

海汽集团关联并购陷“四年拉锯战”：方案反复“变卦”，交易标的估值缩水六成

证券时报记者 范璐媛

截至今年3月，海汽集团每月一则、“配方”熟悉的重组进展公告已经持续了一年半；重大资产重组事项仍在进行，但交易推进存在一定障碍，能否最终实施完成存在重大不确定性。

自2022年5月首次官宣启动关联方资产收购，近四年时间里，海汽集团的重组方案历经三次重要修改，标的资产估值腰斩，核心条款步步缩水，支付方式发生重大变更，稳定性尽失，而重组落地时间表却迟迟未见踪影。

随着监管部门对“忽悠式重组”的惩治力度持续加码，这场逐渐陷入僵局的重组大戏能否顺利破局？

重组“拉锯战”开启

海汽集团主营业务为汽车客运，客运站经营及汽车综合服务，2016年7月于上交所挂牌上市。近年来，全国高铁网络快速铺开，私家车保有量大幅攀升，中长途班线客运需求应声下滑，公司主业遭受冲击，上市以来营业收入峰值定格在2018年。

2020年至2024年，海汽集团扣非净利润连续五年亏损，最新业绩预告显示，2025年公司净利润预计亏损4000万元至8000万元，扣非净利润亏损4800万元至9600万元。与此同时，公司资产负债率年年攀升，2025年三季度达到69.17%。

面对主业的持续萎靡，海汽集团将目光投向了免税业务。2020年海南自贸港建设方案出台，免税概念一跃成为资本市场上最炙手可热的题材。同年，海汽集团实控人海南省国资委将其持有的海汽控股股权出资变更至海南旅投，坐拥免税牌照的海南旅投就此成为上市公司间接控股股东，当前间接持股比例42.5%。

“免税+重组”的双重预期迅速引爆公司股价，2020年8月，海汽集团股价冲高至68.22元/股的历史最高点，两个月内涨幅超过500%。

2022年5月，海汽集团正式停牌筹划重大资产重组，拟以发行股份和支付现金的方式，作价50.02亿元，向间接控股股东海南旅投购买其持有的海旅免税100%股权，并同步募集不超过18亿元配套资金。重组利好再度推高股价，在免税概念的加持下，海汽集团复牌后连收11个涨停板，股价在短短一个月内从12.02元/股最高飙升至45.78元/股，涨幅达280%。只是股价狂欢过后，海汽集团的重组计划便陷入了漫长的拉锯期。

方案多次修改估值缩水

自首次公告收购海旅免税至今，海汽集团的重组进程已持续近四年，其间重组方案历经多次修改，几度中止，经过多轮监管问询，前景至今仍充满不确定性。

2023年4月，海汽集团首次调整交易方案，将交易作价由50.02亿元下调至40.8亿元，配套募集资金由不超过18亿元调减至14亿元，后因财务数据过期，重组中止。

2024年3月，海汽集团重启重组计划，并发布重组方案重大调整公告：交易作价进一步下调至20.37亿元，较最初估值缩水近60%；配套融资规模压缩至7.38亿元，业绩承诺大幅调减。对于此次方案调整，海汽集团称主要原因是标的公司业

