



**上海证券**  
SHANGHAI SECURITIES

证券研究报告  
2025年03月27日  
行业：策略

# 破局与重构——价值驱动型并购重组新范式

分析师：花小伟 SAC编号：S0870522120001

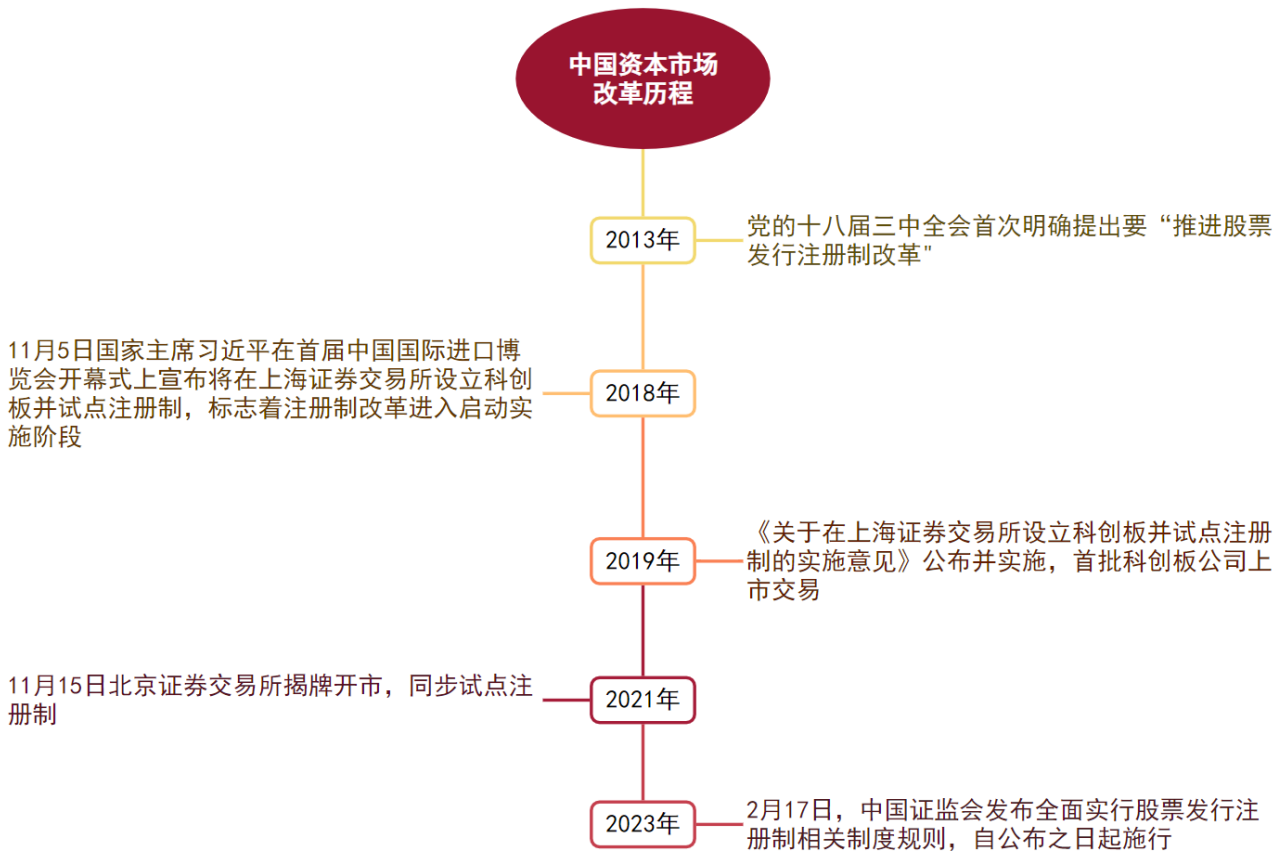
分析师：杜洋 SAC编号：S0870523090002

- 一、背景与行业趋势
- 二、注册制改革与政策解读
- 三、价值驱动型并购重组核心逻辑
- 四、案例深度剖析
- 五、未来趋势与战略建议
- 六、风险提示



- ◆ 随着中国资本市场的快速成长，股票的发行制度也经历了从审批制到核准制，再到目前推行的注册制改革。
- 从2013年，党的十八届三中全会首次明确提出要“推进股票发行注册制改革”；2019年《关于在上海证券交易所设立科创板并试点注册制的实施意见》公布并实施；2021年11月15日北京证券交易所揭牌开市，同步试点注册制；2023年2月17日，中国证监会发布全面实行股票发行注册制相关制度规则，自公布之日起施行。

图：中国资本市场改革历程



资料来源：中国证监会，中国政府网，上海证券研究所整理



◆ 注册制与核准制的区别在于证券发行审核机构只对注册文件进行形式审查，不做实质判断。而核准制要求证券发行不仅要真实状况的充分公开为条件，还必须符合证券管理机构制定的发行的实质条件。

