

乳制品行业并购动因及绩效分析

——以蒙牛乳业并购妙可蓝多为例

孙思婕

(聊城大学商学院, 山东 聊城 252000)

摘要: 以蒙牛乳业收购妙可蓝多为例,探讨乳制品行业并购的动因及绩效表现,分析并购背后的战略考量及其对企业绩效的影响。通过文献分析和案例研究,采用定性分析方法,结合财务数据与市场表现,评估并购后的效果。研究表明,蒙牛并购妙可蓝多有效拓展了其奶酪产品线,提升了市场份额和品牌影响力。并购后,蒙牛在高端乳制品市场的竞争力显著增强,财务表现有所提升,但短期内面临一定的整合成本和运营挑战。结论指出,乳制品行业的并购有助于实现规模效应、产品多样化和市场拓展,但成功的整合与协同效应是实现并购效益的关键。

关键词: 并购; 绩效分析; 并购动因; 乳制品行业

中图分类号: F275.1 **文献标志码:** A **文章编号:** 1671-1807(2025)10-0227-09

在经济全球化快速发展的背景下,企业在市场竞争中寻求扩大竞争优势,需从内部优化并提升经营水平。当宏观经济和企业财务状况向好时,企业更关注利润增长,并购成为促进利润增长的重要外部途径。

乳制品行业亦面临挑战,企业需通过并购调整产业结构,驱动新发展。乳制品行业面临市场饱和与多重挑战,如奶源供给不足、生鲜乳价格偏高、产量增长缓慢等。为了提升竞争力,企业寻求通过并购作为重要手段实现突破。与此同时,国家政策也在积极助力乳制品行业的蓬勃发展。农业农村部正式发布了《“十四五”奶业竞争力提升行动方案》,该方案明确提出增加对奶业的资金投入,同时引导公司采取收购、参股等各种形式参与奶业竞争力商务改善生活^[1]。

并购作为一种资源整合手段,可以有效优化企业资源配置,提升整体行业效率。通过分析乳制品行业并购的动因及绩效,能够为行业主管部门和政策制定者提供决策依据,促进乳制品行业健康、稳定发展。政策制定者可以根据研究结果制定和调整相关政策,支持企业并购和产业整合^[2]。通过对蒙牛乳业并购妙可蓝多的案例分析,揭示了乳制品行业企业在进行并购时的主要动因和策略。对于其他乳制品企业来说,可以从中学习和借鉴成功经

验,优化自身的并购战略,提升企业竞争力和市场地位。同时,本文的结果和发现也能为其他行业的企业提供宝贵的参考价值和启示。

1 文献综述

学者们对于并购绩效的研究主要是通过以下三种方法进行。

(1)案例研究法。Calomiris^[3]通过对20世纪90年代初期的美国西部银行并购案例分析,得出与“银行并购无效”这一结论相反的论点。苑泽明等^[4]选取吉利集团连续海外并购的案例,利用纵向案例研究的方法,根据协同效应理论、技术创新理论和后发企业国际化理论构建评价指标体系,得出该并购案例对于吉利集团的创新和全球化程度有所提升,但盈利、管理能力影响较小。朱立伟和金德庆^[5]以江苏银行并购案为例,根据相应的经营、管理以及财务协同效应的发挥程度,同时基于平衡记分卡的视角来选择财务指标与非财务指标,进而对本次并购进行绩效评价。

(2)事件研究法。Bradly等^[6]通过对20世纪60—80年代期间发生的两百多起并购案例研究发现,这些并购案例的双方均能够产生超额收益。杨凌目等^[7]同样采用事件研究法对企业并购进行研究,发现公司运营绩效会受到双方企业融资方式的影响。贺世钰^[8]选取蒙牛连续并购事件,运用事件

收稿日期: 2024-11-30

作者简介: 孙思婕(2001—),女,山东聊城人,硕士研究生,研究方向为管理会计。

研究法得知长期的企业绩效优于其他同行业企业,但是短期的财富效应却在连年降低。而正因上文提到财务分析法可能存在片面的问题,故有文献将财务分析法与事件研究法相结合。陈晨把两种方法的优劣势通过具体案例更加形象的展示出来。他认为,不同的国家有不同的制度,在对研究方法的选择上,应该同时考虑到研究对象和评价视角的选择。

(3)财务指标分析法。曹立江^[10]通过研究发现,该方法是目前中国上市企业并购比较适用的并购绩效评价方法,具有较强的可操作性,其中,相对指标的运用更为广泛。安亚琦^[11]认为并购后的财务绩效能够在一定程度上检验企业的并购效果,因此,研究并购后企业的财务绩效具有重要意义^[11]。另外,葛结根^[12]运用该方法对2006—2011年上市公司经营活动的数据和披露实证研究,将不同的并购支付方式对并购绩效的影响,以及绩效分析三方面相结合讨论得出市场主导下的有偿性并购比政府主导下的无偿形并购更能给企业带来利益,一定程度上丰富了财务指标分析方法的研究理论。

然而单一的财务指标或者较为片面的指标组合体系容易使得学者们得出的结论也同样缺乏全面性、完整性。例如,Kaplan和Weisbach^[13]使用财务指标测量并购效果,对1980—1986年76家发生大型并购的美国上市公司的财务指标进行分析,结果显示样本公司的营业收入和净现金流量在并购后的3年内是增加的然而对同一时期的并购事件进行研究时;Healy和Palepu发现相关数据与没进行并购的公司相比相对较好,但是并购后公司的整体运营现金流量开始下降。因此,在当下的绩效分析中尽量将该方法与并购效应、并购动因相结合,以达到相辅相成的目的,得出更有说服力的结论。

