

## 全面实行股票发行注册制专题（二）：首次公开发行并上市制度修改要点解读

作者：境内资本市场组

2023年2月1日，中国证券监督管理委员会（“中国证监会”）、上海证券交易所（“上交所”）、深圳证券交易所（“深交所”）及北京证券交易所（“北交所”）发布股票发行注册制相关规章制度草案并公开征求意见（“新规征求意见稿”），全面实行股票发行注册制（“全面注册制”）改革正式启动。

关于全面注册制的主要改革亮点，我们在本系列上篇 [《全面实行股票发行注册制专题（一）：未来可期——全面实行股票发行注册制改革正式启动》](#) 已作简析。本文将从首次公开发行并上市（“IPO”）角度，结合本次修订的相关主要制度规则内容，对全面实行注册制下的 IPO 相关规则体系、新规征求意见稿的修订要点及本次改革对参与 IPO 的相关主体的影响等方面进一步分析及讨论。

### 一、全面注册制下的 IPO 相关规则修订概况

本次全面注册制改革中，中国证监会及各交易所对各板块 IPO 的相关规定进行了系统性的整合或修订，除对主板 IPO 规则按照注册制要求进行了重大调整外，对科创板和创业板的部分规则主要进行了优化及适配性调整，形成了更为清晰、统一的上市规则体系 [（本次全面注册制改革后，与上市审核相关的主要规定及其修订情况可点击此处进行查阅）](#)。

#### （一）重中之重：主板 IPO 相关规则的重大调整，实现全面注册制

本次全面注册制改革，总体上将科创板、创业板试点注册制的审核理念、程序、方式、信息披露要求等规定扩展适用至主板，主板不再要求必须连续三年盈利及最近一期末不存在未弥补亏损，也取消了无形资产占净资产比例的限制，为境内企业、红筹企业及表决权差异安排企业设定了多套财务标准可供选择，但同时也明确了主板的定位要求，与科创板、创业板及北交所形成错位发展、功能互补的多层次资本市场格局。

#### （二）其他板块 IPO 规则优化及适配调整

基于注册制试点经验及市场反馈，创业板对红筹企业及表决权差异安排企业上市的财务指标进行了优化，取消了最近一年净利润为正的要求。此次并未对科创板、北交所上市发行条件进行实质调整，而是从落实全面注册制角度，对各板块的审核相关规定进行了适当统一及适配调整。

## 二、全面注册制改革下 IPO 制度的修改要点及解读

### （一）主板服务“大盘蓝筹”企业，与其他板块共同形成差异化格局

新规征求意见稿进一步明确主板、科创板、创业板各板块的定位。各板块将呈现出更为清晰的多层次、差异化的定位，为不同类型企业匹配与之发展阶段、业务类型、行业特性等相匹配的资本市场，具体如下：

事项	主板	科创板	创业板	北交所
定位	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申请上市	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	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	主要服务创新型中小企业，重点支持先进制造业和现代服务业等领域的企业，推动传统产业转型升级，培育经济发展新动能，促进经济高质量发展
行业要求	/	支持新一代信息技术、高端装备、新材料、新能源、节能环保、生物医药及其他符合科创板定位的领域 限制金融科技、模式创新企业在科创板上市。 禁止房地产和主要从事金融、投资类业务的企业在科创板发行上市	原则上不支持下列行业申报在创业板发行上市，但与互联网、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：农林牧渔业；采矿业；酒、饮料和精制茶制造业；纺织业；黑色金属冶炼和压延加工业；电力、热力、燃气及水生产和供应业；建筑业；交通运输、仓储和邮政业；住宿和餐饮业；金融业；房地产业；居民服务、修理和其他服务业 禁止产能过剩行业、《产业结构调整指导目录》中的淘汰类行业，以及从事学前教育、学科类培训、类金融业务的企业在创业板发行上市	不支持金融业、房地产业企业申报发行上市，且不得为产能过剩行业、《产业结构调整指导目录》中规定的淘汰类行业，以及从事学前教育、学科类培训等业务的企业
评价细则	/	《上海证券交易所科创板企业发行上市申	《深圳证券交易所创业板企业发行上市申报及推荐暂行规	/

