

并购重组“工具箱”持续扩容 从“能用”走向“好用”成政策引导重点

证券时报记者 范璐媛

分期支付、定向可转债、差异化定价、简易审核、锁定期“反向挂钩”……随着并购重组工具箱持续扩容，A股并购重组的架构和效率正在发生积极变化。

两年前，“并购六条”提出提升支付与审核效率，随后修订后的《上市公司重大资产重组管理办法》（下称《重组办法》）正式

实施，简易审核程序、股份对价分期支付、私募基金“反向挂钩”等机制相继落地，为持续活跃的并购市场提供了有力支撑。

南开大学金融学教授田利辉表示，监管思路由审批导向转向交易导向，是本轮并购重组制度创新的一大亮点。工具箱已基本补齐，在解决“能不能做”后，如何让工具“好用、想用”，成为并购市场的下一道考题。

1 创新支付工具

在传统现金和股份收购之外，定向可转债是本轮并购实践中的一项特色支付安排。它兼具债底托底与股性弹性，为企业的定价僵局提供了折中解。近两年，“现金+股份+可转债”的多元化组合支付模式日益受到青睐，三类工具搭配使用，可有效平衡各方利益。

华海诚科收购衡所华威70%股权是典型案例。11.2亿元总对价中，3.2亿元为现金对价，满足部分股东即时变现的诉求；3.2亿元为股份对价，绑定长期股东；4.8亿元通过发行定向可转债支付，未来可择机转股。近期普冉股份、日联科技等公司的并购方案也均采用了组合支付安排。

定向可转债还打破了过往辅助工具定位，成为部分交易的“主角”。今年8月，芯导科技并购瞬雷科技获证监会批复，在4.026亿元的总对价中，定向可转债对价2.76亿元，占比68.6%。这一方案大幅压低上市公司一次性现金支出，同时避免一次性大额发股带来的股权快速稀释。

“分期”是支付工具的重要突破。2025年5月修订的《重组办法》首次建立

股份对价分期支付机制，将“一次注册、分期发行股份购买资产”的注册决定有效期延长至48个月，并允许“分期支付+业绩补偿”组合运用。

奥浦迈收购澎立生物100%股权于2025年12月注册生效，为“并购六条”以来首单采用股份对价分期支付机制的项目。该交易总对价14.51亿元，对标的公司控股股东及管理层团队采取“股份分期发行+业绩直接挂钩”的模式，股份分四期发行，根据每年业绩完成情况分期解锁。田利辉分析，分期支付与或有对价将一次性博弈改为分期兑现，直击高商誉减值与业绩补偿执行难两大顽疾。

北京大成律师事务所高级合伙人王杰表示，股份分期支付交易结构较为复杂，目前应用案例尚不多。“重组预案中需对多期发行条件、触发机制、业绩考核、锁定期以及减值联动安排作出约定，同时还要落实持续信息披露与督导，保障后续各期发行合规。该交易链条长，监管问询关注点多，中介机构的工作量与工作强度显著加大。”王杰说。

2 简易审核提升效率

《重组办法》新设重组简易审核程序，对符合条件的交易实行“2+5+5”快速审核：2个工作日内受理、5个工作日内完成审核、5个工作日内完成注册，把过去动辄数月的审核周期，压缩到两周量级。

在适用条件上，简易审核程序设置了市值和信披门槛，要求上市公司市值超过100亿元，信息披露质量评价连续两年为A，且交易不构成重大资产重组。

目前，A股已有两单通过简易审核程序实现重组的案例。中国神华1335.98亿元收购国家能源集团旗下12家核心企业股权，是A股最大规模的发股购买资产项目，也是简易程序的首单落地。该交易2026年1月30日获上交所受理，2月6日

提交注册，2月11日即注册生效。

今年4月，科创板首单简易审核程序落地。中微公司收购杭州众硅64.69%股权，从受理到注册仅10个工作日。

在政策推动下，A股并购审核整体提速。东方证券并购项目8月25日获受理，8月31日便进入问询阶段；今年内中金公司、华虹宏力、瑞立科密、中芯国际等公司并购从受理到完成注册均不超过100天。

在简易程序之外，面向小额交易的“小额快速”通道并行运转，大大活跃了并购市场。以首次披露日统计，“并购六条”发布以来，上市公司作为竞买方发起的并购重组超过2900起，八成以上的交易对价不超过5亿元。

3 锁定期“反向挂钩”

