从“保壳”转向“救业务” 上市公司预重整博弈加剧

证券时报记者 范璐媛

2026年仅剩最后两个月，A股公司破产重整进入年终冲刺。就在多家公司集中披露预重整进展之际，一批困境公司却反复延期，迟迟跨不进正式重整的门槛。

10月27日，中基健康披露第5次预重整延期公告，延期至2027年1月28日；10月23日，*ST开元预重整第8次延期届满，自2024年9月启动以来已历时超两年；9月21日，天邦食品发布重新招募重整投资人公告，公司预重整自2024年8月启动，耗时已超26个月。

预重整周期越拉越长，正成为越来越多困境公司的共同处境。业内人士认为，预重整用时增加，表面看是“效率问题”，实质是监管逻辑从“保壳”转向“救业务”—— 市场各方正在博弈中重新寻找定价与合规的平衡点。

1 预重整周期拉长

预重整可视为正式重整前的“预备程序”，由债务人、债权人、出资人、意向投资人等协商拟定重整方案，待条件成熟后再启动正式重整，意在节约成本、提高效率。如今，预重整几乎成为上市公司重整标配，2025年进入重整程序的15家上市公司，都先经历了预重整，当前A股仍处于预重整中的上市公司超过30家。

与此同时，上市公司预重整的平均耗时也在变长。据中伦律师事务所统计，2023至2025年，自法院受理预重整至裁定受理正式重整的平均时长，依次为175天、287天、330天。不少个案多次延期，陷入超长周期。

天邦食品2024年8月启动预重整，先后4次延期，历时超26个月。今年9月，公司宣布与产业投资人解除协议并重新招募投资人，10月又公告与11家财务投资人同步解约，重整进程曲折。

*ST香雪投资人中选后却迟迟未签约。公司2025年4月启动预重整，同样历经4次延期，2026年6月广药资本中选投资人，但也迟迟未能签署正式投资协议，7月第四次延期到期后，重整进展陷入停滞。

*ST西发自2023年启动预重整，历经两年半的多次延期，直至2026年4月才获法院裁定进入正式重整程序，目前重整工作仍在推进当中。

北京大成(深圳)律师事务所陈超明律师介绍，上市公司重整需经过证监会无异议函、最高法批复的双线前置审核。实务中，该双线审批平均耗时约6个月，若存在资金占用、违规担保等复杂问题，从申请到受理最长可达21至28个月。预重整流程中最耗时的卡点，是“路条”获取前临时管理人、债务人、投资人之间就重整方案核心条款，如债权清偿率、出资人权益调整比例、投资人注入资产质量等反复拉锯的过程。

“以天邦食品为例，预重整多次延期，法院至今未受理重整申请，根源在于生猪行业周期低谷下投资人与债权人对估值与清偿方案的预期难以弥合。预重整期限的每一次延长，本质上都是在为商业谈判的失败或拖延买单，而非司法程序本身的低效。”陈超明评价。

2 从化债到价值挖掘

预重整延期现象增多，折射出重整逻辑、投资人偏好与监管约束的多重转变。

天津大学法学院英才教授陈夏红表示，近年监管与司法层面的重整思路已出现调整。“过去重整核心是化债，通过债务减免、展期、资本公积转增修复资产负债表即视为成功；现在监管和司法更看重从商业层面真正救活企业、挖掘重整价值，这也意味着预重整阶段需要更长的谈判时间。”

2024年底，《关于切实审理好上市公司破产重整案件工作座谈会纪要》印发；2025年3月，《上市公司监管指引第11号——上市公司破产重整相关事项》实施(统称“新规”)，一系列新规重塑了上市公司重整的监管框架。

在陈超明看来，新规出台后，监管不再鼓励“保壳式重整”，要求重整必须具备真实的产业赋能与持续经营能力。这意味着证监会出具无异议函前，对产业投资人的背景、重整方案的可行性、公司自身营收规模的核查深度远超以往，审查周期的拉长，加上现行规则对双线审批本身并无明确的时限，申请材料反复补正、多轮问询成为常态。

新规同时设置四条重整监管红线，其中要求投资人取得股份的价格不低于市场参考价的50%，压缩套利空间，并拉长锁定期，产业投资人锁定期36个月，财务投资人锁定期12个月。相关约束堵住了资金快进快出的套利路径，投资人决策随之趋于审慎，资产和主业底子薄弱的上市公司，引资难度上升。

“作为财务投资人，以前只要项目能做成，折价空间足够大，标的质量差一点也没关系。现在我们投资更谨慎了，会重点看上市公司原有主业质量，产业投资人实力，评估后续经营方案可行性。”一家资产管理公司业务经理告诉记者。

