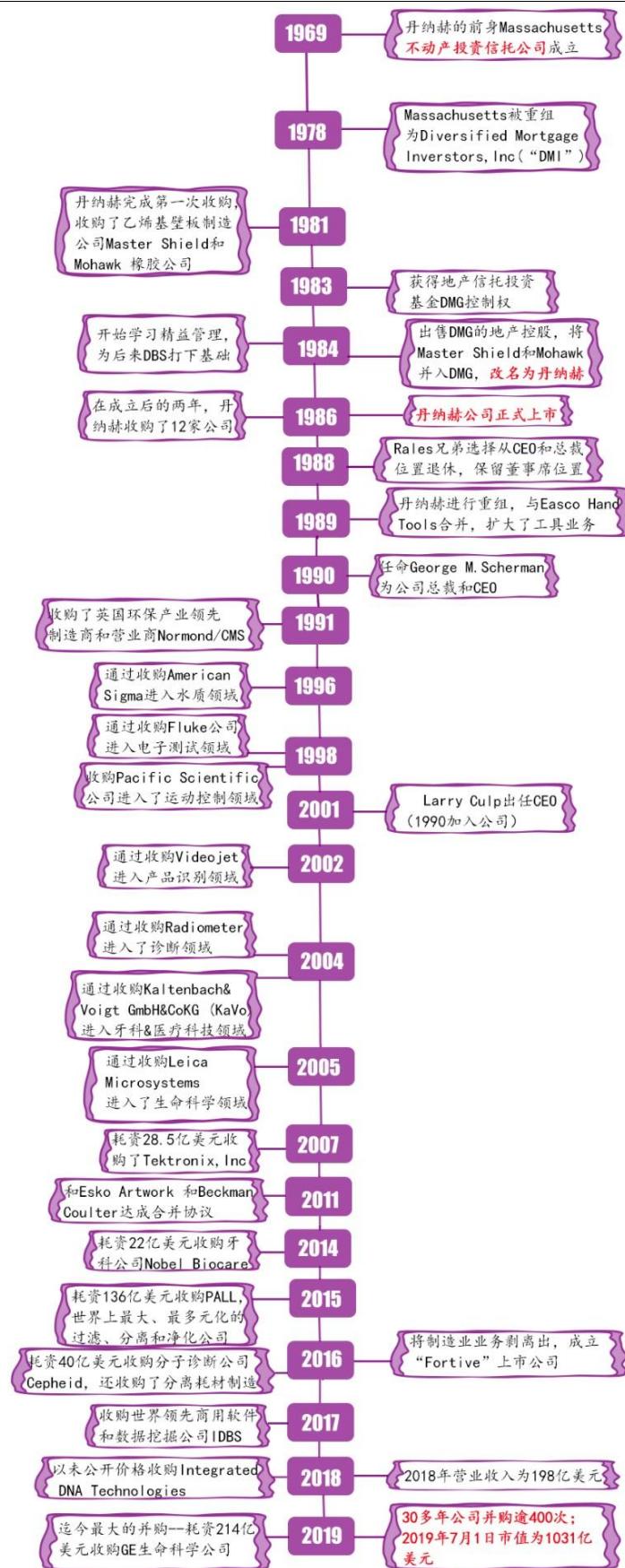


资料来源：公司公告

2018 年，公司营业收入为 199 亿美元，毛利率较高约为 56%。其中，生命科学和诊断业务分别占据了逾 30% 的销售额，分别为 64.7 和 62.6 亿美元；而环境和应用方案 2018 年销售额为 43.2 亿美元，占比 22%，牙科业务为 28.4 亿美元，占比 14%。

公司产品主要面向四个市场：北美、西欧、其他发达国家和高增长市场。北美市场是其最重要的市场，占总销售额为 39%，高达近 50% 的牙科产品面向北美市场，一方面说明北美地区是公司业务的大本营，另一方面说明发达经济体高层次需求的旺盛；高增长市场是其第二重要市场，包括东欧、拉丁美洲、非洲等地区，约 30% 产品在此出售，诊断业务、环境和应用方案等产品及服务契合了该类经济阶段居民的需求；最小的市场为其他发达国家，包括日本、澳大利亚等，约 4% 的产品在此出售。

图 3：公司发展历程及重要事件一览



资料来源：公司公告

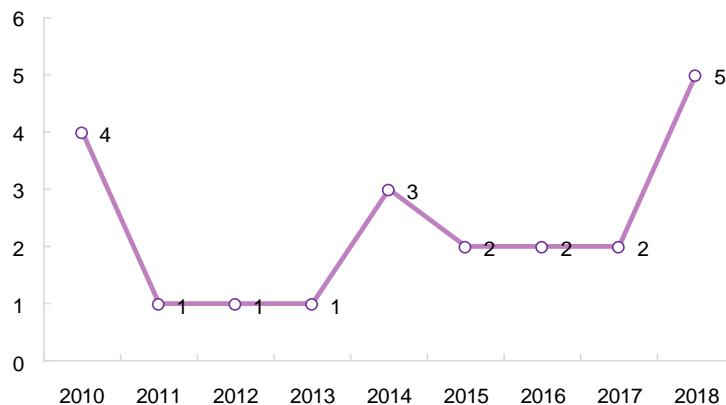
表1：全球仪器公司 2013 和 2018 年详细情况

| 公司名称 | 仪器销售收入 (亿美元) | | 占总收入比重 | | 排名 (按照仪器销售收入) | |
|------------------------------|-----------------|--------------|--------------|-------------|------------------|----------|
| | 2013年 | 2018年 | 2013年 | 2018年 | 2013年 | 2018年 |
| Thermo Fisher Scientific | 41.25 | 63.33 | 31.5% | 26% | 2 | 1 |
| Shimadzu | 17.54 | 21.83 | 58.7% | 61.8% | 5 | 2 |
| Roche Diagnostics | 17.33 | 20.64 | 15.4% | 15.6% | 6 | 3 |
| Agilent Technologies | 38.94 | 20.15 | 57.4% | 41% | 3 | 4 |
| Danaher | 62.79 | 19.41 | 32.8% | 9.8% | 1 | 5 |
| Zeiss Group | 8.35 | 18.31 | 15% | 26.6% | 10 | 6 |
| Bruker | 17.10 | 15.16 | 93% | 80% | 7 | 7 |
| Mettler-Toledo International | 10.94 | 14.97 | 46% | 51% | 9 | 8 |
| Water Corp. | 19.04 | 12.05 | 100% | 49.8% | 4 | 9 |
| PerkinElmer | 16.25 | 8.89 | 75% | 32% | 8 | 10 |
| Bio-Rad Laboratories | 7.25 | 8.71 | 34% | 38.6% | 11 | 11 |
| Eppendorf | 6.68 | 8.57 | 100% | 100% | 13 | 12 |
| Spectris | 5.70 | 7.23 | 30.2% | 33.7% | 17 | 13 |
| JEOL | 5.78 | 6.48 | 70.9% | 65% | 15 | 14 |
| Hitachi High-Technologies | 6.80 | 6.13 | 11.4% | 9% | 12 | 15 |
| Nikon | 6.35 | 5.71 | 6.1% | 8.8% | 14 | 16 |
| Illumina | 3.72 | 5.69 | 26.2% | 17.1% | 20 | 17 |
| Sartorius | 2.38 | 5.00 | 20.2% | 27% | 23 | 18 |
| Olympus | 4.49 | 3.57 | 6.1% | 5.1% | 19 | 19 |
| Tecan | 2.75 | 3.41 | 66% | 58% | 22 | 20 |

资料来源：C&EN 杂志

根据 C&EN 杂志的统计，全球顶级仪器公司排名中，丹纳赫仪器排名于 2011 年列首位，2018 年位列第 5，多年来仪器销售收入一直超 20 亿美元，排名 1-5 位，公司在美国的竞争对手有赛默飞（Thermo Fisher Scientific）、安捷伦（Agilent Technologies）等公司，日本的岛津（Shimadzu）和瑞典罗氏诊断（Roche Diagnostics）也是公司全球性服务的竞争对手。此外，公司积极拓展其他类型的设备及服务业务，单纯按 C&EN 统计口径下的仪器销售业务占比已经较小（2013 年占比 32.8%、2018 年占比 9.8%）。

图 4：公司仪器业务 2010-2018 年全球排名



资料来源：C&EN 杂志

1.2、各类品牌在细分市场具重要地位

(1) 生命科学业务：提供广泛的研究工具来帮助科学家们研究生命的基本组成部分，包括基因、蛋白质、代谢物和细胞，以便了解疾病的原因、识别新疗法、测试新药和疫苗。生命科学业务主要有 Pall、Leica Microsystems、SCIEX、IDT、Beckman Coulter、Molecular Devices、IDBS、Phenomenex 等品牌，生产基地主要位于北美、亚洲、欧洲和澳大利亚。

根据公司内部测算，生命科学领域的市场空间约为 500 亿美元，该领域的主要增长驱动力为生物医药的转变和在基因组学研究上的进展。公司的生命科学业务 2018 年销售额为 65 亿美元，同比增速约 13.5%。

图 5：公司主要业务著名品牌



资料来源：公司官网

(2) 诊断业务: 提供分析仪器、试剂、消耗品、软件和服务，帮助医院、医生办公室、参考实验室和其他危重医疗机构用于诊断疾病和做出诊断决定。诊断部门主要有 Beckman Coulter、Leica Biosystems、Radiometer、Cepheid、HemoCue、Mammotome 等品牌，生产基地主要位于北美、亚洲、欧洲和澳大利亚。

诊断领域的市场空间约为 350 亿美元，该领域的主要增长驱动力为分子诊断渗透和非集中化健康护理的发展。公司的诊断业务 2018 年的销售额为 63 亿美元，同比增速约为 7%。

(3) 牙科业务: 提供的产品和服务用于诊断、治疗和预防牙齿、牙龈和支撑骨骼的疾病。牙科部门主要有 Nobel Biocare、DEXIS、Implant Direct、Kavo Kerr、Ormco、Metrex、Nobel Procera、Orascoptic、Pelton & Crane、Pentron、Sybron Endo 和 Total Care 等品牌。生产基地主要位于北美、欧洲、中东、拉丁美洲、亚洲和澳大利亚。

牙科领域的市场空间约为 200 亿美元，该领域的主要增长驱动力为数字化牙科、牙科美容与种植牙齿。公司的牙科业务 2018 年销售额为 28 亿美元，同比增速约为 1%。

图 6：公司各项业务的市场空间



资料来源：公司官网，单位：十亿美元

(4) 环境与应用解决方案业务: 提供的产品和服务，有助于保护重要的资源，保持全球食品和水供应的安全，主要的品牌包括 Hach、Trojan Technologies、ChemTreat、McCrometer、AVT、Esko、Laetus、LINX、MEDIABEACON、Pantone、Videojet、X-Rite、ALLTEC/FOBA 等。生产基地主要位于北美、欧洲、中东、亚洲和澳大利亚。