◆ 注册制更加市场化简洁流程，上市审核时间缩短，并在盈利指标等硬条件上有所放宽，更具包容性，助力资本市场服务实体经济，此外发行承销机制更加市场化，能进一步激活资本市场的资源配置功能。

表：注册制与核准制、审批制比较

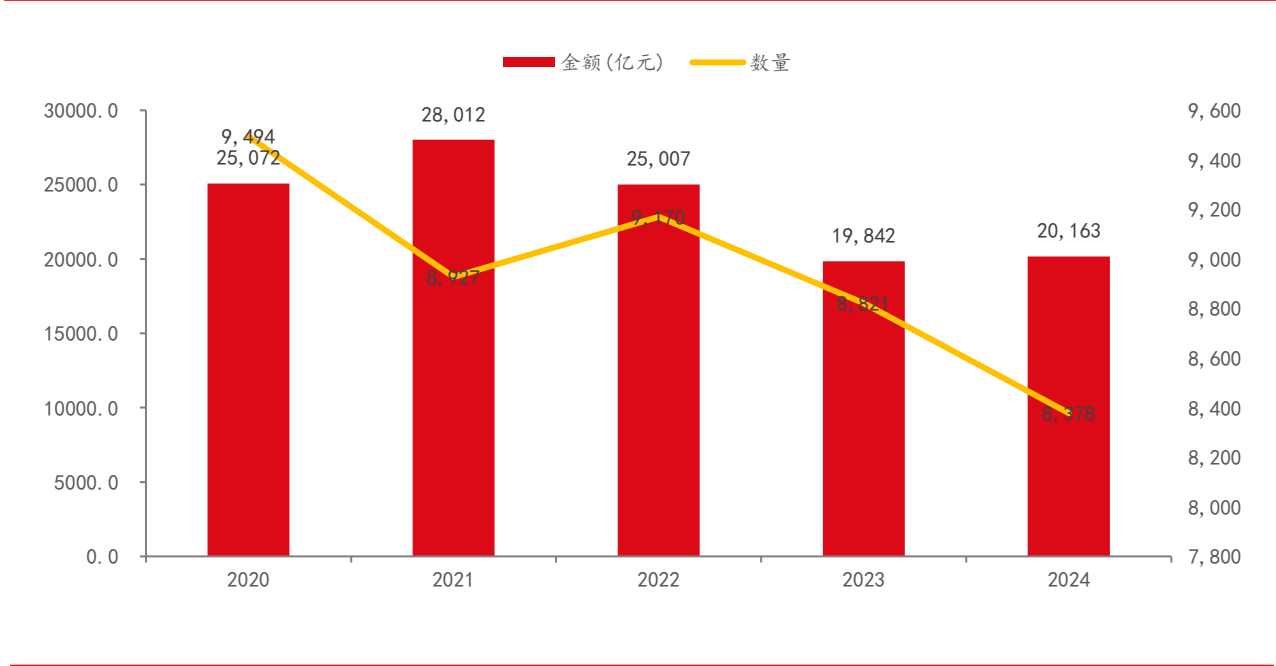
| 发行制度 | 发行指标和额度     | 上市程序                    | 信息披露要求         | 证监会责任 | 承销机构责任           |
|------|-------------|-------------------------|----------------|-------|------------------|
| 审批制  | 有，行政审批、发行计划 | 政府规定，证监会初审，交易所上市        | 真实             | 实质审核  | 按规定承销            |
| 核准制  | 无           | 中介机构鉴证、辅导推荐，证监会审核，交易所上市 | 真实、准确、完整、及时    | 实质审核  | 辅导 IPO，保荐上市，销售证券 |
| 注册制  | 无           | 中介机构鉴证登记，证监会备案，交易所上市    | 真实、准确、完整、充分、及时 | 形式审查  | 独立发行和承销，承担风险     |

