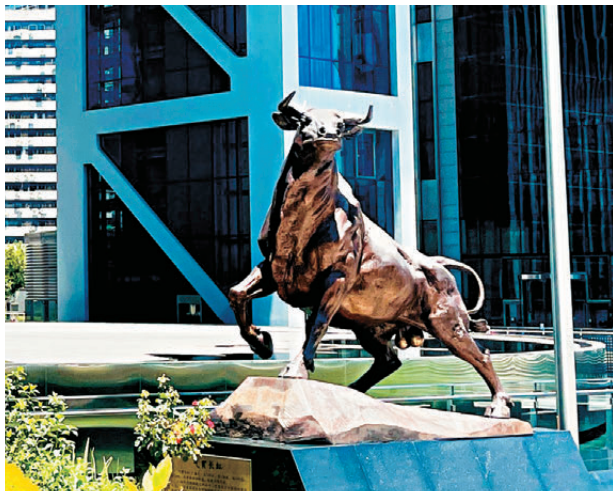


控制權之爭不能只算股價賬



今年以來，A股市場多家上市公司相繼出現控制權爭奪或股權結構變化引發控制權穩定性擔憂。例如，振芯科技、華騏環保、可靠股份、ST恒信、ST同輝（編按：ST冠名為內地監管方給予的投資風險警示）等案例雖然起因不同，但大體可以歸納為控股股東與管理層對抗、外部資本在二級市場增持、創辦人婚變引發股權重構，以及實際控制人與其他股東之間的利益博弈。



●對於上市公司出現控制權爭奪，有分析指出，真正值得關注的是，控制權重新落定之後，公司能否結束內耗。圖為上海證券交易所。

環球短債與中國國債配置策略

基金投資



光大證券國際產品開發及零售研究部

在全球主要央行緊縮政策再臨、市場進入高利率維持期的背景下，全球固定收益市場經歷了顯著的重組與重估。2026年至今，各國主要央行為遏制高通脹進行加息，以及市場預測美國下半年大機會加息，推動美國10年期國債收益率大幅飆升並屢創新高。

10年期美債收益率被視為全球資產定價的錨，其收益率急升直接推高了全球融資成本，同時對長年期債券價格造成重創。長年期債券對利率變動極為敏感，在收益率劇烈波動期間，持有長年期債券的投資者承擔了較大的資本虧損風險。

然而，長債震盪卻為短期債券策略創造了極具吸引力的入場時機。在收益率曲線倒掛或平坦化的環境下，短期債券能夠提供與長期債券相當甚至更高的到期收益率，其較短的存續期更顯著降低了價格對利率變動的敏感度，大幅減輕投資者面臨的利率風險。

此外，短期債券到期速度快，基金經理可頻繁將到期本金以市場最新高收益率進行再投資，靈活捕捉高息環境下的現金流與收益機會。

中國國債有利分散美元風險

與歐美央行的緊縮政策不同，內地貨幣政策呈現逆周期調節特性，中國人民銀行維持相對寬鬆的政策取向以支持實體經濟，使內地政府債券與歐美債券的相關性極低，在環球市場波動時能發揮優異的避險及多元化配置功能。內地通脹壓力溫和，國債收益率相對穩定，除了提供穩健的利息收益外，亦能分散單一美元資產的匯率風險。

對於希望兼顧高收益率、控制利率風險並實現環球多元配置的投資者而言，滙豐環球投資基金旗下的環球短期債券提供了理想的解決方案。該基金專注於投資全球高質素且存續期較短的固定收益工具，能減輕利率波動對債券價格造成的衝擊，並透過到期再投資機制鎖定債券收益。

截至2026年8月底，基金合計持有債券數目為508隻，期權調整存續期為2.51年，平均信貸評級為A-，前五大地區分布為美國（34.6%）、英國（14.6%）、法國（7.2%）、中國內地（7.2%）、德國（6.2%）。基金AM2港元股份的最新年化派息率約為5.1%，為投資者提供合理利息的回報。



