

# The Effect of Whole Industry Chain Model Mergers and Acquisitions: Crisis Vertical and Horizontal and Value Creation —Taking Mengniu Dairy as an Example

Xinyi Zhou

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

## Abstract

Dairy enterprises are accelerating the layout of the whole industry chain mode, in order to adapt to the industry gradually entered the stage of industry chain integration centered on brand competition. Through mergers and acquisitions, the whole industry chain model can be quickly laid out for the enterprise. So, can Mengniu Dairy's M&A based on the whole industry chain mode realize the effect of enterprise value creation? The whole industry chain M&A events of Mengniu Dairy are sorted out and analyzed next in terms of their M&A motivation, M&A value creation, and M&A risk; in terms of value creation, the technical research and development performance, market expansion performance, and financial performance performance of Mengniu Dairy's M&A under the whole industry chain mode are systematically researched; and in terms of M&A risk, the debt repayment, synergistic effect, and management cost are researched.

**Keywords:** All-Industry Chain Model; Corporate Mergers and Acquisitions; Value Creation; Financial Risk

## 全产业链模式并购的效应：危机纵横与价值创造 ——以蒙牛乳业为例

周馨怡

华东交通大学，江西南昌 330000

**摘要：**各乳制品企业均在加快布局全产业链模式，通过并购手段可快速为企业布局全产业链模式以此来适应行业逐步进入以品牌竞争为核心的产业链整合阶段。本文采用案例研究法，选择以蒙牛乳业全产业链式并购为案例，对蒙牛乳业的全产业链并购事件进行梳理，结合其并购动因、并购价值创造、并购风险进行下一步分析。在价值创造方面，对蒙牛乳业全产业链模式下并购的技术研发表现、市场扩张表现、财务绩效表现进行系统研究；在并购风险方面，对其偿债、协同效应、管理成本等进行研究。研究发现，蒙牛乳业在采用全产业链模式并购初期，其财务业绩并未得到显著提升，反而经历了下滑，直到并购后的两到三年才开始逐渐恢复稳定，创造价值。

**关键词：**全产业链模式；企业并购；价值创造；财务风险

## 引言

自 2013 年起，我国政府陆续出台《婴幼儿配方乳粉企业兼并重组工作方案》等相关政策文件，旨在引导乳品行业通过兼并重组的方式，提升产业集中度，加快产业链的发展步伐，并推动“奶源基地建设、生产加工、市场销售”的全程一体化运营模式。基于政府政策的扶持，乳制品龙头企业加快并购与全产业链整合的步伐。自从 2009 年中粮集团成为蒙牛乳业最大控股股东之后，蒙牛乳业通过不断的并购重组、战略合作以及自建等战略手段布局全产业链模式，在这几种战略手段中，并购成为其布局全产业链模式的主要方式。

当前关于全产业链并购战略对企业影响主要从以下几个方面来研究：在并购动因方面，李媛、刘芳等<sup>[1]</sup>深入探讨了中国乳制品企业的跨境并购需求，并分析了当前中国乳制品企业跨境并购的现状。他们还针对企业在跨境并购中可能遇到的政治、经营和汇率风险进行了详细分析，并提出了相应的风险防范措施。在并购价值创造方面，周婷婷、王舒婷<sup>[2]</sup>强调了公司治理在跨国并购价值创造中的基础性作用，同时指出协同效应和文化整合是实现价值创造的关键因素。此外，毛文娟、张丽贤<sup>[3]</sup>通过事件研究法研究并购双方的协同效应，发现激烈的行业竞争会导致目标企业关键性战略资产的专用性水平下降，而这种资产专用性水平的高低并不会对目标企业的纵向并购协同效应产生影响。蓝发钦、国文婷<sup>[4]</sup>等认为，在短期和长期中，并购中存在正向匹配效应，即并购溢价与标的公司盈利质量的匹配程度越高，收购方的并购绩效也越高。在并购风险方面，贺真阳、珂欣<sup>[5]</sup>指出多次溢价并购存在估值定价风险，现金支付对价和较大的并购金额对现金流流动性的影响较大，同时由于技术、管理、人才和企业文化等方面的差异，后期整合的难度也较大。本文通过对蒙牛乳业通过并购手段布局全产业链的整个过程进行研究，分析其布局过程中为企业创造价值的效果，进而对蒙牛乳业的整个全产业链布局进行深度分析。