2 理论分析

2.1 协同效应理论

协同效应理论最初由著名的美国战略管理学家伊戈尔·安索夫引入企业管理的实践领域,随着时间的推移,逐步演进成为企业实施多元化战略时不可或缺的核心理论支撑与关键指导原则。该理论的核心观点在于,企业通过在生产和管理等多个阶段共同利用和整合资源,能够实现的效益往往超过这些资源各自独立运作时所能产生的效益总和。协同效应有多种类型,常见的包括经营协同、管理协同和财务协同效应。

而且协同效应理论在企业管理领域和金融领

域的有着更深层的应用。在企业运营管理过程中,资源整合与优化配置极为关键。企业依据协同效应理论整合内部资源,如大型企业集团整合旗下子公司在生产、研发、销售等方面的资源,消除闲置与重复配置状况,提升资源利用效率并削减成本。同时,业务协同与拓展也不容忽视,不同业务部门相互合作可达成业务创新与拓展,像某互联网公司的电商平台部门与金融服务部门协同推出电商购物消费金融产品,既优化消费者购物体验,又为公司创造新业务增长点。此外,产业链整合亦有重要意义,企业借助并购、战略联盟等手段整合产业链上下游企业,如某制造企业收购原材料供应商和销售渠道商,达成全产业链整合,提高产业链协同效率,减少交易成本,有力增强企业竞争力。

在金融领域,综合金融服务已成为重要发展趋势。金融机构借助协同效应理论,整合银行、保险、证券等多元金融业务,如中国平安凭借综合金融战略,利用寿险代理人渠道协同销售产险、养老险、健康险以及银行零售等业务,有效提升客户满意度与忠诚度,同时降低获客及运营成本。再者,金融科技与传统金融的协同也日益凸显,随着金融科技不断进步,传统金融机构与金融科技公司合作实现优势互补,银行借助金融科技公司的大数据、人工智能等技术优化风险管理、客户服务与营销效率,金融科技公司则依靠银行的牌照、资金和客户资源拓展业务版图,促进自身快速发展。此外,在经济全球化浪潮下,跨境金融协同作用显著,金融机构通过跨境协作,跨国银行依靠其在不同国家和地区分支机构的协同运作,为企业与个人提供跨境融资、贸易结算、外汇交易等一站式金融服务,有力支撑企业的国际化进程。

2.2 并购绩效评价方法

2.2.1 财务指标法

财务指标分析法是评估企业长期绩效的一种常用手段,该方法通过量化评估企业的偿债能力、运营效率、盈利能力及成长潜力,全面审视并评价企业的整体财务健康状况。通过对这些指标的分析,可以有效地评估企业财务状况的变化趋势和幅度,并预测未来的财务表现。同时,通过将企业的财务指标与行业数据进行对比,可以清晰地识别企业在市场中的竞争力,发现其优势与不足。

从实施难度上来看,财务指标法的数据获取较为容易,计算过程也相对简单。然而,这种方法也存在一些局限性。由于信息不对称的原因,企业内

部人员通常拥有比外部更全面的会计信息,而某些人员可能会为了实现特定财务目标而人为调整或粉饰财务报表。因此,财务指标法的有效性可能受到不完全披露和人为干预的影响,从而影响其真实反映企业绩效的能力。

2.2.2 事件研究法

事件研究法是一种将企业并购视为一个单一事件的分析方法。该方法通过分析并购前后某个时间段内,企业股票价格的波动,评估并购事件对企业股东权益的影响。通常,事件研究法通过比较并购后企业的实际股票收益与其正常预期收益之间的差异,从而衡量并购是否为股东创造了超额回报,进而反映并购带来的短期绩效变化。

虽然事件研究法能有效评估单一事件对企业短期绩效的影响,但也存在一定的局限性。首先,事件研究法需要大量的时间进行数据统计和检验。其次,企业并购通常涉及的协同效应、规模效应等往往需要较长时间才能显现,而事件研究法通常关注的是较短时间段的股票价格波动。因此,短期内的股价变化可能并不能完全反映并购的长远影响和整体效果。综上所述,事件研究法能够提供一定的参考价值,但只能在一定程度上反映并购带来的绩效变化,不能作为唯一依据来做出结论。

3 蒙牛并购妙可蓝多动因分析

3.1 并购过程

2015年,蒙牛曾积极寻求参与妙可蓝多的定增募资项目,但遗憾的是,妙可蓝多最终并未接受蒙牛的提议。然而,这一插曲并未阻碍蒙牛对妙可蓝多的兴趣。到了2020年1月,蒙牛通过投入7.45亿元增资入股妙可蓝多旗下的一家乳品科技企业,成功持股5%。

在2020年12月,妙可蓝多正式对外宣布,蒙牛乳业计划通过签署转让协议、认购非公开发行股票等方式,获取妙可蓝多在A股市场的控股权。同月底,妙可蓝多再次发布公告,确认蒙牛乳业计划现金认购其非公开发行的股票。紧接着,两家公司签署合作与股份认购协议,并顺利完成交易,蒙牛乳业成功掌控了妙可蓝多的控股权。