资料来源：金融界，上海证券研究所



◆ 我国自2015年大牛市A股并购交易项目数量触及峰值后，随着我国并购交易监管趋严，2016-2023年我国并购交易活动数量呈现波动下滑趋势。2024年上半年，我国并购交易市场仍处低潮期，2024年9月24日，证监会发布《关于深化上市公司并购重组市场改革的意见》，随着国内并购交易鼓励政策陆续出台，2024年下半年开始并购活动开始活跃。最终，尽管并购事件数量仍有所下降，但交易总额同比增加321亿元，扭转了交易金额连续两年下降的趋势。根据Wind数据，2024年全年，我国境内及中国企业跨境收购交易事件共披露8378件，同比下降5.0%；交易金额共计20163亿元，同比增长1.6%。

图：中国并购重组交易数量及金额



资料来源：根据前海瑞莱整理的wind数据，上海证券研究所



- ◆ 2024年9月24日，证监会发布《关于深化上市公司并购重组市场改革的意见》（以下简称“并购六条”），为资本市场在企业并购重组中的作用提出方向指导。新质生产力方面，并购六条“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”。新质生产力主要包括新一代信息技术、新能源、新材料、高端装备、新能源汽车等战略新兴行业和元宇宙、脑机接口、量子信息、人形机器人、生成式人工智能、生物制造等未来产业。2024年重大资产重组项目中，科技板块并购重组金额显著增加，国防军工、传媒、计算机、医药生物、汽车五大行业平均并购金额分别较近10年均值大幅提升，其中国防军工行业增幅达495.02%，轻工制造行业增幅约420.03%。
- ◆ 产业整合方面，并购六条“鼓励头部上市公司和传统行业上市公司加大对产业链上下游公司和资源，通过重组合理提升产业集中度”。2024年重大资产重组项目中，非银金融、纺织服饰、商贸零售、交通运输、房地产五大传统行业平均并购金额分别较近10年均值高出50%以上，其中非银金融增幅达234.08%、服饰纺织增幅约113.98%、商贸零售增幅约111.79%

表：2024年并购活跃度排名靠前的行业

| 并购六条导向     | 行业   | 2024 年平均并购金额 (亿元) | 较近 10 年均值增幅 (%) |
|------------|------|-------------------|-----------------|
| 向新质生产力转型升级 | 国防军工 | 575.75            | 495.02          |
|            | 轻工制造 | 133.51            | 420.03          |
|            | 传 媒  | 147.46            | 179.31          |
|            | 计 机  | 34.23             | 42.67           |
|            | 医药生物 | 33.62             | 40.48           |
|            | 汽 车  | 34.48             | 21.02           |
| 加强产业整合     | 非银金融 | 374.54            | 234.08          |
|            | 纺织服饰 | 73.73             | 113.98          |
|            | 商贸零售 | 101.25            | 111.79          |
|            | 交运地产 | 147.29            | 61.72           |
|            | 通 信  | 112.69            | 51.61           |

