

并购回暖，“炒壳”易亏

◎ 记者 吴鸣洲

日前，证监会制定出台了《关于严把发行上市准入关从源头上提高上市公司质量的意见(试行)》《关于加强上市公司监管的意见(试行)》《关于加强证券公司和公募基金监管加快推进建设一流投资银行和投资机构的意见(试行)》以及《关于落实政治过硬能力过硬作风过硬标准全面加强证监会自身建设的意见》等多项政策文件。

文件中提到，支持上市公司通过并购重组提升投资价值，同时从严监管“借壳上市”和盲目跨界并购，坚决打击“炒壳”行为。

这对于并购重组市场而言，会产生怎样的影响？

市场活跃

《关于加强上市公司监管的意见(试行)》提到，支持上市公司通过并购重组提升投资价值；多措并举活跃并购重组市场，鼓励上市公司综合运用股份、现金、定向可转债等工具实施并购重组、注入优质资产；引导交易各方在市场化协商基础上合理确定交易作价；支持上市公司之间吸收合并；优化重组“小额快速”审核机制，研究对优质大市值公司重组快速审核；加强对重组上市监管力度，进一步削减“壳”价值。

在发布会上，上市公司监管司司长郭瑞明指出，支持上市公司并购重组，包括鼓励上市公司运用股权激励等资本市场的工具来提升他们的业绩，做优做强。同时，要从严监管“借壳上市”和盲目跨界并购，坚决打击“炒壳”行为，因为这样才能强化优胜劣汰机制，营造更好的市场生态。



图虫创意图

今年以来，A股并购市场活跃。同花顺iFinD数据显示，按首次公告日并剔除失败案例计，同花顺iFinD数据显示，按首次公告日并剔除失败案例计，截至3月22日，年内A股市场共披露438单并购重组，其中63单已完成，375单正在进行。

其中，产业并购逐渐成为并购市场的主流。

例如，2024年开年至今，国内医药产业已经掀起一轮并购热潮。仅在A股市场，就涌现出新天药业收购汇伦医药、华润双鹤收购华润紫竹、中国通用集团并购整合重药控股、迈瑞医疗收购惠泰医疗等大型交易案例，还有北陆药业、赛托生物、新诺威等一批上市公司抛出交

易方案，并购市场迎来一轮小高潮。

对比产业内并购的支持，跨界并购则要被从严监管。有业内人士指出，这是因为未来的并购会更关注如何实现资源整合、提升竞争力。上市公司更加重视潜在的标的公司与自身业务的协同效应，以实现双方优势互补，创造更大的价值。

此前，证监会召开支持上市公司并购重组座谈会时明确提出，支持“两创”公司并购处于同行业或上下游、与主营业务具有协同效应的优质标的，增强上市公司“硬科技”“三创四新”属性。

借壳严监管

事实上，在上述政策文件出台之前，

A股借壳上市就已经明显降温。

近年来随着全面注册制的推进以及监管层加强对重大资产重组的审核力度，借壳上市公司数量骤减。

据记者不完全统计，2021年-2023年，分别有10家、4家、3家公司公布了借壳上市计划，三年内累计只有17家公司计划借壳上市(未除重)。其中，大连热电在2022年首次宣布借壳计划后两周就终止，2023年再次发起重大重组，借壳方仍是康辉新材料，目前还在推进中。

有17家公司推出了借壳上市方案，其中13家公司借壳失败，占比高达76.47%；完成借壳上市的仅有2家，还有2家目前仍在进行中。

在这些借壳失败的公司中，最短的一个星期内就终止，最长的推进了33个月但仍未能改变失败命运，从首次公告到终止的平均时间约为9个月。

上述业内人士表示，这几年借壳上市案例很少，一是因为实施注册制后，拟上市公司通过借壳上市的动力不足；二是相比IPO审核，借壳上市审核更严格，尤其是对于借壳上市引发的内幕交易一查到底。

联储证券研报也指出，随着全面注册制实施，企业直接上市通道已变得十分顺畅并且高效。相较而言，借壳上市谈判难度大、审核严、综合成本比IPO还要高，其作为优质资产上市通道的价值日渐消散。

