



(2026 年第 5 期，总第 208 期)

中国证券投资基金业协会

2026 年 6 月 15 日

## 我国并购基金积极股东作用案例分析

### ——并购基金“积极股东”作用课题成果之二

**【编者按】**并购基金自上世纪 70 年代后期在美国市场诞生以来历经四十余年发展，其角色与影响力正持续深化并展现出多元化特征。在美国等成熟资本市场中，并购基金不仅扮演着传统意义上为企业提供迅速扩张所需资金的关键角色，更通过深度影响企业战略方向、组织架构及运营效率，成为助力企业实现长期价值稳健增长的“积极股东”。

随着“并购六条”相关改革举措陆续落地，我国并购基金和并购热度持续升温，但充分发挥并购基金功能作用仍面临不少难点。为此，协会开展《发挥并购基金“积极股东”作用，活跃并购重组市场》课题，在总结并购基金发挥“积极股东”作用境内外典型案例基础上，对“积极股东”作用机制、相关风险以及行为规范作了深入分析，提出启示性建议。本文为课题成果之二，主要介绍了我国并购基金发挥积极股东作用案例及其启示。

## 一、市场实践与案例分析

### （一）案例：基石资本控股香农芯创

#### 1. 交易背景与核心逻辑

香农芯创的前身聚隆科技成立于 1998 年，并于 2015 年在深交所创业板上市，主营洗衣机减速离合器。公司凭借核心专利在细分领域保持稳定盈利，账面资金充裕，资产结构较为健康，但业务增长空间有限。这种现金充裕但增长乏力的状态，为基石资本提供了并购机会：通过业务重构与战略转型，释放沉淀资本价值，并借助资本市场平台实现产业升级。

#### 2. 交易结构

基石资本采用分步收购策略，在合规前提下高效、平稳取得控制权。

一是采取递进式收购路径。2019 年 5 月，通过旗下基金协议受让原实控人及小股东股份，合计持股 26.43%；随后发起部分要约收购，将持股比例提升至 34.53%；其后通过二级市场爬行增持 1%，最终以 35.53% 持股比例超过原实控人父子 35.48% 的持股，成为控股股东。该路径兼顾收购效率、原股东减持限制与市场稳定。

二是采用一致行动人架构。收购通过领泰基石、领驰基石、领汇基石及华盈基金四个主体联动完成，该设计兼具灵活性与风险隔离效应，领汇基石（私募股权投资基金）与华盈基金（二级证券基金）主要承载外部募集资金，领驰基石、领泰基石则主要运用管理人及同一控制下关联主体自有资金，实现不同属性资金与风险偏好的匹配。

### 3. 融资方案

在收购上市公司过程中，资金来源于“外部募资+自有资金”两层结构。外部募资部分遵循相关基金的合规要求；针对自有资金平台（领驰基石、领泰基石）按监管规定申请了不超过交易对价 60% 的银行并购贷款，期限为 5 年，以适度杠杆放大投资能力。

管理人投入大量自有资金，与外部 LP 利益深度绑定，增强了交易信誉。同时，严格将单笔投资控制在各基金风险承受范围内，避免因单一项目风险波及整体基金。

### 4. 治理行为

一是在管理层面，基石资本在聚隆科技收购完成后改组了董事会，派出董事长、总经理、财务总监与风控负责人，全面主导公司治理。

二是在战略层面，基石资本对公司战略方向进行根本性重构，将业务重心从传统的洗衣机零部件制造转向更具成长性的半导体产业。转型路径采用“贸工技”模式，即先通过收购芯片贸易企业切入半导体产业链，再逐步向技术研发和制造领域延伸。2021 年，聚隆科技以约 16 亿元现金全资收购了芯片分销商联合创泰，并增资 2 亿元。联合创泰拥有 SK 海力士、联发科等核心厂商的代理渠道，客户覆盖阿里、腾讯等大型互联网企业。收购后，聚隆科技更名为香农芯创。此后，公司进一步联合 SK 海力士等产业伙伴合资设立海普存储，切入企业级 SSD 的研发与制造，推动公司从分销向高附加值的芯片设计制造环节延伸，构建起“技术+渠道”的协同生态。

