

上市公司并购重组规则、政策与案例一本通

编者按

并购重组是实现产业整合和转型升级、优化资源配置、助力上市公司实现高质量发展的重要途径，也是当前新形势下培育和发展新质生产力的有效手段。二十届三中全会指出，要健全投资和融资相协调的资本市场功能，防风险、强监管，促进资本市场健康稳定发展。新“国九条”指出，要加大并购重组改革力度，多措并举活跃并购重组市场。“科创板八条”明确提出要更大力度支持并购重组，支持科创板上市公司开展产业链上下游的并购整合，提升产业协同效应。为更好发挥资本市场并购重组主渠道作用，激发并购重组市场活力，帮助上市公司和相关市场主体理解规则、把握最新监管导向，特以“规则+案例”方式编制本手册，便利上市公司筹划和实施并购重组。

本手册共分为三部分，一是并购重组规则概览，涵盖了并购重组监管的主要规则依据；二是2023年2月全面注册制以来并购重组最新政策导向，体现了对上市公司高质量并购重组的支持力度；三是聚焦市场普遍关注的估值定价、业绩承诺等问题，基于公开信息整理典型案例，形成案例选编。本手册内容仅供参考，上市公司筹划、实施和披露并购重组

相关事项，应以法律法规、自律规则等相关规范性文件和监管部门的正式意见为准。

特别声明：本手册对规则、案例的选取和解读，均不代表、亦不能取代监管部门的正式监管政策或监管意见。

目录

一、主要规则	1
(一) 证监会层面	1
(二) 交易所层面	3
二、全面注册制下并购重组政策亮点	4
(一) 修订《重组办法》及配套规则	4
(二) 证监会有关负责人就活跃资本市场、提振投资者信心答记者问	5
(三) 延长发股类重组财务数据有效期	6
(四) 再融资新政对重组配套融资的影响	7
(五) 丰富支付工具，发布定向可转债重组规则	8
(六) 证监会召开支持上市公司并购重组座谈会	9
(七) 《关于加强上市公司监管的意见（试行）》	10
(八) 新“国九条”发布后并购重组新政策	11
(九) 证监会主席在 2024 陆家嘴论坛开幕式上的主旨演讲	14
(十) “科创板八条”明确要更大力度支持并购重组	14
三、代表性案例选编	15
(一) 评估或估值问题	15
(二) 重组标的未盈利	25
(三) 业绩承诺	31
(四) 定向可转债作为重组支付工具	34
(五) 科创板定位和协同效应	38
(六) 上市公司吸收合并	44
(七) 上市公司控制权收购	50

一、主要规则

(一) 证监会层面

序号	规则层级	规则名称	施行日期
1	规章	《上市公司重大资产重组管理办法》	2023年2月17日
2		《上市公司收购管理办法》	2020年3月20日
3		《科创板上市公司持续监管办法（试行）》（第五章）	2019年3月1日
4	基础	《上市公司向特定对象发行可转换公司债券购买资产规则》	2023年11月14日
5	规则	《上市公司分拆规则（试行）》	2022年1月5日
6		《上市公司股票停复牌规则》	2022年1月5日
7	上市公司监管指引	《上市公司监管指引第7号——上市公司重大资产重组相关股票异常交易监管》	2023年2月17日
8		《上市公司监管指引第9号——上市公司筹划和实施重大资产重组的监管要求》	2023年2月17日
9		《上市公司监管指引第1号——上市公司实施重大资产重组后存在未弥补亏损情形的监	2012年3月23日

		管要求》	
10	内容与格式准则	《公开发行证券的公司信息披露内容与格式准则第26号——上市公司重大资产重组》	2023年10月27日
11		《〈上市公司收购管理办法〉第六十二条、第六十三条及〈上市公司重大资产重组管理办法〉第四十六条有关限制股份转让的适用意见——证券期货法律适用意见第4号》	2023年2月17日
12	证券期货法律适用	《〈上市公司重大资产重组管理办法〉第十四条、第四十四条的适用意见——证券期货法律适用意见第12号》	2023年2月17日
13	意见	《〈上市公司重大资产重组管理办法〉第二十九条、第四十五条的适用意见——证券期货法律适用意见第15号》	2023年2月17日
14		《证券期货法律适用意见——〈上市公司收购管理办法〉第十三条、第十四条的适用意见	暂未正式发布实施

		(征求意见稿)》	
15	监管 规则 适用 指引	《监管规则适用指引——上市 类第1号》	2020年7月31日

(二) 交易所层面

序号	规则 层级	规则名称	施行日期
1	自律 监管	《上海证券交易所上市公司重 大资产重组审核规则》	2024年4月30日
2	规则	《上海证券交易所科创板股票 上市规则》	2024年4月30日
3	自律 监管	《上海证券交易所上市公司自 律监管指引第6号——重大资 产重组》	2023年2月17日
4	指引	《上海证券交易所上市公司自 律监管指引第4号——停复牌》	2023年8月25日

注：规则原文见附件《并购重组主要规则汇编》

二、全面注册制下并购重组政策亮点

上市公司实施高质量并购重组是提质增效、转型升级的重要途径。为充分发挥并购重组资源配置功能、支持上市公司依托重组夯实主业、做优做强，2023年2月全面注册制以来，证监会、上交所通过修改完善规则、优化监管机制、加强市场沟通等方式，多措并举激发并购重组市场活力。

（一）修订《重组办法》及配套规则

落实《证券法》要求，在上市公司重大资产重组（以下简称重组）领域实行全面注册制，着眼于提高上市公司质量的根本目标，遵循“把选择权交给市场”的改革宗旨，践行以信息披露为核心的理念，吸收科创板和创业板重组试点注册制的经验，2023年2月，证监会从完善监管制度、优化交易机制等方面，对《重组办法》作了全面修订。

完善重组认定标准。在“购买、出售的资产在最近一个会计年度所产生的营业收入占上市公司同期经审计的合并财务会计报告营业收入的比例达到百分之五十以上”指标中，增加“且超过五千万人民币”的要求，未达到上述标准的交易将无需按照重组有关规定披露信息、履行内部决策程序，有利于降低上市公司交易成本、提升重组效率。

调低发股重组底价。上市公司为购买资产所发行股份的底价从市场参考价的九折调整为八折，交易各方通过在三个市场参考价中择优选择，并搭配恰当股价折扣的方式，确定

股份支付对价，增强交易定价灵活性、扩大市场博弈空间。

适应性修改重组条件。修订后的《重组办法》及《上市公司监管指引第9号——上市公司筹划和实施重大资产重组的监管要求》，落实《证券法》要求，将重组有利于增强上市公司“持续盈利能力”修改为“持续经营能力”，弱化对重组标的盈利性要求，突出重组应当提升上市公司持续经营能力和整体资产质量，充分披露前提下尊重市场各方的合理商业判断，这也为上市公司收购未盈利标的提供了制度空间。

分类明确停复牌要求。本次《重组办法》修订按照“不停牌为原则、停牌为例外”的导向，明确上市公司筹划不涉及发行证券的重组，应当分阶段披露相关情况，不得申请停牌。筹划涉及发行证券的重组，可以依规申请停牌，亦可以不申请停牌，但要做好相关保密工作。

（二）证监会有关负责人就活跃资本市场、提振投资者信心答记者问

2023年7月24日中央政治局会议对资本市场工作作出重要部署，明确提出“要活跃资本市场，提振投资者信心”。证监会有关负责人就贯彻落实情况接受了媒体采访，涉及并购重组答复内容如下：

建立突破关键核心技术的科技型企业上市融资、债券发行、并购重组“绿色通道”；

适当提高对轻资产科技型企业重组的估值包容性，支持

优质科技创新企业通过并购重组做大做强；

优化完善“小额快速”等审核机制，延长发股类重组财务资料有效期，进一步提高重组市场效率；

出台上市公司定向发行可转债购买资产的相关规则，丰富并购重组支付方式；

推动央企加大上市公司并购重组整合力度，将优质资产通过并购重组渠道注入上市公司，进一步提高上市公司质量。

（三）延长发股类重组财务数据有效期

为进一步提高重组市场效率，支持上市公司通过重组提质增效、做优做强，2023年10月27日，证监会发布《关于修改〈公开发行证券的公司信息披露内容与格式准则第26号——上市公司重大资产重组〉的决定》，延长发股类重组项目财务资料有效期，促进上市公司降低重组成本，加快重组进程。

一是明确发股类重组项目财务资料有效期特别情况下可在6个月基础上适当延长，并将延长时间由至多不超过1个月调整为至多不超过3个月。二是明确相关配套措施。经审计的交易标的财务报告的截止日至提交证监会注册的重组报告书披露日之间超过7个月的，一方面，压实上市公司主体责任，要求上市公司补充披露交易标的截止日后至少6个月的财务报告和审阅报告，并在重组报告书中披露交易标的财务信息和主要经营状况变动情况；另一方面，强化中介