宋清輝
經濟學家

從這些案例來看，控制權爭奪往往不是突然發生的，背後通常隱藏着股權分散、大股東高比例質押、債務壓力、股東關係惡化以及公司治理分歧等長期問題。對於投資者而言，控制權爭奪既可能帶來治理改善和價值重估機會，也可能放大企業經營和股價風險。

恐直接影響治理效率

在筆者看來，控制權爭奪最直接的影響，是上市公司治理效率下降。簡而言之，當控股股東、董事會和管理層長期處於對立狀態，公司大量精力可能被內部博弈消耗，重大投資、融資和業務調整容易受到影響。一些公司甚至可能出現股東大會反覆博弈、董事頻繁更換、訴訟增加等情況。如果這種狀態持續時間較長，風險還會進一步向經營層面傳導。供應商、客戶和金融機構可能重新評估合作關係，公司融資能力和經營穩定性也可能受到影響。因此，投資者判斷控制權爭奪的風險，首先要看公司正常經營是否已經受到干擾，而不能只關注誰最終獲得控制權。

在二級市場上，「舉牌」「搶奪」「控制權變更」等概念往往容易刺激股價上漲。市場可能預期新股東入主後進行資產注入、產業整合甚至重大重組，從而形成事件驅動行情。但控制權溢價並不等於上市公司的長期投資價值。

歸根結底，資本持續買入上市公司股份，既可能是看好企業長期價值，也可能出於爭奪董事會席位、產業布局或者

獲得上市平台等目的。如果上市公司自身盈利能力較弱、現金流緊張，僅僅依靠控制權爭奪很難真正改變基本面。尤其是在控制權尚未明朗時，股價通常對公告和市場消息高度敏感。一旦增持停止、爭奪失敗或者重組預期落空，前期進入的短線資金可能迅速撤離，股價也容易出現明顯回調。

爭奪越激烈 基本面越重要

與此同時，部分上市公司發生控制權爭奪，本身就是原有風險集中暴露的結果。例如，大股東高比例質押、債務違約、股份凍結甚至司法拍卖，都可能導致控制權出現鬆動。此時，投資者更應該關注上市公司是否存在資金佔用、違規擔保、關連交易以及債務壓力，而不是簡單把控制權變化解為利好。如果公司自身資產質量較差、經營現金流持續惡化，即使最終更換了實際控制人，也並不意味着風險能夠迅速消失。因此，控制權爭奪越激烈，越需要回到財務報表和公司治理層面尋找答案。

事實上，控制權變化也並非只有風險。對於一些長期治理效率較低、股權結構僵化或者管理層缺乏約束的企業而言，引入新的產業資本和管理團隊，可能成為改善公司治理的重要契機。如果新股東擁有較強的資金實力、產業資源和管理經驗，並且能夠解決原有債務和治理問題，控制權重構就可能推動企業基本面改善。

尤其是部分本身擁有技術、品牌、渠道或者優質資產，但長期受到治理低效拖累的公司，一旦新的股東關係理順、管理層穩定下來，可能出現價值重新發現的機會。不過，這種機會最終必須落實到經營結果，而不能停留在資本運作預期上。

投資者宜關注三大指標

對投資者而言，判斷控制權變更是否構成投資機會，可以重點觀察幾個指標。第一，要看新股東是否具備真實的產業背景和資金實力，以及與上市公司主營業務是否存在協同效應。第二，要觀察公司治理能否迅速恢復穩定。如果董事會和管理層長期處於頻繁調整狀態，即使控制權名義上已經確定，公司經營也很難真正恢復正常。第三，要看主營業務是否出現實質改善，包括訂單增長、市場份額提升、融資環境改善、資產負債結構優化以及經營現金流回升等。筆者認為，這些指標遠比單純的控制權變更公告更有價值。

