

## 《领航投后价值创造》白皮书



## 目录

<b>寄语</b>	2
<b>核心观点</b>	3
<b>主要内容</b>	4
1. 现状回顾	4
2. 投后价值创造的三条路径	6
战略导向	8
增长导向	10
成本导向	11
<b>结语</b>	13
<b>报告作者致谢</b>	14

## 寄语



### 杨奕琦

贝恩公司资深全球合伙人、亚太区私募股权基金业务主席

“

面对众多不确定性，我们看到，一些有远见的私募股权投资者愈发重视投后管理环节。想要致胜未来，投资者可以围绕战略导向、增长导向、成本导向展开思考，选择合适的价值创造路径。从定义或完善公司战略入手，识别优先项目、配置资源，通过专业的投后管理赋能，帮助被投企业和项目实现更好增长。

”



### 周浩

贝恩公司全球合伙人、大中华区私募股权和兼并收购业务主席

“

随着市场竞争日益激烈，我们发现，私募股权投资者通过优秀的投后管理来实现价值创造是大势所趋。在实践中，根据被投企业的行业特点，投资者可以按需从B2B与B2C两方面入手，制定卓越商业计划，从而迅速推进业绩增长。

”



### 叶桢

贝恩公司全球专家合伙人

“

当前，投后价值创造已经成为越来越多投资者的关键任务。想要进一步挖掘投后价值，投资者可以根据被投企业的行业特点，按需拆解成本结构，按业务价值链制定卓越成本计划，跨职能优化运营效率，从而迅速提升利润率和成本/生产效率。

”

## 核心观点

过去十余年中，估值比率的增长是多数投资的重要驱动因素，贡献了超过一半的投资回报：根据DealEdge研究，2012–2022年之间，估值倍数增长在价值贡献中的占比达到了55%，远超营收增长（37%）和利润增长（8%）。如今，欧美市场通胀和利率持续高企，中国二级市场仍待复苏。贝恩预计，估值比率增长将进一步承压，投后价值创造是投资者未来的致胜法门。

然而，各类基金过去的投后价值创造结果并不尽如人意，80%的被投资企业核心业务的营收增长未能实现投前预期，70%的被投资企业盈利性远不及投前预期。投资人亟需改变价值创造方式，关键在于制定完善的价值创造计划并成功落地。投资人眼中具备完善投后价值创造计划的投资中，70%都跑赢了大市，而那些没有完善投后价值创造计划的投资，60%都跑输了大市。历史上，贝恩在投后初期提供了早期战略支持的项目实现了远超行业平均的投资回报：那些在投后第一年即引入贝恩规划公司战略、推动计划实施的项目，带来了远超行业的3.5倍回报（行业平均2倍）。

想要获得突破，私募股权投资者需要量身定制领先的价值创造框架，贝恩建议，广大投资者可以重点关注战略导向、增长导向和成本导向三条路径（三个导向）：

- **战略导向：**重新审视企业愿景，评估赛道吸引力并且选择理想战场（Where to play），进而重构战略举措（How to win），制定全面、具体的行动计划；
- **增长导向：**根据企业2B或2C性质，重点聚焦卓越商务，充分摸清各个商业环节的关键驱动因素，开发业绩增长全潜力；
- **成本导向：**根据被投资企业行业特点，按需拆解成本结构，按业务价值链制定卓越成本计划，选择性地以零基视角全面优化运营效率。

