

Analysis of Business Motivations and Performance of Tomson Bio-Health's Acquisition of LSG

Yinru Fu

School of Economics and Management, East China Jiaotong University, Nanchang, Jiangxi, 330000, China

Email: 2580544396@qq.com

Abstract

More and more Chinese companies are choosing to invest overseas in search of more development opportunities, and opportunities often go hand in hand with risks. This paper analyzes the motivation of Tomson's cross-border acquisition of LSG, and uses DuPont analysis to analyze its M&A performance, and finds that in the first year after the acquisition of LSG, Tomson's return on equity plummeted, profits fell from positive to negative, equity multiplier reached a high point, and the asset leverage ratio hit a new high. This proves that the acquisition of By-Health was unsuccessful. In view of this incident, this article summarizes the corresponding experience in improving the effectiveness of M&A, hoping to provide help for the acquisition behavior of related industries.

Keywords: Tomson Bio-Health; Cross-Border Mergers and Acquisitions; DuPont Analysis; Goodwill

汤臣倍健并购 LSG 公司的动因及绩效分析

付胤儒

华东交通大学经济管理学院, 江西南昌 330000

摘要: 中国越来越多的企业选择走向海外投资寻找更多的发展机会, 而与机遇并存的往往是风险。本文分析了汤臣倍健公司跨国并购 LSG 公司的动因, 并使用杜邦分析法对其并购绩效进行分析, 发现收购 LSG 后的第一年, 汤臣倍健的净资产收益率急转直下, 利润也从正数跌至负值并且权益乘数达到高点, 资产杠杆率创下新高。这证明了汤臣倍健的本次收购行为是不成功的。针对本事件, 本文总结了相应的提升并购有效性的经验, 希望为相关行业收购行为提供帮助。

关键词: 汤臣倍健; 跨国并购; 杜邦分析法; 商誉

引言

21 世纪的今天, 经济全球化程度日益加深, 在“一带一路”倡议的大环境下, 我们国家在全球经济时常扮演的角色也日益重要。在全球化发展的大背景下, 为了寻求业务增长上的突破以及核心竞争力的增长, 许多的中国企业选择了走出去, 走向国际平台来找寻更多的机会。探究中国本土企业自主创新如何摆脱“低质低效”的现实困境, 实现在全球价值链上地位的跃升日渐重要^[1]。安永会计师事务所公布的《2021 年中国海外投资概览》的数据表明, 2021 年我国企业在海外的投资并购金额总计达到了 570 亿美元, 增长了 19%。出资并购外资企业是中国公司快速打开国际市场, 获得技术进步与核心竞争力突破的主要手段。如此规模的海外并购投资是否全部给投资企业带来了正面效应, 是否优化了企业的经营状况? 汤臣倍健作为中国膳食营养补充剂领导品牌和标杆企业, 豪掷二十多亿溢价收购 LSG 公司实现跨国并购谋求更多的发展机会, 也能借此掌握新的技术来稳定自身在全国乃至国际市场上的地位。但有研究指出控制主体变更的目标公司存在显著的溢价^[2], 这是由于文化摩擦因素的存在^[3], 文化贸易对于企业跨国并购呈现正向促进效果

[4]。通过对本案例的讨论分析，丰富了对企业海外并购特别是“上市公司+PE”模式并购所取得效果的研究，为其他企业今后进行海外并购提供了参考和借鉴。

1 公司简介及并购过程

1.1 汤臣倍健简介

汤臣倍健，一家成立于 1990 年代中期的公司，已经在保健品行业内确立了其领导地位。该公司于 2010 年 12 月 15 日在深圳证券交易所的创业板成功上市，股票代码为 300146。其 IPO 时的发行价达到 110 元每股，市盈率高达 115 倍，这在 A 股市场上创下了两项记录。汤臣倍健专注于膳食补充剂及相关产品的研发、生产和销售，拥有超过 200 项专利权，以及一个包含百万级数据的数据库和个性化数据模型算法。公司以 10.3% 的市场份额稳居行业首位，遥遥领先于排名第二和第三的竞争者，市场份额分别为 6.0% 和 5.0%。根据 2021 年的年报，汤臣倍健当年实现了 74.31 亿元的营业收入，同比增长 21.93%，而归属于上市公司股东的净利润达到了 17.54 亿元，年增长率为 15.07%，进一步巩固了其作为中国保健品行业领军企业的地位，是中国保健品行业的领头羊。

