

# 半导体并购估值博弈加剧 差异化定价成各方共识

证券时报记者 阮润生

2025年A股半导体上市公司并购重组浪潮迭起,并购案例数量同比提升超15%,重组目的更加聚焦资产整合、战略合作;与此同时,半导体并购行业失败率也有所抬升。

多位业内人士向证券时报记者表示,尽管监管审核包容性提升,但当前半导体行业二级市场估值分歧凸显,成为并购失败的重要原因。当前,买卖双方围绕估值对价、业绩承诺等核心条款达成共识的难度增加。有业内人士建议,并购双方采取差异化并购、并购基金分段孵化等方式,降低半导体并购重组失败风险。

## 并购失败案例增加

“成功并购本来就是个小概率事件。”一位长期负责并购业务的电子行业上市公司高管向记者强调,经历2014年、2015年高估值高溢价、盲目跨界、业绩对赌虚高等并购乱象后,如今收购双方都格外谨慎,何况半导体本身就是充满风险。

自2024年9月“并购六条”出台以来,以半导体为代表的“硬科技”企业并购重组高潮迭起。据不完全统计,2025年上市公司资产整合、战略合作目的收购增多,整体重组失败率同比下降,并购市场趋于理性,但是半导体行业内并购失败率随着案例增多而抬升。既有千亿级市值的海光信息与中科曙光收购吸收合并案终止,也涉及思瑞浦、芯原股份、帝奥微等细分赛道龙头的收购尝试折戟。

据不完全统计,2025年A股并购市场案例数量约4773起,总量同比提升约5%,整体重组失败案例数量同比下降约两个百分点;涉及半导体行业间的并购案例活跃度进一步提升,年内案例增至161起,同比提升近25%,失败案例达12起,数量均创近五年新高。相比之下,非半导体企业发起的“跨界”半导体收购活动数量同比减少。

放眼整个行业,国内半导体并购活动也出现了类似情况。投中嘉川CVSource数据显示,2025年中国半导体并购金额合计达到2796.65亿元,并购案例高达496起,失败案例32起,数量同比增长超2倍,均创历史新高。

有观点认为,2025年下半年半导体行业二级市场大幅波动,增加了收购难度。以Wind半导体精选指数为例,2025年板块累计上涨约51%。在海光信息吸收合并中科曙光案例中,中科曙光原本就持有海光信息28%股份,嵌套持股叠加市场波动增大估值难度。终止说明会上,两家公司高管均提到二级市场股价的影响。

对于二级市场收购因素影响,IO资本创始合伙人赵占祥向记者表示,二级市场波动通常对并购影响相对有限,上市公司股价上涨可能会导致卖方预期提升,但并购案例差异化很高,需要一事一议。

另一方面,去年下半年未盈利半导体企业上市通道重启,为并购市场卖方增多选项,也为并购交易增加了不确定性。半导体行业并购终止案例中,不少标的有过上市计划,甚至自身就在IPO审核进程中。

德恒上海律师事务所高级合伙人、并购部负责人杨敏向记者表示:“2025年港股是非常火热的,上交所科创板第五套标准以及创业板的第三套标准分别在去年6月重启与强化推广,鼓励未盈利的企业上市,IPO预期升温背景下,卖方标的寻求并购的意愿就不再强烈,不排除质地达标的半导体企业会选择独立上市。”

## 估值博弈加剧

透过上市公司对外披露的重组终止原因来看,除了市场环境等客观因素外,基本绕不开“核心条款未达成一致”,折射出当前半导体行业二级市场估值博弈难度提升。

“2024年‘并购六条’出台后,国内半导体行业并购加速;但2025年行业估值分歧日益凸显,特别是卖方一级市场估值当时处于历史高位;相比之下,买方基于行业调整期的真实业绩进行定价,买卖双方价格形成巨大落差,导致交易难以达成。”杨敏指出。

记者注意到,当前半导体行业终止案例中,绝大多数被收购标的的外部投资人集中在2021年前后入股。彼时在“缺芯涨价”与国产化替代主题催化,半导体行业标的以冲击上市为目标下估值飙升。投中嘉川CVSource数据显示,2021年半导体行业整体平均市盈率估值高达291倍,伴随着半导体行业景气度回落,半导体估值回调,2024年行业平均估值降至53倍。

进一步来看,不同行业周期下入股成本差异,为日后投资人通过统一定价的并购退出“埋雷”。在\*ST双成收购奥拉股份中,即便交易双方隶属同一实际控制人,但在终止原因中,上市公司直陈难以调和不同轮投资方利益,导致交易各方对交易对价等商业条款未能达成一致意见而告终。2025年11月思瑞浦也计划收购奥拉股份,以期实现模拟芯片领域的