展望未来，私募股权投资者应当基于被投企业的实际情况，选择合适的一条或几条路径，把握投后价值创造的新机遇，赋能被投资企业，共同赢得新增长。



## 主要内容

### 现状回顾

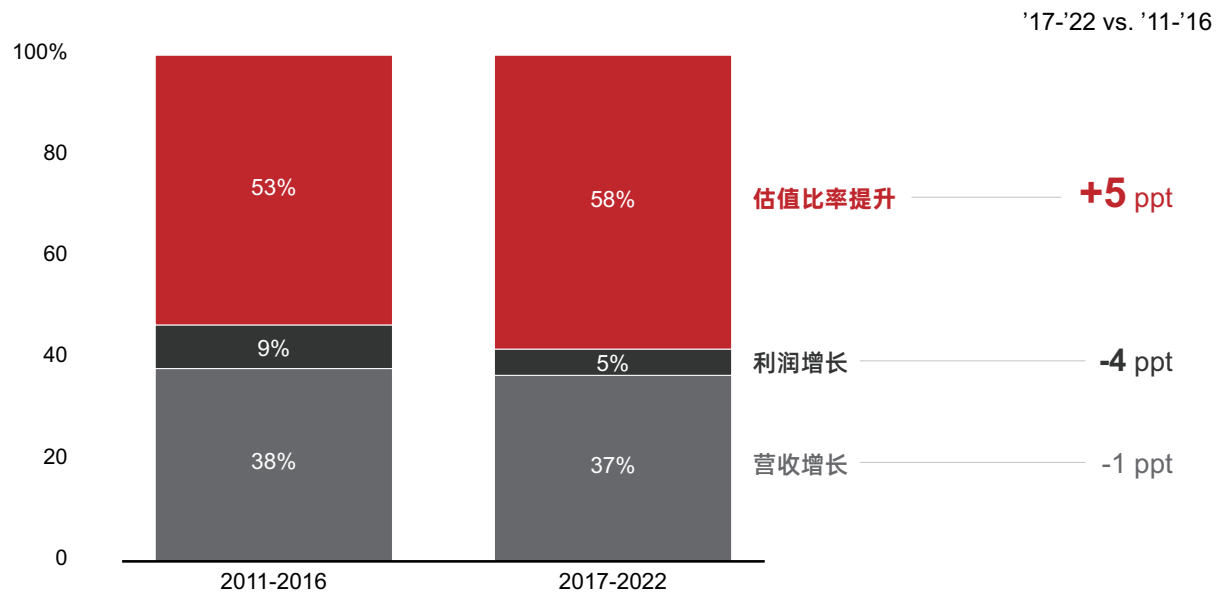
CEPRES Market Intelligence数据显示，2011至2016年间退出的项目中，估值比率提升贡献了超过一半的投资回报（53%），且在2017至2022年间贡献比例进一步提升了5个百分点（58%）。而在这些项目中，由营收增长和利润增长带来的投资回报仅占四成，且贡献比例在过去六年间继续呈下降态势（图1）。

曾经的估值比率持续上升得益于美国持续降息；如今利率处于高位，估值比率进一步增长承压。2000年前后，美联储进入降息周期，为一级市场的繁荣注入强心针。此后二十年的利率水平始终维持低位，也间接影响估值倍数不断走高。然而2020年突如其来的疫情打破了这一稳态，开启了美联储的加息通道，虽然近期有企稳迹象，但仍然为短期内估值比率的增长带来压力。

然而，投后价值创造的结果并不尽如人意，各类基金仍面对投后落袋价值远低于投前预期的难题，缺乏充分落实投后Alpha的成功经验。根据贝恩研究，超过80%的被投企业核心业务的营收增长未能实现投前预期，约70%的被投企业的盈利情况也远不及投前判断（图2）。

图 1: 2011-2022年PE退出项目的价值创造引擎

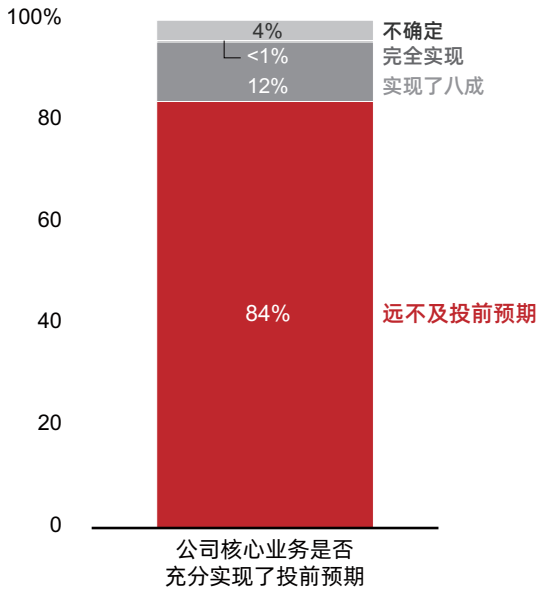
价值创造中位数（截止至投资退出年份）



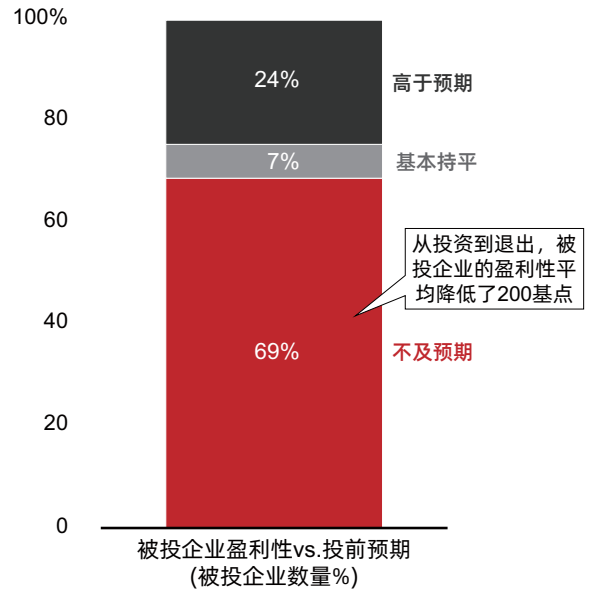
注：包括全球投资额超过五千万美元、且已完全退出的并购交易，不包括房地产、基础设施相关交易及缺少数据的交易  
资料来源：CEPRES Market Intelligence

