

产业主导、国资开路，启动并购黄金时代

——并购重组系列报告（二）

报告要点：

并购重组“理论篇”《中美产业并购驱动逻辑及启示》中，我们研究了并购背后的理论基础，复盘了美国五次并购浪潮的驱动力，提出了当前多周期共振下中国产业并购正迈入“黄金时代”。本篇我们聚焦如何把握本轮并购重组的大方向。

● 三维周期共振+行业需求对接，本轮并购有望助力实现企业高质量发展

1) 宏观因素：政策周期方面，新一轮宽松周期开启，央国企成为本轮并购重组的重要抓手；资本市场周期方面，IPO节奏放缓，一级市场并购退出的上升空间较大；产业周期方面，我国有望成为全球产业转移主导者，国内产业投资与并购需求强烈。2) 微观因素：本轮并购交易主体行业资源诉求显著，除拉升估值外，并购更有望带动企业长期盈利能力改善，实现“戴维斯双击”式并购。对竞买方，上市公司业绩、盈利承压，并购可助其布局新兴产业，开拓第二增长曲线；对目标方，中小企业经营压力大且信心弱，需借大企业产业资源赋能实现业务破局。

● 事件研究：短期事件效应显著，长期或随产业并购逻辑改善

历史数据的统计结果表明，并购重组公告短期内对股价的推升作用显著，首次披露后的T+25日，平均累计收益迅速增长至10.97%，但长期收益中枢逐渐衰减至零下。我们认为事件收益远期下行的核心原因，可能在于过去几轮并购重组题材炒作、轻基本面改善，随着本轮并购重组转换为产业主导，更多企业能真正实现并购后的基本面改善，事件长期有效性或随之提升。

● 并购重组市场现状：产业力量主导，国企国资先行

2024年以来，我国并购政策环境持续宽松，特别是“并购六条”以来，进一步放宽了对上市公司跨界并购的要求，激发了并购重组市场的活力。

市场回归产业并购主线。横向、垂直整合类产业并购事件占比提升至57.8%，同比+19.1pct，在过去三年中持续上升，借壳上市类并购事件数量降至近十年新低。国资国企表现活跃，成为本轮“并购潮”重要先导力量。1) 多地国资出资成立并购基金，以强化和完善地方产业链的薄弱环节。2) 对央企，市值管理将作为一项长期战略管理行为，需借并购重组强化控股上市公司市值管理。3) 对地方国企，“土地财政”式微，地方政府财政收入承压，需积极盘活国有资产、提升运营效率，增强地方财政造血功能，并购则可加快地方国企产业整合，提高地方国有资产证券化率，是实现地方产业转型升级、发展新质生产力的重要抓手。

● 投资建议

1) 国企改革背景下：第一，建议关注有清晰市值管理目标的央企上市平台。第二，建议从已公布并购重组政策规划的地区入手，其中明确披露并购意向、近期资本运作频率提升的地方国企可予以更高关注优先级。

2) 产业整合思路下，对集中度处于阶段性低水平的行业，市占率和盈利能力等核心指标表现突出的企业将更易发起并购进行产业整合。产业转型思路下，关注传统企业向新质生产力方向的转型，对竞买方，关注盈利能力稳定、现金流充裕，需开拓新增长空间的央国企或上市公司；对标的方，关注具备“硬科技”实力，同时低ROE、未实现盈利的企业。

3) 企业跨境出海两条投资主线：第一，在国内拥有竞争优势的产业，出海并购开拓新兴市场；第二，外向型企业，通过海外设厂规避贸易壁垒，降低政策风险。

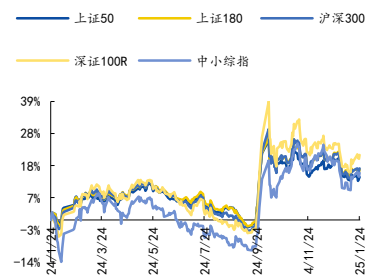
● 风险提示

并购重组政策落地不及预期；海外环境恶化可能引起市场波动；产业转型升级进度低于预期。

主要数据：

上证综指：	3252.63
深圳成指：	10292.73
沪深300：	3832.86
中小盘指：	3727.95
创业板指：	2121.84

主要市场走势图



资料来源：Wind

相关研究报告

《国元证券策略研究-并购重组系列报告：中美产业并购驱动逻辑及启示》

报告作者

分析师	汤静文
执业证书编号	S0020524060001
邮箱	tangjingwen@gyzq.com.cn
电话	021-51097188
分析师	朱定豪
执业证书编号	S0020521120002
邮箱	zhudinghao@gyzq.com.cn
电话	021-51097188
分析师	黄轩辕
执业证书编号	S0020524120001
邮箱	huangxuanyuan@gyzq.com.cn
电话	021-51097188
联系人	王竞荣
邮箱	wangjingrong1@gyzq.com.cn
电话	021-51097188

内容目录

1. 鉴往知来，并购重组演绎复盘	5
2. 并购重组的驱动因素：三维周期共振+行业需求对接，本轮并购有望助力实现企业高质量发展	7
2.1 宏观因素：政策、资本市场、产业周期共振	7
2.2 微观因素：竞买方、目标方、投资者迎来机遇	11
3. 事件研究：短期事件效应显著，长期或随产业并购逻辑改善	14
4. 并购重组市场现状：产业力量主导，国企国资先行	17
4.1 政策：2024 年以来，并购政策环境持续宽松，并购交易升温	17
4.2 资本：国资国企日益成为并购市场重要先导力量	21
4.2.1 多地国资布局并购基金，助力地方产业链强链补链	22
4.2.2 新一轮央企改革背景下，并购重组是强化央企市值管理的有力工具	23
4.2.3 并购助力盘活国资，是地方产业转型升级、发展新质生产力重要抓手 .	24
4.3 产业：市场回归产业并购主线，产业整合、转型表现活跃	27
4.3.1 产业整合驱动因素——低集中度行业整合需求+价格下行带来盈利承压	31
4.3.2 产业转型驱动力——传统产业转型升级与新兴产业发展	33
4.3.3 产业出海——趋势性机会已现，出境并购案例占比显著回升	37
5. 投资主线	42
6. 风险提示	43

图表目录

图 1：2024 年以来发布重大重组公告的企业数量	5
图 2：“并购六条”出台后，重组指数显著跑赢上证指数	5
图 3：美国产能利用率与全要素生产率	6
图 4：改革开放后中国产业结构持续转型升级	6
图 5：驱动并购重组的宏微观因素	7
图 6：IPO 与并购呈现为跷跷板形态	9
图 7：中国股权市场融资不畅，数量和规模双降	9
图 8：中国股权投资市场退出方式分布	9
图 9：美国 PE 退出方式分布	9
图 10：申万一级行业营收集中度与盈利能力变化	11

图 11: 高技术产业快速发展, 新质生产力加速形成.....	11
图 12: 全要素增长率长期向上, 有望伴随新质生产力培育而提升.....	11
图 13: A 股各板块近年业绩增速放缓.....	12
图 14: A 股各板块近年盈利能力承压.....	12
图 15: 中小企业信心和经营情况尚未稳固.....	12
图 16: A 股小市值股占比较高, 并购潜在标的有待发掘.....	12
图 17: 并购重组活跃资本市场, 股指走势与并购浪潮具有同步性.....	13
图 18: 并购重组促进赚钱效应与长牛共振.....	13
图 19: 并购重组短期内对股价的推升作用显著.....	14
图 20: 首次披露后, 上市公司累计收益的胜率稳定在 45%.....	14
图 21: 不同并购参与方重大重组案例分布.....	15
图 22: 不同并购参与方平均累计收益.....	15
图 23: 不同重组目的重大重组案例分布.....	15
图 24: 不同重组目的平均累计收益.....	15
图 25: 不同企业性质重大重组案例分布.....	16
图 26: 不同企业性质平均累计收益.....	16
图 27: 2024 年以来, 重大重组事项交易升温 (件).....	18
图 28: “并购六条”以来, 重大重组事项交易热度跃升.....	18
图 29: “并购六条”以来, 单笔并购交易均额小幅提升 (亿元).....	19
图 30: “并购六条”以来, 大规模并购事项 (规模>5000 亿) 表现更积极.....	19
图 31: 并购政策持续支持审核效率提速、并购工具创新.....	20
图 32: 2024 年并购重组成功率创历年新高.....	21
图 33: “并购六条”以来, 央国企重大重组事项活跃度显著改善.....	22
图 34: 地方国企并购事项占比近 10 年呈持续提升态势.....	22
图 35: 地方国资委控股 A 股上市公司占比近年持续提升.....	26
图 36: 土地收入占地方财政收入水平近年来持续下行.....	26
图 37: 国有资本经营收入近年持续提升.....	26
图 38: 产业并购成为并购市场主线.....	28
图 39: 乘用车价格近年呈下行态势.....	33
图 40: 近年我国制造业行业产能利用率呈下行趋势 (%).....	33
图 41: 战略新兴产业占重大重组事项比重持续提升.....	34
图 42: 并购重组前 (2021 年以前), 公司业务增长持续承压.....	35

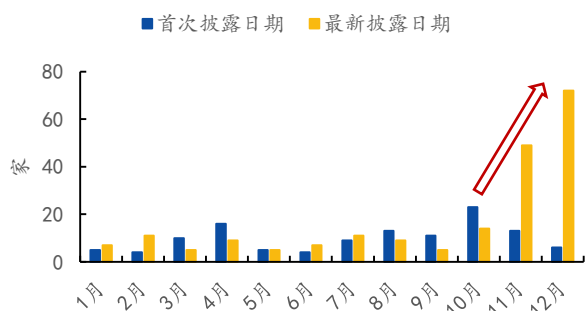
图 43: 并购重组后 (2021 年以后), 公司盈利归母净利润持续改善	35
图 44: 并购重组后 (2021 年以后), 公司盈利能力和 ROE 触底反弹	35
图 45: 南孚 5 号和 7 号电池品类市占率领先 (2023 年)	36
图 46: 南孚电池盈利能力稳定	36
图 47: 安孚科技分三步收购南孚电池	37
图 48: 出海并购事项占比近年 (2023-2024 年) 持续提升	38
图 49: 近年 (2021-2023 年) 国内医疗器械行业盈利能力持续承压	40
图 50: 南微医学海外并购时间线	40
图 51: 公司海外业务营收持续提升, 近年 (2021-2024H1) 占比显著增长	40
图 52: 近年来 (2021-2024H1) 公司直销占比持续提升	40
图 53: 南微医学与 CME 公司业务匹配度高, 合作基础好	41
图 54: 南微医学通过“小步快跑”式模式提高出海并购胜率	41
表 1: 并购重组的政策周期	8
表 2: 全球产业转移与产业周期回顾	10
表 3: 不同行业板块累计收益	16
表 4: 2024 年以来并购重组相关政策, “并购六条”发布后各地积极响应	17
表 5: 加强监管保障, 维护并购重组市场秩序	20
表 6: 并购事件审核效率提升	21
表 7: 地方国资并购基金密集成立	23
表 8: “新一轮”央企改革政策脉络	24
表 9: 2024 年以来, 地方政府、地方国资获得共 26 家上市公司控制权	25
表 10: 国资国企产业整合、资产证券化进程加快	27
表 11: 并购事项集中在特定行业, 呈现出显著的产业特征	29
表 12: 标的方视角材料、软件服务并购数量排名提升	29
表 13: 各行业历年横向并购事项数量排名 (由高到低)	30
表 14: 产业并购更有益于企业盈利能力改善	31
表 15: 各行业集中度排序 (按申万一级行业分类, 集中度由低到高)	31
表 16: 历年重大重组事项各行业 (申万一级行业) 数量分布排名 (由高到低)	32
表 17: 政策支持上市公司向新质生产力方向转型升级	34
表 18: 新兴产业并购表现活跃	34
表 19: 出海并购事项行业分布数量排名 (2024 年)	38

1. 鉴往知来，并购重组演绎复盘

宽松周期逐步开启，中国并购市场日渐活跃。2024年以来，一系列政策陆续出台，多项并举为并购市场提供了政策支持。2024年4月，国务院发布新“国九条”，鼓励企业聚焦主业、通过并购重组提高发展质量的同时，加强重组监管，大力削减“壳”资源价值。2024年6月、9月，证监会发布“科八条”、“并购六条”，前者支持科创板上市公司加强产业整合，后者则针对性地回应市场关注的并购重组细节问题，进一步支持上市公司向新质生产力方向转型升级。

从市场表现来看，一方面，10月以来发布重大重组公告的上市公司数量快速攀升，并购重组市场逐渐活跃。吴清主席2024年11月出席国际金融领袖投资峰会时表示，2024年以来全市场共有约3000起并购重组事项，九月份“并购六条”发布以后，A股上市公司有260多家披露了资产重组相关事项，新兴产业成为并购重点。另一方面，重组指数显著跑赢上证指数，超额收益明显扩大。

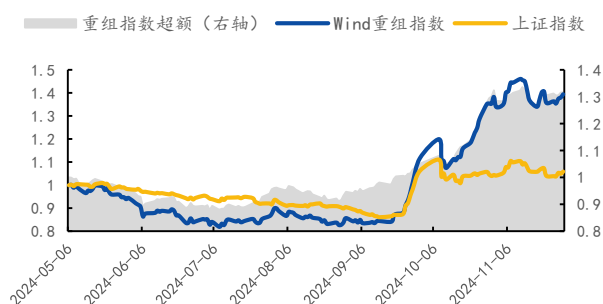
图 1：2024 年以来发布重大重组公告的企业数量



资料来源：Wind，国元证券研究所

注：数据截至 2024 年 12 月 15 日

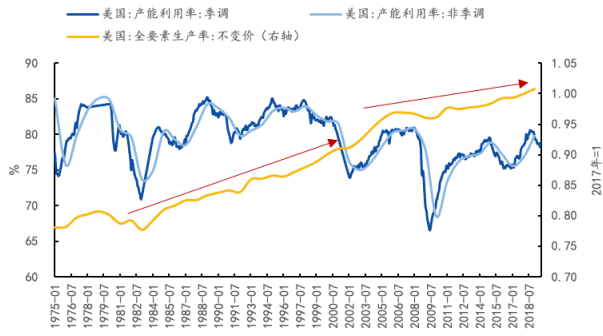
图 2：“并购六条”出台后，重组指数显著跑赢上证指数



资料来源：Wind，国元证券研究所

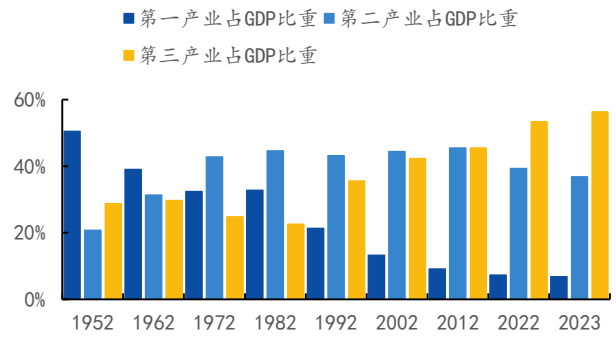
在《中美产业并购驱动逻辑及启示——并购重组系列报告（一）》中，我们回顾了美国历史上的 5 次并购潮，鉴往知来，并购重组的重要意义在于提高产业集中度，助力产业出清软着陆，优化盈利水平，最终推动全要素生产率的提升。在产业升级转型的背景下，我国并购新趋势在于产业并购。当前，我国并购市场正进入以产业结构调整为核心的新阶段，第二产业占比下降、新兴产业崛起的结构性变化正在我国逐步显现。通过横向并购加速传统产业整合，纵向并购推动新兴产业协同发展，跨国并购拓展国际市场空间，并购将成为推动结构性变化的重要手段，助力经济高质量发展。

图 3：美国产能利用率与全要素生产率



资料来源：Wind，国元证券研究所

图 4：改革开放后中国产业结构持续转型升级

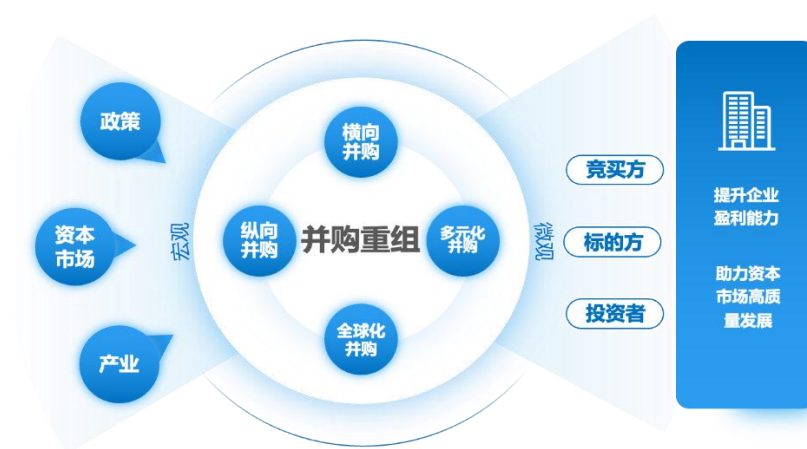


资料来源：Wind，国元证券研究所

2. 并购重组的驱动因素：三维周期共振+行业需求对接，本轮并购有望助力实现企业高质量发展

在宏观层面的共同推动下，中国并购市场正孕育新一轮发展的热潮，并购重组有望迎来快速发展阶段。宏观角度而言，产业并购受政治周期、资本市场周期和产业周期等驱动因素共振；微观角度而言，本轮并购交易主体行业资源诉求显著，除拉升估值外，并购更有望带动企业长期盈利能力改善，实现“戴维斯双击”式并购，为竞买方、目标方与投资者均带来新的机遇。

