中炬高新「宝火之争」

宝能系入主八年被国资火炬系反攻，一场跨越周期的控制权拉锯战

案例摘要

2015年宝能系通过前海人寿举牌入主中炬高新，此后八年逐步掌控董事会和管理层。2023年7月，火炬系联合鼎晖等股东发起反攻，在临时股东大会上成功罢免4名宝能系董事，姚振华被保安拦在厂门外无法进入，上演A股年度最戏剧性商战。本案是民营资本与国资争夺上市公司控制权的经典案例，涉及举牌、表决权征集、董事会争夺、舆论战等多维度博弈。

案例编号	01
上市公司	中炬高新（600872）
夺权方	火炬系（中山国资）+ 鼎晖投资
防守方	宝能系（姚振华）
争夺期间	2015年—2023年
所属行业	调味品制造
争夺结果	火炬系夺回控制权
关键手段	临时股东大会罢免董事

一、涉及公司背景

夺权方

宝能系由姚振华实际控制，旗下拥有前海人寿等金融平台，以举牌万科闻名资本市场。2015年起通过前海人寿大量增持中炬高新股份，逐步成为第一大股东并掌控董事会。宝能系入主后推动产能扩张，但资金链紧张及质押风险始终存在。

防守方

火炬系以中山市国资平台为核心，代表中炬高新的创始国资背景。在宝能深陷债务危机、质押股份面临爆仓之际，火炬系联合鼎晖投资等机构，通过股东一致行动、征集投票权等方式重新集结力量。

二、控制权争夺时间线

- 2015年4月 宝能系旗下前海人寿开始大量买入中炬高新股票
- 2015年9月 前海人寿持股比例超过火炬集团，成为第一大股东
- 2018年11月 宝能系完成董事会改选，姚振华出任实际控制人
- 2019年—2021年 宝能系推进产能扩张，投资建设阳西美味鲜生产基地
- 2021年 宝能集团债务危机爆发，开始减持中炬高新股份
- 2023年6月 火炬系联合鼎晖提出召开临时股东大会，要求罢免宝能系董事
- 2023年7月24日 临时股东大会召开，姚振华被保安拦在厂门外
- 2023年7月24日 股东大会通过罢免4名宝能系董事决议，火炬系重新掌控董事会
- 2023年8月 新董事会选举余健华为董事长，中炬高新回归火炬系控制

三、争夺关键节点分析

宝能举牌入主（2015年）

2015年A股市场大幅波动，宝能系抓住时机通过前海人寿集中买入中炬高新股票，以较低成本取得第一大股东地位。举牌策略隐蔽且迅速，火炬系未做有效防范。

董事会改选（2018年）

宝能系在取得股权优势后，逐步推进董事会改选。通过提名宝能系背景的董事候选人，利用股权表决权优势将火炬系代表逐出董事会，完成对上市公司的全面控制。

火炬系反攻的组织（2023年6月）

火炬系利用宝能资金链紧张的窗口期，联合鼎晖投资等机构投资者，通过一致行动协议和投票权征集，快速凝聚起足以挑战宝能的表决权力量。这是国资反收购组织能力的集中体现。

临时股东大会对决（2023年7月24日）

7月24日是最关键的决战日。姚振华到场但被保安阻拦，这一幕被媒体广泛报道成为标志性画面。股东大会最终以多数票通过罢免4名宝能系董事的决议，火炬系完成董事会的重新掌控。

四、夺权与防守策略分析

夺权方策略

利用A股波动窗口集中买入，以低成本取得控制权

入主后迅速改选董事会，替换管理层实现深度控制

推动产能扩张提升公司基本面，巩固长期控制基础

质押股份融资扩展版图，但埋下债务风险隐患

防守方策略

联合机构投资者形成一致行动人，壮大表决权力量

选择宝能债务危机爆发的窗口期精准反攻

通过临时股东大会直接罢免董事，干净利落完成权力交接

充分利用媒体舆论扩大影响，形成对宝能系的舆论压力

五、争夺最终结果

火炬系夺回控制权

2023年7月临时股东大会后，火炬系联合鼎晖成功改组董事会，罢免4名宝能系董事，选举新董事会。中炬高新继2015年以来的控制权重新回到国资火炬系手中。宝能系虽然仍持有一定股份，但已失去对公司的实际控制。该案成为A股历史上国资反击民营资本的标志性案例。

六、案例评析

本案最核心的启示在于：控制权的稳定性不仅取决于持股比例，更取决于股东联盟的维系能力。宝能系虽长期为第一大股东，但在危机时刻未能建立稳固的股东联盟，而火炬系通过联合鼎晖等机构投资者，瞬间扭转了表决权对比。

