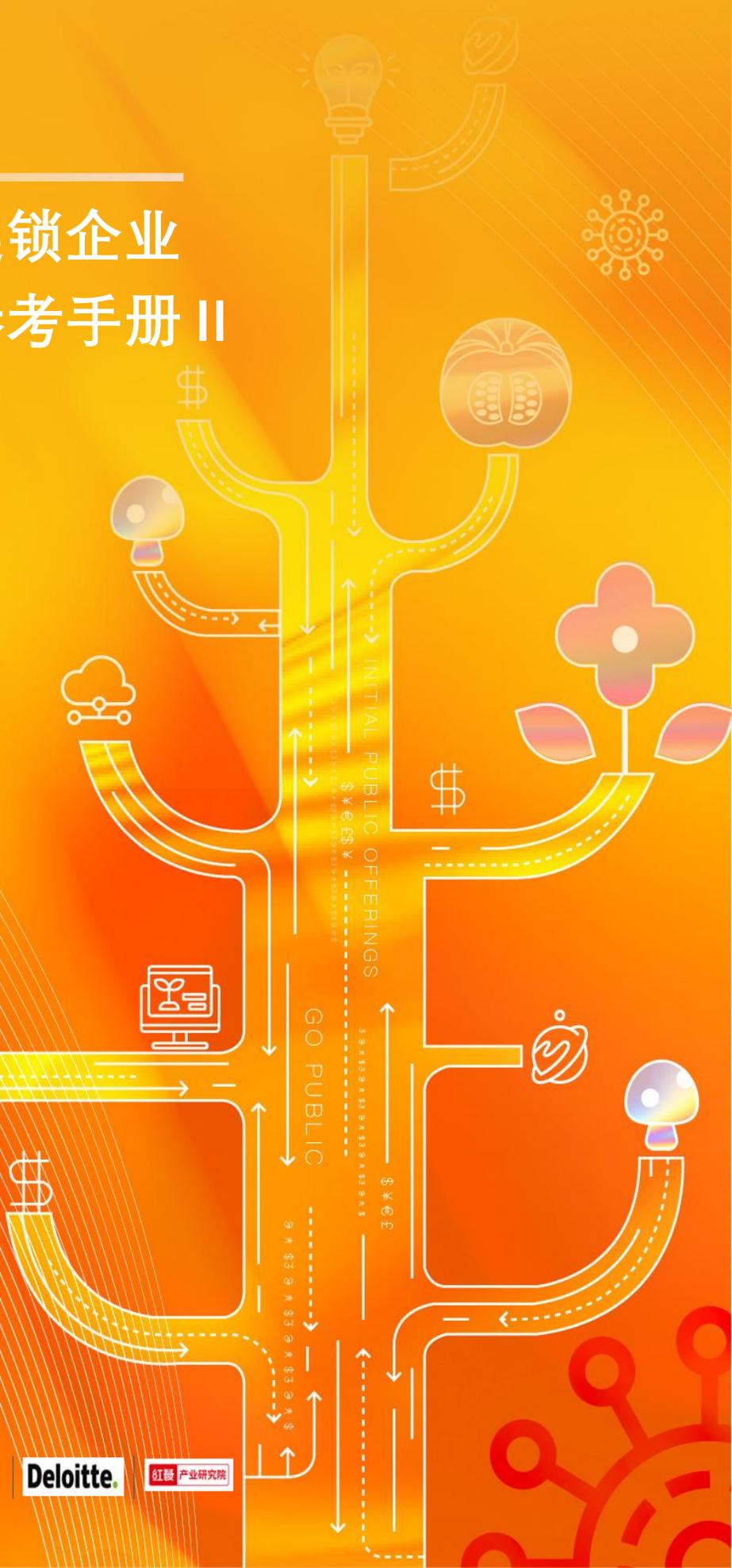


企业资本化专题

2023-06

食品与餐饮连锁企业 资本化指引参考手册 II



目录

Contents

前言：向阳花木易为春，花好蜂至自来舞

第一章 实体经济的加速器——资本市场

- 一、企业发展阶段与资本市场工具的选择与运用
- 二、服务实体经济，境内外资本市场政策层出不穷
- 三、食品饮料典型案例——资本助力企业发展

第二章 IPO执行：选择与挑战

- 一、通盘规划——上市可行性分析、主体、上市地、板块的选择
- 二、兵马未动粮草先行——上市启动的准备工作
- 三、直面挑战——上市执行工作的重难点问题

第三章 IPO发行定价：价值决定价格

- 一、市场化定价的新机遇与挑战
- 二、高效沟通——公司战略与价值亮点的打磨
- 三、资本市场沟通的桥梁——与分析师的交流

目录

Contents

四、酒香也怕巷子深——路演推介

五、成功的消费品发行定价案例

第四章 上市后投资者关系维护与规范运作

一、投资者关系维护的意义

二、如何高效、合规地与市场交流

三、规范运作的意义——上市公司合规的生命线

四、常见上市公司合规问题

第五章 新起点新征程——IPO后的资本运作

一、上市公司融资工具简介

二、境内外并购的程序及对比

三、资本品牌的建设

四、案例分析

结语：迈向资本市场的星辰大海

前言

向阳花木易为春，花好蜂至自来舞

律回春渐，新元肇启。

过去的2022年，食品与餐饮行业经历诸多挑战与变革。一方面，食品行业受外部环境影响、成本上涨和市场升级等因素影响，传统头部品牌业绩承压，新锐品牌以更为灵活的姿态进入市场；另一方面，餐饮行业在内外环境挑战下，行业加速洗牌、私募融资明显冷却。基于此，中国的食品与餐饮企业家勇思变革，以开放心态拥抱资本，以创新改革突破困局。其中，食品企业探索全渠道建设、高质量供应链、价格平民化，以实现产品更高性价比，餐饮企业单店模型也趋向轻餐化，更容易整合社会资源，加速复制与扩张。

2023年，食品与餐饮成为率先复苏的赛道之一；同时，中国证监会发布实施全面实行股票发行注册制相关制度规则，标志我国注册制的制度基本定型，注册制推广至全部上市板块和全国性证券交易场所，覆盖各类公开发行股票发行。从科创板到创业板、北交所，再到全市场，经历4年试点后，股票发行注册制将深入发挥其制度优势，开启全面深化资本市场改革的新局面，中国资本市场将迎来更广阔的发展空间。

企业的资本化是公司发展过程中的重要里程碑，其意义不仅是将具有面向公开市场的直接融资渠道，同时在更深远层面也有利于公司提升品牌影响力、有效开拓市场、吸引优秀的资源和人才，更有利于建立现代企业制度、规范法人治理结构、提高企业管理水平并降低经营风险。

纵观世界范围内知名食品/餐饮企业的发展历程，资本均发挥了不可替代的关键作用，可口可乐、百事可乐、百威英博、百胜餐饮、荷美尔食品、泰森食品、雀巢、达能等国际食品/餐饮巨头，市值常年超过1,000亿人民币、多次荣登财富500强，其均基于再融资及并购整合等资本运作，助力产能扩张、品牌多元和产业链延展。

前言

向阳花木易为春，花好蜂至自来舞

当前，境内外资本市场对食品及餐饮企业的资本战略、行业壁垒、经营期限、企业规模、品牌知名度、大众口碑、运营规范等要素的考量各有侧重，食品及餐饮企业IPO路径的选择需要更为审慎的规划及更加专业的指导，上市之后的再融资及并购整合等资本运作亦是企业资本化的重要课题。

鉴于企业资本化的专业性、复杂性和系统性，我们将为中国食品与餐饮企业的资本化运作发布四期指引参考手册，分别从顶层设计、资本、财务、法务等方面，为企业的资本化团队提供整体认知及技术指导。2022年11月发布的第一期指引手册已对资本化作出素描画像，助力企业家对实业资本化形成整体认知并初步了解资本化设计的顶层框架。在本书指引参考手册中，网聚资本联合中金公司、君合律师事务所、德勤中国、红餐产业研究院等知名专业伙伴，共同梳理了在企业全生命周期内、境内外资本市场下的各类资本运作方式，为企业的资本化运作提供更为详细的技术指导，助力企业在资本化征程中预则立、立则行、行则远。

作为促消费、稳民生的国民性经济支柱产业，中国食品与餐饮行业正在面临进一步复苏，企业家们唯有运筹帷幄、步步为营，才能更好地拥抱资本市场！我们期待与更多优秀的企业家一起，心怀希望、勇毅前行！



第一章

实体经济的加速器——资本市场

一、企业发展阶段与资本市场工具的选择与运用

- 1.1 企业生命周期
- 1.2 不同阶段资本市场工具的选择

二、服务实体经济，境内外资本市场政策层出不穷

- 2.1 A股——迈向全面注册制
- 2.2 港股——积极进取改革
- 2.3 历史期间各版块上市情况一览

三、食品饮料典型案例——资本助力企业发展

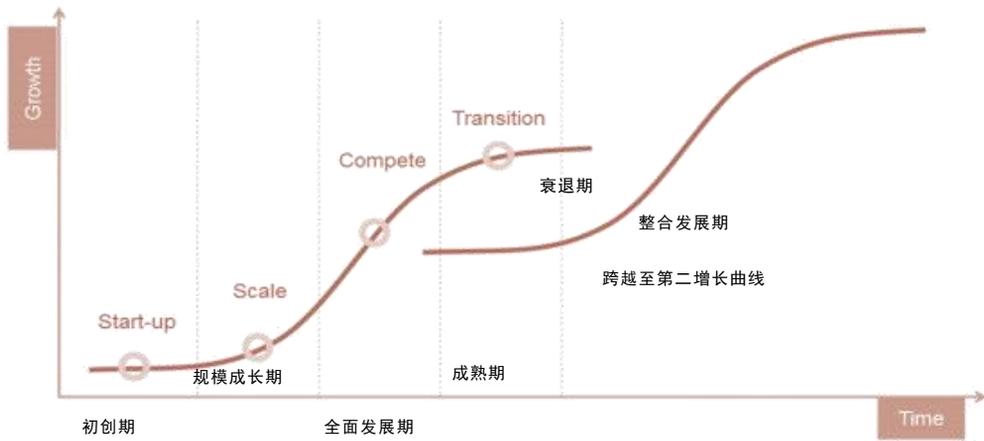
- 3.1 A股典型案例
- 3.2 港股典型案例

一、企业发展阶段与资本市场工具的选择与运用

1.1 企业生命周期

世界上任何事物的发展都有蕴含其生命周期规律，企业也不例外。企业的生命周期通常指企业诞生、成长、壮大、衰退的过程，生命周期像一双无形的手，始终左右着企业的发展轨迹。优秀的企业往往在衰退期到来之前便未雨绸缪，及时调整战略布局、坚持产品和服务的推陈出新，抓住市场机遇，提前布局企业的“第二增长曲线”，从而成功穿越生命周期。

企业发展的生命周期



处于生命周期的不同阶段中，企业的经营状况、财务表现以及所面临的风险等因素也有所不同，每个阶段的企业有着一些共同的发展特征。

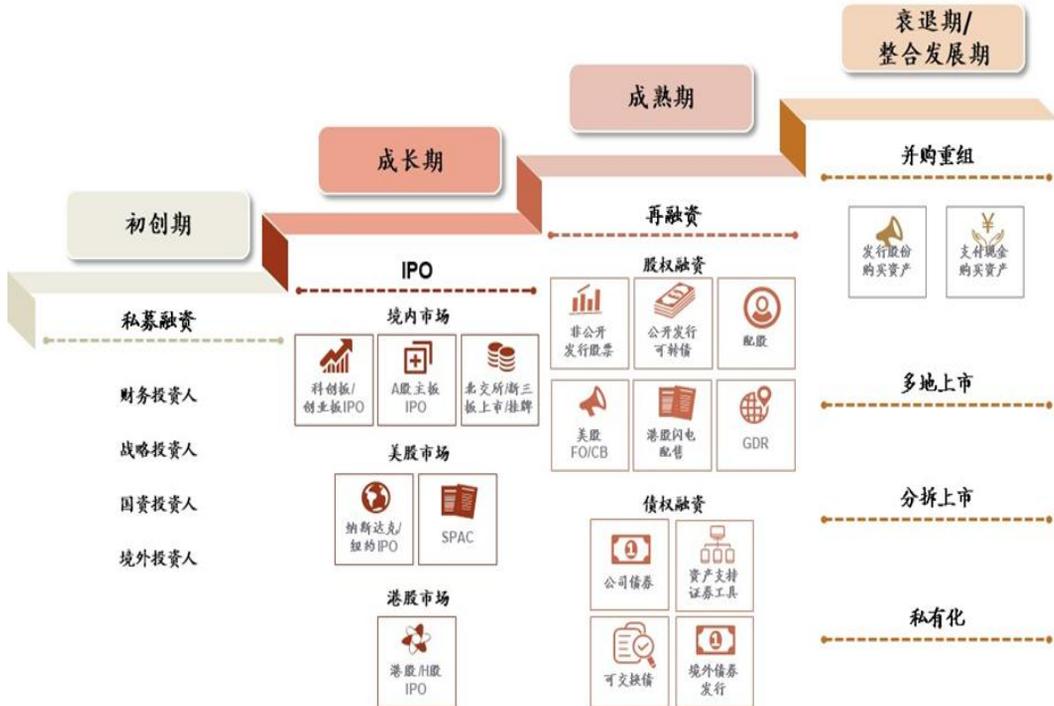
	初创期	成长期	成熟期	衰退期 / 整合发展
战略目标	不断提高市场占有率，实现收入最大化	提高资金运作效率，实现利润最大化	维持利润水平和市场地位，实现企业价值最大化	寻找转型机会和新的利润增长点，重视现金净流量
企业规模	小	逐步扩张	较大	逐步缩小/调整
经营风险	非常高	高	中等	低/中等
市场占有率	低	逐步上升	高	逐步降低/维持
成长预期	非常高	高	中等	低/中等

参考资料:

陈芳. 基于企业生命周期的融资战略选择[J]. 中国管理信息化, 2011(13):3.

1.2 不同阶段资本市场工具的选择

各阶段适用资本市场工具概览



1.2.1 初创期——引入资本合作伙伴

初创期企业通常销售收入规模较小、盈利能力不强，但同时又面临着大额的新产品研发投入、区域扩张压力以及薪酬开支，收入与支出之间的矛盾使资金短缺成为食品及餐饮行业初创企业的主要困难。由于成立时间短、经营风险高等特征，企业较难通过银行贷款等债权融资方式获取资金。然而，初创企业的高成长性非常符合风险投资机构的偏好，并且风险投资的资金作为股权投资，不需要企业支付利息或归还本金（触发回购等特殊情况除外），不会增加初创企业的资金成本和现金流压力。

在初创阶段引入风险投资，不仅可以获得充裕的资金，还可以借助投资机构的信用背书以及投资人在食品餐饮行业的协同资源，推动业务扩张、加强供应链合作、加速收入增长。在风险投资领域，投资机构可以根据资金来源、管理者背景和投资目的，分为财务投资人、战略/产业投资人、国资投资人和境外投资人四类。初创企业可结合自身诉求选择最适合的投资人。

不同类型投资人的差异化特征

- 对于公司业务及所处市场有所了解，为公司发展提供资金支持，并整合下属投资组合资源
- 相比战略投资人，更为关注行业趋势、经营业绩和成长性，尽调工作较为细致但相对标准化
- 关注退出机制，以及未来3-5年的财务回报
- 部分财务投资人可能要求回购条款和合格上市日期

财务投资人

- 同公司在业务合作等各个层面存在潜在协同效应
- 可能会在本次融资时同时进行业务谈判
- 关注同已有股东之间的竞争关系，业务合作协议可能会包含排他等特殊安排
- 根据入股比例，要求获取董事席位，参与经营管理

战略投资人

- 国资背景的投资人对于企业的经营业绩、股东构成、市场形象等方面有较为综合的考量和风控要求
- 一般有较为严格的内部决策程序，所需时间可能会比较长
- 此外，可能涉及国资评估程序等特殊尽调要求，需予以配合

国资投资人

- 可以提升企业境外知名度，有利于境外上市时获得二级市场的认可
- 关注具体投资主体、资金来源及涉及的换汇入境流程（如有）
- 关注相关产业协同、客户资源共享及业务国际化机会（如有）

境外投资人

1.2.2 成长期——境内外IPO

当企业处于成长期时，扩大业务版图、不断提高市场占有率成为了企业发展的首要目标，虽然收益水平相较初期有所提高，现金流入开始增加，但企业运营和市场营销需要大量资金仍需寻求外部融资工具的加持。

此时的企业经营状况趋于稳定、收入体量初具规模，通过优质的产品和服务不断提高市场份额，构建品牌护城河。企业已拥有多年经营业绩来证明自己的信用，经营风险逐渐降低，企业可选择的融资方式更加丰富多元。债权融资方面，随着企业信用水平不断提高、盈利能力逐渐增强、资产积累日益雄厚，债权融资的难度和成本随之降低。股权融资方面，IPO亦成为一个潜在的融资途径，企业需要通盘考虑自身特性，如盈利情况、海外发展战略、估值考量等，并结合不同上市地、不同板块的上市条件、板块定位，选择最适合企业的上市地点。

1.2.3 成熟期——通过再融资持续发展

已经完成IPO的成熟期企业，可选择的资本市场工具趋于多样化，通过再融资增发股票或发行债券等方式筹集资金、不断巩固行业地位，进而开始探索新的增长曲线。

再融资可借资本市场之力，助业务发展、市场价值双腾飞。从业务发展角度看，一方面再融资能为公司注入充裕的流动资金，使企业更加游刃有余地发展业务；另一方面，再融资有望助力公司并购同业/产业链上下游优质标的，扩充业务版图和厚度。从市场价值角度看，再融资的过程为公司提供与大量潜在机构投资者沟通的机会，可向市场传达最新的投资故事与市场价值；通过再融资引入多元化、高质量机构投资者，在优化股权结构的同时亦可获得战略投资者(视情况)丰富的业务资源。

融资途径丰富意味着企业需要在不同类型的融资方式之间进行权衡取舍。只有在企业的资本结构处于最佳状态时，企业的总体融资成本才能最小化。在制定资本结构政策，选择股权/债权融资工具时，需考虑以下因素：

- 1) 销售及收入的稳定性。销售和收入越稳定，应更多通过举债方式融资。例如公共事业类企业通常倾向于选择债权；
- 2) 企业的资产结构。当企业拥有较多可作为抵押的资产时，可更多考虑债权融资。例如房地产企业常通过大额公司债券吸纳资金，而轻资产的高科技企业则相反；
- 3) 企业的盈利能力。盈利能力较强的企业可更多通过留存收益来积累资金，从而支持业务扩展，以避免债权融资带来的资金成本；
- 4) 企业控制权的稳定性。股权融资必定会带来控制权稀释，因此在企业控制权稳定的情况下可选择股权融资；
- 5) 税收环境。企业适用的税率越高，可更多地采用债券方式融资；
- 6) 信贷市场情况状况。如遇信贷市场紧缩，债权融资成本通常会随之增加，应谨慎采用债权工具。



参考资料：

钱海章. 高新技术企业的生命周期及融资战略[J]. 金融研究, 1999(8):6.

1.2.4 衰退期/整合发展期——收购/并购，开辟新增长曲线

企业发展如逆水行舟，不进则退。面对日新月异消费需求和风起云涌的市场竞争，企业在进入稳定期后，若安于现状、故步自封，必将进入衰退期。而那些秉持锐意进取精神的企业，在深入研究食品餐饮市场发展趋势和消费者心理的基础上，不断研发新产品、探索新业务、打磨服务质量、开拓业务渠道，才能保持企业发展的活力，最终实现第一曲线向第二曲线的跨越。

充分运用资本市场工具是企业顺利跨越生命周期、进入第二曲线的有效抓手，处于这一阶段的企业可选择并购重组、多地上市和分拆上市等资本运作方式。

并购重组是食品及餐饮行业企业实现业务多元化和规模扩张的重要途径。并购包括横向并购和纵向并购。横向并购的标的通常是同行业竞争对手通过横向并购快速丰富产品品类、有效拓展覆盖区域，从而提高客户群体的覆盖、进一步提升企业市场占有率、巩固企业市场地位优势。纵向并购的标的则为上下游企业，通过纵向并购延长企业价值链、降低供应链管理难度，在不同子公司或业务部门之间形成协同效应，从而更好地满足企业规模扩张的需求。除此之外，企业亦可通过跨行业并购快速进入新的领域，帮助公司重塑商业模式，获得创新技术、人才和新的生产力，从而为公司带来新的利润增长点。

多地上市不仅可以为企业提供资金支持，亦能助力食品餐饮企业在不同区域进行业务布局，增加企业在新上市地的曝光度和知名度、持续提升品牌影响力，为企业的全球化战略落地把薪助火。

分拆上市是指将企业下某一个或几个业务板块分拆出来，搭建独立上市平台，与现有上市平台形成多层次资本市场结构，从而打造集团上市公司平台，可整合优势资源、实施专业化经营。分拆上市将使企业新增具备业务独特性、稀缺性的融资平台，从而获得更多低成本、高匹配性的资本支持，提升企业整体价值。有利于实现集团布局多层次的上市平台结构，将丰富融资渠道，减轻集团融资压力。

二、服务实体经济，境内外资本市场政策层出不穷

2.1 A股——迈向全面注册制

2.1.1 全面注册制——资本市场发展的里程碑

A股市场自1990年底成立以来，历经30余年，发行制度经历了由审批制到核准制，再到向注册制过渡的阶段。

2013年底，十八届三中全会提出“推进股票发行注册制改革”，注册制首次写入中央文件中。2018年11月5日，习近平主席在首届中国国际进口博览会开幕式主旨演讲中宣布“将在上海证券交易所设立科创板并试点注册制”，首次提出科创板概念，标志试点注册制改革正式开启；2020年4月27日，中央全面深化改革委员会第十三次会议审议通过了《创业板改革并试点注册制总体实施方案》，创业板改革大幕正式拉开，注册制改革试点由增量市场正式迈向存量市场；2021年11月15日，北交所开市并施行注册制试点；2021年12月10日，中央经济工作会议对2022年的工作部署中，提出“抓好要素市场化配置综合改革试点，全面实行股票发行注册制”。

截至2022年末，A股市场注册制下的上市公司数量已突破千家，经历数次成功的以信息披露为核心的注册制改革试点并实现持续平稳运行。

2023年2月17日，中国证监会发布实施全面实行股票发行注册制相关制度规则，标志着注册制的制度安排基本定型，注册制推广到全部上市板块、全国性证券交易场所，覆盖各类公开发行股票行为。从科创板到创业板、北交所，再到全市场，在经历了4年试点之后，股票发行注册制将深入发挥其制度优势，意味着全面深化资本市场改革新局面的开启，也意味着中国股市将迎来更广阔发展空间。

2.1.2 北交所——服务中小企业的主阵地

习近平总书记在2021年中国国际服务贸易交易会全球服务贸易峰会上发表视频致辞，指出“将继续支持中小企业创新发展，深化新三板改革，设立北京证券交易所，打造服务创新型中小企业主阵地”。

根据深化新三板改革、将精选层变更设立为北交所并试点注册制的总体要求，为支持创新型中小企业融资发展，保护投资者合法权益和社会公共利益，2021年10月30日，证监会正式发布了《北京证券交易所向不特定合格投资者公开发行股票注册管理办法(试行)》等北交所主要制度规则，北交所发布上市与审核4件基本业务规则及6件配套细则和指引。

2021年11月15日，北交所正式揭牌开市，这是我国资本市场改革发展的又一标志性事件，进一步健全了多层次资本市场，加快完善了中小企业金融支持体系。

北交所的设立为创新型中小企业在早期发展阶段提供了资本市场路径。北交所设立以来，截至2022年末，北交所已有162家上市企业，募集资金合计332.32亿元，总市值已达到2,110.70亿元。截至2022年末，除贝特瑞、连城数控、吉林碳谷3家超百亿市值的公司外，北交所上市公司平均市值13.27亿元，充分体现了北交所服务中小企业的主特征，与沪深交易所共同形成惠及大型、中型和小型企业的立体式资本市场服务格局，为中小企业发展提供了有力资金支持。

2.1.3 全球存托凭证（GDR）

2018年10月12日，为进一步扩大资本市场双向开放，证监会发布了《关于上海证券交易所与伦敦证券交易所互联互通存托凭证业务的监管规定（试行）》（以下简称“《2018年存托凭证监管规定》”）。在该监管规定下，境内仅有符合条件的上交所上市公司可以发行全球存托凭证（GDR）并在伦敦证券交易所上市。自《2018年存托凭证监管规定》实施后至相关监管规定修订前，华泰证券、中国太保、长江电力、国投电力等4家上交所上市公司了发行全球存托凭证（GDR）并在伦敦证券交易所上市。

2022年2月11日，为进一步便利跨境投融资、促进要素资源的全球化配置，推进资本市场制度型开放，证监会对《2018年存托凭证监管规定》进行修订，修订后名称定为《境内外证券交易所互联互通存托凭证业务监管规定》。修订后的监管规定一是拓展适用范围，境内方面，将深交所符合条件的上市公司纳入发行主体，境外方面，将互联互通存托凭证上市地拓展至瑞士、德国；二是允许境外基础证券发行人融资，并采用市场化询价机制定价；三是优化持续监管安排，对年报披露内容、权益变动披露义务等持续监管方面作出更为优化和灵活的制度安排。

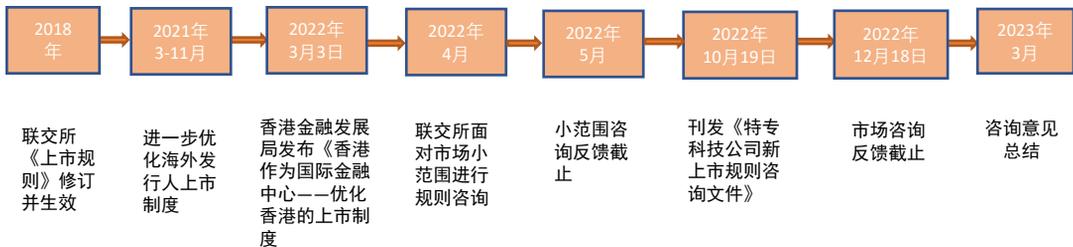
拓展优化境内外资本市场互联互通机制，是推进制度型开放的务实举措，有利于拓宽双向融资渠道，支持企业依法依规用好国内国际“两个市场、两种资源”融资发展，提高中国资本市场服务实体经济的能力和竞争力，为境内外投资者提供更为丰富的投资品种。截至2022年12月31日，共有14家A股公司成功发行GDR，其中9家选择瑞交所，5家选择伦交所。《境内外证券交易所互联互通存托凭证业务监管规定》实施后新增的10家已上市GDR中，除上交所上市公司明阳智能发行的GDR选择在伦交所上市外，其余9家GDR均选择在瑞交所上市，瑞交所逐渐成为上市公司发行GDR的首选之地。