## 1 蒙牛乳业概况

### 1.1 基本简介

蒙牛乳业股份有限公司成立于 1999 年 8 月，总部设于内蒙古的呼和浩特市，是我国在农业、畜牧和食品工业领域的重点企业。2004 年在香港上市，是恒生指数、恒生中国企业指数和恒生可持续发展企业指数成分股。2009 年，中粮集团入股蒙牛，自此成为其主要的控股方。

### 1.2 基本业务

蒙牛专注于为中国和全球消费者提供营养、健康、美味的乳制品，形成了包括液态奶、冰淇淋、奶粉、奶酪等品类在内的丰富产品矩阵；拥有特仑苏、纯甄、冠益乳、优益 C、每日鲜语、蒂兰圣雪、瑞哺恩、贝拉米、妙可蓝多、爱氏晨曦等明星品牌。在高端纯牛奶、低温酸奶、高端鲜奶、奶酪等领域，市场份额处于领先地位。除中国内地外，蒙牛产品还进入了东南亚、大洋洲、北美等区域的十余个国家和地区市场。2023 年，蒙牛实现全年收入 986.2 亿元，经营利润为 61.7 亿元。

## 2 并购动因

### 2.1 国家政策助力，响应政府号召

2014 年 6 月，国务院公布了《乳制品企业兼并重组工作方案》，鼓励乳企兼并重组，力争在政府的统一领导下形成规模更大的乳制品企业，鼓励乳企更多的通过并购的方法吸收地方性规模乳企，通过整合全国各地区的原料来源、销售渠道和品牌知名度，加强在目标地区的影响力和产品知名度，为了利用政策红利，把握市场时机，乳业各企业积极响应政府号召，扩大规模。在国家政策的助力下，蒙牛开启了自己的连续并购历程。

### 2.2 控制奶源供应，避免质量问题

对于乳业来说，奶源是乳品质量安全的保障。因此为确保乳制品行业的健康发展，奶源的质量安全是前提。以 2008 年的“三聚氰胺”事件为例，这一事件从根源上暴露了乳制品行业奶源安全的问题，同时也揭示了当时“奶站+集约化牧场”供奶模式的不足。当时，蒙牛有近半数的奶源来自奶站（图 1），而这些奶站的奶源质量难以得到可靠保证。