從資本市場角度來看，正常、透明的控制權交易具有一定積極意義。它能夠推動經營效率較低的上市公司改善治理，也有助於產業資本通過市場化方式重新配置資源。但對於普通投資者而言，最需要避免的是把「控制權爭奪」簡單等同於「資產重組」，更不能僅憑資本爭奪的激烈程度判斷企業價值。也就是說，控制權可以發生變化，但上市公司的核心價值最終仍然取決於盈利能力、現金流和持續經營能力。因此，在控制權博弈期間，投資者首先應警惕治理失序、經營受阻和短期炒作風險；爭奪結束之後，則要觀察股東關係能否理順、管理層能否穩定、主營業務能否恢復增長。

真正值得關注的，不是誰贏得了控制權，而是控制權重新落定之後，公司能否結束內耗、改善治理並重新回到創造利潤和現金流的軌道，這才是衡量此類事件投資價值的核心標準。

作者為經濟學家，著有《中國韌性》。本欄逢周一刊出。

一瓶豉油的估值課：淘大易主給老字號四大啟示

估值 透視

華坊諮詢評估有限公司執行董事 羅珏瑜

一瓶豉油承載幾代人的飯桌記憶，一宗收購卻不能單靠情懷解釋。信宸資本於2026年9月11日宣布，已完成將淘化大同食品全部股權售予海天味業。海天購入的是一個逾百年歷史、深植香港與海外華人市場的品牌資產，這件事對香港老字號有四點啟示。

第一，歷史與情懷是可變現的資產。淘大規模不大，海天仍願花時間雙邊談判，看重的正是「香港百年港味品牌」的定位。歷史與文化認同可在收購中轉化為溢價，而非只看利潤與產能。

第二，被收購可以是品牌升級的機會。淘大輾轉於港資、美資、日資、法資、中資之手，不少人視這次交易為「又被賣掉」。但對海天而言，這是其全球布局的加速器：接管一個已在國際貨架佔一席位的香港品牌，是品牌國際化的捷徑。

第三，「港味」有國際價值，但需要資本放大。海天已是內地醬油一哥，仍然出手收購，反映「港式製造」在海外華人及年輕消費者中仍有獨特認知。要把認知變成商業規模，需要更強的資本、供應鏈與國際渠道作支撐。

第四，沒有接班人，不等於品牌要消失。淘大多次易主說明，家族接班安排失效時，股權可交予有能力把品牌做大的新東家。關鍵是能否在被收購前，把品牌打理得「值得收購」，而非在衰退中被低價處置。

對老字號三大建議

老字號先要釐清自己的核心價值：一是文化資本，淘大的歷史、舊式玻璃樽等記憶，正是跨國企業講本地化所需的故事；二是技術資產，港式豉油、蠔油的配方與技藝須標準化、文件化，並做好專利、保密及認證工作，讓買家看到技術，而並不只是舊式工場；三是渠道，淘大早年已打入英美超市，海天出海可即時獲得現成分銷網絡，熟悉「香港味」的消費群。

真正要問的不是「故事夠不夠感人」，而是「故事背後有沒有盤可持續運作的生意」：釐清商標權屬、記錄配方製程、建立清楚賬目與客戶資料，分辨哪些環節須保留人手判斷、哪些可標準化，避免品牌命脈繫於一位老師傅。信宸過去多年改善淘大的治理、營運與研發，令本次海天收購時有清楚的財務與制度基礎。

傳承上，應把「誰擁有」與「誰經營」分開看待：可先引入專業團隊，再考慮少數股權、策略合作或全面出售。評估買家時，除價錢外，也應要求對方交代品牌定位、品質及長期投入；若重視香港生產或品牌名稱延續，相關條款須在談判中列明。老字號真正要追求的，不是簡單把招牌賣出，而是讓品牌不論由誰持有，都有條件繼續做下去。情懷值得保存；但要使情懷不止於懷念，則需要依靠經營。

