

广东工业大学硕士学位论文

(金融硕士)

伊利并购澳优乳业的绩效与风险研究

摘要

本文采用文献研究法、案例分析法、事件研究法、财务分析法对伊利并购澳优乳业案进行深入分析。首先，简要介绍本文研究的背景、意义、方法和内容，梳理有关并购绩效和并购风险的国内外文献，阐述相关概念和理论基础。然后，对乳制品行业的发展现状、伊利并购澳优乳业的必要性和并购的过程进行分析。接着，从短期市场绩效和财务绩效两个角度分别运用事件研究法和财务分析法对此次并购所产生的效应进行研究，同时，对此次并购事件中存在的内外部风险点进行分析。最后，在前文对此次并购案进行深入分析的基础上得出本文的研究结论并针对并购活动中存在的不同风险点提出对应的风险防范建议。

本文的研究目的主要有：探索乳制品行业的并购方向在疫情前后的具体变化情况；研究并购活动对乳制品企业产生的影响；分析并购活动中潜藏的风险；探讨能够有效降低或规避并购风险的风险防范对策。因此，本文选取被誉为中国乳业产业近年来第一大并购案的伊利并购澳优乳业案作为研究对象，对其进行深入研究分析，以期为其它欲进行类似并购活动的企业提供可参考的依据，对我国加快打造国产乳制品品牌有一定程度上的积极意义。

通过对伊利并购澳优乳业事件进行深入研究，本文得出以下结论：第一，我国乳制品企业战略并购的方向和并购的特点正逐渐发生改变；第二，此次并购活动在短期内让伊利股东获得超额收益，股东财富显著增加，但在并购完成后的首个半年度报告期内伊利的财务绩效没能明显增长；第三，此次并购活动使伊利面临多种不同的风险，而且并购风险的存在对伊利的财务绩效造成了一定的影响；第四，针对此次并购事件中存在的不同风险点，本文所提出的风险防范建议对其它欲进行类似并购活动的乳制品企业来说具有一定的参考借鉴意义，能够在一定程度上帮助企业有效的降低或规避并购活动中存在的风险。

在提升并购绩效的建议方面，本文建议在后期注重资源整合，以提高并购绩效。而在并购风险防范建议方面，针对并购活动中可能存在的不同风险点，本文从并购活动的内部和外部两个角度提出了并购风险的风险防范建议。具体而言，针对并购活动中可能存在的估值、支付、资产减值等内部风险，本文提出以下三点风险防范建议：第一，提

高估值的可靠性，合理评估标的价值；第二，结合企业自身情况，恰当选择支付方式；第三，加强卖方尽职调查，防止业绩断崖下滑。而针对并购活动中可能存在的宏观经济变动、政策环境转变、市场竞争加剧等外部风险，本文提出了下述两点风险防范建议：第一，加大企业研发投入，推动产品品质提升；第二，完善产品品类布局，致力实现错位竞争。

关键词： 乳制品行业；并购绩效；并购风险

ABSTRACT

This thesis uses literature research method, case analysis method, event study method and financial analysis method to conduct in-depth analysis of Yili's merger and acquisition of Ausnutria Dairy. First of all, it briefly introduces the background, significance, methods and content of this study, sorts out domestic and foreign literature on M&A performance and M&A risk, and expounds related concepts and theoretical basis. Then, it analyzes the development status of dairy industry, the necessity of Yili's merger and acquisition of Ausnutria Dairy and the process of merger and acquisition. Then, from the perspective of short-term market performance and financial performance, the effect of this merger is studied by using event study method and financial analysis method. At the same time, the internal and external risk points in this merger event are analyzed. Finally, based on the above in-depth analysis of the merger and acquisition case, this thesis draws the research conclusion and puts forward corresponding risk prevention suggestions for different risk points existing in the merger and acquisition activities.

The main purposes of this thesis are as follows: to explore the specific changes in the direction of merger and acquisition of dairy industry before and after the epidemic; Study the influence of merger and acquisition activities on dairy enterprises; Analyze the hidden risks in M&A activities; To explore effective countermeasures to reduce or avoid the risk of mergers and acquisitions. Therefore, this thesis selects the case of Yili's merger and acquisition of Ausnutria Dairy, which is known as the largest merger and acquisition in China's dairy industry in recent years, as the research object, and conducts in-depth research and analysis on it, in order to provide reference basis for other enterprises who want to carry out similar merger and acquisition activities, and has positive significance for China to accelerate the building of domestic dairy brands to a certain extent.

Through in-depth research on Yili's merger and acquisition of Ausnutria Dairy, this thesis draws the following conclusions: First, the direction and characteristics of the strategic merger and acquisition of Chinese dairy enterprises are gradually changing; Second, this merger and acquisition activity made Yili shareholders gain excess returns in the short term, and

shareholders' wealth increased significantly, but Yili's financial performance failed to increase significantly in the first half-year report period after the completion of the merger. Third, the merger and acquisition activity makes Yili face a variety of different risks, and the merger and acquisition risk has a certain impact on the financial performance of the enterprise; Fourthly, in view of the different risk points in the merger event, the risk prevention suggestions put forward in this thesis have certain reference significance for other dairy enterprises who want to conduct similar merger and acquisition activities, and can help enterprises effectively reduce or avoid the risks in the merger activities to a certain extent.

In terms of suggestions for improving M&A performance, this article proposes to focus on resource integration in the later stage to improve M&A performance. In terms of M&A risk prevention suggestions, according to the different risk points that may exist in M&A activities, this thesis puts forward M&A risk prevention suggestions from internal and external aspects of M&A activities. Specifically, in view of the internal risks such as valuation, payment and asset impairment that may exist in M&A activities, this thesis puts forward the following three risk prevention suggestions: First, improve the reliability of valuation and reasonably evaluate the value of the underlying assets; Second, select appropriate payment methods based on the actual situation of the enterprise; Third, strengthen due diligence on the target companies to prevent a sharp decline in performance. In view of the external risks that may exist in M&A activities, such as macroeconomic changes, policy environment changes and market competition intensification, this thesis puts forward the following two risk prevention suggestions: First, improve the R&D capability of enterprises to adapt to changes in policy environment and market demand; Second, improve the product category structure of enterprises based on changes in market demand.

Keywords: Dairy industry; Merger and acquisition performance; Merger and acquisition risk

目录

摘要.....	I
ABSTRACT	III
目录.....	V
CONTENTS	VIII
第一章 绪论	1
1.1 研究背景及研究意义.....	1
1.1.1 研究背景.....	1
1.1.2 研究意义.....	2
1.2 文献综述.....	2
1.2.1 关于并购绩效的研究.....	2
1.2.2 关于并购风险的研究.....	4
1.2.3 文献述评.....	6
1.3 研究内容和研究方法.....	6
1.3.1 研究内容.....	6
1.3.2 研究方法.....	7
1.4 创新点与不足之处.....	8
1.4.1 创新点.....	8
1.4.2 不足之处.....	9
第二章 相关概念和理论	10
2.1 相关概念.....	10
2.1.1 并购.....	10
2.1.2 并购绩效.....	10
2.1.3 并购风险.....	11
2.2 相关理论.....	11
2.2.1 有效市场假说.....	11
2.2.2 市场势力理论.....	12

2.2.3 协同效应理论.....	12
第三章 案例介绍.....	13
3.1 乳制品行业发展现状.....	13
3.1.1 政策环境.....	13
3.1.2 行业现状.....	14
3.1.3 市场潜力.....	18
3.2 并购双方简介.....	20
3.2.1 伊利集团.....	20
3.2.2 澳优乳业.....	21
3.3 伊利并购澳优乳业的必要性和历程.....	21
3.3.1 并购必要性.....	21
3.3.2 并购过程.....	25
第四章 案例分析.....	28
4.1 并购绩效分析.....	28
4.1.1 研究方法选用说明.....	28
4.1.2 股价效应分析.....	29
4.1.3 财务绩效分析.....	35
4.1.4 小结.....	54
4.2 并购风险分析.....	54
4.2.1 分析模型的选取和适用性.....	54
4.2.2 内部风险分析.....	60
4.2.3 外部风险分析.....	67
4.2.4 小结.....	74
第五章 并购绩效提升和并购风险防范建议.....	75
5.1 并购绩效提升建议.....	75
5.1.1 注重后期资源整合.....	75
5.2 内部风险防范建议.....	76
5.2.1 合理评估标的价值.....	76

5.2.2 恰当选择支付方式.....	76
5.2.3 加强卖方尽职调查.....	77
5.3 外部风险防范建议.....	78
5.3.1 提高企业研发能力.....	78
5.3.2 完善产品品类布局.....	79
结论与展望.....	81
参考文献.....	84
攻读学位期间取得与学位论文相关的成果.....	88
学位论文独创性声明.....	89
致谢.....	90

CONTENTS

ABSTRACT(IN CHINESE)	I
ABSTRACT(IN ENGLISH)	III
CONTENTS(IN CHINESE)	V
CONTENTS(IN ENGLISH)	VIII
Chapter 1 Introduction.....	1
1.1 Background and significance of research.....	1
1.1.1 Research background	1
1.1.2 Research significance	2
1.2 Literature review	2
1.2.1 Research on Merger and Acquisition performance	2
1.2.2 Research on Merger and Acquisition risk	4
1.2.3 Literature review	6
1.3 Research content and methods	6
1.3.1 Research content.....	6
1.3.2 Research methods.....	7
1.4 Innovations and deficiencies	8
1.4.1 Innovation points.....	8
1.4.2 Deficiencies	9
Chapter 2 Related concepts and theoretical basis	10
2.1 Related concepts.....	10
2.1.1 Merger and Acquisition	10
2.1.2 Merger and Acquisition performance.....	10
2.1.3 Merger and Acquisition risk	11
2.2 Theoretical basis.....	11
2.2.1 Efficient markets hypothesis	11
2.2.2 Market power theory	12
2.2.3 Synergy effects	12

Chapter 3 Case Introduction.....	13
3.1 Development status of dairy industry.....	13
3.1.1 Policy environment.....	13
3.1.2 Current situation of the industry.....	14
3.1.3 Market potential	18
3.2 Introduction to the Merger and Acquisition parties.....	20
3.2.1 Yili Group	20
3.2.2 Ausnutria Dairy	21
3.3 The necessity and process of Yili's acquisition of Ausnutria Dairy	21
3.3.1 The necessity of Merger and Acquisition	21
3.3.2 The process of Merger and Acquisition.....	25
Chapter 4 Case analysis.....	28
4.1 Performance analysis of Merger and Acquisition	28
4.1.1 Instructions for selecting research methods	28
4.1.2 Analysis of stock price effect	29
4.1.3 Financial performance analysis	35
4.1.4 Brief summary.....	54
4.2 Risk analysis of Merger and Acquisition	54
4.2.1 Selection and applicability of analytical models	54
4.2.2 Internal risk analysis.....	60
4.2.3 External risk analysis.....	67
4.2.4 Brief summary.....	74
Chapter 5 Suggestions for improving M&A performance and preventing M&A risks	75
5.1 Suggestions for improving merger and acquisition performance	75
5.1.1 Pay attention to the integration of resources in the later stage	75
5.2 Internal risk prevention suggestions.....	76
5.2.1 Reasonably evaluate the value of the underlying asset	76
5.2.2 Choose the appropriate payment method	76

5.2.3 Strengthen seller due diligence.....	77
5.3 External risk prevention suggestions.....	78
5.3.1 Improve enterprise research and development capabilities.....	78
5.3.2 Cover more product categories.....	79
Conclusion and prospect	81
References	84
Publication and patents during study.....	88
Statement of original authorship and copyright licensing declaration	89
Acknowledgements	90

第一章 绪论

1.1 研究背景及研究意义

1.1.1 研究背景

食品企业的产品质量安全与大众的身体健康息息相关，因此，涉及婴幼儿群体的乳制品企业受到国家和消费者的密切关注。在经历“奶制品污染事件”之后，中国乳业发展岌岌可危，为重振我国的乳制品行业，国家陆续出台一系列政策扶持乳制品行业的再度起步，例如工信部、农业部曾发布奶业十三五规划，明确指出鼓励我国乳制品企业兼并重组，致力于打造国产乳制品品牌，增强消费者信心，推动乳制品行业发展迈上新的台阶。同时，政府还积极鼓励产业升级，引导乳品企业重心向更高附加值的产业转移，优化产业资源结构，例如发改委、财政部以及工信部等于2014年制定了《推动婴幼儿配方乳粉企业兼并重组工作方案》，国务院办公厅2018年印发的《关于推进奶业振兴保障乳品质量安全的意见》，农业农村部2022年发布《“十四五”奶业竞争力提升行动方案》等。上述政策颁布及实施表明国家高度重视乳制品质量安全工作，致力整合乳制品行业，推动了乳制品企业间的并购重组。