### 2.3 市场竞争激烈，竞争优势不明显

乳制品行业市场竞争环境非常激烈，在国内乳业竞争中，蒙牛即要面临伊利乳业和君乐宝这样大型的全

国性知名企业和众多地域性较强的乳企的竞争，还要面临一些国际知名乳企瓜分市场的竞争局势，具体如表 1 所示。

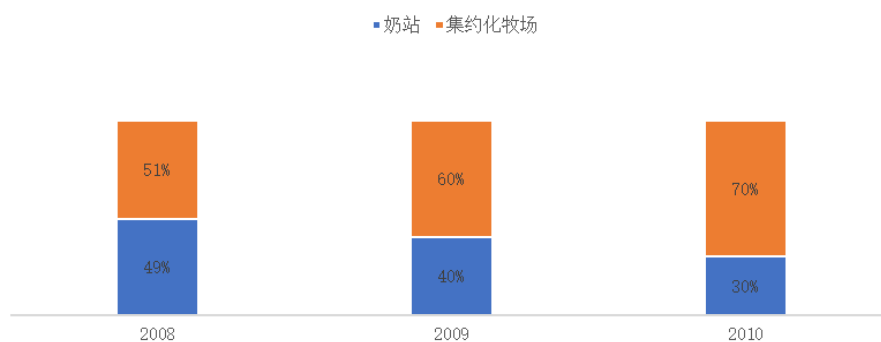


图 1 蒙牛乳业 2008-2010 年奶源供应图（数据来源：雪球网）

表 1 蒙牛乳业主要竞争对手

分类	竞争对手
全国型企业	伊利、光明
地域型企业	皇氏乳业、三元
国际型企业	雀巢、达能、联合利华

数据来源：雪球网

## 2.4 自身发展需求，拓展新业务

新产品的研发，往往耗时且需要大量资金支持，而并购手段可以使蒙牛快速获取新技术，也可快速扩充蒙牛的产业链条。依靠技术的进步和研究实力的增强，蒙牛持续创新，推出新产品满足消费者日益多样化的需求，从而开拓了新的盈利领域。自 2010 年起，蒙牛积极实施横向并购策略，加速产品线多元化的发展，显著提升了其在奶粉、酸奶、奶酪等市场的份额，同时增强了企业的销售利润率，有效提高了蒙牛的盈利水平。

## 3 蒙牛乳业全产业链式并购过程

蒙牛乳业在其供应链的上游，不仅建立了自己的牧场，还通过参股和控股手段，多次增强对于奶源的掌控，以此保障奶源的品质与安全，公司已陆续对赛科星、原生态牧业、圣牧有机奶业和现代牧场等关键的上游乳制品企业进行了投资或控股，这样做有效提升了奶源供应的稳定性和可依赖性。在中游环节，蒙牛通过收购欧世蒙牛和 BurraFood，掌握了乳制品原材料的加工技术。而在产业链的终端，蒙牛通过一系列的并购与重组活动，不断扩大和丰富了产品线，特别是在酸奶、奶粉、冰淇淋、植物蛋白和奶酪等高利润产品领域，增强了其市场竞争力，并扩大了产品销售网络。表 2 列出了蒙牛自 2010 年以来的几项重大并购活动。

表 2 蒙牛乳业并购事件

产业链	企业	时间及事件
上游（奶源供应）	赛科星	2012 年，蒙牛乳业增持赛科星 17.78% 的持股比例。赛科星作为蒙牛上游奶源的重要供应商，拥有显著的规模优势，在奶牛良种繁育领域，赛科星拥有显著的市场竞争力。
	原生态牧业	2013 年，蒙牛购买了原生态牧业价值 6000 万美元的股份。原生态牧业是一家实力雄厚的畜牧业企业，在奶牛数量、日产奶量以及原料奶质量方面均具有显著优势，所产原料奶品质优良，适用于生产高端乳制品。
	圣牧有机奶业	2014 年，蒙牛持有圣牧有机奶业 4.25% 股份，2018 年，圣牧有机奶业宣布向蒙牛出售其全资子公司圣牧高科 51% 的股权。紧接着，2020 年蒙牛乳业宣布收购剩余的 49% 股权，从而完成了对圣牧有机奶源及整个业务链的全面掌控。