对私募基金锁定期实施“反向挂钩”，回应了投资人退出难的痛点。根据《重组办法》，私募基金投资期限满48个月的，第三方交易中的锁定期限由12个月缩短为6个月，重组上市中控股股东、实际控制人及其控制的关联人以外的股东的锁

定期限由24个月缩短为12个月。

这套“投资周期越长、退出约束越宽松”的激励规则，可有效畅通“募投管退”循环，引导私募机构从短期财务投资者，转型为深耕产业、陪伴企业成长的耐心资本。奥浦迈并购澎立生物项目中，4家参



图片来源:AI生成

与投资的私募基金因满足长期投资要求，适用“反向挂钩”政策，股份锁定期大幅缩短。灵活的退出周期，有效提升了长期产业投资的资金周转效率与回报率，进一步激发专业投资机构参与产业并购的积极性。

“反向挂钩”也打开了私募基金参与并购重组更大的想象空间。“并购六条”明确支持私募基金以促进产业整合为目的

依法收购上市公司。2026年1月，启明创投通过旗下并购基金完成对天迈科技股权交割，成为“并购六条”发布后首单市场化创投入主案例。

“不过，锁定期缩短并不等于退出。”田利辉指出，“减持比例限制、S基金与接续基金仍在试点，国股份额转让的折价规则与容错免贵尚不明确。退出端缺一环，前端的激励就要打折。”

4 从“能用”到“好用”

创新工具落地后，使用情况出现分化，可转债、差异化定价、放宽后的并购贷应用已初具规模，简易审核程序、分期支付与“反向挂钩”仍属个案示范。田利辉认为，这种分化本身是健康的，说明工具未被滥用，真正跑通的都是具备产业逻辑的交易。

田利辉表示，一些创新工具应用较少，还在于制度门槛偏高。“简易审核设定了市值、信披评级门槛，且要求不构成重大资产重组。然而真正对时间敏感的多是百亿级以上的产业整合，这类交易天然构成重大重组，反而进不了快车道；‘反向挂钩’同样如此，要求私募基金投资满48个月且非控股股东及其关联方，能同时满足条件的对手方本就稀少。”

王杰表示，交易双方的商业考量、市场认知不足也是新工具使用较少的原因。“比如分期支付落地时间较短，缺少足够的标杆案例，配套的会计处理、减持规则、信息披露指引都需要细化。多数中介机构缺少实操经验，更倾向选择传统方案，规避新型结构的问询与履约争议的风险。”

田利辉进一步指出，更重要的原因在于隐性成本缺乏消化渠道。“分期支付把对价变成未来的股票，卖方须承担股价波动与业绩不达标被回购的风险。或有对价的公允价值变动计入当期损益，报表波动让不少财务总监望而却步。”

如何让工具箱从“能用”走向“好用”，

成为下一阶段政策引导的重点。

田利辉认为，制度端首先要完成从身份导向向质量导向的转变。“简易审核的人口应当扩大，对同一控制下的主业整合、产业链补链强链且信披记录良好的重大重组开放快速通道。”

王杰表示，监管层应持续引导交易双方树立长期定价思维。“以往并购多采用一次性买断模式，未来需要转向价值联动、分阶段兑现的定价逻辑，这一点对具备科创属性、业绩波动较大的并购标的尤为重大。”

实施细则方面，田利辉建议把分期支付做成标准件，出台分期与业绩补偿衔接指引，简化各期股份登记与披露模板，并研究其与特殊性税务处理的衔接。“反向挂钩”可改为分段设计，并延伸至并购取得股份的减持安排，让缩短锁定期真正转化为“退出出”。

融资端需扩大科技企业并购贷款试点范围，认可知识产权与未来收益权作为增信；市场端加快国家级并购基金落地，推动S基金与接续基金制度化、培育能对未盈利硬科技定价的投行与估值机构，引导保险、理财、年金成为分期支付与可转债的对手方。



“双节”团圆聚餐需求走高 头部餐企备战消费旺季

证券时报记者 曹晨

随着中秋、国庆“双节”临近，餐饮市场消费热度逐渐升温，“团圆饭”需求迅速增长。

9月23日，证券时报记者走访北京多家老字号餐饮门店发现，不少老字号门店的中秋团圆饭包厢已基本订满。以全聚德(002186)马家堡门店为例，家庭聚餐包厢咨询量与预订量持续走高，热门时段席位十分紧张。