三是在约束与激励机制层面，在联合创泰收购初期，通过包含递增净利润目标与严格应收账款上限的三年（2021-2023）业绩承诺与补偿安排，有效锁定短期经营业绩与资产质量底线，确保整合初期风险可控。业绩承诺期圆满结束后，治理重点迅速转向长期发展。2024年初，公司推出覆盖核心团队的股权激励计划，将归属条件与上市公司整体、半导体产品及分销板块的三级业绩指标挂钩，实现人才绑定与利益长期协同。

## 5. 退出策略

经过系统性的价值重塑，聚隆科技的转型成效显著。收购时聚隆科技的市值约为30亿元；随着半导体分销业务的并入以及AI相关芯片需求的快速增长，公司市值已突破百亿元。公司从单一传统制造业企业转型为涵盖芯片贸易、存储解决方案等业务的半导体产业平台。基石资本在持股期间通过协议转让等方式部分减持，在实现投资回报的同时，也引入了有利于公司业务发展的战略股东（如无锡国资），优化了股权结构。

案例小结：香农芯创案例诠释了并购基金作为“积极股东”的关键要素。其一，产业视角为先，深度产业认知是价值发现和成功整合的前提。其二，治理权是关键，获得并巩固控制权是实施战略变革的制度保障。其三，赋能创造价值，通过战略重构、资源导入、激励改革等进行主动增值。其四，风险收益平衡，审慎使用杠杆、自有资金绑定、分阶段交易设计，共同构筑风险控制体系。其五，尊重市场规则，在现行监管框架内进行创新，与原股东、管理层实现共赢过渡。

## **(二) 案例：武岳峰资本收购中颖电子**

### **1. 交易背景与核心逻辑**

本次收购的标的中颖电子成立于 1994 年，于 2012 年在深交所创业板上市，主要从事 IC 设计及销售业务，核心产品为工规 MCU、电池管理芯片及 AMOLED 显示驱动芯片。公司在工规 MCU、显示驱动芯片等领域具备深厚技术积累，呈现“技术壁垒高、盈利稳健、市值适中”的特点，成为产业整合的理想标的。

收购方致能工电是由上海科创投资集团引导基金、武岳峰资本及徐州政府共同出资设立的市场化产业平台，聚焦工业及汽车芯片领域的布局与产业生态建设。本次交易是公司制产业平台控股上市公司的重要案例，标志着并购基金从财务投资向深度产业整合的“积极股东”模式演进。

### **2. 交易结构**

本次交易采用“股权转让+表决权委托”的组合方式。2025 年，致能工电以约 12 亿元的对价，受让原控股股东威朗国际及另一股东 Win Channel 合计 14.20% 的股权。同时，威朗国际将其持有的剩余 9.20% 股份的表决权独家委托给致能工电行使，委托期 24 个月。由此，致能工电以合计拥有 23.40% 的可支配表决权比例成为控股股东，未触发要约收购义务，兼顾了交易效率与成本控制。因致能工电自身无实际控制人，中颖电子的实际控制人变更为无实际控制人。

与传统私募基金的有限合伙架构不同，致能工电采用公司制平台直接持股。其上层通过合伙企业管理委员会机制确保决策平衡。这一结构突破了传统并购基金存续期的限制，

为长期产业运营提供了稳定的资本载体和治理基础。

致能工电的股东结构结合了上海国资、徐州国资与武岳峰民营资本，国资背景提供了政策支持、产能对接和区域产业链资源，而武岳峰资本则负责交易谈判、整合运营，实现了市场化决策与资源协同的平衡。