中游（技术研发、乳品加工）	现代牧场	2016年，蒙牛乳业对现代牧场实施了股权收购，获得了25.41%的股份。2017年底，蒙牛及其关联方合计持有的现代牧场股权已上升至60.77%。现代牧场作为国内最大的畜牧业企业和原料奶生产者，其奶源网络遍布全国，运营着26个牧场。
	欧世蒙牛	2012年，蒙牛乳业旗下雅士利从ArlaFoods收购欧世蒙牛49%股权，蒙牛可以获取其相关技术，提升在奶酪市场的核心竞争力。2015年，雅士利与蒙牛乳业共同发布公告收购欧世蒙牛剩余股权，完成100%控股。
	澳大利亚BurraFood	2016年4月26日，蒙牛乳业旗下富源牧业与澳大利亚乳企BurraFood签订交易协议，拟以3亿澳元完成收购，此次收购标的主要为工厂制造商，掌握其乳品原材料加工技术。
下游（销售渠道、品牌建设）	君乐宝乳业	2010年，蒙牛完成了对石家庄君乐宝乳业的战略投资，获得了该公司51%的股权，在此之前，君乐宝乳业在国内酸奶市场排名第四，且是华北地区领先的酸奶生产商，此次收购预计将助力蒙牛将酸奶市场的占有率提高至30%。
	雅士利	2013年，蒙牛通过收购获得了雅士利76.58%的股份。雅士利以其在奶粉领域的长期专注和丰富的生产及销售经验而著称，蒙牛的这一收购动作显著提升了其在奶粉市场中的竞争实力。
	多美滋	2016年，蒙牛集团旗下的雅士利公司完成了对达能集团旗下的多美滋的收购，多美滋是一家专注于婴幼儿配方奶粉的专业企业。
	内蒙一清	2016年，蒙牛集团通过其子公司临夏一清，分别从集团内的联营公司和第三方手中购买了内蒙一清70%和30%的股份。内蒙一清是一家专注于冰淇淋生产的公司。
	贝米拉	2019年，蒙牛收购贝米拉全部股权。贝米拉是一家有机婴幼儿配方的奶粉企业，有望进一步提升蒙牛乳业奶粉的品质，开辟国内婴幼儿辅食市场。
	妙可蓝多	2020年蒙牛乳业将获得妙可蓝多5%股份及其子公司吉林科技42.9%股份。妙可蓝多是以奶酪为核心业务，蒙牛乳业将进一步扩大并深化奶酪相关业务的战略布局。

数据来源：蒙牛乳业官网

蒙牛乳业目前拥有一个从生产加工到产品销售的全面产业链。经过数十年的发展壮大和一系列的并购活动，截至2023年底，蒙牛已构建了一个涵盖液态奶、冰淇淋、奶粉、奶酪等多种产品类别的多元化产品组合，并拥有特仑苏、纯甄等知名品牌，如表3所示。在高端牛奶、低温酸奶、高端鲜奶和奶酪等细分市场，蒙牛的市场份额位居行业前列。

表3 蒙牛乳业领先品牌

产品	品牌	
液态奶	UHT奶	蒙牛、特仑苏
	常温酸奶	纯甄
	常温乳饮料	真果粒、酸酸乳
	低温酸奶	冠益乳
	低温乳饮料	优益C
	鲜奶	每日鲜语、现代牧场
冰淇淋	随变、蒙牛冰+、蒂兰圣雪、绿色心情	
奶粉	瑞哺恩、悠瑞、贝拉米	
奶酪	蒙牛、爱氏晨曦、未来星、贝拉米	

数据来源：蒙牛乳业官网

## 4 全产业链式并购绩效评价分析

### 4.1 千金散尽，短期危机四伏

联姻达能，入主现代牧业，收购雅士利等，一串的“中粮式”的运作，让人不仅担心蒙牛的资金实力能否支撑得起如此频繁的并购，更让人担心钱少胆大的蒙牛的举措是否略有鲁莽？蒙牛在大规模并购后资金已经显得捉襟见肘，沉重的财务负担影响着蒙牛正常的经营业绩，而且在多次收购中采用外币支付也带来一定的支付风险。完成并购后的蒙牛能否在激烈的市场竞争中获得稳定的收入来源，整合上下游企业的资源，这是关键问题。

#### 4.1.1 频频出手，偿债风险增加

蒙牛持续进行着并购、收购和增持股份的行动，其中所需的大额资金主要通过借款获得。在整合过程中，额外的资金需求也显著增加，这导致资本结构严重偏离了健康水平，负债比率迅速上升。如图 2 所示，蒙牛的流动比率持续下滑，而资产负债率持续上升，反映出公司短期偿债能力较弱，存在潜在的偿债风险。