图 5：驱动并购重组的宏微观因素



资料来源：国元证券研究所整理绘制

2.1 宏观因素：政策、资本市场、产业周期共振

1) 政策周期方面，新一轮并购宽松周期开启。

自 2008 年以来，经历了 2014-2015 年的快速发展和 2016 年的政策收紧后，2023 年末并购政策再次转向宽松。2024 年“并购六条”的出台更是标志着本轮宽松周期的加速，充分反映出国家进一步支持企业通过并购重组推动产业升级、优化资源配置和深化改革。值得注意的是，随着政策出台落地，国资和上市公司并购行动加速，“发挥国有上市公司引领作用”成为重要方向，央国企正在成为本轮并购重组的重要力量，市场回暖迹象明显。

表 1：并购重组的政策周期

发布日期	政策周期	相关政策	内容
2008年4月16日	宽松	《上市公司重大资产重组管理办法》	正式确立并购重组制度，规范资产重组行为，完善信息披露。
2011年8月1日		《关于修改上市公司重大资产重组与配套融资相关规定的决定》（第一次修订）	首次明确借壳上市标准和监管要求。
2013年1月22日		《关于加快推进重点行业企业兼并重组的指导意见》	以汽车、钢铁、水泥等九大行业为重点推进企业兼并重组。
2014年3月24日		《国务院关于进一步优化企业兼并重组市场环境的意见》	优化兼并重组环境、缩小审批范围。
2014年5月9日		《国务院关于进一步促进资本市场健康发展的若干意见》（14年“国九条”）	鼓励市场化并购重组。
2014年10月23日		《上市公司重大资产重组管理办法》（第二次修订）	本次修订以“放松管制、加强监管”为理念，减少和简化并购重组行政许可。
2015年8月31日	紧缩	《关于鼓励上市公司兼并重组、现金分红及回购股份的通知》	通过多种方式进一步深化改革、简政放权，大力推进上市公司并购重组。
2016年9月9日		《关于修改〈上市公司重大资产重组管理办法〉的决定》（第三次修订）	本次修订旨在给“炒壳”降温，促进市场估值体系的理性修复。
2017年2月8日		《〈关于加强并购重组商誉有关审核及披露的监管的提案〉的答复》	加大审核力度，形成监管威慑；强化业绩补偿监管，引导市场估值回归。
2018年2月23日	中性	《关于 IPO 被否企业作为标的资产参与上市公司重组交易的相关问题与解答》	IPO被否决后企业至少3年后才可筹划重组上市。
2018年10月8日		《证监会推出“小额快速”并购重组审核机制》	
2018年10月20日		《关于IPO被否企业作为标的资产参与上市公司重组交易的相关问题与解答》	IPO被否决后6个月可筹划重组上市。
2019年8月23日		《科创板上市公司重大资产重组特别规定》	规范科创板公司重组认定、定价和审核。
2019年10月18日		《关于修改〈上市公司重大资产重组管理办法〉的决定》（第四次修订）	取消“净利润”指标、缩短“累计首次原则”计算期间、推进创业板重组上市改革、恢复重组上市配套融资等。
2020年3月20日		《关于修改部分证券期货规章的决定》（第五次修订）	
2023年2月17日	宽松	《上市公司重大资产重组管理办法》（第六次修订）	在上市公司重大资产重组环节全面实行股票发行注册制，并进一步加强各类重组活动的监管，维护上市公司和中小投资者权益。
2023年10月27日		《关于修改〈公开发行证券的公司信息披露内容与格式准则第26号——上市公司重大资产重组〉的决定》	延长发股类重组项目财务资料有效期。
2023年11月14日		《上市公司向特定对象发行可转换公司债券购买资产规则》	支持以定向可转债实施重组。
2024年4月12日		《关于加强监管防范风险推动资本市场高质量发展的若干意见》（新“国九条”）	鼓励上市公司聚焦主业，综合运用并购重组、股权激励等方式提高发展质量。
2024年6月19日		《关于深化科创板改革服务科技创新和新质生产力发展的八条措施》（“科创板八条”）	更大力度支持并购重组。支持科创板上市公司开展产业链上下游的并购整合，提升产业协同效应。
2024年9月24日		《关于深化上市公司并购重组市场改革的意见》（“并购六条”）	进一步激发并购重组市场活力，坚持市场化方向，更好发挥资本市场在企业并购重组中的主渠道作用。
2024年12月17日		《关于改进和加强中央企业控股上市公司市值管理工作的若干意见》	明确鼓励央企积极开展有利于提高投资价值的并购重组。

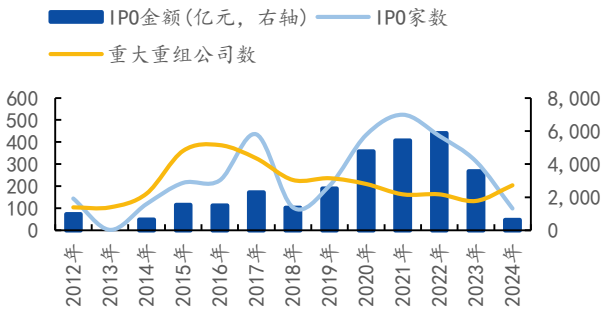
资料来源：中国证券监督管理委员会、国务院公报，国元证券研究所

2) 资本市场周期方面，IPO 节奏放缓，一级市场并购退出的上升空间较大。

A 股的 IPO 和并购重组往往呈现出较为明显的“跷跷板”特征，比如 2010 至 2013 年的 IPO 紧缩期中，并购重组迎来发展，而 2018 年后的 IPO 宽松周期中，并购重组活动相对收缩。自 2023 年 8 月底以来，IPO 与再融资调控持续进行，IPO 数量与募集资金规模均大幅下降，回落至 2013-2014 年的水平。

随着一级股权市场投融资收紧和 IPO 节奏放缓，PE/VC 募投管退陷入阵痛期，资本将更迫切地寻求退出途径，并购退出或成为股权市场解决流动性的新机会。截至 2024 年 12 月 12 日，中国股权投资市场发生 6251 笔退出，较 2023 年下降 33%。其中，IPO 仍是主要退出方式，交易量占比 23.6%，相较之下，并购和并购减持合计仅占 7.2%。横向对比美国，2024 年前三个季度，IPO 和私募配售交易量仅占 9.12%，而并购重组相关的 Trade Sale 占比高达 48.41%，因此并购退出的占比仍有较大的上升空间。

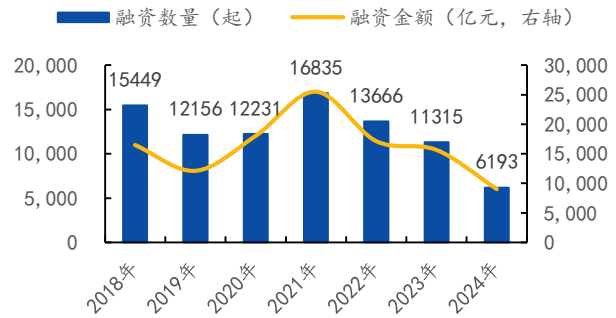
图 6: IPO 与并购呈现为跷跷板形态



资料来源: Wind, 国元证券研究所

注: 数据截至 2024 年 12 月 27 日, 并购重组为最新披露日口径

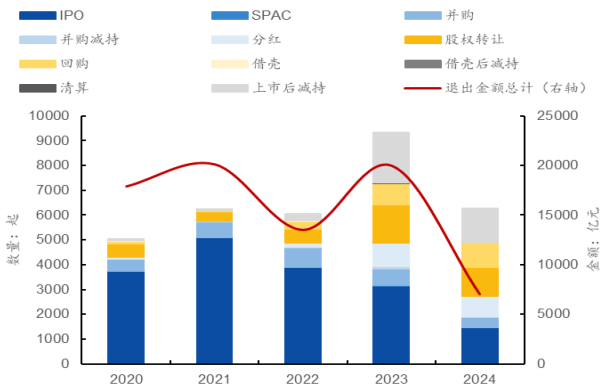
图 7: 中国股权市场融资不畅, 数量和规模双降



资料来源: 清科私募通, 国元证券研究所

注: 数据截至 2024 年 12 月 30 日

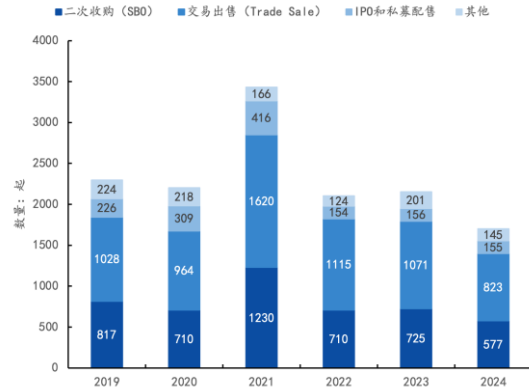
图 8: 中国股权投资市场退出方式分布



资料来源: 清科私募通, 国元证券研究所

注: 数据截至 2024 年 12 月 12 日

图 9: 美国 PE 退出方式分布



资料来源: S&P Global, 国元证券研究所

注: 数据截至 2024 年 10 月 1 日

3) 产业周期方面, 我国有望成为全球产业转移主导者, 国内产业投资与并购需求强烈。

纵观全球产业变迁, 从 18 世纪末开始, 全球经历了四次产业转移, 借助第四轮产业转移, 我国积极推动工业化进程, 跻身全球第二大经济体和世界制造业中心。随着国际战略竞争加剧和地缘政治格局的变化, 第五轮产业转移正加速重塑全球产业布局。尽管部分产业正在向东南亚、墨西哥等新兴经济体转移, 但我国在传统产业升级和新兴产业发展方面也在稳步推进, 部分行业已从“跟随发展”模式转向“引领创新”模式, 我国有望从第四轮产业转移的受益者, 转变为第五轮产业转移的主导者。

表 2：全球产业转移与产业周期回顾

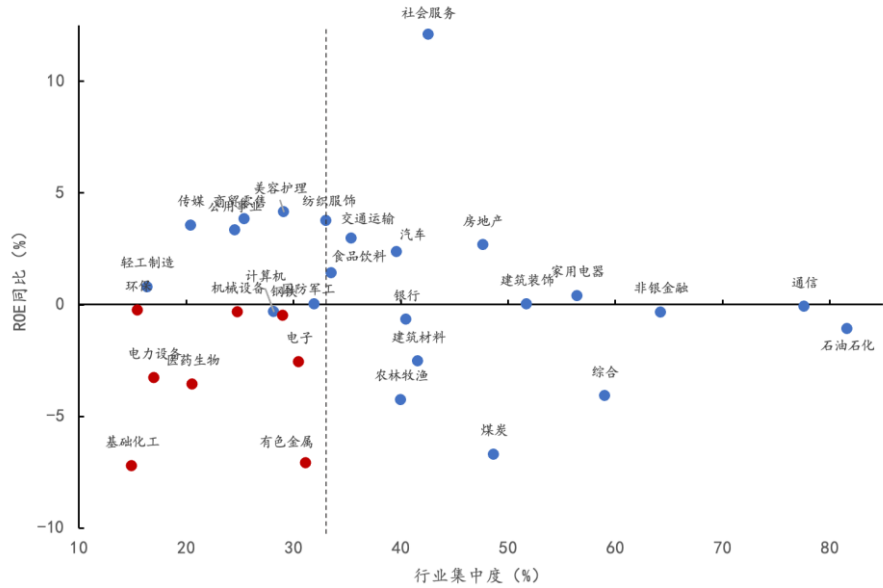
	时间	方向	产业
第一轮产业转移	18 世纪末至 19 世纪上半叶	英国→其他欧洲国家、美国	保留产业：金融业
第二轮产业转移	20 世纪 50-60 年代	美国→德国、日本	转出产业：钢铁、纺织、日化和普通工业机械为代表的低技术密度制造业
			保留产业：精密制造和芯片等高精尖产业
第三轮产业转移	20 世纪 60-70 年代	日本→韩国、中国台湾、中国香港、新加坡	转出产业：劳动密集型产业、资本密集型产业（钢铁、造船和化工等）、技术密集型产业（汽车和电子元件等）相继转出
第四轮产业转移	20 世纪 90 年代	韩国、中国台湾、中国香港、新加坡→中国大陆	转出产业：劳动密集型轻工业
第五轮产业转移	当下进行	中国大陆→东南亚、南亚	转出产业：劳动密集型制造业

资料来源：《第五次国际产业转移中的中国与东南亚:比较优势与政策选择》，作者：岳圣淞；《运营管理：新思维、新模式、新方法》，作者：王能民等；国元证券研究所整理

当前我国主要产业多处于偏培育期或偏成熟期，随着改革与创新的深入发展，产业体系迈向纵深，当前我国产业并购需求明显提升。一方面，我国产能过剩问题严峻，亟需并购出清冗余产能并转型业务、开辟新“蓝海”。如基础化工、钢铁、电力设备等呈现出集中度和盈利能力偏低的典型特征，通过横向并购可推动产能出清软着陆，提升产业集中度。

另一方面，并购重组在推动产业升级转型和培育新质生产力中扮演着重要角色。纵向并购可以为传统行业的市场资源与新兴产业的高新技术“牵线搭桥”，实现传统企业的战略转型。而对于培育期产业，如人工智能、芯片、先进电池等前沿领域，上下游协同发展诉求高，需借助传统企业的市场与产业链资源助力，因而产业投资与并购需求极为强烈。

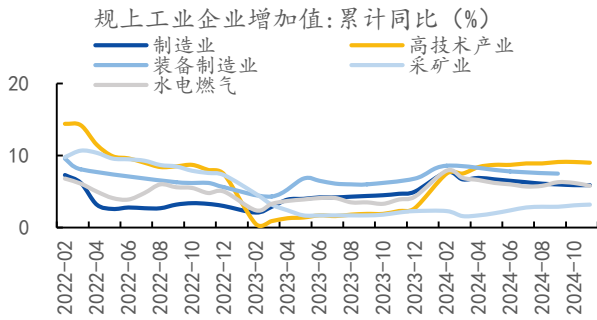
图 10: 申万一级行业营收集中度与盈利能力变化



资料来源: Wind, 国元证券研究所

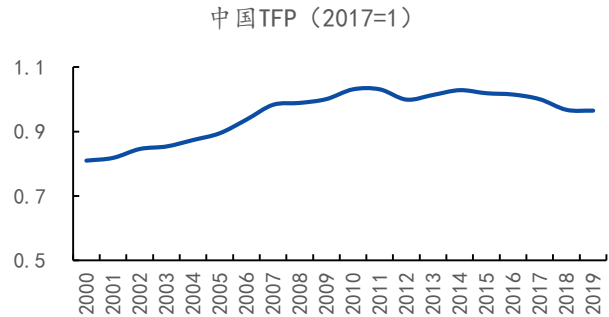
注: 横轴为申万一级行业营收 CR3, 纵轴为 2023 年 ROE 同比

图 11: 高技术产业快速发展, 新质生产力加速形成



资料来源: Wind, 国元证券研究所

图 12: 全要素增长率长期向上, 有望伴随新质生产力培育而提升



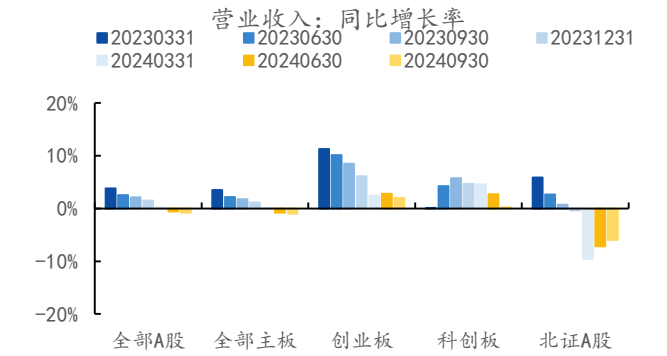
资料来源: CEIC, 国元证券研究所

2.2 微观因素: 竞买方、目标方、投资者迎来机遇

1) 竞买方: 并购重组为企业注入增长新动力

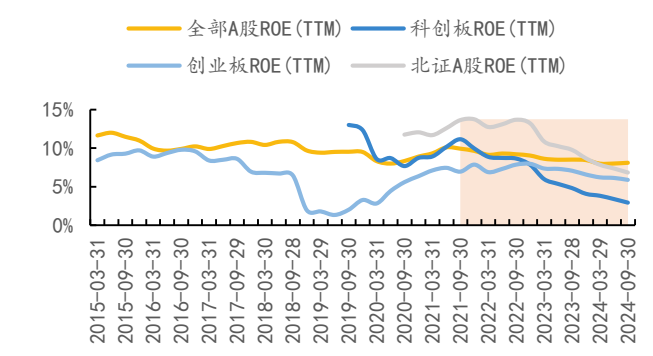
上市公司业绩和盈利增长双重承压, 并购重组可助其培育第二增长曲线。2021 年 Q3 以来, 全部 A 股 ROE 从高点逐渐下滑至 2024Q3 的 8.11%, 营收同比也于 2024 年 Q2 转负。分板块来看, 主板和北证 A 股多季度营收增速出现负值, 创业板和科创板尽管业绩暂未负增长, 但盈利能力下降较为明显。并购重组不仅能够帮助企业迅速扩充业务规模和市场占有率, 还可通过整合资源、优化结构, 提升估值和盈利能力, 为企业长期发展注入新的动力, 面对持续的盈利下滑, 企业的外延式并购需求有望增加。