进入2021年,妙可蓝多与蒙牛乳业的合作关系进一步深化。4月,双方再次签署合作协议并达成补充约定。7月9日,妙可蓝多以29.71元/股的价格向蒙牛乳业非公开发行10098万股股票,总金额约30亿元,并在当日完成登记程序,使得蒙牛乳业的持股比例达到28.46%。10月9日,妙可蓝多收

到控股股东蒙牛发来的《要约收购报告书摘要》。蒙牛基于对公司未来发展前景的信心及对公司价值的认可,决定通过部分要约收购的方式增持公司股份,进一步提升持股比例并提振投资者信心。最终,在2022年11月17日,妙可蓝多宣布蒙牛乳业要约收购其部分股份的期限届满。收购完成后,蒙牛乳业持有妙可蓝多的股份比例达到35.01%,进一步巩固了其在妙可蓝多中的控股地位。

3.2 并购动因分析

3.2.1 提高整体竞争力

妙可蓝多作为国内奶酪行业的佼佼者,不仅有很高的声誉,还拥有很高的市场份额。尽管百吉福依旧拥有很高的市场占有率,但与妙可蓝多相比仍存在一定程度的差距。鉴于蒙牛乳业对于奶酪业务的重视以及期望成为该领域的领军企业,收购妙可蓝多成为其不可或缺的战略选择,这将有助于蒙牛迅速扩大奶酪业务规模,提升品牌影响力,进一步巩固其在行业中的领先地位。

妙可蓝多作为上市企业,在奶酪市场中占据稳固的领先地位,并具备显著的规模优势。蒙牛乳业可以借其市场占有率和声望来完善自己的产业结构,增强自身的竞争力。这也有助于蒙牛乳业将奶酪产品部分加以补充,从而使奶酪产品的技术得到不断的提升。

3.2.2 推动奶酪业务发展,促进乳品消费结构的升级

乳制品行业正步入结构升级与产品高端化的新阶段,迎来新的发展驱动力。从细分市场的角度看,诸如低温鲜奶和奶酪等高增速、高利润的品类正迅速崛起,有望取代渗透率已高的奶粉、液态奶及酸奶等传统品类,成为行业的新增长极。同时,在已高度渗透的品类内部,基础产品正经历向高端化的转变。例如,酸奶市场正向口味更加丰富多样及功能化方向演进,液态奶市场中,中高端白奶逐渐取代普通白奶成为主流,奶粉市场亦展现出超高端化的趋势。综上所述,乳制品行业正逐步摆脱低价低质的竞争模式,转向追求健康化与高品质的发展路径。

在乳制品的细分市场中,尽管低温奶和奶酪品类目前的市场规模相对较小,但它们展现了显著的增速,预示着未来有望成为引领行业增长的关键动力。具体而言,2019年的数据显示,低温液态奶和酸奶的市场规模分别达到343亿元和422亿元,相比之下,常温液态奶和酸奶的市场规模则更为庞

大,分别为975亿元和1047亿元。这一时期,常温产品的市场规模约为低温产品的2.8倍(液态奶部分)和2.5倍(酸奶部分),但低温奶和奶酪品类的快速增长预示着其在未来市场中的重要地位将不断上升。尽管如此,低温产品的增长潜力更为突出。产权细分促进规模经营实现规模经济,降低生产成本^[15]。在乳制品各细分赛道中(图1),奶酪以年复合增速20.8%位居第一,其次是酸奶(14.2%)、黄油(10.5%)、低温奶(8.6%)、婴幼儿配方奶粉(6.8%)、其他乳制品(4.5%)、常温牛奶(2.7%),而风味乳饮料出现负增长(-8.6%)。低温鲜奶和酸奶的增速分别为8.6%和14.2%,远高于常温液态奶的2.7%,这表明随着常温液态奶市场的逐步饱和,低温鲜奶的增速将更具优势。此外,近年来在奶酪棒等创新产品的推动下,奶酪品类以20.8%的增速成为行业增速最快的领域。未来,奶酪和低温奶等高增速品类将逐步接替常温奶,成为驱动乳制品行业增长的重要力量,并加速乳制品消费升级。

3.2.3 获得目标企业资源与发展潜力

面对奶酪市场的迅速发展,蒙牛乳业在这一领域的市场占比相对较低,难以打开局面。为寻求新的增长点,蒙牛选择并购妙可蓝多。尽管从表面看,此次并购似乎价格较高,但从蒙牛的角度来看,此举旨在提升其在奶酪技术和产业链上的竞争力,同时完善上游供应链和技术能力,为全面发展提供支持。

虽然蒙牛在液态奶领域已具备较高知名度,但在创新和员工能力方面仍需进一步突破^[16]。妙可蓝多与蒙牛在创新研发上各有优势也存在短板,通过横向并购,双方能够实现优势互补。

尽管两家公司的主营领域各异,但其上游的供货渠道与下游的消费群体呈现高度的相似性,企业

文化与市场资源亦较为匹配,这种相似性为并购后的融合奠定良好基础,并为两家企业的协同发展提供了更多可能性。

4 蒙牛并购妙可蓝多绩效分析

并购是企业重要的行为,而并购对企业未来价值的影响则是研究者关注的重点^[16]。

4.1 财务指标

4.1.1 发挥财务协同效应

蒙牛乳业2019—2023年毛利率大致呈增长趋势,如表1所示。为应对伊利等对手,蒙牛乳业前期通过大量销售投入拓宽渠道,后期需要积极并购优化资源,利用经营性现金流加速扩张,实现更高效运营和盈利能力,从而巩固市场地位,实现可持续发展。