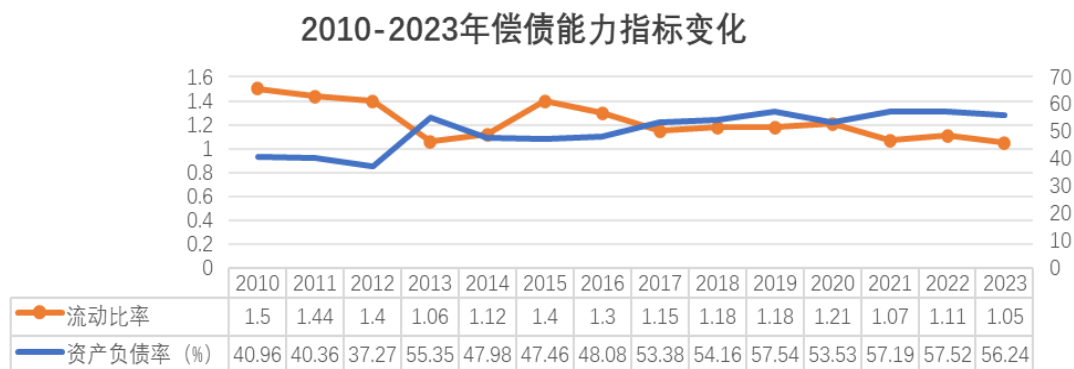


图 2 蒙牛乳业偿债能力指标变化（数据来源：蒙牛乳业年报）

#### 4.1.2 品牌融合难度大，短期难以协同

通常，“消化吸收”并购目标需要 2 至 3 年的时间，而对于境外目标，这个周期可能更长。蒙牛频繁且大规模地进行并购，主要目的是为了扩大规模。此外，并购后是否能够找到并实施合适的管理策略，管理方法是否能够保持一致性和协调性，以及管理水平是否能够随着企业的发展提出更高要求，这些都存在不确定性，从而可能引发管理上的风险。例如在持有雅士利的股份后，业绩也一落千丈，蒙牛自己的品牌奶粉在交给雅士利东区总监华力主管后，成长了几个月也没有很大的起色，三个板块都“跑输大市”处于下滑的状态。如果不能整合好，有些品牌将继续没落，包括被收购的多美滋，虽然蒙牛旗下的奶粉品牌加起来体量比较大，但这并不代表能做成最强品牌。

#### 4.1.3 溢价收购，商誉逐年攀升

逐年攀升的商誉，对蒙牛而言也是一个巨大的潜在危机。截至 2023 底，蒙牛乳业商誉价值高达 89.52 亿元，较 2017 年同期（45.33 亿元）增长超过 44 亿元，另有无形资产 153.51 亿元。蒙牛乳业的商誉激增，跟频繁的收购有很大关系。过去几年，蒙牛乳业完成了现代牧业、中国圣牧、贝拉米、妙可蓝多等多起重大战略投资。2019 年，蒙牛乳业宣布拟以 14.6 亿澳元（约合人民币 71 亿元）的对价收购澳大利亚奶粉品牌贝拉米，带来了 57.93 亿元商誉，2021-2022 年，蒙牛对贝拉米分别计提商誉减值 6.2 亿元、7.42 亿元。

#### 4.1.4 自身问题涌现，尚未解决

高速成长为中国乳业的龙头企业后，因为在营销投入和奶源建设上的失衡，蒙牛曾被评论是一部“营销机器”。注重营销助推了蒙牛快速发展，但也是潜在隐患。中粮集团在完成收购后，主要专注于弥补蒙牛在经营上的不足。这一战略性的收购调整似乎导致了蒙牛原本敢于冒险的企业文化发生变化。随着管理体系的膨胀，蒙牛出现了大型企业常见的问题，即所谓的“大企业病”，并且其管理体系显得相对落后。

### 4.2 有效整合，长期创造价值

在并购后的财务整合中，对于贝拉米、雅士利等采用共生型整合模式，对战略、技术、品牌、人力资源方面进行整合。蒙牛集团采取了一系列有效的措施，如统一财务管理制度、整合成本结构、协同多方资源等，从而实现了并购目标的最大化。

