

宏观

证券研究报告

2024年07月01日

并购的四个新趋势

当前中国经济正在经历一场历史性的转型，经济发展的驱动模式发生转变，从过去的数量型发展进入质量型驱动的关键阶段。

中国企业将有望出现历史性的并购机遇。我们认为未来有四类重要的并购趋势值得重视。

趋势一是制造类企业的出海并购；趋势二是科技类企业并购小型科技企业；趋势三是周期类企业横向并购；趋势四是消费类企业纵向并购。

风险提示：经济运行不及预期，并购重组政策落地不及预期，海外地缘政治风险

作者

宋雪涛 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517090003
songxuetao@tfzq.com

相关报告

- 《宏观报告：宏观报告-为什么联储加息不够高？》 2024-06-27
- 《宏观报告：宏观-大类资产风险定价周度观察-24年6月第5周》 2024-06-24
- 《宏观报告：宏观-货币政策框架的过去、现在和未来》 2024-06-21

当前中国经济正在经历一场历史性的转型，经济发展的驱动模式发生转变，从过去的数量型发展进入质量型驱动的关键阶段。

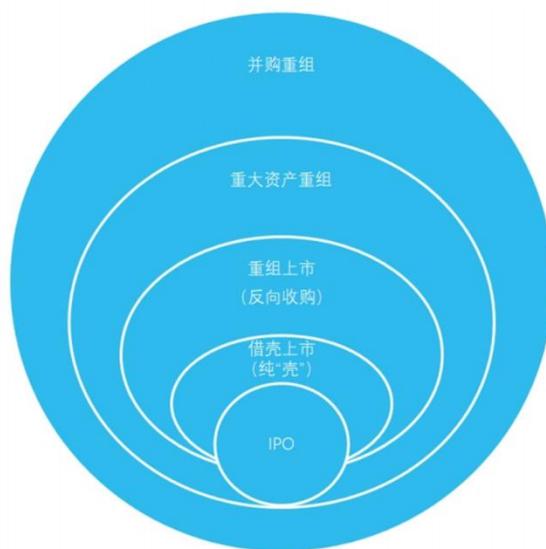
过去二十年，中国经济的驱动因素，从城镇化、初级工业化到房地产、土地财政、基建投资、金融加杠杆。这种债务扩张的规模经济发展模式在过去几年发生转变，不管是房地产，还是地方政府财政和金融，和宏观经济的关系都在逐渐下降。

经济增长的内生驱动从数量驱动和规模经济，转为质量驱动和存量经济，资本市场发展模式也要相应发生变化。

资本市场模式也在从改革红利释放、IPO 数量增加逐渐进入到高质量发展。怎么体现资本市场的高质量呢？

这将体现在上市公司数量没有变多，但是质量提高。提高质量需要上市公司能够做大做强，需要资本市场能够有吐故纳新的生态。

图 1：经济转型带动资本市场发展模式转变



资料来源：天风证券研究所

刚刚结束的陆家嘴论坛上，吴清主席提出“科创板八条”，支持科创板上市公司开展产业链并购。

中国资本市场发展，经常以美国资本市场的发展历程作为参照。

美股的上市公司数量在 1996 年达到峰值，之后长期下降，但是上市公司数量增长的停滞，并不妨碍纳斯达克和纽交所的总市值不断增加。

图 2：从 2000 年到 2023 年，美股总市值（纳斯达克和纽交所）增长 3.3 倍



资料来源：Wind，天风证券研究所

代表美国竞争力的企业大部分都在 10 年甚至 20 年以前完成了 IPO，比如占纳斯达克市值一半的“Mag7”（Magnificent 7：微软、苹果、谷歌、亚马逊、英伟达、Meta、特斯拉），历史最短的 Meta 也已经上市了十年以上。