图 2: 被投资企业营收与盈利性增长情况

~80%的被投资企业核心业务的营收增长未能实现投前预期



~70%的被投资企业的盈利性远不及投前预期



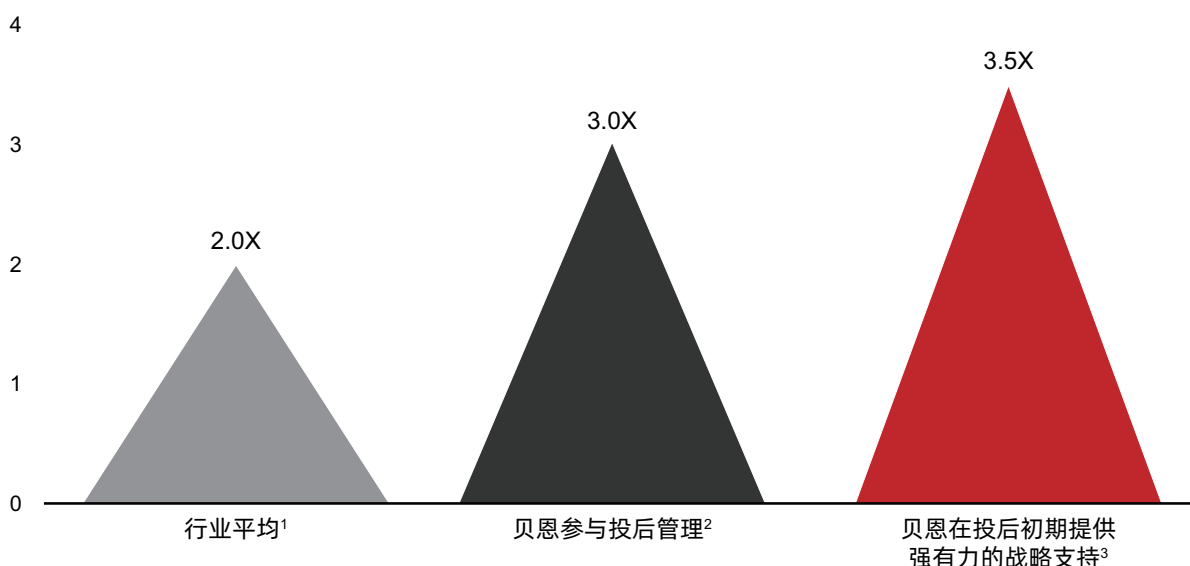
资料来源: Bain Forbes Survey

在此背景下, 贝恩建议, 投资人亟需改变投后价值创造方式, 关键在于制定完善的价值创造计划并成功落地。此前贝恩针对投资人视角的一项调研表明, 在那些“落地了优质的价值创造计划”的项目中, 有70%的项目行业处于行业领先地位; 而在那些“缺少价值创造计划”的项目中, 有60%的项目表现落后于行业, 跑输大市。

根据DealEdge数据, 一级市场平均投资回报倍数为2倍。根据贝恩统计, 贝恩参与投后价值创造与计划落地的项目平均能带来3倍投资回报; 而那些在投后第一年即引入贝恩规划公司战略、推动计划实施的项目, 更是带来了远超行业的3.5倍回报(行业平均2倍)(图3)。

图 3: 历史上, 贝恩提供了早期战略支持的项目实现了远超行业平均的投资回报

### 投资回报倍数



注: 1) 行业平均数据来自DealEdge; 2) 包括2010-2021年间的84个案例; 3) 包括7个案例; 贝恩在投后第一年提供20个月以上的支持  
资料来源: Bain Co-investment Database, Bain Revenue System; DealEdge

## 投后价值创造的三条路径

想要获得突破, 私募股权投资者需要量身定制领先的价值创造框架, 贝恩建议, 广大投资者可以重点关注战略导向、增长导向和成本导向三条路径(图4)。同时, 在上述过程中, 投资者需要兼顾打造合适的运营模式, 以及把握收购或分拆机会。