2023年5月16日，证监会进一步出台了《监管规则适用指引——境外发行上市类第6号：境内上市公司境外发行全球存托凭证指引》，进一步强化了境内证券监管机构为GDR发行上市的监管，进一步明确了适用于GDR发行上市的禁止性情形、发行与承销的要求、发行比例和发行间隔的要求、募集资金使用等要求。

2.2 港股——积极进取改革

2.2.1 18C 新政策，“新食品及农业技术”企业迎来新机遇

2018年，香港联合交易所有限公司（“联交所”）进行改革，修订《上市规则》，新增了18A、8A和19C章，被市场称其为历史上最重大的上市机制改革之一。此次改革包括允许尚未盈利的生物科技公司上市、开放同股不同权限制，接纳大中华发行人赴港二次上市等，造就了联交所生物科技公司融资生态圈，并为联交所迎来了小米、美团等拥有“不同投票权架构”公司及阿里、网易、京东等中概股的二次上市。2021年，联交所进一步优化海外发行人上市制度，并于2022年1月1日生效。2022年10月19日，联交所建议在《香港联合交易所有限公司证券上市规则》（“《上市规则》”）中新增第18C章以规管包括新一代信息技术、先进硬件及软件、先进材料、新能源及节能环保及新食品及农业技术之特定行业但尚未满足联交所主板上市要求的科技公司（合称“特专科技公司”）在联交所上市开展公开市场咨询。此举旨在降低特专科技公司赴港上市门槛、解决监管障碍，以吸引具备发展潜力但尚未满足联交所主板上市规则的特专科技公司赴港上市，进一步提升、巩固香港作为全球创新产业、科技公司主要上市地的地位。2023年3月24日，联交所正式推出咨询意见总结，《上市规则》就此于2023年3月31日起新增一个章节（第18C章），有意根据新章节上市的公司由该日起可提交正式申请。



新规借鉴上海科创板等经验，面向新食品及农业技术等领域扩容，尤其是纳入尚未实现大规模商业化、甚至无收入的公司，是港股的又一次大步创新改革。

特专科技可接纳领域包括：

新一代信息技术	云端服务（含SaaS、IaaS、PaaS等）、人工智能
先进硬件及软件	机器人及自动化、半导体、先进通信技术、电动及自动驾驶汽车、先进运输技术、航天科技、先进制造业、量子信息技术及计算、元宇宙技术
先进材料	合成生物材料、先进无机材料、先进复合材料、纳米材料
新能源及节能环保	新能源生产、新能源存储及传输技术、新绿色技术
新食品及农业技术	新食品科技、新农业技术

新规下上市标准及要求如下：

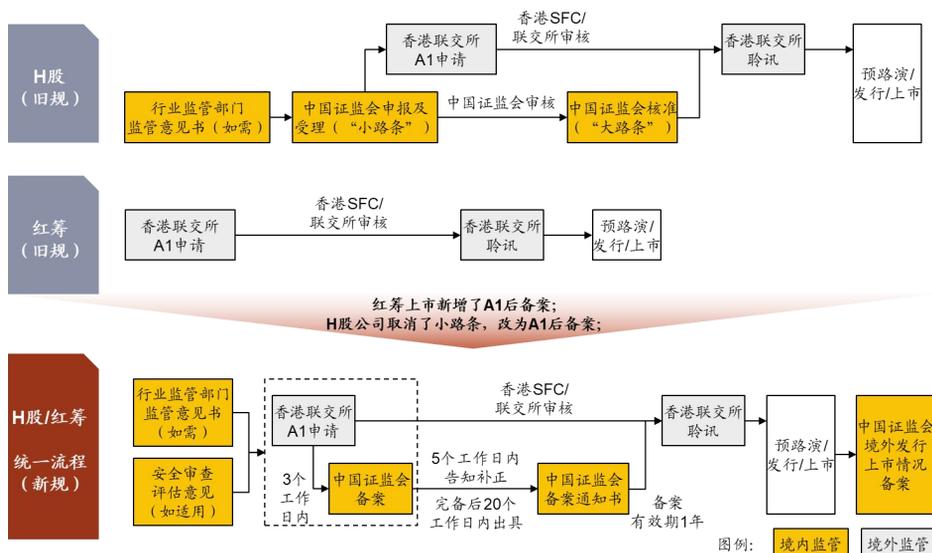
	已商业化公司	未商业化公司
企业质量	<ul style="list-style-type: none"> 预计市值：不低于60亿港元 收入要求：最近一年特专科技业务收入为2.5亿港元；营业记录：与现行主板要求相同（一般为三个会计年度） 控制权稳定：申报前12个月内的拥有 权和控制权维持不变 收入增长：特专科技业务收入须在整个营业纪录期间逐年增长，若出现下跌趋势，需说明理由及补救措施，并在上市文件中披露 	<ul style="list-style-type: none"> 预计市值： 不低于100亿港元 收入要求：无规定营业记录，同已商业化公司 控制权稳定：同已商业化公司 营运资金充足性：申请人应有足够资金（包括预期IPO募集资金）覆盖上市文件生效后至少12个月所需开支（包括一般、行政及营运支出以及研发支出 等）*1.25倍的资金需求 须证明及于上市文件中披露其特专科技产品达至商业化收益门槛的可信路径
研发	<ul style="list-style-type: none"> 研发年限：上市前已从事特专科技产品的研发至少三个会计年度； 合格研发投入金额：不包括一般成本、行政成本或其他与研发活动没有明确关系的成本、首次确认与公司研发活动相关的任何固定资产（例如收购研发中心的资本支出）及任何财务性支出；包括期间直接与特专科技公司研发活动有关的成本，拨作无形资产入账的开发成本以及研发活动所损耗材料的成本 	
	<ul style="list-style-type: none"> 研发投入占比：上市前三个会计年度中有至少两个年度的每年达有关比例；及上市前三个会计年度合计达有关比例 有关比例：研发投入占总营运支出$\geq 15\%$ 	<ul style="list-style-type: none"> 研发投入占比：经审计最近一个会计年度收入至少达1.5亿港元但低于2.5亿港元，上市前三个会计年度中有至少两个年度的每一年、及上市前三个会计年度合计研发投入占总营运支出$\geq 30\%$；或经审计最近一个会计年度收入少于1.5亿港元，上市前三个会计年度中有至少两个年度的每一年、及上市前三个会计年度合计研发投入占总营运支出$\geq 50\%$
投资人	<ul style="list-style-type: none"> 领航资深独立投资者：申报前已获得来自2-5名符合条件的资深独立投资者的投资，且前述投资者必须是在上市申请日期前12个月内已作出投资； 领航资深独立投资者必须： <ul style="list-style-type: none"> (a) 在上市申请当日及上市申请前12个月期间，合共持有申请人$\geq 10\%$的已发行股本；或 (b) 在上市申请日期的至少12个月前已投资于申请人的金额合计≥ 15亿港元（不包括于上市申请日期或之前作出的任何后续撤资）。此外，其中2名领航资深独立投资者必须： <ul style="list-style-type: none"> (a) 在上市申请当日及上市申请前12个月期间，各自持有申请人$\geq 3\%$的已发行股本；或 (b) 在上市申请日期的至少12个月前已投资于申请人的金额各自≥ 4.5亿港元（不包括上市申请日期或之前作出的任何后续撤资）。 	
	<ul style="list-style-type: none"> 所有资深独立投资者投资持股占比应满足： <ol style="list-style-type: none"> $\geq 20\%$，如预计市值≥ 60亿港元 但< 150亿港元； $\geq 15\%$，如预计市值≥ 150亿港元 但< 300亿港元； $\geq 10\%$，如预计市值≥ 300亿港元 	<ul style="list-style-type: none"> 所有资深独立投资者投资持股占比应满足： <ol style="list-style-type: none"> $\geq 25\%$，如预计市值≥ 100亿港元但< 150亿港元； $\geq 20\%$，如预计市值≥ 150亿港元但< 300亿港元； $\geq 15\%$，如预计市值≥ 300亿港元
募集资金用途	<ul style="list-style-type: none"> 与现行主板要求相同 	<ul style="list-style-type: none"> 主要上市理由须包括将上市募得的资金 用于其特专科技产品的研发， 以及其制造/营销，以协助其实现商业化及达到新规2.5亿港元的收入要求
WVR	<ul style="list-style-type: none"> 与现有《上市规则》相同：市值> 400亿港元，或> 100亿港元且最近一年收入> 10亿港元； 每名不同投票权受益人必须为申请人上市时的董事会成员，须对公司的业务增长有重大贡献并证明其业务有高增长的营业纪录及其高增长轨迹预期可持续 	
多业务分布公司	<ul style="list-style-type: none"> 可接受由传统行业转为特专科技行业的公司 在厘定是否属于主要从事特专科技业务时将考虑以下各项：(1) 报告期内的营运开支及雇员资源是否大部分用于该公司特专科技业务；(2) 估值基准及预期市值是否主要基于该公司的特专科技业务；(3) 上市所得款项的用途是否主要用于其特专科技业务；(4) 特专科技业务产生的收益（如有）占该公司收益总额的比例；以及(5) 保留非特专科技业务的原因及该公司的经营历史。 	

2.2.2 备案制的全面落地——H股和红筹统一管理

2023年2月17日，经国务院批准，中国证监会发布境外上市备案管理相关制度规则，即日起开始接受备案预沟通申请，2023年3月31日起施行并开始接收备案申请。本次新规是一次全面、系统、贴合市场的监管升级，在2021年12月征求意见稿的基础上，正式新规拓展至六项备案制度（1项《境内企业境外发行证券和上市管理试行办法》，后称《管理试行办法》和5项配套指引），听取市场反馈后进一步完善了负面清单、科学划定监管范围、细化备案程序要求，为未来中资企业境外上市开启了全新的局面，具体信息如下：

主体范围	<ul style="list-style-type: none"> 除境外直接发行上市(如H股)外，定义了“境外间接发行上市”，将红筹中概股纳入监管(无论赴美、港或其他上市地)；此外，A股公司全球存托凭证(GDR)发行上市等事宜涉及的备案手续将另行通知 在遵守境内法律法规的前提下，满足合规要求的VIE架构企业备案后可以赴境外上市
行为范围	<ul style="list-style-type: none"> 全面适用各类境外发行上市行为，包括IPO、多地上市、分拆上市、介绍上市、以及通过借壳、SPAC等方式实现上市(视同IPO)、及再融资、发行股份购买资产、股权激励、H股全流通等上市后行为 发行股票、存托凭证、可转债等具有股权性质的证券均适用
备案而非审核	<ul style="list-style-type: none"> 设立了一定的底线条件及负面清单，但不实质审查企业是否符合境外上市地发行条件等
境内监管协同	<ul style="list-style-type: none"> 证监会将与行业主管部门建立协作，减轻企业负担，不要求企业多部门获取“路条”。需前置取得审批(如适用)的情形有：1、取得行业主管部门的监管意见书；2、安全评估审查
落地时间	<ul style="list-style-type: none"> 2023年3月31日《管理试行办法》正式施行，自2月17日起停止受理股份有限公司境外公开募集股份上市(包括增发)的行政许可申请，同时开始接收备案沟通申请；自2023年3月31日施行日起开始接收备案申请
有序实施	<ul style="list-style-type: none"> 法不溯及既往，对增量企业和发生再融资等活动的存量企业，按要求履行备案程序；对于过渡期各类状态的企业均给予了明确指引

新规生效后，对于香港上市的H股及红筹架构公司将采用统一的监管审批及备案流程，对比如下：



2.3 历史期间各版块上市情况一览

		上市板块				
行业赛道		科创板	创业板	主板	北交所	港股
餐饮				✓		✓
包装食品与肉类	卤味			✓		✓
	调味品		✓	✓	✓	✓
	其它			✓	✓	✓
食品销售	水果					✓
	烘焙			✓		✓
其他				✓		✓

行业赛道	创业板	主板	北交所	港股
餐饮	暂无	同庆楼、西安饮食、全聚德、广州酒家	暂无	海底捞、呷哺呷哺、小南国、九毛九、百胜中国、奈雪的茶、海伦司、味千（中国）等
卤味食品	暂无	紫燕食品、绝味食品、有友食品、煌上煌	暂无	周黑鸭
调味品	仲景食品、华宝股份	日辰股份、宝立食品、恒顺醋业、千禾味业、海天味业、天味食品、安记食品	朱老六	颐海国际、亲亲食品、老恒和酿造
其他食品加工	暂无	安井食品、惠发食品、巴比食品、千味央厨、三全食品、海欣食品	田野股份	四洲集团、卫龙
食品销售 水果	暂无	暂无	暂无	中国万天控股、洪九果品、百果园集团、天韵国际控股
食品销售 烘焙	暂无	桃李面包、元祖股份、一鸣食品、南侨食品、麦趣尔	暂无	克里斯汀、环球友饮智能
其他	暂无	银都股份、石基信息、锦江在线	暂无	运兴泰集团、珍酒李渡

三、食品餐饮典型案例—— 资本助力企业发展

3.1 A股典型案例

3.1.1 资本助力IPO加持，“超级后厨”——千味央厨引领餐饮专供速冻米面蓝海

肯德基的油条、赛百味的方形扁平面包、汉堡王的流心芝士、真功夫的包子、呷哺呷哺的油条、老乡鸡的卡通包、乡村基的地瓜丸、曼玲粥店的外卖油条……千味央厨的产品通过这些餐饮企业卖给无数消费者。

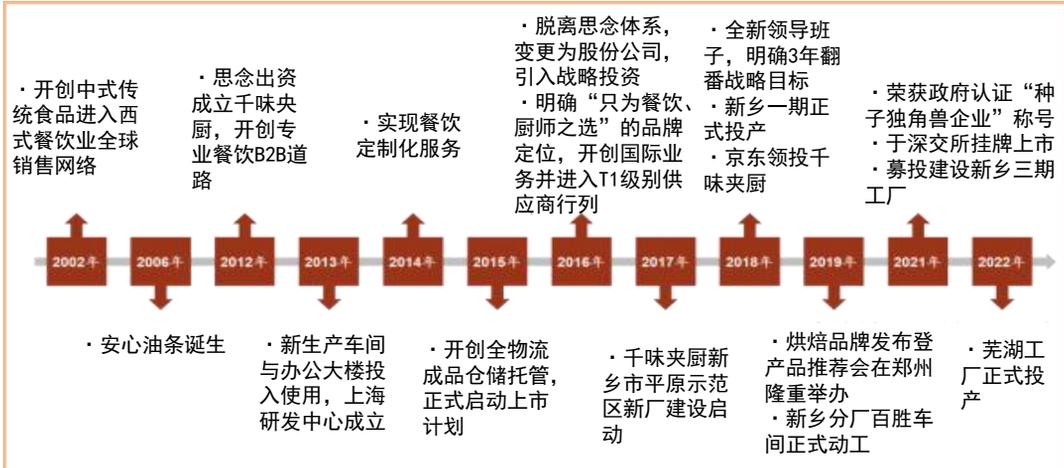


资料来源：千味央厨公司官网

千味央厨2012年成立于河南郑州，成立之初，曾带领思念食品新加坡上市成功的李伟，为脱胎于思念的千味设计了业务战略与资本战略。业务上，公司开创专业餐饮B2B道路，芝麻球单品销量过亿元，单品销售额超国内80%以上速冻企业总销售额；2013年成立上海研发中心，加大对B端大客户菜品研发及供应，次年实现面向客户的定制化服务，着力于餐饮供应链的标准化。

2016年，公司脱离思念体系，确定“餐饮专供速冻米面领导品牌”的定位，全面升级品牌，变更股份公司，并于2017年申报IPO辅导。为了更好地规范股权结构，减少同业竞争和关联交易，思念进行管理层MBO，李伟退出思念管理层，将全部精力放在千味。

明确的战略、清晰的思路、成长的赛道，千味成为了多家资本追逐的优秀标的，2018年底，京东、网聚资本领投千味央厨，除了引进资金外，更重要的是引进了协同性极强的产业资源，进一步加速了公司的发展步伐。公司融资成功后，将资金投向新期工厂建设，切入烘焙、调料业务，进入百胜 T1 级别供应商，实现三年间业绩翻番战略目标。



资料来源：千味央厨官网

与传统财务性投资机构股东不同，除了资本层面的合作，千味央厨与京东、网聚资本在产业层面探索更多元的协同，从无界零售供应链的探索，到生态圈资源、生意的连接，无疑都将在产业层面助力千味央厨行稳致远。网聚资本表示，双方在经营管理理念、行业发展判断等方面高度契合，随着网聚核心赛道的有序布局，重点品牌项目发展达到预期，生态圈融合效应逐步显现，千味央厨已逐步与生态圈形成生意连接。同时以组织能力提升、资本战略实施、供应链协同赋能、市场开发加速为核心的增值服务体系日趋成熟，也将不同阶段、多个层面助力发展。

上市是千味央厨一直以来的既定规划，2020年6月19日，公司申报深圳证券交易所主板，三年净利润分别为4,655.91万元、5,867.89万元、7,412.13万元。彼时，餐饮供应链方兴未艾，海底捞供应链公司颐海国际在香港上市，受到资本市场热捧，国内A股资本市场尚未有“餐饮供应链”企业上市，千味央厨有望成为A股“餐饮供应链第一股”。



千味央厨赛道聚焦，战略清晰，2021年7月公司成功过会，9月6日顺利上市，募集资金3.34亿元，投向新乡千味央厨食品有限公司食品加工建设项目(三期)以及总部基地及研发中心建设项目，发行价格为15.71元/股，开盘封顶涨停，当日收盘价为22.62元/股，涨幅43.98%，总市值19.25亿元。



资料来源：千味央厨公司官网

3.1.2 风禾尽起、三分天下——上市后的千禾拥有星辰大海

一家出身于四川眉山的地方性小作坊，一家因竞争激烈无奈转行的原料商，一家从低端酱油、传统流通渠道起家的小企业，一家首推“零添加”健康概念的调味品公司，一家快速推向全国的跨区域中高端调味品公司，一家市值超200亿、PE超70倍的资本市场明星企业。

很难想象，上述描述的是同一家公司，创始人27岁创业开始，目前坐拥百亿市值，靠的是对产品质量与企业研发的重视，靠的是关键时刻的战略选择，也靠的是“一瓶酱油”打破18年四川食品上市僵局获得资本支持。创业之初，公司从低端酱油产品做起，在2008年尝试“零添加”概念酱油后，快速成为西南区域面向家庭消费的调味品企业。公司2012年进行股改，建立博士后创新实践基地，加大对研发的重视，推出主打健康的自然酿造产品，开始走向全国。

2016年3月，千禾味业食品股份有限公司在上交所挂牌上市，首日大涨44%，成为1998年五粮液上市以后四川首家上市的食品企业。上市成功给公司带来的是实打实的资金支持，以及高度的市场关注，极大地提高了市场知名度。公司上市后的战略可以用三个关键词来概括：扩产能、高端化、全国化。

扩产能上，公司 IPO募集资金3.67亿元，投向10万吨酿造酱油、食醋生产线扩张，2019年收购拥有江苏省著名商标“金山寺”、产能5.3万吨的恒康酱醋，2022年定增8亿元用于年产60万吨调味品智能制造项目。高端化上，公司作为“零添加”第一品牌确定了“零添加为主，高鲜为辅”的战略，着力打造在高端消费群体中的印象，每年投入研发费用超5000万元，研发费用率2.67%进入行业前列，获得了包含低盐稀态发酵酱油在内的81项专利。全国化上，多措并举多渠道开展，线上打造旗舰店，双十一期间售出200万瓶酱油，线下向有高端消费能力的东部扩张，并持续加大广告宣传投入，在 CCTV7/10 套、爱奇艺、优酷等媒体平台播出“零添加”宣传片。



资料来源：千禾味业公司官网

上市成功不仅能够通过资本支持快速占领市场，也能够通过股权激励调动员工积极性，有效促进公司经营。2017年8月，公司实施首期限限制性股票激励计划，授予公司董事、高级管理人员、中层管理人员及核心骨干共108人630万股限制性股票，占公司总股本的1.97%，截止2022年1月，该限制性股票激励计划中的股票已全部解锁。

2022年2月，公司再次发布限制性股票激励计划，授予包括在公司任职的董事、高级管理人员、中层管理人员及核心骨干73人限制性股票，设置基于2021年数据为基数未来三年营业收入增长率分别不低于18% /38% /60%、净利润增长率不低于50% /90% /130%的考核指标，绑定了核心员工利益，提振了团队士气和工作积极性。

3.2 港股典型案例

3.2.1 乘借资本东风，逆势突破困境

1994年，张勇在四川简阳成立了第一家海底捞，经过近30年的发展，海底捞已成为中国餐饮行业的领军企业。截至2022年6月30日，海底捞在全球开设1435家直营餐厅，其中1310家门店位于中国大陆，22家门店位于中国香港、中国澳门、中国台湾，103家位于11个其他国家，门店网络遍布全球众多海外市场。



图片来源：公司官网

海底捞的发展历程可以分为以下5个阶段：

初始创业期 (1994-1998)	1994年第一家海底捞在四川简阳成立而四川火锅市场竞争激烈创始人张勇意识到仅凭口味难以取胜，因此另辟蹊径，凭借优质的服务在本地市场积累了较好的口碑。
经营探索期 (1999-2004)	1999年公司首次尝试省外扩张至西安，通过师徒制和轮岗制培养人才，并在此以后以直营模式在郑州、北京、上海、天津等地开设门店。
精细化运营 (2015-2016)	公司异地扩张模式逐步成熟，2005年开始成立分公司生产火锅底料，并陆续成立蜀海供应链和微海咨询公司，布局餐饮产业链；重组内部管理结构，创设教练组，并以自下而上的形式进行项目选定；进军国际市场，门店扩张至新加坡、美国、韩国、日本等地；开拓火锅外卖业务，探索多元化火锅消费场景。
加速扩张期 (2017-2021.06)	此时公司深耕火锅市场多年已在供应链、人才方面积累了一定的优势，并凭借“极致服务”获得良好口碑，公司自2017年开始在一二线城市采取门店加密策略，同时下沉三线及以下城市。2018年9月赴港上市，门店扩张进入加速期，截至2021年6月，海底捞全球门店数达1597家。
调整期 (2021.06-至今)	国内局部疫情反复，全球疫情仍未完全消退，餐饮客流量及消费远不及疫情前水平，叠加前期公司整体门店扩张速度过快，单店盈利及翻台率被严重稀释。在此背景下，公司2021年11月宣布啄木鸟计划适时收缩调整，永久关闭门店260家并令26家门店进入停业休整状态、强化部分职能部门、调整组织架构恢复大区管理体系等。2022年3月，公司管理层变更，副首席执行官兼首席运营官杨利娟调任首席执行官，并新任命两位首席运营官，强化公司管理并确保变革调整措施的落实。

资料来源：平安证券研究所

2018年9月26日，海底捞国际控股有限公司在香港联交所挂牌上市，股票代码6862.HK，发行定价为17.8港元，全球发售所得款净额约为72.99亿港元，其中60%用于支持海底捞的扩张计划、20%用于新技术的开发及使用。通过此次上市，海底捞进一步提高其全球知名度、拔高品牌形象，并获取海量资金支持其发展，公司进入高速扩张期，上市后第一年公司营业收入同比增长56.5%，净利润同比增长43.6%，新增门店308家。

进入2020年，国内疫情全面爆发、态势反复不定，防控政策愈加收紧，国民经济活动、日常活动均受到限制，餐饮行业首当其冲，作为重灾区承受了极大冲击。根据国家统计局数据显示，2020年，国内餐饮业收入为39,527亿元，同比下降16.6%。海底捞作为餐饮龙头企业同样面临挑战，翻台率下降、现金流承压，至2020年底，公司经营活动现金流为29亿元。

为应对困境，海底捞向资本市场寻求援助，2021年11月12日，海底捞公告公司将以先旧后新方式，配售1.15亿股，所得款项净额约为23.37亿港元，其中30%将用于提升供应链管理 and 产品开发能力，70%将用于偿还贷款与公司营运资金及一般企业用途。通过该次募资，海底捞缓解了公司现金流压力，启动“啄木鸟”计划进行降本增效，重新提振公司核心竞争力。

3.2.2 资本运作开辟蓝海新征程，分拆上市打造多样增长曲线

除海底捞国际控股有限公司外，海底捞还围绕主业打造了供应链、火锅底料、餐饮信息化服务、门店装修设计等公司矩阵。其中专门从事火锅底料生产的兄弟公司颐海国际于2016年在港交所独立上市，股票代码1579.HK。通过本次上市，颐海国际在品牌知名度、资本市场认可度等方面均有获益，加强了海底捞及颐海国际的营运管理能力，双方均可“轻身上阵”，其各自的管理团队可以更高效及有效地专注于各自的业务，并提高两者为各自业务发展招募、激励及留住重要管理人员的能力，迅速而有效地抓住可能出现的任何商机，从而进行各自的扩展，提升其经营及财务表现。

2022年12月30日，海底捞分拆特海国际上市，股票代码9658.HK，标志着其海外业务SuperHi的又一重要里程碑。特海国际的上市有助于提升特海国际的独立发展和运营能力，从而推动其投资价值的提升。

通过一系列资本运作，海底捞利用资本杠杆构筑了专注于不同业务领域的上市集团，持续夯实其餐饮领军企业的竞争优势地位，进一步反哺业务发展，打造多样增长曲线，是资本助力实体经济的又一典型案例。

IPO

第二章

IPO执行：选择与挑战

IPO

PO

一、通盘规划——上市可行性分析、主体、上市地、板块的选择

- 1.1 上市时间表的规划
- 1.2 上市条件及可行性分析
- 1.3 上市地及板块的选择
- 1.4 上市主体的选择

二、兵马未动粮草先行——上市启动的准备工作

- 2.1 思想准备：统一认识、坚定信念
- 2.2 工作机制：建立内部沟通协作机制、信息共享机制
- 2.3 信息系统：完善的业务、财务系统的联动
- 2.4 对外沟通：建立对外信息、资料提供机制和对接工作小组

