



法律通讯

上海律协

证券专业委员会十二月法律通讯

Legal Newsletter

Securities Practice Research Committee

Shanghai Bar Association

12

编委会：

主任：范兴成

副主任（按姓氏首字母排序）：

孙林、徐辉、朱锐

编辑、排版、设计：袁玥、王安荣

编委（按姓氏首字母排序）：

范兴成

王安荣

徐辉

袁玥

目录

证券实务专题研究	2
解析上市公司定增是否属于公开发行证券.....	3
关于国资基金合并计算股份数的问题分析.....	14
证券行业政策动态	19
上海证券交易所发布《债券存续期业务指南第 4 号——公司债券存续期业务办 理》的通知.....	20
上海证券交易所发布《债券交易业务指南第 1 号——交易业务（2025 年 12 月 修订）》的通知》	21
上海证券交易所发布《关于支持境外机构投资者开展上海证券交易所债券回购 业务有关事项的通知》	22
上海证券交易所发布商业火箭企业适用科创板第五套上市标准审核指引.....	24
深证成指、创业板指、深证 100、创业板 50 等深市指数实施样本定期调整.....	25
证券经典案例	26
佛塑科技并购重组提交注册，拟收购金力股份 100%股权	27
“收集”香港金融牌照，蚂蚁收购耀才证券获香港证监会批准.....	31
关注 2025 年 1-8 月港股并购市场回顾及后续展望	34
2025 年港股加快生态优化 62 家公司离场 强制退市占半.....	37
2025 深市并购重组：“质”与“量”齐头并进推动产业加速向“新.....	40
北交所并购重组市场活跃度提升产业整合与制度创新成重要引擎.....	43
纳芯微：逐浪先锋的创“芯”路 二次港股上市.....	46

证券实务专题研究

1. 解析上市公司定增是否属于公开发行证券
2. 关于国资基金合并计算股份数的问题分析

解析上市公司定增是否属于公开发行证券

（作者：上海市锦天城律师事务所 王高平 俞凯 任奕霖）

在很多人的认识里，上市公司定增属于非公开发行证券，这是一个存在了近二十年的常识问题。但股票发行注册制实施以来，诸多监管规则和监管理念悄然发生变化，打破很多传统认知。本文试图从现实需求、规则演变、实践案例等几个方面，解析在注册制规则体系中上市公司定增属于公开发行证券，以期抛砖引玉。

一、 问题由来——通过定增获得的上市公司股票的减持限制

众所周知，2015年中国股市遭遇了股灾，2015年6月15日至7月9日短短18个交易日内，上证指数从5174点跌至3373点，跌幅达到34.8%；深证指数从18182点跌至10850点，跌幅达到40.3%。期间，超过90%的股票跌幅高达50%至70%，许多公司选择停牌以躲避市场的剧烈波动。

面对证券市场出现非理性下跌，为维护资本市场稳定，切实维护投资者合法权益，中国证监会于**2015年7月8日**发布《证监会关于维护资本市场稳定的公告》（证监会公告(2015)18号），要求从即日起6个月内，上市公司**控股股东和持股5%以上股东（以下并称大股东）及董事、监事、高级管理人员**不得通过二级市场减持本公司股份。

证监会公告(2015)18号期限即将届满之际，中国证监会于2016年1月7日发布《上市公司**大股东、董监高**减持股份的若干规定》（中国证券监督管理委员会公告2016年第1号），对大股东及董监高减持股份由“不得通过二级市场减持”到对通过证券交易所集中竞价减持作出更严格规范，明确了不得减持的情形及减持限制。

为进一步完善股东及董监高减持规则，中国证监会于2017年5月27日发布《上市公司**股东、董监高**减持股份的若干规定》（证监会公告[2017]9号），对减持股东的股份来源、减持方式进一步完善，避免过桥减持，首次对股东减持其持有的公司首次公开发行前发行的股份、**上市公司非公开发行的股份**提出规范要求，即股东减持其持有的上市公司非公开发行的股份，亦应遵守证监会公告[2017]9号的相关限制。

为提升上市公司再融资的便捷性和制度包容性，2020年2月14日，中国证监会修订《上市公司证券发行管理办法》，明确“依据本办法通过向特定对象发行股票取得的上市公司股份，其减持不适用《上市公司股东、董监高减持股份的若干规定》的有关规定”，该办法修订生效后，通过非公开发行股票取得的上市公司股份，其减持不适用减持规则的有关规定，但仍需遵守《减持细则》第九条和第十条有关不得减持股份的规定。

我国证券市场的注册制改革是采取试点先行、先增量后存量、逐步推开的改革路径，《证券法》于2019年修订明确股票发行注册制后，先后在科创板、创业板和北交所试点了注册制改革，其中上市公司再融资试点注册制分别于2020年6月、7月落地实施（因此在修订后的《证券法》于2020年2月17日实施前新修订的《上市公司证券发行管理办法》仍未体现注册制的相关要求）。为落实党中央、国务院关于全面实行注册制的决策部署，中国证监会于2023年2月17日发布《上市公司证券发行注册管理办法》，该办法亦同时明确“依据本办法通过向特定对象发行股票取得的上市公司股份，其减持不适用《上市公司股东、董监高减持股份的若干规定》的有关规定”。

规则这么一路演变，看起来结论似乎是比较明确的，即**股东通过上市公司向特定对象发行股票取得的上市公司股份，其减持不适用《上市公司股东、董监高减持股份的若干规定》**。

但问题后面又出现了些变化，比如《上市公司股东、董监高减持股份的若干规定》被于2024年5月24日发布并实施的《上市公司股东减持股份管理暂行办法》**废止**了，中国证监会在2025年3月27日修订《上市公司证券发行注册管理办法》时**删除**了原第八十八条关于“依据本办法通过向特定对象发行股票取得的上市公司股份，其减持不适用《上市公司股东、董监高减持股份的若干规定》的有关规定”的内容，然后《上市公司股东减持股份管理暂行办法》第二条在明确适用范围时规定“大股东减持其参与首次公开发行、**上市公司向不特定对象或者特定对象公开发行股份**而取得的上市公司股份，仅适用本办法第四条至第八条、第十条、第十一条、第十八条、第二十八条至第三十条的规定”。

那么问题来了，股东减持向特定对象发行股票取得的上市公司股份，是否以及如何适用《上市公司股东减持股份管理暂行办法》？要回答该问题，核心要是搞清楚，上市公司向特定对象发行股票，是否属于公开发行股份。

二、 问题解析——与时俱进地理解非公开发行与公开发行

面对前面的问题，相信大部分了解该问题的专业人士会直接给出答案：**上市公司向特定对象发行股份属于非公开发行股份，不属于公开发行股份**。

这个回答在一定程度上是对的，因为《证券法（2019年修订）》第九条的规定很明确：

第九条 公开发行证券，必须符合法律、行政法规规定的条件，并依法报经国务院证券监督管理机构或者国务院授权的部门注册。未经依法注册，任何单位和个人不得公开发行证券。证券发行注册制的具体范围、实施步骤，由国务院规定。

有下列情形之一的，为公开发行：

（一）向不特定对象发行证券；

（二）向特定对象发行证券累计超过二百人，但依法实施员工持股计划的员工人数不计算在内；

（三）法律、行政法规规定的其他发行行为。

非公开发行证券，不得采用广告、公开劝诱和变相公开方式。

根据证券法的上述规定，公开发行包括向不特定对象发行和**向特定对象发行累计超过二百人**，以及兜底条款法律、行政法规规定的其他发行行为。

那么前面的问题该怎么回答呢？

花开两朵，各表一枝。

（一）**股票发行注册制全面推广前，上市公司向特定对象发行股份属于非公开发行股份**

在股票发行注册制推广前，或者说在股票发行核准制规则下，无论从规则、案例还是从学界的理解上，对上市公司向特定对象发行股份属于非公开发行应该是一个有共识的认识。

除了前述《证券法（2019年修订）》第九条（原《证券法（2014年修正）》第十条）关于公开发行包括向不特定对象发行和向**特定对象发行累计超过二百人**的规定（暂时不纠结“**累计**”二字该如何理解）外，2006年5月起即颁布并实施的《上市公司证券发行管理办法》第三条明确规定“上市公司发行证券，可以向不特定对象公开发行，也可以向特定对象非公开发行”，中国证监会于2007年9月还专门制定了《上市公司非公开发行股票实施细则》（证监发行字〔2007〕302号），所以，在股票发行核准制的规则体系中，上市公司定增属于非公开发行，这一点大家应该是没有疑义的。

（二）股票发行注册制全面推广后，上市公司向特定对象发行股份属于公开发行股份

那么在《证券法》于2019年修订前后对公开发行的界定没有变化的情况下，股票发行注册制的规则中，上市公司定增怎么就变成了公开发行了呢？

要论证这个问题，还是要先从规则着手，看看规则是怎么表述和变化的：

1、《证券法（2019年修订）》不再区分上市公司公开发行股票和上市公司非公开发行股票

为全面推行证券发行注册制等制度改革，十三届全国人大常委会第十五次会议于2019年12月28日对《证券法》进行修订，修订后的《证券法（2019年修订）》自2020年3月1日起施行。作为规范证券发行和交易行为的基本法律，《证券法》修订时对部分条款作了如下表述调整：

《证券法（2014年修正）》	《证券法（2019年修订）》
第十条 公开发行证券，必须符合法律、行政法规规定的条件，并依法报经国务院证券监督管理机构或者国务院授权的部门核准；未经依法核准，任何单位和个人不得公开发行证券。	第九条 公开发行证券，必须符合法律、行政法规规定的条件，并依法报经国务院证券监督管理机构或者国务院授权的部门核准注册。未经依法核准注册，任何单位和个人不得公开发行证券。证券发行注册制的 具体范围、实施步骤，由国务院规定。

