仅供内部参考，请勿外传

专题研究报告

美国新一轮并购重组研究：交易复苏、监管重塑与价值兑现

核心观点

2026 年上半年，在人工智能技术革命与产业整合需求的推动下，美国并购市场延续复苏态势。这一轮复苏呈现出鲜明的结构性特征：受人工智能发展驱动，以科技、能源和基础设施为核心的大型交易主导市场，而中小型交易相对疲软。与此同时，监管政策调整正在重塑交易环境，美国政府更深度地介入战略性产业并购，反垄断与国家安全审查共同影响交易结构和实施进程。对于参与方而言，价值兑现不仅取决于融资安排，也取决于技术整合能力、监管应对能力与长期战略协同。

美国并购金额创历史同期新高，交易数量却继续下降。2026 年上半年，LSEG 统计的美国并购金额约 1.54 万亿美元，较上年同期 8583 亿美元增长近 80%；交易数量由 6916 宗降至 5718 宗。大型交易支撑并购市场金额增长，中型交易能否回暖将影响复苏的广度。

产业升级带来并购需求，融资条件影响交易能否达成。技术迭代、能源与供应链调整，促使企业通过收购补充关键能力、巩固核心业务。融资成本和买卖双方的估值差距影响交易进程；收购后的效率改善与业务增长能否带来足够收益，则决定买方能否收回溢价和整合投入、获得预期回报。

申报程序有所调整，竞争与国家安全审查仍影响交易安排。美国反垄断机构继续使用 2023 年《并购指南》，并购事前申报表恢复接受此前版本，美国外国投资委员会推进已知投资者试点。市场竞争状况、资产敏感性及补救条件，影响交易所需时间、收购范围和后续投入。

四宗交易表明，产业互补决定收益来源，监管条件改变收益的实现空间。埃克森美孚借助资源与开发能力互补扩大协同；微软通过调整云游戏权利完成收购；Kroger—Albertsons 因竞争问题终止交易；日本制铁则以投资承诺和治理安排推进收购。买方最终取得的资产、权利和承担的义务，共同决定交易价值。

AI 并购机会正从软件、数据和人才，延伸至电力、冷却、网络及工业自动化。拥有独特数据、深度嵌入客户业务的软件企业，以及能够较快投入使用、缓解供电和建设约束的基础设施资产，更有望成为战略买方的收购对象。前者有助于加快 AI 商业化，后者能够缩短业务扩张所需时间。

技术能力、能源保障和产业整合仍是未来并购的重要方向。预计大型企业将继续围绕核心业务开展选择性收购，医疗创新、传统产业提效及 AI 配套基础设施领域的交易需求有望延续。随着融资条件改善、买卖双方估值分歧收窄、私募退出回款增加，市场复苏有望逐步扩展至中型交易。

风险提示：融资成本和估值变化、监管审查及诉讼、协同兑现和整合、技术替代、产业需求及跨境政策风险。

发展研究·专题研究

证券分析师：张铭潇
010-88005325
zhangmingxiao@guosen.com.cn
S0980526010002

相关研究报告

《专题研究报告-韩国与新加坡并购重组研究：制度演变、市场特征与对中国的启示》——2026-07-29

仅供内部参考，请勿外传

内容目录

1. 引言 4
1.1 大额交易推动增长，交易数量仍待修复 4
1.2 全球大型交易活跃，战略整合需求增强 5
1.3 并购与剥离同时增加，反映企业重新选择经营边界 6
1.4 跨境并购重新选择地域与权利安排 6
2. 美国并购市场回顾：从并购动机到资本回报 6
2.1 产业重组需求与融资条件共同推动交易 7
2.2 收购价格与整合投入决定协同收益分配 7
2.3 协同兑现速度影响收购回报 8
2.4 评价并购绩效需要同时观察资本投入与经营结果 8
3. 美国政策调整改变并购交易边界 9
3.1 多重审查并行共同约束交易条件 9
3.2 反垄断标准具有延续性申报程序正在调整 10
3.3 国家安全审查延伸至投资身份与交割后治理 10
3.4 行业政策分化需要落实到具体交易 11
4. 四宗并购交易检验价值创造与执行约束 11
4.1 埃克森美孚收购先锋自然资源 11
4.2 微软收购动视暴雪 12
4.3 Kroger 与 Albertsons 交易终止 12
4.4 日本制铁收购美国钢铁 13
5. 未来美国并购交易沿行业能力与资产质量分化 13
5.1 AI 推动并购需求向实体产业延伸 14
5.2 医疗创新与传统产业整合遵循不同估值逻辑 14
5.3 私募股权退出与新增收购不一定同步恢复 14
5.4 未来十二至十八个月的美国并购交易展望 15
6. 美国经验对并购研究与实践的启示 15
6.1 将政策条件纳入交易方案 15
6.2 围绕能力互补选择整合方式 16
6.3 通过交割后管理推动协同兑现 16
参考文献 17
风险提示 18

仅供内部参考，请勿外传

图表目录

图1： 报告的分析框架 4
图2： 美国交易金额与数量出现分化 5
图3： 全球上半年并购金额的变化 6
图4： 买方增量价值对协同与折现率的敏感性 8

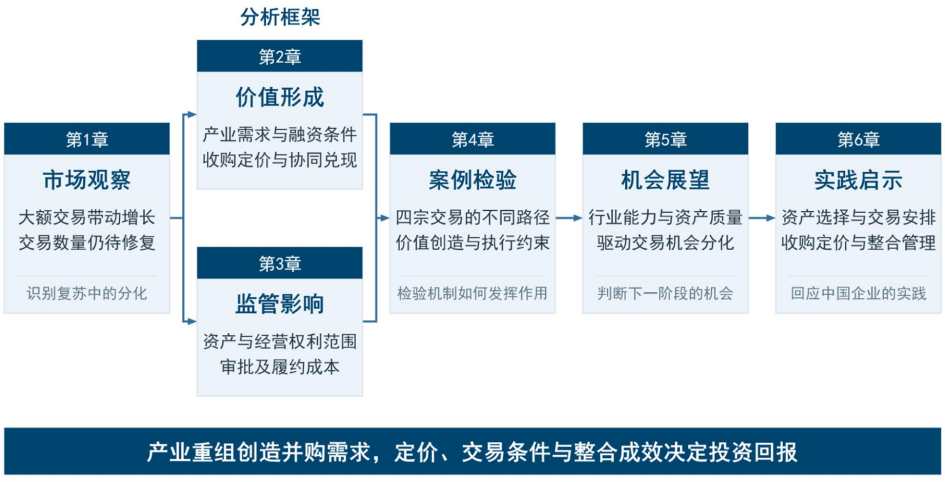
表1： 从协同预期到买方增量价值 7
表2： 美国并购主要监管要求及其经济影响 9
表3： 2025 年以来政策变化及适用边界 10
表4： 四宗交易的结果与价值来源 13
表5： 未来十二至十八个月的情景展望 15