IPO

第二章

IPO执行：选择与挑战

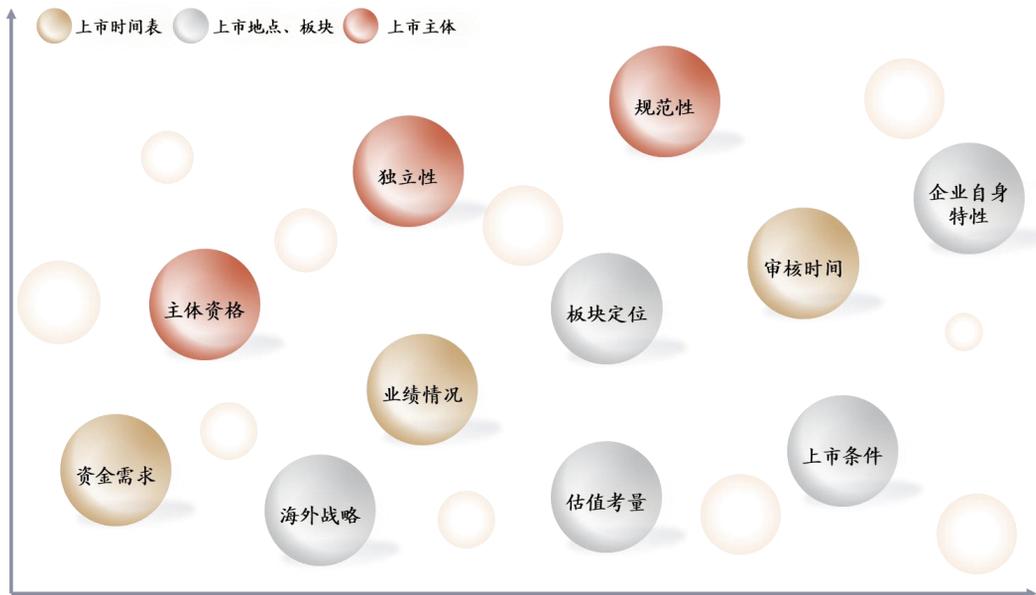
IPO

三、直面挑战——上市执行工作的重难点问题

- 3.1 上市前股权融资
- 3.2 重点相关方 (From Shareholder to Stakeholder)
- 3.3 商业模式
- 3.4 行业政策
- 3.5 主要客户、供应商
- 3.6 独立性及同业竞争问题
- 3.7 募投项目
- 3.8 其他IPO重点问题的处理

一、通盘规划——上市可行性分析、主体、上市地、板块的选择

企业上市是一项相当具有系统化、个性化且充满挑战的重大工程，其执行涉及企业的方方面面，企业从上到下的各个部门均无法置身事外。每个项目都有其自身独特的特征，过程中遇到的一些特殊问题都极具个性化。因此，每个项目对于上市的可行性、境内外不同的上市地及板块的选择、上市工作的启动时机、上市主体的选择等方面都有不同考量。因此，企业在上市前往往要考虑诸多因素，以决定上市的方案。



1.1 上市时间表的规划

上市是一场长跑，从初步意向到正式上市往往长达数年。提前对时间表进行规划，有利于企业在正确的时候做正确的事情，保证上市的成功率和高效性，从而抓住快速发展的机遇。

从启动时间来说，资本是重要的生产要素，对于企业扩张、赢得竞争有很大作用。尤其是食品、餐饮赛道竞争尤为激烈：目前消费者习惯快速变迁要求企业能够不断研发创新，适应市场需求；连锁化、数字化、供应链升级等趋势，也要求企业不断投入，提升自身功力。

此外，品牌是食品及餐饮行业的重要资产。而IPO是监管和投资者选拔优秀生的过程，因此成功的IPO可以助力提升品牌力，占据消费者心智、并吸引更多人才。所以，食品及餐饮企业在达到上市的相应要求后可以考虑尽快启动IPO。

对于A股，企业不仅仅要达到基础业绩要求，监管对企业上市的规范要求还涉及法律层面、财务层面、业务层面、税务层面等各个层面，同时也密切关注行业的通用做法，并且讲求证据链的充分性和合理性。A股申报前需取得当地证监局的辅导验收，辅导期自辅导机构向证监局首次提交辅导备案材料至最后向验收机构提交齐备的辅导验收材料之日原则上不少于3个月。因此选择A股上市的企业，各家中介介入的时间较早，一般建议企业在确定上市战略计划后，即可与保荐机构进行接触并为之沟通上市计划、公司存在的潜在问题，必要时可连同审计机构、律所一同沟通，与之签订相关保密协议，并由各方对公司进行初步尽调，出具初步尽调报告，对公司存在的问题进行梳理并给出详尽的解决方案。公司与各方中介机构保持持续沟通，召开定期会议跟进公司整改情况，及时给予专业指导意见。根据整改情况，保荐机构、审计机构、律师、评估师等于申报前6个月全面进场，召开正式的IPO启动大会，各方根据职责开展IPO尽调核查工作。

一旦项目启动，具体审核时间上，主要取决于排队数量和企业运营的规范程度等。2022年创业板之所以整体IPO所需时间高于主板，主要原因系企业申报创业板热度高、排队企业数量较多所致。2023年，全面注册制改革后，主板平移后审核速度较快，待上会、证监会批文阶段的排队企业数量都较2022年年底有明显下降：

上市板	平均审核周期/天 ¹	平均批文所需天数/天 ¹	审核时间合计 ¹	待上会 ²	证监会批文阶段 ²	排队数量合计 ²
主板	374	59	433	250	0	250
创业板	303	181	484	128	136	264
北交所	137	30	167	56	8	64

注1：2022年上市的企业数据

注2：截至2023年5月8日

2023年2月1日，证监会就全面实行股票发行注册制主要制度规则向社会公开征求意见，包括《首次公开发行股票注册管理办法》、《上市公司证券发行注册管理办法》等11项核心规则。同日，沪深交易所、北交所、全国股转系统等就全面实行股票发行注册制配套业务规则公开征求意见。上述新规已于2023年2月17日正式生效。相关制度的实施标志着A股市场全面实行股票发行注册制改革正式启动。由此主板、科创板、创业板和北交所全面实施注册制，各板块审核流程、前期上市工作的筹划、中介机构的辅导、中国证监会派出机构辅导验收、后续监管的审核及注册已全面趋同。

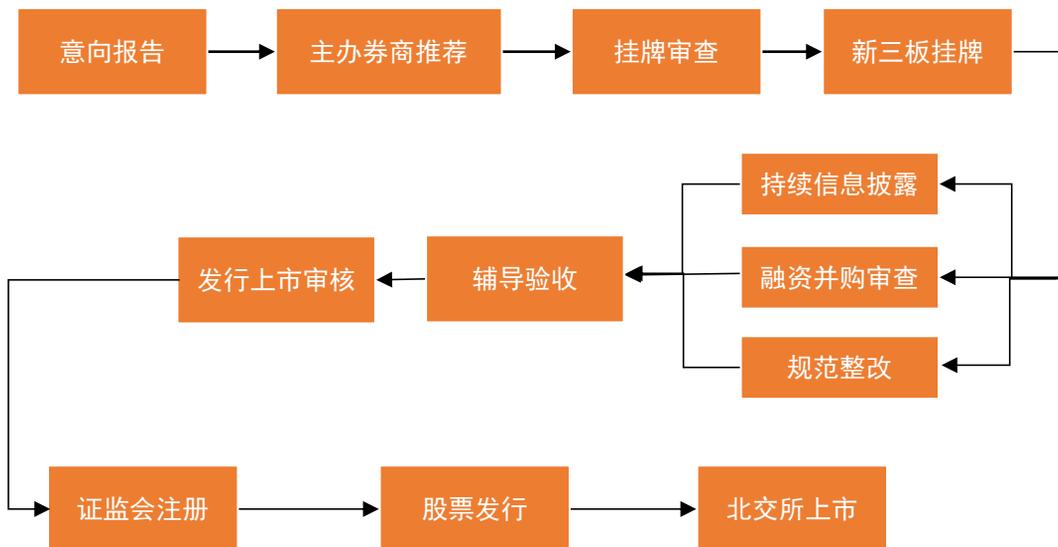
而北交所上市，需要在新三板挂牌后，运行满12个月并进入创新层，方可向北交所申报IPO，因此对于无法满足科创板和创业板上市条件且有北交所上市意向的企业，建议提前与中介机构沟通，在挂牌时即以IPO标准开展尽职调查。

近期，北交所和全国股转公司研究推出了挂牌上市直联审核监管机制(以下简称直联机制)。通过直联机制，预计优质企业可以实现常态化挂牌满一年后1至2个月内即在北交所上市。这将大大提高融资效率。

对选入标准而言，客观条件规定：一方面，要求相关企业符合国家产业政策和北交所市场定位，申报挂牌时满足北交所四套上市财务指标之一，挂牌报告期内不存在重大违法违规等发行上市负面清单情形。另一方面，优先支持新一代信息技术、高端装备制造、新材料、生物、新能源汽车、新能源、节能环保、数字创意、相关服务业等战略性新兴产业领域的企业适用直联机制。

主观意愿方面，一是企业自愿申请挂牌同时提出直联机制适用申请。二是有明确的北交所发行上市计划，申报挂牌前已与券商、会所、律所等中介机构签订发行上市服务协议，计划在挂牌后18个月内提交发行上市申报文件。三是自愿接受并配合各项审核监管安排，包括但不限于：挂牌后一个月内制定尽调计划，每两个月报告一次进展情况，提交规范问题清单并督促按期整改；挂牌后6个月、12个月各提交一次招股书草稿，董事会召开后披露招股书草稿并提交申报文件草稿等。

直联机制全流程如下：



而对于港股，由于投资者偏好，企业需要有较高的增速和行业地位。根据统计，2017-2022年的港股IPO的消费公司营收上市前一年平均72.8亿人民币，上市前三年复合增长率80.1%；净利润4.1亿人民币，上市前三年复合增长率76.7%。因此建议企业在达一定行业地位、高增速阶段尽快谋划，以保障高质量发行。

港股IPO监管审核和发行阶段时间相对则较短。但无论企业选择境内还是境外、也无论企业选择哪个板块上市，企业上市均为一项系统性工作，需要企业做好全面战略部署，上下一心，提前与专业机构团队进行接触，由其协助企业完成上市时间规划的部署工作。

1.2 上市条件及可行性分析

1.2.1 A股上市条件及可行性分析

如前所述，我国已建成上海证券交易所、深圳证券交易所、北京证券交易所、全国中小企业股份转让系统等多层次资本市场结构，极大改善了大量创新创业型中小企业融资需求的状况。建立健全多层次资本市场是党的十八大以来金融领域改革的重要举措，对于不同交易所不同板块监管出台了不同条件。根据各板块上市条件，食品与餐饮企业可能上市的板块是主板、创业板以及北交所，一般无法满足科创板的上市条件，因此以下仅对主板、创业板以及北交所的发行上市条件进行对比。此外，食品与餐饮企业在选择板块时需关注板块定位差异及各板块实施的负面清单管理，如根据《首次公开发行股票注册管理办法》，主板突出“大盘蓝筹”特色，重点支持业务模式成熟、经营业绩稳定、规模较大、具有行业代表性的优质企业；创业板支持“三创四新”企业，且原则上不得为酒、饮料、精制茶、纺织、电力等十二种行业（行业中与互联网、大数据、云计算、自动化、人工智能、新能源等新技术、新产业、新业态、新模式深度融合的创新创业企业除外），且餐饮行业属于创业板负面清单；北交所支持“专精特新”服务创新型中小企业，且不得为金融业、房地产业、产能过剩行业、淘汰类企业、学前教育、学科类培训企业。同时创业板对于研发投入进行了明确规定：

- (1) 最近三年研发投入复合增长率不低于15%以及最近一年研发投入金额不低于1,000万元，且最近三年营业收入复合增长率不低于20%；
- (2) 或最近三年累计研发投入金额不低于5,000万元，且最近三年营业收入复合增长率不低于20%；
- (3) 属于制造业优化升级、现代服务业或者数字经济等现代产业体系领域，且最近三年营业收入复合增长率不低于30%。

但最近一年营业收入金额达到3亿元的企业，或者按照《关于开展创新企业境内发行股票或存托凭证试点的若干意见》等相关规则申报创业板的已境外上市红筹企业，不适用前款规定的营业收入复合增长率要求。

因此企业在选择板块时需根据板块定位、负面清单、研发投入以及其他上市条件等进行综合判断。

条件	北交所	创业板	主板
主体资格	挂牌新三板要求持续经营满2年，挂牌后需运行满12个月创新层公司可申请	自股份有限公司成立后，持续经营时间应在3年以上；有限责任公司按原账面净资产值折股整体变更为股份有限公司的，持续经营时间可以从有限责任公司成立之日起计算	自股份有限公司成立后，持续经营时间应在3年以上；有限责任公司按原账面净资产值折股整体变更为股份有限公司的，持续经营时间可以从有限责任公司成立之日起计算
市值及财务指标	(一) 预计市值不低于2亿元，最近两年净利润均不低于1,500万元且加权平均净资产收益率平均不低于8%，或者最近1年净利润不低于2,500万元且加权平均净资产收益率不低于8%	(一) 最近两年净利润均为正且累计净利润不低于5,000万元	(一) 最近3年净利润均为正，且最近3年净利润累计不低于1.5亿元，最近1年净利润不低于6,000万元，最近3年经营活动产生的现金流量净额累计不低于1亿元或营业收入累计不低于10亿元
	(二) 预计市值不低于4亿元，最近两年营业收入平均不低于1亿元，且最近一年营业收入增长率不低于30%，最近一年经营活动产生的现金流量净额为正	(二) 预计市值不低于10亿元，最近一年净利润为正且营业收入不低于1亿元	(二) 预计市值不低于50亿元，且最近一年净利润为正，最近一年营业收入不低于6亿元，最近3年经营活动产生的现金流量净额累计不低于1.5亿元
	(三) 预计市值不低于8亿元，最近一年营业收入不低于2亿元，最近两年研发投入合计占最近两年营业收入合计比例不低于8%		
	(四) 预计市值不低于15亿元，最近两年研发投入合计不低于5,000万元	(三) 预计市值不低于50亿元，且最近一年营业收入不低于3亿元	(三) 预计市值不低于80亿元，且最近一年净利润为正，最近一年营业收入不低于8亿元
股本等要求	发行后股本总额不低于人民币3,000万元(公开发行的股份达到公司股份总数的25%以上；发行后公司股本总额超过人民币4亿元的，公开发行股份的比例为10%以上)；此外北交所要求最后一年末净资产不少于5,000万，公开发行数量不少于100万股，发行对象不少于100人)		发行后股本总额不少于5,000万元(公开发行的股份达到公司股份总数的25%以上；发行后公司股本总额超过人民币4亿元的，公开发行股份的比例为10%以上)
主营业务	最近2年内没有发生重大不利变化		最近3年内没有发生重大不利变化

条件	北交所	创业板	主板
董事及高级管理人员	最近2年内没有发生重大不利变化		最近3年内没有发生重大不利变化
实际控制人	最近2年实际控制人没有发生变更(北交所要求发行人、控股股东、实际控制人不存在被列入失信名单且未消除的情形; 以上对象及对发行人主营业务收入/净利润占比超10%的重要子公司在申报受理后至上市前不存在被列入失信名单且未消除的情形)		最近3年内实际控制人未发生变更
同业竞争	与控股股东、实际控制人及其控制的其他企业间不存在对发行人构成重大不利影响的同业竞争		
关联交易	与控股股东、实际控制人及其控制的其他企业间不存在严重影响独立性或者显失公平的关联交易		
独立性	发行人应当在招股说明书中披露已达到发行监管对公司独立性的基本要求, 包括资产完整, 业务独立、人员独立、财务独立、机构独立等		
无形资产规模	无相关要求		
未弥补亏损	允许存在累计未弥补亏损的企业上市, 但应充分披露相关风险因素		
募集资金相关	-	应当披露募集资金对发行人业务创新、创造、创意性的支持作用	-

1.2.2 港股上市条件及可行性分析

港股上市审核时间较短, 且上市条件亦相对简单, 港股主板IPO基本条件如下:

项目	基本要求
营业纪录	■ 最少3个财政年度的营业纪录
最低市值	■ 上市时最低市值为5亿港元
股东分布	■ 最少300名股东 ■ 上市时持股量最高的三名公众股东实益持有的股数不得超过证券的公众持股量50%
包销安排	■ 公开发售的股票必须全数包销

基本财务要求: 主板新申请人必须符合下述三项测试其中一项: (i) 盈利测试, (ii) 市值/收入测试, 或 (iii) 市值/收入/现金流量测试。

条件	盈利测试	市值/收入测试	市值/收入/现金流量测试
股东应占盈利	过去三个财政年度至少8,000万港元（最近一年盈利至少3,500万港元，及前两年累计盈利至少4,500万港元）	不适用	不适用
市值	上市时至少达5亿港元	上市时至少达40亿港元	上市时至少达20亿港元
收入	不适用	最近一个经审计财政年度至少5亿港元	最近一个经审计财政年度至少5亿港元
现金流量	不适用	不适用	前三个财政年度来自营运业务的现金流入合计至少1亿港元

除满足上述基本条件和财务条件以外，港股主板还需满足以下条件：

项目	要求
营业及管理层纪录	<ul style="list-style-type: none"> ■ 在3个财政年度期间保持管理层的连续性 ■ 至少最近一个经审计财政年度保持拥有权和控制权的连续性 ■ 于下述情况，联交所可接纳较短的营业纪录及/或豁免或改变营业及管理层的纪录要求： <ul style="list-style-type: none"> ✓ 矿业公司（《上市规则》第8.05B(1)条）及《上市规则》第18章新成立的“工程项目”公司（《上市规则》第8.05B(2)条） ✓ 如申请人以上市值/收入测试申请上市，其董事及管理层在新申请人所属业务及行业中拥有足够（至少三年）及令人满意的经验；及在最近一个经审计财政年度保持管理层的连续性（《上市规则》第8.05A条）
与控股股东关系	<ul style="list-style-type: none"> ■ 需解释上市集团如何认为其在上市后能独立（财务、管理及营运上）于控股股东（及其联系人） ■ 在确认上市集团是否在财务上独立于其控股股东时，香港联交所会参考所有由控股股东提供的财务担保，要求在上市前解决这些财务担保，部分情况下香港联交所可酌情容许于上市后特定短期内解除
股份锁定期	<ul style="list-style-type: none"> ■ 适用于发行人及控股股东，禁售期为上市后首6个月 ■ 上市前投资者的股份亦受禁售期限制
最低公众持股量	<ul style="list-style-type: none"> ■ 最少为发行人总发行股本25%，或不低于5,000万港元 ■ 如发行人预期上市时市值超过100亿港元，联交所可酌情接纳一个介乎15%至25%之间的较低百分比
企业管治	<ul style="list-style-type: none"> ■ 上市发行人的董事会必须包括至少三名独立非执行董事，同时独立非执行董事须最少占董事会成员的三分之一 ■ 其中至少一名独立非执行董事必须具备适当的专业资格，或具备适当的会计或相关的财务管理专业资格 ■ 审核委员会（《上市规则》第3.21条至第3.23条） ■ 每家上市发行人必须设立审核委员会，其成员须全部是非执行董事 ■ 审核委员会至少要有三名成员，其中至少要有一名具备适当专业资格，或具备适当的会计或相关的财务管理专长的独立非执行董事 ■ 审核委员会的成员必须以上市发行人的独立非执行董事占大多数，出任主席者亦必须是独立非执行董事
上市后再发售新股	<ul style="list-style-type: none"> ■ 不可以在上市后首6个月内发行新股 ■ 上市后第二个6个月内不可发行新股以导致发行人控股股东的股权降至30%以下 ■ 上市后首12个月内：任何供股或公开发售必须经股东批准，而控股股东不准投票；控股股东若将股份抵押予被认可机构，须立即将该项抵押事宜及股份数目通知上市公司及香港联交所

企业应结合自身公司的运营情况、规范程度、财务状况等情况，与中介机构一道，对自身状况进行综合分析判断，并与各市场、各板块上市条件详细谨慎比对，分析自身上市的可行性，是否存在上市实质性障碍，以提前排雷提高上市成功率。

1.3 上市地及板块的选择

境内建立健全多层次资本市场的目的，是为解决处于不同行业、不同发展阶段企业的融资需求，针对主板、创业板、科创板和北交所等板块均有其独特定位。

根据《首次公开发行股票注册管理办法》，主板突出“大盘蓝筹”特色，重点支持业务模式成熟、经营业绩稳定、规模较大、具有行业代表性的优质企业。科创板面向世界科技前沿、面向经济主战场、面向国家重大需求。优先支持符合国家战略，拥有关键核心技术，科技创新能力突出，主要依靠核心技术开展生产经营，具有稳定的商业模式，市场认可度高，社会形象良好，具有较强成长性的企业。创业板深入贯彻创新驱动发展战略，适应发展更多依靠创新、创造、创意的大趋势，主要服务成长型创新创业企业，支持传统产业与新技术、新产业、新业态、新模式深度融合。

北交所坚守服务创新型中小企业的市场定位，培育一批专精特新中小企业；以精选层为基础，北交所上市公司由创新层产生，维持“层层递进”的市场结构。对于港股上市，主要定位服务于满足主板上市条件的大中型公司。各板块具体情况如下：

项目	主板（沪深）	创业板	北交所	香港主板
行业定位	成熟行业	三创四新	聚焦专精特新	成熟/成长行业
目标企业	稳定增长	创新创业	创新型中小企业	稳定快速增长
发展阶段	成熟期	成长期	成长早期	成熟期/成长期
门槛	较高	中高	中低	中高
典型餐饮案例		—	—	
典型食品案例				

从以往上市企业选择来看，餐饮企业多选择港股上市，食品企业则较为广泛的分布在各个资本市场板块中。鉴于，资本市场具有一定波动性、且往往会配合产业政策导向，有序引导优质企业选择合适的板块上市，未来，建议企业在以往企业选择的经验基础上，应充分结合自身申报时，各个板块的政策导向、自身所处行业领域、发展阶段、财务业绩情况、技术先进性、研发能力等方面，与中介机构一同审慎确定上市地及上市板块，必要时与监管进行充分沟通。

1.4 上市主体的选择

合适的上市主体应符合上述各上市地及板块规定的发行条件，主要包括主体资格、规范运行以及财务与会计等方面的一系列规定，并且上市主体要相对简单，避免复杂的历史沿革或有其他瑕疵的主体作为。此外，中国境内企业赴港上市可采用H股或者红筹架构，不同架构下的重组方式、成本、减持方式以及外汇管制等方面均存在一定差异，尤其是红筹架构，搭建准备时间较长。同时基于我们对于市场案例的分析及观察，随着H股全流通的实施，越来越多的企业选择以H股架构赴港上市。因此，企业需根据自身情况，提前考虑选择合适的主体进行上市。企业在选择上市主体、确立上市架构时通常应重点考虑以下因素：

主体资格。实务中，公司实际控制人有时会经营多项业务，若各业务主体互不相关，可分别独立上市。若各业务之间有较强相似或相关性，根据整体上市的要求，企业一般需要对这些业务进行重组整合。被重组方重组前一个会计年度末的资产总额或前一个会计年度的营业收入或利润总额达到或超过重组前发行人相应项目100%的，发行人重组后运行一个会计年度后方可申请发行。此外，在选择上市主体时，建议将历史沿革规范、股权清晰、主业突出、资产优质、盈利能力强的公司确定为上市主体，并以此为核心构建上市架构。

独立性。上市主体的选择应该有利于消除同业竞争或重大不利的、减少不必要的关联交易，保持资产、人员、财务、机构、业务独立，并在招股说明书中披露已达到发行监管对公司独立性的基本要求。

规范性。上市主体应建立健全完善的股东大会、董事会、监事会制度，相关机构和人员能够依法履行职责。上市主体最近三年不得存在重大违法违规行为，发行人的董事、监事和高级管理人员符合相应的任职要求。上市主体产权关系清晰，不存在法律障碍，在重组中应剥离非经营资产和不良资产，明确进入股份公司与未进入股份公司资产的产权关系，使得股份公司资产结构、股权结构规范合理。

财务要求。上市主体的选择应使其经营业绩具有连续性和持续盈利能力，内控规范健全，关联交易价格公允且程序合规，不存在通过关联交易操纵利润的情形，不存在重大偿债风险，并且符合财务方面的发行条件。

二、兵马未动粮草先行——上市启动的准备工作

2.1 思想准备：统一认识、坚定信念

2.1.1 统一思想，坚定上市决心，清楚认识上市的意义

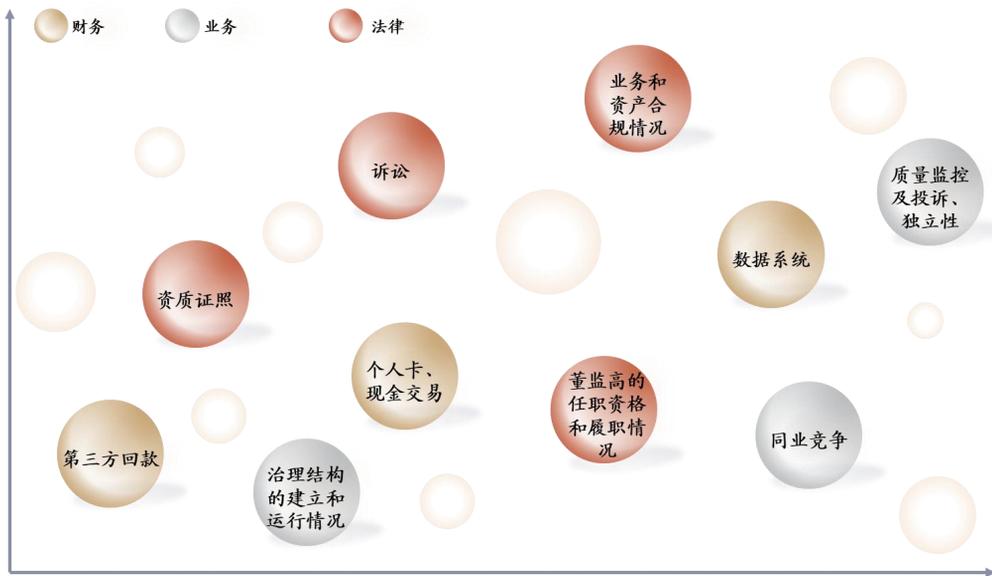
企业发展会经历不同的生命周期，在不同阶段面临的问题、挑战和重点任务都不相同。其中，当企业商业模式已经相对成熟，需要进一步扩大市场份额的时候，上市就成为了企业最好的工具之一。

上市对企业有诸多好处，但会消耗一定的人力和财力。因此，企业需要从上到下认识到上市对于企业的重大意义，才能坚定上市的决心。

- 提升企业内控管理与合规运营水平：上市前的私募过程、上市中的保荐工作及引入的专业投资机构、上市后的持续督导等都会引导公司提升治理水平、帮助公司持续规范运行；
- 增强融资能力：资本市场运作平台，两条股权融资途径的建立拓宽公司的融资渠道；
- 改善财务结构：通过上市的方式，可以降低企业资产负债率，改善公司财务结构，提高抗风险能力；
- 丰富金融供给：有助于丰富金融供给，为上市公司提供多元化的资本运作路径，企业能够抓住行业的机遇，获得超越同行的发展速度，一举获得行业的先发优势；
- 扩大公司影响力：上市可以帮助企业在资本市场吸引更多投资者的注意力，扩大公司市场知名度和影响力。

