

# \*ST公司年末冲刺“保壳” “多点开花”化解退市风险



记者 高志刚 郭成林

临近年末，A股市场的“保壳”大战再度打响。

2025年12月21日，\*ST东易公告称，北京市第一中级人民法院裁定批准其重整计划。若该计划顺利执行，公司将有效改善资产负债结构，“保壳”概率显著提升。

除重整外，并购优质资产、剥离亏损业务、推进债务重组与豁免等手段层出不穷，A股“保壳”大战正呈现更为复杂的博弈形态。而监管层的“零容忍”态度，更让这场资本与规则的博弈充满变数。

在某资深业内人士看来，在退市标准持续提高、监管政策日趋严格的背景下，上市公司化解退市风险的方式正从“技术性操作”向“实质性改善”转变。

知名财税审计专家、资深注册会计师刘志耕表示，当前\*ST公司的“保壳”操作主要围绕“营收+利润”和净资产两大核心关键指标展开，尽管手段多样，但合规边界正日益收紧。

## 资产并购与剥离：从“报表修饰”转向“结构调整”

自财务类退市指标引入“营业收入扣除”“非经常性损益”等系列规则以来，单纯依靠财务手段或非经营性手段扩大营收与利润的“保壳”路径已被大幅压缩。

北京大成律师事务所合伙人刘成军认为，上市公司改善“营收+利润”指标的核心思路，已逐步转向通过实质性的资产重组来调整业务结构。

具体而言，这一转型路径主要分为两类：一是收购具备稳定盈利能力的优质资产以增厚收入与利润；二是剥离亏损资产实现“止血回血”。

以\*ST汇科为例，公司于2025年9月1日公告完成对壹证通51%股权的收购并实现并表。交易对方承诺，壹证通2025年营收不低于3400万元。受益于此，\*ST汇科2025年前三季度已实现营业收入7481.31万元，有望跨过1亿元营收“生死线”。

再看\*ST生物，公司于8月12日公告，其正在筹划以现金方式收购湖南慧泽生物医药科技有限公司51%股权，通过并购重组增强自身盈利能力。但截至12月初，本次重大资产重组仍处于筹划阶段。

另一方面，多家\*ST公司选择“断臂求生”，快速摆脱退市风险。

2025年12月3日，\*ST南置公告称，公司重大资产出售已实施完毕。根据方案，公司以1元价格向关联方上海洸临置业有限公司转让房地产开发及租赁业务相关资产与负债，涉及17项股权资产及115.82亿元债务。

公司表示，此举旨在剥离持续亏损的房地产业务，转型轻资产城市运营服务，以化解公司净资产为负的退市风险。值得注意的是，\*ST南置2024年末经审计的归属于母公司所有者权益为-17.53亿元，已于2025年4月30日起被实施退市风险警示。

同样，\*ST绿康11月26日披露重大资产出售进展，以0元的价格完成出售3家子公司，剥离其亏损的光伏业务。

## 净资产转正：多元手段齐发力

相较于“营收+利润”指标，净资产指标因不涉及扣除规则，成为更多\*ST公司“保壳”的突破口。

刘成军分析指出，实现净资产的转正，既可以通过接受赠与、增资、补助、处置子公司等方式增厚资产，也可以通过调整债权债务关系的调整减少负债，手段相对多元。这些手段不仅可以同时并用，也可以在重组、重整等同一程序中实施，操作灵活性较高。具体来看：

一方面，部分公司通过接受捐赠，引入战略投资等方式直接增厚资产。例如，2025年12月8日，\*ST亚太公告称，公司于12月6日收到重整投资人捐赠的7300万元现金。公司表示，获赠现金入账后将计入公司资本公积，将对公司的资产负债率和净资产产生积极影响。截至2025年三季度末，\*ST亚太归属母公司股东的权益为-1亿元。

另一方面，债务豁免成为\*ST公司快速“减负”、提升净资产的捷径。年内，\*ST亚太、\*ST云网等多家公司公告，获得控股股东或债权人主动豁免大额债务，快速改善净资产状况。