“强强联合”,但这笔收购宣布后迅速叫停,称“实施重大资产重组的条件尚未完全成熟”。

“半导体是周期性很强的行业,2021至2022年经历了半导体行业上行周期,随后回落,当前并购双方都有意愿趁行业回暖期实现整合。”赵占祥向记者表示。另一方面,市场格局、行业属性差异等因素会增加双方博弈难度。从已披露的案例来看,当前A股半导体收购标的集中在成熟制程,如果标的所在行业竞争加剧,在推进和完成的并购交易中,一二市场标的估值“倒挂”现象就会出现。

比如,2025年12月,A股半导体IP头部厂商芯原股份虽然宣布终止收购芯来科技,但对逐点半导体的收购正在推进,标的全部股份对应的股权价值为9.5亿元;对比标的公司曾于2023年筹划登陆A股,其最后一轮的投后估值高达36亿元,本次收购估值大幅打折。

“即便同处于一行业,上下游的纵向并购难度通常比横向并购难度更大。”杨敏提示。

作为数字芯片设计厂商,国科微2025年6月计划收购中芯国际旗下中芯集成电路(宁波)有限公司94.366%股权,加码模拟芯片制造板块。资料显示,2024年中芯宁波净利润亏损,体量超过国科微总资产一半;11月交易因相关事项无法在预计时间内达成一致而告终。

另外,海光信息与中科曙光分属于算力产业链上下游,即便盈利状况良好,但双方围绕绕华H200对华供应等关键问题上,持有不同的见解。

赵占祥介绍,半导体行业要谨慎跨界收购,收购亏损标的,以及高价发行股份方式收购,这些都会增加失败风险。这些情况建议使用现金收购,或者上市公司联合专业机构、地方政府成立并购基金,体外孵化标的,待未来盈利后再适时置入上市公司。

## 推进差异化定价

谈及当前A股并购市场存在的挑战,芯原股份董事长戴伟民建议,针对不同融资轮次进行差异化定价,让后期进入的投资者以本金或者“本金+利息”方案退出,但早期投资人和标的创始人需要做出适当的估值让步。

“半导体并购的估值整体逐渐重归理性,甚至有望回到资产类估值方式。”赵占祥建议,创始团队可以考虑选择拿股权,外部投资人以“回购式”并购实现退出,至少保证回笼本金与一部分合理利益。

据记者观察,在一些半导体收购案例中,针对股东背景多元、成本诉求多样的标的公司,上市公司已经开始推进差异化并购,从估值定价、支付方式、股份锁定、业绩补偿等多维度安排交易方案。

概伦电子斥资19亿元收购锐成芯微股权案例中,上市公司就结合交易对方初始投资成本、是否承担业绩承诺义务、锐成芯微整体估值等因素采取差异化定价。其中,锐成芯微核心团队股份对价占比高于现金;财务投资者部分采用全现金对价,满足退出需求;产业投资者采用“现金+股份”组合对价,满足现金流需求与产业合作需求。同时,配套安排差异化的股份锁定期,以及按交易对价比例分摊补偿责任,核心团队与投资人按各自取得的对价承担义务。

另外,在安凯微收购思澈科技、思瑞浦收购创芯微等案例中,针对财务投资人及管理团队等不同主体,交易方案均做了差异化估值和支付方式安排。

“面对一二级市场估值差异,差异化并购是国际并购通行做法”,杨敏指出,通过定价差异补偿不同股东的权利义务差异,恢复“风险与收益对等”的市场逻辑。同时,结合目标公司创始团队、早期投资人、后期财务投资者等不同股东的持股成本、风险承担、退出诉求,设定差异化对价与支付方式,能够有效解决传统的统一定价下的利益冲突,推动交易达成。

政策层面也支持半导体行业推进差异化并购。据杨敏介绍,监管审批转向“包容审慎”,既体现在对估值定价包容,也体现在评估方法多元化,鼓励交易双方以市场法、收益法等多种评估方法协商确定交易定价,并且对于标的企业不再要求盈利。自“并购六条”出台后,采取现金、股份、定向可转债以及相互组合的支付方式数量显著提升,也便利推进差异化并购。

## 业绩对赌藏风险

“差异化并购模式买卖双方都能够接受,但落地



中又会遇到多种多样的因素。”杨敏提示,在收购活动中存在“不可能三角”,即卖方高溢价的期望,买方兑现业绩承诺的要求与高成功率交易目标,尤其在行业下行调整周期中,这三者很难同时满足。

“收购是高度个性化的操作。”业内人士向记者表示,差异化收购在落地中,协调股东利益就是一个很重要的挑战。同时,标的业绩承诺也是关键博弈点,尤其是针对未盈利的半导体标的。

近年来,不少半导体行业内并购集中在模拟芯片领域。据业内人士介绍,整合是模拟芯片行业的规律,国产模拟芯片行业在2023、2024年经历了红海竞争,不少企业出现亏损,且独立上市难度增大,随着2025年行业出现触底复苏,买卖双方有动力趁机推动并购,失败案例也层出不穷。比如帝奥微终止收购荣湃半导体披露的原因就包括交易双方“就交易方案、交易价格、业绩承诺等核心条款未能达成一致意见”。