2.1.2 树立规范经营的意识和文化

企业治理、经营不规范，往往是上市被否的主要原因。因此，在上市前就需要树立规范经营的意识和文化，或者较早请专业人士帮忙进行梳理和整改，以免在上市阶段发现较多重大的问题，且来不及解决。



2.1.3 动员全体员工在上市全过程中保障上市工作

IPO时间长、头绪繁杂、参与人员较多，需要公司在内部鼓舞员工的士气，以免出现拖延、不配合等影响上市整体进度的事情。

此外，由于内部人员对资本化过程理解的程度不一，且财务核查等相关工作也不可避免的需要相关人员提供细致的个人流水、资金来源等相关凭证，可能会出现股东、董监高等出于个人顾虑，对工作要求未及时、积极配合的情况，因此，需要做好提前宣贯和及时沟通，消除顾虑，确保进度。

良好的执行环境有助于员工从善如流，潜移默化地认可接受资本化战略目标。因此，有仪式感的资本化启动宣贯与动员，有助于使企业上下清晰战略目标、提升自驱力，更有利于整体业绩目标的达成。比如企业以IPO为战略目标时，每年业绩需要稳步提升，落实到业务部门则需要制定逐年按一定比例提高销售收入的目标，落实到财务部门则需要持续提升决策参与质量和合规水准。因此，有效的宣贯动员可以统一目标、协同资源、最终更好的达成结果。

2.2 工作机制：建立内部沟通协作机制、信息共享机制

企业资本化过程需要公司全员在核心管理层的领导下共同努力、有序完成。由于持续时间较长，因此需要在组织层面做好保障和支持。

2.2.1 完善跨部门、跨业务单元的信息资料数据统计汇总工作机制

为了保证沟通的有效进行，对外，公司董事会办公室需要紧密地与各方中介进行沟通，准确了解中介方的需求；对内，董办需要协调各个部门与单元，并作为唯一的信息资料出口。各部门与单元根据董办协调参与访谈和提供资料。

董事会秘书的工作内容包括：

- 1) 协调内外部上市事项；
- 2) 对外发言人，对外沟通、联络；
- 3) 联系股东、董事，监事，组织股东大会、董事会、监事会；
- 4) 起草会议文件；
- 5) 组织内部团队和外部中介机构，推进上市进程。

董事会秘书的人选要求包括：

- 1) 具备较好的协调能力、文书能力、基本的法律知识；
- 2) 对公司业务有较好的了解；
- 3) 具有较好的团队合作精神；
- 4) 具有较好的管理素质。

2.2.2 建立完善的内部汇报机制，及时发现重大合规、舆情、纠纷问题

管理层根据证监会、交易所等监管要求将上市工作的大目标拆解为若干小事项，协调内外资源和团队，最后由专项工作小组完成若干小任务。专项工作小组成立后，需要建立起有效的沟通和汇报机制，及时汇报发现的重大合规、舆情、纠纷等方面的问题，并及时讨论解决方案。

	参与人员	主要议题	备注
周例会	外部中介机构 内部执行层	前周事务进展 本周事务计划	
月度例会	外部中介机构 内部管理层	前期主要进展/成果回顾 下阶段重点工作计划 重大事项协调、讨论	
专题例会	外部中介机构 内部决策层/管理层	重大专题的讨论与决策	根据资本化进展需求 不定期开展

此外，工作小组的执行人员也需要有合规意识。对于一些出现的问题，及时汇报到董办，不要擅自处理。董办如果处理不了的，则需要进一步汇报到管理层，并与中介机构沟通、讨论。

2.3 信息系统：完善的业务、财务系统的联动

2.3.1 构建完善的信息系统

企业业务的方方面面都会涉及到信息系统，包括ERP、财务、MES、CRM等。监管对于上市公司的信息收集的完整性、真实性要有很高的要求。因此若没有完善的信息系统，很难提供可靠的数据用于支持上市的相关工作。

IPO实务中，既有越来越多的企业通过互联网开展业务或者通过互联网销售产品或服务，如电商、互联网信息服务、互联网广告运营等；也有传统企业的业务通过借助互联网或信息系统实现了更好地发展。新颁布的注册制新规《监管规则适用指引——发行类第5号》针对信息系统核查（以下统称“IT审计”）进行了规定，再次明确了对于主要通过互联网开展业务的申请首发企业，保荐机构和申报会计师在IT审计方面需要履行的工作。这进一步对于相关企业的信息系统的可靠性、数据治理的完备性提出了更高的要求。

2.3.2 业务系统与财务系统数据实现充分共享打通，并由专门人员负责协调数据、信息差异

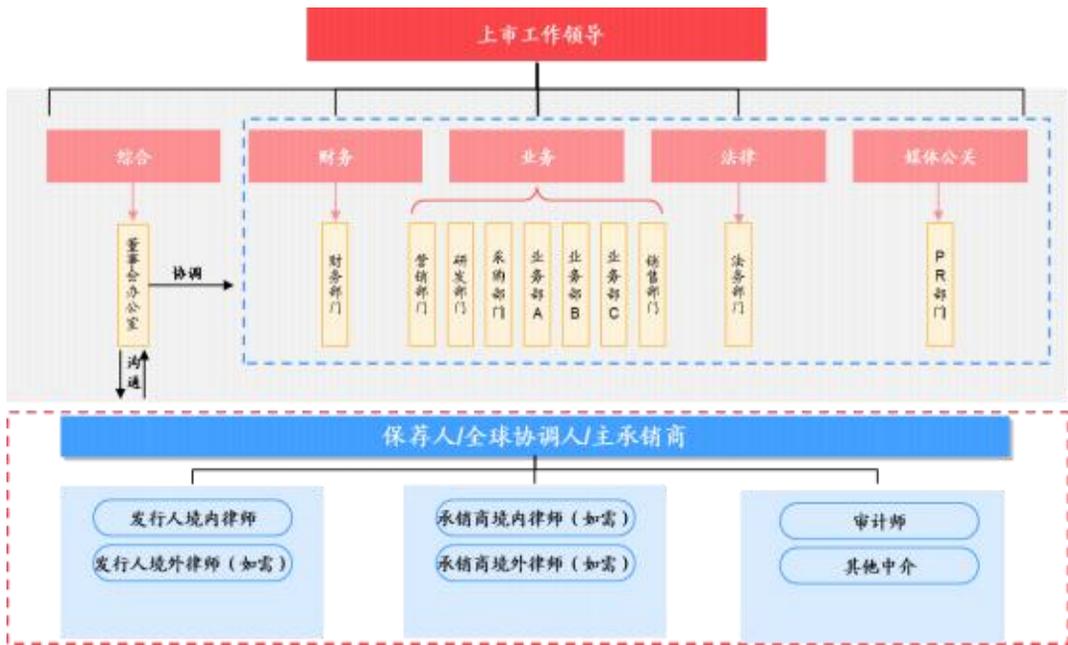
很多企业的业务系统与财务系统数据无法实现充分打通，因此业务信息的很多维度（如产品品类、规格等）无法从财务系统中获得，导致收入分类、成本归集等出现了问题。同时，当业务系统与财务系统数据无法实现充分打通，财务人员在收到业务人员反馈的时候，才人工处理账务，导致差异、遗漏的出现，对财务数据的完整性、准确性造成了一定影响。

因此，企业应该尽早安排业务部门、财务部门和IT部门一起谋划，完成业务系统与财务系统的打通。而在IPO过程中，若出现了数据、信息不一致的情况，企业也需要安排既懂财务又懂业务的员工来协调解决差异问题。

2.4 对外沟通：建立对外信息、资料提供机制和对接工作小组

2.4.1 确定各口径信息出口

公司应该组建专门的工作小组来推进项目，该小组成员由公司管理层和其他各部门骨干人员组建。工作组可分为法律组、财务组和业务组等，来分别对接不同的中介机构的工作需求。董办需协调各工作组，作为对中介的统一信息出口，保证信息数据的一致性。



2.4.2 确定各工作小组负责人，建立内部复核机制

每一个工作组需确定负责人，对各个组的工作和输出进行监督和复核。涉及跨部门信息数据的，需明确指派级别较高的专人对信息数据进行复核，并直接向董办汇报，以保证信息数据的一致性。

2.4.3 确定数据提供方式及访问权限

在上市过程中，信息保密非常重要。因此企业需做到以下几点：

项目工作组的内部管理(包括公司及中介机构等)：

- 1) 保证项目参与人员的稳定；
- 2) 严格限制机密信息的流转范围，保证项目组无关人员不得接触保密信息；

材料及信息处理：

- 1) 材料只发给必需人员，关键文件采取会后收回的方式；
- 2) 为防止敏感信息泄露，建议各方在传送文件时尽量使用电子邮件方式。须使用传真文件的，请各方指定一部专用传真机；
- 3) 对于关键文件，可考虑采取文件加密等保护措施。

三、直面挑战——上市执行工作的重难点问题

3.1 上市前股权融资

企业在不同发展阶段融资有着不同目标。在创业初期，资金多来自个人及家庭积累，主要用于实践创业想法。而在创业初具规模时，进入VC轮融资，主要用于打磨商业模式，积累用户进入市场。随着企业发展愈发成熟，商业模式跑通之后，往往需要资金进行扩张，这时进入Pre-IPO轮融资。近几年，更多的食品餐饮企业开始注重品牌力、数字化、供应链智能化等方面的提升，并逐步开始进行工业化、连锁化、规模化的战略布局。多数食品餐饮企业在IPO之前通常处于快速扩张升级时期，需要大量的资金支持，而食品餐饮企业通常无土地、厂房和大型机械设备等大额固定资产，间接融资难度较大，股权融资成为其最好的解决方案。因此上市前投资者的选择以及投资协议中特殊条款的约定尤为重要。



3.1.1 上市前投资者的选择

企业对于上市前投资者的选择应该慎重，上市前的投资者不仅能够提供资金，也是公司长期经营发展的合作伙伴，因此公司可以从如下角度进行考虑：

- 1) 能与公司业务产生协同并提供丰富行业资源的投资者，如产业链上下游企业；
- 2) 投资机构的知名程度，信誉度较高的投资机构能够为企业背书；
- 3) 选择运作高效、管理规范的投资团队。

3.1.2 上市前投资特别条款的处理

Pre-IP0 投资者多数希望通过被投资企业成功上市后，在公开市场转让股票从而获得溢价，但从风险防范的角度出发，投资人为了保障自身利益，因此 Pre-IP0 投资人往往会采取设置“对赌条款”、“回购权”等特殊条款来保障自身利益，同时也约束并激励公司及公司创始股东。

Pre-IP0 投资协议中的“对赌条款”

1) 含义

投资者与公司双方在协议中约定某些条件，主要与业绩、是否成功上市等有关，例如公司一定期间的业绩低于约定标准，标的公司向投资方赔偿损失；以及若公司无法在规定日期内完成上市，则需给予投资赔偿等。

2) 对赌协议的常见特殊约定条款

对赌本质旨在解决目标公司未来发展的不确定性、信息不对称以及代理成本而设计的，在特定条件成就时(通常为公司未达成预期签订目标，即对赌失败)，即可触发某些特殊条款的协议。特殊条款通常为就保护投资方而约定的达成一定条件可能引发投资方行使某项特殊权利。按照条款作用的不同，特殊约定条款大体上可以分为四类：

功能分类	常见条款类目
保障投资人的投资收益条款	业绩补偿条款、优先清算权条款、领售权条款、共同出售权条款等
保障投资人的持股比例或持股价值条款	优先购买权条款、优先认购权条款、优先出售权、限制出售、反稀释条款等
保障投资人参与监督公司的经营管理条款	一票否决权、董事委派权、知情权条款等
其他保障投资人权益条款	股份回购条款、最优惠待遇条款、创始股东的股份转让限制条款等

3) 应对建议

IPO 审核过程中，原则上要求发行人在申报前清理对赌协议，同时满足以下要求的对赌协议可以不清理：

- ✓ 发行人不作为对赌协议当事人；
- ✓ 对赌协议不存在可能导致公司控制权变化的约定；
- ✓ 对赌协议不与市值挂钩；
- ✓ 对赌协议不存在严重影响发行人持续经营能力或者其他严重影响投资者权益的情形。

此外，根据以往经验，A股IPO首次申报时对赌协议及其他股东权利需确保认定为自始无效，因此建议在新股东协议中明确要求，股东在A股申报前配合清理对赌及其他特殊条款(如有)。

Pre-IPO 投资协议中的回购权、反稀释权、优先清算权、优先分红、优先认购该类违背同股同权原则的特殊权利，在A股申报上市之前都应终止。

如需解除对赌协议，则会计处理应关注以下方面：

(1) 约定“自始无效”，对回售责任“自始无效”相关协议签订日在财务报告出具日之前的，可视为发行人在报告期内对该笔对赌不存在股份回购义务，发行人收到的相关投资款在报告期内可确认为权益工具；对回售责任“自始无效”相关协议签订日在财务报告出具日之后的，需补充提供协议签订后最新一期经审计财务报告。

(2) 未约定“自始无效”的，发行人收到的相关投资款在对赌安排终止前应作为金融工具核算。

3.2 重点相关方 (From Shareholder to Stakeholder)

IPO时间长、头绪繁杂、参与人员较多，也涉及到巨大的利益，因此，过程中需要重点协调好企业内外的关键资源，形成合力，才能使发行进程更加高效。其中包括：

3.2.1 内外部关键人员

1) 内部关键人员

企业需协调专人对接财务、法律、业务等各条线的相关尽调工作，准确、及时地提供所需的文件。

但由于内部人员对资本化过程理解的程度不一，且财务核查等相关工作也不可避免的需要相关人员提供细致的个人流水、资金来源等相关凭证，可能会出现股东、董监高等出于个人顾虑，对工作要求不易及时或积极配合的情况，因此，需要做好提前宣贯和及时沟通，消除顾虑，确保进度。

2) 外部重要伙伴

上市过程中，通常会对重要外部合作伙伴（如供应商、渠道、客户、银行、电商平台等）进行访谈或穿透核查。基于各种局限，外部合作伙伴不易像内部员工那样及时、完全的进行配合，可能给上市进程造成障碍。

通常的解决方案是由公司高层（如董事长、业务负责人等）提前做好沟通、协调，再由执行层配合进行跟进，打消各方顾虑；对于确实因为各种原因难以配合的外部合作伙伴，与中介机构协商替代性的核查方案。

3) 其他相关资源

如何持续做好与本地工商/税务/土地/环保/消防等部门的有效沟通，是发行上市时间管理控制和项目最终能否成功的关键，通常建议由专人（通常由董事长兼任或者有专门的GR专员负责）进行沟通、协调、跟进，配合中介机构，最终达成目标。

当公司资本化的关键里程碑面向公众披露时，例如股改完成、辅导验收、递交招股说明书等等，也会引起媒体/自媒体的关注。建议公司在组织层面设立公共关系(PR)岗位，或者与第三方专业机构合作，建立舆情监控与危机处理机制，及时响应，正确应对。特别的，在媒体应对中要注意信息披露的合规性，及时、完整、真实、公平、准确的披露相关信息，对于媒体/自媒体的过度或片面解读，可与中介机构协商，有理、有利、有节的应对处理。

由公司或者控股股东授予Pre-IPO投资者于申请后任何可撤回投资的权利(赎回或回购权),又或者容许回购Pre-IPO投资者的权利都应在递交申请前终止。

对于拟在A股及港股上市的企业而言,应尽早与发行人律师一起梳理Pre-IPO投资协议中的特殊权利条款,与投资人协商沟通,按照不同监管审核要求,制定特殊权利的处理方案。

3.2.2 股权激励及员工持股计划

股权激励作为公司吸引人才的重要手段,越来越多地被拟上市公司采用。尤其对于高速发展的企业而言,人才是企业发展的关键要素,实施股权激励以稳定人才是必不可少的措施。

根据《上市公司股权激励管理办法(2018年修正)》(以下简称《股权激励管理办法》)的相关定义,股权激励是指公司以本公司股票为标的,对其董事、高级管理人员及其他员工进行的长期性激励。其中,常见的股权激励方式包括限制性股票、股票期权。员工持股计划是指公司根据员工意愿,通过合法方式使员工获得本公司股票并长期持有,股份权益按约定分配给员工的制度安排。员工持股计划的参加对象为公司员工,包括管理层人员。

在申报前,拟上市企业可以参照上市公司相关法律法规的要求实施股权激励及员工持股计划,近年来在IPO审核过程中,对拟上市企业实施股权激励计划的条件和要求进一步向上市公司看齐。



3.2.3 激励的对象、方案

1. 激励对象可以包括：

- 1) 公司董事、高级管理人员、核心技术人员或者核心业务人员；
- 2) 公司认为应当激励的对公司经营业绩和未来发展有直接影响的其他员工；
- 3) 未在公司任职但对公司发展有过帮助和贡献的人员，如重要客户、供应商等，应严格限制，人数不宜过多。根据监管机构相关法规，首发申报前实施员工持股计划的，原则上应当全部由公司员工构成。因此若需对外部人员进行股权激励，应与员工持股计划分开进行，并谨慎思考激励的原因及必要性，充分考虑监管对该行为的关注审核要点。例如是否存在或者构成关联关系、关联交易是否公允、相关的采购和销售是否真实、是否存在股权代持、是否存在利益输送以及是否需要进行股份支付处理等。

与A股不同的是，联交所《上市规则》第17章明确了股份计划的合资格参与者，包含雇员参与者、关联实体参与者和提供服务者三类。也就是说，港股股权激励允许非雇员的服务提供者（如供应商）为激励对象。

2. 授予比例考虑因素

序号	条件	相关要求
1	工作年限	被激励对象需在公司工作的年限，比如满两年、三年、五年等
2	职级	可根据被激励对象不同的职级给予不同的激励股份份额
3	影响力	综合考虑员工对公司生产经营的影响力，在工作年限及职级条件的基础上确定是否对其进行激励及激励的份额，一般适用于核心技术人员或其他重要员工
4	贡献力	参考以往对公司作出的贡献，在工作年限及职级条件的基础上对激励份额进行适当调整
5	绩效考核	被激励对象需达到发行人绩效考核标准，对绩效突出者可增加激励份额

3. 股权激励工具的选择

➤ A股市场

	上市前		上市时
方式	员工持股计划	首发申报前制定并准备在上市后实施的期权激励计划	战略配售
定义	一般员工通过认购“有限合伙企业”份额，由有限合伙企业对公司增资或受让老股，从而间接获得公司股权，实现激励	公司授予员工在上市后以预先确定的条件购买本公司一定数量股份，并在满足行权条件时通过行权取得公司股权的一种激励方式	IPO发行前，高管人员与核心员工通过设立专项资产管理计划，按照IPO发行价参与认购IPO新股，从而获得公司股权实现激励
对象及人数	1. 公司的董事、高级管理人员、核心技术人员或者核心业务人员； 2. 单独或合计持有上市公司4%以上股份的股东或实际控制人及其配偶、父母、子女以及上市公司外籍员工； 3. 创业板上市公司中，可以成为激励对象，但上市公司应当充分说明前述人员成为激励对象的必要性、合理性。 主板上市公司则禁止以上人员成为激励对象；		1. 高管人员 2. 核心员工

	上市前		上市时
	4. 最近12个月不得被交易所、证监会及其派出机构认定为不适当人选，最近12个月不得因重大违法违规行为被证监会及其派出机构行政处罚或采取市场禁入措施或具有证券法规定不得担任董事、高管人员情形的		
锁定期	一般为上市后12个月，若实际控制人持有份额，则需锁定36个月	上市后行权认购的股票，自行权日起三年内不减持，同时上述期限届满后比照董事、监事及高级管理人员的相关减持规定执行	获配的股票持有期限不少于12个月
比例上限	无明文规定，但一般限制在15%以内	不得超过15%，且不得设置预留权益	获配的股票数量不得超过首次公开发行股票数量的10%
	上市后，公司全部在有效期内的股权激励计划所涉及的标的股票总数累计不得超过公司股本总额的20%（创业板）；非经股东大会特别决议批准，任何一名激励对象通过全部在有效期内的股权激励计划获授的本公司股票，累计不得超过公司股本总额的1%		
股份支付对财务报表的影响	1. 对增资或受让的股份立即授予或转让完成且没有明确约定服务期限限制条件的，股份支付费用一次性计入发生当期 2. 对设定服务期的股份支付，股份支付费用应采用恰当的方法在服务期内进行分摊	一般期权均有等待期，需在等待期内的每个资产负债表日，以对可行权的股票期权数量的最佳估计为基础，按照授予日股票期权的公允价值，计算当期需确认的股份支付费用	不会产生股份支付，不影响利润
资金来源要求	资金来源应当合法合规；公司不得为激励对象依股权激励计划获取有关权益提供贷款以及其他任何形式的财务资助，包括为其贷款提供担保		

➤ 港股市场

为建立完善的股权激励监管框架，香港联交所于2022年7月正式刊发《上市规则》第十七章——“股份计划”，并于2023年1月1日正式生效，常见的三种股权激励工具有股票期权计划、股份奖励计划、股票增值权计划，具体对比如下：

	股票期权计划		股份奖励计划 (包括限制性股票)		股票增值权计划	
	上市前	上市后	上市前	上市后	上市前	上市后
基本概念	上市公司授予激励对象一定数量期权，赋予其于特定期限内以一定行权价格购买上市公司一定数量股票的权利		上市公司授予激励对象一定数量的公司股票，在满足一定业绩和期限条件后，激励对象可出售股份或继续持有		上市公司授予激励对象在一定时期和条件下，获得规定数量的股票价格上升所带来收益的权利。收益是股票市场价格与增值权规定的行权价格的差额	
支付方式	股票		股票		现金	
是否存在有效期	是	是	是	是	是	是

	股票期权计划		股份奖励计划 (包括限制性股票)		股票增值权计划	
	上市前	上市后	上市前	上市后	上市前	上市后
股份来源	发行新股	发行新股	发行新股/ 股份回购/ 股东转让	发行新股/ 股份回购/ 股东 转让	不适用	不适用
授予价格	认购价格可 自行约定	至少为以 下较高者： (i) 期权授 予日期收 市价；及 (ii) 在期 权授予日 期前5个营 业日平均 收市价	公司决定	公司决定	公司决定	公司决定
激励和惩 罚机制	激励对象仅享有股价上 涨的收益		激励对象享有股价上涨的 收益		激励对象仅享有股价上 涨的现金收益	
	不承担股价下跌的风险		同时承担股价下跌的风险		不承担股价下跌的风险	
对现有股 东的影响	摊薄	摊薄	摊薄 (若涉及发 行新股)	摊薄 (若涉及发 行新股)	无摊薄	无摊薄
关联交易 及回避投 票要求	仅需董事会 或指定委员 会通过，不 需要履行相 关上市规则 就关联交易 及回避投票 的要求	须符合联交 所关于关联 交易及回避 投票等要求 ，故根据计 划授予核心 关连人士， 包括董事， 将有一定不 确定性且需 取得股东大 会批准	仅需董事会 或指定委员 会通过，不 需要履行相 关上市规则 就关联交易 及回避投票 的要求	一般须符合 一联交所关 于关联交易 及回避投票 的要求，且 需取得大 会批准	仅需董事 会或指定 委员会通 过，并不 需要履行 相关上市 规则就关 联交易及 回避投票 的要求	一般须符合 一联交所关 于关联交易 及回避投 票等要求， 故根据计 划授予核 心关连人 士，包括 董事，将 有一定不 确定性且 需取得 股东大会 批准

3.2.4 审核关注要点

1) 关于纳税合规性

关注员工持股平台的纳税合规性，重点关注大股东转让所得需缴纳的税费、员工基于股权激励所获收益如何缴纳个税、股份支付对企业所得税处理的影响(费用能否税前扣除)等问题。

财政部、国家税务总局《关于完善股权激励和技术入股有关所得税政策的通知》允许符合条件的非上市公司股权激励实行递延纳税政策，建议公司向当地税局提前做好沟通咨询。

2) 关于对象的合法合规性

关注普通及有限合伙人的选定依据，重点关注普通合伙人不是实际控制人或主要创始股东的原因及合理性，是否存在受托持股、代持，是否存在利益输送；

员工持股平台各股份持有人是否存在非发行人员工，重点关注非发行人员工入股的合理性和必要性，以及价格的公允性，是否为发行人客户或供应商，是否存在利益输送。

3) 关于出资来源

关注员工是否实缴出资，资金来源是否合法合规，重点关注是否存在实际控制人向员工提供财务资助情形，是否存在股权代持，对发行人股份稳定性的影响。

4) 关于离职、退出安排及股份锁定期

关注相关合伙协议是否对员工的离职、退出安排进行约定，协议约定是否合法合规，员工离职后的股份处理是否符合协议约定；关注员工持股平台锁定期是否符合法规要求，如员工持股平台为实际控制人控制的企业，即存在关联关系或一致行动关系，则通常应当比照实际控制人的锁定期同样承诺自发行人股票上市之日起36个月内不得转让。

5) 关于股份支付的会计处理

关注股份支付权益工具公允价值的计量方法和结果，相关会计处理情况，是否符合《企业会计准则》等规定，重点关注涉及服务期、以首次公开募股成功为可行权条件、实际控制人受让股份是否构成新的股份支付等问题。

3.3 商业模式

不同的企业根据自身业务的不同情况，会选择不同的销售模式，不同的经营模式之间差异较大，A股及港股IPO审核关注要点也有所不同。本文分析了两地市场主要的审核关注点，企业在日常经营活动中可适当进行合规整改，为上市合规工作减轻压力。

3.3.1 A股IPO审核关注要点

1) 直营模式与加盟模式

商业模式而言，重品牌、服务和体验的生意会选择直营模式，如海底捞、星巴克；而重标准化产品/服务的生意则会选择加盟模式，如麦当劳、绝味鸭脖。

监管审核而言，直营或加盟都是管理工具、但加盟模式会涉及外部合作方，因此在IPO审核过程中对加盟模式的信息披露及尽调核查的要求更高，一般还会出具专项指引信、或在信息披露及核查重点指引中重点提及。