畅通出口关

从严监管“借壳上市”和盲目跨界并购，一方面是严把A股市场入口关，另一方面也是谨防部分公司假借借壳上市之名，实为哄抬股价、避免面值退市，这对于畅通出口关也有一定的作用。

之前，“西凤酒借壳”“习酒借壳”“劲酒借壳”“荣耀借壳”“郎酒借壳”“川酒集团借壳”等传闻，让一大批上市公司的股价坐上了“过山车”。

据记者不完全统计，2022年，A股市场有25家公司与“西凤酒借壳”“习酒借壳”“劲酒借壳”“荣耀借壳”“郎酒借壳”扯上关系。

其中，西凤酒借壳传闻最早在2022年6月底，后集中爆发于同年11月，前后共计牵扯了9只股票股价异常波动。2022年，因为西凤酒借壳传闻，西安饮食在年内的股价涨幅高达329.28%，人人乐暴涨274.45%，剔除年内上市新股

后，在2022年A股十大牛股中分别位列第二和第四。

即便多次发布股价异常波动公告和连续澄清借壳绯闻，但这些公司的股价均出现明显上涨。

然而这些借壳传闻并未兑现，热闹过后，相关公司股价会出现回落。高位接盘的投资者自然苦不堪言，投资者跟风炒作风险可想而知。

值得一提的是，近期，主业亏损的童装公司安奈儿宣布跨界收购大数据公司深圳创新科技术有限公司部分股权。因沾上AI服务器概念，安奈儿一度收获7个涨停板，股价从不足10元最高涨至21.8元。

上述跨界收购引起市场不小的关注，也让深交所多次下发问询函。

一位资深券商人士指出，个别上市公司或其股东、高管等可能通过借壳上市等假消息炒作股价，使其股价非理性异动，从而扰乱市场获取利益；或在短期内释放多项利好消息，旨在挽回股价、避免触发面值退市。

根据记者统计，2024年以来，已有4家企业被强制退市，另外有5家企业收到了终止上市事先告知书，正等待最后的结果。9家锁定退市企业中，有2家触及重大违法退市，6家连续二十个交易日每日收盘价均低于1元触及面值退市，还有1家公司同时触发面值退市和重大违法退市。

对此，证监会表示将进一步严格强制退市标准，继续出清“空壳僵尸”企业，真正实现“应退尽退”。从严监管借壳上市和盲目跨界并购，坚决打击“炒壳”。同时，证监会将进一步畅通多元退市渠道，完善吸收合并等政策规定，鼓励引导头部公司立足主业加大对产业链上市公司的整合力度。

卡罗特上市前突击分红

◎ 记者 杨雪婷

一家以代工起家的厨具公司预备冲击港交所。近期，厨具品牌卡罗特有限公司(下称“卡罗特”)向港交所递交了上市招股书，法国巴黎银行、招银国际为联合保荐人。招股书介绍，卡罗特是成立于2007年的新型全球厨具品牌，公司总部位于杭州，在美国、德国、日本等地设有分支机构。

从OEM到ODM再到推出自有品牌，卡罗特的发展有明显的三步走阶段，目前正在积极构建属于自己的品牌护城河。相较于大手笔的销售开支，其研发费用并不大方。在上市前夕，公司还大手笔分红，最大受益者或为“创二代”夫妻。

主攻海外

从财务数据上来看，近年来卡罗特营收和净利润都保持了增长。2021年-2023年(下称“报告期”)，卡罗特的营业收入分别为6.75亿元、7.69亿元、15.83亿元。其中，2023年营收增幅超100%，为106%。公司净利润分别为0.32亿元、1.08亿元及2.36亿元，也保持了两连升。但与小熊电器、苏泊尔等国内消费者耳熟能详的厨房用具品牌相比，卡罗特的名字略显陌生。事实上，这和卡罗特的企业发展路径有关。

