

并购潮进入“冷静期” A股重组终止案例频现

◎记者 郭成林

8月24日,智光电气、顶固集创相继按下并购“终止键”。据上海证券报记者不完全统计,8月以来,已有至少11起A股并购重组项目宣告终止。梳理案例详情,终止原因大体可以分为三类:市场环境或标的基本面发生变化,交易核心条款未能谈拢,审核或交易程序无法继续推进。

今年以来,A股并购交易持续活跃与终止案例增加的现象同步发生。交易双方对于标的质量、交易作价、支付方式和产业协同的审视明显趋严,一批交易条件难以匹配、盈利预期发生变化或产业逻辑尚待验证的项目陆续退出。未来并购市场将进入更充分的价格博弈和质量筛选阶段。

三类原因导致并购“生变”

市场环境或标的基本面发生变化,是当前A股公司终止并购的首要原因。

例如,智光电气宣布终止购买智光储能27.18%股权,公司称市场环境较筹划初期发生较大变化;顶固集创终止现金收购思丹德51.5488%股权,原因是交易双方实际情况及市场环境变化;泰凌微终止收购磐启微100%股权,也作出了类似表述。

锐新科技在终止交易后的投资者说明会上表示,项目标的受市场环境的影响,未来盈利能力出现不利变化。昇辉科技给出了更具体的解释:受电力市场化改革、标的收入下降及资产减值风险影响,交易双方重新评估赫普能源价值,终止发行股份购买85%股权的原方案,转而磋商以现金收购36%至45%股权。

其次是双方交易核心条款未能谈拢。例如,壹网壹创终止收购联世传奇100%股权,汇金股份终止收购库珀新能20%股权并取得不少于31%表决权,开勒股份终止收购科盛机电不低于50%股权,三家公司均表示多轮磋商后仍未谈妥。海泰科在终止购买旭域股份98.21%股份后披露,关键事项未能达成一致。

再其次,部分项目终止交易还涉及审核和程序约束。例如,凯龙高科终止收购金旺达70%股权,直接原因是标的财务资料超过有效期,加期审计和补充尽调未能按节点完成,而继续推进还可能面临重新召开董事会及发行价格变化。科达制造拟以74.75亿元收购特福国际51.55%股权的事项,则因未获上交所重组委审核通过而终止。公司在说明会上表示,结合标的境外经营特点等因素,继续推进存在较大不确定性。



张大伟 制图

此外,支付方式也影响到并购交易的稳定性。有数据显示,在今年A股公司宣布终止并购交易的案例中,涉及股权支付的项目占比为23.3%;在重大重组失败案例中,约三分之二涉及股权支付。苏商银行特约研究员付一夫分析称:股权支付需要经过监管审核,增加了交易的时间成本和不确定性;市场化定价机制下,二级市场股价波动还可能改变收购成本,加剧交易双方的价格博弈。

资深投行人士王骥跃在接受记者采访时表示,并购重组需要平衡交易双方、大中小股东、员工、客户供应商和属地政府等多方利益,一个环节没有谈妥,都可能影响交易推进。近期案例显示,标的盈利预期变化往往会传导至估值和支付安排,进而增加谈判及审核的不确定性。

终止交易后召开说明会渐成“标配”

一个值得注意的现象是,“终止说明会”正在成为A股公司退出交易后重要的投资者沟通渠道。

记者梳理发现,截至8月25日,上述11家公司中,已有智光电气、昇辉科技、

泰凌微、凯龙高科、锐新科技、科达制造、海泰科等7家召开了终止重组或终止交易说明会。

这类会议密集出现,一方面与交易所规则及重组信息披露程序有关,另一方面也反映出投资者对公司终止原因、前期成本和后续安排的追问,愈发迫切和具体。

具体来看,A股公司一般在发布终止并购交易公告时披露简要结论和原因,但如果召开投资者说明会,则可能详细回答诸多问题:交易为何无法推进,是否会调整方案或重新启动,原有产业战略是否改变等。部分会议还安排标的公司、交易对方及独立财务顾问代表出席。

例如,科达制造就在说明会上进一步说明了审核关注点、境外经营特征以及没有修改后重新申报的考虑,并表示未来是否重启存在不确定性;凯龙高科详细解释了财务资料有效期、加期审计和董事会时间节点之间的关系;锐新科技则明确指出,标的资产未来盈利能力的不利变化。

成交趋冷与并购活跃“并行”

如果将观察范围拉长,A股公司终止并

购的案例数量呈现上升趋势。

有数据显示,截至8月24日,今年以来A股公司并购重组交易终止事件累计达206起,较上年同期增长32.9%,其中涉及重大重组项目33起。但同时也应看到,仅8月10日至14日,A股就有19家公司披露并购重组相关进展。进入谈判、尽调和审核环节的项目基数扩大,终止案例随之增加,也符合并购市场的运行规律。