此外，全国层面无统一预重整规则，地方规则悬殊，多数地区对延期次数与总时长缺乏刚性上限，也导致了预重整期限的延长。

“各地法院工作指引宽严不一，有的地方设置了最长期限，有的未作明确限定，延期仅要求‘有正当理由’，不限制延期次数。”陈超明说，“但实务中‘正当理由’的认定很宽松，方案磋商未完成、事项待落实等情形，基本都可以作为延期依据。”

3 与时间赛跑

对深陷经营危机、债务重压、濒临退市的上市公司来说，重整本质上是一场和退市红线赛跑的博弈。

以*ST香雪为例，2025年亏损13.92亿元，最新净资产为负，2026年4月30日被深交所实施退市风险警示。预重整期间，公司的债务风险不断发酵，今年9月21日的公告显示，公司及子公司连续12个月内作为被告的涉案金额合计约5.13亿元，占最近一期净资产绝对值的142.44%。

也有部分企业本身重整价值不足，即便多次拉长预重整周期，依旧难以招募到投资人、重整方案不具备落地条件，最终触发退市指标。长药退2025年1月启动预重整，后续多重退市风险叠加，2026年4月终止上市，重整申请始终未获法院受理。

陈超明指出，预重整延期本身是中性的程序现象，但当延期成为常态且缺乏实质进展时，它就可能从“挽救工具”异化为“拖延工具”，其风险传导具有明显的不对称性，上市公司实控人与管理人获得时间，债权人与中小股东承担成本。

于上市公司自身，退市倒计时不会因预重整暂停，同时经营状况还在持续恶化。预重整的“保护期”幻觉让部分公司管理层放松了经营自救的紧迫感，将全部希望寄托于重整成功，反而加速了主业失血。漫长的预重整状态还会冲击企业信誉，客户流失、供应商压缩授信、核心员工流失，隐性损失不断累积。

于债权人而言，时间会持续侵蚀受偿价值，担保资产不断贬值。预重整阶段资产原则上维持现状，设备折旧、存货跌价、运营开支、管理人报酬等持续消耗偿债资产池，延期越久，普通债权人的预期清偿比例越低。

对中小股东，则暴露在信息不对称的“击鼓传花”风险之下。虽然预重整要求信息披露，但临时管理人大多只发布简版进展公告，债权清偿率、出资人权益调整、投资人资产估值等核心条款，在方案落地前通常不予公开。二级市场股价容易因重整预期遭到游资反复炒作，一旦重整失败，跟风入场的散户将承受损失。

4 确立延期边界

《企业破产法》修订草案目前已完成二审阶段，这是该法施行近二十年来的首次大修。现行法律尚未确立预重整制度，而二审草案征求意见稿新增“重整前协商”专节，在陈夏红看来，这释放出制度建设层面的积极信号。

“对预重整时间拉长应辩证看待，前期谈判越充分，后续正式重整程序用时就越短，部分案例进入正式重整程序后仅四五十天甚至更短便可终结。因此不宜一味否定延期现象，评判重心应当落在重整实效上，重点考察企业能否实现经营层面的真正重生，而非仅仅完成债务处置。”陈夏红说。

陈超明认为，预重整的价值在于“以庭外的灵活性换时间、以司法的衔接性换确定性”，但当前实践中的问题恰恰是灵活性过剩而确定性不足。他从三方面提出完善建议。

一是增设期限刚性约束，构建“基础期限+有限延期+自动终结”的三层约束。延期申请必须附带工作清单、阻碍原因与完工时间表。若期限用尽仍拿不出可报送证监会的方案，法院应当直接终结预重整，杜绝无限期拖延。

二是压实管理人履职责任，将其从程序执行者转为实质推进责任人。要求管理人定期提交量化进展报告，及时披露投资人谈判分歧；延期申请必须举证障碍并非自身怠工所致，履职不力可直接与报酬核定挂钩。

三是升级信息披露标准，出台预重整披露规则。要求上市公司在投资人遴选、投资协议签署、申请延期、程序终结四个节点，完整披露投资人背景、入股对价、锁定期、工作成果等关键信息，让市场自主甄别延期是否合理。

交易类退市多类实例渐次落地 市场优胜劣汰效应持续增强

证券时报记者 胡华雄

近日，*ST卓然因股票已连续20个交易日收盘市值均低于3亿元，触及科创板市值退市规定，或成为科创板史上首只市值退市股。

目前，A股市场交易类强制退市主要包括面值退市、市值退市、成交量退市、股东人数退市等类型，相关指标连续不达标，即可能触发退市。近年来，包括市值退市在内，各类交易类强制退市案例在A股渐次出现，制度实践持续丰富。