资料来源：证券时报，上海证券研究所



- ◆ 根据易界DealGlobe的数据统计，2024年A股并购市场呈现出由“套利并购”向“产业并购”回归的显著特征。2024年以来，以横向整合和垂直整合为目的的并购事件占比达到57.8%，较2023年大幅提升19.1个百分点，且近三年占比持续提升。这一趋势显示出企业在并购活动中的核心诉求从单纯的财务套利逐渐转向优化资产结构、提升核心竞争力。
- ◆ 以借壳上市和多元化战略为目的的并购事件数量显著下降。2024年仅发生2起借壳上市并购和2起多元化战略并购，创近十年新低。这表明资本市场正在逐步回归理性，并购活动愈发围绕实际业务需求展开，而非单纯的资本运作。以2022年完成的9起产业并购为例，这些公司在2023年的净资产收益率中位数达到8.26%，较重组完成当年提升了1.09个百分点，充分印证了产业并购对企业价值的提升作用。



## 2.1 注册制改革与并购重组协同共进，共同驱动资本市场高质量发展

- ◆ 在全面注册制背景下，证监会研究制定的《关于深化上市公司并购重组市场改革的意见》对并购重组演进方向进行了产业升级、产业整合两方面的市场导向，提出了建设性的意见和要求，与注册制改革相辅相成，共同推动资本市场的高质量发展。



### 产业升级 导向清晰

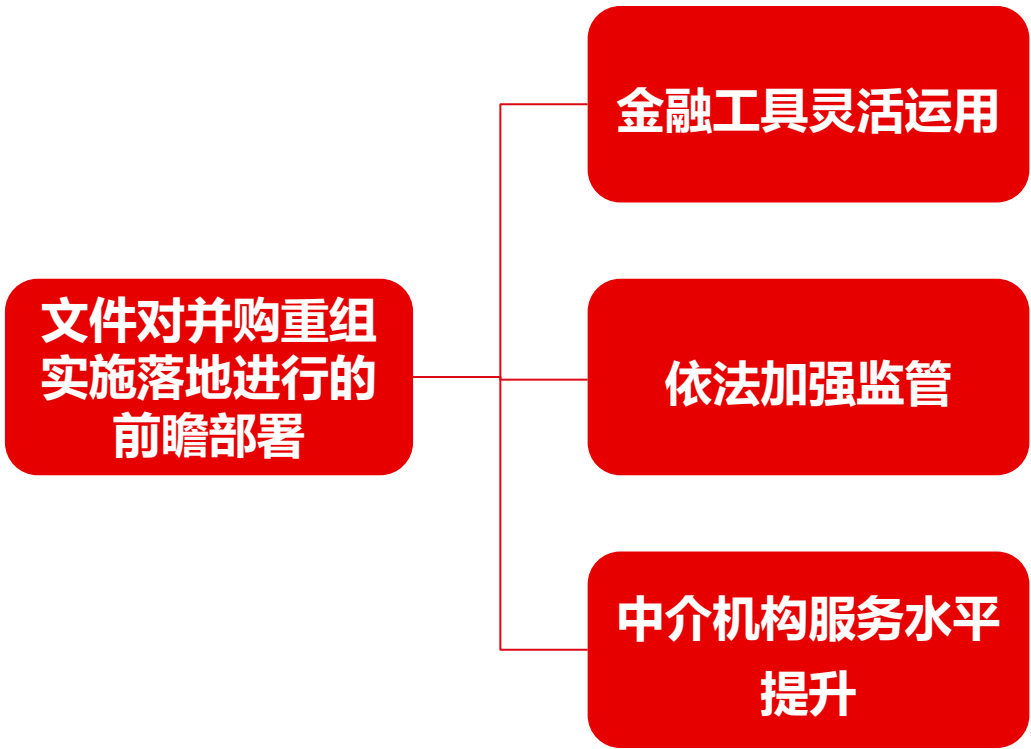
文件明确支持上市公司向新质生产力方向转型升级，聚焦于战略性新兴产业、未来产业等前沿领域。鼓励上市公司开展跨行业并购，打破行业壁垒，引入新技术和业务模式，实现产业的创新与突破。同时，支持上市公司收购有助于补链强链和提升关键技术水平的未盈利资产，以及“两创”板块公司并购产业链上下游资产，引导资源要素向新质生产力领域聚集，推动产业升级。