中国上市公司协会会长宋志平此前在接受记者采访时表示,中国上市公司已经进入并购重组大时代,应当用好并购工具做大做强。从并购规律看,他更看好大企业并购小企业的产业整合。

由此,未来真正有产业协同、有持续盈利能力、价格合理的并购交易仍有很大空间;依赖高估值、高业绩承诺,或者仅以热点概念支撑的项目,则会在谈判、尽调和审核中承受更大压力。

而A股并购市场的成熟度,既体现在促成优质交易的能力,也体现在放弃不合适交易的纪律。经过价格博弈、尽调验证和审核筛选后留下来的项目,才更可能经受住后续整合与经营业绩的检验。

恒翼能IPO三轮问询必答題：大客戶依賴症如何化解

◎记者 邱思雨

在锂电设备赛道,深度绑定下游客户是设备厂商抢抓扩产红利、快速做大规模的捷径,但同时也埋下了经营业绩受下游资本开支牵制的隐忧。

近日,广东恒翼能科技股份有限公司(下称“恒翼能”)创业板IPO迎来第三轮问询,将“大客户依赖症”带来的隐患暴露在聚光灯下。

回溯IPO三轮问询,恒翼能国内深度绑定宁德时代、海外业务依赖欧洲汽车电池制造商ACC的业务发展模式被交易所反复追问,其真实经营现状、发展短板以及未来成长面临的不确定性,随之浮出水面。上述问题是否会对公司IPO带来障碍,颇引人关注。

深度绑定宁德时代 订单份额现波动

恒翼能是一家锂电后处理设备制造商。翻阅其招股说明书及三轮问询回复可见,客户集中度较高是深交所的核心关注点,其中公司与宁德时代的合作情况更是问询重点。

在首轮问询中,深交所便对恒翼能与宁德时代关联交易必要性、合理性,以及双方合作的可持续性展开问询;第二轮问询重点核查客户集中度问题;第三轮问询,深交所再度聚焦公司对宁德时代、ACC等大客户的业务可持续性等相关事项。

资料显示,宁德时代是恒翼能的长期主要客户。早在2021年12月,宁德时代通过子公司宁德时代入股恒翼能。2022年至2025年,恒翼能营业收入分别为9.23亿元、11.05亿元、12.41亿元和14.27亿元,其中来自宁德时代的收入分别为6.52亿元、8.84亿元、5.05亿元和4.60亿元。

不难看出,恒翼能2022年、2023年对宁德时代依赖度极高,收入占比均超过70%,2023年更是达到80%。

“宁德时代的经营周期对公司业绩存在阶段性波动影响。”恒翼能在问询回复中坦言,宁德时代实际产能建设节奏受行业周期影响存在波动,直接传导至上游设备供应商的订单获

取。

2024年和2025年,恒翼能来自宁德时代的收入金额下滑。深交所第三轮问询中提到,2023年至2025年,恒翼能对宁德时代销售金额和毛利率均持续下降。同时,恒翼能在宁德时代锂电后处理设备供应商体系的份额也持续下降,竞争对手渗透市场空间压力较大。

针对上述情形,深交所要求恒翼能结合报告期内公司在宁德时代供应商排名变化及自身产能负荷波动,分析其产能能否充分承接宁德时代扩产需求。

对此,恒翼能解释称,公司产能弹性充足、扩张路径明确,2025年公司在宁德时代锂电后处理设备领域系主动策略与市场竞争所致,2026年以来份额已回升,相关因素不影响公司与宁德时代合作的长期稳定性。

ACC中止电池工厂建设 海外业务增长存变数

为逐步化解与宁德时代深度绑定带来的业务波动,恒翼能在开拓海外市场以寻求破局路径,但海外业务拓展似乎也面临波折。

“虽然宁德时代的经营周期对公司业绩存在阶段性波动影响,但公司凭借与核心客户的紧密合作及客户多元化策略,加速境外市场的开拓。”恒翼能在第二轮问询回复中表示。

不过,记者发现,恒翼能在海外市场的布局似乎也未能摆脱大客户依赖的困境,业务高度集中于ACC。深交所第三轮问询中提出,恒翼能境外业务目前主要集中在欧洲,报告期内与ACC交易占比较高。

然而,ACC的经营情况并不乐观。2025年,ACC股东及唯一量产客户Stellantis净亏损达223亿欧元,亏损原因包括高估欧洲电动车需求、集中计提资产减值等,其中ACC海外电池工厂项目计提减值21亿欧元。2026年2月,ACC管理层宣布中止德国和意大利电池工厂的建设

计划。

基于上述情况,深交所认为,恒翼能未来从ACC获取新增整线订单存在不确定性,要求公司说明境外市场竞争格局、公司境外市场占有率,以及其海外业务面临的主要不利因素和相关应对举措。