#### 4.2.1 技术研发表现

如图 3 所示，蒙牛乳业的研发投入资金也处于逐年递增的趋势，研发专利数量也处于逐年上升状态，先进的研发技术，促进了蒙牛乳业在技术研发能力的提升，从研发总体数据来看，蒙牛乳业技术研发能力的提升是可以为蒙牛乳业创造价值的。



图 3 蒙牛乳业研发投入（数据来源：蒙牛乳业年报）

#### 4.2.2 市场扩张表现

从图 4 可以看出，蒙牛 2010 年-2023 年其市场占有率也是处于不断上升的状态，说明蒙牛乳业的发展势头是非常稳定且迅猛的，从侧面也可以看出蒙牛全产业链模式的有效性，长期以来其规模效应得到发展。

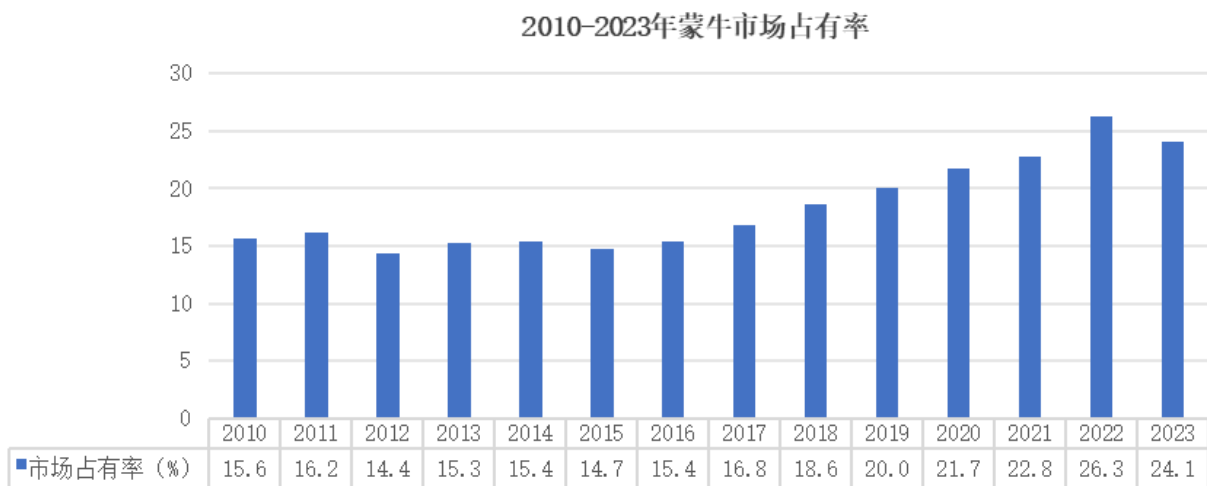


图 4 蒙牛乳业市场占有率变化（数据来源：蒙牛乳业年报）

#### 4.2.3 财务绩效表现

##### (1) 成长能力分析

从图 5 可以看出，蒙牛乳业在 2010-2023 年之间营业收入均处于不断上升阶段，但是，蒙牛乳业在 2015 年营业收入处于较为低迷的时期，这可能与雅士利在 2015 年表现较差有较大的关系，对于剔除雅士利的蒙牛乳业实际收入为 468.147 亿元，同比减少仅 4.18 亿元，说明除 2015 雅士利营业收入表现较差的年份和疫情影响之外的其他年份其营业收入保持的较为稳定，营业收入呈现逐年上升的趋势。