机构“看门人”职责，要求独立财务顾问就交易标的报告期后财务状况和经营成果是否发生重大不利变动及对本次交易的影响出具核查意见。

需要提示的是，一是不涉及发行证券的重组，不适用前述财务资料有效期“6+3”的规定，根据股票上市规则相关要求，需要提交股东大会审议的资产交易，上市公司应当提供交易标的最近一年又一期财务报告的审计报告，经审计的财务报告截止日距离审计报告使用日不得超过6个月；二是重组不论是否涉及发行证券，评估或估值报告的有效期限最长为基准日后12个月。

（四）再融资新政对重组配套融资的影响

2023年8月27日，证监会发布《证监会统筹一二级市场平衡 优化IPO、再融资监管安排》（以下简称优化再融资监管安排），明确了当前再融资监管的总体要求。11月8日，上交所有关负责人就优化再融资监管安排的具体执行情况答记者问。

关于重组配套融资如何适用再融资监管安排的相关要求，答记者问明确，并购重组是上市公司提升质量的有效手段，也是资本市场发挥优化资源配置功能的重要途径。配套融资是重组方案的重要组成部分，主要服务于重组。为支持上市公司通过重组提质增效、做优做强，配套融资的监管安排在坚持从严从紧的同时，根据募集资金用途不同而有所差

异：配套融资用于补充流动资金、偿还债务的，适用本次再融资监管安排关于破发、破净的要求；用于《监管规则适用指引——上市类第1号》规定的其他用途的，不适用本次再融资监管安排的相关要求。

根据《监管规则适用指引——上市类第1号》相关要求，重组配套募集资金可以用于支付本次并购交易中的现金对价，支付本次并购交易税费、人员安置费用等并购整合费用和投入标的资产在建项目建设，也可以用于补充上市公司和标的资产流动资金、偿还债务。募集配套资金用于补充公司流动资金、偿还债务的比例不应超过交易作价的25%；或者不超过募集配套资金总额的50%。

（五）丰富支付工具，发布定向可转债重组规则

为进一步支持上市公司用好定向可转债这一工具实施重组，提高重组市场活力与效率，2023年11月14日，证监会发布《上市公司向特定对象发行可转换公司债券购买资产规则》（以下简称定向可转债重组规则）。

整体上看，定向可转债重组规则定位于《重组办法》《可转换公司债券管理办法》等规则的“特别规定”，共17条，明确了为购买资产和配套募集资金所发行的定向可转债，在审议程序、发行条件、发行对象、限售期限等方面的规则理解适用问题。

具体来看，一是上市公司可以单独发行定向可转债购买

资产并配套募集资金，也可以搭配现金、普通股等方式实施前述行为；二是为购买资产所发行的定向可转债，初始转股价格、转股价格调整方案、限售期限等遵守《重组办法》有关规定，限售期限内可以依规转股，但转股后股份继续锁定至限售期限届满；三是充分考虑重组业绩承诺影响、保障上市公司利益，为购买资产发行定向可转债存续期限不得短于业绩承诺期结束后 6 个月，相应年度业绩补偿义务履行完毕前，对价定向可转债不能回售和赎回；四是为配套融资所发行的定向可转债，发行条件、限售期限、募集资金使用等应当符合《上市公司证券发行注册管理办法》相关规定；五是定向可转债转股价格仅可向上修正，不得下修，和《可转换公司债券管理办法》要求一致。

（六）证监会召开支持上市公司并购重组座谈会

2024 年 2 月 5 日，证监会召开支持上市公司并购重组座谈会，会议指出，上市公司要切实用好并购重组工具，抓住机遇注入优质资产、出清低效产能，实施兼并整合，通过自身的高质量发展提升投资价值，增强投资者获得感。

证监会上市司表示，下一步将科学统筹促发展与强监管、防风险的关系，多措并举活跃并购重组市场，支持优秀典型案例落地见效。

一是提高对重组估值的包容性，支持交易双方在市场化协商的基础上合理确定交易作价；

二是坚持分类监管，对采用基于未来收益预期等评估方法的大股东注资型重组要求设置业绩承诺，其他类型重组的交易双方可自主协商是否约定业绩承诺；

三是研究对头部大市值公司重组实施“快速审核”，支持行业龙头企业高效并购优质资产。进一步优化重组“小额快速”审核机制；

四是支持“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；

五是支持上市公司（包括非同一控制下的上市公司）之间的吸收合并，进一步拓宽多元化退出渠道。

同时，继续坚持以投资者为本的理念，加强监管、防范风险，坚决查处重组交易中的财务造假等违法行为，打击“壳公司”炒作等乱象。

（七）《关于加强上市公司监管的意见（试行）》

为进一步提升上市公司质量和投资价值，2024年3月15日，证监会发布《关于加强上市公司监管的意见（试行）》，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。

(八) 新“国九条”发布后并购重组新政策

2024年4月12日发布的《国务院关于加强监管防范风险推动资本市场高质量发展的若干意见》(以下简称新“国九条”)指出,鼓励上市公司聚焦主业,综合运用并购重组、股权激励等方式提高发展质量。加大并购重组改革力度,多措并举活跃并购重组市场。进一步削减“壳”资源价值。加强并购重组监管,强化主业相关性,严把注入资产质量关,加大对“借壳上市”的监管力度,精准打击各类违规“保壳”行为。新“国九条”是资本市场“1+N”文件中的“1”,为落实新“国九条”,证监会牵头制定了一系列配套文件,其中有关并购重组主要内容如下。

1. 证监会发布《关于严格执行退市制度的意见》

证监会发布《关于严格执行退市制度的意见》指出,一方面,逐步拓宽多元化退出渠道。一是以优质头部公司为“主力军”,推动上市公司之间吸收合并。二是以产业并购为主线,支持非同一控制下上市公司之间实施同行业、上下游市场化吸收合并。三是完善吸收合并相关政策,打通投资者适当性要求等跨板块吸收合并的“堵点”。四是上市公司通过要约收购、股东大会决议等方式主动退市的,应当提供异议股东现金选择权等专项保护。

另一方面，大力削减“壳”资源价值。一是加强重组监管，强化主业相关性，严把注入资产质量关，防止低效资产注入上市公司；从严监管重组上市，严格落实“借壳等同 IPO”要求；严格监管风险警示板（ST 股、*ST 股）上市公司并购重组。二是加强收购监管，压实中介机构责任，严把收购人资格、收购资金来源，规范控制权交易。三是从严打击“炒壳”背后的市场操纵、内幕交易行为，维护交易秩序。四是对于不具有重整价值的公司，坚决出清。

2. 证监会发布《资本市场服务科技企业高水平发展的十六项措施》

为贯彻落实《国务院关于加强监管防范风险推动资本市场高质量发展的若干意见》，更好服务科技创新，促进新质生产力发展，证监会制定了《资本市场服务科技企业高水平发展的十六项措施》，从上市融资、并购重组、债券发行、私募投资等全方位提出支持性举措。集中力量支持重大科技攻关，优先支持突破关键核心技术的科技企业上市融资、并购重组、债券发行，健全全链条“绿色通道”机制；推动科技企业高效实施并购重组，持续深化并购重组市场化改革，制定定向可转债重组规则，优化小额快速审核机制，适当提高轻资产科技企业重组估值包容性，支持科技企业综合运用股份、定向可转债、现金等各类支付工具实施重组，助力科技企业提质增效、做优做强。

3.上交所修订《上海证券交易所上市公司重大资产重组审核规则》

为深入贯彻落实中央金融工作会议精神和《国务院关于加强监管防范风险推动资本市场高质量发展的若干意见》，进一步活跃并购重组市场，支持上市公司通过并购重组提升投资价值，同时加强对重组上市的监管力度，上交所修订《上海证券交易所上市公司重大资产重组审核规则》（以下简称《重组审核规则》），主要内容如下：

一是修订重组上市条件。为进一步加强对重组上市的监管力度，削减“壳资源”价值，根据《上海证券交易所股票上市规则》对主板上市条件的修订，提高主板重组上市条件。

二是完善重组小额快速审核机制。扩大科创板小额快速适用范围，取消科创板配套融资“不得用于支付交易对价”的限制；按照融资需求与公司规模相匹配的思路，将科创板配套融资由“不超过5,000万元”改为“不超过上市公司最近一年经审计净资产的10%”。明确“交易方案存在重大无先例、重大舆情等重大复杂情形”的，不适用小额快速审核程序。此外，小额快速交易所审核时限缩减至20个工作日，明确市场预期。