时间窗口的选择至关重要。火炬系选择在宝能债务危机全面爆发、市场普遍质疑宝能治理能力的时机发动反攻，舆论环境极为有利，监管层也对其予以默许。

临时股东大会作为上市公司权力交接的合法武器被运用到了极致。火炬系严格遵守公司法与公司章程，通过合法程序完成权力变更，使得宝能系的反击缺乏法律依据。

该案也暴露出A股上市公司在股权分散背景下控制权不稳定的结构性问题。无论民营资本还是国资，如果无法建立防御性股东结构，都可能面临突袭风险。

最新进展（2026年10月更新）

监管终局认定：联合控制权获国家层面正式认可（2026年6月）

2026年6月底，市场监管总局就火炬集团与鼎晖百孚取得中炬高新控制权过程中"未依法申报经营者集中"出具正式处罚公告。关键在于，公告及后续解读明确：监管定性指向"程序违规"而非否定收购本身的合法性，不会要求火炬集团和鼎晖百孚拆分股权、强制减持或退出。这意味着延续多年的"火炬系"与"宝能系"股权之争在监管层面获得终局定性——联合控制权得到国家监管正式认可。2026年3月，公司已公告确认控股股东为火炬集团及其一致行动人，实控人为中山火炬高新技术产业开发区管委会，"宝火之争"正式画上句号。

经营答卷：回购+增持+高分红，半年报延续高增（2026年9月）

2026年9月15日公司投资者关系活动记录显示：上半年毛利率提升至42.79%，经营性现金流净额6.19亿元（同比+129%）；公司已回购近3.8亿元（全部注销减资）、大股东火炬集团增持近4亿元、2025年度分红3.39亿元（分红率64%），回购加分红合计超归母净利润100%。上半年营业收入25.42亿元（同比+19%）、归母净利润4.14亿元（同比+61%）。反垄断处罚落地、控制权归属明确后，火炬系将精力全面转向经营修复与股东回报。

评价：一场耗时八年的控制权争夺，最终以"监管确认国资联合控制权、经营数据验证整合成效"收束。该案再次印证"夺权易、整合难"——合规成本与经营修复周期都远超预期，控制权故事真正的裁判者始终是公司长期价值。

最新进展（2026年9月更新）

中报创六年新高：火炬系改革一周年交出答卷（2026年8月）

2026年8月24日，界面新闻发布深度报道指出，中炬高新2026年上半年实现营业收入25.42亿元（同比+19.23%），归母净利润4.14亿元（同比+61.25%），创近六年同期新高。这被视为火炬系入主三年、职业经理人黎汝雄主导改革一周年的阶段性成果——公司通过优化渠道、推进品类扩张（如收购味滋美55%股权补强B端业务）逐步将控制权优势转化为经营绩效。

9月8日临时股东会：减资与章程修订（2026年9月）

公司将于2026年9月8日召开临时股东会，审议回购注销330.56万股以减少注册资本、修订《公司章程》等议案。减资事项与前期终止股权激励的回购注销一脉相承，体现火炬系对股权结构和治理规则的持续梳理。

评价：从中报数据看，控制权争夺的"后半场"——经营恢复与价值创造——火炬系交出了可圈可点的答卷。但减资与章程修订也提示，治理层面的整合仍在持续，控制权故事远未终结。

最新进展（2026年8月更新）

业绩回暖：股价连续上涨，半年报预增（2026年7月）

反垄断罚单落地后，中炬高新反而呈现出"利空出尽"的走势。2026年7月，公司股价连续5个交易日上涨，区间累计涨幅达10.56%，截至7月31日收盘报20.31元/股，总市值约157亿元。2026年一季报显示，公司主营收入13.2亿元，同比上升19.88%；归母净利润2.63亿元，同比上升45.11%；扣非净利润2.39亿元，同比上升32.49%。公司同时预告2026年上半年净利润预增超过50%，经营基本面显著改善。

黎汝雄改革一周年：清理宝能遗留、并购味滋美

黎汝雄自2025年7月出任中炬高新董事长以来，凭借其在华润系积累的丰富快消与资本运作经验，迅速展开改革。上任次月即宣布终止宝能系此前推动的80亿元非公开发行A股股票事项，彻底打破对方试图通过定增夺回控股权的幻想。2026年2月，公司宣布收购四川调味品企业"味滋美"55%股权，年产值超20亿，深耕川式复合调味品并服务超万家餐饮终端，帮助中炬高新快速切入复合调味品赛道并打通B端餐饮渠道。

国资加持：多方增持传递信心

为缓解长期内斗带来的市场信任危机，黎汝雄推动大股东、高管及公司三方同时出手。火炬集团累计增持近4亿元股份，并宣布了3-6亿元的股份回购计划；黎汝雄本人也自掏腰包增持超182万元公司股份。目前公司治理架构已形成"国有股东控股、专业资本参与、职业经理人操盘"的多元化管理模式。

评价：距2023年7月那场戏剧性的股东大会已过去三年，火炬系对中炬高新的控制日益稳固，反垄断罚单的"靴子落地"反而成为公司轻装上阵的契机。该案说明，控制权争夺的终点不是夺权成功，而是夺权后能否恢复经营、创造价值。火炬系通过引入职业经理人、推进产业并购、稳定股东结构，正在将控制权优势转化为经营成果。

