



## 策略专题

### 证券分析师

吴开达  
资格编号: S0120521010001  
邮箱: wukd@tebon.com.cn

### 研究助理

姚皓天  
邮箱: yaoh@tebon.com.cn

### 相关研究

- 1.《资金供给转负,缺口持续扩大——微观流动性跟踪双周报(2022.3.7-2022.3.20)》, 2022.3.22
- 2.《金稳,反击》, 2022.3.20
- 3.《完善制度机制,拓宽试点范围——周观REITs2022年3月第3周》, 2022.3.19
- 4.《科创板首日破发比例大,次新股继续下跌——周观新股2022年3月第3周》, 2022.3.19
- 5.《金稳打破完美风暴——金稳专题会议点评》, 2022.3.16

# 破局天花板效应,来自并购的潜在机遇

## 专精特新系列研究之产业并购

### 投资要点:

- **并购事件通常利好股价,而行业景气度则是利好催化剂。**回顾A股与港股近几年中成功实施的上市公司并购事件,我们发现多数在市场上披露并购信息的上市公司的股票价格都会受到所披露信息的影响,呈上涨走势且后续表现跑赢市场大盘。导致该情况的原因有二,一是由于投资者对并购之后的公司效益有较高的预期;二是由于部分投资者围绕并购事件进行炒作而导致股价上涨。一般来说,并购企业的实力越强,所属行业越好,并购事件就越容易引起股价上涨,反之则有可能引起股价下跌。企业的实力越强,所属行业越有前景,投资者对该公司并购之后的效益增长的预期就越高,因此,好的行业,好的公司发生的并购事件通常会引起投资者的关注和追捧,股票价格也会因此上涨。
- **由“果”及“因”,概述并购后股价表现的理论支持。**证券市场中被并购企业在合并公告披露后股价往往能够大幅上涨,说明即便是同一家企业,若是该企业即将经历并购,投资者们会对其有着更为乐观的预期从而拥有更强的抬高估值的意愿。究其原因,有四大理论从多个方面对投资者大幅提升估值预期的行为进行了解释:(1)效率理论、(2)信息理论、(3)代理成本理论、(4)市场势力理论。这四大理论分别或共同地阐述了战略投资角度的横向并购、纵向并购、多元化并购和财务投资角度的并购披露后目标公司股价的变化逻辑。
- **聚焦专精特新企业,寻觅优质目标公司。**专精特新中小企业往往面临着融资难的“卡脖子”症结,由于其中大部分企业为成立时间较短的科技型中小微企业,多数企业缺少历史信用记录,又没有传统的高质量可抵押资产,很难通过债务的形式进行融资。因此,专精特新企业有着巨大的股权融资需求,尽管北交所的设立一定程度上助力了此类中小微企业的股权流动性,但专精特新产品的研发需要的是长期持续的资金投入,而发行股票往往频率较低,存在资金供需两端期限错配的问题,相比之下,专精特新企业在被合并后则可以得到股东源源不断的资金流,能够更好地解决产品研发的融资需求。
- **并购成功获得市场认可的要素总结。**综合各投资角度下的不同并购类型来看,我们对披露后获得市场中投资者认可的成功并购案例进行了归纳,总结出并购后股价跑赢大盘的目标公司常常具备的特点:(1)主营业务占比高,(2)董事会人数多,(3)营收成长低,(4)营收在行业中的占比小,(5)无形资产价值高,(6)市值小,(7)企业市盈率低,(8)市场流动性差。
- **筛选潜在优质并购目标公司。**我们从110个并购事件样本中汇总了并购信息披露后目标公司股价在180日内涨幅超过10%的股票,并研究了这些公司各项指标的特点。
- **风险提示:**涉及上市公司的并购需要考虑监管层的政策风险,企业合并后的整合度有较高的不确定性,协同效应不达预期,企业合并商誉减值等。

找报告,上“数据理河”

微信小程序、知识星球、www.bj-xinghe.com、微信群(18610100296)同步分享更新

## 内容目录

1. 并购历史复盘，虎年 A 吃 A 案例重现 .....	4
1.1. 海隆软件收购二三四五（002195.SZ）后投资者预期抬升股价翻倍 .....	5
1.2. 建发借西南环保（1908.HK）开发对外窗口，投资者给予高度认可 .....	6
2. 2021 年并购市场交易冷淡，规模与数量逐年下降 .....	7
3. 由“果”及“因”，概述并购后股价表现的理论支持 .....	8
3.1. 并购股价逻辑的理论支持 .....	8
3.1.1. 效率理论 .....	8
3.1.2. 信息理论 .....	9
3.1.3. 代理成本理论 .....	9
3.1.4. 市场势力理论 .....	9
3.2. 收购方的投资目的 .....	9
3.2.1. 战略投资角度 .....	9
3.2.2. 财务投资角度 .....	10
3.3. 不同并购分类下的研究理论框架 .....	10
3.3.1. 横向并购 .....	11
3.3.2. 纵向并购 .....	11
3.3.3. 多元化并购 .....	12
3.3.4. 财务投资并购 .....	12
4. 聚焦专精特新企业，寻觅优质目标公司 .....	13
4.1. 并购成功获得市场认可的要素总结 .....	13
4.2. 筛选潜在优质并购目标公司 .....	14
5. 风险提示 .....	14