三是明确重组交易中获得股份相关主体的投资者适当性管理要求。根据近年来的监管实践，明确发行股份购买资产或上市公司换股吸收合并交易中，交易对方或被吸收合并

公司股东不符合相关板块股票投资者适当性要求的，仅能持有或者卖出所获得的股份。

四是根据中国证监会或本所相关规则修订作出适应性调整。具体包括规则依据、可转换公司债券转股价格修正、暂停计时、终止审核、自律监管等条款。

（九）证监会主席在 2024 陆家嘴论坛开幕式上的主旨演讲

吴清主席在 2024 陆家嘴论坛开幕式上的主旨演讲中强调，要发挥好资本市场并购重组主渠道作用，助力上市公司加强产业横向、纵向整合协同。将加快完善制度规则，创造更好的政策环境，推动形成更多示范案例。进一步加大对创新企业的支持力度，鼓励加强产业链上下游的并购重组，支持相关上市公司吸收合并。在支付工具上，鼓励综合运用股份、现金、定向可转债等多种方式，研究引入股份对价分期支付，为市场各方达成并购交易创造更好条件。这也要求投资银行等中介机构勤勉尽责，加快提升专业能力，在当好“看门人”的同时，更好发挥交易“撮合者”作用，通过更优质、更专业的服务，支持上市公司在推动产业创新的过程中做强主业、补链强链。

（十）“科创板八条”明确要更大力度支持并购重组

6 月 19 日，证监会《关于深化科创板改革 服务科技创新和新质生产力发展的八条措施》（以下称“科创板八条”）

进一步明确，要更大力度支持并购重组。支持科创板上市公司开展产业链上下游的并购整合，提升产业协同效应。适当提高科创板上市公司并购重组估值包容性，支持科创板上市公司着眼于增强持续经营能力，收购优质未盈利“硬科技”企业。丰富支付工具，鼓励综合运用股份、现金、定向可转债等方式实施并购重组，开展股份对价分期支付研究。支持科创板上市公司聚焦做优做强主业开展吸收合并。鼓励证券公司积极开展并购重组业务，提升专业服务能力。

三、代表性案例选编

重要提示：以下案例均系基于公开信息整理编写，各部分对应案例仅用于说明主旨问题，不代表相关交易安排系最优方案，亦不保证上市公司、标的资产质量和后续重组效果。上市公司筹划和实施并购重组，应当依据法律法规和自身需求，对标的资产审慎尽调、和交易对方充分磋商，设置符合实际情况的交易方案。

（一）评估或估值问题

现行规则对上市公司重组所购买资产使用的评估或估值方法并无限制，上市公司可选用资产基础法、收益法、市场法或其他符合标的资产行业特征的评估或估值方法。对上市公司重组所购买资产的评估增值率亦无量化指标的限制。上市公司重组所购买资产应当充分说明定价公允性，不得损害上市公司和股东合法权益。信息披露义务人应当按照相关

规定对评估增值原因和合理性作出充分披露。

1. 市场法评估案例

(1) YFYF 发行股份及支付现金购买 XXVF 控股权

上市公司是国内领先的药品零售连锁企业之一，主要从事药品、保健品、医疗器械以及与健康相关的日用便利品等商品的连锁零售业务和批发业务。

标的资产自设立以来一直专注于中西成药、中药饮片、保健品及医疗器械等的直营连锁零售业务，在河北省及北京市拥有 460 余家直营门店，2017 年销售收入超过 9 亿元。经过多年发展，标的资产已成为区域性药品连锁零售领先企业。

上市公司拟发行股份和支付现金购买标的资产 86.31% 股权。经交易各方友好协商，标的资产 100% 股权作价 160,300 万元，86.31% 股权相应作价为 138,358.71 万元，其中 48.96% 股权对应交易对价以现金方式支付，37.35% 股权以发行股份方式支付。交易构成重大资产重组。

本次交易完成后，标的资产的门店将纳入上市公司的管理范围，上市公司的门店数量将从 2,328 家增至 2,790 家。同时，河北省及北京市将纳入上市公司的经营版图，上市公司的经营区域进一步拓宽至华北地区，门店连锁化率 and 市场份额将得到显著提升，上市公司经营规模进一步扩大。此外，上市公司的销售规模和销售半径显著扩大，有利于加强上市公司对上游供应商的议价能力，降低产品的采购成本。

本次交易采用市场法和收益法两种评估方法，收益法评估价值为 140,200 万元，增值率为 228.69%；市场法评估价值为 159,980 万元，评估增值率为 275.06%，最终选取市场法评估结果作为定价依据。未采用收益法的主要原因是，医药流通行业新政频出，具有一定销售规模的医药零售企业未来年度将进入快速发展阶段。运用收益法评估在预测中难以准确量化政策变化在未来年度对企业经营的影响，而市场法在可比案例资料完备、市场交易公正公平的情况下，通过选取经营模式、业务结构、企业规模和资产配置具有较强可比性案例，更能充分反映企业股权价值。

市场法常用具体方法为上市公司比较法和交易案例比较法。因标的资产主要从事医药零售业务，与可比上市公司在企业规模、所处的经营阶段、成长性与经营风险等方面存在一定差异，故本次评估不选择上市公司比较法；因近年来医药零售企业陆续上市，连锁药店行业内并购案例增多，逐渐形成了相对活跃的交易市场。与并购案例相关的经营和财务数据、影响交易价格的背景和某些特定的条件可以通过公开渠道获取，故采用交易案例比较法。

交易案例比较法下，本次评估以信息获取详细度、案例可比性、时间接近、成功实施等为标准，选取 5 笔交易作为可比案例。考虑到标的资产为医药零售企业，属于轻资产行业，因此基于账面价值的资产价值比率参考意义不大，又考

考虑到标的资产近期收购其他药房、静态市盈率不能反映企业发展前景，故本次选取动态 P/E（市盈率）及动态 EV/S（市销率）作为本次评估价值比率。

价值比率修正方面，从企业内部因素（企业规模、营运能力、盈利能力、业务能力）、地域因素（人口、经济发展水平、消费能力、竞争情况）、交易因素（时间、条件和方式）对可比案例价值比率进行修正，考虑控股权溢价因素影响后，确定动态 P/E 和 EV/S。通过对可比交易的 EV/S 以及 P/E 进行了控股权溢价修正以及综合因素修订后，得到对标的 EV/S 以及 P/E 取值分别为 1.50 和 23.75。

因为我国医药零售行业仍处于发展初期，故通过对美股医药零售企业历年的 P/E 和 EV/S 波动趋势进行分析测算，选取变异系数（数据波动性）更小的 EV/S 作为最终价值比率。以标的资产预测期首年营业收入 \times EV/S 得出企业经营性资产价值，再考虑非经营性资产和负债、付息负债影响后确定企业整体价值并作为定价依据。

（2）ZXTX 发行股份购买控股子公司少数股权

上市公司是全球领先的综合性通信制造业上市公司，拥有通信业界完整的、端到端的产品线和融合解决方案，通过全系列的无线、有线、业务、终端产品和专业通信服务，灵活满足全球不同运营商和企业网客户的差异化需求。

标的资产是采用典型 Fabless 经营模式开展业务的集成

电路设计公司，系上市公司控股 82% 的子公司，主要负责芯片设计研发工作，通过委托晶圆代工厂加工晶圆，委托封装测试厂商进行封装测试来完成最终产品生产。

上市公司以发行股份方式购买交易对方合计持有的标的资产 18% 股权。交易双方根据最终评估结果协商确定标的资产 18% 股权的价格为 26 亿元。本次交易完成后，上市公司将持有标的资产 100% 股权。股权收购完成后，上市公司将进一步加强对标资产的管理与控制力，有助于提高标的资产业务的执行效率，并在此基础上深化部署在芯片设计领域的投资发展规划，进一步提升标的资产的综合竞争力和盈利能力，为上市公司在 5G 应用领域拓展新的竞争力做好准备，有利于上市公司进一步突出主业领域的核心竞争力优势。

本次交易分别采用市场法和资产基础法对标资产股东全部权益于评估基准日的价值进行评估，采用市场法得出的评估结果是 1,387,121.96 万元，采用资产基础法得出的评估结果是 566,108.42 万元，市场法评估结果比资产基础法高 821,013.54 万元，差异比例是 145.03%。本次评估结论采用市场法的评估结果，评估增值率为 237.04%，主要是因为标的资产采用典型 Fabless 经营模式开展业务，将晶圆制造和封装测试等环节交由专业的厂商执行，故标的资产具有“轻资产”特点，其核心技术储备、研发创新实力、行业经验积累等无形资源均是其实现价值的核心载体，该部分价值未全部在

账面价值体现。

本次市场法评估采用交易案例比较法，从近 4 年发生的 A 股上市公司收购案例、相同或相近行业、主营业务、净利润规模等维度选择 3 家已通过审核的并购交易作为可比案例，并选择市盈率（PE）作为价值比率。

本次评估从财务指标、业务指标、交易情况、交易日期、控股权溢价、流动性等六方面对标的资产与可比交易案例之间存在的差异进行对比分析，进而对价值比率进行修正。采用市场法估算标的资产股权价值的基本公式为：

$$\text{评估对象价值} = P + C \quad P = P_c / E_c \times A \times D \times E$$

其中：**P** - 按照盈利价值比率计算的被评估企业调整后股权价值；**P_c** - 可比案例调整后股权价值；**E_c** - 可比案例承诺期首年预测净利润；**A** - 标的特性指标修正系数；**D** - 其他因素修正系数；**E** - 被评估企业基准日后第一年合并口径预测净利润；**C** - 溢余或非经营性资产（负债）。

