

一图览尽美国上市三种主要路径基本参数对比

作者：石磊 | 江金山 | 方倩雯 | 徐云云

The world is an arena.

2023年8月18日中国证监会有关负责人就活跃资本市场、提振投资者信心答记者问时首次公开提及“合理把握IPO、再融资节奏，完善一二级市场逆周期调节”；随后，2023年8月27日，证监会发布《证监会统筹一二级市场平衡 优化IPO、再融资监管安排》消息，宣布执行包括“根据近期市场情况，阶段性收紧IPO节奏，促进投融资两端的动态平衡”在内的一系列阶段性措施（史称“827新政”）。据我们统计，在2023年827新政之前沪深两市新受理IPO企业同比已减少约40%的基础上827新政以来至今：（1）合计有47宗A股IPO项目注册，除其中一周有1宗注册外其余各周均为2宗，**作为对比，2023年的1-7月合计187宗注册，周均注册6宗**；（2）上交所、深交所合计有53宗IPO项目上会，而**2023年的1-7月两家交易所上会项目合计176家**；（3）上交所、深交所各板块合计新增受理31家公司，而**2023年的1-7月两家交易所新增受理项目为507家**（含全面注册制后主板平移项目）。假设按照该等A股审核速度，不考虑新申报项目，消化两市当前合计530余家在审排队项目所需时间保守预计需要五年。回望被业界“寄予厚望”的北交所，仅以几个数值举例以窥其真实审核状态，目前排队企业为100家，2024年至今撤回企业为16家创开市来新高，成功注册2家（去年同期为18家），上会9家（去年同期为11家），总体而言相比沪深两市放缓幅度较小，但也是冷暖自知。**A股IPO处于众所周知的收紧状态。**

目光转到香港联交所，2023年香港新上市公司合计73家（其中68家为IPO，其他为介绍上市及转板），**新上市数量较2022年减少17家**。而从募资额观，2023年通过IPO上市的68家上市公司一共募资462.95亿港元，**较2022年的1,045.70亿港元减少582.75亿港元，减少幅度为55.72%**，主要原因IPO平均募资规模减少（其中不少是减少发行股份的比例）。2023年全年未出现募资10亿美元以上的超大规模IPO（2022年为3家），另外1亿美元至10亿美元的IPO由2022年的21家减至2023年的19家。2024年至今，香港新上市公司共5家，较上年同期减少5家。**港股IPO暂在目力所及的偏冷状态。**

与此同期的美国资本市场，据我们统计，**2023年度共有33家中概股企业（包括主要经营地在香港的企业）在美股纽交所和 Nasdaq 通过 IPO 方式上市，较2022年13家同比IPO的数量大幅增加**。SPAC方面，2023年，美股SPAC市场总共有31家SPAC完成IPO，平均IPO募资金额约为1.23亿美元，总募集资金约为38.4亿美元，约占美国资本市场IPO市场份额的21%；有97家SPAC完成合并，整体标的估值达到约916亿美元。有141家SPAC宣布了业务合并，整体标的预计估值达到约571亿美元。另有37家SPAC已递交IPO招股说明书。仅从中国证监会境外上市备案角度观，**在截至目前112家已通过境外上市备案上市项目中，47家为美股上市项目（其中44家Nasdaq上市项目），占比超过三分之一。中概股美股上市项目**

数量相比往年令人欣慰。

美国资本市场上市路径多样，除路人皆知的首次公开发行（Initial Public Offering）外还有 RTO（Reverse Take-over，俗称“借壳上市”）、APO（Alternative Public Offering，大致为 RTO 加 PIPE 投资）、DPO（Direct Public Offering，不发行新股的直接存量公开发行及上市）、SPAC（Special Purpose Acquisition Corporation，特殊目的并购公司，一般与 SPAC 后的商业合并一并提及，即 De-SPAC）。而于中概股而言，主要登陆纽交所、Nasdaq 的路径为三种，即 IPO、RTO 和 SPAC。就此，我们以简明扼要的以下一张图表向客户、朋友们展示该三种路径的主要参数对比，以期为阁下提供一个赴美上市基础维度的剪影*。

*注：以下标准及信息以截至 2024 年 2 月为标准，可能随未来的规则修订和政策演进而需要更新。

事项		IPO														RTO (借壳)	SPAC	
		纽交所				纳斯达克												
						纳斯达克全球精选				纳斯达克全球市场			纳斯达克资本市场					
上市标准	财务指标	盈利测试标准	估值/收入及现金流量测试标准	纯估值/收入测试标准	附属公司测试标准	利润标准	市值及现金流标准	市值及收入标准	资本及权益标准	收入标准	权益标准	市值标准	总资产/总收入标准	权益标准	市值标准	净利润标准		
		最近三年税前收入合计达1亿美元；最近两年每年税前收入至少为2,500	最近三年现金流合计达1亿美元；最近两年每年现金流至少为2,500	营业收入达7,500万美元(最近1年)	N/A	前三年总计不低于1,100万美元，且每年不低于0美元，且最近二年每	现金流：前三年总计不低于2,750万美元，且每年均大于0美元	收入：最近一年不少于9,000万美元	总资产：8,000万美元	税前经营收入(最近一个财政年度或在最近三个财政年度中的二个财政年度)：100万美元	股东权益：3,000万美元	N/A	总资产和总收入(最近一个财政年度或在最近三个财政年度中的二个财政年度)：7,500万美元和	股东权益：500万美元	股东权益：400万美元	股东权益：400万美元	不适用 IPO 的标准	同 IPO (De-SPAC 完成后的上市公司需要满足对应板块 IPO (首发上市) 的相关要求)