项目	直营	托管联营	纯托管	加盟联营	特许加盟
借用要素	无	部分资金 部分资源	全部资金 部分资源	部分资金/资源 部分人员/团队 部分风险承担	全部资金/资源 自主人员/团队 自主管理能力 自主风险承担
描述	1. 品牌方独立投资开店 2. 品牌方单独拥有门店所有权 3. 品牌方独立经营管理门店	1. 双方共同投资联合开店，品牌方一般以品牌和商品铺货等资源形式投资，投资者提供建店所需资金形式投资； 2. 投资者将门店经营管理全权交由品牌方操作； 3. 门店所有权按出资比例归联营商所有。	1. 投资者独立投资授权门店； 2. 品牌方全权负责门店经营管理； 3. 门店所有权归投资者所有。	1. 双方共同投资联合开店，品牌方一般以品牌、商品铺货、大宗设备等资源形式投资，投资者提供建店所需资金形式投资； 2. 投资者按照品牌方要求自己经营管理门店稳定； 3. 加盟商/联营方拥有门店所有权。	1. 特许人将经营资源许可其他经营者使用 2. 被特许人按照合同约定在统一的经营模式下开展经营； 3. 被特许人要向特许人支付特许经营费用。
应用场景	1. 品牌方资金雄厚； 2. 品牌强大的门店人才输出； 3. 品牌方管控门店全部现金流。 例：苏宁、红星、沃尔玛、宜家	1. 单店盈利模式强劲； 2. 品牌方具备一定的供应链体系，及很强的标准化运营管理系统； 3. 品牌方门店人才输出稳定； 4. 品牌方需锁规模化发展，但自身资源不足，需要整合市场拓展资源和资金； 例：早期名创优品	1. 品牌方很难控制非直营门店的经营管理，一般会通过有吸引力的投资回报机制吸引投资人； 2. 品牌方具备强大的门店经营管理团队，输出能力。 例：华住、海澜之家	1. 投资者具备一定的门店经营管理能力，要求自主经营管理门店，但对门店核心资源的掌控力不强，需要品牌方在资源投入上进行支持； 2. 投资者认可及接受品牌方输出的门店经营管理体系和能力。 例：百果园B、紫燕、7-11C/V	特许经营涉及领域十分广泛，其具体形式又呈现出多种多样的特点。 例：百胜、麦当劳、绝味、美宜家、7-11

加盟模式

直营模式

信息披露要求

- 除了常规披露业务模式外，通常需根据相关监管指引要求进一步披露：
 - ✓ 详述具体加盟模式及产生收入的方式
 - ✓ 收入确认政策，及不同渠道的具体收入
 - ✓ 退换货政策（如有），报告期内退换货的数额
 - ✓ 对加盟商的控制程度，尤其是就其遵守定价政策、销售额及如何避免与不同层面加盟商的竞争等
 - ✓ 与加盟商的关系，是否存在关联关系
 - ✓ 加盟商分布情况，经销商数量的变动情况及原因
 - ✓ 加盟商协议的主要条款，包括协议期、销售及定价政策、任何最低采购额、付款及信贷条款等
 - ✓ 加盟模式实现的销售比例、毛利率水平，与同行业可比公司是否存在显著差异

- 按照上市规则进行常规披露：
 - ✓ 销售方式，收入确认时点
 - ✓ 按产品/服务，地区分布等披露收入构成及占比
 - ✓ 产品/服务的销售价格、毛利率水平
 - ✓ 销售量的变化情况其原因
 - ✓ 对主要客户的销售情况
 - ✓ 各直营店的营业收入、利润总额、净利润、桌/座流转率、顾客人均消费
 - ✓ 现有各直营店的店面租赁情况；
 - ✓ 各直营店的员工数量及薪酬，社保、住房公积金缴纳情况
- 监管机构有额外信披要求时，再进行补充披露

销售真实性

- 监管机构通常要求保荐机构对加盟模式的收入真实性及准确性进行审慎充足的尽调核查，包括：
 - ✓ 收入确认的合理性及谨慎性
 - ✓ 定价公允性（如加盟费水平、营业额分成比例）
 - ✓ 最终销售实现情况（是否存在人为推高销售额）
 - ✓ 是否存在对加盟商的依赖
 - ✓ 应收款项变动情况，及期后回款情况

- 直营模式相对清晰，由公司直接面向客户进行销售，销售环节较短，收入真实性风险敞口相对较低，保荐机构尽调核查相对容易

加盟商管理

- 监管机构还会关注对加盟商的管理机制，包括：
 - ✓ 加盟商的准入机制
 - ✓ 与加盟商签订的商业条款是否符合行业惯例（包括定价机制、成本费用分摊、退换货机制等）
 - ✓ 如何维持加盟店的产品及服务标准
 - ✓ 如何避免不同加盟商的竞争

- 主要关注门店的管理，包括：
 - ✓ 食品安全监控及保障措施
 - ✓ 现金收款的管理
 - ✓ 门店的合理选址

合规性

- 通常情况下，鉴于公司与加盟商之间的合同关系为“买卖关系”或“代理关系”，“加盟”模式下公司需承担的合规性风险敞口较“自营”模式低，但“加盟”模式仍需重点关注如下问题：
 - ✓ 性质特殊的重点合规风险，如食品安全
 - ✓ 公司在合规加盟商准入机制的内控有效性

- 监管机构通常会关注业务资质、税务缴纳、劳动用工、土地物业、消防、食品安全、环保、重大诉讼等合规性问题
- 对于直营模式而言，由于公司自主经营并承担相应责任，审核上将较加盟模式面临更高的合规性风险敞口

独立性

- 除常规独立性审核外，为了核查客户独立性及销售真实性，监管机构还会关注加盟商的独立性：
 - ✓ 加盟商身份，公司与加盟商是否存在关联关系
 - ✓ 与加盟商签订的商业条款是否属于行业惯例
 - ✓ 与加盟商在管理、运营、财务层面的独立性情况

- 关注公司在管理、运营、财务上的独立性：
 - ✓ 董事高管是否于控股股东公司及其关联企业兼职
 - ✓ 是否与控股股东及其关联企业使用同一套资产、人员、渠道、客户及供应商等；
 - ✓ 控股股东及其关联方是否与公司存在资金拆借及/或提供担保

2) 经销模式

✓ 关注原因：在经销模式下，企业为迅速占据市场，往往会与大量经销商合作，其存在不合规的可能性较大，因而经销模式是监管历来重点关注的事项。

✓ 审核标准：重点关注经销商具体业务模式及采取经销商模式的必要性和商业合理性；经销商模式下收入确认是否符合企业会计准则的规定；经销商选取标准、日常管理、定价机制(包括营销、运输费用承担和补贴等)、物流(是否直接发货给终端客户)、退换货机制、销售存货信息系统等方面的内控是否健全并有效执行；经销商构成及稳定性；经销商是否与发行人存在关联关系，是否压货，对经销商的信用政策是否合理等。

✓ 解决方案：企业在日常经营时注意，减少压货给供应商的情形，销售收入等核算严格按照企业会计准则规定，完善销售存货信息系统及相关内控制度，减少现金交易及第三方汇款的情形。

3.3.2 港股IPO审核关注要点

对于采取加盟模式、经销模式运营的香港上市申请人，联交所专门出具《香港交易所指引信(HKEx-GL36-12)》对于其招股书披露进行规范，同时该等模式的合规情况也是IPO审核关注的重点内容。

➤ 分销业务模式带来的风险如下：

渠道屯塞：产品有可能会囤积于发行人的分销网络而非在终端客户处，从而提前压货销售、调节收入。

收回应收账款的能力：账龄长的应收账款及债务人周转日数大增，会影响业务的流动资金及可持续性。

➤ 公司应该关注并在上市文件应披露下列资料：

1) 所使用分销业务模式的好处及原因，以及该模式业内是否常见，各个分销渠道及业绩纪录期内每个渠道的收入贡献；

2) 若发行人采用自相蚕食的策略，讨论此策略的理念以及对过往及预期财务表现的影响；

3) 分销商的独立性(如分销商是否由申请人的前雇员或现任雇员控制，使用申请人的品牌/名称，或从申请人处获得巨额预付款或财务资助)，以及与发行人的合同关系，转换率及数目增减情况；

4) 发行人关于收入确认及退货退款的政策，以及分销/寄卖/特许经营协议的主要条款；

5) 分销/寄卖/特许经营协议的主要条款，包括是否有以下条款：(a) 订有最低采购额或最低销售目标；(b) 限制委任次分销商；(c) 强制规定售货予次分销商或终端客户的价格；(d) 与退货政策有关的条款，及该政策是否符合行业惯例。否则，披露业绩纪录期内的次分销商数目(如有)及申请人对这些次分销商的控制权(如有)；

6) 营业纪录期内分销商的转换率及分销商数目增减，以及任何主要变动的原因。

3.4 行业政策

网络安全审查政策对于食品餐饮企业IPO的影响

近些年来，越来越多的食品餐饮企业建立会员制度，积累了大量粉丝会员，同时也掌握了大量数据信息。随着国家对于数据及网络安全愈发重视，2022年1月4日，国家网信办等十三部门联合发布修订后的《网络安全审查办法》，并于2022年2月15日起施行。本次修订对网络安全审查制度体系，尤其是对企业申请境外IPO影响较大。

- 1) 审查主体：掌握超过100万用户个人信息的网络平台运营者赴国外上市，必须向网络安全审查办公室申报网络安全审查；
- 2) 审查内容：重点评估采购活动、数据处理活动以及国外上市可能带来的国家、安全风险；特别提及将关注“核心数据、重要数据或大量个人信息被窃取、泄露、毁损以及非法利用或出境的风险”、“国外上市后关键信息基础设施，核心数据、重要数据或大量个人信息被国外政府影响、控制、恶意利用的风险，以及网络信息安全风险”等；
- 3) 应对措施：部分食品餐饮企业拥有会员数较多，建议公司先与合规律师对用户数据进行核查确认，包括评估查重后具体所掌握的用户信息数量等，同时审慎评估是否涉及重点审查内容中提及的风险点，并与有关监管机构进行预沟通。



3.5 主要客户、 供应商

3.5.1 提前搭建数据系统并维护好客户、 供应商等基础档案信息

客户和供应商是公司发展的重要合作伙伴，客户和供应商信息也是公司最核心的资源。无论是企业在申请境内还是境外IPO的过程中，都需要对于相关信息进行收集、处理加工和分析，以满足招股书披露的要求和回复监管问询的需要。因此，拟申请IPO的食品餐饮企业，需要在上市前搭建好完善的财务、业务数据系统，并打通各版块系统，高效高质量的汇集及处理信息。例如：企业在日常经营过程中就应及时维护客户、供应商的基础信息；对签订的合同与订单、发票、物流单据等流程节点信息、单据进行匹配归集。这样不仅能够为上市披露做好充足的准备工作，同时也便于公司日常的业绩复盘、经营数据的管理及分析等，利用现代化数字工具充分为企业赋能。

3.5.2 走访、三方调查、函证工作的开展

实地走访、三方调查及函证工作是保荐机构/保荐人必须完成的尽调工作，也是保荐机构/保荐人了解公司业务、进行相关核查的重要手段。

A股IPO走访工作主要为会计师事务所、保荐机构及发行人律师通过实地考察及访谈的形式对于主要客户和供应商情况进行核查。

港股IPO三方尽调工作主要为保荐人及保荐人律师，到访实地对主要第三方进行考察及访谈，主要包括业绩期内重要客户、供应商等。

函证工作主要为境内外审计师及执行A股的保荐机构(部分项目包括律师)通过函证的方式向第三方确认相关销售、采购数据，往来款项金额数据的尽调手段，主要包括报告期内的销售额、采购额、应收应付、其他应收应付科目的余额及发生额等。

整个对于客户及供应商的尽调工作需要公司与中介团队通力配合，高效执行。

1) 提前准备走访、第三方尽调工作

在实际工作中，保荐人/保荐机构会提前准备走访工作和第三方尽调的工作指引，以供公司参考，具体包括工作的目的、各方人员的主要职责、工作的整体流程安排及注意事项等。公司也需要配合保荐机构/保荐人工作，完成相关尽调工作，具体包括：提供受访人具体信息及走访及须提供的第三方尽调相关资料要求等。

2) 高效经济地规划路线

保荐机构/保荐人在获得全部受访人地理位置信息后，统筹安排规划路线，尽量以最低的时间及经济成本完成走访工作。

3) 有效跟函、及时核对差异

在境内外审计师及A股保荐机构（部分项目包括律师）收回客户及供应商的函证之后，可能会有部分回函产生差异，需要公司配合重新核对、解释原因及提供相关证据；对于无法回函的情况，公司需要配合执行相关替代程序。

3.5.3 主要客户、供应商信息披露

发行人主要客户和供应商的情况一直是审核机构考察的重点；从实际审核来看，对于客户和供应商的主要关注点包括但不限于信息披露完整性、报告期内新增的重要客户/供应商、是否对于重大客户存在依赖、客户及供应商是否存在重叠以及客户及供应商的变动情况等。

➤ 是否对于重大客户存在依赖

客户集中度较高是IPO审核重点关注的问题，若发行人存在客户集中度较高情形的，其合理性、客户的稳定性和业务的持续性会被重点关注。此外，仍有如下审核关注要点：

- 1) 报告期内前五大客户的销售情况、合作模式，该客户的获取方式、定价政策等；
- 2) 客户依赖的风险对公司持续经营、公司竞争优势、公司订单获取情况等事项的影响；
- 3) 拟上市公司与前五大客户是否存在关联关系，是否对前五大客户存在重大影响；
- 4) 是否存在报告期新增的前五大客户的情形，其采购额与客户自身规模是否匹配；
- 5) 拟上市公司的客户对象构成稳定性、客户忠诚度及未来变化趋势，是否符合公司的行业与产品经营特征。

➤ 客户及供应商重叠

对于客户和供应商重合的情形，IPO审核主要关注会计核算的准确性，应按照交易的经济实质和《企业会计准则》规定判断相关业务是独立购销业务还是委托加工业务；交易发生的真实性以及合理性；是否存在关联关系，交易是否公允；是否存在利益输送等情况。

➤ 客户及供应商的变动情况

客户变动情况

- ✓ 报告期前十大客户销售占比变化的原因以及前十大客户变化的原因；
- ✓ 报告期新增的主要客户，解释客户背景，包括客户名称、成立时间、注册资本、主营业务等；

供应商变动情况

- ✓ 报告期各期主要/前十名/采购金额较大的供应商名称、报告期各期采购金额、采购内容以及供应商和采购金额变化的原因；
- ✓ 报告期新增供应商的成立时间、销售规模、发行人采购金额占其总销售金额的比例，发行人向其采购的价格与原供应商相比是否有变化等。

➤ 客户信息披露

- ✓ 报告期各期主要产品或服务的规模（产能、产量、销量，或服务能力、服务量）、销售收入、产品或服务的主要客户群体、销售价格的总体变动情况。存在多种销售模式的，应披露各销售模式的规模及占当期销售总额的比例；
- ✓ 报告期各期向前五名客户合计销售额占当期销售总额的比例；向单个客户的销售占比超过百分之五十的、新增属于前五名客户或严重依赖少数客户的，应披露客户名称或姓名、销售比例；上述客户为发行人关联方的，应披露产品最终实现销售情况；受同一实际控制人控制的客户，应合并计算销售额。

➤ 供应商信息披露

- ✓ 报告期各期采购产品、原材料、能源或接受服务的情况，相关价格变动情况及趋势；

- ✓ 报告期各期向前五名供应商合计采购额占当期采购总额的比例；向单个供应商的采购占比超过百分之五十的、新增属于前五名供应商或严重依赖少数供应商的，应披露供应商名称或姓名、采购比例；受同一实际控制人控制的供应商，应合并计算采购额。

3.6 独立性及同业竞争问题

3.6.1 独立性问题

1) 关注原因

首次公开发行时发行人应具备资产完整、业务独立、人员独立、财务独立、机构独立等条件。独立性问题主要表现为关联交易、同业竞争和资产独立性等方面。企业要上市，其应当具有完整的业务体系和管理结构，具有直接面向市场独立经营的能力，尤其是业务独立方面。如核心产品的生产、核心技术游离在公司体系外，一方面会引起大额的关联交易，另一方面则可能因此引发监管对独立性的质疑。

2) 审核关注问题

根据《首次公开发行股票注册管理办法》中关于资产完整和独立性、持续经营能力等规定，IPO审核主要关注发行人是否资产完整、业务及人员、财务、机构独立，是否具备直接面向市场独立经营的能力；发行人被授权专利技术在公司产品中的应用情况、许可使用费及定价依据，发行人是否对该等专利存在重大依赖等。

a) 业务独立要求：公司业务须独立于控股股东、实际控制人，有完整的采购、生产、销售体系支撑公司业务；

b) 人员独立要求：拟上市主体的总经理、副总经理、财务负责人和董事会秘书等高级管理人员不得在控股股东、实际控制人及其控制的其他企业中担任除董事、监事以外的其他职务，不得在控股股东、实际控制人及其控制的其他企业领薪；发行人的财务人员不得在控股股东、实际控制人及其控制的其他企业中兼职；

c) 财务独立要求：建立独立的财务核算体系、能够独立作出财务决策；拟上市主体不与控股股东、实际控制人及其控制的其他企业共用银行账户；

d) 资产独立要求：拟上市主体须合法拥有生产经营相关的厂房、土地、机器设备、商标专利等；

e) 机构独立要求：拟上市主体已建立健全内部经营管理机构、独立行使经营管理职权，与控股股东和实际控制人及其控制的其他企业间不存在机构混同的情形。

3) 解决方案

a) 对于实际控制人所拥有的其他同类业务，尽量在上市前要做好重组整合；

b) 搭建自身独立使用的财务/业务管理系统，做好权限管理；

c) 发行人需要在市场上寻找同样能满足公司对原材料品质、价格要求的供应商，降低对关联企业产品的依赖；同时尽可能多的发掘非关联方客户，增加客户来源，降低关联交易比例。

d) 确保相关关联采购、关联销售价格公允、合理，与市场价格不存在重大差异；交易条件和市场条件保持一致，不存在利益输送等。

3.6.2 同业竞争问题

1. 关注原因

同业竞争，是指公司的控股股东(包括绝对控股和相对控股)、实际控制人及其控制的其他企业所从事的业务与该公司业务相同或相似，双方构成或可能构成直接或间接竞争关系，可能对公司的业务开展及股东的利益产生不利影响。同业竞争问题是公司首发时发审委关注的重点之一。

2. 法规要求

根据《监管规则适用指引——发行类第6号》，同业竞争的“同业”是指竞争方从事与发行人主营业务相同或相似业务。对于控股股东、实际控制人控制的与发行人从事相同或相似业务的公司，发行人还应当结合目前自身业务和关联方业务的经营情况、未来发展战略等，在招股说明书中披露未来对于相关资产、业务的安排，以及避免上市后出现同业竞争的措施。不能简单以产品销售地域不同、产品的档次不同等认定不构成同业竞争。

《上市公司治理准则》第二十七条上市公司业务应完全独立于控股股东。控股股东及其下属的其他单位不应从事与上市公司相同或相近的业务。控股股东应采取有效措施避免同业竞争。



3. 解决方案

若公司想要成功，那么就必须解决同业竞争的问题，公司与中介机构应积极制定解决方案，彻底解决同业竞争问题，主要有以下解决方案：

1) 收购、转让

若涉及同业竞争的企业相对优质，那么拟上市公司通过可以将这部分存在同业竞争的关联方资产通过收购合并的形式，装入拟上市公司主体中，进行资产的有机整合，既能解决同业竞争的问题，又可以扩大拟上市公司的资产及业务规模。

控股股东、实际控制人持有的涉及同业竞争的企业资产、股权也可以转让给与拟上市公司不存在关联关系的第三方，从而解决同业竞争的问题。在此情形下需要，注意须为真实的转让，而不存在股份代持、虚假转让的情形。

2) 关停或注销

在进行上市资产转让时，若没有合适的受让方愿意接受该部分资产或因其他原因不采用资产转让时，还可以通过将这部分存在同业竞争的业务进行注销或停业处理，或改变其经营范围，放弃竞争业务。

3) 托管和业务划分

拟上市公司和涉及同业竞争的企业通过承诺协议的形式，对自身的产品结构、市场区域、目标群体等进行合理划分，承诺今后不会与拟上市公司产生直接或间接竞争及利益冲突的情形。也可通过将关联资产托管给拟上市公司，待成功上市后将这部分资产转让或托管给上市公司。证监会对托管和业务划分解决同业竞争的方式审查往往较严格。



3.7 募投项目

3.7.1 募投项目选择与资金分配

IPO对于企业最重要的作用就是募集充足的资金，支持企业未来的经营发展。募集资金原则上应当用于主营业务、应服务于公司的投资故事及未来发展战略，该部分内容必须披露在招股书中，是IPO审核和投资人主要关注的事项。

1. 募投项目选择

募集资金投向的设置往往会与公司未来的发展战略相呼应，同时兼顾资金使用灵活性。目前，市场上食品餐饮类企业募集资金主要投向固定资产投资、研发、拓展销售、偿还银行贷款、补充营运资金及一般公司用途等。公司需根据自身实际需求以及长期战略，同时参考同行业公司规划，研究制定募集资金投向。

食品餐饮类企业募集资金投向概览

港股上市公司	海底捞 (6862. HK)	九毛九 (9922. HK)	百胜中国 (9987. HK)	海伦司 (9869. HK)	达势股份 (1405. HK)
上市日期	2018. 09. 26	2020. 01. 15	2020. 09. 10	2021. 09. 10	2023. 03. 28
募集资金用途	<ul style="list-style-type: none"> · 约60%，为390家新餐厅的开设提供资金 · 约8%，用于提升食品安全 · 约12%，用于提升客户体验 · 约15%，用于偿还贷款 · 约5%，作为营运资金 	<ul style="list-style-type: none"> · 约72%，用于拓展我们的覆网网络 · 约7%，增强我们餐厅的供应及支持能力并改进我们的集中采购系统 · 约11%，用于偿还贷款 · 约10%，作为营运资金 	<ul style="list-style-type: none"> · 约45%，扩大及深化我们的餐厅网络 · 约45%，用于(i)数字化及供应链；(ii)食品创新及价值定位；及(iii)优质资产 · 约10%，作为营运资金 	<ul style="list-style-type: none"> · 约70%，未来三年开设新酒馆及实现扩张计划 · 约10%，加强本公司酒馆的人才梯队建设，以优化人力资源管理体系 · 约5%，加强酒馆的基础能力建设，计划继续投资于技术研发 · 约5%，进一步强化Helen's的品牌知名度 · 约10%，用作营运资金及一般企业用途 	<ul style="list-style-type: none"> · 约90%，用于扩张我们的门店网络 · 约10%，用于营运资金及一般企业用途
A股上市公司	煌上煌 (002695. SZ)	广州酒家 (603043. SH)	同庆楼 (605108. SH)	紫燕食品(603057.SH)	
上市日期	2012. 09. 05	2017. 06. 27	2020. 07. 16	2022. 09. 26	
募集资金用途	<ul style="list-style-type: none"> · 约59%，建设食品加工厂 · 约6%，建设食品质量安全检验与研发工程技术中心 · 约35%，营销网络建设 	<ul style="list-style-type: none"> · 约35%，食品生产基地建设 · 约20%，食品零售网络建设 · 约15%，电子商务平台扩建 · 约23%，餐饮门店扩张 · 约7%，技术研发中心建设 	<ul style="list-style-type: none"> · 约56%，新开连锁酒店项目 · 约24%，原料加工及配送基地项目 · 约20%，补充流动资金项目 	<ul style="list-style-type: none"> · 约57%，食品加工生产基地建设 · 约14%，仓储基地建设 · 约7%，研发检测中心建设 · 约8%，信息中心建设 · 约14%，品牌建设和市场推广 	

2. A股IPO募集资金用途审核关注点

1) 充分论证募投项目的可行性和必要性

A股招股书中，募投项目均需披露分析募集资金具体用途的可行性及其与公司现有主要业务、核心技术之间的关系；并说明募集资金数额和投资项目与企业现有生产经营规模、财务状况、技术水平和管理能力等相适应的依据。

因此，公司在设计募投项目具体内容时需要结合项目审批手续、关键资源取得、相关技术储备、市场发展前景和项目的经济效益、业务价值等方面综合考虑项目的可行性和必要性。

2) 需要完成募投项目的经济效益测算

在发行人A股申报时，对于产品开发及产能建设等可预测募集资金投入带来未来收入利润情况的募投项目，需要进行经济效益测算。公司在设计及选择此类募投项目的过程中，对于预期收益率较高的项目需关注测算合理性及可行性，对于预期收益率偏低的项目，需重点说明投资目的和必要性。

3) 募集资金用于并购

对于并购类项目，重点关注是否存在无法按期完成收购或者收购后效益无法达到预期的风险。

3. 港股IPO募集资金用途审核关注点

与证监会审核A股上市公司不同，证监会国际部对H股审核采取备案制，无需列示详细的募投项目及效益；在香港联交所审核方面，募投项目以信息披露为主，发行人在选取募投项目上需遵守香港联交所的指引，根据项目发行规模和实际需要，制定募集资金用途计划，且最好与公司的发展战略互相呼应。



3.7.2 募投项目的审批

对于境内A股、境外H股上市项目，除必要的内部决策程序外，由于交易所关注募投项目的可行性及确定性，通常要求募投项目在申报前完成相应的审批/备案程序。其中，

建设类项目需要在申报前完成发改委及环评备案审批程序，并且通常需完成项目用地相关土地出让协议或租赁协议的签署。考虑到境外项目的审批/备案手续更为复杂，如果公司考虑境外募投项目，则建议提前与发改、商委进行沟通并关注境外投资目的地当地的法规及许可要求。

对于其他红筹类型境外上市公司，则无募投项目的审批要求。

3.8 其他IPO重点问题的处理

3.8.1 A股银行流水核查

在企业日常的生产和销售过程中，资金流水都是极其重要的一环，贯穿于企业生命周期的全过程。资金流水核查作为A股拟上市公司财务核查中基础且重要的一部分，能够被用作核查发行人内部控制是否健全有效、是否存在体外资金循环形成销售回款、承担成本费用等情形的核心证据。同时我国政府部门及监管机构也出台了相关法律法规，规范企业的资金流水管理，例如：根据中国证监会的规定：发行人及其控股股东、实际控制人、董事、监事、高管等相关人员应按照诚实信用原则，应向中介机构提供完整的银行账户信息，配合中介机构核查资金流水。

公司在日生产经营中注意资金管理，减少或避免关联方、客户及供应商等产生非经营性资金往来；公司与董监高、体系内各公司之间避免产生大量非经营性资金往来；同时实控人、重要股东及董监高等个人的大额资金进出都需要能够进行合理的解释。公司内部及股东、董监高需要注意保留好交易记录及相关支持性材料，以备日后核查。

3.8.2 A股股东穿透核查

2021年2月，证监会发布指引，要求发行人承诺并披露是否存在“法律法规规定禁止持股的主体直接或间接持有发行人股份”的情形，并要求中介机构进行股东穿透核查，需穿透至股份最终持有人。该举措是为了禁止权利寻租、利益输送，保证市场公平。

1. 重点核查内容

1) 股份代持

发行人应真实、准确、完整地披露股东信息；发行人历史沿革中若存在股份代持情况，应在提交申请前依法解除，并详细披露相关情况。

2) 突击入股

披露提交申请前12个月内新增股东的基本情况以及与原有股东、董监高以及发行中介机构的关联关系；新增股东所持新增股份自取得后36个月内不得转让；在申报前6个月内从控股股东或实际控制人处受让的股份，应比照控股股东或实际控制人所持股份进行锁定。