## 图表目录

图 1: 披露并购事件后目标公司股价往往跑赢市场 .....	5
图 2: 披露并购事件后目标公司股价大概率跑赢市场 .....	5
图 3: 二三四五被收购后身披“互联网金融”光环, 半年内股价翻番 .....	6
图 4: 西南环保受建发集团控股后股价暴涨超过 2.5 倍 .....	7
图 5: 2021 中国并购市场交易情况 .....	7
图 6: 2021 年整体交易金额为 7891 亿元, 较 2020 年 8517 亿元下降 7% .....	7
图 7: 2021 年并购交易金额最多的三个行业分别是制造业、房地产业、批发和零售业 ..	8
图 8: 滴滴收购快的形成横向合并 .....	11
图 9: 中粮收购蒙牛形成纵向合并 .....	12
图 10: 伯克希尔哈撒韦财务投资可口可乐 .....	13
表 1: 企业并购动机分析框架 .....	10
表 2: 优质目标公司的特点分析 .....	14

专精特新企业往往面临天花板较低风险，同时面临融资难的“卡脖子”症结，由于其中大部分企业为创立时间较短的科技型中小微企业，多数企业缺少历史信用记录，又没有传统的高质量可抵押资产，很难通过债务的形式进行融资。因此，专精特新企业有着巨大的股权融资需求，尽管北交所的设立一定程度上助力了此类中小微企业的股权流动性，但专精特新产品的研发需要的是长期持续的资金投入而发行股票往往频率较低，存在资金供需两端期限错配的问题，相比之下，专精特新企业在被合并后则可以得到股东方源源不断的资金流，能够更好地解决产品研发的融资需求。

目标公司受限于体量，在各个方面的资源相对较少，而股东方通过合并专精特新企业可以与被合并的专精特新企业共享自身丰富的资源，从而进一步降低目标公司的运营成本和提升整体的经济效益。

专精特新企业受政策大力支持，我国正努力推动科技型中小企业的创新研发，解决专精特新企业融资难的困境。对专精特新企业的合并往往不会触及《反垄断法》的红线，此类企业合并所面临政策风险较低。

目标公司拥有核心技术，拥有专精特新的单一产品，因此具备平台化迁移的能力，可以通过合并的方式快速提升企业的盈利能力，实现利润的飞跃，从而使被并购的专精特新企业拥有更健康的财务环境用于投入产品和技术的研发之中。

## 1. 并购历史复盘，虎年 A 吃 A 案例重现

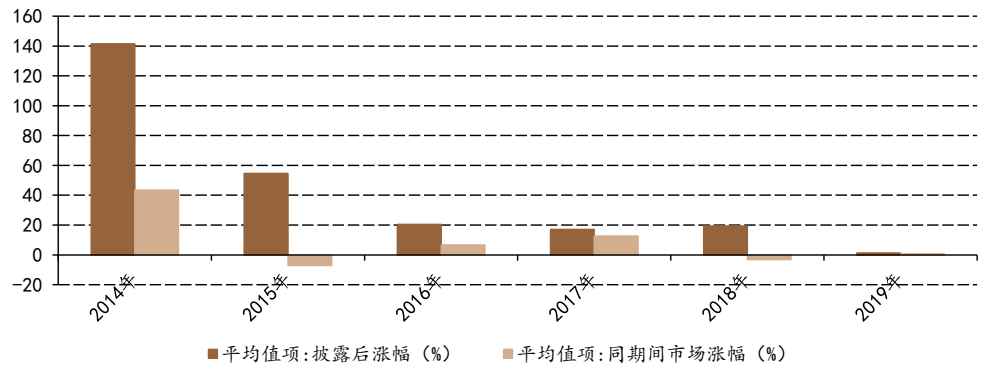
**虎年 A 吃 A 案例重现，上市公司并购风云再起。**今年 2 月初，停牌筹划控制权变更的 A 股上市公司路畅科技（002813.SZ）宣布另一家 A 股上市公司中联重科（000157.SZ）将以 7.8 亿元收购自身 29.99% 的股权，后续将继续收购路畅科技不低于 18.83% 的股权，将成为路畅科技控股股东。企业并购是现代经济生活中企业自我发展的一个重要内容，是市场经济条件下企业资本经营的重要方面，通过并购，企业可以有效实现资源合理配置，扩大生产经营规模，实现协同效应，降低交易成本，同时又可以提高企业的价值。当前，并购已成为企业外部扩张与成长的重要途径之一。