作为一家厨具品牌公司，公司在成立之初，仅仅为一家主要为海外品

牌提供OEM服务的企业，OEM也就是俗称的“代工”。2013年开始，卡罗特开始发展ODM业务，为国际品牌所有者及零售商设计、开发及制造定制化厨具产品，根据客户要求对产品的设计、开发和生产。彼时卡罗特拥有一定的原创设计能力，但是没有自己的品牌。

一般来说，品牌业务通常具有更高的毛利率。因此，2016年，卡罗特开始推出自有厨具品牌卡罗特。品牌业务和ODM业务也是卡罗特的两大业务。而近年来，卡罗特正在有策略地将重点从ODM业务分部转移。报告期内，卡罗特的ODM业务收益占比为59.1%、30.9%及12.8%，逐渐下降；而品牌业务的占比分别为41.9%、69.1%、87.2%，逐年升高。

报告期内，品牌业务毛利率分别37.6%、45.9%及39.2%，远高于报告期内ODM业务毛利率5.1%、13.3%及11.8%。

但值得注意的是，据招股书，报告期内的前五大客户中，大客户A、B、C、D与卡罗特的业务类型一直是ODM业务。而随着公司对ODM业务的缩减，报告期内，来自前五大客户的收益也在逐渐降低，分别占总收益55.4%、29.2%及11.8%。

对于卡罗特来说，ODM业务似乎是稳固的舒适区。那么，在品牌业务方面，是否出现了较为稳定的大客户订单？

海外市场可能才是卡罗特目前的品



图虫创意图

牌业务“主战场”。

报告期内，就品牌业务而言，中国内地贡献的营收仅占总营收的20.4%、35.6%及24.2%。也就是说，品牌业务近八成营收主要靠海外市场撑起来。

值得注意的是，截至2024年2月29日止两个月，公司的销售额较2023年同期大幅增长。公司的海外销售额增长超过一倍，主要是由于美国及西欧的

客户需求增加及品牌知名度提升。

积极分红

上文提到，2023年卡罗特营收增幅超100%，背后和公司的降价策略分不开。因此，2023年，卡罗特的两大业务的毛利率都出现了一定下滑。品牌业务的毛利率从45.9%降至39.2%，ODM业务毛利率从13.3%降至11.8%。

小厨电家电、厨具、餐具是一个更新迭代十分快速的市场，降价的策略能够抢占一时，但归根结底还需要靠产品的竞争力。然而，对于研发，卡罗特并没有倾斜过多资源。报告期内，卡罗特的研发开支分别为1810万元、2080万元、3590万元；投入的销售开支每年几乎都在翻倍增长，分别为5670万元、1.09亿元、2.45亿元，远远高于研发开支。

不仅在销售开支上大方，在递表港交所的4天前，卡罗特宣布派付股利1亿元，按持股比例计，持有公司超98.6%股权的章国栋和吕伊俐夫妻，基本将其收入囊中。

事实上，卡罗特目前算是一家“夫妻店”。截至招股书签署日，实控人章国栋和吕伊俐这对夫妻通过Yili Investment持有卡罗特98.6%股份。事实上，夫妻俩的股份有部分来源于“继承”。

2007年，吕伊俐的母亲李惠平和章国栋的父亲章之慧共同创办了卡罗特。其中，李惠平持股55%，章之慧持股45%。作为“创二代”，章国栋与吕伊俐二人在2010年从澳洲格里菲斯大学毕业，之后于2011年先后进入卡罗特。2013年10月，李惠平将自己所持有的卡罗特全部股权转让给了吕伊俐，吕伊俐成为公司大股东。2019年4月，章之慧将其股权转让给章国栋。

值得注意的是，这不是卡罗特第一次进行分红。2022年，卡罗特宣派股利5000万元，于2023年分派。

上市前分先红再募资补流的操作向来会引发争议。一方面，突击分红有可能会损害IPO后的股东利益。另一方面，募集资金的必要性难以合理说明。招股书披露，卡罗特上市募资的主要用途包括收购老牌知名厨具品牌，打造高端厨具系列；收购或投资新兴厨具和家居品牌扩大产品组合。此外，募资的用途还包括产品开放、扩张消费渠道、投资ESG相关项目等。