而破产重整，则被市场视为\*ST公司“起死回生”的终极手段。

据统计，截至2025年9月30日，共有21家

\*ST公司净资产为负，其中12家已进入重整程序或重整完毕，如\*ST金科、\*ST花王、\*ST炼石等公司已顺利完成重整计划。

不过，并非所有公司都能搭上重整“快车”。

\*ST中基、\*ST惠程、\*ST长药、\*ST新元等四家公司仍在等待重整审批“路条”，结合当前时间节点，年内获批希望渺茫。其中，\*ST长药处境堪忧，公司不仅因涉嫌重大违法被立案调查，且截至2025年三季度末归母净资产为-6.43亿元，已濒临财务退市边缘，保壳前景黯淡。

## 会计调节与审计博弈：监管利剑高悬

在资产腾挪之外，部分\*ST公司还试图通过会计政策“微调”以美化利润，甚至通过更换审计机构以获取更“友好”的审计意见。

据上证报记者统计，2025年11月以来，就有13家\*ST公司宣布拟更换会计师事务所。

以\*ST新元为例，2025年12月2日，公司发布拟变更会计师事务所公告称，为充分保障公司审计工作安排，更好地适应公司未来发展及规范化需要，综合考虑市场信息，基于审慎性原则以及公司对审计服务的需求，公司拟聘请北京德皓国际为公司2025年度审计机构。

值得注意的是，\*ST新元此前因原审计机构对其2024年度财务报表出具无法表示意见的审计报告，公司股票被实施退市风险警示，此次换所颇受市场关注。

不过，监管层的“零容忍”态度始终明确，利剑高悬之下，各类违规保壳行为难有空间。

近日，\*ST沪科在“保壳”关键期突然受到证监会立案调查；\*ST步森则在近期宣布终止重大资产重组，市场人士直言：“这意味着公司保壳计划落空。”

刘志耕特别提醒：面对年末密集的“保壳”操作，应多关注企业真实现金流，少听故事，警惕财务造假和管理层套现。

“即便部分公司迎来新实践人，也可能因历史包袱太重、转型窗口太短等问题，最终仍难逃退市命运。”他强调，在退市常态化背景下，任何“花式保壳”都难逃监管审视，唯有真正改善经营质量，才是企业生存的唯一正道。

## 董事长专访

# 中信尼雅王毅：用“静气”厚植发展“底气”

记者 于瑶

葡萄酒不仅是杯中佳酿，更承载着文明交流与风土记忆。中信尼雅凭借着对天山风土的不断探索，追寻“中国风味”的特色酿造，成为引领中国葡萄酒产业发展的重要力量。面对行业整体承压，这个28年的“老品牌”，以“瘦身健体”求解“杯中困”，用“战略耐心”铸造破局之钥。

“越是寒冬，越要蓄力。”近日，在与上海证券报记者面对面交流时，中信尼雅董事长王毅表示，不仅要以“静气”涵养品牌与风土表达，更要转化为可感知的生活方式，让消费者开启与葡萄酒的深度共鸣，厚植未来发展的最大“底气”。

## 酿好酒也要“酿品牌”

尼雅，原是一个地处塔克拉玛干沙漠腹地的西域古国，两千年前，因精湛的葡萄种植与酿酒技艺闻名于古丝绸之路，被誉为中国葡萄酒文明的发源地。承载着丝路文明与东方酿造的智慧交融，中信尼雅不断探索天山脚下这片土地所赋予葡萄酒的独特品格，努力求索这一古老产区的全面觉醒。

“富含矿物质的砾石土壤、2800小时的年日照量、天山冰川融水的灌溉，以及极低的降雨量和显著的昼夜温差，都为酿造高品质的葡萄酒提供了绝佳禀赋。”王毅说，中信尼雅拥有的新疆天山北麓和伊犁河谷两大生态产区，被公认为酿酒葡萄的黄金产区，而公司始终坚持的生态原产地保护与“零污染”种植模式，正是对这一“原生态产区”最朴素且最硬核的守护。

选取适合当地气候和生态的品种，制定不同的栽培标准，精准把握量与质的“黄金分割点”……秉持“好葡萄酒是种出来”的理念，中信尼雅规范种植标准和技术应用，并坚守“每一粒葡萄均来自新疆”，确保每一瓶葡萄酒都能品出“新疆风土”的味道。