图 13: A 股各板块近年业绩增速放缓



资料来源: Wind, 国元证券研究所

图 14: A 股各板块近年盈利能力承压

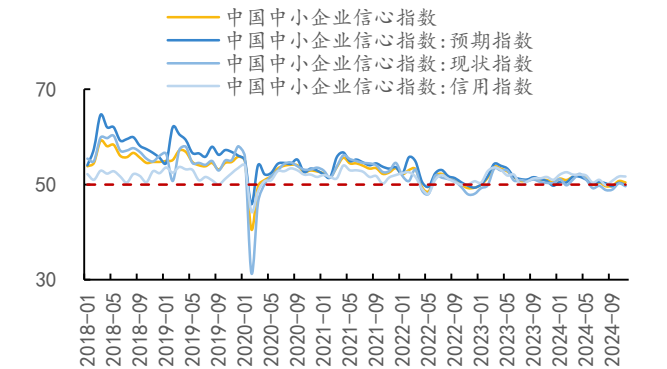


资料来源: Wind, 国元证券研究所

2) 目标方: 中小企业亟需通过并购重组破局突围

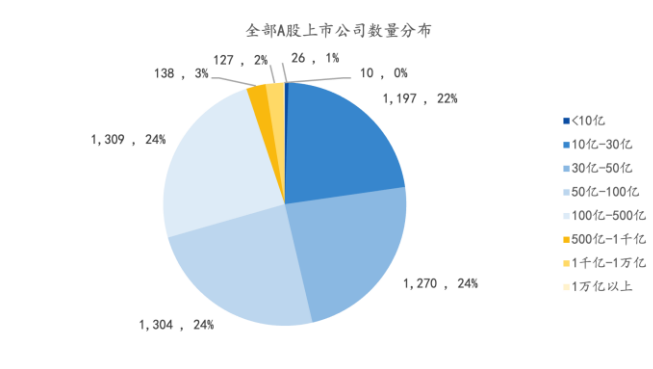
中小企业经营压力较大且信心普遍偏弱, 需依托大企业优势实现业务破局。在经营过程中, 中小企业普遍存在现金流压力, 资金获取困难且成本较高, 同时还面临品牌影响力不足和渠道拓展受限等问题。从信心角度来看, 中小企业信心指数仍在低位徘徊; 从市值分布而言, A 股小市值股占比较高, 仅 50 亿以下占比就高达 46%。这些企业在资本市场上议价能力弱、抗风险能力不足, 但也为并购市场提供了丰富的潜在标的。并购重组有望成为中小企业缓解业务增长瓶颈、提升盈利水平的重要手段, 同时帮助其增强市场竞争力。

图 15: 中小企业信心和经营情况尚未稳固



资料来源: Wind, 国元证券研究所

图 16: A 股小市值股占比较高, 并购潜在标的有待发掘



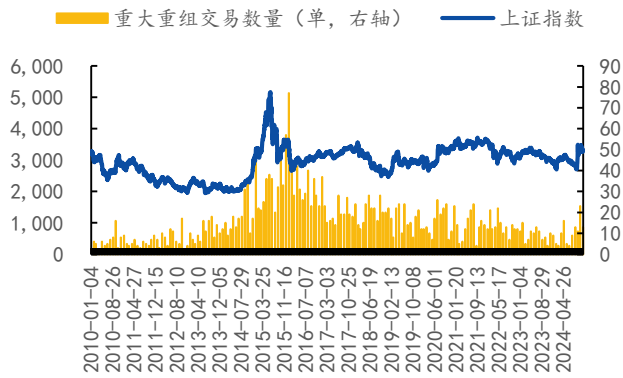
资料来源: Wind, 国元证券研究所

注: 数据截至 2024 年 12 月 20 日

3) 投资者: 并购重组促进二级投资者“赚钱效应”

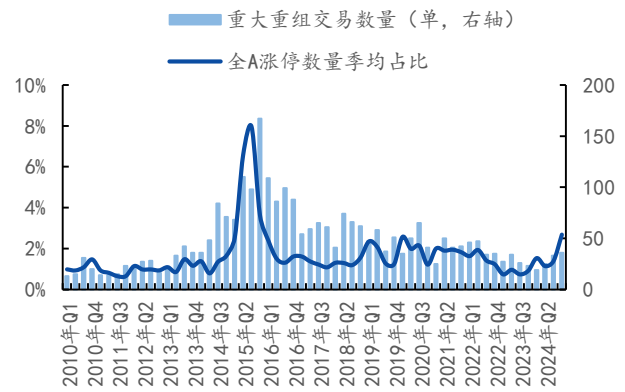
并购重组是促进资本市场高质量的重要手段, 对提振投资者信心、优化资源配置有着重要作用。回顾历史数据可以发现, 股指走势与并购交易数量具有高度同步性, 通过优化结构和资源配置, 并购不仅有效提升市场活跃度, 还推动企业价值增长。此外, 并购重组交易活跃度与全 A 涨停数量正相关趋势较为显著, 放大“赚钱效应”, 为投资者提供更多机遇。

图 17: 并购重组活跃资本市场, 股指走势与并购浪潮具有同步性



资料来源: Wind, 国元证券研究所

图 18: 并购重组促进赚钱效应与长牛共振



资料来源: Wind, 国元证券研究所

3.事件研究：短期事件效应显著，长期或随产业并购逻辑改善

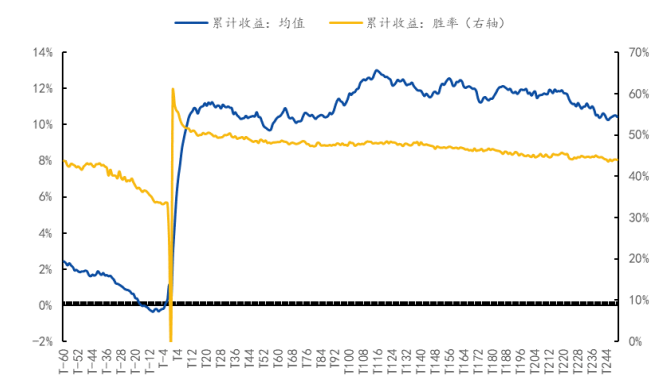
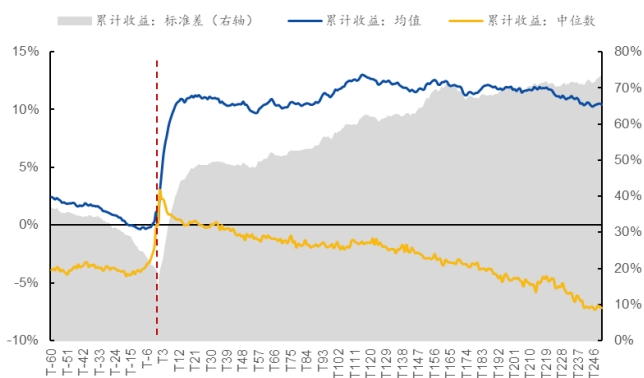
为了探究并购重组对股价的影响，我们以首次披露日在 2010 年 1 月 1 日至 2024 年 11 月 30 日内的 A 股重大重组事件为样本，将首次披露日作为 T0，观察前 60 至后 250 个交易日，上市公司相较于 T0 的累计收益情况。

历史数据的统计结果表明，并购重组公告短期内对股价的推升作用显著，首次披露后的 T+25 日，平均累计收益迅速增长至 10.97%。但长期来看，平均收益和中位数收益出现分化，收益中枢逐渐衰减至零下，且收益波动随着时间推移呈现上升趋势。这表明长时序上，首次披露后的平均正收益主要是由部分涨幅较高的公司贡献。

我们认为事件收益远期下行的核心原因，可能在于过去几轮并购重组题材炒作、轻基本面改善，随着本轮并购重组转换为产业主导，更多企业能真正实现并购后的基本面改善，事件收益的长期表现或出现变化。

图 19：并购重组短期内对股价的推升作用显著

图 20：首次披露后，上市公司累计收益的胜率稳定在 45%



资料来源：Wind，国元证券研究所

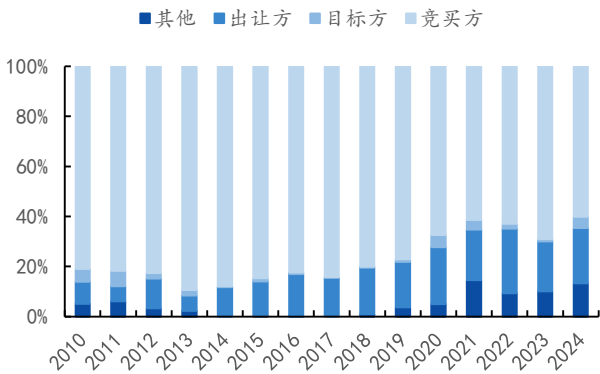
资料来源：Wind，国元证券研究所

进一步探究，我们从参与方、重组目的、企业性质和行业板块出发，观察不同分类下事件的有效性。

分并购参与方来看，竞买方占比最高且收益突出，目标方收益弹性更高但波动幅度较大。竞买方而言，平均累计收益自公告日稳步提升，T+30 日即达到 14%，体现了投资者对竞买方盈利提升的较强预期；目标方而言，平均收益 T+20 日快速攀升至 20%，收益中位数更是有 239 天为正，但两者波动率高达 5%。

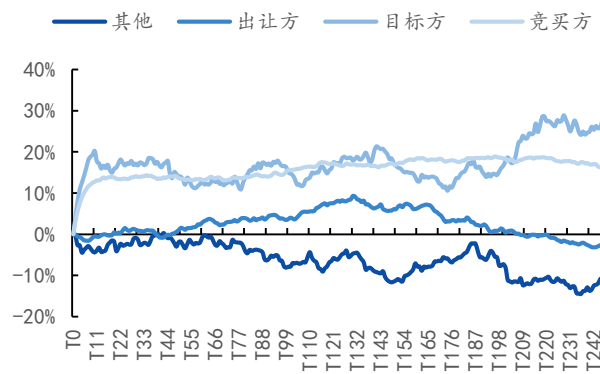
从取得累计正收益的胜率来看，公告初期竞买方和目标方的胜率快速攀升至 70% 左右，且目标方长期走势启稳。相比之下，出让方胜率在短期内表现相对一般，稳定在 40% 左右。

图 21：不同并购参与方重大重组案例分布



资料来源：Wind，国元证券研究所

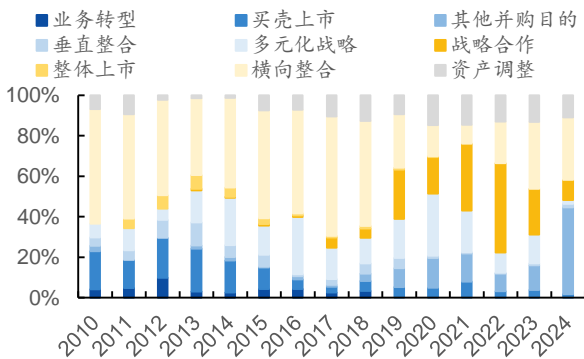
图 22：不同并购参与方平均累计收益



资料来源：Wind，国元证券研究所

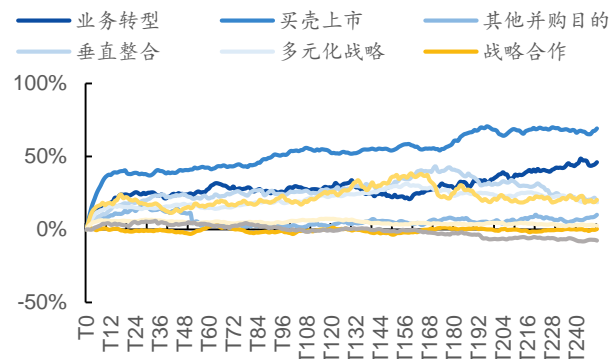
分重组目的来看，横向整合和战略合作案例数较多，买壳上市表现最为亮眼，T+250 平均累计收益达 69%。2014 年并购潮期间“借壳上市”盛行，“壳资源”一度受到资金追捧，因此买壳上市的累计收益始终较高，平均收益于 T+196 日达 71% 的高点。随着全面注册制下壳价值的衰减，以及监管层反复强调打击“壳公司”炒作等乱象，我们认为产业并购将成为本轮并购重组的主要发展趋势，事件收益的长期表现或出现变化。

图 23：不同重组目的重大重组案例分布



资料来源：Wind，国元证券研究所

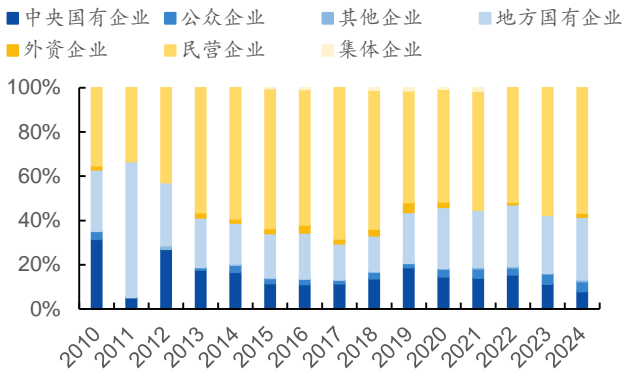
图 24：不同重组目的的平均累计收益



资料来源：Wind，国元证券研究所

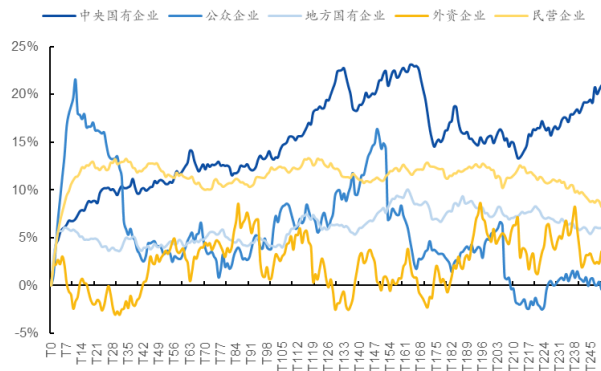
分企业性质来看，民营企业始终在数量上领先，国央企数量占比在 2017 年后 V 型反转。短期来看，首次披露重大重组对公众企业的价格提振作用显著，T+11 日平均累计收益达 22%。长期来看，中央国有企业的累计收益和胜率最高，分别为 23% 和 13%。

图 25: 不同企业性质重大重组案例分布



资料来源: Wind, 国元证券研究所

图 26: 不同企业性质平均累计收益



资料来源: Wind, 国元证券研究所

分行业板块来看，我们按照行业属性将 30 个中信一级行业划分为六大板块，统计累计收益情况，结果表明：1) **截面角度**而言，大金融和 TMT/科技的收益在多数截面上优于其他行业板块，综合金融及传媒尤为突出。2) **时序角度**而言，上游/周期和中游/制造板块对重大重组公告反映较快，累计收益在 T+30 日内快速攀升；而下游/消费板块的大部分行业在 T+60 日后才迎来上升拐点。3) 发布重大重组公告对部分行业而言影响较小，比如建筑、建材，其平均累计收益主要在±5%之间波动。