价值比率修正所考虑的财务指标方面，主要从企业的盈利能力、资产质量、偿债能力、经营增长等方面对被评估企业与可比交易案例间的差异进行量化。参照《企业绩效评价标准值 2020》选取了净资产收益率、总资产报酬率、总资产周转率、流动资产周转率、资产负债率、已获利息倍数、销售增长率、资本保值增值率等 8 个财务指标，并确定了各财务指标的权重、标准值和标准系数，采用功效系数法确定各

财务指标的得分后，进行指标修正。

价值比率修正所考虑的业务指标方面，选取上游整合能力（主要供应商稳定性和主要供应商行业知名度）、下游整合能力（主要客户稳定性和主要客户行业知名度）、研发能力（知识产权数量和核心技术人员研发实力）等业务指标评价作为被评估企业及可比交易案例的比较因素，并通过对上游整合能力、下游整合能力、研发能力对集成电路设计公司的重要性进行分析，确定各项业务指标的权重、各档次的分数。

此外，本次评估还考虑到对交易情况、交易日期、控股权溢价、流动性等其他因素修正。确定上述修正系数后，根据可比交易案例“调整后股权价值/首年承诺净利润”计算原始 PE，进行上述比较修正后，得出修正后的 PE 平均值为 25.56 倍。最后，根据标的资产预测扣非后净利润乘以修正后 PE，加溢余、非经营性资产负债净值，计算得到评估值。

2. 评估增值率案例

(1) XASJ 向第三方发行股份及支付现金购买标的资产 80% 股权

上市公司主要从事以密码技术为基础支撑的信息安全产品的研发、生产、销售及相关技术服务，致力于解决网络环境中的身份安全、通信安全和数据安全等信息安全问题。

标的资产主营业务为跨网隔离交换、终端安全管控、数

据安全归档等信息安全产品的研发、生产、销售及相关技术服务。为深化产业协同、促进业务发展、收购优质资产提升盈利能力等，上市公司拟通过发行股份及支付现金向第三方购买标的资产 80% 股权。

本次交易采用资产基础法和收益法评估，选取收益法评估结果作为评估结论。评估基准日下，标的资产净资产账面值 3400 万元，资产基础法评估净资产金额为 6600 万元，评估增值率 94%；收益法评估标的资产股权价值 3 亿元，增值率 790%。本次交易以收益法评估结果作为定价依据，确定标的资产 80% 股权作价 2.4 亿元。

经磋商，交易各方根据市场化原则设置业绩承诺和减值补偿安排，约定 3 年业绩承诺期内各年度净利润合计不低于 1 亿元，业绩补偿期结束后确定是否履行业绩补偿和减值补偿义务及具体金额，以交易对价为限，优先以股份补偿，不足部分以现金补足。

本案例中，标的资产股东部分未实缴出资，拉高了本次交易评估增值率，但相关股东承诺继续履行实缴义务。根据标的资产《公司章程》，标的资产认缴注册资本 1400 万，各股东应在 2032 年前缴足注册资本。截至交易方案披露时，标的资产股东尚有 1000 万元未实缴出资，经公司分析论证并咨询市场监督管理部门确认，该情况不违反现行《公司法》和《公司章程》规定。剔除未实缴出资影响，本次交易评估

增值率约 5 倍。本次交易相关协议约定，标的资产未实缴出资股东承诺在资产交割前缴纳部分出资，剩余部分 4 年内分阶段缴足，标的资产原股东实缴出资义务不因本次交易而免除，因违反前述承诺给上市公司造成的损失由标的资产原股东承担。

新《公司法》自 2024 年 7 月 1 日起实施，根据新《公司法》有关规定，有限公司股东认缴的出资额由股东按照公司章程的规定自公司成立之日起五年内缴足，股东未按期足额缴纳出资的，除应当向公司足额缴纳外，还应当对给公司造成的损失承担赔偿责任。股东转让已认缴出资但未届出资期限的股权的，由受让人承担缴纳该出资的义务；受让人未按期足额缴纳出资的，转让人对受让人未按期缴纳的出资承担补充责任。后续，上市公司购买有限公司股权时，应当充分尽调有限公司股东有无未实缴出资、出资瑕疵、不实或抽逃出资等情况，谨慎判断标的资产出资问题对上市公司后续义务履行、责任承担等方面影响，对相关事项同交易对方充分磋商、妥善安排，并在交易作价中充分考虑，保护好上市公司和投资者合法权益。

（2）NSD 发行股份及支付现金购买 BTDZ100%股权

上市公司是全球行业内领先的打印机加密 SoC 芯片设计企业，是全球通用耗材行业的龙头企业。公司业务涵盖通用耗材芯片、打印机 SoC 芯片、喷墨耗材、激光耗材、针式

耗材及其部件产品和材料，可为消费者提供全方位的打印耗材解决方案。

标的资产是一家完整掌握打印机核心技术和自主知识产权，集打印机及耗材的研发、设计、生产和销售为一体的企业。本次交易前，标的资产已托管至上市公司，本次交易将有助于双方进一步发挥协同效应，有助于上市公司打造自主可控可信的生态体系，为构建自主可控的信息安全打印机产业链提供可靠的基础保障。

上市公司拟向交易对方发行股份及支付现金收购其持有的标的资产 100% 股权。根据标的资产评估结果，经交易各方友好协商，标的资产 100% 股权作价为 66 亿元，其中股份支付 50 亿元，现金支付 16 亿元。

本次评估确定采用资产基础法和收益法进行评估。采用收益法得出的股东全部权益价值为 660,300 万元，比资产基础法测算得出的股东全部权益价值高 321,700 万元，差异率 95.01%。最终选择收益法评估结果为标的资产净资产价值的参考依据，评估增值 557,225.45 万元，增值率 540.60%。主要系：受益于信创市场的发展，标的资产报告期内营业收入、净利润、销量保持快速增长，明显优于行业整体发展情况；行业集中度较高，标的资产行业地位快速提升，2016 年-2020 年，市场份额从 2.1% 快速上升至 7.7%，自有品牌打印机出货量排名提升至全国第四名；标的资产具有核心竞争力，作

为我国打印机自主品牌的重要代表，同时具有良好的成本控制能力，盈利能力具有可持续性；标的资产拥有较为完整的底层技术、成熟的产品体系以及完善的销售模式等。

收入预测方面，本次评估基于标的资产核心技术自主可控、劳动力成本优势、信创市场先发优势、打印机耗材销售明显增长等优势条件，以及预测期合理考虑产品单价的下降、耗材消耗率低于行业平均水平、信创市场 3 年增长期等谨慎性条件，对标的资产一类系列、二类系列主营业务收支及期间费用等分别进行预测，并形成对未来现金流的预测结果。将未来现金流进行折现，以确定被评估单位的经营性资产价值。再根据溢余或非经营性资产（负债）、长期股权投资价值、少数股东权益价值、付息债务的价值对经营性资产价值进行调整，得到被评估单位的股东权益价值为 660,300 万元。

与同行业上市公司估值进行比较，本次交易标的资产对应静态市盈率 23.33 倍，动态市盈率 16.38 倍，低于同行业“Wind 电脑与外围设备”板块上市公司市盈率的平均值（50.95）。标的资产对应市净率 6.40 倍，高于同行业上市公司市净率的平均值（3.62），主要系标的资产前期未弥补亏损较大，截至 2020 年末累积的未分配利润相对同行业上市公司较小，净资产规模相对较小。

（二）重组标的未盈利

上市公司重组应当有利于提高上市公司持续经营能力

和资产质量，有利于改善公司财务状况。全面注册制下《重组办法》修订，落实新《证券法》要求，将上市公司重组有利于增强持续盈利能力修改为持续经营能力，弱化重组标的盈利性要求，为上市公司收购优质未盈利标的预留了制度空间。

“科创板八条”进一步明确，支持科创板上市公司着眼于增强持续经营能力，收购优质未盈利“硬科技”企业。科创板上市公司收购未盈利企业，应当充分说明交易原因和必要性，交易对提升上市公司资产质量和持续经营能力、增强公司“硬科技”实力等方面的积极作用。可以考虑对亏损标的盈利前对价股份锁定期、业绩或经营成果“对赌”安排等同交易对方充分磋商，保护好上市公司和中小股东利益；考虑是否自愿披露标的资产未来盈利预测报告，稳定市场预期。