1.2 LSG 公司简介

Life-Space Group Pty Ltd.（简称 LSG 公司），自 1993 年在澳大利亚维多利亚州成立以来，已经发展成为澳大利亚最大的益生菌生产企业之一。根据公司的年度报告，LSG 公司的营业收入在 2016 年和 2017 年分别达到了 3.0723 亿元和 4.7398 亿元，2017 年的收入较前一年增长超过 50%，显示出其盈利能力的稳步提升。在产品市场竞争方面，LSG 公司的旗舰品牌“Life-Space”在 2015 年到 2017 年间的市场占有率显著增长，从 3% 增至 20%，成为市场上的主要竞争者，市场份额仅次于一家占比从 55% 降至 38% 的领先企业。这一显著的增长表明“Life-Space”品牌具有强大的市场竞争力和消费者吸引力。自 2014 年通过在线购物平台进军中国市场后，LSG 公司在中国享有良好的声誉，并持续保持着积极的增长势头，展现出其在中国市场的巨大潜力。

1.3 并购过程

汤臣倍健与中平资本、广发信德旗下四家私募股权机构——中平国璟、嘉兴仲平、信德厚峡和信德敦东，携手成立了一家专门的境内特殊目的公司，汤臣佰盛并购基金^{[5][6]}。这是一次典型的“上市公司+PE”型跨境并购模式，旨在通过汤臣佰盛集资并购款项及管理被并购公司在国内的业务操作。如图 1 所示，汤臣倍健联合这四家 PE 企业共同出资 30 亿元，进行跨国并购 LSG 公司的交易。在这个结构中，汤臣倍健初期投资 15.5 亿元人民币，持有汤臣佰盛 53.33% 的股份，成为 LSG 公司的实际控制人。

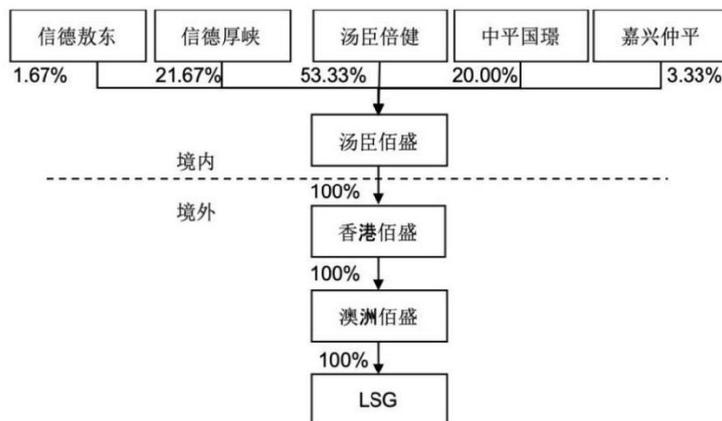


图 1 汤臣倍健收购 LSG 的股权架构

到 2019 年，汤臣倍健进一步收购了其余四家 PE 机构持有的汤臣佰盛 46.67% 的股份，此次收购的资金来源于发行的用于资产收购的股份。这一步骤完成后，汤臣佰盛成为汤臣倍健的全资子公司，并间接全资控制 LSG 公司，持股比例达到 100%。

在进行这次并购交易的评估过程中，以 LSG 的业绩为基准，通过对比可比公司的评分、赋权调整、修正系数和估值计算，发现 LSG 公司 2017 年的利润为 6337.19 万元，市盈率高达 52.59 倍，显示出其估值溢价率较高。这一超高的估值溢价后来成为商誉大幅减值的潜在风险。

2 并购动因

2.1 战略发展的需要

汤臣倍健视益生菌业务为其产品战略的核心组成部分，旨在通过跨境收购澳大利亚的 LSG 公司，进一步实施其横向一体化战略^[7]。此举不仅旨在整合销售渠道，丰富其在益生菌和综合保健品领域的产品线，还意在扩展其产品系列，增加产品多样性。Life-Space 品牌自 2015 年通过线上渠道进入中国市场以来，已成功树立了良好的品牌形象，并在中国益生菌市场中赢得了一席之地。这显示出 LSG 对汤臣倍健而言，是一个具有战略价值的收购目标。通过并购 LSG，汤臣倍健不仅能够进军中国益生菌市场，还能借此机会拓展全球业务，增加国内外的交叉销售机会，从而在全球范围内进一步巩固其作为膳食补充剂行业领导者的地位。