仅供内部参考，请勿外传

1. 引言

并购重组是企业应对产业变革、获取关键能力和优化资本配置的重要途径。人工智能商业化、能源与基础设施需求增长，以及企业对核心业务的重新聚焦，正为美国并购市场带来新的整合动力。大型战略交易率先活跃，反映出资本正在围绕技术能力、稀缺资源和经营效率重新配置。产业互补构成交易的价值基础，收购定价与融资条件影响收益分配，监管要求塑造交易安排，交割后的整合则推动协同兑现。从产业需求到资本回报，这一过程贯穿美国并购市场的复苏与分化，也构成理解政策变化、分析典型案例和判断未来机会的主线，为中国企业完善资产选择、交易设计与整合管理提供借鉴。

图1：报告的分析框架



资料来源：万得，国信证券经济研究所绘制

1.1 大额交易推动增长，交易数量仍待修复

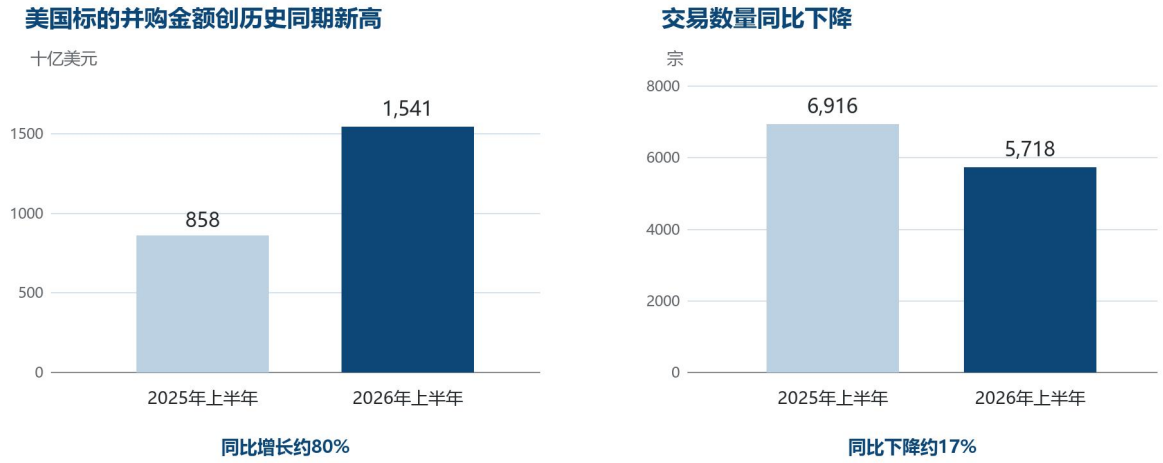
2026 年上半年，在人工智能技术革命与产业整合需求的推动下，美国并购市场延续复苏态势。这一轮复苏呈现出鲜明的结构性特征：受人工智能发展驱动，以科技、能源和基础设施为核心的大型交易主导市场，而中小型交易相对疲软。与此同时，监管政策调整正在重塑交易环境，美国政府更深度地介入战略性产业并购，反垄断与国家安全审查共同影响交易结构和实施进程。对于参与方而言，价值兑现不仅取决于融资安排，也取决于技术整合能力、监管应对能力与长期战略协同。

美国并购金额创历史上半年新高。伦敦证券交易所集团（LSEG）数据显示，2026 年上半年已宣布交易金额约为 1.54 万亿美元，较上年同期 8583 亿美元增长近 80%；交易数量由 6916 宗降至 5718 宗，下降 17%。金额与数量的背离表明，本轮复苏主要体现为交易规模扩张。

美国在全球并购中的权重上升。同期，美国并购市场交易金额占全球已宣布并购金额的比重由 45%升至 54%，创七年来新高。大型项目吸引更多资金流向美国市场，但交易数量减少，反映买方对交易机会的选择仍较集中。

仅供内部参考，请勿外传

图2：美国交易金额与数量出现分化



资料来源：LSEG《Global Mergers & Acquisitions Review: First Half 2026》，国信证券经济研究所整理；注：以美国企业为并购标的，统计期间为各年 1 月 1 日至 6 月 30 日，图中金额按十亿美元取整。

市场回暖尚未扩展至更多企业。科技企业收购技术与产品能力，能源企业整合资源与开发体系，基础设施企业扩大服务规模，为大额交易提供了产业基础。对投资者而言，观察重点是协同收益能否覆盖收购溢价和整合成本，以及交易活跃度能否从大型项目延伸至更广泛的市场。

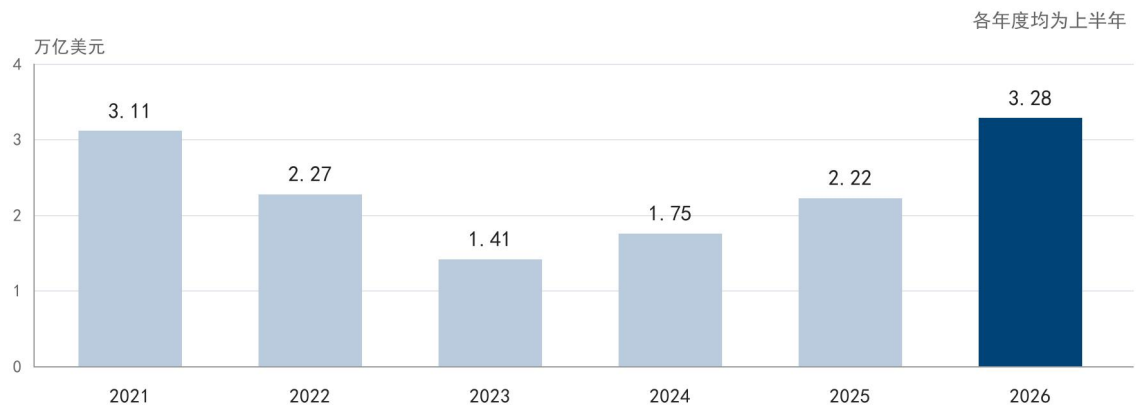
企业资本配置正围绕核心业务重新调整。大型战略收购与非核心业务剥离并行，跨境整合也更重视区域布局和经营权利安排。不同类型交易背后，都是企业对稀缺能力、资本回报与监管边界的重新权衡。

