

消失的泽宝

■ 上证深一度

2018年，传统五金制造企业星徽股份以15.3亿元全资收购跨境电商公司泽宝，这一“跨界联姻”被业界寄予厚望。然而，并购8年之后，作为一个运营主体，泽宝已经消失，只作为一个个诉讼符号存在。回顾这场“蛇吞象”式的跨界并购，或从谈判阶段开始，就是一场注定失败的资本联姻

◎记者 李五强 周亮

2018年，当传统五金制造企业星徽股份以15.3亿元全资收购跨境电商公司泽宝技术时，很少有人预料到，这场被业界寄予厚望的“跨界联姻”，最终会演变为一场持续多年的司法缠斗。

泽宝，这家2007年由孙才金创立的公司，曾与安克创新、帕拓逊并称“亚马逊三杰”。被并购8年之后，作为一个运营主体，泽宝已经消失，只作为一个个诉讼符号存在。而此时的安克创新，市值已超过500亿元，2025年营收达305亿元。

回顾这场“蛇吞象”式的跨界并购，或从谈判阶段开始，就是一场注定失败的资本联姻。

从巅峰到谷底

走进星徽股份位于佛山的厂区，宽大的停车场、连片的厂房、展厅里各式各样的五金件，都表明这是一家典型的制造业企业。唯有办公楼一楼水牌上，还留有泽宝存在的痕迹——上面印着泽宝的企业价值观：“以贡献者为本，建立完善的人才价值评估及激励体系，识别出自动自发价值创造的贡献者，给予其更多成长空间及相应的回报。”

除了这个宣传栏，从一楼到顶层的展厅，几乎再也看不到泽宝的痕迹。翻阅星徽股份2025年年报，同样已经看不到泽宝的经营数据。作为一个运营主体，泽宝已经消失，只作为诉讼符号在法律文件中不停出现。

然而，曾经的泽宝是跨境电商行业内与安克创新、帕拓逊齐名的“亚马逊三杰”之一，自2008年开始在亚马逊平台开展B2C业务。2017年，泽宝营业收入达到17.43亿元，是星徽股份当年营收5.26亿元的3倍多。

2018年并购完成后，泽宝迅速成为星徽的绝对核心，多款产品在亚马逊排名中名列前茅。2020年，泽宝实现营收近50亿元，营收规模约为安克创新的一半，在星徽股份当年营收中占比高达86.43%，并被亚马逊授予“2020年度亚马逊全球布局年度卖家”。凭借泽宝的强劲增长，星徽股份股价从并购前的8元/股一路上涨至30元/股，被资本市场视为跨界转型的成功样本。

然而，这段“蜜月期”仅维持了2年。2020年8月，创始人孙才金离开泽宝，星徽股份全面接管，泽宝的命运急转直下。

2021年6月，泽宝遭遇“亚马逊封号”事件，旗下RAVPower、TaoTronics、VAVA等六大主力品牌全部受到波及，累计被关店铺367个。封号事件的连锁反应接踵而至，海外消费者大量退货，存货积压。2021年年报中，星徽股份对泽宝技术所在资产组计提商誉减值准备6.80亿元，对存货计提跌价准备4.16亿元，当年亏损超过15亿元。

此后，泽宝再未恢复元气，员工陆续离职，营收逐年下滑，诉讼缠身。星徽股份逐步将泽宝雪藏，跨境电商业务被整合至电商部门。

面对突如其来的危机，星徽股份与孙才金团队的矛盾彻底爆发。星徽股份发布公告，将责任归咎于孙才金团队，指控其在对赌期内未完成业绩目标，长期存在“刷单、操纵评论、逃税漏税”等违规行为。2022年，星徽股份正式起诉孙才金等原股东。

孙才金团队则坚决否认指控。“2020年8月我就离开了泽宝，责任怎么能算到我们头上？”孙才金在接受上海证券报记者采访时表示，封号发生时，星徽股份已全面接管泽宝运营，其管理层缺乏跨境电商经验，仍以传统制造业的逻辑管理企业，未能及时响应亚马逊的风险警告，错失了危机处理的最佳时机。

星徽股份董秘鲁金莲表示：“在封号之前泽宝一直在快速增长，业绩也很好，如果没有封号事件，泽宝会发展得很好。”