3) 股东适格性

股东资格合法，且不得与本次发行中介机构相关人员存在利益输送关系；若私募投资基金等金融产品持有股份，需披露纳入监管情况。

4) 入股价格

核查是否存在股东入股价格明显异常的情况；披露股东入股的背景、原因和形式、资金来源、支付方式、入股价格及定价依据。

5) 证监离职人员入股核查

2021年5月，证监会发布指引，明确对于申请首次公开发行股票、存托凭证及申请在新三板精选层挂牌的企业，中介机构应做好证监会系统离职人员不当入股的核查工作，主要包括：1) 利用原职务影响谋取投资机会；2) 入股过程存在利益输送；3) 在入股禁止期内入股；4) 入股资金来源违法等。

2. 应对建议

建议公司较早开始与股东进行沟通、配合中介机构根据监管要求进行股东核查；同时公司梳理目前存在的不合规问题，包括对股份代持情况等，并按有关规定进行清理整改。



3.8.3 个人卡问题

通常情况下公司的收付款应当通过公司账户进行，但有些特殊情况下，发行人的某些关联自然人以个人名义开立银行账户，并将该账户全部或部分用于公司经营或资金业务。例如：1)使用个人卡支付员工的工资、奖金或进行费用报销；2)使用个人卡代收销售货款，减少企业所得税；3)使用个人卡支付业务招待费等违规商业费用或进行商业贿赂等。

使用个人卡进行交易可能导致：1)公司财务报表各项收入、成本或费用的真实性、完整性存疑，可能存在通过体外资金循环粉饰业绩的情形；2)公司利用个人账户隐瞒收入，偷逃税款，存在税务风险；3)公司资金的安全存在重大风险，公司的内部控制无法得到有效保证等。

1. A股及港股IPO审核关注点

- 1) 个人卡及卡内资金具体如何管理和使用，相关内控制度是否完善；
- 2) 是否存在卡内资金被挪用、成本费用通过个人卡坐支等情形；
- 3) 个人卡收款的各期发生金额及占比情况，相关交易是否真实，是否有内外部凭证支撑；

个人卡收付款在拟IPO企业中是十分常见的问题，特别是未经整改的民营企业普遍存在，一般来说，如果相关问题金额不大、性质不严重，则通常不构成重大影响，但需要在申报前尽量减少、清除该等情形。

若金额或占比较高，如构成内控制度存在重大疏漏(体外资金循环、财务造假等)或者无法从行业特殊性等角度进行解释，即使首次申报基准日之前完成整改规范，还是有可能被特别关注或实质影响审核进度和审核结果，甚至可能需要延后报告期。

2. 应对建议

若拟申报企业通过中介机构上市辅导完成整改或纠正(如尽早注销个人卡账户或者参照公司对公账户对个人卡收付款进行管理；完整保留个人卡收付款相关业务、财务凭证；及时补缴税款、加强资金管理等)和完善相关内控制度建设，达到与上市公司要求一致的财务内控水平。

3.8.4 第三方支付问题

食品餐饮企业往往门店/经销商遍及全国，广泛存在于下沉市场中的经销商常常为个体户、自然人，因此存在经销商或客户的亲属、员工或股东、客户控制的其他企业等其他主体代为支付货款的情形。由于第三方回款往往与经销商、非法人客户等联系在一起，对销售回款的真实性核查造成很大影响，一直是监管审核的重点内容。

1. A股及港股审核关注点

➤ A股审核重点

根据《监管规则适用指引——发行类第4号》，审核关注要点如下：

- 1) 第三方回款的真实性；
- 2) 第三方回款有关收入占营业收入的比例，相关金额及比例是否在合理范围；
- 3) 第三方回款的原因、必要性及商业合理性；
- 4) 发行人及其实际控制人、董事、监事、高管或其他关联方与第三方回款的支付方是否存在关联关系或其他利益安排；
- 5) 境外销售涉及境外第三方回款的，第三方代付的商业合理性或合规性；
- 6) 是否因第三方回款导致货款归属纠纷；
- 7) 合同明确约定第三方付款的，该交易安排是否合理；
- 8) 资金流、实物流与合同约定及商业实质是否一致，第三方回款是否具有可验证性，是否影响销售循环内部控制有效性的认定。

➤ 港股审核重点

- 1) 第三方支付人与发行人的独立性；
- 2) 第三方支付的条款和条件是否与正常交易有所不同，是否公允；
- 3) 第三方支付涉及客户、供应商的类型与身份，使用第三方支付的原因及第三方支付金额的占比情况。

2. 应对建议

- 1) 建立严格的第三方回款管理制度，控制第三方回款的比例，将第三方回款纳入相关考核体系，有效激励客户规范回款；
- 2) 将客户习惯性回款的账户纳入合同约定，从源头上规范回款并要求客户按照合同约定账户回款，如因客户性质等特殊原因无法终止第三方支付安排，需要签订第三方付款合同，规范第三方支付的法律关系。

A股方面公司在申报之前应减少第三方支付的情形，做到在报告期内第三方回款的比例呈现持续下降的趋势，在申报前清除或仅有少量，小比例的第三方支付情况。港股方面第三方回款要求较为严格，申报前一般须停止第三方支付情况。



3.8.5 举报信/黑函

在企业申请IPO的过程中，可能因利益纠葛收到来自竞争对手、行业协会、软件公司、内部人员的举报。举报内容如涉及重大违法违规，并证实为真，公司上市进程将受到较大的影响，有导致IPO失败的风险；对于一般事件的举报（例如：行业协会举报未缴纳版权费、软件公司举报使用盗版软件等）会在一定程度上影响上市进程，仍需妥善处理。

一旦出现实名举报，审核机构会向发行人下发举报信核查函，发行人收到后，各中介机构会进行仔细核查，待核查清楚之后继续推进审核。

因此，拟申请IPO企业如遇到举报情况，需要认真对待，可与举报人进行积极的沟通，正面处理问题，以防止上市进度受阻。

3.8.6 互联网销售、直播带货

在网络媒体、国内外疫情形势等多重因素影响下，直播带货等新型互联网销售渠道蓬勃兴起。直播带货模式系网络购物及视频平台背景产生的导购方式，逐渐成为互联网消费领域重要的销售模式之一。该模式的业务运营，IPO过程中主要关注如下合规问题：

- (1) 直播内容及业务的合法、合规性；
- (2) 直播带货收益分成合理性、公允性以及是否存在关联交易，是否存在商业贿赂、违规交易或其他利益输送安排；
- (3) 付费主播的合规问题，主播收入是否存在偷税漏税情况等。

3.8.7 重大舆情问题

企业IPO审核过程中，需密切关注虚假宣传、产品质量问题等负面舆情及行政处罚情况，一旦涉及重大负面舆情、严重问题和重大未决诉讼，轻者将延误上市时机、重者可能直接导致上市项目被否。

监管要求方面，上交所和深交所在股票上市规则中规定，上市公司及相关信息披露义务人应关注公共媒体报道，如信息可能或对公司股票及其衍生品交易价格有较大影响，上市公司应及时核实并回复交易所、并发布澄清公告等。此外，国家网信办修订《互联网用户公众账号信息服务管理规定》指出，公众账号信息服务平台要履行企业主体责任，建立公众账号分级分类管理、生态治理、著作权保护和信用评价等制度，健全公众账号注册认证、资质审核、主体公示、动态核验、运营推广等管理措施，完善网络谣言等违法违规信息预警发现和处置机制。公众账号生产运营者则应履行用户主体责任，建立健全内容和账号安全审核机制，加强内容导向性、真实性、合法性把关，依法依规管理运营账号，不得从事恶意注册账号、编造虚假信息、煽动极端情绪、剽窃原创作品、实施网络暴力、进行敲诈勒索、买卖交易账号等违法违规行。

面对重大舆情，企业需秉持速度第一、系统运行、承担责任和真诚沟通的原则，建立危机管理制度和危机管理体系。具体而言，危机管理程序包括如下要件：

- (1) 成立危机处理小组，相关人员参加，组织的高级领导人负责指挥；
- (2) 协调组织内部关系，保证内部安定，对外信息统一；
- (3) 处理外部媒体关系，与媒体和公众保持良性沟通、互动；
- (4) 果断采取措施，提高响应速度、把握危机性质、充分收集信息并积极采取行动。

第三章

IPO发行定价：价值决定价格

一、市场化定价的新机遇与挑战

二、高效沟通——公司战略与价值亮点的打磨

- 2.1 公司战略（未来战略的规划）
- 2.2 公司竞争优势（现有竞争优势的梳理）
- 2.3 公司业务（对公司历史业务情况的盘点）

三、资本市场沟通的桥梁——与分析师的交流

- 3.1 分析师的作用
- 3.2 分析师大会（Analyst Presentation或AP大会）与研究报告

四、酒香也怕巷子深——路演推介

- 4.1 市场推介形式
- 4.2 路演注意事项
- 4.3 订单的跟踪与转化

五、成功的消费品发行定价案例

- 5.1 A股典型案例
- 5.2 港股典型案例

一、市场化定价的新机遇与挑战

近年来，中国证监会在坚持尊重注册制基本内涵、借鉴国际资本市场实践、体现中国特色和发展阶段特征的原则下，陆续推进主板、科创板、创业板、北交所进行注册制试点工作并推行市场化定价。随着全面注册制时代的到来，市场化程度提升将更好的体现企业真正价值。

注册制是一项相对更为自由的制度，参考海外发达资本市场的情况，注册制可能带来较为明显的上市公司质量分化，最终以资本市场流动性分化来体现。境内资本市场在全面注册制后，市场化定价机制将定价权让渡市场，资金将更多流向核心优质资产，集中趋势明显。

港股市场化定价发行机制已经很成熟，在递交 A1 上市申请后通常进行主要包括分析师大会、多轮非交易路演、反向路演、分析师预路演及正式路演等重点环节，就公司投资故事、竞争优势及发展战略向市场进行推介。以下我们主要以港股为例进行介绍。

二、高效沟通——公司战略与价值亮点的打磨

一次成功的IPO发行除了需要拟上市公司自身具备强硬的业务实力、优秀的管理团队、各中介机构的通力高效配合及资本市场良好的运营条件等天时地利人和的要素外，打造一个极具差异化及吸引力的投资故事亦是成功发行的基础，往往能够吸引目标投资者，助力发行，达到事半功倍的成效。如何在招股书中详细、高效的阐述公司的过去、现在和未来显得尤为重要。

2.1 公司战略（未来战略的规划）

拟上市公司的估值反映投资者对其未来价值的预期，而未来的预期大多是建立在公司对外阐述的战略愿景或方向上。投资者通常通过阅读招股书公司战略及募集资金运用与未来发展规划等内容来了解拟上市公司的发展战略。一个符合资本市场预期、具备高速增长潜力的战略规划将具有更大的可能性获得投资者的青睐。通常而言，公司的战略，根据具体所处的细分行业现实情况，可从拓展/加强现有竞争优势、加强产业链上下游布局、拓宽销售渠道或消费者触达、提升运营能力/效率及策略性的进行收并购等角度进行规划。

以下列示近年部分消费企业上市招股说明书中关于发展战略的描述：

中国中免 (1880. HK)	<ul style="list-style-type: none"> 持续筑高现有业务的竞争壁垒，巩固行业领导地位 积极拓展增量业务机会，探索更多盈利增长机遇 利用资本运作，深化上游品牌和国内外渠道的竞争优势 进一步加强核心能力建设，为我们的持续发展提供动力 吸引并保留高素质的战略人才，保障企业人力资源
百果园 (2411. HK)	<ul style="list-style-type: none"> 持续布局产业链上游，强化产品核心竞争优势，拓展水果业务类别，巩固行业地位 进一步加强供应链布局，优化仓储、物流及品控体系 持续拓展分销网络及渠道品牌 凭借供应链及渠道优势，加速拓展大生鲜业务 不断拓展及优化在线线下一体化运营模式 通过信息技术投入及赋能，加快全运营及产业链数字化 寻求适当的策略性投资及收购机会，加强全产业链布局
海伦司 (9869. HK)	<ul style="list-style-type: none"> 持续扩张酒馆网络 持续投入基础能力建设 强化品牌形象及客户认知
农夫山泉 (9633. HK)	<ul style="list-style-type: none"> 持续进行品牌建设 稳步提升分销广度和单店销售额 进一步扩大产能 加大对基础能力建设的投入 探索海外市场机会
朝云集团 (6601. HK)	<ul style="list-style-type: none"> 组织人才战略：打造人才发展体系和吸引外部人才的赋能型组织 品牌战略：继续实施千人千面战略并扩展我们的产品供应以构建一站式多品类平台 渠道战略：进一步强化我们的全渠道战略，重点发展在线渠道和其他新渠道 营销战略：推行千人千面的营销策略 供应链战略：提高供应链效率及灵活性，布局海外供应链 数字化战略：通过数字化提升组织运营效率

2.2 公司竞争优势（现有竞争优势的梳理）

在上市准备阶段，投行及各中介机构与拟上市公司管理层通常进行多轮讨论，充分梳理、挖掘公司竞争优势。企业的竞争优势是其长期高速且可持续发展的基石，在具备绝对竞争优势的情况下，更可能受到投资者的欢迎。通常而言，从食品和餐饮企业的角度来看，资本市场可从拟上市公司的规模、所处的行业地位、产品自身质量及受欢迎的程度、所拥有的畅销品牌数量及质量、所掌控的销售渠道、企业数字化能力及优秀的管理团队等角度综合分析企业的竞争优势。

2.3 公司业务（对公司历史业务情况的盘点）

招股书中有关拟上市公司业务情况的描述是最为核心的章节。投行及各中介机构通过与拟上市公司管理层、公司客户及供应商、合作伙伴等的尽调及沟通交流，了解公司业务实质及发展情况，并在招股书中以突出企业优势的形式完整、准确的呈现。

三、资本市场沟通的桥梁——与分析师的交流

3.1 分析师的作用

投行分析师通常作为某个特定行业的专家，深耕行业多年，了解行业的宏观情况及行业中各企业的优势特点。与项目团队相比，分析师也更能站在客观的角度对拟上市公司做出公正的评价。获得一位优秀且深受资本市场认可的分析师的正面评价，往往可在后续估值定价及股票销售中取得先机。

此外，与分析师的交流并非上市前一次性的交流。拟上市公司完成挂牌后，市场分析师对公司的覆盖亦将为公司与市场沟通形成良好的助力，可利用分析师观点向投资界传递公司的业务优势及充满前景的发展战略，同时提升市场投资者关注度。

3.2 分析师大会（Analyst Presentation 或 AP 大会）与研究报告

分析师大会为拟上市公司管理层与资本市场分析员提供第一次深入交流的机会，分析师通过分析师大会了解拟上市公司最新情况，以相应准备研究报告，而研究报告将是分析师路演时的重要推介材料。分析师大会是投行分析师获得公司一手信息、构建研究观点的重要渠道。研究报告内对未来净利润的预测及分析师对于投资故事的阐述将作为投资者计算公司估值的基础，因此如何精准、全面且合规地向分析师们传达公司的优势亮点尤为重要。

投行/保荐机构通常会于分析师大会前按照招股书披露的内容相应准备分析师大会演示材料以更好的向分析师介绍公司业务、投资亮点、行业概况、财务信息及公司战略等内容。此外，为顺利推进分析师大会，投行/保荐机构亦会同步准备模拟问答及数据手册（包括公司运营、财务数据以及行业数据）等材料，以便于拟上市公司提前做好准备，更好且准确的展示公司优势亮点。

在拟上市公司正式开展路演前，分析师会根据分析师大会上获得的内容准备全面深入的研究报告，突出公司极具吸引力的投资故事并向全球主要目标投资者分发。此外，分析师亦会通过分析师预路演的方式，引导投资者充分认识公司投资亮点和价值，同时获得主要投资者宝贵的反馈意见，为最终的正式“热身”打下坚实的基础。

四、酒香也怕巷子深——路演推介

4.1 市场推介形式

整个IPO过程中有多种市场推介的手段相配合，以实现全方位、分阶段的投资者覆盖和教育，打造成功的发行。

4.1.1 非交易路演：有针对性地推进投资者挖掘工作

非交易性路演是公司IPO项目正式发行前锁定基石、锚定的一个重要环节。基石投资者的参与将在股书上披露并且被媒体广泛报导。这些享有很高声誉的投资者可以增加公司投资故事的可信度及市场对公司领导层执行能力的信心。因此，基石投资者的参与将较早为发行建立势头，并令市场感觉到股票的稀缺性。此外，通过落实早期高质量订单，可降低交易风险。

基石投资人的引进流程包括筛选、推介、签约三个阶段。

在准备/筛选阶段，公司需要与承销商充分讨论推介名单。基石投资者的筛选原则包括：

- 1) 与公司的战略合作潜力：选择能够与公司上下游产生战略协同的投资者，为公司的长期发展助力；
- 2) 市场影响力：选择市场声誉较好，影响力较大的基石投资者能加强投资者对公司发行、估值和品牌的信心；
- 3) 潜在投资规模及过往投资经验：潜在投资规模较大及过往有基石经验的投资者；
- 4) 均衡投资者结构，实现股东结构最优：良好均衡的投资者结构中应囊括战略、财务投资者，中资、外资等各类型投资者。

在正式市场推介阶段，往往会分层次、分步骤、有针对性地接触目标投资者。投行定期向公司汇报投资者反馈及市场推介进展，并有针对性地对投资者问题进行回答。

最后，潜在基石投资者明确投资意向后，签署投资协议。

总体流程						
准备 / 筛选目标		推介阶段			最终协议	
确认基石投资者名单	“越墙”并开始投资者初步沟通	正在接触潜在基石投资者	与投资者签署保密协议后发送招股书草稿	进行市场推介工作包括安排会见管理层	锁定基石投资者，并发送基石投资者协议模板以供审阅	签署基石投资协并将投资者信息纳入红鲑鱼招股书

锚定投资者虽然不是提前锁定订单，但在开簿前下达正式意向单，有助于营造良好的簿记势头，以实现更优的定价结果。

基石和锚定投资者对比		
	基石投资者	锚定投资者
锁定期	6个月	不适用
披露	招股书	不适应
股票分配	保证	最高级别分配
投资者类型	战略投资者 机构投资者 主权基金 企业投资者	机构投资者 企业投资者

4.1.2 分析师预路演：引导投资者充分认识公司投资亮点和价值

分析师预路演在通过聆讯后开始，为期1-2周，目的是向投资者阐述公司的投资故事，了解投资者的顾虑，估计投资者的潜在需求以及心理估值，确定价格区间。

投行分析师可分别从不同地区开始预路演，以更快地覆盖全球投资者。投行分析师可以重复会见同一个投资者，以增强投资者对公司投资故事的认识，令全球重要机构投资者更为关注公司IPO。路演开始后，分析师仍可继续向投资者推介，以帮助更多机构投资者了解公司的投资故事和基本面，吸引投资者参与认购。

4.1.3 管理层路演：促进需求最大化，创造需求张力

管理层路演通常安排在分析师预路演之后，具体的时间安排将取决于发行时的市场环境及预路演的反馈。建议为期5-7个工作日。

管理层路演是管理层与投资者直接进行交流的一个环节，管理层的表现对投资者最终做出投资决定至关重要。管理层在路演会议中需要大力宣传公司的投资亮点并通过投资故事以及财务状况等部分的问答打消投资者的潜在顾虑，以提高订单数量，消除价格敏感性。

4.2 路演注意事项

4.2.1 营造良好的发行势头是发行成功的关键

1) 对于市场关注度高的项目，采取让有基石意向的投资人先单方面签署基石协议，营造基石“抢购”的势头，最后根据基石投资者质量由公司进行筛选；

2) 锚定投资者更注重订单金额，从量变引起质变；

3) 按照“价格优先、时间优先、量优先”三个原则，鼓励锚定投资者尽早下单，营造热烈认购氛围。

4.2.2 把握有利的发行窗口对发行成功至关重要

在有利的发行窗口发行、实现高的发行估值往往是公司股东所希望看到的。尤其对于一些周期性较大的行业，就更加需要对周期进行准确的判断，并配合极强的项目执行能力，保障公司能精准踩对发行节奏，在周期的上行阶段以较高的估值发行。这就对投行对整体宏观经济、行业的研究能力，以及对于项目的执行把控能力提出了极高的要求。

4.2.3 制定合理价格区间策略能够最大化需求张力

1) 确保发行成功：首要目标是确保在价格区间内可以获得订单超额认购，成功发行；

2) 合理的股东结构：价格区间应当能够帮助公司引入最优质的机构投资者，考虑到股东结构的稳定性，配售的股东结构应该以长线投资者占主导，国际配售部分(非基石)长线投资人占比在60-70%左右，同时也需要适当兼顾流动性，除了散户外，大型的多策略基金对维持和提升后市流动性也会起到支持；

3) 建立良好的认购势头，掌握定价主动权：价格区间的另一重要目标是在路演开始的首日即实现超额认购，基于第一天超额认购的信息向市场传递积极信号，建立良好的簿记势头，有助于吸引后续更多的投资者参与下单认购及后续推高价格，争取最终定价在中端以上；

4) 保持稳定、良好的后市表现：一般来说，参与IPO认购的投资者将重点关注IPO定价与上市后预期的股价有一个IPO发行折扣，通常为10-20%，为新股上涨提供缓冲空间；

5) 公司与投行间的信息交流应公开透明，并进行充分讨论：公司及投行团队应充分讨论汇总的承销团分析师预路演反馈，尤其是投资者有关估值定价的反馈；同时汇总承销团内所有的基石锚定订单以及意向订单需求，基于各方掌握的整合信息做出决策。

4.2.4 合理配售结构是后市良好股价表现及充裕流动性的重要保障

为了保证股票后市的表现和流动性，合理配售结构的主要原则包括：

1) 集中性：考虑到股东结构的稳定性，配售应向重点长线投资人集中，特别是前十大长线投资人，应该占比较大的权重；

2) 分散性：一方面是联交所监管要求国际配售最少100家机构；另外也考虑到长期的投资者关系维护，以及对流动性的支撑，基础股东的数量不宜太少；

3) 长期性：整体上，股东结构应该以长线投资者占主导，国际配售部分(非基石)长线投资人占比在60-70%左右；

4) 流动性：在长线投资人占主导的基础上，也需要适当兼顾流动性，除了散户，一些大型多策略基金对维持和提升后市流动性也会起到支持。

4.3 订单的跟踪与转化

在市场推介过程中，尤其是在管理层路演开展的同时，项目账簿也将同时打开，因此管理层路演是否可以将投资者兴趣有效转化为订单也是项目发行成功与否的关键。

因此在管理层路演过程中，承销商团队需要紧密跟踪投资者的反馈，并与其决策层保持密切沟通，并积极解决投资人的问题。承销商团队也将主持每天的市场更新以及订单汇报会议。

五、成功的消费品发行定价案例

5.1 A股典型案例

益海嘉里金龙鱼是国内最大的农产品和食品加工企业之一，主营厨房食品、饲料原料及油脂科技产品。2019年公司营业收入1,707亿元，净利润55.6亿元。

公司从2017年开始筹划上市事宜，并于2020年10月在创业板挂牌上市，融资规模139.3亿元，是创业板有史以来融资规模最大的IPO项目以及创业板首单引入外部战略投资者的IPO项目。

发行股数	■ 54,215.9154万股，约占发行后总股本10%
发行价格	■ 25.70元/股，对应市盈率为31.12倍(每股收益按照2019年度经会计师事务所依据中国会计准则审计的扣除非经常性损益后归属于母公司股东净利润除以本次发行后总股本计算)
融资规模	■ 139.33亿元人民币
发行结构	<ul style="list-style-type: none"> ■ 战略配售发行数量为16,264.77万股，占本次发行数量的30% ■ 网下向配售对象询价配售股票数量为22,770.69万股，占本次发行数量的42% ■ 网上向社会公众投资者定价发行股票数量为15,180.45万股，占本次发行数量的28%
战略配售情况	■ 本次发行共有20家战略投资者参与战略配售，由公司高级管理人员与核心员工专项资产管理计划和其他战略投资者组成
网下发行情况	■ 311家网下投资者管理的4,912个配售对象参与了网下申购且均为有效申购，网下有效申购数量约为1,579.39亿股，对应申购数量为网下初始发行量的520倍，为网下最终发行量的694倍
网上发行情况	■ 网上发行申购户数约1,304.42万户，有效申购股数约2,656亿股，对应申购数量为网上初始发行量的3,499倍，回拨后网上中签率为0.06%

推介和定价过程推进顺利，使得金龙鱼成为了成功发行的经典案例：

5.1.1 市场预热

投行协助安排第一轮潜在战略投资者非交易路演30+场，分析师预路演约200场，管理层正式路演约250场，全方面地覆盖和教育了各类投资人，充分展现公司投资亮点、良好业绩和发展战略，进行市场预热。

5.1.2 锁定优质战略合作伙伴和长线机构投资者

基于监管规则并考虑发行人意愿，投行充分调动内部资源，与超过50家高质量投资者沟通推介战投事项。最终，考虑投资者资质以及和发行人长期战略合作关系等因素，精心筛选战略投资者，实现了战投“全明星阵容”：包括扶贫基金、国调基金、丝路基金等国家队，GIC等主权基金，永辉超市等业务高度协同的投资者。战投名单获得监管机构、发

行人、市场投资者及媒体的一致高度评价。益海嘉里A股IPO成功引入20家战略投资者，合计认购人民币41.80亿元，约占总发行规模的30%，为市场化定价和成功发行打下了牢固的基础。此外，投行还协助公司高管和核心员工设立专项资产管理计划参与了IPO战略配售。

5.1.3 充分调动销售推介资源，为成功发行保驾护航

投行通过消费和农业两个行业明星分析师的支持充分调动全公司的销售力量，协助公司获得理想估值定价并成功完成发行。本次发行网上初步有效申购倍数高达3,499.23倍，在高倍认购情况下发行人和投行决定启动网上网下回拨机制，网上发行最终有效申购倍数为1,749.61倍，公司股价上市首日至收盘涨幅高达117.90%。

5.2 港股典型案例

中国中免是全球最大的旅游零售运营商，中国免税行业的领军者。2021年公司营业收入677亿元，净利润97亿元。

公司于2022年8月在香港联交所挂牌上市，融资规模为绿鞋后186.72亿港元，是过去16年全球旅游零售行业规模最大的IPO，也是2022年发行规模最大的港股IPO融资。

发行人	■ 中国旅游集团中免股份有限公司
上市地/股票代码	■ 香港联交所主板/1880.HK
交易类型	■ 香港联交所主板IPO上市 ■ 100% 新股发行
发行股数	■ 基础发行:102,761,900股H股(占发行后股本总额的5.0%) ■ 绿鞋:15,414,200股H股(占基础发行规模的约15.0%)
发行结构	■ 国际发行95% ■ 香港公开发售5%
发行定价	■ 每股158港元
发行规模	■ 绿鞋前:162.37亿港元(约合20.68亿美元),或占发行后股本总额的5.00% ■ 绿鞋后:186.72亿港元(约合23.79亿美元),或占发行后股本总额的5.71%
每手股数	■ 100股
关键日期	■ 香港公开发售起始日:2022年8月15日 ■ 定价日:2022年8月18日 ■ 上市日:2022年8月25日

