

Research on Corporate M&A Performance under the Perspective of Industrial Integration

—Take New Hope Dairy's Acquisition of Huanmei Dairy as an Example

Yaxuan Xiong

East China Jiaotong University, Nanchang, Jiangxi, 330000, China

Email: 1004076067@qq.com

Abstract

After experiencing multiple dairy product quality and safety issues, China has continuously introduced a series of policies to revitalize its dairy industry. Concurrently, international competition has intensified in recent years, compelling dairy enterprises to urgently adjust their product structures and upgrade their industrial models. To meet these demands, dairy companies have begun to restructure, focusing increasingly on developing their own pastures and integrating upstream and downstream supply chains. Mergers and acquisitions to consolidate milk sources and dairy product markets have become a prominent industry trend. In 2020, New Hope Dairy acquired 100% equity of Huanmei Dairy for 1.711 billion yuan, exemplifying this industrial integration strategy. This paper analyzes the financial and market performance of New Hope Dairy from an industrial integration perspective, using the merger between these two listed companies as a case study. The aim is to provide insights for future mergers and acquisitions in the dairy industry.

Keywords: Industrial Consolidation; New Hope Dairy; Mergers and Acquisitions Performance; Dairy Companies

产业整合视角下企业并购绩效研究

——以新希望乳业并购寰美乳业为例

熊雅璇

华东交通大学, 江西南昌 330000

摘要: 我国经历了多次乳制品质量安全问题后, 为重新振兴我国的乳制品行业, 国家不断出台一系列政策助力乳制品行业的再次起步。与此同时, 近年来国际竞争日益激烈, 乳制品企业也面临着产品结构调整, 产业转型升级的迫切要求。为满足这些要求, 乳制品企业开始重整旗鼓, 越来越注重对自有牧场的建设以及产业链上下游的整合。并购整合奶源及乳制品市场已成为行业发展趋势之一。2020年, 新希望乳业以17.11亿元收购了寰美乳业100%股权, 体现了产业整合的思想。本文以这两家上市公司之间的并购为案例, 在产业整合视角下对新希望乳业财务绩效和市场绩效进行分析, 为乳制品企业之后的并购行为提供借鉴。

关键词: 产业整合; 新希望乳业; 并购绩效; 乳制品企业

引言

乳制品行业作为食品行业中产业链最长的细分产业, 很早就开始进行产业链可控性的尝试。我国乳制品企业发展至今主要分三个层次: 一是蒙牛乳业和伊利乳业作为行业领袖凭借品牌和规模的优势, 占据了我国乳制品市场的大片江山; 二是以光明、新希望和飞鹤为代表的区域性乳制品企业, 在各自的区域内形成地方优势, 深入挖掘区域内的销售渠道, 能适应地方消费者多样化和个性化需求, 同寡头企业形成高效互补; 三是小微型的乳制品企业, 其客户规模较小, 产品同质化现象严重, 市场份额占比不大。完善乳品

产业链加强乳品行业市场集中度成为中国乳企解决行业危机、促进企业健康发展的主要途径^[1]。因此，中国乳企逐渐从家庭式加工为主的传统发展模式转型为全产业链整合发展的战略模式，正式进入产业链竞争阶段。产业整合成为企业实施并购行为的诱因之一。本文通过案例研究分析了产业整合和企业并购之间的关系，对资本市场上的并购活动有部分启示作用，为未来乳制品企业并购行为提供借鉴。

1 新希望乳业并购寰美乳业案例概述

1.1 乳制品行业背景

近年来，中国乳制品行业受到政府的高度重视和国家政策的重点支持。例如，2022年7月工信部印发《关于开展2022年“三品”全国行活动的通知》，提出面向包括乳制品的共十行业，突出行业协会组织协调作用，促销优质消费品。2016-2022年期间，我国乳制品产量呈现出先下降后上升趋势，2023年略微下降，波动不大。总体来看，我国乳制品产量从2016年2893万吨的年产量增长到2023年3055万吨。

1.2 并购双方概况

1.2.1 并购方：新希望乳业

新希望乳业股份有限公司（以下简称“新乳业”）创于2006年，并于2019年1月在深圳证券交易所上市。是一家乳制品研发、生产和销售企业，华西乳业、蝶泉乳业、阳坪乳业等都为新乳业旗下品牌。