在实践中, 三条路径的价值创造关键点各不相同, 具体如下:

- **战略导向:** 根据市场变化, 重新审视市场和自身, 寻找合适的赛道(Where to play), 重新制定灵活、与时俱进的战略和举措(How to win);
- **增长导向:** 根据2B和2C的特点, 强化卓越商务运营, 紧抓各个环节的驱动因素, 重点聚焦核心杠杆, 加速收入增长;
- **成本导向:** 聚焦成本和效率, 推动绩效提升, 全面优化成本结构。

面对迥异的战略机遇, 投资者应基于不同被投企业的价值创造举措的潜力高低与可行性, 来制定优先级, 从三类路径中做出选择(图5)。“三个导向”与被投企业的所属行业、发展阶段、战略完整度等有高度联系。

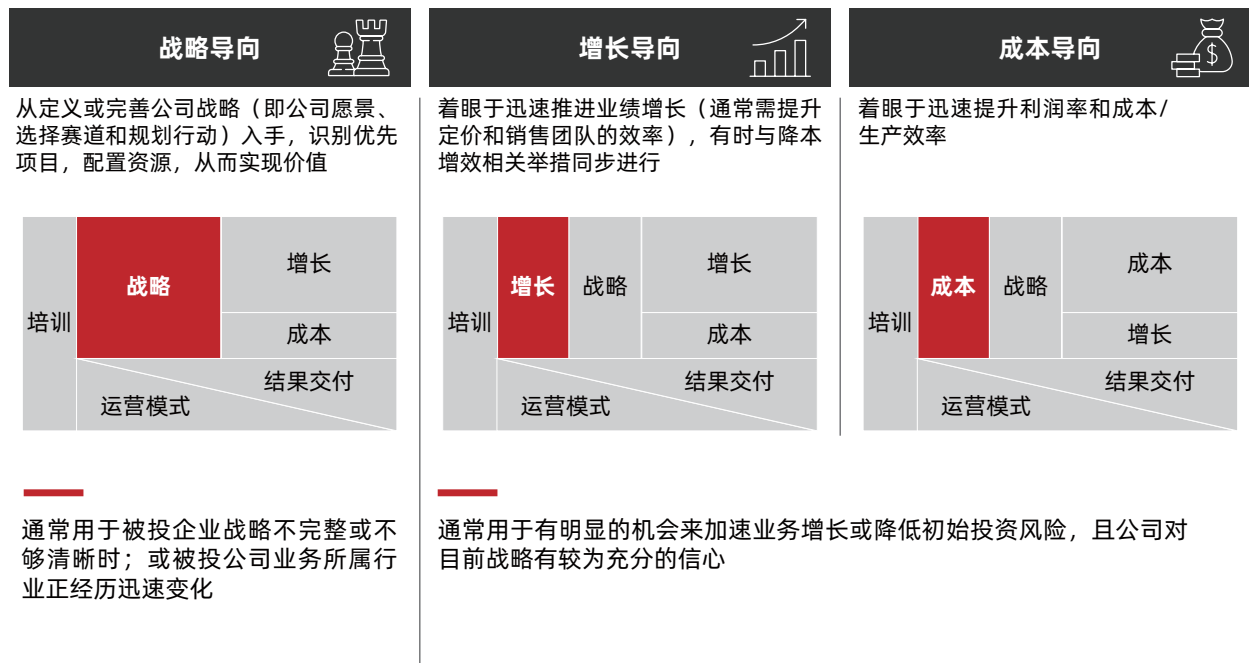


《领航投后价值创造》白皮书

图 4: 价值创造框架



图 5: “三个导向”框架



进一步看，战略导向通常用于被投企业的战略不完整或不够清晰时；或被投企业业务所属的行业正在经历迅速变化。增长导向和成本导向则通常用于具备明确机会来加速业务增长或控制企业成本以及提高效率，且企业对目前战略有较为充分的信心。