另外，一方面，随着政策陆续出台以及新国标的颁布，乳制品市场准入门槛不断提高，让后来者难以入局。另一方面，近年来，我国新生人口数量明显放缓，乳制品市场竞争逐渐激烈，行业主要驱动力则由“量增”转为“价升”，整个乳制品行业亦随时间发展逐步进入存量竞争时代。由此掀起了国内乳制品企业的并购热潮，加速了同质奶粉中小企业间的并购和退出，导致国内奶粉市场行业集中度不断提升。例如，2020年，飞鹤乳业为了让企业奶源得到稳定地供应，顺应乳制品行业的大发展趋势，收购了原生态牧业。2021年，现代牧业为实现扩大饲养规模的重要经营策略，完成了对中元牧业100%股权的收购。同在2021年，伊利乳业更是创造了近年来乳制品行业的第一大并购案，收购了羊奶粉领域的巨头澳优乳业。

目前我国经济发展已经进入“新常态”，随着去产能、去杠杆的持续推进，推动“产业升级”战略部署贯彻落地，并购优化经济结构、带动企业发展、实现转型升级的作用也愈发明显。而伊利乳业作为中国乳制品行业的龙头企业，其并购澳优乳业作为近年来乳制品行业的第一大并购案具有时效性及典型性，以伊利并购澳优乳业为例，对此

次并购事件产生的效应进行分析，了解并购事件对伊利公司价值产生的影响，对于之后深入研究乳制品行业的整合和发展有一定的参考价值。与此同时，分析并购事件中存在的突出风险点以及针对不同的并购风险提出相应的风险防范建议对乳制品行业内其他欲进行类似并购活动的企业具有较大的现实借鉴意义。

1.1.2 研究意义

(1)理论意义

从理论的角度出发，虽然国内外学者们对资本市场中的并购事件进行了大量的研究，研究成果也比较丰硕，比如目前学者们对各行各业并购事件进行案例分析的文章就有很多，但是我国乳制品行业的并购浪潮是在近些年才逐渐兴起的，故在涉及我国乳制品企业并购这方面的案例研究尚且不多。因此，本文对乳制品产业领域较新的并购案例进行研究，进而评价并购对企业绩效的影响以及剖析并购事件存在的风险，望能丰富我国乳制品行业并购问题的研究，具有一定的理论意义。

(2)实践意义

从现实的角度出发，在我国奶制品污染事件爆发后，国家越来越重视乳制品行业的发展，乳制品企业的并购事项逐渐增多，行业的集中度进一步提升，而如何应对并购事件中存在的风险点是今后欲进行并购活动的各企业所面临的最大挑战。伊利并购澳优乳业作为我国乳业近年来第一大并购案，具有典型性和代表性。本文以该并购案为研究对象，一方面通过分析伊利在并购前后的股价变化和业绩表现情况，评估此次并购对伊利价值产生的影响，另一方面对此次并购事件中存在的突出风险点进行研究，并针对不同的风险点提出相应的风险防范建议，为今后乳制品行业欲进行并购活动的企业提供参考，因此本文也具有一定的实践意义。

1.2 文献综述

1.2.1 关于并购绩效的研究

采用通过梳理国内外现有文献，本文发现国内外学者运用多种研究方法对并购是否能够为企业创造价值这一问题进行了大量的研究，但不同学者之间的研究结论存在明显的分歧，有一部分学者认为并购会对企业的绩效产生积极影响。Cakici (1996) 通过对 195 家在 1983-1992 年期间进行过并购活动的企业进行研究，发现企业股东财富

在事件日前后十日的窗口期内明显增加^[1]。Chari et al. (2012) 通过对新兴市场公司于 1980-2007 年期间向美国公司发起的并购事件进行研究，发现并购可以提高目标公司的盈利能力^[2]。Yılmaz 和 Tanyeri (2016) 使用事件研究法对全球 47 个国家的 263461 起并购案进行研究，结果显示并购活动给并购双方创造了价值^[3]。Sathishkumar 和 Tamby (2018) 通过对十家企业在并购前后的财务数据进行分析，研究结果显示并购方在并购后的股价和经营业绩都得到了大幅改善^[4]。Hajiyeva (2020) 运用财务报表分析方法，对金砖国家一些曾经发起过并购的企业进行研究，研究结果显示进行过并购活动的企业在并购完成两年后其经营指标得到明显改善^[5]。Rehman et al. (2021) 以新兴国家企业收购发达国家企业的并购案为研究主题，选取其中的 34 起并购案进行研究，结果表明，并购企业的营销能力在并购后的几年里得到明显提高，并且整体业绩也有所改善^[6]。张文璋等 (2002) 运用事件研究法和主成分分析法对 1996-2000 年我国沪、深股市上市公司的并购绩效进行分析，研究结果表明，大多数上市公司在并购后的经营绩效得到明显提高^[7]。李汉君等 (2013) 选取 2008 年我国上市公司中进行过并购活动的公司作为研究样本，运用因子分析法对各并购方在并购前后的绩效进行实证分析，研究结果显示我国大多数上市公司在并购后公司绩效均得到提高^[8]。苟聪聪 (2019) 筛选了我国 95 个零售业上市公司作为研究样本，然后对各公司 2000-2017 年的绩效数据进行研究，最后得出结论：并购活动能够显著提升我国零售业上市公司的绩效^[9]。

另外，也有一部分学者认为并购会对企业的绩效产生消极影响。Gregory Alan (1997) 运用一系列异常收益模型，对英国上市公司大规模收购的事件进行研究，得到并购后两年内的平均异常收益显著为负^[10]。Sharma et al. (2002) 筛选出 1986-1991 年期间澳大利亚发生的 36 起并购案，对并购企业的经营业绩进行研究，发现并购活动并不能使企业的经营绩效得到显著改善^[11]。Bertranda et al. (2012) 对 600 多家俄罗斯公司发起的并购事件进行研究，发现并购活动往往会降低并购方的业绩^[12]。Boateng et al. (2017) 对 2004-2011 年期间中国 340 家并购企业的经营绩效进行研究，结果表明，并购公司在并购后 12-36 个月内的经营业绩显著恶化^[13]。Rehman et al. (2018) 使用事件研究法对 2002-2012 年期间巴基斯坦银行业的并购案进行研究，结果表明，市场对相关并购事件的反应是消极的，大多数公司的并购绩效为负^[14]。Trujillo et al. (2020) 通过研究 1996-2017 年期间美国仿制药行业上市公司在进行并购后的财务绩效表现，发现虽然企业在并购后的利润水平并未发生显著变化，但是并购后企业的总收入水平下降^[15]。舒强兴

等人（2003）采用了 EVA 绩效评估方法，以我国 2000 年发生并购的 39 家上市公司为样本，对其并购前后的财务绩效变化情况进行研究，发现大部分并购企业的并购活动给企业股东收益带来负面影响^[16]。陆桂贤（2012）以 2005 年沪、深股市上市公司的 37 起并购案为研究样本，对各并购公司 2004-2009 年 EVA 值的变化情况进行分析，研究结果表明，大多数企业在并购后两年内的经营业绩是下滑的，导致企业的价值也在减少^[17]。陈柳卉等人（2018）选取国内 37 家上市公司作为研究样本，然后对各公司从 2011 年至 2016 年的 EVA 值进行研究，最后得出结论：并购活动非但没有显著提升公司绩效反而还损害了股东利益^[18]。

还有部分学者认为并购活动在短期内对企业产生积极影响，而从长期来看，并购非但不能提高甚至还可能会损害企业的绩效。Cheng 和 Leung（2004）采用事件研究法对香港发生在 1984-1996 年期间的 36 起并购案进行分析，研究结果表明，在并购消息发布前后，目标公司和收购公司的股价会立即出现小幅上涨，但在并购后的两年内并购双方的财务绩效并没有显著提高^[19]。冯根福等人（2001）选取我国上市公司在 1995-1998 年期间发生的 201 起并购案作为研究样本，采用财务指标分析方法对并购企业在并购前后的绩效变化情况进行研究，结果表明上市公司的并购绩效整体上呈现出一个先升高后下降的变化趋势^[20]。李志刚等人（2008）选取 2003-2004 年期间沪、深两市发生的其中 81 起并购案作为研究样本，采用了因子分析法对公司并购前后的绩效情况进行分析，研究结果表明企业绩效在经过短期的显著提高后就逐渐呈现出下降趋势，甚至抵消前期的绩效提高^[21]。刘彦（2011）筛选了我国上市公司在 2003-2008 年期间发生的 25 起并购案作为研究样本，实证分析了各并购公司的绩效，研究结果表明我国上市公司仅在并购当年的绩效会有明显的上升，但在并购后的第一年和第二年就呈现出逐渐下滑的趋势^[22]。张翼等人（2015）以 2003-2008 年沪、深两市发生并购事件的上市公司为研究样本，运用因子分析法对企业并购前后的财务绩效进行分析，研究结果表明，我国上市公司发起的并购虽然在短期能提高企业绩效，从长期来看是无效率的^[23]。

1.2.2 关于并购风险的研究

（一）并购风险的分类

正如硬币有正反两面一样，收益的另一面则是风险。在以为企业创造价值为目的的并购中，风险是无处不在的，并且风险的种类繁多。而并购风险的分类识别是并购风险防范的起点和关键，在并购风险的分类识别领域，学者们从不同的角度，不同的判定

标准对风险的类型进行了界定，目前主流的风险分类如下：

1.按照风险的来源来分

由于企业并购涉及企业内部和企业外部在人力、物力、财务、文化等多方面的结合，所以可以将企业的并购风险分为内部风险和外部风险这两大类，如谢海洋（2004）和刘永昌等人（2008）将企业并购的风险分为内部风险和外部风险^[24-25]。从内部来看，并购的风险主要来源于企业内部的决策和操作过程，与企业自身的因素密切相关，因此企业可以采取合理的方式方法将风险降低或把风险规避掉，内部风险主要包括：标的选择风险、并购决策风险、资产估值溢价风险、支付风险、融资风险、整合风险等。从外部来看，并购的风险主要产生于企业经营的外部环境，企业并不能对此类风险进行控制，但可以通过把握其规律而提前采取一些措施来对此类风险进行一定程度上的防御，外部风险主要包括：宏观经济风险、社会环境风险、法律政策风险、市场风险等。

2.根据内部风险所处不同的并购阶段进一步细分

从企业并购活动推进的不同阶段来看，并购的各个阶段都可能产生相对应的风险，所以可以尝试将企业的并购风险分为并购前的风险、并购过程中的风险和并购完成后的风险，如郑小平等人（2020）和俞雪莹（2021）将企业的并购风险分为并购前、并购过程中和并购后的风险^[26-27]。从并购前的角度来看，并购风险包括：企业战略风险、信息不对称风险、标的资产估值风险等；从并购过程中的角度来看，并购的风险包括：支付风险、融资风险等；从并购完成后的角度来看，并购风险包括：经营整合风险、文化整合风险、资产减值风险等。

（二）并购风险的防范

在并购风险防范方面，学者们从不同的角度开展了大量研究，进而针对并购不同阶段产生的不同风险提出了对应的防范措施。Perry et al.（2004）从信息不对称角度切入，认为在企业开展并购活动前进行一次全面的尽职调查将能够有效的降低估值风险^[28]。Mantecon（2009）认为在存在严重的估值不确定性和国家投资风险的情况下，可以通过共同投资的方式来降低企业风险^[29]。Paudyaletal.（2018）认为在较高逆向选择和道德风险的交易中，使用延期支付方案可以使风险由并购双方共同承担，进而降低主并方的并购风险^[30]。侯林芳（2016）在对三一重工并购普茨迈斯特事件进行研究后，进而提出企业应该通过借助中介机构和选择合适的企业价值评估方法来降低标的资产的估值风险^[31]。李阳一（2019）以互联网行业 R 公司并购 H 公司为例，对 R 公司所采取

的并购风险防范措施进行深入研究，进而针对并购中的支付风险提出企业要合理规划以避免使用单一支付方式给企业造成巨大的现金压力^[32]。袁艺等人（2022）认为在并购前应该采取邀请专业第三方机构和陪同调查的方式对标的企业进行价值评估，以期降低对标的企业的估值风险^[33]。柳德才等人（2022）以顺丰控股并购嘉里物流为例，对并购事件中的风险进行研究，认为企业在并购后要注重财务、技术、文化、人力等资源的整合，降低企业并购后发生财务危机的概率，尽可能使损失降到最低^[34]。

1.2.3 文献述评

通过对国内外研究动态和相关文献的梳理，发现学者们针对企业并购问题进行了系统地研究，研究内容比较丰富全面。关于企业并购绩效的研究，学者们的研究结论存在明显的分歧，有一部分学者认为并购会对企业的绩效产生积极影响，也有一部分学者认为并购会对企业的绩效产生消极影响，还有一部分学者认为并购只能在短期内产生积极影响，而从长期来看，并购是无法给企业带来积极影响的。关于企业并购风险的研究，国内外学者按照风险所处的内外部环境将并购风险分为内部风险和外部风险两类，其中根据内部风险按风险所处的并购阶段不同可继续细分为并购前的风险、并购过程中的风险和并购后的风险，例如并购前期存在的企业估值不准确风险，并购中期存在的融资方式选择不合理风险，并购后期存在的整合无效风险等等。