环境与应用解决方案业务有两条业务线：水质与产品识别。水质领域的市场空间大约为 200 亿美元，该领域的主要增长驱动力为水资源的匮乏和水资源的可持续性发展；产品识别领域的市场空间大约为 100 亿美元，该领域的主

要增长驱动力为包装的大量需求和全球品牌的一致性。公司的环境与应用解决业务 2018 年的销售额为 43 亿美元，同比增速约为 9%。

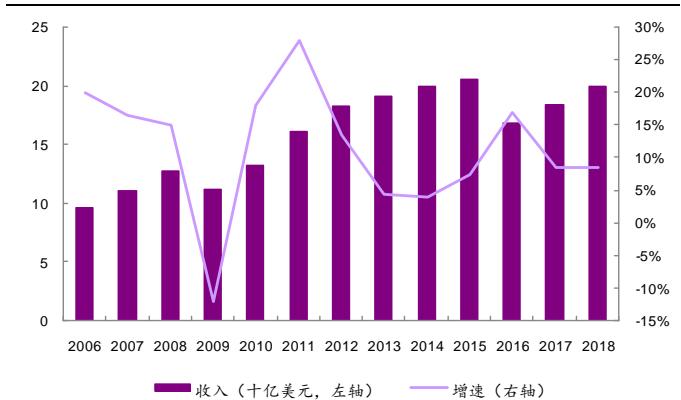
1.3、多年稳步增长且具有优异现金流

我们对可获取年报数据进行分析，从 2006 年至 2018 年的 12 年期间，公司的难能可贵之处就是业绩实现稳步增长，盈利水平稳定，现金流维持较好水平；这既是实业市场对公司较为认可的原因，也是该类并购成长型公司能够吸引投资者的重要因素。

我们将进一步对公司 2006-2018 年的财务情况进行分析。公司营业收入从 2006 年的 96 亿美元增至 2018 年的 199 亿美元，算术平均增速为 11.4%（公司于 2016 年剥离 Fortive，2015 年 Fortive 营业收入为 61 亿美元，2016 年增速以 2015 年追溯收入后为基数，整体增速采用算术平均数更客观，下同）。此外，2009 年由于金融危机的影响，销售额跌至 112.8 亿美元，下降了 12%，但随着经济的复苏和公司的进一步发展，销售持续扩张，迎来了长达 9 年的正增长。

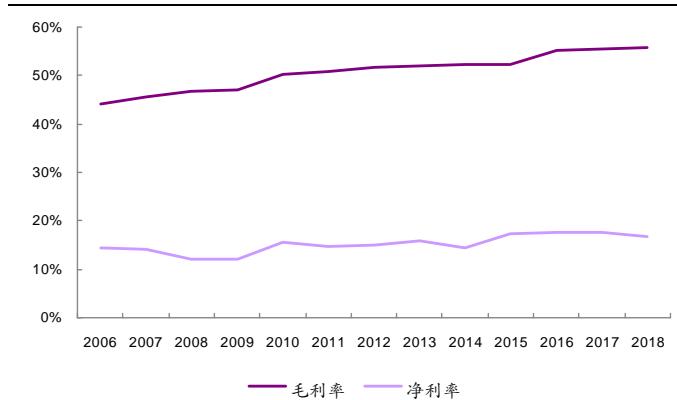
在这 12 年期间，毛利水平呈现稳定增长，毛利率稳中有升，平均值在 50.8% 左右，一方面，公司销售的仪器设备等产品及服务产业地位强，毛利率水平较高；另一方面，公司经营管理及成本控制较好，且凭借公司商业系统（DBS）优势，大量的并购标的很好地融入公司平台，不仅未影响到公司的毛利率水平，反而使毛利率不断提升。

图 7：公司 2006 至 2018 年营业收入及增速



资料来源：公司公告；注：1) 2015 年以前收入及增速未追溯扣除剥离 Fortive 影响；2) 2016 年增速为以 2015 年已追溯扣除剥离 Fortive 收入数值为基数进行同比计算

图 8：公司 2006 至 2018 年毛利率和净利率



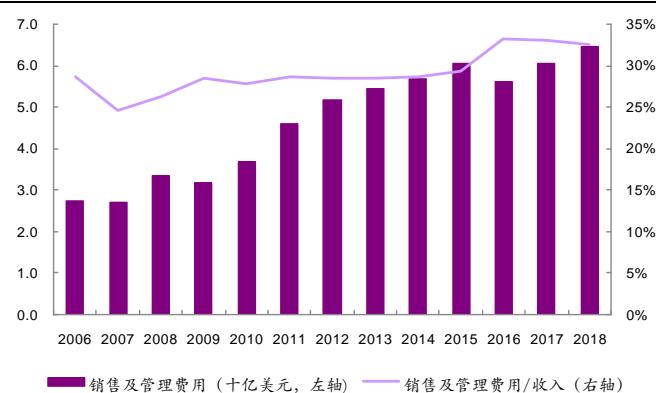
资料来源：Wind

公司的销售及管理费用始终维持在较高水平，从 2006 年的 27.4 亿美元升至 2018 年的 64.7 亿美元，占营业收入的比重在 12 年间的算术平均数约为 29%，2016-2018 年持续超过 30%。从业务性质上看，为了扩大销量，推销产品占领市场，公司确实需要进行销售全球布点和聘请大量的销售人员，导致销售费用较高。另一方面，公司每年进行大量收购，为了让新收购的标的更好地适应公司商业系统（DBS），公司在此付出较多，投入一定的管理费用，当

然这也取得了良好的效果，使得公司毛利率稳中有升，同时也实现了并购标的和公司的良好整合。

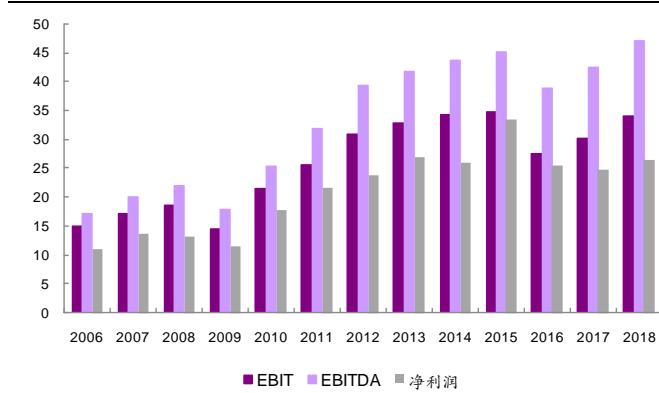
2009 年，销售管理费用率突增主要因为金融危机导致销售额下降，而 2016 年，突增的管理费用率是因为完成了重大收购 PALL 公司，需要投入大量的管理人员进行并购后的经营管理。

图 9：公司销售及管理费用及收入占比



资料来源：Wind；注：2015 年及以前未追溯扣除剥离 Fortive 影响

图 10：公司 EBIT、EBITDA 及净利润的情况

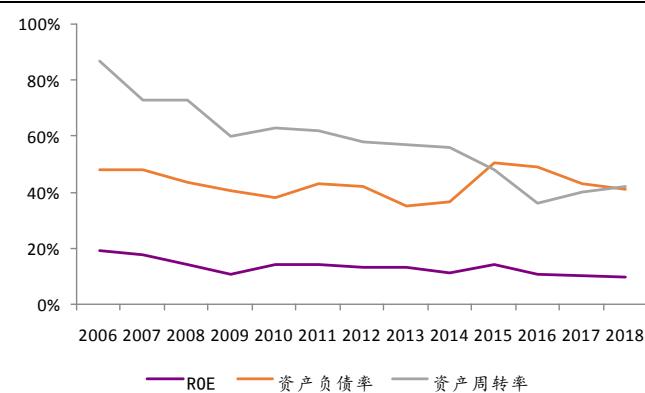


资料来源：Wind；单位：亿美元；注：2015 年及以前未追溯扣除剥离 Fortive 影响

除宏观经济特定时间节点（如 2008 年全球金融危机），公司多年来的净利润稳中有升，小幅震荡上行，由 2006 年的 11.22 亿美元，增长到 2018 年 26.51 亿美元；净利率维持于 12% 至 17.5% 之间，2018 年净利润率为 16.7%，而 12 年算术平均净利率约为 15.1%。

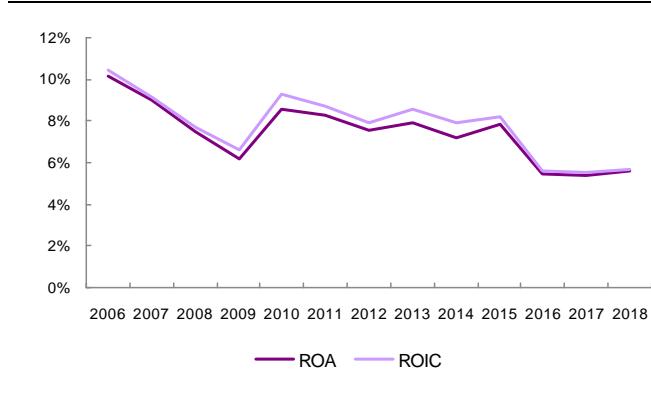
2008 至 2009 年净利率处于低位，主要是因为受到经济危机的冲击；随着经济进一步复苏，净利率也随之回升。2014 年净利率下降主要是因为公司财务成本的增加导致净利润的下降（财务成本增加的原因是短期贷款利率的上涨以及货币汇率的变动）。

图 11：公司 ROE、资产负债率及资产周转率



资料来源：Wind

图 12：公司 ROA 和 ROIC 的情况分析



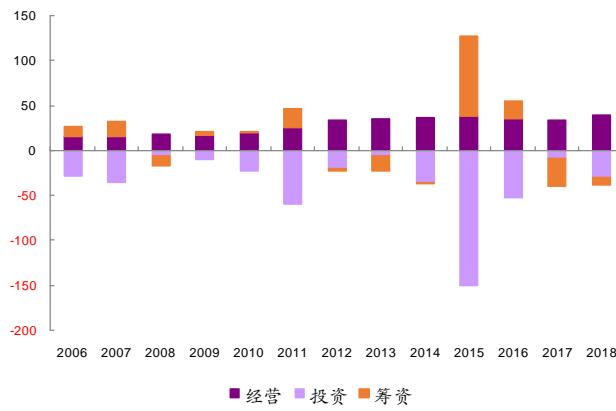
资料来源：Wind

公司非常重视资产负债率的控制，多年来较为稳定，这对防范财务费用过高及金融风险有很大帮助，最高为 2015 年的 51%，彼时公司总负债由 2014 年的 34.8 亿升至 2015 年的 128.7 亿美元，原因在于大举筹资收购 PALL 公司。当资产负债率升高达到预警线时，公司接下来在 2016 年，出售 Fortive 公司，而这笔运作，降低负债率便是考虑因素之一；另如早在 1988 年，公司创始人 Rales 兄弟在公司并购策略制定方面，较早地意识到风险从而注重降低企业的负债，这是融资并购扩张型企业必须重视的问题，也是在经济危机过程中，能够较好生存下去的关键点。