<p>有下列情形之一的，为公开发行：</p> <p>（一）向不特定对象发行证券的；</p> <p>（二）向特定对象发行证券累计超过二百人的；</p> <p>（三）法律、行政法规规定的其他发行行为。</p> <p>非公开发行证券，不得采用广告、公开劝诱和变相公开方式。</p>	<p>有下列情形之一的，为公开发行：</p> <p>（一）向不特定对象发行证券的；</p> <p>（二）向特定对象发行证券累计超过二百人的，但依法实施员工持股计划的员工人数不计算在内；</p> <p>（三）法律、行政法规规定的其他发行行为。</p> <p>非公开发行证券，不得采用广告、公开劝诱和变相公开方式。</p>
<p>第十二条 设立股份有限公司公开发行股票，应当符合《中华人民共和国公司法》规定的条件和经国务院批准的国务院证券监督管理机构规定的其他条件，向国务院证券监督管理机构报送募股申请和下列文件：</p> <p>（一）公司章程；</p> <p>（二）发起人协议；</p> <p>（三）发起人姓名或者名称，发起人认购的股份数、出资种类及验资证明；</p> <p>（四）招股说明书；</p> <p>（五）代收股款银行的名称及地址；</p> <p>（六）承销机构名称及有关的协议。</p> <p>依照本法规定聘请保荐人的，还应当报送保荐人出具的发行保荐书。</p> <p>法律、行政法规规定设立公司必须报经批准的，还应当提交相应的批准文件。</p>	<p>第十一条 设立股份有限公司公开发行股票，应当符合《中华人民共和国公司法》规定的条件和经国务院批准的国务院证券监督管理机构规定的其他条件，向国务院证券监督管理机构报送募股申请和下列文件：</p> <p>（一）公司章程；</p> <p>（二）发起人协议；</p> <p>（三）发起人姓名或者名称，发起人认购的股份数、出资种类及验资证明；</p> <p>（四）招股说明书；</p> <p>（五）代收股款银行的名称及地址；</p> <p>（六）承销机构名称及有关的协议。</p> <p>依照本法规定聘请保荐人的，还应当报送保荐人出具的发行保荐书。</p> <p>法律、行政法规规定设立公司必须报经批准的，还应当提交相应的批准文件。</p>
<p>第十三条 公司公开发行新股，应当符合下列条件：</p> <p>（一）具备健全且运行良好的组织机构；</p> <p>（二）具有持续盈利能力，财务状况良好；</p> <p>（三）最近三年财务会计文件无虚假记载，无其他重大违法行为；</p> <p>（四）经国务院批准的国务院证券监督管理机构规定的其他条件。</p> <p>上市公司非公开发行新股，应当符合经国务院批准的国务院证券监督管理机构规定</p>	<p>第十二条 公司首次公开发行新股，应当符合下列条件：</p> <p>（一）具备健全且运行良好的组织机构；</p> <p>（二）具有持续盈利经营能力，财务状况良好；</p> <p>（三）最近三年财务会计文件无虚假记载，无其他重大违法行为报告被出具无保留意见审计报告；</p> <p>（四）发行人及其控股股东、实际控制人最近三年不存在贪污、贿赂、侵占财产、挪用财产或者破坏社会主义市场经济秩序的刑事犯罪；</p>

<p>的条件，并报国务院证券监督管理机构核准。</p>	<p>(五) 经国务院批准的国务院证券监督管理机构规定的其他条件。</p> <p>上市公司非公开发行新股，应当符合经国务院批准的国务院证券监督管理机构规定的条件，并报国务院证券监督管理机构核准具体管理办法由国务院证券监督管理机构规定。</p> <p>公开发行存托凭证的，应当符合首次公开发行新股的条件以及国务院证券监督管理机构规定的其他条件。</p>
<p>第十四条 公司公开发行新股，应当向国务院证券监督管理机构报送募股申请和下列文件：</p> <p>(一) 公司营业执照；</p> <p>(二) 公司章程；</p> <p>(三) 股东大会决议；</p> <p>(四) 招股说明书；</p> <p>(五) 财务会计报告；</p> <p>(六) 代收股款银行的名称及地址；</p> <p>(七) 承销机构名称及有关的协议。</p> <p>依照本法规定聘请保荐人的，还应当报送保荐人出具的发行保荐书。</p>	<p>第十三条 公司公开发行新股，应当向国务院证券监督管理机构报送募股申请和下列文件：</p> <p>(一) 公司营业执照；</p> <p>(二) 公司章程；</p> <p>(三) 股东大会决议；</p> <p>(四) 招股说明书或者其他公开发行募集文件；</p> <p>(五) 财务会计报告；</p> <p>(六) 代收股款银行的名称及地址。</p> <p>(七) 承销机构名称及有关的协议。</p> <p>依照本法规定聘请保荐人的，还应当报送保荐人出具的发行保荐书。依照本法规定实行承销的，还应当报送承销机构名称及有关的协议。</p>

从《证券法》的上述修订可以看出：

(1) 《证券法（2014年修正）》区分了设立股份公司公开发行股票、公司公开发行新股（包括非上市公司公开发行新股及上市公司公开发行新股）和上市公司非公开发行新股三种股票发行类型，对设立股份公司公开发行股票的审批程序、条件和报送文件，以及公司公开发行新股的核准程序、条件和文件报送要求作出规定，并明确“上市公司非公开发行新股应当符合国务院批准的国务院证券监督管理机构规定的条件，并报国务院证券监督管理机构核准”。

(2) 《证券法（2019年修订）》区分了设立股份公司公开发行股票、公司首次公开发行新股、上市公司发行新股三种股票发行类型，对设立股份公司公开

发行股票的注册程序、条件和报送文件，**公司首次公开发行股票的条件以及公司公开发行新股（包括首次公开发行）的注册程序和文件报送要求作出规定**，同时明确“上市公司发行新股，应当符合经国务院批准的国务院证券监督管理机构规定的条件，具体管理办法由国务院证券监督管理机构规定”。不再区分上市公司公开发行与上市公司非公开发行。

（3）上市公司向特定对象发行股票须履行证券公开发行的注册程序。《证券法》于 2019 年修订前后，均规定公开发行证券必须依法报经国务院证券监督管理机构或者国务院授权的部门核准/注册。但区别在于，《证券法（2014 年修正）》除了明确公开发行证券须依法报经国务院证券监督管理机构或者国务院授权的部门核准外，还同时规定了“上市公司**非公开发行新股**，应当符合经国务院批准的国务院证券监督管理机构规定的条件，**并报国务院证券监督管理机构核准**”，说明在《证券法（2014 年修正）》中上市公司非公开发行新股不属于公开发行证券，因此专门提出上市公司非公开发行新股也要报国务院证券监督管理机构核准。而《证券法（2019 年修订）》不仅删除了上市公司非公开发行新股的相关表述，还只规定上市公司发行新股（包括向不特定对象发行和向特定对象发行）应符合国务院证券监督管理机构规定的条件，未再单独明确上市公司发行新股须报经国务院证券监督管理机构或者国务院授权的部门注册，说明《证券法（2019 年修订）》认为上市公司发行新股属于公开发行证券，在注册程序上均统一适用《证券法（2019 年修订）》第九条规定的公开发行证券的注册程序。

基于上述，《证券法》已不再区分上市公司公开发行新股和上市公司非公开发行新股，删除了“上市公司非公开发行”的表述，将上市公司发行新股的要求统一进行规范，并规定上市公司发行新股统一适用证券公开发行的注册程序。

2、如何理解《证券法》第九条关于公开发行的认定

《证券法（2019 年修订）》第九条第二款规定“有下列情形之一的，为公开发行：（一）向不特定对象发行证券；（二）向特定对象发行证券累计超过二百人，但依法实施员工持股计划的员工人数不计算在内；（三）法律、行政法规规定的其他发行行为”，实践中也是根据该条规定，普遍认为上市公司向

特定对象发行（发行对象不超过 35 人）不属于公开发行，但是很少有文章分析“向特定对象发行证券累计超过二百人”中的“累计”该怎么理解，是穿透计算的意思，还是从公司设立后累计发行对象叠加计算的意思，从证监会近些年穿透核查股东人数判断是否存在公开发行的角度，臆测监管理解的累计应该是前者。

《证券法》第九条第二款规定的公开发行除了第（一）项和第（二）项，还有第（三）项“法律、行政法规规定的其他发行行为”。

《证券法》于 2019 年 12 月 28 日修订颁布，并于 2020 年 3 月 1 日起实施。在新《证券法》实施的前一日，国务院办公厅于 2020 年 2 月 29 日发布《关于贯彻实施修订后的证券法有关工作的通知》（国办发〔2020〕5 号），基于该通知可以看出：（1）该通知在涉及注册制下的证券发行时均表述为“证券公开发行”、“股票公开发行”、“债券公开发行”，未再提及非公开发行或类似表述；（2）该通知原文“在证券交易所有关板块和国务院批准的其他全国性证券交易场所的**股票公开发行实行注册制前**，继续实行核准制，适用本次证券法修订前**股票发行核准制度**的规定”在提及注册制时表述为“股票公开发行”，在提及核准制时表述为“股票发行”，刻意删除了“公开”二字；（3）该通知在第二条“稳步推进证券公开发行注册制”之（三）“完善证券公开发行注册程序”中明确了“证监会、国家发展改革委应当制定发布相关**证券公开发行注册的具体管理办法**”。

2023 年 2 月 17 日，中国证监会根据国办发〔2020〕5 号文上述“制定发布相关**证券公开发行注册具体管理办法**”的要求，发布了《**首次公开发行股票注册管理办法**》《**上市公司证券发行注册管理办法**》等规范性文件，并在《上市公司证券发行注册管理办法》第三条第一款明确规定“上市公司发行证券，可以向不特定对象发行，也可以向特定对象发行”，从文件演变的脉络可以看出，首次公开发行和上市公司证券发行（包括向不特定对象发行和向特定对象发行）均属于证券公开发行。

基于上述，注册制实施后，《证券法（2019 年修订）》第九条规定的公开发行证券，既包括该条第二款第（一）项和第（二）项情形，也包括了中国证

监会根据国务院授权“制定发布相关证券公开发行注册的具体管理办法”起草发布的《上市公司证券发行注册管理办法》第三条第一款规定的上市公司向特定对象发行。

3、涉及证券发行相关的部门规章及规范性文件的表述变化

原《上市公司证券发行管理办法》（已于2023年3月27日被《上市公司证券发行注册管理办法》废止）第三条规定，上市公司发行证券，可以向不特定对象公开发行，也可以向特定对象非公开发行。现适用的《上市公司证券发行注册管理办法》第三条规定，上市公司发行证券，可以向不特定对象发行，也可以向特定对象发行。向不特定对象发行证券包括上市公司向原股东配售股份（以下简称配股）、向不特定对象募集股份（以下简称增发）和向不特定对象发行可转债。向特定对象发行证券包括上市公司向特定对象发行股票、向特定对象发行可转债。可以看出，现行规则已不再将上市公司向特定对象发行证券认定为非公开发行。

另外，原《上市公司证券发行管理办法》第六十一条规定：“上市公司在非公开发行新股后，应当将发行情况报告书刊登在至少一种中国证监会指定的报刊，同时将其刊登在中国证监会指定的互联网网站，置备于中国证监会指定的场所，供公众查阅”。现适用的《上市公司证券发行注册管理办法》第五十条对上市公司向特定对象发行证券的信息披露提出了更严格要求，即：“向特定对象发行证券申请经注册后，上市公司应当在证券发行前将公司募集文件刊登在交易所网站和符合中国证监会规定条件的报刊依法开办的网站，供公众查阅。向特定对象发行证券的，上市公司应当在证券发行后的二个工作日内，将发行情况报告书刊登在交易所网站和符合中国证监会规定条件的报刊依法开办的网站，供公众查阅”。《上市公司证券发行注册管理办法》所附的《关于〈上市公司证券发行注册管理办法〉的立法说明》第三条第四款“（四）提出严格的信息披露要求”部分载明“四是进一步完善向特定对象发行的信息披露要求。规定证券发行申请注册后、公开发行前，上市公司应当公开公司募集文件供公众查阅”。根据上述规则变化及该立法说明表述内容，上市公司向特定对象发行股票亦属于公开发行的一种。

