

■ 上证深一度 ■

在今年已经或即将退市公司中,有5家公司于去年刚披露实际控制人变更事项。从“新主接盘”到“黯然退市”,间隔最短5个月,最长不足一年。这些退市案例再次提醒投资者:换老板未必能救命

## “赌壳者”今安在?



◎ 记者 郭成林

A股市场迎来新一轮退市出清。5月22日,上交所发出四份终止上市决定书,\*ST熊猫、\*ST岩石、\*ST国化、\*ST华嵘将悉数告别市场。此前,深交所已对\*ST赛隆、\*ST万方等公司启动终止上市程序。

在今年已经或即将退市公司中,有5家公司于去年刚披露实际控制人变更事项(包含宣布但未完成)。从“新主接盘”到“黯然退市”,间隔最短5个月,最长不足一年。

一直以来,“易主”是A股市场令人浮想联翩的炒作题材之一,市场憧憬着“易主”后的资产注入、业务重整与困境反转,股价往往在短期内涨势惊人。这此退市案例再次提醒投资者:换老板未必能救命。无论大买家抑或小散户,“赌壳”风险极大,切勿盲目跟风。

### 五起“易主”同一结局

2025年5月,北京欣欣以约3.97亿元、溢价200%的高价受让\*ST太和原实控人12%股份,进而入主上市公司。市场一度为其“豪气接盘”而躁动。然而一年后,公司2025年年报显示,全年营收仅1.05亿元,净利润亏损3.04亿元,内控被出具否定意见审计报告。同日,公司还宣布收到拟终止上市事先告知书。北京欣欣的近4亿元买壳资金最终打了水漂。

同样在2025年5月,\*ST赛隆控股股东以1.99亿元将14.16%股份转让给海南雅亿。据查,后者在公告发布前四天刚注册成立,是典型的为“买壳”而专设的投资平台。入主后,\*ST赛隆宣布跨界AI服务器业务,意图突击做大营收以规避退市红线。最终,其2025年财报与内控报告双双被出具“无法表示意见”审计结论。随后,公司收到终止

上市事先告知书。

2025年8月,王相荣旗下上市公司利欧股份通过司法拍卖以1.53亿元竞得\*ST创兴9.88%股权,并联合一致行动人成为上市公司新实控人。王相荣在资本市场素有“投资狂人”之称,利欧股份过去也曾通过一系列成功的投资项目,展现出敏锐洞察力和果敢决策力。因此,当时市场纷纷预期\*ST创兴能够实现“保壳”。但与\*ST赛隆相似的是,公司2025年财报及内控报告也均被出具“无法表示意见”,最终黯然退市。可以一提的是,2026年4月28日,利欧股份发布2025年年报,当年归母净利润从预告的1.9亿元至2.5亿元大幅下修至3374万元,核心原因即是对\*ST创兴投资计提1.45亿元减值。

\*ST万方的情况则较为特殊,其控制权变动并非主动收购,而是被动演化。2025年12月,公司原第一大股东所持29.18%股份因两次司法拍卖均流拍,被司法划转至九台农商行,后者被动成为新任第一大股东。彼时,公司已因涉嫌信息披露违规被立案调查,最终在2026年4月因连续20个交易日总市值低于5亿元,触发交易类强制退市。与上述4家公司的路径不同,\*ST华嵘提供了一个更值得警惕的样本,其过程可以浓缩为:宣布易主,股价大涨,交易终止,大跌退市。

2025年8月,\*ST华嵘控股股东与海南伯程签署《股权转让协议》,拟转让25.01%股份,交易对价约为4.5亿元。消息一出,股价旋即上演“六连板”。然而上交所几乎在第一时间发出监管工作函,质疑收购方成立仅4个月,实缴出资额仅2000万元,如何撬动4.5亿元的收购?此后,收购方接连曝出账户资金被转出、实控人股权被司法冻结等问题。2026年1月,\*ST华嵘以“根本

性违约”为由解除协议,控制权转让宣告终止,上交所对收购方予以监管警示。4个月后,公司因2025年净利润为负且营收低于3亿元,触及终止上市条件。

回头看,\*ST华嵘的“易主”因监管及时介入而最终未能成行,但这反而让收购方“躲过一劫”。在黑色幽默式的情节背后,多少曾“追高”买入的散户后来能全身而退?