从 2006 年至 2018 年，公司 ROE 保持稳定，12 年算术平均 ROE 为约 8%。资产周转率呈现下降趋势，这是因为公司的大量并购导致总资产迅速增长，甚至超过了销售收入的增长速度。2007 至 2008 以及 2016 年后的资产周转率的上升主要是因为总资产变动幅度较小而销售收入持续上升。

公司经营性现金流较好，其原因在于公司从事的设备及服务业务的商业模式较佳且付款周期短，2018 年经营性现金流为 40 亿美元，保障公司可持续发展。公司 ROIC 一直较为稳定，2010-2015 年约 7-8%，2016-2018 年约 6%，这也是公司进行投资标的选择的重要指标；而公司的并购及资本支出实际上是充分考虑了经营、筹资情况，保证整体现金流充足。

图 13：公司经营、投资及筹资现金流



资料来源：Wind；单位：亿美元；注：投资性现金流包括但不限于并购支出和资本支出

图 14：公司期末现金余额和各报告期的资本支出



资料来源：Wind；单位：亿美元；注：从数据上看，公司的资本支出并不完全包括并购支出

自由现金流已成为企业价值评估领域使用最广泛，理论最健全的指标，美国证监会更是要求公司年报中必须披露这一指标。2006-2018 年，公司自由现金流由 14 亿元增长到 34 亿元。稳定充沛的自由现金流量意味着公司的还本付息能力较强、生产经营状况良好，用于再投资、偿债、发放红利的余地就越大，公司未来发展趋势就会越好。

图 15：公司自由现金流情况



资料来源：公司公告；单位：十亿美元；注：2015 年及以前未追溯扣除剥离 Fortive 影响，扣除后 2015 年自由现金流为 24 亿美元

2、DNA 所致，并购是发展主旋律

2.1、自上而下策略，利基市场优先

丹纳赫从一家投资公司，通过不断并购成为全球著名的工业仪器及设备实业型公司，“收购整合之王”称谓名副其实。Steven 和 Mitchell Rales 两兄弟在初期运作这一投资引擎时，并购选择策略就是：

- (1) 特定利基市场上可理解的业务；
- (2) 能带来现金利润的可预测收入；
- (3) 有企业家精神并且经验丰富的管理团队。

公司并购战略很清晰，可以使成长速度快，在并购整合过程中经营也做到可控。

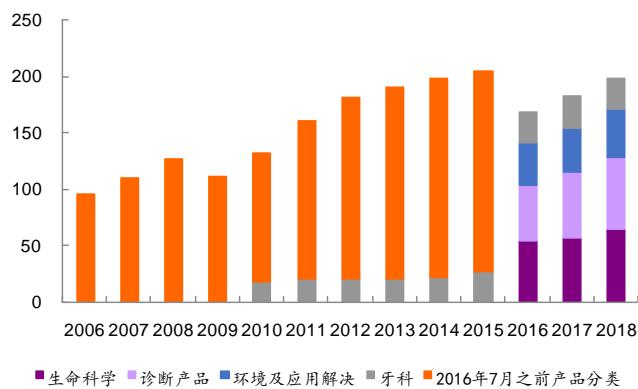
图 16：公司并购与发展整体历程



资料来源：公司公告；注：取自 2017 年公告数据，因此其 2017 年收入为预测值

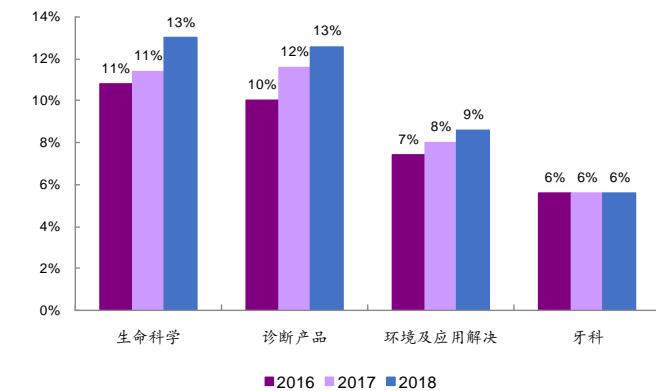
以“市场第一，企业第二”信念驱动，“我们寻找有规模的市场，而且是我们可以赢的市场”。公司追求的目标是成为所提供的产品中最具创新意识和最低成本的制造商。公司以某个狭窄的业务范围为战略起点，集中资源和力量进入，首先成为当下市场前列，不断扩展地域市场范围，采取多种途径建造竞争壁垒，分阶段、分层次地获取并巩固市场领先地位。

图 17：公司分部业务营收情况



资料来源：Wind；单位：亿美元；注：2015 年及以前未追溯扣除剥离 Fortive 影响

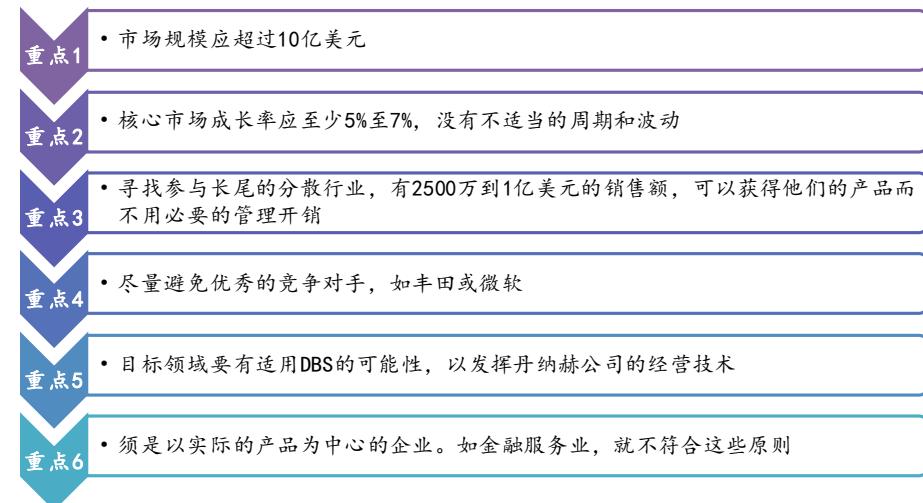
图 18：分部业务市占率情况



资料来源：Wind；注：市场空间采用的是公司自行评估数据，如图 6 所示

公司并购切入行业也是经过一定的合理标准进行筛选，从以下具体指标也充分体现了公司并购清晰的思路以及规范的执行水平。

图 19：公司并购切入行业是经过一定的合理标准进行筛选



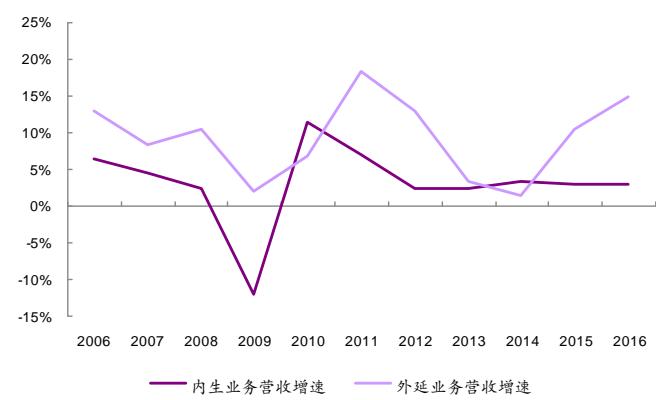
资料来源：公司公告

何为有吸引力的市场：公司将评估市场，包括长期增长驱动力和整合机会。首先，公司会考量该市场是否具有长期的增长动力，是否处于蓬勃发展阶段，避免进入夕阳产业。其次，在该市场内是否形成了具有垄断能力的企业，市场是否呈现碎片化；然后是考虑市场的进入门槛，高进入门槛的市场可以减

少竞争，利于企业发展。最后，也要考虑到该市场与公司其他行业的协同发展及成长共进。

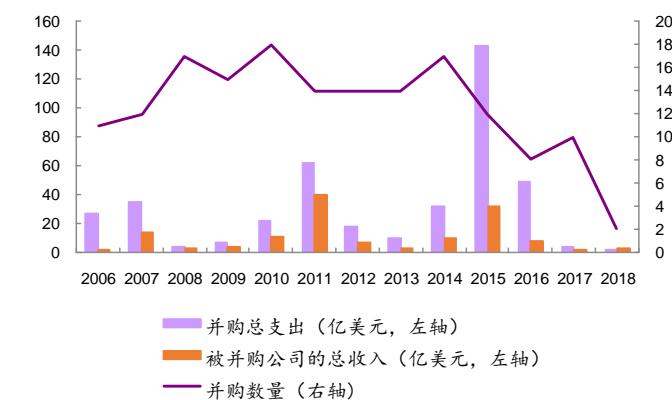
并购标的需要具备的要求：公司在选取标的时，更注重质量和战略价值的问题，致力于寻找创新的科技公司，并且其业务或将受益于公司商业系统；标的本身：公司将会分析标的的市场地位和潜力，包括品牌实力和利润扩张的机会。首先，便是标的的市场地位，将会优先考虑该市场上的龙头企业或者发展潜力巨大的企业；其次，一个优秀品牌和丰富的渠道资源也同样十分重要；再次，标的的发展状况，是否具有持续性的收入增长，利润率是否足够高；最后，便是标的的文化与公司文化的适应性。

图 20：公司内生业务和外延业务收入增速



资料来源：公司公告

图 21：公司并购总支出、并购数量以及被并标的收入



资料来源：公司公告；注：根据公司年报披露的数据统计

并购较好地平衡了内生及外延业务增速以及公司的战略发展。（1）内生增速维持了较高水平，这是公司可持续发展的基础；（2）内生增速较高时，外延业务贡献增速可以稍低，反之也同理；（3）遇到金融危机之时，公司虽受影响，但内生增速依然为正；（4）2008-2010年的并购放缓，为2011年并购68亿美元Beckman Coulter积蓄力量；2013-2014年的并购放缓，为2015年136亿美元的收购Pall积蓄力量。

2.2、不断优化，并成为细分领导者

1. 在公司的发展历史中，有着举足轻重影响的三任领导

(1) 创始人 Rales 兄弟：成立了该投资平台，在公司成立初期就开始通过不断的兼并收购使公司壮大，非常值得一提的是，公司非常重视投后与标的公司的联系，着重于子公司的运作和对整个公司经营指标的把握。前期，车辆系统业务的经理们成功地学习了丰田汽车的精益管理后，Rales 兄弟便在全公司贯彻这个系统；而 1988 年两兄弟急流勇退，为后来公司进一步市场化运作及快速成长提供较好管理环境及氛围。