此外，科创板重组上市标的资产如报告期内尚未盈利，但能够满足营业收入+经营活动现金流净额指标要求，不构成重组上市的实质性障碍。

1.HYYY 向第三方发行股份及支付现金购买资产

上市公司专注于小分子药物研发服务与产业化应用，主要业务包括小分子药物发现领域的分子砌块和工具化合物的研发，以及小分子药物原料药、中间体的工艺开发和生产技术改进。

标的资产聚焦于提供原料药、制剂药学工艺研发、注册

和产业化服务。上市公司 CRO、CDMO 业务与标的资产的主营业务内容既有重叠的部分更有互相补充的部分，为获取关键技术、拓展创新药业务布局，上市公司发行股份及支付现金购买标的资产，交易作价为 4.10 亿元，收益法评估增值率 620.34%。

标的资产报告期内利润不高，2020 年度、2021 年度、2022 年 1-6 月净利润分别为 235.47 万元、1,099.72 万元、647.22 万元。交易方案披露，标的资产药学研究业务稳步增长、定制化生产业务规模逐步扩大，核心研发团队深耕 CMC（原料药工艺研究、质量研究、稳定性研究）业务领域 18 年，拥有多个 GMP 原料药公斤级实验室以及五个独立的制剂 D 级洁净车间，其药学研究业务及 GMP 定制生产业务相互促进，支撑标的资产收入可持续增长。

问询回复披露，标的资产技术平台完善、项目经验丰富，行业影响力逐步提升，为收入增长提供有力支撑。经过近二十年的发展，标的资产支持的新药研发项目数量逐渐增长。2020 年和 2021 年，CDE 分别受理 164 个和 243 个 1 类创新药的首次临床试验申请，标的资产分别服务了其中 16 个和 18 个品种的药理学开发和（或）临床样品生产。2022 年 1-8 月，CDE 新受理的 1 类及 2 类新药中，标的资产服务了其中 13 个品种的药物开发和临床样品生产服务。

本次交易对上市公司盈利能力驱动因素及持续经营能

力影响包括：一是增加业绩增长点，进一步提升盈利能力。在技术开发、客户拓展以及运营管理等各方面充分发挥协同效应，通过建立技术共享平台、集中采购、合作拓展客户、统一内控体系等方式，在研发、采购、销售、内部管理等环节降低双方的经营成本。二是完善上市公司的产业布局，进一步提升行业竞争实力。将 CDMO 业务延伸至制剂领域，一方面完善了上市公司 CDMO 产业布局，另一方面借助标的资产在制剂 CMC 领域的优势，将逐步打造“中间体—原料药—制剂”一体化的 CRO/CDMO/CMO 产业服务平台，强化上市公司整体的技术水平和服务能力，进一步提升行业竞争实力。

2.SLSW 向第三方发行股份及支付现金购买标的资产全部股权

上市公司主营业务为血液制品的研发、生产和销售，产品主要应用于血液制品适应症等生物医药领域，血液制品营收占比 95%以上。标的资产主要从事血浆采集、血液制品生产、研发和销售业务，血液制品主要用于特殊病患群体提升身体免疫力抵抗力和提高存活率。

为拓宽产品结构、稳定原料供应，实现优势互补、发挥协同效应，通过产业整合提升公司核心竞争力等，公司向第三方发行股份及支付现金方式购买标的资产 100%股权，交易作价为 33.47 亿元，收益法评估增值率 596.83%。

重组报告期内，标的资产前两个会计年度亏损，分别为-25,107.08万元和-470.02万元，最近一期扭亏为盈，净利润为4,401.15万元。业绩波动主要影响因素是2016年当地行业主管部门依法收回《药品GMP证书》，2017年底依法发回后公司重新恢复生产。2016年GMP证书收回前两个会计年度标的整体经营状况较好，净利润分别为5,829.70万元、7,592.50万元，产品毛利率分别为59.28%、51.36%。2019年随着生产逐步恢复正常、采浆量及投浆量增长，标的资产营业收入显著提升。

根据公司重组报告中“未来盈利能力分析”部分披露，标的资产盈利能力的持续提升主要源于内生性因素，有利于其发展的因素具有可持续性。从市场供需情况看，血液制品行业发展前景良好，下游市场需求旺盛而产品供应量相对紧张，标的资产未来发展前景可观；从收入端看，标的资产营业收入逐年增长，受新冠疫情影响，市场对免疫球蛋白产品的需求显著增长，拉动标的资产最近一期营业收入同比大幅提升；从毛利率情况看，报告期内标的资产毛利率逐年提高，提升了约20个百分点，公司主要产品销售价格相对稳定，毛利率变动主要系产能释放导致单位成本下降、市场需求变动导致高毛利产品销售占比增加等，公司最近一期毛利率已和行业平均水平趋同；从期间费用情况看，公司期间费用率呈逐年下降趋势，剔除因股份支付确认管理费用影响外，期

间费用率和行业平均水平基本一致。因此，通过本次收购，将为上市公司带来优质浆站资源，提升上市公司采浆量，大幅扩大上市公司经营规模，从而提高上市公司在血液制行业的市场地位。

3.DSKJ 向控股股东发行股份购买其持有的标的资产少数股权

上市公司主要从事钴酸锂、多元材料及锰酸锂等小型锂电、动力锂电正极材料的研发、生产和销售，标的资产主要致力于高性能锂电池正极材料的研发、生产与销售。上市公司向控股股东发行股份购买其持有标的资产 31.25% 的少数股权，交易完成后，标的资产将成为上市公司全资子公司。

重组报告期内，标的资产净利润水平不高，2018 年度、2019 年度、2020 年 1-6 月净利润分别为 0.02 万元、-323.39 万元、224.67 万元。重组报告书披露，截至 2020 年 6 月 30 日，标的资产处于建设期，尚未产生销售收入，因此营业收入、营业成本及毛利率分析不适用。但是，从对上市公司持续经营能力影响上看，由于标的资产负责常州锂电新材料产业基地的生产运营，总规划年产能 10 万吨，分两期建设，首期将建成年产 5 万吨高镍锂电正极材料生产线和锂电新材料技术研究院。目前一期工程第一阶段 2 万吨正极材料产能已经完成生产厂房施工、生产线安装工作，正在进行产线调试和产品试制工作，市场空间大，具备较强的盈利能力。

此案例整体上选取资产基础法的评估结果作为本次评估结论，其中对知识产权采用收益法评估，基于收益法评估的知识产权预计实现的收入分成额设置业绩承诺。本次交易完成之后，上市公司能够进一步提高其享有标的资产的权益比例，合并净利润将有所增加，盈利水平将得到提升，综合竞争实力将进一步增强。

（三）业绩承诺

规则方面，上市公司向控股股东、实控人及其控制的关联方购买资产，且采用基于未来收益预期的方法进行评估或估值的，交易各方需要依规设置业绩补偿安排。上市公司向控股股东、实际控制人或者其控制的关联人之外的特定对象购买资产且未导致控制权发生变更的，上市公司可以与交易对方根据市场化原则，自主协商是否采取业绩补偿及相关具体安排。

实践中，基于未来收益预期的估值方法不只包括现金流折现、股利折现等，如部分交易选用市场法评估或估值，采用动态价值比率、含有未来收益预测的财务数据评估标的资产价值，交易对方为控股股东、实控人及其控制的关联方，也根据影响交易作价的预测期数据进行业绩承诺并设置减值补偿安排。其他情况下的大股东注资类重组，为保护上市公司及中小股东权益、避免关联方利益输送等质疑，交易各方也有自主设置业绩补偿和减值补偿安排的情形。

1.WED 向第三方发行股份购买 XJQ100%股权

上市公司长期专注于超高精密、高精密刀具及超硬材料制品研发、生产和销售。标的资产主要生产销售中高端精密刀具，已形成包括超硬刀具、硬质合金刀具在内的完整产品体系。上市公司向 30 余位非关联交易对方发行股份及支付现金购买标的资产 100%股权。通过本次交易，上市公司可以有效提升非标刀具加工综合实力，扩大业务规模，并进一步丰富产品线。本次交易价格合计为 7 亿元，其中以股份支付 5 亿元、以现金支付 2 亿元。交易对价系基于收益法评估结果协商确定，评估增值率为 200%。

在业绩承诺与补偿方面，上市公司与合计持有标的资产 88%股权的 4 位主要交易对方（以下简称业绩承诺方）签署了《盈利预测补偿协议》。根据协议，业绩承诺方承诺标的资产 2021 至 2024 年度经审计的扣非后归母净利润分别不低于 4,766 万元、5,307 万元、5,305 万元和 6,522 万元，合计不低于 21,900 万元。若业绩承诺期届满后，标的资产累计实现净利润数额低于累计承诺净利润数额，业绩承诺方将以本次交易的交易总价款为上限承担补偿责任。同时，为保障业绩补偿的可实现性，业绩承诺方合计获得的上市公司股份将根据业绩承诺完成情况分批解锁，即各期业绩承诺完成比例达到 90%后，可按比例解锁股份，各期累计解锁比为 10%、20%、60%、100%。