2.2 发挥协同效应

作为保健品行业的龙头企业，汤臣倍健拥有产品多样化和庞大的生产规模，占据了市场的大部份份额。为了进一步巩固其市场地位，公司决定拓展其尚未触及的益生菌业务领域。依靠自身的研发能力虽然可行，但这将耗费大量时间和成本，且短期内难以显著提高利润。与此同时，LSG 公司专注于高端益生菌饮品业务，市场份额在澳大利亚排名第二，拥有丰富的经验。汤臣倍健凭借其在运营管理上的丰富经验和对中国消费市场的深入了解，可以为 LSG 在中国的业务发展提供宝贵的指导和支持。此外，LSG 可利用汤臣倍健的销售渠道、生态链条和售后体系，迅速将其益生菌产品引入中国市场，从而扩大其影响力。因此，选择 LSG 作为并购目标，旨在通过发挥协同效应，实现业务互补和竞争能力提升，对双方增强市场份额具有重要的战略意义。

3 基于杜邦分析法的并购绩效评价

在评价并购绩效时，本文利用杜邦分析法对汤臣倍健在并购前 2 年、并购当年以及并购后 3 年，共计 6 年的数据进行分析，研究并购对汤臣倍健绩效的影响。运用杜邦分析法能真实地反映企业长期的绩效状况^[8]。杜邦公式旨在寻找权益净利率的驱动因素，通过简单的因式分解，就得到了传统的杜邦公式，即权益净利率=销售净利率*总资产周转率*权益乘数。三个驱动因素中，销售净利率是利润表的总结，代表了企业的盈利能力；总资产周转次数是资产负债表的概括，反映了企业的营运能力；权益乘数是资产负债表的概括，代表了企业的财务状况^[9]。下表 1 是用杜邦分析法对汤臣倍健公司并购当年及并购前 2 年得分析情况，即 2016—2018 年财务状况和经营成果进行分析。

表 1 2016 年-2018 年汤臣倍健公司杜邦分析数据表

	2018 年	2017 年	2016 年
净资产收益率(ROE)(%)	18.75	15.67	11.58
同比增长率	19.64	35.28	\
销售净利率	20.88	24.65	21.98

净利润/利润总额	80.46	86.64	77.66
利润总额/息税前利润	102.35	106.37	106.65
息税前利润/营业总收入	25.35	26.75	26.54
归属母公司股东的净利润/净利润(%)	110.32	99.93	105.43
权益乘数	1.49	1.17	1.11
资产周转率	0.55	0.54	0.45

为判断汤臣倍健收购 LSG 公司这一行为为汤臣倍健得企业经营带来的实际影响，评估该收购业务实际绩效，表 2 计算了 2019 年-2021 年汤臣倍健公司杜邦分析数据，与收购前及收购当年数据进行对比，以评估并购给汤臣倍健带来的影响即并购绩效。

表 2 2019 年-2021 年汤臣倍健公司杜邦分析数据表

	2021 年	2020 年	2019 年
净资产收益率(ROE)(%)	20.13	23.58	-6.14
同比增长率	-14.65	483.84	-132.78
销售净利率	23.77	25.33	-7.89
净利润/利润总额	81.10	87.30	97.69 (负负得正)
利润总额/息税前利润	101.74	99.68	100.86 (负负得正)
息税前利润/营业总收入	28.81	29.11	-8.01
归属母公司股东的净利润/净利润(%)	99.30	98.71	85.75 (负负得正)
权益乘数	1.30	1.39	1.56
资产周转率	0.66	0.68	0.58

从表 1 的数据分析可见，汤臣倍健在收购 LSG 前两年及收购当年，其净资产收益率持续呈现良好的增长态势。即便在收购当年，增长率虽有所放缓，但仍接近 20%，展现出公司的财务稳定性及向好的发展趋势。此时期的偿债能力、盈利能力、营运能力以及发展能力均显示乐观，与汤臣倍健在行业内的领导地位相匹配。