### 产业整合持 续推进

文件鼓励上市公司加强产业整合，对于传统行业，通过重组合理提升产业集中度，优化资源配置，提高生产效率和经济效益。对于上市公司之间的整合需求，通过完善限售期规定、大幅简化审核程序等方式予以支持，并通过锁定期“反向挂钩”等安排，鼓励私募投资基金积极参与并购重组。





证监会支持上市公司根据交易安排，分期发行股份和可转债等支付工具、分期支付交易对价、分期配套融资，提高交易灵活性和资金使用效率。这种灵活的金融工具安排，为并购重组交易提供了多样化的支付手段，满足不同交易结构和资金需求，降低交易风险。

证监会引导交易各方规范开展并购重组活动、严格履行信息披露等各项法定义务，打击各类违法违规行，切实维护重组市场秩序，有力有效保护中小投资者合法权益。

活跃并购重组市场离不开中介机构的功能发挥。证监会引导证券公司等机构提高服务能力，充分发挥交易撮合和专业服务作用，助力上市公司实施高质量并购重组。



- ◆ 注册制的推行从多方面重塑了并购重组生态，为并购重组活动提供了有力的制度支持与市场保障，具体表现为简化流程、强化信息披露、优化定价机制三方面。

### 制度保障一：简化流程

注册制仅保留了企业公开发行股票必要的资格条件、合规条件，将核准制下的实质性门槛尽可能转化为信息披露要求，监管部门不再对企业的投资价值作出判断。

### 制度保障二：强化信息披露

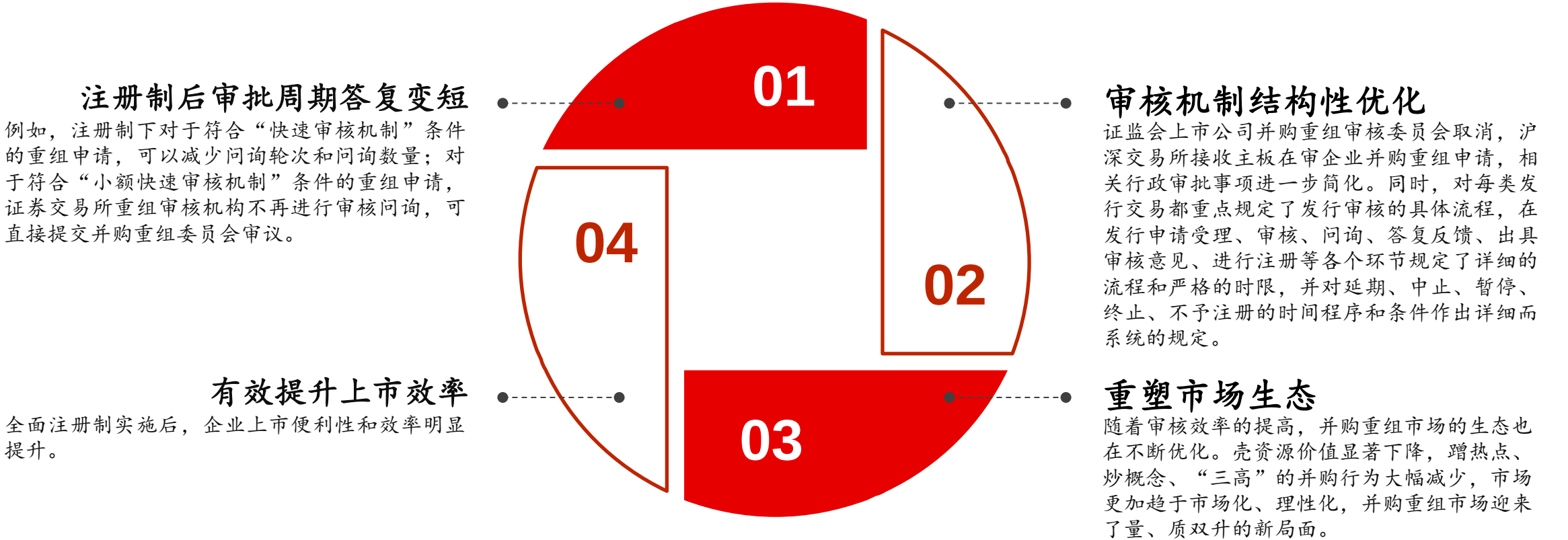
鼓励企业按照市场化原则进行并购重组，完善信息披露制度，强化监管透明度，优化资产评估机制，确保交易公平公正。