“2025年不少收购案例就是标的企业与投资人之间业绩对赌到期,又无力履行约定的股份回购义务,因此寻求上市公司并购。”杨敏介绍,在行业下行周期中,标的企业包括管理团队不大愿意签署业绩对赌,但是业绩承诺常与估值方式密切挂钩。

根据2025年5月修订的《上市公司重大资产重组管理办法》明确,在采取收益法等基于未来收益预期的方法进行评估时,应当就利润预测数差异情况达成业绩补偿或分期支付的安排;采用资产基础法等其他方法进行评估时,监管无该强制要求。

杨敏表示,监管机构并未设立统一的强制性业绩承诺和补偿机制,而是采取了灵活和市场化的“分类监管”策略,因此,交易双方是否设置业绩承诺,主要取决于评估方法和交易双方的自主协商。但交易所会高频问询无业绩承诺的交易,要求上市公司充分论证交易的合理性;监管还高度关注上市公司是否具备对标的资产的整合能力,上市公司需要证明其在技术、人才和市场等方面的管理能力,否则交易可能因无法满足监管要求而终止。

有观点认为,标的企业业绩承诺的相关规定还有待进一步完善。杨敏指出,理论上,上市公司完成标的资产收购后,控制权已经发生转移,后续上市公司应该是标的公司经营主要责任方,但是A股资本市场考虑投资者保护等因素,设置了业绩承诺对赌等要求,这会遗留“权责”转移不一致的问题;在实践中,有的标的公司为了完成对赌业绩而不惜造假。参考海外收购案例,对于业绩承诺并没有强制性规定。因此,杨敏建议,标的企业履行业绩承诺应该以标的企业股权价值为上限。

戴伟民在前述建议中也指出,针对较高收购估值,设定合理的对赌及相应的补偿安排;并根据业绩目标完成情况,分期支付收购的股份或价款。

年份	收购案例总数(起)	年度失败案例数量(起)
2021	4988	254
2022	5267	236
2023	4336	204
2024	4532	217
2025	4773	133

年份	收购方为半导体行业上市公司的案件数量(起)	失败案例(起)	失败案例占比(%)
2021	85	1	1.18
2022	91	3	3.30
2023	88	4	4.55
2024	129	1	0.78
2025	161	12	7.45

本版数据来源:投中嘉川CVSource、证券时报数据中心、Wind

## 聚焦硬科技赛道 并购基金规模与质量齐升

证券时报记者 阮润生

在证监会“并购六条”政策红利释放下,2025年中国并购基金市场爆发式增长,新增数量与募集规模双双创新高,投资聚焦半导体、生物医药等硬科技赛道,形成“国资引领、企业协同”的产业整合新格局。

投中嘉川CVSource数据显示,截至2025年12月1日,国内新设并购基金29只,目标募集规模约1050亿元;较2024年全年,新设数量同比增长70%,目标募集规模增幅超200%,资金向硬科技集聚趋势显著。

资金端来看,产业属性资本主导作用凸显。国资类平台与引导基金参与度同比提升6个百分点,企业投资者攀升近10个百分点;PE/VC及母基金等财务投资者出资占比小幅下降。

其中,A股上市公司是参与产业并购基金关键力量,投资集中于主业关联紧密的硬科技领域。

“一级市场投资机构参与并购基金积极性提升。”IO资本创始合伙人赵占祥向证券时报记者介绍,投资机构愿意跟随上市公司,通过并购基金收购、孵化,再由上市公司收购整合;地方政府也愿意联合上市公司参与并购基金运作,“以投招商”,资金退出也相对有保障,一举多得。

不过,2025年上市公司参设产业基

金数量仍处历史相对低位。业内人士指出,经2014至2015年高估值、盲目跨界并购乱象后,市场回归理性审慎;半导体等硬科技领域技术壁垒高、整合难度大,加剧双方谨慎态度。

风险也在同步显现。随着高潮时期设立的并购基金进入退出期,业绩承诺兑现问题集中暴露。据记者了解,不少LP因“业绩不达标”向标的企业等相关方发起诉讼,并购完成后的价值兑现仍存挑战。

与市场审慎态度形成对比,地方政府设立并购基金热情高涨。自2024年9月以来,上海、深圳等约十个省市密集出台配套政策。其中,上海2024年12月印发行动方案,明确用好100亿元集成电路设计并购基金、设立100亿元生物医药并购基金;深圳提出打造并购基金矩阵,带动形成万亿级产业基金群,推动产业链协同并购。

并购政策方面也在不断完善。2025年5月修订后的《上市公司重大资产重组管理办法》明确了私募锁定期“反向挂钩”等安排,助推了并购类基金的设立热度。同时,引导基金等考核机制也在优化。2025年12月26日,国家创业投资引导基金启动,财政部明确考核重点关注政策目标实现效果,不简单以单个项目三年的盈亏作为考核依据;同时指导基金构建“募投管退”全周期风控体系,提升资金使用效率。