**并购事件通常利好股价，而行业景气度则是利好催化剂。**回顾 A 股与港股近几年中成功实施的上市公司并购事件，我们发现多数在市场上披露并购信息的上市公司的股票价格都会受到所披露信息的影响，呈上涨的走势且后续表现跑赢市场大盘。导致该情况的原因有二，一是由于投资者对并购之后的公司效益有较高的预期；二是由于部分投资者围绕并购事件进行炒作而导致股价上涨。一般来说，并购企业的实力越强，所属行业景气度越高，并购事件就越容易引起股价上涨，反之则有可能引起股价下跌。企业的实力越强，所属行业越有前景，投资者对该公司并购之后的效益增长的预期就越高，因此，好的行业，好的公司发生的并购事件通常会引起投资者的关注和追捧，股票价格也会因此上涨。

找报告，上“数据理河”

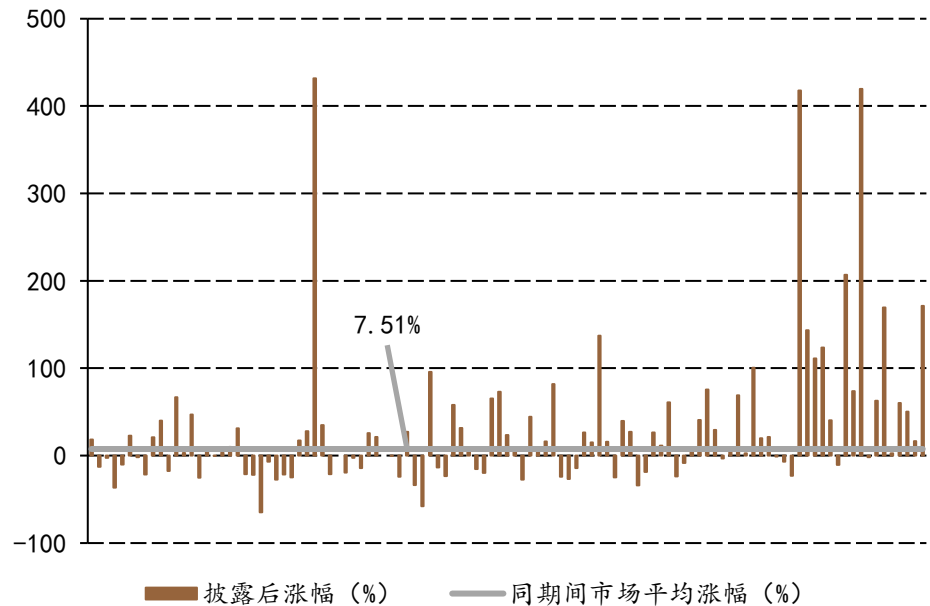
微信小程序、知识星球、www.bj-xinghe.com、微信群（18610100296）同步分享更新

图 1：披露并购事件后目标公司股价往往跑赢市场



资料来源：Wind，德邦研究所（注：涨幅计算间隔为披露后 180 日内）

图 2：披露并购事件后目标公司股价大概率跑赢市场



资料来源：Wind，德邦研究所（注：涨幅计算间隔为披露后 180 日内）

### 1.1. 海隆软件收购二三四五（002195.SZ）后投资者预期抬升股价翻倍

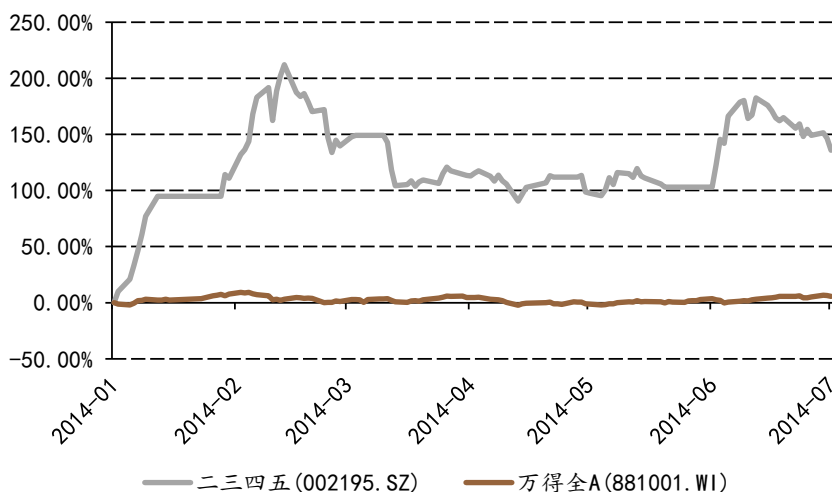
2013 年前三季度，海隆软件（002195.SZ）实现收入 2.87 亿元，同比下降 10.58%；实现归属股东净利润 1986 万元，同比下降 61%。由于海隆软件超过 75% 的业务来自于对日软件外包服务，日元持续贬值对公司业绩产生较大压力，同时工资上涨带来的人力资源成本持续增加，也令业绩承受了不可避免的负面影响。面对业绩下降的压力，和公司业务转型的需要，海隆软件做出了重大选择，公司披露称公司实际控制人包叔平自愿对海隆软件发起部分要约收购。同时，海隆软件公告继续申请停牌，并披露正在筹划重大资产重组事项，公告称已与上海二三四五网络科技股份有限公司及其实际控制人庞升东签署了《并购重组意向书》。意向以发行股份购买资产，拟向二三四五股东发行股份，收购二三四五 100% 权益，预估值约 27 亿元，同时拟采取配套融资方式募集公司新投资项目所需资金。