### 制度保障三：优化定价机制

主板、科创板、创业板的发行定价规则基本拉齐，即全面实行以市场化询价方式定价为主体，以直接定价为补充的定价机制。



◆ 注册制的推出同时从审批周期加速、审核机制优化、交易成本和时间成本降低、重塑市场生态四方面催化了对并购重组项目审核效率的提升。



◆ 监管逻辑也出现了边际变化，监管部门更加注重信息披露质量和市场透明度，通过审核问询、现场检查等手段确保信息披露的真实性与完整性。同时，对并购重组过程中的违法违规行为保持高压态势，严格监管“忽悠式”重组，从严惩治并购重组中的欺诈发行、财务造假、内幕交易等违法行为。具体实施体现在以下方向：

◆ “现金重组”项目的自律监管愈发明确：监管层明确证券交易所可以针对“现金重组”项目通过问询、现场检查、现场督导、要求独立财务顾问和其他证券服务机构补充核查并披露专业意见等方式进行自律管理，并就严重违反《上市公司重大资产重组管理办法》等情形上报证监会采取相关措施，防范和查处违规交易，切实维护上市公司和股东权益。



表：2024年并购重组文件一览

| 时间        | 文件颁布单位  | 文件名称                                      | 文件内容概括                                                          |
|-----------|---------|-------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------|
| 2024/4/12 | 国务院     | 《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》（国发〔2024〕10号） | 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，加大并购重组改革力度，多措并举活跃并购重组市场。      |
| 2024/6/19 | 中国证监会   | 《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》            | 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。                         |
| 2024/9/13 | 上海证券交易所 | 《上市公司并购重组规则、政策与案例一本通》                     | 涵盖并购重组监管的主要规则依据，体现对上市公司高质量并购重组的支持力度，基于公开信息整理典型案例。               |
| 2024/3/15 | 中国证监会   | 《关于加强上市公司监管的意见（试行）》                       | 支持上市公司通过并购重组提升投资价值，多措并举活跃并购重组市场，鼓励上市公司综合运用股份、现金、定向可转债等工具实施并购重组。 |
| 2024/4/30 | 上海证券交易所 | 《上海证券交易所上市公司重大资产重组审核规则》（2024年4月修订）        | 活跃并购重组市场，支持上市公司通过并购重组提升投资价值，加强对重组上市监管力度。                        |

资料来源：证监会，国务院，深交所，上交所，德恒律师事务所，上海证券研究所整理



- ◆ 我们认为：价值驱动型并购以长期价值创造为核心目标，通过战略资源整合实现企业能力跃迁，而非短期的财务套利或市值管理。其本质是通过并购重组重构产业链位势，形成技术壁垒、市场垄断力或生态协同效应。

### 产业协同

- ◆ 案例：美的集团收购库卡机器人后，将工业机器人技术导入自身空调生产线；技术协同例如华为收购英国光电子子公司CIP Technologies；
- ◆ 公司：2024年底，汇顶科技拟收购云英谷科技，从指纹识别芯片龙头拓展至AMOLED显示驱动芯片及Micro OLED硅基显示驱动背板芯片；邦彦技术拟收购星网信通，持续开拓通信、信息安全业务，提供融合指挥和ICT产品综合通信解决方案。