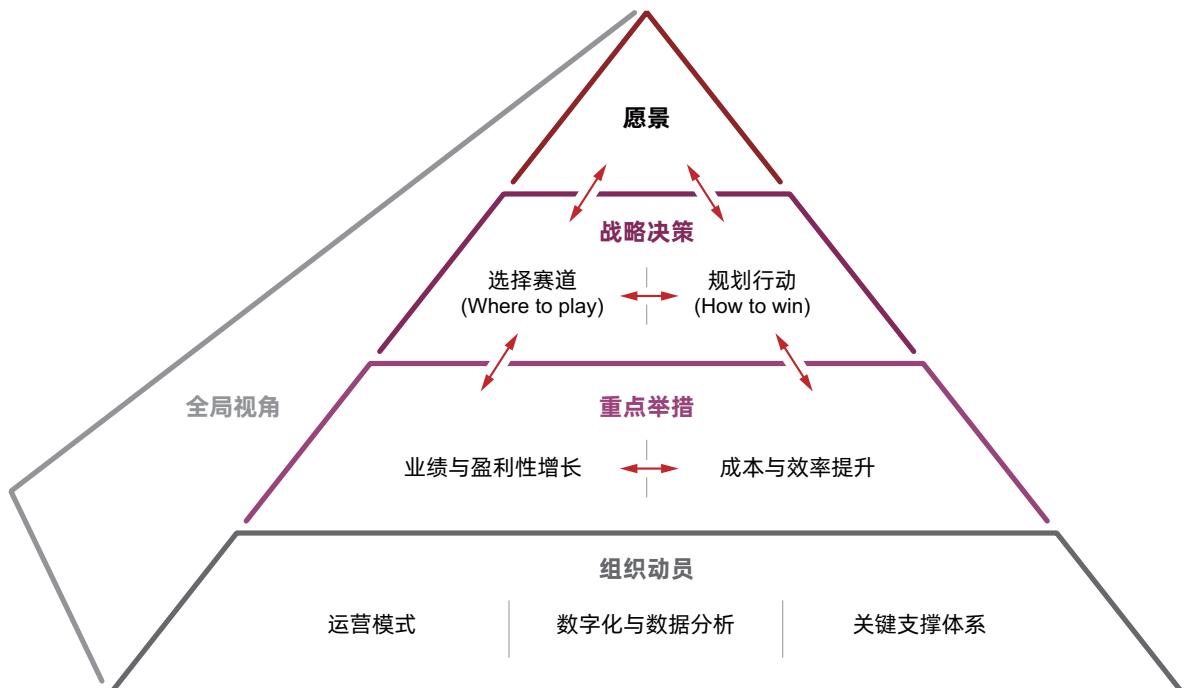
无论选择哪一条路径，投资者都需要完善被投企业的支撑体系。一方面，打造合适的运营模式，包括完善组织架构，就具体工作方式达成共识，并且建立合适的能力与人才评估体系。在此基础上，可以机会性地把握收购或分拆机会，但需要重点关注并购后如何整合，以及分拆后的企业运营。

## 战略导向

面对日新月异的行业变化，被投企业往往需要重新审视愿景、选择赛道、规划行动，而多数实现了3-5倍回报的私募股权投资都受益于此（图6）。

首先，投资者应当以全局视角思考被投企业的长期愿景，清晰定义未来3-5年的业绩目标，同时现实性地审视企业现状，包括核心业务发展、竞争优势、消费者洞察、行业趋势等。在此基础上，管理层内部协商一致，就价值创造机会达成共识。

图 6: 战略导向框架



## 《领航投后价值创造》白皮书

此后，做出战略决策。包括两方面：

- **选择赛道 (Where to play):** 就公司应深耕的市场和具体领域达成共识。

通过战略评估，洞察市场趋势、消费者/客户和企业竞争力；以及通过运营评估，细致分析企业经营和财务情况。理解市场发展趋势，选择最理想的未来核心赛道，重新配置资源，充分把握未来发展的机会。

- **规划举措 (How to win):** 根据选择的核心赛道，进一步明确在管理能力、运营能力和公司资产中，亟需改变和提升之处，并且重新定制战略举措和行动计划，并逐步落地。

管理能力包括但不限于投资、兼并收购、财务管理、人才管理等；运营能力包括但不限于优化供应链和物流、生产和运营、研发等；公司资产包括但不限于有形资产、技术和IP、品牌等。

## 案例研究

以某韩国护肤品牌为例。此前，该品牌仅通过代购、电商渠道销售，增长相对乏力。此外，该品牌还面临在中国市场品牌定位和形象较为模糊的困境。

贝恩参与该品牌的投资决策及投后管理，为该品牌进入中国市场提供了品牌、产品、渠道等全方位的增长战略，并且扩展了销售渠道，并且打造了一支本地化团队。

- **选择赛道 (Where to play):**

正式进入中国市场，重新定义品牌形象：首先，进行市场调研，提供消费者洞察，明确重点客群，以及该品牌在目标客群中的印象。根据此帮助品牌重新定义品牌形象和价值主张。

根据中国市场重点客群，筛选核心单品：在充分调研中国重点客群消费偏好的基础上，基于现有产品组合，筛选适合中国市场的核心产品组合。同时研究中国市场特点和相关政策，制定R&D路线图。