2010-2023年蒙牛营业收入分析

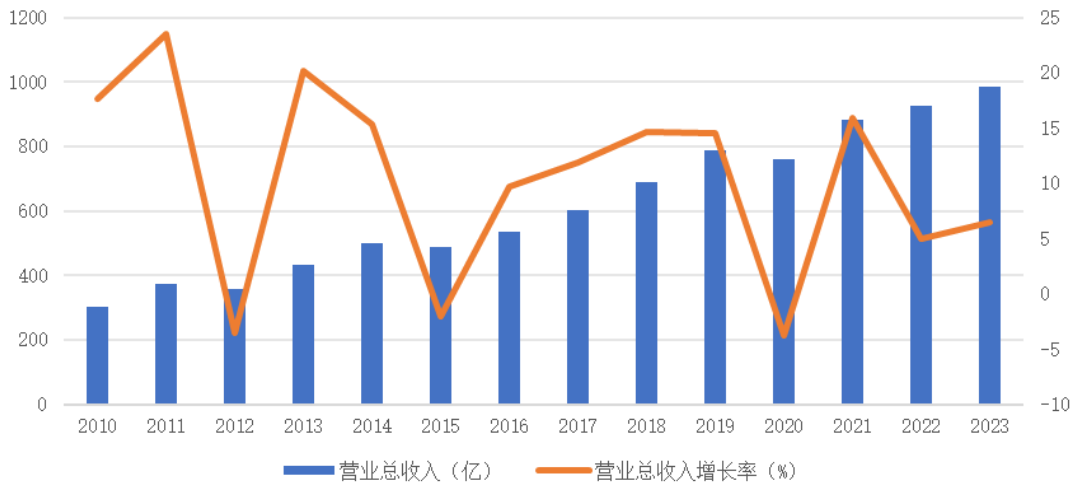


图 5 蒙牛乳业营业收入变化（数据来源：蒙牛乳业年报）

(2) 营运能力分析

从图 6 可以看出，蒙牛乳业的存货周转率是不断下降的趋势，说明全产业链布局时的并购后的存货管理能力没有得到提升，反而有所下降。蒙牛乳业的存货周转率与总资产周转率变化趋势相同，基本处于一直下降的趋势。可以看出，蒙牛乳业的并购行为长期以来并没有产生很好的管理协同效应，应该加以改善。

2010-2023年蒙牛营运能力指标变化

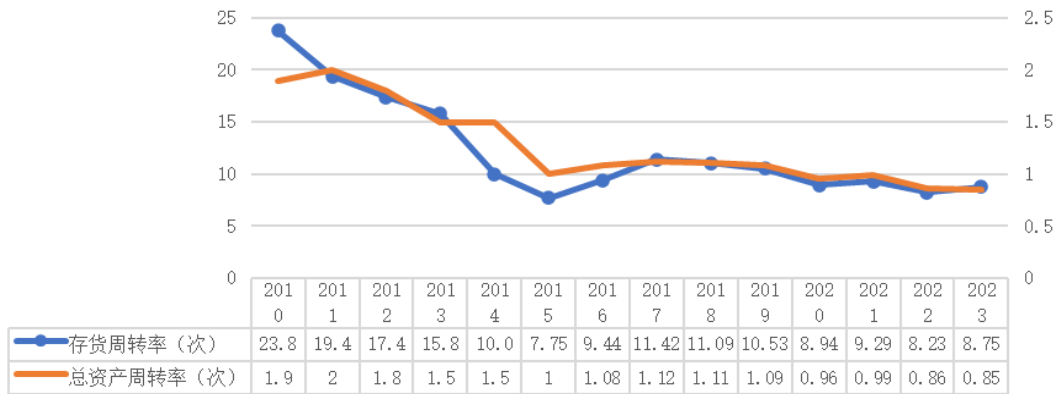


图 6 蒙牛乳业营运能力指标变化（数据来源：蒙牛乳业年报）

(3) 盈利能力分析

通过对图 7 分析，蒙牛乳业净资产收益率在 2015-2016 年发生骤减，可能的原因还是与蒙牛乳业为快速布局全产业链在两三年内频繁发生的并购经历有关，同时蒙牛乳业在并购后的整合并没有做好，应该有的协同效应并未发挥作用。在 2017 年猛增，可见并购整合后其成长能力的表现是有较大提升的，蒙牛乳业做好并购后的整合，可以起到为企业创造价值的效果。