事项	主板	科创板	创业板	北交所
		报及推荐暂行规定》等规则中,从申请人的研发投入、研发人员占比、相关发明专利数量、营收复合增长率/营收规模等指标以及能够证明科技创新能力特别突出的情形,对企业的科创属性进行了明确规定	定》等规则中,从申请人的研发投入、营收复合增长率/营收规模等角度,对企业的成长型创新创业企业评价指标进行了明确规定	

我们注意到,尽管境内上市各板块均已明确其各自的定位要求,但不同于科创板、创业板及北交所已出台相关规则对符合其定位划定细化的判断标准(如行业范围、量化评价指标等),目前已出台的新规征求意见稿中仅对主板的定位作出原则性规定,尚未对“业务模式成熟、经营业绩稳定、规模较大、具有行业代表性”的具体判断标准作出进一步解释。基于制度内容及此前注册制试点板块的上市审核实践,申报企业是否符合板块定位通常是 IPO 审核中重点关注的事项。因此,对于主板定位要求的判断标准将对相关企业申报主板 IPO 的可预期性产生较大影响,仍有待观察证券监管机构会否在未来通过出台相关指引文件或者通过其他方式予以进一步明确。

## (二) 主板 IPO 的发行上市条件修订, 增强包容性

本次全面注册制改革对于主板 IPO 的发行条件及上市条件进行较大幅度的调整及变化,基于注册制的上市审核理念,设置了多元化的发行及上市条件,增加了对不同类型企业的包容性,避免将因行业周期、外部因素或政治经济环境变化而短期业绩受影响的或者前期累积未弥补亏损较多的优质企业拒于主板市场之外。同时也明确了对于红筹企业及存在表决权差异安排企业的上市要求,具体如下:

### 1. 设置多套财务指标, 不再一律要求连续三年盈利

与现行主板 IPO 相关规定相比,新规征求意见稿对于主板发行上市条件的主要变化集中于上市的财务指标要求。

现行主板 IPO 相关规定要求,除中国证监会根据《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》等规定认定的试点企业外,其他企业申请主板上市必须符合在申报前的最近 3 个会计年度净利润(以扣除非经常性损益前后较低者为计算依据)均为正数且累计超过人民币 3,000 万元的要求。而本次新规征求意见稿中设置了三套财务指标可供申报主板 IPO 的一般境内企业选择,其中:(1) 主板第一套标准与现定规定类似,仍要求连续三年净利润为正,且对于三年累计利润及最近一年利润设定门槛,并提高了最近三年累计现金流量净额或营业收入的金额门槛,主要考核企业的业绩(盈利能力);(2) 主板第二套标准和第三套标准仅要求最近一年净利润为正。除最近一年盈利的要求外,主板第二套标准需要市值、营收及现金流量净额达到一定金额门槛,与科创板第三套标准类似,但在各个指标上的要求更高,体现主板上市企业业务成熟、规模更大的特性;主板第三套标准需要市值和营收达到一定金额门槛,与科创板的第四套标准及创业板的第三套标准类似,但同样在市值和营收指标上要求更高(甚至高于未在境外上市的红筹企业申请境内上市的市值及营收要求)。

此外,新规征求意见稿取消了主板发行条件中最近一期不存在未弥补亏损、无形资产占净资产比例

的限制要求。对于因历史研发投入或市场开发投入存在较高未弥补亏损的企业，不再会因此影响去申报主板上市。

## 2. 进一步完善红筹企业及表决权差异安排企业主板上市标准

在新规征求意见稿中，交易所将散见于其他规则中的红筹企业境内上市有关规定整合并补充至主板上市规则中，进一步明确了红筹企业主板上市的具体标准。

此外，针对存在表决权差异安排的企业，除表决权安排需符合相关上市规定外，主板亦借鉴了科创板、创业板的相关规定，并在此的基础上结合主板定位，提高了预计市值/营收要求，并增加了最近一年净利润为正的要求，弥补了现行主板发行上市规则中未对存在该类企业的上市标准作出明确安排的空白。