(2) George M. Sherman：1990 年 2 月上任为总裁和 CEO，被业内誉为非常有活力的领导。任期内，公司进一步转变业务领域，出让生产轮胎、工具和部件的企业，而形成新的业务细分包括环境控制、电子测试仪器和精

密电机平台，同时，进入电子测试仪器、水质仪器、食品和制药温压传感器领域。公司的营业收入也从 1991 年 78% 的收入来自工具和汽车设备，到 2001 超过一半收入来自环保、电子测试和运动控制平台。任职后期，公司实现了每年 15-20% 业绩增长。

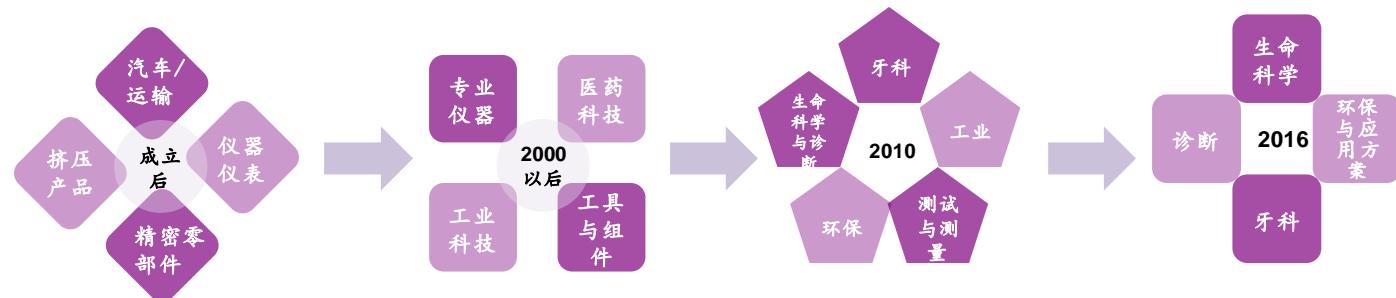
(3) Lawrence Culp: 2001 年被任命为 CEO，彼时还是 38 岁的少壮派。在任前五年公司保持高速发展，兼并了 50 多家企业并不断壮大。Culp 每周大概花费半天时间处理对外事务，一天半至两天时间处理战略和并购问题，其余大半周时间用于处理经营管理和人力资源事务，在 Culp 任职期间，公司总共花费了约 320 亿美元的资金进行并购。后来，2018 年 10 月 1 日成为通用电气董事长兼 CEO。

目前，公司现任总裁兼 CEO 是 Thomas P. Joyce, Jr.。

2. 并购过程根据原则不断调整业务结构和发展方向

遵循高度利基市场选择、持续增长且有地位的公司、DBS 并购整合及投后管理、整体财务指标把控等原则，并结合宏观经济、工业及生活消费变化，不断调整主要业务；从发展结果上看公司的并购是成功的。

图 22：公司历年来主要业务变化情况



资料来源：公司公告

1986 年 6 月，公司并购气动工具制造产业的 Chicago Pneumatic (1987 年出售，保留其姊妹公司 Jacobs) 后：形成了汽车/运输、仪器仪表、精密零部件、挤压产品为主营业务的布局，并以 4.56 亿美元的收入被列入财富 500 强。从当时的时代背景看，20 世纪 80 年代正是美国摆脱 70 年代经济滞胀、工业化也告一段落、科技产业崛起前夜，日本汽车产业高峰时刻以及半导体行业正当崛起之时。

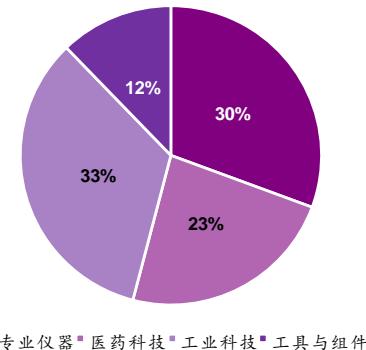
1991 年后，因为公司没有品牌特色也没有足够的规模承受产业价格压力，公司开始出让汽车零部件企业，且逐步进入水质、医疗、食品专业仪器领域。到 21 世纪公司逐步形成了以专业仪器、医疗技术、工业技术、工业与组件为核心业务的布局；当时美国的消费型社会逐步兴起，包括新兴国家对专业技术、设备的需求较为旺盛，公司以该类业务为主要切入点实为较好的选择。

图 23：20世纪 90 年代至 2006 年四大细分行业下的主要并购一览



资料来源：公司公告

图 24：2006 年公司主营业务分布图



资料来源：公司公告

(1) 专业仪器：一是环境测试，二是电子测试。

环境测试业务主要服务于水质和零售石油。在 1996 年，通过收购 American Sigma，公司成功进入了水质相关领域。而自上个世纪 80 年代中期以来，通过 Veeder-Root，公司进入了零售石油市场，并通过 2001 年的 Red Jacket 和 2002 年的 Gilbarco 等收购，扩大了零售石油的覆盖区域，Gilbarco 帮助公司取得了地面石油设备的重要地位。

电子测试业务是公司在 1998 年通过收购 Fluke 公司创建的，并通过之后的一系列并购（如：2006 年并购了 Visual Networks）扩大了该业务范围。

(2) 医疗技术业务是在 2004 年通过收购 KAVO、Gendex 和 Radiometer 建立起来的。2005 年公司又收购了 Leica Microsystem、Sybron Dental Specialties 和 Vision Systems Limited，Leica 和 Vision system 共同为公司提供了一系列标本设备和诊断仪器，为病理实验室提高了关键的设备和耗材，提升了公司在病理诊断领域的地位；而 Sybron 拥有全球领先的牙科技术，扩大了公司的牙科产品范围。

(3) 工业技术业务包括两个战略业务线：运动和产品识别，以及三个重点业务：航空航天和国防、审核和控制、电质。

运动控制业务是在 1998 年公司通过收购 Pacific Scientific 公司建立的，随后又收购 American Precision、Kollmorgen、Warner Electric、和 Thomson 等进一步扩大了产品和地理范围；而 Warner Electric 的运动业务帮助公司跻身于精密运动控制供应商的顶级行列；Thomson 是为公司的顾客提供了最广泛的线性运动解决方案，是公司在运动控制领域领导地位的延伸。

产品识别业务是在 2002 年通过收购 Videojet 建立起来的，并通过后续收购进一步扩大产品和覆盖区域，包括 Willett International Limited、Accu-Sort

systems s 和 Linx Printing Technologies (PLC)。Willett 为公司提供了遍布全球的产品供应渠道和关键的战略平台。

(4) **工具和组件业务**主要服务于一个战略业务线，是手动的机械工具，并关注与四个重点利基业务公司：三角洲综合工业、Hennessy 工业、Jacobs Chunk 制造公司和 Jacobs Vehicle 系统。

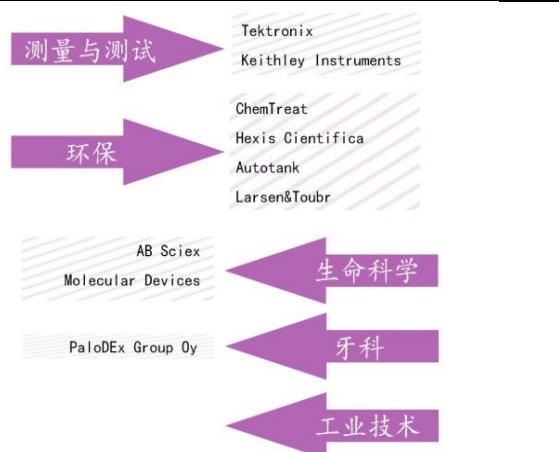
该阶段公司发展总结：

(1) 美国国债收益率逐步降低，下降至 5%左右，宽松的货币政策开始使得公司更容易获得资金与贷款，从而利用资金进行并购与投资业务；

(2) 随着技术的革新工艺的成熟，产业发展模式由原先的粗放式发展逐渐向精细化过渡，公司的投资方向也逐渐侧重于这些精细产业和技术产品；

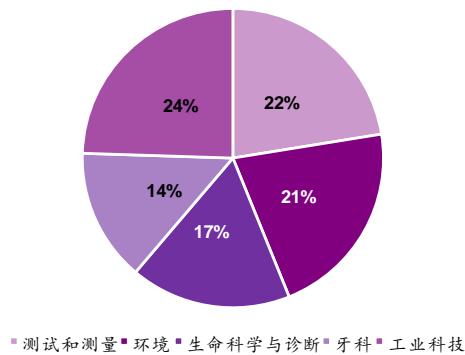
(3) 计算机的发展、互联网技术的进步，使得运动控制、自动化等产业快速发展成为可能。

图 25：2006 至 2010 年五大细分行业主要并购一览



资料来源：公司公告

图 26：2010 年公司业务分布图



资料来源：公司公告

在 2010 年的第四季度，为了反映公司内部组织、不同业务的增长率的变化，公司改变了其年报的构成部分：5 个不同的业务展现，分别为**生命科学与诊断、牙科、工业科技、环保和测试与测量**。

(1) **测试与测量业务**为通信网络和相关服务提供服务，用于电子设备、通信网络和服务的设计、开发、制造、安装、部署和运营。在 2007 年收购了 Tektronix 和 2010 年收购了 Keithley Instruments 后，进一步巩固了公司在测试和测量行业的领先地位。

(2) **环保业务**提供产品，并服务于两个主要市场：水质及零售石油。

在水质市场，2007 年公司收购 ChemTreat 提供了额外的销售和盈利机会；2009 年公司收购了巴西领先的科学实验产品分销商 Hexis Cientifica，扩大了覆盖区域。

在零售石油市场，公司于 2008 年收购了 Autotank 和 2010 年收购了印度零售石油设备制造商 Larsen & Toubro 的石油分配器业务，扩大了覆盖区域和新兴市场的业务。

(3) **生命科学业务**提供了广泛的研究和临床工具。公司于 2010 年收购了 AB SCIEX 和 Molecular Devices，AB SCIEX 大大提升了公司在生命科学的地位，尤其是在质谱分析市场。

(4) **牙科业务**专注于为全球牙科专业人士开发、制造和营销创新解决方案，也是当前居民的高层次需求，公司于 2009 年收购 PaloDEx Group Oy，扩大了地理范围和产品及服务范围。