28年来，中信尼雅不断探索自然风土和现代酿酒技术的结合，酿造出干红、干白、甜白、脱醇葡萄酒、葡萄浆酒、葡萄富集酒等多种创新产品，持续实现品质与个性的迭代升级。

“近几年公司先后获得4个国家级研发平台和7个省级研发平台，参与了8项国家标准制定，累计获得授权专利11件，这些科研平台为酿造提供了科学依据和技术保障。”王毅说，如果说公司的“尼雅”“西域”等品牌获得国家生态原产地保护产品认证靠的是自然天赋，那么从原料种植、酿造加工到终端产品的全流程质量把控靠的则是后天的精心守护。

王毅认为，只有始终坚持提供品质稳定的产品，并努力实现从品质优势到品牌优势的跃升，葡萄酒风土价值的“长期复利”才会得以体现，而沉淀出的品牌资产就会成为葡萄酒行业最强的“护城河”。

## 小产区也要“大众化”

产区是葡萄酒的“根”与“魂”。作为我国首个葡萄酒小产区，中信尼雅在对玛纳斯小产区进行近二十年研究，对葡萄品种进行上万次大数据分析后，最终确定了5个最适宜当地产区种植的特色品种，通过精准调控、定向酿造等一系列创新工艺，研发生产了5款中高端产品。凭借卓越品质，公司产品在国内外葡萄酒大赛中获得300多项大奖，展示了中国葡萄酒在国际舞台的品牌力量。

如何将这些“金杯”转化为消费者的“口碑”？如何将企业“美誉度”转化为市场“购买力”？在王毅看来，只有把这种“专业价值”翻译成生活语言，把葡萄酒产区的风味品质、风土文化转化为消费者可触达、可感知的生活方式，才能构建起消费者对葡萄酒的品牌认知与文化自信。

“行业首先要‘祛魅’。”王毅直言不讳指出葡萄酒行业存在的“自嗨”现象，追逐大奖、贵族叙事、专业神秘，与大众餐桌的距离却越来越远。“消费场景必须持续创新，要让葡萄酒从‘鉴赏仪式’拓展到‘日常饮食’，满足更多‘居家畅饮’‘节点场景’的需求，真正与消费者共鸣。”王毅说。

针对“高性价比”与“高端化”消费并存的新态势，中信尼雅在保持原有高端产品，在满足



王毅

传统商务宴请等场景需求之外，下大力气布局大众消费市场，推出“高性价比”的葡萄酒、脱醇酒产品，并将这些产品植入围炉、中式餐酒、水果饮料组合等多元化的生活场景中，持续推动葡萄酒在功能、场景和情感需求方面的升级。

“大众化并非低品质，消费者仅仅是非单纯用‘果香’‘单宁’去评价葡萄酒，但依然追求卓越品质、独特风味。”王毅说，所以我们要通过直播、终端陈列等方式，直观展现“新疆风土”，讲好“产区故事”，提供稳定可靠的品质，增强品牌溢价的能力。

中信尼雅始终坚持“产品定力”，近年来紧紧围绕葡萄酒这一主业开展创新业务，比如“葡萄酒+烈酒”，是以葡萄酒、白兰地覆盖高度酒市场；“葡萄酒+健康”，则是以脱醇酒为切入点，满足轻饮型商务宴等特殊场景的需求。

“消费的核心是复购而非一次性尝试，但‘时尚’往往是复购的，就像年轻消费者的需求本质是‘新体验+低负担’，而非单纯‘低度’，这也是我们开发脱醇酒、葡萄酒的原因。”王毅说。

## “练内功”才能谋未来

全球葡萄酒出现行业性危机，国产葡萄酒行业遭遇消费需求下降、企业营收与盈利萎缩、产品库存高企等多重压力，面临前所未有的收缩期。

“产能过剩是核心，产品库存、种植面积与市场需求严重倒挂，要想走出困境，首要的是供给端降产，”王毅说，中信尼雅早期管理的葡萄园面积约15万亩，即便现在降到1.3万亩，但依然产销不平衡。

“练内功”成为中信尼雅应对危机的关键招。公司一方面继续在供给侧“压存量”，通过压降生产端的无效产能，减缓固定资产投入，使葡萄种植和收购成本有效压缩；另一方面在需求侧“找增量”，通过开发特种富集酒、脱醇酒、混酿酒三大新产品，不断优化产品矩阵，逐步摆脱重资产摊销压力。