规则看上去比较清楚，但如果没有深入分析，读起来还是有点绕。除了规则分析，我们看看监管机构的态度和实践案例的情况：

1、沪深交易所咨询意见，上市公司向特定对象发行股票（包括上市公司为购买资产向特定对象发行股票）属于公开发行股票，该等股票减持适用向特定对象公开发行的股票减持规则。

《上市公司股东减持股份管理暂行办法》第二条第三款规定“大股东减持其参与首次公开发行、上市公司向不特定对象或者**特定对象公开发行股份**而取得的上市公司股份，仅适用本办法第四条至第八条、第十条、第十一条、第十八条、第二十八条至第三十条的规定”。

《深圳证券交易所上市公司自律监管指引第 18 号——股东及董事、高级管理人员减持股份（2025 修订）》第二条第二款规定，大股东减持其**通过参与公开发行股份而取得的上市公司股份**，仅适用本指引第三条至第八条、第十五条第一款、第十九条、第三十一条的规定。该指引第三十二条第一款第（三）项规定：“**公开发行股份，是指首次公开发行、上市公司向不特定对象或者特定对象公开发行股份的行为，但为实施重组上市、股权激励发行股份的除外**”。

我们就上市公司发行股份购买资产时发行的股份是否属于上述规则中的“向特定对象公开发行股份”，通过公开渠道向沪深交易所进行了电话咨询，接访人员回复确认，除非为实施重组上市或者股权激励发行的股份外，其余向特定对象发行股份属于公开发行，股东减持该类股份时应按照**参与公开发行股份而取得的上市公司股份的减持要求执行**。

2、根据实践案例，上市公司向特定对象发行股份属于公开发行股份。

经检索公开案例（包括但不限于国开金融有限责任公司于 2025 年 8 月份减持其通过定向增发方式取得的北京空港科技园区股份有限公司股票、莱茵达控股集团有限公司于 2025 年 8 月减持其通过定向增发取得的成都新天府文化旅游发展股份有限公司股票、叶标先生及其一致行动人胡金莲女士和浙江申联投资管理有限公司减持其通过上市公司重大资产重组向特定对象公开发行股份而取得的浙富控股集团股份有限公司股票等），类似案例中股东减持其通过定向增发等方式取得的上市公司股票时均将股票来源标注为“上市公司向特定对象公

开发行股份而取得的上市公司股份”，且未遵守《上市公司股东减持股份管理暂行办法》等相关规则中关于通过证券交易所集中竞价交易或者大宗交易方式减持股份应当在首次卖出前十五个交易日向证券交易所报告并披露减持计划的规定，亦未遵守关于通过竞价交易减持股份或者通过大宗交易减持股份的相关减持比例限制的规定。

三、 结语

弯弯绕绕说了这么多，其实结论就是一句：**在股票发行注册制的规则体系中，上市公司向特定对象发行属于公开发行，适用证券公开发行的发行注册和股票减持规则。**

那么问题又来了，上市公司非公开发行股票是不是就此消失在历史长河中了？沪深交易所的规则中有提到，为实施重组上市、股权激励发行股份的股份不属于公开发行股份。但该两种情形是否属于非公开已经没有实质意义，因为没有针对上市公司非公开发行的特定规则，怎么称呼已不重要。

希望能藉此小文，使读者能够对向特定对象发行、向不特定对象发行、非公开发行、公开发行、设立公开发行、首次公开发行等概念在上市公司和非上市公司不同类型下的认定，有更进一步的厘清和认识。

（来源：锦天城律师事务所官方微信号“锦之翼”2025年12月1日）

链接：<https://mp.weixin.qq.com/s/-xbCgwYSb0ZL6ahr5gGJfA>

关于国资基金合并计算股份数的问题分析

（作者：北京市君泽君（上海）律师事务所 袁玥）

2025 年，港股市场迎来久活跃期，IPO 节奏加快，中资企业赴港上市热情高涨。在众多项目中，国有资本背景的基金（以下简称“**国资基金**”）频繁现身发行人股东名单，尤其在新能源、硬科技、先进制造等战略新兴产业中占比显著提升。根据市场统计，仅 2025 年上半年，就有至少 14 家港股 IPO 的基石投资者名单中出现了国资平台，这些投资者既包括地方国资委直接控股的投资平台，也包括国家级产业基金和具有国企背景的投资机构。

然而，随着国资基金参与度加深，一个关键法律问题浮出水面：当多个国资基金同属一个地方国资体系时，其所持股份是否应当合并计算？这一问题可能关系到发行人控股股东的认定，进而影响到上市规则的适用、信息披露的要求以及公司治理结构的稳定性，成为项目各方，特别是保荐人与律师，必须审慎对待的焦点。

笔者 25 年参与的一起港股 IPO 项目就遇到类似问题：发行人股权结构中，有 4 支基金来自同一省份的地方国资体系。虽然出资方均为同一个地方的财政局和国资委，但分别由不同的平台公司设立并运作，那么该等基金所持发行人股份是否应当自动合并计算呢？

本文将结合港股上市规则，国资监管政策及 2025 年以来的实务案例，初步分析该问题。

一、SFC 关于一致行动人的认定标准

在深入探讨国资基金股份合并计算问题之前，必须首先厘清香港证券及期货事务监察委员会（SFC）关于“一致行动人”的认定标准，这直接关系到股东的持股是否需要合并结算。

一致行动人（Acting in Concert）的定义主要来源于 SFC 发布的《公司收购、合并及股份回购守则》（以下简称《**收购守则**》）。

一致行动人系指根据协议或谅解（无论是正式的还是非正式的）积极合作，通过收购公司的表决权来获得或巩固公司的“控制权”的人¹。在此基础上，《收购守则》采用“先推定、后反驳”的认定模式。

除非提供相反证据，否则如下情况自动视为一致行动：

- （1）公司与其母公司、子公司、同集团子公司及其各自的联营公司，以及任何前述公司持有 $\geq 20\%$ 投票权的公司之间；
- （2）任何两个或以上上述公司之间；
- （3）公司与任何为其融资、安排融资或提供担保的人；
- （4）公司与任何已获授期权、认股权、可转换证券的人；
- （5）自然人与其近亲属、配偶及其控制的公司；
- （6）合伙人及合伙企业的合伙人；
- （7）受托人与同一信托的受益人、设立人及其关联人；
- （8）任何共同设立、共同管理的投资基金及其管理人；**
- （9）任何存在董事/高管交叉任职且可影响投票决策的公司之间。

同时，在主观层面，重点关注是否存在“合作以取得或巩固控制权”的共同意图；在客观层面，主要考察是否存在协议、安排、同步行动或经济利益联动。如上所示，任何共同设立、共同管理的投资基金及其管理人，在没有相反证据的情况下，将被推定为构成一致行动人。那么类似的逻辑是否可以自然地应用于国资基金股东呢？

二、 宝钢收购马钢案

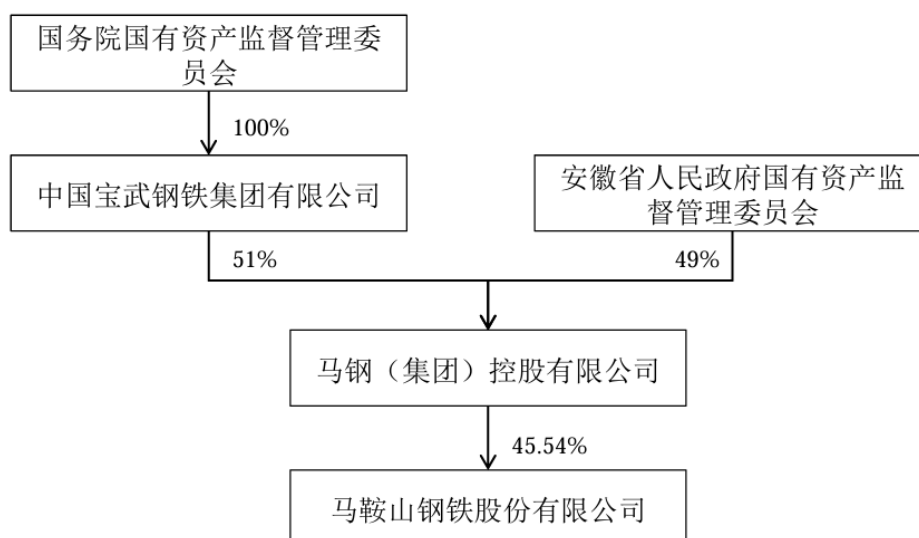
2019年5月，中国宝武钢铁集团有限公司（以下简称“中国宝武”）对马鞍山钢铁股份有限公司（以下简称“马钢股份”）实施重组，安徽省国资委将马钢（集团）控股有限公司（以下简称“马钢控股”）51%股权无偿划转至中国宝武。通过本次收购，中国宝武将直接持有马钢控股51%的股权，并通过马钢控股间接控制马钢股份45.54%的股份，并成为马钢股份的间接控股股东²。

¹香港证券及期货事务监察委员会2014年3月发布的《公司收购、合并及股份回购守则》，访问链接：[https://www.sfc.hk/web/files/CF/pdf/Takeovers%20Code/Takeovers%20Code_Chi%20\(Mar%202014\).pdf](https://www.sfc.hk/web/files/CF/pdf/Takeovers%20Code/Takeovers%20Code_Chi%20(Mar%202014).pdf)

²马鞍山钢铁股份有限公司收购报告书（修订稿），访问链接：https://file.finance.sina.com.cn/211.154.219.97:9494/MRGG/CNSESH_STOCK/2019/2019-9/2019-09-05/5631989.PDF

因本次收购完成后，中国宝武将间接控制马钢股份 45.54%表决权，马钢股份同时在上海证券交易所（A 股）和香港联合交易所（H 股）上市，因此，触发《收购守则》第 26 条强制全面要约义务。据此，中国宝武向香港证监会执行人员申请豁免全面要约。香港证监会执行人员认为本案件存在特别新颖、重要或困难的要点，因而将该等申请提交收购与合并委员会（Takeovers Panel）进行裁决。

根据香港证监会收购与合并委员会 2019 年 7 月 22 日发布的书面裁决，关于中国宝武申请豁免全面要约，裁定不予批准，中国宝武必须作出全面要约，目的是保护少数股东在公司控制权变更时享有退出权³。其中，关于中国宝武和安徽国资委是否构成一致行动，从而导致控制权发生变更的问题，收购与合并委员会认为：“各方均未提供任何证据表明在拟议收购之前，中国宝武和安徽国资委曾一致行动。即便他们曾一致行动，中国宝武也将成为新的联合行动组的主导方，马钢股份的股权结构将发生根本性变化。”本次收购完成后，马钢股份的股权结构如下：



如上图所示，中国宝武的股东和最终控制人系国务院国资委，马钢控股在本次收购完成前的股东系安徽省国资委。收购与合并委员会并不因两者均为国

³ 详见香港证券及期货事务监察委员会 2019 年 9 月发布的第 50 期 Takeovers Bulletin，访问链接：<https://www.sfc.hk/-/media/EN/files/CF/pdf/Takeovers-Bulletin/19093239-SFC-Takeover-Bulletine.pdf>。