2019—2023年,行业总产量呈现逐年上升的趋势。然而,妙可蓝多由于自身规模的限制,以及2019年被证监会发函问询,面临财务困境。这一资金缺乏的问题,使得妙可蓝多难以通过流动经营现金流来进一步扩大业务。如表2所示,妙可蓝多的流动比率在随后的两年中趋近于1,从2021年开始才保持在2左右,2023年在流动比率在2以上,说明面对突发危机时能够有足够的流动性来及时应对。

对妙可蓝多进行应力分析,虽然2023年较2022年营业收入有所下滑,但是从2019年开始大

表1 蒙牛乳业2019—2023年毛利率

年份	2023年	2022年	2021年	2020年	2019年
营业收入/亿元	986.2	925.9	881.4	760.3	790.3
销售成本/亿元	619.8	599.0	557.5	492.1	507.5
毛利/亿元	366.4	326.9	323.9	268.3	282.8
毛利率/%	37.15	35.31	36.73	35.28	35.78

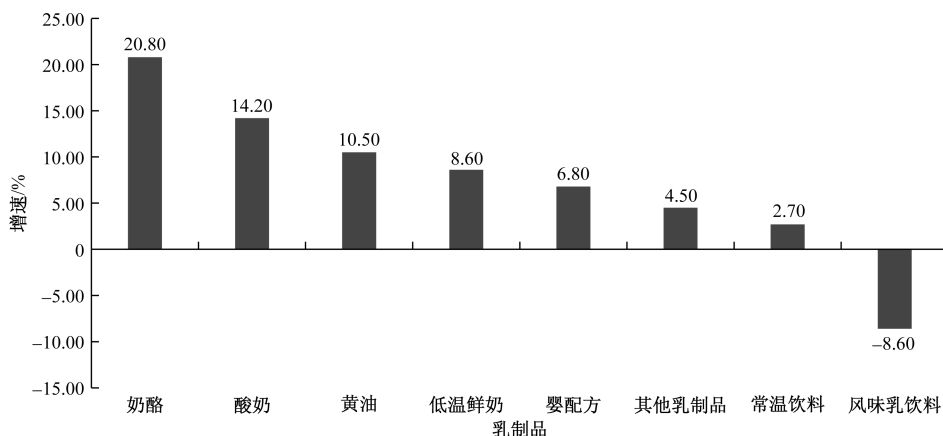


图1 乳制品细分赛道的零售额年复合增速

致呈上涨趋势。毛利率最高是 2021 年达 38.21%，2023 年大幅降低是因为研发费用的投入。如表 3 所示。

表 2 妙可蓝多 2019—2023 年偿债能力

变量	2023 年	2022 年	2021 年	2020 年	2019 年
流动比率	2.07	1.99	2.71	1.29	1.13
速动比率	1.771	1.670	2.345	0.996	0.951
资产负债率/%	37.03	34.40	26.74	40.73	48.19

表 3 妙可蓝多 2019—2023 年盈利情况

变量	2023 年	2022 年	2021 年	2020 年	2019 年
营业收入/亿元	40.49	48.30	44.78	28.47	17.44
毛利率/%	29.24	34.16	38.21	35.91	31.54

经过深入分析,蒙牛乳业控股妙可蓝多后,预计奶酪业务将持续维持强劲的增长势头,市场竞争力在不断增强,企业声誉也在不断加大。此次并购对蒙牛乳业而言,不仅营业收入得到上升,更重要的是弥补了奶酪技术的空缺。对于妙可蓝多而言,这次并购将有效解决其财务困境,并借助蒙牛乳业强大的多渠道平台,加速其品牌发展,进一步拓展市场份额,实现互利共赢的局面。

4.1.2 发挥经营协同效应

首先,蒙牛乳业在液态奶等乳制品领域产业链成熟,但奶酪业务是短板。为突破瓶颈,蒙牛选择并购奶酪领军企业妙可蓝多。并购后,妙可蓝多将获得蒙牛的资金和技术支持,加速发展。同时,双方由竞争转为合作,实现资源共享和优势互补,共同推动业务持续增长。而且北方地区因畜牧业发达和低温气候成为乳制品生产销售基地,而南方地区凭借经济条件和地理位置优势,成为蒙牛乳业扩展的机遇。蒙牛乳业为扩大市场,寻求并购南方企业。如图 2 所示妙可蓝多作为行业佼佼者,其上海和深圳的基地符合蒙牛在南方扩张的战略目标。并购妙可蓝多将助蒙牛迅速获得南方市场份额,巩固其在乳制品行业的地位。自 2021 年妙可蓝多并入蒙牛,市场占有率不断攀升,一跃成为国内奶酪行业龙头,更是在 2023 年市场占有率高达 32%,遥遥领先。

其次,在销售渠道建设方面,妙可蓝多已初步形成全国化渠道网络,但地区分布不均衡。如图 3 所示,截至 2023 年北区经销商占比达到 53%,而中区和南区分别为 26%和 21%。通过并购,妙可蓝多可以利用蒙牛乳业的渠道,将产品带到中去和南区,实现全方位的发展战略,