上述调整后，红筹企业及表决权差异企业在境内主板 IPO 在规则层面的操作路径更为明确，有利于符合主板定位的该类企业选择申请主板上市。

主板 IPO 的发行上市条件修订对比如下表所示：

条件	现行规则	新规征求意见稿
市值及财务指标 (一般企业)	<p>需同时满足以下财务指标要求：</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>■ 最近 3 个会计年度利润均为正数且累计超过 3,000 万元；</li> <li>■ 最近 3 个会计年度经营活动现金流量净额累计大于 5,000 万元，或营业收入累计大于 3 亿元；</li> <li>■ 最近一期末不存在未弥补亏损</li> </ul>	<p>至少符合下列标准中的一项：</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>■ 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，最近一年净利润不低于 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；</li> <li>■ 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；</li> <li>■ 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</li> </ul>
市值及财务指标 (尚未境外上市红筹企业)	<p>应符合下列标准之一：</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>■ 最近一年经审计的主营业务收入不低于 30 亿元人民币且估值不低于 200 亿元人民币；</li> <li>■ 拥有自主研发、国际领先、能够引领国内重要领域发展的知识产权或专有技术，具备明显的技术优势的高新技术企业，研发人员占比超过 30%，已取得与主营业务相关的发明专利 100 项以上，或者取得至少一项与主营业务相</li> </ul>	<p>至少符合下列标准中的一项：</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>■ 预计市值不低于 200 亿元，且最近一年营业收入不低于 30 亿元；</li> <li>■ 营业收入快速增长，拥有自主研发、国际领先技术，在同行业竞争中处于相对优势地位，且预计市值不低于 100 亿元；</li> <li>■ 营业收入快速增长，拥有自主研发、国际领先技术，在同行业竞争中处于相对优势地位，且预计市值不低于 50 亿元，最近一年营业收入不低于 5 亿元</li> </ul> <p>前款规定的营业收入快速增长，应当符合下</p>

条件	现行规则	新规征求意见稿
	关的一类新药药品批件，或者拥有经有权主管部门认定具有国际领先和引领作用的核心技术；依靠科技创新与知识产权参与市场竞争，具有相对优势的竞争地位，主要产品市场占有率排名前三，最近三年营业收入复合增长率30%以上，最近一年经审计的主营业务收入不低于10亿元人民币，且最近三年研发投入合计占主营业务收入合计的比例10%以上。对国家创新驱动发展战略有重要意义，且拥有较强发展潜力和市场前景的企业除外	列标准之一： <ul style="list-style-type: none"> <li>■ 最近一年营业收入不低于5亿元的，最近3年营业收入复合增长率10%以上；</li> <li>■ 最近一年营业收入低于5亿元的，最近3年营业收入复合增长率20%以上；</li> <li>■ 受行业周期性波动等因素影响，行业整体处于下行周期的，发行人最近3年营业收入复合增长率高于同行业可比公司同期平均增长水平</li> </ul> 处于研发阶段的红筹企业和对国家创新驱动发展战略有重要意义的红筹企业，不适用“营业收入快速增长”的上述要求
市值及财务指标 (存在表决权差异化安排的企业)	现行主板上市规定未明确规定此类企业上市的财务指标	应当至少符合下列标准中的一项： <ul style="list-style-type: none"> <li>■ 预计市值不低于200亿元，且最近一年净利润为正；</li> <li>■ 预计市值不低于100亿元，且最近一年净利润为正，最近一年营业收入不低于10亿元</li> </ul>
资产要求	最近一期末无形资产（扣除土地使用权、水面养殖权和采矿权等后）占净资产的比例不高于20%	取消此项限制要求

### （三）统一审核程序，提高审核效率及透明度

在审核程序方面，主板IPO的申请也将适用证券发行注册程序，即由交易所负责受理申请及对是否符合发行条件、上市条件和信息披露要求进行全面审核，并在审核通过后报中国证监会注册的机制。

具体而言，主板整体沿用了科创板、创业板的审核规则，新规征求意见稿明确：①发行审核实现全面注册制，交易所全面负责发行上市和信息披露审核并报中国证监会注册，中国证监会主要负责证券发行注册及统筹协调及监督管理，加强并逐步实现中国证监会的职能转型；②加强交易所审核和证监会注册环节的有机衔接，交易所在审核阶段发现重大敏感事项、重大无先例情况、重大舆情、重大违法线索（“四类重大问题”），及时向中国证监会请示报告并由中国证监会明确意见，交易所的审核工作接受中国证监会监督检查；③统一主板、科创板、创业板各板块的上市申请文件标准，精简部分申报文件，并根据全面注册制的需要，针对性增加股东穿透核查文件、符合板块定位的说明等申报材料要求；④相较于核准制，整体上缩短了上市审核的时限，全流程重要节点均向社会公开，且在申报前至审核后全流程阶段均接受企业及中介机构与审核机构进行咨询沟通，加强审核和注册工作的透明度。