### 技术整合

- ◆ 技术融合：英伟达收购Mellanox将GPU算力与高速网络技术结合；研发资源整合：药明康德收购美国AppTec；
- ◆ 其他：人才管理、技术质量体系、数字化转型等。



### ◆ 可能存在的风险：

1. 拟收购股权本身存在权利瑕疵；
2. 出让方原始出资行为存在瑕疵；
3. 目标公司主体存在瑕疵；
4. 主要财产和财产权利风险等。

### ◆ 风险预防措施：

- 重视尽职调查：对于收购方来说，尽职调查的根本原因在于信息的不对称，而尽职调查的作用在于：1、了解交易对手，评价标的业务或资产的内在价值；2、评估商业风险，作为判断项目立项以及制定收购策略的依据；3、评估财务风险，判断目标公司资产和负债的真实性、完整性及其价值；4、评估法律风险，制定风险控制措施等；5、为正式谈判及设计交易路径、交易模式做准备。
- 做好收购方案的设计；
- 做好《股权转让协议》条款设计；
- 担保措施等。



东方航空与上海航空联合重组

背景

2009年7月，中国东方航空（东航）以换股方式吸收合并上海航空（上航），这是中国民航业首例央企与地方国企的跨体系重组案例。合并后，东航通过航线网络优化、成本协同和品牌保留，实现连续多年盈利增长，2024年更通过增资45亿元强化上航运营能力，成为央企战略性重组的经典样本。

成果

- ◆ 精品重组案例，“双品牌”差异化运营，高端旅客忠诚度提升20%，为央企与地方国企跨体系整合提供范本。
- ◆ 推动上海国际航运中心建设，2024年浦东机场货运吞吐量全球排名升至第三。

华为收购比利时Caliopa公司

背景

华为通过并购获取前沿技术，弥补自身研发短板。2013年收购比利时Caliopa公司，旨在强化硅光子技术领域的研发能力，该技术对提升数据通信效率至关重要。尽管Caliopa技术并不突出，但其受欧盟科研基金支持，为华为提供了长期技术储备。

成果

- ◆ 华为在比利时建立研发中心，整合Caliopa团队，推动硅光子芯片商用化。
- ◆ 2020年位列全球光模块供应商第三，技术竞争力全球领先。



### 戴姆勒-奔驰并购克莱斯勒

#### 背景

1998年，德国戴姆勒-奔驰与美国克莱斯勒上演了一场轰动业界的“跨国婚礼”，创建戴姆勒克莱斯勒公司，交易金额高达360亿美元。然后，戴姆勒在2007年以仅74亿美元的价格将克莱斯勒售出，蒙受了巨额损失。

#### 失败原因

- ◆ 文化和管理冲突：文化和管理冲突削弱了战略的有效判断和执行，双方期待的协同效应始终未能实现。

#### 教训总结

并购后的整合成功关键在于提前规划企业文化与管理模式的融合路径。

### 波士顿科学收购Guidant

#### 背景

2006年初，波士顿科学和强生为了争夺心脏器械制造商Guidant展开激烈争夺，出价一次次攀升。尽管Guidant当时因植入式心脏除颤器的安全隐患频频召回产品，但波士顿科学不惜大举举债，开出惊人高价，赢得了这场竞标战。

#### 失败原因

- ◆ 过度加杠杆：Guidant问题产品引发的诉讼和巨额赔偿纷至沓来，高昂的债务利息不断吞噬现金流，公司财务状况迅速恶化

#### 教训总结

并购应量力而行，审慎评估现金流和对债务的承受能力。



### 产业并购主导市场

80%以上的重大重组将围绕产业链横向或纵向展开，高端制造、新能源、生物医药等领域整合加速，头部企业通过并购巩固优势，政策明确支持链主型企业加快产业整合。

### 国企改革深化

央国企战略性重组提速，重点行业集中度提升，专业化整合与混改结合，推动资产证券化率提高。国企改革三年行动收官后，央国企将通过战略性重组优化布局（如区域港口集团合并），2025年国资主导交易占比或超40%