本版文章為作者之個人意見，不代表本報立場。

申請酒牌續期公告 孫蔭剛美食

現特通告：任瑞林其地址為九龍新蒲崗崇齡街20-34A號萬義大廈地下2舖，現向酒牌局申請位於4號新蒲崗崇齡街20-34A號萬義大廈地下2舖孫蔭剛美食的酒牌續期。凡反對是項申請者，請於此公告刊登之日起十四天內，將已簽署及申明理由之反對書，寄交九龍深水埗基隆街333號北河街市政大廈4字樓酒牌局秘書收。

日期：2026年9月28日

NOTICE ON APPLICATION FOR RENEWAL OF LIQUOR LICENCE Lam Lam Lee Gourmet

Notice is hereby given that YAM, SUI LAM of SHOP 2, G/F, MAN YUE MANSION, NOS. 20-34A SHUNG LING STREET, SAN PO KONG, KOWLOON is applying to the Liquor Licensing Board for renewal of the Liquor Licence in respect of Lam Lam Lee Gourmet situated at SHOP 2, G/F, MAN YUE MANSION, NOS. 20-34A SHUNG LING STREET, SAN PO KONG, KOWLOON. Any person having any objection to this application should send a signed written objection, stating the grounds therefor, to the Secretary, Liquor Licensing Board, 4th Floor, Pei Ho Street Municipal Services Building, 333 Ki Lung Street, Sham Shui Po, Kowloon within 14 days from the date of this notice.
Date: 28th September 2026

有關：黎浩新遺囑查詢事宜

姓名：黎浩新 (英文：LAI, HAO SUN) 性別：男
香港身份證號碼：B593XXX(A)
死亡日期：2001年9月3日
現特公告：下述律師行現受客戶委託辦理上述已故人士內地遺產相關之公証文書事宜。如任何人士(包括律師)曾為上述死者立下遺囑或存有其遺囑、遺囑修正或其他遺囑文件正本或複印本，請於今日起1個月內，聯絡及知會下述律師行，地址：香港九龍旺角彌敦道636號招商永隆銀行中心11字樓1113-14室，聯絡人：朱律師，電話：25432821，檔案編號：LCM38508。

楊勝勝、朱海明、羅世民律師行政
日期：2026年9月28日

有關規劃許可申請的通知

現特通知元朗新田丈量約份第99約地段第372號D分段餘段、第743號餘段及第744號餘段的擁有人，本公司計劃根據城市規劃條例第16條，將在元朗新田丈量約份第99約地段第372號D分段餘段（部份）、第743號餘段（部份）及第744號餘段（部份）和毗連政府土地申請規劃許可續期，用作「臨時汽車停車場（包括貨櫃車）、貨櫃貯存區、存放未領有牌照的新貨櫃車拖頭、存放建築材料、車胎修理、商店及服務行業（貨櫃車及其零件/配件銷售）、汽車修理及保養、食肆及附屬辦公室用途（為期3年）」。

康宏有限公司

2026年9月28日

行業分析

瑞銀中國消費行業研究主管 彭燕燕

展望2027年，再通脹正逐漸成為中國消費行業一項日益重要的投資主題。同時，我們認為市場低估高端美妝的復甦力度以及大眾市場的競爭強度。我們預計中國高端美妝市場零售額將在2026年與2027年分別增長6%及4%，這意味着到2027年累計市場份額將提升2.8個百分點，高於市場一致預期的0.5個百分點。相反，隨着消費升級及白牌產品的價格競爭壓力不斷加劇，預計大眾市場將繼續收縮。

中國消費分化延續 再通脹潛力受關注

我們認為到2027年高端市場的增量收入機會將主要由品牌力強、資本資源充足且線上運營能力出眾的企業獲得。我們給予歐萊雅和若羽臣買入評級。統計分析顯示，價格較高的品牌增長更快，主要受益於消費者信心改善、財富效應以及有利的電商平台政策。國際高端品牌或將繼續領跑，全球前五大企業佔高端市場銷售額的50%以上。

另一方面，我們預計到2027年，大眾美妝市場將持續呈低個位數收縮，原因包括消費高端化、行銷支出高企，以及尤為重要但被低估的白牌（指無品牌標識或工廠直銷平價商品）衝擊。

（摘錄）