### **3. 融资方案**

本次资金全部来源于致能工电自有资本，未使用并购贷款，体现了产业资本对长期投资的稳健态度，避免高杠杆带来的财务风险，为后续业务整合预留财务空间。

### **4. 治理行为**

本次交易设计多层次治理保障措施，确保控制权平稳过渡与公司治理有效性。

一是不谋求控制权承诺。原控股股东出具《关于不谋求上市公司控制权的承诺函》，承诺不会以谋求上市公司实际控制权为目的直接或间接方式增持上市公司股份；不会以所持有的上市公司股份单独或共同谋求上市公司的实际控制权；不会以委托、征集投票权、协议、联合、协助其他股东以及其他任何方式以单独或共同谋求上市公司的实际控制权，且未经致能工电书面同意不得变更或撤销承诺，从法律层面巩固了控制权变更的稳定性。

二是改组董事会。各方约定在股份过户后 30 个工作日内完成董事会换届。新董事会由 11 人组成，其中致能工电提名 4 名非独立董事和 2 名独立董事（共 6 人），占董事会多数；法定代表人由致能工电提名的非独立董事担任；董事长初期由威朗国际提名，但任满 18 个月或公司发生重大业

务调整时，致能工电有权提出变更。这些安排使致能工电能够在不直接持有多数股份的情况下，有效主导公司重大决策。

三是股份锁定机制。致能工电和原控股股东均承诺在股份过户日起 18 个月内不转让所持股份，进一步稳定了股权结构，为战略整合创造稳定窗口期。

案例小结：本案例为 A 股市场提供了一种创新的产业整合范式，其核心机制表现为：第一，创新采用“公司制产业平台”作为收购主体，克服了传统基金因存续期限限制可能导致的短期行为，实现了产业资本与上市公司的长期深度绑定。第二，构建了“国有产业资本+专业私募机构”的治理模式，兼顾了政策资源、产业链协同与市场化决策效率。第三，以较为全面的公司治理安排（董事会改组、控制权承诺、股份锁定）为战略整合的平稳落地与有效推进提供了制度保障，确保了“积极股东”角色能够迅速、有力地发挥。

### **（三）案例：合肥瑞丞收购鸿合科技**

#### **1. 交易背景与核心逻辑**

本次交易是“并购六条”发布后首例产业资本通过并购基金控股上市公司的案例，体现了并购基金作为“积极股东”在产业整合中的独特价值。

鸿合科技作为深交所主板上市公司，是教育信息化领域的头部企业，财务表现稳健，账面现金充裕，无商誉包袱。然而，面对教育信息化行业的结构性调整，加之四位创始股东年龄偏大、子女无意接班且均定居海外，企业治理渐显疲态。创始股东希望保留部分股权分享未来增值，同时退出经

营管理，为引入具备产业资源的战略投资者创造了条件。

收购方合肥瑞丞为奇瑞集团旗下唯一持牌私募股权投资机构。2024年“并购六条”出台后，奇瑞敏锐把握政策机遇，以并购基金为载体，主动寻找与自身战略需求高度契合的上市公司，通过协议收购取得控制权，在保持上市公司主业稳健发展的同时，为其注入产业资源、优化治理结构、拓展发展空间，并探索与奇瑞系在智能汽车座舱等领域的业务协同，拓展产业生态边界。

## 2. 交易结构

初始方案通过“股份转让+表决权放弃+不谋求控制权承诺”的设计，确保了收购方对公司的控制地位。合肥瑞丞（作为GP，代其拟设立的并购基金“瑞丞基金”）协议收购鸿达成、邢正、王京、张树江合计持有的公司59,159,978股股份，占公司总股本的25.00%，成为第一大股东。原持股5%以上股东张树江签署《表决权放弃协议》，放弃其剩余持有的17,860,872股股份（占7.55%）的表决权，进一步降低了原股东方的表决权比例。鸿达成、XING XIUQING、邢正、王京和张树江等原实际控制人及其一致行动人、主要股东出具承诺函，承诺不谋求上市公司控制权，并限制了其未来增持或转让股份的行为。通过上述安排，瑞丞基金以25.00%的持股比例和表决权比例成为控股股东，而原实际控制人及其一致行动人的表决权比例从31.82%降至12.11%，其他主要股东的表决权比例也大幅降低，实现了控制权的稳定过渡。