旷日持久的诉讼

自2021年起，星徽股份与孙才金方面的法律诉讼迅速升级。双方互诉案件多达十余起，涉诉金额合计超过14亿元，涵盖合同纠纷、股权转让、损害公司利益、业绩奖励等多个领域。这场诉讼拉锯战至今已绵延5年，且仍在继续。在核心的合同纠纷案中，星徽股份于2022年向法院提起诉讼，指控孙才金方在业绩对赌期内存在刷单、逃税等违规经营行为，导致泽宝后续价值减损，要求将收购对价从15.3亿元调减至约4.33亿元，并返还差额约10.43亿元。一审法院驳回了星徽股份的诉讼请求，认定泽宝已完成业绩承诺。星徽股份提起上诉，目前二审尚未宣判。

与此同时，孙才金等7名原股东因星徽股份拒绝为其剩余40%限售股办理解禁手续而提起诉讼。该案经深圳前海合作区人民法院一审、深圳市中级人民法院二审，终审判决认定泽宝已完成各年业绩承诺，判令星徽股份办理解禁手续，并按4倍贷款市场报价利率（LPR）标准赔偿孙才金等股东因未及时解禁造成的损失，合计约1.03亿元。2026年1月27日，深圳前海合作区人民法院正式发布执行悬赏公告，被执行人正是星徽股份，案件标的额约1.018亿元。

在业绩奖励金方面，深圳市中级人民法院于2025年作出终审判决，判决星徽股份需向孙才金等6名原高管支付业绩奖励金2647.12万元及利息150.56万元，合计约2797.68万元。2024年，星徽股份在佛山提起新的衍生诉讼，将争议焦点转向境外税务问题。据原泽宝团队相关人士介绍，星徽股份以泽宝境外子公司名义，向境外税务机关自行披露泽宝业绩承诺期间存在未申报的税款，并据此主张相关税款应追溯影响调整当年业绩，调整后对赌业绩未完成，进而达到要求孙才金方退还约10亿元差额进行业绩补偿，并以此推翻股票解禁案与业绩奖励金等案件的目的。

对于自行披露境外税款问题，鲁金莲予以否认。星徽股份董事长蔡耿锡表示，海外欠税属于原股东经营遗留风险，应当由原股东承担补偿责任。

孙才金方表示：星徽股份提及的境外税款仅自愿申报，其真实性与合法性存疑，未实际缴纳，泽宝并无真实损失；且星徽股份追溯至调整多年前的并购业绩，并不符合企业会计惯例。孙才金方举例称，星徽股份2026年6月5日发布公告，其子公司补缴2020年至2023年度企业所得税123.79万元及滞纳金67.95万元，合计191.74万元，公告明确该补缴事项不属于前期会计差错，不涉及追溯调整前期财务数据，这与星徽股份在税务诉讼中的主张逻辑相悖。

旷日持久的诉讼对星徽股份造成了多重打击。资金层面，因多起诉讼执行，公司银行账户资金被冻结和划扣。仅股票解禁纠纷一案，截至2026年4月，法院已累计计划扣公司银行账户现金6838.39万元，另有5373.03万元被冻结，合计达1.22亿元。业绩层面，2021年至2024年，星徽股份营收从36.60亿元下滑至15.10亿元，四年累计亏损高达23.3亿元。2026年6月16日，星徽股份还被深圳市龙华区人民法院列入失信被执行人名单。

虽然多次诉讼未能取得进展，但蔡耿锡表示，诉讼会坚持下去，“公司遭受了损失，投资者遭受了损失，当然要索赔”。

借壳上市“罗生门”

通过与并购双方的交流，可以发现这场并购自落地之初便存在完全相悖的底层叙事——一方认定这是曲线实现上市的“借壳”安排，另一方则视作主业外延的纯资产收购。这场跨界并购的悲剧，或从谈判阶段即已注定。

孙才金表示，如果单纯寻求被收购变现，泽宝不会选择星徽股份体量如此小的上市公司。泽宝原为跨境电商领域的头部企业，最早计划在海外独立IPO，为此已聘请安永作为审计机构，后因监管环境变化及境外估值偏低，转而寻求与A股上市公司合作。彼时星徽股份市值只有十几亿元、营收仅5亿元，而泽宝营收已达17亿元，通过换股，泽宝团队可以获得较高的股权比例。

据孙才金介绍，双方在并购时曾有口头约定，星徽股份实际控制人蔡耿锡承诺在业绩对赌期结束后，逐步将上市公司控制权让渡给孙才金。按照业绩对赌协议，泽宝需在2018年至2020年实现净利润分别不低于1.08亿元、1.45亿元和1.90亿元。