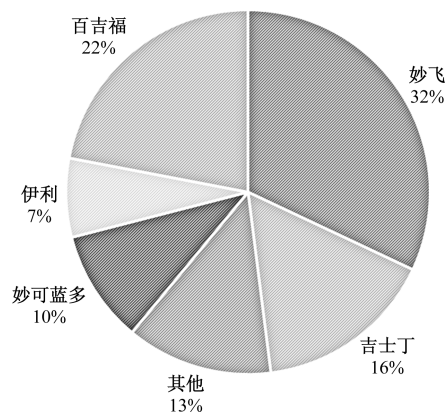


图 2 多品牌 2023 年间市场占有率

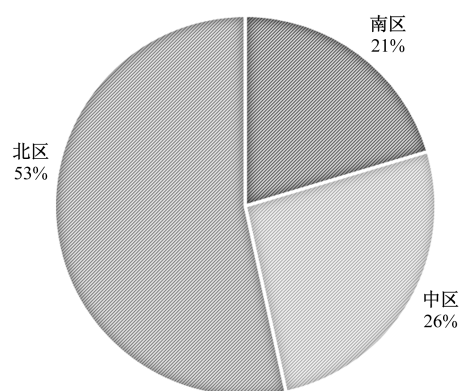


图 3 2023 年经销商分布情况统计

在采购资源整合方面,妙可蓝多将依托蒙牛乳业的全球优质牧场资源,实现成本降低和供应保障。蒙牛乳业拥有丰富的全球牧场资源,包括丹麦、澳大利亚、新西兰等黄金奶源带。同时,蒙牛通过参股国内大型原奶生产企业如现代牧业、中国圣牧等,以及与其他企业如华羚乳品、上陵牧业等建立战略合作,确保奶源的稳定供应。妙可蓝多加入蒙牛采购体系后,将能够降低采购成本,确保供应的稳定性。

产能建设需要大量的资金投入,而蒙牛乳业的资金实力雄厚,能够为妙可蓝多提供有力的支持。通过双方的合作,妙可蓝多将能够迅速实现产能布局的提升,满足市场需求的增长。

4.1.3 发挥管理协同效应

首先,蒙牛乳业的核心业务聚焦于液态奶领域,为了保持市场领先地位,需要组建优秀的公司团队,这就需要有创新能力的员工。在塑造这样的团队时,就要把弹性以及创新能力根植在团队意识内,使每一位员工都习惯于改变并善于改变^[18]。妙可蓝多的企业文化就是如此,这就使得蒙牛乳业与

妙可蓝多在业务和市场定位上具有高度的相似性,因此,两者的合并被视为一种横向并购,旨在实现优势互补和共同发展。

并购完成后,蒙牛乳业有望通过整合妙可蓝多的供应链资源,实现管理费用和销售费用的有效降低。结合两者在各自领域的专长和优势,加快整合进程,有助于优化成本控制,达成管理上的协同效应,减少总体管理支出。此外,蒙牛乳业与妙可蓝多拥有共同的上游供应商资源,如恒天然集团,并拥有相同的下游客户群体,这些共同点将促进并购后双方企业的快速稳定融合,进一步推动管理协同效应的实现。

其次,费用支出稳中有降。如表4所示,2022年销售费用为12.19亿元,同比增长5.18%;2023年销售费用为9.39亿元,同比减少22.97%。2023年销售费用减少,因为营业收入下滑带来的规模效应递减。

表4 妙可蓝多2019—2023年间销售费用统计

变量	销售费用/亿元				
	2023年	2022年	2021年	2020年	2019年
营业收入	40.49	48.30	44.78	28.47	17.44
销售费用	9.39	12.19	11.59	7.11	3.59

4.2 非财务指标

4.2.1 市场份额变化

首先,蒙牛乳业市场份额的提升。根据公开数据,蒙牛乳业是中国乳制品行业的主要企业之一,市场份额稳居行业前列。蒙牛乳业通过并购妙可蓝多,在市场份额上获得了明显的提升。并购前,蒙牛乳业的市场份额为17%~18%,而并购后,根据蒙牛发布的财报和行业研究机构的数据,蒙牛乳业的市场份额在一定时期内提升2%~3%,达到19%~20%。妙可蓝多的业务覆盖细分市场的高端酸奶及特色乳饮料,尤其是在酸奶市场,如图4所示,妙可蓝多拥有一定的市场份额,占据中国高端酸奶市场的25%以上,并且市场份额在不断上升,超过百吉福升至第一。并购后,蒙牛能够迅速整合妙可蓝多的资源,扩大在高端酸奶市场的份额,提升整体乳制品市场的占有率。

其次,市场区域的扩展。在区域市场方面,妙可蓝多原本在一些一线和二线城市的乳制品市场占据较强的地位,特别是在北京、上海等经济发达地区。蒙牛通过并购,成功将妙可蓝多的品牌和产品迅速铺开,尤其在南方市场,获得较强的市场份额。例如,蒙牛并购妙可蓝多后,双方通过渠道整