1.2.2 被并购方：寰美乳业

寰美乳业成立于2007年，是一家宁夏企业，主要业务有研制开发、销售乳制品及饮料，主要产品有常温乳制品、低温乳制品等。其业务范围主要涉及陕甘宁等地区，在西北地区影响较广。

1.3 并购过程

2020年5月，新乳业与物美科技、永峰管理及上达投资等股权持有主体签订了了股份转让协议，约定达成以17.11亿元收购寰美乳业100%股权的约定，并于报告期内完成股权完全交割，分两次支付。首先，新乳业通过向寰美乳业转让约10.27亿元的现金完成对寰美乳业60%股份的收购；接着，在完成公开发行A股可转债募集资金后，新乳业再次以现金方式购买了剩余40%股份。截至2020年12月31日，新乳业成功完成了对寰美乳业100%股权的收购，并正式将其纳入公司合并财务报表范围内。

1.4 并购动因分析

1.4.1 降低运输费用，追求协同效应

通过全产业链的全面管理，新乳业可以应对信息不对称、交易不确定、从外部供应商处采购成本过高的问题。同时，寰美乳业地处宁夏，具备多家牧场并拥有诸多奶牛资源，产品覆盖范围延伸至产业链的上下游。并购寰美乳业后新乳业可以获取宁夏地区的优质奶源带，进一步扩大营业规模。

1.4.2 并购区域性品牌，高效渗透空白市场

寰美乳业作为西北地区（包括陕西、甘肃、宁夏三省）上下游全产业链完整的乳制品企业，在地区有显著的市场优势。而并购前新乳业业务布局主要集中在我国西南、华中、华东、华北等地区，并购后，可将业务范围拓展至相对薄弱的西北地区，与西南市场有效联动，巩固其西部市场地位。公司通过并购快速打开空白市场，同时帮助优化子公司盈利能力。

1.4.3 丰富产品品种，优化产业结构

随着中国经济的飞速发展和国民健康意识的增强，消费者对乳制产品的差异化需求越来越强烈，传统

的乳制品已经难以满足消费者的需求。乳企唯有发展多样化的产品才能适应消费者多样化的产品需求。新乳业为了不丧失现有客户群体以及开发潜在消费者的目标，通过并购同行乳企是有效手段。通过并购重组以及自身强大的创新能力，研发多种新型产品，为新乳业带来新的顾客群体和新的销售爆发量。

1.4.4 完善产业链布局，实现多元化战略

新乳业在整合产业链上下游进程中，已初步形成以乳业为核心的“服务营销”雏形，继而创建了以“渠道和技术”为核心的销售模式。近年来，新乳业在各地积极推行“鲜战略”，这一战略的基石在于建设全冷链保障体系，将牧场、工厂及市场与城市的距离控制在 150 公里内，并确保各个环节的衔接紧密。通过“鲜战略”提升自身的品牌效应

2 新希望乳业并购寰美乳业财务绩效分析

由于实现财务协同效应是企业并购活动的目的之一^{错误:未找到引用源。}，因此从财务角度分析企业并购后的相关指标，特别是并购对新乳业偿债能力、盈利能力、营运能力以及发展能力的影响。2020 年 7 月，新乳业成功并购寰美乳业，因此本文对企业 2019 年-2023 年的财务指标进行分析，并做出评价。

2.1 偿债能力分析

由表 1 分析出，从 2019 年到 2020 年，新乳业流动比率增加 6%，其中增加的存货达到 13767.47 万元，同比增长 41.92%，主要是由于新乳业在并购寰美乳业之后，存货的合并范围扩大。发生并购后，2021 年新乳业流动比率和速动比率略有下降，表明企业的短期内的偿债能力有所下降。2022 年两项指标出现略微回升，并在 2023 年保持平稳。这主要是由于 2021 年 1 月新乳业为购买长期股权投资支付了货币资金，但是，2021 年度存货减少 5.6%，反映出销售渠道逐渐变宽。新乳业 2020 年后资产负债率逐年增长，幅度较大，2022 年达到 71.91%，而并购前为 61.66%。总体而言，新乳业并购寰美乳业后，短期和长期偿债能力都有所下降，增加了企业偿债风险。