### 为何“新主”难救“旧壳”?

把上述案例放在一起审视,几条共性线索逐渐清晰。

第一,“买壳”主体“空心化”。海南雅亿入主\*ST赛隆时成立仅4天;海南伯程出资仅2000万元。这类专为“买壳”而设的公司,没有产业基因,没有管理团队,除了完成股权交割,几乎无法在业务层面为公司提供任何实质性帮助。即便是\*ST太和案例中溢价200%接盘的北京欣欣,入主后并未展现出扭转经营颓势的能力。

第二,历史包袱沉重。\*ST创兴易主后仅4个月即曝出四年财务造假;\*ST赛隆的服务器业务从零起步,无研发无人员却贡献七成营收;\*ST太和的工程项目存在大面积虚假记载。长期在退市边缘徘徊的壳公司,存在各种“地雷”的概率极高,买家往往高估自身调查能力和“清理”水平。当然,买家也可能从未真的想过要“填坑”。

第三,“救壳”窗口期急剧收窄。从控制权变更到退市触发,上述案例的间隔普遍在半年至一年。如此紧迫的时间表下,新实控人要完成资产注入、业务重组、财报修复,操作难度可想而知。同时,退市规则与监管标准还在持续收紧,过去“靠年底突击并购充营收、靠概念拉股价保市值”的花式保壳手段,大多都已失效。

第四,监管反应迅速、前置介入。在\*ST华嵘易主交易中,上交所几乎在公告发布第一时间便发出监管工作函,直指收购方资金来源、履约能力等要害问题,此后又再度予以监管警示,最终交易因收购方根本性违约而告吹。这种“贴身盯防”式的监管正成为注册制下的常态,从根本上压缩了“赌壳者”的运作空间。

### 放下“赌壳”的侥幸

类似案例的密集出现,在根本上是监管主导下退市制度逻辑的加速兑现。

近年来,A股退市改革持续深化。财务类退市指标全面收紧,营收门槛从1亿元提至3亿元,主板市值退市标准从3亿元上调至5亿元,“净利润+营收”的组合指标让“卖壳保壳”“突击创收”等财技无处遁形。同时,退市程序更加高效,取消暂停上市环节,触发即走,不可逆转。监管部门多次明确表态“应退尽退”“退市不免责”,向市场传递清晰信号:任何试图通过“旁门左道”规避退市的侥幸,都将在制度框架下被拆解。

更深层的变化源于制度土壤的迁移。注册制改革打破了壳资源的稀缺性,IPO常态化让优质企业无须借壳上市,退市常态化则让劣质公司的“上市身份”不再享有隐性担保。“壳炒作”赖以生存的“只进不出”格局,持续被制度性瓦解。

“易主也退市”的案例频现,让A股“赌壳”逻辑进一步崩塌。未来,投资者再看到控制权变更类的公告,至少应警惕三点:一看接盘方成色,是产业资本还是财务投资者,有没有实际的产业运营能力;二看退市风险紧迫性,监管压力下的窗口期极为有限;三看基本面有无真实改善,仅靠“花式保壳”将难逃退市宿命。

## AI赋能,技术攻坚,海外布局 科创板节能环保公司 淬炼向新向绿硬实力

◎ 记者 严晓菲

5月25日,在科创板“十五五”主题集体业绩说明会之节能环保行业专场上,京源环保、金科环境、力源股份、力源科技、复洁科技等产业链上市公司高管齐聚一堂,就市场热点话题作出回应。

面对行业竞争加剧、阶段性业绩承压等现实难题,与会企业从AI+产业融合、技术创新锻造竞争优势、拓展海外市场开新局三大方向发力,通过培育第二增长曲线、强化核心竞争力,谋求高质量、可持续发展。

### “AI+”战略培育第二增长曲线

“如何看待近两年公司业绩下滑情况?大概什么时候会明显好转?”