合和品牌联合推广,在华东、华南等地区的市场份额提升较快。根据蒙牛的年报,蒙牛在华东和华南的市场份额分别增长4%和3%。

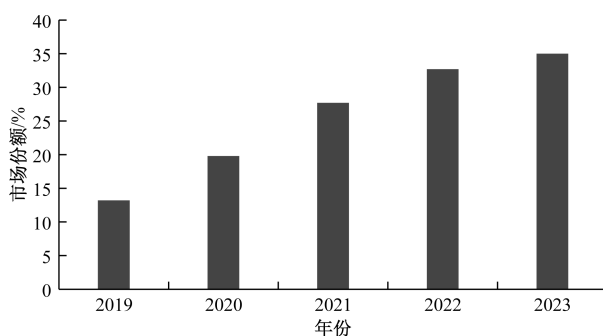


图4 妙可蓝多市场份额

4.2.2 品牌影响力提升

蒙牛并购妙可蓝多后,品牌影响力得到显著提升。妙可蓝多原本以“年轻、创新、时尚”作为品牌形象,尤其在年轻消费者中具有较高的品牌认知度和忠诚度。蒙牛通过并购将这一品牌形象引入其整体品牌战略中,尤其在高端酸奶和乳制品市场,增强了蒙牛在年轻消费群体中的认知度。

根据《中国乳制品行业品牌调查报告》,在并购前,蒙牛的品牌认知度在消费者中的排名大致为第1,而妙可蓝多在年轻群体中的品牌认知度排在前五名。并购后,蒙牛的品牌影响力在年轻消费者中的渗透率提升了约15%~20%,其中酸奶市场的品牌认知度提升尤为明显。

通过整合妙可蓝多的创新力和独特的品牌文化,蒙牛成功打造了新的品牌联动效应。数据显示,蒙牛在2019—2021年,针对妙可蓝多推出的联合品牌营销活动(如“妙可蓝多酸奶×蒙牛乳业”联合推广),其相关的产品销售增长15%,品牌认同感提升18%。这表明,通过品牌联动,消费者对蒙牛及妙可蓝多的忠诚度得到了增强。此外,蒙牛在销售渠道上的优势也得到发挥。通过并购,妙可蓝多的高端产品和创新型乳制品能够通过蒙牛强大的分销网络和零售渠道迅速铺开,从而提升品牌的市场渗透率。

4.2.3 产品创新与市场拓展

在产品线的扩展和创新方面,并购妙可蓝多后,蒙牛不仅能够借助妙可蓝多的研发能力和产品创新优势,还加强了在高端酸奶、功能性饮品以及植物基乳制品等领域的布局。妙可蓝多在口味创新和产品定位上具有较强的优势,推出如“妙可蓝多酸奶”“无糖酸奶”等细分产品,受到高端消费者

和健康意识较强群体的喜爱。例如,蒙牛在2019年推出的“蒙牛+妙可蓝多酸奶系列”,通过结合两者的技术和品牌优势,使得其酸奶产品在中实现了销量的飞跃。据行业数据,蒙牛与妙可蓝多合作推出的酸奶系列,在发布后的六个月内,市场销量增长30%,成功吸引大量健康生活方式追求者的关注。

在高端市场的拓展方面,蒙牛通过并购妙可蓝多,不仅提升市场占有率,还带动高端酸奶、低脂乳制品等细分市场的扩张。数据显示,蒙牛并购妙可蓝多后,其在高端酸奶市场的份额从并购前的13%提升至20%以上,成为中国高端乳制品市场的主要竞争者之一。并购不仅使蒙牛能够进一步进入中高端市场,扩大蒙牛在一线城市的市场占有率,也使妙可蓝多的市场占有率不断提升。如图5所示,2021—2022年增长速度最快,主要是因为妙可蓝多携手蒙牛乳业深化产业合作,加大新品研发力度,新品研发支出较上年同期增加。

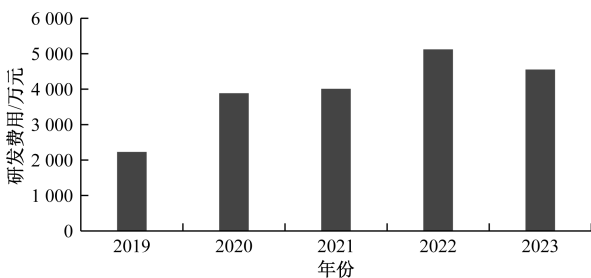


图5 妙可蓝多2019—2023年研发费用

报告期内研发费用较上年同期减少,主要为试验试制费减少所致。

4.2.4 市场反应与消费者反馈

总体来看,消费者对蒙牛并购妙可蓝多后的产品组合及品牌形象持积极态度。根据市场调研公司对消费者的调查结果,约有72%的消费者表示,对蒙牛与妙可蓝多联合推出的新产品感到满意,特别是在产品口感和创新性方面的提升获得较高的评价。在社交媒体和消费者论坛中,关于两者产品结合的讨论频繁,尤其在微博、抖音等平台上,蒙牛和妙可蓝多联合发布的新品广告和促销活动获得较高的互动率和品牌曝光度。消费者的积极反应为蒙牛的品牌形象升级提供强有力的支持。

乳制品行业的竞争对手,如伊利、光明等品牌,在蒙牛并购妙可蓝多后,纷纷加大了在产品创新、市场推广和渠道布局上的投入。例如,伊利推

出针对年轻群体的“益生菌酸奶”系列,而光明乳业则加强了在中高端酸奶市场的品牌建设。为了应对蒙牛的市场扩张,竞争对手纷纷在价格、品质和营销策略上加大投入,乳制品行业的竞争愈加激烈。