该交易方案属于向第三方购买资产情形，尽管交易双方设置的业绩补偿安排亦以扣非后归母净利润为主要指标，但是该安排与《监管规则适用指引——上市类第1号》规定的业绩补偿机制存在实质差异，本方案虽就各年度业绩作出承诺，但补偿金额系于四年业绩承诺期末按照累计数计算，对标的资产的业绩波动性包容更大，充分体现出交易双方对赌安排的自主性。

2.CCKJ 向第三方发行股份购买 CYKJ98%股权

上市公司主要生产集成电路测试设备，产品包括测试机和分选机，标的资产则专注于转塔式分选机细分领域。上市公司发行股份购买标的资产 98%股权。交易完成后，上市公司将全资控股标的资产。通过本次交易，上市公司能够获取标的资产底层技术，直接进入优质转塔式分选机制造商梯队，并构建上市公司平移式分选机、重力式分选机、转塔式分选机全品类产品矩阵。

在交易定价方面，本次交易采用资产基础法和收益法评估，最后选取收益法评估结果作为定价依据，评估增值率 26.38%。标的资产收益法下评估增值率略高于资产基础法下约 10 个百分点。

重组报告书披露，鉴于本次交易属于与第三方进行的市场化产业并购，交易双方基于市场化商业谈判而未设置业绩补偿。该安排符合行业惯例及相关法律、法规的规定。同时，

上市公司提示风险，如果未来宏观形势、行业情况等发生不利变化，标的资产实现盈利低于预期甚至亏损，而上市公司因本次交易支付的对价将无法得到补偿，从而会影响上市公司的整体经营业绩和盈利水平，提请投资者关注未设置业绩补偿机制的风险。

3.CYDL 发行股份及支付现金收购 HBDL100%股权

上市公司与标的资产同属于能源行业，所生产的电力均输入当地电网。为整合省内发电资产，优化上市公司电源结构，提升业务规模和盈利能力，解决同业竞争等，上市公司通过发行股份及支付现金方式收购实控人持有的标的资产100%股权。

本次交易采用市场法和收益法对标的资产进行评估，选取市场法评估结果作为定价依据。市场法评估增值率高于收益法约10个百分点。为充分反映资产之间的协同效应、量化考虑无形资产价值等，本次交易选取市场法中的可比交易法进行评估，选取市净率指标作为本次评估的价值比率，对所取比率进行适应性调整后，计算标的资产整体权益价值。

为保障上市公司利益，交易各方签署减值补偿协议，约定在交易完成的当年和未来两个会计年度，逐年对标的资产进行减值测试、计算补偿金额、履行补偿义务，补偿金额以本次交易作价为限，优先以股份补偿，不足部分现金补偿。

（四）定向可转债作为重组支付工具

上市公司并购重组是资本市场发挥优化资源配置功能的重要渠道。作为重组支付工具，定向可转债由交易对方以资产认购，兼具“股性”和“债性”，能够为交易双方提供更为灵活的博弈机制，有利于提高重组市场活力与效率。

2018年11月，证监会启动定向可转债重组试点。试点开展期间，证监会共许可24家上市公司发行定向可转债40只，发行规模215.31亿元。其中，作为支付工具的24只、交易金额92.86亿元，作为融资工具的16只、融资金额122.45亿元。

2023年11月，为进一步支持上市公司以定向可转债为支付工具，通过重组置入优质资产，提高上市公司质量，证监会在总结前期试点经验的基础上，制定并正式发布《上市公司向特定对象发行可转换公司债券购买资产规则》。

1.SRP 发行可转债及支付现金购买 CXW100%股份

上市公司通过发行可转债及支付现金方式向19名交易对方购买标的资产100%股份，并发行股份募集配套资金。基于市场法评估结果，经交易双方协商，确定本次交易价格10亿元。

上市公司是一家国产模拟芯片平台型企业，公司产品以信号链和电源模拟芯片为主，并逐渐融合嵌入式处理器，提供全方面的解决方案。公司目前的产品以模拟芯片为主，2023年度信号链类模拟芯片的收入占比为80%，电源类模拟

芯片的收入占比为 20%。下游应用领域主要为信息通讯、工业控制、监控安全、医疗健康、仪器仪表、新能源和汽车等。

标的资产主要从事模拟芯片中的电池管理和电源管理芯片开发，已经实现电池管理芯片细分市场全产品线覆盖，下游应用领域主要为消费领域，现已成功导入多家国内外一流客户。标的资产 2023 年营业收入 2.53 亿元，净利润-406 万元；2024 年一季度实现营业收入 5,945 万元，扭亏为盈实现净利润 450 万元。

上市公司和标的资产同为模拟芯片设计公司，双方在产品品类、技术积累及客户资源等多方面均有协同效应。本次交易完成后，上市公司能够进一步拓展产品种类、获得新的利润增长点，标的资产能够借助上市公司平台，建立更为完善的质量管理体系，同时通过集团化采购、交叉客户导入等方式降低产品成本，提高运营效率。

在支付工具选择方面，上市公司最初选择用股份搭配现金方式收购标的资产股份，但因预案披露后股票二级市场波动和公司股价变化，公司改用定向可转债搭配现金作为支付工具，弥平二级市场价格波动所带来的交易不确定性，提升交易韧性。同时确定转债利率为 0.01%，对上市公司财务费用支出影响较小。

估值方面，本次交易采用收益法和市场法评估，选取市场法评估结论作为定价依据，评估增值率约 3 倍；定价方面，

综合考虑不同交易对方初始投资成本等因素，交易各方协商确定，本次交易设置差异化定价安排，但上市公司支付对价总额不超过标的资产整体估值结果；估值补偿方面，根据市场化原则自主协商设置业绩补偿安排，基于标的资产2024—2026年剔除股权激励费用后的累计净利润确定。

前期标的资产同部分财务投资人签署了附有回购义务条款的增资合同。为保证标的资产全体股东均不享有任何超出《公司法》及公司章程规定的股东特殊权利，保障标的资产权属清晰以及资产过户或者转移不存在法律障碍，协议相关方签署了《关于终止公司股东特殊权利相关事项的补充协议》，约定将由标的资产作为义务承担主体的股东特殊权利条款全部予以终止，对各方均不再具有法律约束力，该等条款终止后应视为自始无效，且未约定可恢复条款。

2.HDGJ 发行股份及可转债购买 MDNY45.15%股权和 FYRD36.86%股权

上市公司向两名交易对方发行股份及可转债购买其持有上市公司两子公司的剩余股权。两个标的资产分别是新能源发电和热电联产资产，通过本次交易，上市公司将持有标的资产100%股权，提升上市公司权益装机容量和清洁能源权益装机比例，同时在上市公司股东层面引入机构投资者，促进上市公司股权结构的多元化。

本次交易对价合计为150,016.26万元，其中以股份支付

3,000.36 万元，以定向可转债支付 147,015.90 万元。上述交易对价系基于资产基础法评估结果协商确定，评估增值率合计为 9.78%。

本次交易系上市公司“债转股”方案的一部分。2019 年末，上市公司采用“现金增资偿还债务”模式，在下属子公司即标的资产层面，引入债转股实施机构即本次交易对方，由其向标的资产现金增资 15 亿元，助力标的资产大规模减少有息负债，降低资产负债率，实现“债转股”目的。

此外，基于防止国有资产流失等需求，本次购买资产的可转债初始转股价格为 4.61 元/股，高于定价基准日前 20 个交易日、60 个交易日、120 个交易日上市公司的 A 股股票交易均价。对此，上市公司基于近三年公司股价波动情况，明确提示可转换公司债券到期未能转股风险，并结合业绩表现、分红安排、控股股东资产注入安排等披露了上市公司拟采取的应对措施。

（五）科创板定位和协同效应

科创板上市公司重组所购买的资产，应当符合科创板定位，与公司主营业务具有协同效应。不构成重组上市的，独立财务顾问应当结合拟购买资产所属行业、所属行业与科创板上市公司是否处于同行业或者上下游、与上市公司主营业务的协同效应充分论证拟购买资产符合科创板定位。科创板上市公司开展产业链上下游并购整合的，应当充分论证所购

买资产和上市公司主营业务具有协同效应，重组后上市公司未明显削弱“硬科技”属性。构成重组上市的，标的资产应当符合板块定位和 IPO 科创属性的相关要求。

信息披露方面，科创板公司重组旨在获取业务发展和技术创新的关键资源、提升上市公司的整体质量，科创板公司重组所购买资产虽无研发投入、专利数量等硬指标要求，但应当按照《公开发行证券的公司信息披露内容与格式准则第 26 号——上市公司重大资产重组》相关披露要求，围绕所购买资产的业务模式创新性、研发人员及核心技术人员情况、专利及技术先进性、研发强度及研发成果转化等方面论证标的资产的科创属性。