面对投资的发问,京源环保董事长、总经理李武林表示,公司业绩下滑主要受到环保行业竞争持续加剧、主动提升项目承接标准以及下游客户回款放缓导致信用减值损失增加等阶段性因素影响。

不过,李武林表示,尽管公司过去一年仍未实现盈利,但营收与上年同期基本持平,这得益于公司传统水处理主业与新兴算力业务的协同互补。财报显示,京源环保算力业务2025年实现收入4028.03万元,同比增长209.09%。

算力业务是京源环保“AI+”战略的重要延伸和新的业绩增长点。李武林介绍,目前公司通过两个主体进行布局:全资子公司京源云计算依托自建的GPU算力服务器,对外提供稳定的云计算服务,2025年实现营业收入2838.77万元;控股子公司京源云智能专注于算力中心建设与运维,提供从算力服务器采购、组网部署到IDC运维的全周期服务,成立首年实现营业收入1392.30万元,在算力服务器超过千台。

“2026年,公司的目标是继续加大市场开拓力度,将算力业务打造为公司业绩增长的强劲引擎。”李武林说。

金科环境则将AI智能体嵌入节水产业的发展中。在回答投资者关于在手订单情况的问题时,公司财务总监谭婷称,尽管截至2025年底的在手订单总额同比有所降低,但订单结构发生了优化。其中,新水岛及水厂运维服务的中长期收入类订单占比在手订单的比例超过六成,此类订单能持续贡献稳定的现金流和利润,增强公司未来收入的能见度、确定性与抗周期性。

金科环境董事长、总经理张慧春介绍,新水岛广泛适用于工业、园区、城镇海水淡化等应用场景,可作为高品质供水基础设施(城镇、园区、工业)的替代方案,以常规水源(水库水、地下水、河道水)和非常规水源(污水、矿井水、苦咸水等),为工业企业、工业园区和城镇提供高品质供水,成本和安全性方面更具竞争力。

除新水岛外,公司的水萝卜AI智能体也于2025年9月正式发布,截至2026年4月底,新水岛产品累计签约18套、交货13套,完成产品“从0到1”的验证;水萝卜AI智能体也进入商业应用阶段,累计签约20套、交货15套。

### 以技术创新打造核心竞争力

如何持续获取优质订单维持主业优势?业绩增长引擎从何而来?在业绩说明会上,与会上市公司高管不约而同地谈到技术创新。

力源科技将技术创新落到产品开发环节。公司董事长、总裁罗爱平表示:前驱体方面,公司将技术创新为核心驱动力,聚焦产品系列化开发与场景拓展,加快开发适用于多元化应用场景的前驱体产品;同时,依托全新的回收料处理技术标准与工艺流程,公司计划通过子公司力源锂电独立开展全新生产线的设计与建设工作。

力源科技聚焦于氢能方面的研发以拓展业务版图。公司董事会秘书叶珊珊介绍,公司自主设计研发的氢燃料电池发动机系统已在新能源汽车领域推广和应用。同时,公司“长航时低空飞行器混合动力系统研发”项目入选浙江省科学技术厅2026年的“尖兵领雁+X”科技计划,为公司氢能方面的研发创新提供了坚实的基础和动力。

复洁科技2025年研发费用和研发人员数量有所减少,令投资者担心公司在绿色甲醇等新赛道上的技术竞争力是否会受到影响。公司董事长黄文俊回应称,公司已搭建了多层次人才构成的研发创新、成果转化与高级技能人才梯队,涵盖机械、化工、环境、材料、电气自动化等多学科领域,未来也将持续根据研发项目实施进度投入研发人力与资源,保障核心技术创新的持续性与先进性。

据介绍,复洁科技牵头承担的“沼气全碳定向转化制绿色甲醇关键技术中试验证”项目于2026年1月打通吨级中试装置全部工艺流程,取得ISCC-EDU与ISCC-PLUS国际绿色认证证书,产出了符合国际航运燃料标准的绿色甲醇燃料。

“公司将继续有序推进前述项目的技术创新及中试验证等相关工作,以科技创新引领产业创新,培育能源领域新质生产力。”黄文俊说。

还有公司选择“出海”,为长期发展注入新动能。例如,前驱体是力源股份的核心产品,相关方面的技术也颇有市场竞争力。据介绍,公司部分特定的前驱体生产技术已出口日本,实现了技术“出海”。

## 瀚蓝环境重大重组信息泄露 四名自然人内幕交易被罚没超千万元

◎ 记者 冯心怡

内幕交易是监管部门重点打击的资本市场违法违规行为,即便是已顺利收官的重组项目,若存在违法违规行为也难逃追责。

近日,因在瀚蓝环境重大资产重组内幕信息敏感期内进行异常交易,陈某怡、刘某楷、黄某升、刘某明分别收到广东证监局罚单。这四名自然人通过与内幕信息知情人联络,提前获取内幕信息,违法获利超过280万元,监管部门没收上述违法所得,且处以罚款约890万元,总计罚没超过千万元。