表 1 2019-2023 年新希望乳业偿债能力指标

| 财务指标 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 |
|-------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 流动比率 | 0.48 | 0.54 | 0.48 | 0.50 | 0.50 |
| 速动比率 | 0.36 | 0.40 | 0.32 | 0.32 | 0.32 |
| 资产负债率 | 61.66% | 66.65% | 69.81% | 71.91% | 70.47% |

数据来源：Wind 数据库

2.2 运营能力分析

表 2 2019-2023 年新希望乳业运营能力指标（单位：次）

| 财务指标 | 2019 半年度 | 2019 年度 | 2020 半年度 | 2020 年度 | 2021 半年度 | 2021 年度 | 2022 半年度 | 2022 年度 | 2023 半年度 | 2023 年度 |
|---------|-------------|------------|-------------|------------|-------------|------------|-------------|------------|-------------|------------|
| 总资产周转率 | 0.62 | 1.18 | 0.46 | 0.97 | 0.49 | 0.99 | 0.50 | 1.05 | 0.57 | 1.19 |
| 应收帐款周转率 | 6.45 | 14.36 | 5.34 | 13.99 | 7.41 | 15.59 | 7.58 | 16.64 | 8.76 | 18.63 |
| 存货周转率 | 6.42 | 12.36 | 5.06 | 12.83 | 7.06 | 11.75 | 5.94 | 10.23 | 5.56 | 10.63 |

数据来源：Wind 数据库

由表 2 看出，作为并购后不久的 2020 年末，新乳业总资产周转率和应收账款周转率同比下降，但自 2021 年来，下降速度有所加快，首先，总资产周转率从 2020 上半年的 0.46 次增加至 2023 上半年的 0.57 次。其次，应收账款周转率从 2020 上半年的 5.34 次增加至 2023 上半年的 8.76 次。自收购以来，新乳业的存货周转率也持续上升，这充分表明并购寰美乳业提升了新乳业的资金管理效率。总体上看，并购后企业的运营能力有所增强，表明企业运营情况呈向好趋势。

2.3 盈利能力分析

由表 3 分析得出，在 2020 年的 6 月份前，新乳业的销售毛利率相对平稳，约 50%，并购寰美乳业后，毛利率出现明显下降。一方面是由于被并购方寰美乳业毛利率较低，约 33%；另一方面是由于原奶价格持续上浮，2021 年 6 月，其价格同比上涨 19.7%。寰美乳业销售净利率约为 6.37%，所以新乳业的销售净利率同比增加了 21.14%。此外，并购后，新乳业的总资产净利率和净资产收益率同比增加。2023 年净资产收益率已达到 16.97%。由此看出，此次并购提高了新乳业盈利水平。

表 3 2019-2023 年新希望乳业盈利能力指标

| 财务指标 | 2019 半年度 | 2019 年度 | 2020 半年度 | 2020 年度 | 2021 半年度 | 2021 年度 | 2022 半年度 | 2022 年度 | 2023 半 年度 | 2023 年 度 |
|--------|-------------|------------|-------------|------------|-------------|------------|-------------|------------|--------------|-------------|
| 销售净利率 | 3.99% | 4.43% | 3.14% | 4.29% | 3.81% | 3.81% | 4.04% | 3.62% | 4.65% | 3.98% |
| 销售毛利率 | 52.73% | 49.50% | 50.83% | 32.43% | 34.91% | 24.56% | 25.13% | 24.04% | 27.97% | 26.87% |
| 总资产净利率 | 2.47% | 5.24% | 1.44% | 4.15% | 1.88% | 3.77% | 2.03% | 3.81% | 2.64% | 4.75% |
| 净资产收益率 | 5.40% | 12.23% | 2.81% | 10.12% | 5.51% | 11.84% | 7.17% | 14.02% | 9.43% | 16.97% |