然而，根据表 2 所示，2019 年收购 LSG 后的第一年，汤臣倍健的财务状况出现显著变化。净资产收益率急转直下，转为负值；利润也从正数跌至负值，相关的利润数据均出现暴跌。权益乘数达到近年来的最高点，标志着公司的资产杠杆率创下新高。据当年的财报透露，汤臣倍健的净利润从 2018 年的 10 亿元人民币大幅下滑至 2019 年的负 3.5 亿元。值得注意的是，2020 年起，汤臣倍健的财务数据恢复正常，无论是净资产收益率还是资产负债率均回归至收购前的水平并有所提升。

在深入探讨汤臣倍健收购 LSG 公司的案例时，杜邦分析法提供了一个宝贵的框架，以深入理解并购如何影响了公司的财务健康。通过细化净资产收益率（ROE），我们可以将其分解为几个关键因素：资产回报率（ROA）、财务杠杆（资产与股东权益的比率），以及税后利润率。这种方法揭示了汤臣倍健在收购 LSG 后面临的具体财务挑战，并展示了公司如何应对这些挑战，最终成功地恢复其财务表现。

在并购 LSG 的首年，汤臣倍健经历了罕见的财务挑战，其净资产收益率出现了显著下降，甚至跌至负值。并购业务带来的挑战主要源于 LSG 在 2019 年的业绩不达预期，销售额大幅下降，导致汤臣倍健需要对 LSG 的商誉进行大额减值。这一财务操作虽未详细披露减值原因，但许多学者认为，这与 2019 年中国实施的新《电商法》政策变化，以及 LSG 在澳大利亚市场份额的下降有关。杨迪在 2021 年的分析中指出，LSG 在 2019 年的澳洲原有业务收入预计下降 56.78%，中国线下业务利润率预计降低 49.20%，这些因素共同导

致了汤臣倍健并购 LSG 后的财务冲击。这一变化主要由于并购后 LSG 业绩不达预期，导致汤臣倍健不得不对 LSG 的商誉进行大额减值。尽管公司的营运能力未显著受损，盈利能力和偿债能力的下降还是引发了市场对其发展能力的质疑。然而，值得注意的是，到了 2020 年，汤臣倍健通过加强内部管理和优化运营效率，成功地将其主要财务指标恢复至并购前的水平，证明了公司强大的企业核心竞争力和行业地位使其能够有效应对并购带来的短期冲击。

4 启示

在深入分析汤臣倍健收购 LSG 案例的基础上，我们得到了一系列对并购实践极具启发性的洞见。这些启示不仅适用于汤臣倍健在未来进行类似并购活动时的决策过程，也对其他企业在面临并购决策时提供了宝贵的参考。以下是基于此案例分析的几个关键启示，旨在提供更加细致和全面的视角。

4.1 谨慎选择并购标的

并购前的尽职调查是确保交易成功的关键步骤。汤臣倍健的案例强调了在进行并购决策前，必须对目标企业的宏观经济环境、行业地位、财务状况、以及可持续发展能力进行全面而深入的评估。汤臣倍健收购 LSG 的目的是为了快速进入并扩展在益生菌市场的业务版图。

然而，高溢价并购导致的高额商誉及其后续可能的减值风险，凸显了对目标企业未来发展潜力进行客观和谨慎评估的必要性。因此，汤臣倍健以及其他企业在并购交易准备阶段，应基于详实的市场分析和财务预测，对目标企业进行全方位的评估，以做出更加明智的决策。

4.2 合理设计补偿方案

并购交易中的业绩补偿安排是管理并购后期风险的重要工具。高业绩承诺增长率反映了并购方对目标公司未来发展的积极预期，但同时也可能隐藏着过于乐观的风险评估和管理层的机会主义动机。汤臣倍健收购 LSG 的案例中，业绩承诺未能达成所带来的财务风险提醒我们，业绩补偿方案需要合理设计，以避免过分激进的增长预期。

补偿方式包括股份补偿、现金补偿，附加减值补偿几种方式。方式种类繁多但是在其中，股份补偿的优势比较显著。股份补偿使得标的企业即业绩承诺方承担股票价格波动的风险，此外股票补偿能够稀释业绩承诺方对并购方企业所持有的股权比例，如果在未来经营过程中业绩承诺方未达到预期，则其不能享有原有股份拥有的权益。由此，股份补偿相较于现金补偿更具备威慑力，促进并购后业绩承诺方实现预期以及并购整合，同时在一定程度上对高交易对价以及激进的业绩承诺产生制约限制作用。