1.HXYC 发行股份及支付现金收购 OLT

上市公司是国内领先的检测设备与整线检测系统解决方案提供商，主要从事平板显示及集成电路的检测设备研发、生产和销售，公司主要产品应用于 LCD 与 OLED 平板显示、集成电路测试、电池管理系统芯片检测等领域。上市公司在各类数字及模拟信号高速检测板卡、基于平板显示检测的机器视觉图像算法，以及配套各类高精度自动化与精密连接组件的设计制造能力等方面，具备较强的竞争优势和自主创新能力，在信号和图像算法领域具有多项自主研发的核心技术成果。

标的资产成立于 2016 年，主营业务为提供自动化智能

组装、检测设备，其产品可广泛应用于以可穿戴产品(如智能手表、无线耳机等)为代表的消费电子行业，主要用于智能手表等消费电子终端的组装和测试环节。标的资产下游智能手表市场前景广阔。标的资产主要客户 A 公司智能手表系列产品保持旺盛的市场需求和强劲的市场竞争力，报告期内标的资产收入增速水平远高于同期智能手表市场增速。同时，标的资产成功切入无线耳机等其他可穿戴设备市场，从无线耳机、智能音箱、无线充电器等非智能手表业务订单情况来看，标的资产未来非智能手表业务预测收入具有可实现性。

符合科创板定位方面，标的资产研发团队通过持续的研发实践，不断探索前沿工艺，整合工业控制、机器视觉、精密贴合、软件开发等技术，为行业应用客户提供符合特定需求的定制化工业生产智能化生产线综合解决方案，满足客户在提高精度和生产效率、优化流程管理、降低人员成本、改善工作环境等多方面的业务需求，通过方案支持、生产制造、安装调试、售后保障等专业服务匹配终端用户不断迭代的智能设备需求。标的资产已经进入国际知名消费电子品牌厂商供应链体系，与 GD、RB 等大型电子厂商建立合作关系，成为业界独具特色和优势的消费电子智能组装检测设备供应商。

协同效应方面，两公司属于同一产业链上下游企业，在采购渠道、技术开发、客户资源等方面具有协同效应。上市

公司通过本次重组，取得标的资产在可穿戴电子产品等消费电子终端组装测试领域的产业基础、技术储备及销售渠道等资源优势，进一步拓展上市公司智能设备的产品线及应用领域，完善上市公司在消费电子行业智能装备的战略布局。上市公司充分披露和标的资产在产品结构、客户营销、应用场景、管理和财务等方面的协同效应，并围绕交易所重组审核规则，充分论述协同效应在公司降本增效等方面的具体体现，以及本次交易对公司完善产业布局、增强抗风险和持续经营能力等方面的积极作用。

交易双方自主设置业绩补偿安排,从实现情况上看,标的资产业绩承诺期累计实现净利润 6 亿余元，业绩承诺达标率 146%，超额完成业绩承诺。此外，重组设置超额业绩奖励，业绩承诺期届满后，上市公司按约定将超过累计承诺净利润部分的 60%支付给标的资产管理层和核心管理人员，实现了标的资产和上市公司共同成长。

2.DMKJ 发行股份及支付现金收购 MAD

上市公司主要从事智能物流系统、关键设备及其核心部件的研发、设计、制造、销售和服务，是国内智能物流装备领域的领先企业。上市公司的产品研发、制造的智能装备包括具有人工智能+物联网技术的智能输送和分拣机、拣选机器人、拆码垛机器人、智能物流搬运机器人等，广泛应用于电子商务、快递物流、服装、医药、烟草、新零售、智能制

造等多个国民经济重点领域。

标的资产是一家主要从事智能物流装备核心部件的研发、生产和销售的高新技术企业，主要产品包括电动滚筒及其驱动器、直线电机等。标的资产深耕快递物流行业，是国内快递物流输送分拣领域技术先进、规模较大的核心部件制造企业。

上市公司通过发行股份及支付现金方式，作价 5.51 亿元收购标的资产 100% 股权。通过本次交易，上市公司与标的资产将形成明显的协同效应，实现优势互补，还将提高上市公司盈利能力，提升股东回报。

关于符合科创板定位，上市公司结合《智能制造发展规划（2016-2020）》《国务院关于印发“十三五”国家战略性新兴产业发展规划的通知》等权威分类目录，认定标的资产所处行业属于“高端装备领域”。此外，结合标的资产主要产品技术优势、主要客户、所获奖项成果等方面，论证标的资产具有技术先进性和突出的科技创新能力。

协同效应方面，上市公司与标的资产属于同行业，且具有上下游关系。标的资产产品主要用于快递物流输送分拣设备上，报告期内，上市公司的智能物流关键设备产品部分部件向标的资产采购。通过本次交易，上市公司可以获得直驱型电机技术、驱动及控制技术和研发人员，可以加速产品迭代和丰富产品类型，可以降低成本，能够扩大产品和服务在

快递物流输送分拣市场的应用，增强竞争优势。

3.XHJS 现金收购 NDDH 控股权

上市公司主营业务为各类智能制造装备的研发、生产和销售，现阶段主要为国内外中高端汽车生产企业及汽车零部件生产企业提供智能自动化生产线。标的资产主营业务为动力电池精密金属结构件的研发、设计、生产及销售，是一家深耕新能源汽车零部件领域的综合服务商。

上市公司拟以支付现金的方式购买标的资产原股东持有的 51% 股权，交易金额合计为 81,600 万元。本次交易目的主要是提高公司的盈利能力及新能源汽车领域的核心竞争力；丰富公司的产品类型，由智能装备扩展到动力电池结构件，进一步扩大在新能源汽车领域的影响力；进一步提升为核心客户提供整体服务的能力，增强客户粘性。

关于符合科创板定位，一是以标的资产为其重要客户提供的服务实例论述标的资产具有技术先进性，列举了其作为某国际客户动力电池壳结构件的重点供应商，通过自身先进技术替代原有工艺，大幅提高产品良品率等指标，并获得最终客户临场检查及认可等事例。二是结合《战略性新兴产业分类（2018）》《国务院关于加快培育和发展战略性新兴产业的决定》等，说明标的资产主营业务服务于新能源汽车产业，属于国家当前重点支持的战略新兴产业，符合科创板定位。

协同效应方面，上市公司与标的资产共同服务于新能源动力电池及新能源汽车领域。交易完成后，双方能够在客户开拓、资源维护、内部生产效率提升等方面产生协同效应。上市公司能够进一步拓展产品种类、获得新的利润增长点，标的资产也将借助上市公司的客户资源，提升市场认可度，通过生产线的智能化升级，提高运营效率，并借助上市公司的资本平台拓宽融资渠道，进入发展快车道。具体包括，共同服务于动力电池领域客户，业务类型互补；丰富了服务品类，帮助上市公司进入新的业务领域；内部生产工艺的协同，有助于提升生产效率，增强产品竞争力；利用各自优势，协同开拓国内外优质客户。

本案例中，上市公司与标的资产同属于新能源汽车行业中的装备制造细分行业，上下游关系明显。同时，由于交易双方重要客户重合度高，在论证双方主营业务协同效应时更加充分、具象。

（六）上市公司吸收合并

上市公司可以发行股份或定向可转债吸收合并其他公司，换股吸收合并涉及上市公司的，上市公司的股份定价及发行按照《重组办法》有关规定执行。

吸收合并双方是否受同一主体控制，不构成吸收合并交易的实质性障碍。上市公司可以发行股份或定向可转债吸收合并非上市公司，也可以换股吸收合并上市公司。非上市公

司首发股份吸收合并上市公司等实质上具有 IPO 效果的交易，上市主体应当符合 IPO 发行条件及相应板块上市条件。

信息披露方面，重组报告书应当包含“换股吸收合并方案”特别内容，就换股各方信息、换股价格及调整机制、异议股东权利保护安排以及债权债务处置、涉及的资产过户或交付安排、员工安置等事项作出披露。

1.ZHDZ 吸并 ZHJD，同控下 A 吸 A

吸收合并双方系同一央企集团控制下两家 A 股上市公司。吸并方为航空电子系统的专业化整合和产业化发展平台，多年来为国内外众多航空主机厂所及其他军工产品平台提供配套系统级产品，形成了国内领先的航空电子产品研发生产制造能力；被吸并方航空机电系统业务的专业化整合和产业化发展平台，是我国军用和民用航空机电产品的系统级供应商，在我国航空机电产业中具有绝对领导地位。

为贯彻落实党中央、国务院深化国企改革指导思想，完善国有上市平台的产业布局、提升资产质量和运营效率，通过“强强联合”整合优质资源、发挥协同效应、提升航空工业机载系统的核心竞争力等，经履行吸收合并双方内部审议程序，并通过国务院国资委、国防科工局批准，吸收合并相关方拟实施本次交易。

吸收合并具体方案为，吸并方通过发行 A 股方式换股吸收合并被吸并方，充分考虑股价波动影响，经吸并双方协商

确定，换股价格按照定价基准日前 120 个交易日的股票交易均价经除权除息调整后确定，并由此确定换股比例。本次交易配套募集资金不超过 50 亿元，不超过吸收合并交易金额的 100%，用于存续公司项目建设和补充流动资金。