找报告，上“数据理河”

微信小程序、知识星球、www.bj-xinghe.com、微信群（18610100296）同步分享更新

海隆软件当时的公告显示，“公司2014年9月顺利完成对互联网信息服务行业龙头企业二三四五的收购后，公司从软件行业进一步进入互联网行业，实现多元化经营战略。公司将形成互联网信息服务、互联网金融服务、软件外包服务为主的三大业务体系，成为基于互联网平台的一流综合服务商。”之后公司宣布改名，由“上海海隆软件股份有限公司”变更为“上海二三四五网络控股集团股份有限公司”。从传统的软件公司，摇身一变成了市场热度较高的互联网金融公司，投资者预期大幅抬升。随着利好消息释放，2015年公司股价站上110元后，公司实施除权10转15，股价在除权后收出多个涨停板，3个月股价涨了4倍。

图3：二三四五被收购后身披“互联网金融”光环，半年内股价翻番

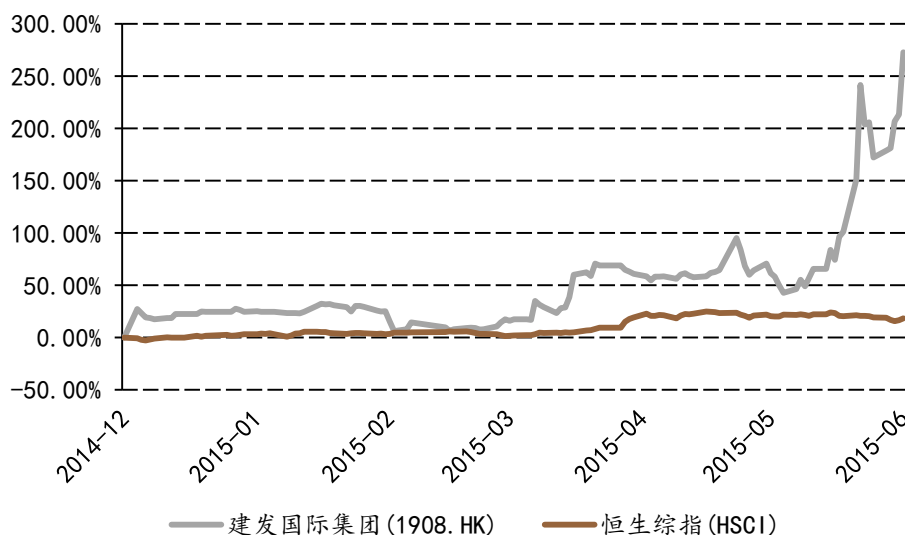


资料来源：Wind，德邦研究所（注：收益率以2014年1月16日收盘价为基准）

## 1.2. 建发借西南环保（1908.HK）开发对外窗口，投资者给予高度认可

西南环保在被并购前为香港联合交易所主板上市公司，主要在中国广西省南宁市从事房地产开发、物业租赁、物业管理业务及提供咨询业务。2014年12月建发房地产集团有限公司通过境外间接附属公司益能国际间接受让西南环保75%股份，成为西南环保的控股股东，交易总价为7.35亿元港币。根据港交所披露信息显示，建发集团本次收购的香港上市公司将成为公司的海外投融资平台，有利于公司更为充分地利用国际资本市场，较好的提升公司盈利水平，推动公司的可持续发展。在建发集团披露收购西南环保公告后的半年时间内，上市主体的股价暴涨超过2.5倍，远超同期恒生综指的表现。