之后各方签署《股份转让协议之补充协议》，对交易结构进行了关键性调整。补充协议的核心内容是明确将新设立

的“安徽省瑞丞鸿图股权投资基金合伙企业(有限合伙)”(简称瑞丞鸿图)确认为《股份转让协议》中的“瑞丞基金”。补充协议明确了合肥瑞丞作为管理人,不再承担受让方的权利义务,将实际履行交易的权利义务主体转移至基金,厘清了管理人(合肥瑞丞)与基金(瑞丞鸿图)的法律关系,使交易结构更加清晰、规范。

### 3. 融资方案

合肥瑞丞设立并购基金“安徽省瑞丞鸿图股权投资基金合伙企业(有限合伙)”(即瑞丞鸿图),基金规模为16亿元,由安徽省、芜湖市产业引导基金共同出资。

### 4. 治理行为

股份过户完成后,瑞丞鸿图作为“积极股东”,迅速启动了公司治理层面的系统性变革。

一是董事会重构与主导。交割后鸿合科技董事会由9名调整为7名。瑞丞鸿图获得了5个董事席位(含3名非独立董事和2名独立董事),占董事会多数。而后公司完成董事改选,由瑞丞鸿图提名人选当选为董事长。新董事会迅速完成了各专门委员会的改选,瑞丞鸿图提名的董事在战略委员会等核心决策机构中占据主导地位。

二是管理层调整与稳定。在控制权变更后,公司平稳完成了高级管理人员的变更。原董事长辞去董事长职务,但被聘任为公司总经理,并代行董事会秘书职责。这一安排既尊重了原有管理团队的专业能力和对公司的熟悉度,确保了经营的连续性,又体现了新控股股东对核心管理层的信任与整合。同时,公司聘任了新的副总经理,为管理团队注入新鲜

血液。

三是战略协同落地。公司将“充分借助控股股东及其关联方在智能汽车领域的产业影响力与资源优势，深化业务协同与资源互通”作为未来战略重点，为后续积极股东的产业资源赋能落地奠定基础。

案例小结：本案例是“并购六条”后产业资本通过并购基金控股上市公司的标志性案例。其一，开创“产业资本战略引领、地方政府资源赋能”的新模式，奇瑞集团联合安徽省、芜湖市产业引导基金共同出资，形成多元出资结构。其二，构建“平稳交接、持续赋能”的治理机制，董事会重构取得主导权的同时保留核心管理团队，确保经营连续性。其三，验证产业资本主导下“积极股东”的独特价值，从财务回报转向战略协同与产业生态拓展，本案例为并购基金从财务投资向产业深度整合演进提供了参考。

## 二、总结与启示

### （一）总结：作用机制探讨

与境外并购基金相比，境内并购基金在发挥“积极股东”作用时，遵循相似的价值创造逻辑，在基金结构、融资策略和治理介入的动因上展现出显著的“本土化”特征。

#### 1. 基金结构

三个案例展现出境内并购基金在架构设计上的创新与演进。基石资本采用传统的“多层有限合伙”架构，通过多家有限合伙企业形成一致行动人体系，实现风险分散与决策效率的平衡；武岳峰资本创新性地采用公司制平台直接控股，突破传统私募基金存续期的限制，为长期产业整合提供

了稳定的资本基础，避免因基金到期被迫退出而对公司经营造成冲击；瑞丞专项并购基金由产业集团旗下管理人发起设立，汇聚地方产业引导基金共同出资，形成“产业资本战略引领、地方政府资源赋能”的多元出资结构。上述差异化的结构设计，反映了境内并购基金在适应本土监管环境、产业需求与募资条件方面的主动创新。

## 2. 融资方案

三个案例共同体现了境内并购基金审慎稳健的特点。基石资本采用“自有资金+外部募资+适度并购贷款”组合，确保交易确定性的同时放大投资能力；武岳峰资本使用自有资金完成收购，明确未使用并购贷款，避免高杠杆财务风险；合肥瑞丞设立 16 亿元规模的专项并购基金瑞丞鸿图，资金全部来源于股权资本，未使用并购贷款。这种普遍避免高杠杆的倾向，既反映了境内并购基金在制度环境下对稳健经营的追求，也与当前多层次债务工具市场的供给特点相适应。基金倾向于以更低杠杆保持后续资本运作的灵活性与风险可控，体现了其审慎务实的策略选择。