(5) **工业技术业务**生产产品和子系统，这些产品和子系统通常由客户和系统集成商整合到生产和包装生产线中，并由原始设备制造商整合到各种最终产品中。

该阶段公司发展总结：

(1) 美国国债收益率走低，徘徊于 4% 左右，宽松的货币政策使得企业更容易获得资金与贷款，开始可以尝试较大体量公司的收购；

(2) 消费业的持续高景气，同时经济的发展和消费理念的更新使得人们更加注重健康和生活品质的提升，叠加科技的不断进步，带动了牙科、生命科学等医药科技的发展；

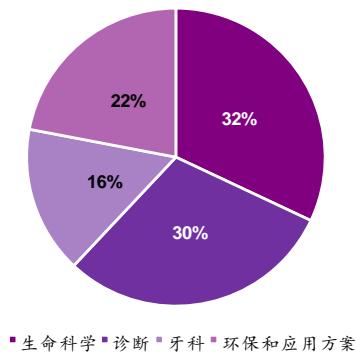
(3) 环保产业、美国油气产业的发展，环境和能源领域发生了较大变化，环保意识觉醒带动了环保产业的崛起，油气产量的扩大了相应产品的市场空间。

图 27：2010 至 2016 年四大细分主要并购一览



资料来源：公司公告

图 28：2016 年公司业务分布图



资料来源：公司公告

2016 年 6 月 2 日，丹纳赫将测试与测量、工业科技（除产品识别）和零售石油业务分离，并按照一定比例分发给公司股东已经发行的和发行在外的 Fortive 公司股票。公司剩下的业务主要包括四个部分：**生命科学、诊断、牙科**以及**环境和应用解决方案**。

(1) **生命科学业务**，通过收购 Beckman Coulter、Pall 和 Phenomenex 等公司，使得公司成为一个领先的过滤、分离、和净化科技公司。Beckman 为

公司增加了互补的产品和服务，而 Phenomenex 又补充了 Sciex 的供应，增加了一流的分离耗材技术。耗资 136 亿美元收购的 PALL 公司更是为丹纳赫提供了核心的材料和技术，解决了复杂的流体分离分体，促进了药物的研发，提高了丹纳赫制造过程的效率和产品质量。

(2) **诊断业务**，在 2011 年收购了 Beckman Coulter，扩展了公司临床诊断领域的产品组合。2012 年收购了 Iris International 和 Aperio Technologies，2013 年收购了 HemoCue，2014 年收购了 Devicor Medical 和 2016 年收购了 Cepheid 后也得到了进一步的发展，Cepheid 更是大大促进了公司分子诊断的进步。

(3) **牙科业务**，在 2014 年收购了 Nobel Biocare Holding AG 公司，Nobel Biocare 在种植牙和数字牙科等领域的专业知识与公司的 3D 成像能力的结合，大大提升了公司口腔内扫描和数字修复方面的能力。

(4) **环境与应用解决方案业务**分为两块：水质和产品识别。水质行业在 2010 年至 2016 年并未有新的收购；而产品识别业务在 2011 年收购了 EskoArtwork，2012 年收购了 X-Rite，X-Rite 与 Esko 的产品和服务相结合，为公司的客户提供了包装流程的业界领先的解决方案。而后，又于 2015 年收购了 Laetus 公司。

该阶段公司发展总结：

(1) 美国处于大消费时代，经济的发展和消费理念的更新使得人们更加注重健康和生活品质的提升，带动了牙科、生命科学等医药科技的持续发展；美国处于国际产品产业链顶端，因此其产品设计、识别领域能够更具竞争力；

(2) 工业企业逐渐转移，由于劳动力成本的上涨，大量的工业企业迁出美国，前往中国、东南亚等拥有大量廉价劳动力的地区，新兴市场的崛起有利于公司成熟工业品类产品在这些地区开辟市场；

(3) 经济危机后，美国国债收益率持续降低，至 2% 左右，宽松的货币政策使得公司更容易获得资金与贷款，从而利用资金进行并购与投资业务，同时低利率环境下，公司稳定的收益水平更易获得投资者青睐。

总体上讲，除了战略转向或切入其他市场外，公司的并购战略着重收购邻近或者相关业务，注重收购企业的互补性，用以补充现拥有的业务，促进公司的公司的内生式发展。

2.3、公司重点并购事件的明细分析

成立至今，丹纳赫持续并购并逐渐形成了现有的业务分布。由于数据的可获得性所限，我们无法一一全部找到收购项目的明细。下表收录了这 30 余年公司所进行的主要并购，包含了 58 个标的，以及收购时间、所属国别、主要业务与部分收购价格，并分析了该收购对公司发展所做的贡献。

表2：公司成立至今重要收购列举

| 被收购公司 | 收购时间 | 地点 | 收购价格 (百万美元) | 主要业务 | 对丹纳赫的贡献 |
|---|------|------|----------------|---|---|
| Chicago Pneumatic | 1986 | 美国 | | 气动工具制造 | 进入该领域并逐步发展壮大 |
| Qualtirol | 1986 | 美国 | | 监控和保护设备 | |
| McCrometer | 1996 | 美国 | | 著名的液体、蒸汽和气体测量行业精密流量计开发商 | 并继续开发创新方法，以满足客户在数字世界中的需求 |
| American Sigma | 1996 | 美国 | | 水质分析仪器 | 进入水质监测领域 |
| Pacific Scientific | 1998 | 印尼 | | 实验室设备及耗材 | 进入运动控制业务 |
| Fluke | 1998 | 美国 | 625 | 电子测试 | 创建了电子测试业务 |
| HACH | 1999 | 美国 | | 水质分析仪器 | 水质监测领域发展壮大 |
| Warner Electric | 2000 | 美国 | 144 | 运动控制 | 提高了公司在材料和流体市场的地位，帮助公司跻身于精密运动控制供应商的顶级行列 |
| Kollmorgen | 2000 | 美国 | 325 | 运动控制 | 扩大运动控制业务 |
| American Precision Industries | 2000 | 美国 | 250 | 运动控制，产品包括电机、驱动器、离合器、刹车和变速箱 | 扩大运动控制业务 |
| Gilbarco (Marconi Commerce Systems) | 2001 | 英国 | 325 | 零售自动化、环保产品和服务 | 将确保公司在地面设备领域占有重要地位，为零售石油客户提供了综合自动化和环境解决的全方位的方案和服务 |
| Thomson Industries | 2002 | 美国 | 165 | 运动控制，产品包括执行器、直线轴承和导轨、滚珠丝杠、齿轮头等 | 可以给顾客提供当今市场上最广泛的标准和定制线性运动解决方案，是公司在运动控制领域领导地位的延伸 |
| Videojet | 2002 | 美国 | | 喷码机、激光编码、印刷机 | 进入产品识别业务领域 |
| Viridor Instrumentation | 2002 | 英国 | 135 | 设计和制造用于净水、废水、超纯水和其他液体和材料的分析仪器 | 增加公司的竞争力，促使其进入互补的终端市场，如饮料、制药等，同时增加了公司在海水和大气测试方面的能力 |
| Accu-Sort systems | 2003 | 美国 | 63 | 产品识别，扫描仪制造商和销售商 | 能够建立一个关键战略平台、扩大服务市场 |
| Radiometer | 2003 | 丹麦 | | 全球最大的危重症检测仪器及相关服务供应商 | 建立医疗技术业务，进入诊断领域 |
| Willett International Limited | 2003 | 美国 | 110 | | 提供了产品供应、售后收入基础和遍布全球的渠道 |
| the Gendex business of Dentsply International | 2004 | 美国 | 102.5 | 一家领先的牙科成像产品制造商，产品包括口腔内和全景X光机、数字射线照相系统、口腔内照相机和胶片处理器 | 进入并布局牙科领域 |
| KaVo Kerr | 2004 | 德国 | | 口腔预防、诊断到治疗、牙科器械制造 | 扩大诊断、牙科业务 |
| Trojan technologies | 2004 | 加拿大 | 185 | 水资源和环境管理 | 扩大水质相关业务 |
| ORMCO | 2005 | 美国 | | 口腔正畸的领导者，提供钛合金的正畸材料等创新产品 | 丰富公司牙科产品的组合 |
| Leica Microsystems | 2005 | 德国 | 550 | 是全球领先的微结构分析高精度光学系统的设计和制造商 | 该公司在高精度光学仪器方面的技术及其知名品牌将帮助公司进入并扩展生命科学领域，同时补充现有的重症监护诊断和牙科业务 |
| Linx | 2005 | 英国 | | 喷码机、打码机 | 扩大产品识别业务 |
| Leica Biosystems | 2006 | 德国 | | 全球著名的工作流程解决方案和自动化提供商，旨在帮助病理实验室和研究人员缩短活检和诊断之间的时间 | 推进癌症临床诊断水平 |
| Vision Systems Limited | 2006 | 澳大利亚 | 520 | 自动化仪器制造商和销售商，产品包括 Peloris™ 快速组织处理器和 Bond™-maX 高级染色系统，以及 Novocastra™ 抗体和生物化学试剂 | Vision 和 Leica 共同提供一系列完整的标本制造和诊断仪器，进一步提升了公司在病理诊断领域的地位，为病理实验室提供了关键的设备和耗材 |
| Sybron Dental Specialties | 2006 | 美国 | 2000 | 医药科技 | 扩大了公司牙科产品范围 |