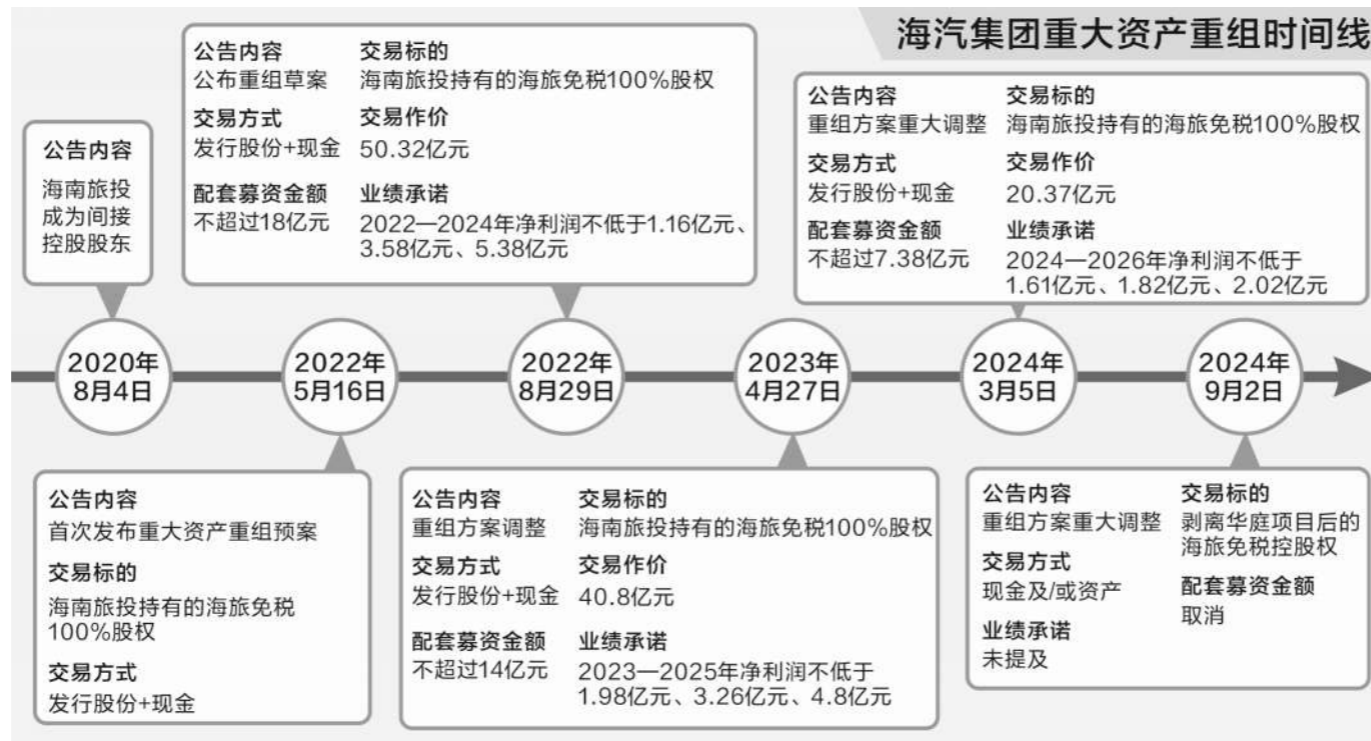
中国移动去年营收超万亿 智算服务增速达279%

证券时报记者 刘灿华

3月26日晚间，中国移动披露2025年年报，2025年，公司营运收入10502亿元，同比增长0.9%；主营业务收入8955亿元，同比增长0.7%；通信服务收入占主营业务收入比重为79.8%；算力服务、智能服务收入占主营业务收入比重为20.2%，同比提升1.4个百分点。

2025年，中国移动运营利润达到1489亿元，同比增长4.4%；股东应占利润为1371亿元，每股盈利为6.35元。资本开支为1509亿元，同比下降8.0%。自由现金流为820亿元，保持健康充沛。

中国移动董事会建议向全体股东派发股息每股2.52港元，连同已派发的中期股息，2025年全年股息合计每股5.27港元，同比增长3.5%。2025年全年派息率为75%。公司称，充分考虑盈利能力，现



数据来源：公开信息 范璐媛/制图

绩不及预期。

然而仅时隔半年，2024年9月，海汽集团再次对重组方案作出重大调整，将原“发行股份和支付现金购买海旅免税100%股权”的方案，变更为“以支付现金及/或资产方式，收购剥离华庭项目后的海旅免税控股权”。新方案取消了发行股份和配套融资安排，模糊了股权收购比例，也未提及业绩承诺等关键条款。