本次交易设置表决权委托安排。吸并双方控股股东早年间签署一致行动协议，且被吸并方控股股东持有吸并方部分股份。交易完成后，被吸并方控股股东将其持有的原吸并方股份及因本次吸并换得的新股所对应表决权，无偿、排他、不可单方撤销地委托给吸并方控股股东。因前述安排，交易前后吸并方控股股东和实际控制人均未发生变化，按相关指标测算，本次交易构成重大资产重组，不构成重组上市。

异议股东权利保护方面，根据《公司法》等规定，本次交易赋予吸并方异议股东股份收购请求权，赋予被吸并方异议股东现金选择权。收购请求权和现金选择权价格均按照换股吸收合并的定价基准日前 20 个交易日的各自公司股票交易均价经除权除息调整后确定，前述价格略低于吸收合并换股价格，上市公司结合市场可比交易案例、交易对上市公司和股东积极影响、防范行使异议股东权利套利阻碍交易进程等角度，论述价格确定合理性。

债权债务处理方面，吸收合并双方按照相关法律法规的要求履行债权人的通知和公告程序，后续债务由吸并方承继，吸收合并双方取得债权人同意无须提前偿还或担保债务的

金额比例超 95%，不存在债权人明确表示不同意本次交易的情况。同时，上市公司对交易过渡期、人员安置方案、相关资产交付过户等作出妥善安排并披露。

此外，吸收合并是解决上市公司关联交易和同业竞争问题的有效手段。通过本次吸收合并，备考财务报表显示，存续公司关联采购和关联销售金额均呈下降趋势。本次吸并双方及实控人控制其他企业之间不存在同业竞争，本次吸收合并亦未新增同业竞争，但若集团内上市公司同其他主体在相关业务、产品、采购、销售、技术等方面存在同业竞争，通过吸收合并可以实现资源整合并解决前述问题。

2.XG 吸并 XGYX，同控下 A 吸并控股股东

上市公司主要从事起重机械、铲运机械、压实机械、路面机械、桩工机械、消防机械、环卫机械和其他工程机械及备件的研发、制造、销售和服务，是品牌影响力最大的中国工程机械制造企业之一，系本次交易吸并方；被吸并方为公司控股股东，通过本次交易，被吸并方将挖掘机械、混凝土机械、矿业机械、塔式起重机等工程机械生产配套资产将整体注入上市公司，优化产业结构、完善产业布局、提升持续经营能力，助力上市公司打造更具国际竞争力的机械装备产业集群，同时一定程度减少上市公司关联交易，提升公司经营独立性。

本次交易整体上采用资产基础法评估并作为定价依据，

对个别细分行业需求旺盛、公司盈利能力稳定的子公司，以及已经或即将应用的知识产权资产，使用收益法评估，最终确定本次交易拟注入资产估值及作价约 400 亿元。本次吸并股份发行股份的价格为定价基准日前 120 个交易日股票交易均价的 90%，吸并方异议股东现金选择权的价格和对价股份发行价格一致，由上市公司担任本次交易现金选择权的提供方，回购股份按照《公司法》规定在 6 个月内予以注销。

对上述采用收益法评估资产，交易各方按照《监管规则适用指引——上市类第 1 号》要求，设置业绩承诺和减值补偿安排。补偿义务主体仅为上市公司间接控股股东，不包括其他交易对方。上市公司结合《重组办法》规定、业绩承诺对应资产经营情况良好、发生业绩补偿概率极低，以及业绩补偿覆盖比率较高等角度论述业绩承诺设置合理性，并就业绩承诺可能无法实现、业绩承诺未全部覆盖交易作价作出风险提示。

3.ZGNJ 吸并 GZB，同控下 H 吸 A 实现“A+H”两地上市

吸并方系 H 股上市公司但未在 A 股上市，被吸并方系 A 股上市公司，被吸并方为吸并方合并报表范围内企业。吸并方通过首发 A 股股份吸收合并被吸并方，交易完成后吸并方作为存续主体成为 A 股上市公司。

被吸并方为国内水电建设行业的先进公司，主营业务包

括工程建设、工业制造、投资运营、综合服务等；吸并方由全国各地的勘测设计企业、施工企业、修造企业组建而成，主营业务涵盖规划咨询、工程设计及建设、装备制造、投资运营等。为优化资源配置、提升经营管理效率，推动业务转型升级和持续发展，解决集团内潜在同业竞争和关联交易，拓宽融资渠道、实现“A+H”两地上市等，交易各方拟实施本次交易，实现集团内优质资产整体上市。

换股价格方面，综合考虑吸并双方的总体业务情况、盈利能力、同行业可比公司及可比交易的估值水平、可比公司A/H股溢价率水平等因素，确定吸并方股份发行价格为2元/股；以本次交易定价基准日前20个交易日的均价为基准，考虑股价波动风险补偿溢价率的影响，最终确定被吸并方9元/股的换股价格，故被吸并方股东所持每股股份可换得吸并方新发的4.5股股份。吸并方A股股份发行价格较H股溢价超2倍，结合H股交易量较小、换手率偏低，对比分析可比公司A/H股溢价率水平、可比公司的估值水平等因素，论述A股发行价格具有合理性。

异议股东权利保护方面，根据《公司法》及公司章程规定，吸并方控股股东为吸并双方异议股东提供收购请求权或现金选择权，本案中吸并方异议股东数量为0。现金选择权价格为本次交易定价基准日前1个交易日股票收盘价6元/股，被吸并方股东可以在行使现金选择权、二级市场退出和

换股等方式中择优行使权利。同时，本次交易设置异议股东现金选择权调价机制，价格调整建立在市场和同行业指数与公司个股价格同步重大变动基础上，且为双向调整机制。

此外，根据《民法典》《公司法》等规定，本次吸收合并需要妥善处置债权债务事项，吸收合并双方需要履行债权人通知义务。截至报告书披露日，吸并双方均履行相应义务，取得债权人同意函比例超 9 成，不存在债权人明示不同意情况。

本次交易虽然未导致上市公司实控人变更、不构成重组上市，但因吸并方通过本次交易成为 A 股上市公司并首发股份，吸并方对照《首次公开发行股票并上市管理办法》论述其符合 IPO 的发行上市条件；吸收合并报告书等信息披露文件亦按照《26 号格式准则》有关要求，补充招股说明书必备要素。

（七）上市公司控制权收购

1.MRYL 现金收购 HTYL 控制权

这是科创板首单“现金 A 收 A”实现控制权变更案例。两上市公司同步发布公告称，MRYL 拟通过全资子公司协议受让 HTYL 实际控制人及相关股东控制的公司 13,185,240 股股份（占比 19.72%），转让价款约 62 亿元，HTYL 实控人仍将持有 18% 股份并承诺放弃所持 10% 股份的投票权。本次交易完成后，MRYL 及其一致行动人将合计控制 HTYL 24.61%

的股份，取得 HTYL 的控制权。

交易双方中，HTYL 是国产电生理及血管介入领域的细分龙头，心脏电生理产品覆盖医院超过 800 家，血管介入类产品覆盖医院超过 3000 家，并已取得 14 个产品的欧盟认证，在九十多个国家和地区完成注册和市场准入，过去三年净利润增长幅度超过 60%。MRYL 则是我国医疗器械领域的综合龙头，拥有生命信息与支持、体外诊断和医学影像三大支柱业务，2023 年营业收入超 300 亿元，海外营收破百亿元，过去三年净利润增速均保持在 20% 以上。

根据披露文件，两家公司主要生产经营地均在深圳，在技术研发、区域供应链、产能等方面互补性强，双方合作有利于完善产品组合、扩展全球销售，在电生理、医疗影像、外周介入等多个领域强化实现产业协同，实现双赢共生局面。通过本次交易，HTYL 将引入具备较强产业协同能力和资金实力的控股股东，在继续做好原有业务的基础上，构建新的核心竞争力，提高公司研发能力，实现公司的长期可持续发展。

2.FFGF 控股股东协议转让公司股份实现控制权变更

上市公司 FFGF 控股股东、实际控制人及其一致行动人，与 B 集团签署股份转让协议，拟向 B 集团转让其合计持有的 1.45 亿股普通股股份（约占公司总股本的 12.67%），总价款合计 7.42 亿元。目前，相关方已完成股份转让的过户登记，

公司实控人正式变更为某地方国资委。

上市公司是国内少数几家能生产最高电压等级 1000kV 输电线路铁塔的企业之一。近年来，受下游电网的建设投资规模波动、原材料成本上涨等多重因素影响，上市公司业绩出现波动，2021 年和 2022 年净利润连续下滑。目前，公司正积极发展第二增长曲线光伏板块。

收购方 B 集团的实际控制人为某地方国资委，目前控股另外 3 家 A 股上市公司以及 1 家港股公司。四家上市公司所属产业包括现代化工、动力电池、装备制造等，与 B 集团所在地的钢铁、装备制造、化工等支柱产业相呼应。