1.2 全球大型交易活跃，战略整合需求增强

大型交易正在带动全球并购市场扩张。高盛于 2026 年 7 月发布的《2026 年下半年全球并购展望》显示，2026 年上半年全球并购金额同比增长 48%，其中超大型交易金额增幅更高。为获取技术、完善供应链和扩大核心业务，企业正将收购范围延伸至更多国家和地区，美国企业的跨境收购与产业整合也体现了这一趋势。

仅供内部参考，请勿外传

图3：全球上半年并购金额的变化



资料来源：Goldman Sachs《2H 2026 Global M&A Outlook》，Dealogic，国信证券经济研究所整理

1.3 并购与剥离同时增加，反映企业重新选择经营边界

并购与业务剥离相互配合，推动企业重新配置资本。出售非核心业务可以简化管理、释放资金，使企业集中资源发展优势业务；同一项资产也可能补齐买方的产品、客户或产能。资产转移到更适合的经营者手中，有望得到更充分的利用。

国际投行拉扎德（Lazard）在《2025 年并购回顾与 2026 年展望》中，将大型并购与业务剥离并列讨论，指出企业在扩大关键业务规模的同时，也在退出非核心领域。卖方集中发展优势业务，买方借助既有渠道、技术和基础设施改善收购资产的经营，双方由此有望实现各自的战略目标。整合优势越清晰，持续改善现金流的可能性越大。

本轮并购中，企业更注重资金投向与自身优势是否匹配。客户、资源或技术上的互补，有利于收购后提高资产利用率、减少重复投入。不过，经营优势能带来多少收益，还需与收购价格相匹配，才能形成合理的投资回报。

1.4 跨境并购重新选择地域与权利安排

跨境并购的活跃程度因地区而异。拉扎德于 2026 年 5 月发布的《政治资本：地缘政治如何重塑跨境投资与并购》指出，地缘政治、产业政策和供应链调整正在改变跨境资金流向，部分医疗创新合作则通过授权推进。美国企业获取海外创新能力，并不一定需要收购完整股权；外国买方进入美国市场时，也需结合自身投资者身份和标的资产属性，选择适当的交易安排。

跨境整合的空间，并不局限于完整股权收购。获取特定技术、产品或区域市场权利，可以通过授权与合作减少初始投入；产能、渠道和运营体系的深度整合，则更能发挥股权收购统一配置资源的优势。交易结构与所需能力相匹配，有利于提高资本使用效率；授权与合作也使跨境产业联系超出了股权收购的范围。

2. 美国并购市场回顾：从并购动机到资本回报

并购回报来自经营价值的提升，也取决于新增价值在交易双方之间如何分配。美国企业近年来的收购，分别着眼于资源开发、技术与内容整合以及研发管线拓展。

仅供内部参考，请勿外传

产业互补为交易创造空间，融资条件和收购价格影响收益分配，整合进度则决定新增现金流何时实现。将这些环节贯通，才能清晰判断大型战略收购能否转化为持续的资本回报。

2.1 产业重组需求与融资条件共同推动交易

美国并购交易金额上升、数量下降，显示产业重组需求尚未普遍转化为成交。能源企业通过整合相邻矿区扩大连续开发空间，技术企业通过收购补充产品和应用能力，这些整合需求各有产业基础，能否形成交易则取决于融资与定价条件。能够利用自身现金流、股票或债务融资推进收购的买方，更有条件把握机会；融资可得性较弱、估值分歧较大的交易，仍可能推迟落地。

美联储重启加息，并购融资面临新的利率约束。2026 年 9 月 16 日，美联储将联邦基金利率目标区间上调 25 个基点至 3.75%-4.00%。企业实际融资成本仍受信用利差、融资期限和贷款条件影响，政策利率变化对不同买方的传导并不一致。若借款成本上升而标的盈利与协同收益未同步改善，买方能够承受的收购价格和债务规模将受到压缩。**现金流稳健、债务负担较轻的买方将更具收购优势，依赖高杠杆融资的交易则面临更大的定价与偿债约束。**

股票支付为美国上市公司开展大型收购提供了重要工具。埃克森美孚收购先锋自然资源时，约定每股先锋股票换取 2.3234 股埃克森美孚股票，使买方无需为股权对价筹集同等规模的现金。换股可以缓解现金融资压力，但也会摊薄原股东持股比例；固定换股比例下，买方股价还会影响对价市值。买方的资本市场估值由此影响收购能力，经营协同则决定新增股本能否获得相应回报。

2.2 收购价格与整合投入决定协同收益分配

并购产生的协同收益，并不会全部归于买方。卖方通过收购溢价提前分享预期收益，融资机构收取利息和费用，后续整合也需要投入资金与管理资源。报价越高，留给买方的收益空间越小；即使经营改善如期实现，也可能不足以弥补过高的收购成本。产业上的契合与价格上的合理，缺一不可。

买方获得的增量价值，等于协同现金流现值扣除收购溢价、整合支出及其他新增成本后的余额。采购节约、产线优化、基础设施共享和收入增长，都可能带来新增税后经营现金流。其中，成本节约的实现路径通常较为明确；交叉销售和新市场拓展更依赖客户接受程度与竞争反应，收益实现的时间和把握也有所不同。

表1：从协同预期到买方增量价值

分析环节	应计入的经济内容	价值形成条件
独立价值	不发生并购时标的能够实现的现金流价值	标的独立经营前景及自身改善空间
收购溢价	收购对价相对独立价值的增加部分	买卖双方议价能力及预期协同的分配
协同现金流	增量税后经营现金流及必要资本开支变化	收益来源、兑现比例与实现时间
整合及约束成本	整合支出、剥离损失、额外投入和延迟成本	最终资产与权利范围、持续经营义务
买方增量价值	协同现金流现值减溢价与全部新增成本	协同收益对溢价和新增成本的覆盖程度