全面注册制下，交易所与中国证监会的职能进一步明晰，中国证监会逐步向统筹、监管者转变，审核流程更加公开透明。根据新规征求意见稿所体现的内容，除对于交易所审核工作的一般性监督及指

导、项目抽查及廉政监督外，中国证监会将主要关注 IPO 审核中涉及四类重大问题及发行人符合产业政策及板块定位情况。在此基础上，随着全面注册制后证监会角色转型的不断深化，基于此前试点注册制的审核情况，可以预期上市审核注册项目的效率将进一步提高。

#### （四）其他

##### 1. 进一步放宽未盈利企业申报创业板上市

深交所启动创业板改革并试点注册制之初，虽上市规则明确了未盈利企业上市标准，但在其 2020 年 6 月 12 日发布《创业板上市规则》的通知中提出该等标准一年内暂不实施的过渡期安排。截止目前，前述一年的过渡期安排早已届满，而仍未有未盈利企业依据这一标准申报创业板并获得受理。此外，对于红筹企业或存在表决权差异安排的企业拟申报创业板上市的，现行规定要求需满足“最近一年净利润为正”的要求。

在本次新规征求意见稿中，创业板取消了对红筹企业及存在表决权差异安排的企业适用的财务指标中“最近一年净利润为正”的要求，修改后与科创板的相关指标要求保持一致。并且，深交所也在就全面实行股票发行注册制配套业务规则公开征求意见答记者问中表示，将“支持符合条件的尚未盈利企业在创业板上市”。我们期待在本次全面注册制改革落地后未盈利企业申报创业板上市破冰，使尚未实现盈利的创新创业企业有更多的境内上市板块选择。

##### 2. 与注册制匹配，进一步强化信息披露要求及中介机构责任

注册制以信息披露为核心，对信息披露质量及中介机构责任提出了更为严格的要求。新规征求意见稿进一步强化了信息披露要求及中介机构责任，要求申报文件的信息披露简明清晰、通俗易懂，具有针对性、有效性和可读性；此外，在强化中介机构责任方面，将中介机构及相关责任人员承担法律责任的时点自受理提前至申报时；同时进一步明晰各中介机构责任，进一步引导保荐机构与律师、审计等其他证券服务机构各司其职、互相配合，明确化、合理化的职责划分机制将更有利于各中介机构在其专业领域内集中精力，严格把关，履行好看门人的职责。

此外，新规征求意见稿中不再将中介机构被立案调查作为不予受理或中止审核的情形，将避免拟上市企业因其他上市项目的违法违规问题而被间接连坐的情况发生。

##### 3. 发行及承销制度改革，优化主板交易规则

本次全面注册制改革总体上统一了沪深市场的证券发行承销的主要规则及交易制度，并根据各板块定位制定差异化的安排。在证券发行承销方面，对于定价、配售、发行程序、信息披露等方面的基础规定将由各板块统一适用，全面实行以市场化询价方式为主、以直接定价为辅的定价机制，并在主板引入投资价值研究报告制度。开启市场化询价时代后的主板，有望打破此前对主板市盈率的隐形天花板限制，且主板上市后的 5 个交易日内亦将不再设置涨跌幅限制，将对企业价值的评判交给市场。

### 三、结语

自 2019 年首次在科创板试点注册制以来，境内上市的相关制度在持续进行着调整及完善，此次全面注册制改革既是对过去四年试点注册制成果的阶段性验收，同时也是境内证券发行全面进入注册制时代及持续完善上市监管体系的起点，我们将持续关注后续正式规则的出台，并期待全面注册制改革下的境内证券市场可以为更多优质企业提供更完善的融资平台及新的发展机遇。

## 特别声明

汉坤律师事务所编写《汉坤法律评述》的目的仅为帮助客户及时了解中国或其他相关司法管辖区法律及实务的最新动态和发展，仅供参考，不应被视为任何意义上的法律意见或法律依据。

如您对本期《汉坤法律评述》内容有任何问题或建议，请与汉坤律师事务所以下人员联系：

### 李时佳

电话： +86 10 8516 4236

Email: [shijia.li@hankunlaw.com](mailto:shijia.li@hankunlaw.com)