表 3: 不同行业板块累计收益

板块	中信一级行业	T-40	T-30	T-20	T-10	T0	T10	T20	T30	T60	T90	T120	T150	T180	T210	T250
上游/周期	石油石化	-12.9%	-9.7%	-8.2%	2.9%	9.8%	11.0%	5.9%	8.6%	9.1%	0.6%	-2.7%	3.2%	4.7%	18.2%	18.5%
	煤炭	4.4%	3.8%	5.7%	4.4%	6.1%	2.4%	6.7%	6.4%	5.9%	2.5%	3.1%	2.6%	5.8%	3.7%	1.3%
	有色金属	-1.8%	-0.9%	-5.1%	0.2%	3.5%	6.7%	6.3%	4.9%	7.1%	10.1%	10.9%	10.7%	11.4%	18.6%	8.3%
	钢铁	-9.7%	-9.2%	-8.2%	2.0%	3.0%	2.4%	-0.1%	-0.5%	1.4%	-2.0%	-0.9%	0.9%	0.7%	-2.4%	4.3%
	基础化工	5.7%	4.7%	2.6%	2.5%	6.7%	7.8%	6.3%	7.5%	10.1%	5.9%	15.9%	14.9%	11.5%	11.4%	7.6%
	建筑	8.4%	9.7%	1.3%	2.1%	5.2%	4.8%	-0.7%	-4.8%	-6.4%	-4.5%	-3.0%	0.7%	-6.8%	-5.9%	-4.1%
	建材	-1.7%	-4.8%	-1.9%	1.9%	3.3%	1.4%	-2.8%	-5.0%	-8.6%	-8.5%	-10.3%	-6.1%	1.2%	5.6%	2.6%
中游/制造	交通运输	14.0%	7.2%	2.3%	1.2%	11.4%	18.1%	19.2%	17.6%	27.8%	37.3%	29.5%	11.1%	13.6%	13.5%	4.8%
	农林牧渔	-2.2%	-2.8%	-5.2%	2.5%	13.3%	19.8%	23.8%	25.5%	27.1%	25.4%	22.8%	27.8%	26.9%	22.3%	29.3%
	综合	4.7%	1.4%	-4.7%	3.0%	6.4%	0.8%	0.0%	-0.6%	-2.1%	2.3%	-1.8%	-3.8%	8.5%	34.0%	9.3%
	轻工制造	-5.6%	-10.8%	-8.2%	2.6%	6.2%	4.3%	3.4%	2.6%	-3.6%	-7.0%	-6.4%	-1.8%	2.9%	5.3%	-6.2%
	机械	-3.0%	-2.0%	-2.1%	3.2%	9.8%	15.2%	13.6%	15.3%	12.1%	11.8%	13.2%	14.8%	11.3%	11.7%	7.0%
	电力设备及新能源	8.3%	3.2%	0.8%	3.3%	8.4%	8.7%	8.4%	8.8%	5.7%	8.4%	5.1%	2.4%	2.6%	1.7%	2.9%
	国防军工	0.8%	-7.9%	-4.8%	6.6%	17.4%	21.1%	24.1%	23.4%	25.8%	30.9%	43.5%	54.8%	87.5%	57.4%	75.5%
下游/消费	汽车	4.4%	3.8%	4.8%	0.6%	0.5%	-0.2%	0.9%	-0.2%	-1.9%	-2.2%	3.4%	2.9%	5.5%	-0.1%	-4.3%
	电力及公用事业	-3.5%	-3.8%	-5.1%	1.6%	3.9%	3.6%	4.1%	4.0%	3.6%	6.7%	8.4%	8.9%	7.0%	9.0%	11.8%
	商贸零售	-1.7%	-3.6%	-5.8%	4.7%	10.0%	9.4%	10.8%	14.6%	10.3%	13.9%	20.2%	17.5%	19.3%	9.7%	16.6%
	消费者服务	-5.6%	-7.4%	-9.3%	6.0%	16.6%	22.3%	26.8%	27.9%	35.9%	22.0%	15.2%	13.7%	15.6%	22.1%	20.0%
	家电	-0.3%	0.3%	2.6%	4.0%	9.0%	9.1%	7.2%	6.7%	17.0%	16.4%	15.2%	17.3%	21.3%	20.6%	50.1%
大金融	纺织服装	4.5%	1.3%	1.6%	1.8%	4.4%	9.6%	8.1%	5.6%	9.8%	2.4%	7.6%	6.0%	4.2%	12.1%	4.5%
	食品饮料	8.3%	-2.6%	0.1%	3.8%	12.1%	17.5%	14.5%	17.4%	18.7%	22.8%	30.4%	52.4%	36.1%	52.4%	22.7%
	银行	17.1%	6.2%	0.7%	-0.7%	-0.1%	-0.9%	2.4%	1.9%	1.8%	1.2%	5.1%	9.2%	7.1%	6.8%	-2.7%
	非银行金融	-1.0%	-0.8%	-3.2%	3.8%	13.8%	21.8%	27.0%	27.4%	25.3%	23.2%	36.1%	34.2%	35.2%	40.2%	33.2%
TMT/科技	房地产	-3.5%	-0.1%	-2.4%	2.7%	9.7%	8.2%	8.7%	9.7%	10.0%	6.3%	7.3%	2.3%	6.9%	7.4%	12.6%
	综合金融	-23.5%	-16.7%	-12.6%	3.2%	19.4%	41.4%	84.7%	90.3%	64.5%	39.9%	65.6%	48.0%	39.3%	52.3%	79.4%
	电子	4.0%	-2.7%	-0.2%	2.9%	8.9%	11.4%	11.8%	15.1%	13.9%	11.2%	13.4%	13.9%	18.0%	15.2%	21.3%
	通信	8.2%	5.9%	-1.1%	1.9%	6.4%	6.2%	4.6%	0.3%	3.0%	0.4%	4.4%	2.3%	4.0%	-2.5%	-4.9%
医药	计算机	11.6%	9.2%	9.0%	2.3%	9.8%	13.7%	18.5%	20.1%	21.9%	27.0%	34.0%	30.1%	26.9%	31.3%	25.1%
	传媒	-6.5%	-5.1%	-1.1%	5.2%	18.2%	29.3%	31.2%	32.2%	36.9%	57.4%	63.4%	59.2%	55.1%	60.2%	47.6%
	医药	-4.5%	-2.1%	-2.3%	1.8%	7.7%	10.8%	13.8%	15.2%	7.4%	6.4%	10.1%	10.2%	13.4%	10.7%	12.5%

资料来源: Wind, 国元证券研究所

4. 并购重组市场现状：产业力量主导，国企国资先行

4.1 政策：2024 年以来，并购政策环境持续宽松，并购交易升温

2024 年以来，我国并购政策环境持续宽松，从提高对重组估值的包容性到加快审核效率、创新支付工具，接连加大对并购重组的支持力度，特别是“并购六条”以来，进一步放宽了对上市公司跨界并购的条件要求，鼓励存在转型需求，规范运作的上市公司开展符合商业逻辑的双主业经营，激发了并购重组市场的交易活力。

表 4：2024 年以来并购重组相关政策，“并购六条”发布后各地积极响应

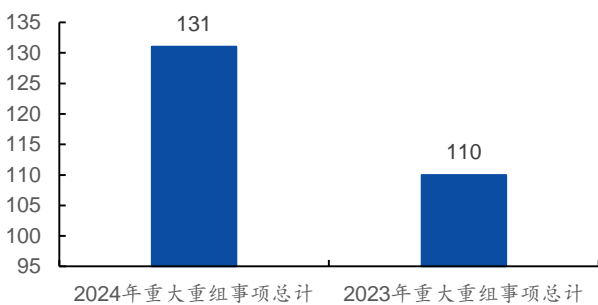
日期	政策/会议	发布单位	并购重组相关内容
2024 年 4 月 12 日	《关于加强监管防范风险推动资本市场高质量发展的若干意见》(新“国九条”)	国务院	1) 鼓励上市公司聚焦主业，综合运用 并购重组、股权激励 等方式提高发展质量。 2) 加大 并购重组改革 力度，多措并举活跃并购重组市场。进一步削减“壳”资源价值。 3) 加强 并购重组监管 ，强化主业相关性，严把注入资产质量关，加大对“借壳上市”的监管力度，精准打击各类违规“保壳”行为。
2024 年 6 月 19 日	《关于深化科创板改革服务科技创新和新质生产力发展的八条措施》(“科创板八条”)	中国证监会	更大力度支持并购重组 。支持科创板上市公司开展产业链上下游的并购整合，提升产业协同效应。适当提高科创板上市公司并购重组估值包容性，支持科创板上市公司着眼于增强持续经营能力，收购优质未盈利“硬科技”企业。丰富支付工具，鼓励综合运用股份、现金、定向可转债等方式实施并购重组，开展股份对价分期支付研究。支持科创板上市公司聚焦做优做强主业开展吸收合并。鼓励证券公司积极开展并购重组业务，提升专业服务能力。
2024 年 9 月 24 日	《关于深化上市公司并购重组市场改革的意见》(“并购六条”)	中国证监会	1) 支持上市公司向新质生产力方向转型升级；2) 鼓励上市公司加强产业整合；3) 进一步提高监管包容度；4) 提升重组市场交易效率；5) 提升中介机构服务水平；6) 依法加强监管。
2024 年 10 月 24 日	《关于推动资本市场高质量发展的实施方案》	中国证监会	支持上市公司首发融资和再融资募投项目落地建设，支持上市公司并购重组，用好科创板股债融资和并购重组“绿色通道”各级政府（国有资本）以收购或招商等方式迁入省外上市公司，应严格履行内部审核把关程序，并征求中央金融管理部门派出机构意见，做好风险评估。
2024 年 10 月 25 日	《关于全面落实国家一揽子增量政策推动全省经济持续回升向好的若干措施》	江西省人民政府	研究推动上市公司与产业企业并购重组专项措施，围绕“1269”行动计划建立并购重组后备资源库。境内外并举推进企业上市，引导拟上市企业加快申报，争取在审企业尽早发行上市。
2024 年 11 月 27 日	印发《深圳市推动并购重组高质量发展的行动方案（2025-2027）（公开征求意见稿）》	深圳市地方金融管理局	到 2027 年底完成并购重组项目总数量突破 100 单、交易总价值突破 300 亿元的目标 ，支持上市公司向新质生产力方向转型发展；支持国资国企上市公司等有能力的企业积极参与并购重组，围绕主业进行产业链整合，合理提升产业集中度，增强产业链供应链韧性和安全水平，打造具有国际竞争力的产

			业集群。
2024年12月3日	《浙江省人民代表大会常务委员会关于省属国有企业产业结构优化调整情况报告的决议》	浙江省人大	突出外延式并购，更大范围、更深层次、更宽领域统筹配置国有资本，推动跨集团、跨层级、跨区域战略性重组，加大对外部优质资源、优势企业的战略性并购力度，打造一批占据产业链价值链高端、掌握制度规则标准话语权、具有全国乃至全球影响力的头部企业。
2024年12月10日	印发《上海市支持上市公司并购重组行动方案（2025—2027年）》	上海市人民政府	力争到2027年，落地一批重点行业代表性并购案例，在集成电路、生物医药、新材料等重点产业领域培育10家左右具有国际竞争力的上市公司，形成3000亿元并购交易规模，激活总资产超2万亿元……发挥国有上市公司引领作用，聚焦增强核心功能，围绕加快新兴产业前瞻布局和推动传统产业转型升级开展高质量并购。
2024年12月31日	《关于支持企业开展并购重组的指导意见》	安徽省人民政府	重点支持方向：1) 支持优质企业开展并购重组；2) 聚焦重点领域开展并购重组；3) 支持跨区域开展并购重组。 重点任务：1) 分类分业推进；2) 组织对接服务；3) 强化政策支持；4) 优化政务服务；5) 引导社会资本参与；6) 构建服务生态；7) 强化培训宣传；8) 加强监督管理。

资料来源：江西省人民政府，深圳市地方金融管理局，浙江人大，上海市人民政府，安徽省人民政府，证监会官网，国元证券研究所

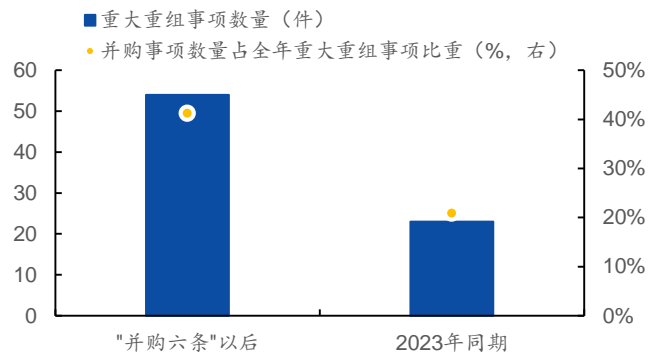
“并购六条”后，我国并购市场活跃度显著升温。从全年数据来看（按首次披露口径计算，统计2024年Wind重大重组事项的并购数据，下同），2024年以来全年重大重组事项131起，较去年+19.09%，全年重大重组事项交易升温；特别是“并购六条”以来，重大重组事项绝对数量及相对占比均显著提升，“并购六条”以后共计披露54起重大重组事项，同比+134.78%，占全年比重41.22%，同比+20.31pct。

图 27：2024 年以来，重大重组事项交易升温（件）



资料来源：Wind，国元证券研究所

图 28：“并购六条”以来，重大重组事项交易热度跃升



资料来源：Wind，国元证券研究所

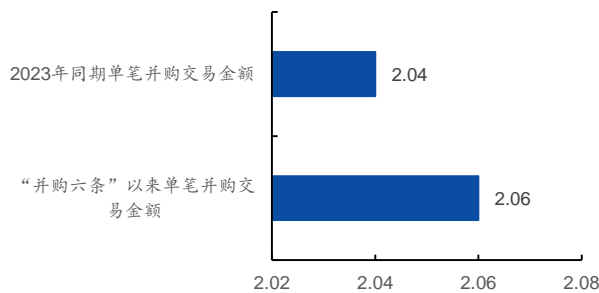
注：并购六条以来的并购事项统计2024年10-12月数据

2024年我国并购市场单笔交易均额小幅提升。根据Wind并购数据库（按首次披露口径计算，包括境内并购、出境并购，下同），2024年我国并购市场共计披露并购重组事项8431起，同比-6.67%，交易金额总计1.91万亿元，同比-1.72%，单笔交易平均金额

2.27 亿元，同比小幅提升 5.31%。“并购六条”以来（按首次披露口径统计 2024 年 10 月至 12 月数据，包括境内并购、出境并购，下同），全市场并购事项披露数量共计 2569 起，同比-7.36%，全市场并购金额总计 5296 亿元，同比-6.33%，单笔交易平均金额 2.06 亿元，同比+1.11%。

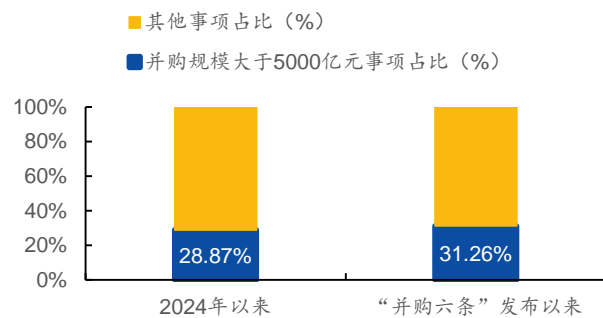
“并购六条”以来，大规模并购事项表现更为积极。根据 Wind 数据库，2024 年以来披露并购规模的并购事项共计 8431 件，其中并购规模大于 5000 亿元的事项，数量占比 28.87%；“并购六条”以来，共计披露并购事项 2569 件，并购规模大于 5000 亿元的事项 803 件，同比+1.07pct，较 2024 年全年整体水平+2.39pct。

图 29：“并购六条”以来，单笔并购交易均额小幅提升（亿元）



资料来源：Wind，国元证券研究所

图 30：“并购六条”以来，大规模并购事项（规模>5000 亿）表现更积极

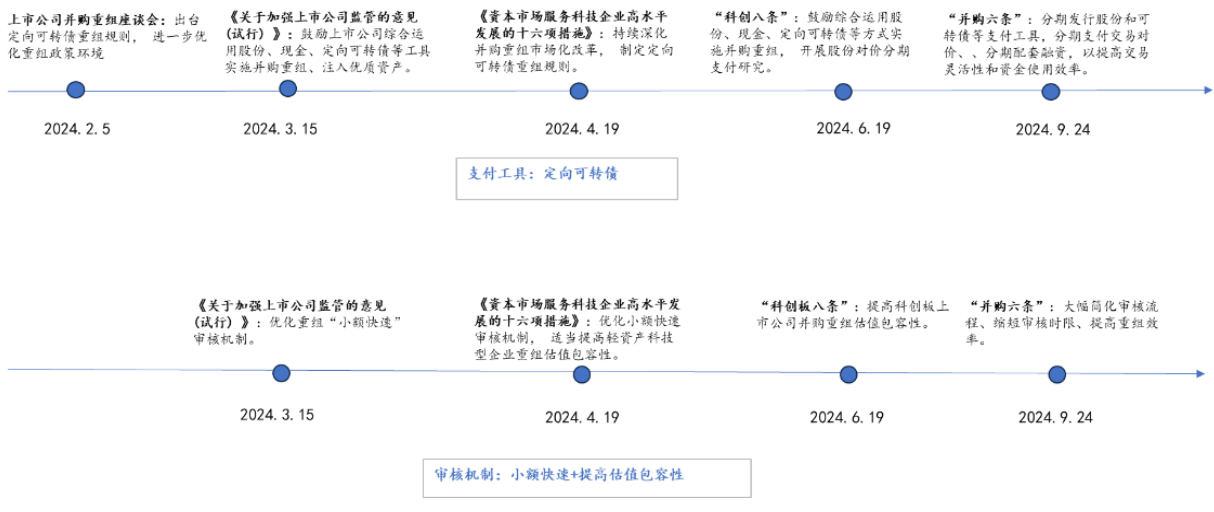


资料来源：Wind，国元证券研究所

政策持续优化升级，提升并购重组效率。支付工具的选择是并购重组中的重要内容，甚至直接关系到企业并购的成败，2024 年以来，并购政策持续支持并购支付工具创新，以提升并购交易灵活性和资金使用效率。2024 年 2 月，证监会召开的上市公司重组座谈会中，指出要出台定向可转债重组规则，进一步优化重组政策环境；2024 年 6 月，“科创板八条”提出，鼓励综合运用股份、现金、定向可转债等方式实施并购重组，开展股份对价分期支付研究；2024 年 9 月，“并购六条”提出，分期发行股份和可转债等支付工具，以提高交易灵活性和资金使用效率。