资料来源：Update on the M&A Environment: 2025 Year in Review and 2026 Outlook，国信证券经济研究所整理

在美国页岩油并购中，相邻资源与开发技术的结合，为提高资产回报创造了空间。

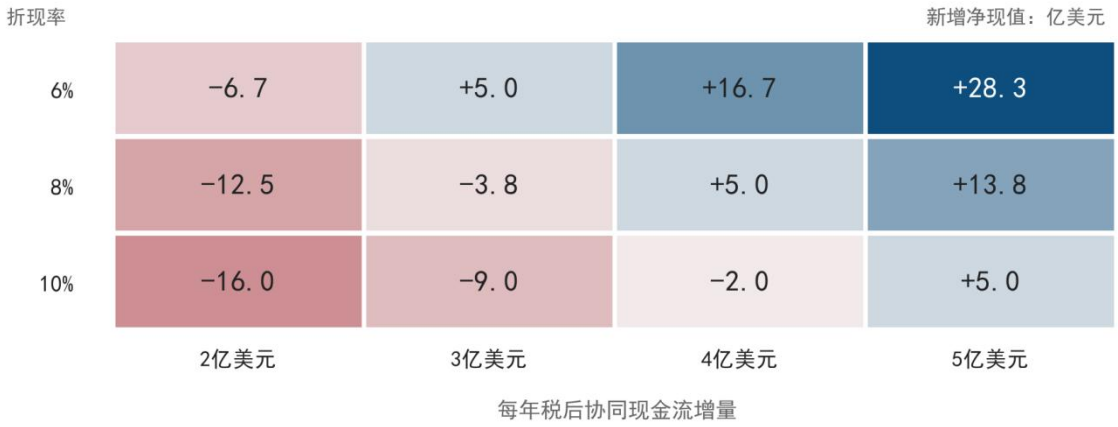
仅供内部参考，请勿外传

埃克森美孚于 2025 年 12 月将收购先锋自然资源的预计年度协同上调至 40 亿美元，主要来自提高资源采收率、降低开发和运营成本带来的税前现金流增量。具备邻近资产布局和成熟开发技术的买方，因而拥有更明确的协同基础，有望通过统一开发和技术推广，将既有经营优势转化为收购后的现金流增长。

2.3 协同兑现速度影响收购回报

协同收益能实现多少、何时实现，直接影响买方回报。以一项假设交易为例：标的独立企业价值为 100 亿美元，收购企业价值为 125 亿美元，即时整合投入为 5 亿美元。按 70%的协同兑现比例、8%的折现率和零永续增长率测算，若首笔税后协同现金流在一年后取得，预计年化协同至少需达到约 3.43 亿美元，才能覆盖 30 亿美元的溢价与整合投入。

图4：买方增量价值对协同与折现率的敏感性



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理；注：模型示意测算，为非真实交易估值或收益预测，单位为亿美元。假设交易已完成，独立企业价值 100、收购企业价值 125、即时整合成本 5、协同兑现比例 70%、永续增长率 0，首笔现金流于一年后取得。增量价值＝年化税后协同×70%÷折现率－25－5

在上述假设下，预计年化税后协同为 4 亿美元时，买方增量价值约为 5 亿美元；若协同现金流整体推迟两年，而收购和整合支出仍在初期发生，增量价值将降至接近零。整合延迟会推后收益、延长资金占用，客户流失和追加投入还可能进一步压缩回报。因此，清晰的整合计划和及时执行，对实现预期协同至关重要。

美国药企对研发资产的收购，还通过分阶段支付匹配价值实现进度。默沙东 2024 年收购眼科生物技术公司 EyeBio 时，公布的交易条款包括 13 亿美元首付款，以及最高 17 亿美元的研发、监管和商业化里程碑付款。部分对价随约定目标的达成而支付，使买方能够较早补充研发管线，同时将后续支付与技术成熟及商业化进展相衔接，减少在研发前景尚不明朗时一次性支付全部潜在对价的压力。

2.4 评价并购绩效需要同时观察资本投入与经营结果

评价并购回报，需要同时考察经营收益和全部投入。合并报表能够扩大收入规模，融资方式和会计摊销会影响利润及每股收益；经营现金流和投入资本回报率，则更直接地反映收购资产的运营表现。支付的溢价和整合投入越高，就越需要持续的盈利来支撑回报。

微软收购动视暴雪后，2025 财年 Xbox 内容与服务收入增长 16%，公司将其归因于

仅供内部参考，请勿外传

动视暴雪收购及 Game Pass 业务增长，游戏业务相关投入也同步增加。内容资产扩大了微软的收入来源，新增研发和运营支出则会影响收益留存。因此，这笔交易的长期价值取决于内容与订阅收入能否持续转化为现金流，并形成与收购及后续投入相匹配的资本回报。

美国并购的价值兑现还受到竞争政策约束。克罗格与艾伯森拟通过合并提高经营效率，美国联邦贸易委员会则在 2024 年起诉阻止交易，提出食品价格、服务质量以及员工工资福利等方面的竞争担忧。规模整合带来的成本优势，需要在保留有效竞争的条件下实现；监管对资产剥离和交易结构的要求，也会改变买方最终能够取得的经营资源与协同收益。

3. 美国政策调整改变并购交易边界

美国并购监管对交易价值的影响，贯穿申报、交割和后续经营。程序调整可以降低准备成本、改善审查效率，竞争和国家安全要求则可能改变收购范围、经营权利及投资义务。对买方而言，政策变化的经济意义最终体现在能够取得哪些资产、何时形成收益，以及需要承担多少额外投入。

3.1 多重审查并行共同约束交易条件

美国并购通常需要同时满足多项监管要求。美国司法部（DOJ）的反垄断局与联邦贸易委员会（FTC）关注交易对竞争的影响；证券交易委员会侧重证券发行、股东表决、要约收购等环节的信息披露和投资者保护；财政部牵头的美国外国投资委员会（CFIUS）审查特定外国投资的国家安全风险。银行、能源等行业还可能需要取得行业监管许可。这些审查各有侧重，都可能影响交易条款和完成时间，需要统筹安排。

