

# A股公司并购重组 流行“蛇吞象”

自今年9月以来，A股并购重组活跃度明显提升。这主要是受到“并购六条”的积极影响。“并购六条”明确支持上市公司注入优质资产、提升投资价值，并且提高了对同业竞争和关联交易的包容度。这些政策的实施，降低了并购重组的门槛，简化了审核程序，提高了交易效率，激发了市场活力，促进了企业转型升级。整体来看，“并购六条”为上市公司提供了更加宽松和支持性的并购环境。

从近期披露的重组计划来看，科创板、创业板的并购颇为活跃，央企国企重组整合动作频频，A股市场并购重组现象层出不穷。其中，“蛇吞象”式并购尤为引人注目。例如，30亿元光智科技“蛇吞象”并购200亿元独角兽先导电科，双成药业跨界收购奥拉股份……



## A “蛇吞象”式并购

“蛇吞象”式并购，通常指的是市值较小的公司收购市值较大的公司。虽然目前几家公司的收购价格均未公布，但对比上市公司的市值和标的公司的估值，可以发现两者的资产规模差异巨大。

具体来看，光智科技拟通过发行股份及支付现金的方式收购先导电子科技股份有限公司（下称“先导电科”）100%股份。

先导电科不仅是国内唯一进入磁存储靶材领域的供应商，还是估值超200亿元的“独角兽”企业。而截至并购计划发布前的一个交易日，光智科技的市值约30亿元。

双成药业拟通过发行股份及支付现金的方式收购宁波奥拉半导体股份有限公司（下称“奥拉股份”）100%股份。

截至停牌前，双成药业的股价报收5.22元，市值21.66亿元。2022年11月，奥拉股份曾试图科创板IPO，原计划募资30亿。公司计划发行8334万股，不超过发行后总股本的25%。按此计算，奥拉股份的估值至少在120亿元。

松发股份收购恒力重工集团有限公司（下称“恒力重工”）100%股权的方案则较为复杂。松发股份拟以其持有的全部资产和经营性负债，与恒力重工50%股权的等值部分进行置换。同时，松发股份拟以发行股份的方式购买恒力重工剩余50%的股权。

截至停牌前，松发股份股价报收14.35元，市值17.82亿元。恒力重工于2024年9月完成企业注册资本增加，注册资本增至30亿元。财务数据方面，预案披露的未审计数据显示，恒力重工截至2023年12月底总资产55.3亿元，净资产4.79亿元。

富乐德拟发行股份、可转换公司债券购买江苏富乐华半导体科技股份有限公司（下称“富乐华”）100%股权。

虽然没有估值相关数据，但富乐华收入规模、盈利能力明显高于上市公司，标的公司2024年上半年是公司2.66倍。

## B 上市公司亏损

由于上市公司和标的公司的资产规模差异较大，两家公司的收入规模、盈利能力也有明显不同。除了富乐德，双成药业、光智科技等三家上市公司已经连续多年亏损。

例如，双成药业近几年营业收入持续低迷，连续数年未能突破3亿元大关，净利润更是深陷亏损泥潭。2021年~2023年，双成药业的营业收入分别为3.20亿元、2.75亿元、2.36亿元，净利润分别为-4080.85万元、-849.60万元、-7197.63万元。2024年上半年，双成药业的营业收入为9489.26万元，同比下降31.74%；净利润为-1694.62万元，同比下降292.78%。

根据深交所2024年修订的股票上市规则，上市公司最近一个会计年度经审计的利润总额、净利润或者扣除非经常性损益后的净利润孰低者为负值且营业收入低于3亿元的，深交所将对其股票交易实施退市风险警示。

光智科技也是相似的情况。

2021年~2023年，光智科技的营业收入分别为7.24

亿元、9.36亿元、10.11亿元，净利润分别为422.55万元、-11390.72万元、-24103.40万元。2024年上半年，公司营业收入5.72亿元，同比上升19.41%，净利润-3787.47万元，同比上升63.61%。近三年内，光智科技的亏损持续扩大。而2024年上半年，光智科技营收、净利润均有所上升，但仍处于亏损之中。

可以看出，上述公司盈利能力不佳，其中双成药业还面临着退市风险，这或许是这些上市公司发起并购的原因之一。

## C 能否“起死回生”

这些并购是否拥有“起死回生”之效？

调查发现，其中有两起并购为跨界收购，更准确地说是业务变更。

此前，证监会发布的“并购六条”明确支持合理的跨行业并购，放开对未盈利资产的收购要求，并支持“两创”板块公司并购上下游资产且资产不必满足“硬科技”或“三创四新”要求。这一政策旨在激发市场求新求变的并购重组活力，促进资源优化配置和产业结构升级。