投行在困难的市场环境下，帮助公司高质量发行。此项目也成为了近五年发行折扣最低的国企A to H IPO项目。投行在推介和定价做出了以下贡献，保证了成功的发行，使得该发行成为了2022年的经典案例：

5.2.1 全面牵头项目市场推介工作

项目有诸多难点和创新，投行协助公司方案设计、牵头投资故事打磨，并组织了多轮市场推介，为发行充分预热。投行安排包括多轮非交易路演、反向路演及管理层路演等，合计共安排250场管理层会议，与超过400家全球投资机构和产业投资者进行充分沟通，充分挖掘现有股东和潜在新股东的认购需求。

5.2.2 引入顶级基石及锚定投资者，为公司成功发行奠定坚实基础

在开簿记之前，投行已经协助锁定5家高质量基石投资者及足额覆盖发行规模的锚定订单，其中包括众多国际中资主权长线基金及产业投资者的订单意向，为成功发行奠定坚实的基础。同时，投行成功推动多家意见领袖型投资者在首日下单，为簿记创造良好的势头，前期沟通的高质量锚定投资者均成功转化，并协助进行投资者教育，将多个关键订单的限价提高或改为不限价，最终实现在国际配售各个价格点位均多倍覆盖，成功助力公司中高端定价。

5.2.3 为项目配备消费及免税行业明星分析师，充分进行投资者教育

投行深耕中国消费及免税行业多年的明星分析师深入挖掘公司投资亮点，与超过140家机构充分交流，收集到众多具有意义的估值反馈和投资意向，为项目发行保驾护航。



第四章

上市后投资者关系维护与规范运作

一、投资者关系维护的意义

- 1.1 有利于在市场上树立良好的公司形象
- 1.2 有利于保持公司市值的稳定
- 1.3 有利于公司上市后资本运作的开展

二、如何高效、合规地与市场交流

- 2.1 人员配备
- 2.2 如何与市场进行交流

三、规范运作的意义——上市公司合规的生命线

四、常见上市公司合规问题

- 4.1 信息披露
- 4.2 募集资金的使用
- 4.3 三会运作
- 4.4 与监管部门及交易所的沟通

一、投资者关系维护的意义

1.1 有利于在市场上树立良好的公司形象

上市公司在资本市场上树立的企业形象是企业品牌的重要组成部分，通过投资者关系的有效维护，能够实现投资者及市场相关各方与上市公司长期、积极的良好互动，对于提高公司知名度、信誉度，争取投资者、市场、相关利益者乃至整个社会对企业文化和公司价值的认同，树立公司在资本市场上的良好形象具有极为重要的意义。

1.2 有利于保持公司市值的稳定

2022年4月15日，证监会发布《上市公司投资者关系管理工作指引》，该指引进一步明确了投资者关系维护的内涵、丰富了投资者关系管理的手段。良好的投资者关系管理除了能够助力提升市场投资者信心外，亦可能成为优化市值管理的重要武器，引导资本市场对上市公司业务、业绩及战略等多维度信息及数据长期、全面、精准的认知，更深入的了解上市公司，从而实现市值的稳定。

1.3 有利于公司上市后资本运作的开展

完成挂牌上市仅是企业发展过程中一个重要的里程碑，某种意义上讲是企业迈入新阶段的新起点。未来能够从资本市场上高效并持续获得低成本直接融资是上市公司发展壮大的秘密武器。通过实施良好的投资者关系维护，与投资者建立并保持高频、公开及坦诚的沟通渠道，进而获得投资者的持续关注和信任，将有助于上市公司获得投资者对公司的发展战略的理解与支持，从而愿意购买和持有公司的股票，使上市公司能够具备持续低成本融资的能力。

二、如何高效、合规地与市场交流

2.1 人员配备

投资者关系维护的概念自20世纪50年代提出后在全球范围内迅速发展。当前，发达国家和地区的上市公司投资者关系管理已趋于成熟，管理手段和方式逐步多样化和规范化。在组织架构设置上，上市公司应成立专门的投资者关系管理部门，并建立投资者关系管理人员与公司财务、业务经营及人力资源等各部门的定期沟通和协调机制，利用多方资源来开展工作，及时汇总有关数据及信息，明确统一对外的披露口径。

在人员配备方面，上市公司需注重提升投资者关系管理人员的专业水平，加大投资者关系方面的人力资源投入，优化管理团队人员结构，并适当提高具有财务、会计、金融等专业背景人员的比例。

以下列示部分上市企业在投资者关系管理方面的人员配备及日常工作以供参考：

公司名称	信披职责承担部门	主要职责	团队具体分工
海尔智家 (600690. SH /6690. HK)	董事会秘书办公室	<ul style="list-style-type: none"> 信息披露 投资者关系维护 	<ul style="list-style-type: none"> 公司董事长为投资者关系管理工作第一责任人。副董事长、总裁、财务总监及公司其他高级管理人员应积极参加重大投资者关系活动 董事会秘书担任投资者关系管理负责人。投关团队共同向董事会秘书汇报承担境内外信息披露及投资者关系的职能
中国中免 (601888. SH /1880. HK)	董事会办公室	<ul style="list-style-type: none"> 投资者关系管理 信息披露 	<ul style="list-style-type: none"> 公司信息披露工作由董事会统一领导和管理，董事长为信息披露工作的第一责任人，董事会秘书负责具体的协调和组织 董事会秘书负责组织和协调公司信息披露事务。设置专门的投资者关系管理部负责信息披露及投资者关系等方面工作
安踏体育 (2020. HK)	投资者关系部	<ul style="list-style-type: none"> 投资者关系管理 信息披露 	<ul style="list-style-type: none"> 投资者关系部门专注于向投资者及分析员提供相关公开信息，使他们可以为公司股票及集团发行的任何证券作出的适当估值 透过定期简介会、投资者会议及路演，机构投资者及分析员可与主席及其他高级管理人员互动，了解本集团战略规划及业务的最新发展

注：公开信息整理

2.2 如何与市场进行交流

良好的投资者关系是上市后市值管理的必要措施。上市公司通常可通过定期的业绩发布会、非交易路演等形式与市场沟通公司业绩情况及未来战略规划，以便市场投资者及时了解上市公司，增强其长期持有的信心。公司亦可以不定期组织投资者进行反向路演，参观并了解公司最新情况。具体沟通措施列示如下：

1) 股东沟通：一方面，上市公司应与股东积极沟通，使其了解公司最新进展及公司价值，推动其长期持有甚至增持；另一方面对于有减持计划的股东，公司可以促成其与IPO时有兴趣但未能买入或获配较少的投资者的大宗交易，减少对股价的直接冲击；

2) 境外投资者沟通：在上市后定期进行业绩路演，并选取对餐饮、食品或大消费行业投资较为感兴趣的投资者进行重点沟通；

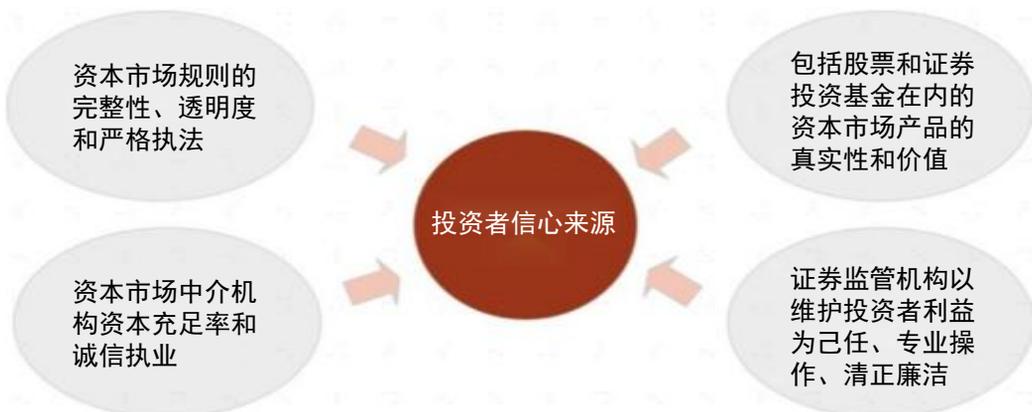
3) 分析师沟通：市场分析师覆盖公司将为公司与市场沟通形成的良好助力。上市公司应主动接触市场主流投行的分析员，充分发挥分析师的信息中介作用。在包括但不限于年报、中期业绩公布时举行面向多地分析师和投资者的非交易路演，向各长线基金或现有股东进行一对一或小组会的交流，了解并解答市场对公司的疑虑，利用分析师观点向投资界传递公司利好的信息同时提升市场投资者关注度；

4) 参加投资者论坛及峰会：投行或知名机构每年会定期组织各类新经济、中国经济主题类的论坛，将会有大量投资机构参加，上市公司应积极参加有影响力的投资者论坛及峰会并参与分享互动，有助于提升公司在资本市场知名度和影响力；

5) 港股通投资者沟通：针对已经或有望纳入港股通的上市公司而言，上市公司应与境内港股通投资者积极沟通，尤其是对消费行业可比公司布局较多的境内公募和私募基金，使其了解公司业务及投资亮点，推动其在上市公司纳入港股通标的后买入并长期持有。

三、规范运作的意义——上市公司合规的生命线

资本市场是一部分人（即投资者）将资金让给另一部分人（即上市公司管理层）投资的场所，其中投资者是资本市场的源泉，社会投资者的资金是证券市场的有效资金和生命线。若投资者的利益得不到保护，其投资信心将会受到损害，投资意愿受到打压。上市公司的规范运作是保护投资者合法权益的基本保证，是投资者建立信心的基础，也是资本市场健康发展的基石。



上市公司规范运作的主要内容包括：

信息披露	真实、准确、完整、及时披露信息，不得有虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏
内幕交易	内幕信息知情人不得利用内幕信息，通过各种证券交易谋求不当利益
同业竞争	控股股东及实际控制人不得从事与上市公司相同、相似且构成竞争关系的业务
独立运作	具有完整的业务体系和直接面对市场独立经营的能力
资金管理	规范与控股股东及其他关联方的资金往来，避免资金被违规占用
对外担保	规范对外担保行为，控制对外担保风险
关联交易	遵循市场公正、公平、公开的原则
内控制度	建立健全的内控制度，确保持续规范运作

四、常见上市公司合规问题

4.1 信息披露

真实、准确、完整、及时披露信息，不得有虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏是对上市公司信息披露的基本要求。

真实性原则	<ul style="list-style-type: none"> 以客观事实为依据 如实反映客观情况 不得有虚假记载和不实陈述
准确性原则	<ul style="list-style-type: none"> 明确、贴切的语言 简明扼要、通俗易懂的文字 合理、谨慎、客观
完整性原则	<ul style="list-style-type: none"> 内容完整 文件齐备 格式相符 无重大遗漏
及时性原则	<ul style="list-style-type: none"> 应当在规定的期限内及时披露 披露所有影响交易价格的信息
公平性原则	<ul style="list-style-type: none"> 应确保投资者平等地获取同一信息 传递未公开重大信息应报告监管机构

4.1.1 信息披露方面主要存在的问题

上市公司在信息披露方面一般存在的主要问题有：年度报告的部分内容披露流于形式，例如公司披露的治理情况与公司实际情况不符、年度报告“董事会报告”中“讨论与分析”部分重复财务报告的内容或披露新年度的经营计划过于简单；部分上市公司亦存在年度报告中的数据前后不符、对外担保披露不实、未披露资金占用行为及财务会计信息虚假披露等情况。

4.1.2 A股信息披露要求简介

《上市公司信息披露管理办法》是A股上市公司信息披露的规范性法规，上市公司的信息披露需严格按照该办法的规定执行。上市公司信息披露文件主要包括定期报告、临时报告、招股说明书、募集说明书、上市公告书等。其中定期报告主要包括年度及中期报告等，且凡是对投资者作出价值判断和投资决策有重大影响的信息，均应当披露。披露时间要求方面，A股上市公司年度报告应当在每个会计年度结束之日起四个月内，中期报告则应当在每个会计年度的上半年结束之日起两个月内编制完成并经上市公司董事会审议通过进行披露。

A股上市公司亦需要注意及时履行重大事件的信息披露义务，在(1)董事会或者监事会就该重大事件形成决议时；(2)有关各方就该重大事件签署意向书或者协议时；及(3)董事、监事或者高级管理人员知悉该重大事件发生等最先发生的以上任一时间点及时披露。

4.1.3 港股信息披露要求简介

作为全球最主要的国际金融中心之一，香港拥有极为成熟的资本市场制度以维护中小股东利益。作为上市企业，熟悉并严格遵循监管机构有关信息披露的规则及要求，能够更好的节省合规时间及成本。联交所主板上市企业就信息披露的规则于《上市规则》及其附录中进行相应规定。

《上市规则》要求上市公司年度报告(包括年度账目及就该等账目而作出的审计师报告)须于有关财政年度结束后4个月内发布，且年度报告中所呈列的每份财务报表，均须能真实而公平地反映上市公司的事务状况以及其营运业绩及现金流量情况。除此之外，年度报告中亦需要包括就有关上市公司会计年度内表现的讨论及分析、关联交易详情及上市公司董事及高管的个人资料等内容。

4.1.4 A股与港股信息披露的主要差异

季度报告披露要求不同

- A股：须披露第一季度及第三季度报告
- 港股主板：季度报告属于自愿披露

半年报披露的时间要求不同

- A股：上半年度结束后的2个月
- 港股主板：上半年度结束后的3个月内

年报的披露时间需要提前

- A股及港股主板：在会计年度结束后的4个月内刊登年度报告
- 但是由于港股公司需要在3月份挂业绩公告，实践操作中，A+H股公司普遍是在A股的3月份刊登上一年度年报报告、在港股的3月份刊登业绩公告，在港股4月份刊登上一年度年度报告，在A股的4月份刊登第一季度报告

A股强制信息披露的内容普遍比港股要求更严格

- 在定期报告中，A股强制要求披露董监高持股变动情况、报酬情况等，但港股并未强制要求披露，仅为建议披露。A股通常有十大股东持股比例及其变动情况，而港股一般仅披露高管及主要股东持股情况，较为简单
- 完全遵守A股的信息披露规范，基本上可以涵盖港股的信息披露要求

A股对临时公告的披露时间有明确要求

- A股及港股均要求上市公司应当在触及披露时点后及时履行重大事件的信息披露义务
- 港股未明确规定及时披露的时间要求
- A股则规定：“及时，是指自起算日起或者触及披露时点的两个交易日内”

4.2 募集资金的使用

募集资金作为上市公司融资的直接结果，其使用和管理是对投资者的一种承诺，需遵守监管部门相关法律法规的要求，严格按照批准的用途使用，不得擅自变更。募投项目作为上市公司募集资金的载体，其商业合理性、实施进度以及实施完成的经济效益情况一直以来都是监管部门核查的重点。

募集资金需存放在上市公司于银行开设的募集资金管理专户，专户由银行实际进行监督管理，由上市公司提供相应支付凭证和文件后放款，确保募集资金按照招股说明书或者其他公开发行募集文件所列资金用途使用及支付。境内上市公司改变资金用途，须按照上市规则要求履行相应的信息披露和决策程序。

港股方面，根据上市规则相关规定，公司需要在其后半年报和年报中披露募集资金的实际使用情况，包括：

- 1) 报告期内募集资金实际使用详细分布及对其使用用途的详细描述；
- 2) 如有尚未动用的款项，则需对该笔款项进行详细分类并逐项描述该笔资金的预期用途，以及预期使用该笔资金的时间表；
- 3) 资金的使用是否和之前公司在招股书中披露的用途和时间表一致。若与之前披露的用途和时间有重大出入，公司需要披露募集资金用途出现改变和/或募集资金使用被推迟的原因。

此外，港股上市后，如招股书中所提及的募集资金用途需要做出重大改动，则至少需要经过公司董事会的批准。公司将要发布专门公告，对此详细说明，包括(1)逐项说明招股书中所设定的原募集资金用途；(2)对应的更改后的募集资金的用途；及(3)每一项改动的原因。

4.3 三会运作

上市公司“三会”指董事会、监事会及股东会，其是否规范运作对上市公司权力机构、决策机构及监督机构之间是否能形成有效监督制衡有着决定性作用。上市公司三会会议召集要求如下：

要求		规则依据
董事会	每年至少召开2次定期董事会	《公司法》第110条
监事会	每6个月至少召开1次监事会	《公司法》第119条
股东大会	每年召开1次年度股东大会，应当于上一会计年度结束后的6个月内进行	《公司法》第100条及《上市公司股东大会规则》第4条

实际运作过程中可能存在一定的问题，主要包括：

“三会”会议记录不完整

- 未记录会议发言要点
- 以通讯表决方式召开的董事会无会议记录
- 股东大会：未记录出席会议的股东和代理人人数、所持有表决权的股份总数及占公司股份总数的比例；未记录对每一提案的表决结果

“三会”会议资料保管问题

- 部分会议资料缺失
- 股东大会会议未保存代理出席的委托书
- 用活页记录本记录

部分公司董事会、监事会召开时间与公司章程规定时间不符

- A 公司《公司章程》规定：董事会于会议召开前10日通知全体董事；召开临时董事会会议的通知方式为书面、传真等，通知时限为会议召开前5日，但实操中并未满足规定时间要求

授权委托书要素缺失

- 委托书未载明代理人的姓名、代理事项、授权范围和有效期限，并未由委托人签名或盖章

4.4 与监管部门及交易所的沟通

上市公司作为公众公司，除了需要对于能够影响公司日常经营的消息及时进行公告之外，还会受到证监会以及交易所等主管单位的监管。其在出现重大影响股价的信息时，亦会通过发布关注函等形式要求上市公司进行披露以及恢复。作为上市公司，有责任及义务与监管保持顺畅的沟通渠道并保持良好关系，出现重大问题及时按照法规要求进行汇报，以更好地保护投资者利益。

港股方面，根据上市规则，上市公司必须聘请一名合规顾问以确保上市公司就遵从《上市规则》、《公司收购及合并守则》及所有其它适用于香港特别行政区的法例、规则、守则及指引方面获得适当指引及意见，并陪同上市公司出席与联交所所举行的会议。在特定情况下，合规顾问亦会促使上市公司及时以适当方式通知联交所。



第五章

新起点新征程——IPO后的资本运作

一、上市公司融资工具简介

二、境内外并购的程序及对比

2.1 境内A股上市公司并购重组

2.2 香港上市公司并购重组

2.3 境内外并购对比

三、资本品牌的建设

3.1 利用资本实力，进一步提升品牌形象

3.2 丰富品类矩阵，寻找新的增长点

3.3 更广泛的宣传和沟通渠道

四、案例分析

4.1 百威英博通过并购整合全球啤酒市场

4.2 奈雪的茶寒冬中联营乐乐茶

一、上市公司融资工具简介

食品及餐饮行业与科创板定位匹配有所差异，故以下主要介绍A股和创业板上市公司的常见融资工具：

发行对象		
路径	主板	创业板
向特定对象发行股票	<ul style="list-style-type: none"> ■ 不超过35名投资者 ■ 可定向发行给控股股东，用于提升控股股东持股比例 	
配股	<ul style="list-style-type: none"> ■ 上市公司原股东 ■ 控股股东在股东大会前公开承诺认配股份的数量 	
可转债	<ul style="list-style-type: none"> ■ 向不特定对象发行可转债可选择向上市公司股东配售、网下发行、网上发行等方式中的一种或者几种 ■ 向特定对象发行可转债，发行对象不超过35名 	
GDR	<ul style="list-style-type: none"> ■ 以欧洲和全球投资者为重点，包括战略投资者、全球性长线基金、对冲基金中机构投资者 ■ 境内投资者可通过 QDII 参与 ■ 便于引入境内外战略投资者，可通过基石（锁定6个月）或锚定投资参与，单一投资者最大入股额度可占融资的75%以上 	
盈利要求/主体要求		
路径	主板	创业板
向特定对象发行股票	<ul style="list-style-type: none"> ■ 无明确要求 	
配股	<ul style="list-style-type: none"> ■ 最近3年盈利（扣非前后孰低） 	<ul style="list-style-type: none"> ■ 无盈利要求
可转债	<ul style="list-style-type: none"> ■ 最近3个会计年度盈利，且最近3个会计年度加权平均净资产收益率平均不低于6% ■ 最近三年平均可分配利润足以支付公司债券一年的利息 ■ 向特定对象发行可转债无需满足“最近3个会计年度盈利，且最近3个会计年度加权平均净资产收益率平均不低于6%”的要求 	<ul style="list-style-type: none"> ■ 最近3年平均可分配利润不少于公司债券一年的利息
GDR	<ul style="list-style-type: none"> ■ 发行人需为上交所或深交所上市公司 ■ 最低市值200亿人民币 	
前次募集资金时间间隔要求		
路径	主板	创业板
向特定对象发行股票	<ul style="list-style-type: none"> ■ 本次发行董事会决议日距离前次募集资金到位日原则上不得少于18个月；前次募集资金基本使用完毕或募集资金投向未发生变更且按计划投入的，可不受上述限制，但相应间隔原则上不得少于6个月（简易程序不适用） 	
配股	<ul style="list-style-type: none"> ■ 同上 	
可转债	<ul style="list-style-type: none"> ■ 对于前次募集资金时间间隔无要求 	
GDR	<ul style="list-style-type: none"> ■ 本次发行董事会决议日距离前次募集资金到位日原则上不得少于18个月。前次募集资金基本使用完毕或者募集资金投向未发生变更且按计划投入的，相应间隔原则上不得少于6个月。前次募集资金包括首发、增发、配股、向特定对象发行股票，上市公司发行可转债、优先股、发行股份购买资产并配套募集资金和适用简易程序的，不适用上述规定 	

发行规模		
路径	主板	创业板
向特定对象发行股票	■ 发行比例不超过股本总额的30%	
配股	■ 不超过配售前总股本50% ■ 原股东认购必须超过拟配售股份的70%	
可转债	■ 发行后累计债券余额不超过最近一期末净资产的50%	
GDR	■ 发行后需满足含 GDR 在内的外资持股不超过A股总股本的30%	
锁定期		
路径	主板	创业板
向特定对象发行股票	■ 锁价发行对象锁定期为18个月，其他对象认购锁定6个月	
配股	■ 无	
可转债	■ 无锁定期，发行结束6个月方可开始转股 ■ 向特定对象发行可转债转股的，所转股票自可转债发行结束之日起18个月内不得转让	
GDR	■ 存托凭证上市之日起120日内不得转换为境内基础股票 ■ 实际控制人及其控制的企业认购的存托凭证自上市之日起36个月不得转让	
发行价格/可转债转股价格		
路径	主板	创业板
向特定对象发行股票	■ 发行价不低于定价基准日前20个交易日股票均价80% ■ 董事会决议提前确定全部发行对象、且发行对象满足以下条件之一的，定价基准日可为董事会决议公告日、股东大会决议公告日或发行期首日： (一)上市公司的控股股东、实际控制人或者其控制的关联人；(二)通过认购本次发行的股票取得上市公司实际控制权的投资者；(三)董事会拟引入的境内外战略投资者	
配股	■ 无特别规定，但为保证发行成功，较股价存在较大折扣	
可转债	■ 向不特定对象发行可转债的转股价格应不低于募集说明书公告日前二十个交易日上市公司股票交易均价和前一交易日的均价 ■ 向特定对象发行可转债的转股价格应不低于募集说明书公告日前二十个交易日上市公司股票交易均价和前一交易日均价，且不得向下修正	
GDR	■ 原则上不低于发行期首日对应A股前20日均价九折	
募投要求		
路径	主板	创业板
向特定对象发行股票	■ 补流偿债规模不超过30%；对于具有轻资产、高研发投入特点的企业，补充流动资金和偿还债务超过上述比例的，应充分论证其合理性，且超过部分原则上应当用于主营业务相关的研发投入 ■ 董事会确定发行对象的原则上可全额偿还债务或补充流动资金	
配股	■ 可全额补流偿债	
可转债	■ 补流偿债规模不超过30%；对于具有轻资产、高研发投入特点的企业，补充偿债超过上述比例的，应充分论证其合理性，且超过部分原则上应当用于主营业务相关的研发投入	
GDR	■ 境外监管机构无明确要求，相对比较灵活，境内监管机构的监管要求正在收紧中，且已明确要求募集资金的管理和使用应符合《上市公司监管指引2号——上市公司募集资金管理和使用的监管要求》的规定 ■ 需要就募集资金运用方向做符合监管机构（特别时境内监管机构）要求的披露	

为规避市场风险，香港上市公司的再融资执行时间通常被尽可能的压缩。此外，与IPO相比，已上市公司通常有较长的交易记录和更多的研究覆盖，更为投资者了解，因而进行再融资时，投资者亦可快速做出反应。以执行方式划分，面向市场的加速簿记 (Accelerated Bookbuild) 较为常见，即在很短的时间内向市场投资者簿记建档、根据需求情况定价配售，由于执行方式快速，故又称“闪电配售”。闪电配售的执行方式包括：

H股增发	<ul style="list-style-type: none"> ■ 发行新股会扩大上市公司的总股本，是上市公司的再融资行为 ■ 2023年2月17日，经国务院批准，中国证监会发布境外上市备案制度管理相关制度规则，自2023年3月31日起施行，增发需履行相关备案制规定（发行证券用于实施股权激励、公积金转增公司资本、分配股票股利、股份拆细等无需备案），应在发行完成后3个工作日内提交备案，同时需履行国有股减持/转持的义务（如适用） ■ 深交所的上市批准和股份注册机制通常需时4-6个工作日
先旧后新配售 (Top-up Placement)	<ul style="list-style-type: none"> ■ 非中国公司或红筹公司的增发经常采用“先旧后新配售”的方式，即现有股东（通常是控股股东）配售老股，紧接着由该股东以不低于配售的价格（通常是同样的价格）认购新股 <ul style="list-style-type: none"> ✓ 若大股东减持老股的数量等于上市公司随后向大股东发行新股的数量，则最终效果等同于直接增发新股 ✓ 若上市公司向大股东发行新股的数量小于大股东减持老股的数量，则相当于上市公司发行新股和股东减持老股同时进行 ■ 采用该结构时，配售现有股份可按 T+2 交收的方式立即执行，节省时间

二、境内外并购的程序及对比

2.1 境内A股上市公司并购重组

公司上市后，出于快速占领市场、进入上下游或者切入新领域的需求，收购现有公司是一种最常见的资本运作手段，成功的并购可以助力企业实现跨越式增长。基于上述三种目的，并购分为横向并购（竞争对手）、纵向并购（产业上下游）、多元并购（跨行业）三种基本类型，通过有机整合实现协同效应，最终达到1+1>2 的效果，例如，不断地并购扩张是百威啤酒成为全球啤酒霸主的核心驱动因素，短短20年间在英国、中国、东南亚、南非等地大手笔收购近十次，成为全球啤酒行业龙头霸主。