| | | | | | |
|--------------------------------|------|-----|------------------------------|---|--|
| ChemTreat | 2007 | 美国 | 435 | 提供特种化学品，领先的工业水处理产品和服务提供商 | 为公司的水质业务提供额外的销售和盈利增长机会 |
| Tektronix | 2007 | 美国 | 2800 | 全球领先的测试、测量和监控产品和服务供应商 | 巩固了公司在测试和测量行业的领先地位 |
| AB SCIEX | 2009 | 美国 | 与 Molecular Devices 共 11 亿美元 | 世界上规模最大、销售额第一的生化仪器、分析仪器之一 | 提升了公司在生命科学的地位，尤其是在质谱分析市场 |
| Hexit Scientific | 2009 | 巴西 | | 巴西领先的科学实验产品分销商 | 扩大新兴市场水质相关业务范围 |
| Molecular Devices | 2009 | 美国 | 与 AB SCIEX 一起共 11 亿美元 | 全球生命科学研究、制药和生物治疗开发领域的知名供应商 | 提升了公司在生命科学的地位 |
| Implant Direct | 2010 | 美国 | | 提供牙科手术，修复和再生等解决方案 | 填补了其薄弱的植入业务 |
| Keithley Instruments | 2010 | 美国 | 300 | 测试和测量，是世界领先的先进电气测试仪器和系统；产品包括集成系统解决方案，以及可作为系统组件或独立使用的仪器和数据采集模块 | 进一步巩固了公司在测试和测量行业的领先地位 |
| Larsen & Toubro | 2010 | 印度 | | 石油分发器 | 扩大了新兴市场的业务 |
| Beckman Coulter | 2011 | 美国 | 6800 | 开发制造和销售能够简化和自动化复杂生物医药测试的产品 | 为公司在生命科学和诊断领域提供了额外的销售和盈利增长机会 |
| ALLTEC/FOBA | 2011 | 德国 | | 激光打标和雕刻 | 技术和品牌相结合，为几乎任何识别应用提供最佳的、定制的解决方案 |
| Esko Artwork | 2011 | 比利时 | 470 | 领先的数字包装、设计和生产市场服务商 | 为公司在产品识别领域提供了额外的销售和盈利增长机会 |
| Iris International | 2012 | 美国 | 338 | 诊断、样品处理、分子诊断 | 加强了其在分子诊断仪器和诊断市场的实力 |
| Aperio | 2012 | 美国 | | 创新数字病理学领航者，远距病理显微镜，单线式数组光学扫瞄 | 扩大其在诊断领域的能力 |
| Navman Wireless | 2012 | 美国 | | 全球较大的车队和资产管理服务提供商 | 车队/资产管理领域进行的第一项收购 |
| Pantone | 2012 | 美国 | | 色彩选择和匹配领域的全球领导者 | 主导色彩领域，创新产品并拓展高端涂料等新市场 |
| X-Rite | 2012 | 美国 | 625 | 产品识别，颜色测量技术的领导公司 | 与 Esko 的产品和服务套件相结合，为消费者包装工作流程中的每个步骤提供业界领先的解决方案 |
| HemoCue | 2013 | 瑞典 | 300 | 医疗诊断 | 为公司提供了进入医生实验室市场的切入点 |
| Nobel Biocare | 2014 | 瑞士 | 1900 | 牙科，植入式牙科修复领域的世界领导者 | 该公司在种植牙、数字假肢和软件领域的专业知识结合公司在 3D 方面的成像能力，能够提高口腔内扫描和数字修复解决方面的能力 |
| Devicor Medical Products | 2014 | 美国 | | 全球领先医疗设备公司 | 扩大医疗设备业务版图 |
| Microbiology of Siemens | 2014 | 德国 | | 临床微生物学诊断 | 扩大诊断业务业务范围 |
| ANGI Energy Systems | 2014 | 美国 | | 压缩天然气汽车燃料及管道拖车运输 | 契合美国油气革命，提升专有设备能力 |
| Pall | 2015 | 美国 | 13600 | 生命科学和诊断，全球领先的过滤、分离和净化供应商 | 1. 提供了核心材料和技术，解决复杂的流体分离问题；2. 促进了药物开发和监管；3. 提高了制造过程的质量和效率 |
| Siemens Healthcare Diagnostics | 2015 | 德国 | | 实验室医疗诊断 | 提升数字化医疗、精准医疗方面诊断能力 |
| Laetus | 2015 | 德国 | | 在线质量检测领域 | 提升检测识别业务水平 |
| Cepheid | 2016 | 美国 | 4000 | 研发制造生物医学检测仪器、系统及相关耗材，使得基于 DNA 的生物检测和基于基因的疾病在临床和非临床市场都成 | 公司分子诊断的主要提供方 |

| | | | | 为可能 | |
|---|------|-----|-------|---|---------------------------|
| Phenomenex | 2016 | 美国 | | 全球分离科学技术创新者，色谱耗材 | 提升药物发现和制药方法开发，食品安全和环境分析能力 |
| Advanced Vision Technology Limited(AVT) | 2017 | 以色列 | 100 | 全球包装、标签和商业印刷行业工艺控制、质量保证和新闻控制领导者 | 完善公司产品识别业务版图 |
| Blue Software | 2018 | 美国 | | 品牌包装标签和艺术品管理技术的领先供应商 | 提升产品识别业务能力 |
| IDBS | 2018 | 英国 | | 为生命科学、信息学和知识管理解决方案组合奠定基础，加快发现、开发和生产新药和疗法的速度 | 生命科学板块的重要组成部分 |
| Integrated DNA Technologies (IDT) | 2018 | 美国 | | 开发、制造和销售支持生命科学行业的核酸 (DNA) 产品 | 生命科学板块的重要组成部分 |
| GE Life Sciences | 2019 | 美国 | 21400 | 仪器、消耗品和软件供应商，致力于支持生物制药的研究、发现、工艺开发和制造 | 对生物制剂工作流程解决方案提供了极好的补充 |

资料来源：公司公告，光大证券研究所整理

公司不断通过并购为其注入新鲜血液。通过大量的并购使其获得市场上的领先地位并不断扩展其地理版图、发展及充实其业务、补充技术短板、丰富生产线，为顾客提供更加全面更加专业的服务。

公司商业系统是公司和被并购标的粘合剂。大量的并购并未造成公司内部集团的混乱，相反，先进的管理体系使得被并购标的很好地融入公司文化，甚至激发出了被并购标的更强大的潜力，为公司带来了业绩的增长。

但并购同样增加了公司的管理费用及财务费用，为了促进被并购标的与公司的融合，公司不得不花费大量的资金用于管理，培训管理人员，导致管理费用较高。同时，并购需要大量的资金，这会增加公司的利息成本，跨国并购更甚，这都增加了公司整体的财务费用。

3、DBS 为护城河，造就成功整合

通过学习精益管理和 KAIZEN 管理系统，在二十世纪 80 年代丹纳赫逐渐建立了自己的商业系统——DBS，如今公司已经能够熟练的将其商业模式与运营模式统一起来，前首席执行官 Lawrence Culp 表示“DBS 系统是丹纳赫的灵魂”。我们认为，这也是并购驱动型公司能够长期向好发展的核心与获得投资者青睐护城河。

3.1、公司独特的管理体系全球领先

丹纳赫商务系统（DBS）的五大重点为：

- (1) 最好的团队才会赢：培养员工的独特性、合作性和竞争性，并以结果为导向；
- (2) 创新定义未来：提高世界的生活品质；
- (3) 为股东而战：吸引更多的股东投资；
- (4) 倾听顾客的声音：不断超越客户的期望；

(5) KAIZEN 生存之道：通过持续的改善，创造持久价值。

图 29: DBS 的五大重点



资料来源：公司公告

图 30: DBS 的三大核心



资料来源：公司公告

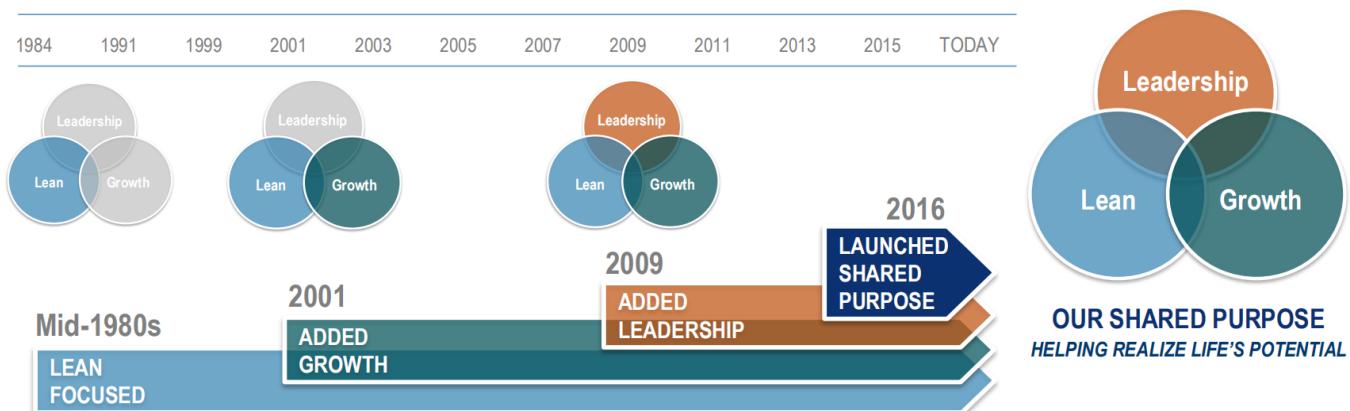
DBS 的三大核心：

增长：增长可分为三个具体领域：梦想、发展、交付。DBS 的增长工具被统称为丹纳赫的 3D (Dream、develop、deliver) 框架，DBS 增长工具是确保公司超越市场表现的关键工具；

精益生产：在最大限度地为客户创造价值的同时，通过提高公司业务的所有功能和领域的安全性、质量、交付和成本，最大限度地减少浪费；

领导力: 获得知识、技术和行为，在公司成为一个伟大的领导者。

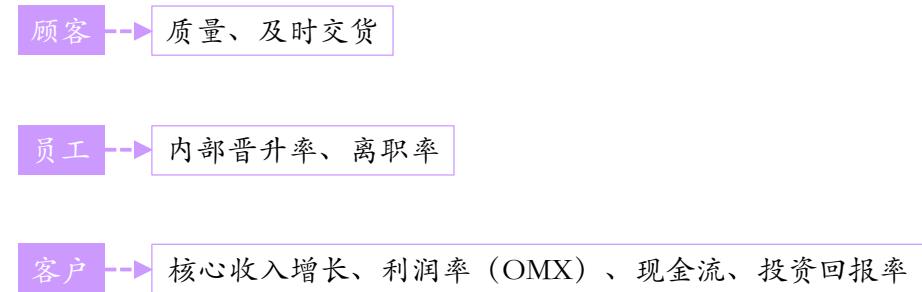
图 31：公司 DBS 进化史



资料来源：公司公告

十九世纪 80 年代，公司的原执行副总裁 Art Byrne 先生学习了日本的持续改善思想（KAIZEN）并应用在公司中，于是有了 DBS 的雏形。起初，DBS 仅仅关注于精益生产；在 2001 年，增加了成长性；又于 2009 年，增加了领导力部分。直至 2016 年，形成了现在的共同目标：领导力、成长性、精益生产三者并重，形成了一个完整的 DBS 系统。

图 32：八大核心价值驱动因素 (CVD)



资料来源：公司公告

衡量 DBS 完成情况的主要指标是八大核心价值驱动指标 (CVD) , 主要分为 3 大块：顾客、员工和股东：

顾客：衡量是否对顾客履行应尽的责任的两大指标为产品质量和及时交货，要求每年能提升产量质量的 50%，并且及时交货率要高于 95%；

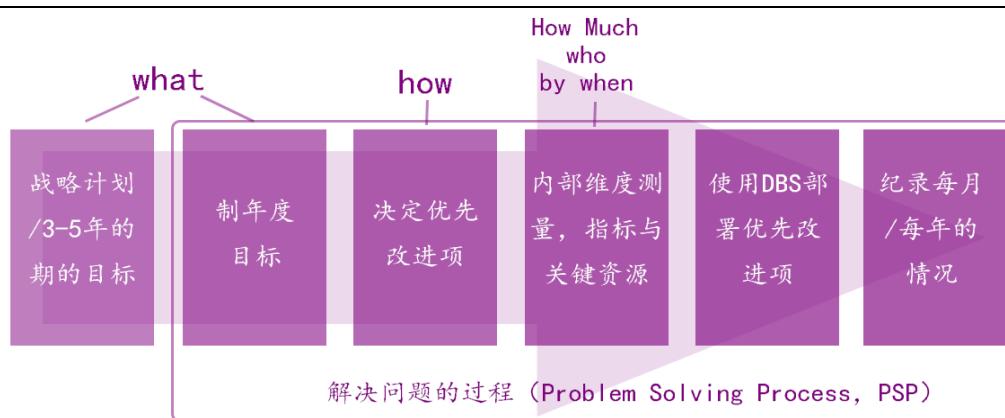
员工：主要关注于员工的内部晋升率和离职率，要求内部晋升率在 75% 左右，而对于离职员工，最大只允许 5% 的摩擦性失业率（因季节性或技术性原因而引起的失业）；