资监管部门而自然认定两者构成一致行动，51%股权从安徽省国资委控制的主体划转至国务院国资委控制的主体，依然构成控制权变更。

这一案件提示我们，在港股上市项目中，讨论国资基金股份合并计算问题时，应当重视：

1. 独立性是关键：判断多个国资基金是否应合并计算股份，关键在于审查它们作为独立法人的决策独立性。仅仅因为它们最终归属于同一个地方国资委，并不能构成合并计算的充分理由。
2. 证据是核心：主张合并计算的一方必须有充分证据证明这些基金之间存在协同行动的“协议或谅解”。
3. 监管逻辑的一致性：香港监管机构在处理国资主体时，始终贯彻市场化、法治化的原则，强调对《收购守则》规则的严格遵守，避免因所有制的特殊性而给予不同的法律待遇。

如上所述，香港监管机构在处理国资主体“一致行动人”认定问题时，始终秉持“实质重于形式”和“证据为王”的原则。仅仅存在共同的最终国有所有权，并不足以构成法律意义上的“一致行动”。监管机构关注的是，在具体的商业决策中，不同的国资主体是否存在为共同获取或巩固公司控制权而“积极合作”的协议或安排。

三、对拟上市企业的建议

对于拟在香港上市、且股东结构中存在多个国资基金的企业，为避免在控股东认定问题上产生不必要的争议和合规风险，建议采取以下实务措施：

1. 提前梳理股权结构，明确各股东控制关系

企业应在启动上市准备工作之初，就对自身的股权结构进行全面、深入的梳理。这不仅包括直接的持股关系，更重要的是要穿透至最终的控制方。需要清晰地界定每一位国资基金股东的上层控制链条，明确其直接控制方是国资体系内的哪个具体部门或平台（如国资委、财政局、国投公司等）。通过这种梳理，可以初步判断不同国资股东之间是否存在需要合并计算股份的潜在风险点。

2. 准备充分的法律文件，证明各国资主体的独立性

这是应对监管审查的核心工作。企业应协同其中介机构，指导各国资基金股东准备一套完整的法律文件，以证明其在投资决策和公司治理上的独立性。这些文件应至少包括：

- (1) 各自的公司章程、合伙协议或基金合同，以证明其独立的法人地位和治理结构。
- (2) 内部投资决策委员会（IC）或类似决策机构的组成名单、议事规则和决策记录，以证明投资决策是基于独立的商业判断和内部程序作出的。
- (3) 各国资主体出具的关于不存在一致行动安排的声明与承诺函，以书面形式确认其独立性。
- (4) 各国资主体之间关于投资、投票、董事提名等事项的沟通记录，以证明不存在协同行动的协议或谅解。

中介机构尤其是发行人律师，在项目推进过程中，关注上述材料的获取，协助企业对股权结构进行充分论证，且该等论证应当于国资基金股东充分交流，必要时，亦可咨询国资监管单位，确保相关结论的准确性。

证券行业政策动态

证券行业政策动态

1. 中国证监会会同财政部修订发布《证券结算风险基金管理办法》
2. 中国人民银行发布《银行间市场经纪业务管理办法》
3. 中国证券业协会发布《2024 年度证券公司履行社会责任情况报告》
4. 北交所发布《北京证券交易所上市公司持续监管指引第 14 号——保荐机构持续督导》
5. 沪深交易所修订基金自律监管规则适用指引

上海证券交易所发布《债券存续期业务指南第 4 号——公司债券存续期业务办理》的通知

各市场参与者：

为进一步优化公司债券存续期业务办理机制，完善业务办理要求与流程，上海证券交易所（以下简称本所）对《上海证券交易所公司债券存续期管理业务办理指南》进行了全面修订，并更名为《上海证券交易所债券存续期业务指南第 4 号——公司债券存续期业务办理》（以下简称《指南》）。现予以发布，并就有关事项通知如下：

一、修订后的《指南》自发布之日起正式实施。本所于 2020 年 6 月 9 日发布的《上海证券交易所公司债券存续期管理业务办理指南》（上证函〔2020〕1160 号）同时废止。

二、《指南》全文可至本所官方网站（<http://www.sse.com.cn>）“规则”下的“本所业务指南与流程”栏目查询。

特此通知。

上海证券交易所

2025 年 12 月 22 日

（来源：上海证券交易所官网）

上海证券交易所发布《债券交易业务指南第 1 号——交易业务（2025 年 12 月修订）》的通知》

各市场参与者：

为了进一步便利市场主体开展债券交易，上海证券交易所（以下简称本所）对《上海证券交易所债券交易业务指南第 1 号——交易业务》（以下简称《指南》）进行了修订，进一步明确应急成交、非交易过户等业务办理方式和要求。现予以发布，并就有关事项通知如下：

一、修订后的《指南》自发布之日起实施。本所于 2025 年 5 月 19 日发布的《上海证券交易所债券交易业务指南第 1 号——交易业务（2025 年 5 月修订）》（上证函〔2025〕1683 号）同时废止。

二、债券借贷业务的逐笔成交行情、汇总行情暂不公布，具体公布时间另行通知。

三、修订后的《指南》全文可至本所官方网站（<http://www.sse.com.cn>）“规则”下的“本所业务指南与流程”栏目查询。

特此通知。

上海证券交易所

2025 年 12 月 12 日

（来源：上海证券交易所官网）

上海证券交易所发布《关于支持境外机构投资者开展上海证券交易所债券回购业务有关事项的通知》

各市场参与者：

为了深化交易所债券市场对外开放，支持境外机构投资者在交易所市场开展债券回购业务，根据《关于进一步支持境外机构投资者在中国债券市场开展债券回购业务的公告》（中国人民银行 中国证券监督管理委员会 国家外汇管理局公告〔2025〕第 21 号，以下简称《公告》）以及上海证券交易所（以下简称上交所）、中国证券登记结算有限责任公司（以下简称中国结算）相关业务规则，现就境外机构投资者开展上交所债券回购业务有关事项通知如下：

一、符合《公告》要求和上交所债券现券交易规定条件的境外机构投资者，可以开展上交所债券回购业务。

本通知所称的债券回购业务，包括债券质押式协议回购和债券质押式三方回购，以及在债券通用质押式回购业务中作为逆回购方融出资金。上交所和中国结算可以根据市场发展需要，调整境外机构投资者可以开展的债券回购业务范围。

二、境外机构投资者开展上交所债券回购业务，应当遵守法律、行政法规、部门规章、规范性文件、上交所和中国结算相关业务规则的规定。

三、境外机构投资者直接参与上交所债券回购业务的，账户、交易、登记、结算等事项应当按照《上海证券交易所 中国证券登记结算有限责任公司境外机构投资者债券交易及登记结算业务实施细则》等规定办理。

境外机构投资者通过合格境外机构投资者和人民币合格境外机构投资者渠道开展上交所债券回购业务的，账户、交易、登记、结算等事项应当按照《上海证券交易所证券交易规则适用指引第 1 号——合格境外机构投资者和人民币合格境外机构投资者》《中国证券登记结算有限责任公司合格境外机构投资者和人民币合格境外机构投资者境内证券投资登记结算业务实施细则》等规定办理。

四、境外机构投资者应当委托具有上交所会员资格的境内证券公司（以下简称交易参与者）参与债券回购交易。法律、行政法规、部门规章、规范性文件及上交所相关业务规则对境外机构投资者参与债券回购交易的方式另有规定的，从其规定。

证券行业政策动态

境外机构投资者应当按照上交所相关规定，在参与债券通用质押式回购前，与其委托的证券公司签署债券通用质押式回购委托协议；在参与债券质押式协议回购、债券质押式三方回购前，应当签署相应的回购交易主协议等文件。在参与债券质押式三方回购前，还应当进行投资者适当性备案。

五、接受境外机构投资者委托的交易参与者，应当遵守上交所相关业务规则，勤勉尽责，加强对境外机构投资者申报、交易等行为的管理。发现境外机构投资者的债券回购交易存在或者可能存在违规行为的，应当依据委托代理协议采取措施，并及时向上交所报告。

为境外机构投资者参与债券回购业务提供结算服务的结算参与者，应当遵守中国结算相关业务规则，加强对境外机构投资者债券回购结算风险的管理，对于存在或可能存在结算风险隐患的，应当及时采取措施并向中国结算报告。

六、上交所和中国结算对境外机构投资者及其委托的交易参与者、结算参与者参与上交所债券回购业务的交易、登记、结算等相关行为进行监测，并依据相关业务规则对违规行为采取自律管理措施；情节严重的，报中国证监会查处。

七、本通知自发布之日起施行。

上海证券交易所 中国证券登记结算有限责任公司

2025年12月19日

（来源：上海证券交易所官网）

上海证券交易所发布商业火箭企业适用科创板第五套

上市标准审核指引

为了贯彻落实中国证监会《关于在科创板设置科创成长层 增强制度包容性适应性的意见》（以下简称《科创板意见》），进一步深化科创板改革，上海证券交易所（以下简称上交所）今日正式发布《上海证券交易所发行上市审核规则适用指引第9号——商业火箭企业适用科创板第五套上市标准》（以下简称《指引》）。

2024年、2025年政府工作报告两次提出推动商业航天产业集群发展。2025年10月，《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十五个五年规划的建议》强调加快建设航天强国，加快航空航天战略性新兴产业集群发展。商业航天是推动航天产业发展、建设航天强国的重要力量。商业火箭研制及发射业务作为商业航天中游核心环节，承担“承上启下”的关键枢纽职能。受到产品技术复杂度高、资金投入大、研发周期长等多种因素影响，我国商业火箭企业正处于大规模商业化进程的关键时期，亟需发挥资本市场的支持作用。

《指引》遵循科创板第五套上市标准相关要求，结合商业火箭领域科技创新实际情况，对明显技术优势、阶段性成果、取得国家有关部门批准以及市场空间大等四方面作出具体规定。其中，将适用科创板第五套上市标准的阶段性成果明确为：“在申报时至少实现采用可重复使用技术的中大型运载火箭发射载荷首次成功入轨”。中大型可重复使用火箭是商业航天领域的核心发展方向，成功发射载荷是火箭具备运载能力和商业化价值的有力验证，这一里程碑节点对于企业发展和推动我国低轨卫星互联网星座建设具有重要意义，也符合我国《推进商业航天高质量发展安全发展行动计划（2025—2027年）》关于商业运载火箭建设的发展方向。

下一步，上交所将以《指引》发布为契机，在中国证监会的指导下，着力推进符合《指引》标准的商业火箭企业在科创板发行上市，以更大力度支持突破关键核心技术的科技型企业发展，持续提升制度包容性、适应性和吸引力、竞争力，更好服务科技创新和新质生产力发展。