表2：美国并购主要监管要求及其经济影响

监管维度	主要机构与文件	关注事项	对交易的影响
竞争审查	DOJ、FTC 《克莱顿法》第 7 条及 2023 年《并购指南》	相关市场与竞争关系、潜在进入、补救有效性	可能改变资产范围、权利安排及交易期限
申报与等待	DOJ、FTC：HSR 制度及现行申报公告	是否达到适用申报条件；资料及等待要求	影响准备成本和交割安排；申报本身并非合法性保证
证券披露	SEC：Form S-4 及适用的代理投票、要约规则	交易条款、风险、财务资料与股东信息	影响证券发行、股东表决和信息责任
国家安全	CFIUS 及总统 第 721 条、31 CFR Parts 800 与 802	投资者身份、控制或特定权限、敏感技术数据及不动产	可能形成缓解协议、经营限制或禁止交易
银行等行业	适用的行业监管机构 如 FDIC、OCC 银行并购政策	行业许可、财务管理资源及其他法定因素	需与其他审查并行安排，机构职责不相互替代

资料来源：DOJ 与 FTC《2023 Merger Guidelines》；FTC《Premerger Notification Program》；SEC《Form S-4》；CFIUS《Laws and Guidance》；国信证券经济研究所整理

监管条件会直接改变交易方案。跨境并购涉及多个司法辖区，一个地区要求剥离资产或让渡权利，可能影响买方在其他市场的业务整合。审批时间延长，也可能

仅供内部参考，请勿外传

增加融资费用和客户维护成本。尽早考虑这些影响，能够使收购报价、融资安排与整合计划更加协调。

3.2 反垄断标准具有延续性申报程序正在调整

美国联邦反垄断执法框架具有延续性。FTC 和 DOJ 于 2025 年 2 月分别确认继续使用 2023 年《并购指南》，围绕相关市场、竞争关系、潜在进入及具体交易证据开展分析。指南阐述执法机构的分析框架，本身并非对法院具有约束力的法律。交易的竞争影响及补救方案的有效性，仍是审查的核心。

并购事前申报（HSR）程序则发生了实质变化。2025 年 2 月 10 日生效的新版申报表于 2026 年 2 月被联邦地区法院撤销；2026 年 3 月 19 日，上诉法院拒绝 FTC 提出的上诉期间暂缓执行申请。此后，FTC 恢复接受此前版本的表格和说明，同时允许当事人自愿使用 2025 年新版表格申报，企业准备申报材料的要求随之调整。

2026 年 2 月 17 日起，HSR 最低交易规模门槛调整为 1.339 亿美元，申报义务同时取决于其他适用条件和豁免。2026 年 7 月，DOJ 宣布恢复更有针对性的 HSR 审查做法，以降低不必要的交易负担，并在必要时要求更完整的资料。程序调整主要影响准备成本和审查节奏，实质竞争审查仍依据具体交易展开。

表3：2025 年以来政策变化及适用边界

时间	政策事项	主要变化	交易影响
2025 年 2 月	并购指南	FTC 与 DOJ 确认继续使用 2023 年指南	执法分析框架具有延续性，仍需个案判断
2025 年 5 月	银行并购	FDIC 恢复此前政策声明；OCC 调整程序并撤销 2024 年声明	行业程序有所调整，银行审查职责仍存在
2026 年 2 月	HSR 年度门槛	2 月 17 日起最低交易规模门槛为 1.339 亿美元	结合其他条件和豁免判定申报义务
2026 年 3 月	HSR 申报表	3 月 19 日起恢复接受 2025 年 2 月以前表格；新版可自愿使用	企业可选择此前版本表格准备申报材料
2026 年 7 月	DOJ 审查程序	恢复更有针对性的 HSR 审查做法	降低不必要负担，同时保留充分调查权
2025—2026 年	CFIUS 流程	推进已知投资者试点和意见征集	提升流程效率，不改变法定管辖

资料来源：美国联邦贸易委员会，美国证券交易委员会，美国货币监理署，美国司法部反垄断局，国信证券经济研究所整理

补救方案能否执行，是影响审批进程的重要因素。交易双方在当地市场竞争越直接，监管机构就越关注剥离后能否保留有效竞争。资产承接方需要具备相应的客户、人员、技术和供应能力，才能维持业务运营。从材料准备、补充调查到诉讼及补救方案执行，各环节所需时间也会影响融资期限和交割安排。

3.3 国家安全审查延伸至投资身份与交割后治理

CFIUS 管辖范围覆盖多种外国投资形式。除取得美国企业控制权外，对特定技术、基础设施或敏感个人数据企业的非控股投资，以及特定不动产交易，在符合规则条件时也可能受到审查。投资者身份、所获权益和权限、标的业务及交易结构共同决定适用要求。对符合管辖范围、未主动申报且可能引发国家安全问题的交易，CFIUS 还可进行识别和审查。

美国财政部正在推进已知投资者计划及其试点，提前收集符合条件投资者的信息，

仅供内部参考，请勿外传

以提高后续审查效率。该安排并未改变 CFIUS 的法定管辖范围和审查程序，具体交易仍需结合资产敏感程度及风险缓解安排接受审查。减少重复准备材料可以降低申报负担，但投资者最终取得哪些经营权利，仍受到国家安全条件的影响。

CFIUS 披露的 2025 年度信息显示，全年正式通知和简式申报合计 347 件；按不同交易计算，67%在简式申报的 30 天评估期或正式通知的首个 45 天审查期内获准。多数交易在上述初期阶段完成审查，涉及敏感资产或复杂缓解安排的交易则可能需要更长时间，审批周期仍呈现个案差异。

国家安全审查的影响可能延续到交割之后。数据隔离、治理安排、境内产能要求和投资承诺，都会影响资产整合、资本开支及后续退出。买方即使取得股权控制，也未必拥有通常意义上的完整经营自主权，交易价值因而有所变化。日本制铁收购美国钢铁就体现了这一特点。

3.4 行业政策分化需要落实到具体交易

美国银行并购政策在 2025 年有所调整。美国联邦存款保险公司（FDIC）撤销 2024 年的银行并购政策声明，恢复此前声明；美国货币监理署（OCC）也撤销其 2024 年政策声明并调整相关程序。竞争影响、财务和管理资源等审查要求仍然适用，各机构继续依据自身职责作出判断。程序虽有调整，资产质量与经营稳健性仍是审查中的重要考虑。