- **规划行动 (How to win):**

根据全新制定的品牌策略和核心产品组合，制定全渠道战略。深入研究竞争对手品牌，为战略制定提供外部参考；识别出需重点投入的五大线上/线下平台，并制定相应的营销计划、分销模式及资源投入；定制价格策略，重新设计渠道经济模型，并制定经销商沟通和谈判计划；明确销售团队工作范围，包括对经销商赋能等，进一步明确销售团队组织架构及人员要求和数量。

## 增长导向

根据被投资企业行业特点，投资者按需从B2B与B2C两方面制定卓越商务计划（图7）。

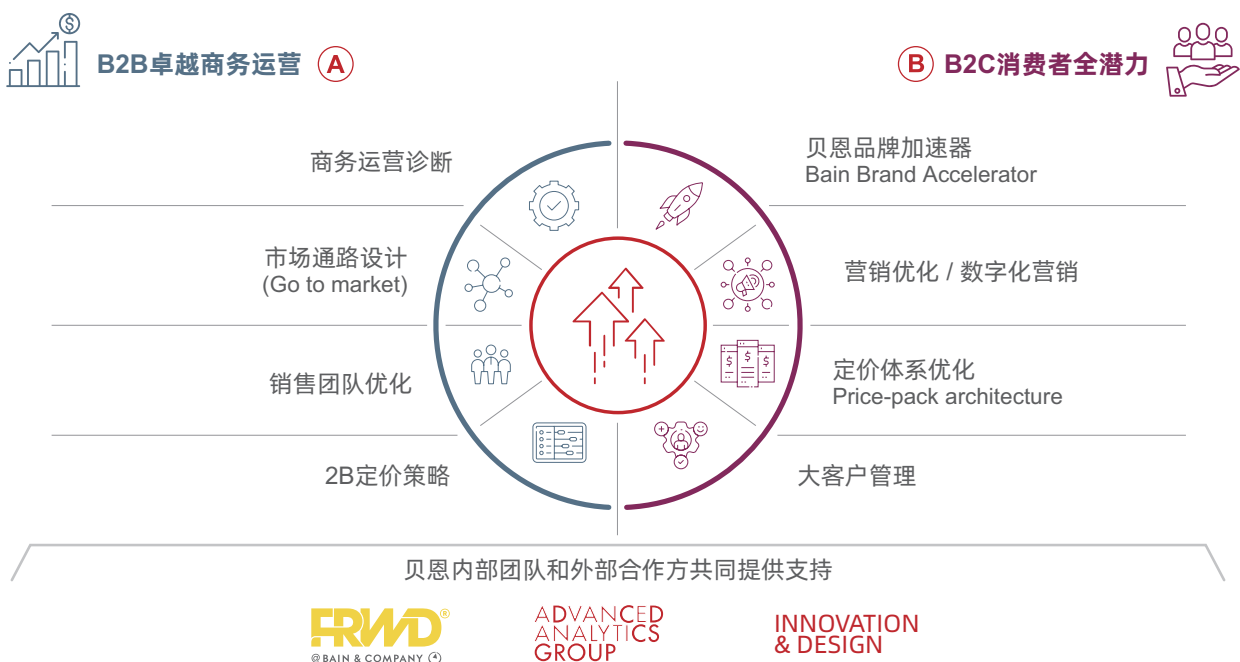
**B2B：重点聚焦商业运营优化**，投资者可以围绕被投企业的商业系统设计、市场通路设计、销售、定价等要素，进行增长导向的变革。

投资者可以综合采用一系列的商业运营优化能力与工具，比如：客户细分与价值主张、销售覆盖、销售行为分析、品类管理与邻近品类拓展、优化定价、运营模式与销售管理等，为提升投后价值提供支持。

**B2C：重点聚焦销售优化**，投资者可以围绕品牌重塑、营销优化、大客户管理等要素，进行增长导向的变革。

投资者可以从六大关键抓手出发：贝恩特有的品牌加速器主要聚焦品牌与价值主张、产品矩阵、定价、与渠道优化。营销优化旨在针对消费者体验旅程，全面提升转化率，包括知晓、兴趣等阶段。大客户管理聚焦消费体验升级、定制化服务、主动服务等，帮助充分发掘2C大客户全潜力从而实现业绩长足发展、利润健康增长。