2018年12月，中弘股份因连续20个交易日收盘价低于1元面值，从深交所摘牌，成为A股市场面值退市第一股，也是首单交易类退市案例。2024年8月，建车B成为首家因触发市值退市规定而退市的B股公司；同年9月，ST深天成为首家触发市值退市的A股公司。2024年10月30日，沪深主板市值退市标准由3亿元上调至5亿元；2025年2月，ST美讯成为新规实施后首家触及市值退市的主板公司。此番，*ST卓然有望成为科创板市值退市首例。

相较于财务类强制退市等其他几种强制退市类型，交易类强制退市是市场“用脚投票”的结果，且该类强制退市不设置退市整理期，流程更直接、更快，相关濒临退市公司难以规避退市，因此逐渐成为近年A股市场主流的强制退市类型之一。

随着资本市场发展演进，交易类强制退市的实践预计将进一步丰富，未来还可能出现因成交量、股东人数等指标不达标而退市的案例。整体来看，优质上市公司有望获得更多资金关注与更高估值；而持续绩差、问题缠身的公司，则可能因缺乏投资者关注与买盘支撑，导致股价、市值、成交额、股东人数等指标相继不达标，最终触及退市阈值。这一分化，将使A股市场的优胜劣汰效应进一步增强。

『易中天』前三季度盈利齐增 公募、险资、外资集体加仓

证券时报记者 阮润生

继天孚通信后，A股光通信行业巨头中际旭创、新易盛披露三季报。受益于全球AI算力基建加速带动高速光模块销售放量，今年前三季度头部上市公司营业收入、归母净利润均实现同比增长，环比增速分化，并积极布局CPO、NPO等下一代光通信技术。

三季度盈利增速分化

作为光模块龙头，中际旭创今年前三季度实现营业收入695.47亿元，同比增长178.13%；归母净利润达222.38亿元，同比大增约2倍；其中第三季度公司归母净利润达到85.87亿元，同比增长约1.74倍，环比增长约8%，基本每股收益7.4元/股。公司业绩核心驱动因素为，全球AI算力基建加速带动800G/1.6T高速光模块销售放量。

在近期介绍经营状况时，中际旭创表示，当前下游需求保持高景气，公司在手订单饱满。海外市场方面，主要客户订单已至2027年，部分重点客户已给出2028年需求的明确指引，预计1.6T、800G等高端光模块需求将保持快速增长，NPO、XPO等下一代光互连产品需求亦有望逐步释放。国内市场方面，400G、800G等产品需求亦有望进一步增长。

新易盛前三季度实现营业收入约318.5亿元，同比增长约九成；归母净利润达113.72亿元，同比增长近八成。其中，公司第三季度归母净利润同比增长约六成，环比下降约19%，销售毛利率从上个季度47.96%降至46.27%。

天孚通信高速光器件需求持续稳步释放，今年前三季度公司实现营业收入47.51亿元，同比增长21.25%；归母净利润达20.83亿元，同比增长42.18%。其中，天孚通信第三季度归母净利润同比增长55.3%，环比增长约23%，当季销售毛利率约65%。

天孚通信最新接受机构调研时表示，CPO配套相关产品目前已进入批量交付阶段，客户需求较为明确。结合当前在手项目推进情况，公司预计CPO产品自2027年起逐步提量，并将成为公司新的增长驱动力。此外，NPO配套产品目前仍处于研发推进、客户送样和验证阶段，整体进度符合公司预期。若后续验证和客户导入进展顺利，预计2027年也有望实现规模量产。

业绩释放背景下，“易中天”经营活动现金流入状态有所分化：中际旭创前三季度经营活动现金流净流入较上年同期增长近47%，天孚通信也同比增长，而新易盛同比下降约68%。

另外，报告期内，中际旭创发生财务费用合计约11.36亿元，公司完成港股IPO并募集资金合计约609亿元港元(含超额配售权行使)，但受港元兑人民币汇率走弱影响，上述募集资金事项合计形成净损失，减少归母净利润约2.54亿元。

加大备货力度

资产端来看，光通信巨头应收账款均同比大幅增长，并加大了备货力度。

截至9月30日，中际旭创应收账款较2025年末增长约1.76倍至约173亿元，期末合同负债同比下降；公司加大备货力度，存货同比增长约88%至近239亿元。

新易盛期末应收账款较去年末增长近69%至近75亿元，合同负债同比增加2.36倍至3.05亿元。同时，新易盛加大了备货力度，存货同比增长1.41倍至174亿元。据介绍，公司考虑在手及预期订单增长及备货周期，备货增加。