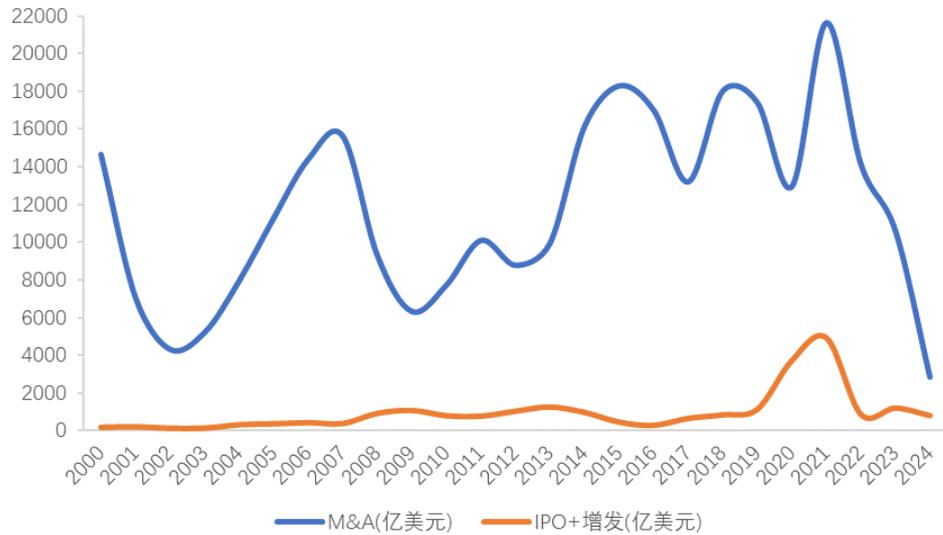
图 3：“Mag7”总市值占纳斯达克市值 55.65%



资料来源：Wind，天风证券研究所

虽然上市公司的数量增长放缓，但上市公司的质量在不断变强。因为并购重组交易在美股市场非常活跃，2023 年美股并购重组交易额加起来，是同期股票发行融资（包括 IPO、普通股、优先股的再融资）的 8.7 倍，完全不是一个数量级。（2023 年美股 M&A 完成交易额 1.06 万亿美元，发行融资 1214 亿美元）

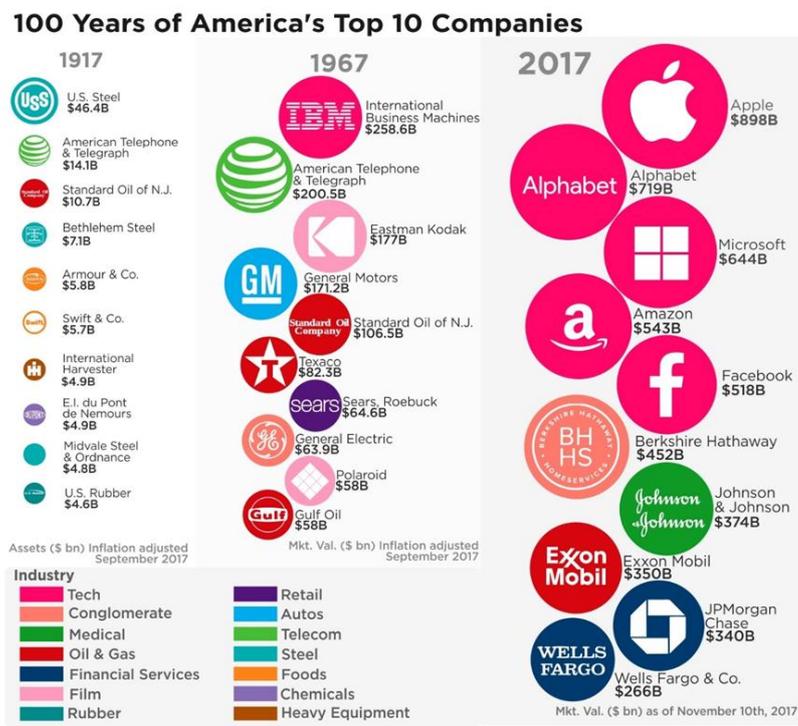
图 3：美股并购重组交易额远高于同期股票发行融资额



资料来源: Bloomberg, Wind, 天风证券研究所

美股最有竞争力的企业能够在过去二十年保持基业长青，很大程度上和并购重组有关。因为并购重组是一个企业能够不断获得先进生产力，保持成长性，最终基业长青的关键。

图 5：通过并购重组获得先进生产力，不断成长，基业长青



资料来源: howmuch.net, 天风证券研究所

即使身处于赛道稳定的行业，也要通过并购重组来找到属于自己的先进生产力。比如消费品公司，核心是渠道，可口可乐、百事可乐、联合利华这些超级渠道，长期通过收购品牌保持对外扩张，让品牌不断有新鲜感和竞争力。