大量的企业并购研究文献说明学术界对企业并购的研究有着完善的理论研究系统。虽然我国资本市场上的并购案例十分丰富，相关研究也涉及较多，但是对于并购标的为乳制品企业的案例研究尚且不多，而且在新冠疫情后，企业并购可能会呈现出后疫情时代的并购特点，所以伊利并购澳优乳业所产生的绩效和风险值得研究。基于此，本文对新形势下企业并购的绩效、风险及防范对策进行分析和研究，揭示乳制品行业并购所存在的风险和挑战，为将来乳制品行业内其他公司的并购提供参考意见。

1.3 研究内容和研究方法

1.3.1 研究内容

本论文由五个章节组成，具体如下：

第一章为绪论，这部分首先介绍本文的研究背景和研究意义，然后梳理国内外学者们关于并购的研究成果，最后阐述本文的主要内容和研究方法，还有本文的创新点与不足。

第二章主要介绍本文的相关概念和理论基础。

第三章为伊利并购澳优乳业的案例介绍。这部分内容主要是阐述乳制品行业发展现状、并购双方的简介和伊利进行此次并购的必要性及并购的历程。

第四章是伊利并购澳优乳业的案例分析。该部分内容是本文的重点章节，由并购案例的绩效分析和并购案例的风险分析这两部分构成。这部分采用事件研究法和财务指标分析法深入分析此次并购对伊利公司绩效产生的影响，并分析此次并购事件中存在的内外部突出风险点。

第五章是并购风险防范建议。该部分主要是针对此次并购中存在的不同风险点提出相应的风险防范建议。

本文技术路线图如下：

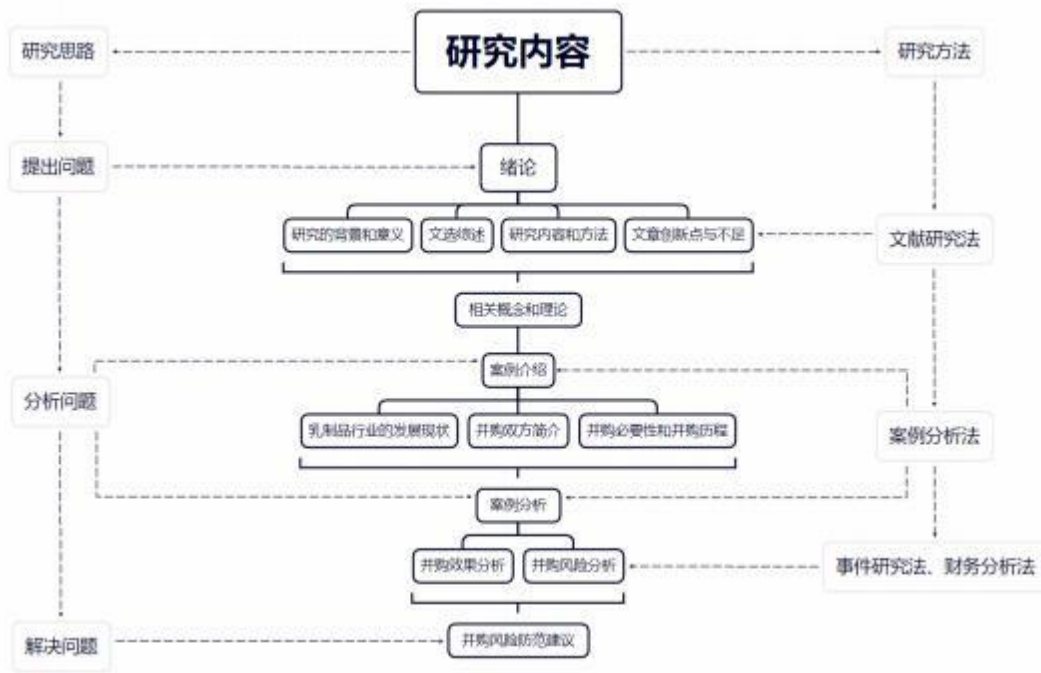


图 1-1 技术路线图

Fig.1-1 Technology roadmap

1.3.2 研究方法

(1)文献研究法

本文通过 Sci-Hub、知网、维普、万方等网站，研读了国内外关于并购动因、并购绩效、并购风险和风险防范等相关主题文献，并对国内外学者们的研究成果进行总结和分类归纳，从而对企业并购这一领域相关的研究方法和研究理论形成科学、全面

的认识，为下文的分析奠定理论基础。

(2) 案例分析法

案例分析法以问题为导向，将典型个案和关键问题有机融合，进而研究出解决目标问题的办法。本文通过 wind 数据库、东方财富 choice 数据、公司财务报告等途径搜集、整理研究所需的数据资料，在开展了可行性分析后，选取伊利并购澳优乳业事件为研究对象，深入剖析了此次并购产生的绩效以及并购潜在的风险点，最后针对不同的风险点提出相应的防范建议。

(3) 事件研究法

事件研究法是一种统计方法，可以用来研究股价的波动与事件的发生是否相关。本文以伊利股份公告事件日前后 10 天作为此次事件研究的窗口期，通过对事件窗口期内股价产生的超额收益率和累计超额收益率进行计算，从而分析投资者对此次并购方案的态度以及此次并购在短期内对伊利公司价值产生的效应。

(4) 财务分析法

财务分析法是研究企业并购绩效的常用方法，通常情况下是通过对比分析企业在并购前后披露的财务报告数据变化来衡量并购所产生的效应。本文通过搜集、整理伊利和澳优乳业公司在并购前后相关的财务数据，选取企业的盈利能力、营运能力、偿债能力和成长能力这四个维度对此次并购给伊利带来的财务绩效情况进行分析，从而对此次并购给伊利带来财务上的影响进行评价。

1.4 创新点与不足之处

1.4.1 创新点

本文可能存在的创新点主要有以下两点：

（一）研究对象上的创新。在我国发生奶制品污染事件之后，国家为重振消费者对我国乳制品行业的信心，陆续出台一系列政策鼓励我国乳企间的兼并重组，使得近年来乳制品行业的并购活动愈发频繁，行业集中度有进一步提升的迹象，在此背景之下，乳制品行业的并购活动逐渐成为研究焦点。另外，尽管国内外学者们在企业并购问题上开展了大量的研究，但是以乳制品行业作为研究对象进行深入分析的文章尚且不多，所以本文选取乳制品行业进行研究具有典型性。而伊利并购澳优乳业作为我国近年来

第一大并购案，本文选取该并购案进行研究又具有时效性和代表性。因此，本文在研究对象的选取上具有一定的创新性。

（二）研究方法上的创新。与以往专家学者从并购动因、并购绩效、并购风险等单方面对并购活动进行研究不同，本文选择对并购事件的绩效和风险同时进行分析，利用企业并购绩效在并购前后的变化来反映此次并购风险的大小，以增加本文在并购风险分析结果上的准确性。此外，本文在在此次并购事件进行财务绩效评价前，运用了熵值法与皮尔逊相关性分析相结合的方法对财务评价指标进行筛选，以确保本文后续研究结果的科学性和有效性。因此，本文在研究方法的选择上也具有一定的创新性。

1.4.2 不足之处

由于伊利并购澳优乳业这一并购交易完成的时间距今较近，考虑到企业财务数据的可获得性，本文只能通过分析伊利公司近几年的半年度财务报告数据来对此次并购事件所产生的财务效应进行评价，而无法将研究结果在更长的时间尺度上进行验证。另外，虽然作者在研究过程中付出了最大的努力，但由于作者能力上的不足，从而难以获取此次并购事件的内部资料，致使本文在对该并购案进行分析时无论是在深度上还是在广度上均有需要提高和改善的地方。

第二章 相关概念和理论

2.1 相关概念

2.1.1 并购

并购的内涵十分广泛，一般是指不同企业之间的兼并和收购。兼并通常情况下是指一家在多方面均有较大优势的企业通过一定的方式和协议将其他规模相对较小的企业纳入旗下，交易完成后，被兼并的企业失去法人资格，至此原来分别独立的两家企业合并成一家企业进行运营。收购一般情况下是指一家企业通过某种经济手段，如使用现金、股权、债券等方式来购买标的企业的部分或者全部资产的所有权以实现对标的企业的控制，与兼并不同的是在交易完成后，被收购企业保留独立法人资格，生产经营活动仍然正常开展。

按照标的企业所属行业的不同，并购可以分为横向并购、纵向并购和混合并购这三种类型。横向并购是指日常生产经营活动类似的同行业企业之间的并购，该类型并购主要目的是扩大企业规模，提高市场份额，巩固行业地位。纵向并购是指产业链中的核心企业与上下游企业之间的并购，并购双方在产品的生产环节上有密切的联系，该类型并购主要是为了加强核心企业与其上下游企业之间的合作关系，降低交易成本，进而提高企业产品的市场竞争力。混合并购是指并购双方属于不同的行业，双方生产的产品存在根本性的区别且几乎不存在替代关系，该类型并购的目的主要是使企业快速进入其他业务领域，从而扩大企业自身经营的范围，以期通过多元化经营达到分散风险的同时获得新的利润增长点。

2.1.2 并购绩效

绩效是绩与效的组合，是指单一个体或组织在一定时期内采取的工作行为和方式所产生的客观影响。并购绩效则是指并购方在并购交易完成后，经过对双方财务、技术、文化等方面的整合，该企业在股票、财务等多方面具体的表现情况。通过对并购绩效的分析，衡量出并购活动对企业产生的影响，如预期目标是否实现、资源整合是否有效、企业价值是否提高等，是评价并购成败的重要依据。按照分析时间的长短，并购绩效可以分为短期绩效和长期绩效。关于并购绩效的评价方法，本文通过对国外内相关

文献进行梳理，发现学者们主要运用事件研究法、财务指标分析法、非财务指标分析法、EVA 评价法等多种方法来对并购绩效进行评价，进而判断并购的成败。而本文在文章的第四部分对伊利并购澳优乳业案例的分析中采用了学者们较为常用的事件研究法和财务指标分析法来对此次并购所产生的绩效进行研究。

2.1.3 并购风险

风险是对事情发展结果不确定性的统称，风险渗入到社会、企业、个人生活的方方面面，这意味着风险是无处不在、无时不有的。并购风险一般是指由于受到多种不确定性因素的影响，造成并购后企业的实际收益与期望收益之间存在差异，其本质就是并购事件在未来收益的不确定性，这种不确定性可能给企业带来正收益，也可能是负收益。而本文中的并购风险是指存在于整个并购事件中的各种因素给并购方伊利造成损失的可能性。关于企业并购中风险的分类问题，从不同的角度、不同的标准会产生不同的分类方式，本文通过对国内外相关文献的梳理，发现目前学者们将并购风险主要作如下划分。按并购风险的来源可以分为内部风险与外部风险。内部风险通常包括：标的选择风险、并购决策风险、资产估值溢价风险、支付风险、融资风险、整合风险等；而外部风险主要包括：宏观经济风险、社会环境风险、法律政策风险、市场风险等。其中，内部风险按风险所处的并购阶段不同则可细分为并购前的风险、并购过程中的风险和并购后的风险，如并购前的估值风险、并购中的支付风险和并购后的资产减值风险等。

2.2 相关理论

2.2.1 有效市场假说

有效市场假说（Efficient Markets Hypothesis，EMH）最早是由美国著名经济学家 Eugene Fama（1970）在汲取前人研究成果的基础上提出的。该理论认为当证券市场上有新的信息出现时，市场上的投资者能够迅速地根据最新的信息而做出利己的行为，证券的价格也因投资者的利己行为进行快速地调整，换言之，证券价格反映所有可获得的信息。根据证券价格反映信息的程度，有效市场可以分为以下三种形态：（1）弱式有效市场，证券价格反映所有的历史交易信息；（2）半强式有效市场，证券价格反映所有的历史交易信息和公开信息；（3）强式有效市场，证券价格反映所有信息。

2.2.2 市场势力理论

市场势力理论（Market Power Theory）又称为市场力量理论、市场垄断理论，是由美国学者 Comanor（1967）提出的。该理论认为企业并购的目的是为了减少同业竞争对手以及提高企业自身的市场份额，从而提升企业的市场竞争力，增强企业对市场经营环境的掌控能力，最终是为了获得某种形式上的垄断，进而实现企业的长期盈利。此外，并购促进企业的市场势力在不断扩大的同时也能帮助企业建立产业壁垒，提高了其它企业进入该行业的门槛，而企业抵御外部风险的能力也因此得到明显提高。

2.2.3 协同效应理论

20 世纪 60 年代美国学者 H.Igor Ansoff 将协同的概念引入到企业管理领域。协同效应理论（Synergy Effects）认为企业可以通过并购的方式将另一企业纳入企业版图，然后在并购后对并购双方的生产、营销、管理等多方面进行有效整合，最终使得并购后企业的整体价值高于并购前两个企业分别独立存在的价值总和，换言之，企业并购后实现“1+1>2”的效果，而并购的成败则取决于企业在并购后能否实现这一效果。另外，从国内外学者们的研究成果来看，大多数学者将企业并购方面可以实现的协同效应分为经营协同效应、管理协同效应和财务协同效应。