加强监管保障，提升监管包容度。在鼓励支持并购重组效率提升、审核简化的同时，新出台的并购政策也强调了在加强监管保障的基础上，提升监管的包容度，尤其是提升对科创公司的包容度，政策指向性显著。2024 年 4 月，《资本市场服务科技企业高水平发展的十六项措施》中提出，要适当提高轻资产科技型企业重组估值包容性；2024 年 6 月，“科创板八条”提出，适当提高科创板上市公司并购重组估值包容性；2024 年 9 月，“并购六条”提出，要对重组估值、业绩承诺、同业竞争和关联交易等事项，进一步提高包容度。

图 31：并购政策持续支持审核效率提速、并购工具创新



资料来源：中国证监会，人民政府网，国元证券研究所

表 5：加强监管保障，维护并购重组市场秩序

时间	政策	详情
2024 年 9 月 24 日	《关于深化上市公司并购重组市场改革的意见》（简称“并购六条”）	打击各类违规“保壳”行为，维护并购重组市场秩序；提高监管包容度，对重组估值、业绩承诺、同业竞争和关联交易等事项，进一步提高包容度。
2024 年 6 月 19 日	《关于深化科创板改革服务科技创新和新质生产力发展的八条措施》（简称“科创板八条”）	严格执行退市制度，坚决防止“害群之马”“僵尸空壳”在科创板出现。
2024 年 4 月 12 日	《关于严格执行退市制度的意见》	以更严的证券监管执法打击各种违法“保壳”“炒壳”行为，着力削减“壳”资源价值。
2024 年 4 月 12 日	《关于加强监管防范风险推动资本市场高质量发展的若干意见》（简称新“国九条”）	进一步削减“壳”资源价值。加大对“借壳上市”的监管力度，精准打击各类违规“保壳”行为。
2024 年 3 月 15 日	《关于加强上市公司监管的意见（试行）》	加强对重组上市监管力度，进一步削减“壳”价值。
2024 年 2 月 5 日	上市公司并购重组座谈会	坚决查处重组交易中的财务造假等违法行为，打击“壳公司”炒作等乱象。

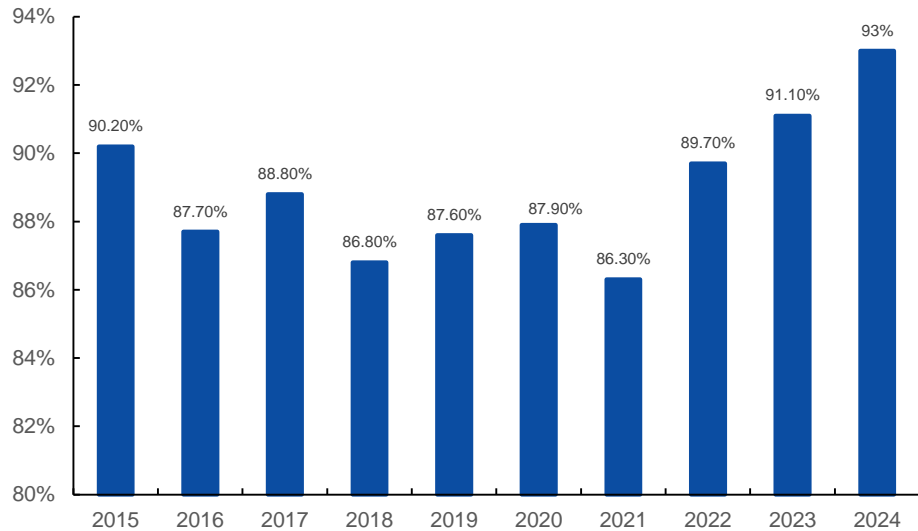
资料来源：中国证监会，人民政府网，国元证券研究所

并购事项审核效率提升。2024 年以来，并购政策持续优化审核流程，提升并购效率：2024 年 6 月，《资本市场服务科技企业高水平发展的十六项措施》中提出，要优化小额快速审核机制，适当提高轻资产科技型企业重组估值包容性；2024 年 9 月，“并购六条”提出，要建立重组简易审核程序，对符合条件的上市公司重组，大幅简化审核流程、缩短审核时限、提高重组效率。以中钨高新发行股份购买资产项目为例，这是注册制改革以来深市首单适用快速审核机制的重组项目，项目从受理到深交所重组委审议通过仅历时 50 个自然日。

2024 年以来，并购成功率创历年新高。随着并购重组政策环境持续向好，2024 年并购成功率创历年新高，根据证券时报数据宝统计（首次公告日口径），截至 12 月中旬，2024

年以来并购方为上市公司且处于完结状态的并购事件有 541 起，目前仅 38 起失败，并购成功率达 93%，较 2023 年+1.9pct，拉长时间来看，2015 年以来 A 股公司累计完成的并购事件达 1.28 万起，近三年并购成功率持续提升，2024 年该比例创近 10 年新高。

图 32：2024 年并购重组成功率创历年新高



资料来源：中国证监会，人民政府网，国元证券研究所

表 6：并购事件审核效率提升

项目审核通过日期	详情
2024 年 10 月 14 日	深交所并购重组委审议通过甘肃能源发行股份购买资产项目，该项目从受理到过会历时 101 个自然日，成为并购六条发布后 A 股市场首单过会的并购重组项目
2024 年 11 月 15 日	深交所重组委审议通过中钨高新发行股份购买资产项目。这是注册制改革以来深市首单适用快速审核机制的重组项目，项目从受理到过会仅历时 50 个自然日
2025 年 1 月 9 日	国泰君安证券和海通证券二者的合并重组流程从 2024 年 9 月 5 日发布停牌公告开始，到 12 月 13 日通过合并重组交易方案等相关议案，12 月 23 日获上交所受理，1 月 9 日成功过会，历时仅 127 天

资料来源：证券时报，国元证券研究所

4.2 资本：国资国企日益成为并购市场重要先导力量

政策引领下，国资国企在并购市场参与度逐渐提升，日益成为并购重组市场重要的先导力量。

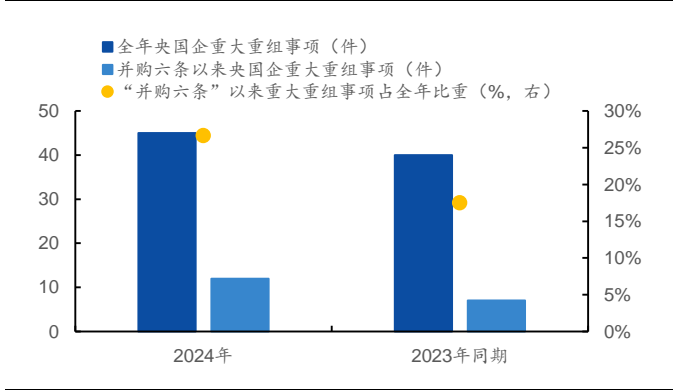
1) 国资并购基金布局加快：近期，多地国资出资成立并购基金，以加强和完善地方产业链的薄弱环节。

2) 央国企并购市场活跃度显著提升：2024 年央国企并购重组明显提速，方向上，大多并购围绕国家战略性新兴产业展开。“并购六条”以来，央国企重大重组事项并购活跃度显

著改善，根据 Wind 重大重组事项统计，2024 年我国并购市场共披露 45 起央国企并购重组事项，较去年同期+12.5%。“并购六条”以来，央国企共披露重大重组事项 12 起，同比+71%，占全年比重 26.67%，同比+9.17pct，央国企在重大重组事项并购活跃度改善显著。

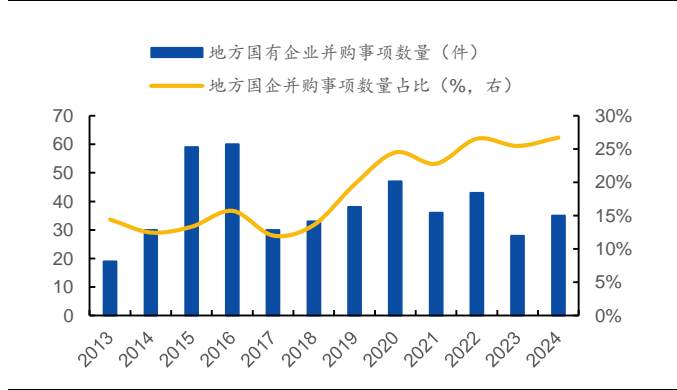
地方国企并购事项占比近年持续提升。地方国有企业 2024 年披露重大重组事项共计 35 起，较去年同期+25%，占全年并购事项比重 26.72%，较去年+1.26pct，地方国企并购事项占比近年呈持续提升态势。

图 33：“并购六条”以来，央国企重大重组事项活跃度显著改善



资料来源：Wind，国元证券研究所

图 34：地方国企并购事项占比近 10 年呈持续提升态势



资料来源：Wind，国元证券研究所

4.2.1 多地国资布局并购基金，助力地方产业链强链补链

多地国资出资成立并购基金，以强化和完善地方产业链的薄弱环节。国资并购基金的成立，旨在助力地方强化和补充产业链的不足，通过专业化整合，推动经济结构的优化升级。以上海为例，2024 年 12 月，上海市人民政府发布《上海市支持上市公司并购重组行动方案（2025—2027 年）》，方案提出，上海市力争到 2027 年，落地一批重点行业代表性并购案例，在集成电路、生物医药、新材料等重点产业领域培育 10 家左右具有国际竞争力的上市公司，形成 3000 亿元并购交易规模，激活总资产超 2 万亿元，集聚 3 至 5 家具有较强行业影响力的专业并购基金管理人，中介机构并购服务能力大幅提高，并购服务平台发挥积极作用。

国资成立并购基金，有助于推动并购市场活跃度提升，促进国有资本向科创领域和战新产业集中。国资成立并购基金对市场活力和效率产生了显著提升，国资并购基金的入场不仅增强了并购市场的活跃度，还通过专业化整合，加速了战略性新兴产业的发展，为地方产业链的完善注入了新动力。同时，政策的扶持为国资基金参与央企和国企的重组整合创造了有利条件，促进了资源向创新领域的流动，促进国有资本向科创领域和战新产业集中，助力经济结构优化和产业升级。

表 7：地方国资并购基金密集成立

时间	事件	详情
2024 年 12 月 10 日	上海市人民政府办公厅印发《上海市支持上市公司并购重组行动方案(2025-2027 年)》	《方案》提出，加快培育集聚并购基金： 1) 引入专业赛道市场化并购基金管理人，吸引集聚市场化并购基金，符合条件的纳入股权投资基金设立快速通道 2) 用好 100 亿元集成电路设计产业并购基金，设立 100 亿元生物医药产业并购基金 3) 政府投资基金可以通过普通股、优先股、可转债等方式参与并购基金出资，并适当让利 4) “链主”企业通过企业风险投资 (CVC) 方式围绕本产业链关键环节开展并购重组的，将 CVC 基金设立纳入快速通道
2024 年 10 月 29 日	河南省赋豫国企改革发展股权投资基金合伙企业(有限合伙)在中基协完成备案，基金注册规模 50 亿元	该基金将主要以国资国企资本市场孵化、河南省重点产业集群并购、战略性新兴产业及新质生产力培育、国企主业聚焦等为重点投资方向，主要布局在豫优质产业项目
2024 年 10 月 24 日	南京新工先进制造业强链并购基金合伙企业(有限合伙)成立，出资额 8 亿元	该基金由南京新工投资集团有限责任公司、南京市紫金产业投资有限公司、南京新工新兴产业投资管理有限公司共同出资
2024 年 9 月 28 日	北京经济技术开发区(北京亦庄)康桥医疗健康并购投资基金于近日正式设立，这是北京亦庄设立的首只并购基金	该基金由北京亦庄国际生物医药投资管理有限公司与康桥资本合作设立，总规模 30 亿元

资料来源：北京日报，上海财政，河南国资，南京贸促会，国元证券研究所

4.2.2 新一轮央企改革背景下，并购重组是强化央企市值管理的有力工具

新一轮央企改革背景下，央国企并购重组潜在需求日益提升。2024 年 12 月 17 日，国务院国资委印发了《关于改进和加强中央企业控股上市公司市值管理工作的若干意见》，意见提出，中央企业将市值管理作为一项长期战略管理行为，中央企业要从并购重组、市场化改革等方面改进和加强控股上市公司市值管理工作，通过聚焦产业链供应链关键环节加快整合行业优质资产，打造行业龙头企业，通过并购重组加快布局战略性新兴产业和未来产业，培育新质生产力。

表 8：“新一轮”央企改革政策脉络

时间	内容	详情
2024 年 12 月 17 日	《关于改进和加强中央企业控股上市公司市值管理工作的若干意见》	1. 汇聚优质资源。推动企业内部优质资源向控股上市公司汇聚，支持其围绕提高主业竞争优势、增强科技创新能力、促进产业升级实施并购重组 2. 深耕主责主业。引导控股上市公司关注行业周期和竞争态势，聚焦产业链关键环节整合优质资产，打造行业龙头 3. 分拆上市。鼓励多元化控股上市公司将内部优质资产规范稳妥分拆上市，挖掘细分市场价值 4. 科技创新并购。推动控股上市公司开展科技创新投资并购，赋能中小企业成果应用，加强与科研机构股权合作，打造科技领军企业 5. 布局新兴产业。支持控股上市公司通过并购重组布局战略性新兴产业和未来产业，培育新质生产力，打造产业领先企业 6. 控制盲目并购。严控控股上市公司盲目扩张、增加过剩产能、破坏财务健康、降低经营效率的对外并购行为
2024 年 9 月 25 日	《中央企业专业化整合推进会暨重点项目签约仪式》	中央企业专业化整合要坚持“9+6”为重点，加快打造一批特色鲜明、优势突出、产业融合、市场竞争
2024 年 7 月 26 日	“推动高质量发展”主题新闻发布会	推动国有经济布局优化和结构调整，坚定不移做强做优做大国有资本和国有企业
2024 年 1 月 12 日	《2024 地方国资委负责人会议》	战略性重组和专业化整合稳妥推进，更好支撑现代化产业体系建设
2023 年 12 月 26 日	《央企负责人会议》	深入推进布局优化和结构调整，推动国有资本不断向关系国家安全、国民经济命脉的重要行业和关键领域
2023 年 6 月 15 日	《中央企业提高上市公司质量，助力提暨并购重组工作专题会》	中央企业要以上市公司为平台开展并购重组，高核心竞争力、增强核心功能

资料来源：国家发改委，浙江国资，国资智库，国资小新，券商中国，国元证券研究所

4.2.3 并购助力盘活国资，是地方产业转型升级、发展新质生产力重要抓手

地方政府、国资频频出手收购上市公司平台。2024 年以来，全 A 股市场共计 102 家上市公司实际控制人发生变化，其中地方政府、地方国资获得共 26 家上市公司控制权。