银行并购的收益，来自客户资源和资金来源的有效整合。收购方可以扩大网点覆盖、增加客户，但存款流失、贷款损失和系统迁移成本也可能抵消规模效益。稳定的存款基础与良好的信用质量，有助于维持较低的资金成本；风险处置型收购还可能涉及额外的损失承担或特殊交易安排，回报也会受到相应影响。

科技、医疗和能源并购面临的监管重点各不相同。市场竞争程度、标的技术与数据属性，以及行业许可要求，都会影响交易能否完成。程序改善可以缩短准备和等待时间，但涉及敏感资产或业务高度重叠的收购，仍可能需要调整收购范围和整合方案。

4. 四宗并购交易检验价值创造与执行约束

产业互补为收购提供动机，能否保留预期协同则影响交易的实际价值。下面重点分析埃克森美孚收购先锋自然资源、微软收购动视暴雪、Kroger 拟收购 Albertsons、日本制铁收购美国钢铁这四宗交易。其中，埃克森美孚与微软的收购，分别体现资源开发和内容分发的整合逻辑；Kroger 与日本制铁的交易经历，则突出竞争审查及国家安全条件的影响。四宗交易的不同结果，反映了经营优势、监管要求与资本投入之间的相互作用。

4.1 埃克森美孚收购先锋自然资源

埃克森美孚收购先锋自然资源，旨在结合资源优势与运营能力。2023 年 10 月，埃克森美孚宣布以全股票方式收购先锋自然资源，按公告采用的股价计算，股权价值约 595 亿美元，含净债务的企业价值约 645 亿美元；交易于 2024 年 5 月 3 日完成。股票支付减少了交割时的现金融资需求，代价则是发行新股，使原有股东与新股东共同分享未来收益、承担经营风险。

这宗交易将相邻资源区块、开发技术和基础设施纳入统一经营。统筹井位规划，提高资源采收率和设备利用效率，有望降低单位成本、提高资金使用效率。相邻

仅供内部参考，请勿外传

区块能否有效衔接、开发技术能否顺利推广，决定协同收益的大小；地质条件与开发节奏则影响收益何时实现。

埃克森美孚于 2025 年 12 月更新长期计划，将先锋相关年化协同预期提高至 40 亿美元，较最初估计翻倍；公司将其定义为资源回收、开发成本和运营成本等改善带来的税前现金流增加。与此同时，公司 2025 年净利润由上年的约 337 亿美元降至约 288 亿美元，披露的影响因素包括油价和化工利润率变化等。协同预期上调与当期利润承压并存，反映出经营整合和行业周期对集团业绩的不同影响。

收购的长期潜力，在于将埃克森美孚的开发与运营能力应用于更大规模的相邻资源。降低单位开发成本、提高资源采收率和资金使用效率，有望形成持续的竞争优势。不过，油气价格仍会影响现金流规模，最终回报还取决于这些经营收益能否支撑收购对价和后续资本开支。

4.2 微软收购动视暴雪

微软收购动视暴雪，既涉及游戏内容整合，也受到监管条件的影响。微软年报披露，交易于 2023 年 10 月 13 日完成，总购买价约 754 亿美元，其中确认商誉约 510 亿美元。较高的商誉包含了对协同等未来收益的预期；实现这些收益，需要持续投入内容开发、用户运营和渠道整合。

英国竞争与市场管理局批准了重组后的交易，关键条件是由育碧持有动视现有游戏，以及未来 15 年内发行的相关 PC 和主机游戏在欧洲经济区以外的云游戏串流权利。这一安排推动了交易完成，也限制了微软能够独占控制的权利范围，并进一步影响云游戏内容的分发方式和未来商业模式。

动视暴雪为微软补充了游戏内容和用户资源，收入表现仍受到产品周期与平台策略共同影响。微软 2025 财年年报将 Xbox 内容与服务收入增长与动视暴雪并购和 Game Pass 等因素联系起来；2026 财年第四季度，该项收入同比下降 10%。这一业务指标同时包含被收购业务和微软其他游戏业务，反映的是较广泛的平台经营表现。

微软完成了核心游戏内容的补强，财务回报仍需持续经营兑现。云游戏权利调整推动了交割，也限制了部分独占收益，内容与微软分发、订阅体系的结合因而成为协同的重要来源。收购的长期价值，在于以更丰富的内容扩大付费用户基础、提高内容变现效率，形成足以支撑购买价和后续研发投入的现金流。

4.3 Kroger 与 Albertsons 交易终止

Kroger 拟收购 Albertsons 的交易因竞争问题受阻。FTC 就这项约 246 亿美元的拟议交易提起诉讼。2024 年 12 月 10 日，相关法院作出阻止交易推进的裁定；次日，Albertsons 宣布终止并购协议。原定的采购、配送和门店整合由此无法实施，竞争审查成为决定交易结果的关键因素。

双方曾提出剥离门店等资产，以缓解竞争担忧。FTC 在起诉材料中质疑，这些资产能否形成完整、有效的竞争业务，承接方又是否具备整合运营的能力。零售竞争依赖门店、物流、品牌与采购系统的配合，剥离哪些资产、由谁承接，直接关系到补救方案能否实施。

零售竞争具有明显的地域属性。消费者的替代选择取决于当地门店分布和服务能力，全国规模优势难以消除所有局部市场的竞争担忧。若剥离业务长期依赖合并后的企业提供采购、物流或系统支持，其独立竞争能力就可能受到影响，买方也

仅供内部参考，请勿外传

需要承担相应的分拆和持续支持成本。

资产剥离还会改变合理的收购价格。剥离范围、出售价格和过渡服务期限，均可能影响剩余业务的盈利能力；审批延迟或交易终止则会产生额外费用与机会成本。若可整合的业务范围缩小，原先预计的协同收益也可能减少，对收购报价的支撑随之减弱。

4.4 日本制铁收购美国钢铁

日本制铁收购美国钢铁，显示了跨境并购中股权与经营安排的复杂关系。2023 年 12 月公布的交易方案为每股 55 美元现金收购，股权价值约 141 亿美元，含债务的企业价值约 149 亿美元；双方于 2025 年 6 月 18 日宣布完成交易。最终方案不仅涉及股权转让，也包含投资承诺和特定治理条件。