还有医疗公司强生，赛道坡长雪厚长期很稳健，但 90 年代也面临被技术颠覆的风险，后来能够渡过险滩，继续保持成长，也是依靠并购向外扩张放手一搏。

今天的中国经济到了关键的转折期，中国企业将有望出现历史性的并购机遇。我们认为未来有四类重要的并购趋势值得重视。

趋势一是制造类企业的出海并购。

中国经济转型的一方面是内需增长遇到转折点，另一方面是竞争力提升又让外部环境的冲突性上升。一些企业不得不走出去，甚至一度喊出“不出海就出局”，如果不出海，不管是经营成本，还是关税法律的限制，都可能会影响企业的经营。

但是现在出海进入了新阶段——企业主动走出去，去外面找机会，学会利用全球的机会，利用当地的法规、文化，把中国制造业成本、效率、科技、管理优势复制到全球去，主动配置全球资源，提升竞争力，获得新的成长性。

这是我们要看到的 2018 年以来的第二波中国企业出海潮，这一波出海潮加速放大了中国企业的优势。过去依赖国内市场，取得了丰厚的业绩，然而随着市场竞争的加剧和需求增长的放缓，企业面临着日益严峻的挑战；为了适应这一变化，中国企业采取了“走出去”的策略，通过在海外建厂，利用当地的劳动力，同时，企业将自身的管理经验、成本控制优势、先进技术和高效率运营模式带向国际市场，以实现更高的盈利能力和更大的市场份额，这是中国企业新的全球化过程。

出海不等于出口，出口是把货卖出去，出海是人出去，将企业的运营、管理和文化带向全球，使用当地的劳动力，深入参与到当地市场的发展之中。所以中国制造正在发生演化，从最初的 Made in China，依靠成本优势和大规模生产能力参与国际分工，到后来 Made by China，再到现在 Made by Chinese，中国企业将自身的勤奋精神、管理水平、技术优势带向国际市场，通过在海外建立生产基地、研发中心或运营机构，实现本土化经营，提升品牌在全球市场的影响力和竞争力。

近期，欧盟拟对中国新能源汽车额外加征关税，其中上汽集团被征收了 38.1% 的关税，面对这一贸易壁垒，上汽集团反而创造性地以 38.1 作为文创周边产品开发概念，能看到中国企业面对当前的外部环境，并未表现出悲观情绪，反而以一种乐观的心态接受并应对，这正是源于企业的优势。

在汽车领域里，中国企业正通过跨国并购等方式，积极参与全球市场的竞争与合作。类似于过去汽车产业发展初期，我国采取了“市场换技术”的产业政策，设置了“外资企业持股比例 50% 的上限”，形成中外双方各占 50% 股份的合资模式，我们认为未来会有更多中国车企走出去，与外国品牌建立合资企业，在当地投资建厂，生产并销售汽车，使用当地的牌子，销售中国车企制造的车，为企业带来经济利益。

中国汽车企业正在积极实施全球化战略，通过跨国并购等方式，加速品牌国际化进程，例如吉利收购了沃尔沃、伦敦电动汽车（LEVC）以及宝腾的部分股份，同时与梅赛德斯-奔驰股份公司成立 smart 品牌全球合资公司。吉利在马来西亚的品牌是宝腾，在欧美的品牌是沃尔沃，在英国的品牌是伦敦电动汽车。自 2009 年中国成为第一大汽车产销国以来，去年进一步成为了第一大汽车出口国，但还是第三大汽车品牌国，2023 年中国汽车品牌售出了 1340 万辆汽车，而日本和欧盟品牌分别是 2279 万辆和 1950 万辆。为了实现中国汽车品牌的全球领先，全球化投资和生产是重要的一环。中国制造出海的过程会创造出很多并购机会，因为中国品牌要适应当地市场，遵照当地的文化和法律，收购当地品牌是一条有效途径。通过这种方式，中国企业可以快速获得当地市场的品牌认知度和消费者信任，同时利用现有生产设施和销售网络，降低进入新市场的成本和风险。

