ECONOMIC HERALD

经济导报

理性 ·个性 ·公信力

国内统一连续出版物号：CN37-0004
邮发代号：23-134
1981年1月1日创刊
山东第一财经媒体

每周一、三、五出版

经济导报客户端　经济导报微信

大众报业集团
（大众日报社）主管主办

2025年8月22日　星期五
第4030期
本期8版

爱柯迪收购卓尔博71%股权

标的公司估值差异引发市场关注

◆见习记者　赵帅　济南报道

上交所并购重组委员会将于8月25日审核爱柯迪（600933.SH）的重大收购事项。根据公司公告，爱柯迪计划通过“发行股份+支付现金”的方式，收购卓尔博（宁波）精密机电股份有限公司（下称“卓尔博”）71%股权，同时拟发行股份募集5.2亿元配套资金。

“业务协同”成高估值核心支撑

本次收购的估值差异引发市场关注。并购草案显示，卓尔博100%股权采用收益法估值为15.76亿元，增值率高达118.78%；采用资产基础法估值仅为9.11亿元，增值率为26.23%。收益法较资产基础法估值高出73%，爱柯迪方面解释，差额主要源于并购后的“协同效应”及卓尔博的“未来增长潜力”等无形价值。

回溯历史估值可见，卓尔博曾于2023年8月推进上市备案，后因市场原因在2024年11月撤销备案。在此期间，其估值水平持续攀升：2022年5月采用收益法估值为7.38亿元，2023年底升至12.80亿元，而本次15.76亿元的估值较2022年5月已上涨超113%，高估值的合理性需进一步验证。

爱柯迪主要从事汽车用铝合金、锌合金精密压铸件的生产和销售，卓尔博主要从事微特电机精密零部件的生产和销售。上交所在问询中首先提出，结合两家公司的产品应用场景、主要客户、销售渠道、产能工艺、技术特点、原材料等，进一步分析上市公司和标的公司业务互补和协同性的具体体现，以及说明上市公司将如何协助标的公司形成覆盖大中小件精密铁芯或精密零部件的生产制造能力。

针对上述问询，爱柯迪回应称，双方将开展协同研发与工程工艺设计，形成模块化、集成化供应解决方案，并以汽车雨刷电机为例——由爱柯迪生产减速器外壳，卓尔博生产电机，以此体现产品协同。

此外，客户资源协同被列为重要看点：爱柯迪服务的客户包括尼得科（Nidec）、日本三菱电机（Mitsubishi）、法雷奥（Valeo）、理想汽车等；卓尔博的客户则涵盖礼恩派集团（Leggett&Platt）、日本电装（DENSO）、精成电机、恒帅股份（300969.SZ）、广汽集团（601238.SH）等。爱柯迪称交易完成后将向卓尔博导入汽车电机客户资源，协助卓尔博形成覆盖大中小件精密铁芯或精密零部件的生产制造能力。

然而，经济导报记者发现，协同效应的落地仍存多重疑问：其一，双方客户资源存在差异，卓尔博能否顺利通过爱柯迪现有客户的准入审核？其二，目前双方在业务协同上是否有实质性进展或成功案例？其三，若推出整合型产品，其经济效益如何量化？

>>下转3版

焦点·在线
Jiao dian zai xian

营收净利双降、高管离职“蹦床王”三柏硕咋了

8月20日晚间，三柏硕（001300.SZ）发布多份公告。据公司公告，三柏硕今年上半年营收、净利双降，归母净利润跌超五成，位于美国的子公司亏损超900万元拖累了公司业绩。与此同时，在公司任职两年半的董秘方瑞征突然请辞。

扫码阅览
详细报道

被炒到金价近3倍的“痛金”是什么金？

近期，随着“淘金”热愈演愈烈，“痛金”（泛指带有IP元素的黄金产品）正在年轻消费者中流行。这类融合动漫元素的黄金制品被部分年轻人视为“最保值谷子”，单价高达2800元/克，远超普通黄金价格。随着“痛金”被越来越多的年轻人所追捧，多家黄金品牌纷纷入局。