图 4：西南环保受建发集团控股后股价暴涨超过 2.5 倍

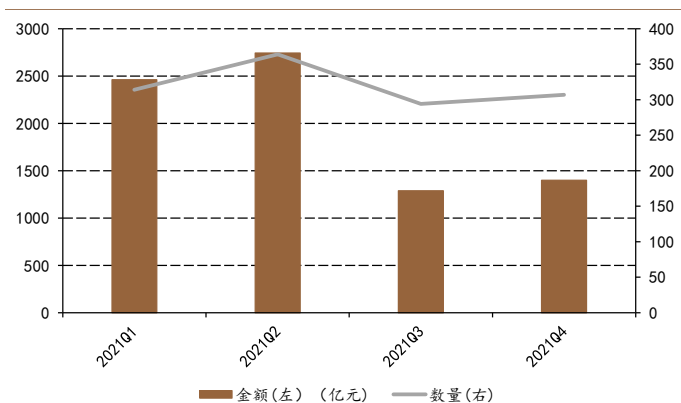


资料来源：Wind，德邦研究所（注：收益率以 2014 年 12 月 12 日收盘价为基准）

## 2. 2021 年并购市场交易冷淡，规模与数量逐年下降

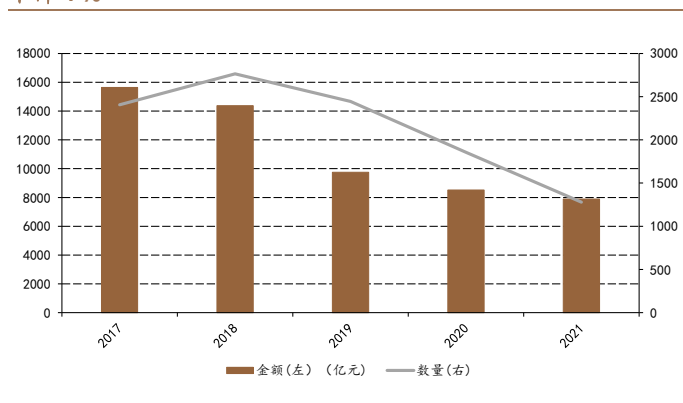
2021 年中国并购市场整体交易数量减少，交易额下降。截至 2022 年 3 月 24 日，从数量上来看，并购市场中首次披露日期在 2021 年内并且已完成实施或过户的交易共有 1279 笔，较 2020 年的 1856 笔下降 31%；从交易金额来看，2021 年整体交易金额为 7891 亿元，较 2020 年的 8517 亿元下降 7%；从平均每笔成交金额来看，2021 年为 6.17 亿元，较 2020 年 4.59 亿元上升 34%。整体来看，2021 年并购市场交易热度较往年来看有所下降，交易数量下降至 2017 年以来最低值，相比 2018 年的最高值 2763 笔下降近 54%，但平均每笔成交金额较为强势，仅次于 2017 年。

图 5：2021 中国并购市场交易情况



资料来源：Wind，德邦研究所

图 6：2021 年整体交易金额为 7891 亿元，较 2020 年 8517 亿元下降 7%



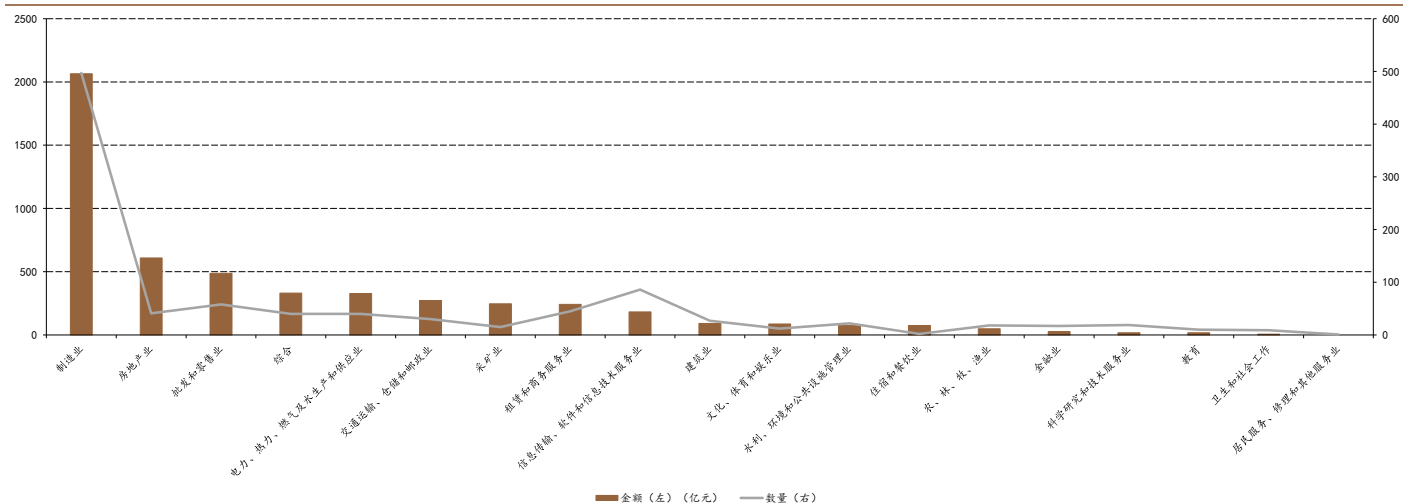
资料来源：Wind，德邦研究所

制造业并购次数和规模大幅领先。从行业来看，按照证监会一级行业分类，2021 年并购交易次数最多的三个行业分别是制造业、信息传输、软件和信息技术服务业、批发和零售业，分别为 497 笔、86 笔和 58 笔；交易金额最大的三个行业分别是制造业、房地产业、批发和零售业，分别为 2064.85 亿元、609.14 亿元和 487.46 亿元。

找报告，上“数据理河”