第三章 案例介绍

3.1 乳制品行业发展现状

3.1.1 政策环境

食品质量安全关系着人民群众的身体健康和生命安全，更关系着社会的稳定与社会的发展。2008年是我国乳制品行业的一个重要时间节点，在经历“奶制品污染事件”后，国家以对人民群众高度负责的态度，开展了对乳制品全行业严肃整顿的相关工作，并且后续陆续出台政策引导行业规范发展以进一步保障乳制品质量安全和重振消费者对我国乳制品企业产品的信心。具体而言，2013年6月，农业部、商务部等部委联合发布《关于进一步加强婴幼儿配方乳粉质量安全工作的意见》，指出鼓励和支持企业兼并重组，推动企业规范化、规模化、现代化发展；2014年6月，财政部、发展改革委等部委联合制定《推动婴幼儿配方乳粉企业兼并重组工作方案》，指出采取多种方式推动企业兼并重组，优化产业结构，促进婴幼儿配方乳粉产业健康发展；2018年6月，国务院办公厅印发《关于推进奶业振兴保障乳品质量安全的意见》，提出要鼓励企业兼并重组，提高产业集中度，培育具有国际影响力和竞争力的乳制品企业。上述一系列政策的出台为我国乳制品企业创造了一个良好的兼并重组的政策环境，这为乳制品企业之间的并购重组提供了多方面的便利，进一步推动了乳制品企业发展壮大的进程。

为了使我国乳业在2025年之前实现全面振兴，企业的综合竞争力进入世界先进行列，那么我国的乳制品企业不仅要“做大”，更要“做强”。因此，国家不仅出台一系列政策支持乳制品企业通过并购重组来“做大”，而且也出台许多政策帮助乳制品企业提高产品质量以实现“做强”的目标。本文整理了近年来我国出台的一些支持乳制品行业发展的相关政策如表3-1所示。

表 3-1 近期乳制品行业相关政策

Table.3-1 Recent policies related to the dairy industry

时间	发布部门	政策名称	相关内容
2022.02	国务院	中央一号文件《中共中央国务院关于做好 2022 年全面推进乡村振兴重点工作的意见》	要求“加快扩大牛羊肉和奶业生产”
2022.02	农业农村部	《“十四五”奶业竞争力提升行动方案》	对奶业发展的目标、重点任务、保障措施等给出了清晰明确的部署
2021.07	农业农村部	《2021 年重点强农惠农政策》	明确将“推进奶业振兴”列入重点强农惠农政策中
2021.03	国务院	《中华人民共和国国民经济和社会发展第十四个五年规划和 2035 年远景目标纲要》	明确将“继续实施奶业振兴行动”、“保障乳制品供给”作为重要的工作方向
2020.12	国家市场监督管理总局	《乳制品质量安全提升行动方案》	到 2023 年，乳制品监督抽检合格率保持在 99%以上
2019.06	国家发改委等 7 部门	《国产婴幼儿配方乳粉提升行动方案》	提出大力实施国产婴幼儿配方乳粉“品质提升、产业升级、品牌培育”行动计划
2019.03	农业农村部	《奶业品牌提升实施方案》	提高奶业企业品牌化经营水平，培养出一批具有影响力的产品品牌
2018.05	国务院	《关于加快推进奶业振兴和保障乳品质量安全的意见》	明确了提升奶业竞争力，保障奶类供给的总方针

数据来源：根据公开资料整理

3.1.2 行业现状

（一）我国乳制品行业产业链

我国乳制品行业历经多年的发展已经形成较为完善的产业链条，按产业链环节大致可以分为上游养殖、中游生产加工和下游销售三个环节。上游主要负责奶牛养殖以

提供原奶，其中包括了牧场规划、饲料购买、奶牛养殖、原奶采集等多个环节；中游乳制品企业则负责将上游的原料加工生产为多种乳制品产品，如液态乳、乳粉、炼乳、乳脂肪、干酪、乳冰淇淋等等，是整条产业链的核心；下游销售负责将乳制品产品的成品销售到众多消费者手中，目前主要有超市、便利店、经销代理、电商平台等销售渠道。从乳制品行业的产业链条中，可以看出中游乳制品企业的营收利润率易受上游原材料价格波动以及下游消费需求情况的影响。

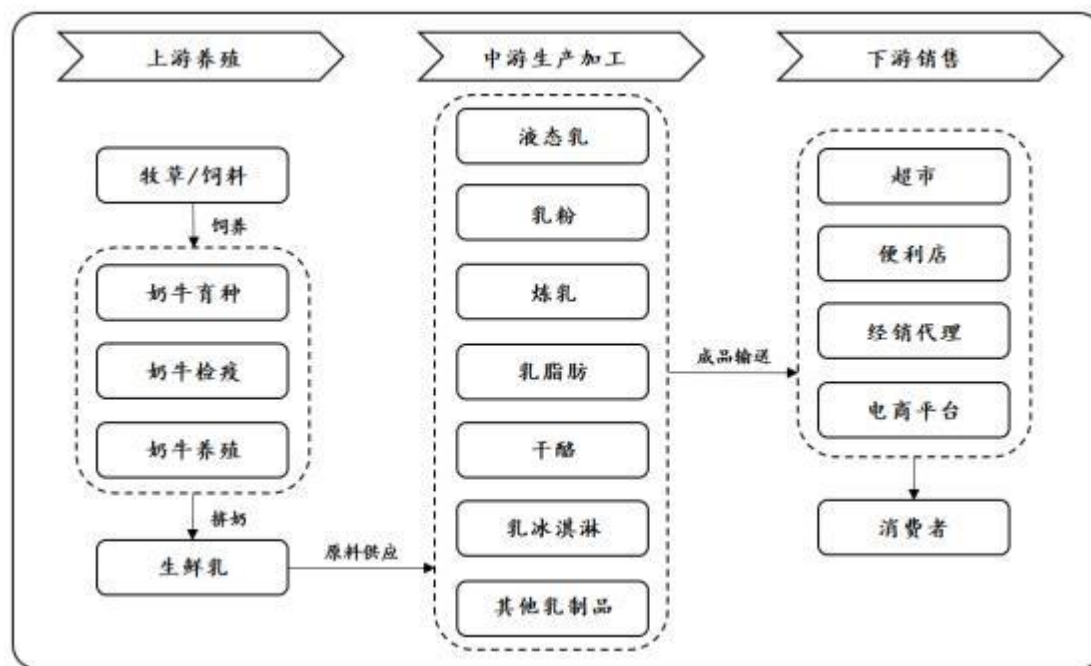


图 3-1 乳制品产业链

Fig.3-1 Dairy industry chain

（二）乳制品行业竞争格局

如图 3-2 所示，国内乳制品行业呈现明显的双寡头与区域性乳制品企业错位竞争格局。根据数据统计机构 Euromonitor 的数据，2021 年，伊利在我国乳制品行业市场的份额为 25.8%，位列乳制品行业首位；蒙牛则以 22.8% 的市场份额紧随其后，两者的行业占有率合计为 48.6%，这让我国乳制品行业的 CR2 数据指标从 2010 年的 35.1% 提升至 2021 年的 48.6%，意味着行业的集中度不断提高。整体来看，我国乳制品行业形成两家全国性的寡头企业、多家区域性的知名乳制品企业和众多极具地方特色的地方性企业共存并错位竞争的格局。

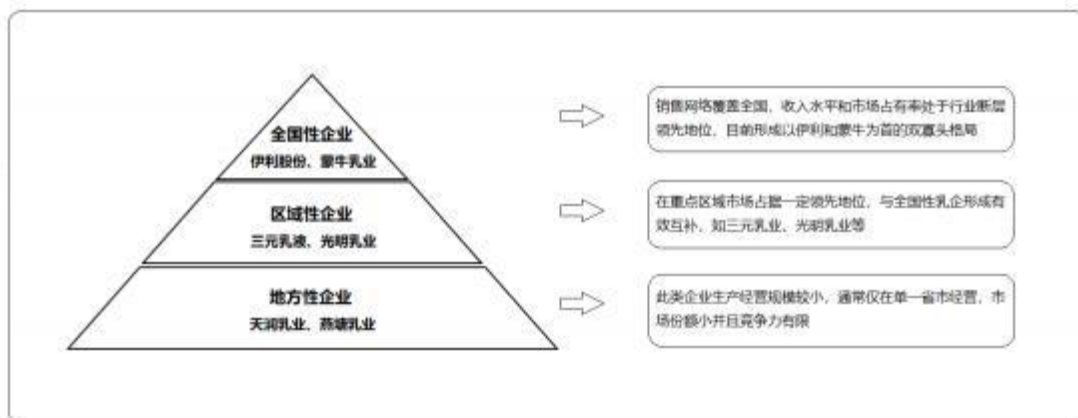


图 3-2 乳制品行业竞争格局

Fig.3-2 Competition pattern of dairy industry

（三）乳制品行业并购发展情况

回顾我国乳业行业的发展史，在中游核心乳制品企业所选择的标的企业上，按标的企业所属产业链的环节来分，大致可分为三类：上游奶源类、下游渠道类、细分品类。上游奶源持续稳定地供给是核心乳制品企业进行正常经营活动的基础，也是企业得以继续发展壮大的前提条件，对上游奶源的掌握不仅可以使原奶的质量得到保障，而且还可使企业以相对稳定的价格获取原奶，进而减少原材料价格波动给企业带来的冲击，因此，在我国乳业发展的过程中，核心乳制品企业对上游奶源的并购事件屡见不鲜，而在并购的特点方面则整体上呈现出核心乳制品企业以“大吃小”的方式对中小型上游企业进行并购。本文对近年来部分大型乳制品企业对上游奶源进行投资的事件梳理如表 3-2 所示。

表 3-2 近期乳制品企业对上游企业的收购情况

Table.3-2 Recent Acquisition of Upstream Enterprises by Dairy Enterprises

企业	时间	上游牧场	投资方式及金额
伊利	2020 年	优然牧业	持有 40%股份
	2020 年	中地乳业	收购 31.87%股份
	2020 年	恒天然	收购恒天然在中国牧场
	2019 年	赛科星	收购 58.36%股权
	2019 年	Westland	收购 100%股权

续表 3-2

企业	时间	上游牧场	投资方式及金额
蒙牛	2021 年	富源牧业	子公司现代牧业收购 100%股权
	2018、2020 年	圣牧奶业	持有 17.8%股份，为圣牧单一最大股东
	2020 年	庄园牧业	签订战略合作协议，有限为蒙牛提供生鲜乳
	2019 年	中鼎牧业	联手打造中俄奶业种养加全链条
	2013、2017 年	现代牧业	持有 57.7%股份
	2013 年	原生态牧业	基石投资
光明	2021 年	小西牛	收购 60%股权
	2019 年	辉山乳业	收购旗下 2 家牧场
	2017 年	荷斯坦牧业	收购 45%股权
新希望	2021 年	澳亚投资	收购 5%股权
	2020 年	寰美乳业	收购 100%股权
	2019 年	现代牧业	持有 9.2%股份
	2019 年	福州澳牛	收购 55%股权

数据来源：民生证券研究院

虽然上游奶源长期以来一直是乳制品企业争夺的重点，但是在我国乳业经过多年的发展后，乳制品企业所面临的政策环境、市场环境、行业环境等各方面条件已发现明显的变化，要想循着“融资、扩产、抢上游”的旧模式继续发展，显然已经不能适应未来乳制品消费市场的需要。因此，在消费升级和供给侧结构性改革持续深化，叠加疫情催化民众健康意识快速提高的大背景下，我国一些乳制品企业的战略并购方向逐渐转向乳制品产品细分品类企业的并购，以使企业快速达到提升乳制品细分领域的市场占有率和推动企业产品的品牌化、高端化发展的目的，进而从乳制品细分市场或高端市场为企业寻找新的利润增长点。而与往常核心企业“大吃小”式并购不同的是此轮并购整体上呈现出“强强联合”的并购特点，这反映出行业的竞争格局在慢慢地发生变化，乳制品企业之间也会由局部产品品类竞争转向全方位竞争。本文对疫情后以品类布局的并购案梳理如表 3-3 所示。

表 3-3 乳制品企业在疫情后的并购事件

Table.3-3 Merger and acquisition events of dairy enterprises after the epidemic

时间	投资/并购事件	并购目的
2020	健和收购宠物食品与营养品牌 SoildGold 素力高	品类布局
	蒙牛收购奶酪公司妙可蓝多	品类布局
2021	飞鹤收购小羊妙可和陕西绿能生态牧业	品类布局
	君乐宝收购思克奇 30%股份	品类布局
	宜品收购青岛奥特种羊有限公司和西班牙 Queserías Prado 奶酪厂	品类布局
	健合收购猫狗营养品牌 Zesty Paws	品类布局
	新乳业收购一只酸奶牛	品类布局
	伊利收购澳优乳业	品类布局
2022	君乐宝入股云南皇氏来思尔乳业有限公司、云南皇氏来思尔智能化乳业有限公司，分别持股 20%	品类布局
	雀巢收购胶原蛋白品牌 Vital Proteins 和营养品公司 Orgain	品类布局