4.3 事件分析法

4.3.1 选择窗口期

在进行事件研究法分析时,首先需要确定具体的样本和事件窗口。本文研究的核心事件是蒙牛成为妙可蓝多单一大股东,即2021年7月9日。当天,蒙牛披露了其收购妙可蓝多股本权益的主要交易计划,而妙可蓝多则因股权结构的变化,提前停牌,暂停了股票交易。为了便于分析,将蒙牛发布并购预案公告的首个交易日设定为基准日 $t=0$,并据此构建事件研究的时间框架。

为准确评估并购公告对蒙牛股价的效应,确定一个恰当的事件窗口期尤为关键。窗口期设置过长可能混入市场其他不相关因素的干扰,而窗口期过短则可能遗漏事件带来的全面影响。鉴于此,选取事件发生前后的 $[-10, +10]$ d作为事件窗口期,并将 $[-100, -11]$ d作为估计期以供参考。

4.3.2 构建预期收益模型

选取市场模型来测算累计超额收益率(CAR)与日超额收益率(AR)。市场模型表现形态为通过估计窗口期选取的个股与市场投资组合收益率,建立二者之间关系的线性回归方程。

$$R_{it} = \alpha_{it} + \beta_{it} R_{mt} + \epsilon_{it} \quad (1)$$

式中: R_{it} 为公司在时间 t 时期的正常报酬率; R_{mt} 为 t 时期的股票市场报酬率; ϵ_{it} 为回归残差。计算 α_{it} 和 β_{it} ,确定预期收益率回归方程,即

$$E(R_{it}) = \alpha_{it} + \beta_{it} R_{mt} \quad (2)$$

根据估计期 $[-100, -11]$ 的预期收益率和公司收益率,用散点图预期收益率回归方程,如图6所示。

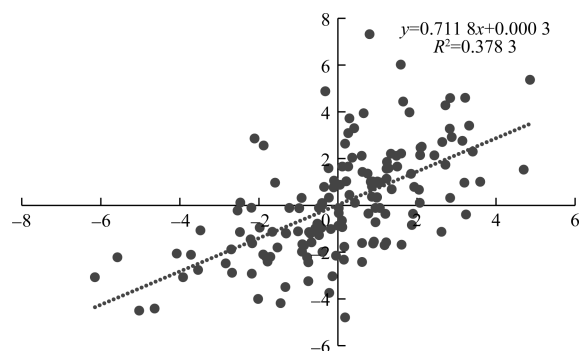


图6 预期收益率回归方程

再由实际收益率和预期收益率作差,可得非正常报酬率 $A(R_{it})$,即日超额收益率。

最后,将每日超额收益率累加,得到累计超额收益率 $CA(R_{it})$ 。

4.3.3 计算累进超额收益率

并购公告日期是 2021 年 7 月 9 日 ($t=0$),表 5 是事件窗口期内的累计超额收益率的计算过程。

表 5 蒙牛乳业累计超额收益率计算

交易日期	公司收益率/%	预期收益率/%	超额收益率/%	累计超额收益率/%
-10	-0.95	-0.43	-0.67	-0.67
-9	1.59	1.28	0.65	-0.03
-8	-0.84	1.87	-2.20	-2.23
-7	-1.27	-0.48	-0.96	-3.18
-6	0.32	-0.92	0.94	-2.24
-5	-2.88	-2.68	-1.00	-3.24
-4	0.77	-0.11	0.82	-2.42
-3	-1.20	-0.70	-0.73	-3.16
-2	-0.11	1.06	-0.89	-4.05
-1	-2.76	-3.54	-0.27	-4.32
0	1.02	1.90	-0.36	-4.68
1	-1.12	1.41	-2.15	-6.84
2	0.79	1.96	-0.64	-7.47
3	0.45	-0.66	0.89	-6.58
4	-0.90	0.06	-0.97	-7.55
5	-0.57	-0.62	-0.16	-7.71
6	-0.91	-2.06	0.53	-7.19
7	0.80	-0.10	0.84	-6.35
8	1.14	0.48	0.77	-5.58
9	-0.23	0.54	-0.64	-6.22
10	-0.79	-2.19	0.74	-5.48

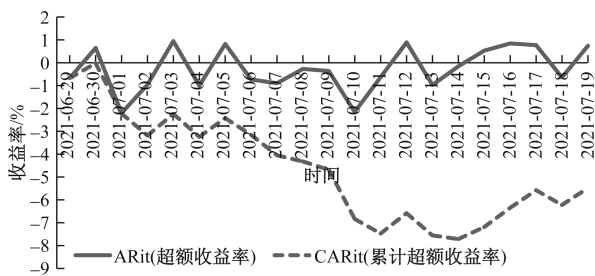


图 7 蒙牛 2021 年 7 月 9 日市场反应

基于上述计算结果,图 7 展示了日超额收益率与累计超额收益率的变动趋势。就蒙牛乳业而言,2021 年 7 月 9 日的超额收益率为 -0.36% ,当日股价虽有所下滑,但随后出现了回升。在公告发布前五日,累计超额收益率持续走低,这可能暗示了公告前存在内部信息泄露的情况。随着时间推移,市场逐渐恢复了理性,使得累计超额收益率回归到正常水平。总体而言,此次交易在短期内给蒙牛乳业带来了一定的挑战。