上海证券交易所

2025年12月26日

（来源：上海证券交易所官网）

深证成指、创业板指、深证 100、创业板 50 等深市指数实施 样本定期调整

人民财讯 12 月 1 日电，日前，深圳证券交易所及深圳证券信息有限公司发布公告，根据指数编制规则，将对深证成指、创业板指、深证 100、创业板 50 等深市指数实施样本定期调整。本次调整将于 2025 年 12 月 15 日正式实施，深证成指将更换 17 只样本股，调入主板公司 7 家，创业板公司 10 家；创业板指将更换 8 只样本股；深证 100 将更换 7 只样本股，调入主板公司 4 家，创业板公司 3 家；创业板 50 将更换 5 只样本股。

（来源：证券时报网 2025 年 12 月 1 日）

证券经典案例

证券经典案例

1. 佛塑科技并购重组提交注册 拟收购金力股份 100%股权
2. “收集”香港金融牌照，蚂蚁收购耀才证券获香港证监会批准
3. 关注| 2025 年 1-8 月港股并购市场回顾及后续展望
4. 2025 年港股加快生态优化 62 家公司离场 强制退市占半
5. 2025 深市并购重组：“质”与“量”齐头并进 推动产业加速向“新
6. 北交所并购重组市场活跃度提升 产业整合与制度创新成重要引擎
7. 纳芯微：逐浪先锋的创“芯”路，港股二次上市

佛塑科技并购重组提交注册，拟收购金力股份 100%股权

12月22日，深交所交易所官网显示，佛山佛塑科技集团股份有限公司(股票简称：佛塑科技，股票代码：000973)并购重组审核状态变更为“提交注册”。

交易方案

交易标的：河北金力新能源科技股份有限公司(金力股份)100%股权，标的主营锂电池湿法隔膜研发、生产与销售，客户涵盖宁德时代、比亚迪等头部电池厂商，2025年1-10月营收32.61亿元、净利润2.55亿元(未经审计)。

交易对方：袁海朝、北京华浩世纪投资有限公司等102名金力股份股东。

交易对价与支付方式：合计50.8亿元。其中现金支付4亿元，剩余46.8亿元以发行股份方式支付，发行价格参考定价基准日前20个交易日公司股票交易均价的90%确定，最终发行数量由标的作价与发行价格计算得出。

配套募资：向控股股东广东省广新控股集团有限公司发行股份募集配套资金，总额不超过10亿元，用于支付现金对价、交易相关费用及补充流动资金，本次收购与配套募资互为前提条件。

业绩承诺：袁海朝等8名承诺方保证金力股份2025-2027年度净利润分别不低于2.3亿元、3.6亿元、6.1亿元；若2025年12月31日前未完成全部交割，业绩承诺期延长至2028年，2028年承诺净利润不低于前三年年均值(4.00亿元)。

估值与定价：以2024年12月31日为评估基准日，金力股份股东全部权益评估值50.84亿元，增值率12.68%(合并口径)，交易作价50.8亿元，定价参考同类交易，不存在利益输送。

核心意义

战略升级：切入新能源核心赛道，构建双轮驱动格局

补齐业务短板，实现赛道跃迁。并购前佛塑科技主营传统高分子功能薄膜，增长相对平稳；金力股份是国内湿法隔膜头部企业(2024年国内市占约18%，5 μ m超薄膜市占领先)，交易完成后公司将直接跻身隔膜行业第一梯队，形成“传统高分子材料+新能源核心组件”双轮驱动，深度契合新能源长期发展趋势，摆脱传统业务增长瓶颈。

证券经典案例

锁定高增长空间。锂电池隔膜是新能源汽车与储能的核心部件，伴随行业需求回暖，金力股份的产能与技术优势将为公司打开长期增长空间，同时作为广新集团新材料核心上市平台，本次并购强化其在新能源材料领域的布局，契合国资聚焦战略性新兴产业的导向。

业绩与盈利：增厚利润、提升确定性，筑牢增长基础

显著改善盈利报表。金力股份2025-2027年承诺净利润分别不低于2.3亿元、3.6亿元、6.1亿元，业绩全面并入后将大幅提升佛塑科技营收与净利润规模，改善盈利质量，增强持续经营能力。

完善风险对冲机制。设置明确的股份+现金补偿机制，补偿上限达5.69亿元，为中小股东利益提供保障，降低业绩不达预期的风险。

优化财务成本。金力股份可借助上市公司平台与国资背景拓宽融资渠道、降低扩产带来的财务成本，提升整体盈利能力。

全维度协同：实现1+1>2，提升综合竞争力

技术协同。双方同属高分子薄膜领域，佛塑的薄膜改性、精密成膜技术与金力的超高分子量聚乙烯制膜、微孔制备技术融合，可加速超薄隔膜、固态电池隔膜等高端产品研发，推动关键原料国产化，提升技术壁垒。

客户协同。金力股份深度绑定宁德时代、比亚迪等头部电池厂商，佛塑可借此快速切入新能源核心供应链；同时佛塑能为标的拓展非锂电领域客户，实现双向客户共享，扩大整体市场覆盖经济参考报。

采购与产能协同。上游原料(聚乙烯等)、设备供应商重叠度高，联合采购可增强议价能力、降低成本；整合生产基地与产能布局，提升规模效应与生产效率，推进国产设备应用，进一步压减生产成本。

财务协同。上市公司为金力股份提供稳定资金支持，缓解融资压力，助力产能扩张与技术迭代；同时金力股份的优质资产并入，可优化整体财务结构，提升融资能力与抗风险水平。

估值重塑：切换估值体系，打开市值增长空间

证券经典案例

重构估值逻辑。传统薄膜业务估值偏低，并购后将纳入高成长、高毛利的新能源材料业务，估值体系从“传统制造”切换为“新能源核心材料”，吸引增量资金，推动市值重估。

提升市场预期。明确的业绩承诺与协同预期，叠加监管审核通过的确定性，增强市场对公司长期价值的信心，提升估值溢价，为股价与市值提供支撑。

产业与行业影响：推动产业链整合，强化国产替代能力

提升产业链地位。并购后公司隔膜总产能将显著增加，助力国内隔膜企业提升全球市场份额，加速关键材料国产化替代，降低行业对外依赖，增强国内产业链整体竞争力。

形成示范效应。作为国资主导的新能源材料领域并购案例，为传统材料企业转型与产业链整合提供参考，推动高分子材料行业向高端化、新能源化升级。

控制权与治理：保障股权稳定，强化合规运营

交易完成后控股股东仍为广新集团，控制权未变更，股权分布符合上市条件；同时借助上市公司成熟的治理体系，提升标的合规运营与风险管控水平，保障长期稳定发展。

并购重组进程

筹划与预案阶段(2024年10月-2025年4月)

2024年10月31日：公司发布重大事项停牌公告，正式筹划收购金力股份100%股权，标志重组启动。

2024年11月14日：披露重组预案，拟以发行股份+现金方式收购标的，同时向控股股东广新集团募资配套资金，11月15日公司股票复牌。

2025年4月29日：董事会审议通过重组报告书草案，确定交易总对价50.8亿元(股份支付46.8亿元、现金支付4亿元)，配套募资不超10亿元，明确业绩承诺与补偿机制。

监管受理与问询回复阶段(2025年6月-2025年12月上旬)

2025年6月12日：深交所正式受理本次重组申请，进入监管审核流程。

证券经典案例

2025年6-11月：公司多次回复深交所审核问询，补充标的财务、产能、业绩承诺合理性等核心材料，完善交易信息披露。

2025年12月1日：深交所审核状态更新为“已回复”，完成核心问询环节。

2025年12月2日：披露重大资产重组报告书(上会稿)，确定交易细节与实施安排经济参考报。

审核通过与待落地阶段(2025年12月9日-至今)

2025年12月9日：深交所并购重组审核委员会审议通过本次交易，认为符合重组条件与信息披露要求深圳证券交易所。

2025年12月10日：公司发布审核通过公告，后续需等待证监会同意注册批复深圳证券交易所。

(来源：中经互联 访问链接：<http://www.ipol23.com.cn/archives/70805>)

“收集”香港金融牌照，蚂蚁收购耀才证券

获香港证监会批准

时隔半年，蚂蚁财富收购香港耀才证券（耀才证券金融，01428.HK）迎来重大进展。

10月10日盘后，香港联交所主板上市券商耀才证券金融公告，截至2025年9月23日，根据《证券及期货条例》第132(1)条，要约人（Wealthiness and Prosperity Holding Limited，下同）已获香港证监会批准，成为耀才期货及商品有限公司、耀才证券国际（香港）有限公司、耀才资产管理有限公司及耀才环球外汇有限公司的主要股东。

公告显示，要约人已向国家发改委提交申报材料，与国家发改委就收购事项的相关流程正按计划推进中。要约人及公司将继续推进完成条件的达成。

公开资料显示，Wealthiness and Prosperity Holding Limited 由上海云进信息技术有限公司（下称：上海云进）全资拥有。而上海云进又由蚂蚁控股全资拥有，且蚂蚁财富是上海云进的全资子公司。

今年4月25日，耀才证券金融曾发布消息，蚂蚁集团全资子公司上海云进计划以3.28港元/股的价格，收购耀才证券控股股东新长明控股持有的50.55%公司股份，总对价约为28.14亿港元，且已支付了10%的定金。

界面新闻记者此前报道，本次交易拟收购耀才证券金融控股股东叶茂林及其一致行动人的所有股权，交易股份约8.58亿股。同时要约收购价格较公司最后交易日（2025年4月22日）在联交所的收盘价2.79港元/股溢价约17.6%。

尽管在本次收购进展公告末尾，耀才证券亦指出，只有在完成落实各项审批等条件后，收购事项方可作实，因此，该收购要约“可能会或未必会”进行。受利好提振，10月13日午后，耀才证券金融直线拉升，全天录得涨幅34.52%。这也是耀才证券金融自2010年在香港联交所主板上市以来录得的最大涨幅。

香颂资本董事沈萌在接受界面新闻记者采访时表示，本次收购可谓双赢，蚂蚁通过收购完善在香港金融牌照和平台的布局，为之后内地与香港跨境金融业务强化基础设施，耀才证券成为蚂蚁成员可以获得更多发展资源，减少竞争造成的压力。

证券经典案例

庚辛资本创始合伙人鄢翔天还向界面新闻记者提到，二者的合作，表面上是一宗传统金融并购，但实质上是蚂蚁在香港金融体系中完善自身牌照体系、为 Web3.0 时代做底层布局的重要一步。

“耀才证券香港金融牌照齐全，能够让蚂蚁打通交易、清算、托管等核心功能，实现财富管理与资本市场业务的深度融合。”鄢翔天认为。

另一方面，鄢翔天还向界面新闻记者分析，近年来，蚂蚁在香港积极推进稳定币与 RWA（实物资产上链）相关业务，两类新金融基础设施对券商牌照有极强依赖。

“收购可与蚂蚁银行形成业务协同，当前，蚂蚁银行已在香港获批运营，从蚂蚁银行到蚂蚁券商，二者一个负责存贷支付，一个负责资产配置与交易，有望形成‘数字银行 + 数字券商 + 数字资产’的业务闭环，为后续拓展加密资产托管、稳定币清算、跨境投融资奠定基础。”鄢翔天表示。