数据来源：根据公开资料整理

3.1.3 市场潜力

（一）乳制品市场消费总量仍有提升空间

随着我国经济社会持续发展，人民生活水平也正不断地提高，国家统计局数据显示，2021 年我国居民人均可支配收入为 35,128 元，同比增长 9.1%，收入水平的不断提高为乳制品消费市场需求的的增长提供有力的支撑。

从乳制品人均消费量来看，虽然我国庞大的人口基数催生了巨大的乳制品市场需求，但我国人均乳制品消费量与一些发达经济体相比仍有较大差距。开源证券研究报告数据显示，2021 年中国人均乳制品消费量为 20.6 千克，与日本的人均乳制品 35.5 千克和美国的人均乳制品 66.4 千克的消费量形成明显的差距。从乳制品的细分品类来看，我国在饮用奶、酸奶、奶酪的人均消费量上与日本和美国相比还有较大的增量提升空间。

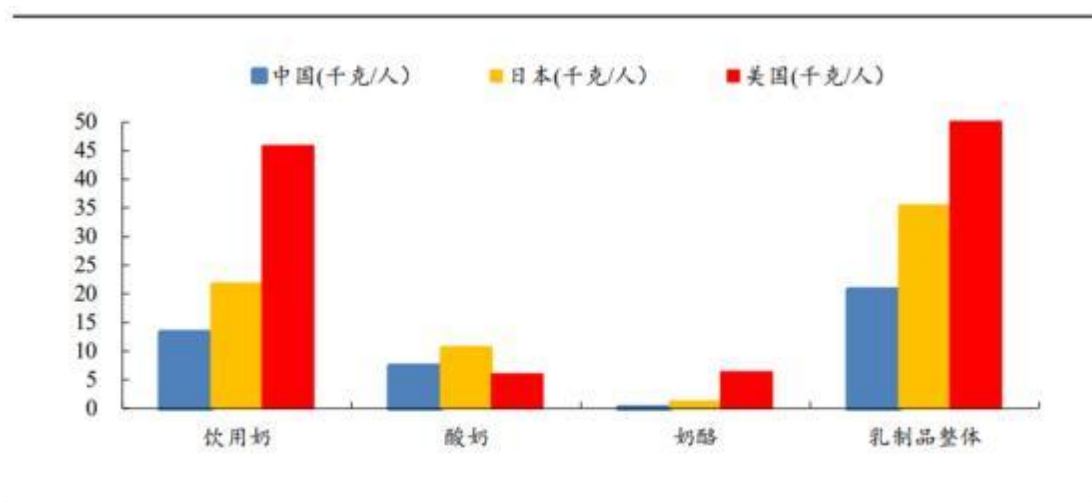


图 3-3 中国人均乳制品消费量

Fig.3-3 Dairy consumption per person in China

数据来源：Euromonitor 数据库

从能级不同城市乳制品市场来看，数据显示目前我国一线城市液奶的渗透率高于 90%，二三线城市液奶的渗透率约为 70%，而农村地区液奶的渗透率仅有 20%，因此，随着我国城镇化率的不断提高以及乳制品企业对三四线城市、乡镇消费市场的进一步开拓，乳制品的渗透率将会越来越高，进而乳制品的市场需求也将得到进一步释放。

（二）“银发经济”助力乳制品企业发展

近年来，我国人口老龄化的程度持续加深，国家统计局的统计数据显示，截至 2021 年年末，全国 60 周岁及以上的老年人口达到 2.67 亿人，占我国总人口的 18.9%，其中 65 周岁及以上的老年人口为 2 亿人，占我国总人口的 14.2%，数据指标说明中国正逐渐步入人口老龄化社会。

随着我国人口老龄化程度持续加深，老年人的营养健康问题也受到了更多的关注。中国营养学会于 2021 年 2 月 25 日正式发布《中国居民膳食指南科学研究报告（2021）》，该报告指出我国有相当一部分老年人在日常生活饮食中对能量和蛋白质摄入不足，尤其是维生素 B 类缺乏、钙摄入量不足的人群占比甚至是高达 80%。此外，由日常生活饮食不均衡导致的老年人肥胖率上升和“三高”人群增多的问题也日渐凸显。因此，在我国未来的消费市场中为老年人群提供专业营养支持的产品将会受到更多老年消费者的青睐，而乳制品企业针对老年人群的营养痛点和健康需求问题开发出对应的功能性配方奶粉产品将会使企业赢得更多的市场份额，进而为企业带来新的利润增长点。

3.2 并购双方简介

3.2.1 伊利集团

内蒙古伊利实业集团股份有限公司（股票代码：600887，以下简称伊利）始建于1993年，并于1996年在上海证券交易所挂牌上市，总部位于呼和浩特市。伊利公司主要从事各类乳制品以及饮品的加工、生产和营销等活动，目前其业务范围涵盖液体乳、奶粉、酸奶、乳饮料、冷冻饮品、奶酪、乳脂、包装饮用水等，形成以液体乳为核心，其余各类产品共同创收的多元产品矩阵，主营业务收入主要由四个部分构成，分别为液体乳、奶粉及奶制品、冷饮产品和其他产品。

表 3-4 伊利主营业务构成情况

Table.3-4 Composition of Yili's main business income

商品类型	2020 营收占比	2021H1 营收占比	2021 营收占比	2022H1 营收占比
液体乳	79.84	76.20	78.29	68.67
奶粉及奶制品	13.51	13.70	14.94	19.32
冷饮产品	6.46	9.95	6.60	11.68
其他产品	0.19	0.15	0.17	0.33

数据来源：伊利集团各报告期披露的财务报表

市场竞争方面，东吴证券研究报告显示，2021年伊利和蒙牛两大巨头分别以25.8%、22.8%的市场占有率占领行业前两位；而光明、君乐宝、飞鹤、三元、新乳业的市场占有率均只为个位数，因此形成的国内双寡头竞争格局稳固，行业的马太效应明显。

企业扩张方面，近年来伊利集团的国际化进程也在稳步推进当中，在企业“全球织网”的重要战略下，伊利已经实现在亚洲、欧洲、美洲、大洋洲等乳业发达地区的产业布局，公司旗下的多款产品已在全球60多个国家和地区上市销售。2022年4月28日，伊利发布了2021年年度业绩报告，报告显示伊利于2021年年度实现总营收1106亿元，同比增长14.15%，是亚洲首家营业收入超过千亿的乳企；实现净利润87.32亿元，同比增长23.00%，整体的营业收入规模以及净利润在乳业行业当中遥遥领先众多同行乳企，是名副其实的行业龙头企业。在荷兰合作银行发布的2022年“全球乳业20强”榜单中，伊利继续坐稳第5名，连续近9年蝉联亚洲乳业第一，而这也意味着伊利在

全球乳业第一梯队阵营站稳了脚跟。历经三十年的蓬勃发展与不断壮大，目前伊利已经摇身一变成为一家国际领先、国内领头的全品类综合型的乳企。

3.2.2 澳优乳业

澳优乳业股份有限公司（股票代码：01717.HK，以下简称澳优乳业）于2003年9月在湖南长沙成立，并于2009年10月8日在香港联交所主板上市，成为中国第一家在港上市的婴幼儿配方奶粉企业。澳优乳业主要从事婴幼儿配方奶粉及营养产品的研发、生产和市场终端销售等活动，其销售服务网络覆盖中国、俄罗斯、欧洲、中东、澳洲等多个国家和地区，目前该公司主要业务为自有品牌奶粉业务，而自有品牌配方奶粉业务由羊奶粉和牛奶粉这两大业务板块构成。

公司经营方面，2022年4月21日，澳优乳业发布了2021年年度业绩报告，报告显示澳优于2021年年度实现总营收88.73亿元人民币，同比增长11.11%，其中羊奶粉和牛奶粉两项业务分别实现收入33.48、44.14亿元人民币，同比增长7.8%、15.5%。回顾澳优乳业的发展史，值得一提的是，该公司在2011年通过收购荷兰海普诺凯51%的股份，随后成功打造了核心羊奶粉品牌“佳贝艾特”，并通过后续的经营使“佳贝艾特”一跃成为“羊奶粉第一品牌”。另外，尼尔森数据显示，自2018年以来，澳优乳业公司旗下的配方羊奶粉的销售额已经连续3年占中国婴幼儿配方羊奶粉总进口量超60%，而且该公司配方羊奶粉在全球的总销量也是位居第一，是名副其实的全球第一大羊奶粉品牌。而在牛奶粉方面，澳优乳业为了迎合不同层级消费者的需求，创立了多个牛奶粉品牌以供不同消费者选择，例如海普诺凯、能力多、悠蓝、美纳多等等。

公司业务方面，目前，在公司战略的推动下，经过十九年逐步发展的澳优乳业已经在荷兰、澳大利亚、新西兰等国家和地区完成研发以及供应链布局，形成了以“佳贝艾特”羊奶粉为核心，其余各品牌产品共同支持的多元产品矩阵，公司旗下产品行销60余个国家和地区的高端营养食品企业。

3.3 伊利并购澳优乳业的必要性和历程

3.3.1 并购必要性

（一）迎合消费市场需求，寻找新的利润增长点

长期以来，伊利在发展的过程中一直将其业务的重心放在液体乳板块，2021年年

报数据显示该公司将近八成的营业收入来源于液体乳业务，这意味着伊利对液体乳业务收入的依赖程度较高，从而不利于公司抵御由该细分市场变化带来的风险。此外，液体乳细分领域经过多年的发展，已逐渐形成伊利与蒙牛在市场占有率方面并驾齐驱且稳定的双寡头竞争格局，激烈的市场竞争使得国内液体乳市场逐渐趋于饱和，公司财报中液体乳业务毛利率的逐年下降也说明了该细分领域发展的后劲不足。因此，要使伊利在未来的经营发展中进一步壮大且利润的质量进一步提升，那么除了继续开发出高附加值的液体乳产品外，寻找公司利润的新增长点就成为必然。

表 3-5 伊利不同业务板块历年收入情况

Table.3-5 Revenue of Yili's different business segments over the years

板块	指标	2022H1	2021	2020	2019	2018
液体乳	营业收入（亿元）	428.92	849.11	761.23	737.61	656.79
	毛利率（%）	29.96	28.33	34.05	35.20	35.21
	收入构成（%）	68.67	78.29	79.84	82.41	83.43
奶粉及奶制品	营业收入（亿元）	120.71	162.09	128.85	100.55	80.45
	毛利率（%）	43.11	39.22	42.90	48.12	54.78
	收入构成（%）	24.74	14.94	13.51	11.23	10.22

数据来源：东方财富 Choice 数据

从表 3-5 的数据可以看出，伊利的产业集中度较高，奶粉及奶制品业务是公司的一块短板，但毛利率长期以来一直高于液体乳业务，那么要想把伊利做成一家在行业内遥遥领先的企业，补齐短板以全面发展是伊利必然的选择。

另外，在消费升级持续深化、我国人口出生率下降导致婴幼儿配方奶粉需求下降和消费者健康意识在疫情的催化下得到明显提高的大环境背景下，随着我国居民可支配收入水平的不断提高，中国新一代的年轻父母对孩子健康饮食上将会更加追求高端品质。目前，羊奶粉相对牛奶粉而言不但具有更高营养价值、更有效防止过敏、更易于被吸收、更适合乳糖不耐受的婴幼儿等多方面的优势，而且市场上羊乳清蛋白（羊乳清蛋白的获取难度要高于牛乳清蛋白）的稀缺更加凸显羊奶粉的高端，因此，在未来的婴幼儿配方奶粉市场中，随着羊奶粉的多方面优点被消费者所认知，其更能得到新一代

年轻父母的青睐。牛奶、羊奶与母乳营养成分对比如表 3-6 所示：

表 3-6 牛奶、羊奶和母乳的成分对比

Table.3-6 Comparison of components of milk, goat's milk, and breast milk

成分	牛奶	羊奶	母乳
蛋白质 (g/100g)	3	1.5	1.3
脂肪 (KJ/100g)	3.2	3.5	3.4
能量 (g/100g)	269	277	286
钙 (mg/100g)	122	134	33
干物质 (g/100g)	12.3	12.6	12.3
——酪蛋白占比 (%)	80	75	40
——乳清蛋白占比 (%)	20	25	60
亚油酸, 长链 (g/100g 脂肪)	2.5	2.2	13
亚麻酸, 长链 (g/100g 脂肪)	1.8	微量	1.4
乳糖 (g/100g)	4.7	4.5	6.9
消化时间 (分钟)	120	20	30
吸收时间 (分钟)	32	22	36
吸收率	48%	94%	91%