国内来看，A股市场三十年来诞生了无数经典的并购案例，在行业集中度日趋提高、强者恒强的背景下，如何利用资本市场、最大化撬动市值优势实现产业并购，是企业家必须要思考的问题。就实施程序看，证监会、交易所搭建了完善的并购重组法律体系，提供了同步募集配套资金等支持手段，上市公司可以充分利用A股上市平台实现跨越发展。

具体业务类型上，A股上市公司并购重组业务一般有以下几种业务类型：一是发行股份购买资产，即通过新增股份收购目标公司，同步可以配套融资；二是重大现金资产购买和重组，即利用上市公司现有资金收购目标公司；三是吸收合并，包含正向、反向、平行合并三种具体类型；上述三种为买方收购。另外，卖方收购即上市公司控制权收购，通过资本市场实现控制权退出。

业务类型	细分类型
发行股份购买资产 (需交易所审核、报证监会注册)	<ul style="list-style-type: none"> ■ 发行股份购买资产(并配套融资) ■ 发行股份及支付现金购买资产(并配套融资) ■ 重组上市
重大现金资产购买和出售 (需交易所审核)	<ul style="list-style-type: none"> ■ 重大现金资产购买(含海外收购) ■ 重大现金资产出售 ■ 资产置换
吸收合并 (需交易所审核、报证监会注册)	<ul style="list-style-type: none"> ■ 正向吸收合并 ■ 反向吸收合并 ■ 平行吸收合并
上市公司控制权收购	<ul style="list-style-type: none"> ■ 协议转让 ■ 现金认购非公开发行 ■ 要约收购 ■ 公开市场收购 ■ 间接收购 ■ 表决权委托/放弃 ■ 无偿划转 ■ 司法重整 <p>控制权转让的实务操作中，往往不单一使用一种方法，而是多种方式结合使用，例如协议转让+表决权委托、向特定对象发行股票+表决权委托、转让老股+重组上市(老股转让为支付壳费)、协议转让 +承债等</p>

除上市公司控制权收购外，上市公司股东大会作出重组决议后3个工作日内向交易所提出申请，交易所5个工作日内决定是否受理；发行股份购买资产和重组上市申请交易所分别自受理之日起10个、20个工作日内提出首轮问询，交易所的审核时限分别为2个月、3个月，交易所基于并购重组委员会审议意见审核通过后报中国证监会，证监会在15个工作日内决定是否予以注册。

2.2 香港上市公司并购重组

从收购方式来看，香港与大陆的并购方式相同，均包括横向并购、纵向并购、混合并购、买壳上市和上市公司私有化，具体交易类型需根据香港五项测试测算确认，具体标准如下：

交易类型判断

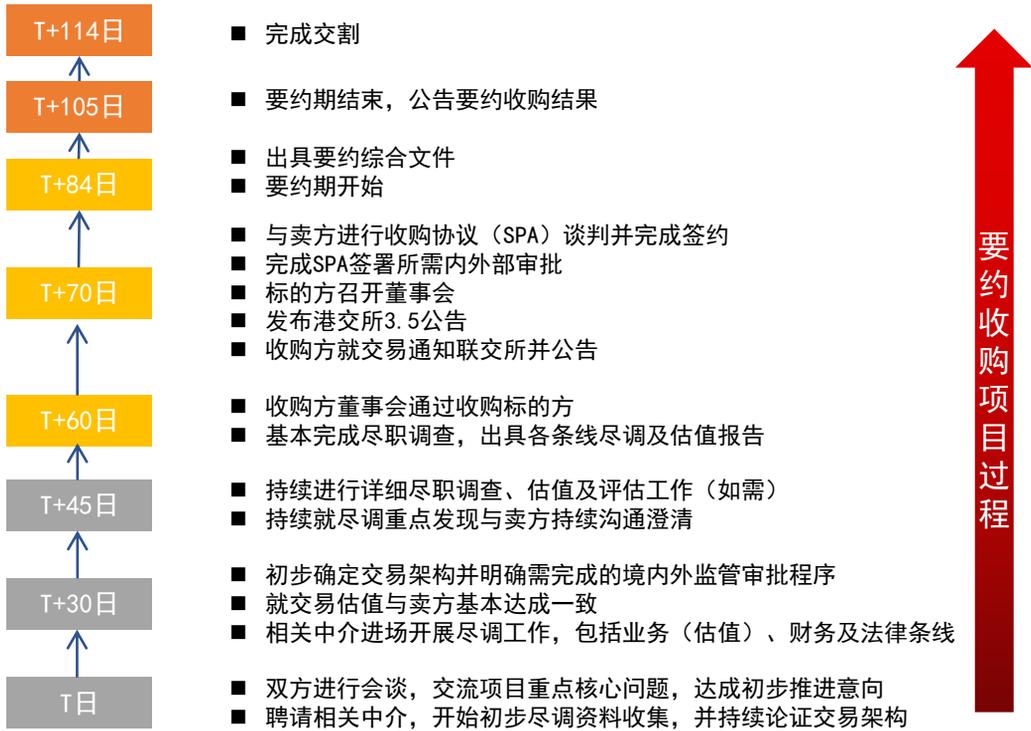
交易种类	资产比率	代价比率	盈利比率	收益比率	股本比率
股份交易	低于5%	低于5%	低于5%	低于5%	低于5%
须予披露的交易	5%以上， 但低于25%	5%以上， 但低于25%	5%以上， 但低于25%	5%以上， 但低于25%	5%以上， 但低于25%
主要交易-出售事项	25%或以上， 但低于75%	25%或以上， 但低于75%	25%或以上， 但低于75%	25%或以上， 但低于75%	不适用
主要交易-收购事项	25%或以上， 但低于100%	25%或以上， 但低于100%	25%或以上， 但低于100%	25%或以上， 但低于100%	25%或以上， 但低于100%
非常重大的出售事项	75%或以上	75%或以上	75%或以上	75%或以上	不适用
非常重大的收购事项	100%或以上	100%或以上	100%或以上	100%或以上	100%或以上

相关监管要求

交易种类	通知联交所	刊登公告	向股东发通函	股东批准	会计师报告
股份交易	需要	需要	不需要	不需要	不需要
须予披露的交易	需要	需要	不需要	不需要	不需要
主要交易：出售事项	需要	需要	需要	需要	需要
主要交易：收购事项	需要	需要	需要	需要	需要
非常重大的出售事项	需要	需要	需要	需要	需要
非常重大的收购事项	需要	需要	需要	需要	需要

根据香港联交所《上市规则》第十四章规定：“构成非常重大的收购事项的一项资产收购，有关收购将导致发行人的控制权(持股 30%或以上的股东)发生变动；或在发行人的控制权转手(有关控制权的变动并未被视为反收购)后的 36 个月内，发行人根据一项安排向一名取得控制权的人士进行的资产收购，而有关收购被个别地界定为非常重大的收购事项”即为反向收购，联交所将进行反收购的上市发行人视作新申请人，经扩大后的集团或被收购的资产须符合《上市规则》第八章中关于股份证券上市资格的规定以及第九章股本证券申请程序及规定的相关规定。但若收购方通过换股和现金收购获得上市公司控制权，则不涉及以上反向收购的规定。

以较为常见的要约收购为例，在理想情况下从双方会谈讨论初步意向至完成收购交割，大约需要4个月左右，流程如下图所示：



2.3 境内外并购对比

从近十年历史交易情况看，香港市场并购交易数量维持在年均100次左右，交易金额一般在平均2000亿元；相对而言，国内并购交易案例数量年均2000多次，交易金额2万亿元，国内市场交易相对活跃，且拥有一定数量的小型并购案。由此可以看出，国内市场的整合正在紧锣密鼓地进行，市场集中度未来更加趋于集中。

从审核理念与审查要点看，香港市场最为注重公平交易，即目标公司股东公平待遇是收购的根本性原则，其他原则都是在此原则基础上的阐释和具体化，例如，当收购方与目标公司某股东签订附有不可扩展至全体股东的优惠条件时，通常会被香港证监会收购委员会否决。而国内并购审核更加关注交易细节，即交易价格定价是否公允、标的公司资产质量、对业绩预测未完成是否有相应补偿等，如存在定价过高、标的资产独立经营情况差、预测过于激进等问题，交易所或重组委员会通过反馈或者给予不通过的意见，对投资者的保护更为直接，但也存在需要一定程度做出实质判断的难点。

从审核流程看，香港市场站在整体交易流程的角度，大概划分为前期准备、方案设计、谈判签约、申报审核、并购完成五个阶段，香港证监会2002年颁布了《公司收购、合并及股份回购准则》，要求上市公司委任财务顾问并组织中介团队共同参与，香港证监会设置收购与合并委员会进行聆讯。国内市场将重大资产重组列为行政许可事项，规则层面对于如何进行申报审批规定的更为详细。

从并购开展的情况看，香港市场估值的市盈率更低，为跨境并购提供了丰富的标的资源，高度自由化及国际化的资本市场为企业提供多样化的融资方式，同时香港一般商业不需要政府审批，营商环境便利，加上简单税制、低税率、资金自由流通等因素，可以有效提供更为国际化、高效率的平台。国内市场产业分布广，拥有丰富的并购标的，同时趋于集中化的市场环境刺激企业有更大动力通过并购重组做大做强，另外政府近年来进一步鼓励并购整合，实施了审核分道制，提高了审核效率，并购环境适度宽松。

三、资本品牌的建设

餐饮企业在上市后，拥有了更充足的资金和更高的曝光度，具有资本品牌建设优势。

3.1 利用资本实力，进一步提升品牌形象

上市后餐饮企业通常会利用资本实力，进一步开拓现有产品的新市场、提高市场占有率，从而推广原有品牌的渗透率、深化品牌形象、增强和巩固市场地位。

企业在资本化和上市的过程中，对于产品和服务标准化和管理的规范化进行了优化，对于供应链和渠道进行整合，不仅提升了批量复制的管理效率，也降低了扩张成本。对于市场尚未饱和或市场占有率仍有待提高的企业来说，上市后原品牌的推广和市场地位的巩固往往是企业的第一选择。

上市后原品牌快速扩张的代表公司包括绝味食品 and 海伦司。绝味食品于2017年在A股上市之后，在完善加盟体系、供应链整合的基础上，在不饱和地区进一步提升门店数量和覆盖率，门店网络从2017年末的9,053家增长至2021年末的13,714家，在消费者食品安全意识和品牌意识提升的背景下，进一步巩固了龙头地位，2021年实现收入较上年增长24%、净利润增长40%；连锁酒馆海伦司于2021年在港股上市，公司2021年3月31日递交招股书时酒馆总数为374家，截止2022年8月21日，海伦司酒馆已经增长至821家，覆盖26个省及167个城市，成为国内规模最大的小酒馆。

3.2 丰富品类矩阵，寻找新的增长点

部分企业在上市后，在充分运营原品牌的同时，可以借助资本实力，通过自身孵化、并购重组或股权投资的形式，布局全新品牌系列、覆盖更广泛的产品品类、面向更大的客户群体和地域范围，从而提升总体的渠道覆盖率和产品渗透率，开拓新的市场。

通过自身经验孵化全新品牌系列的代表公司之一为2020年港股上市的公司九毛九，公司遵循多品牌及多概念策略，上市前主要运营九毛九和太二两大品牌，分别覆盖西北菜和酸菜鱼两个餐饮品类，在准备上市阶段及上市后，公司推出了怱、那未大叔是大厨和赖美丽三个品牌，覆盖了火锅、粤菜、烤鱼多种品类。

双汇是通过并购重组进入新的市场、提升品牌影响力的代表企业，而以绝味食品为代表的部分企业则通过股权投资进行产业布局，通过投资并对产业链上的企业进行赋能。绝味食品的全资控股的投资平台网聚资本，与国内优秀的产业资本共同设立基金，孵化和投资了幺麻子、千味央厨、和府捞面等知名品牌，均已经逐步成长为细分行业龙头企业，为被投企业和公司的发展均构建了良好的生态。

3.3 更广泛的宣传和沟通渠道

餐饮企业在上市过程中与上市后，都将与投资机构进行深入交流并进行信息披露，有了更多元的渠道传递企业的发展状况及发展规划，表现优秀的企业将获得资本市场及研究员的广泛关注，将助力企业品牌形象的进一步提升并扩大其市场影响力和提升品牌知名度。



总之，在企业资本化阶段，能够获得规范化和标准化的管理提升以及充裕的资金以加速业务扩张和收入增长，有助于企业积累自身实力、打造和树立品牌形象。上市后更广泛的宣传渠道及投资人沟通渠道，更有利于企业利用自身资源和优势，把握市场机遇，寻找收入增长第二曲线，并恰当地运用并购重组及投资等工具，布局新品牌、开拓新市场，实现业务的扩张和业绩的增长。

四、案例分析

借鉴国外餐饮零售企业更为成熟的发展历史，不乏通过再融资、投资并购等资本运作方式，实现整合产业资源、优化产品布局、进入新的细分市场、扩大市场份额和巩固品牌影响力等，从而提升企业的竞争优势的案例。我国也有越来越多的餐饮零售企业在上市和资本化的过程中不断探索与进化。

4.1 百威英博通过并购整合全球啤酒市场

百威英博是全球产量最大的啤酒酿造商。公司从一个因经营不善接近倒闭的“小酒厂”发展成全球收入排名前五的消费品公司，正是通过不断地全球并购完成的。



4.1.1 百威英博的成立与扩张

3G资本的三位创始人早在19世纪末从收购南美洲的啤酒厂开始布局啤酒产业，他们收购了一家占据巴西市场30%份额，但却因经营不善接近倒闭的“小酒厂”博浪啤酒，接手后通过削减不必要的开支、重新梳理营销体系、引入可变薪酬、强化质量管理等方式改善了经营状况。但最主要的是，三位创始人不断推动了啤酒行业的整合，从巴西、到南美、到欧洲，开展了全球并购布局。

2004年，3G资本控股的巴西啤酒公司安贝夫（AmBev）合并比利时啤酒公司英特布鲁（Interbrew），成立了当时世界最大的啤酒公司英博集团（InBev）。随后于2008年，英博集团以520亿美元收购了美国啤酒厂商安海斯-布希（Anheuser-Busch），行业巨头百威英博由此成立。

百威英博在欧洲、亚洲、南美洲等全球各地扩张业务，开展全球并购布局，主要依靠使用高杠杆不断并购实现的，一方面公司依靠深厚的金融资源，能够拿到成熟资本市场上较低成本的巨额银行贷款，另一方面依靠投后赋能提升经营效率、削减不必要开支。

百威英博于2009年上市，上市至今，仍继续并购扩张，巩固霸主地位，陆续进行了十多起收购，将业务拓展至非洲、印度、澳大利亚、亚太等地。近年，啤酒行业开始高端化升级，百威英博也开始在精酿啤酒和软饮料市场发力，于2016年收购汽水饮料公司Boathouse Beverage，2017年收购美国功能饮料Hiball，2019年收购捷成饮料，并在2020年首次收购葡萄酒庄，涉猎不同种类的饮料与酒水，补齐产品链。



4.1.2 发展现状

在2022年Brand Finance发布的“全球品牌组合价值最高的十大酒业集团”榜单上，百威英博位列首位，全球啤酒品牌价值10强，百威英博占据了六家，仅这6个啤酒品牌的品牌价值就高达269.24亿美元。

排名	品牌	所在地	价值	公司
1	科罗娜	墨西哥	70.27亿美元	百威英博
2	喜力	荷兰	69.25亿美元	喜力国际
3	百威	美国	55.77亿美元	百威英博
4	百威淡啤	美国	45.45亿美元	百威英博
5	莫德罗	墨西哥	39.07亿美元	百威英博
6	雪花	中国	35.72亿美元	华润集团
7	米勒淡啤	美国	29.36亿美元	百威英博
8	康胜银子弹	美国	29.32亿美元	百威英博
9	麒麟	日本	28.47亿美元	麒麟集团
10	朝日	日本	25.47亿美元	朝日集团

数据来源：Brand Finance，公开资料

目前，百威英博的啤酒在全球销量占比近30%，在个别国家和地区更是拥有很高的市场占有率，如美国、巴西、墨西哥及拉丁美洲，基本垄断了这些国家的啤酒市场，拥有一定的市场定价权。公司拥有500多个品牌，完善的品牌组合完美覆盖不同价格带和消费场景，以高端化品牌为主，销售覆盖全球150多个国家。公司2019年收入高达523亿美元、利润达104亿美元。虽然2020年疫情以后受疫情影响，公司的收入和利润受到了一定影响，但随着疫情的结束已逐渐恢复。

从家庭传统的啤酒作坊到全球最大的啤酒酿造商，3G资本起到了决定性的作用，由于推动了企业的管理效率提升、供应链和销售渠道整合，才实现了并购的价值，形成了具有影响力的区域化龙头乃至世界品牌。

参考资料：东北证券研究报告：百威英博(BUD)：啤酒之王的冰与火之歌

4.2 奈雪的茶寒冬中联营乐乐茶

在疫情冲击和竞争的加剧，国内餐饮企业迎来了更多的并购整合的机会。这既是企业协同互补提升竞争力的需要，也是形成规模效应抵御不确定性的有效手段，尤其是连锁化、标准化的餐饮企业。

4.2.1 交易情况

在疫情的影响下，乐乐茶在2020年和2021年主营业务收入分别是7.28亿元、8.7亿元，分别亏损0.21亿元和0.18亿元，不得不对业务进行收缩关闭了部分门店退守华东地区。

奈雪的茶门店主要位于华南地区，虽然受疫情影响，公司处于亏损状态，但公司经营活动现金流仍在为正，且公司2021年上市时募集48.4亿港元，是企业在资本和经济寒冬中的有力支撑。

2022年12月5日，奈雪的茶公告拟以5.25亿元收购乐乐茶扩大后股本权益的43.64%。投资完成后，乐乐茶将成为奈雪的茶联营公司，继续维持独立经营。



4.2.2 交易的意义

奈雪的茶和乐乐茶同为现制茶饮行业头部企业，虽然此行业并未饱和，但公司同时面临着多家同价位连锁现制茶饮企业的竞争，需要扩展新的市场。一方面，奈雪的茶作为规模更大、管理更完善的企业，在门店拓展、供应链、数字化与自动化、内部管理等方面的优势将可赋能乐乐茶，帮助其进一步取得增长。其次，二者在区域布局上具有互补性，能够联合抵抗其他竞争者，对乐乐茶进行投资，也将有助于进一步优化行业竞争环境，降低双方未来门店拓展、运营等方面的成本。

对于两家企业来说，双方联营并购是抱团取暖、联合抗衡的有利选择，期待联营后的企业焕发新的活力。



结语

迈向资本市场的星辰大海

中华美食多，家常饌玉琢。

民以食为天，当前中国食品与餐饮行业百花齐放，涵盖轻食、快餐、火锅、卤味、小吃、粉面、日料、茶饮、烘焙、咖啡等多元赛道。中华饮食文化的源远流长与中国食品与餐饮企业的锐意革新，铸造了海底捞、绝味鸭脖、西贝莜面村、同庆楼、和府捞面、千味央厨等一系列特色企业。在酒香也怕巷子深的新时代，食品与餐饮企业的竞争不断加剧，叠加品牌化、连锁化和数字化的背景，资本化的综合运用正成为中国食品与餐饮企业家的经营新课题。

对致力于成为百年老店、打造长青基业的中国食品与餐饮企业而言，IPO首发上市仅是企业踏上资本市场征程的新起点，资本市场中再融资、并购整合等多种工具也可助力企业全生命周期的健康发展。作为促销费、稳民生的国民经济支柱产业，食品与餐饮行业具备较强的穿越周期和风险抵御属性；而纵观全球餐饮巨头的发展道路，当前我国餐饮企业尚有巨大的市值空间、资本化运作之路正当启航之时。

本期指引重点阐述企业在不同发展阶段内资本市场工具的选择，简要介绍A股、港股等境内外资本市场的新政策，并为企业在IPO路径中上市地的选择、上市前的准备工作、上市执行中的重难点、上市中的发行定价、上市后的规范运作、投资者关系维护等实操问题提供详细的技术指导和案例介绍，为企业在IPO的资本运作规划提供指导。我们期待与各位优秀的企业家携手，共同在资本化主题方面进行深度讨论和探索，助力我国的食物与餐饮企业迈向资本市场的星辰大海！



声 明

本指引专门为食品与餐饮连锁企业上市提供参考目的而出具，深圳网聚投资有限责任公司、中国国际金融股份有限公司、北京市君合律师事务所、广东红餐科技有限公司为合作作者，共同享有本指引的版权。未经版权人事前书面同意，任何人不得用于除上述目的以外的任何其他目的，也不得以任何形式向其他任何个人或机构披露本指引的全部或部分内容。

除特别说明外，本指引所依据或引用的信息和数据均来源于公开渠道。版权人是在未对这些信息和数据的真实性、准确性和完整性进行独立核查的情况下假设这些信息和数据是准确、真实、可靠、完整并有效的。本指引的出具不代表版权人对这些信息和数据的准确性、真实性、可靠性、时效性及完整性作出了任何明示或暗示的保证。这些信息和数据有可能因发布之后的任何情势或因素的变更而不再准确或失效，版权人将不会通知并更新本指引中已不准确或失效的信息和数据。任何人不应对本指引中所依据或引用的信息和数据的准确性、真实性、可靠性、时效性及完整性产生任何依赖。因这些信息和数据的不准确、不真实、未及时更新或不完整而导致的任何损失和责任，版权人将不承担任何法律责任。

本指引中的信息和数据并未考虑到可能获取本指引的其他任何个人或机构的自身状况和特定目的及需求，本指引在任何时候均不构成对其他任何个人或机构的建议，也不构成任何法律、会计、税务等其他专业方面的意见。任何个人或机构均应当对本指引中的分析、意见或建议进行独立的评估和判断，同时考量其自身状况和特定目的及需求，并自主进行决策。对任何直接或间接依赖或使用本指引的分析、意见或建议以及本指引中任何信息和数据所造成的损失和责任，版权人将不承担任何法律责任。

本指引的著作权归深圳网聚投资有限责任公司、中国国际金融股份有限公司、北京市君合律师事务所、广东红餐科技有限公司共同享有，任何个人或机构获得本指引均不视为即拥有了本指引的任何权益、许可或授权。未经著作权人事先书面许可，任何个人或机构不得以任何方式或方法修改、转发、分发、引用、摘录、翻版、复制、转载、发表、刊登、许可、抄袭或仿制本指引的任何全部或部分内容，或者以任何其他方式侵犯深圳网聚投资有限责任公司、中国国际金融股份有限公司、北京市君合律师事务所、广东红餐科技有限公司的著作权以及与著作权有关的任何权益。

发起出品方

网聚资本



网聚资本是绝味食品（603517）旗下的产业投资平台，基于绝味食品“致力打造一流特色美食平台”的战略愿景，定位于成为“特色食品和轻餐饮的加速器”，聚焦食品深加工、调味品、轻餐饮、食品/餐饮行业基础设施等领域，以项目为中心、服务为驱动、结果为导向，秉承“共生、共享、共智、共长”的投资理念，努力为投资伙伴企业成长创造价值，为行业进步提升贡献力量。

网聚资本始终秉承“源于产业，更懂产业”的增值服务理念，在组织能力提升、资本战略实施、供应链协同、市场开发加速等环节建立了专业服务体系和资源服务团队，并逐步将产业和资本经验沉淀、提炼成专项方法论和“管理工具包”，面向伙伴企业“授之以渔”，内容涵盖战略解码工具（战略屋→解码表→预算体系→绩效考核）、连锁管理体系（“九宫格”）、数字化增长服务（私域运营、SaaS管理工具）、日常管理工具（如内部会议工具包）等，致力与产业伙伴共创价值，分享价值。

网聚资本认为IPO是企业成长过程中水到渠成的选择和加速发展的里程碑，为更有效的协助产业伙伴克服对资本化过程不熟悉、不擅长的问题，特别推出了专业、系统的资本化服务：包括整体顶层设计、资本战略制定、实施路径分解、第三方中介推荐/把关、重点专题攻关和团队驻场服务等，有效的协助伙伴企业达成目标，实现共同愿景。

专业支持方

中金公司



中国国际金融股份有限公司（中金公司，601995.SH，3908.HK）成立于1995年，凭借率先采用市场最佳实践以及深厚的专业知识，中金公司完成了众多开创先河的交易，并深度参与中国经济改革和发展，与客户共同成长。中金公司的目标是打造中国的国际一流投行，并成为未来金融体系的核心参与者。

君合律师事务所于1989年创立于北京，是中国最早的合伙制律师事务所之一。发展至今，君合已在海内外拥有十二个办公室和一支由超过320位合伙人和顾问、750多位受雇律师和法律翻译组成的逾1070人的专业团队，是国际公认的、最优秀的中国大型综合律师事务所之一。君合坚持创新，和客户共同成长，致力于在商业领域提供全条线、一流的法律服务。

君合律师事务所



德勤Deloitte



德勤中国是一家立足本土、连接全球的综合性专业服务机构，由德勤中国的合伙人共同拥有，始终服务于中国改革开放和经济建设的前沿。我们的办公室遍布中国30个城市，现有超过2万名专业人才，向客户提供审计及鉴证、管理咨询、财务咨询、风险咨询、税务与商务咨询等全球领先的一站式专业服务。

我们诚信为本，坚守质量，勇于创新，以卓越的专业能力、丰富的行业洞察和智慧的技术解决方案，助力各行各业的客户与合作伙伴把握机遇，应对挑战，实现世界一流的高质量发展目标。

德勤品牌始于1845年，其中文名称“德勤”于1978年起用，寓意“敬德修业，业精于勤”。德勤专业网络的成员机构遍布150多个国家或地区，以“因我不同，成就非凡”为宗旨，为资本市场增强公众信任，为客户转型升级赋能，为人才激活迎接未来的能力，为更繁荣的经济、更公平的社会和可持续的世界而开拓前行。

作为国内首个专注于餐饮产业发展的专业研究机构，红餐产业研究院以餐饮产业大数据为抓手，深入研究整个餐饮产业链，立志成为餐饮产业最专业的、综合性的调研服务机构。自2021年3月份创立以来，红餐产业研究院发布了多份具有前瞻性的研究报告，如《2021中国花椒产业发展报告》《2021中国餐饮产业生态白皮书》。同时，红餐产业研究院也是业内大型活动“中国餐饮产业峰会”的承办方之一。未来，红餐产业研究院将持续致力于中国餐饮产业的深度研究，梳理产业变革脉络，助力产业生态健康发展。

红餐产业研究院