该门店工作人员告诉记者，中秋节当日中午包厢已订满，晚上还剩余一桌。“十一”期间午市包厢大多已被预订，晚市尚有少量空位。不少消费者提前数周就锁定团圆宴包厢，家庭团聚、亲友聚餐是主要预订需求。

线下老字号包厢紧俏的同时，火锅龙头海底捞(06862.HK)预订数据同样印证了团圆聚餐需求走高。

9月23日，海底捞发布的预订数据显示，中秋假期多人聚餐需求集中释放。在开放预订的门店中，预订中秋节当天就餐的订单占中秋假期预订总量的65%以上，且用餐时间主要集中在晚餐时段。从桌型看，3人以上多人桌预订量占比超过八成。订单集中在中秋节当天，晚餐时段和多人桌型，呈现出鲜明的团圆饭特征。

线上本地消费市场订单同样明显大幅增长。近日，抖音生活服务发布的中秋、国庆消费前瞻数据显示，中秋、国庆“双节”消费需求爆发，本地消费火热。其中，抖音餐饮团购订单量同比增长近80%，中秋“团圆饭”相关订单量同比增长超105%。北京菜、川菜、本帮江浙菜、粤菜、湘菜入围“中秋、国庆TOP5地方菜消费”榜单。

面对即将到来的消费旺季，多家头部餐企多措并举抢抓节日市场机遇，挖掘餐饮消费潜力。

记者从呷哺呷哺(00520.HK)获悉，呷哺集团旗下多品牌同步启动节日活动，通过新品迭代、多元套餐与福利活动，覆盖单人简餐、好友小聚、家庭团圆等多元消费场景。

海底捞通过新品打造节日消费看点。据悉，今年秋季海底捞推出的“洪湖莲藕汤”锅底，经前期部分门店试售并逐步扩大供应，截至9月22日已售出超过60万份。海底捞相关负责人表示：“消费者对火锅产品的需求正在变得更加多元，不仅关注口味，也更加关注食材品质、季节特点以及不同聚餐场景下的选择。海底捞将持续进行产品及体验创新。”

除了推出新品套餐，不少连锁品牌提前做好运营保障，应对客流高峰。连锁餐饮品牌小菜园(00999.HK)对记者表示，各门店已加大食材储备，保障人员稳定，全力确保节日期间菜品供应稳定。

餐饮市场热度走高的背后，国内餐饮

大盘延续恢复态势。国家统计局发布的数据显示，1—8月，全国餐饮收入37366亿元，同比增长2.4%；限额以上单位餐饮收入11085亿元，同比增长1.2%。中国烹任协会发文表示，随着四季度消费旺季来临和政策效应持续释放，餐饮市场有望在“质”的提升中实现更可持续的增长，为全年消费大盘回升向好提供坚实支撑。

广东省食品安全保障促进会副会长朱丹蓬对证券时报记者表示，中秋、国庆“双节”叠加，团圆宴、亲友聚餐需求集中释放，带动餐饮市场回暖，有望对餐饮企业业绩形成提振。消费者不再单纯追求高端排场，更加看重性价比与菜品健康。餐饮企业需顺应趋势，抓住“双节”红利。品牌力强、服务稳定的头部餐饮企业更容易承接团圆宴需求，但也考验门店的人力、包厢资源与后厨供应链。节日短期火爆不等于长期盈利，企业需要做好节前运力调配，避免服务体验下滑。

在9月15日触及历史高位后，近日来国内原油期货价格持续回调，主力合约2611已跌破700元/桶关口。

9月23日盘中，原油期货主力合约2611最低触及680元/桶，单日跌超4%，较前期高点已跌超20%。国际市场方面，WTI原油价格已跌破90美元/桶。

地缘局势仍存扰动

消息面上，美国银行上调其对2026年下半年布伦特原油的价格预期，并表示地缘政治紧张局势持续至年底，现已成为该行的基准预测情景。该行最近发布的一份研究报告显示，今年下半年布伦特原油价格预期从每桶83美元上调至95美元。

卓创资讯分析师朱光明认为，市场对中东石油供应持乐观态度，沙特阿拉伯可能使其受损管道恢复运行，同时航运继续通过霍尔木兹海峡，促使美国和伊朗重返谈判桌的努力给油价增添下行压力，欧美原油期货连续下跌。市场对美国和伊朗和谈导致的下跌保持关注，整体气氛偏乐观，沙特阿拉伯东西管线部分恢复，都将施压油价，市场将以下跌为主。