例如，松发股份始创于1985年，2015年登陆上交所主板，主要业务为陶瓷产品设计、研发、生产、销售等。而恒力重工涵盖上游发动机自主生产、中流船舶制造等多环节业务，具备技术领先、设备先进、产业链一体化的综合竞争优势。

在本次交易中，松发股份拟以其持有的全部资产和经营性负债置换出体外。也就是说，松发股份在收购恒力重工100%股权的同时，正式退出日用陶瓷制品制造行业，全面向造船厂转型。

资料显示，双成药业的主营业务是药品注射剂、固体制剂、原料药的研发、生产和销售。而奥拉股份是一家专注于以时钟芯片为主的模拟芯片及数模混合芯片的研发、生产及销售的平台型模拟集成电路设计企业，是去抖时钟芯片领域的重要供应商。

交易完成后，双成药业也将转向半导体行业，并在未来择机剥离医药类相关资产。这意味着，如果并购成功，这两家上市公司将“改头换面”，变成一家全新的上市公司，未来的发展只与当前的标的公司有关。

一位业内人士指出，如果标的公司盈利表现不错、交易价格公允，对投资者而言大概率是一件好事。

## D IPO改道“卖身”

“蛇吞象”式并购的标的公司往往具备一定的资产规模和盈利能力。或因如此，上文提到的三家标的公司此前均试图IPO。

具体来看，2022年11月，奥拉股份IPO申请被受理，其谋求冲刺科创板，并抛出了30亿元的募资计划。今年5月，因主动撤回申请文件，公司科创板IPO进程终止。

公开资料显示，富乐华于2021年11月完成股改。2022年2月，其与华泰联合证券签署上市辅导协议，并于2023年3月披露第五期上市辅导进展，但此后一直未有进展。



今年2月，先导电科向江苏证监局递交IPO辅导申请，但此后便再无进一步消息。

政策暖风频吹的背景下，加上去年IPO开始收紧，并购重组的政策橄榄枝已经吸引到了部分IPO辅导环节的项目，部分IPO撤退企业也选择改道并购。

近期，深交所也在推出的并购重组专刊中，针对并购IPO撤退企业等给出了过往相应的操作案例，为市场提供示范。

除了奥拉股份等，近期陆续有IPO撤退企业山东宏济堂制药集团股份有限公司、青岛科凯电子研究所股份有限公司陆续筹划通过“卖身”上市公司，来实现曲线上市。

## E 关联交易居多

这四起并购的一大特点是，均构成关联交易。进一步来说，上市公司均是收购实控人旗下的资产。

例如，先导电科与光智科技属于同一实际控制人朱世会控制下的企业。光智科技的控股股东为佛山粤邦投资有限公司，实际控制人为朱世会，预计交易完成后控股股东将变更为先导电科，但实际控制权不发生变更。

而双成药业此次收购中，交易对方奥拉投资、宁波双全、Ideal Kingdom为双成药业实际控制人王成栋、王奕璞父子控制的企业，属于双成药业的关联方。此外，交易对方海南全芯执行事务合伙人及实际控制人袁剑琳为双成药业副总经理，因此海南全芯为双成药业的关联方。

根据奥拉股份股权结构，王成栋通过宁波双全间接持有奥拉股份7.25%的股份，王奕璞通过奥拉投资、Ideal Kingdom间接持有奥拉股份50.27%的股份，王成栋系王奕璞之父，父子二人合计持有奥拉股份57.52%的股份。

在外界看来，这些收购更像是实控人“左手倒右手”的资本游戏。巧妙的是，虽然是跨界且构成了重大资产重组，但由于实控人没有改变，因此也并不构成“重组上市”。

## F 股价随之大涨

无论并购成功与否，并购对上市公司的影响，现阶段立竿见影的是，并购重组计划发布后，几家上市公司的股价齐刷刷飙升。

股价涨幅最高的是双成药业。截至8月27日停牌，双成药业的收盘价为5.22元。9月11日复牌后，双成药业连续收获14个涨停。10月10日、11日两日跌停调整后，双成药业已经连续涨停7个工作日。截至10月22日收盘，双成药业的股价为31.24元，对比8月27日的涨幅高达498.47%。

其次是光智科技。截至9月27日停牌，光智科技的收盘价为22.78元。10月14日复牌后，光智科技连续收获7个涨停，10月22日最新收盘价为81.64元，对比9月27日的涨幅高达258.38%。

富乐德和松发股份由于复牌时间不久，利好涨幅或还未完全释放。截至9月25日停牌，富乐德的收盘价为20.82元。10月17日复牌后，富乐德连续收获4个涨停，10月22日最新收盘价为43.18元，对比9月25日的涨幅高达107.4%。截至9月27日停牌，松发股份的收盘价为14.35元。10月17日复牌后，松发股份连续收获4个涨停，10月22日最新收盘价为21.02元，对比9月27日的涨幅为46.48%。

据金融界等