最新进展（2026年7月更新）

反垄断"罚单"：收购抢跑踩红线（2026年6月）

2026年6月29日，国家市场监督管理总局发布行政处罚公告：火炬集团和鼎晖百孚在取得中炬高新控制权过程中，未依法申报经营者集中，违反了《反垄断法》，各被处以175万元罚款。公告显示，2026年6月17日市场监管总局正式出具行政处罚决定书（国市监处罚〔2026〕27号），认定双方通过相关交易取得中炬高新控制权过程中存在"抢跑"行为。

这对火炬系来说是一记迟来的监管耳光——2023年7月其通过临时股东大会夺回控制权时，业界即有声音质疑其与鼎晖的一致行动安排是否触发了反垄断申报义务。如今罚款的落地，虽不影响控制权归属（175万相对于控制权价值微不足道），但从声誉和合规角度对火炬系造成了一定的负面影响。

终止股权激励：火炬系巩固控制权（2026年6月）

2026年6月29日同日，中炬高新召开临时股东大会，审议通过了"终止实施2024年限制性股票激励计划暨回购注销限制性股票"的议案，以99.78%的同意票高票通过。这一议案本质上是火炬系在夺回控制权三年后，进一步清理宝能系遗留制度安排的举措——该股权激励计划原为宝能系执政时期制定，火炬系显然不愿继续为其"埋单"。

评价：距2023年7月那场戏剧性的股东大会已过去三年，火炬系对中炬高新的控制日益稳固。但反垄断罚单提醒市场：控制权争夺中的合规底线不容忽视，"赢了战场输了合规"的代价虽然可控，但终究是个污点。对后来者而言，控制权争夺中每一步的操作都必须经得起多个维度的法律审视——不仅是《公司法》，还包括反垄断、证券监管等全方位合规。

七、深度启示与理论分析

理论层：代理成本与控制权市场理论

本案完美体现了Manne（1965）提出的公司控制权市场理论：当管理层效率低下或公司价值被低估时，外部收购者通过取得控制权来提升公司价值。宝能2015年的入主可视为控制权市场对火炬系管理效率的一次'修正'；而火炬系2023年的反攻，则是控制权市场的再次作用。两次控制权更迭说明，控制权永远处于动态博弈之中，没有任何控制权是永恒的。

从代理成本角度，宝能系入主后的大规模质押融资行为加剧了代理问题——控股股东通过质押将风险转移给银行和中小股东。火炬系的反攻可视为中小股东对控股股东代理成本的市场自我纠正。

对收购方的启示

- 控制权≠所有权：成为第一大股东只是第一步，需持续维系股东联盟。宝能未能与二股东及机构投资者建立信任，为反攻埋下隐患。
- 财务稳健是控制权的根基：宝能过度依赖质押融资，一旦债务危机爆发，控制权随之动摇。
- 获取监管和舆论支持：收购方需维护良好的公众形象，避免被市场贴上'门口的野蛮人'标签。
- 做好最坏的制度安排：应预设遭遇反攻时的制度防御，如超级多数条款、分期董事会等。

对被收购方的启示

- 提前布防：上市公司应在股权分散前就设置防御机制，如'毒丸计划'条款、金色降落伞等，而非在危机来临时仓促应对。
- 联合盟友：火炬系的成功关键在于联合了鼎晖等机构投资者。被收购方应主动维护与机构投资者、战略股东的关系网络。
- 把握反攻时机：选择收购方最虚弱的时刻（如资金链紧张、监管调查、负面舆情）发动反击。
- 合法合规是底线：火炬系全程依法操作，避免了法律风险，这是其成功的关键保障。

法律与治理启示

- 临时股东大会制度：本案验证了临时股东大会作为控制权争夺法定武器的有效性。10%以上股东即可请求召开，是中小股东联合反制大股东的重要制度工具。
- 一致行动人协议：火炬系与鼎晖的一致行动安排是反攻成功的关键制度安排，但也需注意信息披露合规性。
- 董事会独立性：独立董事在控制权争夺中的角色定位需要更清晰的制度规范，避免沦为双方博弈的工具。

普遍借鉴意义

- 控制权是一个动态概念，持股只是手段，治理才是目的。无论是收购方还是防守方，最终都要回归到提升公司价值这一核心目标。
- 任何控制权争夺的胜负，不仅取决于资金实力和股权比例，更取决于时机选择、盟友维系、舆论引导和法律合规四个维度的综合博弈。
- 对企业和投资者而言，本案的最大启示是：永远不要认为控制权是理所当然的。建立长效机制、维护股东关系、保持财务健康，是控制权稳定的三大基石。

本报告由红瓦资讯研究团队基于公开信息整理分析，仅供学习研究参考，不构成投资建议。