数据来源：中国营养学会，浦银国际

综上所述，伊利对羊奶粉第一品牌澳优乳业的收购是应对未来消费需求变化提前做的企业战略布局，有利于强化公司在奶粉细分领域的市场竞争力，以期为企业的发展壮大提供新的利润增长点。

（二）寻求协同效应，助力长期发展

近年来，在企业“全球织网”战略方针的指引下，伊利积极开拓海外市场，加快海外工厂的建设步伐，推动企业的国际化进程。随着伊利国际化进程的稳步推进，海外市场对公司产品的需求逐渐增加，势必会引起公司对乳制品的主要生产原料生鲜乳的进一步加大，而在巨量需求下生鲜乳价格的波动将对企业在成本控制方面造成压力。尤其是近年来在俄乌冲突、新冠疫情、中美贸易摩擦等因素叠加的综合影响下，原料奶、油脂、纸箱等原辅料价格大幅上涨导致伊利在成本控制方面持续承压，给企业的日常

经营发展带来诸多挑战。下图是自 2015 年以来我国生鲜乳的价格走势情况，可以发现自 2018 年价格触底以来，生鲜乳的价格总体处于上升通道，目前依然维持在高位，而从伊利的年报中可以看到公司的毛利率在逐年下降，所以，本文认为生鲜乳价格的上涨对伊利的利润率水平造成一定的影响，从而掌握更多的上游奶源以降低企业的生产成本对伊利而言迫在眉睫。

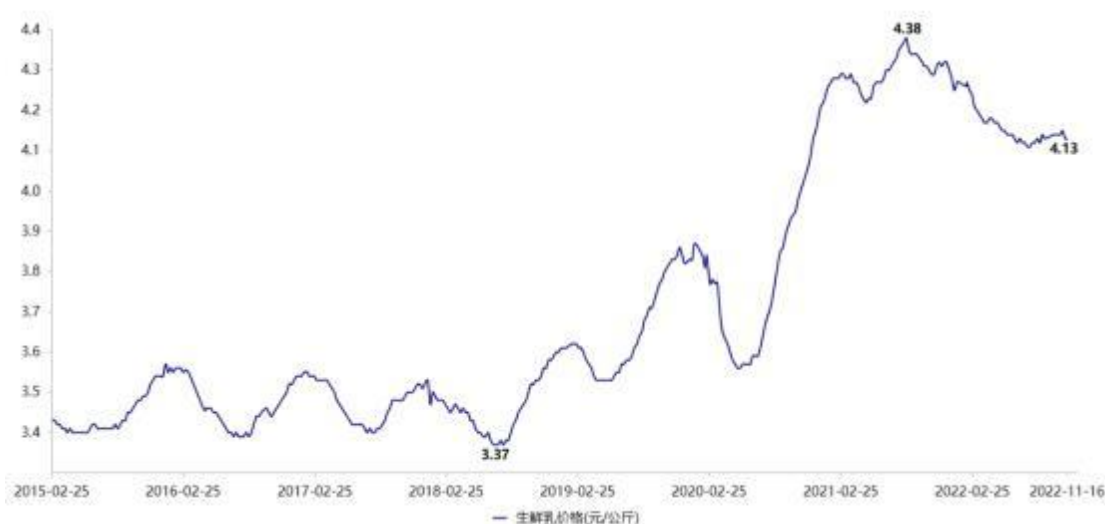


图 3-4 2015-2022 年中国生鲜奶价格走势情况

Fig.3-4 Price trend of raw and fresh milk in China from 2015 to 2022

数据来源：东方财富 Chioce 数据

如表 3-7 所示，近年来，澳优乳业公司通过资本运作完成多笔收购案，从而在全球“黄金奶源地”先后掌握多个的牛羊奶牧场，为该公司获取海外优质的原奶资源奠定基础。在合并澳优乳业后，伊利也因此可以获取更多的海外优质原奶，尤其是市场稀缺的羊乳清蛋白，进而可为公司旗下于 2019 年 12 月 17 日上市的“金领冠悠滋小羊”提供更多进军高端羊奶粉市场的可能性。而此次并购也为澳优乳业提供获取国内原奶资源的便利，从而弥补澳优乳业缺乏对国内上游奶源掌握的不足。因此，根据协同效应理论，从奶源资源的角度看，奶源资源的互补将给伊利和澳优乳业带来良好的经营协同效应。

表 3-7 澳优公司近年收购的奶源企业

Table.3-7 Acquisition of milk source enterprises by Ausnutria Dairy in recent years

时间	收购企业	持股比例
2011-2015	荷兰海普凯诺	100%
2014	荷兰 Sanimel	100%
2014	荷兰 Farmel	50%
2016	与新西兰 Westland 合资建厂	60%
2017	澳大利亚 ADP	100%
2017-2018	澳大利亚 Oz Farm	100%
2018	荷兰 Holland Goat Milk	100%
2018	与 Joannusmolen 合资建立 BV	50%

数据来源：浦银国际

3.3.2 并购过程

（一）签署及实施《购股协议》和《认购协议》

2021年10月27日17时05分（交易时段后），伊利集团发布公告宣称其境外全资子公司香港金港商贸控股有限公司（以下简称“金港控股”）以协议转让、认购新股并触发全面要约义务的方式收购澳优乳业的股权。具体而言，2021年10月27日金港控股（买方）与澳优乳业原股东（卖方，即 Citagri Easter Limited、Dutch Dairy Investments HK Limited、晟德大药厂股份有限公司、玉晟生技投资股份有限公司）签署购股协议以及与澳优乳业签署新股认购协议，届时金港控股一方面将以 10.06 港元/股的价格购买澳优乳业原股东所持有的 530,824,763 股澳优乳业股份，另一方面，金港控股还将通过现金认购方式，以 10.06 港元/股的价格认购澳优乳业向其定向发行的 9,000 万股新股份，待上述所有交易全部完成后，金港控股将以约 62.45 亿港元的总价获得 620,824,763 股澳优乳业的股份，占澳优乳业已发行股本的 34.33%，并触发全面要约，至此伊利成为澳优乳业单一最大股东。

2022年1月28日，根据《购股协议》和《认购协议》，交易各方顺利完成相应的股权交割事宜。《购股协议》和《认购协议》完成前后的澳优乳业股权关系图如图 3-5

和图 3-6 所示：

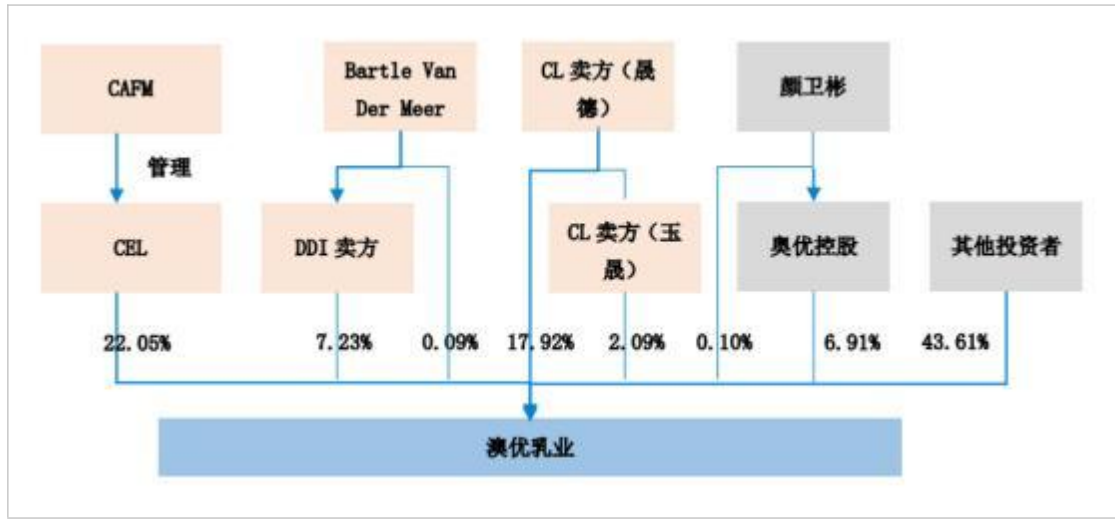


图 3-5 协议实施前澳优乳业的股权架构

Fig.3-5 The equity structure of Ausnutria Dairy before the implementation of the Agreement

数据来源： 伊利集团官方公告

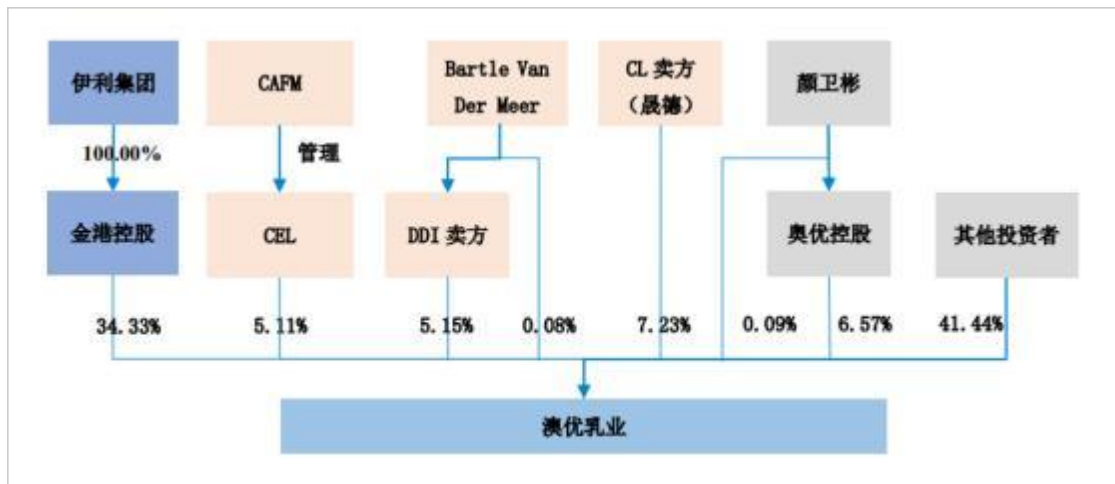


图 3-6 协议实施后澳优乳业的股权架构

Fig.3-6 The equity structure of Ausnutria Dairy after the implementation of the Agreement

数据来源： 伊利集团官方公告

（二）全面要约

2022 年 2 月 10 日，金港控股财务顾问中信里昂证券有限公司代表金港控股向澳优乳业所有要约股份寄发要约综合文件。截至 2022 年 3 月 3 日 16 时（即首个要约截止日期），金港控股总共收到的接纳股份 332,338,860 股，加上 2022 年 1 月 28 日与各方顺利交割完成从而持有的 620,824,763 股，合计共持有澳优乳业 953,163,623 股，约

占澳优乳业已发行总股份的 52.70%。另外，根据香港证监会《公司收购及合并守则》，本次要约可供接受的时间将延长至 2022 年 3 月 17 日 16 时。截至 2022 年 3 月 17 日 16 时，金港控股共收到的接纳股份 449,288,386 股，加上另持有的 620,824,763 股，总计持有澳优乳业 1,070,113,149 股，换言之，金港控股持有澳优乳业已发行总股份占比约为 59.17%，至此本次要约截止。

综上，本文将此次伊利并购澳优乳业的主要进程梳理如表 3-8 所示：

表 3-8 并购历程及主要事项

Table.3-8 Merger and acquisition history and main issues

时间	主要事项
2021.10.12	澳优乳业于 10 月 12 日上午 9 时起停牌，市场出现伊利并购澳优乳业传闻。
2021.10.25	伊利召开第十届董事会临时会议，审议并通过了《公司关于境外子公司投资及收购澳优乳业股份有限公司股权的请示》。
2021.10.27	伊利发布了《内蒙古伊利实业集团股份有限公司关于境外子公司投资及收购澳优乳业股份有限公司股权的公告》，向市场宣告其对澳优乳业进行收购的相关事宜。
2021.12.08	伊利收到国家市场监督管理总局出具的《经营者集中反垄断审查不实施进一步审查决定书》，结果显示伊利此次并购通过了国家市场监督管理总局的反垄断审查。
2022.01.28	金港控股获得澳优乳业原股东（卖方）转让的 530,824,763 股股份并认购澳优乳业 9,000 万股新股，合计持有 620,824,763 股的澳优乳业股份，占澳优乳业已发行股本的 34.33%。
2022.02.10	金港控股财务顾问中信里昂证券有限公司代表金港控股向澳优乳业所有要约股份寄发要约综合文件。
2022.03.03	下午 4 时，金港控股共收到接纳股份 332,338,860 股；本次要约可供接受时间延长。
2022.03.17	下午 4 时，金港控股共收到接纳股份 449,288,386 股，加上另持有的 620,824,763 股，总计持有澳优乳业 1,070,113,149 股，占澳优乳业已发行总股份约 59.17%，至此伊利成为澳优乳业的控股股东。