事项	IPO														RTO (借壳)	SPAC	
	纽交所				纳斯达克												
					纳斯达克全球精选			纳斯达克全球市场			纳斯达克资本市场						
	万美 元	营 业 收 入 达 1 亿 美 元(最 近 12 个 月)			年 均 大 于 220 万 美 元	收 入: 最 近 一 年 不 少 于 11,000 万 美 元		股 东 权 益 : 5,500 万 美 元	股 东 权 益 : 1,500 万 美 元			7,500 万 美 元			经 营 净 利 润 (最 近 一 个 财 政 年 度 或 在 最 近 三 个 财 政 年 度 中 的 二 个 财 政 年 度): 75 万 美 元		
营 业 记 录 期	至少 3 年		至少 1 年		采用前两套标准则要求 3 年, 后两 套标准无要求。				至少 1 年	2 年	N/A	至少 1 年	2 年	N/A	至少 1 年		
最 低 上 市 市 值	N/A	不 少 于 5 亿 美 元	不 少 于 7.5 亿 美 元	不 少 于 5 亿 美 元	N/A	前 12 个 月 平 均 不 少 于 55,000 万 美 元	前 12 个 月 平 均 不 少 于 85,000 万 美 元	16,000 万 美 元	N/A	N/A	7,500 万 美 元	N/A	N/A	5,000 万 美 元	N/A		

事项	IPO									RTO (借壳)	SPAC
	纽交所	纳斯达克									
		纳斯达克全球精选	纳斯达克全球市场				纳斯达克资本市场				
最低发行额度	4,000 万美元	4,500 万美元	800 万美元	1,800 万美元	2,000 万美元	2,000 万美元	1,500 万美元	1,500 万美元	500 万美元		
股东人数	有 100 股以上的股东人数不少于 5,000 名	持有 100 股以上股份的股东在 450 名以上, 或者股东人数在 2,200 名以上	最少 400 名股东且每个股东持股数不低于 100 股				最少 300 名股东且每个股东持股数不低于 100 股				
最低公众持股数量	社会公众持有的股票数目不少于 250 万股	125 万股	110 万股				100 万股				
基本流程	<ul style="list-style-type: none"> ■ 筹备及准备申请 ■ 中国证监会备案 ■ SEC 及交易所审查 ■ 路演和营销 ■ 定价和配售 									<ul style="list-style-type: none"> ■ 确定并购目标 ■ 协商交易 ■ 尽职调查和交易文件起草 	<ul style="list-style-type: none"> ■ SPAC 首先完成其 IPO (所需程序与 IPO 一致但因其为空白支票公司, 无实际业务, 因此其 IPO 流程更快)

事项	IPO			RTO (借壳)	SPAC
	纽交所	纳斯达克			
		纳斯达克全球精选	纳斯达克全球市场		
	<ul style="list-style-type: none"> ■ 发行股票 			<ul style="list-style-type: none"> ■ 向交易所提交文件并审核 ■ 股东投票交易交割 	<ul style="list-style-type: none"> ■ 执行 De-SPAC 商业合并(所需流程与 RTO 类似, 但与 RTO 一般由买壳方主导流程外, De-SPAC 一般形式上由 SPAC 主导)
中国证监会备案要求	递交招股书(含密交)后三个工作日内申请备案, 上市前完成备案			交易公告后三个工作日内申请备案, 交割前完成备案	交易公告后三个工作日内申请备案, 合并(De-SPAC)交割前完成备案
SEC 和交易所程序	需要 SEC 和交易所审核			无需 SEC 审核, 交割后向 SEC 提交 super-8k 表格	需要 SEC 和交易所审核
主要专业机构	承销商、发行人境内外律师、承销商境内外律师、审计师、行业顾问、公关顾问、存托银行、印刷商等			财务顾问(常见非必须)、审计师、借壳方境内外律师、壳方境外律师	(以下特指拟 De-SPAC 并上市的环节) 财务顾问(常见非必须)、发行人境内外律师、审计师、公关

事项	IPO			RTO (借壳)	SPAC
	纽交所	纳斯达克			
		纳斯达克全球精选	纳斯达克全球市场		
					顾问、存托银行、印刷商等
近期典型案例	<ul style="list-style-type: none"> 震坤行 (ZKH): 数字化的工业用品服务平台。2023 年 12 月 5 日于纽交所上市, 募资 6,200 万美元, 上市当天收盘市值 24.90 亿美元。 			<ul style="list-style-type: none"> 能链智电 (NAAS): 中国充电服务商。2022 年 6 月 11 日借壳瑞思教育登陆纳斯达克市场。 	<ul style="list-style-type: none"> 路特斯 (LOT): 吉利旗下收购的原英国豪华品牌电动车制造商。2024 年 2 月 22 日与纳斯达克上市的 L Catterton Asia Acquisition Corp (纳斯达克股票代码: LCAA) 完成合并交易, 合并后估值约 61 亿美元。

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：

石磊

电话： +86 10 8560 6499

Email: lei.shi@hankunlaw.com