同期，天孚通信应收账款较去年末增长约七成，存货增长1.79倍，合同负债增长约1.28倍，主要为预收客户款项增加。

天孚通信高管在最新接受机构调研时介绍，三季度核心物料供应紧张局面已较此前明显缓解。公司持续深化与主要供应商的合作关系，积极推进供应链多元化，进一步增强关键物料保障能力。目前核心物料到货节奏总体较为顺畅，能够较好支持现阶段生产和交付需求。公司仍将持续关注上游供给变化，动态优化采购和备货策略，以进一步提升供应链韧性和安全。

险资公募加仓

今年第三季度以来，光模块板块回调，板块指数累计跌幅近45%。从前十大流通股东披露来看，险资与公募逆势加仓，“牛散”退出主要股东之列。

截至三季度末，中际旭创前十大流通股东中，易方达创业板交易型开放式指数证券投资基金与中国人寿保险股份有限公司-传统-普通保险产品新进成为第七和第十大流通股东，分别持股0.93%和0.68%；而“牛散”章建平退出前十大流通股东之列。

此前，中际旭创9月2日公布回顾事项前十大股东持股情况显示，截至2026年8月31日，自然人股东章建平已退出前十大股东。

第三季度新易盛获险资以及公募基金增持。前十大流通股东显示，中国人寿保险股份有限公司-传统-普通保险产品新进成为公司第九大流通股东，持股0.65%；国泰中证全指通信设备交易型开放式指数证券投资基金、易方达创业板交易型开放式指数证券投资基金以及平安资产开阳5号资产管理产品、华安创业板50交易型开放式指数证券投资基金均增持公司。

除了险资和公募外，天孚通信第三季度获外资增持。前十大流通股东显示，摩根士丹利数字经济混合型证券投资基金和中国人寿保险股份有限公司-分红-个人分红分别新进成为第八和第十大流通股东，分别持股0.4%和0.35%。另外，国泰中证全指通信设备交易型开放式指数证券投资基金、易方达创业板交易型开放式指数证券投资基金、中国人寿保险股份有限公司-传统-普通保险产品等均在第三季度进行增持。

同日，中际旭创公告变更回购A股股份用途并注销。截至2026年9月23日，公司累计回购股份565.31万股，占公司总股本的0.48%，最高成交价为944.68元/股，最低成交价为806.93元/股，支付的总金额近50亿元(不含交易费用)。

公司表示，回购股份原计划用于实施员工持股计划或股权激励计划，本次变更回购A股股份用途并注销是公司结合目前实际情况做出的决策，有利于进一步提升公司每股收益和每股净资产等财务指标。

牧原股份养殖成本下降 屠宰肉食业务稳步增长

证券时报记者 赵黎昀

10月29日晚间，牧原股份(002714)披露2026年三季报。尽管猪价下行拖累公司前三季度归母净利润亏损，但经营活动现金流净额依然为正，展现出穿越行业周期的稳健韧性。

前三季度，牧原股份销售商品猪5873万头，屠宰生猪2583万头。受行业周期影响，生猪销售价格同比出现较大幅度下降，期内该公司实现营业收入922亿元，归母净利润-93.19亿元。

面对外部的不确定性，牧原股份近年来持续推进成本挖潜，围绕生猪育种、营养配方、健康管理、智能化等核心技术持续创新与落地。

虽然猪价低谷期延续，但今年前三季度，得益于持续的创新研发和经营管理赋能，牧原股份各项生产指标持续改善。生猪养殖完全成本从年初12元/公斤下降到9月略低于11.5元/公斤。据公开数据，在牧原股份的成本结构中，折旧摊销等非现金成本占比在10%左右，由此计算，该公司最新的现金成本已低至约10.3元/公斤。

周期底部的抗风险能力逐步增强，使得牧原股份在周期低谷也维持了健康的财务数据。三季报显示，截至9月末该公司货币资金为228.88亿元，资产负债率55.89%；前三季度经营活动现金流净额达29.83亿元。

养殖板块持续亏损的当下，牧原股份屠宰肉食业务呈现稳健增长、稳定盈利的良好态势。2026年上半年，牧原股份屠宰生猪1723.4万头，同比增长50.98%；实现营业收入220.61亿元，较上年同期增长14.04%。而2026年1月至9月，该公司屠宰生猪2583万头，同比增长34.8%。继2025年首次年度盈利后，2026年延续盈利状态，经营业绩不断向好。

稳健经营的同时，牧原股份近年来积极响应国家政策导向，坚持行业自律，主动优化产能结构，截至9月末，该公司能繁母猪从高点的362万头调整到297万头。