股东：主要包括四个衡量指标：核心收入增长、利润率 (OMX) 、现金流及投资回报率。要求核心收入增长要大于市场平均增长率，利润率 (OMX) 的增长每年要大于 100bps，现金流通量每年保持增长，以及投资回报率要高于白皮书上的预期。

为公司的战略制定以及问题的解决提供标准化流程帮助：

- (1) 找到公司需要做什么，制定 3-5 年期的战略目标，再将这些目标进一步具体化分解，落实到年度目标；
- (2) 找到解决问题的方法，在众多目标中找到优先解决的项目，并制定方案；
- (3) 设定内部测量的维度、指标，找到关键资源，制定出一个完整详细的计划，再对事先设定的优先解决项入手；
- (4) 需要记录下每月乃至每年的完成情况，找出下一年需要提高项和可以学习的经验。

图 33: DBS 解决问题流程 (PSP)



资料来源：公司公告

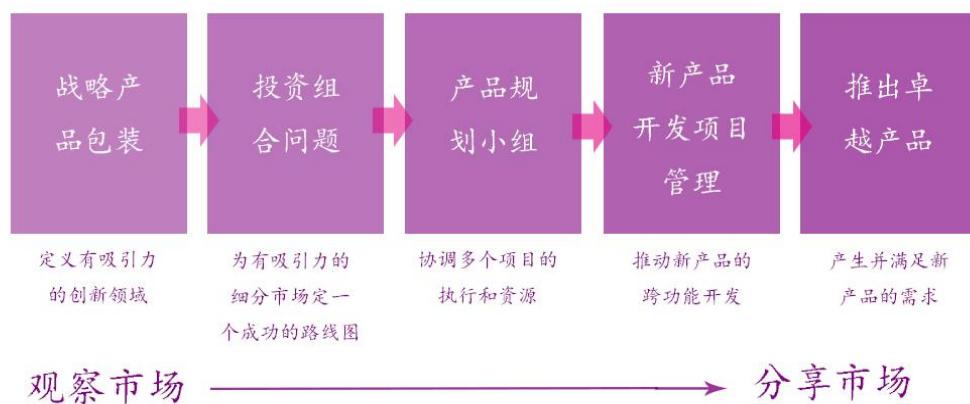
3.2、DBS 促创新、营销及并购整合

DBS 对于丹纳赫的正面影响是全方位的，我们重点需要关注的其在于创新、营销和并购整合中的作用。

(1) 创新

公司商务系统的创新工具主要有 6 个，分别为：战略产品包装、产品规划小组、细分顾客、创新过程、加速产品研发、加速设计审查。

图 34: DBS 的创新工具



资料来源：公司公告

创造一款新产品的主要流程包括 5 步：

- 1) 需要定义战略产品的市场，寻找一个有吸引力的创新领域；
- 2) 思考投资组合问题，在所寻找到的这个有吸引力的细分市场中搭配产品组合，为创新产品的成功制定路线；
- 3) 成立产品规划小组，协调多个项目的执行和资源；

- 4) 开发管理新的产品，推动新产品的跨功能开发；
- 5) 推出面向市场需求的产品，从最初的观察市场到进入市场，最后分享这个市场，可复制的创新过程为公司的可持续发展提供了竞争优势。

图 35：案例：HACH 加速设计审查（SDR）



资料来源：公司公告

以 HACH：加速设计审查（SDR）为例

为了更好的满足客户的需求，公司对 HACH 公司的产品 CM130 氯监控透析系统进行了加速设计审查流程。

基础的加速设计审查过程分为四步：1) 到工作现场收集客户的意见与建议，倾听客户的声音；2) 与跨功能的团队到指挥室商讨如何提升产品性能；3) 产品的设计与生产过程的最优化同时进行；4) 提交合格的成型产品并进行评估。

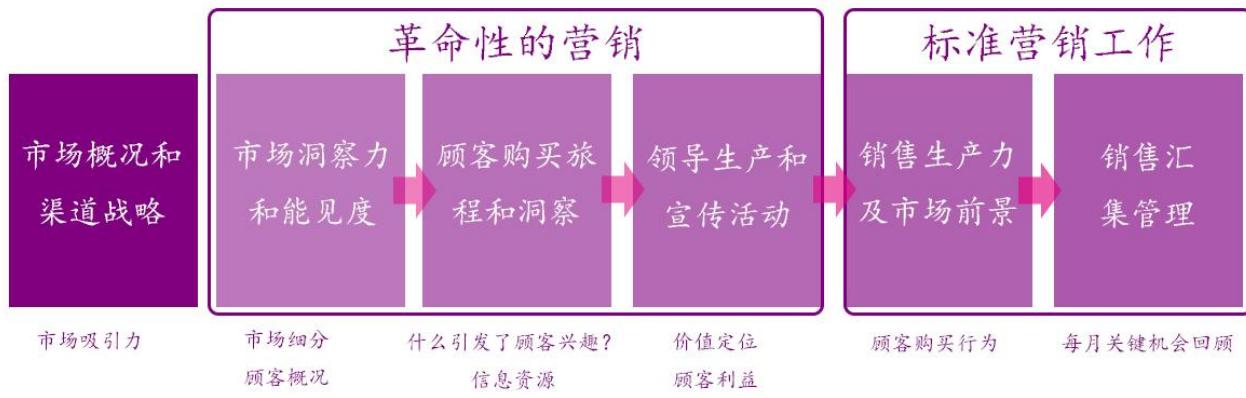
为了研发 CM130 氯监控透析系统，公司在 HACH 公司进行加速设计审查流程。在基础加速设计审查流程的指导下，管理者首先收集顾客的意见，发现顾客更偏好购买具有透析功能的饮用水产品，同时，在工作现场，他们发现透析诊所需要每隔四个小时就测试一次水质；了解了客户和市场的需求后，管理人员加速了 15 产品的设计，最后成功研发了 CM130 氯监控透析系统。

新产品的推出大获成功，不仅获得了 FDA CLESRED 认证，取得了在线氯分析透析产品第一名，同时为公司增加了约五千万美元的新市场。

(2) 营销

丹纳赫营销商业工具主要有 6 个：革命性营销、价值营销、重点培养、汇集管理、战略谈判、营销团队方案。

图 36: DBS 的营销商业工具



资料来源：公司公告

在一款新的产品研发出来后，推向市场，需要六步：

- 1) 调查市场，充分了解市场的概况和市场渠道；
- 2) 进行市场分类，将一个大的市场分成几个细分市场，充分了解各细分市场上的顾客情况；
- 3) 了解顾客，记录顾客的购买详细过程，找到关键节点，是什么吸引顾客；
- 4) 组织进行宣传推广活动，找准产品的价值定位，充分考虑顾客的利益；
- 5) 分析顾客的购买行为及市场前景；
- 6) 进行销售汇集管理，每个月都需要回顾该月的销售工作，总结销售经验。

图 37: 案例：PALL 商业执行推动增长



资料来源：公司官网

案例：PALL 商业营销执行推动增长

在 2015 年收购 PALL 公司时，公司便发现了它存在着一些营销方面的问题。首先是在市场可视性方面进步甚微，市场很少有渠道可以了解到 PALL 公司；其次 PALL 公司几乎没有数字市场，最后由于缺乏高效的营销流程，没有重复过程来培养高质量的顾客。这些问题都造成了 PALL 公司营销方面的不足。

于是，公司通过在 PALL 内部引入丹纳赫商务系统，应用商业工具，帮助 PALL 解决营销短板：

- 1) 通过有纪律的市场营销活动来提高知名度和客户的覆盖率；
- 2) 吸引更多的优质客户，优先考虑并提供更多的服务于优质客户；
- 3) 简化销售渠道流程，进行汇集管理，提高成交率。

通过在 PALL 公司内应用 DBS 系统，PALL 公司成功增加了 50% 的合约和知名度，并在市场上提高了 15% 的成交率。

(3) 并购整合

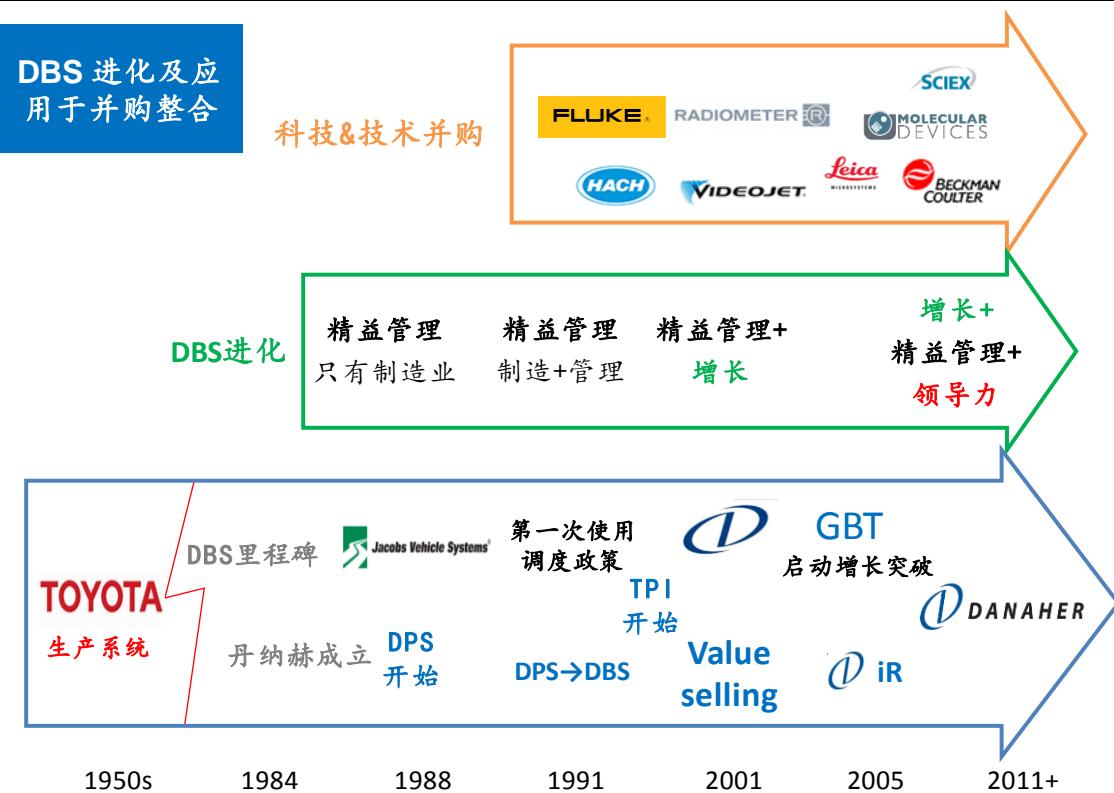
公司的并购过程实际上也是应用 DBS 的过程。公司选择并购对象时，主要考虑三点：