与孙才金一方“借壳”叙事相对立的，是星徽股份披露的历次公告。在发行股份及支付现金购买资产并募集配套资金暨关联交易报告书等公告中，清晰表明本次交易不存在任何控制权变更安排。交易完成后，实控人蔡耿锡、谢晓华夫妇合计持有星徽股份33.11%表决权，孙才金及其一致行动人持股为23.04%，蔡耿锡夫妇仍保持第一大股东与实际控制人地位。

据2018年星徽股份发布的公告，孙才金、朱佳佳夫妇还签署了不谋求上市公司控制权的承诺函，承诺交易完成后60个月内不谋求第一大股东、控股股东或实际控制人地位。

孙才金对此表示，此前对资本市场并不熟悉，以为承诺函只是“走个过场”，只要泽宝发展起来、业绩对赌完成，后续拿到控制权是自然而然的事情。据孙才金介绍，为了完成此次并购，他质押了自己大部分股份，帮助星徽股份获

得建行授信4亿元，用于收购泽宝。

2020年8月，在三年业绩对赌期尚未完全结束时，孙才金从泽宝离职。据孙才金透露，蔡耿锡明确表示不会放弃控制权，考虑到继续争夺控制权可能导致泽宝管理混乱，最终他选择退出。

2020年8月11日，双方签订交接协议，星徽方面承诺解除泽宝创始人的个人担保、解除质押股票、协助解决决定增投资人兜底义务；泽宝创始人孙才金、朱佳佳辞去所有董事及高管职务。8月13日，泽宝法定代表人由孙才金变更为蔡耿锡。

孙才金表示，协议签署后星徽股份并未履行交接协议承诺。5个月，泽宝方开始提起诉讼。

2021年亚马逊封号事件进一步加剧了双方矛盾，最终演变为旷日持久的诉讼。

没有赢家的跨界

孙才金等人出局背后，是两种截然不同的商业文化之间的碰撞。

星徽股份从事精密五金件的研发、制造与销售，是一家典型的传统制造业企业，员工平均工资为10万元左右，管理层年薪上限约50万元。泽宝是互联网基因浓厚的跨境电商企业，总监级员工也可拿到百万元年薪。用孙才金的话来说：“除了供应链工厂有一点点雷同，99%都是差异，几乎没有共同的地方。”

这种底层基因冲突在管理整合中全面爆发。2020年对赌期尚未结束，泽宝联合创始人魏立虎、美国区总经理伍昱即集体离职。孙才金等人离职后，泽宝人员流失更为严重。据星徽股份2021年董事会通过的关于作废部分已授予尚未归属限制性股票的议案，51名激励对象中已有35名离职。

决策机制的冲突同样致命。跨境电商的决策以小时计——“黑五”、Prime Day的流量窗口仅72小时。泽宝被并购前，大区负责人单日可自主支配百万元级广告投放；星徽接管后，资源投放需要层层上报顺德总部，审批周期变得很长，流量窗口容易错过。

人才的流失叠加决策机制的滞后，使泽宝在危机来临时缺乏相应的应对能力。

2021年亚马逊封号事件并非只针对泽宝一家。同期帕拓逊、有棵树、通拓等头部卖家均遭遇大规模封号，整个行业经历了一场残酷的合规洗牌，但泽宝是“跟头摔得最响的一个”。孙才金表示，同行企业虽然也被封号，但大多挺了过来，“唯独泽宝死了”。“安克也曾被封号，但能迅速打开局面，因为安克有沟通渠道和应对能力。”他说，“如果是我们，泽宝的应对肯定不一样。”

据一位原泽宝员工透露，熟悉跨境电商业务的原泽宝高层几乎全部离开，最后变成了熟悉五金供应链背景的人去管理泽宝。“这些人并不懂与亚马逊沟通。泽宝以前在美国有专人跟亚马逊保持实时沟通，后来全断了。”

这场并购的代价是沉重的。星徽股份四年累计亏损23.3亿元，股价从最高30元跌至最低5元。不仅如此，星徽股份还错过了家居五金行业高速发展的窗口期。鲁金莲表示，星徽股份上市比悍高集团更早，如今悍高集团市值已达160亿元，远超星徽股份。孙才金团队离开后，泽宝也错失了跨境电商行业黄金发展周期。曾经的“亚马逊三杰”之一安克创新，市值已超过500亿元，营收超过300亿元。