### 政策红利释放

注册制下并购审核效率提升，“小额快速”机制、定向可转债等工具广泛应用，交易成本降低。



### 聚焦主业与硬科技

围绕核心技术延伸产业链，避免盲目多元化。例如，新能源企业可并购上游材料或下游储能技术公司，形成闭环生态。

### 全链条风险管控

从前端标的筛选（如优先考虑IPO撤否企业）、中端估值合理性（避免高商誉陷阱），到后端团队与文化整合，需系统规划。

### 善用政策工具

利用重组股份对价分期支付，延长批文有效期，缓解资金压力。



优化制度供给

- 扩大“小额快速”通道适用范围，压缩审核时限。
- 试点并购重组税务递延政策，鼓励跨境技术并购。

强化投资者保护

- 建立中小投资者专项补偿基金，完善集体诉讼制度。

推动多层次市场联动

- 打通新三板创新层与主板并购通道，允许优质中小微企业通过被收购实现间接上市。

引导长期资本参与

- 放宽保险资金、养老金参与并购重组投资限制。
- 对并购基金实施税收优惠，鼓励“投早投小”硬科技标的。

加强跨境监管协作

- 建立中概股回归并购绿色通道，简化VIE架构重组审批流程。
- 与境外监管机构签署数据共享协议，降低跨境尽调合规成本。



- ◆ **1. 宏观经济风险：**由于宏观经济环境的不确定性，如经济增长、通货膨胀、利率波动、汇率变化等因素，对经济主体（包括企业、金融机构、投资者等）产生不利影响的风险。
- ◆ **2. 地缘政治风险：**国家之间的政治关系、领土争端、军事冲突、地区不稳定等因素引发的风险。它通常涉及国际关系的复杂性和不确定性，对经济、社会和安全等多个领域产生影响。
- ◆ **3. 政策执行不及预期风险：**如果政策执行效果与目标出现偏离，可能达不到预期效果，甚至产生负面后果的风险。



# 行业评级与免责声明

## 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资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告，并保证报告采用的信息均来自合规渠道，力求清晰、准确地反映作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。此外，作者薪酬的任何部分不与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

## 公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

## 投资评级体系与评级定义

|                                                                   |                                                                             |                                                            |
|-------------------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------|------------------------------------------------------------|
| 股票投资评级：                                                           | 分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准指数表现的看法。             |                                                            |
|                                                                   | 买入                                                                          | 股价表现将强于基准指数20%以上                                           |
|                                                                   | 增持                                                                          | 股价表现将强于基准指数5-20%                                           |
|                                                                   | 中性                                                                          | 股价表现将介于基准指数±5%之间                                           |
|                                                                   | 减持                                                                          | 股价表现将弱于基准指数5%以上                                            |
|                                                                   | 无评级                                                                         | 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级 |
| 行业投资评级：                                                           | 分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起12个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准指数表现的看法。 |                                                            |
|                                                                   | 增持                                                                          | 行业基本面看好，相对表现优于同期基准指数                                       |
|                                                                   | 中性                                                                          | 行业基本面稳定，相对表现与同期基准指数持平                                      |
|                                                                   | 减持                                                                          | 行业基本面看淡，相对表现弱于同期基准指数                                       |
| 相关证券市场基准指数说明：A股市场以沪深300指数为基准；港股市场以恒生指数为基准；美股市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。 |                                                                             |                                                            |

## 投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。



# 行业评级与免责声明

## 免责声明

本报告仅供上海证券有限责任公司（以下简称“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。

本报告版权归本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。如经过本公司同意引用、刊发的，须注明出处为上海证券有限责任公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

在法律许可的情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供多种金融服务。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见和推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值或投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见或推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负责，投资者据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，也不应当认为本报告可以取代自己的判断。