综上，在本案例中如果制定业绩承诺，采用股份补偿、附加减值补偿以及现金补偿综合的业绩承诺合约，能够更好的保证汤臣倍健的未来经营绩效，并且在并购风险的角度来看，采用这些方式会降低并购业绩不及预期的潜在风险。在并购中科学运用业绩补偿承诺，从契约设计的源头防范并购后的各项履约风险。

4.3 发挥并购协同效应

并购的最终目标是通过资源整合和协同效应，实现企业战略目标和增值。汤臣倍健希望通过并购 LSG，快速进入并拓展在益生菌领域的市场份额。成功的并购不仅需要目标公司的财务和市场表现进行评估，还需要对如何通过并购实现资源优化配置、产品和服务创新、以及市场竞争力增强等方面进行深思熟虑。汤臣倍健案例表明，通过有效的资源整合和协同效应发挥，企业可以在短时间内实现战略目标，提升市场竞争力。因此，企业在并购过程中应注重发挥协同效应，通过综合评估并购风险，最大化地发挥并购的整合价值。

综合以上分析，汤臣倍健收购 LSG 的经验教训为企业并购实践提供了丰富的洞察。通过深入的尽职调

查、科学合理的业绩补偿安排，以及充分利用并购协同效应，企业不仅能够降低并购过程中的风险，还能通过并购实现长期的战略目标，促进企业的持续发展和市场竞争力的提升。这些启示对于指导未来的并购决策和实践活动具有重要的参考价值。

5 结语

汤臣倍健公司通过高溢价并购 LSG，目标是迅速扩展在益生菌行业的市场份额并进军国际市场。此举反映了对行业发展潜力的积极预期和对快速市场扩张的追求。然而，由于未充分预估风险并过度乐观评估了被并购企业的发展能力，导致在并购后面临业绩下滑和大幅商誉减值，企业经营受挑战。尽管遭遇困境，汤臣倍健凭借其核心竞争力，成功恢复了正常经营状态。此次并购案例强调了海外并购活动中，企业应进行细致的尽职调查，谨慎评估目标企业的真实价值和潜在风险。合理的补偿方案能有效对冲财务风险，保护企业利润。此外，重视并购协同效应的挖掘和利用，是确保并购成功、实现资源优化配置和市场扩张的关键。

汤臣倍健与 LSG 的经历为企业提供了宝贵的并购实践经验，突显了在全球化经营中谨慎选择并购标的、设计有效补偿机制，以及发挥协同效应的重要性。这些启示对于企业在面对并购决策时具有指导价值，帮助企业在追求扩张的同时，有效管理风险，保障企业长期稳定发展。

参考文献

- [1] 臧培华,金磊.跨国并购与自主创新:摆脱创新双低困境的理论机制与战略选择[J].上海经济研究,2023(11):55-70. DOI:10.19626/j.cnki.cn31-1163/f.2023.11.007.
- [2] 孙世攀,田昆儒,杨青等.目标公司控制主体变更及其溢价效应研究——来自我国企业并购的证据[J/OL].南开管理评论:1-33[2024-03-01].<http://kns.cnki.net/kcms/detail/12.1288.F.20240125.0951.002.html>.
- [3] 李德辉,范黎波.从“外来者”到“局内人”:中国企业跨国并购中的文化摩擦[J].南开管理评论,2022,25(03):35-50.
- [4] 张欣怡,杨连星.文化产品出口、文化认同与企业跨国并购[J].经济学动态,2023(07):25-46.
- [5] 杨迪.汤臣倍健并购 LSG 商誉减值案例研究[D].吉林大学,2021.DOI:10.27162/d.cnki.gjlin.2021.001508.
- [6] 于圆.汤臣倍健高溢价并购财务风险防范案例研究[D].中国财政科学研究院,2021.DOI:10.26975/d.cnki.gcccks.2021.000053.
- [7] 刘慧娟.创业板上市公司 IPO 超募资金使用效率研究——以汤臣倍健为例[J].财会通讯,2018(14):96-100. DOI:10.16144/j.cnki.issn1002-8072.2018.14.024.
- [8] 杨小舟.管理视角下的企业财务报表分析框架——兼论杜邦分析法的缺陷与改进[J].财会通讯,2006(10):78-79.
- [9] 杨妍珑.浅议杜邦分析法和因素分析法在财务管理中的应用[J].财政监督,2010(20):34-36.