经历这场变故后，星徽股份做出战略调整，重新回归五金件主业。蔡耿锡在2025年度股东大会上坦言，收购泽宝“影响很大”，明确表示未来将以制造业为主业，“不能既配置制造又配置电商”。2025年，星徽股份实现净利润

■ 记者手记

泽宝的消失，留下什么教训

◎记者 李五强 周亮

泽宝的消失，是A股市场跨界并购史上的一个悲剧，但不会是最后一个。

泽宝案例之所以值得深究，在于它几乎集齐了跨界并购所有典型风险——并购初衷错位、文化基因冲突、整合管理失控、合规风险爆发和引发诉讼风险。

北京大学光华管理学院院长、北京大学博雅特聘教授田轩表示，跨界收购虽可快速切入新兴市场、补齐业务短板，但赛道整合天然存在巨大壁垒。不同行业的经营逻辑、组织架构、价值导向难以兼容，难以实现真正的协同效应。

田轩认为，跨界并购往往会削弱组织整合效果与核心人才留存，尤其是在轻资产行业，核心矛盾在于“文化冲突”与“激励错配”：收购方更看重标的的业绩承诺而非文化、管理适配，对关键人才的激励与绑定机制往往设计粗糙。

梳理泽宝案例不难发现，文化对冲失效、人才激励机制错配的隐患暴露无遗。传统上市公司跨界布局热点赛道时，重心仅放在业绩对赌数值上，对被并购企业组织文化、核心骨干归属感快速流失。泽宝并购后核心高管批量出走，正是这套管理模式水土不服的直接结果。

同时，制造企业习惯层级管控、稳态毛利考核的科层模式，直接套用到灵活、重投放的跨境电商团队，压缩激励空间、上收经营决策权，一线运营失去自主决策空间，核心骨干归属感快速流失。泽宝并购后核心高管批量出走，正是这套管理模式水土不服的直接结果。

放眼当前A股市场，新一轮跨界并购热潮正在兴起，传统行业跨界布局半导体、AI算力等新兴产业的案例持续增多，试图通过收购热门赛道标的提升估值、提振股价。热潮之下，不少企业仍不免复制当年星徽收购泽宝的老路：紧盯短期业绩承诺，忽略跨行业底层逻辑差异，缺乏相应的企业文化、人才管理机制。

监管层对此高度警惕，对跨界并购严抓资产质量失，谨防盲目跨界、“忽悠式”重组，对屯壳炒壳、玩概念、忽悠式重组、盲目跨界等交易始终从严监管，打击各类市场乱象。

泽宝创始人孙才金复盘这场交易时表示：“资本交割只是并购起点，企业文化、人才、权责的融合，才是决定并购成败的核心关键。”泽宝消失了，但它留下的教训不应消失。

对并购、田轩建议：其一，企业要坚守长期战略定力，摒弃追逐题材的短期思维，确保并购方向与主业具备实质协同；并购的要与主业形成真实产业链协同，杜绝单纯炒作热点。

其二，提前做好尽职调查，合理评估标的价值，明确对赌条款权责，提前约定纠纷解决机制并预留风险缓冲资金。

其三，提前规划整合方案，建立长效激励机制，而非仅仅依赖短期对赌。

486.29万元，近五年来首次盈利。

另一边，孙才金也另起炉灶，创立了虎一科技，投身高端厨电领域。主要产品为海外家庭厨具，如空气炸锅、食品温度计等。虎一科技发展态势良好，2025年实现盈亏平衡，全年营收达6000万美元，预计2026年营收将攀升至1.5亿美元。

原泽宝的核心成员们也各自在新的赛道上开疆拓土。原泽宝联合创始人、轮值CEO魏立虎创建的DREO公司，成为美国风机及热水器行业的龙头企业，年收入达十亿美元。泽宝原美国公司总经理伍昱创立Petlibro，主攻智能喂食器，2023年位列亚马逊自动喂食器类目第一，获红杉千万美元级融资。泽宝原美国公司副总经理何定创立千岸科技，年营收逼近20亿元大关。2026年6月，千岸科技申请在北交所IPO已获得注册批文。

然而，曾经的跨境电商龙头企业泽宝，却已在行业的浪潮中消逝。

▲走进星徽股份位于佛山的厂区，除了一个宣传栏，几乎看不到泽宝的痕迹。图为星徽股份厂区及办公楼。
记者 李五强 摄