## 3. 治理行为

境内并购基金在治理介入层面展现出深度化与系统性的特征。基石资本推动香农芯创从传统制造向半导体产业根本转型，通过业绩承诺与股权激励实现短期风险锁定与长期利益绑定；武岳峰资本以表决权委托获取控制权，通过董事会改组、不谋求控制权承诺、股份锁定等组合安排，为战略整合构建稳定治理框架；合肥瑞丞通过董事会重构与主导、管理层平稳过渡、战略协同落地，展现了产业资本主导下“积

极股东”治理行为的路径。三个案例的共性之处在于，并购基金不再是财务投资者，而是企业战略的重塑者、治理架构的优化者、运营效率的提升者，通过专业化管理赋能实现企业内在价值的根本性改善。

与境外并购基金相比，境内并购基金的“积极股东”实践呈现以下差异化特征：

表 1 境内外并购基金的比较观察

维度	境外并购基金	境内并购基金
基金结构	有限合伙制为主，存续期相对较长	有限合伙与公司制并存，存续期普遍较短，正探索长周期安排
融资策略	高杠杆、多层债务、Cov-Lite 宽松契约条款等创新工具	低杠杆、以股权融资为主，并购贷款使用审慎
治理介入	强调运营赋能与战略重塑	同样强调深度介入，但更注重控制权稳定性安排
退出环境	市场深度高、锁定期短、退出路径多元	减持监管严格、退出可预期性待提升

## （二）启示

目前，境内并购基金行业正呈现出多元化、专业化和产业化趋势。一是参与主体更加多元，既有基石资本等传统私募股权机构，也有武岳峰资本等产业背景基金，还有合肥瑞丞等产业集团旗下专业化投资管理平台。二是投资策略更加专业化，从简单资本运作向深度产业整合转变，更加注重投后管理和价值创造。三是并购基金与地方政府和产业集团的合作更加紧密，政策资源、产业资源和资本资源实现高效整合。

境内并购基金发挥积极股东作用，对中国资本市场产生深远影响。首先，在“并购六条”等政策支持下，并购基金作为重要市场参与者推动控制权市场交易活跃度提升，增强并购重组市场活力；其次，部分并购基金不仅专业能力突出，

更具备强大产业背景，能够有效帮助企业突破发展瓶颈、实现业务转型与升级，从而进一步提升上市公司质量与发展潜力；最后，并购基金通过资本力量推动资源向新兴产业和优势企业集中，还能够加快产业整合步伐。

此外，也应看到境内并购基金在发挥积极股东作用过程中仍面临一些挑战：一是退出环节在监管框架下尚处逐步规范阶段，退出渠道的多元化和可预期性有待增强；二是整合风险仍存，在推动企业转型过程中需平衡短期业绩压力与长期发展战略；三是专业人才短缺，既懂产业又懂资本、既善投资又善整合的复合型人才仍属稀缺资源。

展望未来，境内并购基金将在以下几个方面继续深化积极股东作用：第一，加强产业深耕。围绕特定产业链进行系统性布局与整合，从单点投资向产业生态构建演进。第二，创新基金结构与投资模式。探索更适合长期价值创造的制度安排，公司制平台、长期存续基金等创新实践有望进一步成熟。第三，提升投后管理专业能力。建立专业化的赋能团队与价值创造体系，提高运营改善、战略重构、资源导入的系统化与工具化水平。第四，强化多方资源协同。构建与地方政府、产业集团、金融机构的良好合作网络，形成可持续的产业正循环。第五，推动退出环境优化。在坚持穿透式监管、防范风险的前提下，探索差异化、市场化的退出安排，为“积极股东”提供更稳定的回报兑现通道。