此后，海汽集团每月例行发布重组进程公告，却始终无实质性进展，公司最新公告显示，“因受国内免税市场竞争激烈、消费需求放缓等因素影响，预计2025年标的公司剔除华庭项目后的业绩可能出现较大下滑，公司推进本次重组存在一定的障碍，能否最终实施完成存在重大不确定性”。

从“发行股份+现金收购+配套募资”到“现金/资产”收购，收购方案大幅简化，也对上市公司的支付能力形成考验。2025年三季报显示，海汽集团货币资金2.81亿元，与海旅免税最后公告的估值相比，资金缺口超17亿元；另一方面，公司有息负债超10亿元，高企的资产负债率进一步加剧了融资压力。

“从当前情况看，并购重组走简易程序的最快3个月内就能完成，走普通程序的平均用时6—12个月，构成重组上市的平均需要12—18个月，对于特别复杂的案例，并购周期可能超过两年。”大成律师事务所高级合伙人王杰向记者介绍。海汽集团的重组用时已超过这一范围。

重组落地困难重重

苏港管理会计与审计研究院研究员刘志刚表示，关联并购周期过长通常存在四大原因：一是标的业绩不及预期，二是估值与业绩承诺的博弈陷入僵局，三是监管审查日趋严格，四是交易各方的利益协调存在困难。

此前，监管部门围绕海汽集团重组方案展开多轮问询，核心聚焦估值虚高、资金来源、业绩承诺等关键问题。并购的标的资产实际业绩与预期严重脱节，更是被市场质疑其估值存在较大“泡沫”。

在2022年最初的并购方案中，海旅

免税100%股权估值50.02亿元，增值率超过13倍。该方案同时承诺，标的公司2022年至2024年的净利润分别不低于1.16亿元、3.58亿元、5.38亿元。然而在2021年，海旅免税的归母净利润为-2446.89万元，尚未盈利。

海旅免税的高估值，建立在上市公司对其业绩增长的乐观预期之上。海旅免税约80%的收入来自离岛免税业务，2020年12月成立的海旅免税是其核心业务载体。上市公司最初预测，海旅免税2022年和2023年免税业务收入的年增速均超过50%。

但从实际情况来看，2022年起，海南省离岛免税销售额在经历两年爆发式增长后迎来了大幅调整，叠加市场竞争日趋激烈，海旅免税的业绩严重不及预期。2022年和2023年，其归母净利润仅为0.61亿元、1.39亿元，仅完成业绩承诺值的52.58%和38.83%，从公司披露信息来看，标的公司业绩在2024年、2025年进一步大幅下滑。

公司治理层面，自重组启动以来，海汽集团核心管理层频繁更迭。2024年1月，原董事长刘海荣因工作调动辞职，2025年6月继任董事长冯宪阳辞职，符人恩接任董事长一职。2025年11月，总经理马超辞职并不再担任公司任何职务，目前总经理一职由符人恩临时兼任。高层的频繁动荡，难免对重组决策的连续性产生影响。

“海汽集团在收购海旅免税过程中，多次对重组方案作出重大调整，这反映出交易核心基础已经动摇，是上市公司在标的业绩不振、行业下行与监管压力下的被动妥协，而非主动的方案优化，本质是公司从‘战略升级’向‘止损求生’的转变。”刘志刚分析。

对于重组推进障碍、方案调整依据、资金缺口等问题，记者向海汽集团寻求采访，截至发稿，未获回应。

“并购难产”风险需警惕

自“并购六条”落地后，A股重组审核流程持续优化，上市公司并购效率大幅提升。记者统计，2025年以来上市公司作为买方发起的重大资产重组中，从首次披

露到重组完成，平均用时334天，用时最短的不足两个月，最长的约为两年。

相较之下，海汽集团重组进程久拖不决，核心方案多次修改的现象，远非正常情况，但也并非个例。这类重组周期过长的公司，大多具备主业低迷、炒作情绪高涨等特征，且多数走向重组失败的结局。