微信小程序、知识星球、www.bj-xinghe.com、微信群 (18610100296) 同步分享更新

图 7：2021 年并购交易金额最多的三个行业分别是制造业、房地产业、批发和零售业



资料来源：Wind，德邦研究所

### 3. 由“果”及“因”，概述并购后股价表现的理论支持

#### 3.1. 并购股价逻辑的理论支持

由“果”及“因”，概述并购后股价表现的理论支持。证券市场中被并购企业在合并公告披露后股价往往能够大幅上涨，说明即便是同一家企业，若是该企业即将经历并购，投资者们会对其有着更为乐观的预期从而拥有更强的抬高估值的意愿。究其原因，有四大理论从多个方面对投资者大幅提升估值预期的行为进行了解释：

##### 3.1.1. 效率理论

效率理论认为，公司并购对整个社会是有潜在收益的，这主要体现在大公司管理改进效率或形成协同效应上。所谓协同效应，是指两个企业组成一个企业之后，其产出比原先两个企业之和更大的情形，即“1+1>2”效应。在效率理论中，又可分为五个子理论：

**(1)管理协同效应理论。**如果甲公司的管理比乙公司更有效率，在甲公司兼并乙公司之后，乙公司的管理效率将提高到甲公司的水平，那么，兼并就提高了效率，这种情形就是管理协同效应。

**(2)营运协同效应理论。**营运协同效应是指由于经济上的互补性、规模经济或范围经济，使得两个或两个以上的公司合并成一家公司，从而造成收益增加或成本减少。

**(3)财务协同效应理论。**该理论认为企业兼并可出于财务方面的目的。比如，在具有很多内部现金但缺乏好的投资机会的企业，与具有较少内部现金但有很多投资机会的企业之间，兼并显得特别有利，因为其可以促使资金在企业内由低回报项目流向高回报项目。此外，兼并具有节省筹资成本和交易成本的好处，因为企业合并虽然使企业规模显著增大，但其筹资成本和交易成本却不会同步增大，同时一个合并企业的负债能力要比两个企业合并前单个企业的负债能力之和更大。

**(4)多元化经营理论。**对一个公司来说，多元化经营可以分散风险，稳定收入

找报告，上“数据理河”

微信小程序、知识星球、www.bj-xinghe.com、微信群（18610100296）同步分享更新



来源。此外，收购公司如果原本就有特别的无形资产，如声誉、顾客群或是供应商，多元化就可能有效的利用此资源。

### 3.1.2. 信息理论

**信息理论**认为，当目标公司被收购时，证券市场将重新评估此公司的价值，公司的股价会呈现上涨的趋势。这是因为，收购活动向市场传递了目标公司股价被低估的信息，即使目标公司不采取任何行动，市场也会对其股价进行重估。或者，收购事件的宣布或行动所表达的信息会使目标公司采取更有效率的经营策略。

### 3.1.3. 代理成本理论

**代理成本理论**认为代理问题的产生是源于信息不对称，而用于解决这些代理问题而发生的成本就叫代理成本。如果管理者只拥有公司的极少部分股权，他可能会不那么努力地工作，反而偏向于用于能够给他本人带来个人福利的活动的额外支出，如豪华消费等，而这些消费成本是由公司全体股东承担的。由于股东无法知道经理人是否在为实现股东收益最大化而努力工作，也无法监督经理人是否将资金用于有益的投资。特别是在股权分散的大公司中，一般的个人股东缺乏足够的激励花费资源去监督管理者，由此产生了代理成本问题。解决或降低代理成本，可以通过将企业的决策管理与决策控制分开或通过报酬安排以及经理市场，或通过股票市场的股价水平给管理者的压力等机制解决。但当这些都不足以控制代理问题时，通过公开收购而造成的接管可能是最后的外部控制机制，接管可以使潜在的董事和经理取而代之，从而解决代理问题导致的经营低效。

### 3.1.4. 市场势力理论

**市场势力理论**的核心观点是，增大公司的规模将会增大公司的势力，从而增强对市场的控制力来增大公司的市场份额。这种规模并不一定代表规模经济下的规模，更是指增大公司相对于同一产业中其他公司的规模。

## 3.2. 收购方的投资目的

从收购方发起收购的投资目的来看，投资目标公司主要有两个类别，基于产业整合角度战略投资和基于资本投资角度财务投资：

### 3.2.1. 战略投资角度

以战略投资为目的的收购方往往已经是相关产业领域的领军企业，一般投资投标选择上偏好于与本企业相同或相关行业的企业，以便于为母公司发掘产业扩张的机遇，实现外延式的增长。战略投资者通常认可融资企业的战略价值，如品牌、渠道、网络、专利、市场占有率等，即使被收购的企业面临着一定的财务困

找报告，上“数据理河”

微信小程序、知识星球、www.bj-xinghe.com、微信群（18610100296）同步分享更新

境，仍可以凭借上述战略价值受到战略投资者的青睐。从战略投资角度发起的收购主要有以下三大类别：

- 1) **横向并购**：收购方通过收购同一行业下同一领域或不同细分领域的标的优质公司，完成企业外延式的发展。目的是在保证收购方原有业务市场竞争地位的同时，通过对同一行业不同细分领域范围的扩张，以寻求新的盈利增长点。
- 2) **纵向并购**：收购方通过收购其所在行业上游或者下游的标的优质公司，完成企业外延式的发展。收购目的是打造一条完整的产业链，减少由上下游企业为收购方带来的经营影响，同时，收购方能够通过上下游整合提高自身行业的影响力，以及抵御市场波动对企业带来的不利影响。
- 3) **多元化并购**：也称混合并购或跨界并购，通常并购标的与买方公司分别属于不同行业与产业链；为实现企业多元化发展战略，在生产技术和工艺上没有直接关联关系、产品也不完全相同的企业之间发生的并购行为，以谋求规避经营风险为目的。