数据来源：根据伊利官方公告整理所得

第四章 案例分析

根据“有效市场假说”理论，企业将自身要进行并购的信息向市场公布后，市场上的投资者就会分析并购方案中隐藏的风险大小，进而评估并购活动对企业价值的影响，最后通过公司股票的买或卖以表达投资者对并购活动的态度。所以，当并购方案的风险过大，而投资者不看好时就会通过抛售公司的股票造成公司的价值下跌，反之则相反。此外，需要注意的是虽然并购方案中的一部分风险能够通过股价的变动即时反映出来，但也有一部分风险是不能即时体现出来的，如并购后企业是否能够顺利地按预期计划进行整合、市场政策环境是否会出现变化、标的企业的业绩是否会断崖式下跌等等，而这一部分风险的大小只有通过并购后对企业的财务状况进行持续地追踪分析才能体现出来。

从上述的分析中可以看出，企业的并购绩效和并购风险二者之间是有明显的相关关系的，主要体现为并购风险会影响并购绩效，并购绩效能反映并购风险。因此，本章将从短期的股价效应和财务绩效这两个角度着手对伊利并购澳优乳业所产生的绩效进行研究，并从内部风险和外部风险这两个方面入手对伊利在此次并购中所承受的风险进行分析。

4.1 并购绩效分析

4.1.1 研究方法选用说明

本文采用事件研究法和财务分析法来对此次并购所产生的绩效情况进行分析。

事件研究法最早可以追溯到 Dolley（1933）的研究，不过将该方法引入到会计和金融领域的则分别是 Ball（1968）和 Fama（1969）的研究。商学领域在探讨某一特定事件会对特定主体产生何种影响时，通常情况下会选择事件研究法，因此，本文后续在对并购案例的短期绩效进行分析时将采用此方法。通过计算出事件窗口期内的超额收益率（AR）和累计超额收益率（CAR），从而对并购信息发布前后伊利股票收益率的变化情况进行分析，以揭示此次并购事件对伊利短期绩效的影响情况。

财务分析法是评价企业财务绩效状况的常用方法，该方法主要是利用企业向公众披露的财务报告数据，计算出各财务指标的数值，通过对比财务指标数值在不同报告期的变化情况以对企业的经营状况作出评价。财务分析法在评价企业并购绩效过程中

具有以下优点：（1）由于上市公司都会向市场披露企业的财务数据，获取上市公司的财务数据是较为便利的，因此该方法的可操作性较强；（2）通过对比并购事件前后企业财务指标的变化，可以清晰地看出企业在业绩方面的情况；（3）利润最大化是企业的目标之一，但企业应该着眼于盈利、偿债、营运和成长这四方面的综合提升上，而财务分析法能够较全面地对企业的经营状况进行分析。

4.1.2 股价效应分析

（一）事件日、事件窗口期和事件估计期的选择

1.事件日的确认。事件日的确认是进行事件窗口期选择的前提，它是指该事件的相关信息首次被市场接收到的时间点，而不是该事件在未来实际上发生的时间点。通过阅读与事件研究法有关的文献，本文发现学者们通常以该事件向市场发布公告的首日或者证券交易所发布公告的时间点作为事件日。因此，在参考以往研究文献的基础上，结合伊利并购澳优乳业案例的实际情况，本文将伊利首次正式向市场发布并购澳优乳业相关信息的时间点，即2021年10月28日，确认为事件日，记作 $T=0$ 。

2.事件窗口期的选择。在窗口期的选择上，太短或者太长都不利于对并购事件研究的进行，一方面，窗口期太短容易造成市场尚未来得及对事件作为反应；另一方面，窗口期太长就无法保证把窗口期内出现的其他干扰事件排除在外，从而对最终的研究结果造成影响。但以往学者们在事件窗口期长度的选择上并没有一个统一的标准，而大多是以事件日为中心，分别选取 n 天以作为窗口期，记作 $[-n,n]$ ，研究文献当中比较常见的有 $[-5,5]$ 、 $[-10,10]$ 、 $[-15,15]$ 、 $[-30,30]$ 。综上，本文结合前人的研究成果，在综合考虑伊利公司其他相关事件对研究结果影响的基础上，选择 $[-10,10]$ 作为此次并购事件的窗口期。

3.事件估计期的选择。在估计期的选择上，过短或者过长都会对并购事件研究的结果造成影响，一方面，估计期过短容易让构建的模型在预测能力上大打折扣；另一方面，估计期过长则会存在预测结构发生变化的可能性。前人的研究文献表明，在事件估计期的选择上也并没有一个统一的标准，但学者们在估计期的选择上通常情况下设定在120个交易日至255个交易日这个区间内。所以，本文在事件估计期的选择上，结合已有的研究文献，采取折中的方法，选择事件窗口期前180个交易日，即 $[-190, -11]$ ，

作为此次并购事件研究的事件估计期。

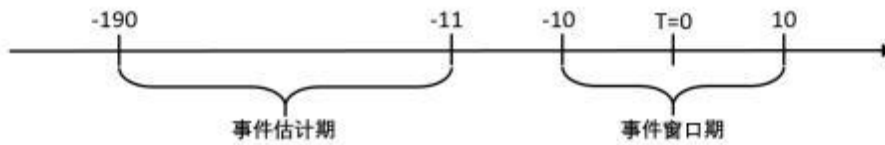


图 4-1 事件窗口期和事件估计期示意图

Fig.4-1 Schematic diagram of event window period and event estimation period

(二) 构建市场模型以估算个股预期正常收益率

计算预期正常收益率的方法种类比较多，前人的研究文献当中普遍使用的方法大致可分为以下三类：平均调整收益率模型法、市场指数调整收益率模型法和市场模型法。通过阅读学者们相关的研究文献，本文发现以上三种方法所采用模型的复杂程度各有差异，但市场模型法相对于另外两种方法而言较为简单，而且它的预测能力并不逊色于其它的模型，计算结果也比较可靠，总的来说实用性较强，因此，市场模型法被大多数学者们采用。所以，在本文的研究当中所采用的方法为应用最为广泛的市场模型法，以对预期正常收益率进行计算。

市场模型法的计算公式可表达为：

$$R_{it} = a_i + \beta_i R_{mt} + \varepsilon_{it} \quad (4.1)$$

其中： R_{it} 表示证券在第 t 天的日收益率； a_i 表示无风险收益率； R_{mt} 表示市场指数在第 t 天的日收益率； β_i 表示证券价格相对于市场指数的波动情况，用来衡量证券的系统性风险； ε_{it} 表示证券特有的扰动项。

通过将事件估计期内的个股实际收益率和市场指数实际收益率进行回归，从而得到理论上的回归系数 $\hat{\alpha}_i$ 和 $\hat{\beta}_i$ ，再代入到公式（4.1）中得到个股预期收益率的公式（4.2）。再将事件窗口期内市场指数的日收益率 R_{mt} 代入到公式（4.2），即可从理论上得到没有发生并购事件情况下个股在事件窗口期内每日的预期正常收益率。

$$E(R_{it}) = \hat{\alpha}_i + \hat{\beta}_i R_{mt} \quad (4.2)$$

其中： $E(R_{it})$ 表示个股在第 t 天的预期正常收益率。

由于本文的案例公司伊利股份（600887）属于沪深 300 股指当中的成分股，相对于上证指数而言，伊利股份与沪深 300 股指有着更强的联系性与相关性，所以本文选

取沪深 300 股指的日收益率作为本次分析中的市场收益率 R_{mt} 。通过东方财富 Choice 数据终端可以获取伊利股份和沪深 300 股指在事件估计期内的日收盘价，然后，根据公式（4.3）和公式（4.4）分别计算伊利股份和沪深 300 股指的日收益率。公式（4.3）和公式（4.4）分别如下：

$$\text{伊利股份日收益率} = \frac{(\text{本交易日收盘价} - \text{上一交易日收盘价})}{\text{上一交易日收盘价}} \times 100\% \quad (4.3)$$

$$\text{沪深 300 日收益率} = \frac{(\text{本交易日收盘价} - \text{上一交易日收盘价})}{\text{上一交易日收盘价}} \times 100\% \quad (4.4)$$

最后，使用 Excel 对以上计算所得的伊利股份日收益率 R_{it} 和沪深 300 股指日收益率 R_{mt} 进行回归分析，确定回归方程，得到的回归结果如下所示：

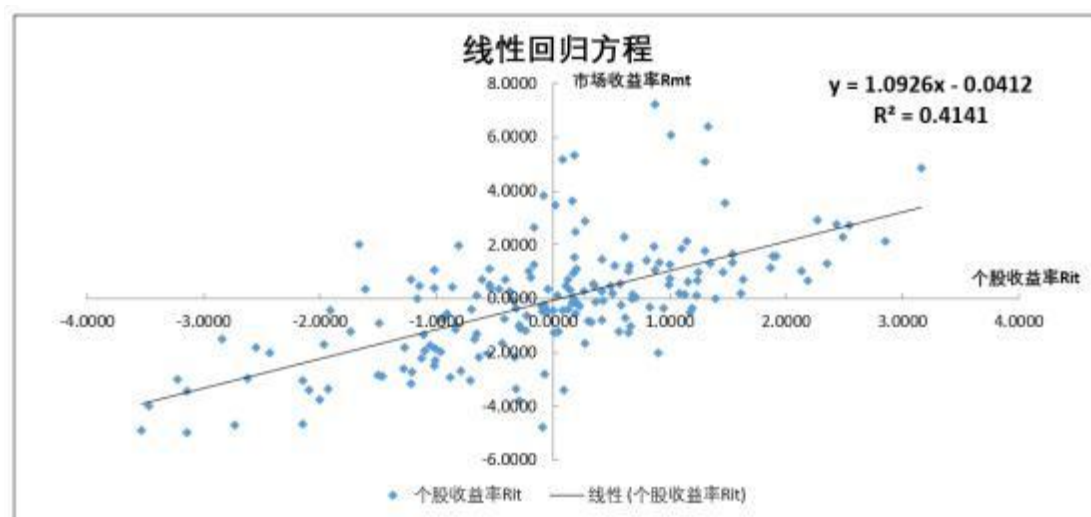


图 4-2 线性方程回归结果

Fig.4-2 Linear equation regression results

数据来源：根据 Excel 回归结果整理

表 4-1 回归统计

Table.4-1 Regression statistics

回归统计	
Multiple R	0.643534520
R Square	0.414136679
Adjusted R Square	0.410845312

续表 4-1

回归统计	
标准误差	1.653272722
观测值	180

数据来源：根据 Excel 回归结果整理

表 4-2 方差分析

Table.4-2 Variance analysis

方差分析					
	df	SS	MS	F	Significance F
回归分析	1	343.9192	343.9192	125.8251	0
残差	178	486.5293	2.7333		
总计	179	830.4485			

数据来源：根据 Excel 回归结果整理

表 4-3 系数

Table.4-3 Coefficient

	Coefficients	标准误差	t Stat	P-value
Intercept	-0.0412	0.123308	-0.33411	0.73869
市场收益率 Rmt	1.09258	0.097402	11.21718	0

数据来源：根据 Excel 回归结果整理

根据以上回归结果，可得 $R^2=0.4141>0.4$ ，表示回归模型可以解释因变量（伊利股份的日收益率 R_{it} ）的方差的 41.41%，拟合效果较好； $F=125.8251$ ， $\text{Sig.F}=0<0.05$ ，表明回归模型具有统计学意义。由此我们可以认为伊利的股票收益率和沪深 300 股指的市场收益率线性相关关系显著。另外，从表 3 中的结果中可得回归方程的常量为 -0.0412，回归系数为 1.0926，即 $\hat{\alpha}_1=-0.0412$ ， $\hat{\beta}_1=1.0926$ ，因此，可建立回归方程如下：

$$E(R_{it}) = 1.0926R_{mt} - 0.0412 \quad (4.5)$$

在回归方程建立完成后，将事件窗口期内沪深 300 股指日收益率数据代入回归方程式可求得在该事件窗口期内伊利股份的预期正常收益率。

(三) 计算超额收益率和累计超额收益率

根据前文利用回归方程求得伊利股份在事件窗口期内预期正常收益率的结果，然后，再将事件窗口期内伊利股份的实际日收益率减去预期正常收益率以求得事件窗口期内的超额收益率，最后，将超额收益率加总求得事件窗口期内的累计超额收益率。计算的数据结果如表 4-4 所示：

表 4-4 累计超额收益率计算结果

Table.4-4 Calculation result of cumulative excess rate of return

事件窗口期	伊利股份日收益率 (%)	预期正常收益率 (%)	超额收益率 AR (%)	累计超额收益率 CAR (%)
-10	-1.49%	-0.63%	-0.86%	-0.86%
-9	0.15%	0.37%	-0.22%	-1.08%
-8	-1.23%	-1.31%	0.08%	-1.00%
-7	-0.80%	1.03%	-1.84%	-2.83%
-6	-0.76%	-0.32%	-0.44%	-3.27%
-5	0.47%	0.36%	0.12%	-3.15%
-4	4.48%	0.66%	3.82%	0.67%
-3	1.53%	0.39%	1.13%	1.80%
-2	0.15%	-0.40%	0.55%	2.35%
-1	-0.69%	-1.47%	0.78%	3.13%
0	1.19%	-0.80%	1.99%	5.12%
1	5.50%	0.96%	4.53%	9.66%
2	-1.02%	-0.44%	-0.58%	9.08%
3	0.99%	-1.18%	2.16%	11.24%
4	-2.72%	-0.46%	-2.26%	8.98%
5	2.51%	1.04%	1.47%	10.45%
6	0.89%	-0.63%	1.52%	11.97%
7	-1.71%	0.09%	-1.80%	10.17%