与此同时，公司还大力拓展电商等新兴市场渠道，把传统的分销模式转向扁平化的直达模式，实现销售端“线上、线下”协同发力。今年上半年，中信尼雅营业收入同比增长4.05%，归母净利润实现“扭亏为盈”，其中线上销售同比增长356.28%，成为重要增长点。

“市值管理的核心是‘净利润+可持续增长’，作为上市公司，我们始终要保障股东的长期利益，但葡萄酒不是快生意，从葡萄栽种到酿造上市，至少需要5年时间，是典型的长周期产业，这不仅要求企业有长周期的管理能力，更要有‘战略耐心’。”王毅说。

整个行业虽然身处危机，但是长期价值始终存在。葡萄酒企业只要在“蛰伏期”蓄力，“静气”打造自己的品牌，“小葡萄”终会带来源源不断的综合效益。

“无论市场在哪儿，新疆都是我们的根基，我们就是要把新疆葡萄酒的风土价值、产品的差异化优势，通过每一瓶‘尼雅’传递给更多消费者。当消费者举杯时，想到的不再是法国浪漫，而是心怀对天山脚下那片绿洲的向往，那么这份对‘中国味道’的自信就会牢牢铸就。”王毅说。

# 万科20亿元债券本息兑付宽限期延长

记者 孙忠 张良

12月22日，上海证券报记者从中国银行间市场交易商协会官网获悉，万科20亿元债券展期第二次持有人会议结果出炉，议案2即调整中期票本息兑付安排的议案未获通过，不过议案1、议案3均获得通过，这意味着本期中期票存续期内的本息兑付的宽限期将由5个工作日延长至30个交易日。

据公告，截至债权登记日2025年12月17日，22万科MTN004的持有人或持有人的代理人共20家机构。参加会议的持有人或持有人的代理人共19家，有效表决权数额为19990000，占总表决权的99.95%。

议案1即关于豁免本次持有人会议召集、召开程序的相关时限要求的议案（特别议案），同意该议案的22万科MTN004持有人或持有人的代理人共8家，有效表决权数额为18240000，占总表决权数额的91.20%；反对该议案的22万科MTN004持有人或持有人的代理人共10家，有效表决权数额为1660000，占总表决权数额的8.30%；其他表

决权均弃权。

议案2即调整中期票本息兑付安排的议案（特别议案），同意该议案的22万科MTN004持有人或持有人的代理人共3家，有效表决权数额为4040000，占表决权数额的20.20%；反对该议案的22万科MTN004持有人或持有人的代理人共14家，有效表决权数额为15660000，占总表决权数额的78.30%；其他表决权均弃权。因并未获得足额债券持有人表决同意，该议案并未生效。

议案3即延长本期中期票的宽限期的议案（特别议案），同意该议案的22万科MTN004持有人或持有人的代理人共7家，有效表决权数额为18140000，占总表决权数额的90.70%；反对该议案的22万科MTN004持有人或持有人的代理人共10家，有效表决权数额为1660000，占总表决权数额的8.30%；其他表决权均弃权。

万科在答复公告中表示，发行人接受本次持有人会议的表决结果，后续发行人将与各方坦诚沟通协商，研究完善举措，继续寻求本期债券解决方案，维护各方长远共同利益。同时，为保障债券持有人权益，发行人就

本期中期票相关事宜做出以下承诺：本期中期票展期宽限期后，其偿付顺序不劣于发行人所有到期顺序晚于本期中期票的债券（即2025年12月15日后到期的债券，以下简称“后续到期债券”）。在兑付本期中期票尚未清偿的本金及应付利息前，发行人不得向任何后续到期债券支付本金。本次延长宽限期仅调整本期中期票的兑付期限，不改变其在2025年12月15日确定的原始偿付顺序。若发行人擅自向后到期债券支付本金，本期中期票尚未清偿的本息立即到期应付。

一位评级公司负责人向记者表示，此次延长宽限期的议案获得通过，为万科债务问题处理争取了宝贵的时间。此次宽限期延长有利于为其他债券兑付本息问题提供借鉴。

有业内资深人士认为，议案3获得通过相当于把债务违约的期限往后延了30个交易日。万科可以再推出新的方案，与债券持有人进行协商，然后再重新表决。此前也有房企有过类似做法。从目前的进展来看，显然债券持有人对于万科按期偿债仍是抱有期待的。



中信尼雅伊犁河谷生态产区