本次内幕交易案发生在瀚蓝环境私有化粤丰环保期间,重组交易总金额超过百亿港元。目前,该项重组已顺利落地,粤丰环保完成退市并实现并表,持续为上市公司贡献业绩增量。

业内人士认为,时隔两年,监管部门依旧坚持对违规行为追溯追责,充分体现了资本市场对内幕交易零容忍、长效监管的导向,为上市公司重大资产重组合规管理敲响警钟。

### 重组暗藏内幕交易 四人被罚没超过千万元

此次多名自然人内幕交易被罚,源自瀚蓝环境一桩重大资产重组的内幕信息泄露。

2024年7月7日,瀚蓝环境公告称,正在筹划通过间接子公司瀚蓝香港提出协议安排计划,以协议安排方式私有化港交所上市公司粤丰环保。交易完成后,瀚蓝香港将持有粤丰环保约92.77%股份,瀚蓝环境通过瀚蓝香港控股粤丰环保。

根据广东证监局披露的行政处罚决定书,该公告内容属于内幕信息,内幕信息形成于2024年1月17日,公开于2024年7月7日。刘某明、黄某升、陈某怡在内幕信息敏感期内,与相关内幕信息知情人存在联络接触,而刘某楷与相关内幕信息知情人存在夫妻关系。上述四人在内幕信息敏感期内买入瀚蓝环境股票,且交易行为明显异常,无正当理由或正当信息来源。经测算,上述四人在内幕信息敏感期内交易瀚蓝环境股票累计盈利超过280万元。广东证监局没收上述四人违法所得,并合计处以约890万元罚款,总计罚没超过1000万元。

记者Choice数据统计发现,内幕信息敏感期内,瀚蓝环境股价异动明显。2024年1月17日至2024年7月8日期间,公司股价涨幅达39.39%。

梳理整起案件可以发现,本次广东证监局开出的四张罚单,并非源于单一自然人的

偶然操作。上市公司重大项目筹备周期长、参与人员多,四人依托人脉关系形成私密信息链条,将上市公司重大涉密信息当作套利工具,试图规避监管。

### 百亿级跨境重组落地 交易曾受监管部门关注

作为佛山市南海区国有资产监督管理局旗下的环保上市公司,瀚蓝环境主营业务包括固废处理业务、能源业务、供水业务及排水业务。本次私有化标的粤丰环保的主营业务为垃圾焚烧发电、智慧城市环境卫生以及相关服务,与瀚蓝环境固废处理业务类型相同。

本次交易体量庞大,是南海国资有史以来规模最大的并购项目,整体交易总金额约为111亿港元。

为落地百亿级收购,瀚蓝环境采用“自有资金+国资基金+并购贷款”组合方式筹集资金。瀚蓝环境以自有资金出资26亿元;联合广东省国资平台广东恒健旗下子公司及南海区国资成立“高质量发展基金”,基金出资20亿元;以瀚蓝佛山为主体,向6家银行申请并购贷款61亿元。

这笔交易规模大、跨境运作复杂,重组

预案披露后迅速引发监管部门重点关注。2024年8月,上交所下发问询函,要求公司作进一步说明和补充披露。问询函涵盖四大维度问题:一是收购股份相关问题,要求公司说明私有化交易的合规条件、落地风险、控制权事项及剩余股权安排;二是要求公司说明收购资金来源、增资安排及偿债风险;三是要求公司说明标的公司主要股东可交换债券相关问题;四是要求公司说明标的公司业绩及财务问题。

在完成系列监管核查与审批流程后,本次重大重组已落地收官。2025年6月,粤丰环保正式从港交所退市,并纳入瀚蓝环境合并报表范围。粤丰环保并表后,瀚蓝环境垃圾焚烧发电项目规模达到9.76万吨/日(含参股项目),增加5.25万吨/日(含参股项目)。此外,粤丰环保并表为公司今年一季度增加10.32亿元营收,并整体贡献1.27亿元净利润。

记者关注到,这笔交易并未就此结束。今年4月,瀚蓝环境再度披露后续资本运作方案,公司拟通过发行股份及支付现金购买臻达发展持有的粤丰环保7.22%的股权,从而实现对粤丰环保股权100%并表。

瀚蓝环境表示,本次交易完成后,公司总体经营规模、盈利能力预计将进一步提高,归属于母公司股东的净利润将进一步增加。