### 3.2.2. 财务投资角度

以财务为目的并购方通常为看重短期回报的业外人士，他们更多的是从赚取资本利得的角度选择的投资标的，财务投资者们的逐利性决定了资本将从未来成长空间有限、盈利能力弱的企业退出并流向未来发展前景更好、收益水平更高的行业和企业。由于大多缺乏实际的产业经营经验，多数财务投资者仅仅出资参股，除了在董事会层面上参与企业的重大战略决策以外，一般不参与企业的日常管理和经营。

### 3.3. 不同并购分类下的研究理论框架

综上所述，收购方可以由于多种动机而发起并购，目标公司在不同并购投资角度下具有的特点各异，因而股价表现中体现出资本市场投资者们对并购事件的反应也会大相径庭。根据并购投资的分类，可适用不同的理论对股价在并购发生前后反映出的信息进行分析：

表 1：企业并购动机分析框架

并购分类		收购方动机	目标公司特点	适用理论
战略投资角度	横向并购	克服企业负外部性，减少竞争，增强对市场的控制力	主要市场竞争激烈，但公司市场地位较低，面临市场占有率下滑的困境	效率理论、代理成本理论
	纵向并购	整合产业链，获得协同效应	上下游议价能力较弱，需要上下游的协同效应以增强盈利能力	效率理论、市场势力理论
	多元化并购	避开进入壁垒，迅速进入，争取市场机会，规避各种风险	具备核心技术，融资不畅、流动性困难，缺少可以将该技术市场化的资金	效率理论、市场势力理论
财务投资角度	收购方目	认为目标公司股票	现有股东寻求退出	信息理论

找报告，上“数据理河”

微信小程序、知识星球、www.bj-xinghe.com、微信群（18610100296）同步分享更新

	前股价估值较高 (收购方市盈率>目标公司市盈率) 且并购所需成本较低(目标公司托宾Q<1)	被错误定价, 寻求未来企业估值提升空间		
--	---	---------------------	--	--

资料来源: 德邦研究所整理

### 3.3.1. 横向并购

横向并购的价值体现在合并双方的横向协同效应以及管理层能力。参考当初滴滴和快的的合并, 横向并购有利于收购方弥补企业资产配置的不足, 由于实现规模经济而使生产成本降低, 扩大市场占有率, 正是这样的横向协同效应大大增强了企业的竞争力和盈利能力, 从而使股价得到了市场的抬升。另外并购后目标公司的管理层会受到收购方管理层的监督和制约, 有利于被并购企业降低代理成本, 提升管理层的经营效率和企业自身的绩效, 最终优化企业价值并传导到股价上。

图 8: 滴滴收购快的形成横向合并



资料来源: 德邦研究所整理

### 3.3.2. 纵向并购

纵向并购的价值体现在合并双方的纵向协同效应。由于并购双方处于同一产业链上下游的位置, 生产过程或经营环节相互衔接, 在完成并购后可以实现市场交易行为的内部化。因此, 沿着产业链向前或向后扩展的纵向并购有助于合并的企业双方减少市场风险, 节约交易的成本与费用, 从而改善合并后企业整体的盈利能力并获得资本市场的认可。在此之外, 产业链上供应商整合后可以增大上下游中的关键企业, 树立产业壁垒, 限制其他厂商进入该产业, 达到获取垄断地位的目的。

找报告, 上“数据理河”

微信小程序、知识星球、www.bj-xinghe.com、微信群(18610100296)同步分享更新

图 9：中粮收购蒙牛形成纵向合并



资料来源：德邦研究所整理

### 3.3.3. 多元化并购

多元化并购的价值体现在合并双方的多元化协同效应以及合并后公司的势力规模。企业可以通过企业并购那些与自己既没有横向关系又没有纵向关系的企业实现多元化，在规模经济和管理效率两个方面产生协同效应。规模经济效应体现在多元化之后同时生产和销售两种及以上的产品总成本要低于生产和销售某一单一产品的成本总和。另外通过兼并和收购一个新的企业之后，可以为原有的公司注入一股新鲜的活力，将新企业中的比较好的管理方式和激励制度等等保留下来，将不足之处予以剔除，从而提高管理的效率。除此之外，企业可以通过并购多元化来增强市场的力量，通过捆绑销售等方式实现互利促销，从而提高整个企业的市场份额。