扫码阅览
详细报道

业绩不佳仍强势分红

林松涛能“救”虎牙吗？

◆导报记者　于婉凝　济南报道

虎牙（NASDAQ：HUYA）日前发布的2025年二季度财报显示，报告期内公司实现营收15.67亿元，同比增长1.7%；而非国际通用会计准则下的净利润为4750万元，同比下降51%，相比去年同期已经腰斩。

事实上，从2023年四季度开始，虎牙的单季度营收始终在16亿元以下区间徘徊。

2023年8月，刚刚掌舵虎牙的林松涛提出“三年计划”：通过提供更多与游戏相关的服务，推动商业化路线图的转变。如今两年过去，虎牙直播营收占比超七成，游戏相关服务、广告及其他业务营收占比不足三成，且在费用继续收紧的情况下仍坚持“豪横”分红。

距离“三年计划”验收只剩一年，林松涛到底能不能带着虎牙走出来？

第二增长曲线何时撑起半边天？

8月12日晚间，虎牙披露了2025年二季度财报，其营收从2024年同期的15.42亿元增至15.67亿元，非国际通用会计准则下的净利润从2024年同期的9700万元下滑至4750万元。

结合一季度业绩，虎牙2025年上半年营收30.76亿元，较2024年同期的30.46亿元多出3000万元，非国际通用会计准则下的上半年净利润7150万元，较2024年同期的1.9亿元减少1.19亿元。

从更能反映运营状况的数据维度看，2025年上半年虎牙运营亏损8335万元，该数据在上年同期为6455万元。

2023年5月，虎牙经历了一场管理层大换血，腾讯系多位管理团队成员接管虎牙核心岗位，腾讯副总裁林松涛出任虎牙董事长。

上任后的当年8月，林松涛就提出“三年计划”，主要目标是通过提供更多与游戏相关的服务，如游戏分销、游戏内道具销售和游戏广告等，来推动商业化路线图的转变，拓宽收入来源。

如今，虎牙的“三年计划”已过两年，靠着腾讯这棵大树，其游戏相关服务业绩增势喜人。

此次财报显示，虎牙营收来自直播和游戏相关服务、广告及其他业务两部分，其中直播营收11.53亿元，同比减少6.6%，营收占比73.6%；游戏相关服务、广告及其他业务营收4.14亿元，同比增长34.1%，营收占比26.4%。

与提出“三年计划”之初相比，虎牙直播营收占比从90%以上降至74%，但仍是虎牙的支柱，被寄予厚望的游戏相关服务等，目前贡献了不到三成的营收。

换句话说，虎牙纵然找到了新的增长突破口，但其直播业务依旧至关重要，不仅是眼下收入的主要来源，更是外界衡量虎牙核心价值的关键指标。

下滑的直播业务出路在哪里？

第二增长曲线的问题，往往不在于增速，而是体量。

即便有高额的增速，游戏服务的收入也只有4.1亿元，不到直播收入的一半。

因此，虎牙仍需要为营收下滑的直播业务找出路。

为了让直播业务重新增长，虎牙这几年没少下功夫。比如接入DeepSeek-R1，在游戏赛事直播中上线AI智能体，同时加大海外业务布局，探索海外市场。

但架不住竞争对手前后夹击，虎牙能突围的空间本就不大，再加上不少大主播出走，眼下不管是AI业务还是海外业务，对直播业务的提振作用都较为有限。

显然，头部主播能为虎牙带来用户和付费，而用户多、付费强的平台也更能吸引头部主播，形成正向循环。

但如今，流量更大、资金更雄厚、对主播吸引力更强的综合类直播平台，正在与虎牙争夺头部主播资源。

与此同时，直播的成本问题一直困扰着虎牙。

直播平台的盈利困境由来已久，核心矛盾集中在两点：一方面，带宽成本始终高企，这部分投入具有极强的刚性，平台几乎没有压缩空间，成了压在肩上的固定负担；另一方面，营收高度依赖用户打赏，而这部分收入必须与主播分成。如何设定分成比例成了关键——既要保证平台自身的利润空间，又不能因比例失衡导致主播流失，稍有不慎就可能顾此失彼。

二季度，虎牙营收成本从2024年同期的13.27亿元增长至13.54亿元，增幅2.1%，主要原因是收入分成费和内容成本增加，部分被带宽和服务器托管费减少所抵销。作为营收成本关键组成部分的收入分成费和内容成本从2024年同期的11.7亿元增长至2025年同期的12.01亿元，增幅2.6%，主要原因是与主播相关的成本增加，部分被与授权电子竞技内容相关的成本降低所抵销。