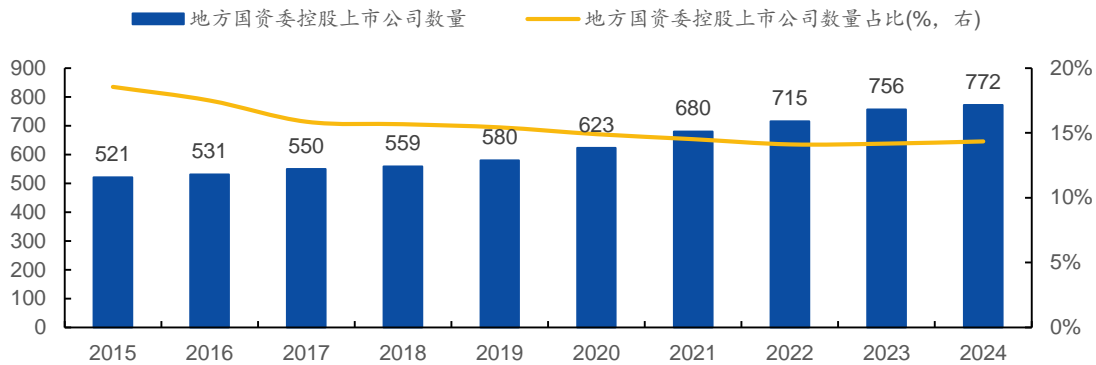
表 9：2024 年以来，地方政府、地方国资获得共 26 家上市公司控制权

序号	证券代码	证券简称	实控人属性 (交易日 20241231)	实控人属性 (交易日 20231231)	实控人名称 (20241231)	实控人名称 (20231231)
1	000525.SZ	ST 红太阳	地方政府	个人	曲靖高新技术产业开发区 管理委员会	杨寿海
2	000637.SZ	茂化实华	地方国资委	个人	茂名市人民政府国有资产 监督管理委员会	刘军
3	002136.SZ	安纳达	地方国资委		烟台市人民政府国有资产 监督管理委员会	
4	002239.SZ	奥特佳	地方国资委	个人	湖北省人民政府国有资产 监督管理委员会	张永明
5	002309.SZ	*ST 中利	地方国资委	个人	厦门市人民政府国有资产 监督管理委员会	王柏兴
6	002569.SZ	ST 步森	地方政府	个人	宝鸡市财政局	王雅珠
7	002697.SZ	红旗连锁	地方国资委	个人	四川省人民政府国有资产 监督管理委员会	曹世如
8	002769.SZ	普路通	地方国资委	个人	广州市花都区国有资产监 督管理局	陈书智
9	002816.SZ	和科达	地方国资委	个人	阜阳市颍泉区人民政府国 有资产监督管理委员会	赵丰
10	002989.SZ	中天精装	地方国资委	个人	东阳市人民政府国有资产 监督管理委员会办公室	乔荣健
11	300013.SZ	*ST 新宁	地方政府		河南省财政厅	
12	300096.SZ	ST 易联众	地方政府	个人	周口市财政局(周口市国 有资产监督管理局)	张曦
13	300134.SZ	大富科技	地方国资委	个人	蚌埠市人民政府国有资产 监督管理委员会	孙尚传
14	300697.SZ	电工合金	地方国资委	个人	厦门市人民政府国有资产 监督管理委员会	陈力皎,冯岳军
15	300808.SZ	久量股份	地方国资委	个人	十堰市人民政府国有资产 监督管理委员会	郭少燕,卓楚光
16	430198.BJ	微创光电	地方国资委	个人	湖北省人民政府国有资产 监督管理委员会	陈军
17	600172.SH	黄河旋风	地方政府	个人	许昌市财政局	乔秋生
18	600208.SH	衢州发展	地方国资委	个人	衢州市人民政府国有资产 监督管理委员会	黄伟
19	600331.SH	宏达股份	地方国资委	个人	四川省人民政府国有资产 监督管理委员会	刘沧龙
20	600892.SH	大晟文化	地方国资委	个人	唐山市人民政府国有资产 监督管理委员会	周镇科
21	601700.SH	风范股份	地方国资委	个人	唐山市人民政府国有资产 监督管理委员会	范建刚
22	603188.SH	亚邦股份	地方政府	个人	常州市武进区国有(集体) 资产管理办公室	许小初,许芸霞
23	603300.SH	海南华铁	地方国资委	个人	海南省国有资产监督管理 委员会	胡丹锋
24	603329.SH	上海雅仕	地方国资委	个人	湖北省人民政府国有资产 监督管理委员会	孙望平
25	603920.SH	世运电路	地方国资委	境外	佛山市顺德区国有资产监 督管理局	余英杰
26	830964.BJ	润农节水	地方国资委	个人	湖北省人民政府国有资产 监督管理委员会	李明欣,薛宝松

资料来源：Wind，国元证券研究所

注：计算 2024 年地方政府、地方国企实控企业时，剔除了少许上市公司控制权在地方政府与地方国资转换的事项

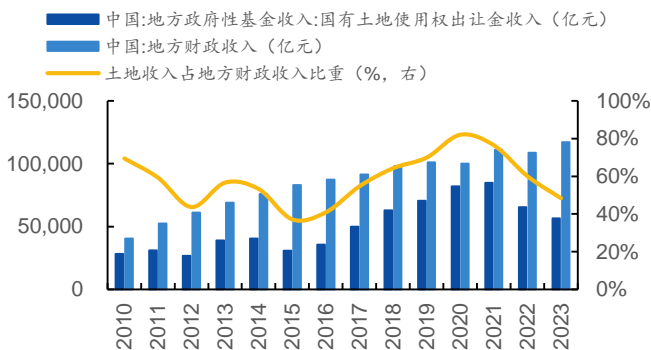
图 35：地方国资委控股 A 股上市公司占比近年持续提升



资料来源：Wind, 国元证券研究所

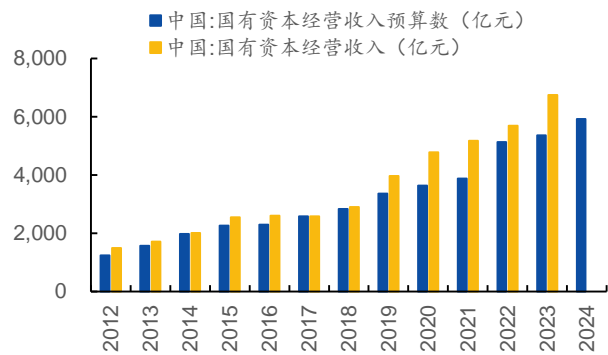
并购助力地方政府盘活地方国资，成为地方产业转型升级、发展新质生产力的重要抓手。2021 年以来，我国地方政府土地出让金收入呈持续下降的态势，2023 年，我国地方政府土地出让金收入 5.67 万亿，较 2022 年下降 8692 亿元，同比-13.31%，土地出让金收入的不断下降使得财政收支平衡持续承压。此外，还债压力也掣肘地方政府对产业转型升级的投入，部分已发行的新增专项债中被用于偿还旧债，阻碍了“实物工作量”的形成和产业升级、升级的节奏。总体来看，地方政府短期在支出项上面临还债压力，长期在收入项面临财政造血功能的不足。化解地方债务问题，虽有中央政府发债支持置换高息隐债，来纾解眼前高息债务压力，但长期来看，地方政府财政支出具有一定刚性，减少借债需求方面难度不小，因此，地方政府积极盘活国有资产，提升资产运营效率，正是增强地方财政造血功能的“关键一招”。而并购则是助力地方政府盘活国企资产，实现地方产业转型升级、发展新质生产力的重要抓手。根据国务院公布的数据，截至 2023 年底，国有企业资产总额 371.9 万亿元，全国国有资本经营预算收入 6743.61 亿元，对财政收入贡献度提升空间较大，并购可加快地方国企产业整合效率，提升国有企业经营质量，提高地方国有资产证券化水平。

图 36：土地收入占地方财政收入水平近年来持续下行



资料来源：Wind, 国元证券研究所

图 37：国有资本经营收入近年持续提升



资料来源：Wind, 国元证券研究所

并购可助力地方产业整合升级与资产证券化“一箭双雕”：

1) 产业整合升级：地方国企可通过整合同业做大做强提升实力。一方面，通过产业整合，

可以增强本地龙头企业产业竞争力，强化本地优势的产业实力；另一方面，企业扩张后的规模效应会带来更好的盈利能力，增强地方的财政实力。

2) 资产证券化：地方政府收购上市公司平台，将旗下优质资产注入上市公司，实现资产证券化，盘活国有资产；此外，地方政府可以通过所收购的上市公司为平台，开展项目投资，实现补链、强链，推动产业链转型升级。

表 10：国资国企产业整合、资产证券化进程加快

地区	时间	详情
上海	2024 年 12 月 9 日	1. 聚焦新质生产力强链补链，支持上市公司收购有助于强链补链、提升关键技术水平的优质未盈利资产 2. 推动传统行业转型升级，围绕产业升级、寻求第二增长曲线开展跨行业并购，注入优质资产，提升投资价值；鼓励包括金融、物流在内的现代服务业、专业服务业等传统行业上市公司，开展同行业、上下游并购和吸收合并，合理提升产业集中度
广州	2024 年 11 月 26 日	中共广东省委发布《关于贯彻落实党的二十届三中全会精神进一步全面深化改革在推进中国式现代化建设中走在前列的意见》： 1. 推进战略化重组和专业化整合：提出深化国资国企改革，特别是在港口、航运等领域推进战略性重组和专业化整合，以形成体系化的产业布局 2. 加快优质国有资产证券化进程：加快优质国有资产的证券化进程，健全国有企业创新创造的多元化投入机制，优化科技成果赋权、股权分红等中长期激励机制，以激发国有企业的创新活力和市场竞争能力
浙江	2024 年 11 月 22 日	浙江水利发展集团有限公司正式揭牌，由 5 家浙江省水利厅出资企业合并重组而成立的水利发展集团，保留钱塘江建设开发有限公司作为集团母公司，水文新技术、钱管局设计院、广川工程、定川信息四家公司划入水利发展集团，形成“1 母 4 子”的公司治理架构
贵州	2024 年 11 月 8 日	贵州交投集团近日正式挂牌，新组建的集团由贵州交通建设集团有限公司和贵州省公路开发集团有限公司整合重组而成，是贵州深入推进国有经济布局优化和结构调整的有力举措
河北	2024 年 11 月 8 日	健全龙头企业领跑机制，引导和鼓励企业以获取技术、品牌、人才和市场为目的对集群同行业企业实施兼并重组，进一步整合资源，打造竞争力强的“领跑者”企业集团
四川	2024 年 10 月 29 日	1) 支持上市公司并购重组，充分利用科创板股债融资和并购重组“绿色通道”； 2) 建立资本市场发展协调工作机制，搭建资本市场主体直接融资全生命周期服务对接平台，服务覆盖企业培育上市、再融资、并购重组、纾困解难、风险处置等各领域

资料来源：各级政府官网，国元证券研究所

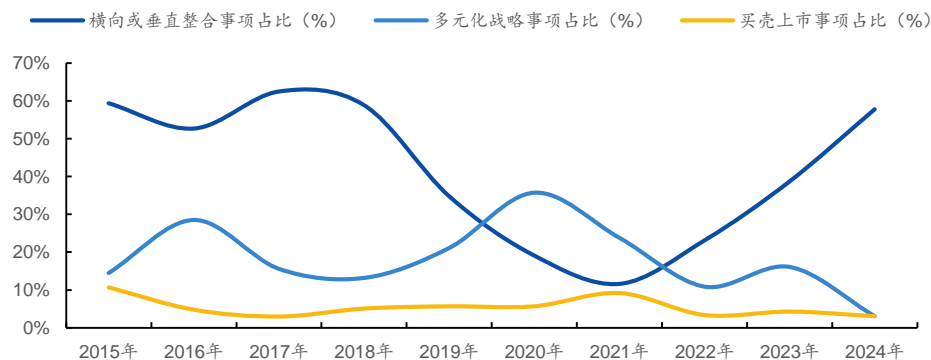
4.3 产业：市场回归产业并购主线，产业整合、转型表现活跃

并购市场主线回归产业并购。据数据宝统计，2015-2024 年（截至 12 月中旬，首次公告日统计口径，下同）近十年来，A 股公司共公告了 2240 起重大资产重组事件，其中 2054 起披露了重组目的。产业并购的主要形式有横向并购、垂直并购等，2024 年以来，以**横向整合或垂直整合为目的的产业并购事件**占比显著提升至 57.8%，同比+19.1pct，在过去三年中持续上升；与此同时，以借壳上市为目的的并购事件数量降至近 10 年新低，并

购市场主线正从“套利并购”向“产业并购”转变。

传统行业并购表现活跃。根据 Wind 重大重组事项数据（截至 2024 年 12 月中旬，首次公告日统计口径），非银、纺服、交运、地产、商贸零售等传统行业 2024 年并购金额均值较近十年平均水平超出 50%以上，其中非银、纺服、商贸零售并购金额均值较近十年平均水平翻倍，传统行业的产业并购活动活跃。

图 38：产业并购成为并购市场主线



资料来源：数据宝，国元证券研究所

并购事项主要集中在资本货物、商业和专业服务、多元金融等行业，产业特征显著。从历年数据来看，排名前 10 的行业分布大体稳定，但在部分行业排名顺序上有变化。根据 Wind 并购数据库统计（Wind 二级行业分类），从竞买方视角来看，并购事项主要集中在资本货物、商业和专业服务、多元金融、材料、软件与服务等行业。上述行业共计披露并购事项 3242 起，占全市场并购事项总量的 62%。

表 11: 并购事项集中在特定行业, 呈现出显著的产业特征 **表 12: 标的方视角材料、软件服务并购数量排名提升**

并购事项数量排名	2024	2023	2022	2021
1	资本货物	多元金融	多元金融	多元金融
2	商业和专业服务	资本货物	资本货物	资本货物
3	多元金融	商业和专业服务	商业和专业服务	商业和专业服务
4	材料II	材料II	材料II	材料II
5	软件与服务	软件与服务	软件与服务	软件与服务
6	技术硬件与设备	技术硬件与设备	技术硬件与设备	技术硬件与设备
7	公用事业II	公用事业II	公用事业II	制药、生物技术与生命科学
8	制药、生物技术与生命科学	制药、生物技术与生命科学	制药、生物技术与生命科学	公用事业II
9	食品、饮料与烟草	房地产II	房地产II	房地产II
10	房地产II	食品、饮料与烟草	医疗保健设备与服务	食品、饮料与烟草

并购事项数量排名	竞买方视角	标的方视角	行业排名从竞买方视角到标的方视角变化
1	资本货物	资本货物	不变
2	商业和专业服务	软件与服务	↓
3	多元金融	材料II	↓
4	材料II	商业和专业服务	↑
5	软件与服务	技术硬件与设备	↑
6	技术硬件与设备	多元金融	↓
7	公用事业II	公用事业II	不变
8	制药、生物技术与生命科学	制药、生物技术与生命科学	不变
9	食品、饮料与烟草	食品、饮料与烟草	不变
10	房地产II	房地产II	不变

资料来源: Wind, 国元证券研究所

资料来源: Wind, 国元证券研究所

注: 表格所示各行业历年并购事项数量排名(由高到低), 按照竞买方口径排名

注: 表格所示为各行业 2024 年并购数量排名(由高到低, 分竞买方、标的方口径)

横向并购是我国当前产业并购的主要形式。在当前市场竞争日益激烈的背景下, 企业通过横向并购可以迅速扩大生产规模、提高市场份额, 增强市场竞争力。根据 Wind 重大重组事项数据, 近年来我国横向并购交易数量和金额占产业并购的比例较高, 截至 2024 年末, 横向并购事项数量在产业并购中占比超 90%, 横向并购仍是当前产业并购的主体。

表 13: 各行业历年横向并购事项数量排名 (由高到低)

行业	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
传媒	8	8	18	11	8	3	1	1	0	1	0	1
机械设备	6	7	14	14	18	1	7	0	0	3	6	4
医药生物	6	14	27	18	8	13	7	1	2	2	3	3
电子	5	10	20	13	7	12	2	2	1	5	2	2
计算机	3	16	21	20	11	10	3	2	0	1	3	3
商贸零售	3	5	10	8	3	1	0	2	0	0	2	2
有色金属	3	5	6	7	2	7	0	2	0	1	0	2
电力设备	2	4	19	14	15	9	1	0	1	2	0	3
公用事业	2	4	8	5	3	6	3	2	1	3	0	1
建筑装饰	2	1	4	2	2	1	2	1	0	0	0	1
通信	2	4	5	6	9	3	2	1	0	0	2	0
社会服务	2	2	9	4	1	2	1	0	0	0	1	0
环保	1	1	7	3	4	2	1	0	0	0	0	0
房地产	1	2	5	3	4	4	4	0	0	0	2	1
国防军工	1	3	5	6	4	5	1	0	0	3	1	1
农林牧渔	1	1	2	1	4	3	0	0	0	1	1	1
煤炭	1	0	2	1	1	0	1	0	1	1	1	0
石油石化	1	1	5	3	4	1	0	0	0	0	0	0
汽车	0	2	5	10	7	4	2	0	3	3	2	3
基础化工	0	5	11	8	8	14	5	5	0	3	4	3
非银金融	0	3	5	8	4	2	0	1	0	0	0	1
交通运输	0	0	10	3	1	7	0	2	1	2	1	2
轻工制造	0	0	4	7	2	4	3	2	1	1	2	1
纺织服装	0	1	1	4	2	1	1	1	0	0	0	1
家用电器	0	2	4	4	2	2	0	0	0	1	0	1
建筑材料	0	2	4	1	2	0	2	3	3	0	0	0
食品饮料	0	1	2	4	1	3	0	0	0	0	0	1
综合	0	3	1	2	1	2	0	0	0	0	1	0
钢铁	0	1	1	2	1	2	2	0	0	0	1	0
美容护理	0	0	1	1	2	2	0	0	0	0	0	0
银行	0	0	0	1	0	0	0	0	0	0	0	0

资料来源: Wind, 国元证券研究所

产业并购较普通并购更有益于企业盈利能力的改善。我国距今最近的两轮并购潮分别发生在 2013-2016 年、2018-2021 年间，我们选择 2015 年和 2020 年这两个年份代表两轮周期进行对比，根据 Wind 重大重组事项数据（以竞买方视角、并购完成日口径，统计横向并购、垂直并购的案例数据），发生产业并购事项的企业在次年 ROE 提升和净利率改善方面，较非产业并购拥有更高的胜率，具体来看：

1) 2015 年，进行产业并购事项企业在次年 ROE 提升方面，胜率为 40%，显著高于 2015 年全部并购事项的表现水平 26.8%。

2) 2020 年，进行产业并购事项企业在次年 ROE 提升方面，胜率为 60.00%，显著高于 2020 年全部并购事项的表现水平 54.95%；进行产业并购事项企业在次年净利率提升方面，胜率为 53.33%，显著高于 2020 年全部并购事项的表现水平 47.25%。

表 14：产业并购更有益于企业盈利能力改善

	并购事件净利率胜率		并购事件 ROE 胜率	
	产业并购	总胜率	产业并购	总胜率
2020	53.33%	47.25%	60.00%	54.95%
2015	48.97%	52.00%	40.00%	26.80%