- 1) 有吸引力的市场；
- 2) 公司自身的增长实力和市场地位；
- 3) 应用 DBS 创造价值的潜力。

与公司的文化契合并且具有实施 DBS 的潜力的公司才会被公司考虑并购。确定好并购对象后，公司会选派管理人员指导被并购标的采用 DBS 系统管理公司，帮助被并购标的迅速融入公司企业文化和适应新的管理体系。采用 DBS 系统的被并购标的往往能够更高效的执行生产、销售产品和服务顾客，实现收入增长。

DBS 系统帮助公司解决了并购后的管理问题，促进之后并购意向的达成。企业并购后遇到的最大问题就是管理整合的问题，并购后的管理整合不当将会带来不稳定因素，带来各式各样的问题。DBS 具有广泛适应性，能够使每种类型的企业在并购后都成功地融入公司文化之中。在 DBS 的帮助下，公司成功解决了每一次的并购管理问题，为下一次并购树立了良好形象。并购对象意识到被并购后能够接受更先进的管理体系，促进公司的发展，这将会增强并购意愿。

图 38：DBS 用于公司的并购整合



资料来源：公司公告

1) Nobel Biocare

2014年12月11日，丹纳赫成功完成了Nobel Biocare的收购，耗资近19亿美元获得了Nobel Biocare公司的97%的流通股。Nobel Biocare总部位于瑞士苏黎世，在种植及修复牙齿领域处于世界领先地位。2013年，Nobel Biocare的收入约为7.8亿美元。如今，它已经成为了公司牙科领域的一部分。

公司收购Nobel Biocare主要是因为该公司在全球具有强大的牙科品牌效应，并且能够给公司带来种植牙技术和数字化牙科技术。

并购完成后，公司应用DBS系统对Nobel Biocare进行了改造。DBS改造的重点领域主要有3个：

- ① 需要建立新的产品方案，研发新产品；
- ② 扩展销售团队，增强销售力量和进入市场战略；
- ③ 该公司的管理费用过高，需要减少管理费用。

至2018年，DBS系统对Nobel Biocare公司的改造起了巨大作用。相较被并购前，标的公司毛利增长逾70%，营业利润增长逾20%。

2) Cepheid

2016 年 11 月 4 日，公司以每股 53 美元的价格收购了位于加利福尼亚的 Cepheid 的所有普通股，总购买价格为 40 亿美元。Cepheid 是全球领先的分子诊断公司，负责开发生产和销售分子系统和测试。在 2015 年，Cepheid 公司的收入为 5.39 亿美元。如今，Cepheid 已经成为了公司诊断部门的一部分。

公司收购 Cepheid 是看中了该公司的创新能力，能为公司带来差异化的产品和技术。公司希望通过在该公司应用 DBS 可以带来显著的成本协同效应。

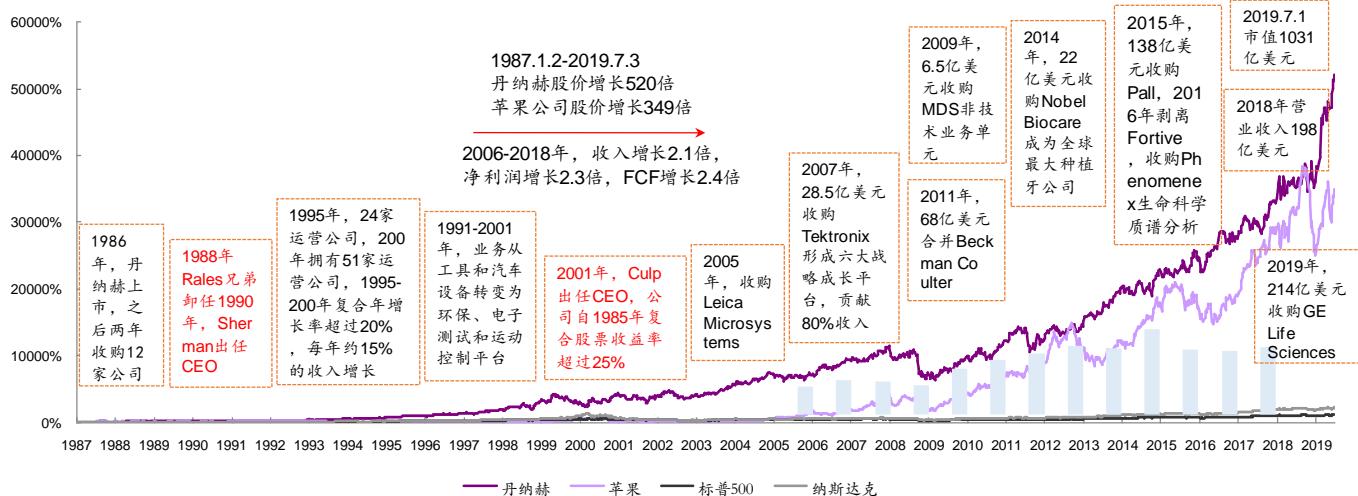
DBS 系统对 Cepheid 的重点改造领域主要有 3 个：一是提高该公司的商业执行力，二是提高运营杠杆，三是帮助 Cepheid 建立全球规模，提升知名度。一年后，在 DBS 系统的帮助下，Cepheid 公司的毛利增长了约 55%。

3.3、股价历史复盘及资本市场奇迹

公司目前已经拥有超过六百家子公司，4 个细分市场，且大多在所属的各行业均处于领先地位。从 1987 年到 2019 年公司股价增长 520 倍，创造了“资本市场奇迹”，我们认为有以下几点关键因素值得借鉴：

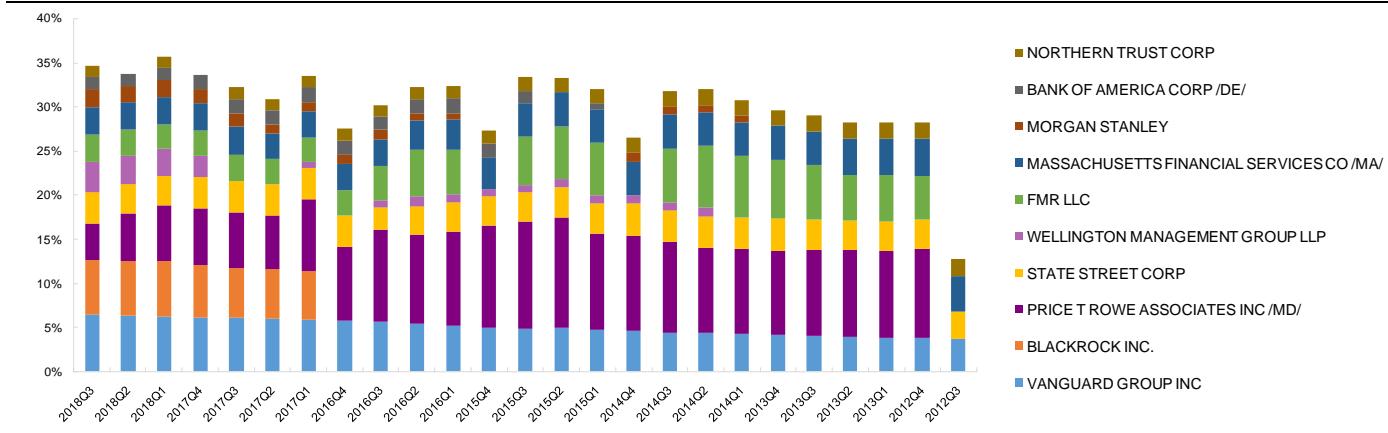
- (1) **商业模式清晰：**在高利基细分子行业中，寻找可收购公司，践行的原则是“行业第一，公司第二”，不收则已，收则必胜。
- (2) **成长性——外延与内生的互补：**公司通过外延并购实现了业绩持续增长，内生业务可以为公司提供源源不断的现金流：公司通过外延并购实现了业绩持续增长，但必须指出的是公司内生业务可以为公司提供源源不断的现金流，而非单纯的“融资——并购——扩张”，不顾忌资金的充裕性。
- (3) **独特管理经营的护城河：**收购后运用其独有的系统（DBS）进行整合，创造附加价值，实现共同成长，亦可通过 DBS 不断创新，优化营销，实现高质量发展。
- (4) **持续业绩增长，现金流优异：**公司通过经营管理壁垒实现：收入和净利润的持续增长、毛利率、净利率水平稳中有升，资产负债率较好控制，现金流水平优异；这些因素都是投资者所青睐的要素。

图 39：公司历史股价历史复盘



优秀的公司通常可以吸引长期的机构投资者，如先锋集团、黑石、普莱斯联合公司、美国道富公司、威灵顿管理公司、FMR、MFS、摩根士丹利、美国银行、北美信托等持股比例均为 1.2-6.4%，而且持股周期均较长，说明市场对公司的认可程度。

图 40：公司重要机构股东情况



资料来源：Wind；注：左轴为持股比例

丹纳赫的历史发展对成长股投资启示：成长股投资应持续关注其行业壁垒和进入优势，通过经营建立并扩展护城河；不断的提升能力增加竞争优势，以实现公司价值增值，而非业务简单的组合以及不顾忌风险的恣意扩张。

4、风险提示

中国、美国的宏观经济政策、行业阶段、市场化程度、公司类型等均存在一定差异，丹纳赫公司发展仅起到参考借鉴作用，中国仪器设备、环保、其他成长或并购型公司的未来发展存在不确定性。

行业及公司评级体系

| 评级 | 说明 |
|-----|--|
| 买入 | 未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数15%以上; |
| 增持 | 未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数5%至15%; |
| 中性 | 未来6-12个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%; |
| 减持 | 未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数5%至15%; |
| 卖出 | 未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数15%以上; |
| 无评级 | 因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。 |

基准指数说明：A股主板基准为沪深300指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于1996年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司 2019 版权所有。

联系我们

| 上海 | 北京 | 深圳 |
|------------------------------|---------------------------------------|----------------------------|
| 静安区南京西路1266号恒隆广场1号 写字楼48层 | 西城区月坛北街2号月坛大厦东配楼2层 复兴门外大街6号光大大厦17层 | 福田区深南大道6011号NEO绿景纪元大厦A座17楼 |