例如，中毅达2021年5月启动百亿收购，拟拿下瓮福集团100%股权，该重组方案历经监管部门多轮问询，历时近三年后，于2024年2月终止。

刘志刚认为，重组周期过长对上市公司的负面影响主要体现在五个方面：其一，上市公司错失转型窗口期，导致主业不振，新业务未立；其二，投资者预期反复受挫，导致股价长期承压，融资能力被严重削弱；其三，交易公允性受质疑，交易核心条款的大幅修改和退让，易引发市场对资产定价是否公允、是否存在利益输送的猜测；其四，与监管沟通的效率低下，暴露公司治理能力的短板；其五，标的资产持续贬值，最终或成“负资产”注入上市公司，反而加重上市公司财务负担，面临“接盘”风险。

王杰表示，重组方案多次重大调整，并非完全负面，但频率过高、幅度过大，通常意味着前期论证不足、博弈激烈或存在利益倾斜。在他看来，频繁调整本质上会拉长周期、放大不确定性，削弱市场信任，最终显著提高重组失败率与合规风险，长期损害上市公司价值与中小股东权益。“监管与市场应重点区分是合规性修正，还是随意性调整；是为保护上市公司，还是向特定方让利。”

“要判断方案是真调整还是‘忽悠式重组’，要看方案调整方向是收敛还是发散。真重组修改时通常标的范围缩小，定价更合理，合规瑕疵被修补，最终方案收敛，而‘忽悠式重组’的方案越改越乱，标的忽大忽小、估值反复跳，业绩承诺时有时无、交易结构频繁推翻，每次公告都‘重大调整’，但永远不解决关键问题。”王杰说。

解码 并购重组

业跨国发展，全球合作数据中心超1300个，“牵手计划”覆盖全球用户超30亿户，成功收购香港宽频。2025年国际市场收入快速增长，达到293亿元，同比增长28.5%。

根据半年报，2025年，中国移动运营能力全面升级。一方面，5G网络基站超过277万座，实现全国乡镇以上连续覆盖，全球率先引入5G-A核心网智能化。千兆网络覆盖用户5.3亿户，千兆光网试点积极推进。此外，智算算力规模达92.5EFLOPS(FP16)，实现百卡至超万卡的全规格计算能力。

在产品供给方面，中国移动抢抓经济社会加速数字化转型机遇，持续加大产品布局与创新力度，取得积极成效。公司成功打造收入百亿级产品13项，客户超亿户产品17项，AI智能助理灵犀智能体月活跃客户超1亿。

首钢股份筹划发行可转债 收购子公司股权

证券时报记者 黄翔

3月26日晚，首钢股份(000959)发布公告称，公司正在筹划发行可转换公司债券及支付现金购买资产并募集配套资金事项，公司股票于3月27日开市起停牌，预计停牌时间不超过10个交易日，最晚将于4月13日复牌并披露相关正式方案。

根据公告内容，本次交易核心为收购控股子公司首钢智新电磁材料(迁安)股份有限公司(下称“首钢智新”)的少数股权，交易方式采用发行可转债结合现金支付，同时募集配套资金。本次交易预计不构成重大资产重组，但存在构成关联交易的可能性。

本次拟收购股权的首钢智新，是首钢股份旗下聚焦高端电磁材料研发生产的子公司。公开资料显示，该公司成立于2018年3月22日，注册地位于河北省唐山市迁安市经济开发区。该公司主营高端无取向、取向电工钢的研发、制造与销售，产品作为核心软磁功能材料，主要应用于新能源汽车驱动电机、变压器、发电机、家电电机等领域，是新能源、电力装备行业的关键基础材料。

依托技术研发与产能优势，首钢智新已形成全系列、多规格电工钢产品体系，已成为首钢股份高端板材板块的盈利增长点，也是公司布局新能源材料领域的重要载体。

首钢股份是首钢集团旗下核心钢铁上市主体，主营钢铁冶炼、钢材轧制及相关产品销售，产品覆盖电工钢、汽车板、中厚板、镀锌板等多个品类，广泛应用于新能源、汽车制造、家电、基建等领域，是京津冀地区重要的钢铁生产企业。