数据来源：Wind 数据库

2.4 发展能力分析

由表 4 分析可得，2019 年至 2021 年，新乳业营业收入和营业利润整体增速不断加快。2020 年企业发行可转债以及购买寰美乳业等企业股权，总资产增长率达到 59.93%。并购完成后的三年，企业的营业利润增长率也有大幅提高。目前，乳制品企业扎堆谋求上市，乳业市场“内卷”严重，新乳业 2023 年各项增长速度有所下降。但总体来看，新乳业获得了并购带来的发展优势。

表 4 2019-2023 年新希望乳业发展能力指标

| 财务指标 | 2019 半年度 | 2019 年度 | 2020 半年度 | 2020 年度 | 2021 半年度 | 2021 年度 | 2022 半年度 | 2022 年度 | 2023 半 年度 | 2023 年 度 |
|---------|-------------|------------|-------------|------------|-------------|------------|-------------|------------|--------------|-------------|
| 营业收入增长率 | 13.48% | 14.14% | -5.68% | 18.92% | 68.85% | 32.87% | 10.76% | 11.59% | 10.84% | 9.80% |
| 总资产增长率 | 6.14% | 26.48% | 7.68% | 59.93% | 3.63% | 10.79% | 7.42% | -0.14% | -3.89% | -5.82% |
| 营业利润增长率 | 4.42% | -0.15% | -31.6% | 15.22% | 132% | 23.98% | 14.57% | 9.57% | 35.21% | 25.98% |

数据来源：Wind 数据库

3 新希望乳业并购寰美乳业市场绩效分析

新乳业并购寰美乳业的市场绩效分析是一个比较复杂的过程，需要考虑多个因素。以下是对并购后，从股价变化、市场占有率、消费者需求变化等方面进行分析。

3.1 股价变化分析

本文选取了并购公告发出的 (-30, 30) 窗口期的新乳业股价数值进行比较，见图 1。

新乳业于 2020 年 5 月 5 日晚发布公告，公告称其拟以 17.11 亿元收购寰美乳业 100% 股权。窗口期 (-30, 30) 的累计超额收益率为 34.73% 左右，是一个较高的比值。窗口期 (-30, 30) 内新乳业收盘价从 13.1 元/股上升至 17.65 元/股，期间还达到 19.16 元/股的最高值。股价的上升一定程度上说明此企业被广大投资者关注并看好，增加对其的投资。如上所述，此次交易将利用新乳业的优势和竞争力，拓展销售区域和提升盈利能力。

从图 2 中新乳业 2019-2023 年每股收益、每股净资产和每股营业收入可以看出，企业在并购完寰美乳业之后，各项指标呈上升趋势，为股东带来良好的市场信号，企业拥有美好的发展前景。