交割同时伴随国家安全协议及“黄金股”安排。双方公告披露，日本制铁承诺到 2028 年向美国钢铁新增投资约 110 亿美元，其中包括一项将在 2028 年后建成的新建项目的初始投资。美国政府在特定投资、总部、产能、就业及其他事项上拥有相应权利。这些条件并非单纯的交割前承诺，而可能持续影响资本配置、业务整合和经营调整空间。

投资承诺既可能改善经营，也会限制资金使用的灵活性。新增产能、提升产品质量和设备效率，有望增强美国钢铁的竞争力；但对投资时间、地点及用途的约定，也缩小了买方调整资金配置的空间。行业景气下行时，能否灵活调整产能和投资，将对现金流及回报产生更明显的影响。

这宗交易说明，国家安全审查会通过治理和投资安排，持续影响并购后的经营。买方取得股权后，仍需在约定范围内开展投资与整合。兼顾产业互补、当地发展需求和投资回报，有利于协调各方诉求，而最终条件仍取决于资产敏感程度和具体交易结构。

表4：四宗交易的结果与价值来源

交易	交易状态	主要价值或执行约束	价值实现的关键因素
埃克森美孚—先锋自然资源	2024 年 5 月完成	资源、开发技术与基础设施协同；公司上调协同预期	剔除油价和资产范围影响后的单位成本、资本效率和现金流
微软—动视暴雪	2023 年 10 月完成	云游戏权利安排改变可控制范围；高额收购资本需获得回报	用户及内容表现、持续开发投入、购买价与自由现金流
Kroger—Albertsons	2024 年 12 月终止	竞争影响与剥离业务可运营性成为执行约束	补救方案能否保留有效竞争，最终资产组合是否仍具价值
日本制铁—美国钢铁	2025 年 6 月完成	国家安全协议与黄金股影响投资和经营安排	承诺资本开支的收益、治理限制与经营调整空间

资料来源：美国联邦贸易委员会，英国竞争与市场管理局，国信证券经济研究所整理

上述四宗交易表明，产业互补提供协同来源，监管条件则改变其实现空间。权利让渡、资产剥离和投资承诺，都会调整可整合范围及资本投入。因此，具有产业逻辑的收购未必形成相同的投资回报，买方的定价基础应是最终获批方案下的现金流，包括能够实现的协同及必须承担的后续支出。

5. 未来美国并购交易沿行业能力与资产质量

仅供内部参考，请勿外传

分化

未来美国并购机会将更多集中在能够解决企业具体经营需求的资产上。AI 商业化需要技术与配套资源，医药创新需要持续补充产品管线，传统产业则通过整合改善成本和资本效率。产业需求为交易提供支撑，融资条件与私募退出回款影响机会扩散的速度；资产质量和买卖双方的估值匹配程度，将继续拉开成交表现的差距。

5.1 AI 推动并购需求向实体产业延伸

AI 并购需求正从技术获取延伸至规模化应用所需的配套资源。高盛《2026 年下半年全球并购展望》，也将技术并购与基础设施需求联系起来。**电力、冷却、网络和工业自动化，与软件、数据、人才**共同构成企业通过并购补足能力的主要方向。

软件并购的吸引力，将更多来自独特数据和深度嵌入客户业务的能力。既有客户关系和专有业务流程，有助于将 AI 应用转化为实际服务与收入；主要依靠提价和增加付费席位的模式，则可能面临技术替代压力。在此过程中，能够借助 AI 提升客户经营效率、同时保有数据和业务场景优势的软件企业，更有望获得战略买方青睐。

电力和基础设施并购的核心价值，在于缩短业务扩张所需时间。具备供电许可、建设进度明确且拥有长期客户合同的资产，更容易形成可预期的收入。能够较快投入使用的资产，比仅有远期规划的项目更具收购吸引力；其溢价应由提前投运带来的现金流和扩张收益支撑。

5.2 医疗创新与传统产业整合遵循不同估值逻辑

医疗创新并购的估值，主要取决于研发成功概率和商业化后的盈利空间。医药企业补充研发管线的需求持续存在，具有差异化临床价值的资产仍具吸引力。普华永道的 2026 年医药并购展望关注临床与商业化进展，以及或有价值权利、里程碑支付等安排。这类结构将部分对价与研发及销售结果挂钩，有助于分担不确定性，使早期创新资产在估值分歧下仍有机会达成交易。

传统产业并购的估值支撑，则更多来自现有业务可实现的效率改善。相邻资源区块、互补产线及可整合的采购运输体系，通常具有较明确的降本路径，协同收益也更容易落实到单位成本和资本开支。能够利用既有技术、渠道和基础设施改善标的经营的买方，更有条件在整合中形成持续收益。

两类交易的定价重心由此有所不同：医疗创新侧重未来产品价值及其实现概率，传统产业侧重现有经营基础上的增量现金流。前者可通过里程碑支付保留研发上行空间、分担失败风险；后者的溢价则需要由持续的效率提升支撑，不能依靠削减必要的研发、维护和人才投入制造短期节约。

5.3 私募股权退出与新增收购不一定同步恢复

私募股权的新投资与旧资产退出，未必同步恢复。能否开展收购，主要取决于买入价格和融资条件；能否顺利退出，则还要看买方需求、上市窗口和卖方估值预期。大型优质资产较易吸引资金，持有时间较长、增长偏弱或估值尚未调整的资产，出售仍可能面临困难。不同资产退出速度不一，也使私募市场的复苏有所分化。

仅供内部参考，请勿外传

延续基金和其他二级交易，为投资人提供了更多退出或继续持有的选择。部分投资人可以取得现金，另一些则继续持有资产，等待后续经营改善。拉扎德《2026年中期二级市场报告》也讨论了这类安排的发展。交易定价是否合理、利益冲突如何管理、现金如何分配，会影响投资人的参与意愿；这类方式也与向第三方整体出售资产相互补充。

退出回款增加，能够为新一轮投资补充资金。回款不足时，基金需要在追加投入既有资产和开展新收购之间分配有限资金；向投资人分配的现金增加后，投资人重新出资、基金开展新交易的空间也会扩大。对于杠杆收购，稳定的经营现金流和偿债能力，还能减少对未来高价退出的依赖。