图 7：增长导向框架



资料来源：PE Fund Example

## 案例研究

以某宠物食品品牌为例。贝恩帮助其提升该品牌在2C渠道的增长潜力，通过提升客户购买旅程的各个环节转化，助力该品牌实现增长导向的变革。

国产猫粮面临产品间同质化严重、高端化乏力等问题。贝恩通过一系列分析帮助其破题。首先，贝恩帮助该品牌明确目标客群，设定更加清晰的消费者画像。此后，基于消费者购买旅程，在各个阶段开展敏感性测试，明确了不同环节的关键抓手，覆盖了知晓、产生兴趣、购买、复购等环节，最终推动消费者在产品页面完成下单以及再次购买。

在上述过程中，围绕六大关键抓手，贝恩协助该品牌采取了一系列关键举措。例如，在知晓环节，该品牌锁定了小红书达人投放和抖音投放为关键切入点，重点投放营销，增加客群流量；在产生兴趣环节，该品牌重点增加目前客户更为在意的原材料和功能介绍；在购买环节，该品牌聚焦产品原材料具体成分、产地等详细介绍，并在详情页设计完整的图文，传播品牌价值主张。在推动复购环节，增加新产品试吃，老客户复购优惠等举措。最终，通过一系列的举措实现收入持续增长。

## 成本导向

根据被投资企业行业特点，投资者按需拆解成本结构，按业务价值链，制定卓越成本计划，跨职能优化运营效率（图8）。

图 8: 成本导向框架



资料来源：PE Fund Example

## 《领航投后价值创造》白皮书

基于“成本转型”的目标，投资者可以围绕管理费用、运营、服务、采购、净营运资金/现金管理五大要素展开变革，从而达成成本节降、现金维稳和商业运营优化的全方位方案。

- **管理费用。**重点以零基重设（Zero based）的逻辑重新设计运营模式，优化管理费用。并选择性的寻找流程自动化机会，进一步降低管理费用。
- **运营。**主要包括供应链提速，即推动整个价值链的成本节降和现金释放；制造优化，即抓住生产设施内的优化机会，实现成本节降、产能释放、运营效率提升；SOP优化，即优化需求与供应计划的整合，以便降低运营成本和营运资金；数字化运营提速，即识别并抓住短期内有针对性的数字化运营机会。
- **服务。**包括提升管理服务组织（MSO）的运营效率和效能，确保规模化推广；现场服务优化（即加强客户体验、前线效率和效能）。
- **采购。**以“支出优化”（Spend better）和“采购优化”（Buy better）为抓手双管齐下，减少间接和直接材料的第三方费用。
- **净营运资金/现金管理。**包括做好现金流管理，尤其是在艰难市场环境下的现金流管理，从而偿还债务、优化回报；以及缩短现金循环周期以释放现金，同时提高营运资金的透明度。

## 案例研究

以某药品供应链企业为例。两年前，贝恩协助某私募股权基金收购了该企业。该企业近年来面临原材料价格大涨的困境，采购成本居高不下；同时，企业多年未引入新供应商，对上游市场情况缺乏清晰了解。此外，该企业也面临生产效率低下的问题。同时车间生产工种以及后台和管理岗位的冗余也为企业的经营成本带来了沉重负担。

针对该企业面临的上述问题。贝恩分别围绕采购成本节降、运营效率提升，实施了以下关键举措：

**采购成本节降：**搭建了一套完整的供应商数据库，完善了供应商入库流程。并协助介绍两大新供应商，制定了详细的供应商谈判策略，从而节约采购成本。

**运营效率提升：**利用生产环节零基重设方式，设计新型轮班制度。标准化质量检查清单和频率，设计质量提升和追踪机制，进而识别瓶颈、简化 workflow、识别效率优化空间，为管理层筹备安置与沟通方案，从而提升运营效率。

经过上述努力，该企业成功实现了~5%原材料成本和~15%劳动力成本节降。



## 结语

尽管宏观经济状况仍然不确定，但贝恩分析表明，即使在经济下行时期，企业也可以实现加速增长，获得丰厚回报。

表现优异的私募股权基金在困难时期会遵循一些关键策略。首先，确定能够抵御衰退风险的行业以及这些行业中表现最好的公司。其次，利用情景规划作为重要工具，了解并判断目标和被投资企业潜在表现范围。最后，私募股权投资者一起撸起袖子，深度参与，帮助被投资企业提高绩效表现。

贝恩公司发布的《2023年亚太区私募股权市场报告》的报告显示，已经有越来越多的基金开始对投后管理有更高的重视。我们调查的近25%的GP（普通合伙人）表示，成本改善是实现强劲回报的最重要因素，而五年前这一比例仅为5%。