### 3.3.4. 财务投资并购

以财务投资为目标的并购的价值取决于目标公司股价被低估的程度。财务投资者旨在某一家公司股价被低估时以极低的成本价通过市场竞价或股份增发等方式购买这家上市公司的股票，但财务投资者仅仅是为公司提供资金支持，并不会过多参与公司的经营决策，在投资溢价达到了财务投资者的心理预期后在市场上以转让股票的方式进行退出，最后实现资本的增长获得收益。

图 10：伯克希尔哈撒韦财务投资可口可乐



资料来源：德邦研究所整理

#### 4. 聚焦专精特新企业，寻觅优质目标公司

专精特新中小企业往往面临着融资难的“卡脖子”症结，由于其中大部分企业为创立时间较短的科技型中小微企业，多数企业缺少历史信用记录，又没有传统的高质量可抵押资产，很难通过债务的形式进行融资。因此，专精特新企业有着巨大的股权融资需求，尽管北交所的设立一定程度上助力了此类中小微企业的股权流动性，但专精特新产品的研发需要的是长期持续的资金投入，而发行股票往往频率较低，存在资金供需两端期限错配的问题，相比之下，专精特新企业在被合并后则可以得到股东方源源不断的资金流，能够更好地解决产品研发的融资需求。

目标公司受限于体量，在各个方面的资源相对较少，而股东方通过合并专精特新企业可以与被合并的专精特新企业共享自身丰富的资源，从而进一步降低目标公司的运营成本和提升整体的经济效益。

专精特新企业受政策大力支持，我国正努力推动科技型中小企业的创新研发，解决专精特新企业融资难的困境。对专精特新企业的合并往往不会触及《反垄断法》的红线，此类企业合并所面临政策风险较低。

目标公司拥有核心技术，拥有专精特新的单一产品，因此具备平台化迁移的能力，可以通过合并的方式快速提升企业的盈利能力，实现利润的飞跃，从而使被并购的专精特新企业拥有更健康的财务环境用于投入产品和技术的研发之中。

##### 4.1. 并购成功获得市场认可的要素总结

综合各投资角度下的不同并购类型来看，我们对披露后获得市场中投资者认可的成功并购案例进行了归纳，总结出并购后股价跑赢大盘的目标公司常常具备的特点：(1) 主营业务占比高，(2) 董事会人数多，(3) 营收成长低，(4) 营收

找报告，上“数据理河”

在行业中的占比小，(5) 无形资产价值高，(6) 市值小，(7) 企业市盈率低，(8) 市场流动性差。

表 2：优质目标公司的特点分析

目标公司特点	获得市场认可原因
主营业务占比高	目标公司聚焦主营业务，利于进行产品整合
董事会人数多	管理人员多，合并后可以增强管理协同效应
营收成长低	管理层经营效率提升空间大
营收在行业中的占比小	符合政策规定，不构成受反垄断法限制的市场支配地位
无形资产价值高	目标公司拥有核心技术，可快速享受规模化后的经济效益
市值小	收购成本低，收购方风险小
企业市盈率低	估值较低，收购完成后有较大的资产升值空间
市场流动性差	目标公司更需要来自收购方的资金支持

资料来源：Palepu (1986), Gurvinder et al. (2009), 德邦研究所

## 4.2. 筛选潜在优质并购目标公司

我们从 110 个并购事件样本中汇总了并购信息披露后目标公司股价在 180 日内涨幅超过 10% 的股票，并研究了这些公司各项指标的特点。以此为基础，我们为有望成为优质目标公司的专精特新企业设置了如下指标参数：

- 主营业务占比 > 70%
- 董事会人数 > 8
- 无形资产占比 > 2.4%
- 企业市盈率 < 50
- 总市值 < 200 亿
- 日均换手率 < 5%
- 营收增长 < 30%
- 营收在行业中的占比较小，不构成受反垄断法限制的市场支配地位

## 5. 风险提示

涉及上市公司的并购需要考虑监管层的政策风险，企业合并后的整合度有较高的不确定性，协同效应不达预期，企业合并商誉减值等。

找报告，上“数据理河”

微信小程序、知识星球、www.bj-xinghe.com、微信群 (18610100296) 同步分享更新

# 信息披露

## 分析师与研究助理简介

吴开达，德邦证券研究所副所长、总量大组长、首席策略分析师（兼中小盘、新股研究），复旦大学、上海财经大学金融专硕导师。曾任国泰君安策略联席首席，拥有超过 10 年资本市场投资及研究经历，同时具备一级市场、二级市场买方投资及二级市场卖方研究经验。践行“自由无用、策略知行”，主要研究市场微观结构。吴开达策略知行团队成员大多具有买方工作经验，细分为：大势研判、行业比较、公司研究、微观流动性、新股研究五个领域，落地组合策略+增强策略，较传统卖方策略更具买方思维、更重知行。

## 分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

## 投资评级说明

1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	类别	评级	说明
2. 市场基准指数的比较标准： A 股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

## 法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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任何责任。

本报告所载的资料、意见及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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

找报告，上“数据理河”

微信小程序、知识星球、www.bj-xinghe.com、微信群（18610100296）同步分享更新