界面新闻记者关注到，今年 7 月份，国金证券一份研报中就曾分析，耀才（证券金融，下同）将现有的 1 号牌升级即可接入虚拟资产交易，包括稳定币；将现有的 4 号牌升级即可就虚拟资产提供意见；将现有的 9 号牌升级即可管理投资超过 10%于虚拟资产的投资组合；不排除耀才向 SFC 提交虚拟资产交易平台 VATP 牌照申请的可能性。

公开资料显示，耀才证券金融系老牌香港本土券商。当前，该公司已获有香港 SFC（香港证监会）下发的第 1、2、3、4、5、7、9 类牌照。

2003 年，耀才证券金融率先响应政府取消最低佣金制度的号召，将佣金由 0.25% 大幅调低至 0.05%，并于 2005 年推出网上证券交易服务，公司也是香港唯一首创提供实时买卖张数及价格的交易商。

耀才证券金融 2024/2025 年度（截至 2025 年 3 月 31 日）业绩显示，集团收入 9.72 亿港元，同比增长 7.0%；股东应占税后纯利 6.18 亿港元，同比增长 10.6%。

另据国金证券研报分析，公司经纪佣金+利息收入为最主要营收来源，占比营收始终维持在 99% 左右。2025 年 4-6 月，港股日均成交额同比大增 97%，预计今年港股交易将持续火热，公司将直接受益。

证券经典案例

谈及蚂蚁收购耀才证券金融后，是否会对在港券商现有业务格局形成冲击时，鄢翔天向界面新闻记者表示，香港的券商行业或将从过去单纯的互联网竞争，进入到科技巨头主导的金融基础设施级竞争阶段。“蚂蚁拥有全球最大的移动支付生态（支付宝），其导流能力远超现有互联网券商。香港券商市场有望迎来结构性重组。”

不过，沈萌向界面新闻记者分析，耀才证券在目前的香港市场属于中型券商，缺少足够的资源与头部券商进行竞争，虽然和蚂蚁合作可以拓展新的业务机会，但其在美股港股等海外市场交易的便利性还有待提高，短时期内不足以冲击富途和老虎。

“香港中小券商的生存环境恶劣，大多数仅凭微薄的经纪业务收入维持，未来也很难找到合适的市场定位，卖牌照或许是机会。”沈萌表示。

据界面新闻记者了解，截至 2025 年，香港持牌券商超过 600 家，其中约 300 家持有 1 号牌照，但前 10 家占据 80% 的交易量。高昂的合规成本与交易同质化，当前，香港本土中小券商正面临严重“内卷”。

“但长期来看，香港持牌券商行业或将沿着三个路径进行重组，”鄢翔天表示，“一是被科技巨头收购整合，如蚂蚁—耀才模式；二是转向专业化服务细分领域，如家族办公室、RWA 托管、ESG 投顾等；三是依托内地资本南下通道，成为中港资本流动的中介桥梁。”

“未来在港券商竞争或已不再是交易佣金的战争，而是生态、技术、监管协同与跨境布局的较量。”鄢翔天认为。

（来源：证券时报网 访问链接：

<https://www.stcn.com/article/detail/3378289.html>）

关注 | 2025 年 1-8 月港股并购市场回顾及后续展望

2025 年 1-8 月，港股并购市场总体活跃，政策与产业双轮驱动，横向整合与技术互补成为主流。以下我们从市场概况、驱动因素、典型案例、未来趋势及风险等多个方面进行回顾与展望。

01 市场总体概况

2025 年 1-8 月，港股并购市场延续了自 2024 年以来的活跃态势。

1、交易规模与数量：截至 2025 年 6 月，港股已披露超 40 起重大并购重组事件，而整个 8 月共发生了 177 起并购事件，涉及金额 793.15 亿元人民币，虽然环比有所下降，但同比显著上升 53.11%。交易金额范围广泛，从数千万元至百亿元级别不等，例如紫金矿业以 137.3 亿元人民币收购藏格矿业部分股权，以及许多中小型技术并购。

2、行业分布：并购活动覆盖了多个行业，其中能源与资源（如中国神华收购杭锦能源）、科技与信息技术（如北森控股收购酷学院）、生物医药（如中国生物制药收购礼新医药）、消费与物流等领域尤为活跃。

3、参与主体：参与并购的主体日趋多元。不仅有中国神华、紫金矿业等行业龙头进行横向整合，也出现了如 26 岁的王凯莉通过万疆资本收购中国新零售供应链这类由年轻一代主导的“买壳”交易。民企在重大重组中的参与度提升，占比达到 60.4%。

02 主要特点与驱动因素

1、政策强力支持：中国证监会 2024 年发布的“并购六条”等政策为市场注入了活力，各地方也配套了支持措施。

2、产业逻辑主导：企业并购主要出于强链补链的需求，约 76% 的案例以产业链整合为目标。横向并购旨在提升市场集中度和协同效应（如中国神华收购杭锦能源）；技术互补型并购则帮助企业快速获取关键技术，缩短研发周期，多见于科技和医药领域（如北森控股收购酷学院）。

3、估值优势吸引：港股市场被视为“价值洼地”，恒生指数在 2025 年前 8 个月涨幅达 25.01%，吸引了产业资本和金融资本进场寻找机会。

证券经典案例

4、交易结构创新：多元化的支付方式被广泛应用，例如“境内现金+境外换股”的模式，这有助于降低并购的融资压力并维护现有股东权益。

03 部分重要并购案例（2025年1-8月）

中国生物制药	礼新医药(95.09%股权)	生物医药	9.51亿美元	创年内创新药领域最大并购案
歌尔股份	米亚精密、昌宏实业	精密制造	104亿港元	深化垂直整合
万疆资本(王凯莉)	中国新零售供应链	综合/买壳	近3亿港元	年轻一代入局，获取上市平台
海尔集团公司	Autohome Inc.	汽车交通	18亿美元	协议转让 · 凯高加速器

04 2025年后市展望与风险提示

1、趋势展望：

政策红利持续：预计支持并购重组的政策将继续深化，特别是在跨境并购方面，鼓励中资收购海外半导体、新能源等领域的优质标的。

硬科技与绿色并购延续：半导体、AI（算力与数据）、生物医药等领域的并购活动预计将持续活跃。同时，在绿色能源领域，如氢能、储能等，地方产业基金的设立将推动相关整合。

交易机制不断创新：未来可能会更广泛地采用分层支付（对价与业绩承诺、研发进度绑定）等交易结构，以降低整合风险。

2、潜在风险：

估值与商誉风险：部分科技企业估值较高（如PS估值超20倍），需警惕后续的商誉减值风险。

整合失败压力：并购后的管理整合是关键挑战，技术型并购尤其如此。成功与否最终需体现在业绩兑现上，而非仅仅公告时的股价波动。

监管趋严：监管层对跨界并购（尤其是高溢价交易）的审查趋于精细化，会更关注并购的合理性和协同效应。

总结

2025年1-8月的港股并购市场，由政策支持和产业升级需求共同驱动，横向整合与技术互补成为主流逻辑。市场展现出活力，交易规模可观且结构不断创新。

证券经典案例

展望后市，科技攻坚和绿色转型领域的并购预计将继续深化，但同时也需要关注估值、整合及监管等方面的风险。

（来源：微信公共账号“综合金融解决方案 前海瑞莱”）

2025 年港股加快生态优化 62 家公司离场 强制退市占半

2025 年，港交所新股市场活跃，全年共有 117 只新股上市，首发募资总额突破 2858 亿港元。与此同时，港股市场加速“优胜劣汰”，2025 年完成摘牌退市的公司达 62 家，较 2024 年的 49 家显著增加。

从退市类型来看，港交所官网显示，去年，29 家公司自愿撤回上市地位，31 家被取消上市地位，另有 2 家特殊目的收购公司（SPAC）因未能在规定期限内完成并购交易而退市。

深圳高合投资有限公司合伙人孔庆勋在接受《证券日报》记者采访时表示，港股市场可进一步完善针对市场操纵、财务造假等行为的举报激励机制，加快“劣质股”出清。整体而言，港股公司加速“优胜劣汰”有利于提升市场整体质量，但需警惕个别公司因财务问题长期停牌直至退市，最终由普通投资者承担损失的情况。他建议，香港市场监管机构未来应进一步加强对上市公司停牌及退市过程的监督与管理，切实保护投资者权益，维护市场健康秩序。

“劣质股”加速出清

在各类退市情形中，强制退市尤为引人关注。2025 年，港股退市的三大路径中，被取消上市地位（即强制退市）的公司占比达 50%，这一数据反映出港交所对上市公司持续停牌、财务违规、信息披露失真等行为的“零容忍”。

自 2018 年港交所推出“快速除牌”机制以来，港股“劣质股”出清进程明显加快。2019 年被强制退市的公司有 19 家，2020 年至 2025 年累计强制退市公司达 219 家，且每年强制退市数量均维持在 30 家以上。

从具体案例来看，重庆洪九果品股份有限公司因无法按时披露财报、高管涉嫌经济犯罪，于 2025 年 12 月 30 日被正式摘牌；中国恒大集团因长期财务困境、虚假记载及巨额债务违约，被取消上市地位，2025 年 8 月 25 日正式摘牌；诺辉健康则在 2025 年 10 月 27 日正式退市，成为港股第 18A 板块首家被强制退市的生物科技企业，退市原因包括未能在规定期限内履行复牌指引，涉嫌财务造假且长期未披露年报。此外，西王特钢有限公司、中泛控股有限公司、上置集团有限公司等多家企业，因连续亏损、年报延迟披露或停牌时间过久且未能在规定期限内复牌，触发强制退市机制。

证券经典案例

根据港交所规则，若主板公司证券连续停牌 18 个月（GEM 即“香港创业板”公司证券连续停牌 12 个月），港交所有权取消该公司的上市地位。

29 家公司私有化退市

除强制退市外，私有化退市也成为不少公司的主动选择。Wind 资讯数据显示，截至 2025 年 12 月 31 日收盘，总市值在 1 亿港元以下的港股公司共有 378 家，部分公司 2025 年日均成交额较低。

在此背景下，2025 年，有 29 家港股公司私有化退市。例如，大悦城(2.900, 0.01, 0.35%)地产有限公司、力宝有限公司、堡狮龙国际集团有限公司等因长期股价低于面值、成交清淡，由控股股东发起私有化以优化资本结构；ESR Group Limited 等则通过私有化实现业务整合或回归母公司体系。

港股上市公司私有化路径通常包括要约收购、协议安排和吸收合并。其中，A 股公司瀚蓝环境(28.300, 0.04, 0.14%)股份有限公司（以下简称“瀚蓝环境”）私有化粤丰环保电力有限公司（以下简称“粤丰环保”），成为典型的超百亿港元重大资产重组案例。