5.4 未来十二至十八个月的美国并购交易展望

未来十二至十八个月，围绕技术能力、能源保障和核心业务的大型交易预计仍将活跃，中型交易与私募退出则有望逐步恢复。具有稳定现金流的资产较易获得融资，产业重组需求与买卖双方估值分歧的收窄，也将推动交易。但从宣布到完成仍需经历融资和审批，市场需求转化为实际成交还需要时间。

如果中型企业的融资条件进一步改善，私募退出回款和现金分配同步增加，复苏就有望从少数大型交易扩展至更多行业与资产。融资利差上升、盈利预期下调或审批附加条件增多，则可能延缓这一进程。高杠杆收购对融资和盈利变化更敏感；现金流稳定、整合优势明确的买方，通常拥有更大的应对余地。

表5：未来十二至十八个月的情景展望

情景	成立条件	市场表现	交易前景
基准情景	战略买方保持融资能力；产业重组需求持续；估值分歧缓慢收敛	大型交易活跃，中型交易与私募回款改善较慢	大型优质资产整合持续，中型市场逐步修复
上行情景	融资可得性扩展；退出与现金分配改善；买卖双方价格趋于一致	交易数量和中型交易同步改善，退出回款持续增加	复苏范围扩大，更多中型资产获得交易机会
下行情景	利差上升或盈利下修；审批附加条件增加；技术替代削弱现金流	更多延期或撤回，融资权益比例提高，估值继续分化	成交放缓，高杠杆和高溢价交易承压

资料来源：万得，国信证券经济研究所整理；注：表格中的内容为情景分析。观察期为 2026 年第四季度至 2028 年第一季度左右；未赋予统计概率，不构成交易金额预测。应采用一致样本、窗口及交易状态持续跟踪。

6. 美国经验对并购研究与实践的启示

美国并购实践对中国企业的启示，在于将产业判断、交易设计和交割后经营贯通起来。选择具有互补价值的资产，是形成投资回报的起点；将监管要求、融资成本和整合投入纳入报价，并在经营中兑现协同，才能将战略目标转化为股东收益。不同市场的制度安排各有差异，这种贯穿交易全过程的资本回报约束具有共同意义。

6.1 将政策条件纳入交易方案

美国并购实践表明，监管要求会通过成交价格、完成时间、经营权利和后续投入影响投资回报。中国企业开展海外收购时，尽早把这些要求纳入商业方案，有助于提高报价和融资安排的可行性。各国法律、产业结构和融资条件不同，交易设

仅供内部参考，请勿外传

计也需适应当地市场。

尽职调查、监管分析、融资与整合计划相互衔接，能够提前识别并购后可能面临的经营限制。谈判时明确各方可接受的资产剥离范围、追加投入和完成期限，也有利于分担不确定性。对于涉及国家安全敏感资产的收购，投资方案尤其需要明确买方能够取得哪些治理权利、承担哪些经营义务。

6.2 围绕能力互补选择整合方式

并购可以加快企业获取技术、客户和运营资源，合作、授权及少数股权投资则提供了其他选择，各自对应不同的控制权与资金投入。传统产业整合更依赖成熟技术、管理经验和渠道的有效应用；创新资产的长期价值，则往往需要人才激励和研发自主性来维持。根据资产特点选择整合方式，才能发挥互补优势、留住所需能力。

将成熟的管理经验应用于收购资产，是产业并购的重要价值来源。一项基于美国电厂所有权变化与生产效率数据的实证研究，也显示了运营能力对生产效率的影响。在技术和管理能够互补的交易中，降低单位能耗、提高设备利用率、缩短交付周期和改善产品质量，可以进一步形成成本与客户服务优势。

上市公司安排收购时，还需兼顾持续研发、设备维护和股东回报。保留必要的经营投入及资金余量，既能应对整合期间的支出变化，也能为后续技术升级和业务调整留出空间。收购规模与自身资金、人才和管理能力相匹配，产业整合才更容易持续推进。

6.3 通过交割后管理推动协同兑现

交割后的整合进度，决定预期协同何时转化为实际回报。采购和产能整合首先体现为单位成本下降，内容和技术整合则更多依赖产品推出、客户留存及收入增长。若投入先行增加、经营改善迟迟未能兑现，资金占用将持续侵蚀回报。整合计划与具体业务及资金安排相衔接，才能保护收购价值。

预计美国并购市场将延续大型战略交易先行、中型交易逐步修复的复苏路径。AI商业化及配套资源、医疗创新和传统产业提效，仍是较明确的需求来源；融资条件改善与私募退出回款增加，将决定复苏能否进一步扩散。在这一阶段，具备清晰产业互补、能够以现有运营能力兑现协同的买方，更有条件将并购活跃度的提升转化为持续回报。

仅供内部参考，请勿外传

参考文献

1. 高盛（Goldman Sachs）：2H 2026 Global M&A Outlook: Embracing the Volatility Paradox，2026 年 7 月 22 日。

2. 拉扎德（Lazard）：2025 M&A Review and 2026 Outlook，2026 年 1 月 8 日。

3. 拉扎德（Lazard）：Political Capital: How Geopolitics is Reshaping Cross-Border Investment and M&A，2026 年 5 月 12 日。

4. 拉扎德（Lazard）：Lazard Interim 2026 Secondary Market Report，2026 年 8 月 13 日。

5. 埃克森美孚（ExxonMobil）：ExxonMobil announces merger with Pioneer Natural Resources in an all-stock transaction，2023 年 10 月 11 日。

6. 埃克森美孚（ExxonMobil）：ExxonMobil raises its 2030 Plan – transformation delivering higher earnings, stronger cash flow, and greater returns，2025 年 12 月 9 日。

7. 默沙东（Merck & Co., Inc.）：Merck to Acquire EyeBio，2024 年 5 月 29 日。

8. 微软（Microsoft）：Annual Report 2025，2025 财年。

9. 美国联邦贸易委员会（FTC）：FTC Challenges Kroger’s Acquisition of Albertsons，2024 年 2 月 26 日。

仅供内部参考，请勿外传

风险提示

融资成本和估值变化、监管审查及诉讼、协同兑现和整合、技术替代、产业需求及跨境政策风险。

仅供内部参考，请勿外传

免责声明

分析师声明

作者保证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理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数(HSI.HI)作为基准；美国市场以标普 500 指数(SPX.GI)或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司

关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或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并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本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，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布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。

仅供内部参考，请勿外传

国信证券经济研究所

深圳
深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046　总机：0755-82130833

上海
上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京
北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032