宝成期货分析，近期中东地缘局势仍存扰动，带来供应风险溢价；美国原油产量维持高位，库存小幅累积，一定程度对冲供给利多。海外成品油消费逐步进入季节性回落窗口，国内炼厂开工保持中性水平，下游按需采购，整体需求缺乏强势拉动。9月美联储加息预期落地兑现，不过美元依然偏强运行，压制大宗商品风险偏好，同时抬升原油进口成本，对油价形成约束。在地缘风险减弱的背景下，预计短期国内原油期货或维持震荡偏弱的走势。

化工品价格整体回调

在油价弱势运行背景下，前期大涨的化工品近日整体回调。9月23日，主力合约中沥青收跌4.61%，乙二醇跌3.82%，短纤、甲醇均跌超3%。

不过，当前部分上游化工品价格依然处于相对高位，对下游产成品成本形成压力，能化产业链生产企业盈利情况分化。

7月至9月乙二醇价格持续上涨，市场价格最高达到7400元/吨以上，刷新了2021年10月以来的高点。”卓创资讯分析师张国梁表示，在前期价格冲高背景下，乙二醇行业当前利润显著改善，国内乙二醇装置负荷集中提升，供应量逐步修复。不过，下游聚酯成品加工利润被持续挤压，生产企业积极性下滑，多套聚酯装置选择降负、停车，聚酯综合开工率维持年内低位。

在此背景下，传统“金九”旺季终端织造实际订单兑现不及预期，织机开工维持低位，下游采购以刚需补货为主，大规模主动补库行为并未出现。截至9月22日，聚酯行业开工率下降至71.43%，较去年同期下降19.74个百分点。

张国梁认为，受此影响，聚酯端主动减产直接压低乙二醇近端需求量水平，导致乙二醇去库速度出现明显放缓。这意味着单纯依靠需求端拉动实现更深一步去库的空间已经有限，一旦国产乙二醇供应增量持续释放，叠加进口到货量恢复，超过当下乙二醇刚需消耗量，市场供需平衡将由去库转向累库。

同样受益于价格上行，近期国内PE产能开工负荷环比有所抬升，供应增量整体可控，但下游受利润压制需求恢复乏力。

下游企业盈利承压

“受PE原料价格高企影响，制品加工利润持续被挤压，下游企业普遍盈利承压，拖累农膜、包装、注塑等终端需求复苏。”金联创分析师张立辉表示，当前农膜整体开工率仅33%左右，规模棚膜大厂维持40%至50%，中小加工厂仅有15%至20%，加工厂缺少提升生产负荷的动力。在传统“金九”旺季背景下，下游备货力度不及往年，终端实际订单兑现不及预期，市场多以刚需随用随采为主，囤货补库意愿偏弱，多数加工厂尽量控制原料库存，规避高价原料带来的亏损风险，需求疲软成为制约PE价格上行的核心因素。

倘若下游制品盈利无法改善，市场采购心态将维持谨慎，PE价格或将维持震荡运行。后续需重点跟踪原料成本波动、国内装置开工动态以及“金九银十”下游实际订单跟进情况，若终端需求持续偏弱，下游开工难以抬升，行情仍存在进一步回调的风险。

南威软件:智能体平台业务尚处于开拓初期

证券时报记者 严翠

股价三连板后，9月23日晚，南威软件(603636)提示风险，强调公司智能体平台相关业务尚处市场开拓初期。

2026年9月21日至23日，南威软件股价连续三个交易日涨停，累计涨幅33.08%，属于交易所规定的股票交易异常波动情形。9月23日晚，南威软件公告称，公司股票近三个交易日日均换手率8.39%，股价短期波动幅度较大，存在大幅上涨后下跌的风险。

南威软件同时表示，近期市场对AI应用关注度较高，公司政务智能体、WellWork智能体平台相关业务尚处于市场开拓初期，截至2026年上半年尚未形成收入，未来收入存在不确定性，对公司业绩影响较小。经公司自查，截至目前尚未发现涉及公司的需要澄清或回应的媒体报道或市场传闻，未发现其他可能对公司股价产生重大影响的重大事件。

南威软件主要从事全栈人工智能科技产品研发与运营服务。在最新公告中，南威软件表示，目前公司生产经营活动正常，外部环境未发生重大变化，不存在影响公司股票交易价格异常波动的重大事宜。

南威软件还提醒投资者，公司于2026年7月10日收到中国证监会出具的《立案告知书》，因公司涉嫌信息披露违法违规，中国证监会决定对公司立案。目前调查尚在进行中，最终结果存在不确定性。

证券时报记者 赵黎昀