调研显示，阻碍GP出售的三个关键因素包括：公开市场上估值评级有大幅调整、IPO数量下降导致退出渠道减少以及被投企业绩效不佳。

对许多被投资企业而言，其本身面临着许多退出难点，如果不做投后管理优化，其退出路径会更加狭隘。而GP显然在被投企业的投后管理中发挥着更积极的作用，加强与被投资企业沟通，未雨绸缪、提前布局，积极主动地寻找多元化的退出方式。

展望未来，贝恩建议，私募股权投资者应当基于被投企业的实际情况，从“战略、增长、成本”三个导向中，选择合适的一条或几条路径，把握投后价值创造的新机遇，赋能被投资企业，共同赢得新增长。

## 作者简介及致谢

### 作者

**杨奕琦** 贝恩公司 资深全球合伙人、亚太区私募股权基金业务主席  
联络方式: [kiki.yang@bain.com](mailto:kiki.yang@bain.com)

**周浩** 贝恩公司 全球合伙人、大中华区私募股权和兼并收购业务主席  
联络方式: [hao.zhou@bain.com](mailto:hao.zhou@bain.com)

**叶桢** 贝恩公司 全球专家合伙人  
联络方式: [kevin.ye@bain.com](mailto:kevin.ye@bain.com)

**高平** 贝恩公司 全球副合伙人  
联络方式: [ping.gao@bain.com](mailto:ping.gao@bain.com)

**储金聪** 贝恩公司 资深顾问  
联络方式: [jincong.chu@bain.com](mailto:jincong.chu@bain.com)

**李林珂** 贝恩公司 助理顾问  
联络方式: [linke.li@bain.com](mailto:linke.li@bain.com)

报告作者特别感谢贝恩公司何萍、赵雯、朱峻、顾丽娜、李弘波、宋慧敏、张佳妮。

如您有任何关于本报告的疑问或建议，请通过邮件联系上述报告作者。

Bold ideas. Bold teams. Extraordinary results.

## **贝恩公司是一家全球性咨询公司，致力于帮助世界各地有雄心、以变革为导向的商业领袖共同定义未来**

目前，贝恩公司在全球40个国家设有65个分公司，我们与客户并肩工作，拥有共同的目标：取得超越对手的非凡业绩，重新定义客户所在的行业。凭借度身订制的整合性专业能力，配以精心打造的数字创新生态系统，我们为客户提供更好、更快和更持久的业绩结果。自1973年成立以来，我们根据客户的业绩来衡量自己的成功。我们在业内享有良好的客户拥护度。

## **是什么使我们在竞争激烈的咨询行业中脱颖而出**

贝恩公司坚信管理咨询公司发挥的作用不应局限于提供建议方案的范畴。我们置身客户立场思考问题，专注于建议方案的落地。我们基于执行效果的收费模式有助于确保客户与贝恩的利益捆绑，通过与客户通力合作，以发掘客户的最大潜力。我们的战略落地/变革管理®（Results Delivery®）流程协助客户发展自身的能力，而我们的“真北”（True North）价值观指导我们始终致力于为我们的客户、员工和社会实现目标。

## **贝恩公司大中华区**

20世纪90年代初，贝恩公司进入中国，是较早进入中国市场的全球咨询公司之一。目前在北京、上海和香港设有三个分公司，大中华区员工人数近400人。多年来，凭借对中国本地市场的了解和在全球其他地区积累的丰富经验，我们持续为不同行业的跨国公司和中国本土企业提供咨询服务，度身订制企业策略和解决方案。



欲了解更多信息，请查询 [www.bain.cn](http://www.bain.cn) 或关注微信号：



阿姆斯特丹·亚特兰大·曼谷·北京·班加罗尔·波士顿·布鲁塞尔·布宜诺斯艾利斯·芝加哥·哥本哈根·达拉斯·迪拜·杜塞尔多夫·法兰克福  
赫尔辛基·香港·休斯顿·伊斯坦布尔·雅加达·约翰内斯堡·吉隆坡·基辅·拉各斯·伦敦·洛杉矶·马德里·墨尔本·墨西哥城·米兰·  
莫斯科·孟买·慕尼黑·新德里·纽约·奥斯陆·帕洛阿尔托·巴黎·帕斯·里约热内卢·罗马·圣弗朗西斯科·圣地亚哥·圣保罗·首尔  
上海·新加坡·斯德哥尔摩·悉尼·东京·多伦多·华沙·华盛顿·苏黎世·利雅得·多哈