从境外市场竞争格局来看,恒翼能在欧美市场不具备先发优势。恒翼能在问询回复中坦言,在全面进入欧美市场前,其外部市场品牌知名度相较先导智能、杭可科技等国内行业头部企业存在差距。

恒翼能在第二次问询回复中还提到,境外市场因需求增长较预期缓慢,2025年起部分欧美车企采取了更加务实的电动化转型节奏,可能导致原先规划的大规模产能建设延迟或缩减,从而影响公司海外订单的获取及执行进度,亦构成公司未来业务发展的重大风险因素。

针对境内与境外业务的大客户集中风险,恒翼能称,公司的应对举措主要包括稳固现有客户市场份额、加快境外市场布局,以及巩固并拓展3C领域客户资源。

营收规模逊于头部同行 竞争短板凸显

在依靠核心大客户实现业绩增长的背后,恒翼能真实的业务成色究竟如何?

从恒翼能申报材料及历次问询回复来看,其在经营规模、市场份额、产品覆盖范围、客户数量等方面均较已上市头部企业存在一定差距,面临较大市场竞争压力。

资料显示,目前锂电后处理设备市场竞争充分,主要参与者包括大型锂电池设备制造商以及细分领域锂电后处理设备制造商,前者包括先导智能、利元亨等,后者以杭可科技、星云股份等企业为代表。

行业集中度持续抬升,市场竞争日趋激烈。基于此,深交所要求恒翼能围绕技术、成本层面,剖析公司面临的主要不利因素、应对措施及其可行性。

恒翼能解释称,产能需求持续旺盛,后段设备市场空间充足,远未到过剩阶段。据

起点研究院(SPIR)数据,2021年至2028年,全球锂电后段设备市场规模预计从202亿元增加至420亿元。此外,恒翼能还提到固态电池、钠离子电池等锂电池新技术,是培育未来新兴产业生态的核心底层支撑。目前公司已布局全固态电池、4680大圆柱电池、钠离子电池等高壁垒技术领域。

毋庸置疑,固态电池等新技术的逐步成熟有望拉动上游设备市场,创造新的业务增量。但客观来看,后段设备在整线中的价值量占比相对较低。据中金公司研报,固态电池取消注液封装工序,引入干法电极、胶框印刷、等静压、高压化成等关键新工艺。该机构预计,电池整线价值量由传统锂电的1亿元至2亿元提升到2亿元至3亿元,其中前、中、后段价值量分别占比约35%、40%和25%。

恒翼能还在问询回复中提到,优质产能的持续结构性紧缺,促使一线头部电池大厂采取了更为积极的设备投资与产能规划策略。2026年上半年,宁德时代在建产能高达764GWh,其第二季度资本开支高达127亿元。

这波行业“东风”能否吹向恒翼能?

资料显示,锂电后段设备行业已有多家上市公司,先导智能、杭可科技等公司在研发投入、人员规模、采购议价权上占优。从营收规模来看,2025年,先导智能、利元亨、杭可科技、恒翼能营业收入分别为144.43亿元、30.77亿元、29.97亿元、14.27亿元。恒翼能的收入规模与可比上市公司存在一定差距。

恒翼能解释称,虽在资金、规模方面较已上市头部企业存在一定劣势,但公司选择了做精做深锂电后段设备细分赛道的发展路径,其后段设备技术与头部不存在差异。

三轮问询后,恒翼能的经营成色进一步显现。面对境内外大客户依赖的经营难题,尽管恒翼能给出多元化拓客、布局前沿技术的应对方案,但是客户结构优化非一日之功,新技术布局还需产业落地验证,规模与品牌的短板也客观存在。恒翼能如何跳出大客户依赖的桎梏,真正实现独立稳健成长,或是其能否顺利上市及后续可持续发展的必答题。

百年守正 单品出奇

——访上海家化董事长林小海

◎记者 马嘉悦

“善战者,求之于势,不责于人。”《孙子兵法》中的这句话,如今成为观察一家百年国企企业掌舵人的注脚。

当线上流量红利消退、平台竞争加剧、渠道成本抬升,美妆行业正站在增长逻辑的转折点上。对此,上海家化董事长兼首席执行官林小海给出的选择是:不追风口,深耕与品牌基因同频的赛道,在传承之上做创新。

这一选择是对还是错?数据给出了答案。2026年上半年,上海家化实现营业收入37.9亿元,同比增长约9%;实现净利润3.8亿元,同比增长43.4%,创10年新高。六神驱蚊蛋3.0、佰草集大白泥、玉泽干敏霜等与品牌基因同频的单品,上半年销售额同比分别上升超过150%、120%和160%。