5 结论与启示

从蒙牛的角度来看,我国奶酪行业正处于迅猛发展的黄金时期,尚未形成稳固的市场格局。因此,成为妙可蓝多的控股股东对蒙牛来说,不仅是一个战略性的投资,更是迅速完善产业链、实现产业协同的关键步骤。蒙牛的发展战略旨在通过外部力量补齐自身短板。具体而言,蒙牛期望在上游能够稳定控制奶源,确保原材料供应的可靠性和质量;在中游,通过技术支持和产业链整合,优化生产流程,提高产品竞争力;在下游,则拥有广泛而强大的销售渠道,确保产品能够快速触达消费者。通过收购、持股、联营各类乳制品企业,蒙牛正逐步实现其全产业链布局的战略目标^[19]。

同时,蒙牛这一系列战略举措也给其他企业带来了深刻的启示。首先,企业要想快速的发展,要紧跟时代的潮流和政府的政策,紧抓市场的动向和行业变化的规律。其次,在实施并购计划之前,要对并购前期估值风险,中期支付风险和末期整合风险等所存在的风险进行评估,以确保并购过程的顺利进行和企业的稳健发展。最后,企业要在并购中要留住核心人才和技术型人才,一个优秀的公司团队能更好地达到企业的经营和质量方针,能更好地达成企业的质量目标,能更好地达成顾客的满意度,可以把企业带到永续经营的境界。

参考文献

- [1] 农业农村部关于印发《“十四五”奶业竞争力提升行动方案》的通知[J]. 中华人民共和国农业农村部公报, 2022 (4): 25-28.
- [2] 王威, 万志敏, 王婉婷. 光明乳业海外并购市场效应与影响因素研究[J]. 科技与管理, 2020, 22(1): 37-42.
- [3] CALOMIRISK. Mergers and productivity[M]. Chicago: University of Chicago Press, 1998.
- [4] 苑泽明, 顾家伊, 富钰媛. “蛇吞象”海外并购模式绩效评价研究——以吉利集团为例[J]. 会计之友, 2018(16): 60-65.
- [5] 朱立伟, 金德庆. 中小银行并购重组风险及防范研究——以江苏银行并购案为例[J]. 财会通讯, 2024(4): 131-134.
- [6] BRADLEY M, DESAI A, KIM E H. Synergistic gains from corporate acquisitions and their division between the stockholders of target and acquiring firms[J]. Journal of Financial Economics, 1988, 21(1): 3-40.
- [7] 杨凌日, 赵文举, 张曾莲. 基于事件研究法的企业并购融资绩效研究[J]. 财政监督, 2015(32): 7-10.
- [8] 贺世钰. 基于事件研究法谈企业连续并购动因及短期绩效分析——以蒙牛乳业为例[J]. 中外企业文化, 2024 (7): 70-72.

- [9] 陈晨. 上市公司并购绩效研究方法述评[J]. 中国商贸, 2014(21): 109-110.
- [10] 曹立江. 我国上市公司并购绩效评价方法研究[J]. 中国国际财经(中英文), 2017(22): 125-127.
- [11] 安亚琦. 医药公司多元化并购绩效研究——以 HR 医药公司并购 AB 生物公司为例[J]. 上海企业, 2024(11): 157-159.
- [12] 葛结根. 并购支付方式与并购绩效的实证研究——以沪深上市公司为收购目标的经验证据[J]. 会计研究, 2015(9): 74-80.
- [13] KAPLAN S N, WEISBACH M S. The success of acquisitions: evidence from divestitures[J]. Journal of Finance, 1992, 47(1): 107-138.
- [14] HEALY P K, PALEPU R R. Does corporate performance improve after mergers[J]. Journal of Financial Economics, 1992, 31: 135-175.
- [15] 杨宏力. 巩固和完善农村基本经营制度研究[M]. 北京: 经济科学出版社, 2023.
- [16] 杨雁云. 蒙牛乳业并购妙可蓝多的动因分析[J]. 商展经济, 2022(3): 47-50.
- [17] 刘思涓. 并购行为对收购方企业财务绩效影响[J]. 财会通讯, 2012(18): 79-81.
- [18] 戴阿芬. 企业并购后的财务整合与协同效应研究[J]. 企业改革与管理, 2015(8): 115.
- [19] 潘正辉. 妙可蓝多被蒙牛乳业并购的原因和绩效分析[J]. 现代商业, 2023(21): 157-160.

Dairy Industry M&A Motivation and Performance Analysis: Taking Mengniu Dairy's Acquisition of Miaoke Lando as an Example

SUN Sijie

(School of Business, Liaocheng University, Liaocheng 252000, Shandong, China)

Abstract: Taking Mengniu Dairy's acquisition of Miaoke Lando as an example, the motivation and performance of dairy industry M&A was discussed to analyze the strategic considerations behind M&A and its impact on firm performance. Through literature analysis and case studies, qualitative analysis method was adopted, combined with financial data and market performance, to evaluate the effect of mergers and acquisitions. The results show that Mengniu's acquisition of Miaoke Lando effectively expands its cheese product line, and improves its market share and brand influence. After the acquisition, Mengniu's competitiveness in the high-end dairy market has been significantly enhanced, and its financial performance has improved, but it faces certain integration costs and operational challenges in the short term. It is concluded that M&A in dairy industry is helpful to achieve scale effect, product diversification and market expansion, but successful integration and synergies are the key to achieve M&A benefits.

Keywords: merger and acquisition; performance analysis; the motivation of merger and acquisition; dairy industry