资料来源：Wind，国元证券研究所

4.3.1 产业整合驱动因素——低集中度行业整合需求+价格下行带来盈利承压

1) 产业整合的驱动因素一：低集中度行业的整合需求

低集中度行业的整合需求或是推动本轮并购活动的驱动因素之一。从行业在数量上分布来看：汽车、机械设备、基础化工、电子、医药生物、电力设备、环保、公用事业等行业并购活动近几年来常年表现活跃。在上述并购活动活跃的行业中，除汽车行业集中度略高外，其他行业均处于较低的行业集中度水平。非银金融行业 2024 年的并购活动尤为活跃，2024 年以来 A 股市场共计发生 6 项重大重组事件，其中 5 件来自于证券行业，从申万二级行业来看，非银金融下属的证券行业集中度排名（集中度由低到高）在 124 个申万二级行业中排第 9，行业集中度处于较低水平，因此产业内生的整合动力或是驱动本轮并购活动的关键因素，相应行业的龙头企业通过产业整合提升市场份额的空间充足。

表 15：各行业集中度排序（按申万一二级行业分类，集中度由低到高）

行业名称	2024Q3_行业集中度(%)
基础化工(申万)	19.88%
环保(申万)	22.60%
电力设备(申万)	22.93%
轻工制造(申万)	23.40%
医药生物(申万)	26.81%
传媒(申万)	26.87%
机械设备(申万)	31.38%
公用事业(申万)	34.90%
商贸零售(申万)	37.14%
电子(申万)	38.57%
钢铁(申万)	39.94%
纺织服装(申万)	41.71%
美容护理(申万)	42.16%
有色金属(申万)	42.29%
计算机(申万)	42.68%
食品饮料(申万)	42.68%
国防军工(申万)	45.58%
汽车(申万)	49.21%
交通运输(申万)	49.47%

资料来源：Wind，国元证券研究所

表 16：历年重大重组事项各行业（申万一级行业）数量分布排名（由高到低）

	2024	2023	2022	2021	2020	2019	2018	2017	2016	2015	2014	2013
汽车	15	5	7	9	13	8	12	11	17	7	7	2
机械设备	15	16	12	12	12	15	6	20	25	32	14	11
基础化工	12	10	5	15	14	26	24	12	23	31	11	5
电子	11	5	10	11	18	10	20	16	27	33	13	11
医药生物	9	4	13	10	12	20	22	15	29	41	24	11
计算机	7	6	6	6	6	9	16	22	28	30	24	13
非银金融	6	1	0	3	8	6	6	6	15	14	5	4
电力设备	5	5	18	15	10	8	19	26	29	31	15	7
环保	5	3	7	7	7	4	6	5	9	13	5	5
房地产	5	5	8	2	8	9	6	8	8	11	6	1
轻工制造	5	4	2	4	2	4	5	5	10	8	4	0
交通运输	4	7	5	3	6	4	9	2	11	17	3	0
商贸零售	4	4	4	6	4	7	3	5	12	18	9	4
纺织服装	4	1	1	1	4	3	4	5	6	5	2	2
国防军工	4	5	7	1	4	3	8	5	13	9	7	3
建筑装饰	3	4	8	2	9	5	2	6	5	11	6	5
煤炭	3	1	4	2	0	1	0	4	6	4	1	2
有色金属	3	3	4	9	10	7	13	3	13	10	11	6
传媒	2	1	4	1	4	5	6	13	29	31	24	15
公用事业	2	5	13	12	6	14	14	6	15	18	9	9
农林牧渔	2	4	6	1	0	4	5	8	4	6	7	3
家用电器	1	0	2	1	3	0	5	4	5	4	4	1
建筑材料	1	0	3	4	7	2	2	4	2	7	3	0
食品饮料	1	1	1	0	6	1	6	4	8	4	4	0
通信	1	3	5	6	10	3	6	10	8	15	5	3
综合	1	1	1	3	2	1	4	2	5	2	7	2
钢铁	0	2	0	2	3	6	2	2	4	5	1	0
社会服务	0	2	1	5	3	5	7	3	8	17	6	5
石油石化	0	2	2	3	1	2	2	5	6	7	2	2
美容护理	0	0	2	1	0	1	3	2	1	2	0	0
银行	0	0	1	1	0	0	0	0	1	0	0	0

资料来源：Wind, 国元证券研究所

2) 产业整合的驱动因素二：内卷式竞争、价格下行带来的盈利承压

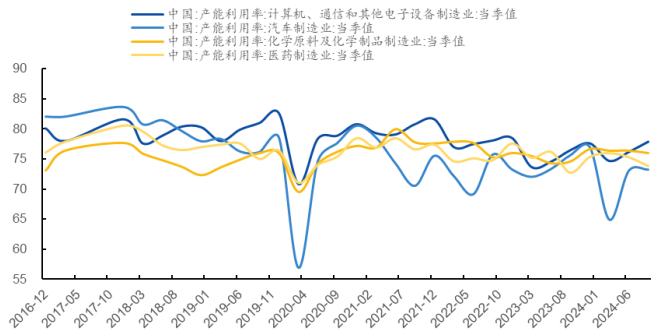
内卷式竞争严重，价格下行带来盈利承压是推动部分行业并购事项发生的重要因素。从竞买方来看，2024年并购事件主要集中在基础化工、电子、机械设备、汽车、医药生物、非银金融行业，多数行业内卷式竞争情况较为严重，呈现出产能利用率、产品价格下降的趋势，行业盈利能力承压。根据Wind数据重大重组事项数据（首次公告日口径，截至2024年末），2024年以来竞买方角度共披露重大重组事件79项，其中基础化工、机械设备、电子、汽车、医药、非银金融占比分别为13.92%、12.66%、11.39%、10.13%、7.59%、3.80%。

图 39：乘用车价格近年呈下行态势



资料来源：Wind, 国元证券研究所

图 40：近年我国制造业行业产能利用率呈下行趋势（%）



资料来源：Wind, 国元证券研究所

4.3.2 产业转型驱动力——传统产业转型升级与新兴产业发展

传统产业增长乏力，需企业通过并购开拓第二增长曲线内在需求强烈。我国当前正处于从传统增长模式向高质量发展的过渡阶段，传统产业面临原有业务市场空间见顶、盈利能力承压等挑战，创新能力缺乏，企业增长引擎动力不足，亟需通过外延并购来拓展第二增长曲线，实现产业转型升级。

此外，我国部分新兴产业正处于培育期，亟需赋能实现发展，除了政府积极支持引导外，更需要拥有市场和产业链资源的传统企业来推动资源对接和协同，新兴产业发展的潜在诉求同样是产业转型的重要驱动力量。以科技板块为代表的新兴产业并购活动活跃度提升显著，根据 Wind 重大重组事项数据(截至 2024 年 12 月中旬，首次公告日统计口径)，2024 年以科技行业为代表的新兴产业并购金额增幅显著。国防军工、计算机、医药生物等行业并购金额均值较近十年平均水平提升显著，其中国防军工行业增幅近 500%。战略新兴产业并购事项占比显著提升。根据 Wind 重大重组事项数据(截至 2024 年 12 月中旬，首次公告日统计口径)，2024 年重大重组事项中，战略新兴产业并购是事项占比 29.9%，为近十年最高水平。

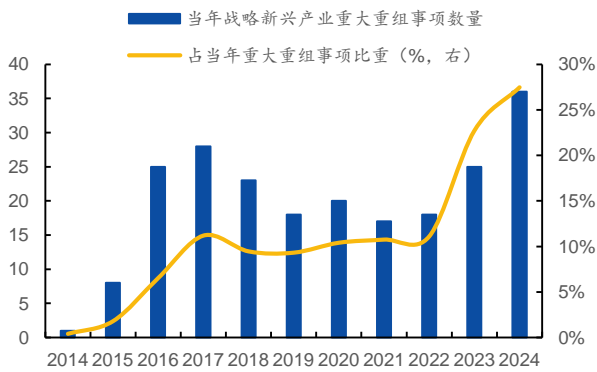
产业转型升级外部政策环境向好。2024 年 9 月 24 日，证监会发布重磅新规“并购六条”，支持上市公司向新质生产力方向转型升级，支持上市公司围绕战略性新兴产业、未来产业等进行并购重组，开展基于转型升级等目标的跨行业并购、有助于补链强链和提升关键技术水平的未盈利资产收购，以及支持“两创”板块公司并购产业链上下游资产等，提高了并购交易的灵活性和市场效率，传统产业转型升级外在环境向好。

表 17：政策支持上市公司向新质生产力方向转型升级

序号	“并购六条”支持新质生产力发展政策详情
1	支持上市公司围绕科技创新、产业升级布局，引导更多资源要素向新质生产力方向聚集
2	支持科创板、创业板上市公司并购产业链上下游资产，增强“硬科技”“三创四新”属性
3	支持运作规范的上市公司围绕产业转型升级、寻求第二增长曲线等需求开展符合商业逻辑的跨行业并购，加快向新质生产力转型步伐
4	支持上市公司结合自身产业发展需要，在不影响持续经营能力并设置中小投资者利益保护相关安排的基础上，收购有助于补链强链、提升关键技术水平的优质未盈利资产

资料来源：人民政府网，国元证券研究所

图 41：战略新兴产业占重大重组事项比重持续提升



资料来源：Wind, 国元证券研究所

表 18：新兴产业并购表现活跃

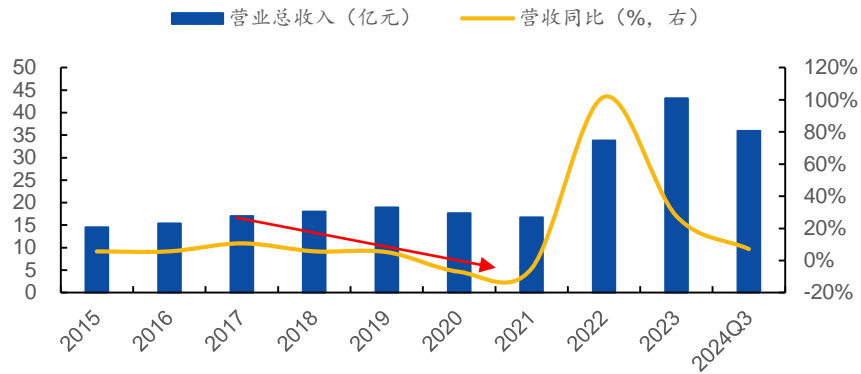
行业	2024 年平均并购金额(亿元)	较近 10 年均值增幅(%)
国防军工	575.75	495.02
计算机	34.23	42.67
医药生物	33.62	40.48
汽车	34.48	21.02

资料来源：数据宝，国元证券研究所

产业转型案例：安孚科技原有业务承压，收购南孚电池完成转型

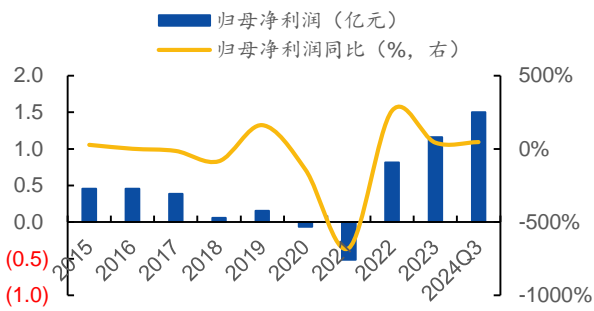
安孚科技原百货零售业务承压，收购南孚电池，实现业务转型升级。2022 年以前，安孚科技主要从事三、四线城市及农村地区等下沉市场的连锁百货零售，受需求端消费习惯的变迁和供给端新零售模式的冲击，公司业务增长和盈利能力持续承压。2021 年以来，安孚科技出售安德利工贸 100% 股权，并分步收购亚锦科技控制权以控股南孚电池，完成了传统零售百货业务向电池行业转型，成功切入优质赛道，取得较为领先的市场地位，带来稳定的营业收入和利润。

图 42：并购重组前（2021 年以前），公司业务增长持续承压



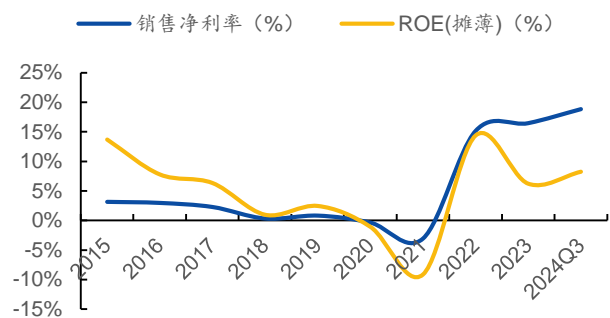
资料来源：Wind, 国元证券研究所

图 43：并购重组后（2021 年以后），公司盈利归母净利润持续改善



资料来源：Wind, 国元证券研究所

图 44：并购重组后（2021 年以后），公司盈利能力和 ROE 触底反弹

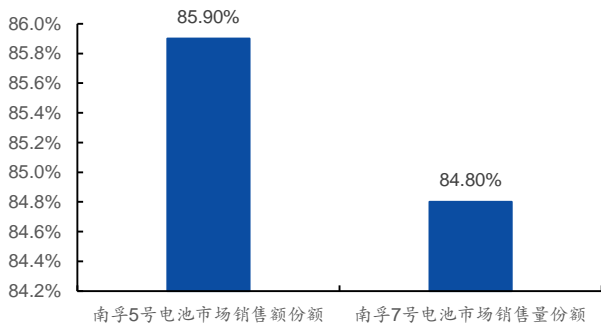


资料来源：Wind, 国元证券研究所

电池行业竞争格局佳，国家产业政策支持力度较大。电池行业竞争格局稳定，头部企业在品牌、渠道、研发领域竞争优势显著，市场份额有望持续提升。此外，我国产业政策对电池行业支持力度较强，《轻工业发展规划（2016-2020 年）》中把无汞碱性锌锰电池高速生产技术与装备改造列为重点行业技术改造工程，把超长寿命(8 年以上)碱性锌锰电池研发列为关键共性技术研发与产业化工程。《产业结构调整指导目录(2024 年本)》中，“锂离子电池、铅蓄电池、碱性锌锰电池（600 只/分钟以上）等电池产品自动化、智能化生产成套制造装备”以及“锂离子电池、钠离子电池、燃料电池等化学与物理电池等”列为鼓励类。

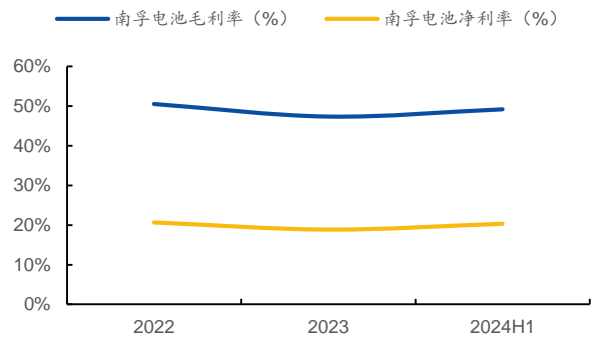
标的资产南孚电池作为国内先进电池科技公司，竞争优势领先，盈利能力稳定。南孚电池是国内碱性电池龙头企业，电池产品品类丰富、销售体系成熟、品牌影响力大，在国内碱性电池市场，“南孚牌”碱性锌锰电池产品连续 31 年（1993 年-2023 年）在中国市场销量第一，南孚电池碱性 5 号和 7 号电池品类 2023 年在我国零售市场的销售额份额/销售量份额分别为 85.9%/84.8%，拥有领先的行业地位和竞争优势。此外，碱性电池性价比高、用户获得便捷，受益于消费升级和新兴电器发展，应用场景进一步拓展，行业规模或可保持稳定乃至持续扩容。

图 45：南孚 5 号和 7 号电池品类市占率领先（2023 年）



资料来源：公司公告，国元证券研究所

图 46：南孚电池盈利能力稳定



资料来源：公司公告，国元证券研究所

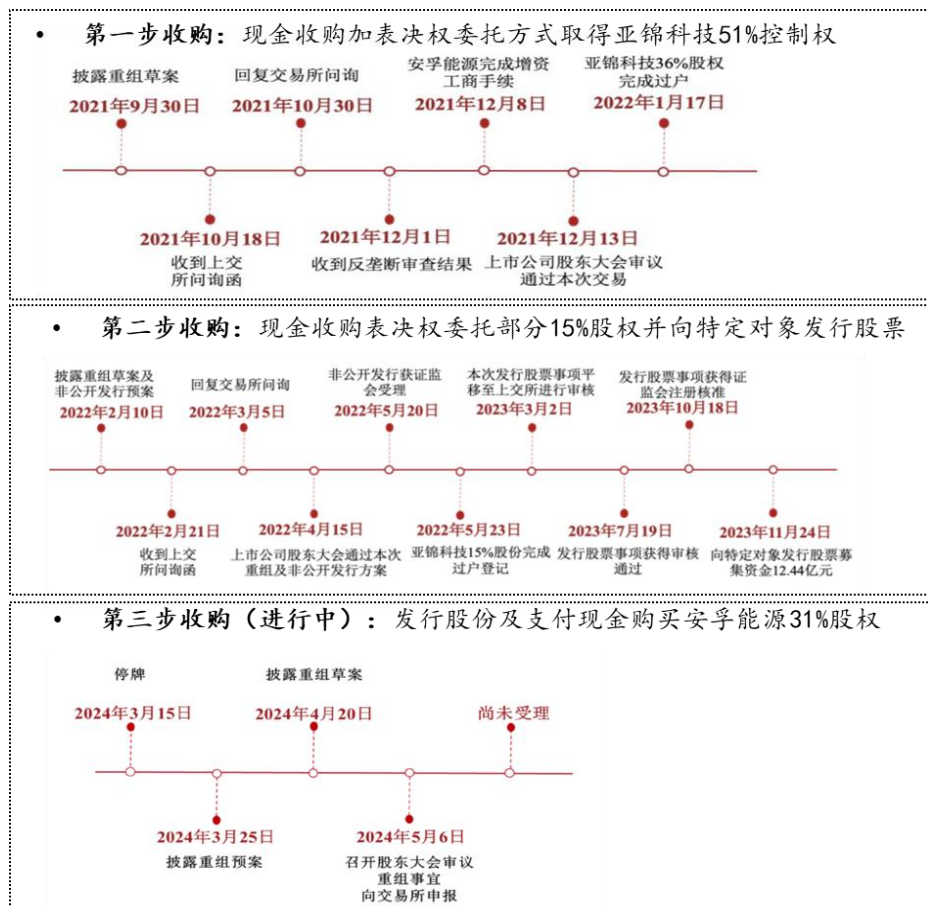
安孚科技跨行业并购南孚电池：通过设立 SPV 平台，分三步进行收购，实现“蛇吞象”式跨界并购。