总体来看，蒙牛乳业在采用全产业链模式并购初期，其财务业绩并未得到显著提升，反而经历了下滑，直到并购后的两到三年才开始逐渐恢复稳定。在全产业链并购过程中，蒙牛面临了偿债能力减弱、商誉减值风险以及协同效应未能迅速显现等问题。尽管如此，这些并购活动还是带来了一定的价值，促进了产业链各环节的规模经济，增加了产品市场份额，提升了行业集中度，并持续优化了产品结构和资源配置，从而增强了企业的盈利能力。



图 7 蒙牛乳业净资产收益率变化（数据来源：蒙牛乳业年报）

## 5 结论与建议

### 5.1 结论

通过蒙牛乳业全产业链式并购后果分析，得出以下结论：并购短期内，其偿债能力减弱、商誉减值风险显现，未能发挥并购后的协同效应。但对蒙牛乳业长期而言，整体上实现了协同效应，其财务协同效应的增幅最为明显，可见蒙牛自身的营运和发展能力相对稳定。并购整体上对蒙牛的全产业链并购价值创造了正向推动，且随着时间的发展，蒙牛通过不断整合内部资源以及后续的外部扩张，企业实力持续增强。

### 5.2 建议

企业在进行并购时，选择正确的并购对象对企业的运营和财务状况至关重要。因此，并购企业必须谨慎选择并购目标。在选择过程中，首先需要评估目标企业在其所在市场中的地位和发展潜力；其次，并购方需清晰认识自身在产业链中的位置，并分析目标企业是否能够为其产业链带来重要的价值增长点。基于这些因素，企业应做出符合自身发展战略的决策。

在企业并购过程中，整合是一个关键环节。该环节需要注重资源的合理分配以及有效利用，从而实现企业并购后的有效整合，才能为企业带来更多的价值。并购获得更多的资源和能力，但是仅获得是不足够的，超额的并购成本和整合过程中管理的复杂性会超出规模经济和更大的市场影响力所带来的收益而造成规模不经济的情况，在蒙牛的并购过程中，是可以发现存在并购整合不利的负效应的。所以应合理配置全产业链并购所获得的资源与能力，在整合过程中要具有灵活性和适应性，对企业经营的各个环节进行有效的整合，使企业产业链缩短，同时，提升智能化的升级，来提升整个企业产业链条的反应速度，实现需求指导生产，才能更加充分地实现并购动因，实现资源的有效整合，从而提升综合竞争力。

并购后的资本运用效率提升、财务管理方式的改进以及整体财务状况的优化，都依赖于并购双方的相互学习和优势互补。这一过程需要时间的积累和转变，因此难以迅速见效。企业需要在长期合作中逐步实现相互学习、共同提升，从而发挥财务协同效应。

## 参考文献

- [1] 周婷婷,王舒婷,马芳.跨国并购价值创造研究述评——距离掣肘与内生驱动视角[J].投资研究,2021,40(01):56-71.
- [2] 毛文娟,张丽贤.行业竞争环境、资产专用性与纵向并购协同效应——基于蒙牛并购现代牧业的事件分析[J].财会月刊,2019,(05):9-17.DOI:10.19641/j.cnki.42-1290/f.2019.05.002.
- [3] 李媛,刘芳,王琛.“一带一路”背景下中国乳制品企业跨境并购分析——以蒙牛和伊利为例[J].中国畜牧杂志,2018,54(12):1

28-131.DOI:10.19556/j.0258-7033.2018-12-128.

- [4] 蓝发钦,国文婷.企业并购中的匹配效应——并购溢价和标的公司盈利质量对并购绩效的影响研究[J].经济理论与经济管理, 2022,42(05):50-64.
- [5] 贺真,阳珂欣.新希望乳业连续并购财务风险研究[J].商场现代化,2024,(24):165-167.DOI:10.14013/j.cnki.scxdh.2024.24.035.