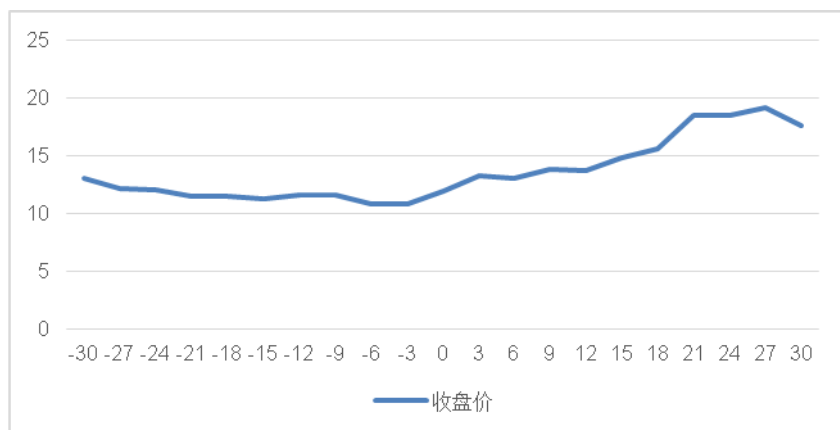


图1 新希望乳业（-30，30）窗口期股价变化（数据来源：东方财富网）

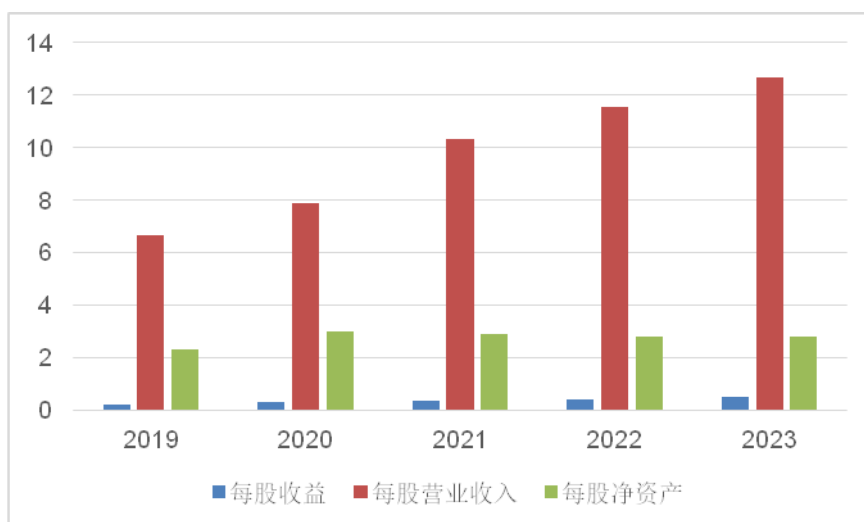


图2 2019-2023年新希望乳业每股关键指标（数据来源：东方财富网）

3.2 市场占有率分析

在新乳业并购寰美乳业之后，两家公司的市场占有率得到了显著提高。根据市场调查，并购完成后，新乳业和寰美乳业的市场份额总和超过了 60%，远远超过了其他竞争对手。这种市场占有率的提高，使得新乳业在市场上拥有了更大的话语权，进一步提高了其市场份额。

新乳业 2021 年营收为 89.67 亿元，同比增长 32.87%；归母净利润为 3.12 亿元，同比增长 15.23%，增速远超行业。有第三方部分监测数据显示，2021 年低温鲜奶在新乳业中份额连续 12 个月增长，市场占有率位列全国第三。2022 年第三季度的营业收入为 27 亿元，同比增长 15.68%，净利润 1.21 亿，同比增长 10.19%。2023 年的营业收入为 109.87 亿元，较 2022 年增长了近 10%，归母净利润从 2022 年的 3.61 亿增长至 4.31 亿元，增幅为 19.27%；扣非净利润为 4.65 亿元，同比增长 57.86%，保持营利齐增。后疫情时代到来，新乳业继续保持迅猛发展势头，这得益于人们此时开始对健康营养更加重视，不断给乳业发展带来机会。2022 年 1-9 月，新乳业鲜奶在全国市场的市占率增加 1.3%，达到 9.3%，进一步夯实了行业领先地位。2022 年，新乳业低温鲜奶同比增长率超过 15%，全国份额已实现连续 23 个月的增长走向，市占率超过 10%，构建了领“鲜”的鲜奶品牌矩阵。

3.3 消费者需求分析

消费者需求的变化也是评价新乳业并购寰美乳业市场绩效的重要考虑因素。随着经济的发展和人民生活水平的提高，消费者对乳制品的需求也在不断变化，更加注重健康、营养、美味等方面的需求。因此，

新乳业并购寰美乳业后，需要根据消费者需求的变化，调整产品结构，不断提高产品的质量和口感，以满足消费者的需求。

据新乳业公布的数据显示，2021 年新产品对销售额的整体贡献率超过 10%。在高端产品中，新乳业的冷鲜乳制品，如唯品有机牛乳和娟珊牛乳、今日鲜奶铺，2021 年增长近 50%。其中，唯品在上海的营收复合增长率三年内都超过 40%，展现出较高的品牌价值与用户忠诚度。

4 结论与建议

4.1 研究结论

本文通过对新希望乳业 2020 年发生并购寰美乳业事件进行分析发现，新希望乳业实施并购后的市场绩效和财务绩效都得到了一定程度的提高，得出以下结论：

首先，在进行寰美乳业并购时，新乳业采用自有货币资金及发行可转债募集资金作为支付手段，此举削弱了企业的短期长期偿债能力；其次，并购完成后，新乳业与寰美乳业都整合了数字信息链、智能共享中心以及会员运营服务中心等内容，这些整合工作都会导致运营成本上升，出现资金额外流出的情况。因此，一定程度上增加了企业的财务风险。