从公司近期经营业绩来看，首钢股份盈利呈现明显修复态势。公司此前发布的2025年度业绩预告显示，预计全年实现归母净利润9.2亿元至10.6亿元，同比增长95%至125%。业绩增长主要得益于铁矿石等上游原料价格回落，成本压力有效缓解，同时公司持续优化产品结构，高端板材产品产能释放，毛利率稳步提升，叠加内部降本增效措施落地，整体盈利能力显著改善。

从钢铁行业整体现状来看，当前行业处于减量发展、结构优化的深度调整阶段。供给端，在粗钢产量调控、超低排放改造、行业“反内卷”等政策推动下，行业供给格局持续优化，落后产能逐步出清，市场集中度稳步提升，2026年行业前十企业产量占比有望提升至55%，资源持续向头部合规企业集中。需求端，行业需求结构发生明显转变，传统房地产用钢需求持续收缩，占比逐步回落，而制造业、新能源、基建等领域用钢需求成为支撑行业的核心力量，高端板材、特钢等产品需求保持韧性。成本端，铁矿石、焦煤等原料供给相对宽松，价格中枢趋于平稳，钢企成本压力较此前有所缓解，行业整体盈利水平逐步修复。

多家券商研报认为，随着房地产拖累效应逐步减弱，行业需求趋于稳定，叠加供给端持续收缩，钢铁行业供需格局将持续优化，低碳环保、高端化转型将成为行业长期发展主线，头部企业凭借技术与产能优势，市场份额与盈利水平有望进一步提升。

斯柯达汽车 今年年中将退出中国市场

证券时报记者 梅双

3月26日，有消息称，大众旗下的斯柯达品牌将退出中国市场。随后，大众中国方面回应，斯柯达汽车在中国的销售将持续到2026年年中，此后仍将为车主持续提供全面的保修和售后服务支持。

大众中国方面表示，斯柯达汽车对全球战略进行了调整，将重点聚焦印度、东盟等高增长市场。同时，大众中国再次强调，中国始终是大众汽车集团全球战略的核心。集团在华建有近40座工厂，服务超5000万名客户，同时设立了德国总部以外规模最大的研发中心——大众汽车(中国)科技有限公司(VCTC)，以持续推进智能网联汽车技术的开发。

资料显示，斯柯达是大众集团旗下历史悠久的汽车品牌，创立于1895年，现为世界上历史最悠久的四家汽车生产商之一。作为最早进入中国市场的合资品牌之一，斯柯达于2006年正式开启在华布局，凭借“平价德系”的定位，依托大众集团的技术支持，曾在华实现快速发展。

巅峰时期，斯柯达在华经销商数量超500家，形成了覆盖全国的销售与服务网络，旗下明锐、速派、柯迪亚克等车型受到消费者青睐。然而，近年来，随着自主品牌在电动化、智能化领域快速崛起，部分转型滞后的合资汽车品牌生存空间面临着市场挤压。2025年，斯柯达在中国仅交付1.5万辆新车。

实际上，关于斯柯达将要退出中国市场的传闻一直不绝于耳。2022年底，斯柯达CEO Klaus Zellmer曾直言：“目前中国的竞争太激烈了，我们将与中国合资企业的合作伙伴一起考虑我们将如何进行。”他指出，可以考虑只在中国销售汽车，而不是生产汽车。

虽然中国市场销量惨淡，但斯柯达在全球市场已连续两年保持增长。2024年斯柯达全球销量为92.66万辆，同比增长6.9%；2025年销量突破100万辆。其中，西欧销量占比超过一半，德国是其全球最大单一市场。

据悉，退出中国市场后，斯柯达将把业务重心转向印度和东南亚，尤其是印度市场。2025年，斯柯达在印度市场实现了超100%的销量增长。