第一步收购完成后：安孚科技持有的南孚电池权益比例为 16.03%。2022 年 1 月，安孚科技通过 SPV 公司安孚能源以 24 亿元向宁波亚丰现金收购亚锦科技 36% 股权并获取亚锦科技 15% 表决权的方式取得亚锦科技 51% 的控制权，同时以 8.34 亿元向原实际控制人陈学高现金出售安德利工贸 100% 股权。

第二步收购完成后：安孚科技持有的南孚电池权益比例提升至 26.09%。2022 年 5 月，安孚科技向特定对象发行股票募集资金 13.50 亿元，用于现金收购亚锦科技表决权委托部分 15% 股权。上市公司希望长期稳定的控制亚锦科技，从而保证对核心经营性资产南孚电池控制权稳定性的诉求。

第三步收购（进行中）：若完成交易，安孚科技持有南孚电池的权益比例将进一步提升至 42.92%。2024 年 4 月，安孚科技拟发行股份及支付现金收购安孚能源 31% 股权，并要约收购亚锦科技 5% 股权，进一步提高持股比例，交易正在推进中。

图 47：安孚科技分三步收购南孚电池



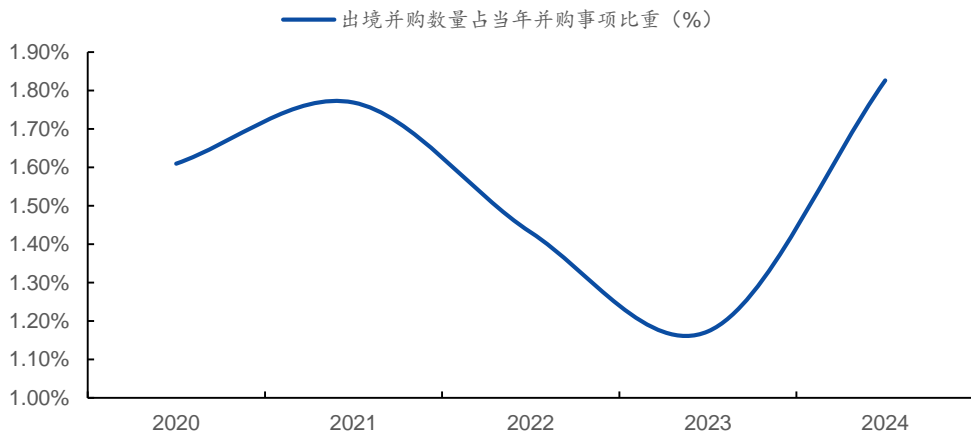
资料来源：上海证券交易所，国元证券研究所

4.3.3 产业出海——趋势性机会已现，出境并购案例占比显著回升

全球化并购呈现出趋势性机会。在当前历史阶段，基于国内产业的快速发展与全球影响力提升，境内企业通过海外并购提升企业产品和技术竞争力的阶段正在到来。此外，在全球地缘政治环境日趋紧张，受关税等因素影响，企业可通过出海以绕过贸易壁垒开启全球化发展。2024年以来境外并购比例显著提升，根据Wind并购事项数据（截至2024年末，首次公告日统计口径，统计境内并购和出境并购的数据），2024年全国出境并购事项数量占比1.83%，较2023年同期+0.65pct，为近五年最高水平。

从行业分布上来看，跨境并购中制造业数量的排名较全国并购事项水平更靠前。根据Wind并购事项数据（截至2024年12月末，首次公告日统计口径，统计境内并购和出境并购的数据），出境并购与全部并购案例在行业结构分布上存在差异，如制造业数量排名更为靠前，这表明在我国出海并购浪潮中，制造业的出海的扮演了更为重要的角色。

图 48：出海并购事项占比近年（2023-2024 年）持续提升



资料来源：Wind, 国元证券研究所

表 19：出海并购事项行业分布数量排名（2024 年）

境外并购事项统计	全部并购事项（境内并购+跨境并购）
资本货物	资本货物
材料II	商业和专业服务
技术硬件与设备	多元金融
制药、生物科技与生命科学	材料II
汽车与汽车零部件	软件与服务
多元金融	技术硬件与设备
耐用消费品与服装	公用事业II
软件与服务	制药、生物科技与生命科学
运输	食品、饮料与烟草
半导体与半导体生产设备	房地产II
商业和专业服务	汽车与汽车零部件
食品、饮料与烟草	运输
能源II	耐用消费品与服装

医疗保健设备与服务	医疗保健设备与服务
零售业	媒体II
家庭与个人用品	能源II
公用事业II	半导体与半导体生产设备
消费者服务II	零售业
食品与主要用品零售II	消费者服务II
房地产II	食品与主要用品零售II
保险II	银行
银行	电信服务II
媒体II	家庭与个人用品
电信服务II	保险II

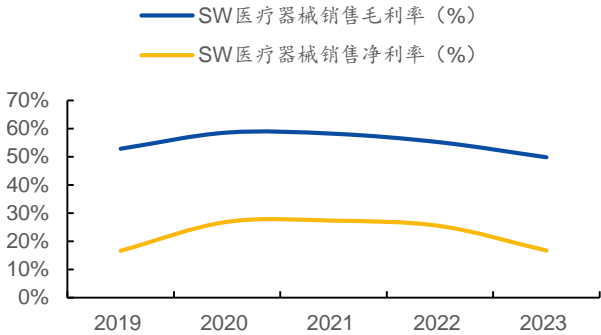
资料来源：Wind，国元证券研究所

产业出海案例：南微医学收购 CME，拓宽海外渠道，加速海外布局

国内医疗器械行业竞争日益激烈，拓展海外市场成为新增长发力点。随着国内医改持续推进，医疗器械价格日益透明化，竞争持续加剧。随着国家医药卫生领域改革进一步推进，医疗器械和耗材的价格将进一步透明，国内医疗器械市场竞争日益激烈。与此同时，海外市场医疗器械的支付方主要是商业保险，价格体系较为稳定，海外市场成为医疗器械行业公司的重要市场及增长发力重点。

南微医学收购 CME，加速海外布局。南微医学 2024 年 9 月发布公告称，拟现金收购 CME 公司 51% 股权，交易金额预计不超过 3672 万欧元。本次交易不构成重大资产重组，无需证券监管机构审核，亦未触及股东大会审议标准，董事会审议通过后即可实施。南微医学近年来海外收入占比均在四成左右，呈持续提升态势，2024H1 年公司海外营收占比 47%，海外市场主要集中在美国、欧洲等发达国家或地区。

图 49: 近年 (2021-2023 年) 国内医疗器械行业盈利能力持续承压



资料来源: Wind, 国元证券研究所

图 50: 南微医学海外并购时间线

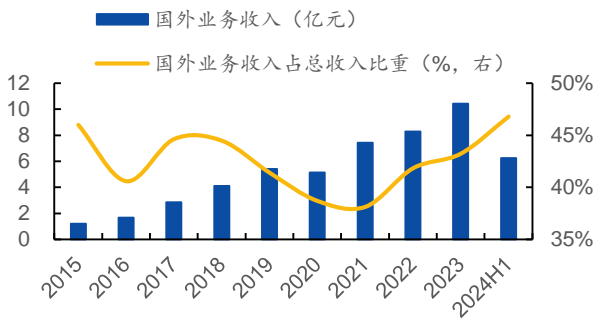


资料来源: 公司公告, 上海证券交易所, 国元证券研究所

海外渠道建设是南微医学的发展重点, 收购是其拓宽海外渠道主要形式。海外渠道的建设是南微医学发展的重点, 2015 年在美国设立了全资子公司 MTU, 2018 年将欧洲地区经销商 MTE 收购为全资子公司, 2021 年新设英国子公司 MTUK 和法国子公司 MTF, 2023 年收购葡萄牙、瑞士两家渠道公司。发达国家医疗市场通常竞争格局及监管体系已相对完善, 新建渠道的时间和经济成本相对较高, 南微医学历史上的多次收购是其拓宽海外直销渠道的有效手段。

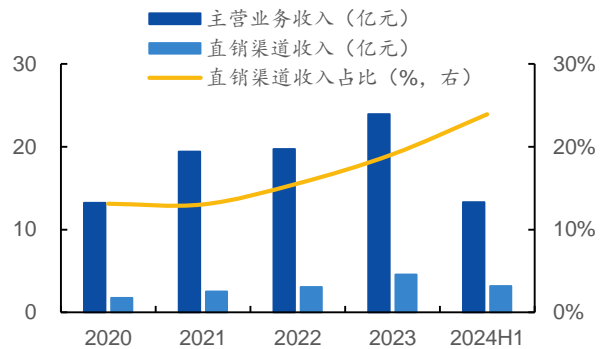
公司海外自有渠道持续拓宽。南微医学海外业务从早期的为欧美医疗器械厂商提供 OEM/ODM 服务, 逐渐发展为自有品牌产品销售, 近年来持续增加自有渠道销售比例, 南微医学直销收入占比已由 2017 年的 5.68% 上升至 2024H1 的 23.93%。

图 51: 公司海外业务营收持续提升, 近年 (2021-2024H1) 占比显著增长



资料来源: 公司公告, 国元证券研究所

图 52: 近年来 (2021-2024H1) 公司直销占比持续提升

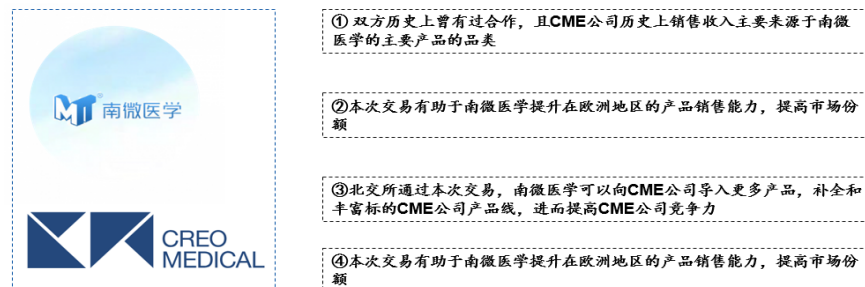


资料来源: 公司公告, 国元证券研究所

标的 CME 公司与南微医学业务、渠道高度互补。CME 公司是西欧重要的医疗器械分销商, 成立于 1990 年, 是 Creo 的全资子公司, 主要从事医疗器械产品销售。CME 主要经销产品既包括 Creo 的自研产品, 也包括其他公司生产的医疗器械, 其中内镜下耗材和一次性内镜占 CME 公司 2023 年收入的近七成, 而这一品类即为南微医学的主要产品品类。CME 公司主要业务集中在西欧地区, 覆盖英国、西班牙、法国、德国、比利时、卢森堡等国家。CME 公司主要服务的客户为医疗机构, 在其销售收入前五的国家覆盖近 5000 家医疗机构客户。南微医学与 CME 公司在销售渠道和产品上高度互补, 此次收购

将进一步拓宽南微医学在欧洲地区的自有销售渠道，提升市场份额。

图 53：南微医学与 CME 公司业务匹配度高，合作基础好



资料来源：公司官网，上海证券交易所，国元证券研究所

稳中求进，南微医学通过“小步快跑”式收购模式提升胜率。此次交易前，南微医学曾多次开展对外收购，收购了包括其在德国、美国、葡萄牙、瑞士的多个子公司，但均未构成重大资产重组，收购时间跨度较长。南微医学通过这种“小步快跑”模式收购，既降低单次并购失败的风险，避免单次失败对上市公司造成过大影响；又降低了收购后整合风险，从而实现了海外业务的增长和直销渠道比重的提升。

图 54：南微医学通过“小步快跑”式模式提高出海并购胜率



资料来源：公司官网，上海证券交易所，国元证券研究所

5.投资主线

1.关注国资改革主线下的投资机会

- **央国企改革背景下，央企市值管理的投资机会。**并购重组作为市值管理的重要工具之一，在新一轮央企业改革的背景下，其市值管理的动力有望增加；此外，2024年中央经济工作会议提出要实施更加积极的财政政策，并提高财政赤字率，中央整体财政收支平衡压力增加，这就需要央国企积极进行市值管理，提高企业估值和盈利能力，为财政收入创造更多贡献。因此，建议关注有清晰市值管理目标的央企上市公司平台。
- **地方“土地财政”转型视角下，上市公司作为盘活地方资产的平台和引领地方产业链做强的链主企业对地方政府、国资的重要性提升。**地方政府收购上市“链主”企业，可以助力本地产业链的强链补链，实现产业链的转型升级，又可以作为本地投融资平台，盘活本地资产，通过积极将优质资产注入本地上市公司平台等方式，实现上市公司估值、集团业务集中度和资产证券化率的提升。建议从已公布明确并购重组政策规划方案的地区入手，如上海、深圳、安徽等地，其并购规模、时间截点明确，且产业导向清晰，标的企业的筛选难度较低，并购确定性更高；其中明确披露并购意向、近期股权变动及资本运作频率提升的地方国企可予以更高的关注优先级。

2.关注传统产业整合、转型主线下的投资机会

- **产业整合思路下：**关注部分产能过剩的制造业的行业整合趋势，并非所有产能过剩的行业整合行为会自行发生，对于部分类似于垄断竞争市场的行业，其产品天然存在一定的差异性，虽然行业集中度低，头部效应不强，这些产业的自发整合行为更难发生，因此我们要关注当下集中度处于阶段性低水平的行业，关注产品差异性不高，规模优势效应更为显著的赛道，其中市场占有率和盈利能力等核心指标表现相对具有优势的企业将更易发生横向并购、进行产业整合。
- **产业转型思路下：**关注传统企业对新质生产力方向企业的转型升级，从竞买方维度来看，盈利能力稳定、现金流充裕，需要寻找新增长空间的央国企或上市公司；从标的方维度来看，关注具备“硬科技”实力，同时低ROE、未实现盈利的硬科技企业，有望成为并购标的。

3.关注跨境出海下的投资机会

- 在当前全球地缘政治紧张的局势下，受贸易壁垒等因素影响，部分企业出口业务将面临较大压力，这将倒逼企业通过出海以绕过贸易壁垒开启全球化发展，寻求在全球产业链、价值链的重构中把握机遇，实现市场占有率的提升、技术水平的升级和产业分工角色的优化。因此，建议关注两条投资主线：第一，在国内拥有较强比较优势的产业，出海开拓新兴市场；第二，出口业务占比较高的企业，通过海外设厂规避贸易壁垒，寻求业务的持续增长。

6.风险提示

并购重组政策落地不及预期；海外环境恶化可能引起市场波动；产业转型升级进度低于预期。

投资评级说明

(1) 公司评级定义		(2) 行业评级定义	
买入	股价涨幅优于基准指数 15%以上	推荐	行业指数表现优于基准指数 10%以上
增持	股价涨幅相对基准指数介于 5%与 15%之间	中性	行业指数表现相对基准指数介于-10%~10%之间
持有	股价涨幅相对基准指数介于-5%与 5%之间	回避	行业指数表现劣于基准指数 10%以上
卖出	股价涨幅劣于基准指数 5%以上		

备注：评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现，其中 A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数或纳斯达克指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人承诺报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业操守和专业能力，本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》(Z23834000)，国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

法律声明

本报告由国元证券股份有限公司（以下简称“本公司”）在中华人民共和国境内（台湾、香港、澳门地区除外）发布，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告，则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议，国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、分析工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的投资建议或要约邀请。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务或其他服务，上述交易与服务可能与本报告中的意见与建议存在不一致的决策。

免责声明

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究所联系并获得许可。

网址：www.gyzq.com.cn

国元证券研究所

合肥	上海	北京
地址：安徽省合肥市梅山路 18 号安徽国际金融中心 A 座国元证券 邮编：230000	地址：上海市浦东新区民生路 1199 号证大五道口广场 16 楼国元证券 邮编：200135	地址：北京市东城区东直门外大街 46 号天恒大厦 A 座 21 层国元证券 邮编：100027