“上海家化是一个百年企业,以前拥有很多小品牌,未来我们不仅要做大公司,也要做大品牌,打造更多亿元甚至10亿元单品。”林小海说。

逆风之中找增量

“我们处在一个很大的逆风期。”谈到眼下的美妆行业,林小海并不回避环境的寒意。

近年来,线上渠道的流量红利逐步消退,大部分平台回归单位数增长,同时平台之间的竞争呈现白热化趋势,渠道成本持续抬升。“我们完美错过了那个高速增长的时代。”林小海谈及此,语气里有玩笑,但更多的是清醒。

正因为处于逆风期,上海家化每一步都慎重、深思熟虑。

据林小海介绍,近两年来,上海家化继续深化“聚焦核心品牌、聚焦品牌建设、聚焦线上、聚焦效率”的经营战略,其中聚焦核心品牌就包括聚焦核心赛道,即不做遍地开花的生意,而是找到仍在高速增长的细分市场。

例如,驱蚊品类上半年销售量同比增长接近40%,六神聚焦户外驱蚊这一细分方向,推出了驱蚊蛋;“精华油”这一细分品类上半年线上销售体量增长接近20%,而且从竞争格局来看,这一细分赛道中几乎没有国际美妆品牌的身影,竞争真空给了国货品牌成长的空间,佰草集顺势推出精华油产品;修护面霜细分赛道销售额上半年增长约10%,且领先者尚未形成不可逾越的壁垒,推出玉泽干敏霜/油敏霜正是切入这一细分赛道。

就这样,在逆风的行业里,上海家化找到了自己的风。上半年,公司营业收入和净利润双双增长。六神驱蚊蛋3.0、佰草集大白泥、玉泽干敏霜等三款产品上半年销售额同比分别上升超过150%、120%和60%。

传承之上做创新

“我们品牌是长出来的,是有历史沉淀的。”在林小海看来,这句话是上海家化与大多数竞争对手之间“巨大的差别”。

六神36年,佰草集28年,玉泽17年,双妹128年——这些数字不只是时间长度,更是在消费者心中已经种下的种子。“我们在消费者心目中是有芽的,我们浇浇水、施肥吧,这颗种子是能长出来的。所以我们所有的创新,必须是基于品牌基因的挖掘。”林小海说。

六神便是上海家化在传承之上做创新的样本。一直以来,六神在消费者心中沉淀下的核心价值是八个字:清凉舒爽、驱蚊止痒。顺着这一品牌特点,六神的创新路径清晰可见。

在场景上,六神的产品从家庭延伸到户外。据悉,六神驱蚊蛋将驱蚊时长延长到8小时,并且创造了年轻化的香味和产品包装,匹配年轻人尤其是女性户外的驱蚊需求;在人群上,六神的产品从成人延伸到婴童,“小六神”主打天然草本防护,匹配人群需求;在产品上,六神产品从花露水延伸到沐浴露。据了解,目前六神的沐浴露产品线下属道的销售额行业排名第四、国货排名第一,这款产品上半年销售情况也超出预期,有望成为今年新的亿元单品。

三个方向的延展,共用六神的品牌基因。林小海表示,这种天生的历史积累和沉淀是竞争对手难以企及的。

大公司、大品牌

“上海家化是一家大公司,拥有很多品牌,未来我们要做的是大公司、大品牌。”谈及上海家化未来的发展,林小海目标清晰。

他坦言,上海家化旗下品牌众多,但资源也被大量分散掉,六神这样的国民品牌,品牌投资占比一度低至4个百分点以下。因此,上海家化近年来在品牌聚焦的同时不断提高各方面的效率。

在2025年与记者交流时,林小海曾透露,上海家化一个产品要进知名直播间,中间要经历40多个环节。今年再被问起时,他说,上半年不少增量来自头部直播间。被问话说,从40多个环节到效率打通,上海家化近一年来持续进行流程优化,聚焦重要单品成立贯穿产品、营销、渠道的跨部门项目组,将效率提升省下来的钱,重新投入品牌建设和线上。

成本管控是提升效率的另一个战场。2026年原材料全线涨价,但上海家化效率的提升大概率能抵消掉成本上升的压力。据林小海透露,他履新上海家化董事长时,仓库里有上万个SKU,2025年上半年精简到3000个,如今真正活跃的SKU不到1500个。与此同时,上海家化将产品进行分层管理,并让工厂把流落在OEM、ODM工厂的产品逐步收回来自己生产。种种动作使得毛利率提升3个百分点。

效率提升上,上海家化的结构发生明显变化,向前的步履也愈发坚实。

因此,当被问及上海家化营业收入能不能超过2021年76亿元这个历史巅峰时,林小海答得干脆:“我觉得一定能够达到。只是对于上海家化来说,越过最高点不是最重要的,而是要在增长中不断挤掉不健康、不核心的业务,活得更久、走得更稳。”

在林小海看来,大公司、大品牌的应有之义,是长期和可持续。