瀚蓝环境与粤丰环保均深耕节能环保领域多年，本次交易是行业头部企业间的并购重组，符合行业发展方向，将提升瀚蓝环境的资产规模和盈利水平，进一步扩大其行业影响力。

微创外科手术器械企业康基医疗控股有限公司（以下简称“康基医疗”）在 2025 年 12 月 9 日完成私有化。该私有化由康基医疗创始人联合 TPG、TPG 旗下 NewQuest V 基金及卡塔尔投资局（QIA）旗下 Al-Rayyan Holding 组成的财团发起，以每股 9.25 港元的现金对价完成，较公司停牌前收盘价 8.42 港元溢价约 9.9%，整体交易估值约 112 亿港元。

康基医疗认为，公司维护上市地位的裨益有限，私有化退市可为公司节省维护上市地位相关的成本。与短期业绩指标相关的压力也将得以缓解，且公司亦能专注于更广泛的战略决策。

汇生国际资本有限公司总裁黄立冲对《证券日报》记者表示，私有化退市为企业提供了战略灵活性、成本优化与治理效率提升的多重优势，而通过要约收购等机制实施私有化，是实现股东价值最大化与资本结构重组的关键路径之一。

保障中小股东权益

目前，还有多家公司正在推进私有化退市。例如，2025年8月22日，东风汽车集团股份有限公司（以下简称“东风集团股份”）公告称，东风集团股份将通过合并和吸收的方式完成私有化退市。随后12月29日东风集团股份公告称，要约人东风汽车集团（武汉）投资有限公司正通过吸收合并的方式将东风集团股份私有化。目前，部分先决条件尚未完成。

值得一提的是，私有化溢价率成为交易成功的关键。黄立冲表示，实践中，港交所要求私有化方案须“公平合理”，溢价不足易遭股东否决；私有化溢价率的确定通常基于市场流动性、股价折让幅度、每股净资产及同类交易等因素，且普遍设定显著高于近期市场价格的现金对价，以保障中小股东权益。

然而，私有化过程中也需警惕可能损害中小股东权益的情形。以往个别港股在私有化过程中出现私有化价格不合理、中小股东权益被公然侵犯的现象。孔庆勋提醒，若放任此类公司私有化退市，将损害市场信心，呼吁香港证监会、港交所调查投票环节是否存在关联交易或股价操纵。

此外，目前仍有部分公司处在退市边缘。根据港交所披露易数据，截至2025年12月31日，长时间停牌（3个月及以上）的公司数量累计有81家，包括主板公司67家、GEM公司14家。其中9家公司的退市方案已获批准，其余72家公司复牌期限内达标（主板18个月、GEM12个月），将面临强制退市风险。

总体来看，2025年港股公司摘牌退市的情况，既是“劣质股”加速出清的必然结果，也体现了市场生态的深度重塑。强制退市占比过半的格局，彰显了港交所强化监管、净化市场的决心，为优质企业预留了更多资源与空间；私有化退市的有序推进，为企业根据自身发展需求优化资本结构、聚焦长期战略提供了灵活路径。未来，随着退市机制的持续完善与市场生态的不断优化，港股市场“有进有出、优胜劣汰”的良性循环将更加稳固。

（来源：新浪财经 访问链接：<https://finance.sina.com.cn/roll/2026-01-08/doc-inhfpwvc1555296.shtml>）

2025 深市并购重组：“质”与“量”齐头并进

推动产业加速向“新”

上证报中国证券网讯（记者 时娜）2025 年，并购重组市场“质”与“量”齐头并进。以深交所市场为例，截至 12 月 19 日，深市年内新增披露并购重组 1104 单，金额合计 5537 亿元，同比分别增长 54%和 55%；其中，新增披露重大资产重组突破百单，同比增长 60%，产业并购占比达八成，七成并购标的集中于半导体、信息技术、装备制造等新质生产力领域。

政策筑基 制度优化激活市场内生动力

4 月 6 日申请获受理，6 月 6 日成功“过会”，TCL 科技(4.760, -0.01, -0.21%)发行股份收购华星半导体少数股权的交易，仅用了 61 个自然日就走完了交易所端的审核全流程。这笔作价 116 亿元的交易，进一步巩固了 TCL 科技在显示面板领域的领先地位。

TCL 科技发行股份购买资产只是今年深市 109 单重大资产重组交易中的一个。今年以来，深市并购重组活动明显增加，并购重组审核效率也显著提升。数据显示，年内深交所受理重大资产重组 41 单，同比大增 273%；审核通过重大资产重组 15 单，同比增长 114%；从受理到重组委审议通过，平均时长同比缩短 22%。

不仅如此，深市并购市场还涌现出大量“标杆案例”“首单突破”。比如，汇绿生态(22.220, -0.18, -0.80%)跨界收购钧恒科技，切入高端光模块领域，打造“园林工程+光通信”双主业驱动格局，成为跨界并购助力转型升级的典型案列；分众传媒(8.020, -0.02, -0.25%)收购新潮传媒，进一步提升媒体覆盖密度，则是上市公司谨慎试水收购未盈利资产的典型案例；海联讯(13.800, -0.04, -0.29%)吸收合并杭汽轮 B(13.300, 0.00, 0.00%)，则是“并购六条”以来首单“A 吸 B”落地。

深市公司还积极尝试综合运用多种对价方式，增加交易弹性。比如，光库科技(141.630, -16.07, -10.19%)收购安捷讯，综合使用了发行股份、定向可转债及现金多种方式支付重组对价；信邦智能(40.600, -2.36, -5.49%)并购英迪芯微，采用分两期支付股份对价，其中后期发行对价 6100 万元在管理层股东实现业绩承诺后支付。

并购重组市场向好，离不开顶层设计与监管优化的精准赋能。

2024年9月24日，“并购六条”发布，明确了支持上市公司向新质生产力方向转型升级、鼓励加强产业整合的核心导向，进一步提高监管包容度，提升重组市场交易效率。

2025年5月16日，证监会修订发布《上市公司重大资产重组管理办法》，细化“并购六条”有关改革举措，深交所同步修订审核规则及配套指南，优化监管审核机制，完善分类监管标准，加强服务引导力度，构建起全链条支持体系。

双向发力 “大重组”与“小并购”共促产业向“新”

“重大资产重组”与“小步并购”协同并进，成为2025年深市并购市场的鲜明特征。新增披露的1104单并购重组中，包含109单重大资产重组，数量较去年同期增长60%；未达到重大资产重组标准的现金并购更是多达995单，占同期重组数量的90%。

“产业并购”“新质生产力方向并购”依然是重大资产重组的主流。109单重大资产重组中，八成属于产业并购，七成并购标的来自新质生产力方向。

多家公司通过并购加强产业整合，实现协同增效。比如，国家电投旗下上市公司电投产融(6.640, -0.08, -1.19%)通过一场作价553.94亿元的资产置换，剥离了金融业务，置入电投集团核心核电资产，转型为纯核电运营商；封测龙头华天科技(11.680, -0.46, -3.79%)通过收购华羿微电，切入功率器件领域，构建起“设计+封测”一体化能力，优化了上市公司产业布局。

小步并购、嵌入式并购在提升公司质量方面也发挥着重要作用。通过小步伐、嵌入式并购，上市公司围绕主业强链补链，整合效果好，推进效率高，“小步快跑”式向新质生产力方向转型升级。立讯精密(54.580, -0.85, -1.53%)就是其中的典型代表，公司上市后进行了超20次嵌入式并购，市值从70亿元增长至4000多亿元，成功发展为苹果产业链的重要企业。

当前，并购重组作为资本市场核心功能之一，在优化资源配置效率、培育新质生产力发展、推动产业整合升级、提升上市公司质量和投资价值等方面，发挥着愈发重要的作用。记者了解到，接下来，深交所将继续深入落实“并购六条”，积极发挥平台作用，优化监管服务效能，凝聚市场各方合力，加快推动更多重组

证券经典案例

标杆性项目落地，进一步支持上市公司通过并购重组做优做强。同时，也将加大对并购重组内幕交易、利益输送等违法违规行为的打击力度，切实增强并购重组市场改革成效。

（来源：新浪财经 2025 年 12 月 22 日 访问链接：

<https://finance.sina.com.cn/roll/2025-12-22/doc-inhcsrpa9072918.shtml>）

北交所并购重组市场活跃度提升

产业整合与制度创新成重要引擎

2025年，北交所并购重组市场持续升温，案例数量与交易规模均显著增长。从科达自控收购海图科技，到五新隧装、创远信科启动重大资产重组，上市公司围绕主业强链补链、布局新质生产力的趋势鲜明。市场活跃的背后，既有现金支付为主、注重业绩承诺等务实特征，也离不开“小额快速”审核机制等制度优化的支持。

展望2026年，在明确的政策鼓励与上市公司内在需求驱动下，市场有望在延续热度的同时，迎来更多规模与质量并重的并购项目。业内人士普遍认为，北交所正成为中小企业并购重组的重要平台，市场活力与规范性将同步增强。

并购重组案例纷呈

2025年，北京证券交易所并购重组市场活跃度显著提升。从跨市场收购到重大资产重组，从产业协同整合到布局前沿科技，北交所上市公司的并购活动呈现出多元化、纵深化的特征。

2025年，一系列产业整合并购为北证市场奠定了活跃的基调。例如，2025年6月，智慧矿山解决方案提供商科达自控宣布以2.091亿元现金收购新三板创新层企业海图科技51%的股权，这笔交易成为北交所公司收购新三板企业的首个案例。通过这笔收购，科达自控得以整合上游的机器视觉核心技术，拓展军工、石油化工等新市场。同样在2025年7月，耐火材料制造商东和新材公告拟以2.55亿元收购鞍山富裕矿业销售有限公司51%股权，以加强自身原材料供应安全。

进入2025年下半年，市场活跃度进一步提升。2025年9月，五新隧装发行股份及支付现金购买兴中科技、五新重工两家公司股权的方案获得北交所并购重组委员会审议通过。该项目交易总额约26.5亿元，是“并购六条”政策发布后，北交所首单获通过的此类项目。

创远信科于2025年12月11日公告，拟通过发行股份及支付现金的方式，以8.86亿元收购微宇天导100%股权，并募集配套资金不超过1.4亿元。此外，2025年还有多家公司围绕新科技、新业务展开布局。例如，铁大科技通过子公司

证券经典案例

投资专注于机器人移动底盘与自动驾驶技术的狗熊机器人；易实精密拟收购通亦和以完善精密冲压产业链。

市场活跃的背后，是制度优化的有力支撑。2025年5月，北交所修订重组规则，引入了“小额快速”审核机制，极大地提升了审核效率，适应了创新型中小企业把握市场机遇的需求。

围绕主业务实推进

北交所上市公司的并购活动展现出鲜明特征，与沪深上市公司形成差异化发展路径。这些特征主要体现在战略导向、交易方式和风险控制等多个方面。

从战略导向来看，北交所公司实施并购的核心逻辑是紧密围绕主营业务，通过“强链补链”与“布局新质生产力”实现业务升级。中国小康建设研究会经济发展工作委员会专家余伟指出：“北交所公司实施并购的核心逻辑和特征是紧密围绕主营业务的强强联合，旨在做大做强主业。”