仍在强势分红

核心业务情况不佳、新业务增长缓慢，虎牙的利润快撑不住了。

在二季度研发、销售、营销等各项费用都在下降的情况下，虎牙经调整的净利润虽为正，但不超过5000万元。

让人难免有些疑惑的是，在转型游戏服务提供商的关键节点，虎牙竟然在缩减费用支出。

二季度，虎牙研发费用从2024年同期的1.29亿元下降至1.22亿元，降幅5.1%，主要原因是人员相关费用和基于股份的薪酬费用减少；销售和营销费用从2024年同期的6170万元下降至5770万元，降幅6.5%，主要原因是渠道推广费用减少；一般及管理费用与去年同期持平，为6370万元。

对转型而言，缩减投入算不上利好；但对盼着分红的股东来说，削减三费却是美事一桩。这种情况下，虎牙在大手笔分红。

继2024年虎牙派发累计4亿美元的特别现金分红之后，今年3月披露的2024年年报中，虎牙宣布“三年股息计划”，预期总派息金额不少于4亿美元，包括在2025年支付的现金股息3.4亿美元，以及预期在2026年和2027年支付的现金股息每年不少于3000万美元。

虎牙这般大手笔且有预期的分红，究竟换来了什么？从积极面看，股价确实得到了一定提振，一度回升至4美元/股的水平；不利的一面是，这或将影响虎牙的现金流状况。

今年一季度末，虎牙持有的现金及等价物、短期存款及长期存款为62.546亿元，到了二季度末，就只剩下37.66亿元，缩水超过20亿元。

经导财评

外资积极加仓 彰显A股“吸金力”

◆导报记者　石潇懿

8月以来，A股震荡上行，不仅点燃了国内投资者的热情，更持续释放吸引力，推动外资加速入场布局，用真金白银为中国资产“投票”。

从资金流向来看，全球对冲基金与海外个人投资者形成了加仓中国资产的合力。高盛集团机构经纪业务数据显示，全球对冲基金正以6月底以来的最快速度买入中国股票。与此同时，海外个人投资者也在积极布局。Choice数据统计显示，截至今年8月18日，韩国股民对中国股票(含A股、H股)的持仓量从2024年末的190.83亿元人民币上升至244.75亿元，持仓规模增长超50亿元，涨幅近三成，小米集团、腾讯控股等科技与新兴产业龙头公司成为其主要加仓对象。

外资积极加仓，源于对中国市场政策支持显效、企业盈利修复及宏观经济改善的乐观判断。

在政策层面，一系列稳增长、促改革的政策组合拳正在发挥关键作用。例如，“反内卷”政策聚焦多个行业，通过一系列靶向性举措破解低水平内耗，推动行业向高质量发展转型。

企业盈利修复的趋势也逐渐显现，成为吸引外资加仓的另一推手。随着国内经济结构调整和产业升级的推进，不少企业通过创新驱动和成本控制，提升了自身的盈利能力。其中，新兴产业表现尤为突出，成为吸引外资的重要领域。

宏观经济的改善则体现在经济增速保持稳定、就业形势总体向好、消费市场逐步回暖等多个方面。美国银行全球基金经理调研数据显示，8月约11%的受访基金经理预计中国经济将走强，达到自2025年3月以来的最高水平。

在政策支持持续发力、企业盈利逐步改善的背景下，A股市场在全球资产配置中的吸引力将不断增强，有望迎来更多的外资流入。对于国内投资者而言，当前阶段更应聚焦“基本面确定性”与“政策契合度”，避免盲目追逐短期热点；同时，可借助多元化的配置工具分散风险，在把握消费复苏、高端制造等主线机会的同时，通过低估值蓝筹股平衡组合波动，最终在A股市场的“价值共振”中实现长期收益。

中国企业在把握市场机遇的同时，还需练好“内功”，重视合规经营，通过稳定的业绩分红、清晰的发展战略，增强投资者信心，尤其是吸引长期资金的持续配置，从而在高质量发展的新周期中赢得先机。

责任编辑：杨学萍　视觉总监：小犇