据本文的分析，并购行为将打破西部地区在冷鲜奶制品方面的运输距离限制，为新乳业开拓西北市场提供契机，优化企业的整体战略布局。同时，寰美乳业在农产品资源和冷鲜奶方面的优势可为新乳业开辟新的盈利途径。并购完成后，双方可实现原材料、新技术、产品市场等资源共享，进一步削减生产成本，提高企业运营效率，因此，企业的盈利能力和发展能力在并购后的短期内都显著增加。

新乳业和寰美乳业在生产和供应链方面存在协同效应。通过整合两家公司的生产和供应链，新乳业优化资源配置，提高效率，降低成本。并购行为提高了公司的竞争力和市场份额，凭借并购寰美乳业在西北地区的认知度和积累，新乳业省去了渠道铺设和奶源自建的步骤，大力节约了广告营销、品牌推广的费用，加快了开辟地方市场的进程，为企业带来更大的经济效益。

4.2 建议

4.2.1 合理选择融资方式

当前阶段，众多企业处于发展和扩张的关键时期，自有资金往往难以充分满足产业革新、科技创新、人才引进等方面的资金需求。因此，企业需审慎选择融资策略，综合运用多种融资渠道解决已以确保企业资金供给充足。企业应在不影响自身权益的基础上，应依据自身发展，运营状况及现金流量状况，合理设定长期和短期债务的比例并规划债务偿还期限，力求实现现金支出和现金流入有效匹配，从而最大化经济效益。新乳业可以从财务结构等方面进行调整，将企业的资本结构和比例进行更深层次的升级优化，降低因不合适的结构方式所引起的投资风险，从而引起投资者的兴趣，提高投资效益。

4.2.2 优化并购的协同效应

并购后的整合效果是衡量并购成功与否的关键要素，新乳业在受益于寰美乳业的优质奶源资源与市场实力的同时，还需深化对其他优质资源的整合。从内部视角来看，需要强化双方员工的沟通与互动，不仅要开发人才资源，还要注重人才培育，同时需促进组织结构和文化体系的协同一致，实现管理与运营深度融合。此外，还需优化企业内部流程，削减内部运营成本等。从外部视角来看，则需扩大品牌影响力，深化市场整合，进一步打通的西南和西北两大市场，并巩固地位。

4.2.3 管控并购带来的风险

产业整合和并购后，新乳业需要面临更多的风险，如财务风险、市场风险、管理风险等。需要加强风

险管理和控制，制定科学的风险管理策略，降低风险对企业的影响。在进行并购前，企业应根据战略规划选择合适的并购对象，全面评估对象的发展情况，最大限度减轻企业财务风险，结合公司现有业务，审慎设定交易价格，选择最优的支付方式。企业应构建适当的风险防控体系，及时对并购后的不确定性因素进行评估与分析，以降低企业的经营风险，做好风险防范，促进并购后的平稳过度与持续发展。

参考文献

- [1] 杨雁云.蒙牛乳业并购妙可蓝多的动因分析[J].商展经济,2022(03):47-50.
- [2] 由忠发.企业并购重组财务风险分析及管控策略分析[J].财会学习,2021(24):37-39.
- [3] 顾力强.民营企业资本运营与产业整合的优化措施研究[J].企业改革与管理,2022(01):39-41.
- [4] 吕拉昌.关于产业整合的若干问题研究[J].广州大学学报(社会科学版),2004(08):27-30+93.
- [5] 刘晴,王世强,罗亮,等.产业链整合视角下我国体医融合健康促进服务产业化发展研究[J].沈阳体育学院学报,2023,42(01):87-93.
- [6] 刘亚.基于 EVA 的新乳业并购绩效分析[J].商场现代化,2023,(23):46-48.
- [7] 刘李胜.上市公司产业并购的动因与方式[J].中国金融,2024,(04):60-61.
- [8] 刘畅,韩爱华,沈锡茜.基于因子分析法的上市公司并购绩效评价[J].统计与决策,2017,(10):179-181.

【作者简介】

熊雅璇（2001-），女，汉族，硕士研究生在读，华东交通大学会计专硕，研究方向为财务管理。Email: 1004076067@qq.com