趋势二是科技类企业并购小型科技企业。今天对大型科技企业而言，既是充满机遇的黄金时代，也是充满挑战的时期。

大型企业较小型企业对金融杠杆的依赖度更低，因此对利率变化的敏感度较低，具有成熟商业模式、稳定的盈利能力和健康的现金流。然而小型企业依赖融资、对高利率敏感，以及面临较高不确定性，一旦资本成本上升，PEVC 可能会减少对小型公司的投资，从而使小型企业面临更大的融资难题。

然而，这并不意味着小型企业没有其独特的价值和潜力。在半导体、新材料、高端装备、创新药和创新医疗器械、人工智能等领域，产品和技术的突破需要多年积累，大多数小型企业虽然不适合 IPO，但可能成为行业的颠覆者。

但是今天对大型企业来说也是充满挑战的时期，技术革命的快速演进意味着可能因为未能跟上变革的步伐而迅速被颠覆。大型科技公司由于其庞大的规模和过去的成功，可能在转型和适应新技术方面面临更大的挑战。“船大难掉头”，大型企业在适应市场变化时可能会显得较为迟缓，从而有失去市场领先地位的风险。

因此，在科技快速发展的时代，大型企业往往通过并购小型创新企业来实现自身的转型升级。这种策略可以帮助它们快速获得新技术和市场份额，同时促进创新和维持竞争力。以微软对 OpenAI 的投资为例，OpenAI 在 2019 年经历了一系列挑战和动荡，微软不仅提供超过 130 亿美元的资金支持，更重要的是提供云计算平台 Azure 的强大算力资源，不仅帮助 OpenAI 渡过了难关，也让微软在 AI 领域不仅没有掉队，凭借 OpenAI 暂时领先竞争对手。

趋势三是周期类企业横向并购。

过去在周期性行业里，市场经常出现“快鱼吃慢鱼”的现象，即快速扩张和抢占市场的企业能够领先于行动迟缓的竞争对手。然而，当前经济形势下，我们认为这一逻辑或正在发生逆转，我们正在步入一个“慢鱼吃快鱼”时期。随着经济转型和增长放缓，通过加杠杆来实现弯道超车的时代或将结束。

自去年以来，北京土拍市场上开始出现一些名不见经传或过去几年鲜少现身土拍市场的房地产企业拿地，但因为合理控制杠杆，保持了稳健的财务结构，企业良好的现金流可以以较低的成本收购当年高位拿地的房企资产。这个现象过去在钢铁、煤炭领域出现过，今天在金融和地产领域或还会重复出现。

趋势四是消费类企业纵向并购。

随着经济的转型，消费模式也在经历变化。过去，消费升级很大程度上依赖财富效应加杠杆的消费主体，然而，当前的大众消费者不依赖于加杠杆或财富效应来驱动消费。这一群体构成了市场的主要部分，因此，能够满足广大中国消费者需求的企业将有望获得更大的市场份额。

在当前的市场环境下，消费趋势不再遵循单一的变化，而是呈现出一种“赢者通吃”的局面。企业能够在不同市场层级之间进行策略性的下沉或渗透，一二线城市的品牌可以下沉到三四线城市，三四线城市的品牌也可以通过创新和差异化策略渗透到一二线城市，一些零售品牌反而是通过布局三四线城市成为行业领先，比如胖东来、蜜雪冰城，这些品牌之所以能够成功，是因为它们能够精准地满足中国最大规模消费群体的需求，我们认为这是中国消费品牌还有成长性的地方，也是未来在消费领域里还有大量并购机会可能产生的地方。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	邮编：570102	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(0898)-65365390	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	邮箱：research@tfzq.com	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
		邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com