续表 4-4

事件窗口期	伊利股份日收益 率 (%)	预期正常收益率 (%)	超额收益率 AR (%)	累计超额收益率 CAR (%)
8	-0.64%	-0.07%	-0.56%	9.61%
9	-2.91%	-0.62%	-2.30%	7.32%
10	2.93%	1.71%	1.21%	8.53%

同时，为了更加直观、清晰地反映伊利股份在事件窗口期内超额收益率（AR）和累计超额收益率（CAR）的趋势变化，根据上表计算的数据结果，作出超额收益率（AR）和累计超额收益率（CAR）的折线图如图 4-3 所示。

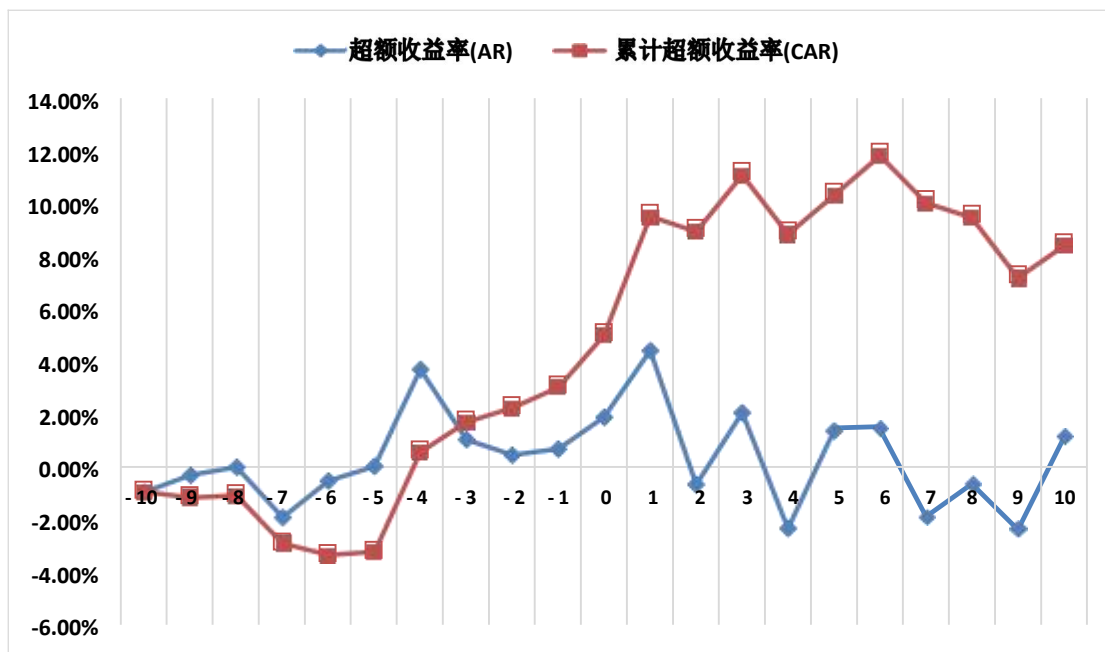


图 4-3 伊利事件窗口期内超额收益和累计超额收益

Fig.4-3 Yili's excess return and cumulative excess return during the event window period

根据超额收益率与累计超额收益率的趋势变化图，可以发现在[-10, -5]期间，伊利股票每日的超额收益率 AR 基本维持在“0”左右，且波动幅度较小；而在 T=-4 当天却出现了 3.82%的高超额收益率，此后，虽然在[-3, -1]这 3 个交易日的超额收益率 AR 有所下滑，但均保持正值。查阅相关资料后发现伊利公司在此期间并没有向市场发布其他重大事项，因此，针对事件日之前几个交易日的股票日超额收益率出现陡然上升的趋势这一现象，本文认为此次并购信息可能存在被提前泄露的问题，而有知情人提前掌握相关信息后在二级市场上先行买入伊利的股票，进而推动伊利股价在事件日之

前的几个交易日就出现幅度较大的上涨。另外，从累计超额收益率角度看，可以发现在事件窗口期内，累计超额收益率在并购信息向市场公布前后呈现出明显的上涨趋势，从事件日前最低的-3.27%上升到事件日后最高的 11.97%，最大幅度达 15.24%。同时，在事件日之后的窗口期内累计超额收益率 CAR 维持在 10%上下波动，这说明市场上的投资者对伊利并购澳优乳业这一事件持有乐观的态度。

综上所述，此次并购交易在短期内让伊利公司的市值在不断上涨，表明这次并购给伊利带来了正效应，同时也让公司股东以及投资者从并购当中获得超额收益，实现了财富的增值。值得注意的是，从超额收益率以及累计超额收益率这两个指标看，此次并购事件的相关信息可能在事件日之前就已经被泄露。

（四）检验差异性

为了检验上述研究是否具有统计意义，本文通过 SPSS26.0 软件对累计超额收益率（即 CAR 值）进行单样本 T 检验。检验结果显示，单样本检验的 T 值为 3.974，显著性 $P=0.001 < 0.05$ ，结果通过了 T 检验，说明本研究的结果是具有统计意义的。同时，这反映出此次伊利并购澳优乳业事件在短期内确实给伊利带来显著的正超额收益，为伊利带来正效应。

表 4-5 单样本 T 检验

Table.4-5 Single sample T test

单样本检验						
	检验值=0					
	t	自由度	Sig.(双尾)	平均值差值	差值 95% 置信区间	
					下限	上限
CAR	3.974	20	.001	4.6611732	2.214227	7.108119

4.1.3 财务绩效分析

为了对企业并购绩效作出合理客观的评价，那么并购事件对并购方的绩效产生何种影响不能仅仅根据股票市场上该公司股价短期的上涨或下滑来得出最终的评价，还应该对企业并购交易完成前后的财务绩效情况进行分析与评价。

而关于伊利公司财务指标在不同报告期之间所产生的变化是否由此次并购所导致

的这一问题的，本文对二者之间的关系作如下说明。一方面，伊利此次并购澳优乳业花费超过 100 亿元，是该公司自成立以来实施完成的最大的一次并购，势必会对伊利公司财务的整体情况产生明显的影响；另一方面，根据伊利公司 2022 年公布的中期财务报告，我们可以发现澳优乳业的并表给伊利部分财务数据指标带来的直接影响主要有：伊利公司商誉同比上涨 1354.86%、无形资产同比增加 163.95%、递延所得税负债同比上升 157.32%、交易性金融资产同比提高 256.81%、投资活动产生的现金流量净额同比下降 133.96%。此外，澳优乳业的并表也使得伊利公司诸如营业收入、营业成本、销售费用、预付款项等财务数据指标均出现不同程度的变动。通过上述的分析，本文有理由相信澳优乳业的并表势必会对伊利公司的财务状况产生影响，换言之，伊利公司财务指标数据在不同报告期之间所产生的变化很大程度上是由并购澳优乳业所致。因此，本文认为可以通过分析伊利公司财务数据在不同报告期之间的变化来推断此次并购所产生的绩效情况。

在对此次并购事件进行财务绩效评价之前，考虑到此次并购交易各方于 2022 年 1 月 28 日才完成相应股权交割事宜，且触发的全面要约义务截止日期为 2022 年 3 月 17 日下午 4 时，此外，伊利公司于 2022 年的第二季度将澳优乳业公司纳入伊利公司的合并报表。因此，本文将选取伊利公司 2018 年至 2022 年半年度报告的财务数据作为研究对象。

4.1.3.1 财务绩效评价指标的选取

（一）财务绩效评价指标的初选

由于并购交易所产生的效应能够客观地反映在企业的财务数据上，因此，为了可以更全面、更科学地评价此次并购对伊利所产生的影响，本文在参考众多学者此前研究成果并结合数据可获得性的基础上，选取了能够有效的反映企业大致情况的盈利能力、营运能力、偿债能力和成长能力这四个维度来对伊利的财务绩效进行评价，在评价指标上则初步选择了能够较好反映企业盈利能力、营运能力、偿债能力和成长能力的 16 个财务指标来构建伊利财务绩效评价指标体系，具体内容如表 4-6 所示。

表 4-6 财务指标的初选

Table.4-6 Preliminary selection of financial indicators

指标类型	变量	指标名称	指标含义
盈利能力	X1	销售毛利率	毛利润/销售收入*100%
	X2	销售净利率	净利润/销售收入*100%
	X3	净资产收益率	净利润/净资产*100%
	X4	总资产净利率	净利润/平均资产总额*100%
营运能力	X5	应收账款周转率	销售收入/平均应收账款
	X6	应付账款周转率	销售成本/平均应付账款
	X7	存货周转率	销售收入/存货平均月
	X8	总资产周转率	销售收入/平均资产总额
偿债能力	X9	流动比率	流动资产/流动负债
	X10	速动比率	速动资产/流动负债
	X11	产权比率	负债总额/股东权益
	X12	资产负债率	负债总额/资产总额*100%
成长能力	X13	营业收入增长率	营业收入净增量/上年同期营业收入*100%
	X14	每股收益增长率	每股收益净增量/上年同期每股收益*100%
	X15	净利润增长率	净利润净增量/上年同期净利润*100%
	X16	总资产增长率	总资产净增量/上年同期总资产*100%

（二）熵值法的基本原理、适用性和具体操作步骤

熵值法属于客观赋权法，其出发点是根据各评价指标指标值之间的差异程度来确定权重系数^[35]，熵值越大则指标反映的信息作用越小，而其权重也就越小；相反，熵值越小则指标反映的信息作用越大，而其权重也就越大。熵值法在确定财务指标权重系数的过程中可以有效避免人为因素的干扰，能够比较客观地反映各评价指标在综合评价指标体系中的重要性，确保指标选取结果的客观性和有效性。已有许多研究表明，熵值法是一种非常客观的综合评价方法，它可以为同一企业不同时期纵向财务指标的权重设定提供参考，判断企业的综合财务状况，而避免了不同大类指标难以统筹均衡

评价的境地^[36]。

本文对伊利的短期财务绩效进行分析所采用的财务指标数据较容易收集，而且总的指标数据不算太多，选用熵值法来确定各财务指标的权重并进一步结合皮尔逊相关性分析来对各财务指标进行筛选，这一过程可操作性较强且可以避免分析过程中的主观臆断。综上，本文选用熵值法来初步确定各财务指标权重以便进一步实现对财务指标的筛选。

熵值法求指标权重的具体步骤如下：

1.构建原始数据矩阵

假设选取某企业 m 年的财务数据作为研究对象，而选择的财务指标为 n 个，那么原始数据矩阵记为 $A = (a_{ij})_{n \times m}$ ， a_{ij} 则表示第 m 年的第 n 个指标($i = 1, 2, \dots, n; j = 1, 2, \dots, m$)。

2.指标数据的无量纲化以及非负化处理

考虑到各财务指标不但单位不同，而且表达含义也不同，因此，为了减少因量纲错误造成的错误则需要对原始指标数据进行无量纲化处理。而在所选取的指标中，既有正向指标，又有逆向指标，正向指标是指标数值越大越好，逆向指标则是指标数值越小越好。原始指标数据矩阵 A 经处理后记为 $X = (x_{ij})_{n \times m}$ ，处理公式如下所示。

$$\text{正向指标: } x_{ij} = \frac{a_{ij} - \text{Min}\{a_{ij}\}}{\text{Max}\{a_{ij}\} - \text{Min}\{a_{ij}\}} + c \quad (4.6)$$

$$\text{逆向指标: } x_{ij} = \frac{\text{Max}\{a_{ij}\} - a_{ij}}{\text{Max}\{a_{ij}\} - \text{Min}\{a_{ij}\}} + c \quad (4.7)$$

为了减少常数项 c 对原数据的影响， c 的取值为 $c = 0.0001$ 。

3.计算第 j 项指标下第 i 年指标值的比重，记为 p_{ij} ，运算公式如下

$$p_{ij} = \frac{x_{ij}}{\sum_{i=1}^m x_{ij}} \quad (i = 1, 2, \dots, n; j = 1, 2, \dots, m) \quad (4.8)$$

4.设第 j 项指标的熵值为 e_j ，求各项指标的熵值，基本公式如下

$$e_j = -k \sum_{i=1}^m p_{ij} \ln(p_{ij}) \quad (k = \frac{1}{\ln(m)}, 0 \leq e_j \leq 1) \quad (4.9)$$

5.求出各项指标的变异系数，记为 g_j ，计算公式如下

$$g_j = 1 - e_j \quad (j = 1, 2, \dots, m) \quad (4.10)$$

以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文，请访问：<https://d.book118.com/305040331314011040>