科达自控收购海图科技是业务协同的典型示例。科达自控主营业务是基于新一代信息技术，应用工业互联网体系，服务于智慧矿山、物联网+、智慧市政板块。海图科技是一家提供一体化嵌入式、流媒体、人工智能、机器视觉解决方案的高新技术企业，其业务市场主要为智慧矿山、军工、石油化工、智慧工厂。通过这笔收购，科达自控能够依托海图科技的现有销售渠道，拓展军工、石油化工、智慧工厂等领域，实现业务协同发展。

在交易方式上，现金支付成为北交所企业并购的主要支付手段。例如科达自控以2.091亿元现金受让海图科技51%股份；易实精密也是采用现金收购通亦和。这种支付方式更加直接高效，避免了股份支付可能带来的股权稀释和审批复杂度。

从风险控制角度观察，北交所企业并购更加注重标的公司的经营质量和业绩承诺。近期北交所企业的并购标的大多经营良好，部分有明确业绩承诺，为并购后的业绩增长提供了一定保障。例如海图科技承诺2025年、2026年、2027年净利润分别不低于3800万元、4200万元、4600万元；通亦和的业绩承诺期也是2025年、2026年、2027年，扣除非经常性损益后归属于母公司股东的净利润分别为2800万元、3200万元、3600万元。

政策助力规模可期

证券经典案例

展望 2026 年，北交所并购重组市场有望在政策支持与市场需求的共同推动下，延续活跃态势并实现质的提升。

政策层面持续释放积极信号。2025 年 10 月 29 日，北京市委金融委员会办公室制定《北京市关于助力并购重组促进上市公司高质量发展的意见》，明确支持北交所成为中小企业并购重组交易首选地，持续做大市场影响力。

该政策鼓励上市公司围绕战略性新兴产业、未来产业等开展并购重组，加快发展人工智能、医药健康、集成电路、智能网联汽车等北京市重点产业。

市场人士分析认为，随着北交所上市公司质量整体提升和体量增大，交易额更大的并购项目将逐步涌现。华源证券表示，2026 年，北交所公司的并购热度有望延续，且随着上市公司质量提升，交易额更大的并购项目值得期待。

对于并购方向，开源证券北交所研究中心总经理诸海滨指出，应重点关注三个方向：同一集团内优质资源整合；新质生产力行业外延并购；“强链补链”扩张版图式并购。这些方向都与当前国家推动的产业升级和创新发展高度契合。

“经过几年的上市沉淀，北交所上市公司已经到了并购的旺盛需求期。”余伟认为，目前北交所并购政策的助推作用体现在积极鼓励与包容性两大方面，政策推出为北交所公司并购提供制度保障，包容性则体现在企业既可并购第三方的优质资产，也可整合同一实控人旗下的资产。

业内人士普遍认为，随着“小额快速”审核机制深化落实和上市公司质量整体提升，2026 年的北交所并购市场有望在活跃度与交易规模之间找到新的平衡点。

（来源：中国证券报-中证网官方网站 2026 年 1 月 12 日）

纳芯微：逐浪先锋的创“芯”路 二次港股上市

“从半导体产业的发展历史来看，全球没有一家芯片公司能够单靠经营一个区域市场就取得成功。中国的芯片公司要做到全球领先，想要未来有一天在全球舞台上跟巨头们‘掰手腕’，就必须有经营全球市场的能力”。

一辆新能源汽车，需要超过 1000 颗的芯片协同运转。十年前，这些芯片中几乎没有来自中国公司的产品。如今，能够实现单车上百颗芯片供应的纳芯微，正以持续的技术创新，在国产化浪潮中破浪前行。

2013 年，当国内多数芯片公司扎堆涌入消费电子赛道时，纳芯微创始人、董事长兼 CEO 王升杨也选择了从美国半导体“大厂”离职，走上自主创业之路。一年后，纳芯微就实现营收超过 800 万元，净利润超百万元。

“当时没想太多就开始创业了，等到能够养活自己后，我们真正开始思考，纳芯微未来究竟要做什么，要不要继续干和别人差不多的事情。”王升杨近日在接受上海证券报记者专访时表示，2015 年，纳芯微下定决心，转向有一定技术门槛的数字隔离芯片领域，开始国产化探索。

“记得产品刚实现量产的时候，我们在慕尼黑上海电子展租了一个小摊位，在摊位旁支了一个易拉宝，上面写着‘诚招代理商’。”王升杨说，而十年后的纳芯微，已在泛能源领域拿下国内近三分之一的模拟芯片市场份额，新能源汽车三电系统芯片在国内的市占率接近 50%，成为博世审核通过的首家中国模拟芯片供应商，并于近日完成了“A+H”双资本平台搭建。如今再谈起最初市场推广时遇到的困难，王升杨已是云淡风轻。

锚定蓝海 做透能源和汽车市场

纳芯微的“上车”路，真正的起点在 2020 年。彼时，王升杨清晰地感到，芯片国产化的窗口越开越大，纳芯微遇到了和 2013 年、2015 年都不同的机遇期。

为了讨论公司下一阶段战略方向，王升杨带着公司 100 多名员工，到苏州周庄古镇，花了三天时间“沉浸式”商量纳芯微的体系化战略规划。

证券经典案例

“当时虽然看到很好的机会，但同时也看到很大的挑战，因为国内的芯片公司中，想赶上国产化浪潮的不只我们一家。”王升杨说，2020年，纳芯微考虑的核心问题是，如何在国内一波芯片公司快速成长的环境中脱颖而出。

在消费电子等下游市场已成为红海的情况下，纳芯微找出了两条相对还处于蓝海的赛道：能源和汽车。尽管这两条赛道如今已成为纳芯微的“护城河”，但当初提出这两大战略方向时，公司内部曾产生不一致的声音。

“争论的焦点集中在汽车市场。2020年前后，国内新能源汽车的累计产销量只有500万辆，市场整体规模不大，我们也吃不准未来新能源汽车能否发展起来，且汽车芯片做起来有难度，我们当时并不确定能否达到客户的要求。”王升杨说。

团队最终还是达成了战略上的共识。王升杨认为，和2015年开始做数字隔离芯片一样，纳芯微依然想做“相对有门槛，且暂时没什么人做”的事情，在相对高壁垒的市场中占据领先优势。

五年时间过去，如今在纳芯微的2025年上半年营收中，有52%来自泛能源市场、34%来自汽车电子市场，五年前的战略规划成效显著。

“这五年里，我们目标清晰，围绕能源和汽车这两个市场的应用，去看他们到底需要什么样的产品，我们尽可能把这两个市场所需要的产品补全，并不断提升产品的竞争力。”王升杨介绍，目前，公司产品已从早期的隔离类芯片逐步扩展至多个领域，包括传感器、信号链、电源管理、MCU等，并与各领域头部客户建立起了良好的合作关系。

面向下一个五年，王升杨表示，纳芯微将继续保持对能源、汽车两大赛道的战略聚焦，在这两大核心市场中深耕做透。在此基础上，纳芯微会把智能终端市场，例如泛机器人、智能家电等也列为关注的赛道，探索其中丰富的应用场景。

深耕生态 构建体系化能力

2024年，纳芯微以现金方式收购磁传感器公司麦歌恩，沿产业链横向拓展，实现了对磁传感器大部分产品品类和应用场景的覆盖，在汽车、工业和消

证券经典案例

费电子等领域的解决方案能力进一步增强。纳芯微 2025 年半年报显示，麦歌恩并表后，为公司的营业收入持续带来积极影响。

“原先我们自己也做磁传感器，但主要聚焦电流传感器、速度传感器等，而麦歌恩做的是位置类、角度类的磁传感器，和我们形成了强互补。到今天来看，我们认为收购麦歌恩达到了‘1+1>2’的效果。”王升杨说。

“标的交易的完成，只能算完成了整个并购的 20%，剩下的 80% 在于两家公司如何完成整合与协同，最终能够对公司的核心能力建设起到支撑作用。”王升杨说。

在他看来，当前半导体行业已进入产业整合阶段，通过平台、规模的形成，来加快构建整个行业更强的竞争力。伴随资本市场对并购重组支持力度的加大，未来半导体行业的并购事件将继续增多，而纳芯微也在持续寻找优质标的。

对于当前半导体行业整体的业绩表现，王升杨判断，在产业格局发生剧烈变化的过程中，势必经历一段洗牌期，当新的产业格局呈现并趋于稳定后，产业整体的盈利能力也将趋于稳健。此外，在模拟芯片领域，国内半导体公司为了缩小与全球领先半导体公司之间的差距，正在加大对于底层技术的超前投入，而这一过程也凸显了资本市场的价值。

“半导体行业发展的本质是要靠技术创新来驱动，未来国内半导体企业能否在国际上具备强劲的竞争力，关键要看底层技术能做到什么程度。”王升杨说，为深耕底层能力建设，纳芯微近年来不断加强与头部客户的联合创新。

作为 Tier2，纳芯微在众多产品开发项目中持续深化与主机厂、Tier1 的协同创新，联合项目已成为技术突破的重要来源之一。王升杨举例称，为优化新能源汽车的电磁兼容性，纳芯微与主机厂、Tier1 共同讨论技术方案，合作开发了具备自动调节开关斜率功能的驱动芯片。

面向未来，王升杨表示，纳芯微还将与战略供应商联合开发下一代芯片底层工艺平台，从原先单纯的芯片设计逐步向工艺、设备、原材料等环节延伸，通过突破底层技术来构建体系化能力，从而全面增强纳芯微的核心竞争力。

“A+H”双平台 拓展全球发展空间

证券经典案例

12月8日，纳芯微正式在香港联交所主板挂牌上市，成为苏州首家“A+H”上市公司。从2025年4月首次递交H股上市申请，到10月获中国证监会境外发行上市备案，再到11月启动招股，纳芯微仅用8个月便完成了“A+H”双资本平台搭建。

本次H股发行的基石投资者阵容彰显了纳芯微在产业链中的深度协同价值。7家基石投资者中，既包括自A股IPO起便一路陪伴公司成长的元禾控股，以及作为耐心资本的国家集成电路产业投资基金三期，也出现了比亚迪旗下Golden Link、小米旗下Green Better、三花智控旗下好易得国际等龙头主机厂和Tier1的身影。

王升杨表示，港股上市是纳芯微全球化布局的一个重要里程碑，标志着纳芯微从以中国市场为重心转向经营全球市场。

目前，纳芯微在日本、韩国、德国等地已设立分支机构。在本次港股上市之际，纳芯微宣布将公司海外运营总部设立在中国香港，以此打造面向全球的海外平台。同时，本次港股IPO募得资金的25%将用于扩展海外销售网络及海外市场推广，加速纳芯微“走出去”的战略投入和布局。

“从半导体产业的发展历史来看，全球没有一家芯片公司能够单靠经营一个区域市场就取得成功。中国的芯片公司要做到全球领先，想要未来有一天在全球舞台上跟巨头们‘掰手腕’，就必须有经营全球市场的能力。”王升杨说。

（来源：上海证券报 2025年12月25日）

上海律协证券专业委员会

- 2025年12月刊 -

